

交通行业小组
(联系人: 姚俊)
0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn

2009年9月21日

南方航空(600029.SH)/5.54元

十一黄金周井喷和燃油附加费恢复预期

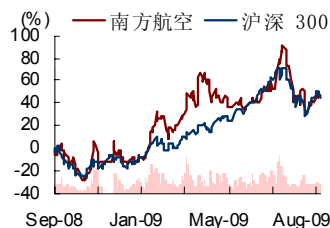
投资评级: **强烈推荐-A**
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	800357
流通股本(万股)	150000
总市值(亿元)	443
流通市值(亿元)	83
52周股价	2.7-7.2元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	19	63
相对表现	3	-19	-5



相关报告

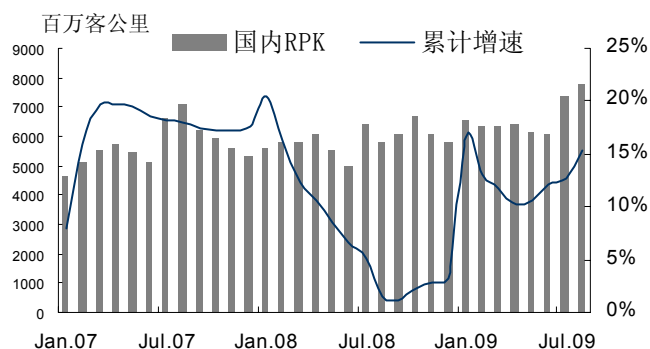
- 1、《航空机场行业月报》系列
- 2、《南方航空-国内航线劲增,阶段性机会涌现》2009/2/11
- 3、《南方航空-供需逐步改善,期待复苏》2009/3/11
- 4、《南方航空-景气和减值计提影响,轻装上阵更利于盈利拐点的实现》2009/4/15
- 5、《盈利改善预期不变,逐步偏向相对防御-航空机场行业2009年中期投资策略》2009/6/15
- 6、《南方航空-扭亏的边缘,盈利改善趋势不变》2009/8/31

我们近期调研了公司,我们认为国内航线持续增长以及国际航线恢复是公司基本面的重要支撑,而十一黄金周井喷、燃油附加费恢复预期以及人民币升值等有望成为短期催化剂,公司是行业配置的投资重点之一,维持强烈推荐评级。

- **9月数据环比下降符合预期,同比08年改善空间较大。**经过7、8月旺季需求强劲增长后,9月客运环比有所回落,但同比08年改善空间较大,据初步统计9月1至15日,客座率同比上升了1%左右,而票价上升了近10%;对比历史最旺的07年同期票价下滑了6%,客座率也下滑了6个点,今年客座率为73%,07年客座率为78%。其中客座率比07年逊色的原因除需求相对不足因素外,运力投放在近期旺季时增长较快也是重要原因。
- **10月黄金周有望超预期。**由于今年长假较长、双节集中以及前期受抑制因素影响,国家旅游局预测黄金周期间的客流将超过2亿人次,同比增长13%,其中出境客为600多万。我们预计9月下旬开始,航空行业又将迎来“量价齐升”局面,而且从目前旅游需求情况来看,有望超行业预期。
- **今年年底前国际航线将延续复苏趋势。**近期公司的东南亚航线和美国航线表现较强,澳大利亚航线和欧洲航线预计年底前有所复苏。公司判断由于美国消费复苏缓慢而商业房产前景不明,美国真正复苏至少要到明年年底,今年年底前预计国际航线将是延续复苏趋势,但斜率不会太高。而据IATA在9月中旬最新预测,09年全球行业将亏损110亿美元,今年客运量将减少4%,货运下滑14%,这个数据实际已比6月时的预测有了回升,6月IATA预计客运今年客运下降8%,主要原因是中国市场表现远超预期。同时IATA预计明年全球客运量增长3.2%,货运增长5%,客运票价回升1.1%,货运价格回升0.9%,全行业亏损32亿美元。
- **近期表现旺盛的市场主要是北京、深圳等传统商务航线,内蒙古、四川和云南等西部旅游航线以及二线城市。**新疆市场受“7.5事件”影响下滑较大,据了解传统上在6至9月旺季期间,新疆区域贡献的利润占同期全国利润10%左右;武汉市场目前市场秩序稳定但竞争仍然激烈,8月份武汉地区行业当月总收入增长65%,南航增长了60%,其中东航新投放了3架至16架飞机,南航目前在20架左右,市场份额最大。
- **两岸正式直航后客座率有所下滑,仍看好该航线的盈利性。**目前两岸直航共有航班单向135班(即双向270班,其中货运双向28班),南航共有单向27班客运和5班货运,与东航基本持平,东航单向29班客运和3班货运。据了解,在未定期化前,南航在该航线上的客座率达到87%,而定班后客座率下滑到70%左右,由于该航线需求潜力巨大,我们仍然十分看好该航线的盈利前景。
- **预计明年客运需求仍将乐观。**由于人口红利和消费升级等因素仍然存在,明后年航空需求仍然会出现持续性增长,公司预计仍然是国内需求带动,初步判断明年全行业增长将在10%至15%,而南航相对行业增速上会低于2至3个百分点。

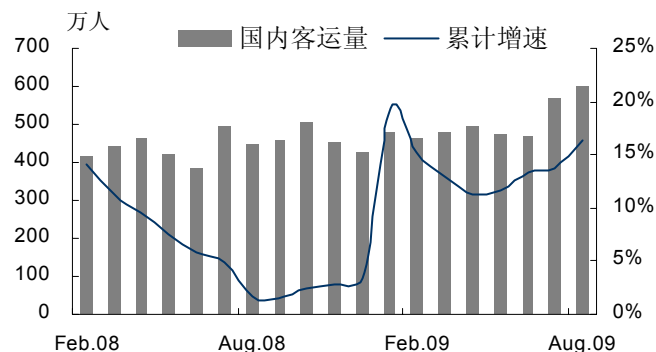
- **预计明年运力投放座位数增长将在 6% 左右。**今年南航全年新增飞机 35 架，座位数增长 4%，明年预计飞机退租 7 架，新增和经营性租赁 50 架左右，座位数增长预计在 6% - 7%。同时由于明年是“十二五规划”的开局，目前南航已经公告了 A380 推迟交付，而 B787 也将被国内航空公司推迟，我们预计明年全行业的座位数增长不会超过 9%，但是 2011 年后行业供给压力将加大。
- **公司目前负债结构中美元负债比例升至 76% 左右。**公司中报显示负债率为 89%，据了解公司负债中美元货种的比例比去年底 75% 稍有上升至 76%，我们预计今年年底或明年，人民币升值预期有望升温，公司在航空公司中美元负债比例最大，受益较大，而公司中报披露外汇敏感性分析表明，人民币兑换美元的汇率每升值 1%，公司净利润将增加 3 亿元。
- **国庆后燃油附加费恢复预期加大。**9 月初国内燃油出厂上调 300 元至 5070 元/吨，而未来国际油价趋于上升的可能性较大，公司预计如果燃油消耗量不变，燃油价格每吨上升 1 美元，成本增加 1100 万人民币，因此油价上涨压力仍然存在，尤其是对南航这种没有做燃油套保的公司来说压力更大，我们预计国庆后燃油附加费恢复的可能性较大，恢复力度可能会稍低于航空公司前期上报的方案。公司董事长司献民前期接受媒体采访也提出了若有合适时机，南航有可能重新介入燃油套期保值交易，这也将会是公司对抗油价上涨的重要措施。
- **维持强烈推荐评级，暂不调整盈利预测。**我们认为相对国航来说，南航受季节性调节的波动特征更明显，四季度国内航线将进入淡季，而国航通过国际航线，比如澳大利亚航线等有望弥补，短期来看四季度南航的经营受到的影响较大，但南航国内航线占比最大，基于对国内航线的看好，公司仍然是行业投资的重点之一。我们认为后期国内航线持续增长和国际航线恢复是公司基本面的重要支撑，而十一黄金周井喷、燃油附加费恢复以及人民币升值预期等有望成为短期催化剂。
- **风险因素：**目前航空最大的风险是系统性的市场下调，以及突发性事件致航空需求下降以及航油价格快速上涨等。

图1: 09年1-8月国内RPK强劲反弹, 保持高速增长



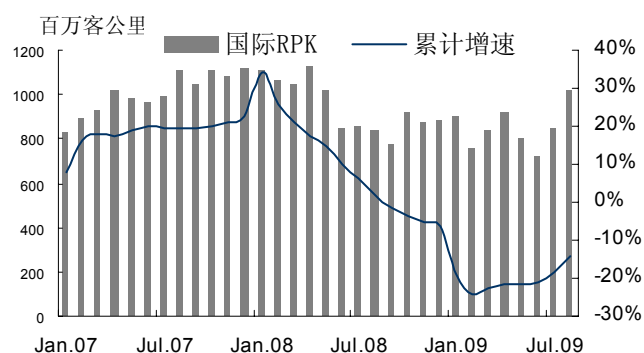
资料来源: 公司数据、招商证券

图2: 09年1-8月国内客运量强劲反弹, 保持高速增长



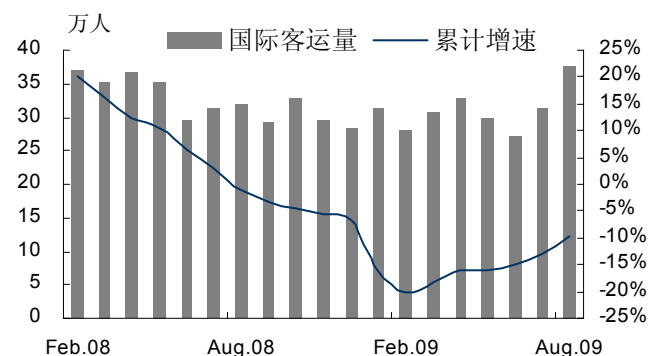
资料来源: 公司数据、招商证券

图3: 09年1-8月国际RPK跌幅有企稳回升趋势



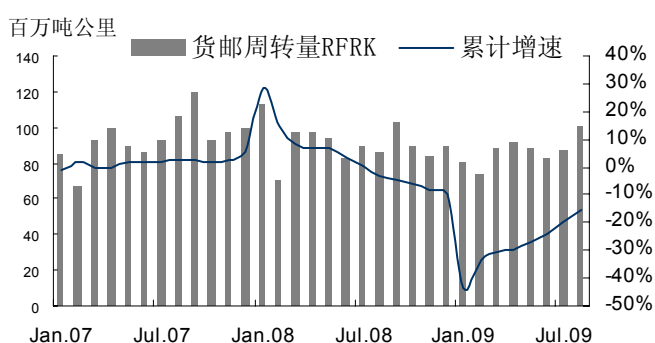
资料来源: 公司数据、招商证券

图4: 09年1-8月国际客运量跌幅有企稳回升趋势



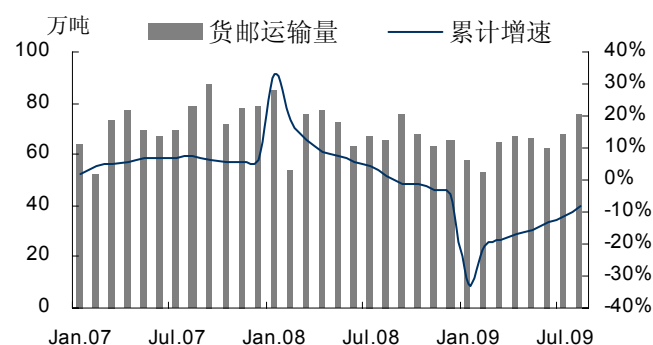
资料来源: 公司数据、招商证券

图5: 09年1-8月货邮周转量跌幅收窄



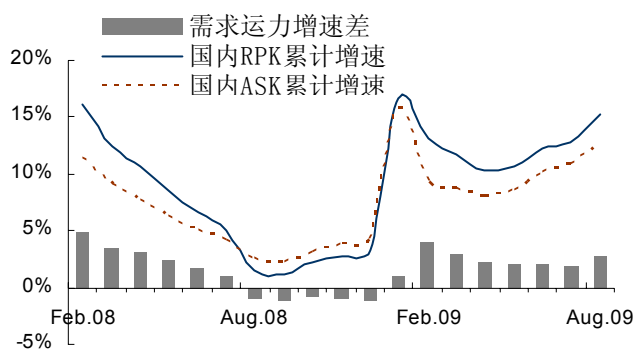
资料来源: 招商证券

图6: 09年1-8月货邮运输量跌幅收窄



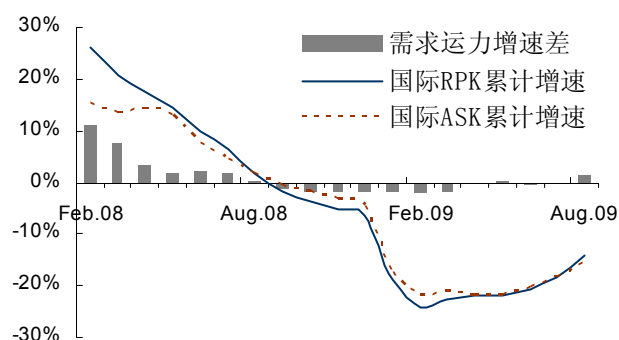
资料来源: 招商证券

图7：国内客运运力投放相对保守



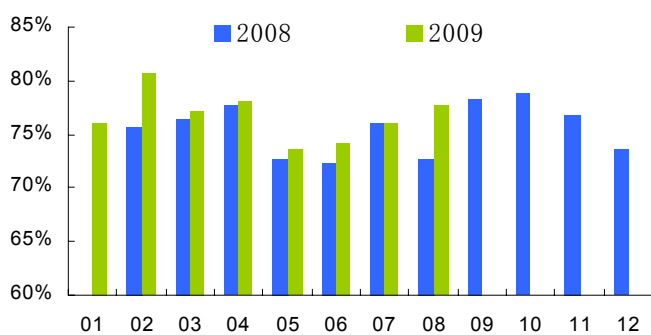
资料来源：公司数据、招商证券

图8：国际客运需求运力增速基本持平



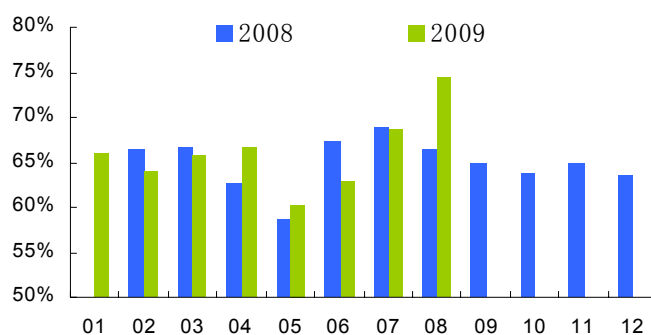
资料来源：公司数据、招商证券

图9：国内航线月度客座率表现良好



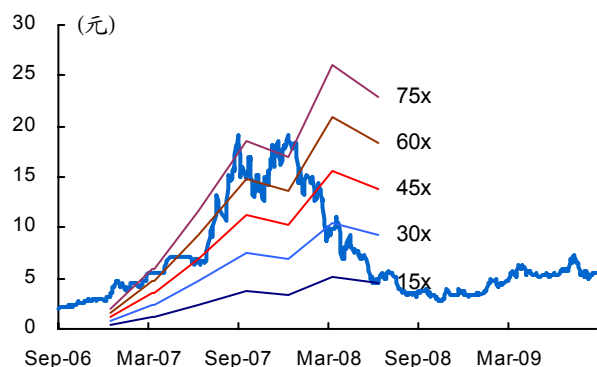
资料来源：公司数据、招商证券

图10：国际航线月度客座率略逊于08年同期



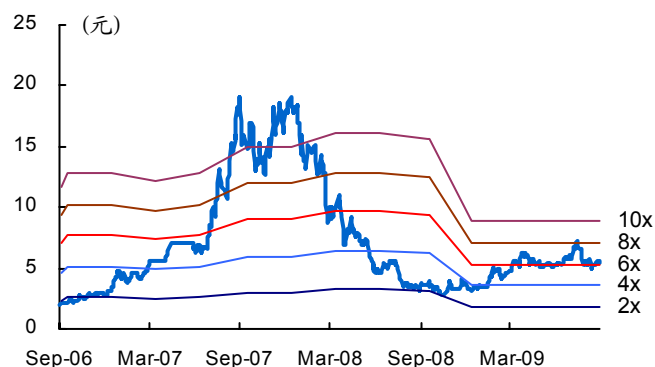
资料来源：公司数据、招商证券

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8790	9248	14591	15959	28284
现金	3824	4700	8802	10042	22132
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1983	1319	2174	2351	2451
其它应收款	1090	1380	1098	1187	1238
存货	1213	1229	1453	1513	1565
其他	678	620	1063	866	898
非流动资产	73663	73755	75880	76724	77623
长期股权投资	1285	1474	1700	1700	1700
固定资产	58204	52575	67399	66379	66404
无形资产	854	785	707	636	572
其他	13320	18921	6074	8010	8948
资产总计	82453	83003	90470	92684	105907
流动负债	42601	41279	35786	24991	24136
短期借款	21313	18232	12000	7000	7000
应付账款	7171	7806	7340	7643	7902
预收账款	0	0	0	0	0
其他	14117	15241	16447	10348	9234
长期负债	25161	32276	42729	53729	65729
长期借款	9074	17429	26429	38429	51429
其他	16087	14847	16300	15300	14300
负债合计	67762	73555	78515	78720	89865
股本	4374	6561	8003	8003	8003
资本公积金	6054	3848	3848	3848	3848
留存收益	1804	(3408)	(2355)	(369)	1687
少数股东权益	2459	2447	2459	2481	2504
母公司所有者权益	12232	7001	9496	11482	13538
负债及权益合计	82453	83003	90470	92684	105907

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	9647	3874	2992	7873	7636
净利润			1171	2206	2285
折旧摊销			5496	6106	6051
财务费用			461	(28)	(122)
投资收益			(560)	(560)	(560)
营运资金变动			(3792)	75	(92)
其它			215	75	75
投资活动现金流	(4806)	(7704)	(7259)	(7000)	(7000)
资本支出			(7000)	(7000)	(7000)
其他投资			(259)	0	0
筹资活动现金流	(3281)	4655	8369	368	11454
借款变动			6041	1000	12000
普通股增加			1442	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(117)	(221)	(228)
其他			1003	(412)	(318)
现金净增加额	1560	825	4102	1241	12090

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	55873	56427	54907	59365	61897
营业成本	47384	54248	48930	50957	52679
营业税金及附加	1574	1386	1537	1662	1733
营业费用	3586	3576	3294	3562	3714
管理费用	1831	1873	1647	1781	1857
财务费用	(456)	(594)	461	(28)	(122)
资产减值损失	212	2073	0	0	0
公允价值变动收益	23	(113)	80	80	80
投资收益	373	340	480	480	480
营业利润	2138	(5908)	(404)	1991	2597
营业外收入	801	1257	2000	1000	500
营业外支出	46	97	20	20	20
利润总额	2893	(4748)	1576	2971	3077
所得税	854	48	394	743	769
净利润	2039	(4796)	1182	2229	2308
少数股东损益	187	33	12	22	23
母公司所有者净利润	1852	(4829)	1171	2206	2285
EPS (元)	0.42	(0.74)	0.15	0.28	0.29

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	1%	-3%	8%	4%
营业利润	-579%	-376%	-93%	-594%	30%
净利润	786%	-361%	-124%	88%	4%
获利能力					
毛利率	15.2%	3.9%	10.9%	14.2%	14.9%
净利率	3.3%	-8.6%	2.1%	3.7%	3.7%
ROE	15.1%	-69.0%	12.3%	19.2%	16.9%
ROIC	2.3%	-12.9%	0.1%	2.4%	2.4%
偿债能力					
资产负债率	82.2%	88.6%	86.8%	84.9%	84.9%
净负债比率	44.8%	49.9%	52.4%	52.3%	57.1%
流动比率	0.2	0.2	0.4	0.6	1.2
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.6	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转率	37.5	44.4	36.5	34.4	34.2
应收帐款周转率	31.9	34.2	31.4	26.2	25.8
应付帐款周转率	7.2	7.2	6.5	6.8	6.8
每股资料(元)					
每股收益	0.42	-0.74	0.15	0.28	0.29
每股经营现金	2.21	0.59	0.37	0.98	0.95
每股净资产	2.80	1.07	1.19	1.43	1.69
每股股利	0.18	0.14	0.01	0.03	0.03
估值比率					
PE	13.1	-7.5	37.9	20.1	19.4
PB	2.0	5.2	4.7	3.9	3.3
EV/EBITDA	7.6	-71.1	9.8	6.8	6.4

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

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 $\pm 5\%$ 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。