

买入 调高

南方航空 (600029)

2010 年 4 月 13 日

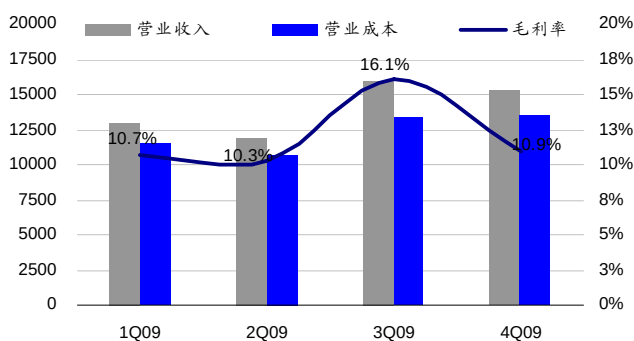
外币负债增加大幅提高公司的汇率弹性

航空机场行业分析师: 陈志鹏
SAC 执业证书编号: S0850209090677
chenzp@htsec.com
021-23219154

年报摘要: 南航今日发布2009年年报, 若不考虑出售MTU50%股权所获得的投资收益的影响, 与我们此前的全年业绩预测基本一致。公司实现营业收入560.43亿元, 同比小幅下降0.7%; 实现利润总额4.57亿元, 盈利能力大幅改善(2008年为亏损47.48亿元); 归属于上市公司股东的净利润3.58亿元(2008年为亏损48.29亿元), 对应每股收益为0.05元, 扣除非经常性损益(政府返还2008年下半年缴纳的民航基础设施建设基金6.6亿元)后每股收益为-0.04元。

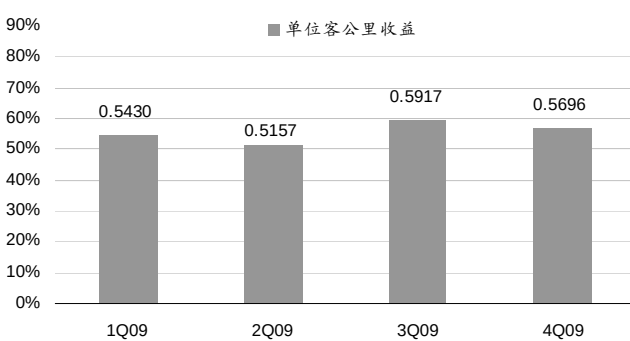
全年单位公里收益同比有较大幅度下滑, 但逐季改善明显。从全年来看, 公司收入呈现价跌量增的现象, 旅客周转量同比上升11.8%, 而单位客公里收益同比下滑超过10%。得益于燃油成本大幅下滑, 公司毛利率大幅改善, 从2008年的3.9%上升到2009年的12.2%。从单季度运营数据来看, 公司运营效益改善明显。

图 1 2009 年按季度南航营业收入、营业成本和毛利率



资料来源: 上市公司公告

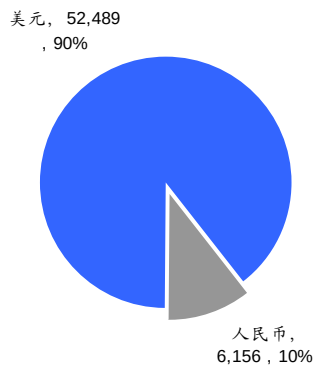
图 2 2009 年按季度南航单位客公里收益



资料来源: 上市公司公告

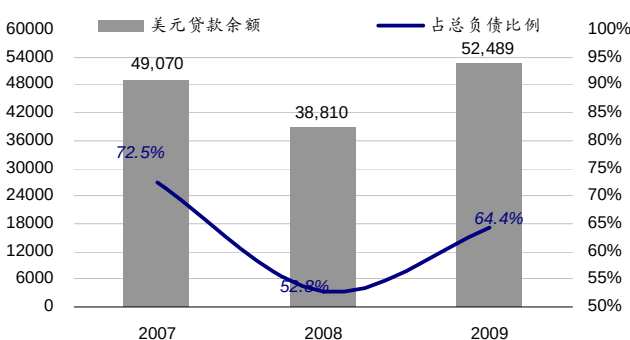
考虑人民币升值预期, 公司灵活调整了负债结构, 大幅增加了美元贷款的比例, 成为年报的主要亮点。截至2009年底, 公司美元贷款余额对应为524.89亿元人民币, 较2008年底有了显著的提升。基于此, 南航对人民币/美元汇率弹性也有显著的增加。人民币每升值1%将给南航EPS增加0.05元/股, 较此前市场普遍预期的弹性提升近30%。

图 3 2009 年南航借贷总额按币种分析



资料来源: 上市公司公告

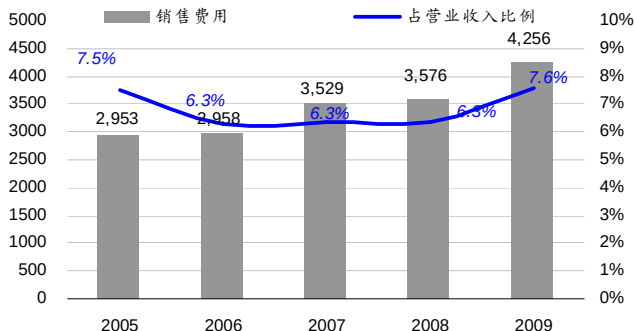
图 4 2007~2009 南航美元贷款占负债总额比例



资料来源: 上市公司公告

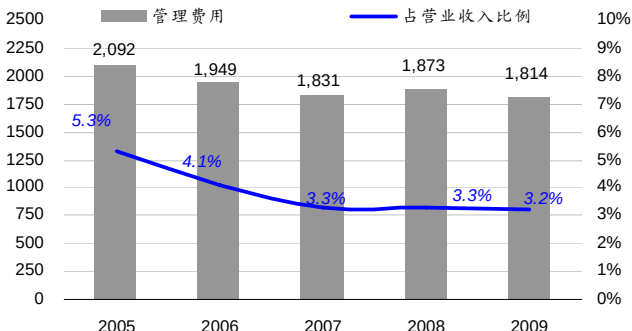
公司销售、管理费用控制合理。2009年公司销售费用为42.56亿元，同比上升19%，较旅客周转量12%的增速略高，我们分析认为这主要缘于2009年上半年航空业较为激烈的国内竞争格局，各大航空公司在加大运力向国内市场投放的同时，增加了相应的营业费用支出。在2009年增收节支的大背景下，公司管理费用同比小幅下滑，全年为18.14亿元。

图 5 2005~2009 年南航销售费用及占营业收入比例



资料来源：上市公司公告

图 6 2005~2009 年南航管理费用及占营业收入比例

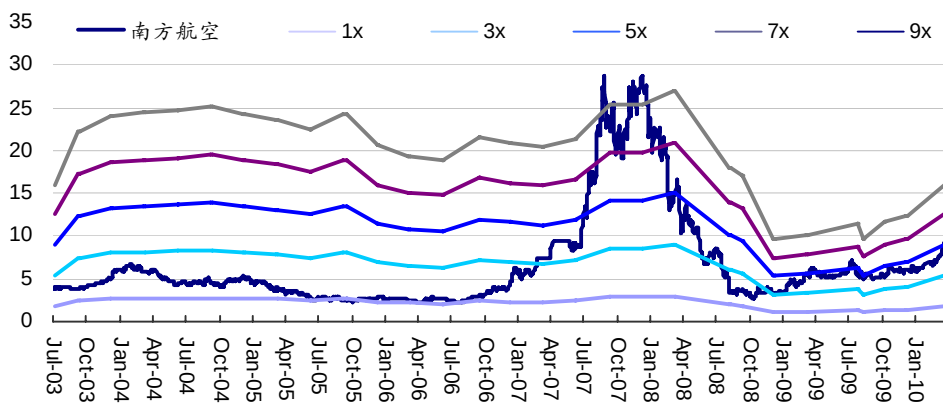


资料来源：上市公司公告

公司股东户数环比明显下降，机构配置保持稳定。截至2009年底，南航股东户数为279,578户，环比三季度下降10.4%；前十大流通股东中，机构持股2.65亿股，约占流通A股的18%，与三季度末基本持平。而2007年上一轮行业景气高点时，前十大流通股东机构配置比例曾达到32%。

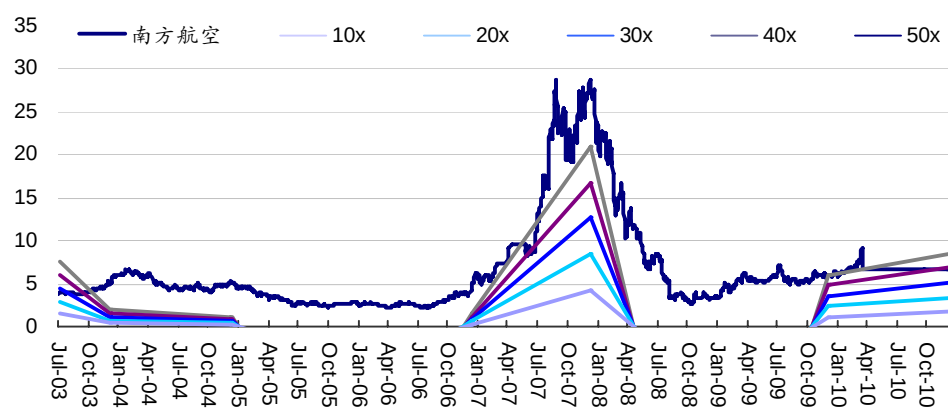
投资建议：航空业今年的投资逻辑依然是此前我们一直强调的行业供求偏紧带来的量的上升，行业整合导致市场集中度提升给航空公司带来的议价能力的提升，以及人民币升值。南航作为国内三大航空公司之一，无疑也将受益于行业格局发生的积极变化。公司基于人民币升值预期对美元贷款比例的调整，提升了公司盈利对人民币汇率波动的弹性，这也将最终体现在公司股价的弹性之中。考虑到出售MTU50%股权的投资收益将被计入今年，我们调高公司2010年的业绩预测至0.25元/股（未考虑人民币升值的影响，人民币每升值1%将给南航EPS增加0.05元/股）。调高评级至“买入”，调高6个月目标价至12元。

图 7 南航 P/B Band (x)



资料来源：海通证券研究所

图 8 南航 P/E Band (x)



资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈志鹏：交通运输行业分析师

重点研究上市公司：中国国航，南方航空，东方航空，海南航空，上海机场，深圳机场，白云机场，厦门空港，大秦铁路

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。