

交通行业小组 (姚俊 等)
 0755 - 25310463
 Yaoj@cmschina.com.cn

2009年2月11日

南方航空 (600029.SH)/4.39元

国内航线劲增，阶段性机会涌现 (09年1月数据点评)

交通运输 · 航空机场

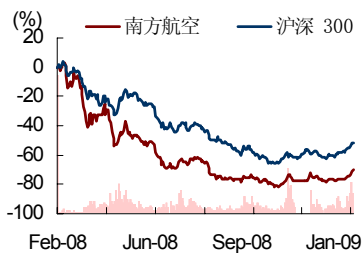
审慎推荐-A (上调)

基础数据

上证综指	2265
总股本 (万股)	656127
已上市流通股 (万股)	150000
总市值 (亿元)	288
流通市值 (亿元)	66
每股净资产 (MRQ)	1.9
ROE (TTM)	-2.5
资产负债率	83.3%
主要股东	中国南方航空集团
主要股东持股比例	33.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	-12	-70
相对表现	7	-2	-17



相关报告

- 1、《主动性过剩 - 交通行业专题报告之二》2009/1/12
- 2、《基本面压力仍然存在，把握估值波动的投资机会 - 航空机场 2009 年度投资策略》2008/12/4
- 3、《航空机场行业月报》系列
- 4、《南方航空 - 国内航线回升国际航线继续下降》2009/1/14

- **公司 09 年实现开门红**，1 月旅客发送 5200 万人，大幅增长 16%；但货邮继续下降 32%；收入客公里 RPK 增长 11%，可利用运力 ASK 增长 9.9%，客座率为 74.5%，增长的部分原因是 1 月长假期和春运等因素影响。
- **国内航线回升劲增而国际航线继续萎缩**。当月国内航线旅客量增长 19%，香港航线增长 11% 而国际航线继续下降 16%。但货运方面的继续大幅下滑显示了宏观经济面的压力仍然存在。
- **阶段交易性机会涌现**，我们在前期报告提出“交通行业短期更看好 β 值较高行业的估值波动”（见《航空机场 2009 年度投资策略报告》和《主动性过剩》），我们认为尽管 1 月数据有春运假期因素影响，不能说是“触底反弹”，但已经是好于市场预期，这使得公司将出现阶段性的投资机会。
- **今年能否实现反转还不能确定**。我们在策略报告认为当经济开始掉头向下时，信心不足通常会超前反应，因此航空下降的幅度往往会偏离正常值，当经济下滑的趋势稳定后，才会回归正常值。我们推算 RPK 增速今年将在 8% 以下，而 ASK 增速约 11%，但目前国内航空公司正在讨论飞机延迟交付和退租，使得供给增长有可能降低。我们建议关注 RPK 和 ASK 增速的差距来判断行业的发展趋势。
- **上调公司评级从“中性”至“审慎推荐”**。南航的国内航线占比最大，而且公司经营风格一贯谨慎，已经提出 13 亿成本压缩及减薪计划等节流措施，目前的数据显示国内航线要比国际情况好得多，预计公司每股收益 08 年亏损 0.19 元，09 年 0.01 元和 10 年 0.05 元。
- **风险提示**：我们认为驱动航空公司盈利的真正因素是人民币升值，经济下滑、人民币贬值和行业竞争加剧等将使得行业盈利拐点仍需等待。

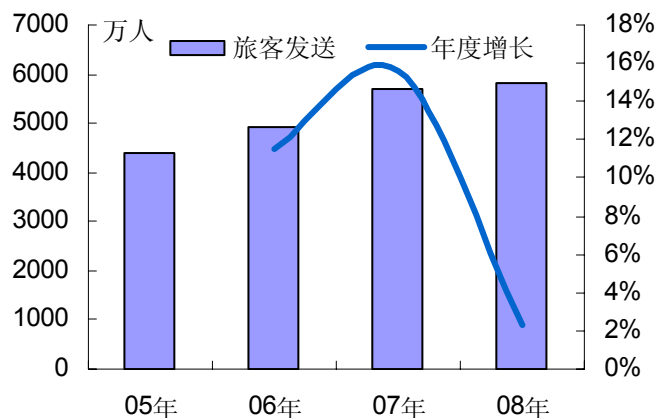
财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	47257	55873	54300	57100	60800
同比增长	21%	18%	-3%	5%	6%
营业利润 (百万元)		2138	(2844)	(668)	(325)
同比增长	-78%	-579%	-233%	-77%	-51%
净利润 (百万元)	209	1852	-1235	83	338
同比增长	-110%	786%	-167%	-107%	306%
每股收益 (元)	0.05	0.42	-0.19	0.01	0.05
PE	92.1	10.4	-23.4	346.8	85.4
PB	1.9	1.6	2.1	2.1	2.1

资料来源：招商证券

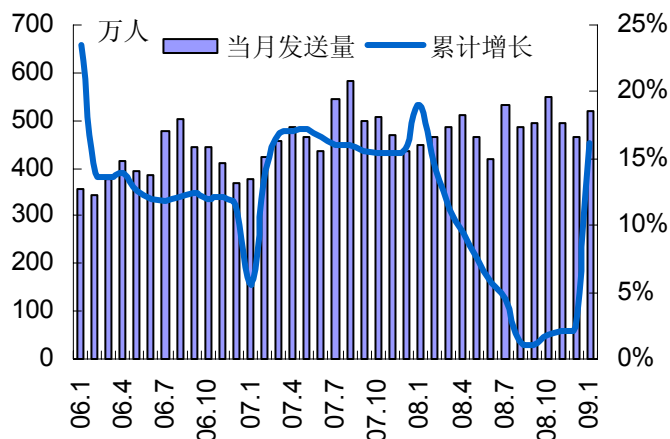
一、09 年公司实现开门红

图1：南航旅客发送量年度情况



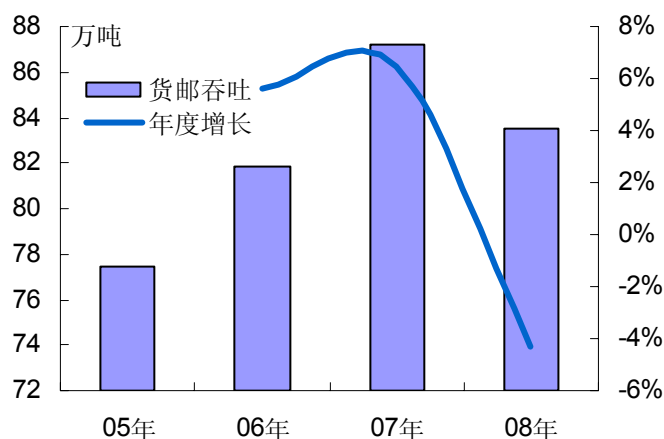
资料来源：公司、招商证券（注：05年重组前数据不可不比）

图2：南航旅客发送量月度趋势



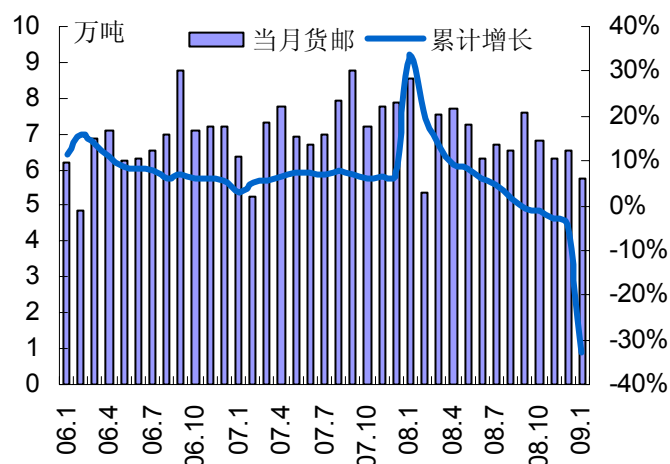
资料来源：公司、招商证券

图3：南航货邮吞吐量年度情况



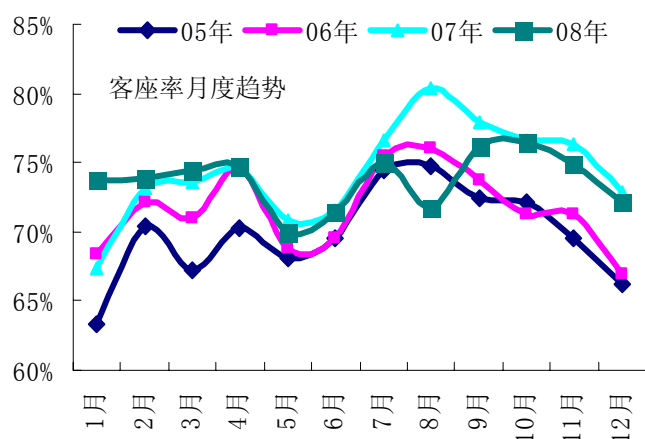
资料来源：公司、招商证券

图4：南航货邮吞吐量月度趋势



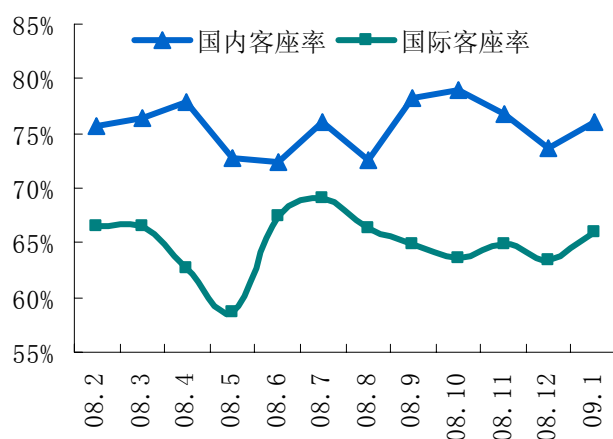
资料来源：公司、招商证券

图5：南航客座率月度趋势



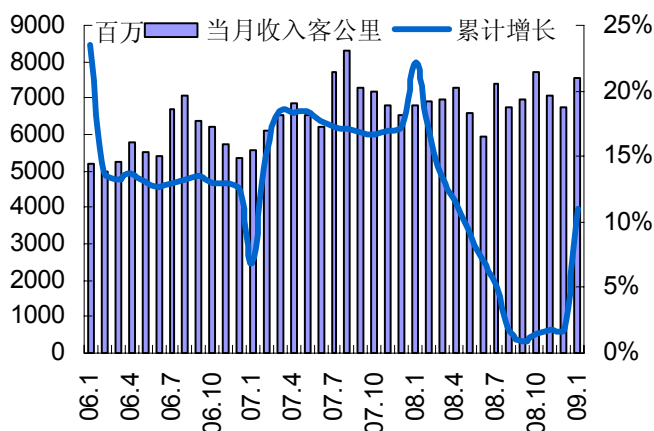
资料来源：公司、招商证券

图6：南航国际国内客座率月度趋势

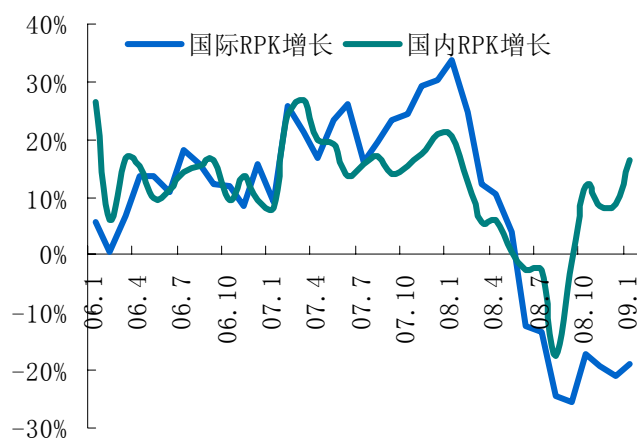


资料来源：公司、招商证券

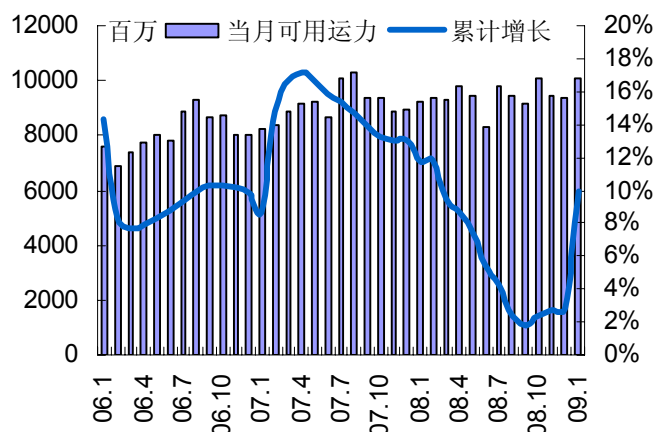
二、国内航线回升劲增国际航线大幅下挫

图7：南航收入客公里RPK月度趋势


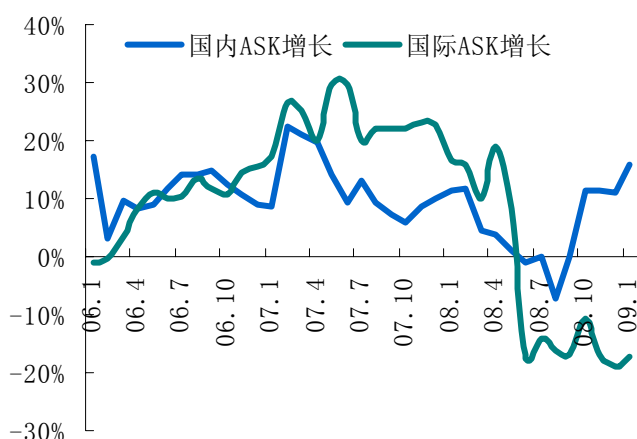
资料来源：公司、招商证券

图8：南航国际国内 RPK 增长月度趋势


资料来源：公司、招商证券

图9：南航可运运力ASK月度趋势


资料来源：公司、招商证券

图10：南航国际国内 ASK 月度趋势


资料来源：公司、招商证券

表 1：南方航空当月运营统计具体指标

内容	指标	2009 年 1 月	当月增长	全年累计	累计增长
载运量		收入客公里(RPK)(百万)			
	国内	6517	16.6%	6517	16.6%
	香港地区	111	40.3%	111	40.3%
	国际	901	-18.8%	901	-18.8%
	合计	7530	11.0%	7530	11.0%
		收入吨公里(RTK)(百万)			
	国内	656	7.5%	656	7.5%
	香港地区	10	28.8%	10	28.8%
	国际	105	-39.8%	105	-39.8%
	合计	771	-2.7%	771	-2.7%

内容	指标	2009 年 1 月	当月增长	全年累计	累计增长
收入吨公里—货邮运(百万)					
	国内	81	-28.5%	81	-28.5%
	香港地区	0.4	-52.7%	0.4	-52.7%
	国际	25	-66.7%	25	-66.7%
	合计	107	-43.8%	107	-43.8%
载客人次(千)					
	国内	4777	19.3%	4777	19.3%
	香港地区	103	11.5%	103	11.5%
	国际	314	-16.0%	314	-16.0%
	合计	5194	16.2%	5194	16.2%
货运及邮运量(千吨)					
	国内	52	-29.0%	52	-29.0%
	香港地区	1	-45.9%	1	-45.9%
	国际	5	-57.3%	5	-57.3%
	合计	57	-32.8%	57	-32.8%
可利用客公里(ASK)(百万)					
	国内	8579	15.7%	8579	15.7%
	香港地区	163	24.3%	163	24.3%
	国际	1369	-17.2%	1369	-17.2%
	合计	10111	9.9%	10111	9.9%
可利用吨公里(ATK)(百万)					
载运力	国内	1024	17.7%	1024	17.7%
	香港地区	19	26.1%	19	26.1%
	国际	220	-29.8%	220	-29.8%
	合计	1262	5.4%	1262	5.4%
可利用吨公里—货邮运(百万)					
	国内	252	24.4%	252	24.4%
	香港地区	4	33.4%	4	33.4%
	国际	96	-41.1%	96	-41.1%
	合计	352	-4.6%	352	-4.6%
客座率(RPK/ASK)(%)					
	国内	76.0%	0.6%	76.0%	0.6%
	香港地区	68.0%	7.7%	68.0%	7.7%
	国际	65.9%	-1.3%	65.9%	-1.3%
载运率	合计	74.5%	0.8%	74.5%	0.8%
	总体载运率(RTK/ATK)(%)				
	国内	64.1%	-6.1%	64.1%	-6.1%
	香港地区	54.3%	1.1%	54.3%	1.1%
	国际	47.9%	-7.9%	47.9%	-7.9%
	合计	61.1%	-5.1%	61.1%	-5.1%

资料来源: 公司、招商证券

表 2: 国际同行业公司估值表

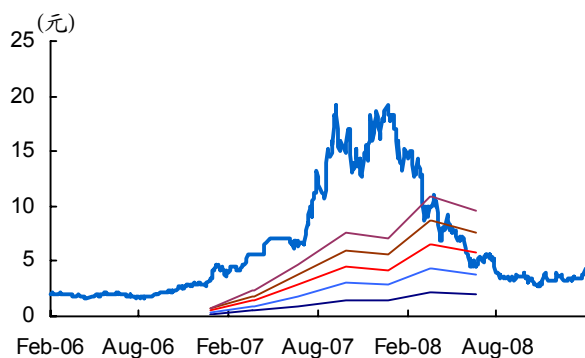
行业	公司	上市地	股价	eps			pe			Pb	
				07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年	08 年	09 年
机场	法兰克福机场	德国	30.4	2.28	2.105	1.847	13.3	14.4	16.5	1.1	1.1
	哥本哈根机场	丹麦	1000	125	105	95	8.0	9.5	10.5	2.5	2.4
	首都机场	香港	3.7	0.14	0.01	0.054	26.5	371.0	68.7	1.3	1.2
	美兰机场	香港	3	0.25	0.437	0.425	12.0	6.9	7.1	0.8	0.7
航空	国泰航空	香港	8.5	1.50	-1.46	-0.06	5.6			0.7	0.8
	新加坡	新加坡	10.3	1.59	0.97	0.88	6.5	10.7	11.8	0.8	0.8
	中华航空	台湾	6.6	-0.06	-4.52	-0.11	-119.1			0.5	0.8
	南方航空	香港	1.3	0.29	-0.27	-0.05	4.6			0.7	0.8
	中国国航	香港	2.3	0.36	-0.38	0.06	6.3		35.9	0.9	1.0
	东方航空	香港	1.1	0.06	-1.14	-0.25	18.2			1.9	3.8

资料来源: 招商证券、BLOOMBERG (收盘价及每股收益以各地本币计价, EPS 是当地市场的预测, 统计日期 2 月 11 日)

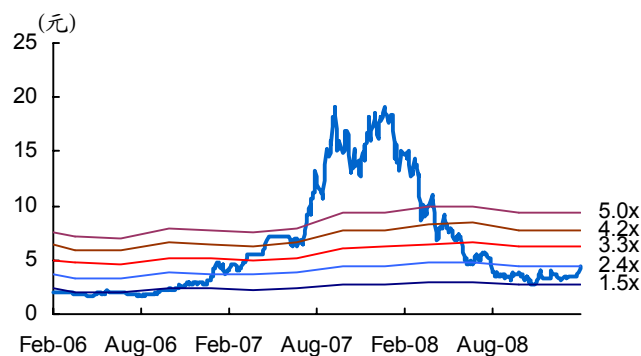
表 3: 国内同行业公司估值表

板块	公司	股价	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	评级
机场	上海机场	13.8	0.87	0.46	0.47	0.72	30.0	29.4	19.2	2.2	审慎推荐 A
	深圳机场	6.2	0.33	0.12	0.23	0.27	51.4	26.8	22.9	2.4	审慎推荐 A
	白云机场	8.9	0.32	0.41	0.39	0.41	21.8	22.9	21.8	1.8	中性 A
	厦门空港	14.1	0.55	0.55	0.51	0.61	25.6	27.6	23.1	3.4	审慎推荐 A
	平均值		0.5	0.3	0.4	0.5	34.4	26.4	21.3	2.2	
航空	南方航空	4.4	0.42	-0.19	0.01	0.05		439.0	87.8	1.5	审慎 A
	中国国航	5.2	0.33	-0.43	-0.03	0.03			173.0	2.0	中性 A
	东方航空	5.4	0.12	-1.71	-0.52	-0.48				9.2	中性 B
	海南航空	4.0	0.18	-0.05	-0.07	0.05			79.4	1.8	中性 B
	上海航空	5.2	-0.10	-1.73	-1.23	-0.41				3.5	中性 B
	平均值		0.19	-0.82	-0.37	-0.15		38.9	63.2	3.6	

资料来源: 招商证券 (统计日期 2 月 11 日)

图 11: 南方航空历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 12: 南方航空历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	6683	8790	8431	8221	8085
现金	2264	3824	2500	2500	2000
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1516	1983	2150	2261	2408
其它应收款	952	1090	1086	1142	1216
存货	1315	1213	1574	1478	1568
其他	636	678	1121	840	893
非流动资产	69494	73663	79283	82597	86787
长期股权投资	1306	1285	1285	1285	1285
固定资产	56081	58204	71701	73181	76448
无形资产	713	854	769	692	623
其他	11394	13320	5529	7439	8431
资产总计	76177	82453	87714	90818	94871
流动负债	38819	42601	44216	46269	48116
短期借款	19908	21313	24616	28519	30956
应付账款	6028	7171	7950	7463	7920
预收账款	0	0	0	0	0
其他	12883	14117	11650	10288	9240
长期负债	25211	25161	27374	28374	30374
长期借款	10018	9074	11074	13074	16074
其他	15193	16087	16300	15300	14300
负债合计	64030	67762	71590	74643	78490
股本	4374	4374	6561	6561	6561
资本公积金	5898	6054	6054	6054	6054
留存收益	(58)	1804	1063	1113	1316
少数股东权益	1933	2459	2447	2447	2451
母公司所有者权益	10214	12232	13678	13728	13931
负债及权益合计	76177	82453	87714	90818	94871

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	4902	9647	3297	7552	8702
净利润			(1235)	83	338
折旧摊销			5944	6606	6810
财务费用			(1116)	1701	1704
投资收益			(170)	(250)	(250)
营运资金变动			(161)	(640)	44
其它			35	51	56
投资活动现金流	(5565)	(4806)	(11581)	(9970)	(11050)
资本支出			(12000)	(10000)	(11000)
其他投资			419	30	(50)
筹资活动现金流	26	(3281)	6960	2418	1848
借款变动			2791	4903	4437
普通股增加			2187	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			494	(33)	(135)
其他			1488	(2451)	(2454)
现金净增加额	(637)	1560	(1324)	0	(500)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	47257	55873	54300	57100	60800
营业成本	40805	47384	53000	49750	52800
营业税金及附加	1310	1574	1520	1599	1702
营业费用	2958	3586	2824	3654	3891
管理费用	1949	1831	1086	1313	1277
财务费用	632	(456)	(1116)	1701	1704
资产减值损失	165	212	0	0	0
公允价值变动收益	(26)	23	(80)	0	0
投资收益	142	373	250	250	250
营业利润	(446)	2138	(2844)	(668)	(325)
营业外收入	854	801	1200	800	800
营业外支出	29	46	20	20	20
利润总额	379	2893	(1664)	112	455
所得税	154	854	(416)	28	114
净利润	225	2039	(1248)	84	342
少数股东损益	16	187	(12)	1	3
母公司所有者净利润	209	1852	(1235)	83	338
EPS (元)	0.05	0.42	(0.19)	0.01	0.05

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	21%	18%	-3%	5%	6%
营业利润	-78%	-579%	-233%	-77%	-51%
净利润	-110%	786%	-167%	-107%	306%
获利能力					
毛利率	13.7%	15.2%	2.4%	12.9%	13.2%
净利率	0.4%	3.3%	-2.3%	0.1%	0.6%
ROE	2.0%	15.1%	-9.0%	0.6%	2.4%
ROIC	0.2%	2.3%	-5.3%	1.3%	1.6%
偿债能力					
资产负债率	84.1%	82.2%	81.6%	82.2%	82.7%
净负债比率	48.4%	44.8%	45.2%	49.1%	51.7%
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转率	29.2	37.5	38.0	32.6	34.7
应收帐款周转率	29.4	31.9	26.3	25.9	26.0
应付帐款周转率	8.8	7.2	7.0	6.5	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.42	-0.19	0.01	0.05
每股经营现金	1.12	2.21	0.50	1.15	1.33
每股净资产	2.34	2.80	2.08	2.09	2.12
每股股利	0.18	0.14	-0.08	0.01	0.02
估值比率					
PE	92.1	10.4	-23.4	346.8	85.4
PB	1.9	1.6	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA	10.5	7.5	27.4	7.1	6.6

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。