

公司研究/年报点评

2017年04月04日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.06  
合理价格区间(元): 9.2~9.5

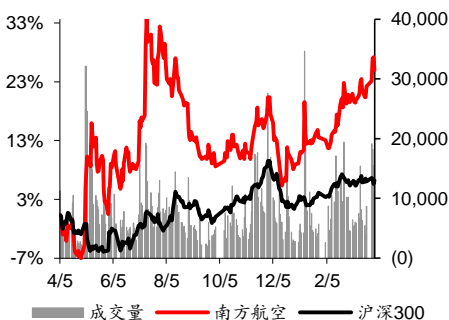
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 021-28972095  
联系人 linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《南方航空(600029,增持): 战投即将引入, 期待实质改善》2017.03
- 2 《南方航空(600029,增持): 受益机场增长红利, 业绩弹性高》2017.01
- 3 《南方航空(600029): 主业压力巨大, 汇兑收益力挽狂澜》2013.08

股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩超预期, 航线补贴贡献高

## 南方航空(600029)

### 2016年业绩超预期, 维持“增持”评级

公司发布2016年业绩, 营业收入与归母净利润分别增长2.95%和29.88%, 分别高于此前预测0.4%和16.2%, 小幅超预期, 主要源自代理费降低带来的惊喜。基于2016年盈利, 我们小幅上调2017/18E净利润4.32%/4.65%至53.09亿元/71.77亿元, 并首次引入2019年净利润93.22亿元。基于经济复苏预期及可比公司估值, 我们按17.0x 2017E PE和2.0x 2017E PB调整目标价区间至9.2~9.5元, 维持“增持”评级。

### 供需弱平衡, 降价保客座率

公司2016年营业收入增长2.95%至1,148亿元, 收入增长主要受运力增长驱动: 1) 国内线: 可用座公里(ASK)增长4.39%, 客座率提高0.12个百分点, 一线机场增量有瓶颈, 运力主要增投二三线城市, 票价小幅下跌3.64%; 2) 国际线: ASK同比增长28.80%, 客座率持平, 国际市场竞争加剧, 票价下跌11.11%。

### 航线补贴贡献高, 提直降代缓解成本压力

2016年, 公司航线补贴和政府奖励贡献28.84亿税前利润, 同比增长21.96%, 在三大航中占比最高。“提直降代”力度升级, 公司2016年直销比例超过四成, 同比减少代理费人民币12.24亿元。

### 油价汇率多重因素扰动业绩

2016年, 布伦特油均价下跌15.80%, 根据公司给出的敏感性, 油价下跌增厚业绩37.60亿元。人民币兑美元贬值6.83%, 拖累业绩32.66亿元, 但公司汇率风险敞口缩窄, 外币债务占比由69.31%下降至48.84%。

### 展望2017: 全年业绩预计增长5.02%

行业层面: 1) 环比改善; 1Q淡季结束, 进入2Q平季; 2) 上游原材料企业回暖, 盈利修复有望传导至中下游, 促进公商务客源增长; 3) 1Q油价和汇率企稳, 与此前市场预期的油价上涨和人民币贬值形成预期差。公司层面: 1) 混改引入战投美国航空, 期待实质性合作。2) “一带一路”中国-中亚航线最大航空承运人, 有望受益相关主题概念。基于华泰宏观组汇率预测1美元兑7.2元人民币, 华泰港股能源组布伦特油价预测55美元/桶, 我们预计公司2017年业绩增长5.02%。

### 维持“增持”评级, 调整目标价区间至9.2~9.5元

我们测算公司2017-2018年每股收益0.54元和0.73元, 当前股价对应14.91x 2017PE和11.03x 2018PE。考虑可比公司估值及机场收费上调, 我们按17.0x 2017E PE和2.0x 2017E PB调整目标价区间至9.2~9.5元, 维持“增持”评级。

风险提示: 经济增速放缓、油价大幅上涨、人民币贬值。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,818
流通A股(百万股)	7,023
52周内股价区间(元)	6.06-8.62
总市值(百万元)	79,130
总资产(百万元)	200,461
每股净资产(元)	4.40

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	111,500	114,792	128,213	142,157	157,551
+/-%	2.94	2.95	11.69	10.88	10.83
净利润(百万元)	3,892	5,055	5,309	7,177	9,322
+/-%	119.51	29.88	5.02	35.19	29.89
EPS(元, 最新摊薄)	0.40	0.51	0.54	0.73	0.95
PE(倍)	20.33	15.65	14.91	11.03	8.49

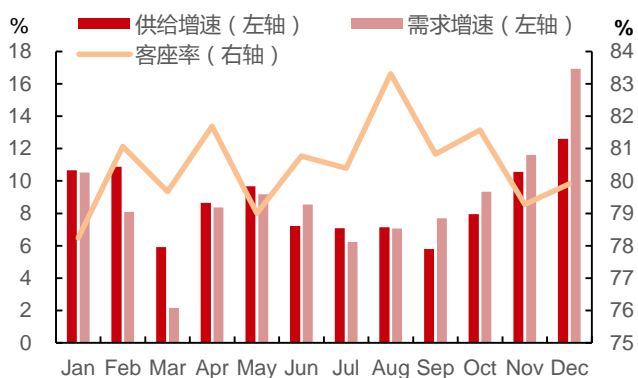
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: A股航空上市公司2016年运营数据

(百万)	国航			南航			东航			上市航空合计		
	2016.1~12	2015.1~12	变化(%)	2016.1~12	2015.1~12	变化(%)	2016.1~12	2015.1~12	变化(%)	2016.1~12	2015.1~12	变化(%)
<b>客运</b>												
可用座位公里	233,051	214,793	8.50	255,988	235,607	8.65	206,249	181,717	13.50	841,244	752,063	11.86
收入客公里	188,137	171,658	9.60	206,092	189,580	8.71	167,523	146,308	14.50	690,412	613,804	12.48
客座率(%)	80.7	79.9	0.8ppt	80.5	80.5	0.0ppt	81.2	80.5	0.7ppt	82.1	81.6	0.5ppt
<b>国内</b>												
可用座位公里	139,689	132,533	5.40	179,654	172,099	4.39	129,456	120,987	7.00	559,480	520,292	7.53
收入客公里	115,730	108,666	6.50	144,974	138,771	4.47	106,356	98,296	8.20	466,707	431,111	8.26
客座率(%)	82.8	82.0	0.9ppt	80.7	80.6	0.1ppt	82.2	81.2	0.9ppt	83.4	82.9	0.6ppt
<b>国际</b>												
可用座位公里	84,023	72,558	15.80	72,140	58,751	22.79	71,181	55,265	28.80	260,517	209,525	24.34
收入客公里	65,439	56,171	16.50	58,034	47,290	22.72	56,820	43,843	29.60	207,504	166,216	24.84
客座率(%)	77.9	77.4	0.5ppt	80.4	80.5	0.0ppt	79.8	79.3	0.5ppt	79.7	79.3	0.3ppt
<b>地区</b>												
可用座位公里	9,339	9,769	-4.40	4,193	4,762	-11.95	5,612	5,508	1.90	21,247	22,359	-4.97
收入客公里	6,968	6,920	0.70	3,084	3,527	-12.57	4,347	4,188	3.80	16,201	16,604	-2.43
客座率(%)	74.6	70.8	3.8ppt	73.5	74.1	-0.5ppt	77.4	76.0	1.4ppt	76.3	74.3	2.0ppt
<b>货运</b>												
货运载运吨公里	6,994	6,561	6.60	6,220	5,662	9.85	4,875	4,865	0.20	19,406	18,234	6.42

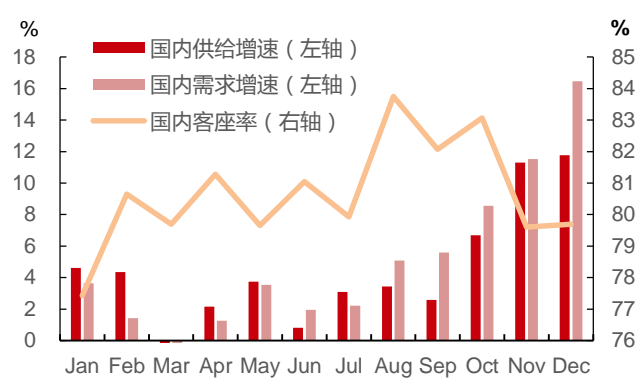
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表2: 南航2016年客运: ASK增长8.65%, 客座率持平



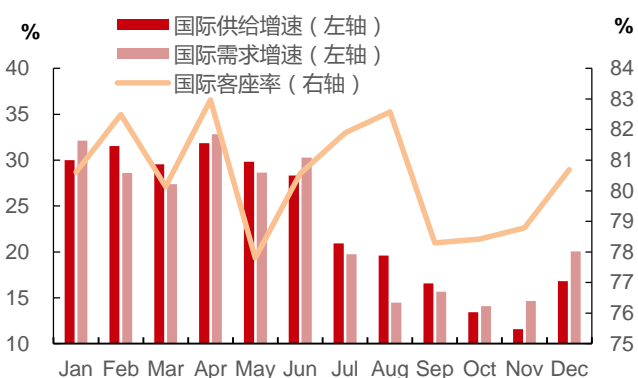
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表3: 客运国内线: ASK增长4.39%, 客座率提高0.12个百分点



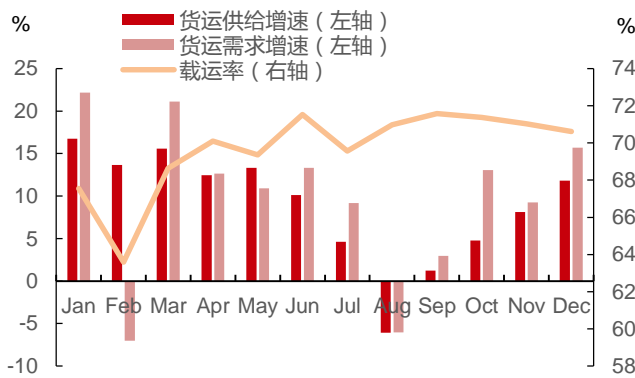
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表4: 客运国际线: ASK增长22.80%, 客座率持平



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

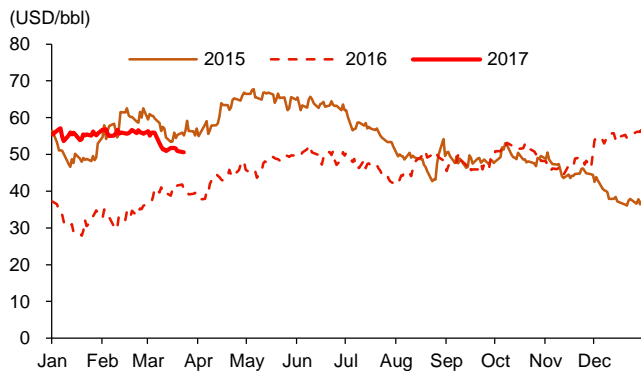
图表5: 南航货运: AFTK增长8.56%, 载运率提高0.29个百分点



注释: AFTK指可用货邮吨公里

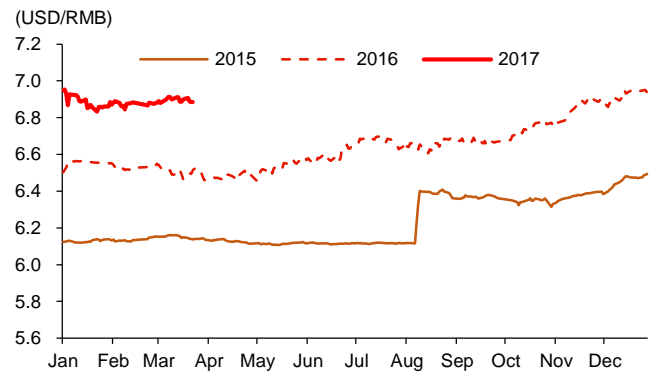
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表6: 布伦特原油价格走势



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表7: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表8: 2016年业绩分拆

RMBmn	2016	2015 (经重述)	同比 (%)
营业收入	114,792	111,500	2.95
营业成本	96,359	91,362	5.47
销售费用	6,402	7,081	(9.59)
管理费用	3,064	2,754	11.26
汇兑损失	3,266	5,702	(42.72)
营业外收入	4,262	3,816	11.69
营业外支出	88	97	(9.28)
归母净利润	5,055	3,892	29.88
扣非归母净利润	4,425	3,315	33.48
经营活动产生的现金流量净额	26,388	25,718	2.61

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表9: 可比公司表

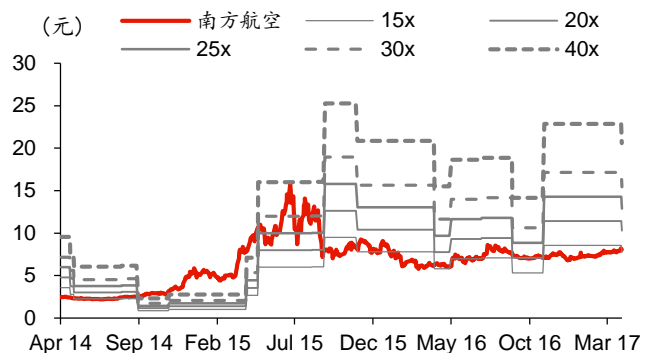
	PE		PB	
	2017E	2018E	2017E	2018E
中国国航	13.08	9.36	1.30	1.16
东方航空	18.80	12.90	1.92	1.69
南方航空	14.91	11.03	1.67	1.48
<b>三大航 均值</b>	<b>15.59</b>	<b>11.09</b>	<b>1.63</b>	<b>1.44</b>
海南航空*	14.92	13.22	1.04	0.96
春秋航空*	18.48	14.95	3.09	2.60
吉祥航空*	17.57	15.34	3.61	3.03
<b>A股航空上市公司均值</b>	<b>16.29</b>	<b>12.80</b>	<b>2.10</b>	<b>1.82</b>

资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 标\*股票 2016E 和 2017E 来自 Wind 一致预期, PE 和 PB 按照 2017 年 3 月 31 日收盘价计算

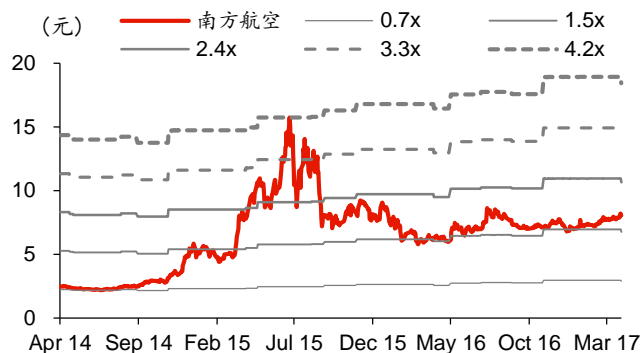
**PE/PB - Bands**

图表10: 南方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 南方航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

经济增速放缓、油价大幅上涨、人民币贬值。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,659	13,764	52,677	67,532	86,232
现金	5,610	4,855	42,891	56,837	74,532
应收账款	2,593	3,009	3,361	3,726	4,130
其他应收账款	1,694	1,418	1,567	1,739	1,929
预付账款	1,269	1,479	1,652	1,832	2,030
存货	1,606	1,588	1,774	1,967	2,180
其他流动资产	1,887	1,415	1,432	1,432	1,432
非流动资产	171,840	186,697	194,290	200,779	206,176
长期投资	3,453	4,132	5,291	6,158	7,113
固定投资	142,462	146,388	144,501	139,344	131,342
无形资产	2,889	3,152	3,467	3,814	4,195
其他非流动资产	23,036	33,025	41,031	51,463	63,526
资产总计	186,499	200,461	246,967	268,311	292,408
流动负债	65,560	67,932	92,695	100,670	109,392
短期借款	19,483	4,195	22,741	24,256	25,847
应付账款	12,072	13,021	14,543	16,125	17,871
其他流动负债	34,005	50,716	55,411	60,289	65,674
非流动负债	71,141	77,821	94,475	100,648	106,890
长期借款	12,884	1,069	28,884	30,884	32,884
其他非流动负债	58,257	76,752	65,591	69,764	74,006
负债合计	136,701	145,753	187,171	201,318	216,282
少数股东权益	10,607	11,527	12,466	13,547	14,789
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
资本公积	14,351	13,951	14,103	14,103	14,103
留存公积	14,963	19,201	23,117	29,234	37,124
归属母公司股	39,191	43,181	47,330	53,447	61,337
负债和股东权益	186,499	200,461	246,967	268,311	292,408

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	25,718	26,388	27,761	29,965	34,056
净利润	5,027	5,888	6,248	8,257	10,564
折旧摊销	11,993	12,769	13,290	14,481	15,670
财务费用	7,825	5,836	3,849	2,545	2,650
投资损失	(582.00)	(717.00)	(788.70)	(867.57)	(954.33)
营运资金变动	1,390	1,256	5,341	5,549	6,126
其他经营现金	65.00	1,356	(178.00)	0.00	0.00
投资活动现金	(8,272)	(16,069)	(20,095)	(20,103)	(20,112)
资本支出	11,758	18,974	20,000	20,000	20,000
长期投资	40.00	32.00	810.70	890.67	978.58
其他投资现金	3,526	2,937	716.20	787.82	866.60
筹资活动现金	(30,037)	(11,120)	30,369	4,083	3,751
短期借款	12,240	(15,288)	18,546	1,515	1,591
长期借款	(29,182)	(11,815)	13,126	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(37.00)	(400.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,058)	16,383	(1,303)	568.32	159.91
现金净增加额	(12,554)	(764.00)	38,036	13,946	17,695

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	111,500	114,792	128,213	142,157	157,551
营业成本	91,362	96,359	108,756	120,574	131,958
营业税金及附加	275.00	245.00	273.64	303.41	336.26
营业费用	7,081	6,402	7,150	7,928	8,787
管理费用	2,754	3,064	3,422	3,794	4,205
财务费用	7,825	5,836	3,849	2,545	2,650
资产减值损失	108.00	130.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	582.00	717.00	788.70	867.57	954.33
营业利润	2,677	3,473	5,550	7,880	10,569
营业外收入	3,816	4,262	2,661	2,940	3,248
营业外支出	97.00	88.00	97.00	97.00	97.00
利润总额	6,396	7,647	8,114	10,724	13,720
所得税	1,369	1,759	1,866	2,466	3,156
净利润	5,027	5,888	6,248	8,257	10,564
少数股东损益	1,135	833.00	939.40	1,080	1,242
归属母公司净利润	3,892	5,055	5,309	7,177	9,322
EBITDA	22,495	22,078	25,253	27,750	32,040
EPS (元)	0.40	0.51	0.54	0.73	0.95

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.94	2.95	11.69	10.88	10.83
营业利润	560.99	29.73	59.81	41.99	34.12
归属母公司净利润	119.51	29.88	5.02	35.19	29.89
获利能力 (%)					
毛利率	18.06	16.06	15.18	15.18	16.24
净利率	3.49	4.40	4.14	5.05	5.92
ROE	9.93	11.71	11.22	13.43	15.20
ROIC	5.99	5.33	5.12	5.52	6.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.30	72.71	75.79	75.03	73.97
净负债比率 (%)	30.97	10.86	34.83	34.12	33.42
流动比率	0.22	0.20	0.57	0.67	0.79
速动比率	0.20	0.18	0.55	0.65	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.59	0.57	0.55	0.56
应收账款周转率	41.57	40.48	40.26	40.12	40.11
应付账款周转率	7.85	7.68	7.89	7.86	7.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.54	0.73	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	2.69	2.83	3.05	3.47
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.40	4.82	5.44	6.25
估值比率					
PE (倍)	20.33	15.65	14.91	11.03	8.49
PB (倍)	2.02	1.83	1.67	1.48	1.29
EV_EBITDA (倍)	5.07	5.17	6.74	5.93	4.84

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com