

供给结构改善，业绩弹性释放

——南方航空（600029）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 主营业务保持高增长，经营数据领先行业

近年来，公司飞机运营服务收入稳步增长，客运收入占公司主营业务收入的90%以上。2014-2016年，公司主营业务收入呈稳定增长态势，随着运力投放以及海外市场的开拓，客运收入持续增长。2017年前三季度，公司营业收入和净利润分别较上年同比增长10.93%和9.46%，预计全年可实现营业收入1273.96亿元，净利润为68.87亿元，分别较上年同比增长11%和36%。

❖ 均衡布局航线网络，客座率领跑三大航

公司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，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，有望改变北京枢纽竞争格局，提高公司市占率水平。

❖ 供给调整，供需差扩大，票价具备上涨空间

2017年10月29日至2018年3月24日，中国民航开始执行2017/2018年冬春航季航班计划。新航季相比2016/2017年冬春航季增加约5.7%，这一增速较2016-2017冬春航季的8.6%增速明显放缓。明后两年行业供需结构持续改善，在需求保持平稳的情况下，2018年会出现3个百分点左右的供需改善，从而转化为客座率的上升。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖予以“增持”评级。我们预计2017-2019年公司主营业务收入分别为1273.96、1452.32、1641.12亿元，净利润有望达到68.87、88.48、100.38亿元，EPS分别为0.70、0.90、1.02元/股，对应PE分别为12、10、8倍，截止到2月26日收盘，公司股价为12.58元。公司主要业绩弹性在于航线网络布局均衡，经营数据领先行业，在供给收缩和票价改革的行业趋势中，获益较为明显。

❖ **风险提示：**供给侧改革不达预期、油价大幅波动、人民币利率和汇率大幅波动等。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	114792	127396	145232	164112
+/-%	3%	11%	14%	13%
净利润(百万)	5055	6887	8848	10038
+/-%	30%	36%	28%	13%
EPS(元)	0.51	0.70	0.90	1.02
PE	16.76	12.30	9.58	8.44

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	公用事业/ 交通运输
报告时间	2018/2/26
前收盘价	12.58元
公司评级	增持评级

分析师

邱瀚萱

证书编号：S11000517070001
010-66495651
qiuhanxuan@cczq.com

联系人

汪云云

证书编号：S1100116060004
021-68595229
wangyunyun@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、国内领先的航空龙头	5
1. 公司股权介绍	5
2. 深耕主基地建设，打造“广州之路”	6
3. 主营业务保持高增长，经营数据领先行业	8
3.1 主营业务保持高增长	8
3.2 运输能力提升迅速	10
3.3 均衡布局航线网络，客座率领跑三大航	11
3.4 北京二机场基地项目开建，定增募资扩张机队	12
3.5 受益于汇率波动，汇兑收益上升	12
二、供给侧改革，供需结构改善	13
1. 供给侧改革叠加票价改革，客座率、票价有望迎来双升	13
1.1 供给调整，供需差扩大，票价具备上涨空间	13
1.2 票价管制放开力度较大，南航受益最为明显	16
1.3 推进市场化改革步伐，服务提升带来盈利上升	17
2. 关键假设和盈利预测	18
2.1 油价	18
2.2 汇率	19
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

图 3:	南航国际航线网络图	7
图 4:	南航国内航线网络图	7
图 5:	南航 2014-2016 年客运收入趋势	9
图 6:	南航 2014-2016 年货运及邮运收入趋势	9
图 7:	南航 2014-2016 年成本情况 (百万元)	9
图 8:	南航 2014-2016 年毛利率情况	9
图 9:	南航 2017 年运载量情况 (百万)	10
图 10:	南航 2017 年运载率情况	10
图 11:	南航 2017 年 1-12 月 RPK 同比保持增长	10
图 12:	南航 2017 年 1-12 月 RTK 同比保持增长	10
图 13:	南航客座率领先三大航	12
图 14:	南航客座率同比增速领先三大航	12
图 15:	今年美元兑人民币汇率走势图 (元)	13
图 16:	今年原油价格变化趋势图 (美元/桶)	13
图 17:	三大航上半年汇兑同比收益情况 (亿元)	13
图 18:	三大航年中美元负债比	13
图 19:	近年来国内客运量保持高增长	15
图 20:	近年来国内货运量保持高增长	15
图 21:	2017 年南航国内 RPK 同比保持增长趋势	15
图 22:	2017 年南航国际 RPK 同比保持增长趋势	15
图 23:	2017 年原油价格变化趋势图 (美元/桶)	18
图 24:	2017 年上半年三大航燃油成本 (亿元)	18

表格目录

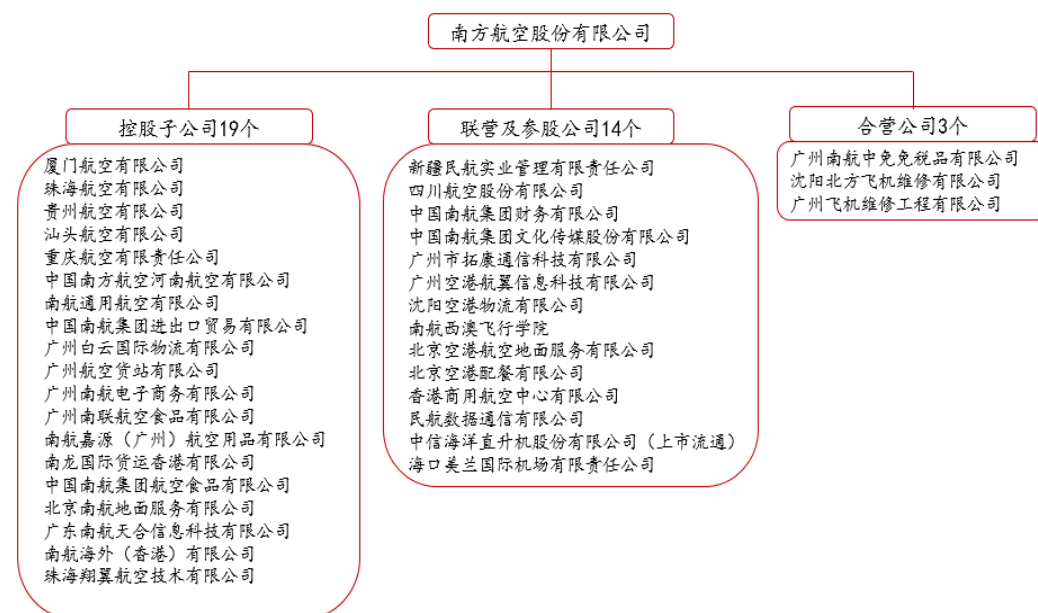
表格 1.	南航六大控股子公司基本信息.....	5
表格 2.	南航六大子公司 2017 年上半年经营数据	6
表格 3.	九种航权内容及示例	7
表格 4.	南航 2014-2016 年主营业务收入情况（单位：百万元）	8
表格 5.	21 个主协调机场南航市场份额领先	11
表格 6.	前 20 大航线各航司占比情况	14
表格 7.	票价改革逐步推进.....	15
表格 8.	三大航混改进程	17

一、国内领先的航空龙头

1. 公司股权介绍

中国南方航空股份有限公司是中国南方航空集团公司发起设立并控股的航空公司，以原中国南方航空公司基础，联合中国北方航空公司、新疆航空公司和重庆航空公司重组而成的航空运输主业公司。中国南方航空股份有限公司分别于1997年在纽约(NYSE:ZNH)和香港(港交所:1055)同步上市发行股票,2003年在上海证券交易所成功上市(上交所: 600029)。

图 1： 南航组织结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

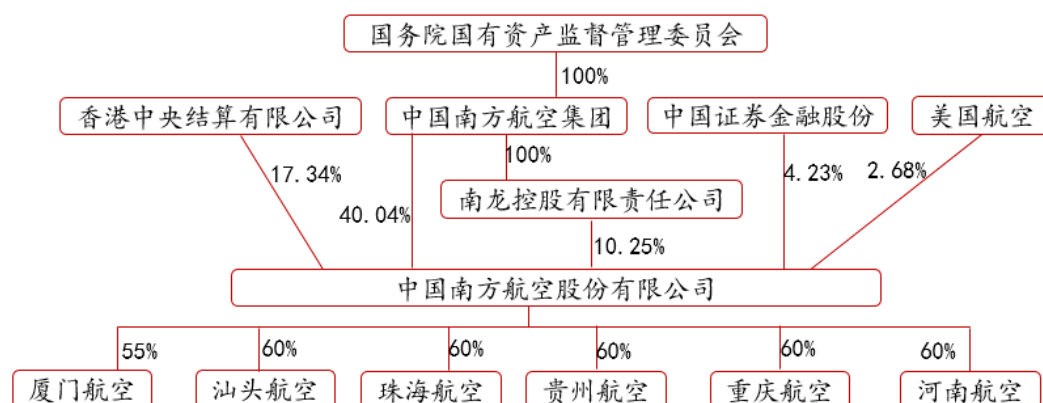
表格 1. 南航六大控股子公司基本信息

子公司名称	成立时间	注册资本	总资产(亿)	净资产(亿)	持股比例	运力
厦门航空	1984 年 8 月	80 亿	429. 45	174. 16	55%	172 架
汕头航空	1993 年 7 月	2. 8 亿	108. 38	10. 14	60%	14 架
珠海航空	1995 年 5 月	2. 5 亿	11. 77	8. 46	60%	10 架
贵州航空	1998 年 6 月	6. 5 亿	21. 16	14. 80	60%	18 架
重庆航空	2007 年 5 月	12 亿	15. 47	11. 08	60%	17 架
河南航空	2013 年 9 月	60 亿	46. 74	41. 34	60%	27 架

资料来源：公司公告，川财证券研究所 注：数据截止到 2017 年 6 月 30 日

中国南方航空股份有限公司与中国国际航空股份有限公司和中国东方航空股份有限公司合称中国三大航空集团。公司主营航空运输业务，兼营飞机发动机维修、进出口贸易、金融理财、传媒广告、地产等相关产业。母公司中国南方航空集团公司共持有南方航空股份有限公司 50.29% 的股份。

图 2：南航股权结构图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 2. 南航六大子公司 2017 年上半年经营数据

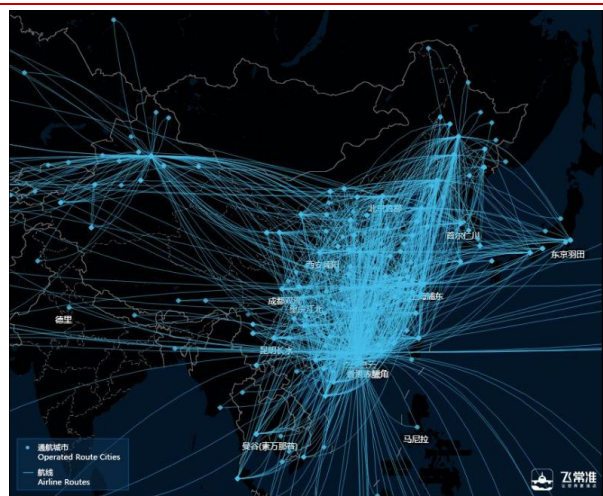
子公司名称	承运旅客人数 (千人)	占本集团比例 (%)	货邮运输量 (吨)	占本集团比例 (%)	收费吨公里 (RTK) 百万	占本集团比例 (%)	收费客公里 (RPK) 百万	占本集团比例 (%)
厦门航空	14,963.54	24.7	124,664.40	15.4	2,336.29	17.8	23,543.40	21.3
汕头航空	1,513.57	2.5	9,157.60	1.1	175.83	1.3	1,857.90	1.7
珠海航空	939.26	1.6	7,360.70	0.9	141.23	1.1	1,474.78	1.3
贵州航空	1,635.17	2.7	12,680.40	1.6	244.56	1.9	2,551.20	2.3
重庆航空	1,498.32	2.5	9,473.00	1.2	186.3	1.4	1,971.53	1.8
河南航空	2,424.95	4	21,427.70	2.6	333.08	2.5	3,424.82	3.1

资料来源：公司公告，川财证券研究所 注：厦门航空运营数据包含其控股子公司河北航空、江西航空运营数据

2. 深耕主基地建设，打造“广州之路”

公司以广州为主基地，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，拥有新疆、北方等 16 家分公司和厦门航空等 6 家控股航空子公司，在珠海设有南航通航，在杭州、青岛等地设有 24 个国内营业部，在新加坡、纽约等地设有 68 个国外办事处。集团现有员工 10 万余人，运营总资产达 2000 多亿元人民币。

图 3： 南航国际航线网络图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 4： 南航国内航线网络图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

近年来，南航持续新开和加密航班网络，强化中转功能，利用第六航权，全力打造“广州之路”（Canton Route）国际航空枢纽，广州国际通航点增至 50 个，年旅客中转量 340 万人次，中转旅客比重超过 50%，形成了以欧洲、大洋洲两个扇形为核心，以东南亚、南亚、东亚为腹地，全面辐射北美、中东、非洲的航线网络布局，已成为中国大陆至大洋洲、东南亚的第一门户枢纽。目前，南航已在“一带一路”沿线 38 个国家和地区的 68 个城市开通了 172 条航线，每周投入 2200 多个航班，承运旅客 1500 多万人次。

表格 3. 九种航权内容及示例

航权	内容	示例
第一航权 领空飞越权	在不着陆的情况下，本国飞机可以在协议国领空上飞过，前往其他国家目的地。	中国航空公司的飞机，来往北京和旧金山，中途飞越日本领空，就要与日本签订领空飞越权，获取第一航权，否则只能绕道飞行，增加燃料消耗和飞行时间，成本高。
第二航权 技术经停权	飞往外国途中，因技术需要（如添加燃料、飞机故障或气象原因备降）在协议国降落、经停，但不得作任何业务性工作，如上下客、货、邮。	中国航空公司飞机从北京飞纽约，如果由于机型原因，不能直接飞抵，中间需要在日本降落并加油，但不允许上下旅客和货物。此时就要和日本签订技术经停权。
第三航权 目的地下客权	飞机可以在协议国境内卸下乘客、邮件或货物（本国装载客货飞协议国）。	中国航空公司飞机从北京飞东京，如获得第三航权，中国飞机承运的旅客、货物可在东京进港，但只能空机返回。
第四航权 目的地地上客权	飞机可以在协议国境内载运乘客，邮件或货物返回（协议国装载客货飞本国）。	中国航空公司飞机北京飞东京，如获得第四航权，飞机能从东京载运旅客、邮件或货物搭乘原机返回北京。
第五航权	承运人从本国运输客货到另一国时可以将第三	例如：新加坡—厦门—芝加哥，新加

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

中间点权或延 运权	国（也就是始发地国家和目的地国家以外的其他国家）作为中点站上下客货，再到达目的地国。或者，承运人将自己国家始发的客货运到协议国家，上客货后，可以运到第三国。该航班的出发地必须为该外国航空公司的所属国家。第五航权是针对两个国家的双边协定而言的，在两国的协定中允许对方行使有关第三国运输的权利。但是在没有第三国同意的情况下，这个权力等于没有。	坡航空获得第五航权，可以在新加坡—芝加哥航线上在厦门经停，上下客货。
第六航权 桥梁权	某国或地区的航空公司在境外两国或地区间载运客货，但途中必须经过登记国（此为第三及第四自由的结合）的权利。	例如：伦敦—北京—汉城，国航将源自英国的旅客运经北京后再运到韩国。
第七航权 完全第三国运 输权	在境外两国或地区间载运客货而不用返回本国。	伦敦—巴黎，由汉莎航空公司承运。
第八航权 境内运输（连续 的国内运输）	某国或地区的航空公司在协议国或地区领域内的两个或两个以上机场间载运客货的权利，须以本国为起点或终点。	北京—成都，日本航空如果获得中国赋予的第八航权，就可以将北京的乘客、货物运到成都后下机，然后再飞往东京。
第九航权 完全境内运输 权（独立的国内 运输）	在协议国内的两个或以上机场间的航线，无须涉及本国。	如果甲国某航空公司获得乙国的第九航权，就可以在乙国经营国内航线。

资料来源：民航资源网，川财证券研究所

3. 主营业务保持高增长，经营数据领先行业

3.1 主营业务保持高增长

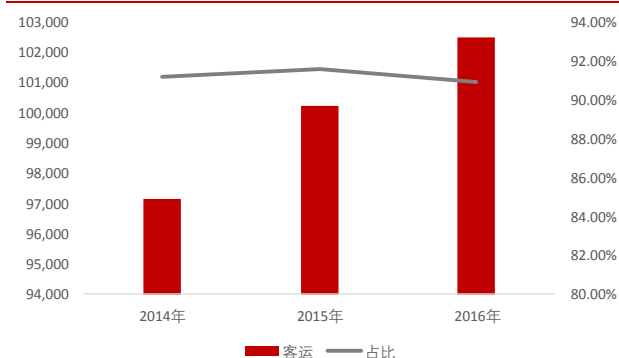
近年来，公司飞机运营服务收入稳步增长，客运收入占公司主营业务收入的90%以上。2014-2016年，公司主营业务收入分别为1064.63亿元、1094亿元和1126.72亿元，呈稳定增长态势。随着运力投放以及海外市场的开拓，客运收入持续增长，2014-2016年客运收入分别为971.45亿元、1002.38亿元和1025.02亿元。

表格 4. 南航 2014-2016 年主营业务收入情况（单位：百万元）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	同比	收入	占比	同比	收入	占比	同比
客运	97,145	91.25%	10.05%	100,238	91.63%	3.18%	102,502	90.97%	2.26%
货运及邮运	7,183	6.75%	12.01%	6,861	6.27%	-4.48%	7,191	6.38%	4.81%
其他	2,135	2.01%	28.31%	2,301	2.10%	7.78%	2,979	2.64%	29.47%
合计	106,463	100.00%	10.50%	109,400	100.00%	2.76%	112,672	100.00%	2.99%

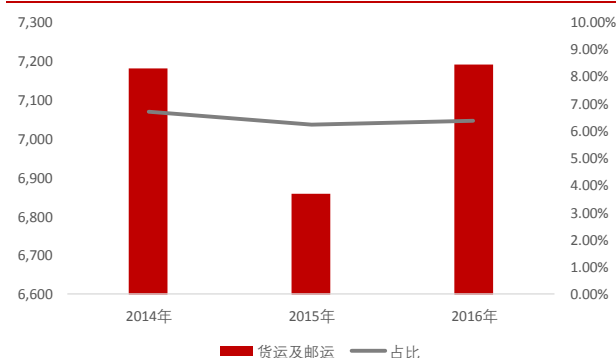
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5：南航 2014-2016 年客运收入趋势



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 6：南航 2014-2016 年货运及邮运收入趋势

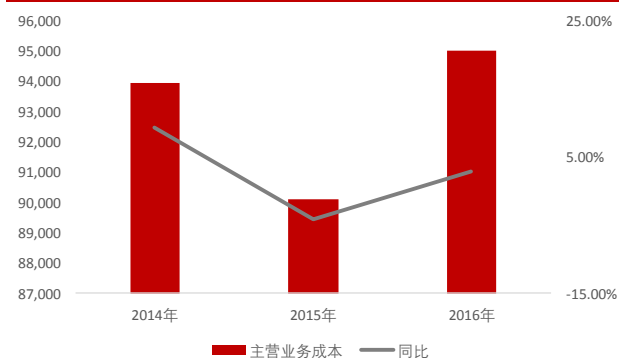


资料来源：公司官网，川财证券研究所

成本变动趋势方面，2014-2015 年，受益于航油价格近年来快速下降及公司提升航油利用效率，航空油料消耗在公司主要营业成本中的占比逐年下降；受公司自有及融资租赁飞机数量增加带来的折旧费用的增长，公司飞机、发动机折旧费在公司主要营业成本中的占比逐年上升，2015-2016 年主营业务成本较上年增长 2.99% 至 950.36 亿元。

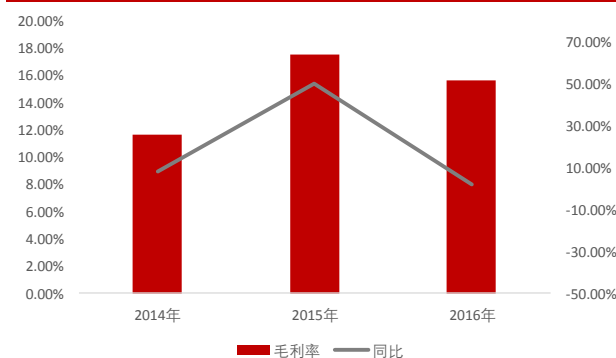
毛利率方面，2014-2016 年，公司主营业务毛利率呈波动增长趋势。其中，2015 年航油价格持续下跌带动公司毛利率增长 50.43% 至 17.63%；2016 年，公司其余诸如折旧费用、起降费用、人工费等成本均呈增长态势，毛利率回落至 15.65%。

图 7：南航 2014-2016 年成本情况（百万元）



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 8：南航 2014-2016 年毛利率情况



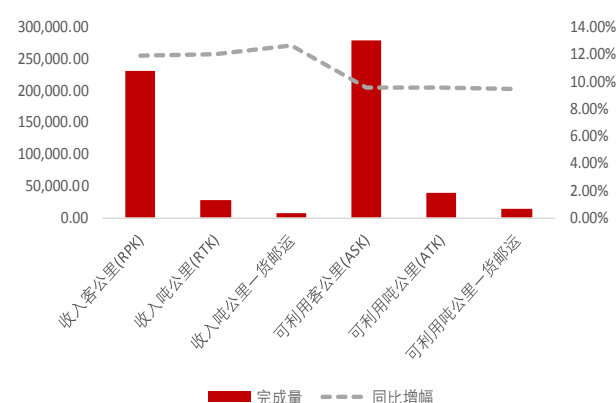
资料来源：公司官网，川财证券研究所

2017 年 1-9 月，公司 17 年前三季度实现营业收入 961.23 亿元，同比增长 10.93%，其中 ASK 同比增长 9.24%，客座率同比提升 1.66%。三季度单季，公司实现营业收入 358.04 亿元，同比增长 9.92%，其中 ASK 同比增长 8.89%，客座率同比增长 0.6%。预计全年可实现营业收入 1273.96 亿元，净利润为 68.87 亿元，较上年同比分别增长 11%和 36%。

3.2 运输能力提升迅速

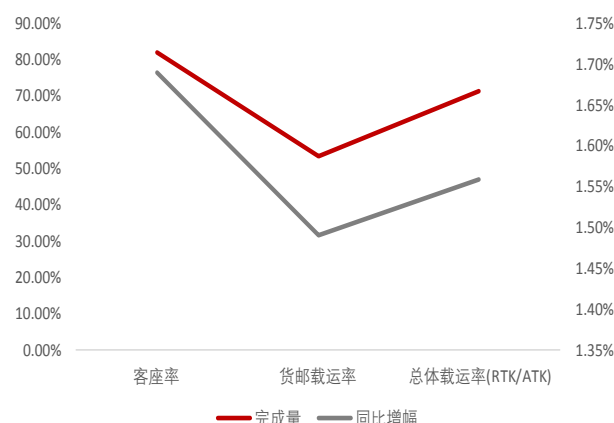
从运输总量看，2014-2016 年，随着运输能力提升，公司收费吨公里年均复合增长 11.04%，2016 年达到 243.87 亿吨公里；公司平均载运率保持平稳，2014-2016 年分别为 69.5%、69.5%和 69.7%；2017 年公司收入客公里(RPK)为 2306.96.83 亿吨公里，同比增长 11.93%；公司全年客座率为 82.2%，同比增长 1.69%。

图 9：南航 2017 年运载量情况（百万）



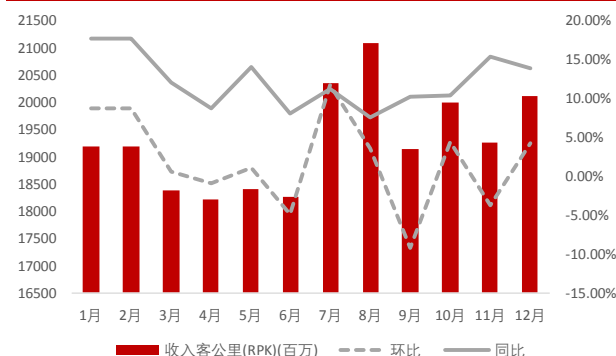
资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

图 10：南航 2017 年运载率情况



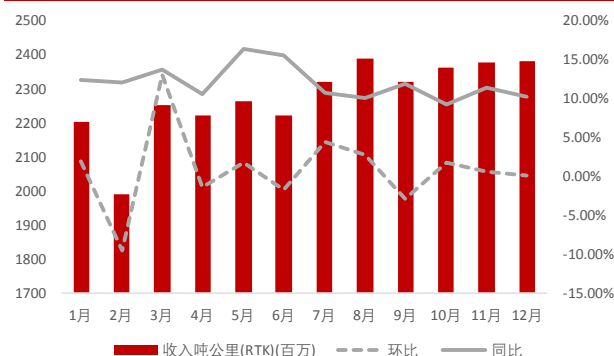
资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

图 11：南航 2017 年 1-12 月 RPK 同比保持增长



资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

图 12：南航 2017 年 1-12 月 RTK 同比保持增长



资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.3 均衡布局航线网络，客座率领跑三大航

公司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，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。

表格 5. 21 个主协调机场南航市场份额领先

排名	机场	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%

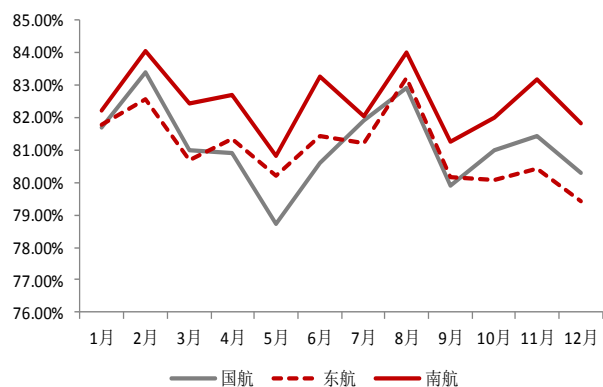
资料来源：民航预先飞行计划管理系统，川财证券研究所

南航机队规模位居中国首位，机队性能先进，是国内唯一运营 A380 的航空公司，拥有同时运营 A380 和 B787 的成熟经验；航线网络最密集，形成了密集覆盖国内，全面辐射亚洲，有效连接欧洲、美洲、大洋洲、非洲的发达航线网络。同时，南航年旅客运输量最多，是国内首个运输量过亿的航空公司。截至 2017 年 12 月 31 日，南航经营包括波音 787、777、737 系列，空客 380、330、320 系列等型号客货运输飞机 754 架，其中自有飞机 268 架，融资租赁飞机 222 架，经营租赁飞机 264 架。机队规模位于中国和亚洲第一，世界第五，占国内飞机总量 16.7%。波音 787 和空客 A380 的投入运营为公司扩大品

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

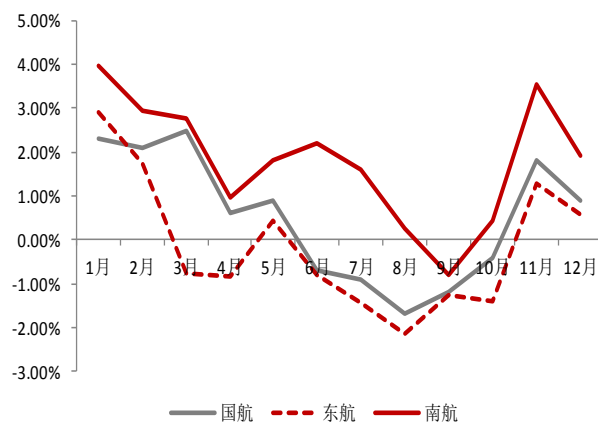
牌影响力、运力扩张以及国际航线拓展提供有力保证。

图 13： 南航客座率领先三大航



资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

图 14： 南航客座率同比增速领先三大航



资料来源：wind 资讯，川财证券研究所

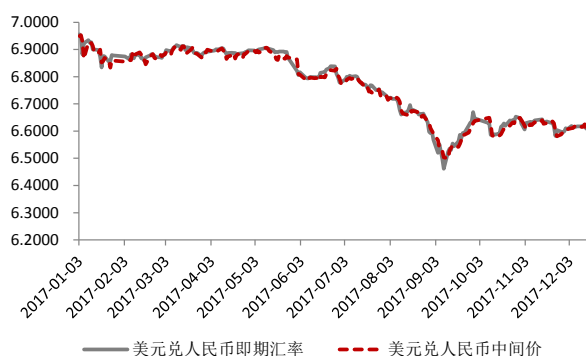
3.4 北京二机场基地项目开建，定增募资扩张机队

10 月份公司在北京新机场基地项目动工，南航作为主基地航空公司承担新机场 40% 的旅客运输量，较目前公司在北京市场 15% 左右的份额将显著提升。北京新机场预计于 2019 年下半年启用，公司计划到 2025 年在新机场投入 250 架飞机。10 月底公司与波音公司签订了 8 架 B777-300ER 和 30 架 B737-8 的飞机购买协议，拟于 2019-2020 年间分批交付。6 月底公司公告非公开发行 A 股及 H 股方案，累计拟募集资金不超过 125 亿元左右，为扩充机队规模、结构优化提供资金支持。

3.5 受益于汇率波动，汇兑收益上升

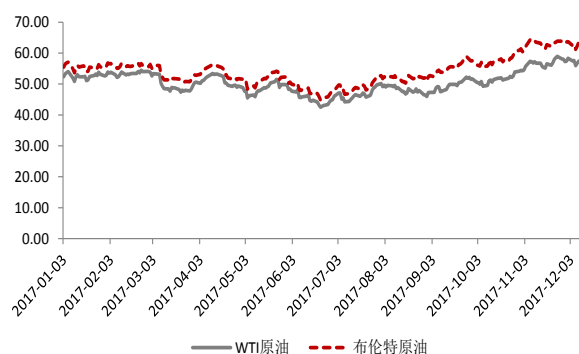
汇率的波动对于航空公司的影响主要是两个方面。首先，航空公司负有高额外币负债，人民币大幅波动将产生巨额汇兑差值。其二，随着累计升值(贬值)幅度的提高，对出境游的刺激(抑制)作用将日益明显。2017 年，人民币兑美元持续升值，全年升值约 5.8% (2016 年全年贬值约 6.83%)，航空汇兑收益上升。航空运输板块由于拥有较高美元借款占比，人民币升值减少了利息支出造成的汇兑损失，航空公司因人民币升值所带来的汇兑收益有所提升。同时由于航空煤油是以美元标价，运输成本相对降低。

图 15： 今年美元兑人民币汇率走势图（元）



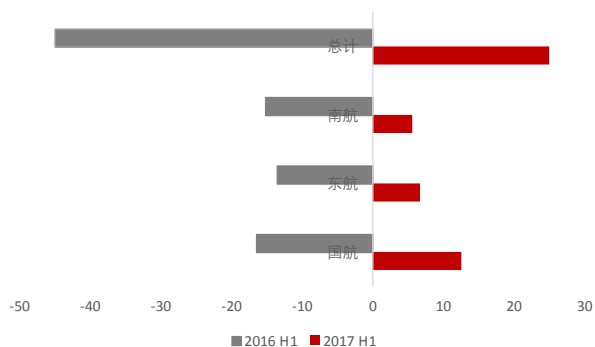
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 16： 今年原油价格变化趋势图（美元/桶）



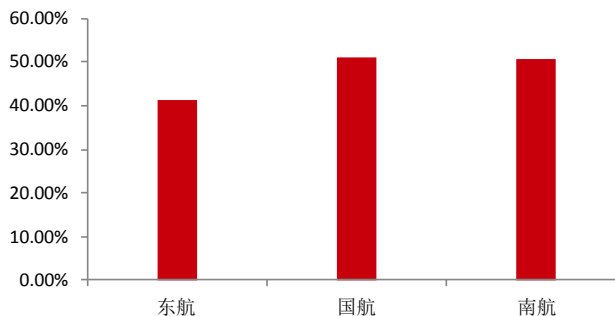
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 17： 三大航上半年汇兑同比收益情况（亿元）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 18： 三大航年中美元负债比



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

二、供给侧改革，供需结构改善

1. 供给侧改革叠加票价改革，客座率、票价有望迎来双升

1.1 供给调整，供需差扩大，票价具备上涨空间

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》，提出调控航班总量、优化航班结构等措施，核心举措是严控机场时刻容量：以上一个同航季的時刻总量为基准，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，即全年时刻增量控制在 5% 以内。《措施》发布之后，

各航司执行情况良好。其中 11 月份，航班正常率为 84.59%，创 2009 年 5 月后 102 个月来新高，全年航班正常率为 71%。南航在前 20 大航线中除具有主基地优势的航线以外，在上海-深圳、上海-厦门、杭州-北京、成都-深圳等热点航线中也有较高份额。

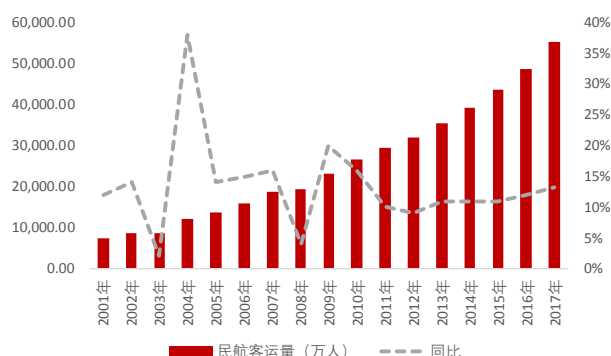
表格 6. 前 20 大航线各航司占比情况

排名	航线	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	其他
1	北京-上海	30.00%	2.86%	52.86%	12.86%	0.00%	1.43%	0.00%
2	上海-深圳	10.87%	34.78%	34.78%	0.00%	10.87%	8.70%	0.00%
3	成都-北京	50.94%	16.98%	0.00%	11.32%	0.00%	0.00%	20.75%
4	广州-上海	8.33%	43.75%	37.50%	0.00%	8.33%	2.08%	0.00%
5	广州-北京	28.85%	48.08%	3.85%	19.23%	0.00%	0.00%	0.00%
6	北京-深圳	46.30%	31.48%	0.00%	22.22%	0.00%	0.00%	0.00%
7	成都-上海	38.10%	0.00%	42.86%	0.00%	4.76%	14.29%	0.00%
8	上海-厦门	0.00%	33.33%	29.17%	0.00%	29.17%	4.17%	4.17%
9	广州-成都	34.38%	28.13%	3.13%	6.25%	3.13%	0.00%	25.00%
10	西双版纳-昆明	0.00%	6.06%	45.45%	24.24%	0.00%	0.00%	24.24%
11	重庆-上海	7.14%	7.14%	57.14%	0.00%	21.43%	7.14%	0.00%
12	昆明-北京	13.79%	13.79%	51.72%	13.79%	0.00%	0.00%	6.90%
13	上海-咸阳	0.00%	0.00%	61.54%	0.00%	15.38%	23.08%	0.00%
14	北京-咸阳	30.77%	7.69%	38.46%	19.23%	0.00%	0.00%	3.85%
15	杭州-北京	55.17%	6.90%	17.24%	13.79%	0.00%	0.00%	6.90%
16	广州-杭州	24.00%	40.00%	16.00%	8.00%	0.00%	0.00%	12.00%
17	重庆-北京	50.00%	17.86%	7.14%	7.14%	0.00%	0.00%	17.86%
18	广州-重庆	24.00%	40.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	16.00%
19	上海-青岛	0.00%	0.00%	64.29%	0.00%	0.00%	0.00%	35.71%
20	成都-深圳	45.16%	16.13%	3.23%	16.13%	0.00%	0.00%	19.35%

资料来源：民航预先飞行计划管理系统，川财证券研究所

从需求端来看，受益于中国经济的持续增长，航空客运从 2014 年一直保持增长，货运市场稳步恢复。2017 年全年实现运输飞行 1059.7 万小时，通航发行 80.8 万小时，分别比上年增长 11.6% 和 6.2%；2017 年，我国航空公司运输总周转量保持了两位数快速增长，全年运输总周转量首次突破千亿吨公里，达到 1083.1 亿吨公里，同比增长 12.5%；航空公司共完成旅客运输量 5.52 亿人次，同比增长 13.0%，增速较去年提升 1.1 个百分点；共完成货邮运输量 705.8 万吨，同比增长 5.7%，国际航线货运增速始终高于国内航线。冬春换季前行业供需增速仍保持较快水平，而换季后时刻增量控制被严格执行，如果政策保持严格执行状态，未来将产生巨大的供需缺口。

图 19：近年来国内客运量保持高增长



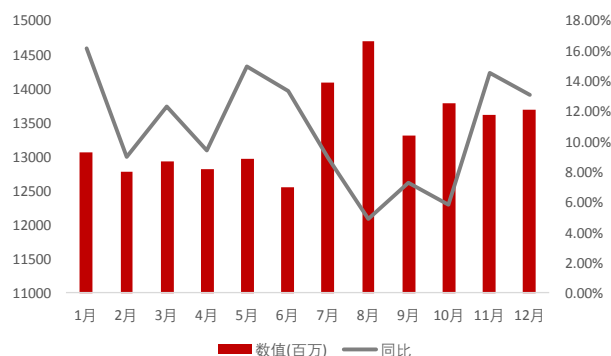
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 20：近年来国内货运量保持高增长



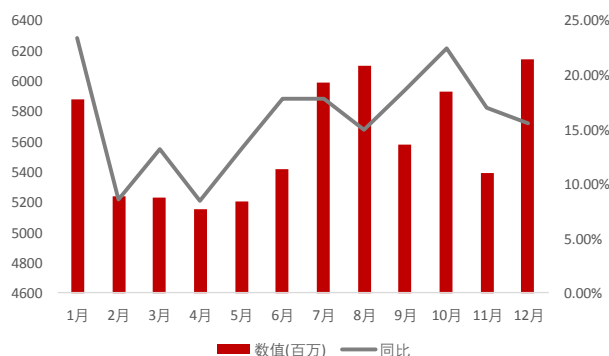
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 21：2017 年南航国内 RPK 同比保持增长趋势



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 22：2017 年南航国际 RPK 同比保持增长趋势



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

2017 年 10 月 29 日至 2018 年 3 月 24 日，中国民航开始执行 2017/2018 年冬春航季航班计划。目前，全国民航航班换季工作已准备就绪。新航季共涉及 50 家国内航空公司、13 家港澳台航空公司和 143 家外国航空公司，日均航班计划量约 14460 班，相比 2016/2017 年冬春航季增加约 5.7%。这一增速较 2016/2017 冬春航季的 8.6% 增速明显放缓。

表格 7. 票价改革逐步推进

时间	文件名	内容
1996 年	《民用航空法》	国内航线票价管理明确为以民航总局为主，会同国家计委（现为国家发展和改革委员会）管理，管理形式为政府指导价。
2004. 03	《民航国内航空运输价格改革方案》	1. 确立航线基准价为平均每客公里 0.75 元，民航国内航空旅客运输票价实行浮动幅度管理。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	《关于国内航空运价管理有关问题的通知》	2. 票价上浮幅度最高不得超过基准价的 25%，下浮幅度最大不得超过基准价的 45%。 3. 旅游航线、独家运营航线不设下浮幅度。 4. 省、自治区内，及直辖市与相邻省、自治区、直辖市之间的短途航线，已经与其他替代运输方式形成竞争的，实行市场调节价，不规定票价浮动幅度。
2010. 04	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。 1. 对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价。
2013. 10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	2. 对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制航空公司可以基准价为基础在上浮不超过 25% 下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。
2014. 11	《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》	1. 放开民航国内航线货物运输价格，进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的部分短途航线旅客运输票价，由现行政府指导价改为实行市场调节价。 2. 航空公司继续可以基准票价为基础，在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。 3. 进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价。
2015. 12	《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》	1. 明确市场在资源配置中起决定性作用 2. 提出到 2017 年，对已经形成竞争的国内航线客运票价有政府指导价改为市场调节价。 3. 提出到 2020 年，国内航线客运票价只要由市场决定的机制基本完善。
2016. 10	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。 1. 5 家以上航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价。
2018. 01	《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》	2. 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%。 3. 每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。

资料来源：CAAC，川财证券研究所

1.2 票价管制放开力度较大，南航受益最为明显

1 月 5 日，民航局、国家发改委联合发布《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》，《通知》进一步放宽了市场调节价航线的范围，并对每航季调整航线数量以及票价涨幅做了相关规定：1) 5 家及以上航司运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，航线目录由民航局及发改委动

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

态调整；2) 各航司每航季上调实行市场调节价的数目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%；3) 每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%；4) 新增市场调节价国内航线 306 条，21 大协调机场间对飞航线共 103 条，占比 33.7%，前十大机场间对飞航线共 26 条，占比 8.5%，北上广深对飞航线全部放开，力度超预期。截止到目前，放开价格管制航线共计 1030 条，其中前十大机场对飞航线共 32 条，占比 3.1%；21 大协调机场对飞航线共 155 条，占比 15.1%。结合 CAPA 周数据分析，前十大机场对飞和 21 大协调机场对飞航线中，均有 90% 的航班放开价格管制，其中前十大机场对飞占比 42%。南航此次可调价航线共 32 条，可覆盖所有前十大机场间涨价航线，该部分航线航班量占比达 23.3%；已放开票价管制的 21 大协调机场间航线航班量，南航占 27.6%，国航为 20.1%，东航为 21%；这些航线的班次量，占南方航空自身总航班量 38%，也超过国航和东航，后两者分别为 36% 和 35%。

1.3 推进市场化改革步伐，服务提升带来盈利上升

《国内投资民用航空业规定》已于 2018 年 1 月 19 日正式实施，《规定》明确，对国内投资需要特别管理的公共航空运输企业应当保持国有控股或者国有相对控股，其中，国有相对控股应当由单一国有投资主体及其控股企业相对控股。《规定》进一步放宽了国有和非国有主体投资民航业准入标准，并鼓励、支持国内投资主体投资民用航空业。

表格 8. 三大航混改进程

公司	集团公司占股	混改动态
中国国航	53.46%	2017 年 4 月，国家发改委同意国航控股股东进行航空货运物流混合所有制改革。混改后组建的新中国货运航空公司，股权架构上，各方均不控股、不合并报表，持股比例初步考虑为国航占 30%（单一最大股东）、南航占 20%、中外运占 5%、非国有资本占 25%、国泰航空占 20%。
东方航空	56.38%	1. 2015 年 9 月宣布引入达美航空作为战略投资者，后者以 4.5 亿美元买入东航 3.22% 的股权，成为东航第一大境外股东，双方缔结全球战略合作伙伴关系。截至 2017H1 实现代码共享航线 123 条，其中中美航线 114 条。 2. 2016 年 4 月，东航引入携程作为战略投资者，携程通过上海励程信息参与东航的定增，以 30 亿元取得东航 4.7 亿股股份，占总股本 3.2%。
南方航空	51.99%	2017 年 3 月，公司与美国航空签署了《股份认购协议》，美国航空以 15.53 亿港元认购南方航空发行的 H 股股票 2.7 亿股。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

民航局于 1 月 16 日发布《机上便携式电子设备（PED）使用评估指南》指出，根据评估指南列举，PED 具体包括笔记本电脑、平板电脑、电子书、手机、视频播放器和电子游戏机等。飞机上便携式设备的开放，意味着航空公司在打通互联网架构的相关环节，航空业将迎来崭新的商业模式。按照目前国内航空公司辅助收入的增速，加上空中互联网的拓展与商用，预计空中互联网的规模

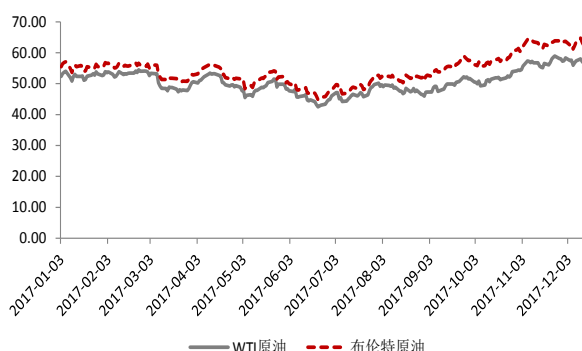
商用将推动航空公司辅助收入的快速增长。

2. 关键假设和盈利预测

2.1 油价

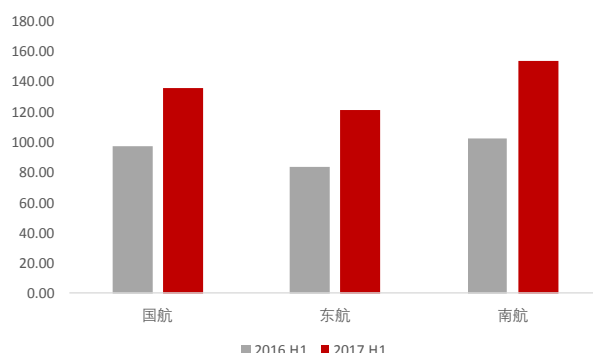
当前国际油价有所上涨，截至目前 2017 年布油均价约 54 美元/桶，上半年中国国航的航油成本为 136.29 亿元，同比增加 40.11%；东方航空为 121.39 亿元，同比增加 45.15%；南方航空为 154.02 亿元，同比增加 50.13%。2018 年如假设油价中枢为 65 美元/桶，则相比 2017 年有 20% 的涨幅，但价格提升依然可以覆盖成本端上升。历史上，航空股和油价走势同步概率较高，因为油价上涨在一定程度上也反映了全球经济向好，经济向好也会带来公务出行需求的增长。

图 23： 2017 年原油价格变化趋势图（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 24： 2017 年上半年三大航燃油成本（亿元）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

同时，根据历史经验，油价上涨到 70 美元/桶左右，航空公司或将征收燃油附加费。根据 2015 年 3 月 24 日国家发改委公布的最新国内线燃油附加最高标准公式，800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准为 $0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 5000) \times 800$ ，800 公里以上航线燃油附加最高标准为 $0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 5000) \times 1500$ ，征收标准最小单位为 10 元，不足 10 元按四舍五入计。假设公式不变，测算国内航空煤油综合采购成本需分别达到 5131 元/吨、5246 元/吨，800 公里以上、800 公里以下航线燃油附加费最高收费标准方可分别触及 5 元水平，四舍五入至 10 元并开始征费。根据制定标准，燃油附加费大约可覆盖公司 75% 左右的由于燃油成本上升导致的成本支出。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 汇率

根据中科院预测中心的预测数据，2018 年，在全球经济持续温和复苏、人民币币值保持基本稳定、中国经济稳定增长、并无较大的突发性外部政策冲击的情况下，预计我国国际收支将总体保持平稳，人民币不存在大幅贬值基础。同时受到美元加息，美国经济复苏等影响，预计 2018 年人民币兑美元将呈现双向波动态势，在 6.4-6.6 区间波动。

公司一直致力打造的“广州之路”在东南亚和澳洲航线回暖后优势显现，北京新机场将于 19 年投产，成为公司打造双枢纽运营、提升区域竞争力的重大机遇。国内线客座率稳步提升，国际线供需关系不断改善，油价和汇率预期趋稳。

我们认为在供给侧改革稳步推进过程中，公司可保持经营优势。我们预计 2017-2019 年公司主营业务收入分别为 1273.96、1452.32、1641.12 亿元，净利润有望达到 68.87、88.48、100.38 亿元，EPS 分别为 0.70、0.90、1.02 元/股，对应 PE 分别为 12、10、8 倍。公司主要业绩弹性在于航线网络布局均衡，经营数据领先行业，在供给收缩和票价改革的行业趋势中，获益较为明显。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

供给侧改革不达预期

目前由于供给侧改革，机场时刻容量增速有限，使得票价上涨，增厚公司利润，若供给侧改革后续执行力度减弱，将会影响票价上涨逻辑。

油价大幅波动

油价走势是航空公司盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的 30%-50%左右。

人民币利率和汇率大幅波动

航空业属于资金密集型行业，因此航空公司的资产负债率一般较高，其融资成本很大程度受到利率水平的影响。

航空公司在境外购买和租赁飞机、国外机场采购航油等业务时通常都以外汇结算，这些支出会直接受到人民币汇率变动影响。对于经营国际航线的航空公司，由于机票销售涉及到多种货币，这部分收入也会受到汇率影响。航空企业将继续面临汇率波动风险。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E					
流动资产	13764	14608	32196	62612					
现金	4855	5107	21184	50012					
应收账款	3009	2945	3489	3990					
其他应收款	1418	1573	1797	2031					
预付账款	1479	1847	2295	2878					
存货	1588	1692	1907	2170					
其他流动资产	1415	1445	1523	1531					
非流动资产	186697	175384	163525	151532					
长期投资	4132	4958	5851	6904					
固定资产	146388	148231	142081	131876					
无形资产	3152	3247	3342	3437					
其他非流动资产	33025	18948	12251	9315					
资产总计	200461	189992	195721	214144					
流动负债	67932	66733	55890	58156					
短期借款	4195	23406	10501	10268					
应付账款	13021	14110	15840	18098					
其他流动负债	50716	29217	29549	29790					
非流动负债	77821	61524	69197	75495					
长期借款	1069	7004	12939	18874					
其他非流动负债	76752	54520	56258	56621					
负债合计	145753	128256	125087	133650					
少数股东权益	11527	12649	14093	15733					
股本	9818	9818	9818	9818					
资本公积	13951	13951	13951	13951					
留存收益	19201	25317	32772	40992					
归属母公司股东权益	43181	49086	56541	64761					
负债和股东权益	200461	189992	195721	214144					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	26388	-5510	27172	26862					
净利润	5888	8009	10291	11677					
折旧摊销	12769	12870	13766	14229					
财务费用	5836	1532	1894	938					
投资损失	-717	-672	-687	-682					
营运资金变动	1256	-22569	757	1079					
其他经营现金流	1356	-4680	1151	-380					
投资活动现金流	-16069	-646	-680	-866					
资本支出	18974	0	0	0					
长期投资	32	865	892	1047					
其他投资现金流	2937	219	212	181					
筹资活动现金流	-11120	6408	-10415	2831					
短期借款	-15288	19211	-12905	-234					
长期借款	-11815	5935	5935	5935					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-400	0	0	0					
其他筹资现金流	16383	-18738	-3445	-2870					
现金净增加额	-764	252	16078	28827					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E					
营业收入	114792	127396	145232	164112					
营业成本	96359	109367	123585	140887					
营业税金及附加	245	286	321	364					
营业费用	6402	8158	9060	10121					
管理费用	3064	3269	3726	4153					
财务费用	5836	1532	1894	938					
资产减值损失	130	130	230	568					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	717	672	687	682					
营业利润	3473	5326	7102	7762					
营业外收入	4262	5114	6291	7431					
营业外支出	88	135	135	135					
利润总额	7647	10306	13258	15058					
所得税	1759	2296	2967	3380					
净利润	5888	8009	10291	11677					
少数股东损益	833	1122	1444	1640					
归属母公司净利润	5055	6887	8848	10038					
EBITDA	22078	19728	22762	22929					
EPS (元)	0.51	0.70	0.90	1.02					

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	3.0%	11.0%	14.0%	13.0%
营业利润	29.7%	53.4%	33.3%	9.3%
归属于母公司净利润	29.9%	36.2%	28.5%	13.4%
获利能力				
毛利率(%)	16.1%	14.2%	14.9%	14.2%
净利率(%)	4.4%	5.4%	6.1%	6.1%
ROE(%)	11.7%	14.0%	15.6%	15.5%
ROIC(%)	5.3%	3.7%	5.4%	5.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	72.7%	67.5%	63.9%	62.4%
净负债比率(%)	10.86%	33.20%	28.30%	30.68%
流动比率	0.20	0.22	0.58	1.08
速动比率	0.18	0.19	0.54	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.65	0.75	0.80
应收账款周转率	40	42	45	43
应付账款周转率	7.68	8.06	8.25	8.30
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.70	0.90	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	-0.56	2.77	2.74
每股净资产(最新摊薄)	4.40	5.00	5.76	6.60
估值比率				
P/E	16.76	12.30	9.58	8.44
P/B	1.96	1.73	1.50	1.31
EV/EBITDA	5	6	5	5

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明