

公司研究/动态点评

2019年01月15日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.17
合理价格区间(元): 8.70~9.30

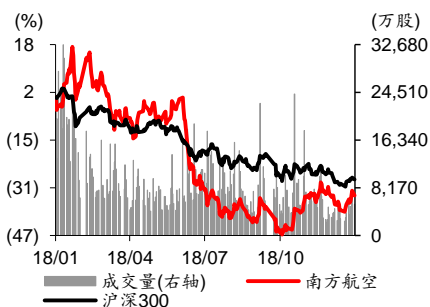
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《南方航空(600029,买入): 以退为进, 对外合作空间广阔》2018.11
- 2《南方航空(600029,买入): 量价齐升, 业绩符合预期, 维持买入》2018.11
- 3《南方航空(600029,买入): 上半年业绩略好于预期, 维持买入》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

客座率稳中有升, 双枢纽值得期待 南方航空(600029)

全年客座率稳中有升; 二机场搬迁计划落地, “双枢纽”值得期待

南方航空 2018 年供给需求同比各增 12.0%/12.4%, 客座率稳中略升 0.2 个百分点, 其中国内国际各改善 0.2/0.3 个百分点。综合考虑油气组下调未来 2 年油价预测和二机场搬迁短期内对公司客公里收益的负面影响, 小幅下调 2018/19/20 年 EPS 至 0.24/0.63/0.96 元。尽管外围不确定性因素仍在, 考虑 2019 年行业双轮驱动逻辑不破, 且近期油价维持低位、近日中美经贸谈判释放相对积极信号, 春运旺季提供短期交易性机会; 中期, 二机场搬迁进程加快令北京市场竞争加剧, 短时间内或不利于收益水平改善; 但长期来看, 公司双枢纽运营值得期待, 维持“买入”评级。

12 月客座率国内降国际升; 2018 全年运力投放略加快但客座率稳中有升

南方航空 12 月供给需求同比各增 10.9%/9.8%, 客座率同比下降 0.8 个百分点; 主要受国内线表现所拖累, 供给需求同比各增 9.9%/7.8%, 客座率同比下降 1.5 个百分点, 但国际线同比提升 0.8 个百分点。尽管 2018 年民航局实行供给紧缩政策, 航班量增速受限, 南方航空仍通过机型改造 (商务座改经济座以增加静态座位数), 调整航线结构, 以尽可能增加运力供给; 国内线运力投放增速较去年扩大 3.1 个百分点至 11.2%, 国际同比增 13.9%; 需求表现稳定, 同比增长 12.4%, 使得客座率同比改善 0.2 个百分点至 82.4%。全年共净增飞机 86 架至 840 架 (含宽体机 107 架)。

二机场搬迁计划落地, 进程加快, 短期不利但长期“双枢纽”值得期待

1 月 3 日, 民航局正式出北京大兴国际机场转场投运计划, 明确南航、东航要求在 19 年冬春、20 年夏秋、20 年冬春、21 年夏秋至少转场的航班量占比为 10%、60%、80%、100%, 即要求在 21 年夏秋季完成全部转场, 搬迁进度快于预期; 考虑到有一次性转场时刻奖励, 南航、东航的转场计划或将提前。因大兴机场相较于首都机场出行较为不便, 抢夺时刻资源有可能导致北京市场收益水平短期下滑, 短期或将不利于公司收益水平的改善; 但长期来看, 公司广州北京“双枢纽”运营, 有助于其开拓国际航线, 进一步拓展国际中转客流。

下调盈利预测, 调整目标价区间 8.70-9.30 元, 维持“买入”评级

考虑: 1) 基于二机场搬迁, 小幅下调 2018E/19E/20E 客公里收益 0.1%/1.4%/1.8%; 2) 依据华泰 H 股能源组最新报告更新 2019/20 年布伦特油价预测至 68/65 美元每桶; 3) 根据彭博最新预测更新 2019/20 年人民币兑美元汇率至 6.80/6.70。综上, 下调 2018/19/20 年净利润预测值 4.6%/9.6%/20.0%。考虑行业供给持续收紧, 票价放开继续推进, 2019 年业绩可期, 我们参考公司历史 5 年估值倍数, 维持 1.5x-1.6x 2019PB (2019 年预计 BPS 为 5.82 元每股), 调整目标价区间 8.70-9.30 元人民币, 维持“买入”。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	12,267
流通 A 股 (百万股)	7,023
52 周内股价区间 (元)	5.74-12.79
总市值 (百万元)	87,956
总资产 (百万元)	248,935
每股净资产 (元)	5.40

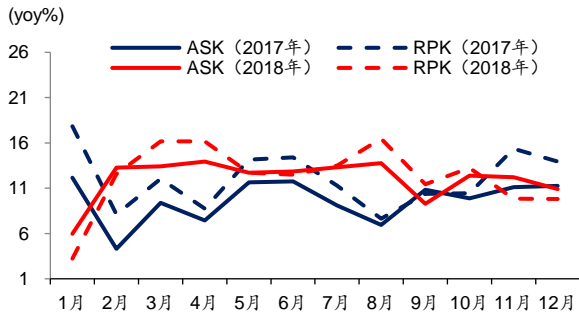
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	114,803	127,489	147,031	167,760	190,801
+/-%	2.96	11.05	15.33	14.10	13.73
归属母公司净利润 (百万元)	5,056	5,914	2,889	7,702	11,832
+/-%	29.91	16.97	(51.15)	166.63	53.62
EPS (元, 最新摊薄)	0.41	0.48	0.24	0.63	0.96
PE (倍)	17.40	14.87	30.45	11.42	7.43

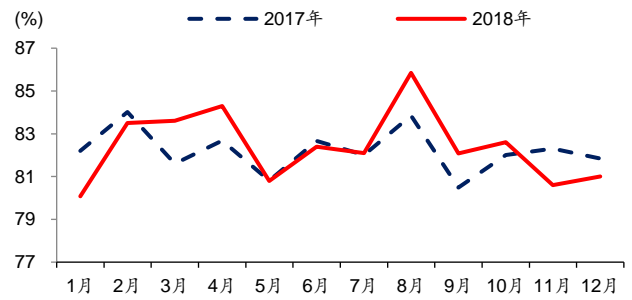
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 南方航空月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



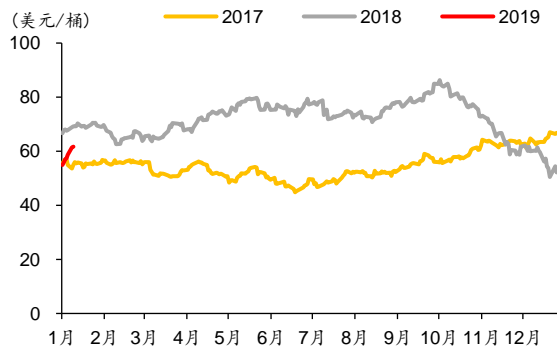
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 南方航空月客座率变化图 (2017-2018年12月)



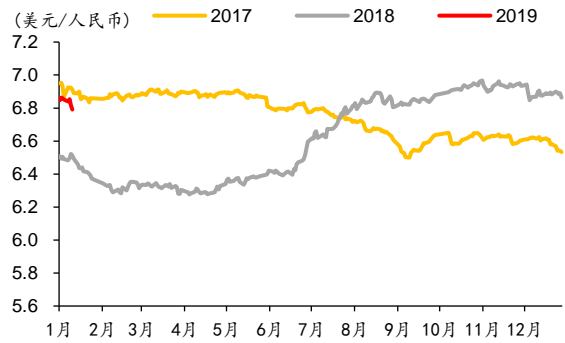
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 布伦特原油期货结算价格油价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

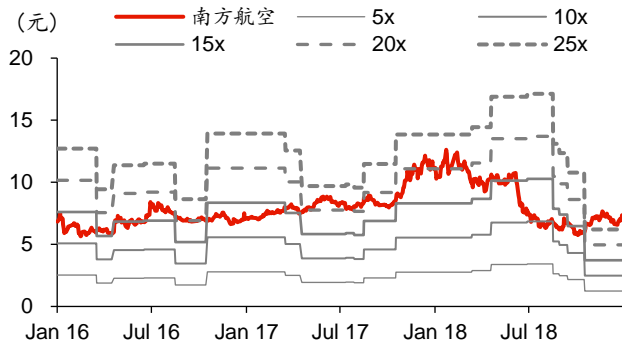
图表4: 美元/人民币汇率走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

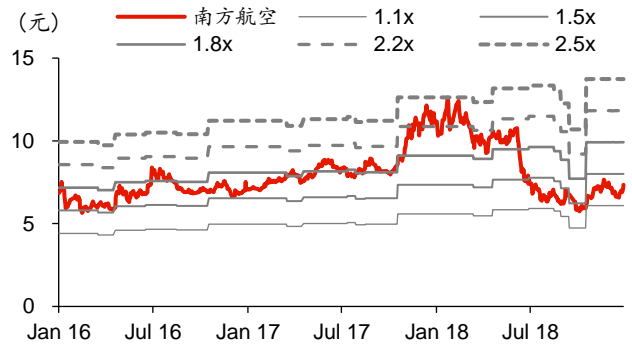
PE/PB - Bands

图表5: 南方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 南方航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,807	17,884	31,662	46,933	65,611
现金	4,895	7,250	19,981	34,141	51,585
应收账款	3,012	2,672	3,102	3,540	4,026
其他应收账款	1,418	1,156	1,321	1,509	1,736
预付账款	1,479	1,358	1,566	1,787	2,032
存货	1,588	1,622	1,871	2,134	2,428
其他流动资产	1,415	3,826	3,821	3,821	3,804
非流动资产	186,663	200,445	207,047	213,848	220,326
长期投资	4,098	4,045	6,946	7,702	8,787
固定投资	146,388	158,255	164,027	176,579	183,739
无形资产	3,152	3,334	3,667	4,034	4,438
其他非流动资产	33,025	34,811	32,407	25,532	23,363
资产总计	200,470	218,329	238,709	260,780	285,937
流动负债	67,939	69,577	64,904	68,374	75,490
短期借款	4,195	20,626	11,022	9,263	10,565
应付账款	13,025	13,432	15,491	17,675	20,102
其他流动负债	50,719	35,519	38,390	41,436	44,822
非流动负债	77,821	86,587	96,550	106,072	110,708
长期借款	1,069	6,023	21,719	26,719	26,719
其他非流动负债	76,752	80,564	74,831	79,353	83,989
负债合计	145,760	156,164	161,454	174,446	186,198
少数股东权益	11,523	12,571	13,103	14,959	17,811
股本	9,818	10,088	12,267	12,267	12,267
资本公积	13,977	15,115	25,807	25,807	25,866
留存公积	19,181	24,113	39,940	47,162	81,928
归属母公司股东权益	43,187	49,594	64,153	71,375	81,928
负债和股东权益	200,470	218,329	238,709	260,780	285,936

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	26,390	21,404	27,854	32,870	39,658
净利润	5,889	6,833	3,420	9,559	14,684
折旧摊销	12,769	13,284	13,917	15,054	16,460
财务费用	5,835	1,121	4,920	2,494	2,367
投资损失	(716.00)	(625.00)	(687.50)	(756.25)	(831.88)
营运资金变动	1,256	(930.00)	3,883	4,119	4,579
其他经营现金	1,357	1,721	2,400	2,400	2,400
投资活动现金	(16,069)	(8,445)	(22,231)	(23,498)	(24,507)
资本支出	18,974	13,846	18,000	21,000	22,000
长期投资	32.00	178.00	2,455	783.76	860.76
其他投资现金	2,937	5,579	(1,777)	(1,714)	(1,646)
筹资活动现金	(11,120)	(10,554)	7,109	4,788	2,293
短期借款	(15,288)	16,431	(9,604)	(1,760)	1,302
长期借款	(11,815)	4,954	4,000	5,000	0.00
普通股增加	0.00	270.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(374.00)	1,138	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	16,357	(33,347)	12,713	1,548	990.16
现金净增加额	(762.00)	2,379	12,731	14,160	17,444

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	114,803	127,489	147,031	167,760	190,801
营业成本	96,368	111,687	131,843	146,246	161,871
营业税金及附加	246.00	217.00	250.26	285.55	324.76
营业费用	6,402	6,967	8,035	9,168	10,427
管理费用	3,064	3,599	4,151	4,736	5,386
财务费用	5,835	1,121	4,920	2,494	2,367
资产减值损失	130.00	442.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(64.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	716.00	625.00	687.50	756.25	831.88
营业利润	4,001	8,081	3,518	11,290	17,745
营业外收入	3,735	886.00	1,051	1,175	1,314
营业外支出	88.00	169.00	169.00	169.00	169.00
利润总额	7,648	8,798	4,400	12,297	18,890
所得税	1,759	1,965	979.78	2,738	4,206
净利润	5,889	6,833	3,420	9,559	14,684
少数股东损益	833.00	919.00	531.56	1,856	2,852
归属母公司净利润	5,056	5,914	2,889	7,702	11,832
EBITDA	25,899	22,960	23,237	29,845	37,717
EPS (元, 基本)	0.41	0.48	0.24	0.63	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.96	11.05	15.33	14.10	13.73
营业利润	49.46	101.97	(56.46)	220.93	57.17
归属母公司净利润	29.91	16.97	(51.15)	166.63	53.62
获利能力 (%)					
毛利率	16.06	12.39	10.33	12.82	15.16
净利率	4.40	4.64	1.96	4.59	6.20
ROE	11.71	11.92	4.50	10.79	14.44
ROIC	5.16	4.10	3.77	5.68	7.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.71	71.53	67.64	66.89	65.12
净负债比率 (%)	10.86	27.81	32.53	31.97	30.65
流动比率	0.20	0.26	0.49	0.69	0.87
速动比率	0.18	0.23	0.46	0.66	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.61	0.64	0.67	0.70
应收账款周转率	40.46	44.28	50.93	50.51	50.44
应付账款周转率	7.68	8.44	9.12	8.82	8.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.48	0.24	0.63	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.74	2.27	2.68	3.23
每股净资产(最新摊薄)	3.52	4.04	5.23	5.82	6.68
估值比率					
PE (倍)	17.40	14.87	30.45	11.42	7.43
PB (倍)	2.04	1.77	1.37	1.23	1.07
EV_EBITDA (倍)	6.34	8.51	8.53	6.45	4.85

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com