

2011年5月27日

交通运输行业研究组:

宋淮松

邮箱: songhs@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070511050001

联系人:

薛明劼

电话: 021-60897831

邮箱: xuemj@rxzq.com.cn

王赫

电话: 010-88086830-721

邮箱: wanghe@rxzq.com.cn

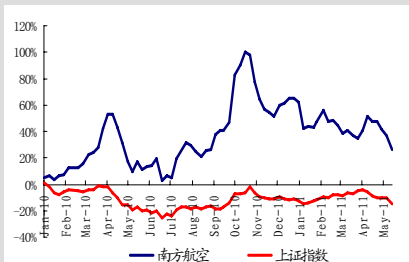
6-12个月目标价: 9元

最新股价: 7.44元

基本资料

总股本(百万)	9,817
流通股A股(百万)	4,800
流通A股市值(百万)	35,712
每股净资产(元)	2.88
资产负债率%	70.5%

南方航空与上证指数收益率对比:



南方航空(600029) 评级: 推荐

静待恐慌情绪的释放

投资要点

- **控制运力投入应对需求增速放缓** 2011-2012年中国航空客运需求增速将放缓至14-16%区间。今年1-4月南航通过控制国内航线运力投入,将客座率维持在82%的较高水平,我们测算其平均裸票价格同比上涨8%,较好地化解了需求增速下滑带来的压力。
- **高铁分流影响将小于市场预期** 我们认为除了平均航距较长外,南航的地域位置亦有利其规避高铁投放带来的负面影响。6月将投入运营的京沪高铁对南航的影响是间接和有限的;京广高铁中对南航客运影响最大的武广线已于2009年底开通,不利影响已逐步消化,同时因航距较长,京广线全线贯通后对南航的冲击相对较弱;杭福深线因运营速度相对较低,对广州-福州和广州-厦门航空客运较为有利。
- **国际业务日趋成熟** 公司近年大力拓展国际业务,以弥补内外收入不平衡之经营短板。目前南航已成为国内澳洲航线最大承运人,且已实现盈利,今年公司将继续开通广州-温哥华等热门航线。预计未来两年加大国际业务投入将成为南航对冲高铁影响的重要策略。
- **本币升值降低财务和燃油成本** 在人民币升值周期中汇兑收益已成为航空公司盈利的重要组成部分,我们预计今年公司的财务成本将继续受惠于本币升值而录得负值。同时我们的研究也显示,人民币升值有利于平抑国内外航空煤油之高额溢价,将有效缓解公司的成本压力。
- **估值与投资建议** 我们预估南航2011年营业收入将同比增长10.6%至860亿元,受油价上涨和投资收益下滑等因素影响,净利润同比下滑15%至49.3亿元,EPS0.50元。近期公司股价快速下滑反映了市场在京沪高铁开通之际对航空公司业绩的悲观预期,但我们分析认为6月高铁新线投入对南航实质影响有限,建议投资者把握市场在“错杀”之后的纠错行情,给予南航推荐之评等,目标价9元。

财务摘要(百万元)	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	77,788	86,029	94,945	103,735
YoY	38.8%	10.6%	10.4%	9.3%
归属母公司所有者净利润	6,425	4,932	4,086	4,816
YoY	1423.6%	-15.0%	-17.2%	17.9%
EPS(元)	0.7	0.50	0.42	0.49

正文目录

2011 年航空业概况.....	4
航空客运增速有所回落	4
行业集中度提升.....	5
运力控制成主流.....	5
高铁分流：南航受冲击相对较小.....	6
京广线分析.....	8
杭福深线分析.....	8
国际业务：日趋成熟.....	9
汇兑收益：盈利之重要保障.....	10
燃油成本：本币升值缓解压力.....	11
估值与投资建议.....	12

图表目录

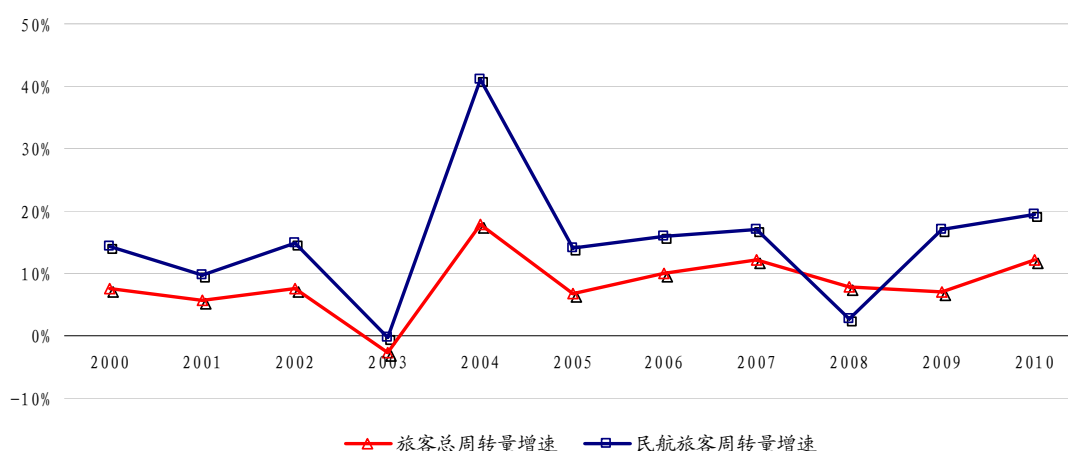
图一 我国旅客总周转量及民航旅客周转量增速.....	4
图二 我国民航旅客周转量预测.....	4
图三 三大航空公司历年市场份额.....	5
图四 各航空公司运力投放及客座率.....	5
图五 南航季度平均票价水平.....	6
图六 三大航空公司平均航距比较.....	6
图七 广州 800KM和 1200KM城市圈.....	7
图八 南航国际航线客运数据.....	9
图九 南航国际航线运力增速及客座率.....	10
图十 人民币兑美元走势.....	10
图十一 国内外航油价格比较.....	11
图十二 汇率及油价溢价率.....	11
图十三 南航历史PE.....	12
图十四 南航历史PB.....	12
表一 武广、长广线比较.....	7
表二 京广高铁沿线重要城市航班信息.....	8
表三 杭福深线重要城市航班信息.....	9
表四 南航EPS-汇率敏感性分析.....	10
表五 南航EPS-油价敏感性分析.....	12
表六 行业公司估值比较.....	12
表七 利润预测表.....	13

2011 年航空业概况

航空客运需求增速有所回落

最近十年，中国航空客运需求因经济快速发展而迅猛增长，期间旅客周转量增长 2.9 倍，年复合增长率达 14.7%。2010 年在世博会等因素的刺激下更是达到了 19.5%，为正常年份的最好水平。除 2008 年受奥运限流及金融危机影响外，2000 年以来航空客运周转量年增速均高于整体客运周转量增速，且以两位数增长，我们认为航空需求快速增长是随着国民收入的提高，居民对出行方式进行消费升级的体现。

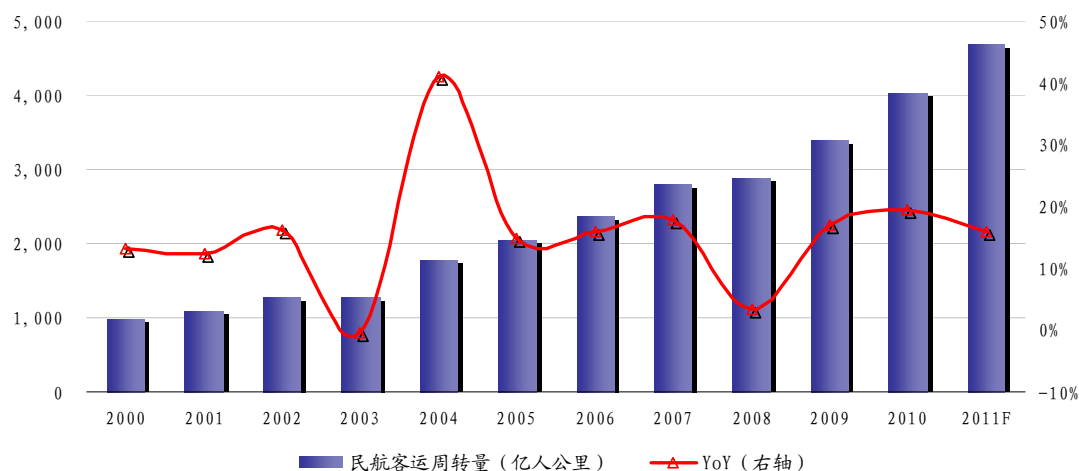
图一：我国旅客总周转量及民航旅客周转量增速



数据来源：Wind 日信研究

我们测算显示，2011-2012 年中国航空客运需求增速将受基数提升、高铁冲击等因素影响而回落至 14-16% 区间，但仍属较快增速。

图二：我国民航旅客周转量预测



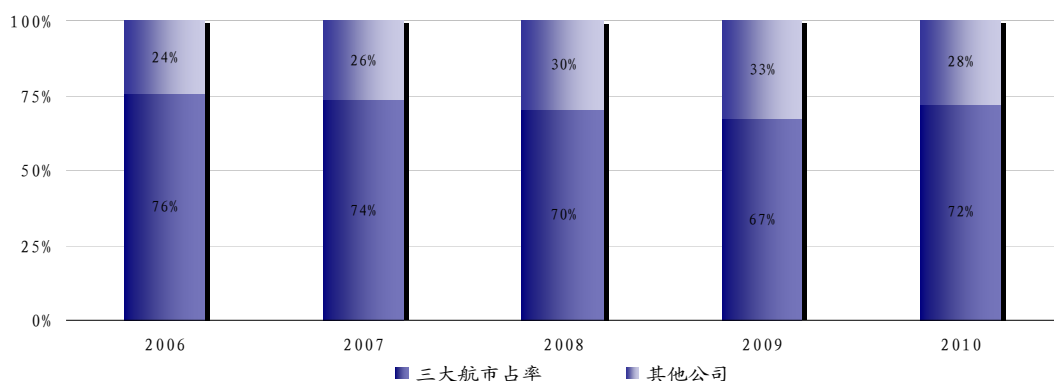
数据来源：Wind 日信研究



行业集中度提升

2010 年前随着民营和廉价航空的崛起，三大航空公司的市场地位受到冲击，市场份额连续多年出现下滑，市占率从 2006 年 76% 至 2009 年下滑近 10 个百分点，在服务同质的背景下，价格战无奈成为市场参与者的重要武器。但在 2009 年国航通过定向增发的方式控股深航、东航则在同年将上海航空收为已有后这一局面有所改观。2010 年度数据显示，三大航空公司的市场份额已较 2009 年上升 4.7 个百分点至 72.1%，集中度得到明显改善，这为航空公司应对需求增速下滑、高铁竞争等不利因素提供了良好的条件。

图三：三大航空公司历年市场份额

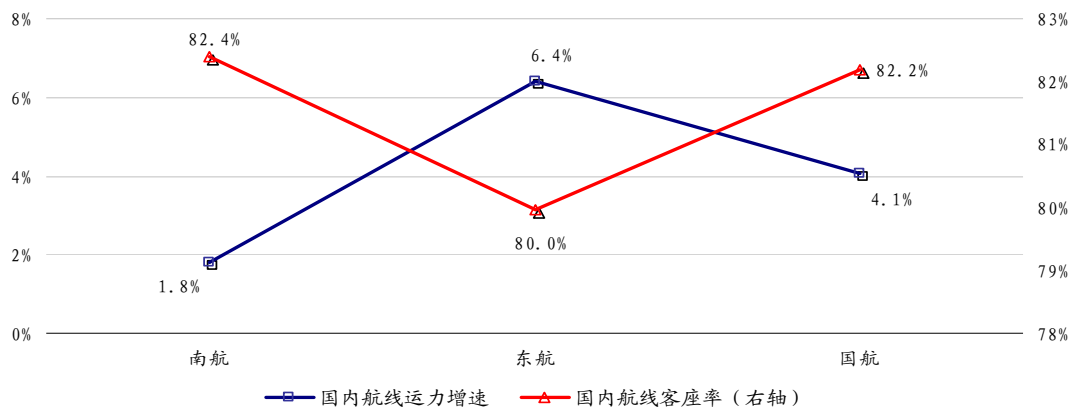


数据来源：公司年报 日信研究

运力控制成主流

在 2011 年需求增速下滑且年中高铁重要干线京沪线开通的背景下，各公司采取了控制新增运力投入的方式，使供需结构有利卖方，票价维持在高位。公司方面，南航、东航和国航 1-4 月国内航线新增运力分别为 1.8%、6.4% 和 4.1%。以南航为例，其 1-4 月客运力同比增长 5.5%，但投放国内市场运力仅占 27%，同比增速 1.8%，同时公司将 68% 的新增运力投放国际航线。在国内旅客周转量累计增速回落至 6.2% 的情况下，客座率仍保持 82.4% 水平，显示公司对运营效率的控制力。我们预计该策略将贯穿全年。

图四：各航空公司 2011 年 1-4 月运力投放及客座率

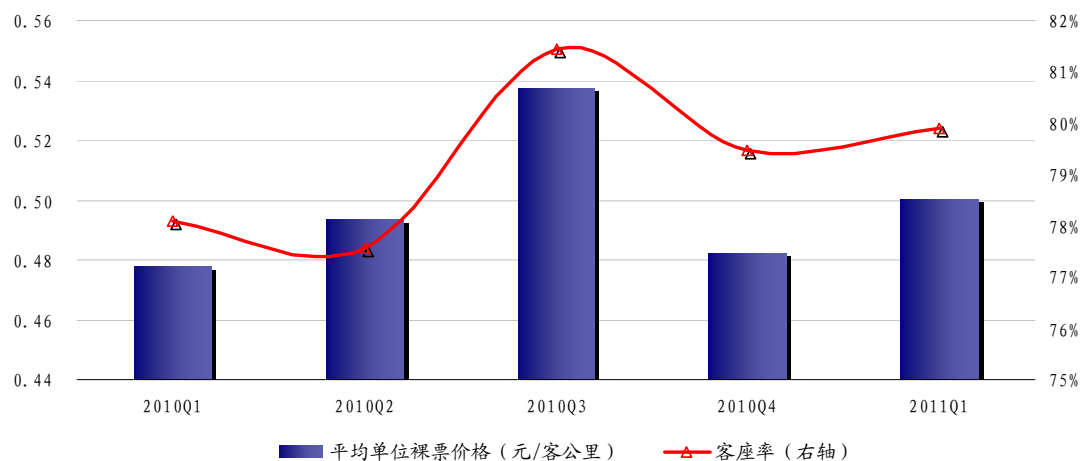


数据来源：公司公告 日信研究



通过提升客座率，公司为将票价维持在高位创造了有利条件。因季报不公布营收分布，我们仅通过单位吨公里数据的转换而粗略得到客运的整体票价水平，并在减去当期的平均燃油附加费后得到大致的裸票价格。2011Q1 南航通过前述的控制运力投入方式，使国内航线平均客座率高于去年同期 1.8 个百分点，且仅低于去年三季度的旺季水平，裸票价格则同比上涨 8.2%。

图五：南航季度平均票价水平



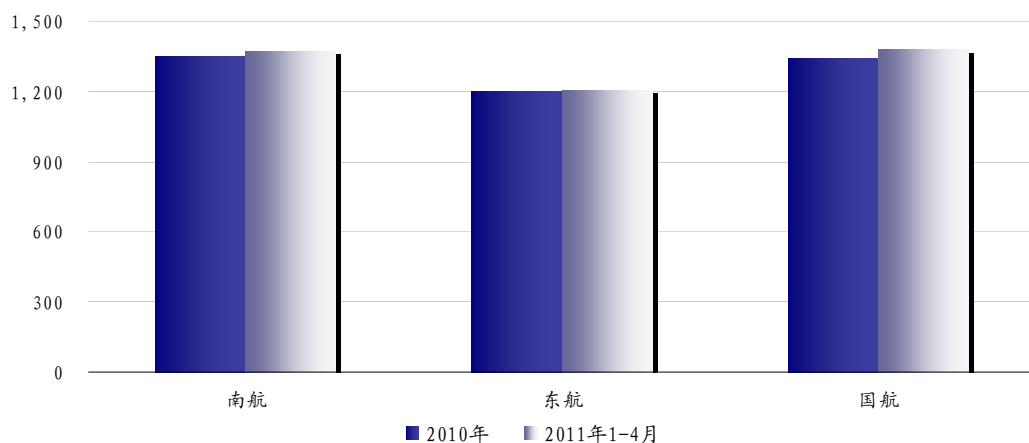
数据来源：公司公告 日信研究

高铁分流：南航受冲击相对较小

对于高铁冲击，我们认为南航因地域原因，是三大航中受影响最小的公司。从市场常用的平均航距概念来看，南航和国航2011年1-4月份均值均接近1380公里/客水平，而东航因地处中东部地区，故平均航距相对较短，略高于1200公里/客。

图六：三大航空公司平均航距比较

单位：公里/客



数据来源：公司公告 日信研究

根据目前高铁300-350公里时速测算，800公里成为铁路和航空的竞争平衡点，800公里以内，飞行方式不具时间优势。若仅考虑直飞航班而无联运等形式，高铁开通后航空公司一般以削减航班数量，票价打折至高铁水平作为有效应对方式，航空客运将成为铁路运输的补充方式。以广州为中心，800公里范围内的重要城市有武汉、长沙、南昌、福州、厦门等。以目前已开通的京广高铁武广段为例，若考虑到安检、候机及平均延误时间，广州-武汉和广州-长沙的飞机出行方式在时间上并无优势（见表一）。同时尽管航空公司将机票价格打折至高铁票价的水平，但加上机场建设费和燃油附加费，飞行成本仍分别较高铁高了28%和38%。因此在高铁的竞争下，我们认为800公里内航线仅将以高铁的补充形式存在，无法为航空公司贡献利润。

图七：广州800KM和1200KM城市圈



数据来源：GoogleMap 日信研究

表一：武广、长广线比较

方式	空运				高铁	
	飞行时间 (小时)	总时间 (小时)	票价 (元)	实际票价 (元)	运行时间 (小时)	二等座票价 (元)
广州-武汉	1.75	4.5	470 (4折)	630	4	490
广州-长沙	1.25	4	350 (5折)	460	2.5	333

数据来源：携程网 日信研究

对于800-1200公里范围，我们认为高铁将对航空客运产生较大分流，但效应递减。以广州为中心，此地域范围内的主要城市有昆明、成都、重庆、南京、上海等，但该类城市多与近期将开通的，与广州相关的高铁线路相关性较低，我们认为2011年开通的高铁线路对南航产生的冲击相对较小。



京广线分析

按计划，2011 年将开通京广线的北京-石家庄和石家庄-武汉段，即实现京广线全线贯通。我们认为对南方航空而言客运冲击最大的武广段已于 2009 年底开通，往北的重要站点为郑州、石家庄和北京。目前广州-石家庄每日仅两个航班，南航并未参与运力投入。而在广州-郑州和广州-北京的航班中南航运力分别占到 58%和 78%。我们预计全线贯通后广州-郑州航班将有 20%左右的分流，且票价将打折至 4.5 折左右，基本与测算的高铁二等票价持平，较目前的平均价格再下滑 1.5 个折扣点。我们预计届时南航广州-郑州航线的收入在目前水平将下滑 30-40%。

而对于北京-广州航线，目前因市场集中度相对较高，票价坚挺。我们测算高铁全线开通后总体运行时间将超过7小时，飞机出行方式在时间成本上仍占优势，但相对800-900元（日信测算）的高铁票价，预计航空票价将有20-30%的下滑空间。我们预计南航广州-北京航线的收入同样将面临3成左右的下降。

表二：京广高铁沿线重要城市航班信息

	航距 (公里)	飞行时间 (小时)	高铁运行时间 (小时)	南航航班/所 有全周航班	目前飞机票 折扣
广州-郑州	1291	2.25	4.8	7/12	6 折
广州-石家庄	1660	2.8	6.1	0/2	全价
广州-北京	1908	3	7.1	11/14	基本全价

数据来源：携程网 日信研究

杭福深线分析

从目前的统计情况来看，南航在东南沿海主要城市均投放了一定的运力。在福州和厦门对飞广州的航班中南航的运力占比分别占到 71%和 81%，且目前快速铁路网尚未投入运营，票价能维持在最高水平。

但从杭福深这条线路的设计规格来看，受制于地形等因素，除杭甬段达350公里时速外，其余均为200-250公里的级别。目前已开通运营的福厦线平均时速为180公里，我们预计全线贯通后，厦门-深圳和福州-深圳的铁路运行时间将分别达到3.1小时和4.6小时，若继续行至广州，总时间将达3.5小时和5小时。目前广州-厦门和广州-福州的飞行时间分别为1.2小时和1.5小时，具有一定的优势。但既然有了竞争，航空公司必然将采取缩减航班、降低票价等方式作为应对措施，进而对其获利能力产生影响。总体而言，我们认为尽管杭福深沿线重要城市距离广州多在800公里范围内，但受制于运行时间，高铁对沿海主要城市的航线冲击可能将小于市场预期。综合考虑，我们认为京广线和杭福深线的开通运营将对南航客运收入产生的影响将在2-3%（以2010年营收为基准）。



表三：杭福深线重要城市航班信息

	航距 (公里)	飞行时间 (小时)	高铁运行时间 (小时)	南航航班/所 有全周航班	目前飞机票 折扣
广州-厦门	515	1.2	4.2	5/7	基本全价
广州-福州	691	1.5	5.7	9/11	基本全价

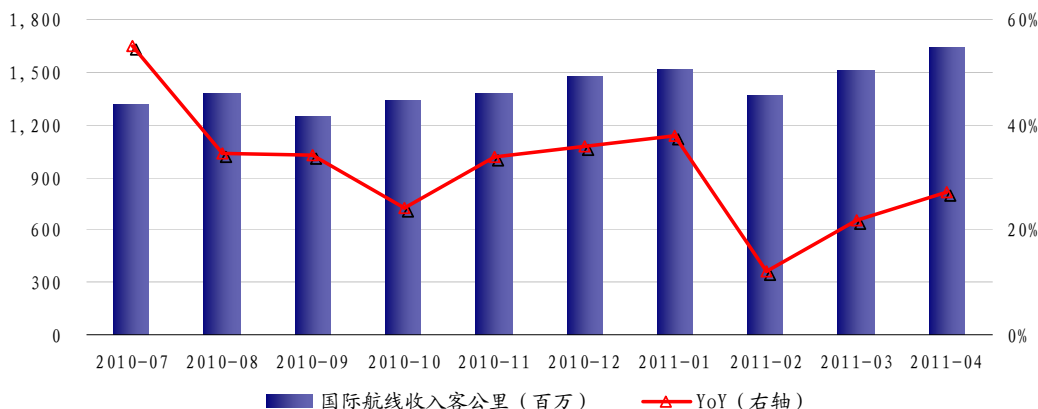
数据来源：携程网 日信研究

国际业务：日趋成熟

在国内航线不断受到高铁冲击的背景下，南航在国际航线的拓展取得了较大的进展，2010年公司国际航线旅客周转量增速达 41.6%，国际客运累计周转量占比逐步提升，年末较年初提高 0.7 个百分点，为 13.9%，2011 年 4 月更是达到占比 15.7% 的水平，与国航和东航的国际航线占比水平进一步缩小，年度国际业务收入占比也从 2009 年 13.1% 升至 2010 年 15.9%。

具体而言，南航利用广州基地所处的地理优势，大力发展澳洲航线，并与法航开展中转业务，广州至澳周航班量已从最初的 10 班增至 24 班，直达悉尼、墨尔本及布里斯班等澳大利亚重要城市。目前该部分航线的淡季客座率亦能达到 75-80% 的水平，显示旺盛的需求。在此基础上，公司 2010 年在澳线上实现盈利。

图八：南航国际航线客运数据

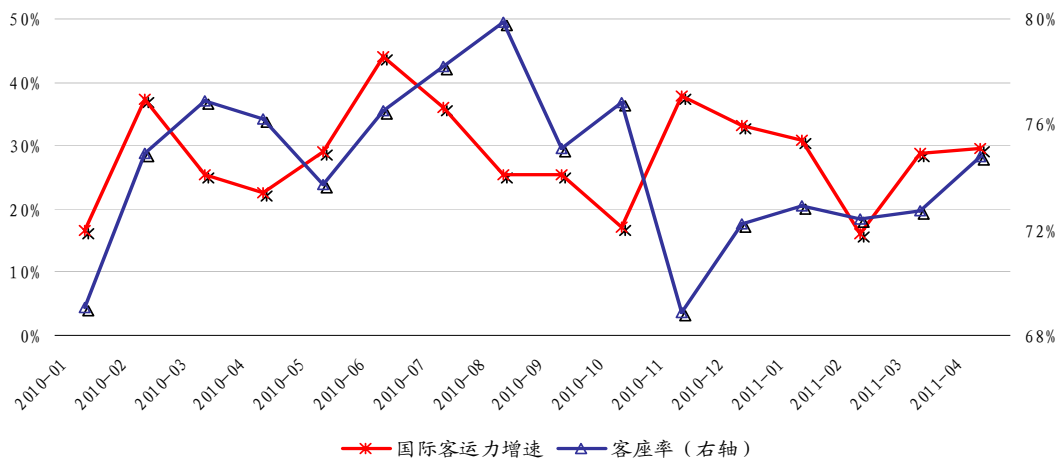


数据来源：公司公告 日信研究

2011 年公司继续实施压缩国内航线新增运力，转而投放国际成熟航线的策略。1-4 月，公司客运总运力新增 5.5%，而国内航线投放仅新增 1.8%，国际航线新增运力达 26.3%，体现了公司对国际航线的逐步倚重。而国际客运客座率在 1-4 月均保持 72% 以上的水平，显示出部分线路供需两旺的格局。同时公司计划今年开通广州-温哥华航线。目前广州至温哥华需至北京、上海或香港转机，因此我们预计该航线开通后培育期较短，且能为广州基地带来更多的中转客，联程效应明显。我们预估 2011 年南航在国际业务的拓展将部分弥补相关高铁开通带来的负面冲击。



图九：南航国际航线运力增速及客座率



数据来源：公司公告 日信研究

汇兑收益：盈利之重要保障

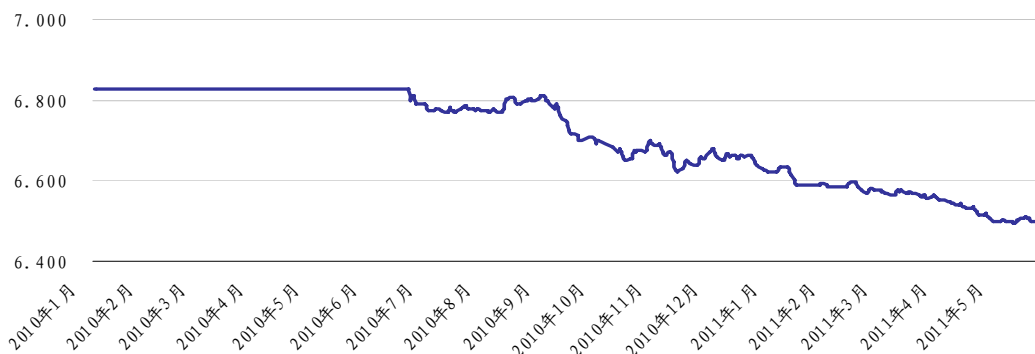
航空公司因购机等业务使负债中相当部分以外币计，南航 2010 年年报显示，其总负债中以美元计者超过 7 成。该年人民币兑美元升值 3%，公司获得汇兑收益 17 亿元，并以此对冲了财务成本。2011Q1 人民币升值幅度达 1%，公司尽管未公布汇兑收益具体金额，但该期的财务费用为-2.73 亿元，体现了本币升值带来的收益。至 5 月底，人民币今年已累计升值 1.93%。我们的敏感性测算显示，人民币兑美元升值 1%，仅汇兑收益即增厚南航 EPS 0.04 元。不出意外，该科目今年将为公司贡献 3-4 成的净利。

表四：南航 EPS-汇率敏感性分析

人民币兑美元升值	2%	3%	5%	7%	10%
南航 2010 年 EPS 波动 (元)	0.08	0.13	0.21	0.30	0.42

数据来源：日信研究

图十：人民币兑美元走势

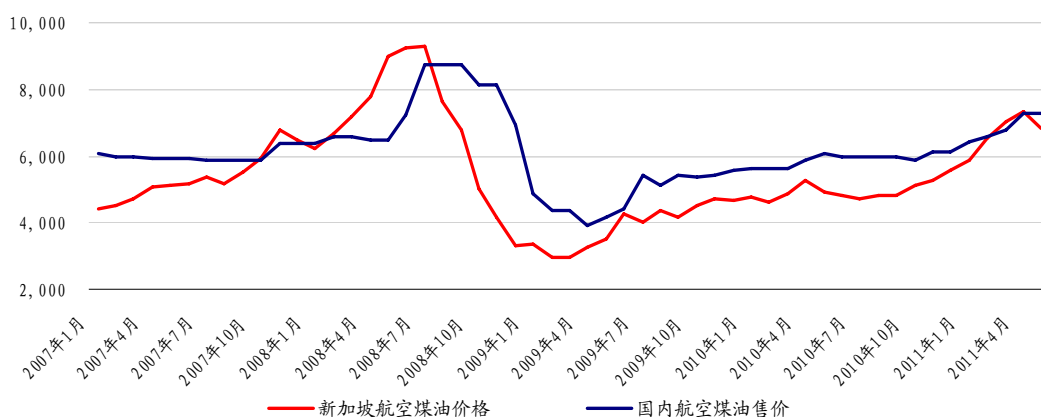


数据来源：Wind 日信研究

燃油成本：本币升值缓解压力

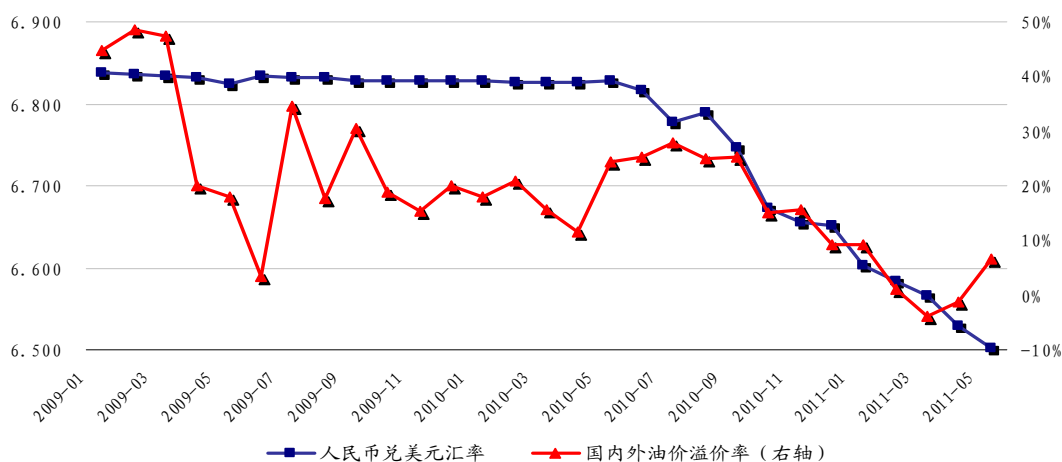
公司 2010 年燃油成本高达 235 亿元，同比升 43%，其中油用量增长的因素占一成，其余皆为价格上涨带来的影响。受渠道等各方面因素影响，国内航油的销售价格长期高于国际市场价格。我们跟踪的数据显示，2008 年 7 月至今年初，国内油价一直处于溢价的状态，月度平均溢价率达 19.5%，最高月份高达 27.8%。作为国内航线航班量最大的航空公司，南航的燃油成本明显被拉高了。但今年在人民币升值的背景下，二者的差距已逐步缩小。我们认为该趋势在年内将得以持续并成为航空公司缓解油价成本上升的重要因素。

图十一：国内外航油价格比较



数据来源：Wind 日信研究

图十二：汇率及油价溢价率



数据来源：Wind 日信研究

受美国2012年大选日益临近、QE2预期退出等因素影响，5月原油价格出现了大幅回落，使今年以来的整体价格涨幅趋缓。我们认为今年油价走势极有可能弱于市场在年初的预期，而该因素也将成为影响航空公司今年获利水平的重要外在因素之一。我们所做的敏感性分析显示，原油价格波动10美元/桶，对南航EPS影响为0.2元左右。



表五：南航EPS-油价敏感性分析

WTI 平均油价 (美元/桶)	95	100	110	120
EPS (元)	0.50	0.41	0.21	0.01

数据来源：日信研究

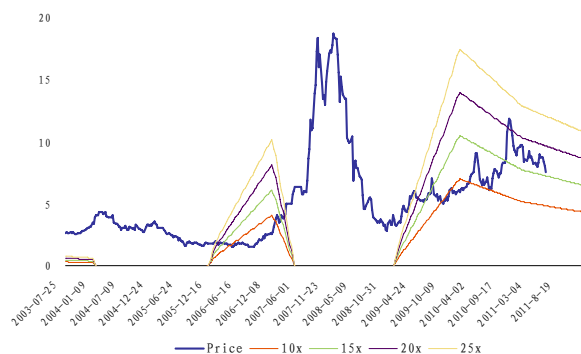
估值与投资建议

日信认为，国内航空市场未来两年的客运需求增速将逐步放缓，但在运力控制得当的情况下，长航线及部分未受高铁冲击航线的票价将维持在相对较高水平。我们预估南航 2011 年在国内需求保持自然增速且公司大力拓展国际航线的背景下，全年的客运周转量将增长近 8%，客座率将维持 80% 的水平。营业收入将同比增长 10.6% 至 860 亿元。毛利率因油价较 2010 年上涨而下滑至 17.7%。同时受投资收益下滑等因素影响，净利润同比下滑 15% 至 49.3 亿元，EPS 0.50 元。

我们认为因地域及航班量原因，南航将是三大航中受京沪高铁冲击最小的公司，同时因其部分国际航线运营日渐成熟，且将继续开通广州至温哥华等热门航线，预计该部分获利将使高铁分流和降价带来的影响降至最低水平。而今年相对较为确定的人民币兑美元升值将为公司带来巨额的汇兑收益，同时亦能缓解国内油价的上涨压力。

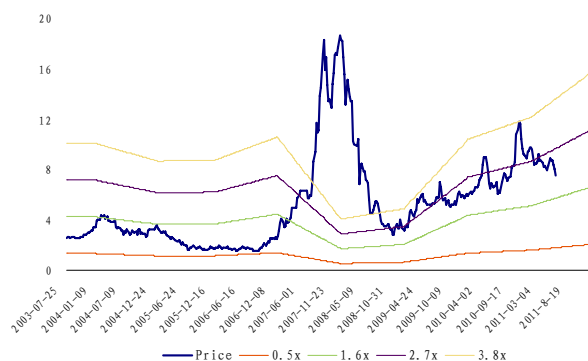
我们认为在 6 月京沪高铁开通前夕，市场对高铁分流的担忧是近期股价下跌的主要动力。但南航作为受影响最小的航空公司，其股价已回落至动态 PE15x 左右，建议投资者把握恐慌情绪宣泄之后的纠错行情。我们给予公司推荐之评等，目标价 9 元。

图十三：南航历史 PE



数据来源：日信研究

图十四：南航历史 PB



表六：行业公司估值比较

公司	代码	收盘价 (2011.5.27)	PE FY11F	EPS (元)			PB FY11F
				2010	2011F	2012F	
南方航空	600029 SH	7.44	14.8	0.70	0.50	0.42	2.0
中国国航	601111 SH	9.4	11.9	1.05	0.80	0.71	1.9
东方航空	600115 SH	5.28	17.0	0.48	0.31	0.23	2.7

数据来源：日信研究

表七：利润预测表

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业总收入(百万元)	56,043	77,788	86,029	94,945	103,735
营业总成本(百万元)	58,311	72,164	80,745	90,822	98,602
营业成本(百万元)	49,197	62,567	70,768	78,306	84,199
营业税金及附加(百万元)	1,591	1,957	2,328	2,569	2,807
销售费用(百万元)	4,256	5,694	5,810	6,412	7,005
管理费用(百万元)	1,814	2,182	2,821	3,114	3,402
财务费用(百万元)	1,396	-456	-1,232	154	903
资产减值损失(百万元)	57	220	250	267	285
公允价值变动净收益(百万元)	72	31	10	0	0
投资净收益(百万元)	347	1,214	350	350	350
营业利润(百万元)	-1,849	6,869	5,640	4,473	5,483
加：营业外收入(百万元)	2,336	1,300	1,200	1,200	1,200
减：营业外支出(百万元)	30	71	20	20	20
利润总额(百万元)	457	8,098	6,820	5,653	6,663
减：所得税费用(百万元)	-97	1,673	1,364	1,131	1,333
净利润(百万元)	554	6,425	5,456	4,522	5,330
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	381	5,805	4,930	4,086	4,816
少数股东损益(百万元)	173	620	527	436	514
每股收益(元)	0.05	0.7	0.50	0.42	0.49

数据来源：公司公告 日信研究



投资评级说明:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

推荐 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

谨慎 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。



免责声明:

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

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。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。