



证券研究报告·上市公司调研简评

航空运输

二季度需求面临拐点，运价水平好于预期，维持增持评级

调研目的

了解 2011 年一季度需求增速低于预期原因，以及二季度需求发展变化，2011 年运力投入状况以及国际化战略实施进展，飞机利用率情况，武广高铁以及即将运营的京沪高铁对公司影响，公司应对措施。

调研结论

一季度公司业务增速大幅度放缓，除宏观经济增速放缓、消费者信心指数下滑因素之外，受中东撤侨因素影响，航空公司运力投入相对较少，影响需求有一定因素，3 月行业真实需求应高于运营数据。

3 月南航客运周转量同比仅增长 4.2%，大幅度低于 2010 年 19.7% 增速，一季度客运需求增速 8.3%，其中国内客运增速仅 5.7%，同比 2010 年 16.5% 的增速，回落速度较大。

我们认为，一季度航空需求整体增速放缓在预期之中，但一季度增速下滑幅度有点超出预期，从航空需求与消费者信心指数相关性来看，3 月统计局数据显示，随着宏观经济调控政策的逐步实施，通胀预期有所缓解，3 月消费者信心指数在经历了连续 8 个月下滑之后，快速回升，从航空需求和消费者信心指数基本保持同步判断，我们认为 3 月航空业需求增速继续下滑有其特殊性，真实航空消费需求水平应高于运营数据。

二季度公司需求面临增速拐点，通胀预期回落以及消费者信心指数上升是核心推动因素。

4 月南航初步运营数据显示，行业需求增速已摆脱一季度惯性下滑的不利局面，预计同比增速超过 8%，随着宏观调控政策效应逐步发挥以及通胀预期的缓解，我们认为行业需求增速将进一步提升。

针对宏观经济调控对航空需求影响，我们认为，本轮调整对实体经济影响相对中性，在通胀压力较大的情况下，政府被迫出台一系列调控政策，但调控政策不会以经济硬着陆为代价，经济增速只是温和放缓，虽对航空公务出行需求增速有一定影响，但对消费者信心指数的提升作用带来大众消费增速提高将足以弥补其损失，综合判断，在宏观经济温和放缓、通胀预期缓解情况下，航空需求将获得有效提升，二季度行业需求面临增速拐点。

南方航空 (600029)

维持

增持

李磊

lilei@csc.com.cn

010-85130956

执业证书编号: S1440206070046

当前股价: 8.69 元

目标价格 6 个月: 12 元

调研日期: 2011-4-27

发布日期: 2011 年 5 月 5 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.55/8.74	2.96/-1.80	2.12/-0.03
12 月最高/最低价 (元)		13.0/5.63
总股本 (万股)		981756.70
流通 A 股 (万股)		480000.00
总市值 (亿元)		853.15
流通市值 (亿元)		417.12
近 3 月日均成交量 (万)		5204.69
主要股东		
中国南方航空集团公司		42.22%

股价表现



相关研究报告

11.03.29	2010 年年报点评: 景气维持高位, 国际战略转型成效初显
10.10.29	南方航空 2010 年三季度简评报告: 盈利略超预期, 宏观经济下滑对行业需求影响有限
10.08.18	南方航空 2010 年中报简评: 量价齐升推动航空主业成功扭亏



运价水平是航空公司盈利水平的决定性因素之一，2011 年受益于燃油附加费费率上升以及较高的客座率水平，公司单位运价水平好于预期，有效地化解燃油成本上升影响。

一季度南航需求增速虽同比有较大幅度回落，但客座率和综合载运率水平表现理想，分别为 79.9% 和 68.3%，同比提高 1.8 个和 0.6 个百分点，一定程度上表明真实需求仍相对理想，较高客座率水平确保了运价水平仍维持相对高位。一季度公司整体营业收入同比增长 21.54%，收入吨公里（RTK）同比增长 12.4%，初步测算单位客运运价水平同比增长超过 10%，好于预期，其中燃油附加费费率上调发挥重要作用，一季度国内航线燃油附加费分别同比提高 30 元/客（800 公里以下航线）和 40 元/客（800 公里以上航线）。

单位运价水平的有效提升有效的化解了燃油成本上升的影响，一季度公司国内航油成本上升达到 16%，但有益于运价水平提升公司航空主业毛利润率达到 18.46%，同比去年同期提高 2.38 个百分点。一季度公司净利润虽同比下降 12.90%，但剔除去年一季度股权转让的非经常性损益，公司利润同比增长高达 68%，远高于行业平均水平。

2011 年航空市场一个新的变化是，国际航线受三大航运力增加较快影响收益水平有所下滑，而国内市场收益水平稳步提升，公司 80% 国内市场收入结构决定了公司今年收入需求的敏感性将高于国航和东航。

国际航线仍将是公司 2011 年的投入重点，国际化战略仍坚定实施中，预计 2011 年国际航线运力增速将超过 30%。

2011 年公司将新开 7 条国际航线和增加 7 条国际航线航班数量，在 4 月初开辟新西兰航线之后，6 月开辟广州到温哥华航线，重点放在澳洲航线，运力增加较大。公司地理位置决定了澳洲和东南亚航线是传统优势航线，未来新的看点是与同属天合联盟的法荷航空合作，共同开辟欧洲——广州——澳洲的中转业务，目前欧洲到澳洲航线年业务量高达 500-600 万人次，中转中心集中在迪拜、新加坡和香港，未来如果能吸引欧洲客源在广州中转将成为公司国际业务中比较有吸引力的亮点。

欧美航线公司地理不占优势，但也不能放弃，公司预订的 5 家 A380 到位有所推迟，预计 2011 年 9 月和 12 月分别到位 1 架，2012 年 2 架，2013 年 1 架，考虑机型结构，放置北京基地概率大，以争夺欧美航线市场份额。

整体公司国际化战略快速实施中，依托国内出境游市场的快速发展，前期市场培育期有望缩短。

6 月京沪高铁通车对行业需求影响仍在激烈争论之中，但趋势逐步向好的方向发展，从武广高铁运营情况以及京沪线的特性来看，冲击影响有望低于预期，我们对高铁影响保持相对乐观判断。

武广高铁 2009 年底通车运营，全长 1068.8 公里，从一年多运营情况来看，对航空业冲击集中在 2010 年 4-8 月，全年客流影响同比下降 11%，票价水平平均下降 6%，经过一年多运营，目前民航与高铁在该航线上的市场格局已基本保持稳定，冲击影响逐步消除，通过运力控制，目前该航线客座率已小幅回升。对南航而言，该航线航班数量从 7 班/天削减到 5.5 班/天，仅削减 12% 左右，客运量下降 15%，票价水平下降 5-6%，冲击影响主要集中在前半年，一年以后市场需求已趋于平稳。

京沪高铁全长 1318 公里，从京沪线的特性来看，预计高铁冲击力度和时间将远远好于武广线。目前京沪航线每天航班数量超过 50 班，且时刻基本饱和（武广线高铁开通前航班数量 13.7 班/天，时刻较为充裕），即使高铁不开通，部分新增需求也将需通过铁路分流，考虑高铁运营速度从 330 公里/小时降到 300 公里，全程运营时间将达到 4 小时 24 分钟，同时候车时间差异集中在北京南站和首都机场，高铁票价的相对优势已有所降低，预计行业分流影响将小于 10%，通过航空公司运力控制，乐观情况客座率和票价水平有望维持现有水平。对冲击时间判断，预计冲击影响主要集中在三季度，整体影响时间将远小于武广高铁，预计四季度该条航线上高铁和民航市场格局就将保持稳定，2012 年该条航线收益水平将再次恢复增长。

整体我们对高铁影响保持相对乐观判断。对南航而言，目前京沪航线上每天 50 班中南航仅 1 班，6 月底开通的京沪高铁对南航影响非常有限。

2011 年公司净增加飞机数量 39 架，引入 55 架，退出 16 架，年均座位数增加 7.3%，与客运需求相比，供求关系相对均衡，虽一季度客运需求同比仅增 8.3%，同比去年全年 19.7% 增速有一定程度下滑，但预计全年增速仍能维持 10.85% 增速，尤其是对公司盈利起到决定性作用的国内航线，整体运力投放相对有限（一季度国内航线客运运力仅增 2.3%），非常有利于国内航线保持较高的客座率和票价水平。



投资分析：

2010-2012 年是公司国际化战略快速推进时期，依托国内出境游市场的快速发展以及传统的地理优势，公司国际业务比重有望快速提升，短期虽对公司利润贡献度有限，但非常有利于公司中长期竞争力的提高。

投资方面，二季度随着宏观调控政策效应的逐步显现、通胀预期的逐步缓解，消费者信心指数的触底回升非常有利于航空消费需求的快速增长，二季度公司消费需求面临拐点。

资本市场方面，考虑油价受终端需求增长相对有限、高库存压力以及地缘政治风险溢价的逐步消退，中期油价已面临“天花板”，同时高铁冲击无论是需求方面还是持续时间方面均有望低于预期，随着二季度航空消费需求增速的回升，投资评级维持增持。

考虑到一季度运价水平好于预期，本次盈利预测上调公司 2011-2013 年业绩预测分别为 6.6%、4.4%和 32%，目标价格上调到 12 元，以反应运价水平好于预期以及高铁冲击低于预期。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	77788	91852	99554	107824
营业收入增长率	38.80%	18.08%	8.38%	8.31%
净利润（百万）	5805	6187	5785	7015
净利润增长率	-865.60%	6.58%	-6.49%	21.25%
ROE	21.70%	18.78%	14.94%	15.34%
EPS（元）	0.591	0.630	0.589	0.715
P/E	14.206	13.329	14.254	11.756
P/B	3.082	2.503	2.129	1.803

注：预测 2011-2013 年人民币年均升值 3%，2011 年国际原油均价、国内航油均价分别为 100 美元/桶（WTI）和 7006 元/吨，单位客运票价水平上涨 6.65%。2012-2013 年国际原油均价分别为 100 美元和 95 美元、单位客运运价水平分别下跌 1.5%和 1%。



分析师介绍

李磊：中国人民银行总行金融研究所金融学硕士 交通运输行业研究员，专注于交通运输行业周期性研究以及前瞻性分析，善于把握行业投资机会选择，《中国民用航空》定期撰稿人。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。