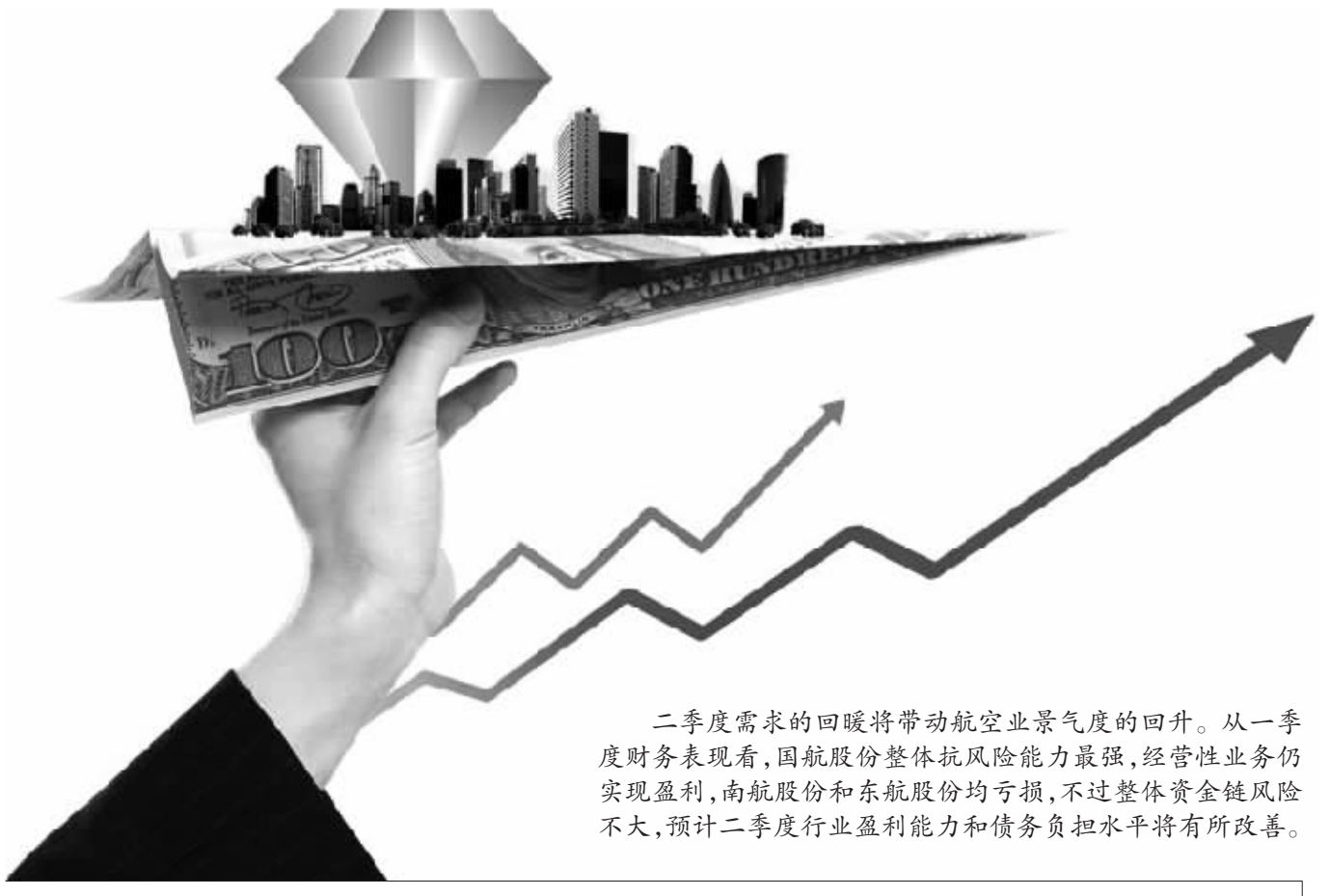

二季度需求的回暖将带动航空业景气度的回升。从一季度财务表现看，国航股份整体抗风险能力最强，经营性业务仍实现盈利，南航股份和东航股份均亏损，不过整体资金链风险不大，预计二季度行业盈利能力和债务负担水平将有所改善。

三大航空 谁会飞得更高

中债资信　牛圣涛

运力增长依然较快

航空业仍面临需求复苏慢与运力增长快的矛盾，不过二季度或许会有所缓解。

一季度航空企业通过降价保量，使得行业运输周转量及运营效率有所回升，二季度预计国内经济将维持温和复苏态势，公商务及旅游活动的回暖将带动行业景气度的回升。

2013年一季度航空运输有效需求未能显著复苏。国内航线运输总周转量(RTK)增速较上年同期提高4.74个百分点，带动了民航总周转量同比增速有所上升，其中客运周转量增速在2013年1月探底之后迅速反弹，与此相反，货邮周转量增速在2013年1月见顶后迅速回落。运营效率虽有所波动，但均较上年同期显著提高，其中2013年3月民航正班客座率和载运率分别达83.6%和75%，分别较上年同期提升2.3和7.2个百分点，民航飞机日利用率与去年同期持平。

在行业景气度未显著回升的背景下，行业运输规模及运营效率的回升是业内企业实施降价保量，以期消化前期较快增长的运力的结果。2013年一季度，不同航线票价水平均出现一定幅度下降，其中，国内航线综合票价指数下降约2%，国际航线票价指数下降约3%。

展望2013年二季度，从需求方面分析，整体看二季度国内经济增速将持稳。国内经济的回暖将为航空业需求的回升提供动力，公商务需求有望小幅反弹，同时旅游出行活动的增长也有望带动航空业需求的上升。供给方面，根据三大航(国航股份、南航股份、东航股份)2012年年度报告披露的运力引进计划，第一季度国航股份、南航股份、东航股份约分别完成全年飞机引进数量的17%、34%和20%，未来三个季度行业大规模的飞机引进仍将带来运力的快速增长。虽然航空运输需求有望持续回升，但较大规模的飞机引进计划仍将对行业运营效率和票价水平的回升带来一定的压力。

盈与亏考验了谁

受行业景气度未能显著回升及航油价格小幅攀升的影响，一季度三大航经营性业务盈利能力同比均下滑，但整体指标表现有所分化，虽然经营活动现金盈余仍难以满足购进飞机带来的资本支出需求，且债务负担的加重将在一定程度上增加债务偿还压力，但行业整体外部融资能力较强，资金链风险不大，二季度随着行业需求的回升，预计行业盈利能力和债务负担水平将有所改善。

从盈利能力来看，行业降价保量策略一定程度上带动了运量的回升，但客公里收益水平的下降及“营改增”试点范围的扩大使得行业收入水平低于运量增速，同时一季度国际油价小幅震荡上行，行业航油成本的上升也在一定程度上拉低了行业盈利水平。2013年4月与5月，国内航空煤油出厂价分别环比下降478元/吨和487元/吨，降幅分别为6.18%和6.57%，二季度航油成本占比下降已成定局，将显著拉动行业盈利能力的提升。

同时，一季度人民币兑美元升值0.26%，而上年同期人民币兑美元贬值0.27%，未来外需的不确定性使得贸易对人民币汇率的支撑作用不牢，同时随着美国经济复苏，美元很可能阶段性走强，一定程度上压缩了人民币兑美元的升值空间。

国航股份航线网络最为均衡，品牌知名度最高，北京基地公商务客源基础较为坚实，具有一定的定价权。其中，北美航线因美国对华签证放开带来的需求上升和更换新机型带来的运输成本的下降而持续盈利，北京72小时过境免签政策的实施也在一定程度上增加了公司国际中转旅客数量，整体来看国航股份抗风险能力最强。一季度其财务表现虽难逃行业景气度差的拖累，但随着人民币升值幅度提速，其汇兑收益同比增加使得经营性业务仍实现盈利。

南航股份2012年运力引进速度过快，导致供需关系有所恶化，进而客座率及票价水平小幅下滑。其国际航线运力投放过快，主要集中于澳洲航线，虽然白云机场在澳洲航线中转方面具有地理优势，但澳洲航线整体需求有限，竞争趋于激烈，票价水平下滑；且收入获取能力差，高收益航线占比少。南航股份成本控制能力弱，由于国内航油的垄断供给机制及较高的关税使得国内航油价格显著高于国际水平，国内业务量占比高使得其受国内油价上涨的影响最大。同时，A380持续亏损，A380仍未获得理想的国际长航线，其运营持续亏损，据测算单架A380的年亏损额近2亿元，在整体需求不振的情况下成为拉低公司业绩，加大与竞争对手差距的主要原因。整体来看，一季度虽南航股份汇兑收益增长2亿元左右，但其经营性业务仍亏损。

东航股份的中日航线需求仍未恢复，同时运力增长较快，公司盈利能力下滑幅度最大。未来随着宽体飞机的引进及国际航线的拓展，公司运力投放速度未有放缓迹象。禽流感对华东地区进出港航班产生的影响将在行业二季度运营数据中体现，东航股份由于在华东地区的市场份额最大将受较大影响，预计其二季度财务表现仍将弱于国航股份和南航股份。

同时，三大航资金链表现也有所差异。其中，国航股份和南航股份受“营改增”带来的经营活动现金流出减少的影响，经营活动现金盈余同比大幅上升。虽一季度其运力引进提速带来的资本支出的增加对公司造成一定的阶段性资金链压力，但考虑到航空业较易通过新引进飞机抵押的方式获取银行信贷支持，整体资金链风险不大，外部融资带来的债务负担的上升仍处于合理水平。二季度行业景气度的回升将带动盈利能力及经营活动现金盈余的增长，内部盈余积累的增加将降低债务负担及资金链风险。东航股份未来资本支出规模较大，面临的资金链压力高于国航股份和南航股份，但估计会处于可控范围。

编读往来

华夏基金旗下5只行业ETF近日登陆上证所，业内认为这标志着国内市场指数化投资新时代开启。那么，普通投资者该怎么选？请数米基金研究中心研究员王炜为大家解惑。

指数型基金如何选

本报记者　钱箐旎

记者：据了解，近年来，市场上的指数型基金呈上升态势，透露出投资者较为强烈的购买意愿。您认为出现这种现象的原因何在？

王炜：指数型基金属于被动投资，不主动择时择股，因而其管理费用以及交易成本较低，且能确保投资者取得市场平均收益。由于指数型基金购买的是一篮子股票，因而单个股票的异动对于整体收益影响不大，非系统风险较低。主动型基金通过择时可以灵活控制仓位，减小系统性风险对组合业绩的侵蚀，但择时选股的成败取决于基金管理人的判断，主观因素较多。

不过，投资指数型基金无法保留大的现金比例，投资者须完全承担择时的系统性风险，每一次市场的大跌对于指数型基金的伤害都是最深的。所以，是投资主动型基金还是指数型基金，还是要看投资者对市场趋势的判断与对基金管理人能力识别之间，更擅长哪一个。

记者：购买指数型基金有哪些渠道呢？

王炜：投资指数型基金可以通过场内交易和场外交易的方式购买。场内交易指的是像在股市中买卖股票一样交易基金，其好处是可以在交易时间内随时买卖指数型基金，灵活度较高，且交易成本相对便宜，一般场内手续费最高不超过千分之三，而场外指数型基金申购手续费为1%左右。由于场内交易的基金往往可以转托管到场外，两个市场可能存在一定差价，也就产生了套利收益。

场外交易渠道包括银行柜台、基金网站、证券柜台以及第三方销售渠道。场外交易的最大优势是可以做定期定额投资，定投的投资金额门槛较低，为中小投资者提供了一条参与股市的途径；且定投采用自动扣费，为工作繁忙的人群理财提供了可能；同时，由于不考虑投资时点，因而具有分散风险的特点。

同时，有分级设计的指数型基金还为投资者提供了一种新的基金购买方式。比如，其基金份额、稳健收益份额、积极收益份额的场内、外申赎规则不同，稳健收益份额、积极收益份额可合并为基金份额等等，能同时满足不同风险偏好投资者的需求。

记者：我们了解到，指数型基金有封闭式指数基金、开放式指数基金、交易型开放式指数基金等多种类型，作为投资者应该怎么挑选呢？

王炜：截至目前，市场上已有300余只指数型基金（含A、B），各个指数的风格差异较大，其行业配置也有差别，无法武断地作出孰优孰劣的绝对判断，因此如何挑选指数型基金的确成为投资者的难题。

对致力于长期投资且不擅长把握市场节奏的投资者来说，可以选择购买沪深300等偏综合类的指数型基金，长期持有以获得市场平均收益。对风险承受能力相对较低的投资者，可以选择购买以中证100、上证50等大盘蓝筹指数作为标的指数的指数型基金，大盘蓝筹指数相对估值较低，波动性相对较小。

对市场风格转换判断敏锐的投资者，则可以在一些风格特征明显的指数型基金上进行波段操作，如上证红利、中证500、中证100、沪深300价值等指数，从波段投资中分享更高的收益。对行业轮动有择时能力的投资者，可以根据市场行情的变化，通过行业指数型基金来调整各行业的相互配置。如近期发行的华夏5只行业ETF，其中材料、能源及金融行业属于强周期行业，而医药及消费则是典型的弱周期行业。

如果从费率角度来看，ETF投资成本最低，其次为封闭式指数基金、开放式指数基金，所以，同样的目标指数下，ETF为首选。

在各类银行理财纠纷案中，大部分都将矛头指向不当销售——

理财产品并非只赚不赔

普益财富　范　杰

长期以来，我国民众都对金融机构，特别是商业银行的信用有过度依赖，甚至对在商业银行销售的理财产品迷信，即认为这类理财产品能完全替代存款，是只赚不赔的买卖。在这样的背景下，各类理财纠纷案例也开始出现，而大部分案例都将矛头指向不当销售。

按照理财产品的发行机构不同，目前商业银行销售的理财产品大致分三类：第一类是商业银行自身发行的理财产品，也就是通常所说的银行理财产品，该类产品风险控制较严格。第二类是商业银行代销或代为推介的其他金融机构的理财产品，这类产品受到发行人主管部门即银监会、证监会、保监会的监管，在合法性、合规性方面保障较多。第三类是商业银行代销的、非金融机构发行的理财产品，典型的如股权投资基金(PE)、有限合伙制企业(GP/LP)份额，其主要特点在于产品的质量完全取决于资产管理机构的管理能力以及职业道德。可以看到，以上三类产品的风险属性存在着较大差别。

其实，很多不同类型的金融产品之间并不存在单纯的好坏之分，主要区别在于适合的投资者不同。商业银行的卖者之责应该体现在为客户提供其需要的产品上，即为合适的客户推介合适的产品。

在实际操作中，应首先由中后台部门对产品进行审批，包括对产品质量及是否适宜在本行销售做出判断，并根据风险收益特性对其作出分类；其次，由前台部门，如个金部、财富中心、私人银行部对理财客户理财需求进行收集和分析；第三，由理财经理向客户提供资产配置服务，为其推介合适的理财产品或理财产品组合。这其中，第一个步骤最关键，需要丰富的投资经验和独到的判断能力。

同时，也要看到在实际案例中，部分不当销售并不只是来源于销售误导，也来自于错误购买。理财客户对自己的需求不明确、对理财产品的漠视都是导致错误购买的重要原因。其中，民众对商业银行销售的理财产品迷信更是把错误购买推到了极致——即使发现自己不能承受理财产品的风险的情况下，存在对银行会刚性兑付的预期，甚至寄希望于风险发生时，通过舆论声势绑架监管部门而获得赔偿，有较大的道德风险。

实际上，这些侥幸心理几乎在每个案例中都会出现。因为风险过高的产品一般都有明显高于其他理财产品的收益，投资者可以根据异常的收益率发现产品的问题。如某股份制商业银行支行的“理财欺诈案”中，理财产品投资起点是50万元，年化收益14.50%，不仅大大高于同起点的银行理财产品，而且明显高于100万元起点的信托产品。如此高的收益，即便是不了解金融的人，都可以从常识判断该产品有很高风险，在明知有高风险的情况下还要投资，显然就不能简单地把所有责任都推到商业银行身上。

任何一笔交易都存在买卖双方，错误的交易可能是卖方的误导，也可能是买方的失误或者故意。减少理财产品的不当销售，应从商业银行和投资者双方同时入手，而不应当把责任一味地推向某一方。

财富漫画

远　志/文
段涛涛/绘