

# 南方航空 (600029.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

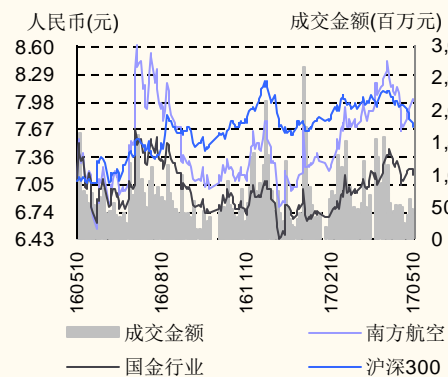
公司研究

市场价格 (人民币): 7.91 元  
目标价格 (人民币): 11.00-11.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 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)	2,794.92
总市值(百万元)	77,656.95
年内股价最高最低(元)	8.62/6.55
沪深 300 指数	3337.70
上证指数	3052.79



## 相关报告

- 1.《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
- 2.《人民币贬值影响减弱，供需开始回暖-南方航空公司点评》，2017.3.31
- 3.《混改加速，战略合作开拓国际航线-南方航空公司点评》，2017.3.28
- 4.《国内航线供需回暖，相对汇兑收益增厚业绩-南方航空公司点评》，2016.10.31
- 5.《国内航线增速趋缓，汇兑损失致业绩下滑-南方航空公司点评》，2016.8.30

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

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 油价扰动减弱，最为受益国内场景气回升

### 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	0.702	0.766	0.843
每股净资产(元)	3.97	4.40	5.02	5.69	6.43
每股经营性现金流(元)	2.49	2.40	0.98	2.43	2.59
市盈率(倍)	19.09	13.63	11.27	10.33	9.38
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%	36.31%	9.13%	10.12%
净资产收益率(%)	9.88%	11.71%	13.97%	13.46%	13.11%
总股本(百万股)	9,817.57	9,817.57	9,817.57	9,817.57	9,817.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国内第一大航司，预借混改引入新活力：**自民航局将直接管理的航司，整合为三大航空集团后，南方航空经过重组兼并时期，目前机队规模已居亚洲第一，世界第四。作为国内最大航空公司，正积极进行混改，提高运营效率。3月底，南航宣布美国航空(American Airlines, Inc.)将投资约15亿港元认购南方航空H股，开展代码共享、联运协议等一系列商务合作，为南方航空国际航线发展提供新的活力，提高北美市场控制力和收益水平。
- **国内场景气持续回升，南航成最大受益者：**进入2016年下半年，航空供需结构开始发生变化，国际需求同比下降，并向国内航线产生了外溢。南方航空早期专注国内航线，在国内拥有广州、北京、乌鲁木齐、重庆四大枢纽基地，以基地为核心向周边辐射，打造了领先其他兄弟公司的国内市场份。以旅客周转量口径计算，占比行业达到24%，且在三大航中，自身国内线供给占比最高，达到70%。国内市场的景气上行，南方航空将成为最大受益者。另外，北京二机场投产使用，将给予南方航空在北京市场发展良机，旅客人次年复合增长率将达到10.2%，长期增长空间显著，南方航空将大幅受益北京新机场投入使用。
- **油价和汇率对业绩扰动减弱：**南方航空由于机队规模体量最大，总耗油量在我国航空业内最高。在2016年油价处于低位的背景下，南方航空航空油料成本占比营业成本仍然达到24.7%。2017年一季度，由于布伦特原油均价同比上涨55%，造成航司燃油成本压力巨大。2017年一季度后，油价将企稳，燃油成本压力有望边际改善。汇率方面，南方航空开始改变负债币种结构，美元负债规模明显缩减，叠加2017年人民币兑美元汇率企稳，汇兑损失预计将继续降低。

### 投资建议

- 国内航空市场景气度持续回升，伴随商务需求复苏，预计将迎来量价齐升，南方航空国内线占比三大航中最高，业绩弹性最大。拟增发H股引入美国航空，将加强联席销售，提供国际市场新活力。PB估值处于低位，具有修复空间。预计公司2017-2019年EPS分别为0.70元/0.77元/0.84元，对应PE分别为11倍/10倍/9倍，维持“买入”评级。

### 风险

- 宏观经济放缓超预期，油价人民币大幅波动，民航运力供给超预期等。

## 内容目录

早期重组兼并，成就国内第一大航司 .....	3
迎头赶上，欲借混改引入新活力 .....	4
国际线需求回流，国内场景气持续回升 .....	5
国内航线领头羊，受益市场新趋势 .....	7
搬迁北京二机场，南航迎来发展新机遇 .....	9
油价和汇率对业绩扰动减弱 .....	9
估值 .....	11
盈利预测 .....	11
风险提示 .....	12

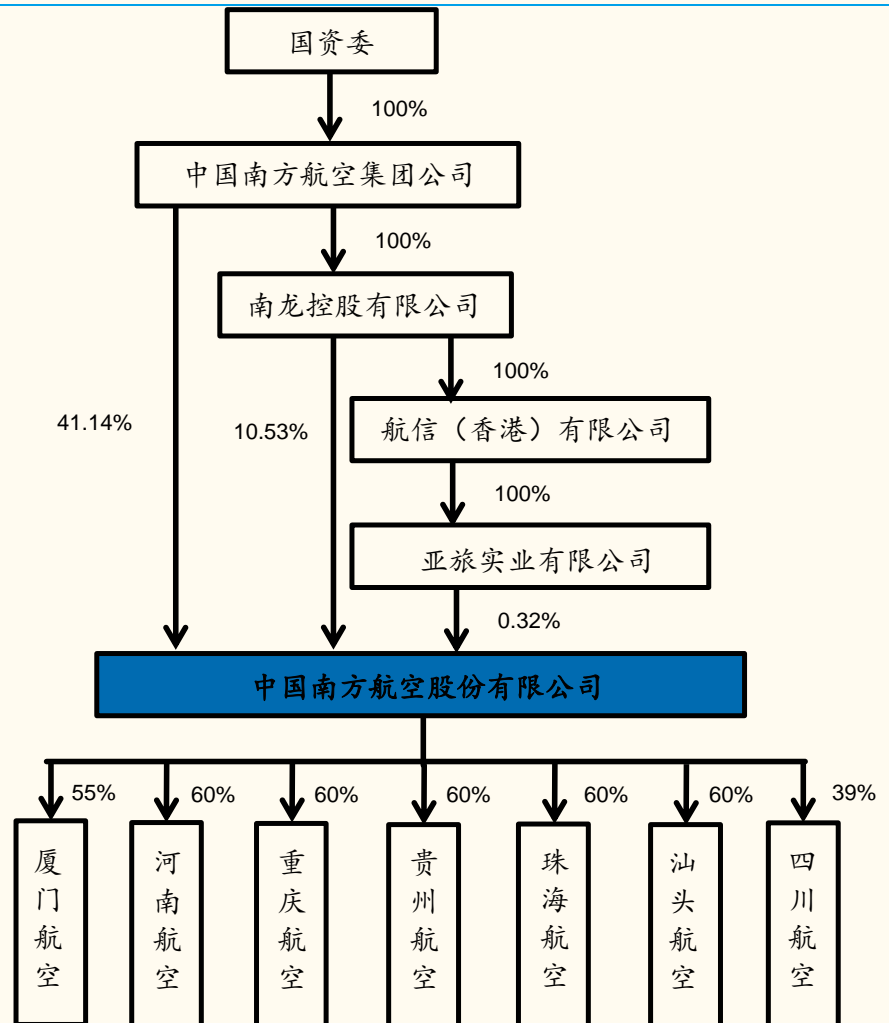
## 图表目录

图表 1：南方航空最新股权结构及主要控股参股公司示意图 .....	3
图表 2：南方航空混改正迎头赶上 .....	4
图表 3：广州机场国际线目的地比例 .....	5
图表 4：南方航空北美运力投放比例较低 .....	5
图表 5：2015 年四大航国际线需求大幅增长 .....	5
图表 6：2015 年四大航国际线运力投放力度加大 .....	5
图表 7：四大航 2016 年需求向国内线外溢 .....	6
图表 8：四大航 2016 年供给投放转向国内 .....	6
图表 9：2017 年一季度四大航国内客座率为近五年最高 .....	6
图表 10：南方航空国内市场份额领先 .....	7
图表 11：南方航空国内运力投放占比最高 .....	7
图表 12：南方航空国内收入占比最高 .....	7
图表 13：南航 2016H2 航空运输收入环比涨幅最大 .....	8
图表 14：南航 2016H2 收益水平最受益国内市场向好 .....	8
图表 15：2017Q1 国内旅客周转量增速南航领先 .....	9
图表 16：2017Q1 国内客座率南航同比增幅最高 .....	9
图表 17：南方航空北京市场占有率与中国国航相比较低 .....	9
图表 18：布伦特原油季度均价 2017Q1 后同比增幅缩窄 .....	10
图表 19：2016 年南方航空成本构成 .....	10
图表 21：美元兑人民币中间价季度涨跌幅 .....	11
图表 22：南方航空美元负债占比明显下降 .....	11
图表 24：南方航空与美国航司相比估值存在修复空间 .....	11
图表 25：南方航空 PB Band .....	11

### 早期重组兼并，成就国内第一大航司

- 1992年，中国民用航空局实施体制改革，中国南方航空公司成为自主经营、自负盈亏的经济实体，直属中国民用航空局，与民航广州管理局正式分离，并以广州作为主运营基地。
- 2000年，中国民用航空局将直接管理的10家航空公司，整合为中国三大航空集团：中国国际航空、中国东方航空和中国南方航空。公司自此进入重组兼并时期。南航在这一时期并入了中原航空和新疆航空，并先后增持了中国多家航空公司的股票。南方航空已成为厦门航空（55%）、河南航空（60%）、重庆航空（60%）、贵州航空（60%）、珠海航空（60%）、汕头航空（60%）等航空公司控股股东，并且是四川航空（39%）的股东之一。目前南方航空机队规模居亚洲第一，世界第四。
- 公司最终控制人为国有资产监督管理委员会，国资委通过全资拥有南航集团实现控股，合计持股比例达到51.99%。
- 近年来，南方航空大股东持股比例较为稳定。根据公司2016年年报，中国南方航空集团公司为控股股东，南方航空集团公司直接持有40.39亿普通股人民币股份，占总股本的41.14%。由中国南方航空集团公司全资控制的南龙控股有限公司持有10.34亿境外上市外资股份，占总股本的10.53%。香港中央结算（代理人）有限公司持外资股17.49亿股，占总股本17.82%。

图表 1：南方航空最新股权结构及主要控股参股公司示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

## 迎头赶上，欲借混改引入新活力

- 2016 年 12 月，中央经济工作会议明确提出混合所有制改革是国企改革的重要突破口，点名要在民航等领域迈出实质性步伐。2017 年是混改的落地之年和重点突破年，三大航作为民航业大型国企，再次成为混改关注焦点。
  - 国航和东航在混改领域成为先行者。中国国航早在 10 年前，已通过三次“星辰计划”与国泰航空交叉持股（目前国泰航空已持股国航 18.13% 股份）；2017 年 4 月公告，发改委同意控股股东中航集团进行航空货运物流混合所有制改革，具体实施可能涉及中国国航及其下属公司。东方航空于 2015 年 9 月 1 日，宣布达美航空向东航投资 4.5 亿美元并取得其 3.55% 股份，成为第三大外部股东；2016 年 4 月，东方航空宣布与携程达成战略合作，携程以 30 亿元定增东方航空；东航集团也是被列入首批混改“6+1”试点之一。
  - 南方航空作为国内最大航空公司，在混改领域正迎头赶上。首先在集团层面，2017 年 1 月，南航集团的年度工作会议提出，今年“将重点研究引入先进互联网企业、与全球行业领先者交叉持股或联合设立子公司等方式，推动混合所有制改革”。
- 3 月底，南方航空宣布，美国航空（American Airlines, Inc.）将投资约 15 亿港元认购南方航空 H 股，占总股本的 2.7%，开展代码共享、联运协议等一系列商务合作。此次引入境外资本，将再次成为我国航空业混改的里程碑事件。

**图表 2：南方航空混改正迎头赶上**

公司	时间	事件及意义
东方航空	2015.9	达美航空入股东航，向东航投资 4.5 亿美元并取得其 3.55% 股份，成为第三大外部股东，双方将开展深入合作。
	2016.1	被列入首批混改“6+1”试点之一，搭乘政策东风，有望进行产业整合，出台具体混改方案。
	2016.4	宣布与携程达成战略合作，携程以 30 亿元定增东方航空，在业务、股权、资本市场等领域进行全方位合作。
中国国航	2006-2010	通过“星辰计划”与国泰航空交叉持股，目前国泰航空已持股国航 18.13% 股份，并持有国货航 49% 的权益。
	2017.3	通过定增引入国企结构调整基金，混改信号明确，重新增强混改预期，踏上混改风口。
南方航空	2017.1	南航集团年度工作会议提出，今年将对推动混合所有制改革进行重点研究。
	2017.3	美国航空（American Airlines, Inc.）将投资约 15 亿港元认购南方航空 H 股，占总股本的 2.7%，开展代码共享、联运协议等一系列商务合作。

来源：公司公告，国金证券研究所

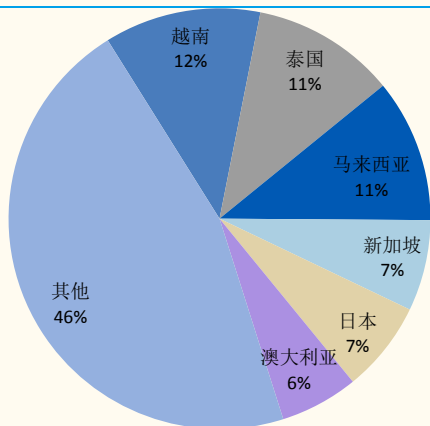
- 若此次增发完成，将为南方航空国际航线发展提供新的活力。随着近年我国人均收入水平的提升，出境游需求不断升温，公司开始向国际化网络型航空公司转型，并于 2007 年加入天合联盟。由于广州基地的客源和地理限制，南航国际线多为飞往澳洲和东南亚方向，北美长航线运力投放相比国航和东航较少。南方航空此次混改引入美国航空，将有利于促进北美航线网络无成本延伸、进行联程销售、以及国际黄金干线的联合运营，提高北美市场控制力和收益水平。

美国航空也是希望通过此次认购，更加深入的打开中国市场。美国航空是寰宇一家联盟的创始成员之一，也是世界最大的航空公司。在北美、加勒比海、南美和欧洲地区网络密集，但在中国航线的发展上，却比美联航和达美航空逊色。美国航空预计将借助入主南航，在中国市场后来者居上，迅速获得突破性进展。



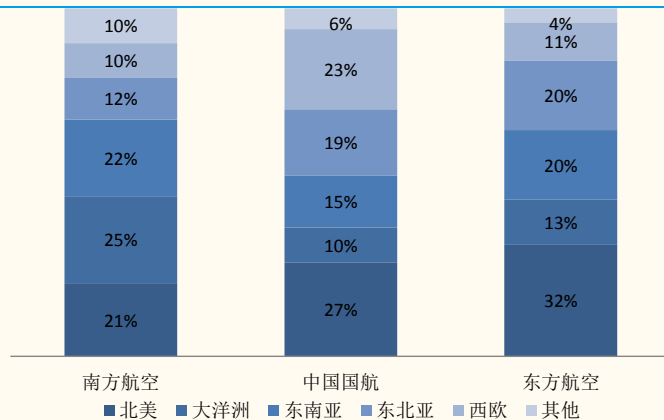
南方航空与美国航空分处两个不同的航空联盟，联手后，将结合联盟的自身资源优势，开展深度合作。长期来看，南航混改引入美航，势必重塑北美航线的市场格局。

图表 3：广州机场国际线目的地比例



来源：CAPA，国金证券研究所

图表 4：南方航空北美运力投放比例较低



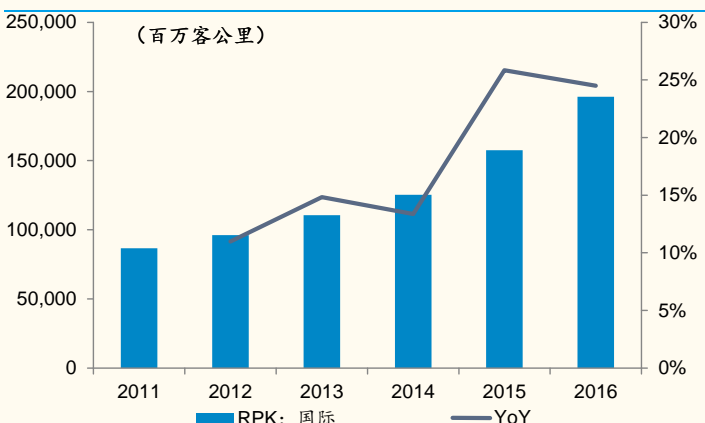
来源：CAPA，国金证券研究所

### 国际线需求回流，国内市场景气持续回升

- 2015 年，伴随航空消费属性增强，出境游爆发，国际航线成为民航业需求增长主要驱动因素。由于油价下滑，四大航（中国国航、东方航空、南方航空、海南航空）拥有更大空间向下调整票价，刺激了因私旅游出行需求，另外由于人民币升值以及各国签证政策趋松，出境游热潮爆发，国际航线需求增速明显高于国内需求增速和民航业整体需求增速。2015 年，四大航整体、国内、国际 RPK 增速分别为 13.2%、9.4%、25.8%。

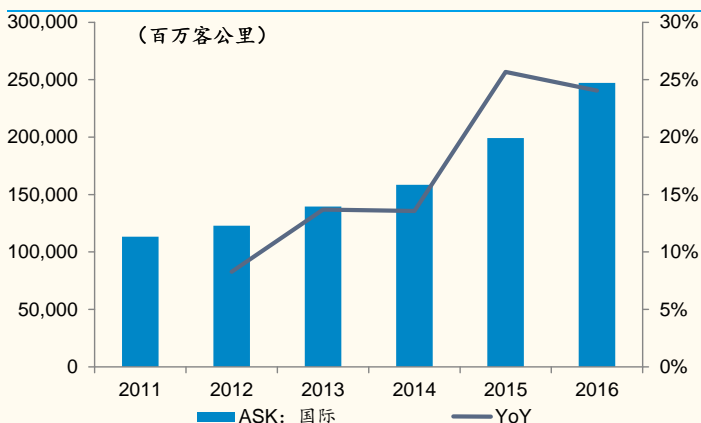
同时，由于油价较低，四大航纷纷加大国际线供给，将主要新增运力投放至国际航线，试图在较为优良的市场环境下，争夺国际航权，开拓国际市场。2015 年，四大航整体、国内、国际 ASK 增速分别为 12.2%、7.8%、25.7%。虽然国际线运力投放较快，但凭借需求的高速增长，国际市场客座率 79.1%，仍同比增长 0.1pts。

图表 5：2015 年四大航国际线需求大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2015 年四大航国际线运力投放力度加大



来源：公司公告，国金证券研究所

- 进入 2016 年下半年，航空供需结构开始发生变化。由于 2016 年人民币快速贬值、日本韩国等政治问题以及高基数效应，国际线需求增速开始下滑。供给端，由于油价开始缓慢上涨，长距离航线成本增加较快，各大航司无法毫无顾虑的投放国际长航线，另外国际航线市场占位也告一段落，国际线供给增速同样逐步下降。2016 年下半年，四大航国际线需求和供给同比分别增长 21.8%和 20.6%，增速同比分别下降 6.0pts 和 7.8pts。

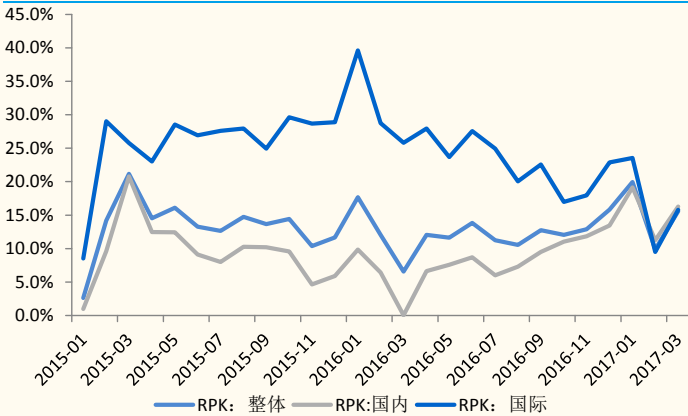
- 国际需求减少的同时，向国内航线产生了外溢，国内旅游出行一定程度上接过了维持航空需求的接力棒。2016年三季度旺季时，国内线需求同比增速开始进入上升通道，甚至在2016年底淡季时，推动航空整体需求增速上扬。

进入2017年一季度，国内航空需求继续转好，叠加运力的谨慎投放，推动了国内客座率的持续提升。2017年一季度，四大航客座率达到84.4%，同比增加2.5pts，这也是五年来同期最高值，国内航线景气度持续回升，并且幅度明显大幅国际航线。同期国际线客座率为80.3%，虽同样提升，但幅度略小，同比增加0.9pts。

由于在飞机起飞后空余座位的价值变为0，航空业所供给的产品不可储存，但是机场起降费用和人工成本基本固定。因此，客座率的提升能有效提高收入，摊薄单位成本，提高航空企业盈利能力。另外，客座率的提升如果是由供需关系造成，票价弹性也将体现，利好航空公司收入水平。

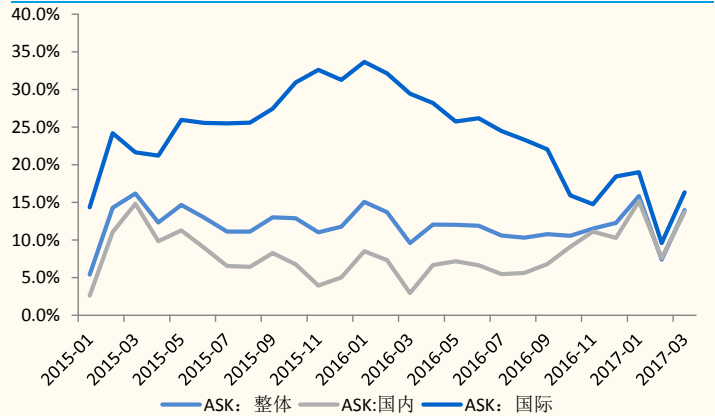
- 展望2017年，除去旅游需求维持高位，伴随2016年四季度以来PPI上涨，预计2017年我国经济有所回暖，二季度商务航空需求或将复苏，对2017年航空需求形成另一重要支撑。2017年一季度淡季后，国内需求有超预期可能，票价有望在旺季客座率上升时获得推动。

图表 7：四大航2016年需求向国内线外溢



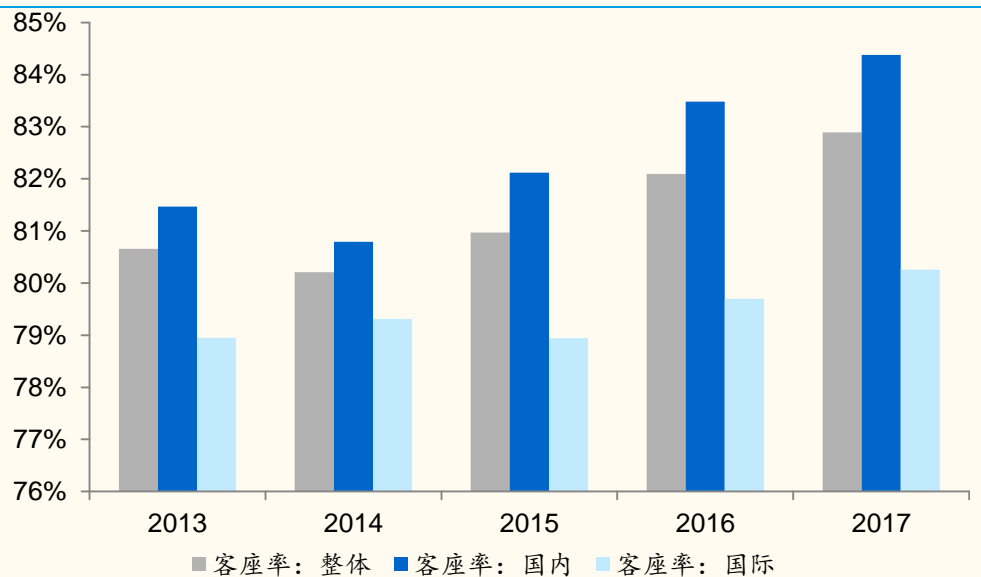
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：四大航2016年供给投放转向国内



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2017年一季度四大航国内客座率为近五年最高



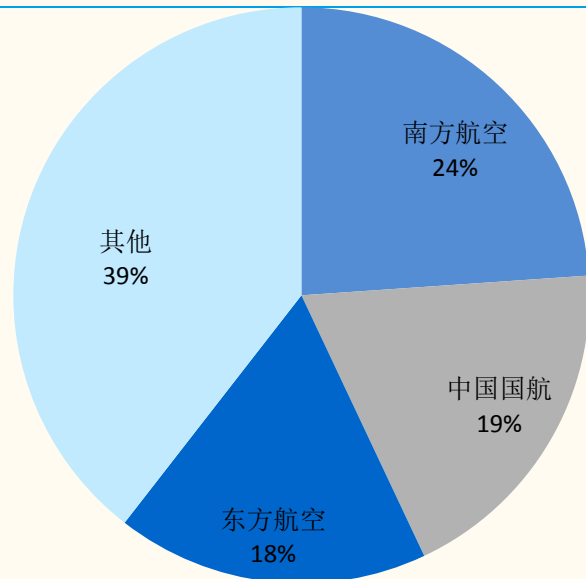
来源：Wind，国金证券研究所

### 国内航线领头羊，受益市场新趋势

- 在国内航空市场景气回升的新趋势下，南方航空由于国内线占比高，业绩将明显受益。
- 南方航空早期专注国内航线，在国内拥有广州、北京、乌鲁木齐、重庆四大枢纽基地，以基地为核心向周边辐射，打造了领先其他兄弟公司的国内市场份额。

从市场整体来看，在需求端，南方航空国内市场份额占有明显优势。从旅客周转量口径计算，占比达到 24%，高于中国国航的 19%和东方航空的 18%。国内市场的景气上行，南方航空将成为最大受益者。

图表 10：南方航空国内市场份额领先

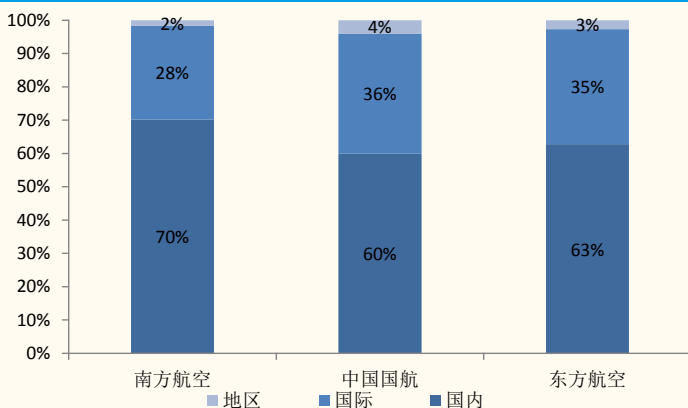


来源：Wind，国金证券研究所

- 从自身观察，国内市场同样是南方航空专注方向。
- 从运力投放角度看，虽然近年，公司为了卡位国际航线，加速投放国际航线，在国内线新增运力速度放缓，但国内 ASK 占比仍然高于国航和东航，达到 70%，国航和东航分别占比 60%和 63%。

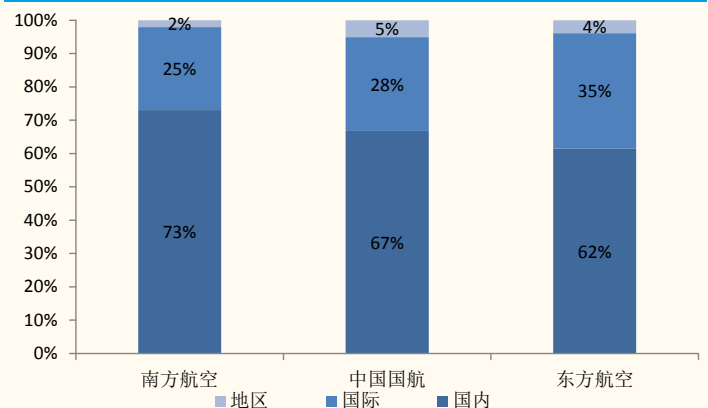
在收入端，国内市场一直是南方航空的主要业绩来源。2016 年，南方航空航空运输业务收入 1126.7 亿元，其中国内市场实现收入 822.6 亿元，占比 73%，同样高于国航和东航。

图表 11：南方航空国内运力投放占比最高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：南方航空国内收入占比最高

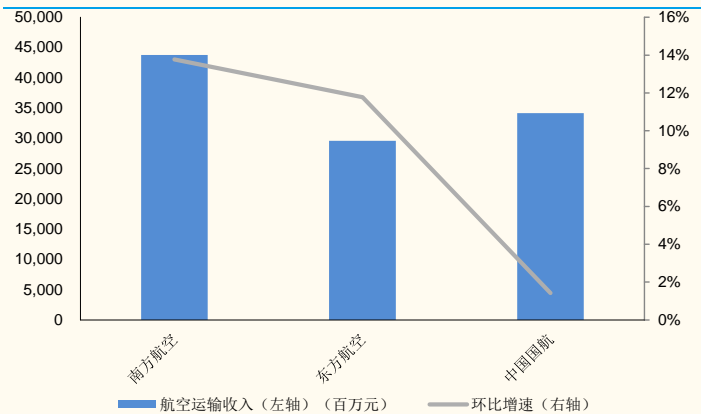


来源：公司公告，国金证券研究所

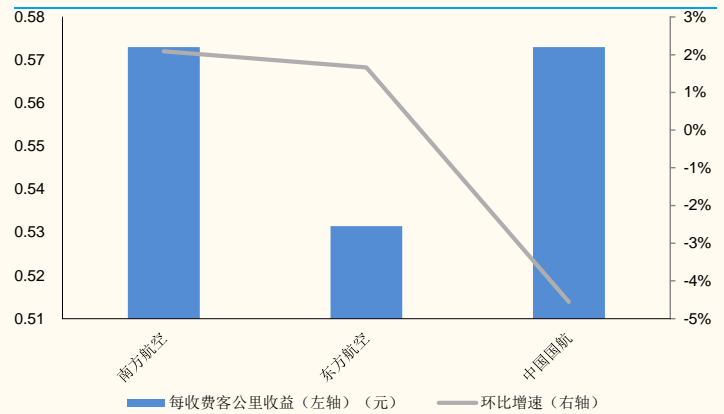
- 国内市场的高占比，使得南航成为国内场景气回升的最大受益者。2016年下半年国内场景气度开始回暖以来，南方航空国内主营业务收入和每收费客公里收益环比提升都最为明显。
- 2016年下半年，南方航空实现国内航空运输收入 437.8 亿元，环比增长 13.8%，而中国国航和东方航空环比分别增长 1.4%和 11.8%。可见在我国航空业客流回流国内的大趋势下，南方航空凭借自身国内市场较为完善布局网络，将对其业绩产生更大利好。
- 若将 2016 年国内航空运输收入分解，我们发现，南方航空的旅客周转量和每收费客公里收益环比提升幅度，在三大航里均处于领先地位。2016 年下半年，南方航空完成国内旅客周转量 764 亿人公里，环比增长 11.4%，而中国国航和东方航空分别环比增长 6.3%和 9.9%；另一方面，南方航空 2016 年下半年，国内每收费客公里收益 0.57 元，环比增长 2.1%，而中国国航环比下降 4.6%，东方航空环比增长 1.7%。

从三大航 2016 年下半年，国内航空运输收入，以及量价拆分的环比数据比较来看，当国内市场向上时，南方航空周转量和业绩弹性最大。

图表 13: 南航 2016H2 航空运输收入环比涨幅最大



图表 14: 南航 2016H2 收益水平最受益国内市场向好



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

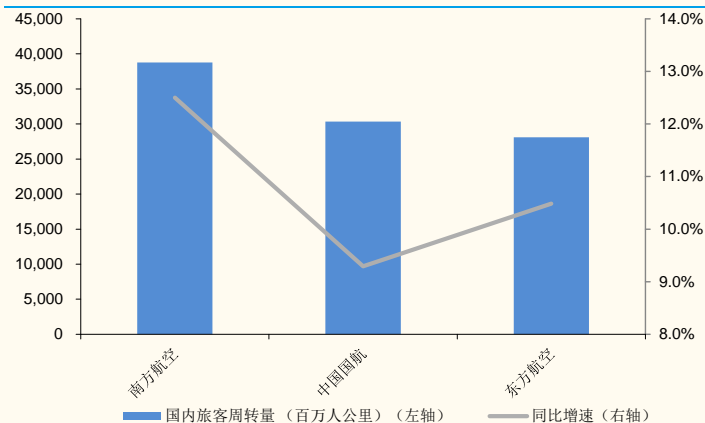
- 进入 2017 年一季度，伴随国内市场持续向好，南方航空同样继续受益。由于南方航空国内线布局充分，在 2017 年一季度享受了行业带来的需求高速增长，国内旅客周转量同比增长 12.5%，在三大航里处于领先地位，中国国航和东方航空同比分别增长 9.3%和 10.5%。良好的需求，也推动了客座率的快速提升，南航 2017 年客座率同比提升 3.4pts，高于中国国航和东方航空 1.7pts 和 1.3pts。

从 2017 年一季度营业收入来看，南方航空受益自身国内航线领头羊地位也可见一斑，营业收入同比增速达到 10.6%，高于中国国航和东方航空 0.8pts 和 6.3pts。

- 2017 年一季度淡季后，伴随商务需求复苏，预计国内航空业将迎来量价齐升，南方航空将成为最大受益者，继续享受国内场景气回升的红利，业绩高速增长可期。

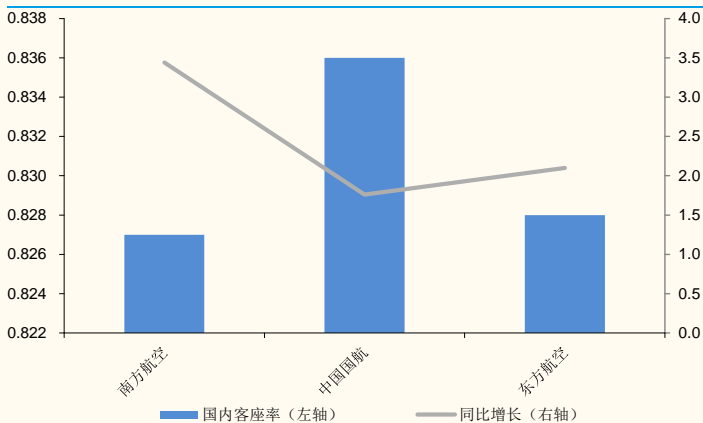


图表 15: 2017Q1 国内旅客周转量增速南航领先



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 2017Q1 国内客座率南航同比增幅最高

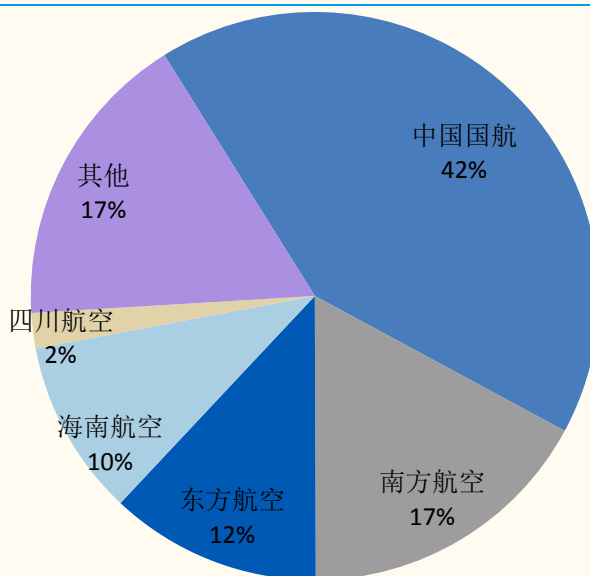


来源: Wind, 国金证券研究所

### 搬迁北京二机场, 南航迎来发展新机遇

- 北京首都机场虽然是南方航空基地之一, 但在首都机场的市场占有率较低, 以 2016 年座位口径计算, 大约为 17%, 即 1605 万人次, 与中国国航相比相差不少。北京作为我国首都和政治文化中心, 客流量充沛, 客源质量优良, 航空公司得北京者得天下。中国国航在首都机场市场份额具有统治地位, 且较为稳定, 南方航空若要维持国内市场领先地位, 北京市场急需得到提高。
- 北京二机场的建设, 一期工程航站楼预计 2019 年投产, 一期工程预计 2025 年全部投产使用, 产能达到 7200 万人次, 将给予南方航空在北京市场发展良机。南方航空作为天合联盟成员, 将承担约新机场 40% 的旅客流量, 即南方航空将承担约 2880 万人次, 在北京市场旅客人次年复合增长率将达到 10.2%。长期增长空间显著, 南方航空将大幅受益北京新机场投入使用。

图表 17: 南方航空北京市场占有率与中国国航相比较低



来源: CAPA, 国金证券研究所

### 油价和汇率对业绩扰动减弱

- 影响油价波动的因素错综复杂, 与全球经济和政治相关, 不受航空公司控制, 预测油价非常困难, 油价波动风险也是航空公司业绩重要风险之一。虽然各大航空公司重视绿色发展, 采取各种节能减排措施, 但伴随航空公

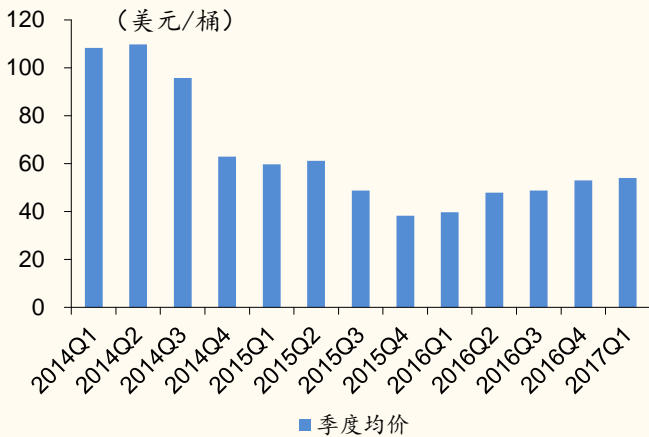
司供给的投放，耗油量也随之不断提升。南方航空由于机队规模体量最大，供给水平最高，2016年总耗油量达到731万吨，在我国航空业内最高，同比增长8.0%，与供给增速8.2%相仿。

- 2016年油价处于低位的背景下，南方航空航空油料成本占比营业成本仍然达到24.7%。因为主营业务成本中其他成本较为刚性，航空煤油价格波动会主营业务成本的变化，并且航空公司净利率较低，同时将引起公司利润大幅反向变动。

2017年一季度，由于布伦特原油均价同比上涨55%，造成航司燃油成本压力巨大，南方航空营业成本264.0亿元，同增21.0%，快于营收增速，导致毛利率同比下降7.3%。公司最终实现营业利润18.4亿元，同比减少48.0%，归母净利润同样大幅下滑，同比减少42.4%。2017年一季度后，油价将企稳，若布伦特原油以55美元/桶为中枢窄幅震荡，二、三、四季度油价同比增幅将分别减少至17%、17%、8%，燃油成本压力有望边际改善。

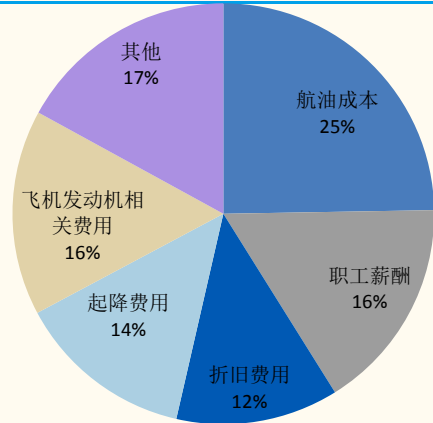
- 由于油价对于航空公司业绩影响较大，我们测算了油价变动对于南方航空净利润的敏感性。在2017年布伦特油价中枢55美元/桶的假设下，若油价变动5%，中国国航净利润敏感性为12.8%，相较2016年公司公布的23.5%有所降低。

图表 18: 布伦特原油季度均价2017Q1后同比增幅缩窄



来源: Wind, 国金证券研究所

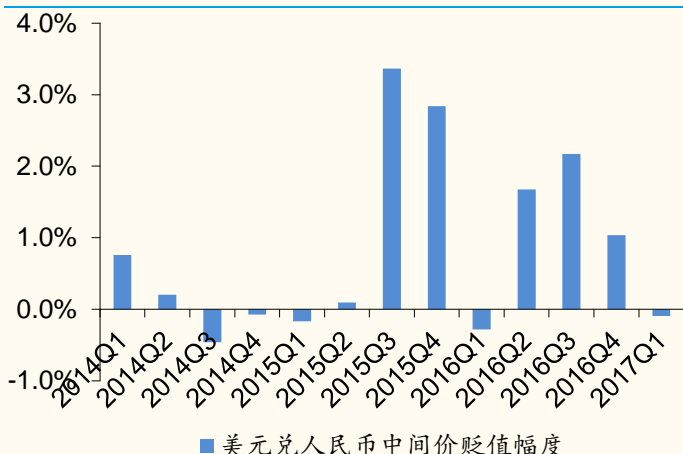
图表 19: 2016年南方航空成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

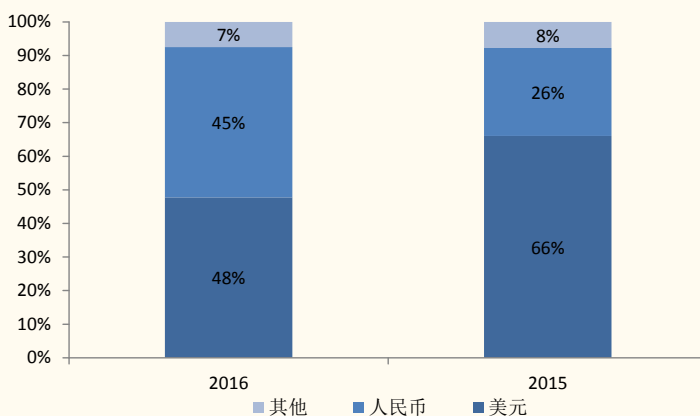
- 汇率是另一项影响航空公司净利润的重要因素。航空公司采购飞机时，主要通过美元结算，造成美元负债在总负债中占比较高。当存在美元净债务时，若人民币贬值，汇兑损失将对净利润产生重要影响。由于2015年下半年以来，人民币快速贬值，南方航空开始改变负债币种结构，通过自有外币资金偿还美元债、境外债务置换等方式减少存量的美元债务，外币贷款规模明显缩减。截止2016年，美元负债比例由2015年末66.1%下降到47.8%，试图降低汇率波动风险。
- 2016年人民币兑美元汇率贬值约6.8%，虽然幅度较2015年6.1%更大，但由于美元负债比例的减少，南方航空2016年汇兑净损失为32.66亿元，同比减少24.36亿元。预计2017年人民币兑美元汇率企稳，叠加美元负债占比继续下降，汇兑损失预计将同比继续降低。
- 我们测算了汇率变动对于中国国航净利润的敏感性。若人民币兑美元汇率变动1%，中国国航净利润敏感性为2.6%，相较2016年公司公布的6.0%同样有所降低。

图表 20: 美元兑人民币中间价季度涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 南方航空美元负债占比明显下降



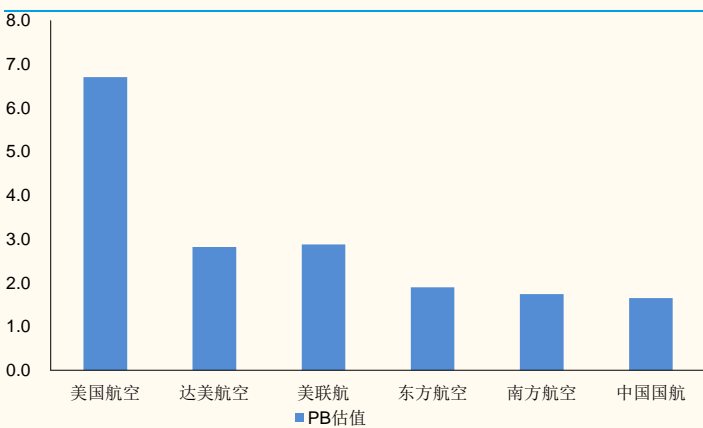
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 估值

- 目前, 南方航空 PB 估值 1.75 倍左右, 对比自身历史, 除去 2013-2014 年行业低谷, PB 估值处于低位。并且与美国寡头垄断航空公司比较, 估值水平更是有较大差距, 美国航司在 2009 年后, 进入强势盈利周期, 盈利持续得到改善后, 使得股价连创新高, PB 普遍达到 2.8 倍以上。

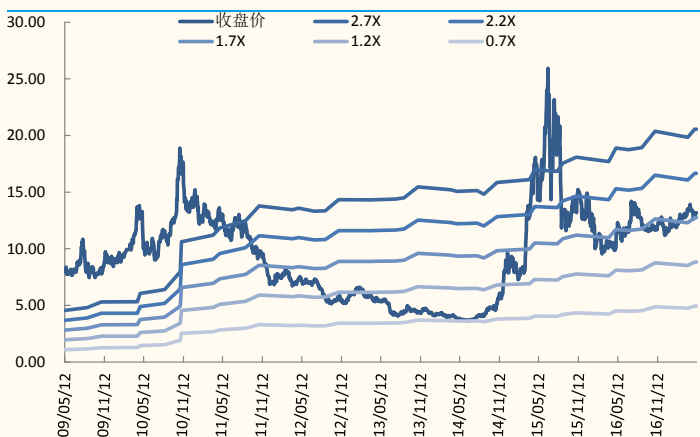
2017 年一季度南航业绩下滑严重, 但在二、三季度, 伴随旺季到来、国内市场景气度持续复苏、油价汇率利空因素出尽的环境下, 南方航空业绩预计将迎来改善, 存在估值修复的空间。

图表 22: 南方航空与美国航司相比估值存在修复空间



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 南方航空 PB Band



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 盈利预测

- 出行需求 (RPK): 近期国内需求有上升态势, 南方航空将享受国内需求向好的红利; 国际航线预计略有放缓, 整体航空需求将维持高位。2017~2019 年整体 RPK 增速为 10.3%、10.4%、7.8%; 国内线 RPK 增速为 10.0%、10.0%、7.0%; 国际线 RPK 增速 12.0%、12.0%、10.0%。
- 运力投放 (ASK): 预计南航会继续将一部分新增运力投放至国内线, 满足旅客回流的趋势, 国际线航权抢夺告一段落, 增速将缓慢下滑。2017~2019 年整体 ASK 增速为 9.2%、9.2%、7.1%; 国内线 ASK 增速为 9.0%、9.0%、6.0%; 国际线 ASK 增速 10.0%、10.0%、10.0%。
- 客公里收益: 公司收益水平将随国内线景气度回升而提高, 预计 2017 年国内线将小幅上涨, 国际线降幅会收窄。

- 燃油成本：假设 2017-2019 年的全年油价均价分别上涨 28%、6%、3%。
- 基于以上假设，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.70 元、0.77 元、0.84 元，对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 宏观经济放缓超预期，油价人民币大幅波动，民航运力供给超预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	108,313	111,467	114,792	125,281	138,524	149,239	货币资金	18,306	5,444	4,855	4,500	4,500	4,500
增长率		2.9%	3.0%	9.1%	10.6%	7.7%	应收账款	5,179	4,202	4,427	4,713	5,108	5,430
主营业务成本	-95,151	-91,382	-96,359	-104,732	-115,982	-124,815	存货	1,661	1,606	1,588	1,722	1,907	2,052
%销售收入	87.8%	82.0%	83.9%	83.6%	83.7%	83.6%	其他流动资产	2,694	3,166	2,894	3,072	3,241	3,373
毛利	13,162	20,085	18,433	20,549	22,542	24,424	流动资产	27,840	14,418	13,764	14,006	14,756	15,355
%销售收入	12.2%	18.0%	16.1%	16.4%	16.3%	16.4%	%总资产	14.7%	7.7%	6.9%	6.6%	6.6%	6.5%
营业税金及附加	-188	-274	-245	-263	-291	-313	长期投资	3,636	4,200	5,174	5,975	6,774	7,574
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	153,899	162,692	176,082	187,256	197,900	207,270
营业费用	-7,947	-7,081	-6,402	-7,141	-7,896	-8,507	%总资产	81.1%	87.4%	87.8%	88.0%	87.9%	87.8%
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	无形资产	3,277	3,529	3,720	3,856	3,954	4,062
管理费用	-2,582	-2,754	-3,064	-3,132	-3,463	-3,731	非流动资产	161,857	171,832	186,697	198,886	210,428	220,705
%销售收入	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	85.3%	92.3%	93.1%	93.4%	93.4%	93.5%
息税前利润 (EBIT)	2,445	9,976	8,722	10,013	10,892	11,873	<b>资产总计</b>	<b>189,697</b>	<b>186,250</b>	<b>200,461</b>	<b>212,892</b>	<b>225,183</b>	<b>236,060</b>
%销售收入	2.3%	8.9%	7.6%	8.0%	7.9%	8.0%	短期借款	25,131	29,447	14,754	26,426	27,556	26,950
财务费用	-2,251	-7,826	-5,836	-3,099	-2,987	-2,843	应付款项	16,542	17,883	18,170	19,367	21,447	23,081
%销售收入	2.1%	7.0%	5.1%	2.5%	2.2%	1.9%	其他流动负债	12,413	18,206	35,008	24,144	24,588	24,938
资产减值损失	-205	-108	-130	-93	-112	-89	流动负债	54,086	65,536	67,932	69,937	73,591	74,969
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	42,066	12,884	1,069	2,069	3,069	4,069
投资收益	416	582	717	700	700	700	其他长期负债	49,271	58,257	76,752	79,049	79,049	79,049
%税前利润	13.4%	9.2%	9.4%	6.7%	6.1%	5.5%	<b>负债</b>	<b>145,423</b>	<b>136,677</b>	<b>145,753</b>	<b>151,055</b>	<b>155,709</b>	<b>158,087</b>
营业利润	405	2,624	3,473	7,521	8,493	9,641	普通股股东权益	35,554	38,966	43,181	49,310	55,848	63,146
营业利润率	0.4%	2.4%	3.0%	6.0%	6.1%	6.5%	少数股东权益	8,720	10,607	11,527	12,527	13,627	14,827
营业外收支	2,690	3,717	4,174	3,000	3,000	3,000	<b>负债股东权益合计</b>	<b>189,697</b>	<b>186,250</b>	<b>200,461</b>	<b>212,892</b>	<b>225,183</b>	<b>236,060</b>
税前利润	3,095	6,341	7,647	10,521	11,493	12,641	<b>比率分析</b>						
利润率	2.9%	5.7%	6.7%	8.4%	8.3%	8.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-677	-1,355	-1,759	-2,630	-2,873	-3,160	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.9%	21.4%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.181	0.392	0.515	0.702	0.766	0.843
净利润	2,418	4,986	5,888	7,891	8,620	9,480	每股净资产	3.621	3.969	4.398	5.022	5.688	6.432
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,100	1,200	每股经营现金净流	1.482	2.492	2.403	0.982	2.427	2.591
归属于母公司的净利润	1,773	3,851	5,055	6,891	7,520	8,280	每股股利	0.040	0.080	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	1.6%	3.5%	4.4%	5.5%	5.4%	5.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.99%	9.88%	11.71%	13.97%	13.46%	13.11%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	0.93%	2.07%	2.52%	3.24%	3.34%	3.51%
净利润	2,418	4,986	5,888	7,891	8,620	9,480	投入资本收益率	1.70%	8.18%	7.54%	6.90%	6.89%	6.98%
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,100	1,200	<b>增长率</b>						
非现金支出	11,125	12,012	12,809	13,324	14,629	15,889	主营业务收入增长率	10.38%	2.91%	2.98%	9.14%	10.57%	7.74%
非经营收益	1,686	6,042	3,642	-1,223	-1,078	-1,227	EBIT增长率	847.67%	308.02%	-12.57%	14.80%	8.78%	9.01%
营运资金变动	-674	1,431	1,256	-10,351	1,661	1,296	净利润增长率	-6.44%	117.20%	31.26%	36.31%	9.13%	10.12%
经营活动现金净流	14,555	24,471	23,595	9,641	23,832	25,439	总资产增长率	14.87%	-1.82%	7.63%	6.20%	5.77%	4.83%
资本开支	-6,621	-8,561	-15,863	-21,541	-22,258	-22,277	<b>资产管理能力</b>						
投资	-657	-109	-432	-801	-800	-800	应收账款周转天数	8.3	8.7	8.9	9.0	9.0	9.0
其他	459	399	293	700	700	700	存货周转天数	6.3	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
投资活动现金净流	-6,819	-8,271	-16,002	-21,642	-22,358	-22,377	应付账款周转天数	42.7	46.5	47.5	48.0	48.0	48.0
股权募资	108	1,360	260	0	0	0	固定资产周转天数	451.6	466.5	465.5	432.1	392.5	362.8
债权募资	290	-28,251	-7,475	14,956	2,130	393	<b>偿债能力</b>						
其他	-2,989	-2,710	-3,630	-3,310	-3,604	-3,455	净负债/股东权益	110.43%	80.46%	52.38%	67.41%	63.07%	56.70%
筹资活动现金净流	-2,591	-29,601	-10,845	11,646	-1,474	-3,061	EBIT利息保障倍数	1.1	1.3	1.5	3.2	3.6	4.2
现金净流量	5,145	-13,401	-3,252	-355	0	0	资产负债率	76.66%	73.38%	72.71%	70.95%	69.15%	66.97%

来源：公司年报、国金证券研究所



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
买入	0	0	0	2	5
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	1.70

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	2015-08-31	增持	8.19	N/A
2	2016-03-31	增持	6.33	7.00~8.00
3	2016-06-01	买入	6.84	9.00~11.00
4	2016-08-30	买入	7.69	N/A
5	2016-10-31	买入	7.09	N/A
6	2017-03-28	买入	7.88	N/A
7	2017-03-31	买入	8.20	N/A
8	2017-05-02	买入	7.70	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户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。

**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 7BD