南方航空（1055）

更新報告

買入

2008 年 7 月 11 日

上半年運營情況低於預期，降低預期，下調盈利預測

- **6 月份營運效率下滑：**公司 6 月份載客人次 420.1 萬人次，同比下降 3.3%，貨郵量 6.3 萬噸，同比下降 6.3%。同時，客座率水準同比小幅下降 0.1 個百分點至 71.4%，總體載運率同比增長 1.4 個百分點至 64.4%。資料證實了市場關於客運需求不足的判斷。
- **6 月份運力投入大幅下降：**從運力投入看，可用客公里同比下降 4.3%，可用噸公里同比下降 8.3%，這是公司 2008 年以來首次出現運力投入的大幅縮減。公司表示，由於市場需求的不足及航油成本的大幅增加，公司有意減少飛機利用率，以達到成本控制及收益的平衡。其中，由於國際油價的不斷攀高，公司在 6 月份大量減少國際航線的運力投入，同比減少 18%，並同時實現國際航線客座率的提升。
- **1-6 月總體表現低於預期：**從 2008 年上半年總體情況看，平均客座率爲 73.1%，同比增長 1.2 個百分點，總體載運率 64.6%，同比增長 1.8 個百分點，運營效率仍在提升。從運力投入看，可用客公里同比增長 5.3%，可用噸公里同比增長 3.4%，小於此前對公司 2008 年總體運力投入增長 9%的期望。但是，考慮到 7－8 月是航空業的旺季，公司將加大旺季的運力投入，我們調整全年運力投入增長預期至 7%。
- **中航油再次上調油價：**繼 6 月 20 日發改委上調航空煤油價格 1500 元人民幣/噸後，7 月 8 日中航油將 2008 年第 3 季度航油綜合採購差價由 150 元/噸調整到 870 元/噸，上調幅度爲 720 元/噸，這將進一步加大公司下半年的營運成本壓力。
- **評級買入，目標價 3.75 港幣：**我們下調公司盈利預測，並更新公司目標價爲 3.75 港幣，此價格相當於 2008 年 11.8 倍 PE，較現價有 27.6%的上升空間，投資評級爲買入。

。

第一上海研究部

86755-33367019

主要資料

行業	交通運輸
股價	2.94 港元
目標價	3.75 港元（+27.6%）
股票代碼	1055
已發行 H 股本	11.74 億股
H 股市值	34.52 億港元
52 周高/低	2.84-14.76 港元
每股淨現值	2.99 港元
主要股東	南航（集團）(50.3%)

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币百万)	45,087	53,297	59,366	66,421	73,887
变动(%)	17.7%	18.2%	11.4%	11.9%	11.2%
净利润(人民币百万)	188	1,871	1,237	1,144	1,635
每股盈利(人民币元)	0.04	0.43	0.28	0.26	0.37
变动(%)	-110.2%	895.2%	-33.9%	-7.5%	42.9%
市盈率@2.94港元(倍)	61.6	6.2	9.4	10.1	7.1
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.03	0.04	0.09
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	1.07%	1.48%	3.53%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現

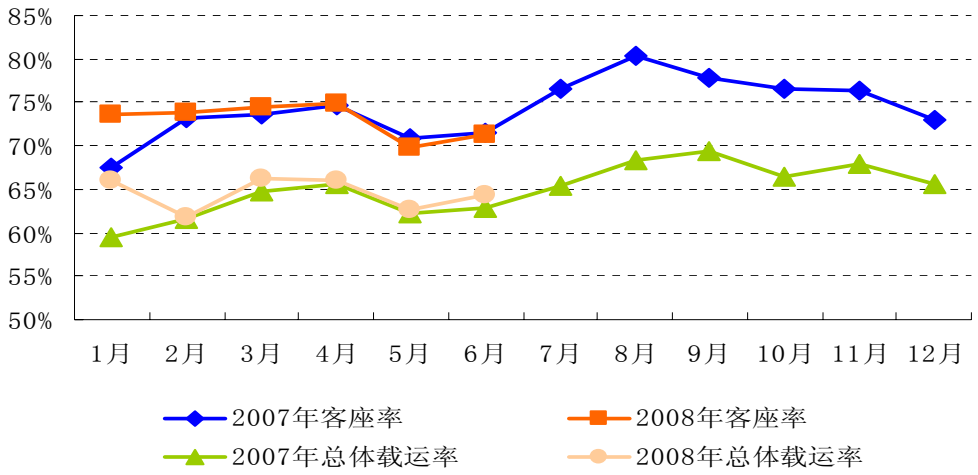
來源：彭博

6 月份運營效率下滑

客座率下降 0.1 個百分點

公司 6 月份載客人次 420.1 萬人次，同比下降 3.3%，貨郵量 6.3 萬噸，同比下降 6.3%。同時，客座率水準同比小幅下降 0.1 個百分點至 71.4%，總體載運率同比增長 1.4 個百分點至 64.4%。資料證實了市場關於客運需求不足的判斷。

圖 1：公司月度客座率及載運率



資料來源：公司資料，第一上海

6 月份運力投入大幅下降

運力投入下降 4.3%

從運力投入看，可用客公里同比下降 4.3%，可用噸公里同比下降 8.3%，這是公司 2008 年以來首次出現運力投入的大幅縮減。公司表示，由於市場需求的不足及航油成本的大幅增加，公司有意減少飛機利用率，以達到成本控制及收益的平衡。其中，由於國際油價的不斷攀高，公司在 6 月份大量減少國際航線的運力投入，同比減少 18%，並同時實現國際航線客座率的提升。

1-6 月總體表現：需求增長，但小於預期

上半年客運運力投入增長 5.3%

從 2008 年上半年總體情況看，平均客座率爲 73.1%，同比增長 1.2 個百分點，總體載運率 64.6%，同比增長 1.8 個百分點，運營效率仍在提升。從運力投入看，可用客公里同比增長 5.3%，可用噸公里同比增長 3.4%，小於此前對公司 2008 年總體運力投入增長 9%的期望。但是，考慮到 7－8 月是航空業的旺季，公司將加大旺季的運力投入，我們調整全年運力投入增長預期至 7%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

中航油上調油價 720 元人民幣/噸

中航油上調油價 720 元人民幣/噸

繼 6 月 20 日發改委上調航空煤油價格 1500 元人民幣/噸後，7 月 8 日中航油將 2008 年第 3 季度航油綜合採購差價由 150 元/噸調整到 870 元/噸，上調幅度爲 720 元/噸，這將進一步加大公司下半年的營運成本壓力。

注：航油國內銷售價格＝國內航油出廠價格+上季度一般貿易煤油進口量×（上季度一般貿易進口航油實際採購價格－上季度國產航油平均出廠價格）/上季度內地航班航油實際銷售量+進銷差價

下調盈利預測

降低預期

我們下調公司 2008 年運力投入增長至 7.2%，客座率增長至 1.7 個百分點，同時，再次上調國內航油價格。則公司 2008 年每股收益降至 0.28 元人民幣。

表 1：公司財務資料

	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业收入（千元人民币）	46,219	54,502	60,713	67,947	75,515
经营费用（千元人民币）	(45,907)	(53,013)	(61,285)	(67,262)	(73,155)
经营盈利（千元人民币）	312	1,489	(572)	684	2,359
净利润（千元人民币）	188	1,871	1,237	1,144	1,635
经营利润率	0.68%	2.73%	-0.94%	1.01%	3.12%
净利润率	0.41%	3.43%	2.04%	1.68%	2.16%
资产负债率	83.96%	82.04%	80.80%	79.23%	77.66%
利息保障倍数	2.55	3.07	2.16	2.77	3.56
每股净资产（人民币）	2.33	2.80	3.05	3.28	3.56
净资产收益率	1.85%	15.28%	9.26%	7.98%	10.51%

資料來源：公司資料，第一上海預測

投資建議

目標價 3.75 港幣，評級買入

我們維持此前 EV/EBITDA 及 PB 估值水準不變，分別爲 11 及 1.3 倍。選取估值平均數，則目標價爲 3.75 港幣，此價格相當於 08 年 11.8 倍市盈率，較現價有 27.65%的上升空間，我們評級爲買入。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

主要財務報表

损益表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
航空运输收入	45,087	53,297	59,366	66,421	73,887
其他经营收入	1,132	1,205	1,347	1,526	1,627
航班营运开支	(25,022)	(29,082)	(35,460)	(39,081)	(42,273)
折旧及摊销	(4,971)	(5,554)	(5,828)	(6,303)	(6,803)
行政及管理开支	(1,941)	(1,983)	(1,997)	(2,126)	(2,280)
其他开支	(13,973)	(16,394)	(18,000)	(19,752)	(21,800)
经营利润	312	1,489	(572)	684	2,359
财务开支	(2,070)	(2,291)	(2,430)	(2,520)	(2,576)
联营公司及其他	2,115	3,725	4,814	3,511	2,611
税前盈利	357	2,923	1,812	1,676	2,395
所得税	(153)	(858)	(453)	(419)	(599)
少数股东应占利润	16	194	122	113	162
净利润	188	1,871	1,237	1,144	1,635
EBITDA	5,283.0	7,043.0	5,255.9	6,987.5	9,162.3
EBITDAR	8,559.0	11,098.0	9,899.0	12,133.1	14,912.9
增长					
总收入 (%)	20.7%	17.9%	11.4%	11.9%	11.1%
EBITDA (%)	68.5%	33.3%	-25.4%	32.9%	31.1%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	0.7%	2.7%	-0.9%	1.0%	3.1%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	12.9%	8.7%	10.3%	12.1%
EBITDAR 利率 (%)	18.5%	20.4%	16.3%	17.9%	19.7%
净利率 (%)	0.4%	3.4%	2.0%	1.7%	2.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4.2%	3.6%	3.3%	3.1%	3.0%
实际税率 (%)	-42.9%	-29.4%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	10.0%	15.0%	25.0%
库存周转	11.4	9.2	11.8	11.5	11.5
应付账款天数	15.0	12.5	14.2	12.1	13.9
应收账款天数	11.8	13.0	8.3	12.5	8.7
财务状况					
净负债/股本	3.10	2.47	2.61	2.53	2.38
收入/总资产	0.61	0.67	0.70	0.74	0.77
总资产/股本	7.42	6.69	6.45	6.39	6.27
收入对利息倍数	22.33	23.79	24.99	26.97	29.32

资产负债表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	2,264	3,824	1,339	1,147	1,215
应收账款	1,512	1,966	1,407	2,368	1,827
存货	1,315	1,213	2,532	1,578	2,892
其他流动资产	1,592	1,787	1,833	2,058	2,119
总流动资产	6,683	8,790	7,112	7,151	8,053
固定资产	56,347	58,441	60,794	63,081	65,222
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,554	14,702	18,232	21,406	24,298
总资产	75,584	81,933	86,138	91,639	97,573
短期负债	1,436	1,885	1,962	2,260	2,332
应付帐款	1,909	1,844	2,412	2,259	2,821
短期银行贷款	23,822	24,948	24,948	24,948	24,948
其他短期负债	11,696	13,924	12,970	13,749	14,671
总短期负债	38,863	42,601	42,292	43,216	44,772
长期银行贷款	10,018	9,074	11,205	12,483	13,335
其他负债	14,582	15,546	16,102	16,907	17,670
总负债	63,463	67,221	69,599	72,606	75,778
少数股东权益	1,933	2,466	3,179	4,701	6,237
股东权益	10,188	12,246	13,359	14,332	15,558
每股账面值	2.3	2.8	3.1	3.3	3.6
营运资金	(32,180)	(33,811)	(35,180)	(36,064)	(36,719)

现金流量表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	5,283	7,043	5,256	6,987	9,162
营运资金变化	(703)	2,252	(808)	780	715
所得税	(46)	(88)	(727)	(436)	(509)
融资成本及其他	3,044	4,705	3,228	4,807	6,921
营运现金流	2,295	6,869	1,693	5,151	7,128
资本开支	(2,644)	(5,502)	(8,523)	(8,523)	(8,523)
其他投资活动	(2,838)	658	158	99	22
投资活动现金流	(5,482)	(4,844)	(8,364)	(8,424)	(8,501)
负债变化	5,870	2,324	7,064	5,834	4,146
股本变化	2	4	6	8	10
股息	0	0	0	124	172
其他融资活动	(3,322)	(2,793)	(2,883)	(2,885)	(2,887)
融资活动现金流	2,550	(465)	4,187	3,080	1,441
现金变化	(637)	1,560	(2,485)	(192)	68
期初持有现金	2,901	2,264	3,824	1,339	1,147
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,264	3,824	1,339	1,147	1,215

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。