

南方航空 (600029.SH) 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 6.33 元
 目标价格 (人民币): 7.00-8.00 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)	62,145.20
年内股价最高最低(元)	15.93/5.86
沪深 300 指数	3216.28
上证指数	3000.64



相关报告

1. 《中报业绩靓丽, 但盈利对汇率高弹性压制估值-南方航空业绩点评》, 2015.8.31
2. 《业绩符合预期, 期待旺季更旺和国企改革-南方航空业绩点评》, 2015.4.23
3. 《收益坚挺成本下降, 国际化转型步入收获期-南方航空业绩点评》, 2015.3.31

国际线票价有压力, 低油价推动业绩上涨

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.181	0.392	0.482	0.668	0.904
每股净资产(元)	3.62	3.97	4.34	4.89	5.66
每股经营性现金流(元)	1.54	2.62	1.57	2.00	2.42
市盈率(倍)	28.57	21.85	13.15	9.48	7.01
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.97	58.97	58.97
净利润增长率(%)	-6.44%	117.20%	22.76%	38.64%	35.35%
净资产收益率(%)	4.99%	9.88%	11.08%	13.65%	15.98%
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

业绩简评

■ 南方航空 2015 年营业收入达到 1114.67 亿, 同比上升 2.91%。归属母公司净利润 38.51 亿, 同比增加 117.2%。2015 年公司拟每 10 股派发股息 0.8 元(含税)。

经营分析

- **国内航线增速放缓, 国际航线快速扩张后涨幅将收窄:** 2015 年公司营业收入的增加主要来源于客运收入同比增加 3.18%, 达到 1002.38 亿元。总运输周转量同比上升 13.2%, 主要是源于 2015 年国际航线需求的大幅上升, 受益于出境旅游的高速增长, 及南航广州枢纽建设, 国际航线 RPK 增速 32%。国内航线需求稍有回落, RPK 同比增加 9%。预计 2016 年在上年度需求急速增长之后, 增速会有所回落。预计运输周转总量增速 7.7%, 国际航线 RPK 增速 12%, 国内航线 RPK 增速 5%。
- **加速运力投放, 抢滩国际市场:** 2015 年公司机队规模达 667 架, 较上期增加 55 架, 运力投放速度达到 9%。其中国际航线 ASK 增幅高达 31%, 国内航线增速 7%。2016 年 1 季度受春节海外出游火爆, 国际航线运力同比增加 30%。预计 2016 年运力投入会随市场平稳后增速会有一定程度的回落, 根据公司机队引进计划, 预计运力投放会回落至 7%-8%, 其中国际航线 ASK 增速 10%, 国内航线 ASK 增速 6%。2015 年公司需求增速快于运力投放, 总客座率达到 80.5%, 同比上升 1.1%。预计 2016 年, 客座率小幅下降一个百分点。
- **航线运力集中投放, 拉低单位票价:** 2015 年行业受益于市场回暖, 各航空公司运力投放速度加快, 尤其是国际航线, 同时由于本期油价下跌, 燃油附加费降至 0 元, 导致南航单位座公里收益有所下滑, 国际航线单位收益下降 10%, 国内航线下降 8.3%。2016 年第一季度, 各大航空国际航线 ASK 同比增长 30%, 导致国际票价跳水进一步下跌。预计 2 季度公务商务旅客活跃, 票价, 客座率环比会有所上涨。但整体来看 2016 年国际航线竞争加剧, 预计单位收益降幅达 10%, 整体降幅约 6.48%。
- **人民币贬值, 高美元负债占比, 拖累净利润增长:** 2015 年人民币兑美元汇率年跌幅 5.7%, 由于南航高美元负债占比, 导致公司产生汇兑损失 57.02 亿。根据 2015 年预测值, 1%的人民币兑美元汇率变动, 影响南航净利润约 4.42 亿。预计 2016 年人民币汇率依旧低迷, 跌幅维持在 5%左右, 但考虑公司积极调整美元负债占比以对冲汇率波动影响, 汇兑损失会降低至约 20

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

亿。

- **低油价驱动高毛利，助公司业绩大幅上涨：**2015 年国际及国内航油价格均大幅下跌约 30-40%，使公司营业成本同比下降 4%，毛利率较上年增长约 6%。航油成本高占比，及逐渐扩大的机队规模，使油价波动对利润敏感性变大。基于 2015 年预测值，燃油成本每变化 10%，影响营运成本 26.28 亿。预计 2016 年，航油价格会有 5%-10% 的上涨，主业毛利率维持在 16-17% 左右。

盈利调整

- 我们预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.48/0.67/0.90 元/股，同比增速 23%/39%/36%。

投资建议

- 预计 2016 年航空需求及运力增速有所回落，各航空公司在国际航线上投入加大，竞争加剧将拉低票价，人民币持续低迷，油价回升可能性大，增加公司成本，给予“增持”评级。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	98,130	108,313	111,467	111,362	116,728	129,036	货币资金	12,610	18,306	5,444	5,696	5,798	8,258
增长率		10.4%	2.9%	-0.1%	4.8%	10.5%	应收款项	4,124	5,179	4,202	4,336	4,545	5,024
主营业务成本	-87,061	-95,151	-91,382	-92,713	-97,084	-106,098	存货	1,647	1,661	1,606	1,676	1,755	1,918
%销售收入	88.7%	87.8%	82.0%	83.3%	83.2%	82.2%	其他流动资产	2,190	2,694	3,166	3,205	3,262	3,379
毛利	11,069	13,162	20,085	18,649	19,643	22,938	流动资产	20,571	27,840	14,418	14,913	15,361	18,580
%销售收入	11.3%	12.2%	18.0%	16.7%	16.8%	17.8%	%总资产	12.5%	14.7%	7.7%	8.1%	8.4%	10.3%
营业税金及附加	-267	-188	-274	-278	-292	-323	长期投资	3,248	3,636	4,200	4,300	4,300	4,300
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	136,563	153,248	162,010	160,354	159,535	154,551
营业费用	-7,855	-7,947	-7,081	-7,239	-7,587	-8,387	%总资产	82.7%	80.8%	87.0%	87.4%	87.2%	85.3%
%销售收入	8.0%	7.3%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	无形资产	2,858	3,277	3,529	2,754	2,626	2,505
管理费用	-2,689	-2,582	-2,754	-2,784	-2,918	-3,226	非流动资产	144,574	161,857	171,832	168,609	167,661	162,556
%销售收入	2.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	87.5%	85.3%	92.3%	91.9%	91.6%	89.7%
息税前利润 (EBIT)	258	2,445	9,976	8,348	8,846	11,002	资产总计	165,145	189,697	186,250	183,522	183,022	181,136
%销售收入	0.3%	2.3%	8.9%	7.5%	7.6%	8.5%	短期借款	25,122	25,131	29,447	10,000	10,000	10,000
财务费用	1,294	-2,251	-7,826	-3,452	-1,378	79	应付款项	14,919	16,542	17,883	16,994	17,796	19,455
%销售收入	-1.3%	2.1%	7.0%	3.1%	1.2%	-0.1%	其他流动负债	9,172	12,413	18,206	18,634	18,955	19,414
资产减值损失	-568	-205	-108	-27	-1	-3	流动负债	49,213	54,086	65,536	45,628	46,752	48,869
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	37,246	42,066	12,884	13,884	14,884	15,884
投资收益	431	416	582	500	500	500	其他长期负债	36,474	49,271	58,257	68,950	58,950	43,950
%税前利润	12.9%	13.4%	9.2%	6.0%	4.6%	3.4%	负债	122,933	145,423	136,677	128,462	120,586	108,703
营业利润	1,415	405	2,624	5,369	7,967	11,579	普通股股东权益	34,139	35,554	38,966	42,653	48,029	55,526
营业利润率	1.4%	0.4%	2.4%	4.8%	6.8%	9.0%	少数股东权益	8,073	8,720	10,607	12,407	14,407	16,907
营业外收支	1,935	2,690	3,717	3,000	3,000	3,000	负债股东权益合计	165,145	189,697	186,250	183,522	183,022	181,136
税前利润	3,350	3,095	6,341	8,369	10,967	14,579	比率分析						
利润率	3.4%	2.9%	5.7%	7.5%	9.4%	11.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-701	-677	-1,355	-1,841	-2,413	-3,207	每股指标						
所得税率	20.9%	21.9%	21.4%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.193	0.181	0.392	0.482	0.668	0.904
净利润	2,649	2,418	4,986	6,528	8,554	11,371	每股净资产	3.477	3.621	3.969	4.344	4.892	5.656
少数股东损益	754	645	1,135	1,800	2,000	2,500	每股经营现金净流	1.133	1.540	2.619	1.573	1.995	2.415
归属于母公司的净利润	1,895	1,773	3,851	4,728	6,554	8,871	每股股利	0.050	0.040	0.080	0.100	0.120	0.140
净利率	1.9%	1.6%	3.5%	4.2%	5.6%	6.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.55%	4.99%	9.88%	11.08%	13.65%	15.98%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.15%	0.93%	2.07%	2.58%	3.58%	4.90%
净利润	2,649	2,418	4,986	6,528	8,554	11,371	投入资本收益率	0.19%	1.70%	8.18%	7.86%	7.56%	8.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10,051	10,982	12,083	12,327	12,959	13,618	主营业务收入增长率	-3.30%	10.38%	2.91%	-0.09%	4.82%	10.54%
非经营收益	-1,742	1,686	6,042	-1,709	-2,503	-2,434	EBIT增长率	-92.13%	847.67%	308.02%	-16.32%	5.97%	24.37%
营运资金变动	-1,261	-674	1,431	-1,705	581	1,159	净利润增长率	-27.89%	-6.44%	117.20%	22.76%	38.64%	35.35%
经营活动现金净流	9,697	14,412	24,542	15,440	19,591	23,714	总资产增长率	45.74%	14.87%	-1.82%	-1.46%	-0.27%	-1.03%
资本开支	-11,782	-6,621	-8,561	-6,188	-9,010	-5,510	资产管理能力						
投资	-72	-657	-109	-100	0	0	应收账款周转天数	7.6	8.3	8.7	8.8	8.8	8.8
其他	798	459	399	500	500	500	存货周转天数	7.0	6.3	6.5	6.6	6.6	6.6
投资活动现金净流	-11,056	-6,819	-8,271	-5,788	-8,510	-5,010	应付账款周转天数	47.1	42.7	46.5	46.5	46.5	46.5
股权募资	560	108	1,360	0	0	0	固定资产周转天数	443.6	451.6	466.5	453.3	417.4	362.1
债权募资	4,186	290	-28,251	-7,766	-9,000	-14,000	偿债能力						
其他	-2,730	-2,989	-2,710	-1,635	-1,979	-2,244	净负债/股东权益	117.88%	110.43%	80.46%	38.48%	35.37%	28.48%
筹资活动现金净流	2,016	-2,591	-29,601	-9,401	-10,979	-16,244	EBIT利息保障倍数	-0.2	1.1	1.3	2.4	6.4	-138.6
现金净流量	657	5,002	-13,330	252	102	2,460	资产负债率	74.44%	76.66%	73.38%	70.00%	65.89%	60.01%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	2015-03-12	买入	5.23	9.00~12.00
2	2015-03-31	买入	8.21	9.00~12.00
3	2015-04-23	买入	10.80	14.00~16.00
4	2015-08-31	增持	8.19	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