

深度报告

交通运输

航空机场

南方航空(600029)

推荐

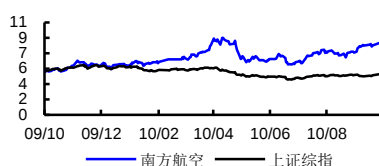
目标价: 12.10 元 昨收盘: 8.64 元 (维持评级)

2010年10月12日

本报告的独到之处

- 南航受高铁分流影响最小
- 香港机场饱和为南航国际业务提供战略机遇

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	8,003.6/4,800.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	69,150.8/62,920.1
上证综指/深圳成指	2,738.74/11,911.37
12 个月最高/最低(元)	9.20/5.15

财务数据

净资产(百万元)	12,445.00
每股净资产(元)	1.55
市净率	5.56
资产负债率	85.15%
息率	

相关研究报告:

《南方航空-600029-中报点评: 内线景气主导业绩反转》——2010-8-17

《南方航空一季报点评: 主业开局良好, 全年值得期待》——2010-4-26

《南航 09 年报点评: 行业强劲复苏的最大受益者》——2010-4-14

分析师: 陈建生

电话: 0755-82133766-1322

E-mail: chenjsheng@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030019

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

误解止于业绩, 龙头风采展现

● 估值和投资建议

维持“南航”推荐评级和作为航空股首选的投资建议。

预计南航 2010、2011、2012 年的 EPS 为 0.69、0.81、0.59 元。未来 6 个月股价核心波动区间为 9.6-12.1 元, 对应 12-15 倍 2011 年 PE。

● 业绩弹性最大的航空股

国内航线配重最大且股本最小, 南航的业绩弹性最为充分。

南航的内线盈利复苏具有后周期特征, 我们认为国内航线将进入全面景气阶段, 南航将会充分受益。

● 受高铁冲击最小的航空股

和市场理解不同的是, 我们认为南航是受高铁冲击最小的航空股。

高铁的使命是满足经济快速发展衍生的高密度客流需求, 南航网络布局广泛, 和高铁重叠度较低。

高铁分流集中在“四纵”, “四纵”京沪分流最甚, 因为京沪沿线地域富庶, 且速度快, 距离短, 而南航在京沪沿线布局较为薄弱。

● 内线网络持续优化, 外线面临香港机场饱和的战略机遇

南航航线资源整合提速, 加强市场控制能力。

香港机场临近饱和为南航发展国际航线提供了战略机遇。南航国际航线将受益于香港机场国际客源回流。

● 网络转型有望为高铁冲击提供缓冲

南航航线结构调整, 将缓冲高铁带来的集中冲击。

新市场为南航消化富余运力提供了“蓝海”。我们原来对高铁的预测假设是剩余运力在原航线空飞, 但国际中转国际市场可望消化富余运力。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	56,427.00	56,043.00	74,858	86,496	92,500
(+/-%)	1.17%	-0.68%	33.6%	15.5%	6.9%
净利润(百万元)	-4,829.00	358.00	5539	8109	5908
(+/-%)	-365.33%	107.41%	1447.2%	46.4%	--
每股收益(元)	-0.74	0.04	0.69	0.81	0.59
EBIT Margin	-4.89%	3.49%	7.2%	11.1%	7.5%
净资产收益率(ROE)	-68.98%	3.45%	34.8%	23.8%	14.8%
市盈率(PE)	-11.74	193.15	12.5	10.7	14.6
EV/EBITDA	30.35	13.55	12.8	9.2	10.6
市净率(PB)	8.10	6.66	4.35	2.54	2.16

投资摘要

估值与投资建议

维持南航作为航空股投资首选的投资建议以及“推荐”评级。我们预计南航2010、2011、2012年的EPS为0.69、0.81、0.59元。未来12个月股价核心波动区间为9.6-12.1元，对应12-15倍2011年PE。

核心假设或关键逻辑

- (1) 2011年行业景气度高位运行，供需紧张加剧。
- (2) 航空需求有望进入加速增长期，2012年供需差有望覆盖高铁分流。
- (3) 油价2010-2012年均价80美元左右，人民币每年小幅升值2%-3%。

与市场预期的差异之处

市场认为：

- 1、南航国内主要商务航线占比低于国航东航，盈利向下弹性充分，向上弹性不足，行业景气度快速提升，未必能充分收益。
- 2、南航国内航线众多，受高铁冲击最大。
- 3、分子公司众多，未能形成合力和竞争优势，资源整合进展缓慢。

我们认为：

- 1、南航业绩特性决定于国内客运的高配重，公司国内客运比重高于兄弟公司中国国航和东方航空。我们认为航空供需沿主干线-次干线的路径改善，南航业绩弹性具有后周期特征。
- 2、高铁定位于经济发展带来的高密度客流，南航广泛的网络布局，反而降低了和高铁的重合度，分流总量略小于国航、东航。
- 3、网络转型持续优化：内线整合提升市场控制能力；外线将承接香港机场饱和带来的国际客源回流。
- 4、网络优化有望提前消化高铁带来的后续冲击。

股价变化的催化因素

资本市场逐步认同南航的业绩弹性，消除估值折价；在景气快速提升驱动下，业绩和经营数据超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、经济下滑或突发事件影响需求；
- 2、油价大幅上涨；
- 3、高铁的影响大于预期。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
PE 估值: 最便宜的航空股.....	5
敏感性分析: 最具弹性的航空股.....	5
高弹性高溢价, 维持“推荐”评级.....	6
业绩弹性最充分的航空股.....	6
从业务组合看, 最高的国内客运配重放大了盈利弹性.....	6
盈利复苏具有后周期特征.....	7
预计 2011 年航空业景气持续提升.....	8
高行业景气度下南航弹性开始体现.....	9
受高铁冲击最小的航空股.....	10
南航是受高铁冲击最小的航空公司.....	10
南航国内航线平均航距最长.....	11
高铁冲击集中于“四纵”, “四纵”密集分流北京市场.....	11
南航避开了“四纵”中冲击最大的京沪航线.....	12
高铁分流南航 2012 年客运量 5%, 收入 9%.....	12
资源整合加速航线网络优化.....	13
国内航线: 资源整合提升协同作战能力.....	13
国内中转国际: 珠三角空域紧张, 受益增量客源回流.....	14
国际中转国际: 承接香港机场的需求溢出.....	15
网络转型缓冲了高铁的后续冲击.....	17
我们之前的分流假设较为谨慎.....	17
内线拉长航距提前缓解了部分高铁冲击.....	17
国际中转国际航线: 红海中的蓝海.....	17
核心判断的主要风险.....	18
附表 1: 财务预测与估值.....	19
国信证券投资评级.....	20
免责声明.....	20

图表目录

图表 1: 三大航 PE 估值比较	5
图表 2: 三大航对内线票价和 RPK 的敏感性分析	5
图表 3: 南航 EPS 对内线 RPK 和票价的敏感性分析: 元 (假定其他变量不变)	6
图表 4: 南航 EPS 对油价的敏感性分析: 元 (假定其他变量不变)	6
图表 5: 中国国航 2010 年中报收入结构	7
图表 6: 东方航空 2010 年中报收入结构	7
图表 7: 南方航空 2010 年中报收入结构	7
图表 8: 南航内线盈利复苏滞后行业	8
图表 9: 分阶段中国航空客运周转量和 GDP 的弹性比较	8
图表 10: 分阶段美国航空客运周转量和 GDP 的弹性比较	8
图表 11: 中美票价收入比对比	9
图表 12: 中国航空客运周转量增速和 GDP 增速弹性: 季度数据	9
图表 13: 次干线航线景气提升速度开始赶超干线	10
图表 14: 至 2012 年高铁分流三大航效应比较	10
图表 15: “四纵四横”高铁全网贯通后分流三大航效应比较	10
图表 16: 南航内线平均航距最长	11
图表 17: “四纵”分流占比超过 90%	11
图表 18: “四纵四横”的设计时速	12
图表 19: 京沪分流影响显著高于京广——“四纵”的分流影响测算	12
图表 20: 高铁分流南航运量比例测算	13
图表 21: 高铁分流南航收入测算	13
图表 22: “拖拉机”航班加剧了自我消耗	14
图表 23: 珠三角空域示意图	14
图表 24: 港北空域紧张, 构成无形屏障	14
图表 25: 南航国际航线收入构成	15
图表 26: 南航细分国际航线中转比例	15
图表 27: 香港机场的分时刻产能利用率 - 2010 年 9 月 27 日计划航班	15
图表 28: 香港机场的日均起降架次	16
图表 29: 国泰 (含港龙) 香港机场的离港航班存在加密瓶颈	16
图表 30: 高铁分流航空运量的敏感性分析-分年度	17
图表 31: 高铁分流航空业收入测算-分年度	17

估值与投资建议

PE 估值：最便宜的航空股

我们预计南方航空 2010 - 2012 年的 EPS 分别为 0.65、0.81、0.59 元。基于我们三大航的 PE 估值比较，南航是最便宜的航空股。

图表 1：三大航 PE 估值比较

	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
中国国航	12.43	0.84	0.97	0.74	14.72	12.81	16.82
东方航空	8.02	0.52	0.66	0.49	15.53	12.23	16.48
南方航空	8.64	0.69	0.81	0.59	13.32	10.68	13.76

资料来源：国信证券经济研究所

我们对于南航 2011 年业绩预测比市场更为乐观，原因是我们认为在行业高景气阶段，南航业绩弹性将会充分展现。

我们的高铁数据测算显示，南航受到的高铁影响，未显著和国航、东航产生差异。而市场较为一致预期是南航因为航距短，国内航线配重高，因而受到高铁更为广泛的冲击。

结合对行业景气度、南航业务结构、高铁外部冲击程度的综合分析，我们认为，南航未来 12 个月股价核心波动区间为 9.6-12.1 元，对应 12 - 15 倍 2011 年 PE。

敏感性分析：最具弹性的航空股

南航对内线票价和客座率相比东航国航更为敏感。内线票价超预期 1% 或 RPK 超预期 2%，南航 EPS 弹性为东航和国航的 1.4-1.6 倍，原因是南航股本小，且内线比重大。

国内航空公司国内客运占比大，且我们认为内线更为值得看好，因为国内航线是封闭市场，对应本土的航空供给和航空需求。而国际航线包含中国人的出境需求和外国人的入境需求，外国人入境需求低增速将拉低外线平均增速。

图表 2：三大航对内线票价和 RPK 的敏感性分析

	EPS 增加 (元)			弹性 (倍)	
	南航	国航	东航	国航的	东航的
RPK 超预期 2%	0.074	0.047	0.053	1.58	1.39
票价超预期 1%	0.040	0.025	0.026	1.62	1.55

数据来源：国信证券经济研究所

航空公司盈利对票价和运量敏感。票价偏离假设 1%，2011 年南航业绩偏离 5%。客座率偏离假设 1%，业绩偏离 7%。由于航空需求特征是分散决策，分析师对航空票价和运量准确预测的难度很大。

我们的盈利预测采用的关键假设，取我们认为的大概率年度均值，或在趋势发生改变时进行上调或下调。

如图表 2 所示，红色代表代表我们采用的中性假设。票价上下波动 2%，RPK 上下波动 6%，南航 EPS 波动区间为 0.50-1.13 元。而国际油价在 60-100 美元区间波动，南航 EPS 波动区间为 0.43-1.19 元。

图表 3：南航 2011 年 EPS 对内线 RPK 和票价的敏感性分析：元（假定其他变量不变）

		内线 PRK 增速						
		6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%
内线 票 价 增 速	1%	0.50	0.58	0.65	0.73	0.80	0.87	0.95
	2%	0.54	0.62	0.69	0.77	0.84	0.92	0.99
	3%	0.58	0.66	0.74	0.81	0.89	0.96	1.04
	4%	0.62	0.70	0.78	0.85	0.93	1.00	1.08
	5%	0.67	0.74	0.82	0.90	0.97	1.05	1.13

数据来源：国信证券经济研究所

图表 4：南航 2011 年 EPS 对油价的敏感性分析：元（假定其他变量不变）

		国内航油采购价格：元/吨				
		4700	5250	5800	6350	6900
国内 油 价 ： 美 元 每 桶	60	1.19	1.04	0.89	0.74	0.58
	70	1.15	1.00	0.85	0.70	0.55
	80	1.11	0.96	0.81	0.66	0.51
	90	1.07	0.92	0.77	0.62	0.47
	100	1.04	0.89	0.74	0.58	0.43

数据来源：国信证券经济研究所

高弹性高溢价，维持“推荐”评级

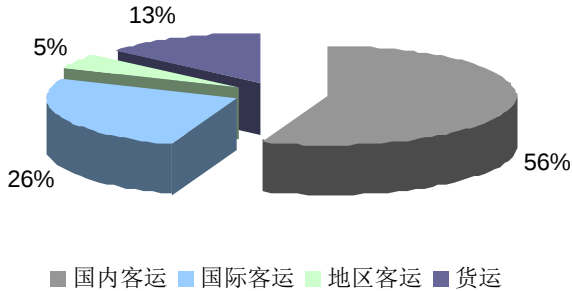
继续将南航作为我们航空行业推荐的首选品种，维持“推荐”评级。我们认为南航在行业高景气下的高弹性将充分展现，现存的估值折价将随业绩兑现而消失，并将享有估值溢价。

业绩弹性最充分的航空股

从业务组合看，最高的国内客运配重放大了盈利弹性

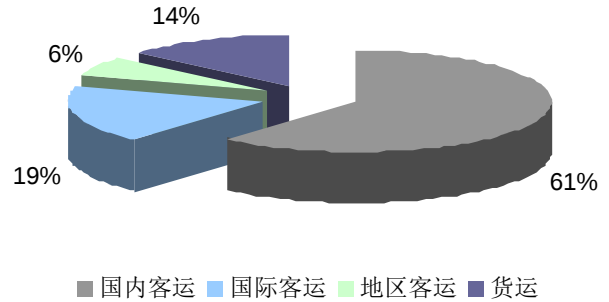
南航的国内客运收入占比明显高于中国国航和东方航空。中国国航国内客运、国际客运、货运相对均衡的业务配置平滑了国内客运周期波动，而南航重配国内客运则放大了盈利波动，因为不同的业务的波动周期并非完全一致。

图表 5: 中国国航 2010 年中报收入结构



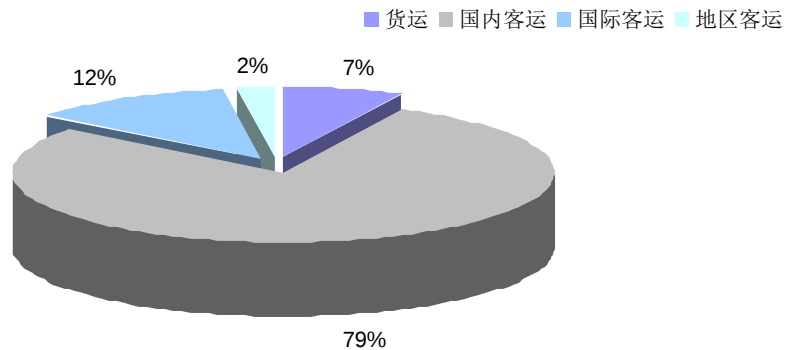
资料来源: 国信证券经济研究所

图表 6: 东方航空 2010 年中报收入结构



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 7: 南方航空 2010 年中报收入结构



资料来源: 公司中报, 国信证券经济研究所

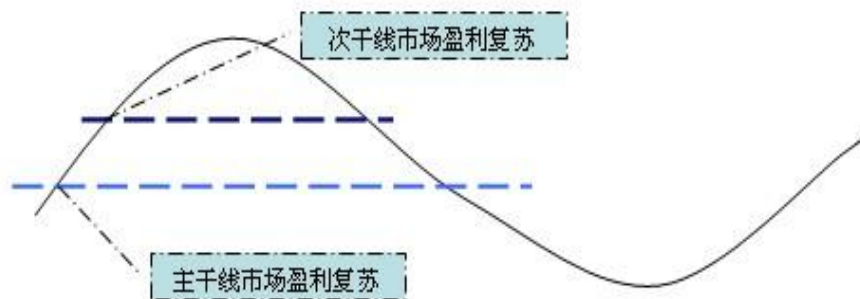
盈利复苏具有后周期特征

以北京为首的大运量市场时刻有限, 接纳新增运力存在瓶颈。南航国内次干线市场占比较大, 也是饱和机场供给溢出的承接者。

南航的盈利复苏具有后周期特征, 是因为次干线市场的景气复苏滞后于干线市场, 而南航的次干线航线占比较大。

因此, 南航次干线市场的盈利复苏依赖更高的需求增速。在内线市场全面景气之后, 南航才能显示出充分的盈利弹性。

图表 8: 南航内线盈利复苏滞后行业



资料来源: 公司中报, 国信证券经济研究所

预计 2011 年航空业景气继续提升

我们看好 2011 年航空业景气度继续提升, 认为居民收入突破阈值之后, 航空需求增长将更富弹性。

1978 年以后, 中国航空需求经历了 10 年高增长, 期间 RPK 增速和 GDP 增速弹性为 2.26 倍。然而在后面的 20 年间, 航空需求复合增速为 13.8%, 而 GDP 增速为 9.8%, 航空客运周转量增速仅为 GDP 增速的 1.40 倍。

图表 9: 分阶段中国航空客运周转量和 GDP 的弹性比较

	RPK 累计增加 (倍)	绝对 GDP 累计增加 (倍)	RPK 十年复合增速	GDP 十年复合增速	弹性 (倍)
1978-1988	6.78	1.61	22.8%	10.1%	2.26
1988-1998	2.69	1.50	13.9%	9.6%	1.45
1998-2008	2.60	1.62	13.7%	10.1%	1.35

数据来源: 国信证券经济研究所

美国航空需求的高速成长期在 1950' - 1980'。1950 年到 1980 年美国航空客运周转量的复合增速为 10.8%, 而 GDP 复合增速为 3.5%, 30 年间航空需求增速对 GDP 弹性为 3.08 倍。即使在 1980 年 - 2009 年, 美国航空需求复合增速也达到了 GDP 增速的 1.39 倍。

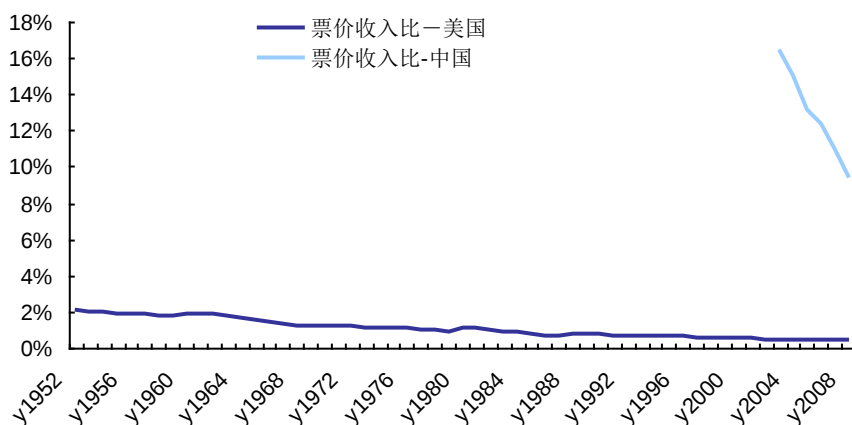
图表 10: 分阶段美国航空客运周转量和 GDP 的弹性比较

	RPK 累计增加 (倍)	绝对 GDP 累计增加 (倍)	RPK 三十年复合增速	GDP 三十年复合增速	弹性 (倍)
1951-1980	18.33	1.70	10.8%	3.5%	3.08
1980-2009	2.02	1.22	3.9%	2.8%	1.39

数据来源: 国信证券经济研究所

我们认为，中国航空未能进入高弹性阶段，收入尚未突破快速增长的阈值是关键解释因素。下图说明中国人票价收入比是美国 1952 年的 1/3。考虑中国富裕人群收入存在统计低估，经调整后中国航空乘客的承付能力和美国接近，中国航空需求即将进入高速增长期。

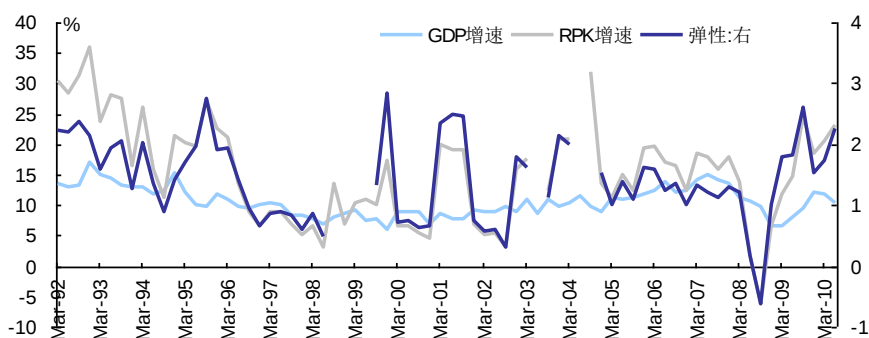
图表 11: 中美票价收入比对比



资料来源：国信证券经济研究所

2009 年以来航空需求增速对 GDP 增速更富弹性。尤其是进入 2010 年之后(08 年基数效应消失)，航空需求增速对 GDP 增速弹性维持在 2 附近，该数值极有可能具有趋势意义。

图表 12: 中国航空客运周转量增速和 GDP 增速弹性：季度数据



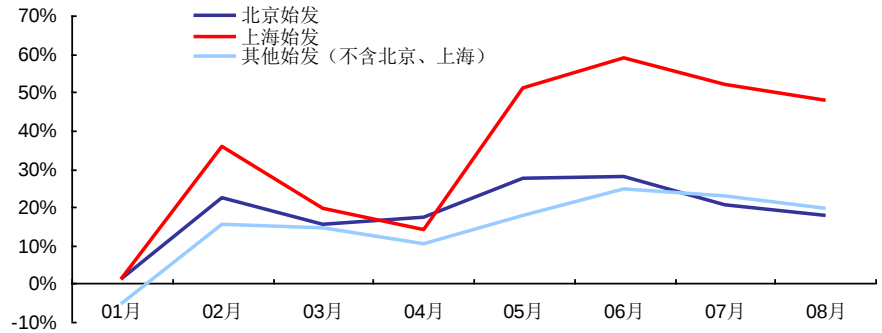
资料来源：国信证券经济研究所

高行业景气度下南航弹性开始体现

南航的次干线盈利改善速度开始赶超干线，尽管 6 月几乎是全年最淡的一个月份，从南航 6 月份的经营数据推算，业绩弹性已然开始展现。

下图显示，南航非北京、上海始发航线座公里收益增速开始赶超北京始发航线。上海始发航线的座公里收益同比增长超过 50%，源于世博会额外刺激，以及东上航合并，改善了行业竞争格局。

图表 13: 次干线航线景气提升速度开始赶超干线



资料来源：公司中报，国信证券经济研究所

受高铁冲击最小的航空股

南航是受高铁冲击最小的航空公司

市场认为南航是受高铁冲击最大的航空公司，逻辑是：1、南航平均航距最短；2、南航国内航线占比最大。

我们的测算显示：南航内线受到高铁冲击程度最小。采取的测算口径是南航合并厦航 51% 权益、国航合并深航 51% 权益、东航合并上航 100% 权益。

在沪昆、沪汉蓉未全面贯通之前，从 RPK 指标衡量，南航是三大航中受高铁分流影响最小的航空公司，但三大航所受分流影响差异不大。

按照四纵四横全面贯通测算，东航受到的分流影响略大。

图表 14: 至 2012 年高铁分流三大航运量比较

	南航	国航	东航
RPK: 亿客公里	39.0	41.4	40.0
运送人次: 万人	357.3	364.4	344.4
分流航线的平均航距: 公里	1091	1137	1162

数据来源：中国铁道部，CAAC，国信证券经济研究所

图表 15: “四纵四横”全网贯通后分流三大航运量比较

	南航	国航	东航
RPK: 亿客公里	42.6	44.3	49.1
运送人次: 万人	394.2	386.0	418.0
分流航线的平均航距: 公里	1080	1148	1176

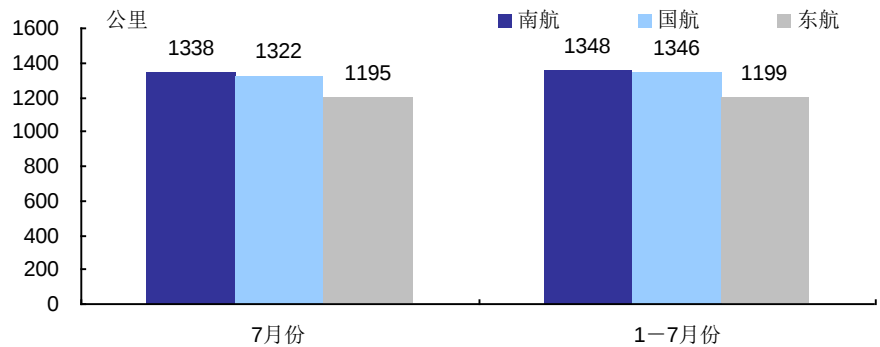
数据来源：中国铁道部，CAAC，国信证券经济研究所

南航国内航线平均航距最长

2010年1-7月份数据显示，南航在三大航中航距最长。这取决于南航的航线网络布局。尽管京广高铁沿线有5个分公司，连接了众多的中短航线。但南航也有众多基地位于中国的端点，比如东北、新疆、华南、海南等，拉长了平均航距。

从南航平均航距（RPK/运送人次）来看，南航和国航国内航线航距接近，高于东航10%左右。

图表 16: 南航内线平均航距最长



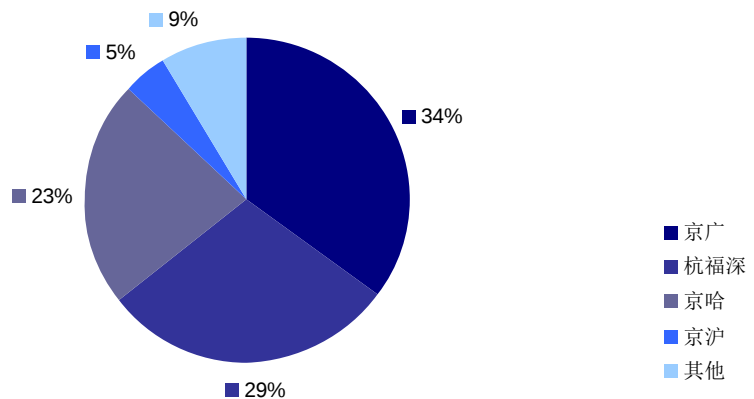
资料来源：三大航经营数据，国信证券经济研究所

高铁冲击集中于“四纵”，“四纵”密集分流北京市场

南航内线从分流比例上远低于国航和东航，三大航中受高铁分流影响最小。主要原因是南航避开了高铁的密集分流区域。

高铁的使命是满足中国经济快速增长衍生的庞大客运需求。高铁网络只有匹配高密度客流，才能降低其高昂的建造成本。

图表 17: “四纵”分流占比超过 90%



资料来源：中国铁道部，CAAC，国信证券经济研究所

中国经济东西分布不均衡，南北向客流密度大，“四纵”中集中了三条设计时速 350 公里的高铁。“四纵”中设计时速 350 公里的高铁，全部连接北京，对北京始发航线构成密集分流。

图表 18: “四纵四横”的设计时速: 公里/小时

	京沪	京广	京哈	杭福深
四纵	350	350	350	沪杭甬 350, 其余 250
四横	青太	徐兰	沪汉蓉	沪昆
	250	350	250	杭长 350, 其余 250

数据来源: 中国铁道部, CAAC, 国信证券经济研究所

四横之中，徐兰连接二线城市（除西安外），青太全长 770 公里，和航空客运市场重叠度低。沪昆和沪汉蓉主要连接上海和西南，主要对东航构成分流。

南航避开了“四纵”中冲击最大的京沪航线

南航华东地区航线布局较为薄弱，避开了京沪高铁的分流。

“四纵”中京沪高铁分流的航空客流量以及客运周转量，均为高铁分流航空之最，因为京沪高铁穿越中国最为富庶的地区。

京沪航线之所以分流最为显著，还因为其分流的大运量航线（北京－上海、北京－南京等）航距短，航空客运的时间优势并不显著。而京广之间的大运量航线（北京－广州、北京－深圳等）航距长，航空客运的优势更为显著。

图表 19: 京沪分流影响显著高于京广——“四纵”的分流影响测算

	京沪	京广	京哈	杭福深
航空旅客流量: 万人	1406	1408	511	1927
航空客运周转量: 亿客公里	169	206	232	287
分流客流量: 万人	473	354	49	273
分流客运周转量: 亿客公里	54	41	22	34

数据来源: 中国铁道部, CAAC, 国信证券经济研究所

高铁分流南航 2012 年客运量 5%, 收入 9%

高铁对航空的分流存在两个层次，既分流量，也对票价产生压制，价量共同对航空公司的收入产生分流。

综合价量考虑，高铁将分流南航 2012 年运量 5%，收入 9%。

图表 20: 高铁分流南航运量比例测算

	占国内运送人次比例	占国内 RPK 比例	占总 RPK 比例
2012 年	7.66%	6.16%	5.16%
2013 年	0.45%	0.33%	0.28%
2015 年	0.40%	0.29%	0.24%

数据来源: 中国铁道部, CAAC, 国信证券经济研究所

图表 21: 高铁分流南航收入测算

	2012 年	2013 年	2015 年
分流运量: 亿客公里	42.1	2.3	2.0
分流运量影响收入: 亿元	25.3	1.4	1.2
票价降低影响收入: 亿元	21.3	1.0	0.9
高铁影响客运收入: 亿元	46.6	2.4	2.1
占客运收入比重	9.4%	0.5%	0.4%

数据来源: 中国铁道部, CAAC, 国信证券经济研究所

资源整合加速航线网络优化

南航分子公司众多, 但南航 2010 年加大了资源整合力度, 为航线网络优化提供了必要条件。

我们认为, 以下因素驱动南航资源整合提速:

- 1、国资委加强央企 EVA 考核, 盈利能力在央企评价中的重要性提升。
- 2、国资委缩减央企数量, 民航业存在深化重组可能, 尤其东上合并之后, 三大航实力接近, 南航面临“被重组”的压力。
- 3、高铁分流提升国际航线的战略地位, 提升航线的对接质量, 是构建国际航线网络的关键所在。因为国际航线尤其是远程航线, 需要和国内航线有效对接。

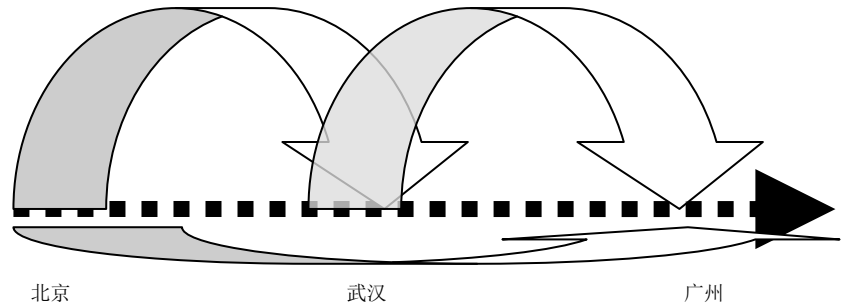
国内航线: 资源整合提升协同作战能力

在内线协同的基础上, 南航对国内航线的全网筛选, 对边际贡献低的航线进行削减; 取消“拖拉机”航班, 减少串飞航线和直飞航线的竞争; 减少小运量市场航班数量, 回归主流航线和主流市场。

如下图所示, 若南航既经营北京-武汉-广州的经停航班, 同时经营北京-广州的直达航班。经停航班通过较低价格获取北京-广州的客源以提升收益, 但同直达航班形成竞争。

南航 2007 年底完成了散客的统一销售, 预计 2010 年年底可以完成团队旅客 (以旅游团为主) 的统一销售。

图表 22: “拖拉机”航班加剧了自我消耗



资料来源: 国信证券经济研究所

注: “拖拉机”航班: 短途航班连接而成的长途航班, 如广州 - 长沙 - 武汉 - 郑州 - 北京

国内中转国际: 珠三角空域紧张, 受益增量客源回流

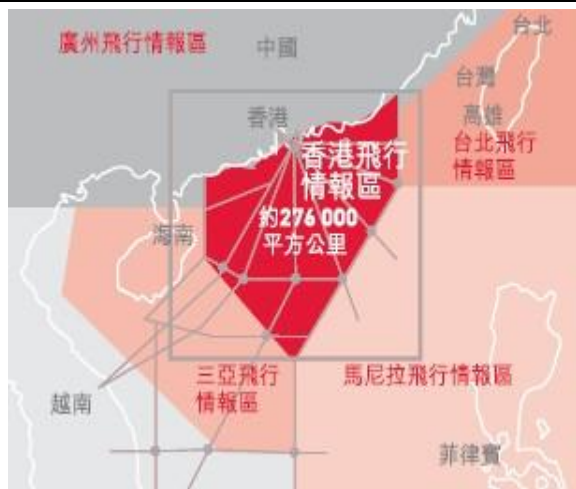
广州白云机场是连接国内和东南亚、澳洲的天然枢纽, 具有区位优势。南航占广州白云机场市场 5 成以上份额, 有足够的国内航班频率作为支撑。受益于近年来中澳贸易的快速发展以及香港机场的准饱和, 南航的澳洲航线将在 2010 年 11 月份加密至 24 班/周。

南航对重点国内航线进行时刻调整, 提升内线航班和澳洲航班的连接质量。据我们 8 月底的调研了解, 南航澳洲航线 11 月份的远期定座率已经超过 67%。

空域紧张将干扰国泰(港龙)内地中转国际的衔接能力, 南航将受益于香港机场的分流客源回流。

珠三角民用空域分为香港和广州两个飞行情报区。其中香港飞行情报区负责控制香港、澳门机场的进场情况, 广州飞行情报区负责控制广州、深圳、珠海机场的进场情况。

图表 23: 珠三角空域示意图



资料来源: 香港机场二十年发展规划: 2005 - 2025

图表 24: 港北空域紧张, 构成无形屏障



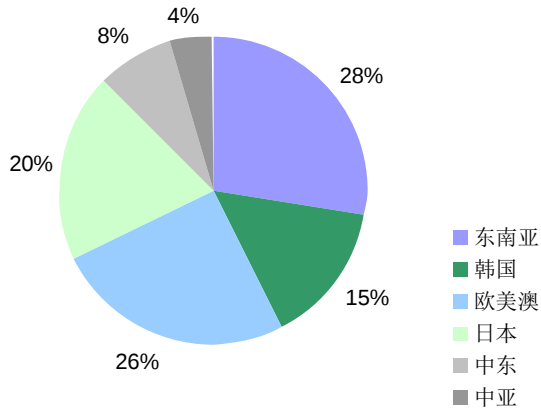
资料来源: 香港机场二十年发展规划: 2005 - 2025

国际中转国际：承接香港机场的需求溢出

从区位观察，广州白云机场和香港国际机场几乎没有差异。国泰、新航、阿联酋航空的市场定位，即为旅客提供澳洲－欧洲以及东南亚－欧洲的中转服务。

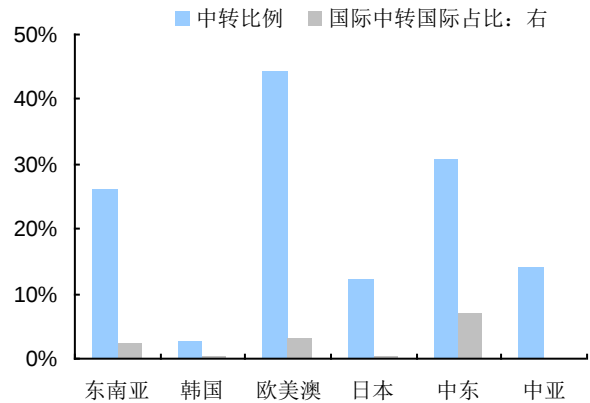
据我们调研了解，该航线有超过 1600 亿元的市场规模，但是竞争比较激烈，共有澳航、新航、阿联酋航、国泰、英航参与该市场的竞争。然香港机场起降时刻接近饱和，南航有望承接香港机场饱和带来的需求溢出。

图表 25：南航国际航线收入构成



资料来源：公司调研数据，国信证券研究所整理

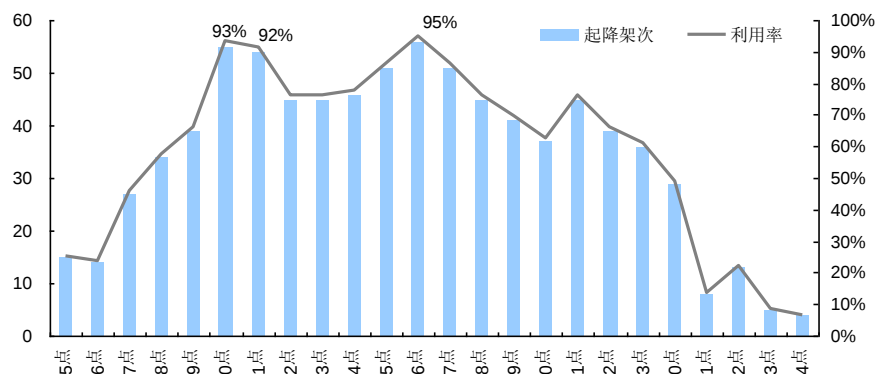
图表 26：南航细分国际航线中转比例



资料来源：公司调研数据，国信证券研究所整理

香港机场高峰时刻处于饱和以及准饱和状态。我们择取 2010 年 9 月 27 日香港机场航班计划作为研究标的，其中 10 点、11 点和 16 点起降架次分别为 55、54、56 架次，而香港机场最大保障能力为单小时起降 59 架次（2009 年年报）。即使考虑到 2015 年香港国际机场新客运走廊修建完成，单小时保障能力提升至 68 架次，也仅有 15% 提升空间。

图表 27：香港机场的分时刻产能利用率－2010 年 9 月 27 日计划航班

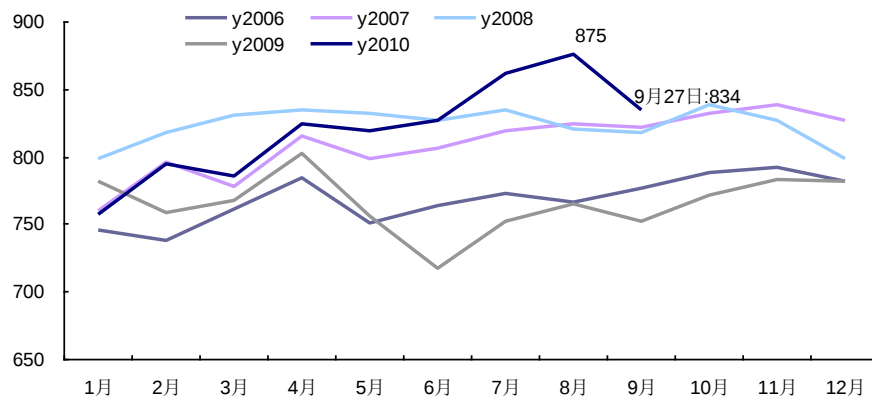


资料来源：香港国际机场，国信证券经济研究所

香港机场 2010 年 8 月份已经处于满负荷运行。对比香港机场 9 月 27 日数据，计划航班为 834 个，高峰时刻利用率达到 95%。而 8 月份日均起降 875 架次，香

港机场几乎处于满负荷运营状态。

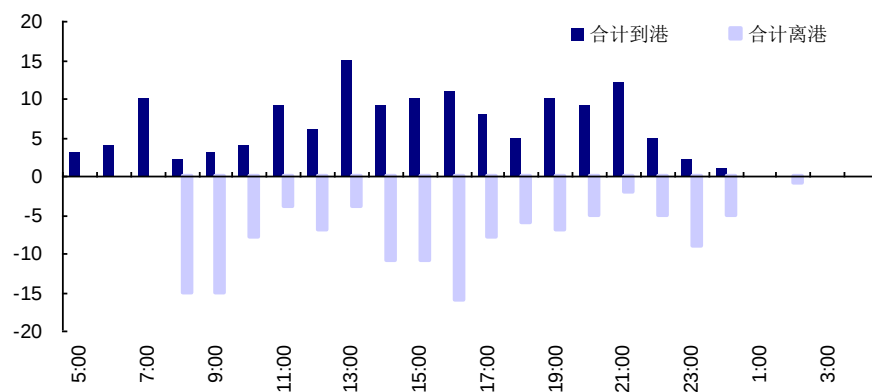
图表 28: 香港机场的日均起降架次



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

南航的主要竞争对手国泰加密航班难度最大。香港机场接近 50% 的客人为中转旅客, 航班波的航班数量决定载运能力。国泰的离港航班高峰在 9-10 点、16 点, 而香港国际机场 10 点和 16 点时刻最为紧张。

图表 29: 国泰 (含港龙) 香港机场的离港航班存在加密瓶颈



资料来源: 香港国际机场, 国信证券经济研究所

网络转型缓冲了高铁的后续冲击

我们之前的分流假设较为谨慎

高铁对航空的分流存在两个层次，既分流量，也对票价产生压制，价量共同对航空公司的收入产生分流。

图表 30: 高铁分流航空运量比例的敏感性分析-分年度

	中性假设 -20%	中性假设 -10%	中性假设	中性假设 +10%	中性假设 +20%
y2009	0.21%	0.28%	0.35%	0.40%	0.45%
y2010	0.40%	0.60%	0.79%	0.99%	1.18%
y2011	0.73%	1.58%	2.65%	3.29%	4.15%
y2012	1.51%	2.62%	4.75%	6.87%	9.00%
累计分流	2.84%	5.08%	8.54%	11.55%	14.78%

数据来源：中国铁道部，CAAC，国信证券经济研究所

图表 31: 高铁分流航空业收入比例测算-分年度

	运量分流	分流影响航线 占比	票价下跌幅度	票价降低收入 占比	价量分流下的 收入比例
y2009	0.35%	0.7%	20%	0.14%	-0.49%
y2010	0.79%	2.0%	20%	0.39%	-1.18%
y2011	2.65%	9.0%	20%	1.80%	-4.40%
y2012	4.75%	21.3%	20%	4.25%	-8.80%

数据来源：中国铁道部，CAAC，国信证券经济研究所

我们之前考虑高铁分流航空的影响，收入减少直接转化为利润减少，背后的逻辑是航空公司的飞机在没有收入的情况下“空飞”。因为中国航线数量多年以来陷入 0 增长，新市场的增长潜力有限。

内线拉长航距提前缓解了部分高铁冲击

2012 年高铁集中投放，为航空公司留下了 1 年缓冲期。南航通过对存量航线调整，以及增量航线设计，有意规避了高铁冲击。我们模型中假设的高铁影响，负面影响将会提前反应，缓冲了 2012 年的集中冲击。

国际中转国际航线：红海中的蓝海

我们假设高铁分流航空收入等同于分流利润，主要原因是航空公司将运力转移至其他市场，会增加原有市场供给，摊薄原有市场收益。

但航空公司对于新市场开发，比如南航国际中转国际的航线设计，可以在运力转移之后，产生增量收入。尽管南航国际中转国际的网络规划面临激烈竞争，但从富余运力消化的角度而言，是能够产生增量收入的“蓝海”。

核心判断的主要风险

- 1、经济下滑或突发事件影响需求；
- 2、油价大幅上涨；
- 3、高铁的影响大于预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4343	4300	4551	11075
应收款项	2818	3764	4349	4651
存货净额	1256	1541	1693	1898
其他流动资产	711	950	1097	1174
流动资产合计	9128	10632	11769	18875
固定资产	81175	89457	91933	94715
无形资产及其他	754	729	704	679
投资性房地产	1975	1975	1975	1975
长期股权投资	1704	1934	2164	2394
		10472	10854	11863
资产总计	94736	7	5	8
短期借款交易性金融负债	18883	17880	0	0
应付款项	11452	14047	15435	17302
其他流动负债	7447	9184	10156	11317
流动负债合计	37782	41110	25591	28619
长期借款及应付债券	27875	27875	27875	27875
其他长期负债	15821	16795	17769	18743
长期负债合计	43696	44670	45644	46618
负债合计	81478	85780	71235	75237
少数股东权益	2899	3049	3283	3466
股东权益	10359	15898	34027	39935
		10472	10854	11863
负债和股东权益总计	94736	7	5	8

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.04	0.69	0.81	0.59
每股红利	0.27	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.29	1.99	3.40	3.99
ROIC	-2%	8%	12%	8%
ROE	3%	35%	24%	15%
毛利率	12%	20%	24%	20%
EBIT Margin	-1%	7%	11%	8%
EBITDA Margin	9%	16%	20%	16%
收入增长	-1%	34%	16%	7%
净利润增长率	-107%	1447%	46%	--
资产负债率	89%	85%	69%	66%
息率	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	193.1	12.5	10.7	14.6
P/B	6.7	4.3	2.5	2.2
EV/EBITDA	29.1	12.8	9.2	10.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	56043	74858	86496	92500
营业成本	49197	59886	65814	73670
营业税金及附加	1591	1871	2162	2312
销售费用	4256	5240	6055	6475
管理费用	1814	2495	2879	3078
财务费用	1396	1801	1564	1300
投资收益	347	1106	0	0
资产减值及公允价值变动	15	0	0	0
其他收入	0	0	(0)	0
营业利润	(1849)	4669	8021	5664
营业外净收支	2306	2200	2700	2700
利润总额	457	6869	10721	8364
所得税费用	(97)	1030	2144	2091
少数股东损益	196	300	468	365
归属于母公司净利润	358	5539	8109	5908

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	358	5539	8109	5908
资产减值准备	(1858)	(26)	0	0
折旧摊销	5996	6769	7549	8243
公允价值变动损失	(15)	0	0	0
财务费用	1396	1801	1564	1300
营运资本变动	191	3810	2449	3420
其它	882	176	234	183
经营活动现金流	5554	16268	18341	17753
资本开支	(15480)	(15000)	(10000)	(11000)
其它投资现金流	0	(78)	0	0
投资活动现金流	(15710)	(15308)	(10230)	(11230)
权益性融资	0	0	10020	0
负债净变化	10446	0	0	0
支付股利、利息	(2141)	0	0	0
其它融资现金流	(6811)	(1003)	(17880)	0
融资活动现金流	9799	(1003)	(7860)	0
现金净变动	(357)	(43)	251	6523
货币资金的期初余额	4700	4343	4300	4551
货币资金的期末余额	4343	4300	4551	11075
企业自由现金流	(10085)	139	7667	5886
权益自由现金流	(6450)	(2395)	(11464)	4911

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	