

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

1H2010 主营实现盈利

1H2010 业绩总结

南航在 1H2010 年实现 EPS 为 0.26 元，其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.0858 元；由于营业外收入产生的 EPS 约为 0.0325 元；由于投资收益产生的 EPS 约为 0.1157 元；由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.0260 元，由于主营业务产生的 EPS 基本符合我们预期。

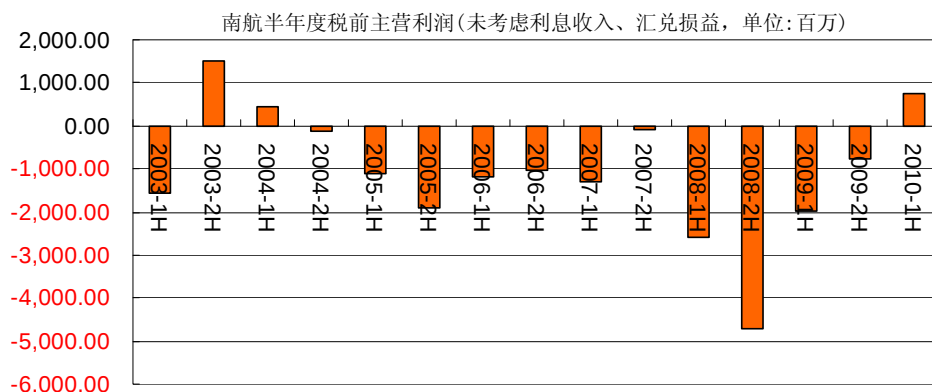
与 2009 年同期相比，除主营业务外存在以下几项显著差异，并对最终盈利结果产生重要影响：

- 1、2010 年上半年公司未获得民航建设基金返还，而去年同期获得民航建设基金返还为 13.28 亿元，由此导致 EPS 同比减少 0.13 元。
- 2、2010 年上半年公司向母公司南航集团出售公司持有的珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司 50% 的股权，确认投资收益 1,078 百万元，由此增加 EPS 约为 0.1060 元。
- 3、2010 年上半年由于人民币于期内升值，公司净汇兑收益为人民币 264 百万元，较去年同期增加人民币 230 百万元，由此增加 EPS 约为 0.0226 元。

南航半年度主营业务税前利润发展趋势

2010 年上半年南方航空实现主营业务税前利润 7.6 亿元（未考虑资本化的利息支出扣除、汇兑损益），而且此处的主营业务税前利润未考虑投资收益因素，从 2003 年以来的南航主营业务税前利润数据序列可以看出，在 2010 年上半年度，南航实现了很大的突破，不仅实现了主营业务税前利润为正，同时达到了 2003 年以来的最高值。

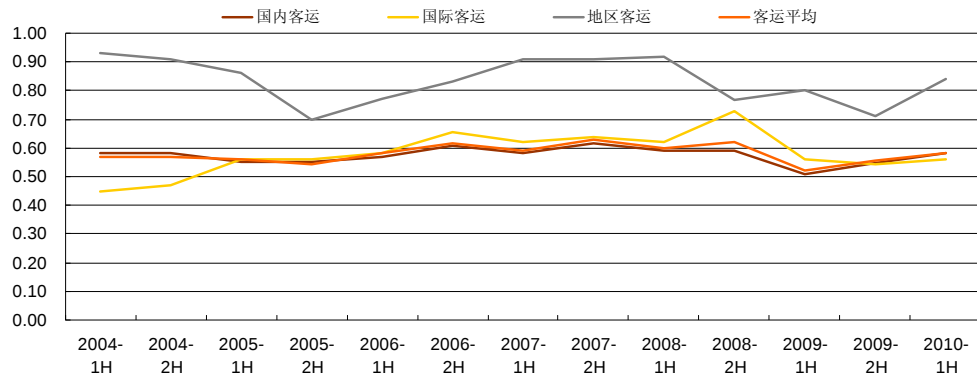
图 1：南方航空半年度主营业务税前利润发展趋势-未加总利息收入与汇兑损益



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

公司主营税前利润的取得来自于行业供需改善下客座率提升所导致的票价水平的提升，这一点已被市场所广泛认知，2010 年上半年公司平均客公里收益达到 0.58 元（为扣除营业税金及其附加后的客公里收益），同比上升约 11.54%。

图 2：南方航空客公里收益发展趋势

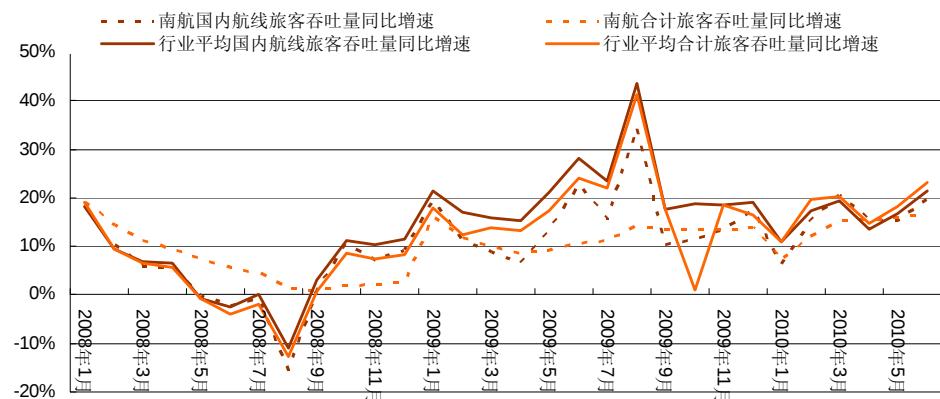


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

考虑到公司盈利的提升主要基于行业供需的改善，因此我们不仅关心公司目前达到了一个什么高度进而对公司在自身周期的位置进行判断，同时也关心在此轮行业改善的过程中公司相对于行业改善的相对进程即通过公司运营数据、财务结果与行业进行横向比较。

1H2010 南方航空吞吐量增速略低于行业平均水平

图 3：南方航空吞吐量发展趋势以及与行业对比



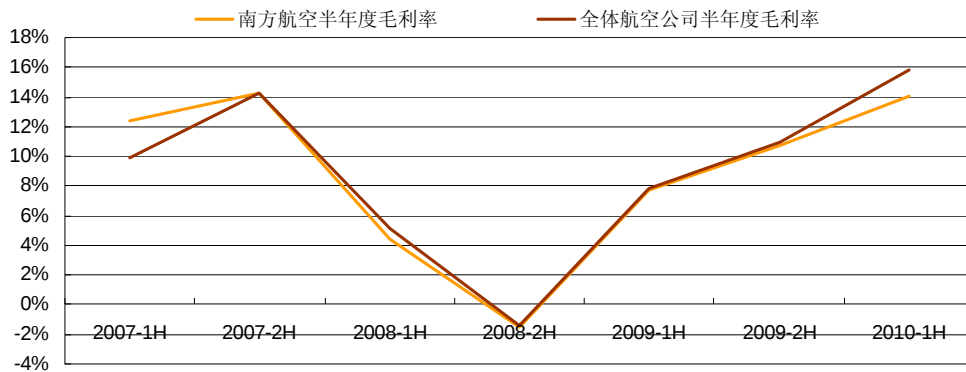
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告、民航总局

从旅客吞吐量增速来看，2010 年上半年南航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 15.5%、36.4%、17%，而行业整体在 2010 年上半年国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 16.5%、33.9%、17.6%，从旅客吞吐量数据来看，南航略低于行业平均增速水平。

1H2010 南航毛利率略低于行业水平

1H2010 南方航空的毛利率为提升至 14.11%，但低于全体航空公司 1H2010 约 15.80% 的水平，我们同时观察南航与行业的票价水平，发现南航在 1H2010 的平均客公里收益为 0.5956 元，甚至高于行业 2010 年上半年 0.59 元/客公里收益的水平，因此我们判断其毛利率低于行业平均水平应该是和主营成本控制有关。

图 4: 南方航空半年度毛利率发展趋势以及与行业对比

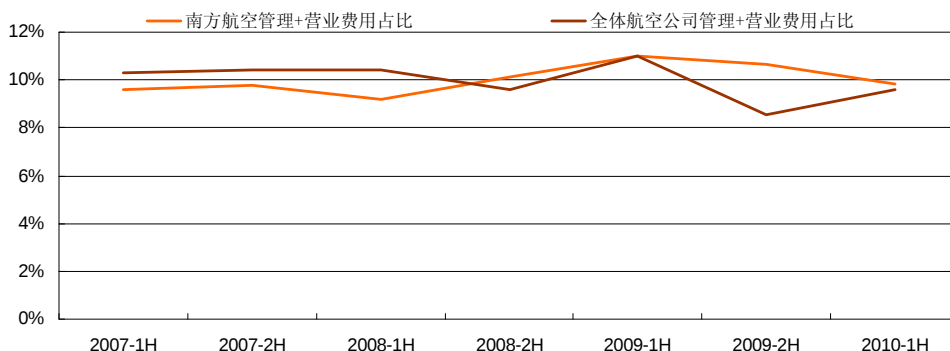


资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

1H2010 南航费用水平基本与行业持平

1H2010 南方航空管理费用加销售费用占营业收入比约为 9.62%，略低于全体航空公司 1H2010 约 9.81%的水平。

图 5: 南方航空半年度管理+销售费用占比以及与行业对比



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告、民航总局

3Q2010 展望: 毛利率有望提升至 25%以上

3Q2010 客座率有望提升至 82%-83%

根据我们对于行业 2010 年 3 季度供需格局的预测, 预计公司在 3 季度的平均客座率水平有望达到 82%-83%,

3Q2010 毛利率水平有望提升至 25%以上, 主营税前利润约为 20 亿元以上。

根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究, 我们预计公司在 2010 年 3Q 毛利率有望达到 25%以上, 在 220 至 250 亿的收入假设下, 公司在 2010 年 3 季度的税前主营利润可望达到 22 至 25 亿元。

盈利预测与投资评级

我们微调公司 2010 年、2011 年 EPS 分别至 0.483 元、0.530 元，维持“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9128	11854	13212	14534	营业收入	56043	75143	83859	92245
现金	4343	6011	6709	7380	营业成本	49197	61653	68345	75180
应收账款	1366	1758	1961	2157	营业税金及附加	1591	1849	2063	2269
其他应收款	1452	1835	2048	2253	营业费用	4256	4884	5283	5811
预付账款	711	709	786	865	管理费用	1814	2555	2767	3044
存货	1256	1541	1709	1879	财务费用	1396	881	477	475
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	57	0	0	0
非流动资产	85608	90917	95032	97819	公允价值变动收益	72	0	0	0
长期投资	1704	1500	1500	1500	投资净收益	347	1327	300	300
固定资产	63193	76532	84239	88586	营业利润	-1849	4648	5224	5766
无形资产	754	701	646	590	营业外收入	2336	1250	1250	1250
其他非流动资产	19957	12184	8647	7143	营业外支出	30	0	0	0
资产总计	94736	102771	108244	112353	利润总额	457	5898	6474	7016
流动负债	37782	39397	39479	37478	所得税	-97	885	971	1052
短期借款	11012	16700	15733	12258	净利润	554	5013	5502	5964
应付账款	8245	9248	10252	11277	少数股东损益	196	295	324	351
其他流动负债	18525	13448	13494	13943	归属母公司净利润	358	4718	5179	5613
非流动负债	43696	43336	43225	43371	EBITDA	5567	12253	14064	15967
长期借款	27875	27875	27875	27875	EPS (元)	0.04	0.48	0.53	0.57
其他非流动负债	15821	15461	15350	15496					
负债合计	81478	82733	82704	80849	主要财务比率				
少数股东权益	2899	3194	3518	3868	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	8003	9770	9770	9770	成长能力				
资本公积	5406	5406	5406	5406	营业收入	-0.7%	34.1%	11.6%	10.0%
留存收益	-3050	1668	6847	12460	营业利润	-131.3%	151.4%	12.4%	10.4%
归属母公司股东权益	10359	16844	22023	27636	归属于母公司净利润	-92.6%	1218.0%	9.8%	8.4%
负债和股东权益	94736	102771	108244	112353	获利能力				
					毛利率 (%)	12.2%	18.0%	18.5%	18.5%
					净利率 (%)	0.6%	6.3%	6.2%	6.1%
					ROE (%)	3.5%	28.0%	23.5%	20.3%
					ROIC (%)	-0.8%	6.0%	5.9%	6.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	86.0%	80.5%	76.4%	72.0%
					净负债比率 (%)	57.39%	62.25%	61.24%	58.48%
					流动比率	0.24	0.30	0.33	0.39
					速动比率	0.21	0.26	0.29	0.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.76	0.79	0.84
					应收账款周转率	41	47	44	44
					应付账款周转率	6.13	7.05	7.01	6.98
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.48	0.53	0.57
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.13	0.75	1.46	1.71
					每股净资产 (最新摊薄)	1.06	1.72	2.25	2.83
					估值比率				
					P/E	209.04	15.86	14.45	13.33
					P/B	7.22	4.44	3.40	2.71
					EV/EBITDA	19	8	7	7

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com