

2017年04月11日

公司研究

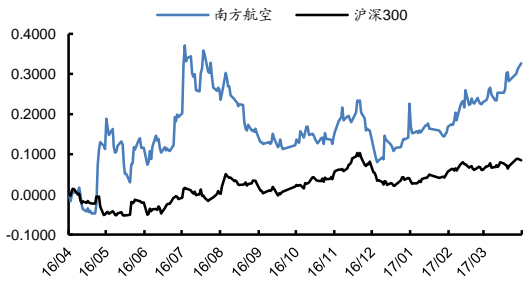
评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：李欣雨 S0350116060006
021-68930163 lixy02@ghzq.com.cn

汇率贬值敏感性降低，关注国企混改后续发展 ——南方航空（600029）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
南方航空	7.9	8.2	33.5
沪深300	2.3	5.1	8.5

市场数据

	2017-04-10
当前价格（元）	8.34
52周价格区间（元）	5.94 - 8.91
总市值（百万）	81878.51
流通市值（百万）	58568.90
总股本（万股）	981756.70
流通股（万股）	981756.70
日均成交额（百万）	571.86
近一月换手（%）	25.60

相关报告

《南方航空（600029）事件点评：航空国企混改再起，南航持续发力》——2017-01-11

《南方航空（600029）事件点评：债务结构调整初现成效》——2016-11-02

《南方航空（600029）动态研究：基本面向好，旺季来临值得期待》——2016-08-02

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布年报：2016年实现营业收入1147.92亿元，同比增长2.95%；毛利率16.06%，同比下降近2pct；实现归属上市公司股东的净利润50.55亿元，同比增长29.88%。其中，公司第四季度营业收入为281.4亿元，较上年同期增7.66%；归母净利润为-13.86亿元，较上年同期的-8.05亿元继续扩大。

投资要点：

- 机场收费提高叠加油价上涨预期给业绩带来承压** 公司2016年毛利率为16.06%，MoM-3.48%，YoY-1.96%，其中第四季度毛利率为5.32%，比去年同期下降3.32pct。公司2016年虽受油价下跌节约24.75亿元，但由于机队规模2016年增加35架，导致公司飞机起降费同比增加13.89%，高于往年近10%的平均水平；同时造成2016年飞机租赁支出同比增长19.09%，高于历年12%的平均水平。同时，考虑原油价格在2016年第四季开始大幅反弹，预计2017年可能存在继续反弹的态势，航空公司成本端优势消失。
- 国际航线量升价跌，牵手美航带来新发展** 2016年南航国内航线收入较去年同期增加13.87亿元、国际航线收入较去年同期增加22.25亿元（YoY+8.6%）。可以看出，南航2016年国际航线为主要营收增量贡献航线。同时，根据经营数据显示，南航2016年国际航线旅客周转量增速高达17.77%，但客公里收益由2015年的0.45元下降至0.4元，在此基础上，国际航线客座率基本与2015年持平。此外，公司在2017年3月底公告引入美航作为战略投资者，未来南航与美国航空将在多领域开展深度合作。我们认为，此次合作将加快南航国际化进程，是打造广州、北京双枢纽战略布局的重要一步。根据南航集团对互联网战略合作者的引进规划和参考东航牵手携程的模式，我们认为公司未来有望继续加大跨联盟合作来提升公司的综合竞争力。
- 汇兑损益大幅减少，带动业绩高速增长** 公司2016年财务费用为58.36亿元，同比下降25.4%，其中第四季度财务费用仅为0.47亿元，远低于去年同期的54.39亿元。主要是公司正积极调整债务结构，通过发行债券等形式减少美元负债占比和贷款的利息支出。截至2016年末，公司人民币融资比例由30.69%提高至51.16%，直接融资（不含融资租赁）比例由29.5%提高至88.9%，长短期借款

合计为 52.64 亿元 (同比减少 83.74%)，因此尽管 2016 年末人民币汇率较去年同期贬值 6.39%，但公司整体汇兑损失仅为 32.66 亿元，较去年同期减少 24.36 亿元 (去年同期人民币贬值 6.12%)。我们认为 2017 年人民币贬值幅度预计在 4% 左右，给公司带来的汇兑损失约为 20 亿。因此未来几年人民币贬值对公司财务费用的拖累将大幅降低。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 公司牵手美航积极布局国际航线，且对美元兑人民币汇率敏感性降低，但考虑未来油价持续上涨预期依旧存在，基于审慎性考虑，在非公开发行未完成前，暂不考虑期对公司业绩及股本的影响，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 至 0.54 元、0.59 元和 0.55 元，对应 PE 为 15 倍、14 倍和 15 倍，由于公司具备国企混改预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 国际原油价格触底回升风险；2) 人民币汇率大幅贬值；3) 经济下行压力增大影响航空需求；4) 公司业绩表现不如预期；5) 国企混改进度不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	111467	120482	130630	138990
增长率 (%)	3%	8%	8%	6%
净利润 (百万元)	5055	5287	5836	5384
增长率 (%)	31%	5%	10%	-8%
摊薄每股收益 (元)	0.51	0.54	0.59	0.55
ROE (%)	9.24%	9.27%	9.79%	8.69%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

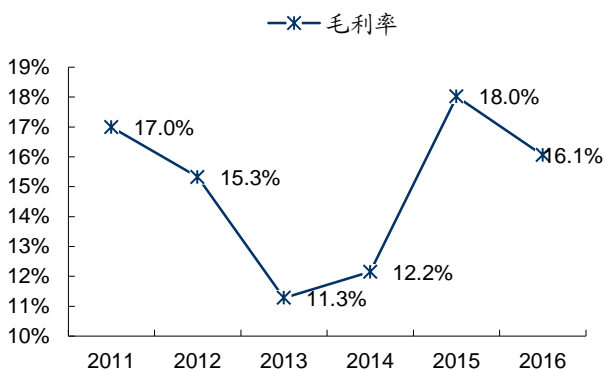
南方航空发布年报:公司 2016 年实现营业收入 1147.92 亿元,同比增长 2.95%;毛利率 16.06%,同比下降近 2pct;实现归属上市公司股东的净利润 50.55 亿元,同比增长 29.88%。其中,公司第四季度营业收入为 281.4 亿元,较上年同期增 7.66%;归母净利润为-13.86 亿元,较上年同期的-8.05 亿元继续扩大。

评论:

1、机场收费提高叠加油价上涨预期给业绩带来承压

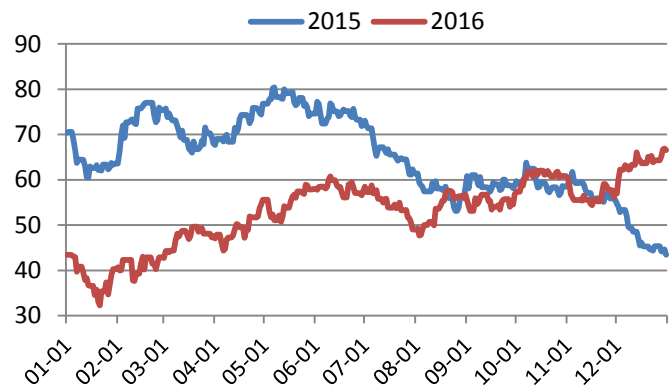
公司 2016 年毛利率为 16.06%，比前三季度的 19.54%减少了 3.48pct，比去年同期下降近 2pct，其中第四季度毛利率为 5.32%，较去年同期下降 3.32pct。虽然受去年油价下跌，公司 2016 年全年航油成本仅为 237.99 亿元，同比下降 9.42%，但由于机队规模由 2015 年的 667 架扩充至 702 架，导致公司飞机起降费 131.09 亿元，同比增加 13.89%，高于往年近 10%的平均水平；同时机队扩充造成公司 2016 年飞机租赁支出 73.25 亿元，同比增长 19.09%，高于历年 12%的平均水平。此外，考虑原油价格在 2016 年第四季大幅反弹，带动航空煤油价格较前三季度增长 19.98%，我们认为航空煤油价格 2017 年可能存在继续反弹的态势，航空公司成本端优势消失。

图 1: 公司毛利率历年走势图



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 2: 新加坡航空煤油 2015 和 2016 年走势对比图



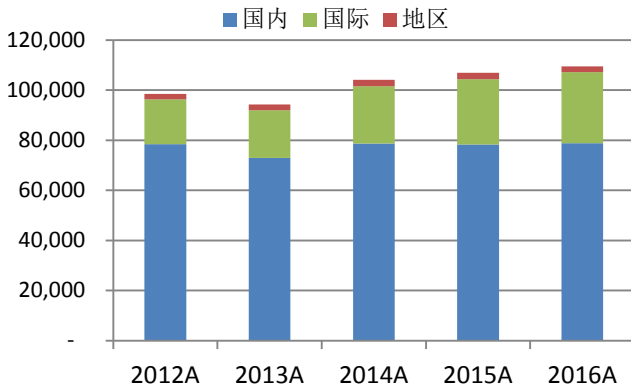
资料来源: WIND, 国海证券研究所

2、国际航线量升价跌，牵手美航带来新发展

截至 2016 年，南航国内航线收入 822.6 亿元，较去年同期增加 13.87 亿元，同比增加 1.66%；地区航线收入 23.16 亿元，同比下降 11.4%；国际航线收入 280.96 亿元，较去年同期增加 22.25 亿元，同比增加 8.6%。可以看出，南航 2016 年国际航线为主要营收增量贡献航线。同时，根据公司公布的经营数据不难发现，

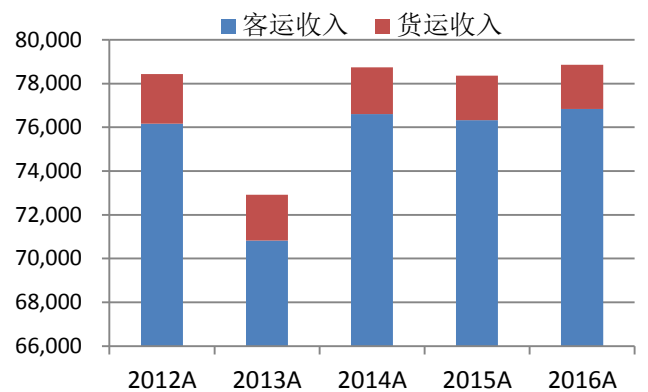
南航 2016 年国际航线旅客周转量增速高达 17.77%，但客公里收益由 2015 年的 0.45 元下降至 0.4 元，在此基础上，国际航线客座率基本与 2015 年持平。

图 3: 公司各航线收入占比分布图 (百万元)



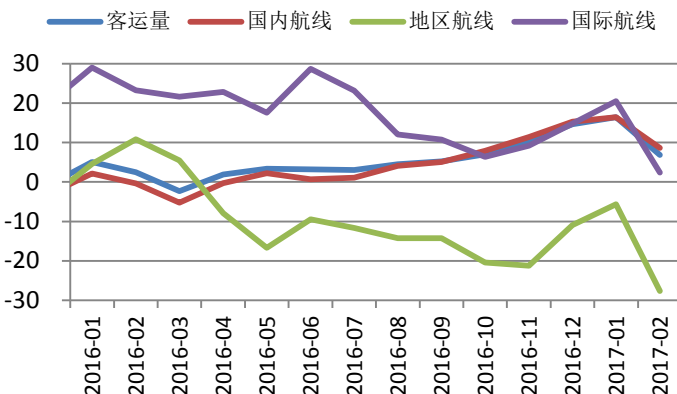
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 4: 公司国内航线客/货运业务收入分布图 (百万元)



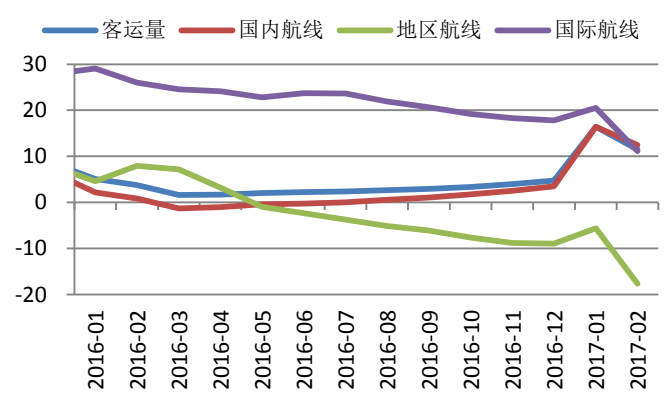
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 5: 公司 2016 年客运量当月同比增速走势图 (%)



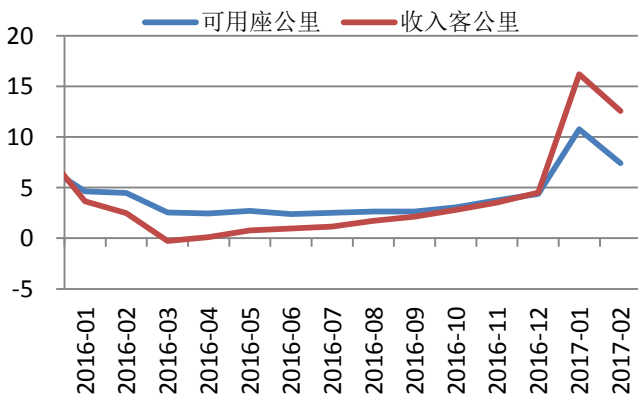
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 6: 公司 2016 年客运量累计同比增速走势图 (%)



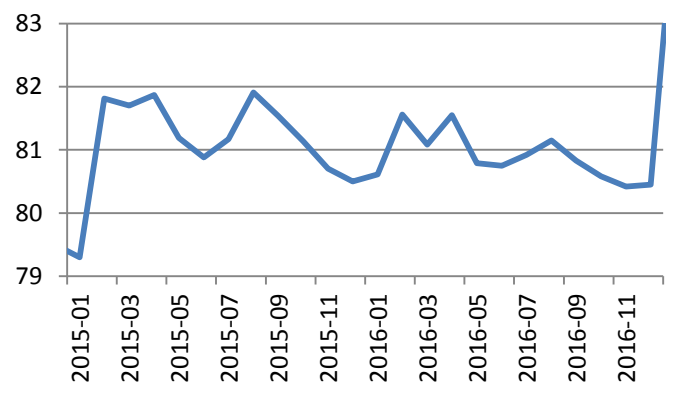
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 7: 公司 2016 年运力运量累计增速走势图 (%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 8: 公司国际航线客座率累计值历年走势图 (%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

此外，公司在 2017 年 3 月底公告拟通过定增 2.71 亿 H 股，引入美航作为战略投资者，价格为 5.74 港元/股，根据协商，南航与美国航空还将在代码共享、联运协议、销售、旅客忠诚度计划、机场设施共享等领域开展深度合作，逐步建立起长期、全面的战略合作伙伴关系。我们认为，此次合作将加快南航国际化进程，是打造广州、北京双枢纽战略布局的重要一步，加强双方在中美航线上的实力。同时，根据南航集团对互联网战略合作者的引进规划和参考东航牵手携程的模式，我们认为公司未来有望继续加大跨联盟合作来提升公司的综合竞争力。

3、汇兑损益大幅减少，带动业绩高速增长

公司 2016 年财务费用为 58.36 亿元，同比下降 25.4%，其中第四季度财务费用仅为 0.47 亿元，远低于去年同期的 54.39 亿元。主要是公司正积极调整债务结构，通过发行债券等形式减少美元负债占比和贷款的利息支出。截至 2016 年末，公司人民币融资比例由 30.69% 提高至 51.16%，直接融资（不含融资租赁）比例由 29.5% 提高至 88.9%，长短期借款合计为 52.64 亿元（同比减少 83.74%），因此尽管 2016 年末人民币汇率较去年同期贬值 6.39%，但公司整体因汇率变化造成的汇兑损失仅为 32.66 亿元，较去年同期减少 24.36 亿元（去年同期人民币贬值 6.12%）。我们认为 2017 年人民币汇率大幅走贬的可能性依旧存在，预计贬值幅度约在 4% 左右，按照现有债务结构测算，预计给公司带来的汇兑损失约为 20 亿，因此预计未来几年人民币汇率贬值对公司财务费用的拖累将大幅降低。

4、盈利预测与评级

公司牵手美航积极布局国际航线，且对美元兑人民币汇率敏感性降低，但考虑未来油价持续上涨预期依旧存在，基于审慎性考虑，在非公开发行未完成前，暂不考虑期对公司业绩及股本的影响，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 至 0.54 元、0.59 元和 0.55 元，对应 PE 为 15 倍、14 倍和 15 倍，由于公司具备国企混改预期，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 国际原油价格触底回升风险；
- 2) 人民币汇率大幅贬值；
- 3) 经济下行压力增大影响航空需求；
- 4) 公司业绩表现不如预期；
- 5) 国企混改进度不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	111467	120482	130630	138990
增长率(%)	3%	8%	8%	6%
净利润(百万元)	5055	5287	5836	5384
增长率(%)	31%	5%	10%	-8%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.54	0.59	0.55
ROE(%)	9.24%	9.27%	9.79%	8.69%

资料来源：公司数据、国海证券研究所（暂未考虑非公开发行对公司业绩及股本的影响）

表 1: 南方航空盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

					2017-04-1				
证券代码:	600029.SH		股价:	8.34	投资评级:	买入		日期:	0
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	9%	10%	9%	EPS	0.51	0.54	0.59	0.55
毛利率	18%	13%	13%	12%	BVPS	4.40	4.55	4.71	4.86
期间费率	14%	9%	9%	9%	估值				
销售净利率	5%	4%	4%	4%	P/E	16.20	15.49	14.03	15.21
成长能力					P/B	1.90	1.83	1.77	1.72
收入增长率	3%	8%	8%	6%	P/S	0.73	0.68	0.63	0.59
利润增长率	31%	5%	10%	-8%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.56	0.60	0.63	0.65	营业收入	111467	120482	130630	138990
应收账款周转率	25.18	25.18	25.18	25.18	营业成本	91382	105033	113581	122070
存货周转率	57.55	57.55	57.55	57.55	营业税金及附加	245	265	287	305
偿债能力					销售费用	6402	6920	7503	7983
资产负债率	73%	72%	71%	71%	管理费用	3064	3312	3591	3821
流动比	0.20	0.22	0.20	0.21	财务费用	5836	35	121	147
速动比	0.18	0.19	0.18	0.18	其他费用/(-收入)	587	(830)	(630)	(430)
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	3473	4088	4918	4234
现金及现金等价物	4855	6283	4869	5250	营业外净收支	4174	3910	3910	3910
应收款项	4427	4785	5188	5520	利润总额	7647	7998	8828	8144
存货净额	1588	1830	1979	2127	所得税费用	1759	1840	2031	1873
其他流动资产	2894	3249	3522	3748	净利润	5888	6158	6797	6271
流动资产合计	13764	16146	15558	16645	少数股东损益	833	871	962	887
固定资产	146388	139276	140705	142077	归属于母公司净利润	5055	5287	5836	5384
在建工程	28948	33948	36948	39948	现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	3152	3402	3337	3247	经营活动现金流	26388	12004	11633	11212
长期股权投资	4132	4932	5932	7132	净利润	5888	6158	6797	6271
资产总计	200461	202189	206964	213533	少数股东权益	833	871	962	887
短期借款	4195	4195	5195	8195	折旧摊销	12699	12427	5911	5962
应付款项	13421	14888	16099	17302	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	6968	(7453)	(2037)	(1908)
其他流动负债	50316	55348	55348	55348	投资活动现金流	(16069)	904	(5429)	(5572)
流动负债合计	67932	74430	76642	80845	资本支出	(13326)	2112	(4429)	(4372)
长期借款及应付债券	18758	5758	5758	5758	长期投资	(679)	(800)	(1000)	(1200)
其他长期负债	59063	64969	64969	64969	其他	(2064)	(408)	0	0
长期负债合计	77821	70727	70727	70727	筹资活动现金流	(8891)	(16835)	(3233)	(905)
负债合计	145753	145158	147369	151572	债务融资	(12414)	(13000)	1000	3000
股本	9818	9818	9818	9818	权益融资	260	0	0	0
股东权益	54708	57031	59595	61960	其它	3263	(3835)	(4233)	(3905)
负债和股东权益总计	200461	202189	206964	213533	现金净增加额	1428	(3927)	2971	4734

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【交通运输组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

李欣雨，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学会计硕士，西南财经大学学士，从事交运行业研究 1 年，16 年加入国海证券研究所，现从事交运行业研究

【分析师承诺】

卜忠东，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。