

图 2: 04-06 年三大航旅客周转量 (RPK) 比较

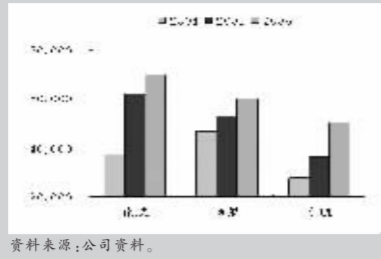


图 3: 南航拥有最大的国内市场份额

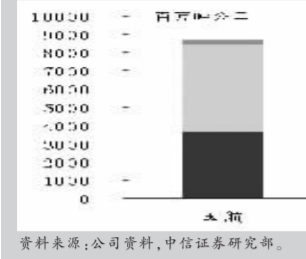


图 4: 三大航飞机数量及航线数量比较

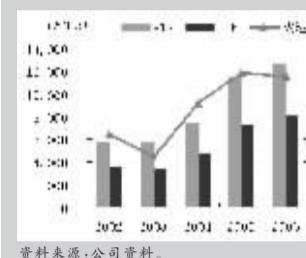


图 5: 04-06 年三大航旅客周转量 (RPK) 比较

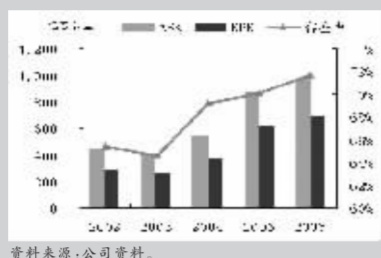


图 6: 南航客公里收入稳中有升

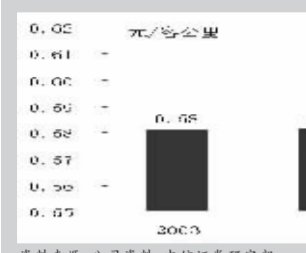


图 7: 公司主营收入结构 (2006A)

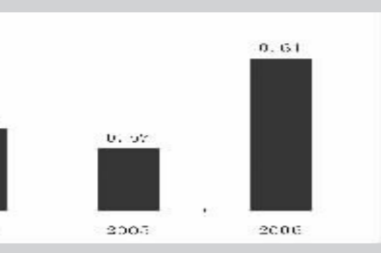


图 8: 公司客运收入结构 (2006A)

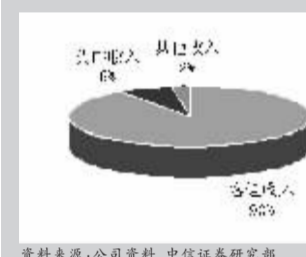


图 9: 南航近年来主营收入和客运收入增长迅速

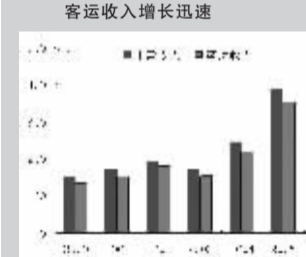


图 10: 06 年三大航主营收入和客运收入比较

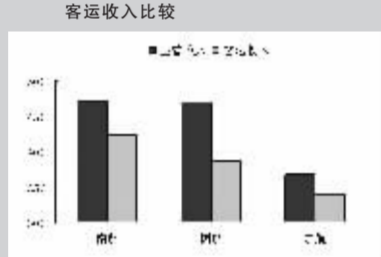


图 11: 公司成本结构 (2006A)

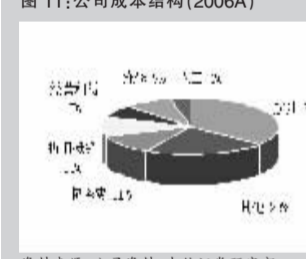


图 12: 历年航空油成本增长及预测

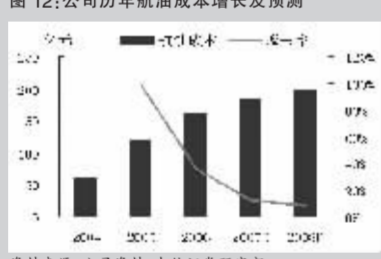


图 13: 我国航空总周转量增长预测

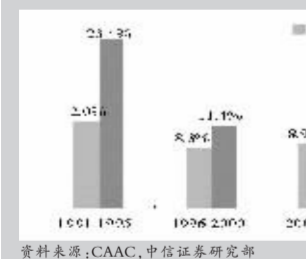


图 14: 我国航空市场运力增长预测

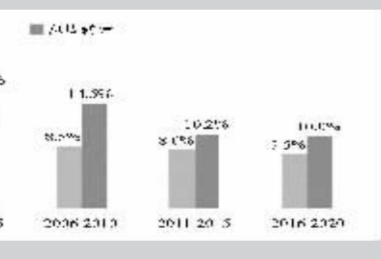


图 15: 国际原油 (WTI)、国际航空 (新加坡普氏) 走势图

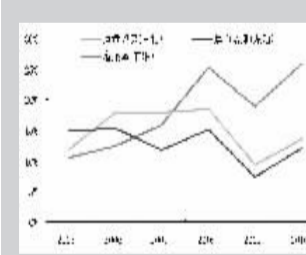


图 16: 人民币兑美元走势图——2005 年 7 月汇改以来人民币兑美元汇率加速趋势

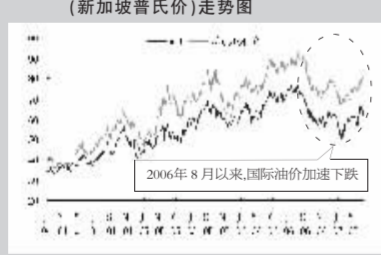


图 17: 公司运输周转量增速预测

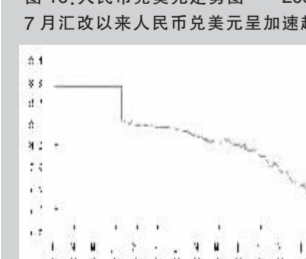


图 18: 公司总周转量预测

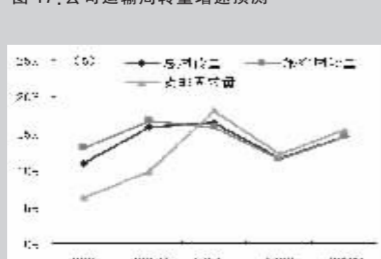


图 19: 航空公司载运率及客座率预测

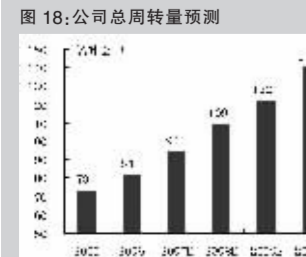
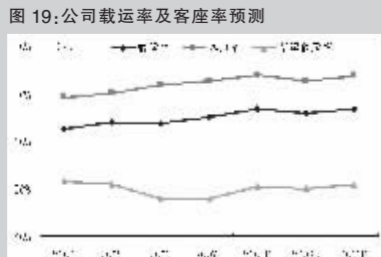


图 20: 航空公司载运率及客座率预测



厚积薄发, 战略转型提升公司长期盈利能力 ——南方航空 (600029) 投资价值分析报告

中信证券 马晓立

公司概况

公司是国内最具规模的航空承运人
拥有飞机架数和航线数最多

2002 年, 民航总局批准民航重组, 并成立南航集团、国航集团和东航集团。南航合并北方航空和新疆航空, 继续保持持续数年的国内市场领先地位。目前, 南航是国内运输飞机最多、航线网络最密集、年客运量最大的航空公司, 经营着包括波音 777、747、757、737、空客 A330、321、320、319、300 在内的客货运输飞机 300 余架, 国际国内航线 600 余条, 形成了以广州、北京为中心枢纽, 密集覆盖国内, 全面辐射亚洲, 连接欧美澳洲的強大航线网络, 连接全球 152 个大中城市。(见图 1、图 2)

国内运输量遥遥领先

在国内、国际和地区 (港澳) 三类航线上, 三大航各有所长。国航在国际航线上独占鳌头, 东航强在地区航线, 而南航则在国内市场中处于遥遥领先的地位。2006 年, 南航国内航线总周转量达到 62.6 亿吨公里, 大大超过国内其他航空。根据波音公司和空客公司的预测, 未来中国将是全球增长最快的航空市场之一, 而且现有规模已仅次于美国居全球第二。南航作为最大的国内航空市场承运人, 必将受惠于国内航空市场的持续景气。(见图 3)

客座率节节攀升, 客公里收入稳中有升

近年来, 公司业务增长迅速, 2002-2006 年总周转量 (RTK) 和旅客周转量 (RPK) 的年均增速明显高于可用周运力 (ATK) 和可用座公里 (ASK) 的增速, 使得总体客座率和客座率呈稳步上升趋势 (03 年因非典有所下降)。2006 年, 客座率创下 71.7% 的公司历史最好水平。(见图 4、图 5)

与此同时, 南航的客运单位收入一直保持在较高水平, 这主要源于其以国内航线为主, 而短航程的国内航线的客公里收入高于长航程的国际航线。与此相反, 国际航线的收益率要显著高于国内货运, 在三大航中, 南航国内飞机腹仓的货运占比最高, 从而使得其货运收益率水平低于国航和东航。目前, 南航已着手改变货运业务的经营架构, 未来很可能成立货运专业子公司, 并大力引进全货机。(见表 1、图 6)

收入和成本分析

主营收入分析
2006 年, 公司实现主营收入 470.47 亿元, 其中运输收入占 97.6%, 其他收入占 2.4%。在运输收入中, 客运占 92.2%, 货运占 7.8%。国内客运是公司最主要的收入来源, 占客运收入的 82.2%。从 1998-2006 年间来看, 2003 年由于 SARS 导致主营收入同比略有下降, 客运收入与 02 年相比基本持平, 其余各年主营收入和客运收入均有稳步增长, 尤其 04-06 年间, 年均增幅均达到 40%。(见图 7、图 8)

横向比较显示, 06 年公司的主营收入略高于国航的 470.06 亿元, 明显高于东航的 368.06 亿元。从客运收入的角度来看, 南航以 423.36 亿元的客运收入, 远远超过国航的 387.08 亿元和东航的 338.52 亿元。(见图 9、图 10)

成本结构分析

公司成本主要包括航油费、起降费、人工费、折旧摊销及飞机租赁、维修费用等。其中, 航油支出占最大比例。近年来由于油价快速上涨, 航油占总成本 (不计财务费用) 的比重持续提升, 06 年达到创历史的 35.3%, 成为公司增长最快的成本项。(见图 11、图 12)

三大要素全面向好, 航空业步入景气周期

多因素推动航空需求强劲增长

伴随宏观经济的强劲增长, 国际油价稳中有降, 人民币持续升值, 居民收入提高导致的消费升级, 以及 2008 年北京奥运会、2010 年上海“世博会”等一系列重大国际事项举办在即, 我国航空市场再次步入快速发展的新阶段。
航空业与 GDP、旅游业及对外贸易有着很强的正相关性。我们预测未来 5 年, 中国航空总周量的年均复合增长率将达到 14.5%, 增速在国际上较大的航空市场中居首位。(见图 13)

航空公司营运效率将进一步提高

根据民航总局规划, 2006-2010, 我国飞机架数年均增长 11.5%。考虑到特殊情况, 我们测算飞机架数年均增长为 12.9%, 低于市场

年均 14.5% 的需求增长。运力供给低于需求增长, 必然导致客座率的稳步提高, 并使得票价水平更加坚挺。

我们尤其看好 07、08 年的中国航空业。由于油价高企, 导致国际上对更省油的新型飞机需求大增, 而大飞机需求由波音和空客公司垄断, 因此新型飞机的交付到不可能马上完成。例如, 现在订购波音的“梦幻飞机” B787, 最早也要到 2010 年之后才能交付。(见图 14)

油价趋势略有回落, 最大成本增量消除

国际原油价格自 06 年 8 月见顶以来, 出现了迅速下滑的态势。我们认为, 未来 2 年油价将趋于平稳并略有回落。根据中信证券预测, 07、08 年国际原油均价 (WTI) 分别为 64.61 美元 / 桶; 而国际民航组织 (ICAO) 估计, 07 年国际原油均价为 63 美元 / 桶, 航油均价为 75 美元 / 桶, 08 年更降至 70 美元 / 桶。(见图 15、表 2)

人民币升值趋势确立, 将带来巨额汇兑收益

人民币升值对航空公司而言具有多重利好: 首先, 将带来巨额汇兑收益, 因为航空公司普遍拥有高外币负债; 其次, 人民币升值将使得购买飞机、航材及航油等按美元定价的商品贬值, 从而节省购买成本; 再次, 本币升值将促进本国居民的出境游, 而本国居民往往更多地乘坐本国航空公司。(见图 16)

当然, 人民币升值也会使得航空公司的海外收入贬值。综合上述多方影响, 升值对航空公司而言显然是重大利好, 尤其是汇兑收益一项, 将大大增加航空公司的税后利润。(见图 16)

厚积薄发, 南航迎来大发展期

运力扩张稳健, 支持业务量快速增长

截至 06 年末, 南航拥有约 300 架飞机, 居国内第一。按照公司机队引进计划, 预计到 08 年底, 公司飞机架数将超过 360 架, 年均增长 11%; 飞机座位数年均增长 14%; 可用吨公里 (ATK) 年均增长 14.5%, 可用座公里 (ASK) 年均增长 14.8%, 增速较 06 年有所提高。

随着新机型到位和老飞机的引退, 公司飞机利用率将逐步提高, 从而推动公司运输中转运量的快速增长。预测到 2010 年, 公司总周转量将从 06 年的 73 亿吨公里增至 140 亿吨公里, 年均增速 14.6%。(见图 17、图 18)

营运效率有望进一步提高

随着国内航空市场的快速增长, 南航的运营效率有望进一步提升, 预测 07、08 年客座率将分别提高 0.9、1.2 个百分点至 72.6%、73.8%。盈利预测模型显示, 客座率每提高 1 个百分点, 公司 07 年收入将增加 4.23 亿元, 净利润增加 3.5 亿元, EPS 增加 0.08 元。(见图 19)

良好的外部环境——油价降、汇率升

06 年, 公司航油支出增加 39.2 亿元, 其中因航油涨价带来的成本增加达 34.1 亿元, 远远超过因航油消耗量增加带来的成本增加 (8.8 亿元), 成为公司最大的成本增加项。

假如未来 2 年国际原油均价不再上涨, 则意味着南航将消除成本上的成本增长项。航油敏感度分析显示, 在油价下跌 100 元 / 吨时, 07 年南航的净利润将增加 2.66 亿元、EPS 将增加 0.06 元。(见图 3)

截至 06 年末, 南航拥有 396 亿元人民币的外币净负债, 2007 年, 我们预测公司外币净负债将进一步增加至 455 亿元人民币。汇率敏感性分析显示, 人民币兑美元升值 1%、航油支出即达 4.55 亿元, 增加公司净利润 3.87 亿元, 或 EPS 增加 0.088 元。目前市场对 07 年人民币兑美元升值的普遍预期为 4%-7%, 假设升值 5%, 则公司 EPS 将增加 0.44 元。
“三网”建设,
全面推升公司盈利能力

公司新一届领导班子上任后, 进行了大刀阔斧的改革, “聚人心、定战略、推改革、强管理”, 使得南航在品牌形象、品牌优势和员工工作积极性等方面有了明显的改善。2006 年, 公司着手大力倡导建设“三个网络”, 以期重构盈利模式, 提升公司持续盈利能力。在当前行业基本面和外部环境全面转暖之际, 公司的战略转型值得市场高度期待。
“三网建设”的内容
三个网络是指航线枢纽网络、市场营销网络和服务保障网络。公司于 2006 年初正式提出变革转型的目标和任务, 即从 2006 年开始, 用 2-3 年时间, 逐步将公司现行的点对点线性运行模式, 转型发展为国际化规模网络型航空公司。

按照规划, 公司将以航线枢纽网络为龙头, 以市场营销网络为核心, 以服务保障网络为支撑, 着力构建起整体有机连接、系统互动的新的航线网络格局, 逐步构造广州和北京的“航班波”; 大力拓展销售渠道网络和终端客户, 拓展高净值客户; 努力构建空中到地面的完整的服务链, 实现无缝隙服务。

“三网”建设的重点

突出双枢纽
公司的战略转型是围绕广州、北京双枢纽建设展开的, 因此, 一方面公司将做强广州基地, 保持其最大基地公司的优势, 另一方面公司将做精北京基地, 进一步拓展北京至西南、华东、欧美、日韩的航线, 扩大北京市场份额, 提高市场营销能力, 并逐步构建北京机场的“航班波”。

突出中转

按照规划, 公司将在广州强化国内中转国内、国内中转东南亚和澳洲, 在北京强化国内中转国内、国内中转欧美和日韩。目前, 公司航线主要是点对点模式, 中转旅客收入很少, 大大落后于国航。随着双枢纽和中转功能的拓展, 公司中转收入有望获得大幅增长。

突出高端客户

目前, 公司的客户结构中中高端商务旅客比例不高, 低于竞争对手国航。在三网建设中, 公司的目标客户群将适当向高端客户倾斜, 大力开发个性化产品服务, 吸引高收益客户, 提高“两舱”上座率。

对“三网”建设的评析

枢纽网络型经营模式于上世纪 70 年代在北美市场启动, 凭借高效、低成本、高频率等优势迅速普及到全球。目前, 国际上大型航空公司几乎无一例外采用该经营模式, 并取得了显著的成效。我国地域辽阔, 人口众多, 非常适合采用枢纽网络型经营模式, 也得到民航总局等权威机构的认可和大力推广。

作为国内飞机架数最多、承载旅客数量最多和国内航线最多的航空公司, 南航从点对点航线模式转型为规模网络型模式, 具有得天独厚的优势和便利。特别是公司提出“双枢纽”概念, 即以广州为枢纽, 国内至东南亚、澳洲的旅客, 以北京为枢纽, 国内至国内、国内至欧美、日韩的旅客, 具有较大的现实性。一旦成功实施, 必然大大优化公司的机型配比, 提高飞机利用率和客座率, 从而提高市场占有率和收入水平。

目前, 枢纽网络型航空公司在我国尚处于起步阶段。我们认为, 对于我国航空公司而言, 构建枢纽网络型航空公司的主要困难在于: 一是管理要求要高, 包括企业的团队精神和执行力、收益和成本管理能力强; 二是 IT 等信息技术必须再上一个台阶; 三是配套设施必须跟上, 包括空管、机场、机务等, 即使国内航空业龙头——国航, 在多年的摸索之后也不能真正称之为枢纽网络型航空公司。南航的枢纽网络化之路必然伴随着荆棘, 但事在人为, 南航历来就具备开拓精神, 曾开辟市场化之路并取得骄人成绩, 市场期盼南航转型之路能同样被荆棘刺破, 再续辉煌。

股改评述

公司公告股改修改方案, 每 10 股送 14 份欧式认沽权证, 行权价 7.43 元 (与其停牌前收盘价相同), 行权比例为 2:1 (即行权比例数值为 0.5), 存续期为一年, 结算方式为现金结算。此外, 集团承诺: (1) 36 个月内不上市交易或转让; (2) 07-09 年现金分红比例 50%; (3) 支持股份回购推进股权激励。

据测算, 假设无风险收益率为 2.79%, 股价波动率为 46.44%, 则权证理论价值为 0.623 元, 14 份权证总价值为 8.72 元, 流通股相当于获得 10 送 1.6 股的对价 (以前 60 个交易日均价 5.46 元计)。
公司对价低于 10 送 3 股的市场平均水平, 但考虑到公司较低的对价能力和权证上市后较高的市场价值 (目前认沽权证普遍溢价较高, 假设权证上市后价格达到 1 元, 对价水平即提高至 10 送 2.56 股), 我们认为该方案体现了南航集团的诚意, 能基本符合多数投资者的期望值。

盈利预测

盈利预测假设

● 假设公司业务量增长如图 17、图 18、图 19 所示;
● 假设航油价格如表 2、表 3 所示;
● 假设 07、08 年人民币兑美元年均升值 5%;
● 假设公司 07、08 年所得税率维持 15% 不变, 总股本不变;

● 不考虑机场收费改革;

盈利预测显示, 公司 07、08 年将实现净利润 8.06、29.24 亿元, EPS 分别为 0.184、0.669 元, 同比大幅增长。其中, 汇兑收益分别贡献了 13.76、23.65 亿元。扣除汇兑收益后, 公司净利润分别为 -12.05、7.13 亿元。(见表 4)

估值及投资评级

国际估值比较显示, 以 06 年业绩为基准, 目前美国航空公司的平均 PB 为 2.21 倍, 平均 PE 为 24.6 倍; 欧洲航空公司的平均 PB 为 2.7 倍, 平均 PE 为 26.4 倍; 亚太航空公司

的平均 PB 为 2 倍, 平均 PE 为 26 倍。

鉴于中国航空市场蓬勃发展的潜力, 以及南航 07、08 年业绩的快速提升, 我们认为按 PE 法给公司估值更为合理。以 08 年 15 倍 PE 的保守估值, 南航的合理价值为 10 元。考虑到股改对价 (理论值相当于每 10 股送 1.6 股, 实际值相当于 10 送 2.5 股), 我们给予公司 12 元的目标价, 维持买入评级。(见表 5)

风险提示

- 股改方案被否决, 从而不可预期地推迟;
- 油价超预期上涨;
- 发生战争或其他灾难性事件。

表 1: 三大航单位收入比较

	综合单位收入 (元/吨公里)	客运单位收入 (元/客公里)	货运单位收入 (元/吨公里)
南航	5.34	0.57	1.88
国航	5.37	0.62	2.36
东航	4.79	0.57	2.32

资料来源: 公司资料, 中信证券研究所。

表 2: 原油及国内航油零售价格预测

年份	WTI (美元/桶)	同比增幅 (%)	南航国内零售均价 (元/吨)	同比增幅 (%)
2002	26.2	0.8%	2885	0.8%
2003	31.1	18.7%	3179	10.2%
2004	41.5	33.6%	3848	21.0%
2005	56.6	36.3%	4851	26.1%
2006	66	18.4%	5999	23.7%
2007E	64	-4.5%	6000	0.0%
2008E	61	-4.7%	5719	-4.7%

资料来源: BLOOMBERG, 中信证券研究所。

表 3: 南航航油消耗预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
总航油成本 (百万元)	11994	16284	18331	19872	21252	24078
(+/-)%	98.2%	35.8%	12.6%	8.4%	6.9%	13.3%
国内航油成本	9848	13190	15016	16186	17342	19669
(+/-)%	99.9%	33.9%	13.8%	7.8%	7.1%	12.8%
国际航油成本	2147	3094	3315	3686	3910	4519
(+/-)%	90.9%	44.1%	7.1%	11.2%	6.1%	15.6%
总油耗 (万吨)	256	275	313	356	401	454
(+/-)%	100.0%	7.4%	13.8%	13.8%	12.6%	13.3%
国内油耗	203	220	250	283	319	360
(+/-)%	58.6%	8.3%	13.8%	13.1%	12.8%	12.8%
国际油耗	53	55	62	73	81	94
(+/-)%	63.7%	3.7%	13.6%	16.7%	11.7%	15.6%
平均单价 (元/吨)	4685	5925	5862	5584	5306	5304
(+/-)%	-0.9%	26.5%	-1.1%	-4.7%	-5.0%	0.0%
国内均价	4,851	5,999	6,000	5,719	5,433	5,433
(+/-)%	26.1%	23.7%	0.0%	-4.7%	-5.0%	0.0%
国际均价	4,050	5,645	5,311	5,062	4,809	4,809
(+/-)%	16.6%	39.4%	-5.9%	-4.7%	-5.0%	0.0%

资料来源: 中信证券研究所。

表 4: 盈利预测表

(百万元)	2004	2005	2006	2007E	2008E
主营收入	24194.0	39062.0	47047.0	54533.9	63992.0
(+/-)%	28.7%	61.4%	20.5%	15.9%	17.3%
客运	21,624.1	35,363.0	42,336.3	49,316.9	57,930.5