

南方航空(600029)/航空运输

供需结构持续改善 期待票价弹性释放增厚业绩

评级：买入(首次)

市场价格：11.14

目标价格：12.9

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

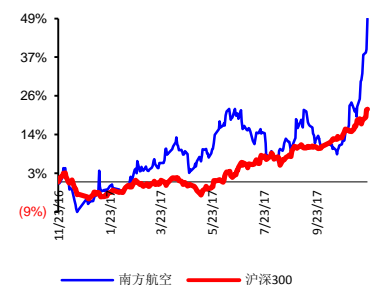
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10,088
流通股本(百万股)	10,088
市价(元)	11.09
市值(百万元)	111,878
流通市值(百万元)	111,878

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	111,467	114,792	128,452	141,554	155,002
增长率 yoy%	2.9	3.0	11.9	10.2	9.5
净利润(百万元)	3,851	5,055	6,935	7,725	8,870
增长率 yoy%	117.2	31.3	37.2	11.4	14.8
每股收益(元)	0.38	0.50	0.71	0.79	0.90
每股净资产(元)	3.9	4.3	4.8	5.4	6.1
净资产收益率%	9.9	11.7	14.1	14.2	14.4
P/E	29.4	22.4	15.9	14.3	12.4
P/B	2.9	2.6	2.1	2.1	1.8

备注：股价为2017年12月14日收盘价

投资要点

- **事件：南方航空11月经营数据：2017年1-11月公司可用座公里ASK同比增长9.5%，其中国内线8.0%、国际线14.4%。收入客公里RPK同比增长1.7%，其中国内线10.4%、国际线16.0%。同期整体客座率82.2%，同比增长1.7pct。我们认为受十九大会议安全保障影响，10月部分需求后移，11月整体需求表现强劲。**
- **均衡布局航线网络，市场占比高业绩弹性领先。**以广州、北京、重庆、乌鲁木齐为核心枢纽，航线网络均衡布局，21个主协调机场时刻占比领先行业。我们预计未来两个航季政策带来供给增速收缩逐渐显现，干线航线票价弹性有望打开。2017、18年冬春航季21个主协调机场周航班公司占比最高(29%)，领先国航、东航9pct。客公里收益提升带来公司业绩弹性领先。
- **国内线需求增速反弹，国内线运力领跑三大航。**2017年公司国内线需求增速反弹，2014年以来竞争加剧导致国内线增速下滑逐渐出清。考虑国内线需求强劲、国际线有望回暖，我们预计2018年公司整体ASK、RPK同比增长9%、11%。随着供给侧收缩和中美、中欧国际航线航权用尽，我们认为2018年公司客公里收益有望提升。
- **供需改善构筑护城河，期待票价弹性释放增厚业绩。**2015年以来公司航空需求增速持续大于供给，客座率明显提升。2017年1-11月公司整体、国内和国际线客座率较13年提升2.7、2.4、4.3pct。2017、18年冬春航季，21个主协调机场航线航班占公司总航班量44%，领先国航、东航4pct、8pct。我们计算公司客公里收益每提升1%，对应收入增量11.3亿，收入弹性领跑三大航。
- **航油成本有望逐季改善，汇兑收益增厚公司业绩。**按照可用客公里ASK增速考虑航油消耗量增加，我们预计2017年公司航油成本同比增长30.9%。根据公司半年报数据，我们推算上半年成本增量占全年70.7%。截至2017年9月公司美元负债比率降至30%，汇兑损益敏感性同比下降12.5%。我们预计人民币升值带来汇兑收益10.6亿，对应业绩弹性15.8%。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入1284.5、1415.5、1550.0亿元，同比增长11.9%、10.2%、9.5%，归属于母公司净利润为69.4、77.3、88.7亿元，同比增长37.2%、11.4%、14.8%，对应的每股收益EPS分别为0.71、0.79、0.90元，给予12.9元目标价，对应2017年15.9XPE。公司在21个主协调机场时刻占比最高，干线航线一旦提价对应业绩弹性最大。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅增长、需求增长不及预期、供给侧收缩不及预期、票价弹性释放不及预期。

内容目录

均衡布局航线网络 市场占比高业绩弹性领先.....	- 4 -
国内第一大航空公司 均衡布局航线网络.....	- 4 -
民航供给侧新政落地 市场占比高业绩弹性领先.....	- 5 -
供需结构持续改善 期待票价弹性释放增厚业绩.....	- 7 -
需求端：国内线需求增速反弹 18 年客公里收益有望提升.....	- 7 -
供给端：运力转投国内航线 国内线运力领跑三大航.....	- 9 -
供需改善构筑护城河 期待票价弹性释放增厚业绩.....	- 10 -
航油成本有望逐季改善 汇兑收益增厚公司业绩.....	- 12 -
油价压力前高后低 航油成本逐季改善.....	- 12 -
汇兑损益敏感性显著降低 人民币升值增厚公司业绩.....	- 13 -
盈利预测和投资建议：目标价：12.9 元，首次覆盖给予“买入”评级.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

图表目录

图表 1：控股东南航集团及全资子公司合计持股 50.29%.....	- 4 -
图表 2：以广州白云机场为主基地、航线网络均衡布局.....	- 5 -
图表 3：17 年 9 月民航供给侧新政要点总结.....	- 6 -
图表 4：21 个主协调机场周航班量公司占比 29%.....	- 7 -
图表 5：21 个主协调机场公司市场份额占比最大机场 10 个.....	- 7 -
图表 6：17 年 1-11 月公司整体 RPK 同比增长 11.7%.....	- 8 -
图表 7：17 年 1-11 月公司国内线 RPK 同比增长 10.4%.....	- 8 -
图表 8：17 年 1-11 月公司国际线 RPK 同比增长 16.0%.....	- 8 -
图表 9：17H1 公司整体客公里收益 0.48 元/人公里.....	- 9 -
图表 10：17H1 公司国内线客公里收益 0.53 元/人公里.....	- 9 -
图表 11：17H1 公司国际线客公里收益 0.37 元/人公里.....	- 9 -
图表 12：17 年 1-11 月公司整体 ASK 同比增长 9.5%.....	- 10 -
图表 13：17 年 1-11 月公司国内线 ASK 同比增长 8.0%.....	- 10 -
图表 14：17 年 1-11 月公司国际线 ASK 同比增长 14.4%.....	- 10 -
图表 15：2017 年 1-11 月公司净引进飞机 47 架.....	- 10 -
图表 16：2017 年 1-11 月供需结构差扩大至 2.2pct.....	- 11 -
图表 17：供需结构改善推动客座率显著提升.....	- 11 -
图表 18：客公里收益提升带来收入弹性领跑三大航.....	- 12 -
图表 19：2017 年 1-9 月布伦特原油均价 52.17 美元/桶.....	- 12 -
图表 20：我们预计上半年公司航油成本增量占全年 70.7%.....	- 13 -
图表 21：2017 年 1-9 月公司美元负债比率降至 30%.....	- 13 -

图表 22: 我们预计 17 年汇兑收益业绩弹性 15.8%.....	- 14 -
图表 23: 可比公司估值	- 14 -
图表 24: 财务报表摘要	- 16 -

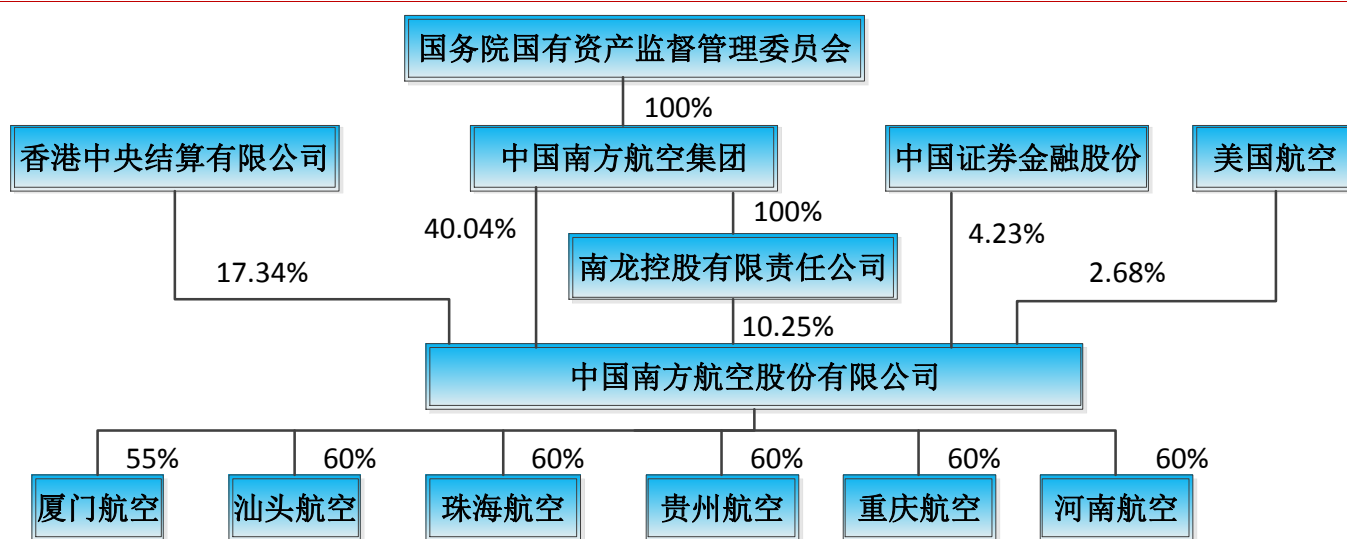
均衡布局航线网络 市场占比高业绩弹性领先

国内第一大航空公司 均衡布局航线网络

■ 控股股东及全资子公司合计持股 50.29%

南方航空是我国机队规模最大、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。截至 2017 年 11 月公司运营客货运飞机 749 架，机队规模亚洲第一、世界第四。2017H1 公司实现旅客发送量 6059 万人次，同比增长 10.8%。截至 2017Q3 控股股东南航集团及全资子公司南龙控股合计持股 50.29%，实际控制人国务院国资委。公司旗下控股子公司包括厦门航空、汕头航空、珠海航空、贵州航空、重庆航空和河南航空等 6 家。

图表 1：控股东南航集团及全资子公司合计持股 50.29%

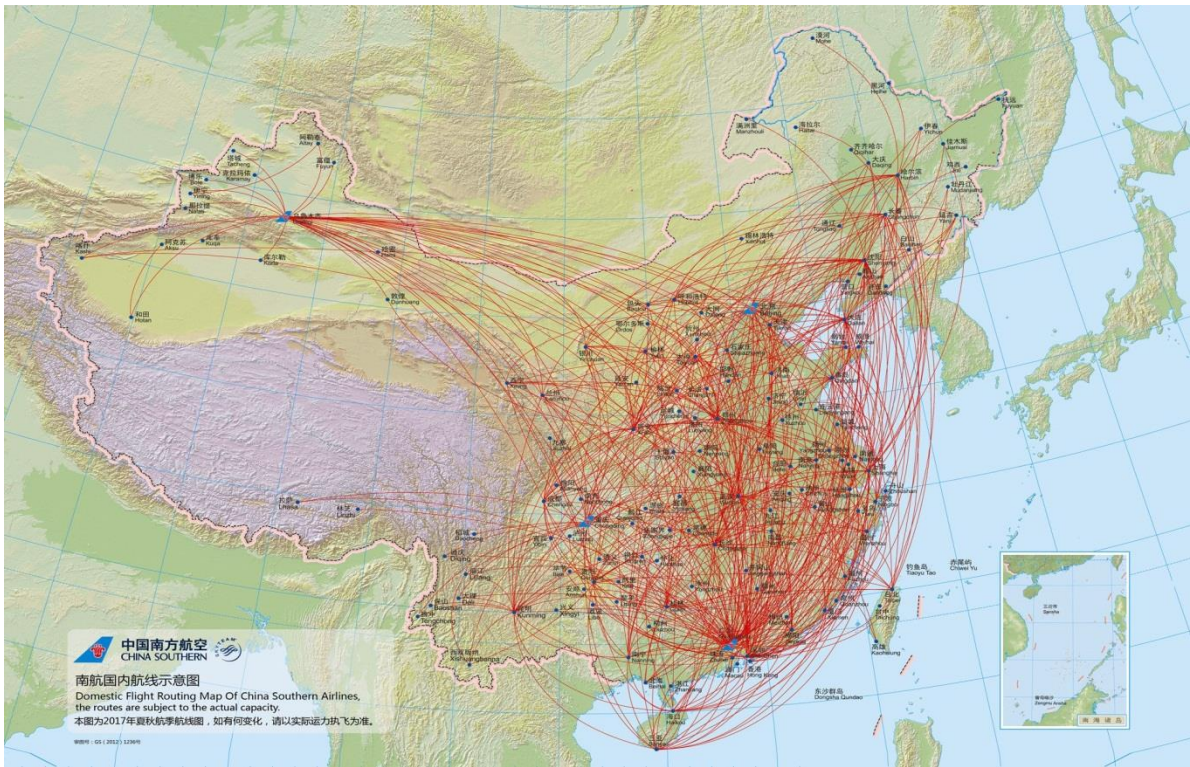


来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 21 个主协调机场市场份额领先、北京新机场有望改变竞争格局

以广州白云机场为主基地、依托北京、重庆、乌鲁木齐核心枢纽，公司国内外航线网络均衡布局。2017、18 年冬春航季公司在广州、北京、重庆、乌鲁木齐核心枢纽机场时刻占比分别为 48.1%、17.2%、22.3% 和 44.4%，除北京外均排名第一位。21 个主协调机场中公司市场份额占比最大机场有 10 个，在 21 个主协调机场时刻份额领先行业。2019 年北京新机场有望投产，根据《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，作为主基地航空公司计划承担旅客业务量 40%，有望改变北京枢纽竞争格局，提高公司市占率水平。

图表 2：以广州白云机场为主基地、航线网络均衡布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

民航供给侧新政落地 市场占比高业绩弹性领先

■ 2017、18 冬春航季主、辅协调机场时刻增量控制 3%以内

2017年9月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，通过严控航班运行总量、调整航班结构，提升航班正点率。2017、18年冬春航季起主协调机场和辅协调机场时刻增量控制在3%以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲一线）东南侧机场时刻总量增量控制在5%以内。

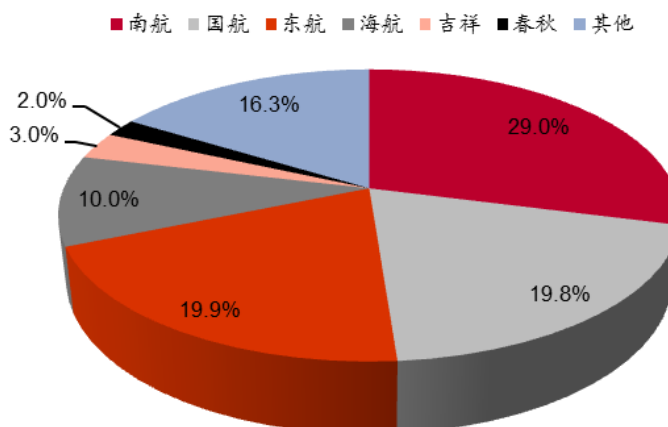
图表 3：17 年 9 月民航供给侧新政要点总结

主要措施	具体内容
总量把控原则	自2017冬春航季起，主协调机场取消非协调时段，实施24小时全时段航班时刻协调费配管理，重点机场实施航班时刻总量管理。主协调机场和辅协调机场时刻协调分配以同航季的时刻总量为基准，严格执行机场容量标准， 机场时刻增量控制在3%以内。胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量增量控制在5%以内。
协调机场容量标准	(1)2017年冬春航季国内21个主协调机场维持机场容量不变； (2) 调增机场容量标准 ：最近一年未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件；最近一年准点率至少9个月不低于80%； (3) 调减机场容量标准 ：正点率最近一年内、有9个月正点率低于70%；因机场不停航施工、机场净空环境破坏导致保障能力明显下降。
结构调整	单跑道机场最大起飞时刻安排，一般不超过机场容量标准的80%， 双跑道及多跑道最大起飞时刻安排，一般不超过机场容量标准的75%。
涉及北上广机场政策措施	北京首都机场、上海浦东、虹桥机场、广州白云机场国际和港澳台定期飞行航线的航班，按照双边航空运输协议正常办理。严格控制国际和港澳台地区加班包机审批，4个机场的航班时刻池优先用于国际和港澳台地区飞行。3个城市之间不增加新的航空承运人，4个机场不新增年旅客吞吐量200万人以下支线机场的航线航班，核准航段实施总量控制。 公务飞行总量调减20%，北京首都机场、上海浦东、虹桥机场、广州白云机场和深圳宝安机场，早7点-9点原则上不安排公务飞行的起飞时刻。

来源：民航局官网，中泰证券研究所

■ 主协调机场公司市场份额领先，提价有望释放业绩弹性

2017年10月29日开始执行冬春航季航班计划，根据民航局公布数据2017、18年冬春航季日均航班同比增长5.7%，按可比口径较去年同期下滑1.7pct。公司作为我国第一大航空公司，国内外航线布局均衡。在21个主协调机场中，除广州主基地外，在重庆、杭州、厦门、长沙、武汉、郑州、三亚、哈尔滨和乌鲁木齐等强二线城市机场时刻资源占比均排名第一。2017、18年冬春航季21个主协调机场周航班量26761班次，其中公司占比最高达29%，领先国航、东航9pct。我们预计未来两个航季政策带来的供给增速收缩逐渐显现，干线航线票价弹性有望打开。21个主协调机场航班占公司总航班量44%、领先国航4pct、东航8pct，我们预计客公里收益提升带来公司业绩弹性领先。

图表 4： 21 个主协调机场周航班量公司占比 29%


来源：民航预先飞行计划管理系统，中泰证券研究所

图表 5： 21 个主协调机场公司市场份额占比最大机场 10 个

排名	机场名称	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	其他	三大航合计
1	北京首都	40.6%	17.2%	13.4%	9.7%	0.0%	0.2%	18.9%	71.2%
2	上海浦东	8.4%	9.2%	35.9%	5.0%	6.2%	8.9%	26.4%	53.5%
3	广州白云	14.3%	48.1%	9.7%	7.7%	1.3%	1.6%	17.3%	72.1%
4	成都双流	33.4%	10.7%	13.7%	5.4%	0.8%	0.6%	35.4%	57.8%
5	昆明长水	13.3%	9.3%	40.7%	14.1%	0.9%	1.4%	20.3%	63.3%
6	深圳宝安	32.3%	25.5%	7.9%	11.1%	2.5%	1.0%	19.7%	65.7%
7	上海虹桥	8.3%	13.2%	51.9%	2.0%	9.3%	9.5%	5.8%	73.4%
8	西安咸阳	10.4%	13.8%	30.2%	21.5%	1.1%	2.8%	20.2%	54.4%
9	重庆江北	17.8%	22.3%	9.5%	8.2%	1.5%	0.9%	39.8%	49.6%
10	杭州萧山	17.1%	25.1%	9.7%	10.9%	1.2%	1.4%	34.6%	51.9%
11	厦门高崎	6.1%	44.7%	11.7%	6.9%	3.2%	1.8%	25.6%	62.5%
12	南京禄口	16.8%	17.7%	25.2%	6.3%	0.0%	9.2%	24.8%	59.7%
13	长沙黄花	8.1%	30.9%	10.1%	15.9%	0.4%	2.3%	32.3%	49.1%
14	武汉天河	11.3%	35.1%	21.5%	11.5%	0.1%	0.8%	19.7%	67.9%
15	郑州新郑	9.5%	29.4%	7.6%	21.1%	0.2%	1.3%	30.9%	46.5%
16	青岛流亭	5.7%	15.5%	22.7%	5.1%	0.6%	3.0%	47.4%	43.9%
17	乌鲁木齐地窝堡	7.5%	44.4%	5.6%	26.8%	0.6%	1.5%	13.6%	57.5%
18	海口美兰	8.1%	22.5%	5.5%	38.6%	0.0%	1.8%	23.5%	36.1%
19	三亚凤凰	9.3%	23.8%	11.0%	20.2%	2.4%	4.9%	28.4%	44.1%
20	天津滨海	20.7%	12.2%	5.6%	27.5%	1.6%	1.5%	30.9%	38.5%
21	哈尔滨太平	14.7%	25.9%	11.2%	8.7%	2.7%	5.5%	31.3%	51.8%

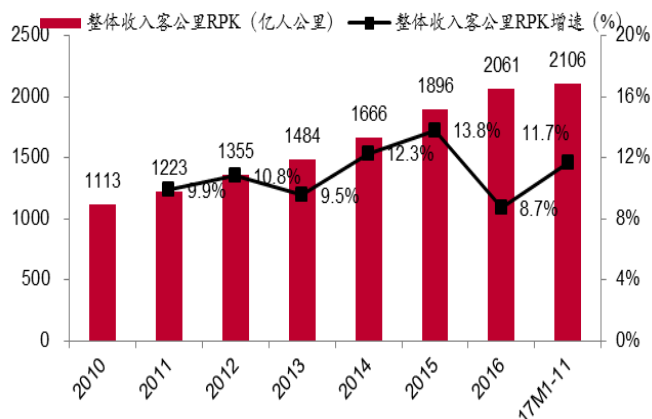
来源：民航预先飞行计划管理系统，中泰证券研究所

供需结构持续改善 期待票价弹性释放增厚业绩

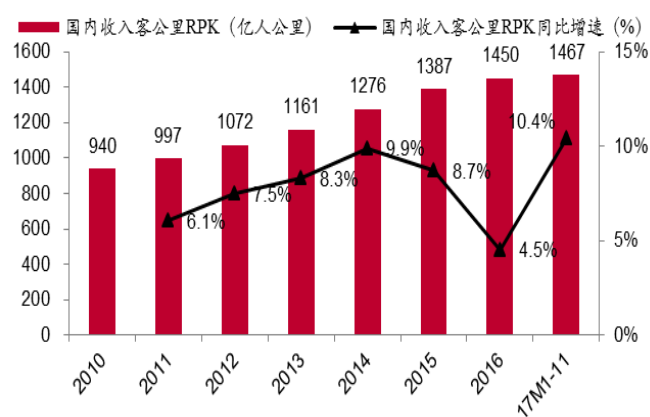
需求端：国内线需求增速反弹 18 年客公里收益有望提升

- 我们预计 2017、18 年公司整体 RPK 同比增长 10%、11%
2010 年以来公司收入客公里 (RPK) 复合增速 10.8%，航空客运需求

持续上升。2017年1-11月公司实现整体收入客公里（RPK）2106亿人公里，同比增长11.7%，其中国内、国际线 RPK 同比增长10.4%和16.0%。受益于消费升级和商务出行推动，2017年公司国内线需求增速反弹，我们认为2014年以来竞争加剧导致国内线增速下滑逐渐出清。考虑国内线需求强劲、国际线有望回暖，我们预计2017、18年公司整体 RPK 同比增10%、11%。

图表 6: 17 年 1-11 月公司整体 RPK 同比增长 11.7%


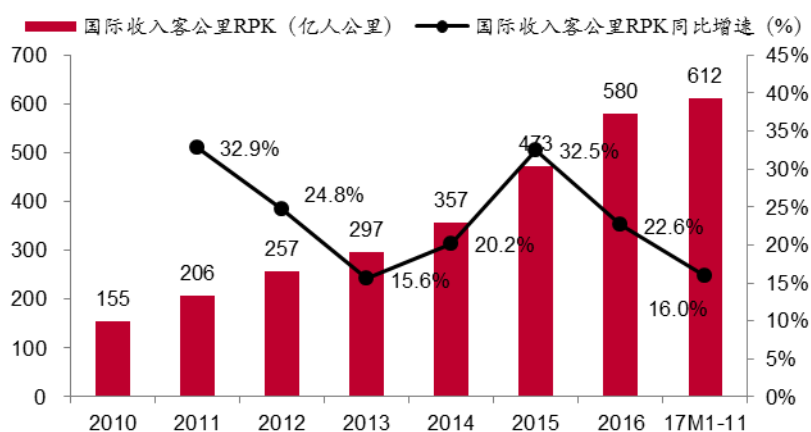
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 17 年 1-11 月公司国内线 RPK 同比增长 10.4%


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计 2018 年公司国际线 RPK 同比增长 17%

近年来持续推进国际化规模网络型航空公司建设，一方面加速开辟澳洲、东南亚和欧美国际航线；另一方面打造广州-北京双枢纽，构建更加完善航线网络。截至 2016 年末公司和美国航空在中美航线市场份额 10%、9%。2017 年 3 月公司向美国航空发行 H 股，占总股本 2.68%，引入美航有利于公司开拓美国市场。截至 2016 年公司国际航线需求占比 28.1%，较 2010 年提升 14.2pct。受国际线回暖影响，我们预计 2018 年公司国际线 RPK 同比增长 17%。

图表 8: 17 年 1-11 月公司国际线 RPK 同比增长 16.0%


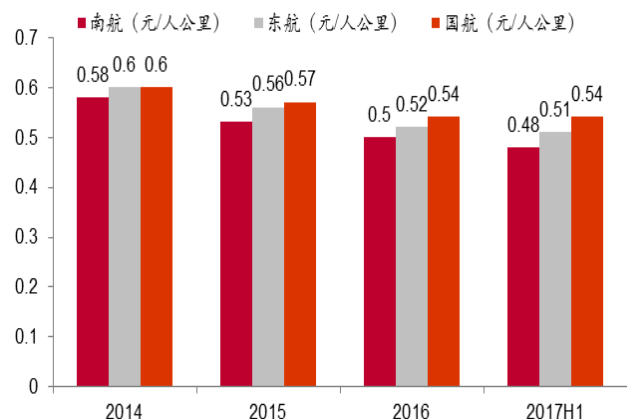
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 受益供给收缩和欧美国际航权用尽，客公里收益有望提升

2010 年以来公司国际线运力投放年均复合增速 22.8%，国际线运力高速投放稀释客公里收益。2017H1 公司整体、国内线、国际线客公里收益分别为 0.48、0.53、0.37 元/人公里，均低于国航、东航同期水平。随着供给侧收缩和中美、中欧国际航线航权用尽，我们认为 2018 年公司

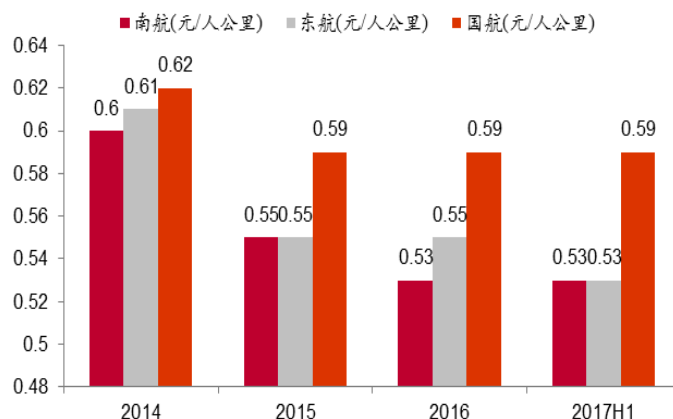
客公里收益有望提升。

图表 9: 17H1 公司整体客公里收益 0.48 元/人公里



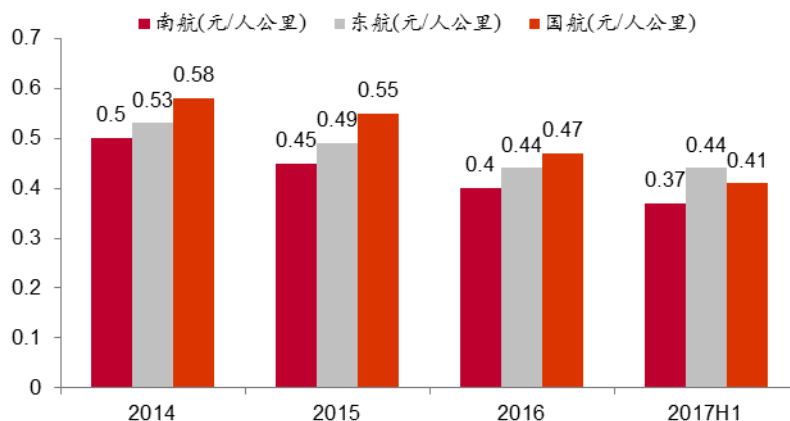
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 17H1 公司国内线客公里收益 0.53 元/人公里



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 17H1 公司国际线客公里收益 0.37 元/人公里

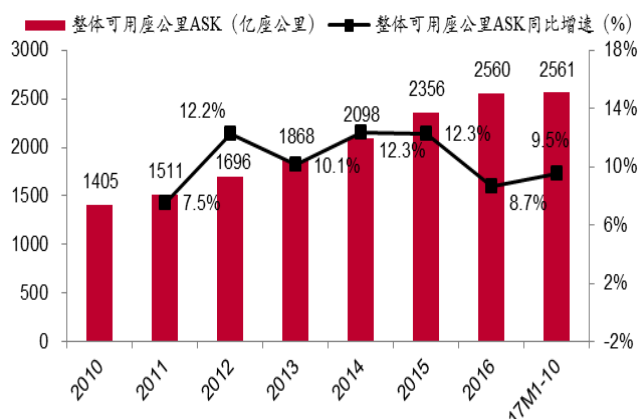


来源: wind, 中泰证券研究所

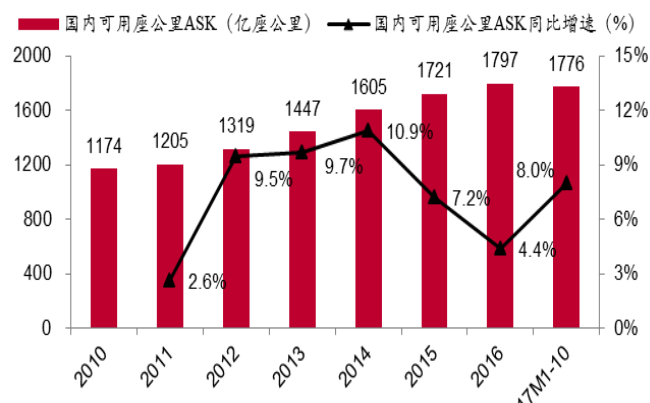
供给端: 运力转投国内航线 国内线运力领跑三大航

■ 我们预计 2017、18 年公司整体 ASK 同比增 10%、9%

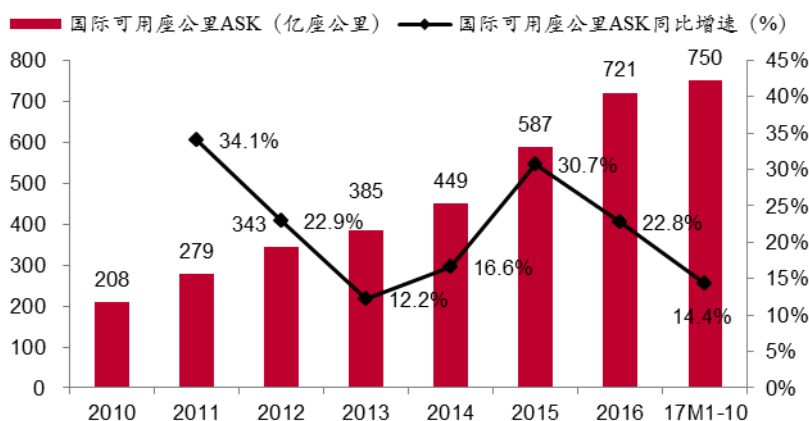
受国内线需求增速反弹影响, 2017 年公司进行运力结构优化调整, 将部分国际运力改投国内航线。截至 2017 年 10 月公司国内线运力占比 69.3%、运力领跑三大航。2010 年以来公司可用座公里 (ASK) 复合增速 10.5%。2017 年 1-11 月公司整体、国内、国际线 ASK 同比增长 9.5%、8.0%和 14.4%, 国际线运力投放趋缓、仍高于国内线增速。考虑政策带来供给端变化, 我们预计 2017、18 年公司整体 ASK 同比增 10%、9%。

图表 12: 17 年 1-11 月公司整体 ASK 同比增长 9.5%


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 17 年 1-11 月公司国内线 ASK 同比增长 8.0%


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 17 年 1-11 月公司国际线 ASK 同比增长 14.4%


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计 2018 年公司运力引进增速 8%

2017 年 1-11 月公司净引进飞机 47 架, 17Q3 运力引进加速, 占比 55%。截至 2017 年 11 月公司运营客货运飞机 749 架, 机队规模亚洲第一、世界第四。根据公司年报 2017-19 年公司计划引进飞机 160 架, 其中窄体机 132 架, 我们预计 2018 年公司运力引进增速 8%。

图表 15: 2017 年 1-11 月公司净引进飞机 47 架

2017 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
引进(架)	5	4	5	4	3	7	8	10	10	8	7
退出(架)	1	1	7	1	1	2	2	1	1	3	4
净引进(架)	4	3	-2	3	2	5	6	9	9	5	3

来源: wind, 中泰证券研究所

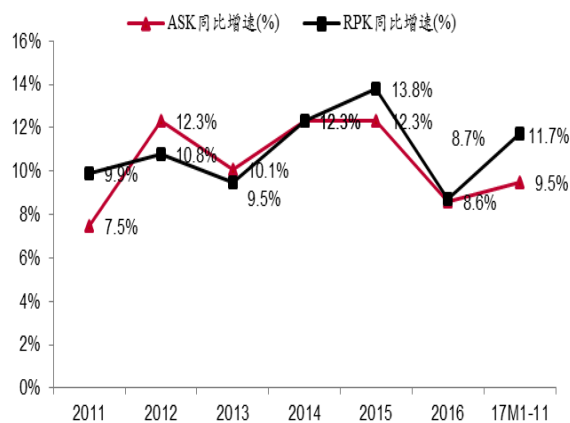
供需改善构筑护城河 期待票价弹性释放增厚业绩

■ 我们预计 2018 年整体客座率有望提升 1.2pct

2015 年以来公司供需结构 (RPK-ASK) 持续转正, 航空需求大于供给增速, 2017 年 1-11 月供需结构 (RPK-ASK) 差值扩大至 2.2pct。供需

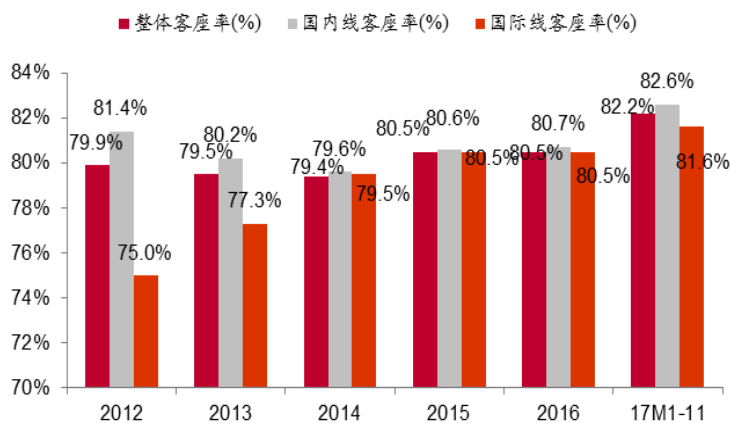
结构改善构筑护城河，客座率持续提升，2017年1-11月公司整体、国内和国际线客座率分别为82.2%、82.6%、81.6%，较13年分别提升2.7、2.4、4.3pct。出境游推动国际线客座率提升最为显著。考虑18年政策带来供给侧收缩，我们预计2018年整体客座率有望提升1.2pct。

图表 16: 2017 年 1-11 月供需结构差扩大至 2.2pct



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: 供需结构改善推动客座率显著提升



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 21 个主协调机场航线航班占比高、公司收入弹性领跑三大航

民航供给侧新政可能带来的供给端收缩成为 2018 年行业新变量，有望打破供需结构弱平衡。我们认为未来两个航季 21 个主协调机场供给增量将进一步受限。根据民航局数据国内航空需求有望保持 10%+ 增速，供给侧收缩有望助力 21 个主协调机场干线航线票价弹性释放。2017、18 年冬春航季，21 个主协调机场航线航班占公司总航班量 44%，领先国航、东航 4pct、8pct。我们计算公司客公里收益每提升 1%，对应收入增量 11.3 亿，收入弹性领跑三大航。

图表 18: 客公里收益提升带来收入弹性领跑三大航

	国航	南航	东航
2016年ASK(百万座公里)	233218	255912	206249
2016年客座率	80.7%	80.7%	81.2%
2016年客公里收益(元/人公里)	0.54	0.5	0.48
2017年ASK增速(预测)	8.5%	10.1%	10.1%
2018年ASK增速(预测)	8.00%	10%	10%
2018年预测ASK(百万座公里)	273285	309841	249857
2018年预测客座率	82.2%	83.2%	82.7%
21个主协调机场航线在公司占比	40%	44%	36%
客公里收益提升1%带来收入增量(亿元)	9.0	11.3	7.4

来源: wind, 中泰证券研究所

航油成本有望逐季改善 汇兑收益增厚公司业绩

油价压力前高后低 航油成本逐季改善

■ 我们预计17Q4航油成本延续减弱趋势

2016年国际油价前高后低, 油价16年4月进入回升通道, 10月起开始同比增长。2017年1-9月布伦特原油均价52.17美元/桶, 同比增长11%; 较17Q1同比增长55%显著改善。根据中泰证券石化组观点, 2017年布伦特原油价格中枢为50-60美元/桶, 我们预计17Q4航油成本延续减弱趋势。

图表 19: 2017年1-9月布伦特原油均价 52.17 美元/桶


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计上半年航油成本增量占全年**70.7%**

按照可用客公里ASK增速考虑航油消耗量增加，假设2017年布伦特原油均价55美元/桶，我们预计2017年公司航油成本同比增长30.9%，相应成本增量73.5亿元。根据公司半年报数据，17H1航油成本增量52亿，我们预计上半年成本增量占全年70.7%，航油成本压力主要集中在上半年。

图表20：我们预计上半年公司航油成本增量占全年70.7%

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2016年营业成本 (亿元)	872.0	963.6	825.9	72.6	77.4
2016年燃油成本 (亿元)	219.8	238.0	196.3	18.8	19.2
平均油价 (美元/桶)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
平均航油成本 (元/吨)	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7
预计航油消耗量 (万吨)	661.2	715.8	590.3	56.5	57.7
预测2017年航油消耗量 (万吨)	716.6	780.8	648.4	67.1	68.0
预测2017年平均航油成本 (元/吨)	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6
预测2017年航油成本 (亿元)	285.9	311.5	258.7	26.8	27.1
预测2017年燃油成本弹性 (%)	30.1%	30.9%	31.8%	42.4%	41.5%

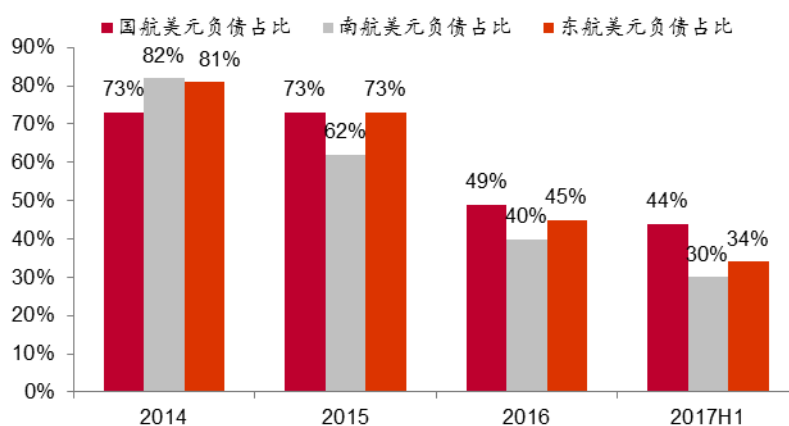
来源：wind，中泰证券研究所

汇兑损益敏感性显著降低 人民币升值增厚公司业绩

■ 截至2017年9月公司汇兑损益敏感性同比下降**12.5%**

2016年人民币兑美元汇率贬值2.5%，汇兑损失拖累公司业绩。主要航空公司重点优化债务结构，降低汇率风险。2016年公司、国航、东航美元负债比例下降22pct、24pct、28pct。截至2017年9月，公司美元负债比率降至30%，较国航、东航低14pct、4pct，公司汇兑损益敏感性同比下降12.5%。

图表21：2017年1-9月公司美元负债比率降至30%



来源：公司半年报，中泰证券研究所

■ 我们预计17年汇兑收益业绩弹性**17.1%**

2017年1-9月人民币兑美元汇率升值幅度4.4%，汇兑收益显著增厚公司业绩。假设2017年公司美元负债比率30%，人民币升值幅度4%，我们预计人民币升值带来汇兑收益10.6亿，对应业绩弹性15.8%。

图表22：我们预计17年汇兑收益业绩弹性15.8%

	南航	国航	东航
2017H1美元带息负债(亿元)	377.5	425.8	445.2
假设2017年人民币升值幅度	4.0%	4.0%	4.0%
人民币汇率浮动1%对应损益(亿元)	2.65	2.91	3.22
预计2017年汇兑损益(亿元)	10.6	11.6	12.9
预计2017年净利润(亿元)	67	96	72
对应2017年业绩弹性	15.8%	12.1%	17.9%
2018年美元负债增速	7.5%	7.5%	7.5%
假设2017年人民币升值幅度	-2.0%	-2.0%	-2.0%
预计2017年汇兑损益(亿元)	-5.70	-6.26	-6.92

来源：wind, 公司半年报, 中泰证券研究所

盈利预测和投资建议：目标价：12.9元，首次覆盖给予“买入”评级
图表23：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600029.SH	南方航空	11.14	0.50	0.71	0.79	22.4	15.9	14.3
601111.SH	中国国航	11.27	0.47	0.63	0.65	24.0	17.9	17.3
600115.SH	东方航空	7.41	0.32	0.44	0.45	23.2	16.8	16.5
601021.SH	春秋航空	37.92	1.19	1.45	1.85	29.2	24.0	18.8
603885.SH	吉祥航空	14.58	0.95	0.98	1.04	15.3	14.9	14.0
	平均值					22.9	18.4	16.7

备注：股价为2017年12月14日收盘价

来源：wind, 中泰证券研究所

- **重要假设:**(1) 2017、18年可用座公里ASK增速10%、9%;(2) 2017、18年收入客公里RPK增速11%、10%;相关分析详前面章节。
- **均衡布局航线网络，市场占比高业绩弹性领先。**以广州、北京、重庆、乌鲁木齐为核心枢纽，航线网络均衡布局，21个主协调机场时刻占比领先行业。我们预计未来两个航季政策带来供给增速收缩逐

渐显现，干线航线票价弹性有望打开。2017、18年冬春航季21个主协调机场周航班公司占比最高（29%），领先国航、东航9pct。客公里收益提升带来公司业绩弹性领先。

- **国内线需求增速反弹，国内线运力领跑三大航。**2017年公司国内线需求增速反弹，2014年以来竞争加剧导致国内线增速下滑逐渐出清。考虑国内线需求强劲、国际线有望回暖，我们预计2018年公司整体ASK、RPK同比增长9%、11%。随着供给侧收缩和中美、中欧国际航线航权用尽，我们认为2018年公司客公里收益有望提升。
- **供需改善构筑护城河，期待票价弹性释放增厚业绩。**2015年以来公司航空需求增速持续大于供给，客座率明显提升。2017年1-11月公司整体、国内和国际线客座率较13年提升2.7、2.4、4.3pct。2017、18年冬春航季，21个主协调机场航线航班占公司总航班量44%，领先国航、东航4pct、8pct。我们计算公司客公里收益每提升1%，对应收入增量11.3亿，收入弹性领跑三大航。
- **航油成本有望逐季改善，汇兑收益增厚公司业绩。**按照可用客公里ASK增速考虑航油消耗量增加，我们预计2017年公司航油成本同比增长30.9%。根据公司半年报数据，我们推算上半年成本增量占全年70.7%。截至2017年9月公司美元负债比率降至30%，汇兑损益敏感性同比下降12.5%。我们预计人民币升值带来汇兑收益10.6亿，对应业绩弹性15.8%。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入1284.5、1415.5、1550.0亿元，同比增长11.9%、10.2%、9.5%，归属于母公司净利润为69.4、77.3、88.7亿元，同比增长37.2%、11.4、14.8%，对应的每股收益EPS分别为0.71、0.79、0.90元，给予12.9元目标价，对应2017年15.9XPE。公司在21个主协调机场时刻占比最高，干线航线一旦提价对应的业绩弹性最大。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **油价增长超预期**
2017H1公司航油成本同比上升50.1%，航油成本拖累业绩增长。主要原因国际油价持续走高，2016年同期油价基数低。按照2017H1燃油消耗量，我们预计航油价格每上升1%，对应公司成本增量1.5亿。
- **需求增长不及预期**
2016年以来国内需求高增长推动主要航司的业绩增长，全国航空客运需求10%+成为供需结构边际改善的重要因素。地震、地缘政治和恐怖袭击等突发事件成为影响航空需求重要因素。
- **供给侧收缩不及预期、票价弹性释放不及预期**
2017年9月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，我们预计未来两个航季21个主协调机场供给端受限，干线航线票价弹性有望打开。供给侧收缩和票价提升成为影响业绩重要因素。

图表 24: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	111,467.0	114,792.0	128,452.2	141,554.4	155,002.0	货币资金	5,444.0	4,855.0	18,553.1	40,662.6	67,759.4
营业成本	91,382.0	96,359.0	109,312.9	119,755.0	130,821.7	存货	1,606.0	1,588.0	2,189.3	1,940.4	2,515.6
毛利率	18.02%	16.06%	14.90%	15.40%	15.60%	应收账款	4,202.0	4,427.0	6,072.7	5,302.2	6,956.8
营业税金及附加	274.0	245.0	274.2	302.1	330.8	其他流动资产	1,887.0	1,415.0	1,630.7	1,644.2	1,563.3
营业费用	7,081.0	6,402.0	6,948.9	7,428.0	7,889.6	流动资产合计	14,418.0	13,764.0	29,745.3	51,448.0	80,417.6
营业费用率	6.35%	5.58%	5.41%	5.25%	5.09%	固定资产	142,454.0	146,388.0	144,689.6	136,173.6	125,779.9
管理费用	2,754.0	3,064.0	3,221.5	3,608.6	3,992.0	长期股权投资	3,453.0	4,132.0	4,132.0	4,132.0	4,132.0
管理费用率	2.47%	2.67%	2.51%	2.55%	2.58%	无形资产	2,889.0	3,152.0	2,941.9	2,731.7	2,521.6
财务费用	7,826.0	5,836.0	3,256.0	3,645.0	3,871.0	其他长期资产	2,733.0	3,035.0	2,975.0	2,915.3	2,855.8
财务费用率	7.02%	5.08%	2.53%	2.57%	2.50%	非流动资产合计	171,832.0	186,697.0	173,149.3	159,152.8	144,842.0
投资收益	582.0	717.0	652.5	593.7	540.3	资产总计	186,250.0	200,461.0	202,894.6	210,600.8	225,259.7
营业利润	2,624.0	3,473.0	5,954.8	7,266.1	8,486.7	短期借款	19,483.0	4,195.0	0.0	0.0	0.0
营业利润率	2.35%	3.03%	4.64%	5.13%	5.48%	应付账款	17,112.0	17,770.0	20,877.7	22,382.2	24,573.6
营业外收入	3,814.0	4,262.0	4,517.7	4,788.8	5,076.1	其他流动负债	28,170.0	45,567.0	51,381.7	46,823.5	47,560.9
营业外支出	97.0	88.0	105.7	96.9	96.9	流动负债合计	65,536.0	67,932.0	72,619.4	69,950.0	72,625.5
利润总额	6,341.0	7,647.0	10,366.9	11,958.0	13,466.0	长期借款	12,884	0	0	0	0
所得税	1,355.0	1,759.0	2,289.2	2,648.8	3,018.0	其他长期负债	55,257.0	60,132.0	62,236.6	62,561.3	63,812.6
所得税率	21.37%	23.00%	22.08%	22.15%	22.41%	非流动性负债合计	71,141.0	77,821.0	69,133.0	71,756.4	75,072.7
少数股东损益	10,607.0	11,527.0	12,669.8	14,254.2	15,832.3	负债合计	136,677.0	145,753.0	141,752.3	141,706.4	147,698.2
归属于母公司股东的净利润	3,851.0	5,055.0	6,934.9	7,724.8	8,869.9	股本	9,818.0	9,818.0	9,818.0	9,818.0	9,818.0
净利率	3.45%	4.40%	5.40%	5.46%	5.72%	资本公积	14,336.0	13,951.0	13,951.0	13,951.0	13,951.0
每股收益(元)	0.38	0.50	0.71	0.79	0.90	股东权益合计	38,966.0	43,181.0	48,472.5	54,640.2	61,729.2
						少数股东权益	10,607.0	11,527.0	12,669.8	14,254.2	15,832.3
						负债股东权益总计	186,250.0	200,461.0	202,894.6	210,600.8	225,259.7

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	3,851.0	5,055.0	6,934.9	7,724.8	8,869.9	成长性指标					
少数股东损益	10,607.0	11,527.0	12,669.8	14,254.2	15,832.3	营业收入增长率(%)	2.9	3.0	11.9	10.2	9.5
折旧和摊销	12,012.0	12,789.0	13,487.7	13,936.9	14,251.3	净利润增长率(%)	117.2	31.3	37.2	11.4	14.8
营运资金变动	12,508.0	23,038.0	6,517.1	-184.4	1,733.1	盈利能力指标					
财务费用	7,198.0	5,345.0	3,256.0	3,645.0	3,871.0	毛利率(%)	18.0	16.1	14.9	15.4	15.6
经营现金流	25,713.0	26,388.0	30,686.0	26,112.8	29,763.0	EBIT Margin(%)	8.9	7.6	6.8	7.4	7.7
可出售金融资产变动	0.0	-362.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA Margin(%)	19.7	18.7	17.3	17.2	16.9
投资收益	582.0	717.0	652.5	593.7	540.3	净利率(%)	3.5	4.4	5.4	5.5	5.7
资产变卖	-48.0	67.0	0.0	0.0	0.0	PEG	0.3	0.7	0.4	1.3	0.8
投资现金流	-8,271.0	-16,069.0	-10,444.9	-13,056.1	-21,542.5	偿债能力指标					
资本公积变动	-46.0	-233.0	-211.0	0.0	0.0	资产负债率(%)	73.4	72.7	69.9	67.3	65.6
财务费用	-7,826.0	-5,836.0	-3,256.0	-3,645.0	-3,871.0	流动比率	0.2	0.2	0.4	0.7	1.1
股息支出	-785.4	-981.8	-1,432.4	-1,557.1	-1,780.9	估值指标					
短期借款变动	12,240.0	-15,288.0	-4,195.0	0.0	0.0	净资产收益率(%)	9.9	11.7	14.1	14.1	14.4
融资现金流	-30,027.0	-11,120.0	-17,640.4	-4,597.1	-3,206.5	P/E(倍)	29.4	22.4	15.9	14.3	12.4
现金净流量	-12,585	-801	2,601	8,460	5,014	P/B(倍)	2.9	2.6	2.1	2.1	1.8

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。