

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

## 供求同比增幅回归同步，客座率稳中有升

### 事件描述

（1）南方航空今日公布了3月生产数据：1）3月公司引进飞机1架，截至月底机队总数为343架，维持行业第一；2）国内供小于求，国际供大于求，客座率同比上升0.3个百分点。

（2）投资建议：

虽然需求同比增幅如我们判断仅为个位数，但影响航空成本的最主要因素，油价，出现回落，压力获得一定程度的释放，外加人民币兑美元汇率连续6日创新高，估值位于低位的航空股昨日出现全面反弹。

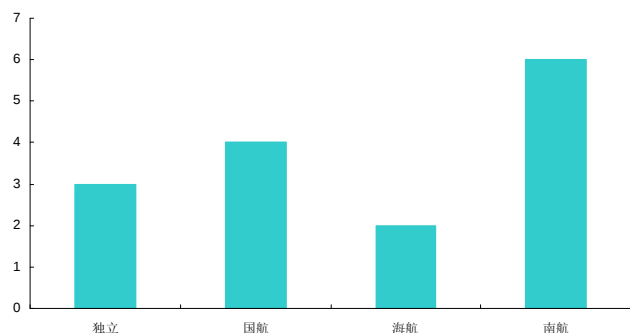
公司去年实现机队精简和开拓国际航线，本月国际航线投入比重逼近30%。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.55元、0.43元和0.49元，对应PE为15.14倍、19.29倍和17.24倍。考虑公司机队结构优化带来的成本节约、客货均加入国际联盟带来的协同效应、逐渐推进的国际化有效抵消高铁冲击，维持推荐评级。

### 事件评论

**第一，3月公司引进飞机1架，集团引进6架，截至月底机队总数为343架，维持行业第一。**

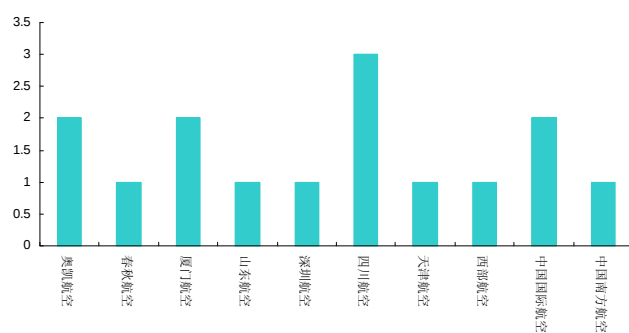
3月公司引进A320-200飞机1架，集团引进6架，截至月底，机队总数达343架，高于东航327架和国航278架，机队数维持行业第一。

图 1：行业飞机净增情况（集团）



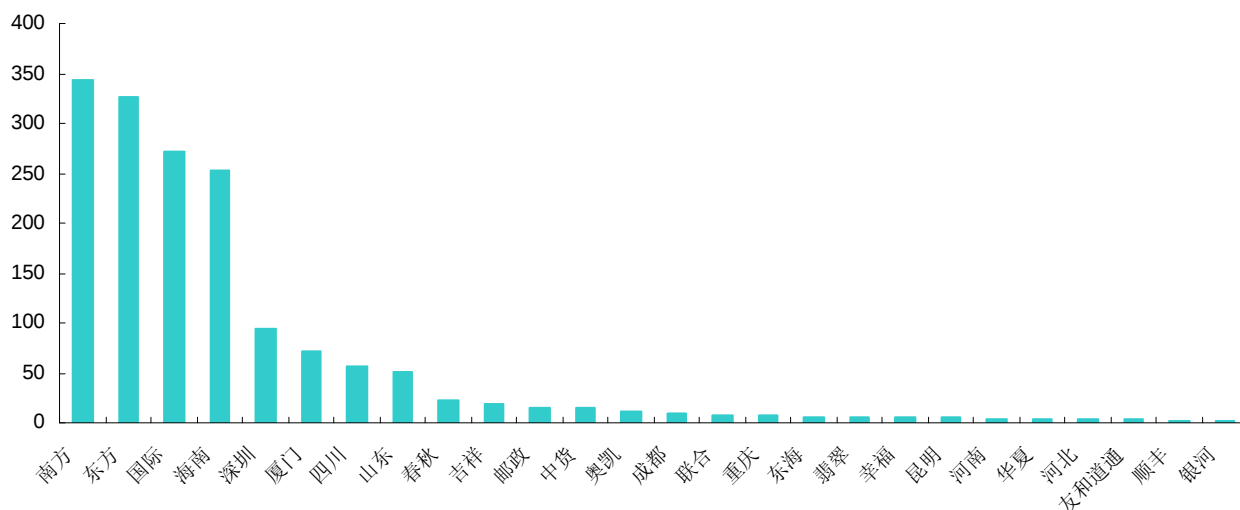
资料来源：长江证券研究部

图 2：行业飞机净增情况（公司）



资料来源：长江证券研究部

图 3：最新行业飞机分布状态



资料来源：长江证券研究部

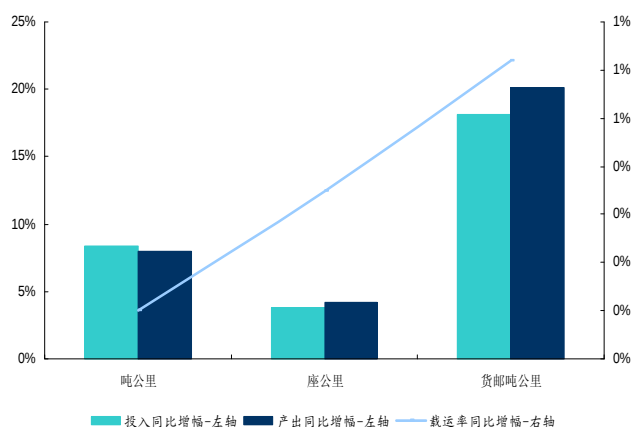
## 第二，国内供小于求，国际供大于求，客座率同比上升 0.3 个百分点

2011 年 3 月，公司国际、国内、地区旅客周转量同比环比均增长，需求增幅低于过去两年，仅为个位数，总体客座率同比上涨 0.3 个百分点。但公司在国际航线方面投入加大，同比增幅达到了 28.7%，而需求仅为 21.8%，国际客座率同比下降 4.2 个百分点。

货运业务，国内投入和需求均维持平稳，而国际和地区继续供不应求，拉高总货邮载运率同比上升 0.84 个百分点。

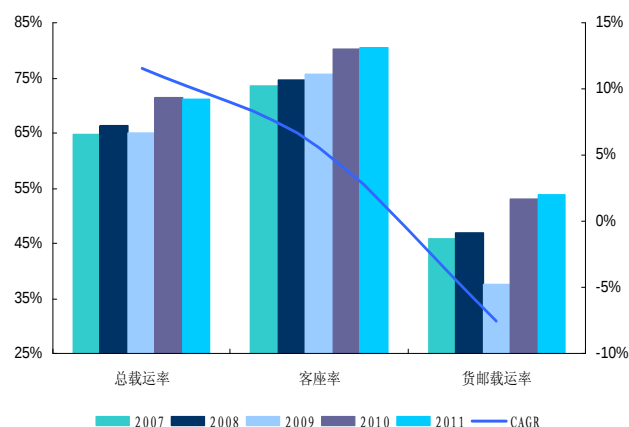
同其他两大航一样，公司长期维持的供大于求的优势不断缩小，去年 11 月出现供需倒挂，本月供需同比增幅基本持平，载运率下降 0.2 个百分点。

图 4：南方航空 3 月生产指标同比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：南方航空 2007-2011 年 3 月载运率同比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 南方航空可供吨公里和收费吨公里同比增幅



资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 第三，维持“推荐”评级

如我们年报点评时的判断，“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”。虽然如此，但影响航空成本的最主要因素，油价，出现回落，压力获得一定程度的释放，外加人民币兑美元汇率连续 6 日创新高，估值位于低位的航空股昨日出现全面反弹。

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%，本月更是逼近 30%。此外还加强了阿姆斯特丹等欧洲航线的密度，为 A380 到来进行预热。

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 15.14 倍、19.29 倍和 17.24 倍。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，日本核泄漏事件升级，国际原油价格快速上涨，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   | <b>流动资产合计</b>  | <b>15859</b>  | <b>10415</b>  | <b>11240</b>  | <b>12424</b>  |
| % 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%   | <b>资产总计</b>    | <b>111229</b> | <b>123688</b> | <b>144117</b> | <b>162541</b> |
| 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 | <b>流动负债合计</b>  | <b>31801</b>  | <b>38730</b>  | <b>53990</b>  | <b>66660</b>  |
| 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   | <b>负债合计</b>    | <b>81010</b>  | <b>87036</b>  | <b>102296</b> | <b>114966</b> |
| 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    | <b>股东权益</b>    | <b>30219</b>  | <b>36652</b>  | <b>41821</b>  | <b>47575</b>  |
| 固定资产投资      | -13128 | -18370 | -19032 | -16610 | <b>负债及股东权益</b> | <b>111229</b> | <b>123688</b> | <b>144117</b> | <b>162541</b> |
| 其他          | 1618   | 0      | 0      | 0      | <b>基本指标</b>    |               |               |               |               |
| 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             | 11.99         | 15.14         | 19.29         | 17.24         |
| 筹资成本        | 1480   | -1107  | -1370  | -1719  | PEG            | -1.91         | -2.41         | -3.07         | -2.74         |
| 其他          | -2958  | 0      | 0      | 0      | PB             | 3.08          | 2.53          | 2.21          | 1.94          |
| 筹资活动现金流净额   | 4713   | 3828   | 11838  | 8337   | EV/EBITDA      | 17.31         | 16.37         | 21.69         | 19.99         |
| 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。