

2014年09月02日

# 南方航空 (600029)

——2014 中报点评：业绩符合预期，维持“中性”

报告原因：有业绩公布需要点评

## 中性

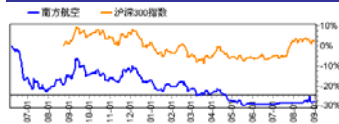
维持

市场数据:	2014年09月01日
收盘价(元)	2.5
一年内最高/最低(元)	3.23/2.25
上证指数/深证成指	2236/7941
市净率	0.8
息率(分红/股价)	1.60
流通A股市值(百万元)	17557

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.33
资产负债率%	76.91
总股本/流通A股(百万)	9818/7023
流通B股/H股(百万)	-/2795

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《南方航空(600029)2013年报点评：业绩略低于预期》 2014/03/30

### 证券分析师

张西林 A0230512070001  
zhangxl@swsresearch.com  
谢平 A0230514070001  
xieping@swsresearch.com

### 联系人

吴一凡  
(8621)23297818x7469  
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	98,130	-3	1,895	-28	0.19	11.3	5.6	13	7
2014H	50,212	9	-1,018	-	-0.10	9.5	-3.1		
2014E	108,545	10.6	669	(64.7)	0.07	9.4	1.9	36.7	16.2
2015E	128,009	17.9	1,708	155.3	0.17	15.7	4.7	14.4	8.7
2016E	140,924	10.1	2,227	30.4	0.23	16.0	5.5	11.0	8.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **公司公告/新闻：**公司公告 2014 年中报业绩，报告期公司营业收入同比增长 9.15%至 502.12 亿元、归属于上市公司股东的净利润-10.18 亿元，去年同期为盈利 3.02 亿元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损为 11.12 亿元。
- **业绩符合预期，受汇兑损益影响亏损 10.18 亿元。**报告期公司营业收入同比增长 9.15%至 502.12 亿元、归属于上市公司股东的净亏损-10.18 亿元，扣除非经常性损益的净利润为-11.12 亿元（2013 年同期为盈利 3.02 亿元），业绩基本符合我们此前预期（2014 年 7 月 14 日业绩前瞻报告中预测值为-10 亿元）。2014 年上半年产生亏损的主要原因在于美元等外币升值产生了高达 10.52 亿元的汇兑损失，而去年同期公司获得汇兑收益为 14.35 亿元。公司由于美元负债比例在三家航空公司中最高，美元等外币升值对于公司汇兑损益的影响亦最大。
- **剔除汇兑损失影响后公司经营改善。**报告期公司营业收入同比增长 9.15%至人民币 502.12 亿元，运输总周转量同比增长 11.38%至 92.15 亿吨公里，旅客运输量同比增长 8.19%至 4738.52 万人次，客座率同比减少 0.9 个百分点至 79.2%。剔除汇兑损失后公司经营显著改善，主要体现为：从公司经营性现金流看，公司 2014 年上半年经营活动产生的现金流量净额为 36.58 亿元，同比增长 33.70%；另外，剔除汇兑损失公司后，公司略有盈利，而去年同期则为亏损。
- **维持盈利预测和“中性”评级。**我们维持 2014-2015 年盈利预测，预计实现基本每股收益分别为 0.07 元和 0.17 元，并引入 2016 年盈利预测为 0.23 元，对应最新股价的 PE 分别为 36.7X、14.4X 和 11.0X。基于行业供需格局仍然处于弱平衡、且高铁分流影响尚未完全结束，我们维持“中性”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

合并损益表

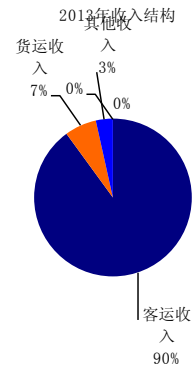
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	101,483	98,130	108,545	128,009	140,924
客运收入	89,544	88,271	97,472	115,354	126,889
货运收入	6,556	6,413	7,627	9,209	10,589
其他收入	5,383	3,446	3,446	3,446	3,446
营业总成本	99,224	97,146	109,212	125,303	137,477
营业成本	85,932	87,061	98,388	107,883	118,404
航油	37,401	35,538	39,647	43,864	48,541
飞机及运输服务开支	8,984	9,510	10,610	11,738	12,990
折旧及摊销	7,859	8,989	11,614	12,648	13,707
经营性租赁支出	4,897	4,767	5,887	5,887	5,887
其他	26,791	28,257	30,631	33,746	37,280
营业税金及附加	2,464	267	295	348	383
销售费用	7,204	7,855	8,689	10,247	11,281
管理费用	2,603	2,689	2,974	3,508	3,862
财务费用	1,027	(1,294)	(833)	3,312	3,544
资产减值损失	(6)	568	(302)	6	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	526	431	0	0	0
营业利润	2,785	1,415	(666)	2,706	3,447
营业外收支	1,963	1,935	1,897	437	650
利润总额	4,748	3,350	1,231	3,143	4,097
所得税	953	701	296	755	984
净利润	3,795	2,649	935	2,388	3,113
少数股东损益	1,167	754	266	680	886
归属于母公司所有者的净利润	2,628	1,895	669	1,708	2,227

资料来源:申万研究

关键假设

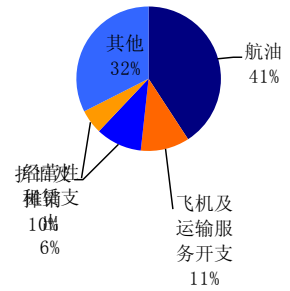
	2013	2014E	2015E	2016E
国内RPK YOY	8%	10%	10%	10%
国际RPK YOY	16%	10%	10%	10%
地区RPK YOY	17%	10%	10%	10%

收入结构



成本结构

2013年成本结构

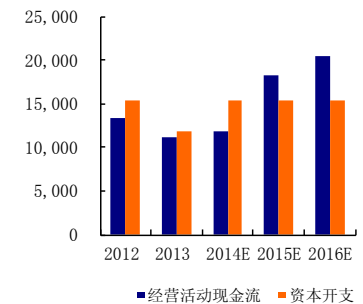


合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,795	2,649	935	2,388	3,113
加：折旧摊销减值	8,352	10,073	10,313	11,654	12,685
财务费用	857	(1,416)	(833)	3,312	3,544
非经营损失	(286)	(404)	0	0	0
营运资本变动	1,190	(1,261)	1,346	883	1,176
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	13,384	11,128	11,761	18,237	20,518
资本开支	15,449	11,782	15,311	15,311	15,311
其它投资现金流	91	(20)	0	0	0
投资活动现金流	(12,093)	(11,056)	(15,311)	(15,311)	(15,311)
吸收投资	140	560	0	0	0
负债净变化	2,429	3,686	189	3,201	7,050
支付股利、利息	3,733	2,437	(833)	3,312	3,544
其它融现现金流	92	(277)	0	0	0
融资活动现金流	(1,072)	2,032	1,022	(111)	3,506
净现金流	219	2,088	(2,528)	2,814	8,713

资料来源:申万研究

资本开支与经营活动现金流

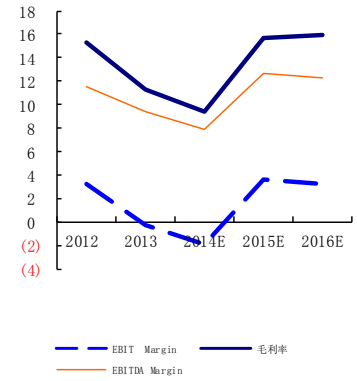


合并资产负债表

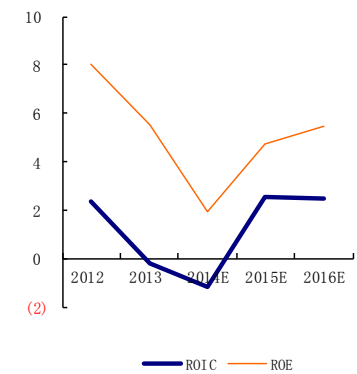
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	16,787	20,571	18,837	22,303	31,544
现金及等价物	10,082	12,610	10,082	12,896	21,610
应收款项	4,496	5,131	5,366	5,805	6,096
存货净额	1,708	1,647	2,206	2,419	2,655
其他流动资产	501	1,183	1,183	1,183	1,183
长期投资	2,378	2,740	2,740	2,740	2,740
固定资产	118,229	136,563	141,293	144,990	147,654
无形资产及其他资产	4,428	4,705	4,671	4,637	4,603
资产总计	142,494	165,145	168,107	175,236	187,107
流动负债	48,731	49,213	38,375	36,066	37,774
短期借款	25,594	25,122	18,261	14,412	14,412
应付款项	14,367	14,126	15,964	17,504	19,212
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	54,167	73,720	86,585	93,635	100,685
负债合计	102,898	122,933	124,960	129,701	138,459
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818
资本公积	14,411	14,406	14,406	14,406	14,406
盈余公积	1,056	1,169	1,209	1,311	1,444
未分配利润	7,455	8,746	9,375	10,981	13,076
少数股东权益	6,856	8,073	8,339	9,019	9,905
股东权益	39,596	42,212	43,147	45,535	48,648
负债和股东权益合计	142,494	165,145	168,107	175,236	187,107

资料来源:申万研究

经营利润率(%)



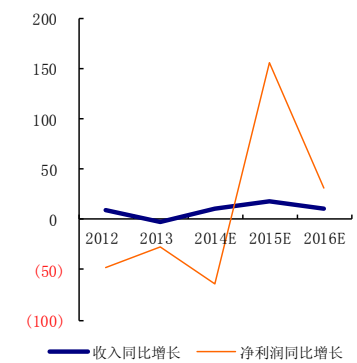
投资回报率趋势(%)



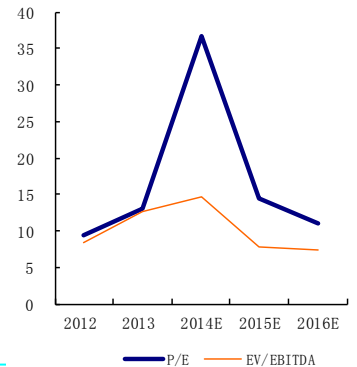
重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.19	0.07	0.17	0.23
每股经营现金流	1.36	1.13	1.20	1.86	2.09
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.33	3.48	3.55	3.72	3.95
关键运营指标(%)					
ROIC	2.4	(0.2)	(1.2)	2.6	2.5
ROE	8.0	5.6	1.9	4.7	5.5
毛利率	15.3	11.3	9.4	15.7	16.0
EBITDA Margin	11.5	9.4	7.9	12.7	12.3
EBIT Margin	3.2	(0.3)	(1.9)	3.6	3.3
收入同比增长	9.5	(3.3)	10.6	17.9	10.1
净利润同比增长	(48.2)	(27.9)	(64.7)	155.3	30.4
资产负债率	72.2	74.4	74.3	74.0	74.0
净资产周转率	3.10	2.87	3.12	3.51	3.64
总资产周转率	0.71	0.59	0.65	0.73	0.75
有效税率	22.6	24.0	24.0	24.0	24.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	9.3	13.0	36.7	14.4	11.0
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/Sale	1.0	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	12.6	14.6	7.7	7.3

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。