

南方航空 (600029.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

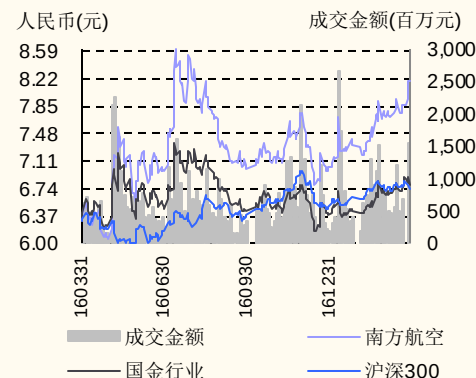
市场价格 (人民币): 8.20 元

人民币贬值影响减弱，供需开始回暖

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)	80,504.05
年内股价最高最低(元)	8.62/6.06
沪深 300 指数	3436.76
上证指数	3210.24



相关报告

- 1.《混改加速，战略合作开拓国际航线-南方航空公司点评》，2017.3.28
- 2.《国内航线供需回暖，相对汇兑收益增厚业绩-南方航空公司点评》，2016.10.31
- 3.《国内航线增速趋缓，汇兑损失致业绩下滑-南方航空公司点评》，2016.8.30
- 4.《四枢纽合纵连横，航空回暖最大受益者-南方航空深度报告》，2016.6.1
- 5.《国际线票价有压力，低油价推动业绩上涨-南方航空业绩点评》，2016.3.31

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

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.392	0.515	0.619	0.675	0.756
每股净资产(元)	3.97	4.40	4.94	5.52	6.17
每股经营性现金流(元)	2.49	2.40	1.39	2.12	2.32
市盈率(倍)	19.09	13.63	13.24	12.14	10.85
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	117.20%	31.26%	20.28%	9.06%	11.89%
净资产收益率(%)	9.88%	11.71%	12.54%	12.25%	12.25%
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

- 2016 年公司实现营业收入 1147.92 亿元，同比增长 2.95%；归属上市公司股东的净利润 50.55 亿元，同比增长 29.88%；基本每股收益 0.51 元。拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

经营分析

- **国际航线持续扩张，供需平衡单位收益降幅缩窄：**2016 年公司客运收入为 1025.02 亿元，占公司营业收入的 89.3%，贡献了 69% 的总营收增量；旅客周转量为 2061.06 亿人公里，同比上升 8.71%。随着公司进一步拓展国际航线以及抓住广州枢纽时刻放量契机，国际 RPK 增速为 23%，占比已达 32.4%，同比增长 2.8 个百分点；国内航线 RPK 同比增加 4.48%。2016 年公司机队规模为 702 架，较上期增加 35 架，运力投放速度为 5%，同比降低 4 个百分点。2016 年供给与需求增速基本持平，整体 ASK 增速为 8.64%，使得总客座率达到 80.51%，与去年相当，每收费客公里收益降幅缩窄 3 个百分点。
- **油价低位利好成本，人民币贬值影响减弱：**公司 2016 年实现净利润近 30% 的增速，主要是由于：1) 全年仍受益油价低位。2016 年油价缓慢回升，但 WTI 原油期货结算价年均价为 43.47 美元/桶，仍处低位，16 年南航航油成本为 237.99 亿元，同比下降 9.42%。2) 汇兑损失同比下降。2016 年人民币兑美元汇率年跌幅较 15 年进一步扩大至 6.8%，但公司积极调整美元负债比例，提前归还 18.37 亿美元负债，人民币融资比例由 30.69% 提高至 51.16%，报告期内汇兑损失人民币 32.66 亿元，同比减少 24.36 亿元。3) 加大“提直降代”力度，直销比例超过四成，同比减少代理费人民币 12.24 亿元。4) 通过发行公司债券、超短期融资券等方式开展多种形式的低利率融资，直接融资（不含融资租赁）比例由 29.5% 提高至 88.9%。
- **国内需求明显回暖，混改催化国际需求。**国内航线需求自 2016 年三季度开始有明显回暖，2017 年一季度淡季后，国内需求有超预期可能，票价有望在旺季客座率上升时获得推动。国际方面，南航加快混改步伐，今年 3 月份引入战略投资美国航空，将有效帮助南方航空开拓北美市场，向美国内陆进行无成本延伸。2017 年 1~2 月，累计需求和供给分别同比增长 12.9% 和 8.2%，客座率提升 3.4 个百分点。根据公司机队引进计

划，未来两年公司运力投放会维持在 8%左右， 预计 2017 年客座率或提升 1-2 个百分点。

投资建议

- 南方航空引入美国航空战略投资，对国际线业务形成重大利好。2017 年一季度，原油价格增幅有所缩窄，航油成本压力减轻；人民币兑美元企稳，叠加公司主动降低美元负债比例，均将对业绩产生正面影响。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62 元、0.68 元、0.76 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济放缓超预期，油价大幅反弹，人民币大幅贬值，民航运力供给超预期等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	108,313	111,467	114,792	121,364	131,955	141,175
增长率		2.9%	3.0%	5.7%	8.7%	7.0%
主营业务成本	-95,151	-91,382	-96,359	-102,604	-112,763	-120,597
%销售收入	87.8%	82.0%	83.9%	84.5%	85.5%	85.4%
毛利	13,162	20,085	18,433	18,760	19,192	20,578
%销售收入	12.2%	18.0%	16.1%	15.5%	14.5%	14.6%
营业税金及附加	-188	-274	-245	-255	-277	-296
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-7,947	-7,081	-6,402	-6,432	-6,598	-6,635
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	5.3%	5.0%	4.7%
管理费用	-2,582	-2,754	-3,064	-3,034	-3,299	-3,529
%销售收入	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	2,445	9,976	8,722	9,039	9,018	10,117
%销售收入	2.3%	8.9%	7.6%	7.4%	6.8%	7.2%
财务费用	-2,251	-7,826	-5,836	-3,399	-2,510	-2,424
%销售收入	2.1%	7.0%	5.1%	2.8%	1.9%	1.7%
资产减值损失	-205	-108	-130	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	416	582	717	800	800	800
%税前利润	13.4%	9.2%	9.4%	8.5%	7.8%	7.0%
营业利润	405	2,624	3,473	6,440	7,308	8,493
营业利润率	0.4%	2.4%	3.0%	5.3%	5.5%	6.0%
营业外收支	2,690	3,717	4,174	3,000	3,000	3,000
税前利润	3,095	6,341	7,647	9,440	10,308	11,493
利润率	2.9%	5.7%	6.7%	7.8%	7.8%	8.1%
所得税	-677	-1,355	-1,759	-2,360	-2,577	-2,873
所得税率	21.9%	21.4%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,418	4,986	5,888	7,080	7,731	8,620
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,100	1,200
归属于母公司的净利润	1,773	3,851	5,055	6,080	6,631	7,420
净利率	1.6%	3.5%	4.4%	5.0%	5.0%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,418	4,986	5,888	7,080	7,731	8,620
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,100	1,200
非现金支出	11,125	12,012	12,809	13,359	14,771	16,267
非经营收益	1,686	6,042	3,642	-3,177	-3,195	-3,268
营运资金变动	-674	1,431	1,256	-3,649	1,517	1,135
经营活动现金净流	14,555	24,471	23,595	13,613	20,825	22,754
资本开支	-6,621	-8,561	-15,863	-19,291	-16,258	-21,277
投资	-657	-109	-432	-801	-800	-800
其他	459	399	293	800	800	800
投资活动现金净流	-6,819	-8,271	-16,002	-19,292	-16,258	-21,277
股权募资	108	1,360	260	0	0	0
债权募资	290	-28,251	-7,475	6,780	-2,750	1,000
其他	-2,989	-2,710	-3,630	-1,456	-1,587	-1,514
筹资活动现金净流	-2,591	-29,601	-10,845	5,324	-4,337	-514
现金净流量	5,145	-13,401	-3,252	-355	230	963

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	18,306	5,444	4,855	4,500	4,730	5,692
应收款项	5,179	4,202	4,427	4,655	5,061	5,415
存货	1,661	1,606	1,588	1,687	1,854	1,982
其他流动资产	2,694	3,166	2,894	3,040	3,192	3,310
流动资产	27,840	14,418	13,764	13,882	14,837	16,400
%总资产	14.7%	7.7%	6.9%	6.6%	6.8%	7.2%
长期投资	3,636	4,200	5,174	5,975	6,774	7,574
固定资产	153,899	162,692	176,082	184,878	189,268	197,170
%总资产	81.1%	87.4%	87.8%	87.9%	87.4%	86.9%
无形资产	3,277	3,529	3,720	3,856	3,954	4,062
非流动资产	161,857	171,832	186,697	196,509	201,795	210,605
%总资产	85.3%	92.3%	93.1%	93.4%	93.2%	92.8%
资产总计	189,697	186,250	200,461	210,390	216,632	227,005
短期借款	25,131	29,447	14,754	18,750	15,000	22,000
应付款项	16,542	17,883	18,170	18,947	20,800	22,226
其他流动负债	12,413	18,206	35,008	31,049	31,439	24,747
流动负债	54,086	65,536	67,932	68,746	67,238	68,973
长期贷款	42,066	12,884	1,069	2,069	3,069	4,069
其他长期负债	49,271	58,257	76,752	78,549	78,549	78,549
负债	145,423	136,677	145,753	149,364	148,856	151,591
普通股股东权益	35,554	38,966	43,181	48,499	54,149	60,587
少数股东权益	8,720	10,607	11,527	12,527	13,627	14,827
负债股东权益合计	189,697	186,250	200,461	210,390	216,632	227,005

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.181	0.392	0.515	0.619	0.675	0.756
每股净资产	3.621	3.969	4.398	4.940	5.515	6.171
每股经营现金净流	1.482	2.492	2.403	1.387	2.121	2.318
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	4.99%	9.88%	11.71%	12.54%	12.25%	12.25%
总资产收益率	0.93%	2.07%	2.52%	2.89%	3.06%	3.37%
投入资本收益率	1.70%	8.18%	7.54%	6.75%	6.48%	6.71%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	2.91%	2.98%	5.73%	8.73%	6.99%
EBIT增长率	847.67%	308.02%	-12.57%	3.63%	-0.23%	12.19%
净利润增长率	-6.44%	117.20%	31.26%	20.28%	9.06%	11.89%
总资产增长率	14.87%	-1.82%	7.63%	4.95%	2.97%	4.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.3	8.7	8.9	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	6.3	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	42.7	46.5	47.5	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	451.6	466.5	465.5	454.7	419.3	402.0
偿债能力						
净负债/股东权益	110.43%	80.46%	52.38%	55.73%	45.78%	41.19%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.3	1.5	2.7	3.6	4.2
资产负债率	76.66%	73.38%	72.71%	70.99%	68.71%	65.72%

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	2	4	11
增持	0	1	1	3	7
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	2.00	1.33	1.63	1.67

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	2015-03-31	买入	8.21	9.00~12.00
2	2015-04-23	买入	10.80	14.00~16.00
3	2015-08-31	增持	8.19	N/A
4	2016-03-31	增持	6.33	7.00~8.00
5	2016-06-01	买入	6.84	9.00~11.00
6	2016-08-30	买入	7.69	N/A
7	2016-10-31	买入	7.09	N/A
8	2017-03-28	买入	7.88	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为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