

强烈推荐-A (维持)

南方航空 600029.SH

目标估值: N.A 元
当前股价: 7.88 元
2017年03月23日

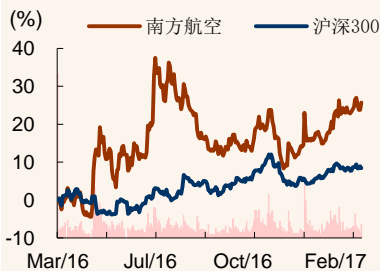
美南之恋: 情理之中, 意料之外?

基础数据

上证综指	3245
总股本(万股)	981757
已上市流通股(万股)	702265
总市值(亿元)	774
流通市值(亿元)	553
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	12.7
资产负债率	70.8%
主要股东	中国南方航空集团公
主要股东持股比例	41.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	11	21
相对表现	3	6	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《南方航空(600029)一票价下跌拖累业绩, 三季报略低于预期》2016-10-30
- 2、《南方航空(600029)一人民币贬值拖累业绩, 二季报略低于预期》2016-08-30
- 3、《南方航空(600029)一季报符合预期, 机队规模带来高弹性》2016-08-30

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

研究助理

王哲

wangzhe5@cmschina.com.cn

事件:

据彭博报道, 知情人士称, 美国航空与中国南方航空就入股事宜进行谈判, 美国航空计划出资约2亿美元, 入股南方航空(H股)。

评论:

1、美航入股南航事宜, 谈判或进入深入阶段

据彭博报道, 知情人士称, 美国航空与中国南方航空就入股事宜进行谈判。美国航空计划出资约2亿美元, 买入南方航空的H股。入股完成后, 美国航空或取得一个南方航空董事会观察员席位。目前, 谈判已经进入深入阶段, 随时可能达成协议, 但最终细节仍可能有变化。根据我们初步判断, 如果美航入股南航最终成行, 这将增加两家航空公司在中美市场控制力。

2、民航混改持续推进, 南航或将正式接棒

2015年9月, 国务院发布《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; 2016年9月, 国家发改委点名东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等6家央企列入首批混改试点; 2016年12月, 国资委将7大领域进一步缩小, 提出要在“民航、电信、军工等领域推动混合所有制改革试点”。

据媒体此前报道, 南航集团年度工作会上曾提出, 2017年南航将重点研究引入先进互联网企业、与全球行业领先者交叉持股或联合设立子公司等方式, 推动混合所有制改革; 通过并购重组, 加快相关业务整合和市场化运作。我们认为, 南航引入美国航空符合“与全球行业领先者交叉持股或联合设立子公司”这一要求。

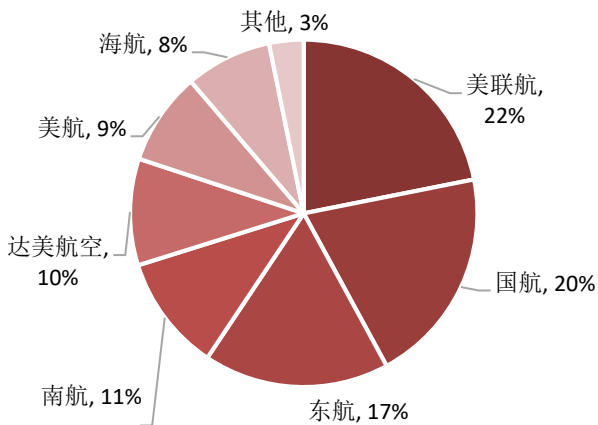
3、中美市场现有竞争格局, 或为推动两者合作主因

按照公司来分, 中美之间竞争格局为: 1) 一直战略合作的美联航与国航, 共计42%, 占有绝对优势; 2) 去年股权合作的达美航空与东航, 共计27%; 3) 南航, 11%; 4) 美航, 9%; 5) 海航, 8%。相对而言, 南航、美航处于劣势。按照城市来分, 中美之间竞争格局按城市基本上分为: 北京(45%)、上海(40%), 广州(11%), 相对而言, 广州目前占比远低于北京和上海两者份额。

对于美航而言, 北京基本上被国航和美联航把持, 上海也基本上被东航和达美航空把持, 其未来在北京和上海发展空间非常有限。而广州基本上由南航把持, 竞争格局较好, 存在发展空间。

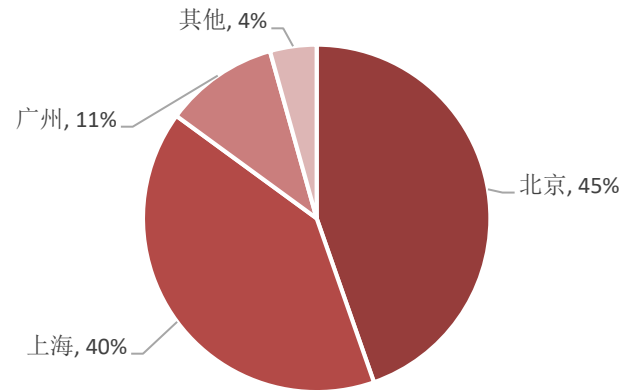
因此, 我们认为南航、美航具备合作基础。

图 1: 中美之间市场结构 (按公司)



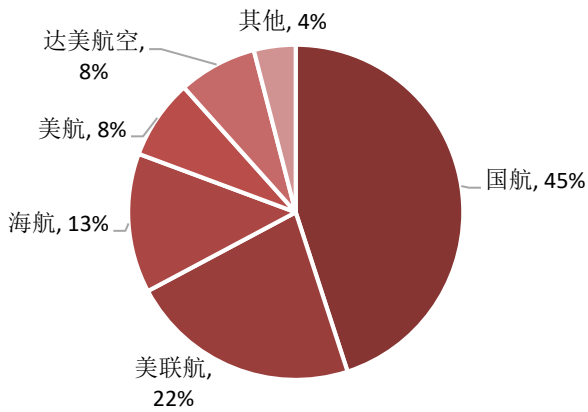
资料来源: 公司公告

图 2: 中美之间市场结构 (按城市)



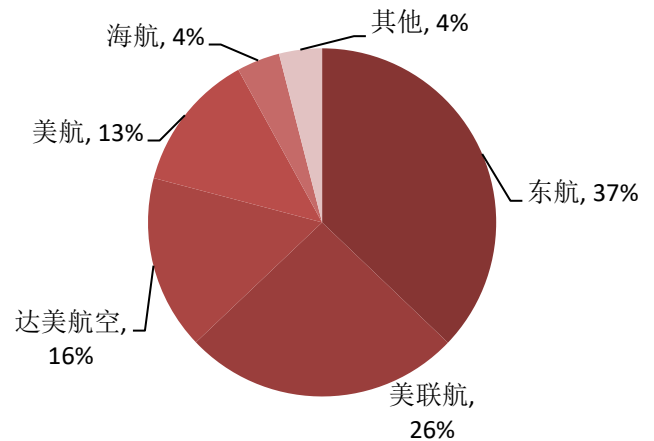
资料来源: 公司公告

图 3: 北京至美国市场结构 (按公司)



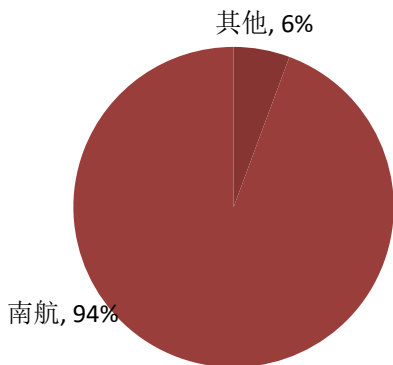
资料来源: 公司公告

图 4: 上海至美国市场结构 (按公司)



资料来源: 公司公告

图 5: 广州至美国市场结构 (按公司)



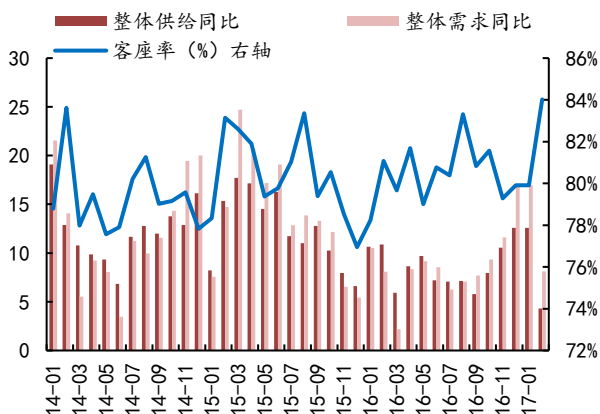
资料来源: 公司公告

4、运力结构持续优化，客座率明显提升

国内运力增速持续加快,客座率持续提升。1-2 月份,公司国内航线 ASK 同比增长 7.4%, RPK 同比增长 12.6%, 客座率为 82.8%, 同比增长 3.8pct。在国内市场供需向好的条件, 公司不断加快国内运力投放增速, 客座率提升明显, 有效推动业绩提升。

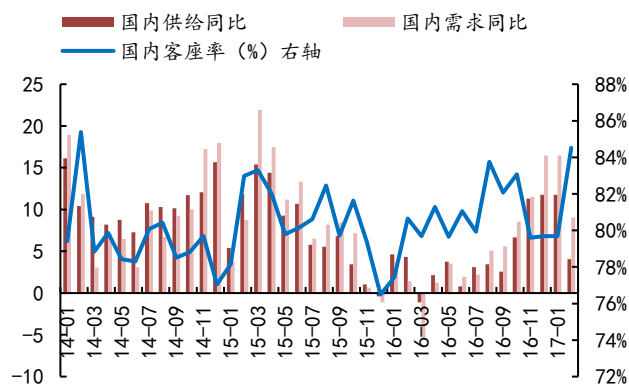
国际运力投放略微放缓, 客座率明显提升。1-2 月份, 公司国际航线 ASK 同比增长 12.5%, RPK 同比增长 16.0%, 客座率为 84.1%, 同比上升 2.6pct。在国际市场供需重回弱平衡的情况下, 公司国际运力投放略微放缓但仍维持高速增长, 在需求逐渐改善情况下, 录得客座率水平明显提升。

图 6: 客运数据



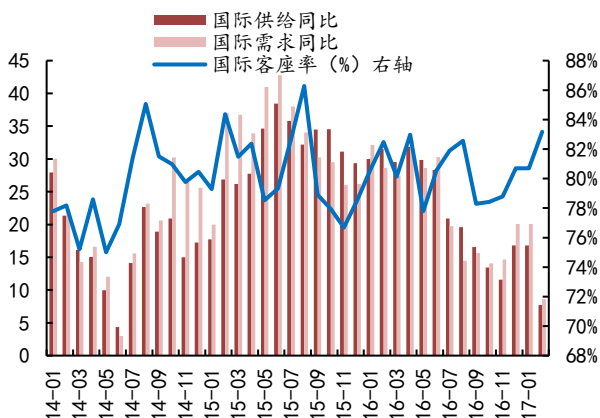
资料来源: 公司公告

图 7: 国内客运数据



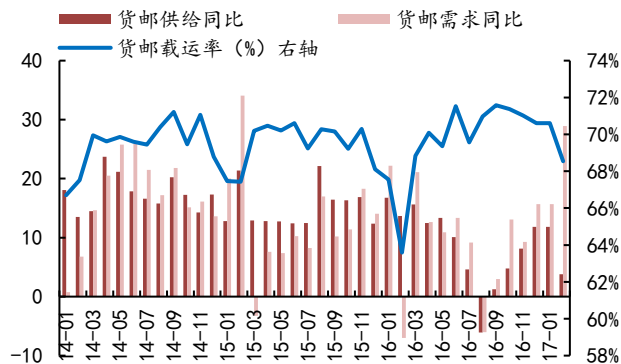
资料来源: 公司公告

图 8: 国际客运数据



资料来源: 公司公告

图 9: 货运数据



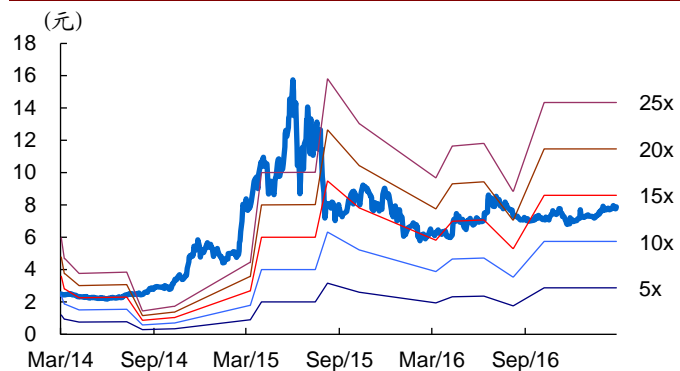
资料来源: 公司公告

5、投资策略

外围风险逐步出清, 国内场景气度预期回升, 公司的国内线占比高, 目前估值合理, 我们维持“强烈推荐-A”评级, 预测 17/18 年 EPS 为 0.59/0.64 元。

风险提示: 经济下滑、航空事故

图 10: 南方航空历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 11: 南方航空历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	27840	14418	20218	19955	21602
现金	18306	5444	11026	9906	10701
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2705	2592	2634	2848	3089
其它应收款	2474	1610	1649	1783	1933
存货	1661	1606	1652	1849	2007
其他	2694	3166	3255	3569	3872
非流动资产	161857	171832	178953	185512	191552
长期股权投资	2937	3453	3453	3453	3453
固定资产	134001	142454	149992	156914	163270
无形资产	2544	2889	2600	2340	2106
其他	22375	23036	22908	22806	22724
资产总计	189697	186250	199170	205467	213154
流动负债	54086	65536	85214	85640	86906
短期借款	7243	19483	54753	52474	51569
应付账款	11211	12077	12489	13975	15168
预收账款	0	0	0	0	0
其他	35632	33976	17972	19191	20170
长期负债	91337	71141	71141	71141	71141
长期借款	42066	12884	12884	12884	12884
其他	49271	58257	58257	58257	58257
负债合计	145423	136677	156355	156781	158047
股本	9818	9818	9818	9818	9818
资本公积金	14388	14336	14336	14336	14336
留存收益	11348	14812	6464	10629	15194
少数股东权益	8720	10607	12198	13903	15759
归属于母公司所有者权益	35554	38966	30618	34783	39348
负债及权益合计	189697	186250	199170	205467	213154

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	15116	25713	19041	25169	25365
净利润	1773	3851	5397	5785	6299
折旧摊销	11003	12012	12878	13440	13959
财务费用	2093	7198	5601	2975	2510
投资收益	(416)	(582)	(582)	(582)	(582)
营运资金变动	(258)	2403	(5845)	1844	1318
其它	921	831	1592	1708	1860
投资活动现金流	(6819)	(8271)	(20000)	(20000)	(20000)
资本支出	(8232)	(11757)	(20000)	(20000)	(20000)
其他投资	1413	3486	0	0	0
筹资活动现金流	(2586)	(30027)	6542	(6290)	(4569)
借款变动	(10592)	(18398)	25306	(2278)	(906)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(18)	(52)	0	0	0
股利分配	(2945)	(13254)	(13745)	(1619)	(1735)
其他	10969	1677	(5019)	(2393)	(1928)
现金净增加额	5711	(12585)	5582	(1121)	795

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	108313	111467	114162	123423	133839
营业成本	95151	91382	94499	105741	114768
营业税金及附加	188	274	281	303	329
营业费用	7947	7081	6964	6788	7495
管理费用	2582	2754	2821	2962	3212
财务费用	2251	7826	5601	2975	2510
资产减值损失	205	108	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	416	582	582	582	582
营业利润	405	2624	4479	5135	6007
营业外收入	2822	3814	4577	4577	4577
营业外支出	132	97	97	97	97
利润总额	3095	6341	8959	9615	10486
所得税	677	1355	1971	2125	2330
净利润	2418	4986	6988	7490	8156
少数股东损益	645	1135	1591	1705	1857
归属于母公司净利润	1773	3851	5397	5785	6299
EPS (元)	0.18	0.39	0.55	0.59	0.64

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	10%	3%	2%	8%	8%
营业利润	-71%	548%	71%	15%	17%
净利润	-6%	117%	40%	7%	9%
获利能力					
毛利率	12.2%	18.0%	17.2%	14.3%	14.2%
净利率	1.6%	3.5%	4.7%	4.7%	4.7%
ROE	5.0%	9.9%	17.6%	16.6%	16.0%
ROIC	1.8%	8.7%	7.0%	5.4%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	76.7%	73.4%	78.5%	76.3%	74.1%
净负债比率	35.4%	22.7%	34.0%	31.8%	30.2%
流动比率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	57.5	55.9	58.0	60.4	59.5
应收帐款周转率	44.0	42.1	43.7	45.0	45.1
应付帐款周转率	8.6	7.8	7.7	8.0	7.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.39	0.55	0.59	0.64
每股经营现金	1.54	2.62	1.94	2.56	2.58
每股净资产	3.62	3.97	3.12	3.54	4.01
每股股利	0.35	1.40	0.16	0.18	0.19
估值比率					
PE	43.6	20.1	14.3	13.4	12.3
PB	2.2	2.0	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	6.2	3.7	3.6	3.9	3.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012-2016年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- 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

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。