

公司动态点评
航空运输行业
航空公司
南方航空（600029）
谨慎推荐

（维持评级）

2009年4月15日

分析师：唐建华

电话：0755-82130468

Email: tangjianhua@guosen.com.cn

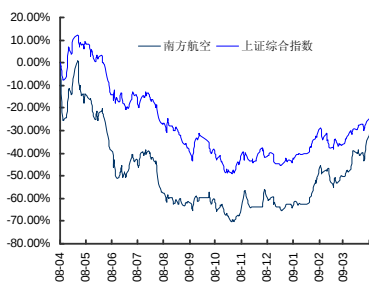
分析师：黄金香 CFA

电话：010-82252922

E-mail: huangjixiang@guosen.com.cn

年报业绩点评

巨亏的不利因素在 09 年将得到逆转

一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告

《受抑制需求的释放有望带动行业逆周期快速增长》090312/090320

《量高价低只是暂时现象，但需关注航空区域市场》090331

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 公司 08 年业绩略低于预期

公司营业收入为 564.27 亿元，较 2007 年增长 1.2%，其中旅客运输收入为 516.74 亿元，较 2007 年增加 1.4%，公司营业成本为 542.48 亿元，较 2007 年增加 14.5%，主要是由于航油价格大幅上涨导致。净亏损为 48.29 亿元，折合每股亏损额度为 -0.74 元，略高于我们之前每股 -0.61 元的每股亏损预期。

● 主业亏损主要由于需求下降、油价上升的叠加效应

对于航空公司而言，08 年是屋漏偏遭连阴雨的一年，需求受到经济趋缓、地震和奥运安保等多重因素的负面影响，导致公司旅客周转量仅同比增加 1.78%，公司因此也减少了运力投放，可用客公里同比仅增长 2.76%，并带动飞机利用小时由 07 年的 9.41 小时下降到 9.05 小时，整体客座率由 74.5% 下降到 73.8%，并导致剔除燃油附加费之后的单位客公里收入下降，而油价却大幅上涨，航油成本较 2007 年增加 26.0%，至 230.86 亿元，占其航空业务成本的 42.8%。需求下降和油价大幅上升的双重挤压，是公司产生的重大亏损的主要原因。

● 资产减值准备的大量计提将有利于缓解公司未来的盈利压力

公司巨额亏损的另一个原因是公司计提了 20.48 亿的资产减值准备，主要是公司将现有的波音 777-200A，空客 300-600 及麦道 90 机型等 23 架机列入淘汰退役计划，计提了 15.9 亿元资产减值准备，同时波音 747 货机计提了人民币 2.91 亿元资产减值准备，这将缓解未来的盈利压力，有利于公司在 08 年巨亏之后轻松上阵。

● 公司负债率进一步上升，但美元负债比例有所下降

由于注入的资产尚未计入 08 年年报之中，在未考虑资产注入的情况下，公司的资产负债率进一步上升到了 89%。值得注意的一个现象是公司债务中人民币负债的比重大幅上升，由 07 年底的不到 1% 上升到了 26%，总金额由 7.3 亿人民币上升到 153 亿，而美元负债比重大幅下降，由 07 年占总债务的 26% 下降到 73%，总金额由 51.15 亿美元下降到 42.37 美元。我们认为虽然人民币短期内对美元可能小幅贬值，公司负债结构的变化可以在一定程度上缓解这种风险，但是从长期看人民币升值可能仍将是趋势，公司获得汇兑收益的能力会有所降低。

- 09 年国内需求回升和油价低位将使得盈利有望大幅改善

08 年所有的不利因素纠结在一起，致使公司产生的巨额亏损，但 09 年这些因素均发生的逆转。首先是受抑制需求的释放以及可能的经济回暖将使得 09 年国内航线有望迎来高增长，而公司国内航线收入占其总收入的比重达到了 81%，因此公司将能够较充分地受益于其国内航线的高增长。过去一般需求上升的时候油价也会同步上升，但 09 年由于全球经济的低迷导致油价处于相对低位，需求和油价相对于 08 年均发生的逆转，使得公司能够享受需求较旺盛但油价处于低位的双重利好，盈利有望大幅改善。

- 上调盈利预测并维持投资评级

我们预计全年公司 RPK 增长 9%（其中国内航线增长 13%），客座率将会比 08 年有所回升（上升 2%至 77%），由于华南市场需求相对较弱以及公司较高的休闲旅客占比，对单位客公里收入的大幅提升会有所影响，因此我们预计国内航线客公里收入比 08 年（含燃油附加费）下降 6%，国内国际油价假设为 4300 元每吨。但相对于我们之前的预期，由于前期航空公司共同减少折扣，将对票价水平的提升将产生较大正面影响，我们上调 09-10 年的 EPS，从原来预计的 0.17、0.27 上调至 0.27 和 0.31 元。

由于行业趋势仍在向好，传统旺季以及 08 年受抑制需求释放的叠加效应将使得公司在二三季度迎来量价齐升的时期，而全球经济的持续低迷（或者缓慢复苏）将可能在短期内继续持续压制油价的大幅上涨，因此我们维持公司谨慎推荐的投资评级，未来仍可能跑赢大盘。但由于航空公司的估值偏贵，难以寻求安全边际，而且近期上涨幅度较大，我们仍然认为航空股（包括公司）的主要风险来自于大盘可能出现的调整。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	4700	4700	4700	4700	营业收入	56427	57282	67144	77890
应收款项	2699	3139	3679	4268	营业成本	54248	50054	59369	68620
存货净额	1229	1149	1370	1592	营业税金及附加	1386	1509	1760	2007
其他流动资产	620	629	738	856	销售费用	3576	4066	4071	4722
流动资产合计	9248	9617	10487	11416	管理费用	1873	1861	2177	2521
固定资产	69788	77190	79577	79064	财务费用	(594)	1566	1594	1780
无形资产及其他	785	733	707	680	投资收益	340	373	373	373
投资性房地产	1708	1708	1708	1708	资产减值及公允价值变动	(2186)	0	0	0
长期股权投资	1474	1852	2041	2230	其他收入	0	3018	3519	4013
资产总计	83003	91099	94519	95098	营业利润	(5908)	1616	2065	2626
短期借款及交易性金融负债	23959	49210	48708	45362	营业外净收支	1160	500	500	500
应付款项	7954	6684	7969	9261	利润总额	(4748)	2116	2565	3126
其他流动负债	9366	8102	9522	11064	所得税费用	48	0	99	782
流动负债合计	41279	63996	66200	65686	少数股东损益	33	(15)	(18)	(22)
长期借款及应付债券	17429	4450	4450	4450	归属于母公司净利润	(4829)	2131	2484	2367
其他长期负债	14847	12367	11127	9887					
长期负债合计	32276	16817	15577	14337	现金流量表 (百万元)				
负债合计	73555	80813	81777	80023		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	2447	2471	2443	2408	净利润	(4829)	2131	2484	2367
股东权益	7001	7815	10299	12666	资产减值准备	1672	0	0	0
负债和股东权益总计	83003	91099	94519	95098	折旧摊销	5788	6639	7639	8539
					公允价值变动损失	2186	0	0	0
关键财务与估值指标									
	2008	2009E	2010E	2011E	财务费用	(594)	1566	1594	1780
每股收益	-0.74	0.27	0.31	0.30	营运资本变动	3671	(3360)	596	664
每股红利	0.43	0.00	0.00	0.00	其它	(1620)	(23)	(28)	(34)
每股净资产	1.07	0.98	1.29	1.58	经营活动现金流	6868	5387	10691	11535
ROIC	-9%	0%	0%	0%	资本开支	(5471)	(10000)	(10000)	(8000)
ROE	-69%	27%	24%	19%	其它投资现金流	2	0	0	0
毛利率	4%	18%	17%	17%	投资活动现金流	(5658)	(10189)	(10189)	(8189)
EBIT Margin	-8%	5%	5%	5%	权益性融资	0	3000	0	0
EBITDA Margin	2%	16%	16%	16%	负债净变化	8355	0	0	0
收入增长	1%	2%	17%	16%	支付股利	0	0	0	0
净利润增长率	-361%	--	17%	--	其它融资现金流	(11378)	1802	(502)	(3346)
资产负债率	92%	91%	89%	87%	融资活动现金流	(334)	4802	(502)	(3346)
息率	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	876	0	0	0
P/E	-8.5	23.6	20.2	21.2	货币资金的期初余额	3824	4700	4700	4700
P/B	5.9	5.3	4.0	3.3	货币资金的期末余额	4700	4700	4700	4700
EV/EBITDA	101.4	12.9	11.3	9.6	企业自由现金流	(554)	(4614)	700	4228
					权益自由现金流	(3577)	(3986)	(998)	(453)

资料来源：公司资料和国信证券预测

免责声明:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上