

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

受益行业景气，业绩符合预期

事件描述

南方航空公布 2010 年年报，实现营业收入 777.88 亿元，同比增长 38.80%；归属母公司股东的净利润 58.05 亿元，同比增长 1521.51%，实现 EPS 为 0.70 元，扣非后 EPS 为 0.60 元。我们对此有以下几点看法：

- 1) 行业供不应求，毛利率大幅提升，略超市场预期，但符合我们预期。
- 2) 增发后财务状况改善，人民币升值弹性依然很足。
- 3) 机队结构优化，国际化稳步推进，维持推荐评级。

由于去年 3 月淡季如旺季带来的高基数使得今年 3 月同比增幅可能下降为个位数，再考虑国内油价上调风险，高铁提前开通，短期内上涨动力略显不足。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.43 元和 0.49 元，对应 PE 为 14.92 倍、19.01 倍和 16.99 倍。但考虑公司机队结构优化带来的成本节约、客货均加入国际联盟带来的协同效应、逐渐推进的国际化有效抵消高铁冲击，维持推荐评级。

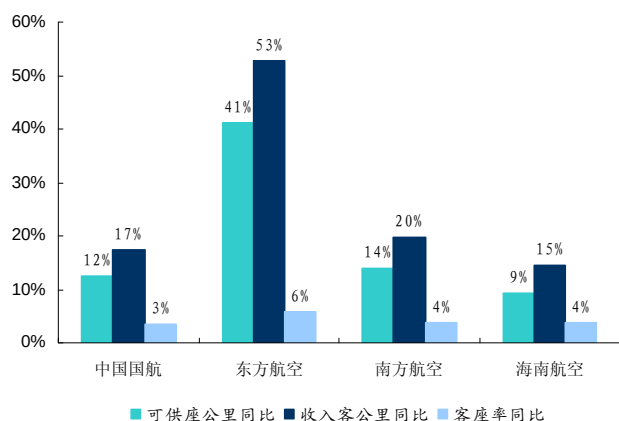
事件评论

南方航空公布 2010 年年报，实现营业收入 777.88 亿元，同比增长 38.80%；归属母公司股东的净利润 58.05 亿元，同比增长 1521.51%，实现 EPS 为 0.70 元，扣非后 EPS 为 0.60 元。我们对此有以下几点看法：

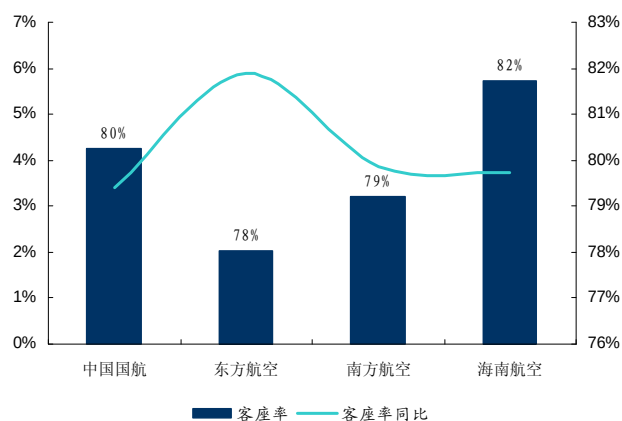
第一，行业供不应求，毛利率大幅提升，略超市场预期，但符合我们预期。

受益经济增长，航空运输需求旺盛。在同等可比数据下，公司客运产、投同比增幅均行业第一，分别为 20%和 14%（东方航空因合并上海航空导致增幅大幅提升，不列入比较）。全行业供不应求，公司供求差距为 6 个 ppt，仅次于东航的 12%，拉动客座率提升 4 个 ppt，公司的客座率与行业第一的海航差距不断缩小。

由于行业供不应求，公司客、货单位收入同比 2009 年分别增加 14.6%和 3%，量价齐升最后带动公司毛利率从 12%迅速上升至 20%，带动营业利润扭亏，转让珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司带来的 11.06 亿投资收益锦上添花，最终实现 EPS 为 0.70 元，扣非后 EPS 为 0.60，市场预测中值为 0.58 元、平均值为 0.56 元，略低于市场预期。我们预测为 0.71 元，符合我们的预期。

图 1：2010 年四大航客运指标对比


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2010 年四大航客座率对比


资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：公司利润表数据摘要

	2010	2009	同比增幅
营业收入（百万）	77788	56043	38.80%
营业成本（百万）	62567	49197	27.18%
毛利率	20%	12%	7.35 个 PPT
营业利润（百万）	6869	-1849	-
营业外损益（百万）	1229	2306	-46.70%
利润总额（百万）	8098	457	1671.99%
所得税（百万）	1673	-97	-1824.74%
净利润（百万）	6425	554	1059.75%
归属于母公司所有者的净利润（百万）	5805	358	1521.51%
EPS（元/股）	0.70	0.05	1300.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，增发后财务状况改善，人民币升值弹性依然很足。

- 1) 顺利增发筹集百亿资金，资产负债率下降。公司圆满完成 2010 年再融资项目，共筹集超过 107.3 亿元资金，资产负债率从 86% 下降为 73%。
- 2) 偿还部分贷款，减轻未来成本压力。公司在 2010 年偿还 59.82 亿元人民币贷款，减少 2011 年利息支出约 2.49 亿。
- 3) 按公司年报披露，人民币每升值 2%，影响净利润 7.86 亿，我们按照 24% 的所得税率和 3% 的少数股东权益换算回去，即人民币升值 1%，汇兑损益约为 5.3 亿，对应 EPS 约为 0.04 元。

第三，机队结构优化，国际化稳步推进，维持推荐评级。

公司去年通过出售、退出等方式，将飞机型号从 17 个缩减为 12 个，从我们之前做过的分析了解到，机型精简后，其所对应的人、财、物都将随之精简，有助于降低成本。且老旧机型本身能耗水平就偏高，更换新型飞机也有助于降低单位成本。

公司去年国际化的亮点为，加密澳洲线，成功打造并退出广州中转澳洲产品，2010 年冬春航班换季后，公司国际及地区航班座公里比例首次突破 20%，达到 21.5%，完成之前设定的国际化目标。2011 年，公司加强了阿姆斯特丹等欧洲航线的密度，为 A380 到来进行预热。

由于去年 3 月淡季如旺季带来的高基数使得今年 3 月同比增幅可能下降为个位数，再考虑国内油价上调风险，高铁提前开通，短期内上涨动力略显不足。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.43 元和 0.49 元，对应 PE 为 14.92 倍、19.01 倍和 16.99 倍。但考虑公司机队结构优化带来的成本节约、客货均加入国际联盟带来的协同效应、逐渐推进的国际化有效抵消高铁冲击，维持推荐评级。

风险提示

A380 计划运营航线批复缓慢，国际原油价格继续上涨，疾病、自然灾害等突发事件。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	77788	86955	93201	102978	货币资金	10404	4348	4660	5149
营业成本	62567	68935	76199	84353	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	15221	18020	17001	18625	应收账款	3435	3840	4116	4547
% 营业收入	19.6%	20.7%	18.2%	18.1%	存货	1355	1494	1653	1830
营业税金及附加	1957	2104	2255	2492	预付账款	665	733	811	898
% 营业收入	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	5694	6087	6058	6179	流动资产合计	15859	10415	11240	12424
% 营业收入	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%	可供出售金融资产	8000	8400	8820	9261
管理费用	2182	2439	2614	2889	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	长期股权投资	1361	1553	1774	2028
财务费用	-456	1107	1370	1719	投资性房地产	611	611	611	611
% 营业收入	-0.6%	1.3%	1.5%	1.7%	固定资产合计	91669	110039	129071	145680
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	1836	1764	1695	1630
公允价值变动收益	31	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1214	203	232	265	递延所得税资产	986	0	0	0
营业利润	7089	6485	4936	5613	其他非流动资产	-9093	-9093	-9093	-9093
% 营业收入	9.1%	7.5%	5.3%	5.5%	资产总计	111229	123688	144117	162541
营业外收支	1229	1250	1313	1378	短期贷款	10978	15913	29121	39177
利润总额	8098	7735	6248	6991	应付款项	9162	10102	11178	12374
% 营业收入	10.4%	8.9%	6.7%	6.8%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	1673	1702	1500	1678	应付职工薪酬	2022	2230	2467	2731
净利润	6425	6033	4749	5313	应交税费	2345	2459	2426	2694
归属于母公司所有者					其他流动负债	7294	8026	8799	9684
的净利润	5805.0	5441.2	4270.3	4777.7	流动负债合计	31801	38730	53990	66660
少数股东损益	620	592	478	535	长期借款	31876	31876	31876	31876
EPS (元/股)	0.70	0.55	0.43	0.49	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	903	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	16430	16430	16430	16430
经营活动现金流净额	12858	8494	7515	8770	负债合计	81010	87036	102296	114966
取得投资收益	23	11	11	11	归属于母公司	26755	32596	37287	42505
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3464	4056	4535	5070
无形资产投资	0	-20	-20	-20	股东权益	30219	36652	41821	47575
固定资产投资	-13128	-18370	-19032	-16610	负债及股东权益	111229	123688	144117	162541
其他	1618	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-11510	-18378	-19041	-16618		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.700	0.554	0.435	0.487
股权融资	10572	0	0	0	BVPS	2.73	3.32	3.80	4.33
银行贷款增加 (减少)	-4381	4935	13208	10056	PE	11.81	14.92	19.01	16.99
筹资成本	1480	-1107	-1370	-1719	PEG	-1.88	-2.37	-3.02	-2.70
其他	-2958	0	0	0	PB	3.03	2.49	2.18	1.91
筹资活动现金流净额	4713	3828	11838	8337	EV/EBITDA	17.13	16.22	21.51	19.83
现金净流量	6061	-6056	312	489	ROE	21.7%	16.7%	11.5%	11.2%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。