

可测因素并没出乎意料

事件：南方航空公布年报显示：2008 年实现营业收入 564.27 亿元，同比增长 1.17%；实现利润总额-47.48 亿元，同比下降 266.65%；实现归属于母公司净利润-48.29 亿元，同比下降 365.23%；每股收益-0.74 元，同比下降-364.29%。业绩低于预期。

研究结论

- 三大因素使业绩低于预期：1、第四季度产生资产减值损失 20.48 亿，原因在于对 23 架波音 777-200A，空客 300-600 及麦道 90 及 2 架 B747 货机计提减值准备，影响了 EPS 0.31 元，此为不可测因素。2、第四季度票价水平的下降超出了预期，第四季度国内航线票价水平有 12% 左右的下降，而国际航线有 20% 左右的下降幅度，南航地处珠三角，出口导向型经济在外贸萎缩的环境下，压力更大，致使四季度营运业绩扩大亏损。四季度由于票价水平带来的亏损影响 EPS 0.27 元。3、公司季报由于未经审计，三季报与四季报在会计处理上可能存在一部分成本置于四季度集中释放，使得三季度与四季度的情况有违日常经验，对原有判断有一定的误导（比如四季度航油成本低于三季度，但在营业成本上四季度要高出三季度 7 个亿）。
- 国内客运 U 形反转，国际客运与货运直线下滑。去年南航国内航线完成周转量 70619 百万公里，同比增长 3.29%，国际航线完成周转量 11425 百万公里，同比增长-6.12%，地区航线周转量同比下降 3.53%；货运周转量 1785 百万吨公里，同比下降 9.48%。国内客运呈现 U 形走势，10 月以后，反弹明显。国际客运与货运下滑严重，尚未企稳。在客座率上，国内航线客座率 1-3 月同比出现了提升，而国际航线客座率在运力调整后，有所反弹，但仍低于去年。
- 南方航空将面临较大的周转量与票价水平压力。由于南方航空以珠江三角洲为基地，而珠三角外向型经济受这次经济危机的影响最为明显。去年全国国内票价水平下降在 10% 左右，国际航线票价水平下降 20%。从前三个月国内周转量来看，南方航空同比增长落后于中国国航和东方航空。业务量增长的恢复也将直接影响票价水平的提升。
- 票价水平去年四季度下滑严重，今年一季度以后有望有所提升。去年四季度全国国内航整体票价水平环比下降约 10%，特别是 12 月份票价水平相当低迷。今年一季度票价水平 1、2 月份由于春节因素，有所上升，但 3 月份压力依然很大。我们预计 4 月份以后票价水平将有所上升，原因在于 1、从全局看，航空业国内业务量的恢复基本可以确定，国际业务也有筑底迹象，有助于票价水平提升。2、新的报价系统有利于提升低价票水平。3、宏观经济趋于活跃。
- 我们对全年及一季度的南方航空实现盈利保持乐观。如果不考虑新的资产减值与汇兑收益，我们认为南方航空一季度将实现盈利 0.07-0.1 元，2008 年全年实现盈利 0.23 元（我们的预测并不包含民航建设基金返还）。同时南航在四季度的资产减值的计提也反应公司将负面因素在 2008 年全面体现的意愿，2009 公司将轻装上阵。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输行业分析师
8621-63325888 × 6066
Zhangqi1@orientsec.com.cn

王晶

首席分析师

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2009 年 4 月 10 日）	6.3 元				
目标价格（6 个月）	6.8 元				
总股本/A 股（万股）	6561/6561				
A 股市值（百万元）	41334				
国家/地区	中国				
行业	航空				
报告日期	2009 年 4 月 15 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.53	31.83	-31.53
相对表现 (%)	6.63	13.96	-7.01

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	55873	56427	52919	58211
主营业务利润（百万）	2138	-5908	1998	3799
净利润（百万）	2039	-4796	1999	3267
EBITDA（百万）	7266	1285	8899	11547
每股收益（元）	0.42	-0.74	0.24	0.39
每股经营现金流（元）	1.47	0.59	1.43	2.38
市盈率(X)	15	NA	26	16
EV/EBITDA(X)	8	48	7	5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

分季度经营分析——实际都为亏损

表 1：季度盈利比较

	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
一、营业总收入(元)	14381	14594	13145	14307
营业成本(元)	14705	14074	12845	12624
营业税金及附加(元)	219	405	358	404
销售费用(元)	1027	892	836	821
管理费用(元)	534	476	427	436
财务费用(元)	664	329	-581	-1006
资产减值损失(元)	2048	8	17	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益(元)	-81	7	159	-198
投资净收益(元)	33	197	68	42
四、营业利润(元)	-4860	-1386	-530	872
剔除汇兑收益及资产减值影响	-2746	-1557	-1116	-634

资料来源：公司数据

去除四季度资产减值不可测因素后，四季度经营亏损为 28.48 亿，，其中一方面票价水平下降带来一部分损失，第二方面四季度营业成本有较大增加，这可能是一些成本项年底的集中释放。同时我们认为成存在会计上的原因，毕竟三季报无需审计，因为按照我们原有的预计，四季度国内国际油价都低于三季度，营业成本应该有下降。

如果在一季度，二季度，剔除汇兑收益的影响，那么南方航空一、二季度营业利润将为-6.34 亿元，-15.30 亿元。南方航空全年每个季度经营实际情况都为亏损。

国内客运 U 形反转，国际客运及货运直线下滑

国内客运 U 形反转，国际客运与货运直线下滑。去年南航国内航线完成周转量 70619 百万公里，同比增长 3.29%，国际航线完成周转量 11425 百万公里，同比增长-6.12%，地区航线周转量同比下降 3.53%；货运周转量 1785 百万吨公里，同比下降 9.48%。国内客运呈现 U 形走势，10 月以后，反弹明显。国际客运与货运下滑严重，尚未企稳。在客座率上，国内航线客座率 1-3 月同比出现了提升，而国际航线客座率在运力调整后，有所反弹，但仍低于去年。

图 2: RPK 同比增长, 国内客运 U 形反转

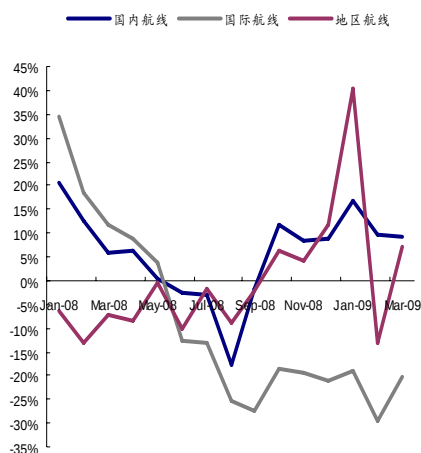
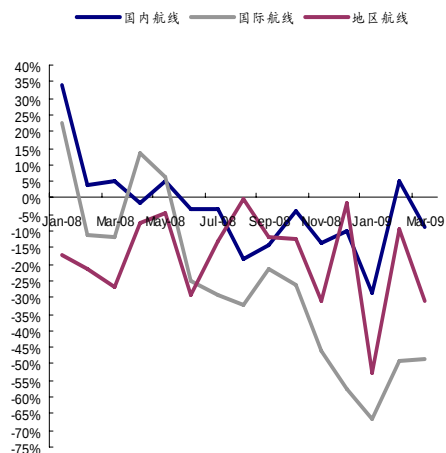


图 3: RFTK 同比增长



资料来源：东方证券研究所整理

图 4: 客座率水平

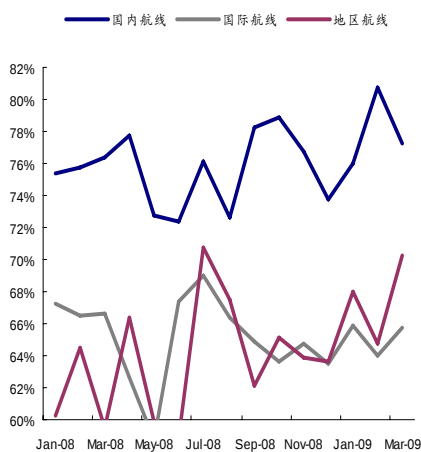
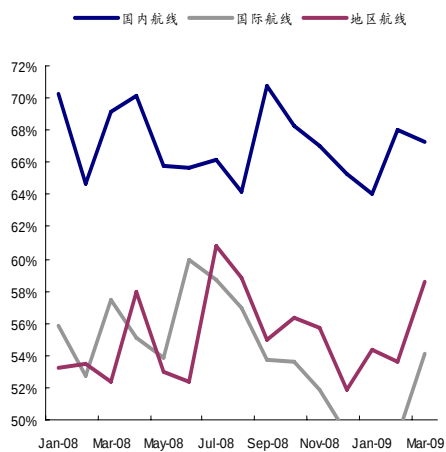


图 5: 总体载运率水平

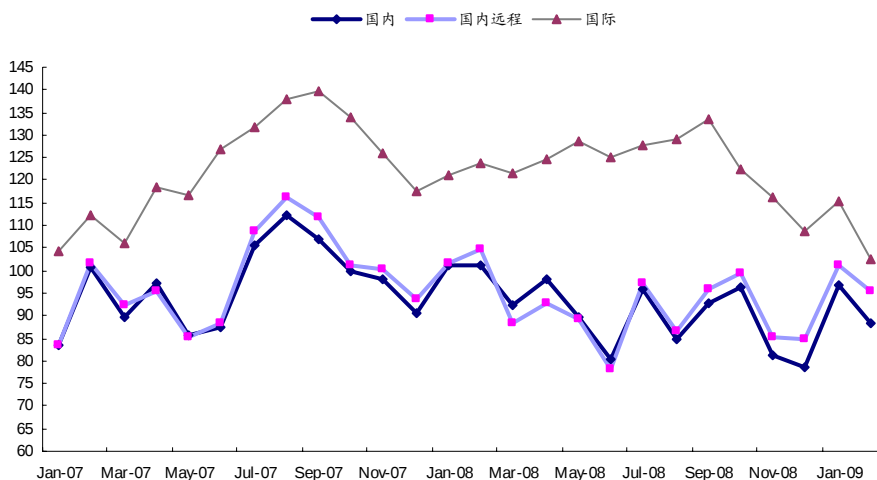


资料来源：公司数据

票价水平去年四季度下滑严重，一季度以后有望反转

票价水平去年四季度下滑严重，今年一季度以后有望有所提升。去年四季度全国国内航整体票价水平环比下降约 10%，特别是 12 月份票价水平相当低迷。今年一季度票价水平 1、2 月份由于春节因素，有所上升，但 3 月份压力依然很大。我们预计 4 月份以后票价水平将有所上升，原因在于 1、从全局看，航空业国内业务量的恢复基本可以确定，国际业务也有筑底迹象，有助于票价水平提升。2、新的报价系统有利于提升低价票水平。3、宏观经济趋于活跃

图 6：票价水平走势



资料来源：东方证券研究所整理

我们对全年及一季度的南方航空实现盈利保持乐观。

如果不考虑新的资产减值与汇兑收益，我们认为南方航空一季度将实现盈利 0.07-0.1 元，2008 年全年实现盈利 0.23 元（我们的预测并不包含民航建设基金返还）。同时南航在四季度的资产减值的计提也反应公司将负面因素在 2008 年全面体现的意愿，2009 公司将轻装上阵。

我们假设的基础：

一是一季度航油销售水平为 4600/吨（谨慎），1 月份为 5075 元/吨、2 月份为 4380 元/吨，3 月份为 4380 元/吨。全年假设为 4300 元/吨。

国内 RPK 同比增长 10%，国际下滑 15%

总体票价水平比去年下降 10%

附：财务预测

附：财务预测

资产负债表			单位: 百万元		利润表			单位: 百万元	
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	8790	8058	7933	8156	营业收入	55873	56538	52919	58211
现金	3824	3143	3483	3313	营业成本	47384	52580	42891	45719
应收账款	1983	2002	1874	2061	营业税金及附加	1574	1583	1466	1630
其它应收款	1090	1100	1030	1133	营业费用	3586	3392	2911	3202
预付账款	592	563	459	489	管理费用	1831	1832	1715	1886
存货	1213	1250	1088	1159	财务费用	-456	-1325	2159	2218
其他	88	0	0	0	资产减值损失	212	25	0	0
非流动资产	73663	88095	94815	100457	公允价值变动收益	23	0	0	0
长期投资	1285	1387	1387	1260	投资净收益	373	262	220	242
固定资产	58204	69945	78775	86457	营业利润	2138	-1288	1998	3799
无形资产	854	844	844	844	营业外收入	801	961	500	500
其他	13320	15918	13809	11896	营业外支出	46	44	0	0
资产总计	82453	96153	102748	108613	利润总额	2893	-371	2498	4299
流动负债	42601	53401	53116	50810	所得税	854	-67	500	1032
短期借款	21313	30117	31830	29161	净利润	2039	-304	1999	3267
应付账款	7171	11441	8578	9144	少数股东损益	187	-30	105	181
其他	14117	11843	12708	12505	归属母公司净利润	1852	-274	1893	3086
非流动负债	25161	28365	31804	36708	EBITDA	7266	1285	8899	11547
长期借款	9074	10427	11927	13427	EPS (元)	0.42	-0.04	0.24	0.39
其他	16087	17938	19877	23281					
负债合计	67762	81766	84920	87518	主要财务比率				
少数股东权益	2459	2429	2535	2716	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	4374	6561	8003	8003	成长能力				
资本公积	6054	3867	3867	3867	营业收入	18.2%	1.2%	-6.4%	10.0%
留存收益	1804	1530	3423	6509	营业利润	379.4%	-160.2%	55.2%	90.1%
归属母公司股东权益	12232	11958	15293	18379	归属于母公司净利润	786.1%	-114.8%	590.1%	63.0%
负债和股东权益	82453	96153	102748	108613	获利能力				
现金流量表			单位: 百万元		毛利率	15.2%	7.0%	19.0%	21.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	3.3%	-0.5%	3.6%	5.3%
经营活动现金流	9647	1029	9365	15642	ROE	15.1%	-2.3%	12.4%	16.8%
净利润	2039	-304	1999	3267	偿债能力				
折旧摊销	5584	3898	4742	5530	资产负债率	82.2%	85.0%	82.6%	80.6%
财务费用	-456	-1325	2159	2218	净负债比率	54.45%	56.56%	58.72%	55.41%
投资损失	-373	-262	-220	-242	流动比率	0.21	0.15	0.15	0.16
营运资金变动	1546	14502	-1465	1346	速动比率	0.17	0.12	0.12	0.13

其它	1307	-15480	2151	3523	营运能力				
投资活动现金流	-4806	-12363	-11924	-12224	总资产周转率	0.70	0.63	0.53	0.55
资本支出	5623	13041	12144	12593	应收账款周转率	29	28	27	29
长期投资	117	-329	0	-127	应付账款周转率	10.14	5.65	4.28	5.16
其他	934	349	220	242	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3281	10653	2899	-3588	每股收益(最新摊薄)	0.28	-0.04	0.29	0.47
短期借款	1177	8804	1714	-2669	每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.16	1.43	2.38
长期借款	-1307	1353	1500	1500	每股净资产(最新摊薄)	1.86	1.82	2.33	2.80
普通股增加	0	2187	1442	0	估值比率				
资本公积增加	156	-2187	0	0	P/E	14.88	-150.66	26.63	16.34
其他	-3307	497	-1757	-2419	P/B	2.25	3.46	3.30	2.74
现金净增加额	1560	-681	340	-170	EV/EBITDA	8	48	7	5

注：我们的模型有点技术问题，2008 年的数据已无法提取，而改动财务费用假设又影响了 2008 的过往业绩，但不影响我们 2009 年预测

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

王晶：首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn