

公司研究/公告点评

2017年06月27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): 9.05
合理价格区间(元): 9.7~10.2

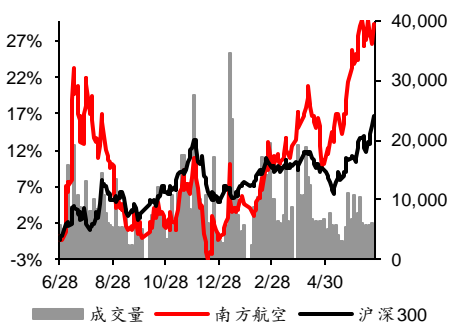
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1 《南方航空(600029,增持): 业绩符合预期, 充分受益内线复苏》2017.05
- 2 《南方航空(600029,增持): 业绩超预期, 航线补贴贡献高》2017.04
- 3 《南方航空(600029,增持): 战投即将引入, 期待实质改善》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

增发摊薄多, 但暑运旺季值得期待 南方航空(600029)

非公开发摊薄较大, 但暑运旺季值得期待, 维持增持

南航拟在 A/H 增发, 募集总金额不超过 137 亿人民币, 母公司通过现金加股权模式积极参与, 虽然股份占比下降, 但依然维持绝对控股地位。增发前后对比, 每股收益预计摊薄约 15%, 幅度较大, 但考虑已经进入暑运旺季, 公司对旺季票价预期较为乐观, 近期油价汇率走向利好航空, 南航弹性最大, 上调盈利预测, 上调目标价区间至 9.7-10.2 元, 维持增持评级。

募集不超过 137 亿人民币, 每股收益摊薄 15%, 负债率下降 4 个百分点

公司发布公告, 拟向不超过十名特定投资者发行不超过 18 亿股 A 股股票, 募集不超过 95 亿人民币; 向股东南龙控股有限公司 (或其他南航集团指定的全资子公司) 发行不超过 5.9 亿股 H 股股票, 募集不超过 36.99 亿港元。在扣除相关发行费用后, A 股募集资金拟用于 41 架飞机引进和 A320 系列飞机选装轻质座椅项目; H 股募集资金拟用于补充运营资金。发行后, 我们预计: 每股收益稀释 15%; 资产负债率从 1 季度末的 72% 降低 4 个百分点至 68%。

集团积极参与: A 股采用现金+股权模式, H 股采用纯现金模式

南航集团认购比例不低于 A 股总发行规模的 31%, 其中, 以其持有的珠海摩天宇 50% 股权与部分现金参与认购, 珠海摩天宇 50% 股权资产预估值为 17.72 亿元, 经珠海摩天宇 2016 年分红调整后的初步交易价格为 16.74 亿元, 最终评估结果和交易价格尚未确定。珠海摩天宇是一家航空发动机维修有限公司, 此次增发结束后, 南航将直接持有其 50% 股权, 预计将带来额外带来至少 1.75 亿净利润。H 股采用现金参与, 支付 36.99 亿港元。

美国航空战略投资者引进与北京新机场带来长期利好

今年 3 月, 南航与美国航空签署协议, 其将以 15.53 亿港元投资南航, 双方建立战略合作伙伴关系, 通过在代码共享、联运协议、人员/经验交流、销售、旅客忠诚度计划、机场设施共享等领域开展合作, 实现互利共赢, 从而加强双方竞争力。北京第二机场计划于 2019 年 3 季度开始运营, 作为其主基地航空公司, 南航及其在天合联盟的合作伙伴将进一步扩大北京国内外航线的市场份额。

维持增持评级, 上调目标价区间至 9.7-10.2 元

基于近期油价汇率走向利好业绩, 公司对暑运价格较为乐观, 我们将南航 2017、2018 及 2019 年的盈利预测值分别提高 5.2%、5.1% 及 3.9% 至 55.83 亿、75.44 亿和 96.89 亿元。目前股价对应 15.9x 2017PE。基于盈利调整, 上调目标价区间至 9.7-10.2 元人民币, 分别对应 2x 2017PB 和 18x 2017PE, 维持增持评级。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速。

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)	6.79-9.08
总市值(百万元)	88,849
总资产(百万元)	202,131
每股净资产(元)	4.56

资料来源: 公司公告

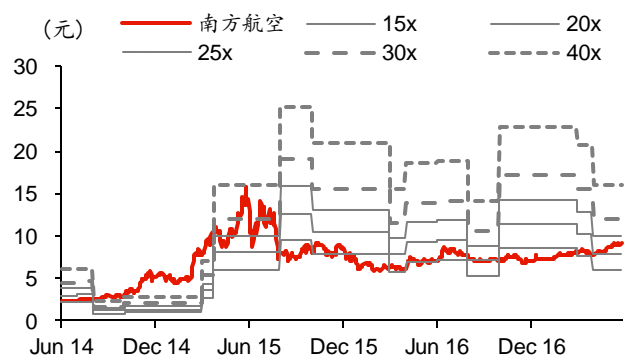
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	111,500	114,792	129,003	142,947	158,325
+/-%	2.94	2.95	12.38	10.81	10.76
归属母公司净利润(百万元)	3,892	5,055	5,583	7,544	9,689
+/-%	119.51	29.88	10.44	35.13	28.44
EPS (元, 最新摊薄)	0.40	0.51	0.57	0.77	0.99
PE (倍)	22.83	17.58	15.92	11.78	9.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

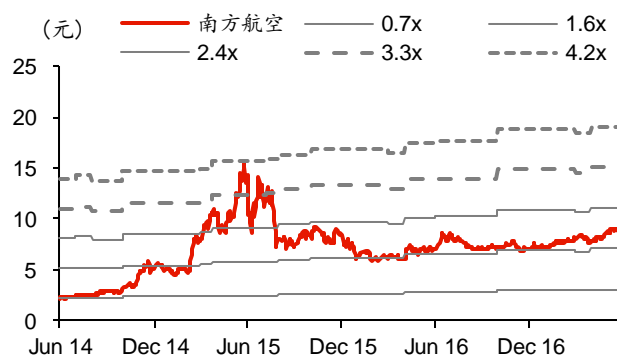
PE/PB - Bands

图表1: 南方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 南方航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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	44,865	61,525	79,937
现金	5,610	4,855	35,029	50,778	68,186
应收账款	2,593	3,009	3,382	3,747	4,150
其他应收账款	1,694	1,418	1,577	1,749	1,939
预付账款	1,269	1,479	1,662	1,842	2,040
存货	1,606	1,588	1,785	1,977	2,190
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	189,402	194,259	200,082
长期投资	3,453	4,132	5,291	6,158	7,113
固定资产投资	142,462	146,388	140,670	135,141	128,570
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	39,974	49,146	60,204
资产总计	186,499	200,461	234,267	255,784	280,019
流动负债	65,560	67,932	90,251	98,085	106,652
短期借款	19,483	4,195	19,931	21,306	22,749
应付账款	12,072	13,021	14,633	16,215	17,959
其他流动负债	34,005	50,716	55,687	60,565	65,944
非流动负债	71,141	77,821	84,006	90,179	96,420
长期借款	12,884	1,069	17,758	19,758	21,758
其他非流动负债	58,257	76,752	66,248	70,421	74,662
负债合计	136,701	145,753	174,257	188,264	203,073
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	23,391	29,820	38,004
归属母公司股	39,191	43,181	47,604	54,033	62,217
负债和股东权益	186,499	200,461	234,327	255,844	280,079

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	28,348	30,184	34,224
净利润	5,027	5,888	6,522	8,624	10,931
折旧摊销	11,993	12,769	13,118	14,113	15,244
财务费用	7,825	5,836	4,019	2,765	2,883
投资损失	(582.00)	(717.00)	(788.70)	(867.57)	(954.33)
营运资金变动	1,390	1,256	5,655	5,549	6,120
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)	(15,095)	(18,103)	(20,112)
资本支出	11,758	18,974	15,000	18,000	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)	16,920	3,668	3,296
短期借款	12,240	(15,288)	15,736	1,375	1,443
长期借款	(29,182)	(11,815)	2,000	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	(815.92)	293.69	(146.94)
现金净增加额	(12,554)	(764.00)	30,174	15,749	17,408

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	111,500	114,792	129,003	142,947	158,325
营业成本	91,362	96,359	108,969	120,616	131,972
营业税金及附加	275.00	245.00	275.33	305.09	337.91
营业费用	7,081	6,402	7,195	7,972	8,830
管理费用	2,754	3,064	3,443	3,816	4,226
财务费用	7,825	5,836	4,019	2,765	2,883
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	5,890	8,341	11,030
营业外收入	3,816	4,262	2,677	2,956	3,263
营业外支出	97.00	88.00	97.00	97.00	97.00
利润总额	6,396	7,647	8,470	11,200	14,196
所得税	1,369	1,759	1,948	2,576	3,265
净利润	5,027	5,888	6,522	8,624	10,931
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	5,583	7,544	9,689
EBITDA	22,495	22,078	25,607	28,078	32,324
EPS(元)	0.40	0.51	0.57	0.77	0.99

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	12.38	10.81	10.76
营业利润	560.99	29.73	69.59	41.62	32.24
归属母公司净利润	119.51	29.88	10.44	35.13	28.44
获利能力(%)					
毛利率	18.06	16.06	15.53	15.62	16.64
净利率	3.49	4.40	4.33	5.28	6.12
ROE	9.93	11.71	11.73	13.96	15.57
ROIC	5.99	5.33	5.50	6.02	6.93
偿债能力					
资产负债率(%)	73.30	72.71	74.38	73.60	72.52
净负债比率(%)	30.97	10.86	29.41	29.01	28.59
流动比率	0.22	0.20	0.50	0.63	0.75
速动比率	0.20	0.18	0.48	0.61	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.59	0.59	0.58	0.59
应收账款周转率	41.57	40.48	40.37	40.11	40.10
应付账款周转率	7.85	7.68	7.88	7.82	7.72
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.57	0.77	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	2.69	2.89	3.07	3.49
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.40	4.85	5.50	6.34
估值比率					
PE(倍)	22.83	17.58	15.92	11.78	9.17
PB(倍)	2.27	2.06	1.87	1.64	1.43
EV_EBITDA(倍)	5.07	5.17	6.82	5.94	4.87

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门、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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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