

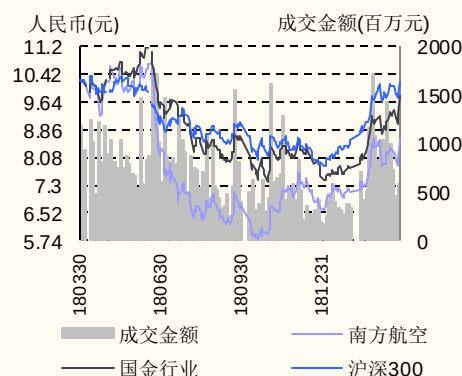
南方航空 (600029.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.55 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



相关报告

- 1.《旺季 RASK 稳定增长, 扣汇利润总额小幅提升-2018-10...》, 2018.10.30
- 2.《单位座收同比持平, 油价汇率拉低业绩-2018-08-28 公...》, 2018.8.29
- 3.《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

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

国际线客收表现亮眼, 扣汇扣非净利润微降

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.586	0.243	0.612	0.868	1.089
每股净资产(元)	4.92	5.30	5.78	6.40	7.17
每股经营性现金流(元)	1.84	1.39	3.65	3.25	3.74
市盈率(倍)	12.78	28.87	13.96	9.86	7.85
净利润增长率(%)	16.99%	-49.56%	151.83%	41.67%	25.58%
净资产收益率(%)	11.92%	4.59%	10.60%	13.56%	15.20%
总股本(百万股)	10,088.00	12,267.00	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 年营收 1436.2 亿, 同增 12.7%, 归母净利润 29.8 亿, 同降 49.6%, 扣非归母净利润 23.4 亿元, 同降 55.1%; Q4 单季营收 347.3 亿, 同增 10.7%, 归母净利润-11.9 亿, 去年同期 5.6 亿, 业绩符合预期。

经营分析

- 运力投入增速维持, 收益水平小幅提升, 国际线表现亮眼: 2018 年公司继续高速投入运力, 整体 ASK 同增 12.0% (国内 11.2%/国际 13.9%), 在三大航中最高, 整体 RPK 同增 12.4% (国内 11.6%/国际 14.2%), 客座率 82.4%, 同增 0.23pct (国内 0.25pct/国际 0.26pct)。由于 2018H2 燃油附加费的征收, 并且又一次提升主流航线全票价, 在旺盛的需求背景下, 公司录得量价齐升。国内线客收同增 1.89%, 国际线经过超过 2 年的培育, 客收终于转正, 并且表现亮眼, 同增 5.4%。2019 年公司将净引进 69 架飞机, 预计运力增速将维持。
- 油价上涨、汇兑损失拉低业绩: 2018 年公司业绩大幅降低, 主要源于油价大涨和汇兑损失。航空煤油出厂价 5389 元/吨, 同增 28%, 推动燃油成本同增 35%, 占比提升 4.8pct。另外公司录得汇兑损失 17.4 亿, 去年同期为收益 17.9 亿。不过公司成本管控效果良好, 扣油座公里成本同降 3.7%, 使得公司扣汇扣非净利润仅小幅下降 3.6%。
- B737MAX8 事件引发供给短缺或超预期, 公司全力进军北京新机场: 民航局提出暂停 B737MAX8 机型适航认证, 意味着该机型交付推迟, 存量停航以及增量运力推迟交付或将带来 5% 以上的供给缺口。南航为准备北京新机场布局, 加快飞机引进。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, 在国内次一线市场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。预计油价与汇率逐步转向利好, 预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.61/0.87/0.109 元, 对应 PE 分别为 14/10/8 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 北京新机场运营不及预期, 油价和汇率波动, 中期运力引进问题得到缓解。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	114,792	127,489	143,623	161,978	182,721	203,157
增长率		11.1%	12.7%	12.8%	12.8%	11.2%
主营业务成本	-96,359	-111,687	-128,613	-136,922	-150,980	-166,026
%销售收入	83.9%	87.6%	89.5%	84.5%	82.6%	81.7%
毛利	18,433	15,802	15,010	25,056	31,741	37,131
%销售收入	16.1%	12.4%	10.5%	15.5%	17.4%	18.3%
营业税金及附加	-245	-217	-272	-243	-274	-305
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-6,402	-6,967	-7,086	-7,289	-8,222	-9,142
%销售收入	5.6%	5.5%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-3,064	-3,599	-3,957	-4,049	-4,568	-5,079
%销售收入	2.7%	2.8%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	8,722	5,019	3,695	13,475	18,676	22,605
%销售收入	7.6%	3.9%	2.6%	8.3%	10.2%	11.1%
财务费用	-5,836	-1,121	-5,108	-7,832	-8,801	-9,151
%销售收入	5.1%	0.9%	3.6%	4.8%	4.8%	4.5%
资产减值损失	-130	-442	-15	-93	-117	-101
公允价值变动收益	0	-64	12	0	0	0
投资收益	717	4,689	5,425	5,250	5,750	6,250
%税前利润	9.4%	53.3%	120.9%	46.5%	35.9%	31.1%
营业利润	3,473	8,081	4,009	10,799	15,508	19,603
营业利润率	3.0%	6.3%	2.8%	6.7%	8.5%	9.6%
营业外收支	4,174	717	478	500	500	500
税前利润	7,647	8,798	4,487	11,299	16,008	20,103
利润率	6.7%	6.9%	3.1%	7.0%	8.8%	9.9%
所得税	-1,759	-1,965	-1,031	-2,596	-3,678	-4,619
所得税率	23.0%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	5,888	6,833	3,456	8,703	12,330	15,484
少数股东损益	833	919	473	1,191	1,688	2,119
归属于母公司的净利润	5,055	5,914	2,983	7,512	10,643	13,365
净利率	4.4%	4.6%	2.1%	4.6%	5.8%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5,888	6,833	3,456	8,703	12,330	15,484
少数股东损益	833	919	473	1,191	1,688	2,119
非现金支出	12,809	13,646	14,241	17,356	18,490	20,802
非经营收益	3,642	-1,020	3,750	7,611	7,701	8,061
营运资金变动	1,256	-930	-4,398	11,135	1,341	1,483
经营活动现金净流	23,595	18,529	17,049	44,806	39,861	45,830
资本开支	-15,863	-7,924	-20,483	-39,956	-35,840	-23,843
投资	-432	-862	-440	-1	0	0
其他	293	341	409	750	750	750
投资活动现金净流	-16,002	-8,445	-20,514	-39,207	-35,090	-23,093
股权募资	260	1,725	10,980	0	0	0
债权募资	-7,475	-7,278	-4,653	4,618	7,746	-9,001
其他	-3,630	-5,027	-5,351	-10,525	-12,017	-13,237
筹资活动现金净流	-10,845	-10,580	976	-5,908	-4,271	-22,238
现金净流量	-3,252	-496	-2,489	-308	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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,855	7,250	7,308	7,000	7,500	8,000
应收款项	4,427	3,846	5,267	5,676	6,298	6,924
存货	1,588	1,622	1,699	1,876	2,068	2,274
其他流动资产	2,894	5,166	9,798	9,549	9,970	10,422
流动资产	13,764	17,884	24,072	24,100	25,836	27,620
%总资产	6.9%	8.2%	9.8%	8.9%	8.9%	9.4%
长期投资	5,174	5,294	7,674	7,675	7,674	7,674
固定资产	176,082	189,136	208,589	231,816	249,613	253,090
%总资产	87.8%	86.6%	84.6%	85.8%	86.1%	85.7%
无形资产	3,720	3,944	4,081	4,310	4,481	4,647
非流动资产	186,697	200,445	222,583	246,001	263,969	267,611
%总资产	93.1%	91.8%	90.2%	91.1%	91.1%	90.6%
资产总计	200,461	218,329	246,655	270,102	289,805	295,231
短期借款	14,754	37,411	44,296	48,697	56,443	47,442
应付款项	18,170	18,960	21,292	21,677	23,915	26,306
其他流动负债	35,008	13,206	18,099	29,233	29,688	30,166
流动负债	67,932	69,577	83,687	99,606	110,047	103,914
长期贷款	1,069	6,023	9,422	9,422	9,422	9,422
其他长期负债	76,752	80,564	75,363	75,807	75,807	75,807
负债	145,753	156,164	168,472	184,835	195,276	189,143
普通股股东权益	43,181	49,594	65,003	70,895	78,471	87,910
少数股东权益	11,527	12,571	13,180	14,371	16,059	18,178
负债股东权益合计	200,461	218,329	246,655	270,102	289,805	295,231

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.515	0.586	0.243	0.612	0.868	1.089
每股净资产	4.398	4.916	5.299	5.779	6.397	7.166
每股经营现金净流	2.403	1.837	1.390	3.653	3.249	3.736
每股股利	0.040	0.080	0.100	0.150	0.250	0.320
回报率						
净资产收益率	11.71%	11.92%	4.59%	10.60%	13.56%	15.20%
总资产收益率	2.52%	2.71%	1.21%	2.78%	3.67%	4.53%
投入资本收益率	7.54%	3.23%	2.05%	6.90%	8.59%	10.24%
增长率						
主营业务收入增长率	2.98%	11.06%	12.66%	12.78%	12.81%	11.18%
EBIT增长率	-12.57%	-42.46%	-26.38%	264.68%	38.60%	21.04%
净利润增长率	31.26%	16.99%	-49.56%	151.83%	41.67%	25.58%
总资产增长率	7.63%	8.91%	12.97%	9.51%	7.29%	1.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.9	8.1	7.1	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	6.0	5.2	4.7	5.0	5.0	5.0
应付账款周转天数	47.5	43.2	39.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	465.5	453.1	432.1	434.8	419.0	381.3
偿债能力						
净负债/股东权益	52.38%	81.85%	66.80%	66.77%	67.89%	51.54%
EBIT利息保障倍数	1.5	4.5	0.7	1.7	2.1	2.5
资产负债率	72.71%	71.53%	68.30%	68.43%	67.38%	64.07%

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	2	6	9	23
增持	0	0	1	5	10
中性	0	1	1	1	3
减持	0	1	1	1	1
评分	0.00	2.25	1.67	1.63	1.51

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	2017-08-30	买入	8.43	N/A
2	2017-10-31	买入	8.63	N/A
3	2017-12-14	买入	11.19	N/A
4	2018-02-04	买入	11.82	15.00~18.00
5	2018-03-27	买入	10.05	N/A
6	2018-05-01	买入	10.35	N/A
7	2018-08-29	买入	7.05	N/A
8	2018-10-30	买入	5.93	N/A

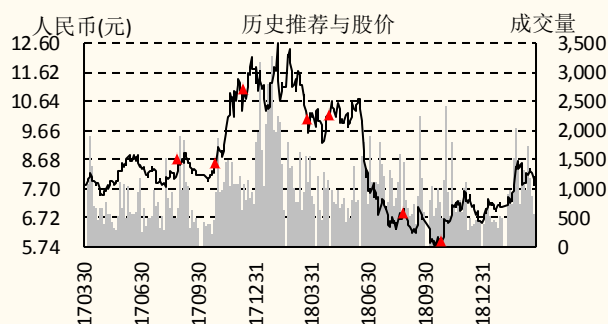
来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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