

高世梁

执业证书编号: S0730207050046

021-50588666-8022

gaosl@ccnew.com

## 消费升级是源动力、人民币升值是助推器

——航空业 2011 年投资策略

### 研究报告-行业策略

同步大市（维持）

发布日期: 2010 年 11 月 12 日

#### 盈利预测和投资评级

| 公司简称 | 10EPS | 11EPS | 11PE  | 评级 |
|------|-------|-------|-------|----|
| 中国国航 | 0.98  | 1.10  | 12.32 | 增持 |
| 东方航空 | 0.54  | 0.57  | 13.84 | 增持 |
| 南方航空 | 0.61  | 0.69  | 15.16 | 增持 |

注: 股价为 2010 年 11 月 12 日收盘价

#### 航空运输业相对沪深 300 指数表现



#### 相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

#### 报告关键要素:

经历了 2010 年的繁荣后, 2011 年的民航业仍将维持景气高位, 消费升级以及人民币升值将成为主要看点, 维持“同步大市”的投资评级。

#### 投资要点:

- **2010 年前三季度完美业绩和股价表现。**前三季度四家航空公司共实现净利润 218.59 亿元, 同比大幅增长 284.84%, 远高于 07 年全年 69.7 亿元净利润的原高点。在三季度业绩超预期和人民币加速升值的刺激下, 航空板块股价整体表现领先大盘超过 60 个百分点 (截止 11 月 1 日)。
- **未来民航业务量增速在 12%-17% 左右。**前三季度民航业总周转量同比增长 28.9%, 旅客周转量同比增长 21.7%, 货邮周转量同比增长 46.9%。在国内经济稳定发展以及消费升级的带动下, 民航业将长期保持两位数的增长。
- **客座载运率维持高位。**前三季度民航业客座率为 80.36%, 增长 4.7 个百分点。总载运率为 71.63%, 增长 5.6 个百分点, 双双创出新高。鉴于行业整体供不应求以及市场集中度的提升, 预计客座载运率将维持高位, 龙头企业仍有提升空间。
- **票价水平大幅上升。**前三季度国内航线票价指数为 111 点, 增长 14.41 点。国际航线票价指数为 148.88 点, 增长 34.68 点。亚洲和港澳地区航线指数为 104.59 点, 增长 14.51 点。国内和国际航线票价指数创出新高, 国际航线表现更为突出。
- **油价不足惧, 汇率成业绩助推剂。**2011 年油价均价在 85-90 美元/桶左右, 航空公司有能力转嫁或对冲; 人民币升值应该仍是 2011 年的主旋律, 高美元外债的航空公司将普遍受益。
- **维持“同步大市”的投资评级。**2011 年航空业维持景气高位, 人民币升值是重要看点, 维持“同步大市”的投资评级。关注中国国航(601111)、东方航空(600115)、南方航空(600029)。
- **风险提示:**经济波动影响航空业发展; 票价水平和客座载运率能否维持高位决定航空公司业绩变化; 高铁竞争压力越来越重; A/H 溢价率较高。

## 1. 业绩和市场表现同样完美

2010年前三季度，国内航空业交出了一份超出预期并堪称完美的业绩答卷。以在A股市场上市的航空公司为例，前三季度四家航空公司共实现净利润218.59亿元，同比大幅增长了284.84%，也远高于07年全年69.7亿元净利润的原历史高点。值得称道的是，四家航空公司均实现了主业盈利，近219亿元的净利润中只有23亿来自非经常性损益。

我们把前三季度航空业的完美业绩归功于业务量大幅增长、票价和运营效率不断提高、成本稳定可控等几个方面，这在第三季度传统的运输旺季得到完全的体现。由于今年三季度市场呈现极其火爆的景象，各航空公司运输业务均呈现供不应求、量价齐升的景象。而对应的成本（主要是航油成本）和费用虽也有上升，但相对幅度有限。毛利率大幅提升（四家航空公司前三季度毛利率相比上半年增长了3-4个百分点）对于收入规模庞大的航空公司业绩增长有巨大作用。再加上第三季度人民币加速升值、航油套保公允价值损失转回等因素助力，航空公司业绩大幅增长也不足为奇。

图 1：四家航空公司历年营业收入情况 单位：亿元

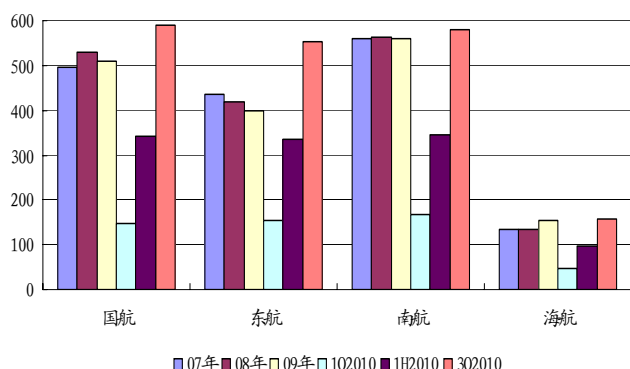
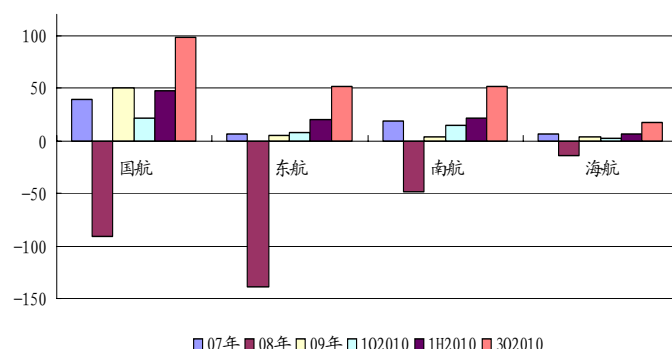


图 2：四家航空公司历年净利润情况 单位：亿元



资料来源：各公司定期报告

图 3：四家航空公司历年毛利率情况 单位：%

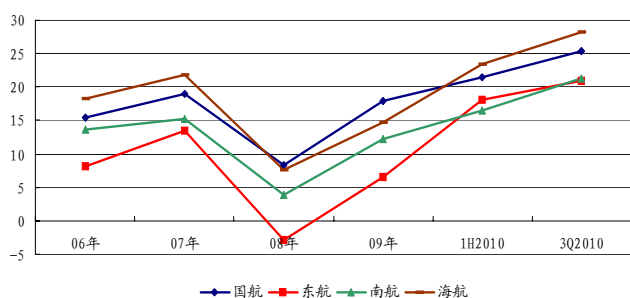
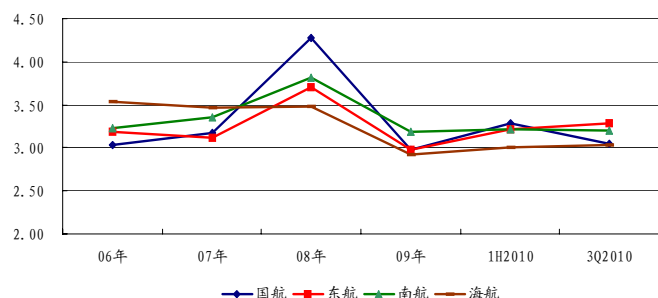


图 4：四家航空公司历年单位成本情况 单位：元



资料来源：各公司定期报告

图 5: 四家航空公司历年销售费用率情况 单位: %

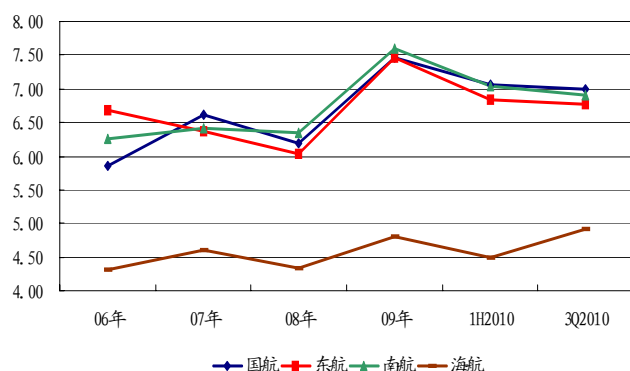
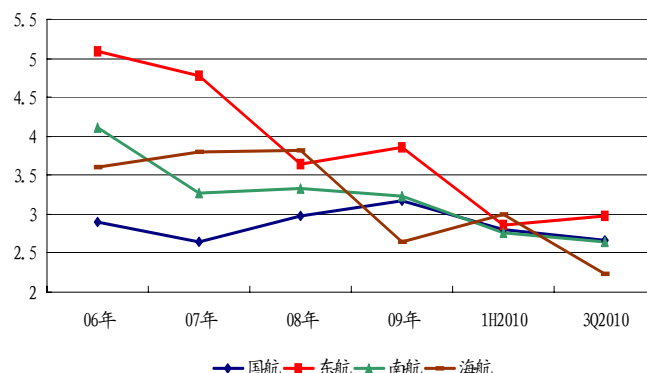
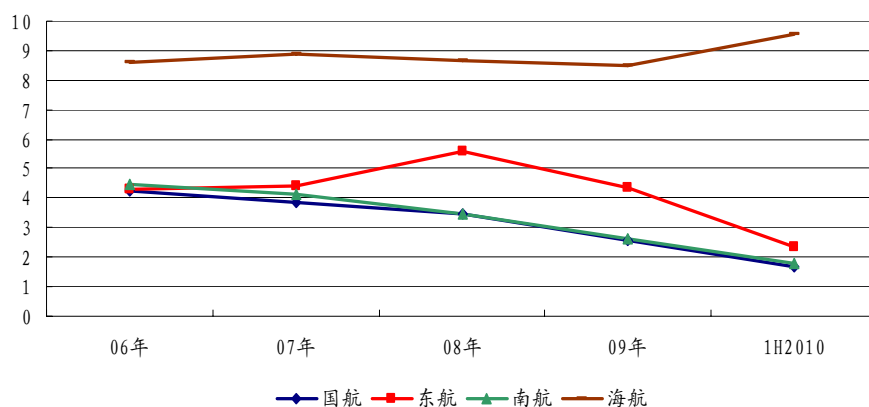


图 6: 四家航空公司历年管理费用率情况 单位: %



资料来源: 各公司定期报告

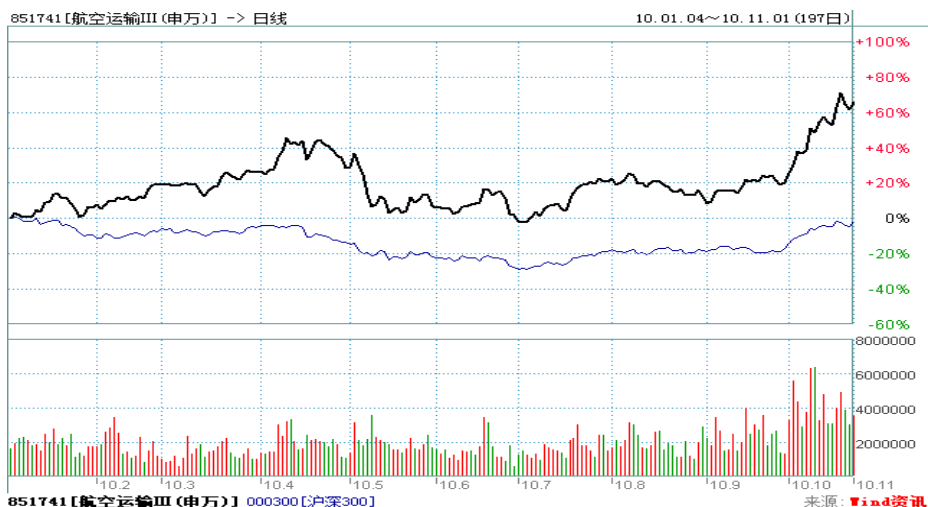
图 7: 四家航空公司历年财务费用率 (不含汇兑) 情况 单位: %



资料来源: 各公司定期报告

良好的业绩表现在航空公司股价上也得到了完美的体现。从图8中可以看出, 截止11月1日, 今年航空板块的整体表现领先大盘超过60个百分点。而我们在4季度策略报告中提出的三个刺激航空板块上涨的因素中 (三季度业绩超出市场预期、人民币升值加速、扶持政策出台), 由于前两个因素得到兑现, 也刺激了航空板块在10月份后的加速上扬表现。

图8：近一年航空运输板块大幅跑赢大盘



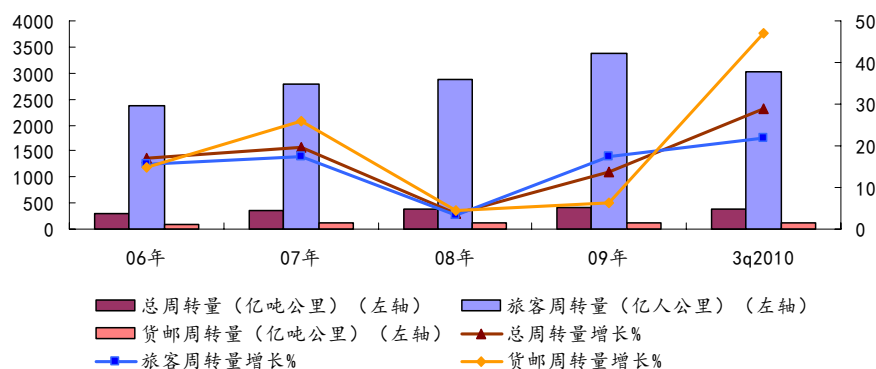
资料来源: WIND

## 2. 两位数的业务量增速仍将持续

前三季度,我国民航业实现总周转量397.17亿吨公里,同比增长28.9%。旅客周转量3024.18亿人公里,同比增长21.7%。货邮周转量127.62亿吨公里,同比增长46.9%。这个较快的增速应该是对由于全球经济危机造成的08、09年航空业增速放缓的一次修复,如果没有什么特殊因素影响(如全球经济的再次探底、空难、疫情等),未来民航业的发展将恢复正常增速。

我们一直认为,国内经济的稳定发展以及由于国民收入水平提升引起的消费升级将是民航业发展的源动力。而这种源动力在未来的10-20年都不会消失。《十二五规划建议》中提出的“让城乡居民收入普遍较快增长、努力实现居民收入增长和经济发展同步、建立扩大消费需求的长效机制”等等均是对这种源动力的一种强有力的保障。按照对国民经济和航空运输业相关性的简单分析,未来国内民航业的平均增速将维持在两位数,幅度在12%-17%左右。

图9：民航业历年业务量增长情况



资料来源：《中国民用航空》

图 10：国航历年业务量增长情况

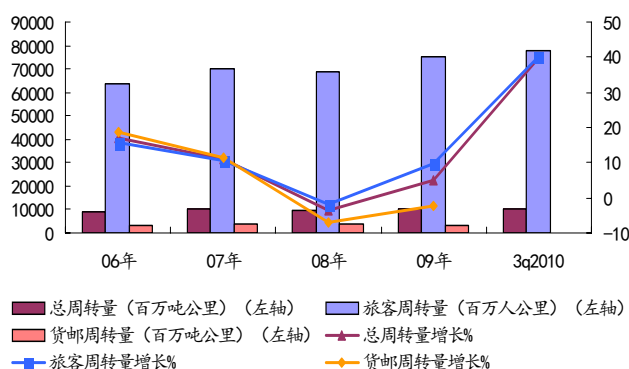
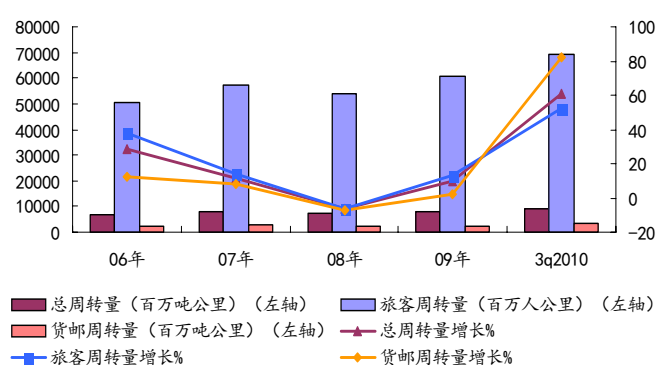
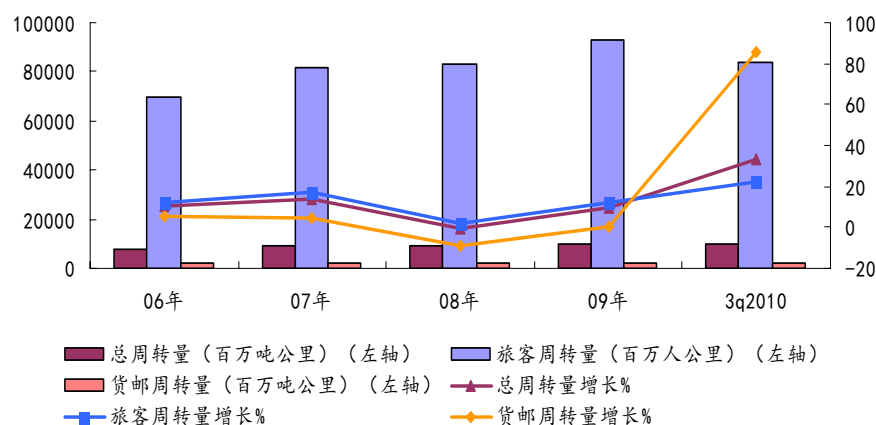


图 11：东航历年业务量增长情况



资料来源：各公司网站和定期报告

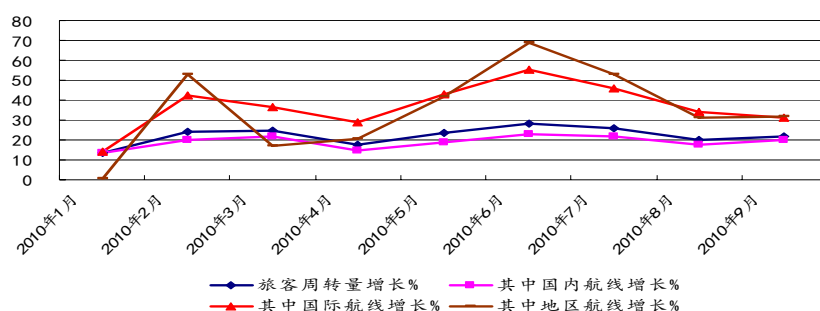
图12：南航历年业务量增长情况



资料来源：各公司网站和定期报告

客运业务方面，前9个月民航业国内客运周转量、国际客运周转量和地区客运周转量分别增长了18.9%、36.3%和33.2%。从月度数据来看，国内航线一直保持平稳快速增长，国际和地区航线由于去年基数低，整体涨幅较高，但基本呈现增速放缓态势。我们预计未来国内航线仍将保持稳定快速发展，国际和地区航线受益于国民收入水平提升、人民币升值以及国家政策扶持预期（减免税、补贴等），也会有较好表现。

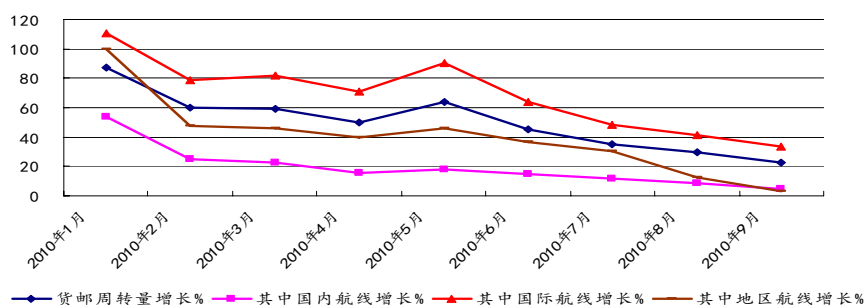
图13：2010年民航业分地区旅客周转量月度增长情况



资料来源：《中国民用航空》

货运业务方面，前9个月民航业国内货运周转量、国际货运周转量和地区货运周转量分别增长了16.9%、65.7%和35.1%。货运业务的快速增长主要是因为去年同期数据基数偏低（全球经济危机对贸易量影响）以及今年以来的市场回暖。从月度增速来看，各细分市场基本均呈现前高后低走势。未来货运业务仍将受到全球经济发展态势以及各国贸易政策的变化影响，但由于我国政府对于航空货运业务的支持（航空货运资产整合、补贴政策等预期）以及国内航空公司在货运市场上基数低、发展空间巨大，预计未来国内民航业货运业务仍大有可为。

图14：2010年民航业分地区货邮周转量月度增长情况



资料来源：《中国民用航空》

### 3. 客座率、载运率将维持高位

与行业旺盛的需求相比，国内航空公司的运力供给明显偏紧。我们总结了以下几条原因来反映目前的供求关系：（1）、全球经济危机使得航空公司在运力供给上持谨慎态度。而09年后市场的快速复苏又让航空公司反应不及。此外，高铁的长期竞争压力使得国内航空公司不敢施展全力引进飞机；（2）、波音公司B787的延期交付打乱了国内航空公司的机队引进计划，此外国内空域紧张也使得运力的利用效率偏低。（3）、2010年的空难和航空事故引发的行业整顿也影响了航空公司运力利用。而随之而来的政策规定（10月民航局发布新规表示将继续暂停受理新设航空公司、提高航空公司设立子公司、分公司门槛等）继续提高了市场的进入门槛，也抑制了市场运力的快速增长。

我们从下面一系列图中可以看出，从09年开始民航业运量增速开始超过运力增长，且差距逐步加大，到2010年中期达到高峰（民航总周转量和可用吨公里增速差为11个百分点）。我们认为，后期虽然各航空公司将加大飞机引进力度（特别是宽体机），预计运力增速在10%以上，但旺盛的需求将会使这种供需增速间的剪刀差保持一段时间。

图 15: 民航业总周转量和可用吨公里增速比较

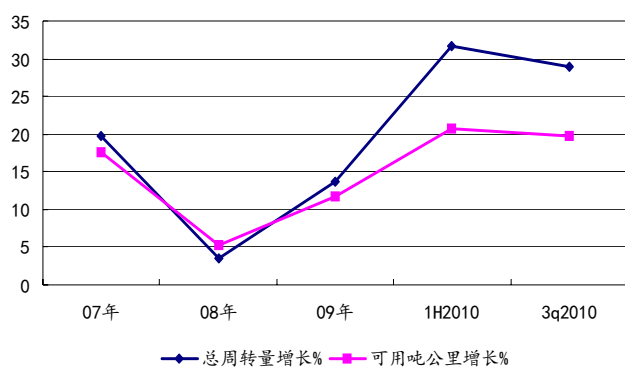
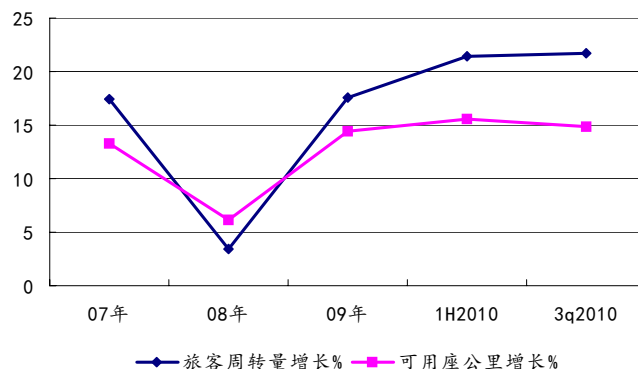
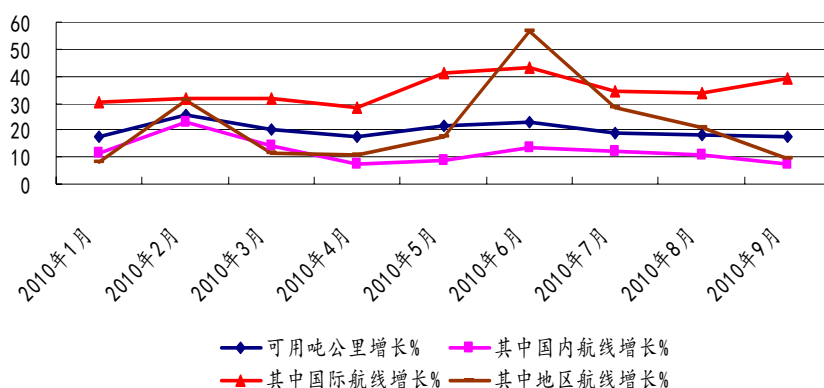


图 16: 民航业旅客周转量和可用座公里增速比较



资料来源：《中国民用航空》 中原证券

图17: 2010年民航业分航线运力月度增长情况



资料来源:《中国民用航空》

图 18: 国航总周转量和可用吨公里增速比较

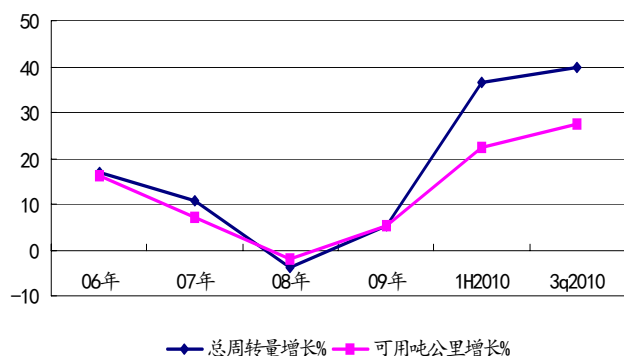
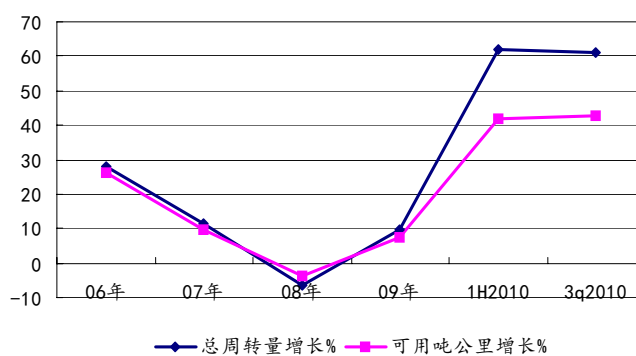
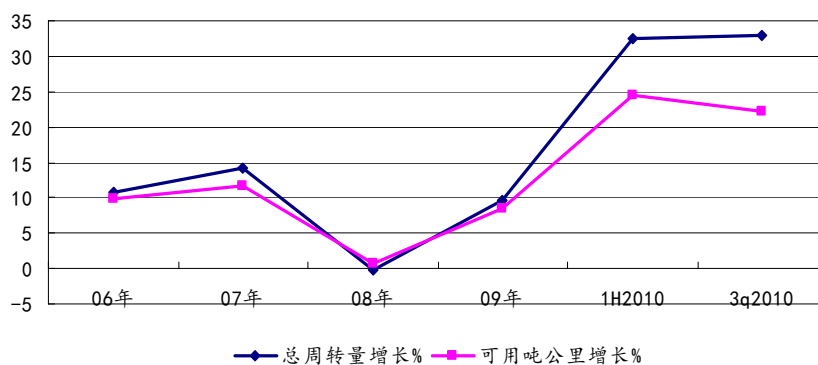


图 19: 东航总周转量和可用吨公里增速比较



资料来源: 各公司网站和定期公告

图20: 南航总周转量和可用吨公里增速比较



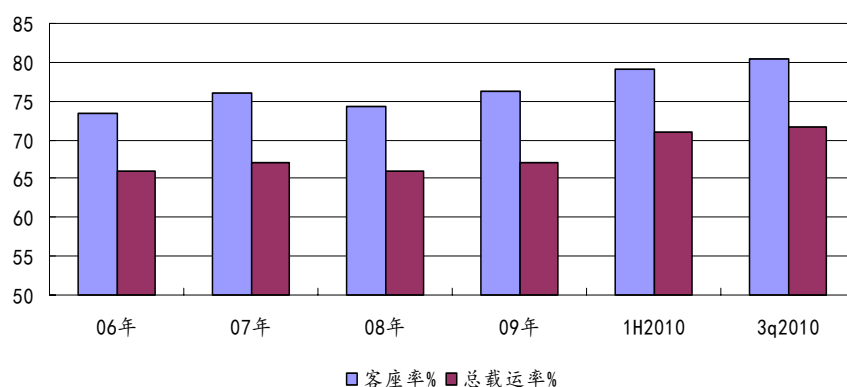
资料来源: 各公司网站和定期公告

行业的供不应求直接导致客座率和载运率的高企。2010年前三季度民航业客座率为80.36%，同比大幅增长了4.7个百分点，相比上半年增长了1.27个百分点。总载运率为71.63%，同比增长了5.6个百分点，相比上半年增长了0.55个百分点。客座和载运率双双创出新高。

客座载运率的提升对航空公司的业绩增长影响很大。根据我们所做的敏感性分析，客座率每提升1个百分点，对国航、东航、南航、海航的EPS增加值分别为0.05元、0.05元、0.07元和0.04元。

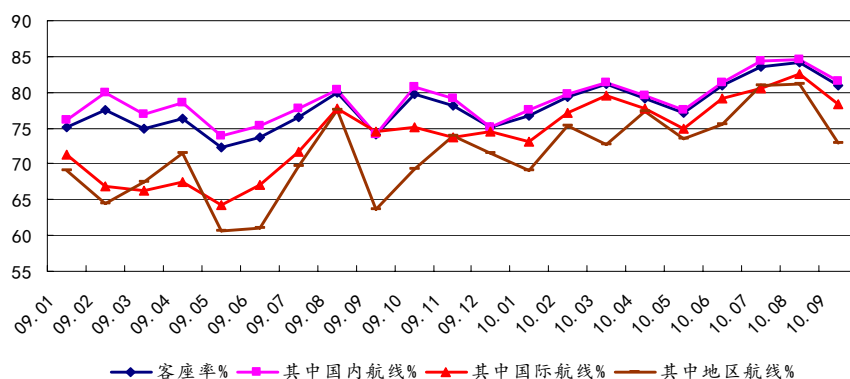
虽然目前的客座和载运率水平处于历史高位，但鉴于行业供需关系以及市场集中度的提升，预计行业客座率和载运率水平将维持高位，而龙头企业客座载运率仍有提升空间。

图21：民航业历年客座率和总载运率情况



资料来源：《中国民用航空》

图22：民航业分航线客座率月度变化情况



资料来源：《中国民用航空》

图 23: 国航历年客座率和载运率情况

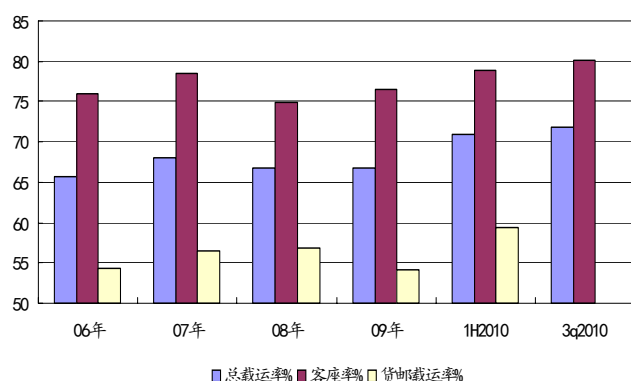
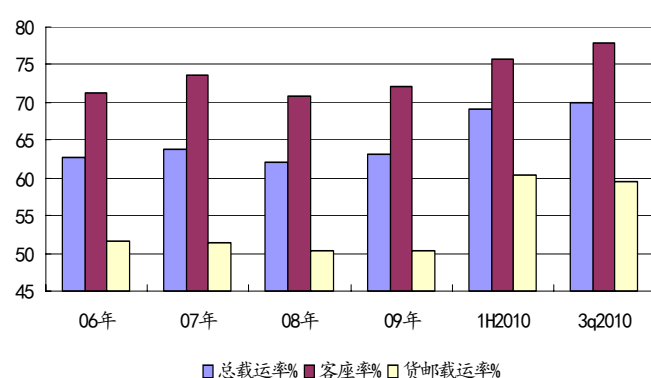
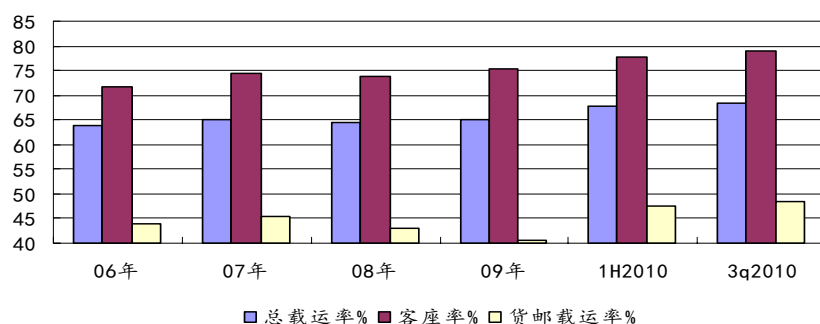


图 24: 东航历年客座率和载运率情况



资料来源: 各公司网站和定期公告

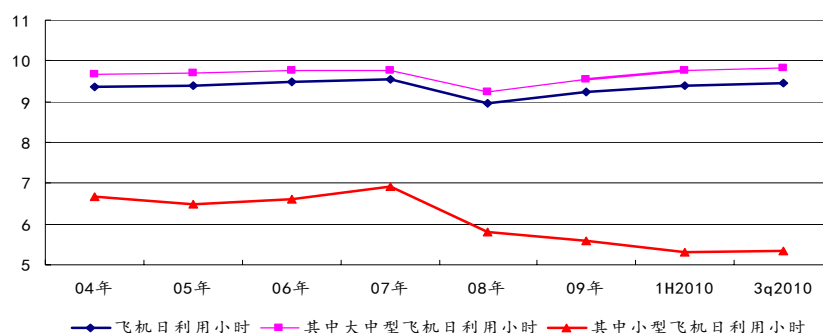
图 25: 南航历年客座率和载运率情况



资料来源: 各公司网站和定期公告

运力紧张和旺盛需求也造成了飞机利用率的上升。前三季度民航业飞机日利用小时数为9.46小时, 同比增长0.3小时, 相比上半年增长了0.08小时, 从走势上来看基本延续了08年以来的缓步攀升状态。但从细分机型来看, 大中型飞机日利用率继续提升, 前三季度达到9.84小时, 同比增长0.2个小时。而小型飞机则持续下滑, 前三季度为5.33小时, 同比下降0.3小时。

图26：民航业历年飞机日利用小时数



资料来源：《中国民用航空》

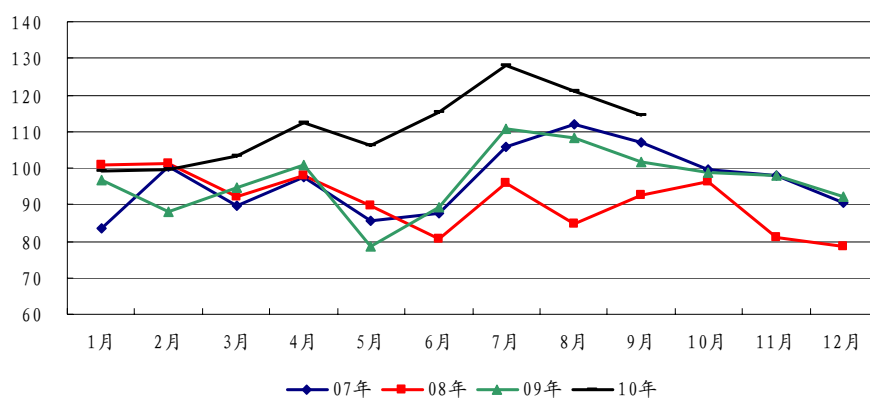
#### 4. 票价水平大幅上升

民航票价水平提升成为今年行业的另一大看点。以《中国民用航空》编制的票价指数来看，前三季度国内航线综合票价指数为111点，同比增长了14.41点。国际航线票价指数为148.88点，同比增长了34.68点。亚洲和港澳地区航线指数为104.59点，同比增长了14.51点。其中国内和国际航线票价指数都创出了近年来的新高，而国际航线今年来的表现最为惊人。

除了我们前文提到的行业供求关系向好影响外，行业集中度提升也是票价大幅上升的主要原因之一。在经历了东航吸收合并上航、国航将深航纳入囊中以及民营航空公司由盛转衰，行业的集中度在持续上升。09年、2010年上半年和2010年前三季度，三大航空集团的市场份额分别为66.57%、72.7%和74.18%，可以说在四分之三的市场份额被三家公司所控制的背景下，价格同盟形成的可能性大增，而市场的票价水平提升也成为了水到渠成的事情。

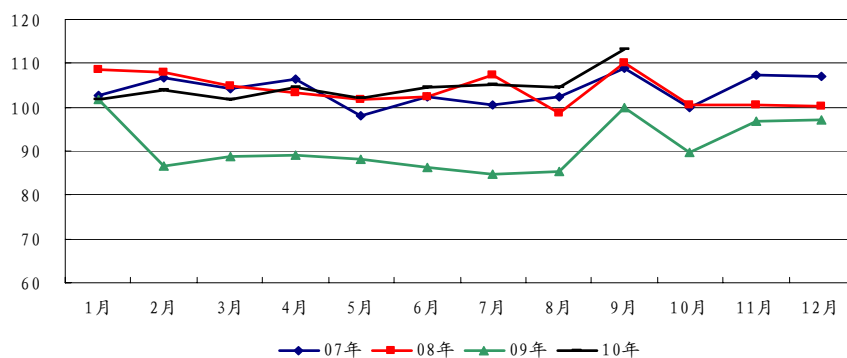
此外，航空公司对产品的细分（如超级经济舱的开发）、6月份国内“两舱”市场化机制的启动，都对整体票价水平起到了正面推动作用。和客座载运率一样，航空公司业绩对票价的敏感性也很强。根据我们的测算，单位客公里收入每提升0.01元，对国航、东航、南航、海航的EPS增加值分别为0.07元、0.07元、0.09元和0.05元。

图27: 国内航线综合票价指数



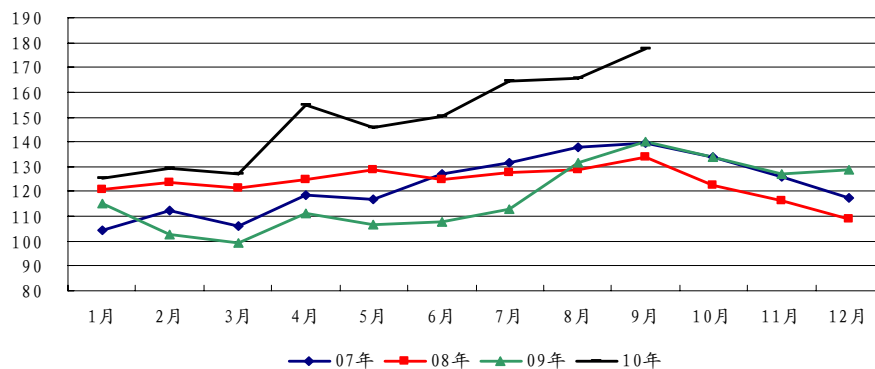
资料来源:《中国民用航空》

图28: 亚洲和港澳地区航线票价指数



资料来源:《中国民用航空》

图29: 国际航线票价指数



资料来源:《中国民用航空》

## 5. 震荡走高的油价不足惧

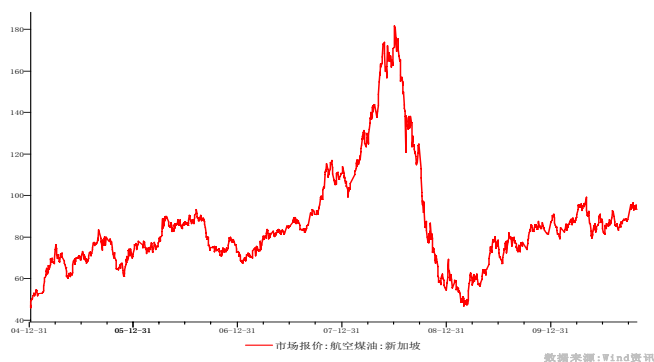
2010年的油价走势可以用高位震荡盘整来形容。前10个月WTI原油现货均价为77.93美元/桶，同比增长了32.67%。新加坡航煤均价为88.05美元/桶，同比增长了31.05%。

影响国际油价的主要因素有全球经济状况和美元走势，而后者对于目前国际油价的影响更大。今年9月份以来国际油价加速上升，主要是受到美元指数快速走低的因素影响。从图33可以看出，美元指数和国际原油价格基本呈现负相关性。我们预期，未来全球经济复苏仍是一个缓慢和艰难的过程（从这个层面上不支持油价的大幅上升），但美国所采取的定量宽松的货币政策可能会造成全球通胀和资产泡沫，原油价格有可能会被继续推高。不过，过高的油价也不是美国愿意看到的，因为这同样不利于美国经济复苏。因此，综合各种因素，预计2011年的油价将呈现震荡走高的态势，均价将在85-90美元/桶左右。

图 30: 纽约轻质原油期货价格走势



图 31: 新加坡航煤价格走势

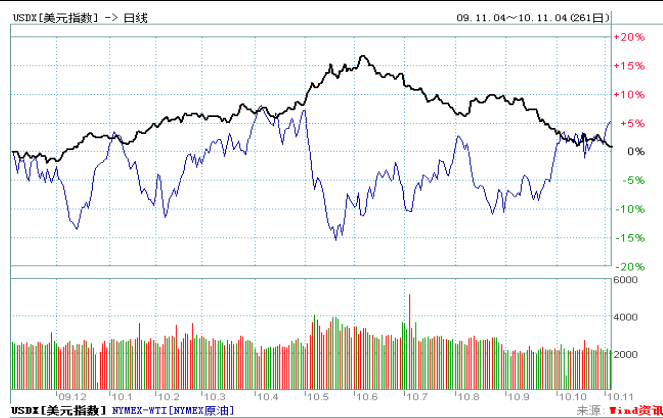


资料来源: FUTURESOURCE WIND

图 32: 历年美元指数走势



图 33: 近一年美元指数和原油价格相关性



资料来源: WIND

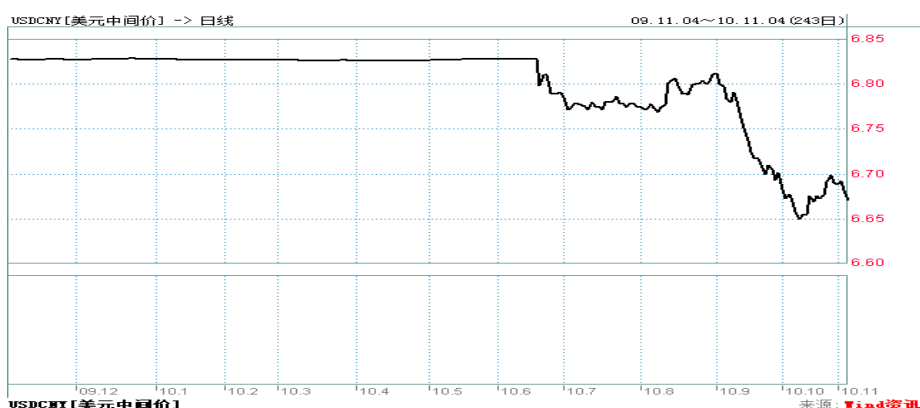
油价上升对航空公司肯定不是什么好事情。从敏感性分析来看，国内油价每上升100元/吨，将影响国航、东航、南航、海航的EPS分别为0.01元、0.02元、0.03元和0.02元。但我们认为，目前的航空市场并不同于08年（过高的油价、大幅下滑的需求和票价），航空公司有较多方式对冲或转嫁航油成本的上升。首先，航空公司可以通过航油附加费联动机制来对冲部分航油成本上升。10月27日起国内航油附加费从20元/40元上调到40元/70元，就完全覆盖了10月26日航油出场价上调220元的因素；其次，象国航、东航等有航油套保协议的公司仍可以在油价上升的同时，冲回航油套保公允价值损失；最后也是最重要的，目前的市场环境允许航空公司通过票价的提升来转嫁航油成本。因此，我们认为如果航油价格没有一个过分的涨幅（如均价超过100美元/桶），将不会成为影响航空公司业绩的最主要因素。

## 6. 人民币升值为航空公司业绩助力

年内的人民币兑美元走势可以用上半年波澜不惊、下半年加速升值来形容。从元月到6月中，人民币兑美元汇率基本在6.82一线徘徊，6月19日央行宣称推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性后，人民币兑美元展开了第一波升值行情，但幅度相对较小。在经历了2个月左右的盘整后，从9月份开始新一轮更大幅度的升值行情出现。截止到11月4日，人民币兑美元年内升值幅度为2.31%，其中第三季度升值幅度达到1.32%。

为了刺激出口、转移国内矛盾，预计未来美国在汇率问题上仍将对中国持续施压，而中国政府也不会任由人民币大幅升值而重蹈日本覆辙。因此，我们预计未来人民币兑美元的走势将会是美国和中国政府互相制衡的结果，预计2011年人民币兑美元升值3-5%的可能性比较大。

图34：近一年来人民币兑美元走势



资料来源：WIND

人民币升值对航空公司的正面影响我们在以前的报告中已经多次提及，

最主要的就是贡献了汇兑收益。按照敏感性分析，人民币兑美元每升值1%，将分别提升国航、东航、南航、海航每股收益为0.035元、0.025元、0.04元和0.02元。汇兑收益成为航空公司业绩的重要助推器。

## 7. 2011年航空业投资策略

从纵向对比来看，由于今年航空公司业绩亮丽，虽然从年初以来航空股股价涨幅较大，但19.66倍的市盈率水平(TTM法)仍处于历史低位；从PB角度来看，虽然目前平均5.55倍的市净率水平较高，但这主要是因为08年行业遭受重创后，各航空公司净资产均大幅度下降的原因。随着政府的注资到位以及航空公司业绩的提升，未来净资产的逐步增长将使得市净率水平有所下降。

从横向对比来看，国内航空公司的市盈率水平略高于国外同行10-15倍的水平，但考虑到国内航空市场良好的成长性，相对较高的市盈率水平也可以接受。

我们认为在行业经历了08年低谷、09年复苏、2010年繁荣后，预计2011年行业的景气度仍将维持高位，业务量增长、运营和管理效率提升仍是支撑业绩的最主要原因，维持“同步大市”的投资评级。行业的投资机会来自：(1)、业务量和业绩超预期；(2)、行业扶持政策出台；(3)、人民币升值速度加快。

表1：重点公司估值分析表

单位：元，倍

| 公司简称 | 每股收益 |      |      | 每股净资产  | 收盘价   | 市盈率   |       |       | 市净率    | 投资评级 |
|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|------|
|      | 09A  | 10E  | 11E  |        |       | 09A   | 10E   | 11E   |        |      |
|      |      |      |      | 3Q2010 |       |       |       |       | 3Q2010 |      |
| 中国国航 | 0.42 | 0.98 | 1.10 | 2.86   | 13.55 | 32.26 | 13.83 | 12.32 | 4.74   | 增持   |
| 东方航空 | 0.08 | 0.54 | 0.57 | 1.35   | 7.89  | 98.63 | 14.61 | 13.84 | 5.84   | 增持   |
| 南方航空 | 0.14 | 0.61 | 0.69 | 2.66   | 10.46 | 74.71 | 17.15 | 15.16 | 3.93   | 增持   |

资料来源：中原证券 注：股价为2010年11月12日收盘价

## 8. 风险提示

(1)、全球经济波动影响航空业发展；(2)、未来票价水平和客座载运率能否维持高位决定航空公司业绩变化；(3)、高铁的竞争压力不容忽视；(4)、航班延误导致航空服务满意度下降；(5)、A/H溢价率仍较高。

表2: 航空股A/H溢价程度

|         | 中国国航  | 东方航空  | 南方航空   |
|---------|-------|-------|--------|
| A股(人民币) | 13.55 | 7.89  | 10.46  |
| H股(港币)  | 10.70 | 4.72  | 5.41   |
| 溢价率(%)  | 48.20 | 95.62 | 126.26 |

资料来源: WIND 注: 股价为2010年11月12日收盘价

## 9. 重点推介上市公司

根据2011年航空业的投资策略, 我们重点向投资者介绍中国国航(601111)、东方航空(600115)和南方航空(600029)。

## 中国国航 (601111): 受益于全球航空市场的复苏

增持 (维持)

### 市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 13.55      |
| 一年内最高/最低 (元) | 16.86/7.95 |
| 沪深 300 指数    | 3292       |
| 市净率 (倍)      | 4.74       |
| 流通市值 (亿元)    | 1063.13    |

### 基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

|              |              |
|--------------|--------------|
| 每股净资产 (元)    | 2.86         |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.34         |
| 毛利率 (%)      | 25.42        |
| 净资产收益率 (%)   | 34.55        |
| 资产负债率 (%)    | 77           |
| 总股本/流通股 (亿股) | 122.51/78.46 |
| B 股/H 股 (亿股) | /44.06       |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

### 关键要素:

前三季度每股收益 0.85 元; 业务量大幅增长, 运营和财务指标三大航之首; 全球网络布局和货运业务发展是看点; 11 月份定向增发方案获批; 维持“增持”的投资评级。

### 投资要点:

- 前三季度每股收益为 0.85 元。公司实现营业收入为 591.34 亿, 同比增长 62.19%, 净利润为 98.61 亿, 同比增长 158.75%, 每股收益为 0.85 元。前三季度实现投资收益 27.88 亿, 公允价值变动收益 10.96 亿。汇兑净收益 10.06 亿。
- 4 月并表深航后, 业务量大幅增长。前三季度总周转量 10410 百万吨公里, 增长 39.74%, 客运周转量 77793 百万人公里, 增长 39.99%。
- 运营和财务指标仍居三大航之首。前三季度客座率 80.2%, 同比增长 4.44 个百分点。总载运率 71.9%, 同比增长 6.28 个百分点。毛利率 25.42%, 同比增长 8.41 个百分点。其中第三季度毛利率 30.92%。
- 国内国际业务最均衡, 全球网络构建最完善。公司国际地区业务收入占 40% 以上, 是三大航中比重最大的。未来公司仍将加大国际市场的开拓, 并通过参股国泰航空加强全球网络布局。
- 货运业务空间大。国货航和国泰航空成立合资货运公司提升货运业务实力。未来国内航空货运资产整合预期下, 公司将成为受益者。
- 维持“增持”评级。2010 和 2011 年每股收益 0.98 元和 1.1 元, 市盈率 13.83 倍和 12.32 倍, 公司是三大航中管理水平最高、客户品质最好、国际竞争力最强的一家公司, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 经济波动影响航空业发展; 票价水平和客座率能否维持高位决定业绩变化; 油价对成本产生较大影响。

|           | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 529.70 | 510.95 | 826.91 | 981.19 |
| 增长比率 (%)  | 6.50   | -3.54  | 61.84  | 18.66  |
| 净利润 (亿元)  | -91.49 | 50.29  | 119.61 | 134.78 |
| 增长比率 (%)  | -      | -      | 137.81 | 12.69  |
| 每股收益 (元)  | -0.77  | 0.42   | 0.98   | 1.10   |
| 市盈率 (倍)   | -      | 32.26  | 13.83  | 12.32  |

## 东方航空 (600115): 三分天下后仍有提升空间

增持 (维持)

### 市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价 (元)      | 7.89      |
| 一年内最高/最低 (元) | 9.73/5.72 |
| 沪深 300 指数    | 3292      |
| 市净率 (倍)      | 5.84      |
| 流通市值 (亿元)    | 142.18    |

### 基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

|              |              |
|--------------|--------------|
| 每股净资产 (元)    | 1.35         |
| 每股经营现金流 (元)  | 0.89         |
| 毛利率 (%)      | 20.95        |
| 净资产收益率 (%)   | 42.23        |
| 资产负债率 (%)    | 84.31        |
| 总股本/流通股 (亿股) | 112.77/18.02 |
| B 股/H 股 (亿股) | /20.57       |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

### 关键要素:

前三季度每股收益 0.46 元; 合并上航使业务量大幅增长; 公司未来在运营效率上仍有提升空间; 维持“增持”的投资评级。

### 投资要点:

- 前三季度每股收益为 0.46 元。公司实现营业收入 554.66 亿, 同比增长 91.92%, 净利润为 50.99 亿, 同比增长 326.1%, 每股收益为 0.46 元。
- 合并上航后业务量大幅增长。前三季度实现总周转量为 9349 百万吨公里, 同比增长 61.24%, 客运周转量为 69331 百万人公里, 同比增长 52.4%, 货邮周转量为 3188 百万吨公里, 同比增长 82.46%。
- 东上合并的协同效应显现, 未来在运营和管理效率上仍有提升空间。前三季度公司客座率为 77.83%, 同比增长 6.29 个百分点。总载运率 69.93%, 同比增长 8.08 个百分点。毛利率为 20.95%, 同比增长 13.89 个百分点。其中三季度毛利率为 25.49%。
- 有望引进战略投资者。前三季度公司负债率为 84.31%, 仍为三大航之首。未来将通过引进战略投资者来增强经营和财务实力。
- 维持“增持”评级。2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.54 元和 0.57 元, 市盈率分别为 14.61 倍和 13.84 倍, 我们看好公司未来在运营效率上的提升能力, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 高铁竞争影响; 油价变化对成本及公允价值产生较大影响; A/H 溢价率较高。

|           | 2008    | 2009   | 2010E   | 2011E  |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 418.42  | 398.31 | 732.43  | 869.89 |
| 增长比率 (%)  | -3.87   | -4.81  | 83.88   | 18.77  |
| 净利润 (亿元)  | -139.28 | 5.40   | 60.85   | 64.76  |
| 增长比率 (%)  | --      | --     | 1027.33 | 6.43   |
| 每股收益 (元)  | -2.86   | 0.08   | 0.54    | 0.57   |
| 市盈率 (倍)   | --      | 98.63  | 14.61   | 13.84  |

## 南方航空 (600029): 人民币升值的最好投资标的

增持 (维持)

### 市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 10.46      |
| 一年内最高/最低 (元) | 12.58/5.62 |
| 沪深 300 指数    | 3292       |
| 市净率 (倍)      | 3.93       |
| 流通市值 (亿元)    | 502.08     |

### 基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产 (元)    | 2.66     |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.17     |
| 毛利率 (%)      | 21.30    |
| 净资产收益率 (%)   | 39.55    |
| 资产负债率 (%)    | 82.64    |
| 总股本/流通股 (亿股) | 98.18/48 |
| B 股/H 股 (亿股) | /27.95   |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

### 关键要素:

前三季度每股收益 0.52 元; 业务量保持较快速度增长。亚运会是看点; 业绩对各运营指标及人民币汇率敏感度高; 维持“增持”的投资评级。

### 投资要点:

- 前三季度每股收益为 0.52 元。公司实现营业收入 578.36 亿, 同比增长 42%, 净利润为 51.17 亿, 同比增长 1489%, 每股收益为 0.52 元 (定向增发后)。其中非经常性损益贡献 0.08 元。
- 受益于国内市场繁荣, 前三季度业务量增速较快。前三季度实现总周转量 9705 百万吨公里, 同比增长 32.9%, 客运周转量 83527 百万人公里, 同比增长 22.3%, 货邮周转量为 2285 百万吨公里, 同比增长 86%。
- 运营和财务指标低于国航、略高于东航。前三季度公司客座率为 79.01%, 同比增长 4.3 个百分点。总载运率为 68.24%, 同比增长 4 个百分点。毛利率为 21.3%, 同比增长 8.59 个百分点。其中第三季度毛利率为 28.42%。
- 业绩对各项运营指标敏感度高。公司业绩对于客座率、单位收入水平变化的敏感度最强, 有望受益于未来运营指标的提升。
- 人民币升值对公司影响大。人民币每升值 1%, 增加公司每股收益 0.04 元, 公司业绩对人民币的敏感性仍居各家航空公司之首。
- 维持“增持”评级。2010 和 2011 年每股收益分别为 0.61 元和 0.69 元, 市盈率分别为 17.15 倍、15.16 倍, 国内市场良好发展及逐步开拓的国际市场保证了公司的发展前景, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示: 经济波动影响航空业发展; 票价水平和客座率能否维持高位决定业绩变化; 高铁竞争压力大; A/H 溢价幅度高。

|           | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E  |
|-----------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 564.27 | 560.43 | 786.53  | 934.17 |
| 增长比率 (%)  | 0.99   | -0.68  | 40.34   | 18.77  |
| 净利润 (亿元)  | -48.29 | 3.58   | 59.73   | 68     |
| 增长比率 (%)  | --     | --     | 1568.50 | 13.84  |
| 每股收益 (元)  | -0.74  | 0.05   | 0.61    | 0.69   |
| 市盈率 (倍)   | --     | 74.71  | 17.15   | 15.16  |

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。