

南方航空 (600029.SH) 买入 (维持评级)

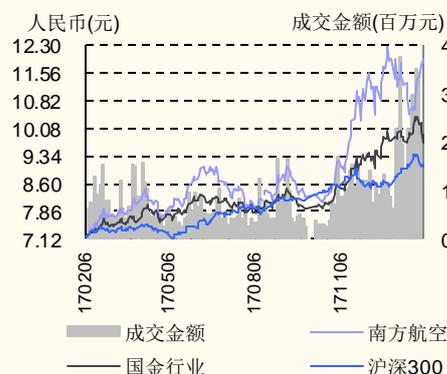
公司研究

市场价格 (人民币): 11.82 元

或是此轮航空景气向上最大受益者

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,022.65
流通港股(百万股)	3,065.52
总市值(百万元)	119,242.21
年内股价最高最低(元)	12.30/7.20
沪深 300 指数	4271.23
上证指数	3462.08



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.392	0.515	0.688	0.847	1.220
每股净资产(元)	3.97	4.40	4.97	5.67	6.73
每股经营性现金流(元)	2.49	2.40	1.51	2.53	2.96
市盈率(倍)	19.09	13.63	17.19	13.95	9.68
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	117.20%	31.26%	37.21%	23.25%	44.02%
净资产收益率(%)	9.88%	11.71%	13.83%	14.95%	18.14%
总股本(百万股)	9,817.57	9,817.57	10,088.17	10,088.17	10,088.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内第一大航空公司，次一线市场优势显著：**南方航空目前是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的民用航空公司；2017 年底机队规模达到 754 架，在国内及国际航线上时刻市占率分别达到 21%及 26%，三大航最高；国内部分在次一线市场优势显著，在 21 个主协调机场中其中 12 个市场份额第一；国际部分在大洋洲及东南亚市场上具有显著优势，市占率达到 45%及 29%，在北美及欧洲市场上市占率仅次于国航，具有相对优势。
- **或是供给收缩最大受益者：**根据 2017 冬春时刻计划表计算，此轮航空景气度提升确定性根据机场繁忙程度逐步提升；虽然南航在一线机场时刻占比不及国航及东航，但其在次一线时刻占比高达 45%，并且未来受益于一线机场的溢出效应，次一线机场供需改善将更加明显；在假设不考虑客座率及票价市场化情况下，预计 2018 年国航、南航、东航国内票价涨幅为 4.49%、4.16%及 4.07%，而对票价敏感性最高的南航将享有最大业绩弹性。
- **新增市场调节航线多为南航优势市场：**根据最新票价市场化通知变化，我们计算对于南航来讲，此次新增的 306 条市场调节航线与南航在运行的航线重合度最高，南航约有 203 条航线在其中，远高于国航及东航，所以在 2018 年夏秋航季，南航可选择的市场调节航线总数也最多；另外新增航线大部分集中在除北上广其他 21 主协调机场，占比达到 45%；而此类市场也是南航的传统优势市场。南航油价及汇率敏感性测算，油价每波动 10%，将影响公司净利润约 25 亿；人民币兑美元汇率变动 1%，影响汇兑损约 4 亿元。

投资建议

- 南方航空在机队规模及时刻市占率上为国内最大，在国内次一线市场及国际东南亚大洋洲市场优势显著；或是此轮由供给收缩及票价市场化带来的航空景气向上最大受益者；消除油价和汇率影响的内生增速将达到 20%。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.69/0.85/1.22 元，对应 PE 分别为 17/14/10 倍，维持“买入”评级，目标价 17 元，对应 2018 年 PE 为 20 倍。

风险

- 宏观经济下滑抑制航空需求、民航局准点率新政过早放松、疾病爆发和恶劣天气、油价上涨超预期。

相关报告

1. 《需求超预期客座率飙升，只剩票价上涨-南方航空公司点评》，2017.12.14
2. 《旺季公司景气依旧，期待明年量价齐升-南方航空公司点评》，2017.10.31
3. 《国内航线供需好转，油价走高拖累业绩-南方航空公司点评》，2017.8.30
4. 《油价扰动减弱，最为受益国内市场景气回升-南方航空公司研究》，2017.5.11
5. 《供需改善提升营收，油价上涨拖累业绩-南方航空公司点评》，2017.5.2

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

估值方法选择	4
估值方法选择	4
估值比较	4
财务数据比较	4
国内第一大航空公司，次一线市场具有显著优势	5
机队规模国内最大，宽体机引进加速	5
国内国际航线时刻占比最高	6
国内次一线市场优势显著，国际重点布局东南亚市场	7
供给收缩、票价市场化最大受益者	10
供给收缩：次一线绝对优势、票价敏感性最高将享有最大业绩弹性	10
票价市场化：新增市场调节航线多为南航优势市场	13
油价与汇率对业绩影响	14
估值与盈利预测	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：三大航 PE 估值对比	4
图表 2：三大航 PB 估值对比	4
图表 3：三大航 2016 及 2017 前三季度财务数据比较	4
图表 4：截止 2017 年 6 月 30 日各航空公司机队规模	5
图表 5：南方航空宽体机占比	5
图表 6：三大航 2017-2019 飞机引进计划	6
图表 7：三大航收入客公里比较（2016 及 2017）	6
图表 8：2017 冬春三大航国内时刻占比	7
图表 9：2017 冬春三大航国际时刻占比	7
图表 10：2017 冬春三大航港澳台时刻占比	7
图表 11：2017 冬春三大航总体时刻占比	7
图表 12：2017 年三大航航线占比	7
图表 13：国际航线 ASK 占比	8
图表 14：南航 2017 冬春时刻机场分部	8
图表 15：三大航在 21 个主协调机场时刻占有率（国内航线）按时刻量排序	9
图表 16：南航去程航班数	9
图表 17：南航回程航班数	9
图表 18：国际航线航班数分布	10
图表 19：日韩航线航班占比	10
图表 20：东南亚航线航班占比	10
图表 21：北美航线航班占比	10

图表 22: 欧洲航线航班占比.....	10
图表 23: 大洋洲航线航班占比.....	10
图表 24: 冬春航季国内航空公司国内航线 ASK 增速计算	11
图表 25: 冬春航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算	11
图表 26: 国内航线单位客公里敏感性.....	11
图表 27: 2017 年客座率同比增长南航最高 (pct)	12
图表 28: 三大航国内单位客公里收益同比涨幅.....	12
图表 29: 三大航时刻分布.....	12
图表 30: 国际航线单位客公里敏感性.....	13
图表 31: 三大航每航季允许放开航线数量.....	13
图表 32: 放开 306 条航线各机场分布.....	14
图表 33: 南航油价敏感性测算.....	14
图表 34: 2008-2017 南航 RPK 增速.....	15
图表 35: 2017 年内地赴各地出境人数增速.....	15
图表 36: 南方航空内生增长测算.....	15

估值方法选择

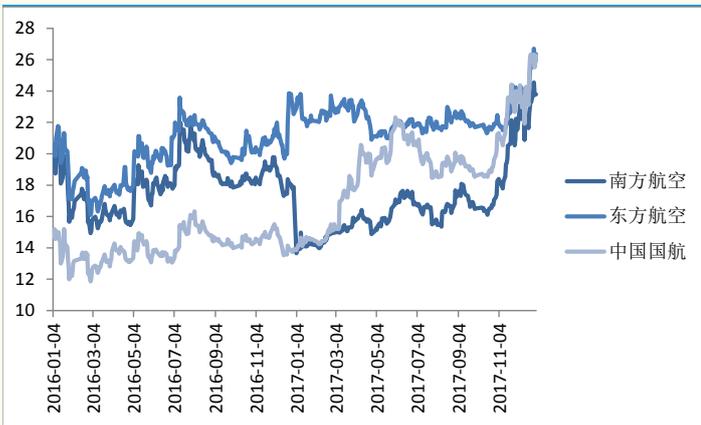
估值方法选择

- 在行业处于景气周期的时候，PE 方式较为适合航空行业；PB 估值主要用于熊市或行业不景气时，通过对于重置成本判定来确定公司的估值底线。该方法主要依据账面价值进行定价，弊端在于对盈利能力反映不足。
- EV/EBITDA 估值法波动较小，特别是航空公司出现亏损时仍可采用，弊端在于无法反映国内航空公司的巨额汇兑收益。公司对汇率变动敏感性高，所以该方法不适用。
- 现整体航空市场需求端中长期持续向好，同时供给端一线机场时刻紧缺，市场景气度在未来几年或持续向上，现阶段用 PE 估值方法或更为恰当。

估值比较

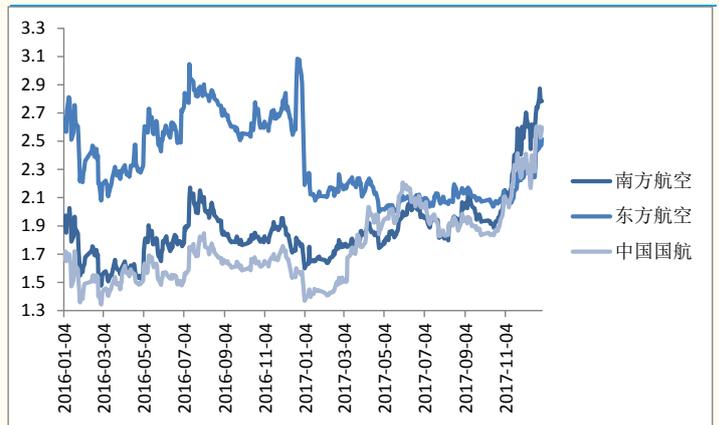
- 三大航相比，从 2016 年初至今，国航/南航/东航平均 PE 及 PB 分别为 16.7/17.5/21.2 倍、1.76/1.88/2.36 倍，南航处于中游位置。
- 现南航对应 2018 年业绩 PE 及 PB 估值为 13.35 及 2.1 倍；处于两年内相对较低水平。

图表 1：三大航 PE 估值对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：三大航 PB 估值对比



来源：wind，国金证券研究所

财务数据比较

根据三大航 2016-2017 前三季度经营数据比较来看，南方航空在经营能力及负债能力上处于国航及东航之间，其中 ROE 水平在 2016 年超过国航及东航；2017 年整体盈利状况向好。

图表 3：三大航 2016 及 2017 前三季度财务数据比较

2016 年数据 (%)	中国国航	南方航空	东方航空
ROE	10.59	12.31	10.95
ROA	6.09	5.18	4.51
净利率	6.81	5.13	5.04
毛利率	23.48	16.06	16.21
资产负债率	65.88	72.71	76.15
2017 年前三季度数据			
ROE	10.72	15.02	15.56
ROA	5.43	5.59	5.55
净利率	10.31	8.54	10.96
毛利率	21.63	15.69	15.3
资产负债率	60.54	69.95	74.03

来源：wind，国金证券研究所

国内第一大航空公司，次一线城市具有显著优势

机队规模国内最大，宽体机引进加速

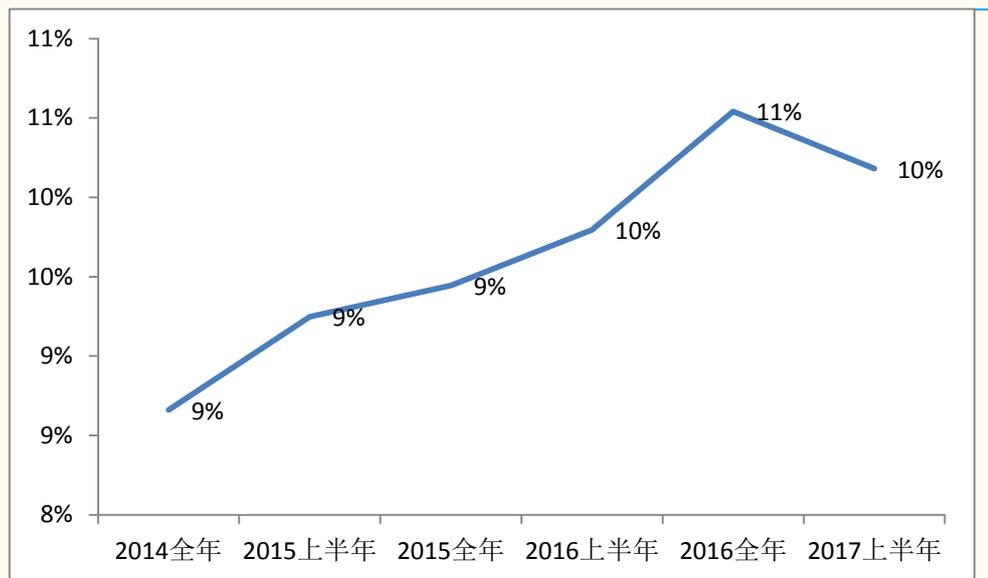
- 南方航空是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的民用航空公司。截止 2017 年上半年，公司机队规模达到 717 架，较国航及东航分别多 89 及 124 架。其中公司自有飞机占比 37%，融资租赁飞机占比 27%，在三大航中均为占比最低。从机型分布上来看，宽体机占比为三大航最低，但在逐步提升，自 2014 年的 8.7% 上升至 2017 年上半年的 10.2%，由于近年宽体机的高速引进，宽体机机队机龄明显低于国航及东航。

图表 4：截止 2017 年 6 月 30 日各航空公司机队规模

		自有	融资租赁	经营租赁	小计	平均机龄
中国国航	宽体机	41	28	34	103	5.92
	窄体机	196	143	164	503	6.59
	客机合计	237	171	198	606	6.31
	飞机合计	248	176	204	628	6.53
南方航空	宽体机	14	49	12	75	5.03
	窄体机	242	142	244	628	6.94
	客机合计	256	191	256	703	6.73
	飞机合计	265	196	256	717	6.72
东方航空	宽体机	28	41	10	79	5.61
	窄体机	194	193	117	504	5.51
	客机合计	222	234	127	583	5.40
	飞机合计				593	

来源：各航空公司 2017 中报，国金证券研究所

图表 5：南方航空宽体机占比



来源：公司财报，国金证券研究所

从 2017-2019 年飞机引进计划中看，南方航空飞机引进速度在三大航中也是最快的，未来几年依旧将保持国内机队规模最大。公司 2018 年由于发展需要，落实十三五规划及为北京二机场储备运力，预计引进飞机 115 架，退出 25 架，净增长 90 架，同比机队数量增加 11.9%；其中宽体机净引进 13 架，增幅 16%；窄体机净引进 77 架，增幅 11.4%。

图表 6：三大航 2017-2019 飞机引进计划

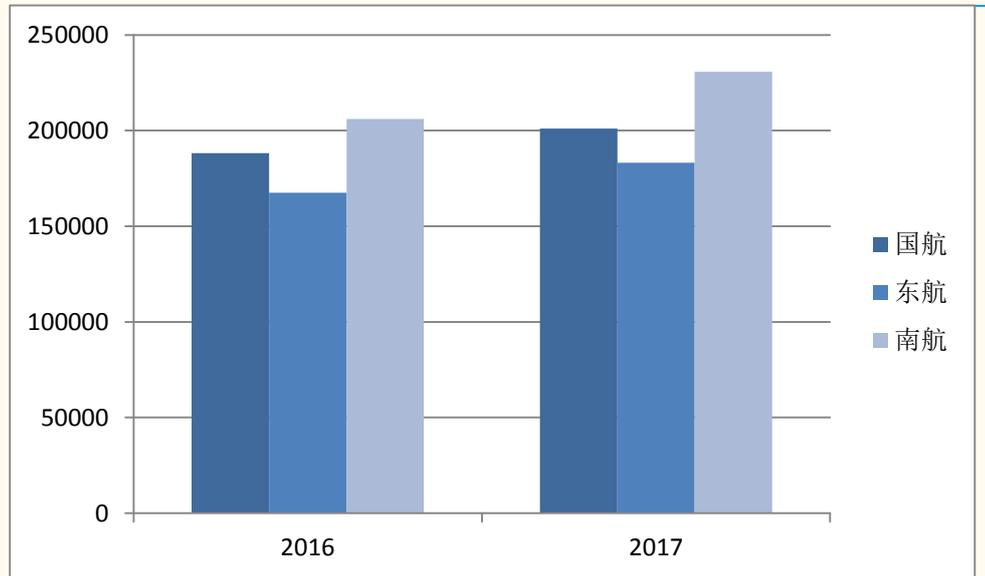
	2016年底飞机数量	2017年中飞机数量	2017年飞机增速	2018年飞机增速	2019年飞机增速
中国国航	623	628	6%	5%	6%
南方航空	702	717	7%	12%	9%
东方航空	596	593	7%	8%	

来源：三大航 2017 半年报，国金证券研究所

国内国际航线时刻占比最高

从收入客公里数据来看，南航依旧是三大航中最高的；2016 及 2017 年，南航收入客公里数据比国航高 9.5%、15%；较东航高 23%、26%。2016 年航班数南航较国航及东航分别高出 43%和 17%。

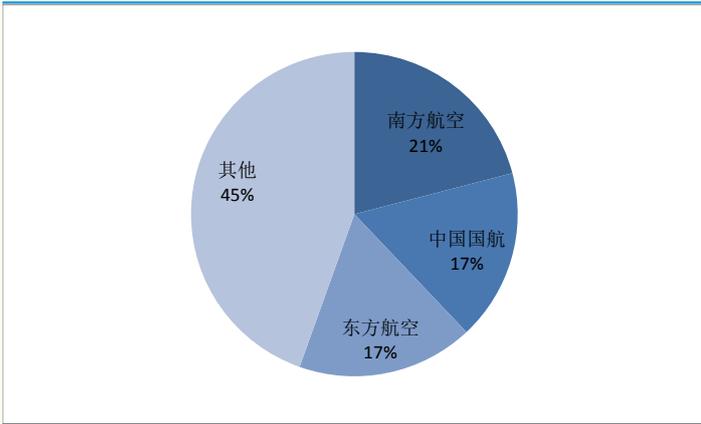
图表 7：三大航收入客公里比较（2016 及 2017）



来源：wind，国金证券研究所

根据 2017/18 年最新冬春时刻计划表计算，南航在国内国际航班航线数及时刻占比上处于领先地位；其中国内时刻占全行业 21%，均高于国航及东航的 17%；在国际航线时刻占比上也是三大航最高，与东航一致达到 26%。且南航在国内航线上经停航线占比较高，约为 32%（按时刻计算约为 28%），而国航及东航占比分别为 12%及 27%（时刻占比 11%和 24%）；所以考虑经停因素，南航国内航线时刻占比更高，达到为 21.1%。

图表 8：2017 冬春三大航国内时刻占比



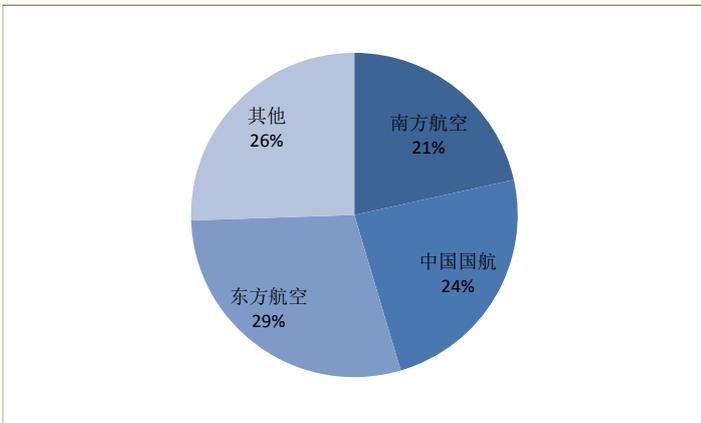
来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 9：2017 冬春三大航国际时刻占比



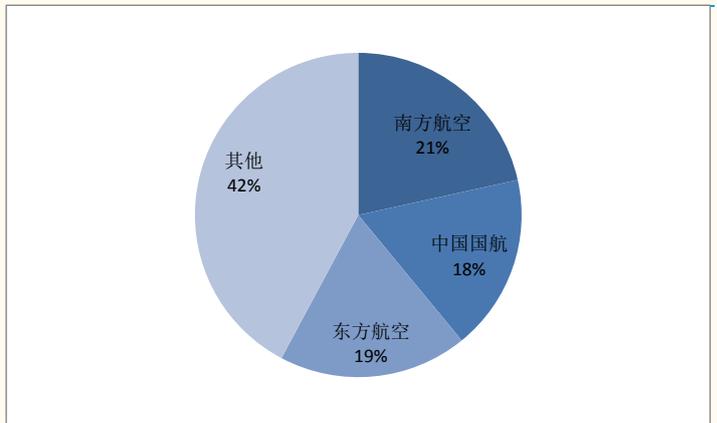
来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 10：2017 冬春三大航港澳台时刻占比



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 11：2017 冬春三大航总体时刻占比



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

国内次一线城市优势显著，国际重点布局东南亚市场

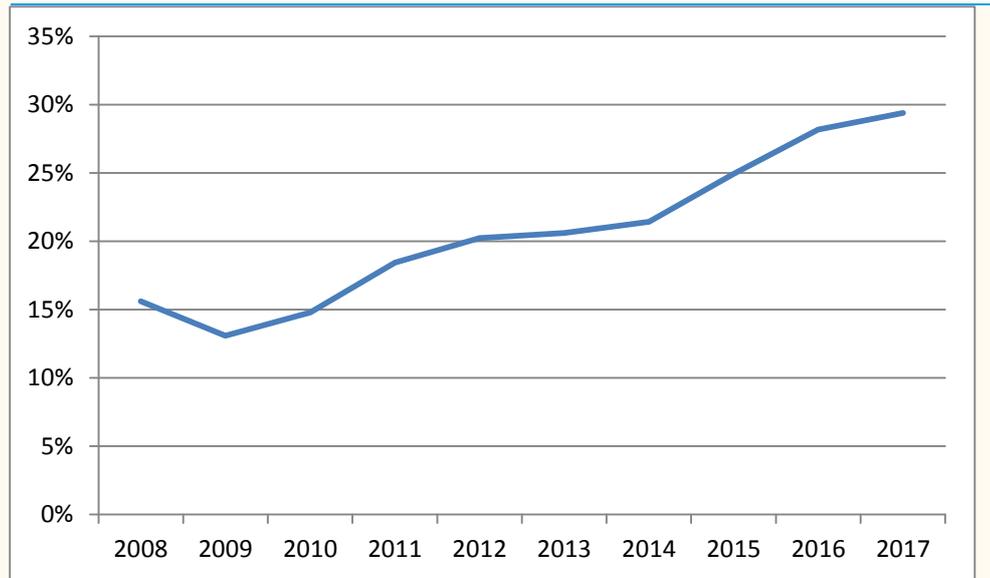
- 在航班分布上，南方航空在国内航线占比一直是三大航最高的，2017 年国内航线客运量占比高达 86%，国内 ASK 占比为 29%，国内航班量占比为 84%。但自 2012 年提出广州之路之后开始重视开发国际航线，尤其自 2015 年后，国际航线 ASK 占比开始快速提升。

图表 12：2017 年三大航航线占比

		客运量（千）		ASK（百万）	
			占比		占比
中国国航	国内	83,525.00	82%	147,987.60	60%
	国际	13,496.00	13%	90,754.90	37%
	地区	4,556.50	4%	9,128.90	4%
	合计	101,577.50		247,871.40	
南方航空	国内	108,616.62	86%	194,354.34	69%
	国际	15,352.29	12%	82,447.49	29%
	地区	2,329.80	2%	3,843.89	1%
	合计	126,298.71		280,645.72	
东方航空	国内	92,617.00	84%	141,061.31	62%
	国际	14,671.67	13%	78,957.90	35%
	地区	3,513.95	3%	5,948.29	3%
	合计	110,802.62		225,967.50	

来源：wind，国金证券研究所

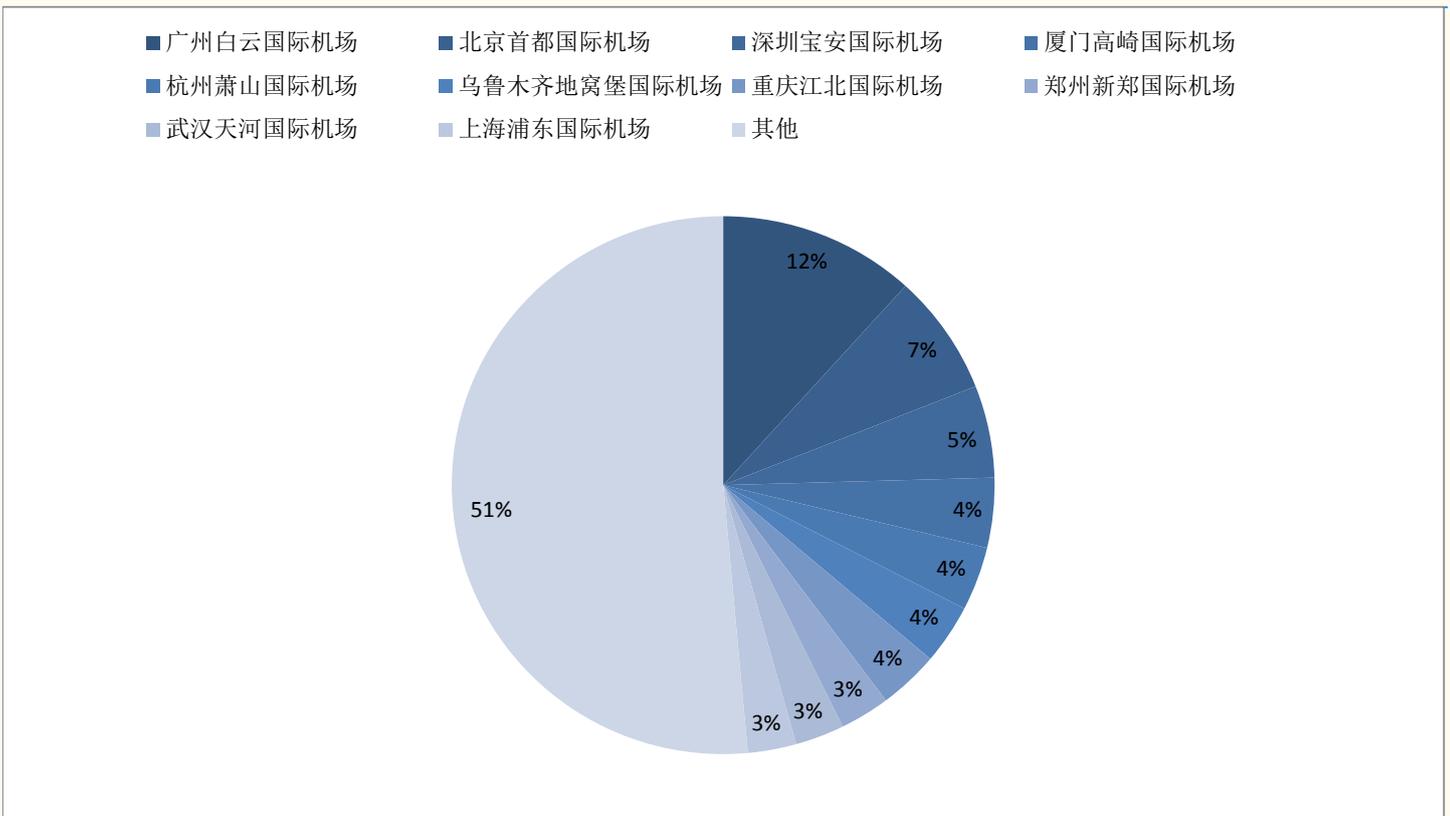
图表 13: 国际航线 ASK 占比



来源: wind, 国金证券研究所

国内分布: 南航以广州、北京、重庆及乌鲁木齐为枢纽, 其国内航班多以四大枢纽中心向周边辐射。从 2017 年冬春时刻计划表统计得出, 南航国内航班多安排在广州、北京、深圳、厦门及萧山等地。

图表 14: 南航 2017 冬春时刻机场分部



来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

南方航空在 21 个主协调机场的国内航线时刻占有率达到 24.3%, 国航和东航均为 19%, 领先优势明显, 其中在 12 个机场份额为三大航第一; 尤其在次一线机场及华南区域占比领先。由于 2018 年公司飞机引进速度较快, 主要会投向北京、深圳、上海、成都等目前份额较小的主流机场并且收益较好的航线。

图表 15: 三大航在 21 个主协调机场时刻占有率 (国内航线) 按时刻量排序

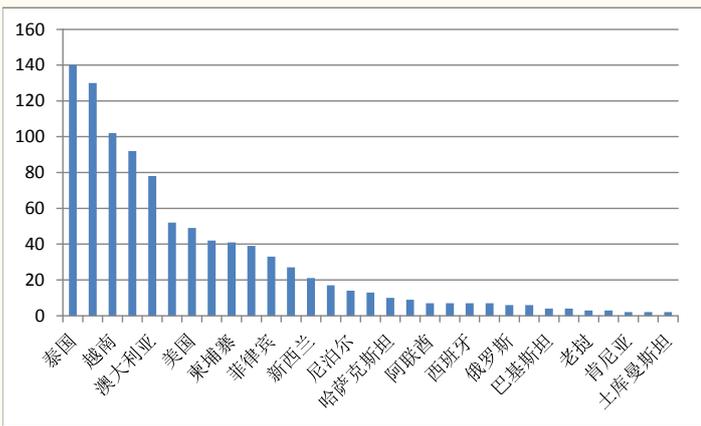
	中国国航	南方航空	东方航空
北京首都机场	43%	22%	15%
广州白云机场	19%	48%	12%
深圳宝安机场	35%	26%	8%
成都双流机场	33%	12%	14%
昆明长水机场	7%	10%	38%
西安咸阳机场	11%	13%	32%
上海虹桥机场	8%	14%	50%
上海浦东机场	9%	17%	36%
重庆江北机场	17%	22%	10%
杭州萧山机场	20%	25%	11%
南京禄口机场	19%	37%	25%
厦门高崎机场	7%	42%	14%
海口美兰机场	9%	23%	5%
天津滨海机场	22%	13%	6%
武汉天河机场	15%	34%	24%
乌鲁木齐地窝堡机场	9%	43%	5%
长沙黄花机场	7%	29%	12%
青岛流亭机场	8%	14%	22%
三亚凤凰机场	10%	23%	9%
大连周水子机场	15%	30%	14%
福州长乐机场	9%	47%	8%

来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

国际航线布局: 南航现约 30%的 A S K 分布在国际航线上, 其中中主要运力分布在东南亚及日韩等优势航线上; 根据航班数量分布, 南航 49% 航班在东南亚, 日韩占比达到 22%, 同时在欧美及大洋洲上也投放较大运力。

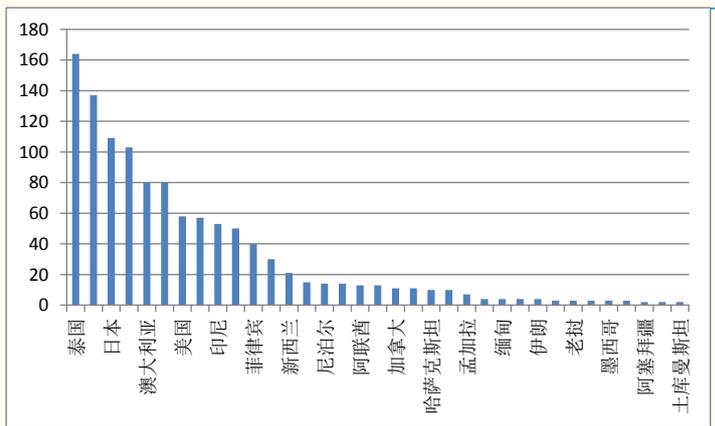
在市占率方面, 南航在大洋洲及东南亚航线上具有显著优势, 航班数占比分别为 45% 及 29%; 在北美及欧洲航线上也仅次于国航, 具有相对优势。

图表 16: 南航去程航班数



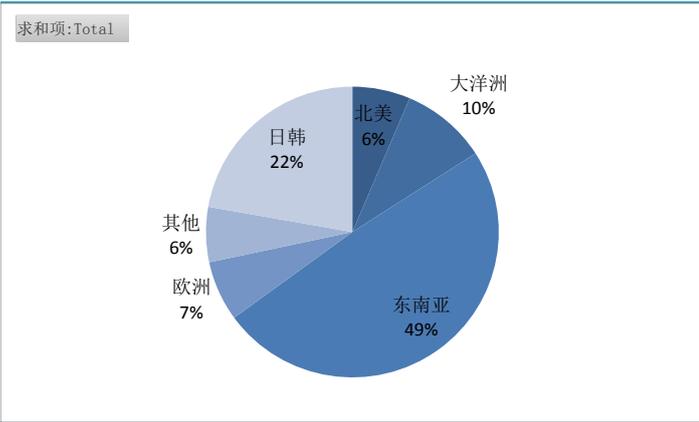
来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 17: 南航回程航班数



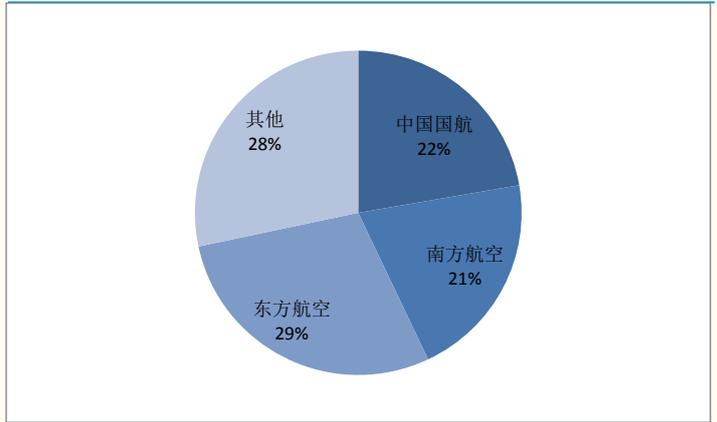
来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 18: 国际航线航班数分布



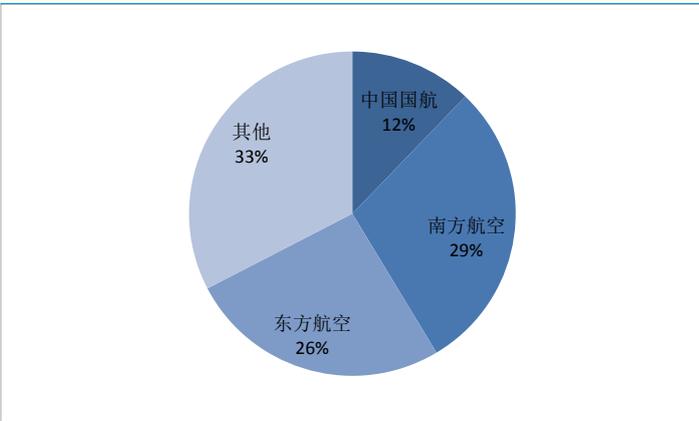
来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 19: 日韩航线航班占比



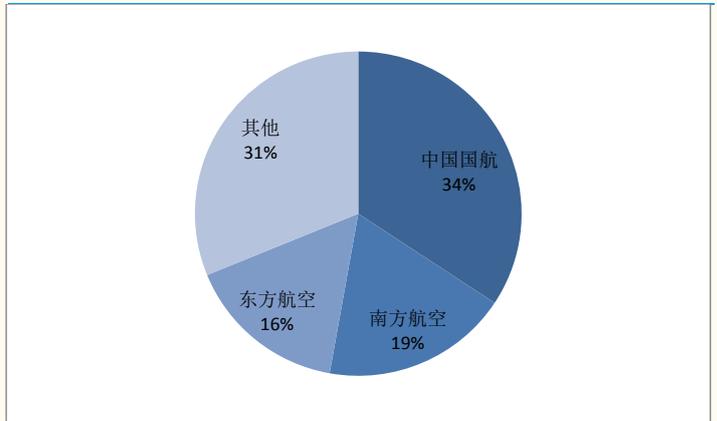
来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 20: 东南亚航线航班占比



来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 21: 北美航线航班占比



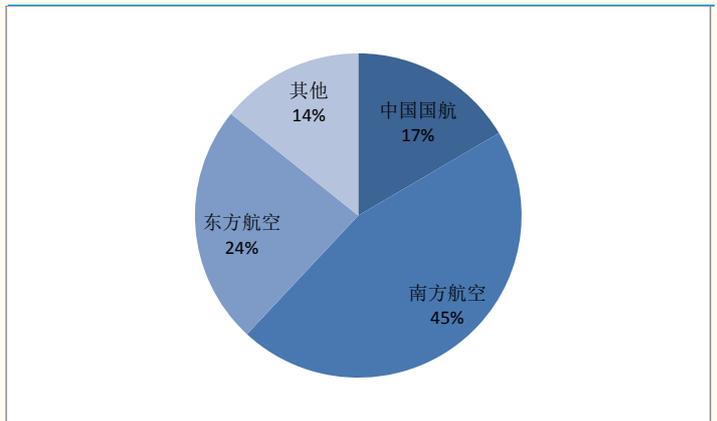
来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 22: 欧洲航线航班占比



来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

图表 23: 大洋洲航线航班占比



来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

供给收缩、票价市场化最大受益者

供给收缩: 次一线绝对优势、票价敏感性最高将享有最大业绩弹性

- 2017 年 10 月, 民航局为提升机场整体准点率和运营效率, 颁布《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》(以下简称《措施》), 规定 21 个航班时刻主协调机场维持机场容量标准不变, 航班时

刻协调分配严格执行机场容量标准；并以上一个同航季的时刻总量为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 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。

《措施》颁布后，2017 年 11 月，17/18 年冬春航季航班时刻表开始实行。在这《措施》发布后的首个新航季，市场对于主协调机场时刻受限导致的航空供给增速放缓预期较为统一，认为将迎来景气向上周期，票价提升将成为航司更为主要的盈利增长来源。

- 对于此次《措施》的影响，我们测算了冬春航季航班正班计划表，发现从时刻角度，全国机场起降架次增速略有下降，国内航空公司全国机场起降架次从 2016 年的 8.4%下降至 2017 年 7.7%；从 ASK 的角度，国内航线由 2016/17 冬春航季的 11.1%下降至 2017/18 航季的 9.1%，国际航线由 2016/17 冬春航季的 7.9%下降至 2017/18 航季的 6.4%；供给增速均出现了明显的下浮。

图表 24：冬春航季国内航空公司国内航线 ASK 增速计算

国内航线	2017/18冬春				2016/17冬春			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速
全国机场	8.1%	0.6%	0.3%	9.1%	9.2%	-0.2%	1.9%	11.1%
一线机场	1.3%	1.9%	0.2%	3.4%	3.0%	0.8%	0.5%	4.4%
其余机场	13.2%	0.1%	0.8%	14.3%	14.4%	-0.6%	3.6%	17.9%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 25：冬春航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算

国际航线	2017/18冬春				2016/17冬春			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速
全国机场	4.7%	-0.2%	1.8%	6.4%	6.0%	-3.2%	5.1%	7.9%
一线机场	8.9%	-2.6%	-1.5%	4.5%	2.5%	-3.7%	3.8%	2.4%
其余机场	-1.3%	3.0%	6.2%	8.0%	11.3%	-0.5%	12.5%	24.5%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

国内航线：行业供给增速变缓，未来票价及客座率上行的确定性提升。根据细分市场来看，此次《措施》影响最大的为本身供给紧张导致准点率下降的一线机场，所以从一线机场起飞或降落的航线将出现供需缺口进一步扩大，从而推升票价及客座率。

相比较国航东航，南航在一线航线上的自身占比及市占率均不及国航，但其在次一线的绝对优势及最大的经营规模，使其或是此轮民航供给侧在绝对收益上最大的受益者。若公司国内航线每客公里收益提升 1%，在其他条件不变的情况下，基于 2017 假设，公司收入将增厚 8.5 亿元。

图表 26：国内航线单位客公里敏感性

	中国国航	南方航空	东方航空
2017年 RPK（百万客公里）	122878	160427	117024
2017年国内单位客公里收益（元）	0.59	0.53	0.53
单位客公里增加1%收入增厚（百万元）	724.98	850.26	620.23

来源：公司财报，国金证券研究所

参考南航以往票价及客座率的关系，自 2016 年航空市场出现供需改善，三大航单位客公里收益增速出现回升，其中国航由于其航线优质，客座率对票价敏感性程度相对较低，所以其单位客公里收益增幅最高；而南航在保证收益的状况下，2017 年在三大航中拥有同比增速最快的客座率水平。

从三大航国内航线时刻分布来看，南航在一线机场占比为 24%，低于国航与东航的 27%，并且主要时刻分布在广州白云机场；但其在次一线的占比高达 45%，其 2018 年国内航线涨价确定性较高，并且未来受益于一线机场的溢出效应，次一线机场未来供需改善将更加明显。我们假设三大航客

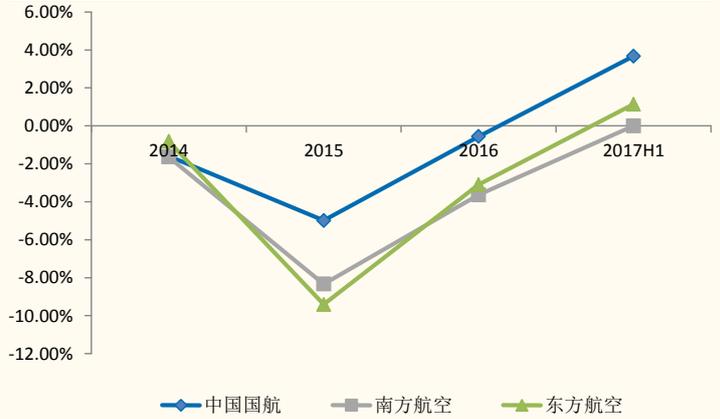
座率变化相当，将供需变化均体现在票价上（在此基础上抬升了各条航线票价上涨幅度）；假设在北京机场起降票价涨幅最高为 10%，上海和白云分别为 7%，次一线 5%，其他航线票价无涨幅；国航/南航/东航国内航线 2018 票价涨幅分别为 4.49%/4.16%/4.07%。三大航在此假设下，2018 年票价涨幅类似，而对票价敏感性最高的南航将享有最大的业绩弹性。

图表 27：2017 年客座率同比增长南航最高 (pct)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：三大航国内单位客公里收益同比涨幅



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：三大航时刻分布

时刻数量 (周)	东航	南航	国航	全年票价上涨幅度假设 (%)
北京	1332	1940	3816	
上海	3964	1423	786	
广州	777	3121	1218	
一线机场	6073	6484	5820	
次一线 (其他 21 主协调)	8838	11981	9065	
其他	7391	8231	6823	
国内总航班数 (不包含经停)	22302	26696	21708	
一线机场占比	27%	24%	27%	
次一线 (其他 21 主协调) 占比	40%	45%	42%	5
其他占比	33%	31%	31%	0
北京	6%	7%	18%	10
上海	18%	5%	4%	7
广州	3%	12%	6%	7
票价上涨幅度 (%)	4.07	4.16	4.49	

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

国际航线：2017 年冬春时刻计划表国际航线变化来看，时刻增速及航距增速出现明显下滑，说明在国际航线上中美中欧此类长航距航线供给增速出现下滑，本年度供需关系改善最确定；公司中美中欧航班量占国际航线航班量的 13%，在两个市场的市占率分别达到 19%及 20%仅次于国航。

图表 30：国际航线单位客公里敏感性

	中国国航	南方航空	东方航空
2017年 RPK（百万客公里）	71063	67334	61368
2017年国际单位客公里收益（元）	0.41	0.37	0.44
单位客公里增加1%收入增厚（百万元）	291.36	249.14	270.02

来源：公司财报，国金证券研究所

票价市场化：新增市场调节航线多为南航优势市场

国家发改委、民航局发布的最新关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知出台后，将新增市场调节航线 306 条，总计达到 1030 条，并且所有一线城市（北上广深）互飞航线均由市场调节，21 个主协调机场的互市场调节飞航线超过 85%。整体来看，本次新增市场调节航线品质超预期。

另外每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条），相比之前规定的每航季 10 条对于航线较多的大型航空公司有大幅提高；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计仍不得超过 10%。

根据本次通知变化，我们计算对于南航来讲，此次新增的 306 条市场调节航线与南航在运行的航线重合度最高，南航约有 203 条航线在其中远高于国航及东航，所以在 2018 年夏秋航季，南航可选择的市場调节航线总数也最多。

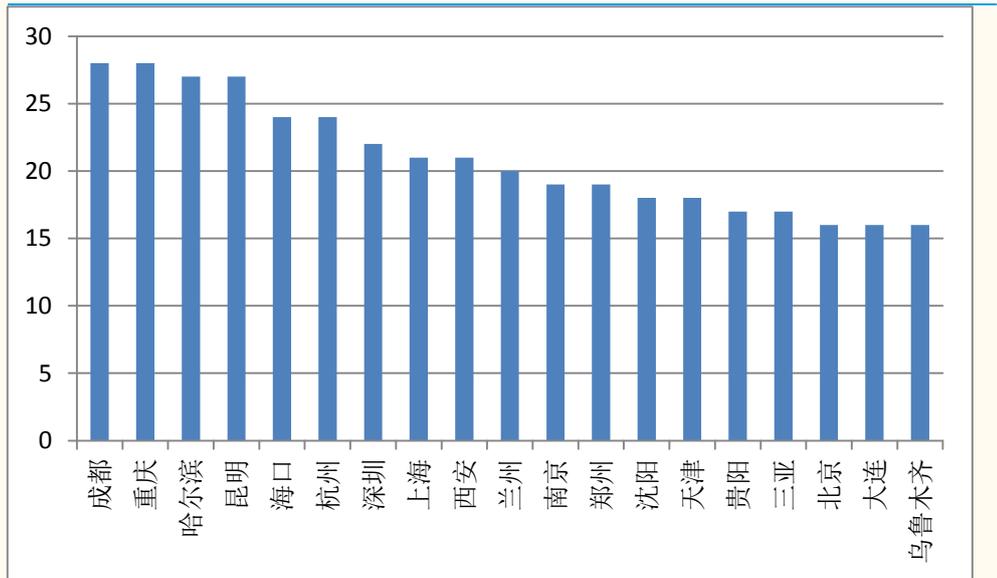
另外，分析此次新增的 306 条航线分布，大部分集中在除北上广其他 21 条主协调机场，占比达到 45%；而此类市场也是南航的传统优势市场。

图表 31：三大航每航季允许放开航线数量

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2017年放开航线	147	157	168	12	37
2018年允许放开航线	22.05	23.55	25.2	10	20
2018年放开航线	162	203	141	21	44
共放开航线	309	360	309	33	81
2018夏秋可上调航线	46.35	54	46.35	10	20

来源：民航总局官网，国金证券研究所

图表 32：放开 306 条航线各机场分布



来源：民航总局官网，国金证券研究所

油价与汇率对业绩影响

- 随着布伦特油价中枢温和上扬，市场开始逐渐担心航空公司燃油成本上升对于业绩的侵蚀。2017 年布伦特均价为约 55 美元/桶，南方航空航耗油量预计为 800 万吨左右。若 2018 年我国航空公司燃油采购均价同比增长 20%，对于燃油成本将增加 67 亿元，对应 2017 年净利润弹性将达到 70% 以上。

图表 33：南航油价敏感性测算

南方航空	
2016年耗油量（万吨）	731.06
2017年 ATK 同比增长	9.6%
2017年预计耗油量（万吨）	801.2
2017年航空煤油进口到岸完税价格均价（元/吨）	4,204
航油均价上涨幅度	10% 20% 30%
上涨后航油均价（元/吨）	4,624.4 5,044.8 5,465.2
预计航油成本增加（百万元）	3,368.1 6,736.2 10,104.3
税率	25%
2017年净利润	6,936
净利润敏感性	36.4% 72.8% 109.3%

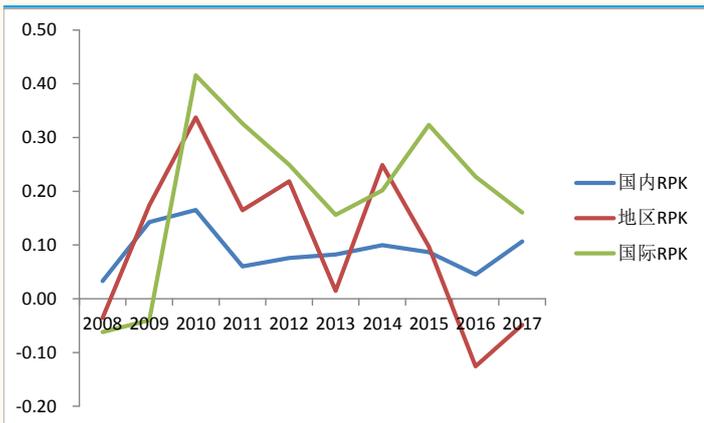
来源：公司公告，国金证券研究所

汇率方面，根据南航近期公开交流，目前南航的外币负债总计 400 亿元人民币，美元负债 338.6 亿元人民币，人民币汇率变动 1%，汇兑损益的影响是 4 个亿。

估值与盈利预测

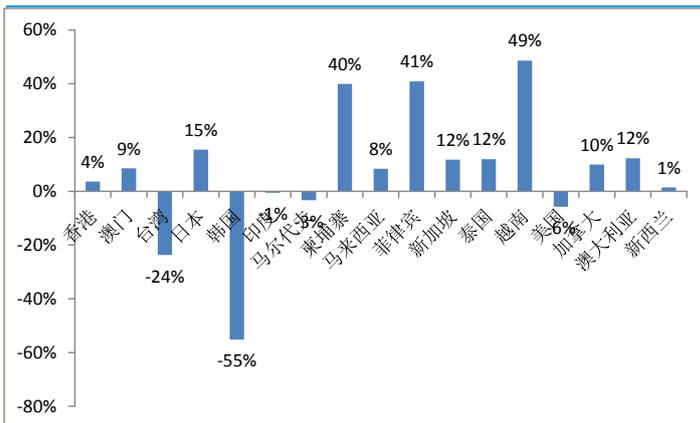
出行需求 (RPK)：航空需求继续平民化，2018 年国内需求将维持上升态势，随着公司在国内航线飞机投放加速，国内航线需求预计增速将加快；出境游同样需求日益旺盛，尤其公司重要布局的东南亚航线在 2017 年底出现复苏式增长。预计 2018~2019 年整体 RPK 增速为 14.9%及 13.5%；国内线 RPK 增速为 15%及 11%；国际线 RPK 增速 17.0%、14.0%。

图表 34: 2008-2017 南航 RPK 增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 35: 2017 年内地赴各地出境人数增速



来源: 各旅游局网站, 国金证券研究所

运力投放 (ASK): 公司 2018-19 年飞机引进速度分别为 11.9% 及 9.4%。2018~2019 年整体 ASK 增速为 14.8%、11.3%；国内线 ASK 增速为 17.1%、13%；国际线 ASK 增速 10%、10%。

客公里受益: 在整体行业供需改善的大环境下，票价市场化进程超预期的背景下，公司在一线航线及次一线航线均具有较大市占率；预计 2017-2019 年单位客公里收益将同比增长 0%、3%、1.26%，其中国内线同比增长 2%、4.1%、2%，国际线同比增长-5%、0%、0%。

燃油成本: 假设 2017-2019 年的全年布伦特油价均价分别为 55 美元/桶、65 美元/桶、68 美元/桶。

基于以上假设，预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.69/0.85/1.22 元，对应 PE 分别为 17/14/10 倍，维持“买入”评级。

另外，为了得到公司内生增长速度，我们测算了将油价与汇率影响消除后，按照以上假设得出的公司业绩增速。计算过程中，我们假设耗油量以 ATK 增速增长，油价单位成本自 2015 年后不变，为 3922 元/吨，人民币汇率 2018 年和 2019 年没有波动。预计 2015~2019 年南方航空内生增速将达到 20%。若以 PEG 为 1 作为估值标准，2018 年 PE 估值 20 倍对应的目标价为 17 元。

图表 36: 南方航空内生增长测算

百万元	利润总额	燃油成本	耗油量 (万吨)	平均油价 (元/吨)	假设平均油价	汇兑损失	去除油价汇率影响	同比增速
2015	6341.0	26274.0	670	3921.5	26274.0	5702.0	12043.0	
2016	7647.0	23799.0	731	3921.5	28668.5	3266.0	6043.5	-49.8%
2017E	10637.0	29056.0	801	3921.5	31417.8	-852.0	7423.2	22.8%
2018E	12742.0	39203.0	913	3921.5	35816.3	0.0	16128.7	117.3%
2019E	17785.0	47149.0	1023	3921.5	40114.2	0.0	24819.8	53.9%
近四年复合增速								19.8%

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

- **宏观经济下滑。** 将对于航空客运和货运需求带来明显削弱，并且抑制运价提升，对公司业绩将产生利空影响。
- **民航局准点率新政实施超预期。** 准点率若提升较快，或将造成民航局过早放松民航供给限制，航空业供给收缩幅度较小或继续加大运力投放力度，可能会对票价造成压力甚至产生价格战。
- **极端事件发生。** 疾病爆发和恶劣天气等影响，将对于航空业需求带来毁灭性打击。

- **油价上涨超预期。**若国际油价上涨速度与幅度超预期，或将大幅度拉低航空公司业绩，并扭转市场对于航空公司预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	108,313	111,467	114,792	128,207	151,637	171,608
增长率		2.9%	3.0%	11.7%	18.3%	13.2%
主营业务成本	-95,151	-91,382	-96,359	-109,714	-128,321	-141,698
%销售收入	87.8%	82.0%	83.9%	85.6%	84.6%	82.6%
毛利	13,162	20,085	18,433	18,493	23,316	29,910
%销售收入	12.2%	18.0%	16.1%	14.4%	15.4%	17.4%
营业税金及附加	-188	-274	-245	-269	-318	-360
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-7,947	-7,081	-6,402	-7,308	-8,643	-9,782
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-2,582	-2,754	-3,064	-3,205	-3,791	-4,290
%销售收入	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	2,445	9,976	8,722	7,711	10,563	15,478
%销售收入	2.3%	8.9%	7.6%	6.0%	7.0%	9.0%
财务费用	-2,251	-7,826	-5,836	-1,151	-2,327	-2,234
%销售收入	2.1%	7.0%	5.1%	0.9%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-205	-108	-130	-112	-138	-127
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	416	582	717	900	900	900
%税前利润	13.4%	9.2%	9.4%	8.3%	6.9%	5.0%
营业利润	405	2,624	3,473	7,348	8,999	14,017
营业利润率	0.4%	2.4%	3.0%	5.7%	5.9%	8.2%
营业外收支	2,690	3,717	4,174	3,500	4,000	4,000
税前利润	3,095	6,341	7,647	10,848	12,999	18,017
利润率	2.9%	5.7%	6.7%	8.5%	8.6%	10.5%
所得税	-677	-1,355	-1,759	-2,712	-3,250	-4,504
所得税率	21.9%	21.4%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,418	4,986	5,888	8,136	9,749	13,513
少数股东损益	645	1,135	833	1,200	1,200	1,200
归属于母公司的净利润	1,773	3,851	5,055	6,936	8,549	12,313
净利率	1.6%	3.5%	4.4%	5.4%	5.6%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,418	4,986	5,888	8,136	9,749	13,513
少数股东损益	645	1,135	833	1,200	1,200	1,200
非现金支出	11,125	12,012	12,809	13,556	15,291	16,989
非经营收益	1,686	6,042	3,642	-2,370	-2,400	-2,400
营运资金变动	-674	1,431	1,256	-4,098	2,854	1,808
经营活动现金净流	14,555	24,471	23,595	15,223	25,494	29,910
资本开支	-6,621	-8,561	-15,863	-17,041	-17,258	-17,277
投资	-657	-109	-432	-201	-800	-800
其他	459	399	293	900	900	900
投资活动现金净流	-6,819	-8,271	-16,002	-16,342	-17,158	-17,177
股权募资	108	1,360	260	1,225	0	0
债权募资	290	-28,251	-7,475	5,530	-2,000	-2,000
其他	-2,989	-2,710	-3,630	-3,293	-4,013	-4,114
筹资活动现金净流	-2,591	-29,601	-10,845	3,461	-6,013	-6,114
现金净流量	5,145	-13,401	-3,252	2,342	2,323	6,618

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	18,306	5,444	4,855	7,197	9,520	16,139
应收账款	5,179	4,202	4,427	5,368	5,982	6,676
存货	1,661	1,606	1,588	1,804	2,109	2,329
其他流动资产	2,694	3,166	2,894	4,147	4,426	4,626
流动资产	27,840	14,418	13,764	18,515	22,038	29,771
%总资产	14.7%	7.7%	6.9%	8.7%	9.9%	12.6%
长期投资	3,636	4,200	5,174	5,375	6,174	6,974
固定资产	153,899	162,692	176,082	183,043	189,050	193,357
%总资产	81.1%	87.4%	87.8%	86.1%	84.8%	81.9%
无形资产	3,277	3,529	3,720	3,856	3,954	4,062
非流动资产	161,857	171,832	186,697	194,074	200,978	206,193
%总资产	85.3%	92.3%	93.1%	91.3%	90.1%	87.4%
资产总计	189,697	186,250	200,461	212,589	223,016	235,963
短期借款	25,131	29,447	14,754	10,000	10,000	10,000
应付款项	16,542	17,883	18,170	20,277	23,722	26,211
其他流动负债	12,413	18,206	35,008	31,317	32,063	32,624
流动负债	54,086	65,536	67,932	61,594	65,785	68,834
长期贷款	42,066	12,884	1,069	9,069	7,069	5,069
其他长期负债	49,271	58,257	76,752	79,049	79,049	79,049
负债	145,423	136,677	145,753	149,712	151,903	152,952
普通股股东权益	35,554	38,966	43,181	50,150	57,185	67,884
少数股东权益	8,720	10,607	11,527	12,727	13,927	15,127
负债股东权益合计	189,697	186,250	200,461	212,589	223,016	235,963

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.181	0.392	0.515	0.688	0.847	1.220
每股净资产	3.621	3.969	4.398	4.971	5.669	6.729
每股经营现金净流	1.482	2.492	2.403	1.509	2.527	2.965
每股股利	0.040	0.080	0.100	0.140	0.150	0.160
回报率						
净资产收益率	4.99%	9.88%	11.71%	13.83%	14.95%	18.14%
总资产收益率	0.93%	2.07%	2.52%	3.26%	3.83%	5.22%
投入资本收益率	1.70%	8.18%	7.54%	5.76%	7.42%	9.95%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	2.91%	2.98%	11.69%	18.28%	13.17%
EBIT增长率	847.67%	308.02%	-12.57%	-11.59%	36.99%	46.53%
净利润增长率	-6.44%	117.20%	31.26%	37.21%	23.25%	44.02%
总资产增长率	14.87%	-1.82%	7.63%	6.05%	4.90%	5.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.3	8.7	8.9	10.6	10.0	10.0
存货周转天数	6.3	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	42.7	46.5	47.5	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	451.6	466.5	465.5	435.9	380.6	343.3
偿债能力						
净负债/股东权益	110.43%	80.46%	52.38%	47.01%	35.49%	20.02%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.3	1.5	6.7	4.5	6.9
资产负债率	76.66%	73.38%	72.71%	70.42%	68.11%	64.82%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	4	14	20	26	38
	0	2	8	12	31
	1	2	2	2	5
	0	1	1	2	2
	1.40	1.47	1.48	1.52	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-31	买入	7.09	N/A
2	2017-03-28	买入	7.88	N/A
3	2017-03-31	买入	8.20	N/A
4	2017-05-02	买入	7.70	N/A
5	2017-05-11	买入	7.91	11.00~11.00
6	2017-08-30	买入	8.43	N/A
7	2017-10-31	买入	8.63	N/A
8	2017-12-14	买入	11.19	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH