

南方航空 (600029.SH) 买入 (维持评级)

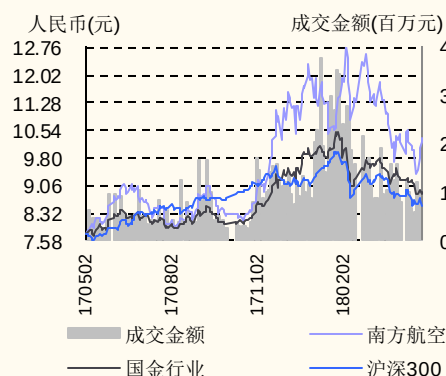
公司点评

市场价格 (人民币): 10.35 元

归母净利润高增 64%，把握白云 T2 新机遇

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,022.65
总市值(百万元)	104,412.59
年内股价最高最低(元)	12.79/7.78
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.515	0.602	0.849	1.148	1.597
每股净资产(元)	4.40	4.92	5.65	6.62	7.96
每股经营性现金流(元)	2.40	1.84	2.35	2.76	3.32
市盈率(倍)	14.55	11.65	11.84	8.75	6.29
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	31.26%	16.99%	44.80%	35.29%	39.05%
净资产收益率(%)	11.71%	11.92%	15.03%	17.36%	20.06%
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

业绩简评

- 公司 2018Q1 实现营业收入 341.0 亿元，同比增加 10.1%；实现归属上市公司股东净利润 25.4 亿元，同比增加 64.1%，业绩增长超预期。

经营分析

- **旺季运力投放预计加速，单位客公里收益同比持平：**2018Q1 公司净引进 13 架飞机，ASK 同增 11.0% (国内 10.4%/国际 12.5%)。Q1 整体需求稳步提升，RPK 同增 10.8% (国内 10.2%/国际 12.1%)，客座率 82.4%，同比下降 0.2pct，RPK 增速与营收增速相仿，预计整体单位客公里收益同比持平。公司全年预计净引进飞机 86 架，三大航中最多，叠加两舱改造计划增加座位数约 1800 个，公司运力投入或将在夏秋航季加速。
- **扣油成本管控得当，业绩增长超预期：**2018Q1 公司营业成本 291.7 亿，同增 10.5%，考虑到 2018Q1 航空煤油进口到岸完税价格同增 16%，成本控制效果超预期，新机型引进提高了航油使用效率，同时进行全面预算管理，加大机务维修等成本管控力度，单位扣油成本预计有明显改善。公司 2018Q1 毛利率仅下滑 0.2%，毛利提升 3.7 亿。另外 2018Q1 人民币升值 3.4%，预计汇兑收益超过 12 亿，使得财务费用减少 11.8 亿。成本管控以及汇兑收益使得公司 2018Q1 业绩超预期增长。
- **手握白云 T2 和北京新机场机遇，期待实现高速发展：**白云机场 T2 航站楼 4 月 26 日正式投产，专供天合联盟使用。南航作为天合成员以及白云最主要基地公司，或将于 5 月搬迁至 T2。T2 设计充分考虑南航需求，公司或将拿到主要时刻增量。同时 19 年底投产的北京新机场，南航预计市占率达到 40%。白云 T2 和北京新机场将有效提升南航一线市场份额，在目前一线航线景气度提升，票价市场化逐渐落地的背景下，南航若把握此次机遇，优化航线结构，提升盈利水平，有望实现高速发展。

投资建议

- 南方航空在机队规模及时刻市占率上为国内最大，在国内次一线市场及国际东南亚大洋洲市场优势显著；或是此轮由供给收缩及票价市场化带来的航空景气向上最大受益者。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.85/1.15/1.60 元，对应 PE 分别为 12/9/6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑，极端事件发生，油价上涨超预期。

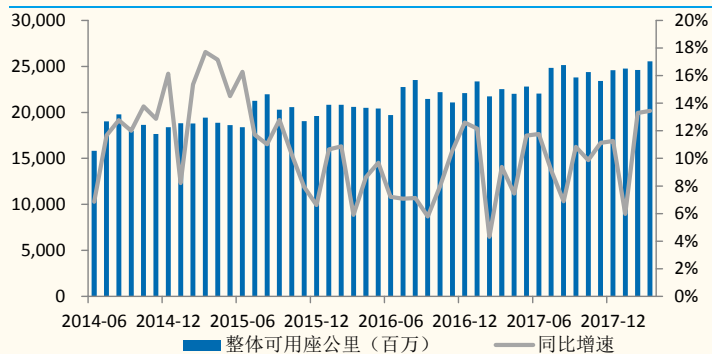
相关报告

- 1.《客公里收益降幅收窄，人民币升值增厚业绩-南方航空公司点评》，2018.3.27
- 2.《或是此轮航空景气向上最大受益者-南方航空公司研究》，2018.2.4
- 3.《需求超预期客座率飙升，只剩票价上涨-南方航空公司点评》，2017.12.14
- 4.《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
- 5.《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

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

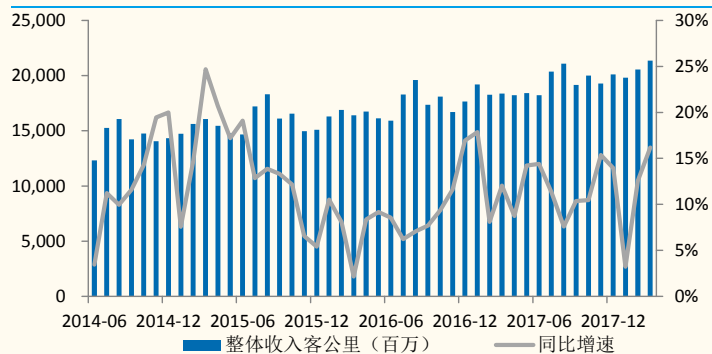
黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

图表 1：南方航空整体ASK 及其增速



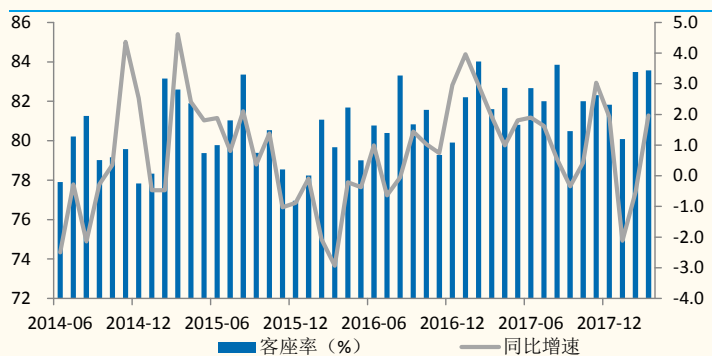
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：南方航空整体RPK 及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：南方航空整体客座率及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	111,467	114,792	127,489	151,701	172,332	193,285
增长率		3.0%	11.1%	19.0%	13.6%	12.2%
主营业务成本	-91,382	-96,359	-111,687	-130,338	-144,770	-158,575
%销售收入	82.0%	83.9%	87.6%	85.9%	84.0%	82.0%
毛利	20,085	18,433	15,802	21,363	27,563	34,710
%销售收入	18.0%	16.1%	12.4%	14.1%	16.0%	18.0%
营业税金及附加	-274	-245	-217	-303	-345	-387
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-7,081	-6,402	-6,967	-8,040	-9,134	-10,244
%销售收入	6.4%	5.6%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用	-2,754	-3,064	-3,599	-3,793	-4,308	-4,832
%销售收入	2.5%	2.7%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	9,976	8,722	5,019	9,227	13,776	19,247
%销售收入	8.9%	7.6%	3.9%	6.1%	8.0%	10.0%
财务费用	-7,826	-5,836	-1,121	-1,409	-2,402	-2,355
%销售收入	7.0%	5.1%	0.9%	0.9%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-108	-130	-442	-100	-127	-112
公允价值变动收益	0	0	-64	0	0	0
投资收益	582	717	4,689	4,500	5,000	5,500
%税前利润	9.2%	9.4%	53.3%	34.6%	29.3%	23.8%
营业利润	2,624	3,473	8,081	12,218	16,247	22,280
营业利润率	2.4%	3.0%	6.3%	8.1%	9.4%	11.5%
营业外收支	3,717	4,174	717	800	800	800
税前利润	6,341	7,647	8,798	13,018	17,047	23,080
利润率	5.7%	6.7%	6.9%	8.6%	9.9%	11.9%
所得税	-1,355	-1,759	-1,965	-3,254	-4,262	-5,770
所得税率	21.4%	23.0%	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,986	5,888	6,833	9,763	12,786	17,310
少数股东损益	1,135	833	919	1,200	1,200	1,200
归属于母公司的净利润	3,851	5,055	5,914	8,563	11,586	16,110
净利率	3.5%	4.4%	4.6%	5.6%	6.7%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,986	5,888	6,833	9,763	12,786	17,310
少数股东损益	1,135	833	919	1,200	1,200	1,200
非现金支出	12,012	12,809	13,646	14,560	16,297	17,991
非经营收益	6,042	3,642	-1,020	-3,024	-3,300	-3,800
营运资金变动	1,431	1,256	-930	2,375	2,091	1,977
经营活动现金净流	24,471	23,595	18,529	23,674	27,874	33,478
资本开支	-8,561	-15,863	-7,924	-20,518	-20,451	-20,472
投资	-109	-432	-862	-801	-800	-800
其他	399	293	341	4,500	5,000	5,500
投资活动现金净流	-8,271	-16,002	-8,445	-16,819	-16,251	-15,772
股权募资	1,360	260	1,725	0	0	0
债权募资	-28,251	-7,475	-7,278	-6,312	-6,806	-8,649
其他	-2,710	-3,630	-5,027	-3,293	-4,316	-5,022
筹资活动现金净流	-29,601	-10,845	-10,580	-9,605	-11,122	-13,671
现金净流量	-13,401	-3,252	-496	-2,750	500	4,035

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,444	4,855	7,250	4,500	5,000	9,035
应收账款	4,202	4,427	3,846	4,680	5,203	5,751
存货	1,606	1,588	1,622	1,857	2,062	2,259
其他流动资产	3,166	2,894	5,166	5,065	5,238	5,404
流动资产	14,418	13,764	17,884	16,102	17,504	22,449
%总资产	7.7%	6.9%	8.2%	7.2%	7.6%	9.3%
长期投资	4,200	5,174	5,294	6,095	6,894	7,694
固定资产	162,692	176,082	189,136	195,846	200,845	204,143
%总资产	87.4%	87.8%	86.6%	87.3%	86.7%	84.8%
无形资产	3,529	3,720	3,944	4,063	4,147	4,242
非流动资产	171,832	186,697	200,445	208,204	214,085	218,279
%总资产	92.3%	93.1%	91.8%	92.8%	92.4%	90.7%
资产总计	186,250	200,461	218,329	224,306	231,589	240,727
短期借款	29,447	14,754	37,411	29,456	22,649	14,000
应付款项	17,883	18,170	18,960	22,467	24,968	27,365
其他流动负债	18,206	35,008	13,206	13,075	13,694	14,297
流动负债	65,536	67,932	69,577	64,998	61,311	55,662
长期贷款	12,884	1,069	6,023	6,023	6,023	6,023
其他长期负债	58,257	76,752	80,564	82,549	82,549	82,549
负债	136,677	145,753	156,164	153,570	149,883	144,234
普通股股东权益	38,966	43,181	49,594	56,965	66,735	80,323
少数股东权益	10,607	11,527	12,571	13,771	14,971	16,171
负债股东权益合计	186,250	200,461	218,329	224,306	231,589	240,727

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.392	0.515	0.602	0.849	1.148	1.597
每股净资产	3.969	4.398	4.916	5.647	6.615	7.962
每股经营现金净流	2.492	2.403	1.837	2.347	2.763	3.319
每股股利	0.080	0.100	0.100	0.140	0.180	0.250
回报率						
净资产收益率	9.88%	11.71%	11.92%	15.03%	17.36%	20.06%
总资产收益率	2.07%	2.52%	2.71%	3.82%	5.00%	6.69%
投入资本收益率	8.18%	7.54%	3.23%	5.68%	8.20%	10.93%
增长率						
主营业务收入增长率	2.91%	2.98%	11.06%	18.99%	13.60%	12.16%
EBIT增长率	308.02%	-12.57%	-42.46%	83.83%	49.31%	39.72%
净利润增长率	117.20%	31.26%	16.99%	44.80%	35.29%	39.05%
总资产增长率	-1.82%	7.63%	8.91%	2.74%	3.25%	3.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	8.9	8.1	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	6.5	6.0	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转天数	46.5	47.5	43.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	466.5	465.5	453.1	394.5	355.7	321.5
偿债能力						
净负债/股东权益	80.46%	52.38%	81.85%	64.57%	46.96%	26.62%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.5	4.5	6.5	5.7	8.2
资产负债率	73.38%	72.71%	71.53%	68.46%	64.72%	59.92%

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	3	13	21	47
增持	1	6	14	16	29
中性	0	1	2	4	5
减持	0	0	0	0	2
评分	2.00	1.80	1.62	1.59	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-31	买入	8.20	N/A
2	2017-05-02	买入	7.70	N/A
3	2017-05-11	买入	7.91	11.00~11.00
4	2017-08-30	买入	8.43	N/A
5	2017-10-31	买入	8.63	N/A
6	2017-12-14	买入	11.19	N/A
7	2018-02-04	买入	11.82	15.00~18.00
8	2018-03-27	买入	10.05	N/A

来源：国金证券研究所

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



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