

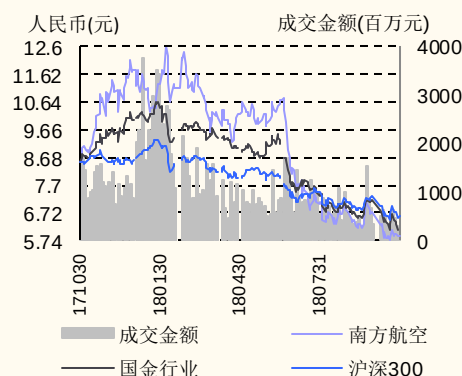
南方航空 (600029.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.92 元

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)	72,621.66
年内股价最高最低(元)	12.62/5.74
沪深 300 指数	3110.26
上证指数	2568.05



相关报告

1. 《单位座收同比持平，油价汇率拉低业绩-2018-08-28 公...》，2018.8.29
2. 《归母净利润高增 64%，把握白云 T2 新机遇-南方航空公司点评》，2018.5.1
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

旺季 RASK 稳定增长，扣汇利润总额小幅提升

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	0.586	0.324	0.615	0.906
每股净资产(元)	4.40	4.92	5.32	5.79	6.50
每股经营性现金流(元)	2.40	1.84	1.63	2.22	2.62
市盈率(倍)	14.55	11.97	18.28	9.63	6.53
净利润增长率(%)	31.26%	16.99%	-32.83%	89.90%	47.40%
净资产收益率(%)	11.71%	11.92%	6.09%	10.62%	13.95%
总股本(百万股)	9,818.00	10,088.00	12,267.00	12,267.00	12,267.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018 年前三季度营收 1088.9 亿，同增 13.3%，归母净利润 41.8 亿，同降 40.8%，扣非归母净利润 36.6 亿元，同降 44.1%；Q3 单季营收 413.3 亿，同增 15.4%，归母净利润 20.4 亿，同降 52.4%，业绩符合预期。

经营分析

- **暑运需求旺盛，高运力投放下收益水平增长仍加速：**自 2017 年下半年开始，公司飞机引进速度加快，2017H2 和 2018H1 分别净引进 37 和 32 架，2017H1 仅为 15 架，通过增加航线投放和提高原有时刻执行率，公司 ASK 增速提升。Q3 单季整体 ASK 同增 12.2% (国内 11.1%/国际 14.5%)，2017 年同期同增 8.9%。受益于暑运旺盛的航空需求，Q3 单季公司整体 RPK 同增 13.9% (国内 13.3% /15.1%)，整体客座率同增 1.3pct。收益水平方面，包含燃油附加费影响，我们测算 Q3 单季整体座公里收益同增约 3.0%，虽然运力投放速度较快，但 RASK 仍稳定增长，供需景气度持续向上。不过目前公司为北京新机场储备运力，2018H2/2019 年计划净引进 54/76 架飞机，运力引进速度依旧较快，短期飞机投向问题存在，预计 RASK 增速将下降。
- **油价汇率利空明显：**Q3 单季营业成本同增 21.2%，毛利率 17.7%，在 Q3 单季航空煤油出厂价同增 39.7% 的背景下，毛利率同降 3.9pct，预计航油成本是主要拉低因素。另外 Q3 单季人民币兑美元汇率贬值 4.0%，造成 Q3 单季产生汇兑损失 20.1 亿，去年同期为汇兑收益 12.5 亿，成为本季归母净利润大幅下滑的主要原因。**扣除汇兑，公司 Q3 单季利润总额同增 1.8%。**
- **南航定增联手春秋：**南航定增 15.78 亿股完成，春秋航空成为其第五大股东，持股占比 1.63%。对于南航，引入春秋将推动进一步激发资本活力，改善其资产结构。双方的合作预计集中在低成本航空层面，挖掘新的增长点。
- **全力进军北京新机场：**南航已经加快飞机引进，着手准备北京新机场布局。预计南航将获得新机场 40% 的时刻，大幅改善南航在北京市场的地位，外加广州 T2 航站楼，形成双轮驱动，市场培育完成后，若航油和汇率利空缩窄，南航将拥有巨大的业绩弹性。

投资建议

- 南方航空机队规模及时刻市占率国内领先，在国内次一线城市及国际东南亚大洋洲市场优势显著；增发联手春秋，手握白云 T2 和北京新机场机遇，期待放量后，实现高速发展。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.32/0.62/0.91 元，对应 PE 分别为 18/10/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 人民币贬值超预期，北京新机场发展慢于预期，油价上涨超预期。

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	147,107	166,232	185,840
增长率		3.0%	11.1%	15.4%	13.0%	11.8%
主营业务成本	-91,382	-96,359	-111,687	-129,658	-145,373	-159,253
%销售收入	82.0%	83.9%	87.6%	88.1%	87.5%	85.7%
毛利	20,085	18,433	15,802	17,448	20,859	26,586
%销售收入	18.0%	16.1%	12.4%	11.9%	12.5%	14.3%
营业税金及附加	-274	-245	-217	-221	-249	-279
%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	-6,620	-7,480	-8,363
%销售收入	6.4%	5.6%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-2,754	-3,064	-3,599	-3,236	-3,657	-4,088
%销售收入	2.5%	2.7%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	9,976	8,722	5,019	7,371	9,472	13,856
%销售收入	8.9%	7.6%	3.9%	5.0%	5.7%	7.5%
财务费用	-7,826	-5,836	-1,121	-4,922	-2,484	-2,366
%销售收入	7.0%	5.1%	0.9%	3.3%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-108	-130	-442	-103	-129	-114
公允价值变动收益	0	0	-64	0	0	0
投资收益	582	717	4,689	3,750	4,000	4,250
%税前利润	9.2%	9.4%	53.3%	54.4%	34.3%	25.9%
营业利润	2,624	3,473	8,081	6,097	10,859	15,626
营业利润率	2.4%	3.0%	6.3%	4.1%	6.5%	8.4%
营业外收支	3,717	4,174	717	800	800	800
税前利润	6,341	7,647	8,798	6,897	11,659	16,426
利润率	5.7%	6.7%	6.9%	4.7%	7.0%	8.8%
所得税	-1,355	-1,759	-1,965	-1,724	-2,915	-4,107
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	5,173	8,744	12,320
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	3,973	7,544	11,120
净利率	3.5%	4.4%	4.6%	2.7%	4.5%	6.0%

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	5,173	8,744	12,320
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	14,988	17,362	19,395
非经营收益	6,042	3,642	-1,020	-1,591	-2,197	-2,554
营运资金变动	1,431	1,256	-930	1,445	3,324	3,015
经营活动现金净流	24,471	23,595	18,529	20,015	27,233	32,175
资本开支	-8,561	-15,863	-7,924	-30,953	-26,059	-23,558
投资	-109	-432	-862	-2,576	-800	-800
其他	399	293	341	3,750	4,000	4,250
投资活动现金净流	-8,271	-16,002	-8,445	-29,779	-22,859	-20,108
股权募资	1,360	260	1,725	12,649	0	0
债权募资	-28,251	-7,475	-7,278	-844	447	-6,618
其他	-2,710	-3,630	-5,027	-3,791	-4,320	-4,949
筹资活动现金净流	-29,601	-10,845	-10,580	8,014	-3,873	-11,567
现金净流量	-13,401	-3,252	-496	-1,750	500	500

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	5,500	6,000	6,500
应收账款	4,202	4,427	3,846	4,734	5,233	5,764
存货	1,606	1,588	1,622	1,847	2,071	2,269
其他流动资产	3,166	2,894	5,166	6,557	6,745	6,912
流动资产	14,418	13,764	17,884	18,638	20,049	21,444
%总资产	7.7%	6.9%	8.2%	7.8%	8.0%	8.3%
长期投资	4,200	5,174	5,294	7,870	8,669	9,469
固定资产	162,692	176,082	189,136	205,721	215,157	220,053
%总资产	87.4%	87.8%	86.6%	86.2%	85.9%	85.4%
无形资产	3,529	3,720	3,944	4,198	4,390	4,571
非流动资产	171,832	186,697	200,445	219,989	230,416	236,293
%总资产	92.3%	93.1%	91.8%	92.2%	92.0%	91.7%
资产总计	186,250	200,461	218,329	238,627	250,465	257,737
短期借款	29,447	14,754	37,411	43,224	43,671	37,053
应付款项	17,883	18,170	18,960	30,137	33,859	37,290
其他流动负债	18,206	35,008	13,206	6,014	6,657	7,250
流动负债	65,536	67,932	69,577	79,375	84,187	81,593
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	74,249	74,249	74,249
负债	136,677	145,753	156,164	159,647	164,459	161,865
普通股股东权益	38,966	43,181	49,594	65,209	71,036	79,702
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	238,627	250,465	257,737

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.392	0.515	0.586	0.324	0.615	0.906
每股净资产	3.969	4.398	4.916	5.316	5.791	6.497
每股经营现金净流	2.492	2.403	1.837	1.632	2.220	2.623
每股股利	0.040	0.080	0.100	0.100	0.140	0.200
回报率						
净资产收益率	9.88%	11.71%	11.92%	6.09%	10.62%	13.95%
总资产收益率	2.07%	2.52%	2.71%	1.66%	3.01%	4.31%
投入资本收益率	8.18%	7.54%	3.23%	4.13%	5.03%	7.19%
增长率						
主营业务收入增长率	2.91%	2.98%	11.06%	15.39%	13.00%	11.80%
EBIT增长率	308.02%	-12.57%	-42.46%	46.87%	28.49%	46.29%
净利润增长率	117.20%	31.26%	16.99%	-32.83%	89.90%	47.40%
总资产增长率	-1.82%	7.63%	8.91%	9.30%	4.96%	2.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.7	8.9	8.1	8.5	8.5	8.5
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	430.6	398.4	364.1
偿债能力						
净负债/股东权益	80.46%	52.38%	81.85%	61.34%	56.26%	43.05%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.5	4.5	1.5	3.8	5.9
资产负债率	73.38%	72.71%	71.53%	66.90%	65.66%	62.80%

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	10	16	36
增持	0	0	1	4	10
中性	0	0	1	2	5
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.25	1.36	1.44

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	2016-10-31	买入	7.09	N/A
2	2017-03-28	买入	7.88	N/A
3	2017-03-31	买入	8.20	N/A
4	2017-05-02	买入	7.70	N/A
5	2017-05-11	买入	7.91	11.00~11.00
6	2017-08-30	买入	8.43	N/A
7	2017-10-31	买入	8.63	N/A
8	2017-12-14	买入	11.19	N/A

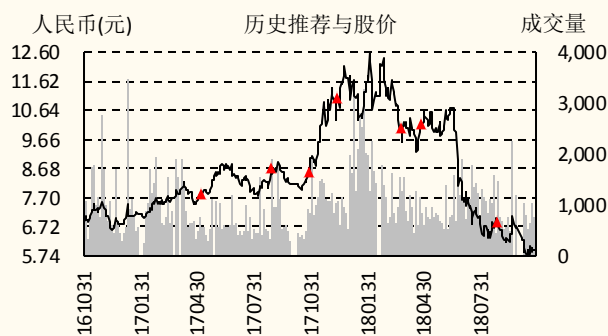
来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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