



2017 年 03 月 29 日

增持(首次评级)

当前价: 7.94 元

目标价: 9 - 元

联讯交运及设备行业

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

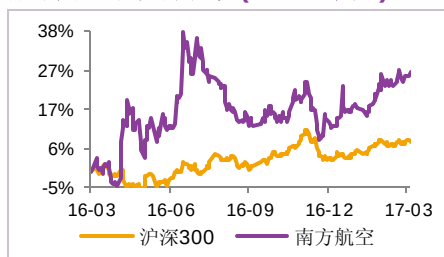
研究助理: 牛永涛

邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	111467	115045	122212	132295
(+/-)	2.91%	3.21%	6.23%	8.25%
归母净利润	3851	5642	5996	7097
(+/-)	117.20	46.52%	6.27%	18.35%
EPS(元)	0.39	0.57	0.61	0.72
P/E	20.24	13.82	13.00	10.98

资料来源: 联讯证券研究院

南方航空(600029.SH)

【联讯交运事件点评】南方航空：牵手美航，强强合作，混改在路上

投资要点

✧ 事件:

公司公告称, 于 2017 年 3 月 27 日在广州市与美国航空签署了《股份认购协议》。根据协议, 美国航空将以 15.53 亿港元认购公司新发行的 H 股股票 2.71 亿股, 发行价格为 5.74 港元/股。H 股发行完成后, 美国航空持股占本公司 H 股股本的约 8.83% 及全部股本的约 2.68%。同时, 公司与美国航空签署了《框架协议》以及系列商务合作协议。

✧ 南航牵手美航合作动因分析:

目前, 国内航空业的格局是: 三大国有航空公司国航、东航、南航和近年快速增长的海航的第一梯队; 春秋、吉祥等民营航空公司的第二梯队; 其他国际航空公司的第三梯队。中国民航业尤其是在国内航线上竞争激烈, 四大航空公司占据了 88.4% 的市场份额, 其中国航 RTK 占全行业的 27.6%, 南航占比 26.3%, 东航占比 20.9%, 海航占比 13.6%。

面对日益激烈的国内市场竞争, 各大航纷纷将眼光放到国际市场上, 近年来愈加重视国际航线的运营。年报显示, 2015 年南航国际航线营收占比约为 23.6% (增加 2.09 个百分点), 国际业务占比逐年提高。但是南航在国际航线上, 竞争力仍不足。南航以广州为基地, 搭建“广州之路”(Canton Route) 国际航空枢纽, 由于地理位置原因和较早进入澳洲市场, 南航的国际航线主要在东南亚、南亚和澳洲, 对于北美和欧洲市场竞争力不足。由此可见, 南航在国际上尤其是北美和欧洲寻求合作伙伴是当务之急。

就中美市场格局来说, 联合航空市场份额 29%, 国航市场份额 22%, 东航市场份额 15%, 达美航市场份额 11%, 美航市场份额 9%, 南航市场份额 6%, 海航市场份额 4%, 这是 2014 年的数据, 随着中方持续增加中美航线运力投入, 近年中方市场份额呈上升趋势, 此长彼消下美方市场份额下降。此次南航和美航合作, 有利于充分发挥自身优势, 促进双方共同发展, 大大提高双方市场份额, 无疑是较大利好。

对于南航来说, “南航+美航”的合作有利于开拓国际市场, 通过航线代码共享, 提高国际市场份额, 有助于增强公司在全球航空市场的竞争力和影响力, 为实现建设世界一流航空产业集团的战略目标奠定坚实基础。

对于美航来说, 北京机场被国航和美联航把持, 上海机场被东航和达美航把持, 在北京和上海的发展空间有限, 而广州属于南航的大本营, 在南方有较好的竞争格局, 此次牵手合作, 有利于美航打开国内市场, 提升市场份额。

✧ 南航混改虽早有预期, 但也有意料之外:

实际上, 早在 2015 年 9 月, 国务院就发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》, 圈定了电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大



领域开展混改试点。同年 12 月，国资委将七大领域进一步缩小，在“民航、电信、军工等领域推动混合所有制改革试点”。

国航今年三月完成定增发行，募集资金 112 亿元。我们注意到中国国有企业结构调整基金股份有限公司成为了国航的第七大股东。我们认为这意味着国航混改已成为板上钉钉，国改基金的注资将帮助国航推进混改进程，在战略资源整合和投资并购等方面发展。

东航 2015 年 7 月与达美航合签署了《认购协议》，达美航以 34.9 亿港元（约合人民币 27.5 亿元）认购东航 4.66 亿 H 股，占认股后 H 股股本的 10%，占总股本的 3.55%。双方达成合作之后，就中美市场而言，东航与达美航的联合市场份额达到已 26%，提高了竞争力和影响力。

在国内第一梯队的三大国有航空公司中，国航和东航都已有动作，只有南航尚未敲定，因此，此次与美航合作也是预料之中的事。但南航属于天合联盟成员，而美航属于寰宇一家成员，此次双方的跨盟合作略有超出预期。

✧ 与美航合作，“门当户对”：

美国航空是美国航空集团公司的全资子公司。美航每天有近 6,700 个航班飞往 50 多个国家的近 350 个目的地，是全球最大的航空公司，也是寰宇一家联盟的发起成员。截至 2016 年末，美国航空主机队规模达 930 架，在美国拥有九座枢纽：夏洛特、芝加哥、达拉斯/沃斯堡、洛杉矶、迈阿密、纽约、费城、凤凰城和华盛顿，航线网络遍布全球。

而南航是国内三大国有航空公司之一，是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，公司共有客货运输飞机 667 架，机队规模亚洲第一。南航每天有 2500 多个航班飞至全球 38 个国家和地区，261 个目的地。总部在广州，拥有新疆、北京、深圳、海南等 15 家分公司和厦门航空、汕头航空、珠海航空等 6 家主要附属公司；在东京、洛杉矶、纽约、伦敦等地设有 67 个国外办事处。

南航和美航规模体量相当，“门当户对”成为合作共赢的重要基础。参考东航的混改经验，2015 年达美航入股后，共实现 9 条国际航线和 116 条国内航线的代码共享。而南航和美航的后续的协作，将有助于提升枢纽机场运营能力，缩短中转衔接时间，在仓位共享和联合销售等领域展开合作，提升公司竞争力。

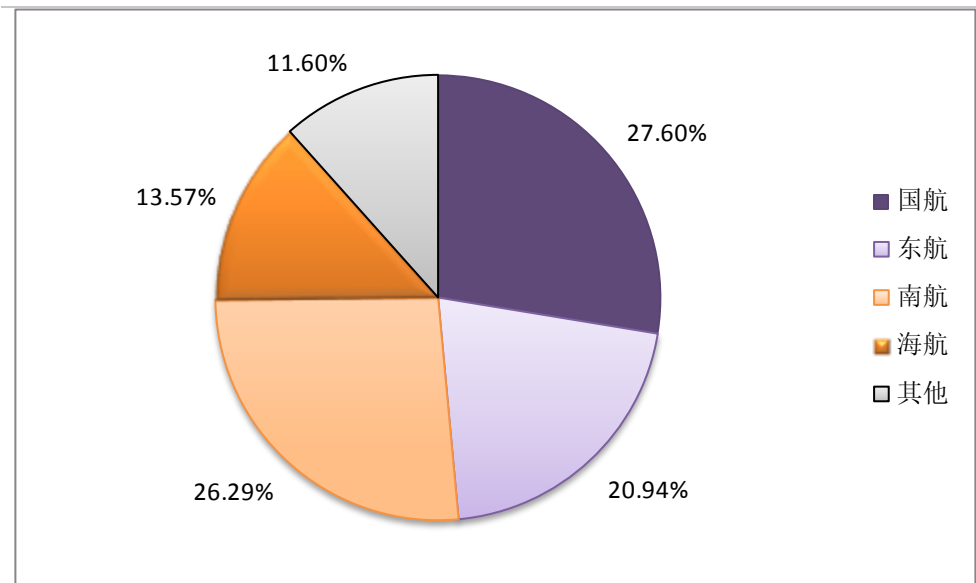
✧ 盈利与预测

根据公司今年 1、2 月主要运营数据显示，公司国内和国外客座率都有较大幅度提升（同比+3.97pct），我们认为在国内外基建带动下，民航需求有望进一步提高。预计公司 2016~2018 年归母净利润为 56.42 亿元、59.96 亿元、70.97 亿元，对应 EPS 为 0.57 元、0.61 元、0.72 元。秉持谨慎原则，给予 2017 年 15 倍 PE 的估值，目标价 9 元，给予“增持”评级。

✧ **风险提示：**油价上涨的风险；汇兑损失的风险；航线竞争加剧的风险。



图表 1: 2015 年各航空集团运输周转量比重



资料来源: 中国民用航空局, 联讯证券研究院

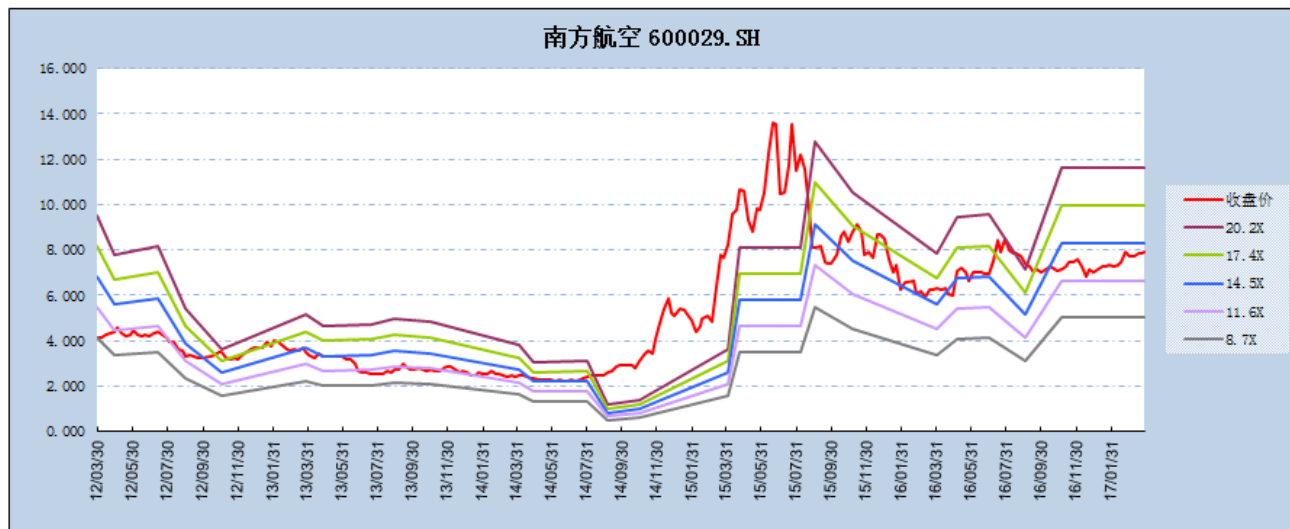
图表 2: 2005-2014 年 (1-11 月) 中美航线数据

航空公司	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (1-11月)
联合航空	53%	49%	50%	49%	49%	45%	41%	37%	32%	29%
国航	23%	24%	22%	22%	22%	20%	17%	18%	19%	22%
东航	14%	12%	13%	10%	11%	13%	12%	12%	14%	15%
达美航空	4%	3%	3%	8%	7%	8%	11%	10%	11%	11%
美航		5%	6%	6%	6%	8%	11%	11%	10%	9%
南航	6%	6%	5%	3%	3%	4%	4%	5%	7%	6%
海航				1%	2%	2%	2%	3%	3%	4%
川航							2%	4%	3%	3%

资料来源: 网络公开资料, 联讯证券研究院

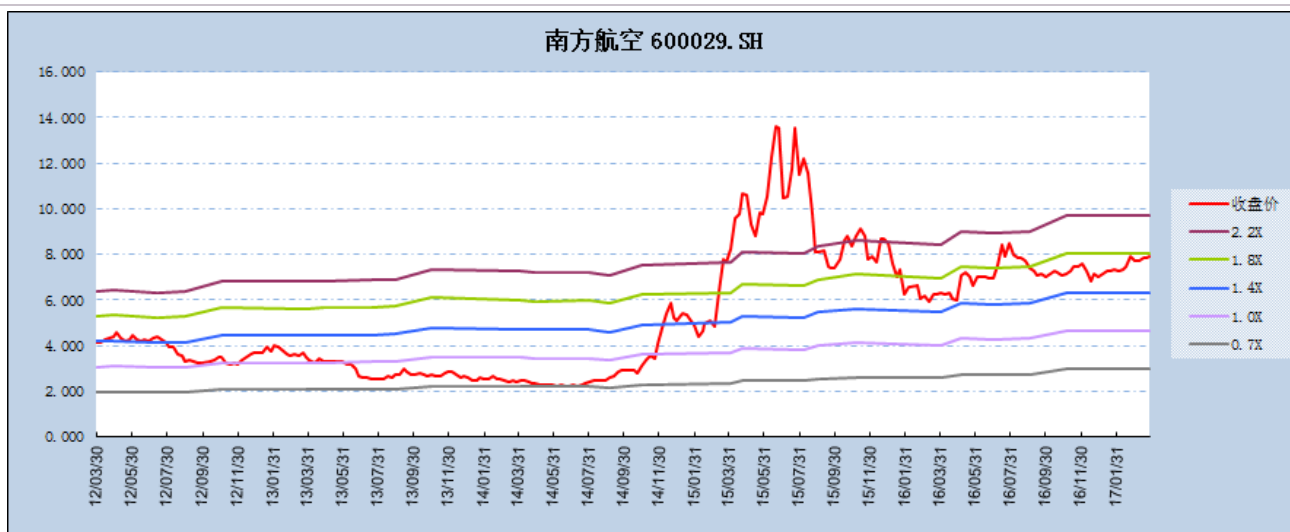


图表 3: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 4: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,418	15,860	17,446	19,190	经营活动现金流	25,713	26,999	28,349	29,766
现金	5,444	7,391	10,084	13,575	净利润	4,986	6,814	7,241	8,444
应收账款	2,592	2,675	2,761	2,850	折旧摊销	12,012	12,398	12,796	13,206
其它应收款	1,610	1,662	1,715	1,770	财务费用	7,826	5,488	5,585	5,781
预付账款	1,279	1,320	1,362	1,406	投资损失	-582	-601	-620	-640
存货	1,606	1,658	1,711	1,766	营运资金变动	-24,872	-1,835	-1,855	-1,868
其他	1,887	1,154	-188	-2,176	其它	26,343	4,735	5,202	4,843
非流动资产	171,832	177,348	183,041	188,916	投资活动现金流	-8,271	-8,536	-8,811	-9,093
长期投资	3,453	3,564	3,678	3,796	资本支出	11,757	12,135	12,524	12,926
固定资产	142,454	147,027	151,746	156,617	长期投资	3,453	3,564	3,678	3,796
无形资产	2,889	2,982	3,077	3,176	其他	-23,481	-24,235	-25,013	-25,816
其他	23,036	23,775	24,539	25,326	筹资活动现金流	-30,027	-16,515	-16,845	-17,182
资产总计	186,250	193,208	200,486	208,107	短期借款	19,483	7,793	8,573	9,430
流动负债	65,536	68,813	72,253	75,866	长期借款	12,884	13,528	14,205	14,915
短期借款	19,483	7,793	8,573	9,430	其他	-62,394	-37,836	-39,622	-41,527
应付账款	12,077	12,465	12,865	13,278	现金净增加额	-12,585	1,947	2,693	3,491
其他	33,976	48,555	50,816	53,159					
非流动负债	71,141	74,698	78,433	82,355	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	12,884	13,528	14,205	14,915	成长能力				
其他	58,257	61,170	64,228	67,440	营业收入	2.91%	3.21%	6.23%	8.25%
负债合计	136,677	143,511	150,686	158,221	营业利润	547.90%	100.76%	7.02%	15.19%
少数股东权益	10,607	10,947	11,299	11,662	归属母公司净利润	117.20%	46.52%	6.27%	18.35%
归属母公司股东权益	38,966	38,749	38,501	38,224	获利能力				
负债和股东权益	186,250	193,208	200,486	208,107	毛利率	18.02%	18.02%	17.86%	17.93%
					净利率	3.45%	4.90%	4.91%	5.36%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	10.63%	13.73%	14.55%	16.94%
营业收入	111,467	115,045	122,212	132,295	ROIC	3.78%	4.92%	5.02%	5.66%
营业成本	91,382	94,315	100,386	108,572	偿债能力				
营业税金及附加	274	283	301	326	资产负债率	73.38%	74.28%	75.16%	76.03%
营业费用	7,081	7,305	7,760	8,401	流动比率	22.00%	23.05%	24.15%	25.30%
管理费用	2,754	2,738	2,909	3,149	速动比率	19.55%	20.64%	21.78%	22.97%
财务费用	7,826	5,488	5,585	5,781					
资产减值损失	108	113	122	135	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.61	0.62	0.65
投资净收益	582	466	489	562	应收账款周转率	42.09	43.68	44.96	47.16
营业利润	2,624	5,268	5,638	6,494	应付账款周转率	7.85	7.69	7.93	8.31
营业外收入	3,814	3,051	3,204	3,684	每股指标(元)				
营业外支出	97	102	110	121	每股收益	0.39	0.57	0.61	0.72
利润总额	6,341	8,217	8,732	10,058	每股经营现金	2.62	2.75	2.89	3.03
所得税	1,355	1,404	1,491	1,614	每股净资产	5.05	5.06	5.07	5.08
净利润	4,986	6,814	7,241	8,444	估值比率				
少数股东损益	1,135	1,171	1,244	1,347	P/E	20.24	13.82	13.00	10.98
归属母公司净利润	3,851	5,642	5,996	7,097	P/B	1.57	1.57	1.57	1.56
EBITDA	21,970	17,666	18,433	19,701	EV/EBITDA	9.52	12.12	11.86	11.30
EPS（元）	0.39	0.57	0.61	0.72					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com