

南方航空 (600029.SH) 买入 (维持评级)

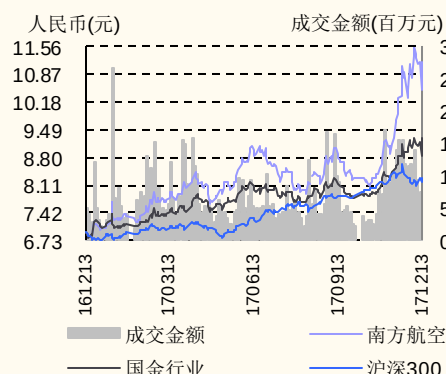
公司点评

市场价格 (人民币): 11.19 元

需求超预期客座率飙升, 只剩票价上涨

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)	3,065.52
总市值(百万元)	112,886.66
年内股价最高最低(元)	11.57/6.79
沪深 300 指数	4050.09
上证指数	3303.04



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	0.690	0.796	0.938
每股净资产(元)	3.97	4.40	4.97	5.62	6.40
每股经营性现金流(元)	2.49	2.40	1.03	2.41	2.60
市盈率(倍)	19.09	13.63	16.21	14.05	11.93
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%	37.78%	15.33%	17.85%
净资产收益率(%)	9.88%	11.71%	13.88%	14.17%	14.66%
总股本(百万股)	9,817.57	9,817.57	10,088.17	10,088.17	10,088.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

运营数据

- 南方航空 11 月 RPK 同比增长 15.4%, ASK 同比增长 11.1%, 客座率为 82.3%, 同比增加 3.0pct。需求增长超预期。

经营分析

- 下半年运力集中引进, 供给投放加快: 11 月是民航新政完整实行的第一个月, 但由于公司飞机引进计划早已确定, 今年下半年将引进全年计划 56 架中的 41 架, 供给投放在 11 月加快。ASK 整体、国内、国际、地区分别同比增长 11.1%、9.7%、14.7%、12.1%, (前值分别为 9.9%、6.4%、19.1%、2.6%)。结合冬春航季时刻表计算一线机场国内航线 ASK 增速约为 4%, 我们认为公司将大部分新增运力投放至二三线以及地区市场, 另外国际航权基本分配完毕后, 国际航线 ASK 增速仍在继续下滑。
- 10 月需求后移, 11 月淡季超预期: 受到“十九大”会议保障安全影响, 部分航空需求挪后至 11 月, 促使本月公司航空需求淡季不淡。RPK 整体、国内、国际、地区分别同比增长 15.4%、14.6%、17.1%、22.1%, (前值分别为 10.5%、5.9%、22.5%、14.5%)。需求超预期下, 本月客座率同比增长明显, 整体+3.0pct、国内+3.6pct、国际+1.6pct、地区+6.6pct。国际线需求仍然旺盛, 但受到供给下滑抑制, 国际 RPK 增速环比下降明显; 地区线自 10 月回暖明显, 公司开始加大地区航线投入。
- 客座率三大航领先, 提价有基础: 南方航空前 11 月整体累计客座率达 82.2%, 三大航中领先, 并且公司在冬春航季供给缺口更为明显的一线和国际市场, 运力投入占比仅稍低于中国国航, 公司拥有航空业供给收缩背景下提升票价的基础。11 月需求存在 10 月临时性因素扰动, 民航新政效果还需观察之后情况。我们认为由于首都和浦东机场准点率处罚将延续到 4 月, 不准加班包机, 春运期间民航需求将有爆仓可能, 促使收益水平明显提高, 确定性较强。在油价缓慢上涨过程中, 南航由于体量最大, 提价对于业绩敏感性最强, 仅需提价 2.0%即可覆盖国际油价上涨 10%带来的新增航油成本。

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。国内航空明年景气度预计上行, 南方航空深耕国内多年, 国内航线配重高, 提价对于业绩敏感性最高, 有望成为最大受益者。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69/0.80/0.94 元, 对应 PE 分别为 16/14/12 倍, 维持“买入”评级。

相关报告

1. 《旺季公司景气依旧, 期待明年量价齐升-南方航空公司点评》, 2017.10.31
2. 《国内航线供需好转, 油价走高拖累业绩-南方航空公司点评》, 2017.8.30
3. 《油价扰动减弱, 最为受益国内市场景气回升-南方航空公司研究》, 2017.5.11
4. 《供需改善提升营收, 油价上涨拖累业绩-南方航空公司点评》, 2017.5.2
5. 《人民币贬值影响减弱, 供需开始回暖-南方航空公司点评》, 2017.3.31

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

风险提示

- **宏观经济下滑。**将对于航空客运需求带来明显削弱，并且抑制运价提升，对公司业绩将产生利空影响。
- **油价波动幅度超预期。**若明年国际油价上涨超预期，会侵蚀航司提价带来的收入增长，对明年业绩产生利空影响。
- **民航运力供给超预期。**若民航局新政施行不达预期，航空业供给收缩幅度较小或继续加大运力投放力度，可能会对票价造成压力甚至产生价格战。

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	129,689	146,616	157,208
增长率		2.9%	3.0%	13.0%	13.1%	7.2%
主营业务成本	-95,151	-91,382	-96,359	-110,684	-124,159	-132,467
%销售收入	87.8%	82.0%	83.9%	85.3%	84.7%	84.3%
毛利	13,162	20,085	18,433	19,005	22,457	24,741
%销售收入	12.2%	18.0%	16.1%	14.7%	15.3%	15.7%
营业税金及附加	-188	-274	-245	-272	-308	-330
%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	-7,392	-8,357	-8,961
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-2,582	-2,754	-3,064	-3,242	-3,665	-3,930
%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	8,098	10,126	11,520
%销售收入	2.3%	8.9%	7.6%	6.2%	6.9%	7.3%
财务费用	-2,251	-7,826	-5,836	-1,082	-1,662	-1,171
%销售收入	2.1%	7.0%	5.1%	0.8%	1.1%	0.7%
资产减值损失	-205	-108	-130	-96	-121	-93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	416	582	717	700	700	700
%税前利润	13.4%	9.2%	9.4%	6.6%	5.8%	5.0%
营业利润	405	2,624	3,473	7,620	9,043	10,955
营业利润率	0.4%	2.4%	3.0%	5.9%	6.2%	7.0%
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	10,620	12,043	13,955
利润率	2.9%	5.7%	6.7%	8.2%	8.2%	8.9%
所得税	-677	-1,355	-1,759	-2,655	-3,011	-3,489
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	7,965	9,032	10,466
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,000	1,000
归属于母公司的净利润	1,773	3,851	5,055	6,965	8,032	9,466
净利率	1.6%	3.5%	4.4%	5.4%	5.5%	6.0%

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	7,965	9,032	10,466
少数股东损益	645	1,135	833	1,000	1,000	1,000
非现金支出	11,125	12,012	12,809	13,540	15,275	16,956
非经营收益	1,686	6,042	3,642	-1,738	-1,939	-2,425
营运资金变动	-674	1,431	1,256	-9,402	1,962	1,205
经营活动现金净流	14,555	24,471	23,595	10,364	24,329	26,202
资本开支	-6,621	-8,561	-15,863	-17,541	-18,258	-18,277
投资	-657	-109	-432	-801	-800	-800
其他	459	399	293	700	700	700
投资活动现金净流	-6,819	-8,271	-16,002	-17,642	-18,358	-18,377
股权募资	108	1,360	260	1,225	0	0
债权募资	290	-28,251	-7,475	8,924	-2,198	-4,936
其他	-2,989	-2,710	-3,630	-3,225	-3,274	-2,889
筹资活动现金净流	-2,591	-29,601	-10,845	6,923	-5,471	-7,825
现金净流量	5,145	-13,401	-3,252	-355	500	0

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5,000	5,000
应收款项	5,179	4,202	4,427	4,878	5,407	5,720
存货	1,661	1,606	1,588	1,819	2,041	2,178
其他流动资产	2,694	3,166	2,894	3,161	3,363	3,488
流动资产	27,840	14,418	13,764	14,359	15,811	16,385
%总资产	14.7%	7.7%	6.9%	6.9%	7.3%	7.3%
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	183,043	189,050	193,357
%总资产	81.1%	87.4%	87.8%	87.6%	87.0%	86.6%
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	194,674	201,578	206,793
%总资产	85.3%	92.3%	93.1%	93.1%	92.7%	92.7%
资产总计	189,697	186,250	200,461	209,033	217,389	223,178
短期借款	25,131	29,447	14,754	20,394	17,196	11,260
应付款项	16,542	17,883	18,170	20,458	22,953	24,491
其他流动负债	12,413	18,206	35,008	24,358	24,898	25,232
流动负债	54,086	65,536	67,932	65,209	65,046	60,983
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	79,049	79,049	79,049
负债	145,423	136,677	145,753	146,327	147,164	144,101
普通股股东权益	35,554	38,966	43,181	50,178	56,698	64,550
少数股东权益	8,720	10,607	11,527	12,527	13,527	14,527
负债股东权益合计	189,697	186,250	200,461	209,033	217,389	223,178

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.181	0.392	0.515	0.690	0.796	0.938
每股净资产	3.621	3.969	4.398	4.974	5.620	6.399
每股经营现金净流	1.482	2.492	2.403	1.027	2.412	2.597
每股股利	0.040	0.080	0.100	0.140	0.150	0.160
回报率						
净资产收益率	4.99%	9.88%	11.71%	13.88%	14.17%	14.66%
总资产收益率	0.93%	2.07%	2.52%	3.33%	3.69%	4.24%
投入资本收益率	1.70%	8.18%	7.54%	5.86%	6.97%	7.65%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	2.91%	2.98%	12.98%	13.05%	7.22%
EBIT增长率	847.67%	308.02%	-12.57%	-7.15%	25.05%	13.76%
净利润增长率	-6.44%	117.20%	31.26%	37.78%	15.33%	17.85%
总资产增长率	14.87%	-1.82%	7.63%	4.28%	4.00%	2.66%
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	430.9	393.6	374.8
偿债能力						
净负债/股东权益	110.43%	80.46%	52.38%	56.86%	46.93%	35.43%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.3	1.5	7.5	6.1	9.8
资产负债率	76.66%	73.38%	72.71%	70.00%	67.70%	64.57%

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
	2	8	13	16	23
	1	3	11	12	27
	0	0	0	0	4
	0	1	1	1	1
	1.33	1.50	1.56	1.52	1.69

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	2016-08-30	买入	7.69	N/A
2	2016-10-31	买入	7.09	N/A
3	2017-03-28	买入	7.88	N/A
4	2017-03-31	买入	8.20	N/A
5	2017-05-02	买入	7.70	N/A
6	2017-05-11	买入	7.91	11.00~11.00
7	2017-08-30	买入	8.43	N/A
8	2017-10-31	买入	8.63	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH