

中国航空业

中性

(上次: 中性)

政府的行政行为影响了行业的竞争格局

2008 年末以来中国航空业发生了几件大事: 中国东方航空和中国南方航空的董事长变动; 中国东方航空和中国南方航空宣布对大股东定向增发 A 股和 H 股; 上海航空也宣布对一名国有股东定向增发。我们认为, 上述企业人事变动和融资背后实际是受政府的行政行为推动。这些行政行为影响了中国航空业的竞争秩序, 对国有航空公司中的优秀企业中国国航和其他民营航空公司有所不利。

以行政调令导致高级管理人员“跳槽”是一种重要的行政干预 2008 年 12 月, 中国南方航空董事长刘绍勇被中国政府任命为中国东方航空集团总经理, 进而成为中国东方航空董事长。这实际上是以行政调令推动刘绍勇“跳槽”。近几年中国南方航空在刘绍勇及其他管理人员的管理下业绩不断改善。因此, 刘绍勇的“跳槽”对于中国南方航空的投资者而言可能是一种损失。

不考虑投资收益的大股东注资是另一种重要的行政干预 2008 年 12 月, 在国务院国资委推动下, 中国东方航空和中国南方航空宣布对大股东定向增发 A 股和 H 股; 2009 年 2 月, 上海航空也宣布对一名国有股东定向增发。历史业绩表明中国东方航空、中国南方航空和上海航空均未具备持续盈利能力, 因此上述增资并未考虑投资收益, 而是主要考虑了非经济因素。

高度国有化和行业特性导致航空业市场化程度低 中国航空业的高度国有化导致政府对该行业影响程度高。行业退出壁垒高和行业重组壁垒高也导致该行业受政府行为影响大, 市场化程度很低。

行政干预的结果是弱者不弱, 强者难以壮大 三大国有航空公司中最差的航空公司中国东方航空, 在政府的上述措施下避免了破产或被重组。而三大国有航空公司中最优秀的航空公司中国国航, 则面临新的竞争格局。在市场空隙中生存的民营航空, 则面临与三大国有航空公司更激烈的竞争。

香港市场航空公司估值表

股票简称	评级	目标价 (HK\$)	EPS 币种	经常性 EPS		PE(x)	
				2008E	2009E	2008E	2009E
中国国航	逊于大市	1.70	RMB	(0.34)	0.11	(5.5)	16.4
中国南方航空	未评级	-	RMB	-	-	-	-
中国东方航空	未评级	-	RMB	(1.20)	(0.05)	(0.8)	(18.2)
国泰航空	中性	8.00	HK\$	(0.52)	0.08	(15.6)	99.7

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测, 按 2 月 27 日收盘价。负值表示亏损。

2009 年 3 月 2 日

招商证券(香港)研究部
余黄炎
(86-755)83643907
yuhuangyan@cmschina.com.cn

各航空公司的盈利能力差异很大

公司名称	股票代码	净资产收益率(%)*				
		2003	2004	2005	2006	2007
中国国航	753.HK	2.7	17.2	8.3	3.0	8.1
中国南方航空	1055.HK	-2.3	-0.3	-26.7	-14.0	-8.7
中国东方航空	670.HK	-16.0	3.8	-15.4	-81.1	-66.6
上海航空	600591.CH	3.4	12.9	2.2	-1.4	-26.2
国泰航空	293.HK	3.5	13.3	9.2	8.1	10.9

资料来源：公司资料，招商证券(香港)

*按经常性盈利计算。负值表示亏损。

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人余黄炎未持有报告中公司股票及其它相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852)31896888 传真: (852)31010828