

南方航空 600029.SS

国内业务占比高并没带来好收益

- **2009 年上半年业绩概况。**南方航空上半年实现营业收入 248.82 亿，同比下降 9.1%；实现营业利润-14.07 亿，同比下降 564.36%；实现净利润 1.48 亿，同比下降 83.5%；中期 EPS0.006 元，同比下降 50%。其中一季度业绩为 0.03 元。
- **2009 年上半年业绩分析。**1、公司上半年 EPS0.006 元，而一季度实现 EPS0.03 元，从经营业绩上来说，二季度与一季度基本持平，均为亏损 7 个亿左右，整体业绩的差别一要在于一季度收入的民航基础建设基金返还为 2008 年下半年及一季度的数额，而二季度收入的为 2009 年二季度的数额。2、2009 年上半年营业利润季度分解，一季度为-6.95 亿，二季度为-7.15 亿元，二季度平均票价水平为 0.56 元/客公里，低于一季度的 0.59 元/客公里。3、上半年业绩贡献来自于民航基础建设基金返还，上半年计入营业处收入的民航基础建设基金返还共 13.28 亿。
- **公司 2009 年上半年经营主要特征。**南方航空国内业务 1-7 月 RPK 同比增长 12.7%，国际业务同比下降 18%，地区业务同比增长 6%；客运 RPK 增长 8%，货运 RFTK 同比下降 19%；从收入来看，国内收入占比 85%，国际及地区占比 15%；客运占比升至 94.1%，货运及其他占 5.9%。南方航空上半年除了呈现出客运热，货运冷；国内热，国际冷的特点外，与其它两家航空公司相比，南方航空的国内业务增长较大落后于国航与东航；国际业务同比下降情况差于中国国航，优于东方航空。
- **公司发展关注点：**1、南方航空的改善根本亦取决于国际业务的复苏，国内业务票价的上涨也有赖于国际业务的复苏，因此国际业务复苏是在经营层面上航空股投资机会的一个触发因素。2、在东航与上航合并、国航与国泰航空进一步股权渗透后，南方航空采取的应对措施。3、国际业务复苏时同步油价上涨的风险。
- **投资建议：**航空股的投资机会的一个触发因素为国际业务的恢复，目前来看，7、8 月份的表现还是可以的，但是 7、8 月份的数据表现还难以区分国际业务的复苏亦或是普通旺季特征，我们将紧密跟踪数据。目前维持南方航空中性投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业分析师

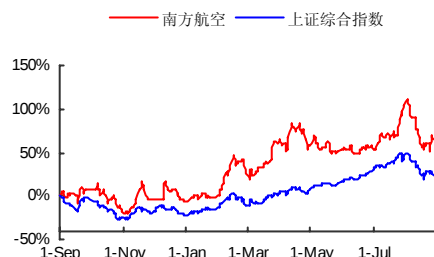
8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 8 月 31 日)	5.73 元
目标价格 (6 个月)	5.73 元
总股本/A 股 (百万股)	5521/8003
A 股市值 (百万元)	31468
国家/地区	中国
行业	航空
报告日期	2009 年 8 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-31.98	15.12	65.99
相对表现 (%)	-7.13	5.33	-42.96

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	55873	56427	52015	57216
主营业务利润 (百万)	2138	-5908	-601	1567
净利润 (百万)	2039	-4796	692	1571
EBITDA (百万)	7266	1285	6393	9468
每股收益 (元)	0.42	-0.74	0.08	0.19
每股经营现金流 (元)	1.47	0.59	1.20	2.14
市盈率 (X)	15	NA	70	30
EV/EBITDA (X)	8	48	9	6

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。

分季度分析

表 1：分季度盈利情况——上半年压力仍较大

	2009 年第二季度	2009 年一季度	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)	11950	12932	14381	14594	13145	14307
营业成本(元)	10717	11548	14705	14074	12845	12624
营业税金及附加(元)	344	358	219	405	358	404
销售费用(元)	948	976	1027	892	836	821
管理费用(元)	402	416	534	476	427	436
财务费用(元)	446	408	664	329	-581	-1006
资产减值损失(元)	14		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)	-25	74	-81	7	159	-198
投资净收益(元)	211	8	33	197	68	42
四、营业利润(元)	-715	-692	-4860	-1386	-530	872
剔除汇兑收益及资产减值影响	-711	-792	-2746	-1557	-1116	-634
营业外收入	592	1072				
营业外支出	15	2				
利润总额	-138	378				

资料来源：公司数据

上半年业务数据

图 2 不同航线 RPK 情况（同比）

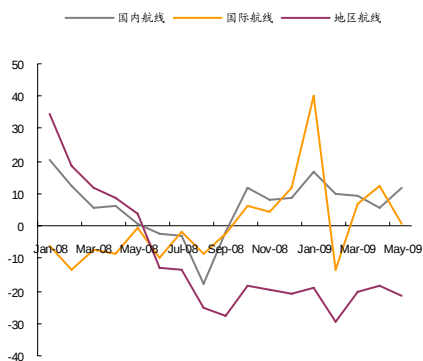
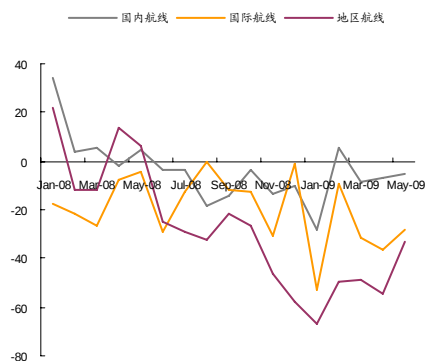


图 3：不同航线 RFTK 情况（同比）



资料来源：公司数据

图 4 不同航线 ASK 情况（同比）

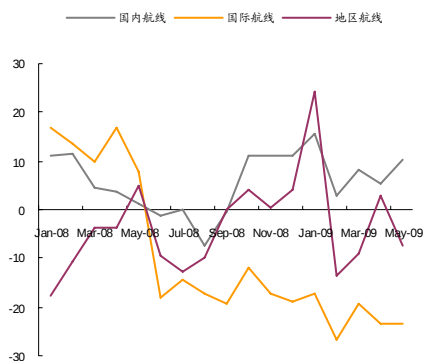
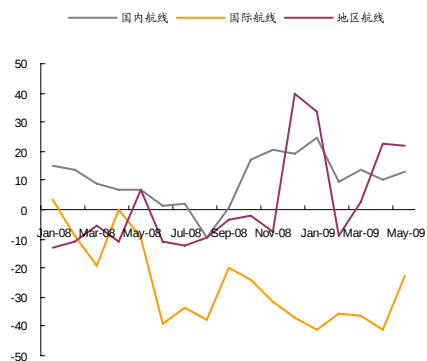


图 5: 不同航线 AFTK 情况（同比）



资料来源：公司数据

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	7945	8144	营业收入	55873	56538	52015	57216		
现金	3824	3143	3483	3313	营业成本	47384	52580	44598	46917		
应收账款	1983	2002	1842	2026	营业税金及附加	1574	1583	1441	1602		
其它应收款	1090	1100	1012	1114	营业费用	3586	3392	2861	3147		
预付账款	592	563	477	502	管理费用	1831	1832	1685	1854		
存货	1213	1250	1131	1190	财务费用	-456	-1259	2251	2371		
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	-1354	-601	1567		
无形资产	854	844	844	844	营业外收入	801	961	1500	500		
其他	13320	15918	13809	11896	营业外支出	46	44	0	0		
资产总计	82453	96153	102760	108602	利润总额	2893	-437	899	2067		
流动负债	42601	53455	54489	53855	所得税	854	-79	207	496		
短期借款	21313	30171	32861	31967	净利润	2039	-358	692	1571		
应付账款	7171	11441	8920	9383	少数股东损益	187	-35	38	87		
其他	14117	11843	12708	12505	归属母公司净利润	1852	-323	654	1484		
非流动负债	25161	28365	31804	36708	EBITDA	7266	1285	6393	9468		
长期借款	9074	10427	11927	13427	EPS (元)	0.42	-0.05	0.08	0.19		

其他	16087	17938	19877	23281					
负债合计	67762	81820	86293	90563	主要财务比率				
少数股东权益	2459	2424	2462	2549	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%	-8.0%	10.0%
留存收益	1804	1481	2135	3619	营业利润	379.4%	-163.3%	-144.4%	160.8%
归属母公司股东权益	12232	11909	14005	15489	归属于母公司净利润	786.1%	-117.5%	102.4%	126.7%
负债和股东权益	82453	96153	102760	108602	获利能力				
					毛利率	15.2%	7.0%	14.3%	18.0%
现金流量表			单位: 百万元		净利率	3.3%	-0.6%	1.3%	2.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	15.1%	-2.7%	4.7%	9.6%
经营活动现金流	9647	1041	8481	14020	ROIC	2.8%	-4.7%	2.6%	5.6%
净利润	2039	-358	692	1571	偿债能力				
折旧摊销	5584	3898	4742	5530	资产负债率	82.2%	85.1%	84.0%	83.4%
财务费用	-456	-1259	2251	2371	净负债比率	54.45%	56.59%	58.98%	56.65%
投资损失	-373	-262	-220	-242	流动比率	0.21	0.15	0.15	0.15
营运资金变动	1546	14502	-1146	1271	速动比率	0.17	0.12	0.12	0.12
其它	1307	-15480	2161	3520	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	0.52	0.54
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	4.38	5.13
其他	934	349	220	242	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3281	10641	3783	-1966	每股收益 (最新摊薄)	0.28	-0.05	0.10	0.23
短期借款	1177	8858	2691	-894	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	0.16	1.29	2.14
长期借款	-1307	1353	1500	1500	每股净资产 (最新摊薄)	1.86	1.82	2.13	2.36
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	13.53	-116.29	70.07	30.91
其他	-3307	431	-1849	-2572	P/B	2.05	3.16	3.27	2.96
现金净增加额	1560	-681	340	-170	EV/EBITDA	8	46	9	6

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：交通运输业分析师

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn