

盈利能力仍嫌不足，短期关注人民币升值预期

——南方航空（600029）三季度财报点评

2009年10月28日

推荐/维持

南方航空

财报点评

张勋

交通运输行业分析师

zhangxun@dxzq.net.cn

010-66507315

事件：

公司公布2009年三季度财报，1-9月份实现营业收入408.3亿元，同比下降2.7%，实现归属于母公司所有者的净利润3.22亿元，扭转同期亏损局面，对应摊薄后EPS为0.04元。其中，7-9月份公司实现营业收入159.5亿元，同比增长9.5%，实现归属于母公司所有者的净利润2.84亿元，比去年同期扭亏增利11.1亿元，对应摊薄后EPS为0.035元。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入（百万元）	14278	13117	14566	14466	12932	11950	15948
增长率（%）	20.12%	-1.55%	-11.73%	2.15%	-9.43%	-8.90%	9.49%
毛利率（%）	11.60%	2.10%	3.40%	-	10.70%	10.30%	16.10%
期间费用率（%）	1.80%	5.10%	11.70%	15.50%	13.90%	15.00%	12.20%
营业利润率（%）	8.60%	2.00%	-16.30%	-76.30%	2.30%	13.70%	9.02%
净利润（百万元）	774	35	-830	-4808	222	-184	284
增长率（%）	-	-92.94%	-141.42%	-	-71.32%	-625.71%	-
每股盈利（季度，元）	0.097	0.004	-0.104	-0.601	0.028	-0.023	0.035
资产负债率（%）	81.00%	81.99%	83.26%	88.62%	88.39%	89.01%	85.73%

评论：

积极因素

- **量价齐升保障三季度盈利。**7-9月份，南方航空完成旅客运输量1809万人次，同比增长19.9%，完成旅客周转量248.9亿客公里，同比增长18%；国际和港澳航线在去年低基数和经济复苏下，也于8月份结束了连续13个月的负增长，进入两位数增长通道；价格方面，国内综合票价指数三季度比去年同期高出15个点，对于航空主业盈利的提升起到了强力支撑作用。
- **航油价格同比回落，推动盈利水平提升。**数据显示，三季度国内航油综合采购价格为5003元/吨，远低于去年同期8790元/吨的水平，同比回落43%，大幅降低了公司成本，使得公司报告期毛利率达到16.1%，仅次于公司盈利最强时期2007年三季度。

消极因素

- **航线网络结构限制主业盈利能力。**南方航空占有国内最大的航空市场份额，但由于其航线网络和基地优势弱于中国国航，使得公司客座率水平和主业盈利水平持续受到抑制。7-9月数据来看，面对繁荣的国内市场，南方航空国内航线增长享受的行业平均水平增长，客座率在其他航空公司运力投放下稍低于去年同期水平，与其他航空公司国内航线客座率提升形成鲜明对比。
- **成本控制低于预期。**报告期，占成本比例权重最高的航油成本同比下降了约40%，但公司总运营成本下降仅为5%；公司内部管理水平仍存在较大提升空间。

业务展望

公司四季度主业亏损是大概率事件。一方面，油价高位震荡甚至上涨趋势十分可能继续延续，国内航油价格上调预期明显，作为对油价最为敏感的航空公司，南方航空将受到不利影响；另一方面，作为传统的淡季，四季度一直是航空公司亏损的主要时段，尽管今年业务了增长较快，但非黄金国内航线的票价水平提升幅度难以乐观，“叫做不叫价”现象有可能在11月份继续上演。在缺失航油附加费的情况下，公司四季度主业盈利不容乐观。

从全年盈利来看，我们认为公司压力不大：1、公司出售珠海摩天宇发动机维修公司50%股权将获得的11亿元一次性收益对四季度和全年盈利给予一定的保障；2、人民币升值预期升温，可以寄望四季度人民币升值能够为公司缓解盈利压力。

盈利预测

考虑到公司出售维修公司股权事宜对公司盈利的影响，我们上调2009年EPS0.09元，调整后公司2009-2011年摊薄后EPS分别为0.13元、0.14元、0.18元；以10月27日收盘价5.28元计算，对应的动态PE分别为41倍、39倍、29倍。

投资建议

从PE估值的角度来看，公司最近三年估值均不便宜。我们维持公司“中性”投资评级。从投资的角度来看，我们认为考虑到公司业绩对汇率的弹性较高，可适当把握人民币升值预期下带来的交易性投资机会。

表 1：南方航空盈利预测与估值

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	56,427	55,253	64,022	72,352
(+/-)%	1.17%	-2.08%	15.87%	13.01%
营业利润	-5,908	-1,119	1,622	2,176
(+/-)%	-382.14%	-	-	34.16%
净利润	-4,829	1,017	1,095	1,469
(+/-)%	-365.33%	-	7.67%	34.16%
每股净收益（元）	-0.40	0.13	0.14	0.18
PE	-	41.56	38.60	28.77

资料来源：东兴证券

分析师简介

张勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006年6月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009年7月加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。