



2017 年 04 月 05 日

增持(维持)

当前价: 8.06 元

目标价: 9.4 元

交运及设备行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

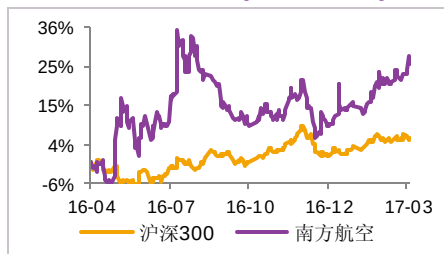
研究助理: 牛永涛

电话: 13810660508
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	114792	126535	135709	143377
(+/-)	2.98%	10.23%	7.25%	5.65%
归母净利润	5055	6160	7294	8636
(+/-)	31.26%	21.86%	18.41%	18.39%
EPS(元)	0.51	0.63	0.74	0.88
P/E	15.65	12.85	10.85	9.16

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯交运事件点评】南方航空: 牵手美航, 强强合作, 混改在路上》2017-03-29

南方航空(600029.SH)

【联讯交运公司点评】南方航空: 业绩符合预期, 静待与美航协同效应

投资要点

◇ 事件:

公司发布 2016 年年报, 全年实现营业收入 **1147.92 亿元**, 同比增长 **2.95%**; 实现归属母公司净利润 **50.55 亿元**, 同比增长 **29.88%**; 实现扣非后归属母公司净利润 **44.25 亿元**, 同比增长 **33.48%**。EPS 为 **0.51 元/股**, 加权平均净资产收益率 **12.28%**。同时, 拟每 **10 股** 派发股息为人民币 **1 元** (含税)。

◇ 运力持续扩张, 国内航线客座率持续提升:

报告期内, 年旅客运输量 **1.15 亿人次**, 连续 **38 年** 居国内之首, 稳居亚洲第一。公司旅客运输收入为 **1025.02 亿元**, 占主营业务的 **90.97%**, 同比上升 **2.26%**。经营客货运输飞机 **702 架**, 同比净增 **35 架**, 机队规模保持亚洲第一。

运载力方面, ASK 同比增长 **8.65%**, 其中国内航线同比增长 **4.39%**, 国际航线同比增长 **22.80%**。ATK 同比增长 **8.62%**, 其中国内航线同比增长 **3.42%**, 国际航线同比增长 **18.65%**。

运载量方面, RPK 同比增长 **8.71%**, 其中国内航线同比增长 **4.48%**, 国际航线同比增长 **22.73%**。RTK 同比增长 **8.93%**, 其中国内航线同比增长 **4.56%**, 国际航线同比增长 **17.23%**。

载运率方面, 国内航线客座率 **80.5%**, 持续提升同比增长 **0.12%**, 其他航线与上年持平。总体载运率 **70.2%**, 同比增长 **1.15%**。

◇ 提前偿还美元负债降低汇兑损失, 三费整体下降, 提高盈利能力:

2016 年, 受国内经济增速放缓、美元强势及美联储加息等因素影响, 人民币兑美元汇率大幅贬值 **6.39%**。面对美元升值的压力, 公司积极果断调整债务结构, 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%**, 致使汇兑损失降低至 **32.66 亿元**。

厦门航空推行全员、全过程、全方位的成本控制, 通过简单机队形成战略、全面预算管理、精密运行等降低各项成本。报告期内, 年公司销售费用 **64.02 亿元**, 同比降低 **9.59%**; 财务费用 **58.36 亿元**, 同比降低 **25.43%**; 管理费用虽小幅增长, 但三费整体下降 **16.75%**, 降幅明显。

◇ 油价低位运行, 全年油价同比下降致营业成本降低:

航油成本是公司最主要的成本支出, 国际原油价格的波动以及发改委对国内航油价格的调整都会对盈利产生较大的影响。2016 年布油均价为 **45.13 美元/桶**, 较上一年的 **53.60 美元/桶** 下降 **15.8%**, 得益于油价的低位运行, 2016 年公司燃油成本占比下降明显, 由 2015 年的 **28.75%** 下降至 2016 年的 **24.7%**。但从 2016Q4 开始, 受国际原油输出组织减产影响, 国际油价呈现探底回升走势, 布油由 2016 年年初的 **37.22 美元/桶** 增长至年底的 **56.82 美元/桶**。我们预



计 2017 年全球需求将逐步回升，国际油价稳中有升或将是大概率事件，航油成本提升或使公司业绩承压。

✧ 混改开启，与美航强强联合，助力业绩提升：

面对日益激烈的国内市场竞争，各大航纷纷将眼光放到国际市场上，近年来愈加重视国际航线的运营，国际业务占比逐年提高。但是南航在国际航线上，竞争力仍不足。南航以广州为基地，搭建“广州之路”（Canton Route）国际航空枢纽，由于地理位置原因和较早进入澳洲市场，南航的国际航线主要在东南亚、南亚和澳洲，对于北美和欧洲市场竞争力不足。

就中美市场格局来说，联合航空市场份额 29%，国航市场份额 22%，东航市场份额 15%，达美航市场份额 11%，美航市场份额 9%，南航市场份额 6%，海航市场份额 4%，这是 2014 年的数据，随着中方持续增加中美航线运力投入，近年中方市场份额呈上升趋势，此长彼消下美方市场份额下降。南航和美航合作，有利于充分发挥自身优势，促进双方共同发展，大大提高双方市场份额。

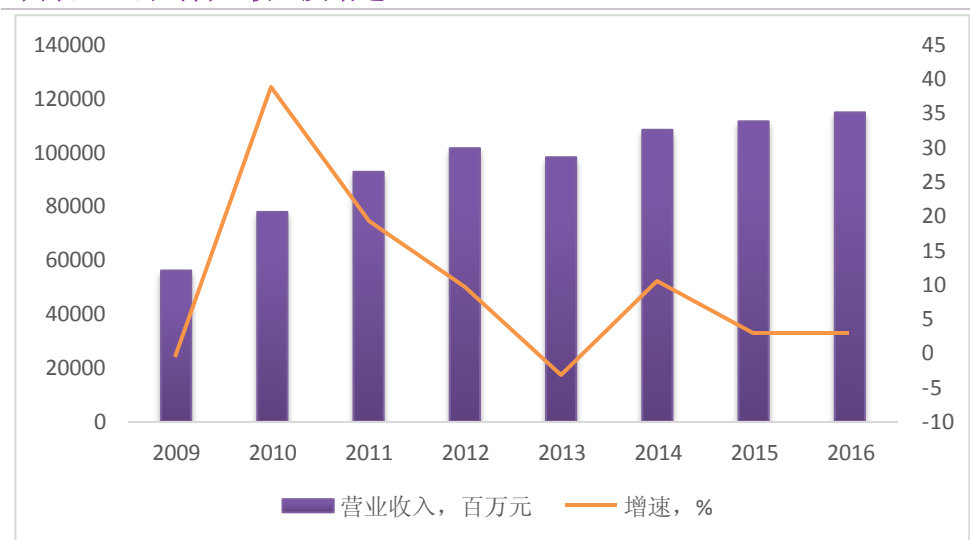
对于南航来说，“南航+美航”的合作有利于开拓国际市场，通过航线代码共享，提高国际市场份额，有助于增强公司在全球航空市场的竞争力和影响力，而南航和美航的后续的协作，将有助于提升枢纽航站运营能力。

✧ 盈利预测与投资评级

根据公司今年 1、2 月主要运营数据显示，公司国内和国外客座率都有较大幅度提升（同比+3.97pct），我们认为在国内外基建带动下，民航需求有望进一步提高。预计公司 2017~2019 年归母净利润为 61.6 亿元、72.9 亿元、86.4 亿元，对应 EPS 为 0.63 元、0.74 元、0.88 元。秉持谨慎原则，给予 2017 年 15 倍 PE，目标价 9.4 元，维持“增持”评级。

✧ **风险提示：**油价上涨的风险；人民币贬值的风险；铁路分流的风险。

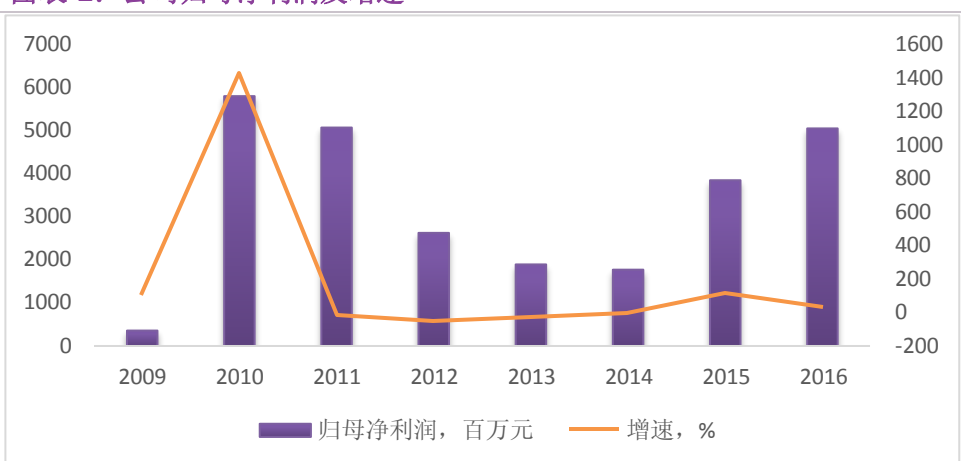
图表 1：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院

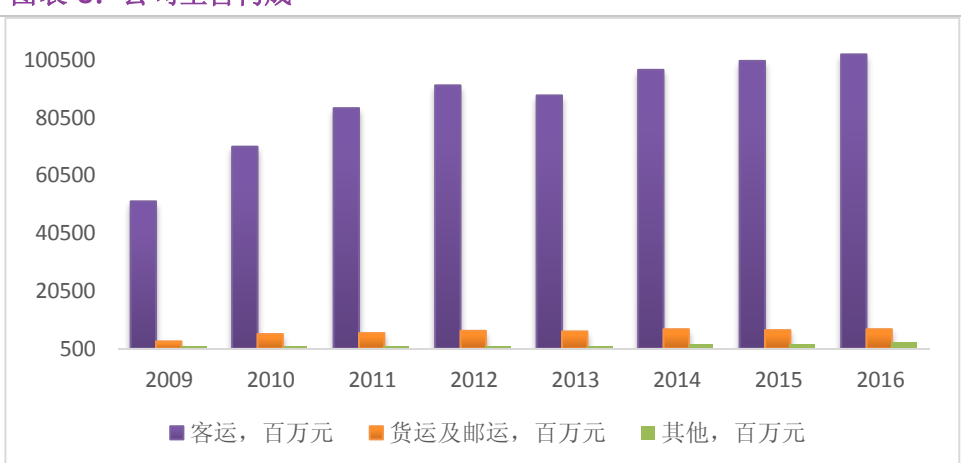


图表 2: 公司归母净利润及增速



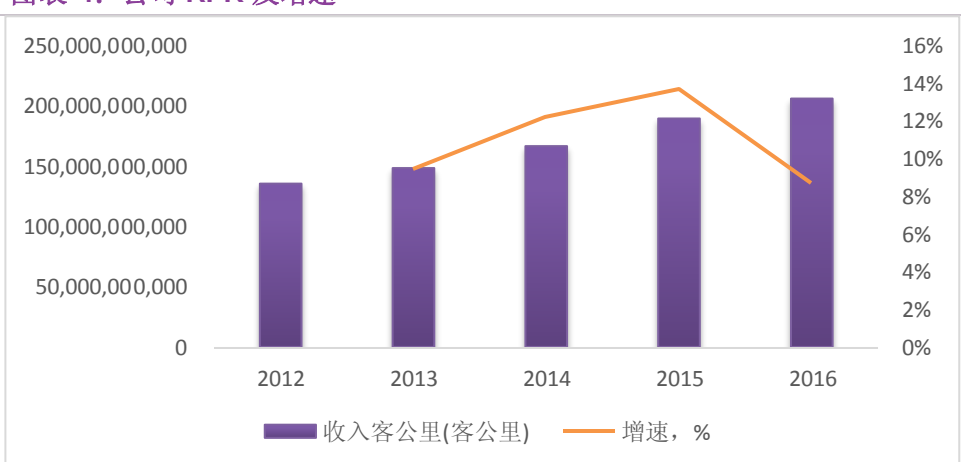
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 3: 公司主营构成



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

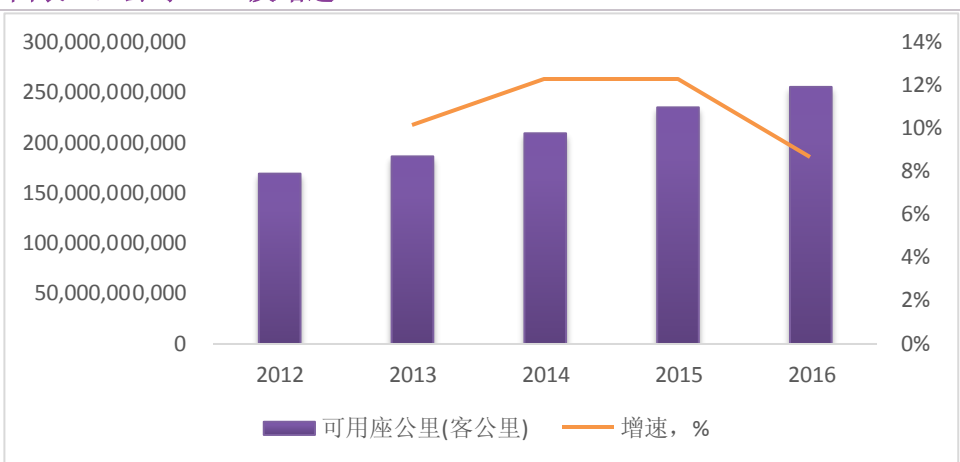
图表 4: 公司 RPK 及增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

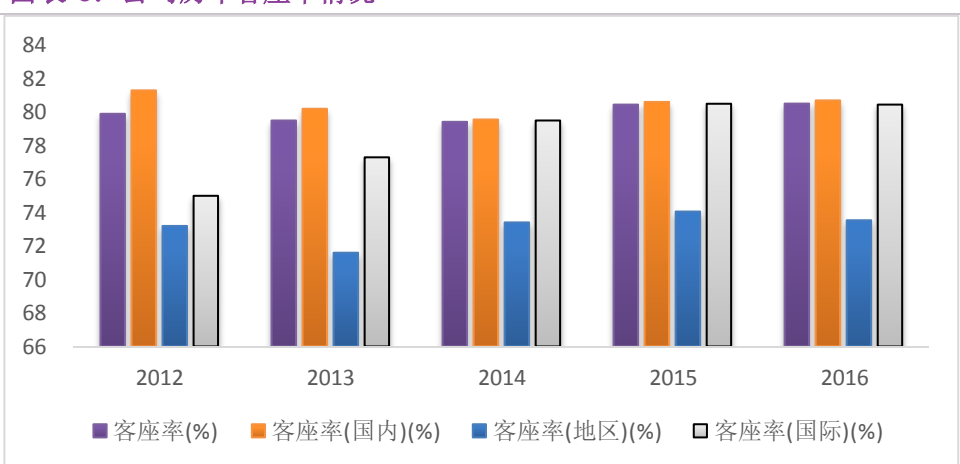


图表 5: 公司 ASK 及增速



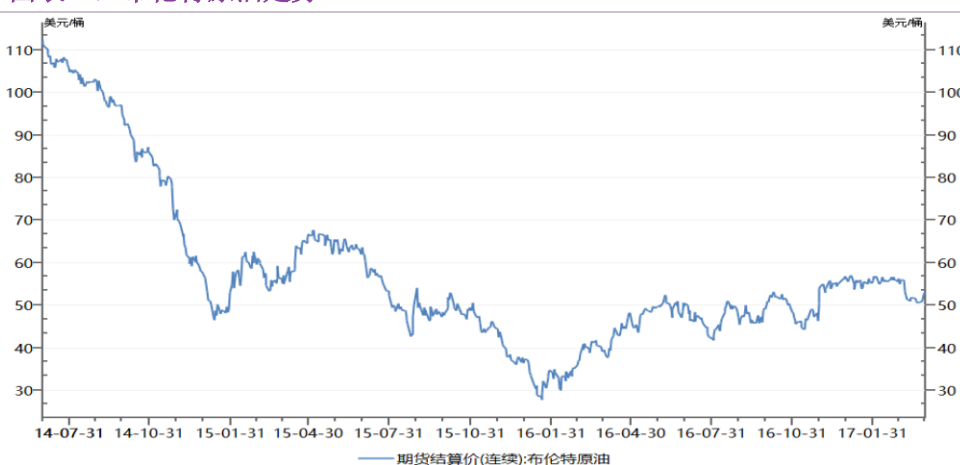
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 6: 公司历年客座率情况



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

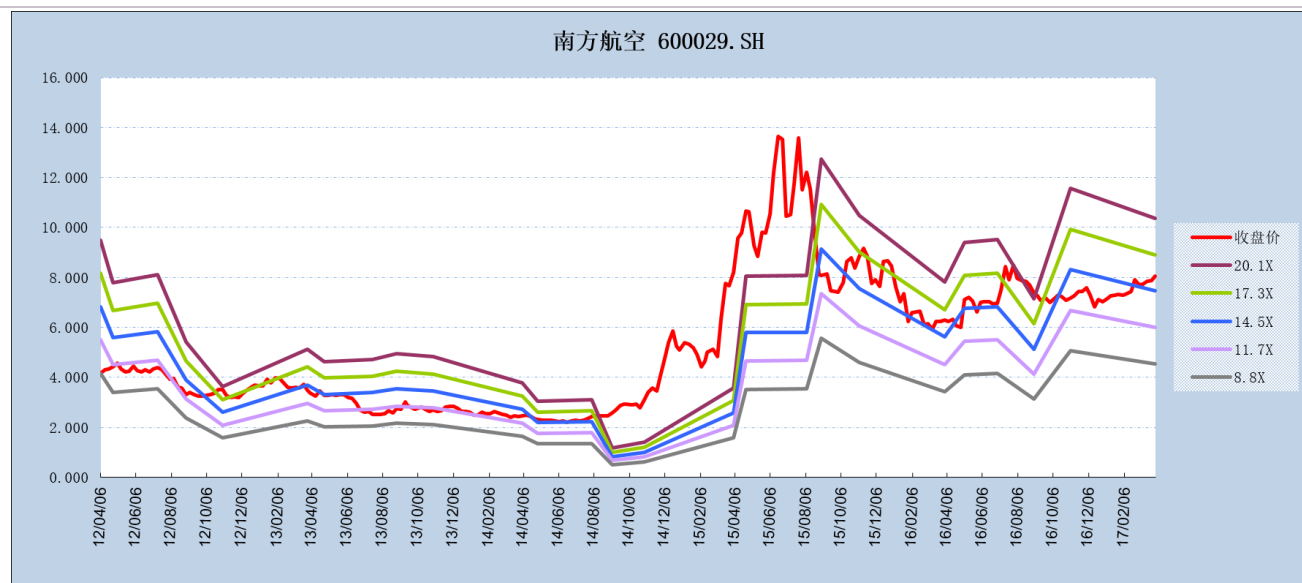
图表 7: 布伦特原油走势



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

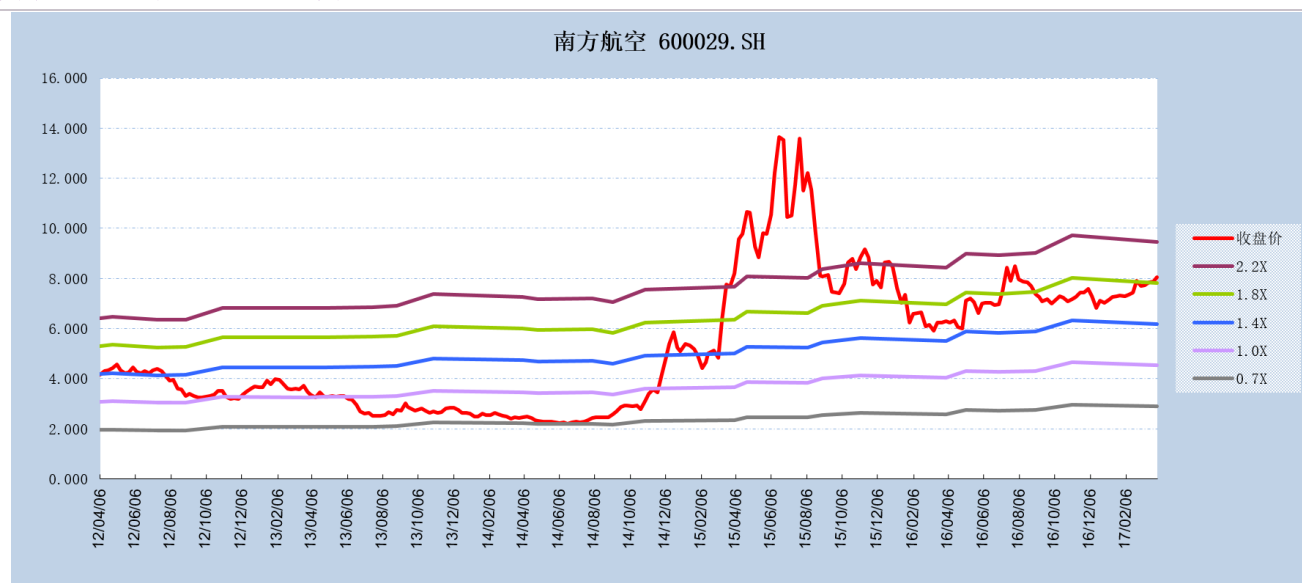


图表 8: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 9: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	13,764	15,278	17,035	19,079	经营活动现金流	26,388	27,707	29,093	30,547
现金	4,855	5,126	6,361	8,368	净利润	5,888	7,076	8,270	9,663
应收账款	3,009	3,159	3,317	3,483	折旧摊销	12,789	13,173	13,568	13,975
其它应收款	1,418	1,489	1,563	1,642	财务费用	5,836	6,959	7,464	7,742
预付账款	1,479	1,553	1,631	1,712	投资损失	-717	-645	-581	-523
存货	1,588	1,667	1,751	1,838	营运资金变动	-3,050	-5,279	-5,716	-6,176
其他	1,415	2,283	2,412	2,036	其它	5,642	6,423	6,087	5,866
非流动资产	186,697	204,433	223,446	243,556	投资活动现金流	-16,069	-16,872	-17,716	-18,602
长期投资	4,132	4,256	4,384	4,515	资本支出	18,974	19,922	20,919	21,964
固定资产	146,388	161,027	172,299	184,360	长期投资	4,132	4,256	4,384	4,515
无形资产	3,152	3,247	3,344	3,444	其他	-39,175	-41,051	-43,018	-45,082
其他	33,025	35,904	43,419	51,237	筹资活动现金流	-11,120	-10,564	-10,141	-9,939
资产总计	200,461	219,711	240,481	262,635	短期借款	4,195	4,615	5,076	5,127
流动负债	67,932	74,725	82,198	90,417	长期借款	1,069	1,176	1,293	1,423
短期借款	4,195	4,615	5,076	5,127	其他	-16,384	-16,354	-16,511	-16,488
应付账款	13,021	13,672	14,356	15,073	现金净增加额	-801	271	1,235	2,007
其他	50,716	56,439	62,766	70,217					
非流动负债	77,821	85,603	94,163	103,580	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	1,069	1,176	1,293	1,423	成长能力				
其他	76,752	84,427	92,870	102,157	营业收入	2.98%	10.23%	7.25%	5.65%
负债合计	145,753	160,328	176,361	193,997	营业利润	32.36%	24.93%	25.21%	23.23%
少数股东权益	11,527	12,103	12,709	13,344	归属母公司净利润	31.26%	21.86%	18.41%	18.39%
归属母公司股东权益	43,181	47,280	51,411	55,294	获利能力				
负债和股东权益	200,461	219,711	240,481	262,635	毛利率	16.06%	16.23%	16.82%	17.17%
					净利率	4.40%	4.87%	5.37%	6.02%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	11.29%	12.40%	13.39%	14.56%
营业收入	114,792	126,535	135,709	143,377	ROIC	4.19%	4.61%	4.88%	5.20%
营业成本	96,359	105,995	112,885	118,755	偿债能力				
营业税金及附加	245	253	271	287	资产负债率	72.71%	72.97%	73.34%	73.87%
营业费用	6,402	6,327	6,785	7,025	流动比率	20.26%	20.45%	20.72%	21.10%
管理费用	3,064	3,163	3,393	3,441	速动比率	17.92%	18.21%	18.59%	19.07%
财务费用	5,836	6,959	7,464	7,742					
资产减值损失	130	144	156	164	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.60	0.59	0.57
投资净收益	717	645	678	732	应收账款周转率	40.99	41.03	41.91	42.17
营业利润	3,473	4,339	5,433	6,695	应付账款周转率	7.68	7.94	8.06	8.07
营业外收入	4,262	4,475	4,699	4,934	每股指标(元)				
营业外支出	88	92	97	102	每股收益	0.51	0.63	0.74	0.88
利润总额	7,647	8,721	10,034	11,527	每股经营现金	2.69	2.82	2.96	3.11
所得税	1,759	1,645	1,764	1,864	每股净资产	5.57	6.05	6.53	6.99
净利润	5,888	7,076	8,270	9,663	估值比率				
少数股东损益	833	916	976	1,027	P/E	15.65	12.85	10.85	9.16
归属母公司净利润	5,055	6,160	7,294	8,636	P/B	1.45	1.33	1.23	1.15
EBITDA	21,452	17,511	19,000	20,669	EV/EBITDA	10.26	13.38	13.11	12.81
EPS（元）	0.51	0.63	0.74	0.88					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com