



廉价航空将带来盈利模式转向

——关于东航与澳航拟成立廉价航企事件的点评

2012年3月26日

推荐/首次

东方航空

事件点评

王明德

执业证书编号: S1480511100001

联系人: 陈琛

chenchen@dxzq.net.cn 010-66555181

事件:

根据英国《金融时报》报道, 东方航空(China Eastern)和澳洲航空公司(Qantas)拟联合成立香港第一家廉价航空公司——捷星香港(Jetstar Hong Kong), 如果成功, 这将是外资参与中国航空业的一项重要交易。捷星香港将是一家总投资额 1.98 亿美元的合资企业, 澳洲航空和中国东航各持一半股份。

观点:

1. 低成本定位将为东航开拓低价航空业务提供全新契机。

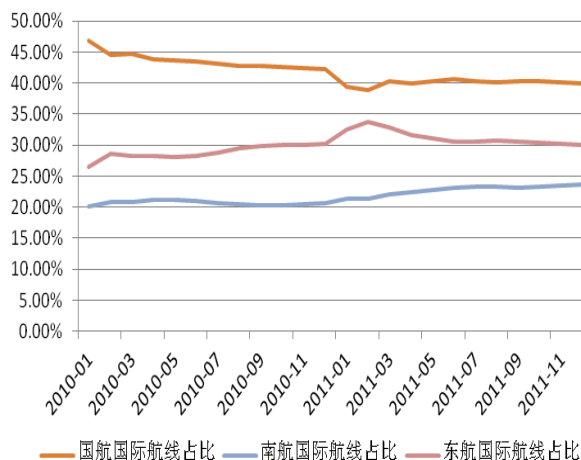
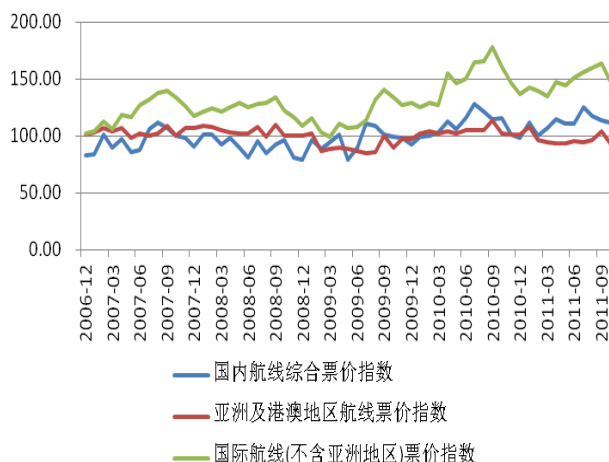
东航作为中国三大国有航空公司之一, 面对目前国内航企的同质化竞争格局的日趋激烈, 一直在努力尝试实现差别化的经营模式, 并希望打进新的市场。我们之所以认为组建后“捷星香港”的成功运营将会为目前大型航企的发展转向提供新的契机: 一方面是因为, 考虑到目前以三大航为代表的大型航企, 网络布局十分集中, 基本上是围绕三大枢纽和干线航路, 过于依赖其强劲的自然增长需求和日益下滑的公务出行比例, 以维持相对的票价景气度, 低成本的发展策略可以更好地调整其航线布局的广度, 将触角伸向目前航线覆盖较为稀薄的地区, 通过富有竞争力的票价优势, 抢占新兴市场。

二方面是由于目前航油刚性成本高企不下, 且高铁建设的加速所带来的客运分流都将迫使大型航企必将走成本严控的道路, 从成本中要效益, 根据东航刚刚公布的年报数据显示, 在其他变量保持不变的情况下, 平均航油价格每上升或下降 5%, 公司的航油成本将上升或下降 14.6 亿元。航油成本的上升将会直接导致航空运输毛利率的下降, 而高铁分流将在较大程度上影响到航空企业未来的需求增速, 这两大因素也使得航空公司未来发展中必须通过走低成本路线, 以保持持续盈利的发展前景。

2. 跨国合作将使东航在更大程度上分享到亚太地区高速增长航空需求增量。

此次跨国合作是中外大型航空公司首次联合成立客运航空公司, 此前的跨国合作仅限于货运或者代码共享航班(codeshare)。我们认为此次跨国合作如果获得成功, 将使得东航更大程度上分享到亚太地区高速发展的航空需求增量。一方面是从东方航空自身而言, 其在国内三大航的竞争格局中没有明显的发展短板, 但也没有鲜明的竞争优势, 因此需要通过“跨国合作”的方式, 借助澳航旗下的明星业务“捷星”所拥有的亚洲增长最快的廉价机票网络, 和与新加坡、日本、越南、澳大利亚和新西兰等国的航空公司的密切合作关系, 使东方航空能够更多更快地参与到亚太地区的航空竞争中。

二方面, 亚太地区是目前航空需求增量最为旺盛的地区之一, 2010 年旅客吞吐量世界排名前 50 机场中亚太地区占据 16 席, 货邮吞吐量世界排名前 50 的机场中亚太地区占据 18 席, 能够参与到亚太地区的航空竞争, 将有利于公司改善盈利结构和盈利能力。预计在“捷星香港”开通了飞往日本、韩国、南亚和大中华区(包括中国内地、香港和台湾)的多次短途航班后, 东航将以低成本运营的方式进入全球化区域化的竞争格局中, 进而在更大程度上分享到亚太地区高速增长的航空需求增量。

图 1: 三大航国际航线周转量在各自客运周转量的占比情况

图 2: 民航票价指数


资料来源: WIND、东兴证券研究所

资料来源: WIND、东兴证券研究所

3. 该运营模式将得到政策上的引导与扶植, 对近期的盈利能力影响不大。

在交通运输部日前出台《“十二五”综合交通运输体系规划》中, 指出将大力发展以枢纽化运作为支撑的国际航线旅客运输, 并支持支线低成本航企发展。如果此次低成本跨国合作获得最终成功, 将在一定层面上践行了国家对于民航产业发展的预期, 我们预计该运营模式将得到政策上的引导与扶持。

东航作为第一个“吃螃蟹”的国内大型航企, 如果此次组建成功, “捷星香港”的航班计划于 2013 年开始飞行, 最初投入 3 架空客 A320, 到 2015 年预计飞机数量将增加到 18 架 A320。从运量投放来看, 截止 2011 年末, 东航客运飞机总架数为 358 架, 在保持现有的机队规模不变的情况下, “捷星香港”的飞机架次约占东航飞机总架次的 0.83%到 5%左右, 对于东航近期的经营业绩影响不大。

结论:

我们认为此次东航与澳航拟成立廉价航企事件主要影响的并不是东航短期内的盈利能力, 更多地是影响其中长期发展中盈利模式的转向。此次竞争策略的选择, 必将使东航在新的盈利模块转向中占得先机。我们预计东方航空 2012、2013 年 EPS 分别为 0.4680 元及 0.5063 元, 对应的 PE 分别为 8.38 倍和 7.47 倍。首次给予东航“推荐”评级。

表 1: 投资组合盈利预测和估值

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	74,958.11	83,974.51	94,652.08	107,410.19
(+/-)%	88.19%	12.03%	12.72%	13.48%
经营利润 (EBIT)	7,418	4,727	10,885	12,704
净利润	5,380.38	4,886.70	5,278.19	5,710.55
(+/-)%	896.84%	-9.18%	8.01%	8.19%
每股净收益 (元)	0.4771	0.4334	0.4680	0.5063
PE	13.79	8.77	8.38	7.74

资料来源: 东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈睺

2008 年进入东兴证券，2012 年加盟东兴证券研究所，从事航空机场研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。