

南方航空 (600029.SH)

航空运输行业

评级：买入 维持评级

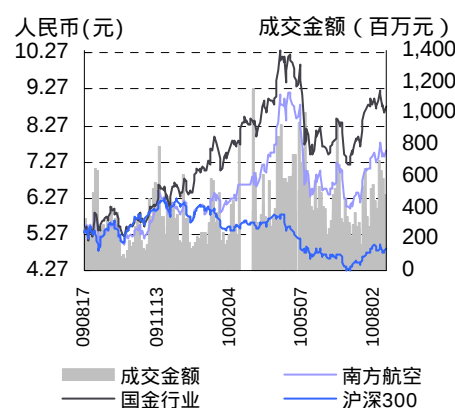
业绩点评

市价(人民币)：7.60 元
 目标(人民币)：10.50-12.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,500.00
流通港股(百万股)	2,482.42
总市值(百万元)	60,827.11
年内股价最高最低(元)	9.20/4.96
沪深 300 指数	2855.55
上证指数	2606.70



明年国内航线供需改善的最大受益者

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-0.736	0.045	0.654	0.841	0.816
每股净资产(元)	1.07	1.29	2.62	3.33	4.01
每股经营性现金流(元)	0.59	1.38	1.56	1.92	1.96
市盈率(倍)	-4.33	135.48	11.71	9.11	9.39
行业优化市盈率(倍)	13.55	28.71	28.71	28.71	28.71
净利润增长率(%)	N/A	N/A	1741.55%	28.59%	-2.97%
净资产收益率(%)	-68.98%	3.46%	24.98%	25.26%	20.32%
总股本(百万股)	6,561.27	8,003.57	10,082.28	10,082.28	10,082.28

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 南方航空 2010 年上半年实现利润 22.33 亿，其中归属母公司股东的净利润 20.76 亿元，折合每股 0.26 元，剔除掉汇兑收益和珠海维修公司的投资收益后，主业净利润约为 8 亿元左右，折合每股约 0.1 元。

经营分析

- 中报业绩将在近 6 年首次实现主业盈利：整体上公司的主业盈利预计将大幅低于东航和国航，其主要原因与其旅客结构有很大关系，公司整体上休闲旅客占比比较高，因此在旅游淡季难以实现盈利 2010 年半年度实现主业盈利是 6 年以来的第一次，显示公司和行业议价能力有较大上升。
- 预计三季度的盈利将大幅上升：从公司近几年的情况看，除了 2008 年以外，国内国际航线的客座率均比二季度有明显回升，我们预计今年三季度公司国内航线的客座率有望达到 83%左右，将创下历史新高，而客座率的回升也将带动票价水平回升。我们预计公司三季度的税后盈利将有望超过 30 亿元。
- 公司是明年国内航线供需改善的最大受益者：需求将受消费升级驱动有望继续保持快速增长，而行业运力供给（尤其是窄体机）缓慢将使 2011 年行业供需改善明显，公司占有我国国内航线最大的市场份额，并且其收入超过 80%也来自于国内航线，国内航线供需改善将使公司具有最大的业绩弹性。

盈利调整

- 我们上调公司的盈利预测，我们预计公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.65 和 0.84 元，而主业盈利预计为 0.48 和 0.76 元。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 11.8x10PE/9.1x11PE，我们认为公司估值具有进一步上升空间，我们维持买入的投资评级。

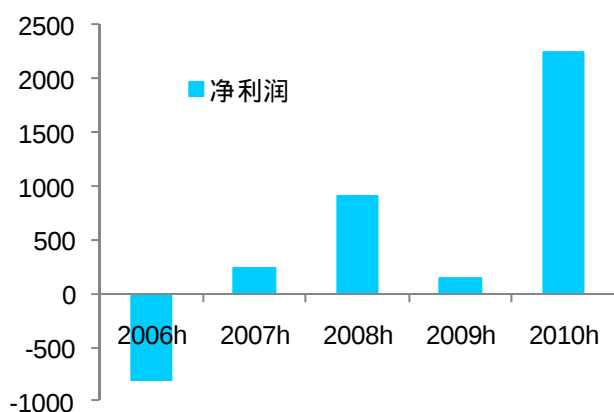
黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130210070001

中期业绩基本符合预期，其盈利将主要来源于三季度

中期业绩基本符合预期

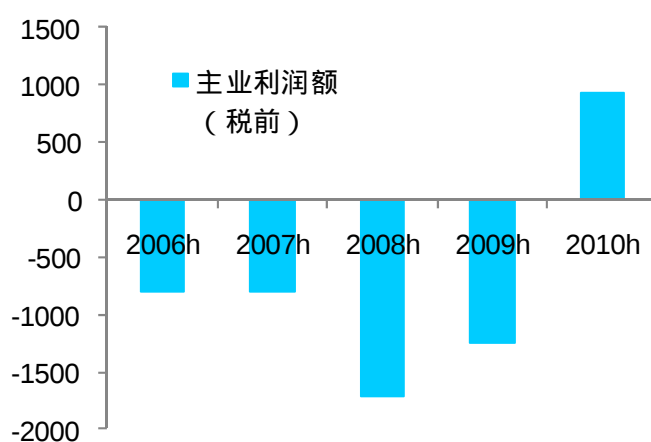
- 归属母公司股东的净利润 20.76 亿元，折合每股 0.26 元，剔除掉汇兑收益和转让珠海维修公司的投资收益后，主业净利润约为 9 亿元左右，折合每股约 0.11 元。
- 整体上公司的主业盈利预计将大幅低于东航和国航，其主要原因与其旅客结构有很大关系，公司整体上休闲旅客占比比较高，因此在旅游淡季难以实现盈利。
- 从 2006 年以来，公司的主要利润（剔除到汇兑收益）均产生较大亏损，包括上次旺季 2007 年的亏损额也达到了 8 个亿。2010 年半年度实现主业盈利是 6 年以来的第一次。

图表1：南方航空历年半年报的净利润额



来源：国金证券研究所

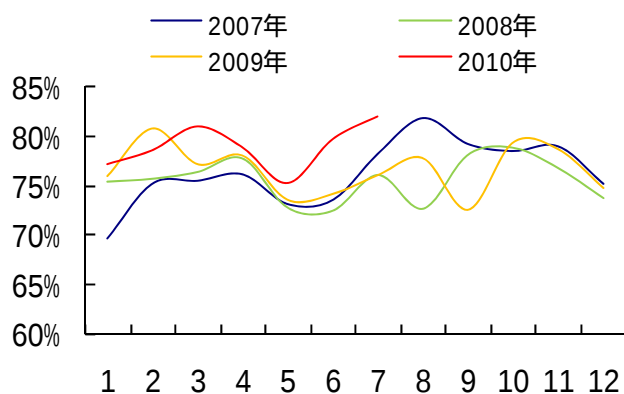
图表2：南方航空历年半年报的主业利润额



预计三季度的盈利将大幅上升

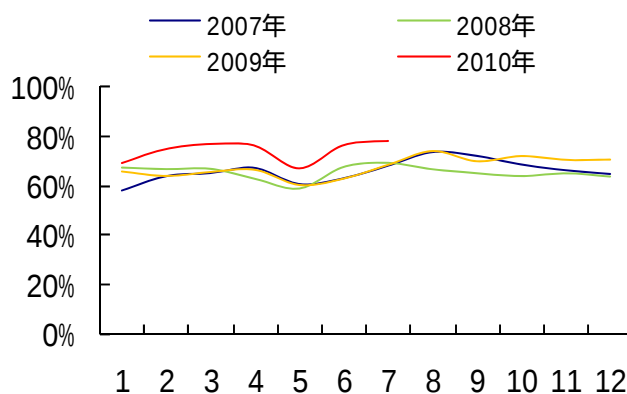
- 由于旅客结构的特性，公司在三季度的客座率和票价水平往往出现明显的量价齐升，从而使盈利出现大幅上升。
- 从公司近几年的情况看，除了 2008 年以外，国内国际航线的客座率均比二季度有明显回升，我们预计今年三季度公司国内航线的客座率有望达到 83% 左右，将创下历史新高，而客座率的回升也将带动票价水平回升。我们预计公司三季度的税后盈利将有望超过 30 亿元。

图表3：公司 2009 年以来的国内航线客座率



来源：国金证券研究所

图表4：公司 2009 年以来国际航线的客座率

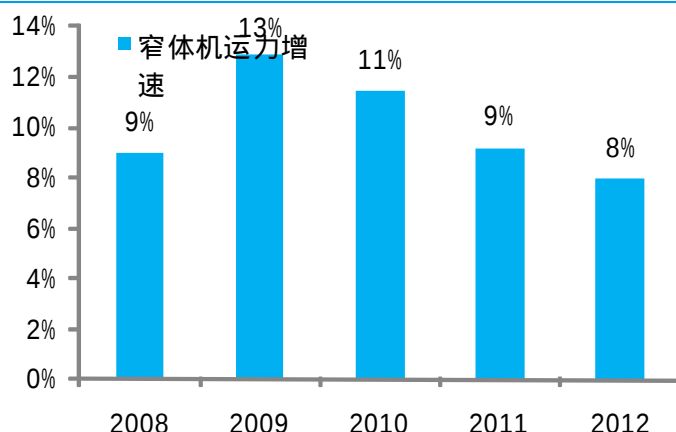


明年国内航线供需改善的最大受益者

2011 年窄体机增速缓慢将使供需进一步明显改善

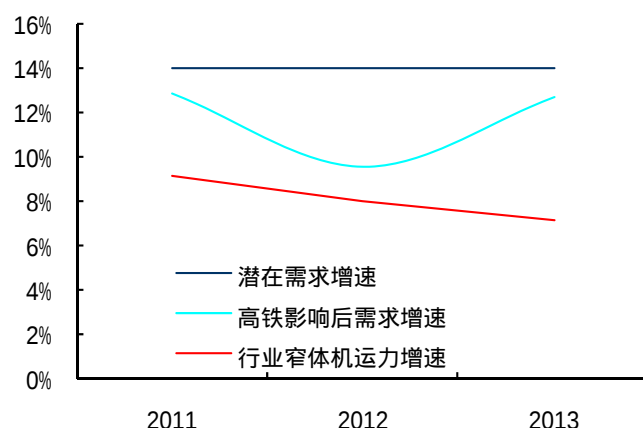
- 国内航线供需的改善将带动行业量价齐升。
 - 中国非常低的人均乘机次数意味着巨大的增长潜力，而目前经济结构转型、刘易斯拐点的到来带动居民收入和消费能力的大幅提升，将成我这种增长潜力出现爆发的催化剂。我们认为未来几年（包括 2011 年）中国航空的潜在增速将超过过去十年 15% 的水平。
 - 由于高铁的谨慎预期、空域紧张以及飞机制造商供应瓶颈，预计行业未来两三年内飞机运力引进将比较缓慢，尤其是窄体机，2011 年将仅为 8%-9% 的增速，而 2012 年将进一步降低至 7%-8%（没有考虑东航和南航可能的运力进一步退出）。
 - 在行业竞争格局得以优化的情况下，2011 年行业的供需将进一步明显改善，我们认为到明年三季度，将会出现很多航线一票难求的现象，国内航线的客座率明年将大幅超过今年（有望继续提升 2-3 个百分点），并带动票价水平的进一步回升（从过去经验来看，其回升幅度应当会高于客座率的回升幅度），从而带动景气程度的进一步大幅上升。

图表5：我国未来几年窄体机增速



来源：国金证券研究所

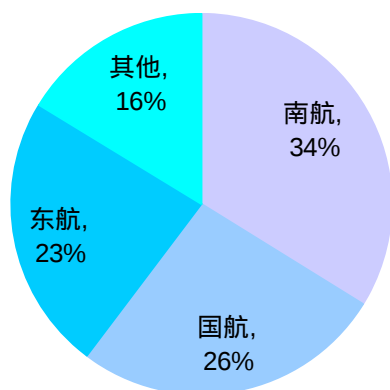
图表6：国内航线需求及窄体机增速对比



公司将是国内航线供需改善的最大受益者

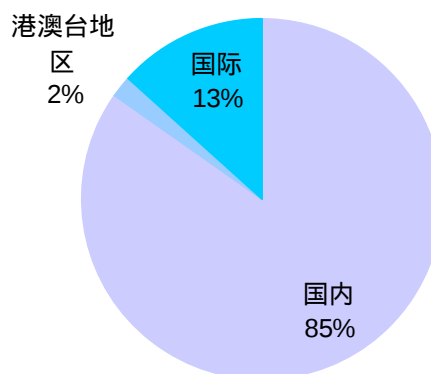
- 我们认为，公司将成为国内航线供需明显改善的最大收益者，我们认为其主要原因为：
 - 首先，南方航空占据国内航线最大的市场份额，如果包括厦门航空和四川航空，其市场份额达到了 34% 左右，国内航线供需改善将使公司受益程度最大。
 - 其次，公司的收入结构中也是主要来自于国内航线，其 2009 年收入结构中国内航线占比高达 85% 左右，国内航线供需改善将使公司具有最大的业绩弹性。
 - 根据我们的测算，2011 年客座率每上升一个百分点，将增厚业绩约 0.06 元，而裸票价格水平每上升 1%，将增厚公司业绩约 0.05 元。因此，如果公司客座率上升 2 个百分点，并带动票价比 2010 年上升 3% 的话，公司主业业绩将由 2010 年的 0.48 元左右上升到 0.76 元，上升幅度将超过 50%，我们认为公司在明年仍具有很大的业绩弹性。
 - 从一个更长的视角，随着我国行业集中度的大幅提升，我们认为未来国内航线将具备长期盈利能力，公司未来也将更大地受益于此。

图表7：我国国内航线的市场份额数据



来源：国金证券研究所

图表8：南方航空的收入结构



上调盈利预测，维持公司买入评级

- 我们上调公司的盈利预测，我们预计公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 0.65 和 0.84 元（假设人民币升值 2%左右），而主业盈利预计为 0.48 和 0.76 元。我们维持公司的买入评级。
- 公司的风险主要还是来自经济可能的二次探底。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	2	29
买入	0	1	1	2	12
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.40	1.60	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室