

航空运输 II

南方航空 (600029. SH) / 8.28 元

业绩符合预期，国际航线和货运业务将快速增长

事项

3 月 30 日，公司发布 2010 年年报。年报显示，2010 年公司累计实现营业收入 777.88 亿元，同比增长 38.8%；归属于上市公司股东的净利润 58.05 亿元，同比增长 1423.62%；基本每股收益 0.70 元/股，同比增长 1300%。

主要观点

主营业务大幅增长，符合预期。2010 年，公司实现载客人数 7645.56 万人次，同比增 15.4%； RPK 为 1113.28 亿客公里，同比增 19.7%；每收费客公里收入 0.63 元，同比增 14.6%；运输总周转量 131.04 亿吨公里，同比增 30.2%；收入方面：公司 2010 年主营业务收入 767.43 亿元，同比增 39.43%。其中航空客运收入 704.95 亿元，同比增 36.81%。公司主营业务大幅增长，运营效率也明显提升，业绩符合我们此前的预期。

国际业务增长迅猛，国际航线运输总周转量占比达 24.55%，09 年为 15.89%。2010 年南方航空国际线运输总周转量达 32.17 亿吨公里，占总运输周转量比重同比提升近 10 个百分点。按 RPK 计算，2010 年国际线达 155.26 亿客公里，占总 RPK 比例达 13.95%，同比提升超过 2 个百分点。国际线不仅是量的提升，运营效率也明显提高。2010 年南航国际航线客座率达 74.8%，09 年仅 67.9%。2011 年，公司将继续拓展国际市场，加快转型。我们认为，除了公司的明星国际航线-澳洲航线外，公司还将在开辟新西兰市场、增强东南亚航线，分享欧洲线大蛋糕、打造西部门户乌鲁木齐至西、北亚的中转航班等多个方面有所作为。

货运业务突飞猛进，货邮运输收入同比大增 85%。报告期内，公司货邮收入达 54.95 亿元，同比增 85%，占营业收入比例为 7.1%，去年占比仅 5.4%；货邮周转量 31.96 亿吨公里，同比增 79.4%；吨公里收入 1.72 元，同比增 3%。总体来看，货运业务的盈利能力和业务量均得到快速的提升。预计 2011 年，公司仍将进一步加快货运发展，通过增开国际航线、完善货运航线网络，整合货运资源和上下游业务、加强与中外运长航、宅急送等重要业务伙伴的合作，全面提升货运的收益水平。

2011 年营业收入增速可超 15%，需求面行业景气度仍将持续。尽管中国面临着日益复杂的国内外经济环境，但总体上，全球经济持续复苏、中国经济快速增长是大趋势，航空业的高行业景气度仍将持续。此外，人民币升值和消费升级将继续起到积极的推动作用。我们认为公司 2011 年的运输总周转量同比增幅超 11%、飞机日利用率达 9.65、平均票价上涨 5%属大概率事件，公司整体营业收入增幅有望超过 15%。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟
Tel: 0755-82828557
Email: chenjuan@hczq.com

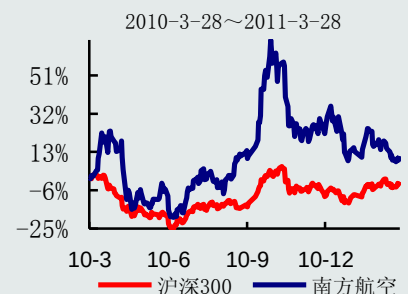
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	981757
流通 A 股/B 股(万股)	480000/0
资产负债率(%)	82.64
每股净资产(元)	1.94
市盈率(倍)	15.89
市净率(倍)	4.27
12 个月内最高/最低价	13.0/5.63

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《10 月 29 日南航调研快报》

2010-10-31

谨慎应对油价过快上涨，或开展套保业务。燃油附加费联动机制的推行，明显降低油价上涨给航空公司带来的成本压力，这是 2011 年航空业与以前不同的投资逻辑。但值得关注的是，目前的中东动乱、日本核危机都可能助推油价进一步上涨。如果年内油价涨幅过高的话，燃油附加费的弥补效益将会减弱。我们注意到公司在披露 2010 年年报的同时，还专门披露了《南方航空套期保值业务管理规定（修订版）》，这可能是一个风向标。国内航空公司或将重启航油套期保值业务。

投资建议：我们建议投资者关注2011年人民币升值时点与幅度给南方航空带来的投资性机会。但需要提示投资者的是，南航对市场需求敏感性高，年内国际航线拓展将面临培育期亏损的风险。综合考虑，我们预测2011年-2013年EPS分别为：0.76，0.81，0.87元，对应动态PE10.95倍、10.19倍和9.47倍，估值偏低，维持“推荐”评级。我们将进一步密切观测高铁开通对航空需求的影响、油价上涨对成本的影响。

风险提示：油价上涨、高铁冲击、需求增长低预期、国际航线培育期亏损。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15859	43321	64747	86000
现金	10404	38391	59691	80853
应收账款	2005	1563	1645	1738
其它应收款	1430	1421	1434	1428
预付账款	665	665	680	670
存货	1355	1280	1297	1311
其他	0	0	0	0
非流动资产	95370	86482	79703	73204
长期投资	1361	1513	1526	1467
固定资产	79682	70876	63604	56383
无形资产	1836	2101	2496	3053
其他	12491	11992	12078	12302
资产总计	111229	129803	144450	159205
流动负债	31801	36954	35532	34777
短期借款	3568	10937	8506	7670
应付账款	9058	8370	8558	8662
其他	19175	17647	18468	18445
非流动负债	49209	55477	63211	69716
长期借款	31876	39477	46826	53143
其他	17333	16000	16385	16573
负债合计	81010	92431	98742	104493
少数股东权益	3464	3739	4095	4513
股本	9818	9818	9818	9818
资本公积金	14159	14159	14159	14159
留存收益	2778	10200	18180	26766
归属母公司股东权益	26755	34177	42157	50743
负债和股东权益	111229	130347	144994	159749

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	12858	15791	18183	17738
净利润	6425	7697	8336	9004
折旧摊销	7115	7591	7597	7601
财务费用	-456	2551	2455	2170
投资损失	-1214	-634	-732	-860
营运资金变动	-2558	2182	-2185	479
其它	3546	-3597	2712	-656
投资活动现金流	-11510	61	274	257
资本支出	13511	0	0	0
长期投资	1606	219	-32	-52
其他	3607	280	242	205
筹资活动现金流	4713	12136	2843	3168
短期借款	-7444	7369	-2432	-835
长期借款	4001	7601	7349	6317
普通股增加	1815	0	0	0
资本公积增加	8753	0	0	0
其他	-2412	-2834	-2075	-2314
现金净增加额	6061	27987	21299	21163

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	77788	89456	100191	112214
营业成本	62567	69776	78650	88088
营业税金及附加	1957	2236	2605	2918
营业费用	5694	5994	7013	7855
管理费用	2182	2236	2505	2918
财务费用	-456	2551	2455	2170
资产减值损失	220	783	353	452
公允价值变动收益	31	10	20	30
投资净收益	1214	634	732	860
营业利润	6869	6523	7361	8703
营业外收入	1300	1200	1000	1000
营业外支出	71	66	56	64
利润总额	8098	7657	8305	9639
所得税	1673	-40	-30	635
净利润	6425	7697	8336	9004
少数股东损益	620	275	356	417
归属母公司净利润	5805	7422	7980	8587
EBITDA	13528	16665	17413	18474
EPS（元）	0.70	0.76	0.81	0.87

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.8%	15.0%	12.0%	12.0%
营业利润	271.5%	-5.0%	12.8%	18.2%
归属母公司净利润	1423.6%	27.9%	7.5%	7.6%
获利能力				
毛利率	19.6%	22.0%	21.5%	21.5%
净利率	7.5%	8.3%	8.0%	7.7%
ROE	21.7%	21.7%	18.9%	16.9%
ROIC	6.6%	14.1%	16.3%	18.9%
偿债能力				
资产负债率	72.8%	70.9%	68.1%	65.4%
净负债比率	52.90%	62.12%	63.56%	65.17%
流动比率	0.50	1.17	1.82	2.47
速动比率	0.46	1.13	1.78	2.43
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.74	0.73	0.74
应收账款周转率	46	50	62	66
应付账款周转率	7.23	8.01	9.29	10.23
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.76	0.81	0.87
每股经营现金	1.31	1.61	1.85	1.81
每股净资产	2.73	3.48	4.29	5.17
估值比率				
P/E	13.99	10.94	10.18	9.46
P/B	3.03	2.38	1.93	1.60
EV/EBITDA	9	7	7	6

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801