

## 南方航空/白云机场调研简报

郭东谋  
0755-82960440  
guodm@ccs.com.cn

### 南方航空

调研方式: 联合调研

调研对象: 证券事务代表 雷斌

**1, A380 带动了北京基地建设:**北京基地建设以及北京分公司的运营将会在 07 年下,除了飞机以外机关楼,出勤楼,机务楼,货站以及机库等地面设施投入可能在 10 亿左右;而 A380 由于实际制造出来的燃油节省能力低于涉及水平,估计将推迟交付到 08 年一季度.随着北京基地建成以及运力陆续投放,未来南航将能够受益于通过北京获得的大量国际/国内中转客源.

**2, 期间费用上升:**05 年上半年南航财务费用大幅增长,主要是由于外币美元利率上升,经历了三次上调;而管理费用方面,由于增加了员工的养老,医疗保险致使福利费用增加较快,而重组增加了人员流动使得差旅费同时增加,而飞行员/机关人员工资今年提升较快,过去员工成本占总成本比例在 8%左右,未来比例应该会上调.

**3, 重组效应陆续释放:**新疆航在 6-9 月份进入旺季,而其他月份客流很少,使得飞机运用以及运力调配成为可能;南航在组织结构改革上继续加大力度,过去各分公司在以利润为考核目标下容易导致内部竞争,现在总公司实行了更加科学的以网络贡献率为考核目标的管理体系,能够强化整体飞行网络的运营效率.长期看,内部整合过程中的主要困难还在于员工思想/文化体系的融和,这也是老国企重组面临的普遍难题.

**4, 人民币升值效应:**目前外币负债在 387 亿左右(包括 38 亿美元,479 亿日元以及 32 亿港元),升值 2%带来帐面一次性汇兑损益 8 亿左右;而成本结构中,外币成本以维修,起降费,经营租赁以及航材进口为主,预计半年升值 2%能够节约成本在 6-7 千万左右.预计三季度在汇兑收益以及行业旺季下能够扭亏为盈,但全年业绩依旧不会理想.

**5, 货运运力仍会增加:**目前南航没有全货机购置计划,同时目前 747/737 等全货机的租赁供给非常紧张,南航目前正在进行 A300 客改货计划,预计货运运力仍然会上升.

**5, 股权分置需要创新:**目前大股东仅有 50.3%左右股权,对价空间几乎没有;而资金匮乏意味着对流通股股东发放股息没有可能.预计股权分置解决时间会较迟,需要国家特殊政策支持.

### 白云机场

调研方式: 联合调研

调研对象: 证券事务代表 孙勇红

#### 1, 货运发展是投资界关注的焦点:

- **实际货运增速不高:**从各项业务指标来看,起降/旅客吞吐量增长都在 16%左右,而货运方面只有 11%,其中由于旅容量增加带来无收益的行李增长了 23%,而实际收益较高的货物增长只有 7.7%(目前货物量占总量比例为 75%),而邮件增长达到 29%,但基数很小,占总量比例不到 4%,因此机场货运发展依旧是较为缓慢的,与全行业上半年货运增速 6-7%基本吻合,白云并未体现出货运上的明显增长势头.
- **货运收益没有明显提高:**原来老机场货站是南航/机场按照 70%:30%权益比例合资运营,目前新机场的货站规划经营还比较混乱,南航拥有一个自建货站能够独立处理货物(约占机场总体货运量 70%),故南航今年从深圳机场调来的 1 架 747 全货机带动了机场货运量大幅增长但实际没有给机场带来相应比例的收益增长;机场同样独立运营一个货运仓库(占货运量 30%),目前同南航货站处于相互竞争的局面,未来将通过转债融资新建中性货站;

另外,南航/机场合资的货站目前正处于在建工程阶段,未来如何协调运营/收益分配尚无明确规划。

**2, 其他收入项目增长仍有空间:** 目前机场户外广告尚未得到广州市政府批准,未来有望新增 7-8 千万收入;目前机场航站楼的空间利用率依旧不高,未来室内广告,租赁以及零售等延伸业务收入仍有较大上升空间。

**3, 下半年成本环比增加较多:** 预计在夏秋冬三季度,由于空调/暖气使用将大幅增加电力费用;财务费用上由于 30 多亿的长期应付款转为长期借款将可能环比增加一倍;而年末正常的帐目调整可能新增其他费用。在业务量/收入不太可能大幅增加的情况下,预计下半年的业绩弱于上半年;05 年的成本结构趋于稳定后,未来年份成本增加将会比较缓慢,利润增长将快于收入增长速度。

**4, 机场运能瓶颈初现:** 由于设计/规划期较早,目前机场停机位和值机柜台已经不够,将可能在中长期内造成航站楼运营瓶颈。机场设计的客运吞吐能力为 2500 万人次,预计今年能够达到 2400 万左右,如果上述刚性瓶颈问题不能解决,机场极限吞吐能力可能在 3000 万,而如果及时解决,按照目前的机场面积,预计实际吞吐能力可以达到 5000 万以上。

**空管问题加剧了机场运营瓶颈:** 目前机场两条跑道只能按照一起一降的规定执行任务,大幅降低了机场停机位的利用效率,更加突出了机场能力限制问题。在目前的空管管制下,两条跑道的起降极限在 30 万架次左右,而如果能够执行跑道独立运行,起降能力能够上升到 40 万架次。

综合看,在 1-2 年内机场能力应该还是能够满足实际运营需求,而转债发行进行停机坪和值机柜台建设已经成为机场长期发展的必须条件。

**5, FedEx 实际能够对机场带来的收益可能很有限:** FedEx 可能通过政府获得了较多的优惠条件,目前没有具体的合同细节;但机场方面可能只能获得最初级的基础性建设并相应获得流通末节的收费,故 FedEx 可能带动机场货运量翻倍,但机场实际收益未必会高。广州市政府更多的是从 FedEx 能够带来整体经济效益的考虑出发而给予在机场收费方面的优惠,机场未必是最大受益者;由于 FedEx 实际运营开始在 07 年末,对机场短期业绩没有贡献,短期内过度炒作 FedEx 效应没有价值基础。

**6, 股权分置方案预期不高:** 目前大股东股权为 60%,在保证绝对控股权的情况下,理论上的对价空间为 2.5,而考虑到 28 亿的转债发行势必摊薄大股东权益(如果在股改结束后按照 7 元价格,理论上可能新增 4 亿流通股),目前大股东经营亏损的状况意味着定向增发扩股的可能性难以期待,股改方案同样存在困难。预计半年内会有具体方案出台。

#### 7, 股价没有上升动力:

- **业绩持续高速增长难以预期:** 05 年上半年白云客运业务量增长在 16%左右(外航比例上升较慢,维持在 6-7%之间),而货运增速较慢,但外航货运比例由于基数较小增长超过 50%,而外航货运比例从 04 年中期 7%上升到 14%;从业务量和收入的对应结构看,客运收入增长(起降费增长 23%,旅客服务费增长 18%)能够基本反映甚至略高于客运业务量增长,而货运收入增长将慢于货运业务量增长,主要由于机场自己处理的业务量较少,以及外航单机货运量较大/起降架次较少并且收费优惠所致(05 年上半年外航旅客/货邮量分别同比增长了 41%/122%,但外航地面服务费仅仅增长了 9.6%)。预计未来 1-3 年收入依旧能够保持在 20%以上增长,成本增速慢于收入增长,我们调整 05-07 年摊薄后业绩为 0.23, 0.34 和 0.42。
- **估值分析:** 目前股价 8.4 元左右,股价已经包含 2 股对价预期,股改结束后价格应该在 7 元;按照对价实现后价格,06 年 PE 大约在 20 倍左右。目前股价已经充分反映了股改以及业绩增长预期(尤其是转债发行将对长期业绩增长带来摊薄压力),而 FedEx 效应可能低于预期,我们维持“中性-A”投资评级。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。