

2018 年 01 月 30 日

王奕超

H98072@capital.com.tw

目标价(元)

14

### 公司基本资讯

|                 |                       |
|-----------------|-----------------------|
| 产业别             | 交通运输                  |
| A 股价(2018/1/30) | 11.77                 |
| 上证指数(2018/1/30) | 3488.01               |
| 股价 12 个月高/低     | 12.45/7.03            |
| 总发行股数(百万)       | 10088.17              |
| A 股数(百万)        | 7022.65               |
| A 市值(亿元)        | 826.57                |
| 主要股东            | 中国南方航空集团有限公司 (40.04%) |
| 每股净值(元)         | 5.02                  |
| 股价/账面净值         | 2.34                  |
|                 | 一个月 三个月 一年            |
| 股价涨跌(%)         | -1.3 29.6 65.5        |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

### 产品组合

|       |       |
|-------|-------|
| 客运    | 91.0% |
| 货运及邮运 | 6.4%  |
| 其他    | 2.6%  |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 6.1%  |
| 一般法人 | 65.6% |

### 股价相对大盘走势



## 南方航空(600029.SH/1055.HK)

Buy 买入

### 航空盈利空间打开，强烈推荐行业龙头

#### 结论与建议：

市场化民航政策不断出台，利好航空盈利能力，人民币强势，航油价格上涨影响有限，看好公司业绩成长。预计公司 2017-2019 年净利润实现 68 亿，84 亿，和 101 亿，yoy 分别增长 35%，23%，和 21%，EPS 为 0.69 元，0.85 元，和 1.03 元，当前 A 股股价对应 PE 为 17 倍，14 倍，11 倍，H 股股价对应 PE 为 12 倍，9 倍，和 8 倍，给予买入的投资建议。

■ **民航政策利好航空盈利：**民航局从 17 年四季度开始，不断地推出利好行业政策，为民航行业发展打下扎实的基础。先是冬季供给侧改革收紧新航班数量，改善供需平衡，提升航空客座率。再来是一月市场化政策出台：民航局将 306 条航线从政府定价改为市场化收入，其中包括高客流，高收入的北京-上海，北京-深圳，广州-北京，广州-上海航线，市场化力度超预期，以及 1 月 19 开始实施的《国内投资民用航空规定》，允许国资在三大航的持股比例降至 50% 一下，但必须保持最大股东和实际控股，进一步开放民资对三大航的投资范围。随着民航行业不断地向往市场化的发展，我们看好航空企业未来盈利的成长。

■ **持续稳定运力投入：**公司 17 年全年维持稳定的运力投入，全年引进 52 架飞机，可用座公里（ASK）实现 2806 亿人公里，yoy+9.6%，较去年增速略有提高。与去年相比，运力布局有一定的改变，国内国外运力投入更为平衡：17 年国内 ASK 1943 亿人公里，yoy+8.2%，增速提升 3.8 个百分点，国外 ASK 824 亿人公里，yoy+14.3%，增速下降 8.5 个百分点。客运方面，旅客周转量（RPK）实现 2306 亿人公里，yoy+12%，维持国外周转量增速（16%）高于国内增速（10%）的大趋势。客座率方面，17 年冬季航班供给收缩让部分地区需求增速高于供给增速，公司全年客座率 82.2%，较去年提升 1.69 个百分点。

■ **油价上涨影响有限：**年内布伦特原油价格上涨明显，为公司造成成本压力。2017 年布伦特原油平均价为 54 美元/桶，yoy+24%，考虑汇率变动之后，预计为公司原油成本增加 85 亿元左右。假设原油价格维持现在水平（截止 1 月 26 日，原油价格每桶 70 美元），及公司运力维持 10% 的增长，明年公司原油成本将在增加 95-120 亿元。目前政策允许航油在每吨 5000 元时，企业开始收取燃油附加费，有效覆盖航油成本一部分。经我们测算，以人民币 6.4 元兑美元的汇率来算，航油每吨 5000 元对应布伦特原油价格 70.1 美元/桶左右，若原油价格持续上涨，对公司影响有限。

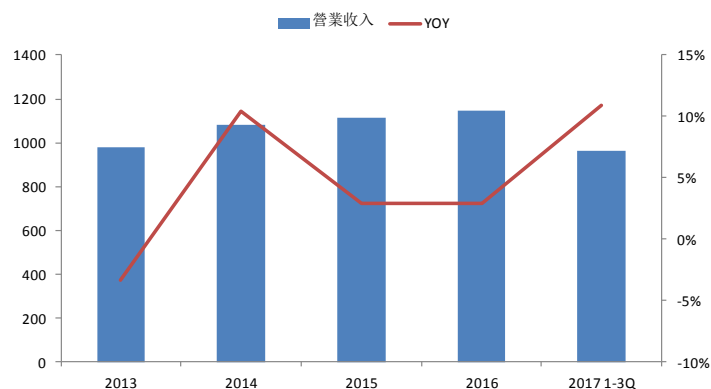
■ **17 年人民币汇率意外走强，18 年初持续强势：**17 年人民币强势，全年升值 6% 左右，大幅降低航空企业的财务费用。与此同时，航空企业不断地优化债务结构，减少自身持有的美元债务，降低汇率风险。我们预计公司在减持美元债务和人民币汇率升值的情况下，产生汇兑收益 20 亿左右，财务费用到达 20-22 亿。进入 18 年，人民币持续强势，但我们预计全年汇率有可能贬值 3% 左右，经我们测算公司 18 年将产生汇兑损失 12 亿元左右，全年财务费用 50 亿元左右。

■ **风险提示：**油价上涨超过预期、人民币贬值超过预期。

..... 接续下页 .....

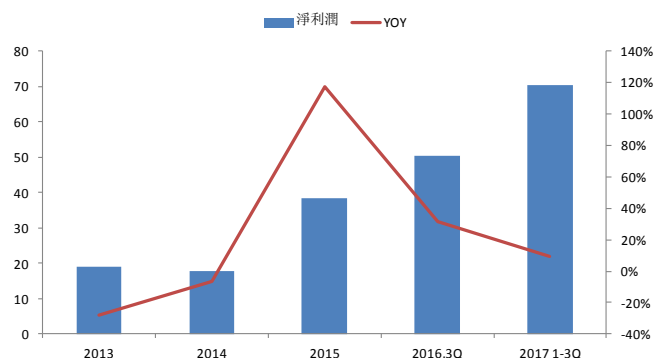
| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2014     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E     |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1,773.00 | 3,892.00 | 5,055.00 | 6,804.81 | 8,389.81 | 10,160.86 |
| 同比增减            | %       | -6.44%   | 119.51%  | 29.88%   | 34.62%   | 23.29%   | 21.11%    |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.18     | 0.40     | 0.51     | 0.69     | 0.85     | 1.03      |
| 同比增减            | %       | -6.44%   | 119.51%  | 29.88%   | 34.62%   | 23.29%   | 21.11%    |
| A 股市盈率(P/E)     | 倍       | 65.18    | 29.69    | 22.86    | 16.98    | 13.77    | 11.37     |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.04     | 0.08     | 0.1      | 0.1      | 0.1      | 0.1       |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.79%    | 0.94%    | 1.42%    | 0.84%    | 0.85%    | 0.85%     |

图 1:营业收入 (单位:亿元)



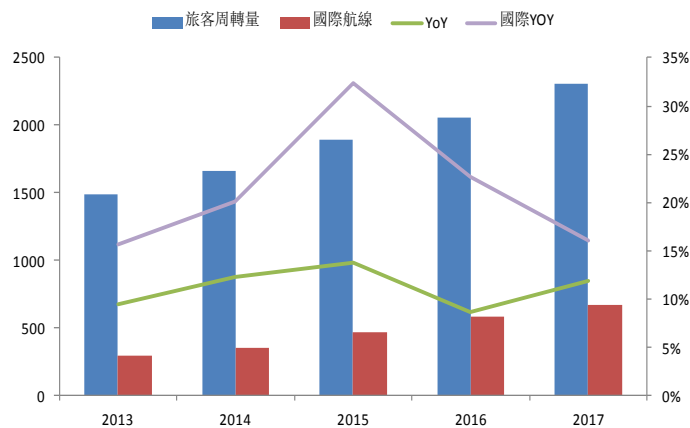
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 2:归母净利润 (单位:亿元)



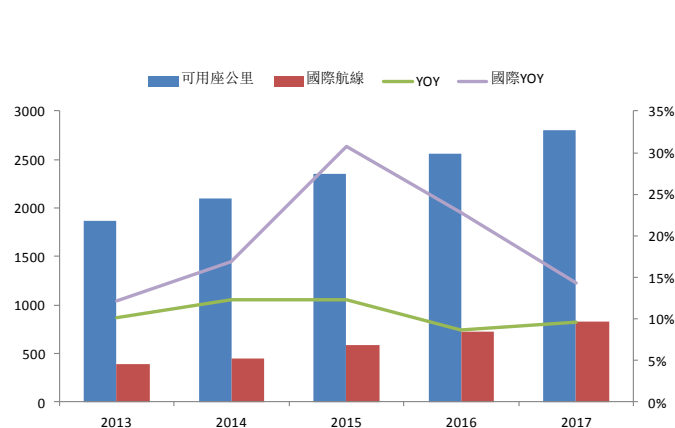
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 3:旅客周转量 (单位: 亿客公里)



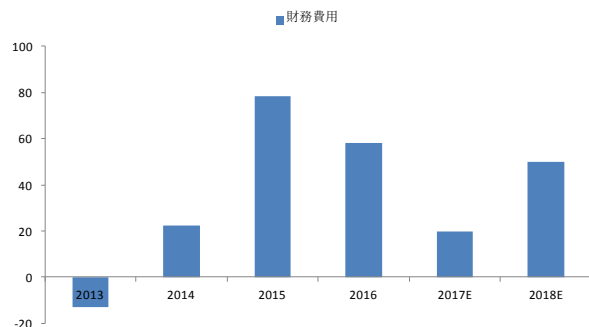
数据来源:公司公告,群益证券整理

图 4: 可用座公里 (单位: 亿客公里)



数据来源:公司公告,群益证券整理

图 5: 财务费用 (单位: 亿元)



数据来源:公司公告,群益证券整理

表一：航油成本敏感性分析（单位：亿元）

| 航油成本 |     | 油價波動幅度 |       |      |      |      |      |      |      |       |
|------|-----|--------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|
|      |     | -15%   | -10%  | -5%  | 0%   | 5%   | 10%  | 15%  | 20%  | 25%   |
| 運力增長 | 4%  | -27.6  | -15.2 | -2.9 | 9.5  | 21.9 | 34.3 | 46.6 | 59.0 | 71.4  |
|      | 6%  | -23.6  | -10.9 | 1.7  | 14.3 | 26.9 | 39.5 | 52.1 | 64.7 | 77.3  |
|      | 8%  | -19.5  | -6.7  | 6.2  | 19.0 | 31.9 | 44.7 | 57.6 | 70.4 | 83.3  |
|      | 10% | -15.5  | -2.4  | 10.7 | 23.8 | 36.9 | 50.0 | 63.1 | 76.2 | 89.2  |
|      | 12% | -11.4  | 1.9   | 15.2 | 28.6 | 41.9 | 55.2 | 68.5 | 81.9 | 95.2  |
|      | 14% | -7.4   | 6.2   | 19.8 | 33.3 | 46.9 | 60.4 | 74.0 | 87.6 | 101.1 |

数据来源:公司公告,群益证券整理

表二：财务费用敏感性分析（单位：亿元）

| 財務費用   |      | 匯率波動幅度 |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--------|------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|        |      | -6%    | -5%  | -4%  | -3%  | -2%  | -1%  | 0%   | 1%   | 3%   |
| 美元債務波動 | 0%   | 19.4   | 22.9 | 26.4 | 29.9 | 33.4 | 36.9 | 40.4 | 43.9 | 47.3 |
|        | -10% | 20.8   | 24.1 | 27.5 | 30.8 | 34.1 | 37.4 | 40.7 | 44.0 | 47.3 |
|        | -20% | 22.2   | 25.4 | 28.5 | 31.7 | 34.8 | 37.9 | 41.1 | 44.2 | 47.3 |
|        | -30% | 23.6   | 26.6 | 29.6 | 32.5 | 35.5 | 38.5 | 41.4 | 44.4 | 47.3 |
|        | -40% | 25.0   | 27.8 | 30.6 | 33.4 | 36.2 | 39.0 | 41.8 | 44.6 | 47.3 |
|        | -50% | 26.4   | 29.1 | 31.7 | 34.3 | 36.9 | 39.5 | 42.2 | 44.8 | 47.3 |

数据来源:公司公告,群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

| 百万元     | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额     | 108313 | 111500 | 114792 | 127754 | 142515 | 156940 |
| 经营成本    | 95151  | 91362  | 96359  | 110771 | 120741 | 131129 |
| 毛利      | 13162  | 20138  | 18433  | 16983  | 21774  | 25812  |
| 营业税金及附加 | 188    | 275    | 245    | 256    | 285    | 314    |
| 销售费用    | 7947   | 7081   | 6402   | 7026   | 7838   | 8632   |
| 管理费用    | 2582   | 2754   | 3064   | 3194   | 3563   | 3924   |
| 财务费用    | 2251   | 7825   | 5836   | 1500   | 2750   | 3000   |
| 资产减值损失  | 205    | 108    | 130    | 100    | 100    | 100    |
| 投资收益    | 416    | 582    | 717    | 700    | 700    | 700    |
| 营业利润    | 405    | 2677   | 3473   | 5607   | 7938   | 10542  |
| 税前利润    | 3095   | 6396   | 7647   | 10007  | 12338  | 14942  |
| 所得税     | 677    | 1369   | 1759   | 2202   | 2714   | 3287   |
| 少数股东权益  | 645    | 1135   | 833    | 1001   | 1234   | 1494   |
| 净利润     | 1773   | 3892   | 5055   | 6805   | 8390   | 10161  |

#### 附二: 合并资产负债表

| 百万元         | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 18484  | 5610   | 4855   | 4214   | 5481   | 7562   |
| 存货          | 1663   | 1606   | 1588   | 1667   | 1751   | 1838   |
| 应收帐款        | 2705   | 2593   | 3009   | 3159   | 3317   | 3483   |
| 流动资产合计      | 27957  | 14659  | 13764  | 9741   | 11249  | 13583  |
| 长期投资净额      | 2941   | 3453   | 4132   | 4339   | 4556   | 4783   |
| 固定资产合计      | 134009 | 142462 | 146388 | 153707 | 161393 | 169462 |
| 在建工程        | 19247  | 19556  | 28948  | 30395  | 31915  | 33511  |
| 无形资产及其他资产合计 | 2544   | 2889   | 3152   | 3310   | 3475   | 3649   |
| 资产总计        | 189826 | 186499 | 200461 | 171997 | 181572 | 192378 |
| 流动负债合计      | 54018  | 65560  | 67932  | 29754  | 27836  | 25172  |
| 长期负债合计      | 91337  | 71141  | 77821  | 81712  | 85798  | 90088  |
| 负债合计        | 145355 | 136701 | 145753 | 111466 | 113633 | 115260 |
| 少数股东权益      | 8720   | 10607  | 11527  | 12103  | 12709  | 13344  |
| 股东权益合计      | 44471  | 49798  | 54708  | 60531  | 67939  | 77118  |
| 负债和股东权益总计   | 189826 | 186499 | 200461 | 171997 | 181572 | 192378 |

#### 附三: 合并现金流量表

| 百万元           | 2014   | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   | 2018E  |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 15116  | 25718   | 26388   | 21110   | 16888   | 13511  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | (6819) | (8272)  | (16069) | (12855) | (10284) | (8227) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | (2586) | (30037) | (11120) | (8896)  | (5338)  | (3203) |
| 现金及现金等价物净增加额  | 5698   | (12554) | (764)   | (641)   | 1267    | 2081   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。