南方航空（1055）

更新報告

持有

2008 年 8 月 19 日

盈利增長，但前景未有改善

- **上半年淨利潤增長 404.2%：**公司上半年實現淨利潤 9.44 億元人民幣，同比增長 404.17%，與預期相約。但是，經營業務虧損 11.68 億，而去年同期盈利 6200 萬元。
- **成本增速快於收入的增長：**公司上半年客運運力投入增長 5.5%，客座率 73.1%，同比提高 1.7 個百分點。客公里收益 0.60 元，同比增長 1.7%，實現了運營效率及票價水準的共同提升。但是，由於經營成本快速增長，每可用噸公里成本 3.98 元，同比增長 9.6%，公司在經營業務上仍出現較大虧損。
- **7 月運營數據下滑：**公司 7 月份運營資料顯示，市場需求不足持續，公司進一步減小運力的投入，同時，客座率較去年同期下滑 1.4 個百分點。7-8 月份是航空公司的傳統旺季，也是當年盈利的主要支撐，因此，資料加深了我們對前景的擔憂。
- **燃油成本壓力增大：**由於公司以國內航線爲主，上半年，國際油價的大幅上漲對公司實際燃油採購價格影響有限。2008 年 7 月 1 日起，國內航油價格上漲 1500 元/噸，上漲幅度達 25%，這將給公司下半年經營造成較大壓力。同時，市場普遍預計國家將理順資源產品價格，油氣價格可能進一步上調，風險進一步加大。根據我們預測，全年公司噸公里燃油成本增長 25%。
- **評級持有，目標價 2.77 港幣：**我們下調公司盈利預測，更新公司目標價爲 2.77 港幣，此價格相當於 08 年 12.6 倍市盈率，較現價有 12.7%的上升空間，投資評級爲持有。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	交通運輸
股價	2.46 港元
目標價	2.77 港元（+12.7%）
股票代碼	1055
已發行 H 股本	11.74 億股
H 股市值	28.88 億港元
52 周高/低	2.44-14.76 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	59,376	66,432	73,898
变动(%)	17.7%	18.2%	11.4%	11.9%	11.2%
净利润(人民币百万)	188	1,871	855	412	746
每股盈利(人民币元)	0.04	0.43	0.20	0.09	0.17
变动(%)	-110.2%	895.2%	-54.3%	-51.8%	81.0%
市盈率@2.46港元(倍)	50.9	5.1	11.2	23.2	12.8
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.02	0.01	0.04
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	0.89%	0.65%	1.95%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現

來源：彭博

上半年淨利潤 9.44 億元人民幣，增長 404.2%

淨利潤增長 404.2%

公司上半年實現淨利潤 9.44 億元人民幣，同比增長 404.2%，與預期相約。但是，經營業務虧損 11.68 億，而去年同期盈利 6200 萬元。

圖表 1：公司財務資料摘要

单位：人民币百万元	1H2007	1H2008	*变动*	说明
经营收入	24556	26781	*9.1%*	客运收入增长8.8%，货运收入增长9.3%
运输收入	24086	26209	*8.8%*	
其他经营收入	470	572	*21.7%*	
营运开支	(24,574)	(28,002)	*13.9%*	燃油成本增长20.8%
其他收入	80	53	*-33.8%*	
经营利润	62	-1168		
经营利润率	*0.25%*	-		
税前利润	448	944	*110.7%*	汇兑收益26.35亿元人民币
净利润	168	847	*404.2%*	
净利润率	*0.68%*	*3.16%*		
EPS（人民币元）	0.04	0.19	*375.0%*	

資料來源：公司資料，第一上海

成本增速快於收入的增長

噸公里成本增長 9.6%，客公里收益增長 1.7%

公司上半年客運運力投入增長 5.5%，客座率 73.1%，同比提高 1.7 個百分點。客公里收益 0.60 元，同比增長 1.7%，實現了運營效率及票價水準的共同提升。但是，由於經營成本快速增長，每可用噸公里成本 3.98 元，同比增長 9.6%，公司在經營業務上仍出現較大虧損。

圖表 2：噸公里成本細分

单位：人民币元	1H2007	1H2008	*变动*	说明
航班营运	1.96	2.28	*16.8%*	其中燃油每吨公里成本1.476元，增长16.1%
维修	0.35	0.33	*-4.2%*	
飞机及运输服务	0.59	0.59	*0.7%*	
宣传及销售	0.23	0.23	*-2.0%*	
行政及管理	0.12	0.12	*-2.3%*	
折旧及摊销	0.38	0.41	*8.7%*	机队扩张
其他	0.01	0.01	*28.2%*	
合计	**3.63**	**3.98**	***9.5%***	

資料來源：公司資料，第一上海

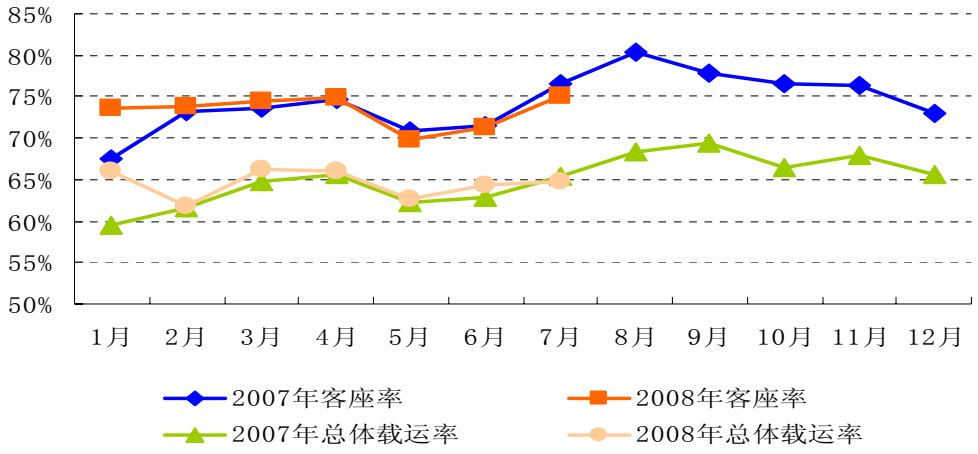
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

7 月運營數據下滑

7 月份客座率同比下滑 1.4 個百分點

7 月份運營資料顯示，市場需求不足持續，公司進一步減小運力的投入，客座率較去年同期下滑 1.4 個百分點。7-8 月份是航空公司的傳統旺季，也是當年盈利的主要支撐，因此，資料加深了我們對前景的擔憂。

圖表 3：公司客座率及總體載運率（月度）



資料來源：公司資料，第一上海

下半年燃油成本增長壓力加大

燃油成本壓力增大

由於公司以國內航線爲主，上半年，國際油價的大幅上漲對公司實際燃油採購價格影響有限。2008 年 7 月 1 日起，國內航油價格上漲 1500 元/噸，上漲幅度達 25%，這將給公司下半年經營造成較大壓力。同時，市場普遍預計國家將理順資源產品價格，油氣價格可能進一步上調，風險進一步加大。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

下調盈利預測

降低收益預期

假設條件：
下調 2008 年客座率增長至 1.5 個百分點；
下調客公里收益增長至 1.5%。

根據我們的預測，2008 年公司燃油噸公里成本將上漲 25%至 1.61 元人民幣，每股收益 0.196 元。

圖表 4：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	60,723	67,958	75,525
经营费用（千元人民币）	(45,907)	(53,013)	(61,522)	(67,316)	(73,278)
经营盈利（千元人民币）	312	1,489	(799)	642	2,247
净利润（千元人民币）	188	1,871	855	412	746
经营利润率	0.68%	2.73%	-1.32%	0.94%	2.98%
净利润率	0.41%	3.43%	1.41%	0.61%	0.99%
资产负债率	83.96%	82.04%	79.68%	78.05%	76.51%
利息保障倍数	2.55	3.07	2.33	3.11	3.65
每股净资产（人民币）	2.33	2.80	2.98	3.06	3.18
净资产收益率	1.85%	15.28%	6.57%	3.08%	5.36%

資料來源：公司資料，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

估值

重新選取估值水準

我們根據 H 股及全球航空業當前估值水準，重新選取估值水準，EV/EBITDA 及 PB 倍數分別爲 10.5 及 1.1 倍。則 EV/EBITDA 估值目標價 1.87 港元，PB 估值目標價爲 3.68 港元。

圖表 5：H 股航空業估值水準

公司	股价	EV/EBITDA			PB			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
南方航空	2.46	11.36	8.56	12.84	0.74	0.72	0.69	11.20	23.24	12.84
国泰航空	14.1	9.27	7.77	6.36	1.12	1.08	1.04	34.73	23.98	13.95
东方航空	1.65	11.14	9.19	8.29	1.34	1.26	1.51	0.00	0.00	38.18
中国国航	3.83	10.08	8.22	7.45	1.15	1.09	0.97	11.57	10.97	9.46
平均		10.46	8.43	8.73	1.08	1.04	1.05	14.37	14.55	18.61

資料來源：彭博，第一上海預測

圖表 6：全球航空業估值水準

公司	股价	EV/EBITDA			PB			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
KOREAN AIR LINES	44200	15.521	10.124	8.862	0.893	0.893	0.844	-	19.197	14.881
JAPAN AIRLINES	230	6.92	7.17	6.71	1.96	1.46	1.45	61.27	74.80	58.17
EVA AIRWAYS CORP	11.7	28.93	13.17	9.69	1.14	1.15	1.32	-	-	390.00
SINGAPORE AIRLIN	15.32	3.81	4.25	3.97	1.23	1.17	1.13	9.81	12.43	11.48
SOUTHWEST AIR	15.22	7.04	5.82	6.13	1.52	1.45	1.13	46.69	33.16	39.64
SAS AB	50.25	10.28	7.72	4.16	0.51	0.52	0.49	-	-	9.69
NORTHWEST AIRLIN	11.43	14.45	7.99	5.70	0.77	0.71	0.99	-	-	-
WESTJET AIRLINES	14.87	4.96	4.49	5.45	1.83	1.46	1.29	11.51	9.39	10.70
AIR BERLIN PLC	4.09	5.05	6.60	4.41	0.48	0.57	0.66	-	-	-
AUSTRIAN AIRLINE	4.5	6.04	5.83	4.95	0.55	0.61	0.63	-	-	-
平均数		10.30	7.32	6.00	1.09	1.00	0.99	32.32	29.79	76.36

資料來源：彭博

投資建議

目標價 2.77 港元，評級持有

PB 衡量的是公司資產價值，而 EV/EBITDA 衡量的是公司的盈利能力問題。我們認爲，在目前市場環境下，由於油價的高企，航空業已處於較差時期，因此，我們認爲應綜合考慮兩者估值情況。

我們選取兩者目標價的平均數，綜合目標價爲 2.77 港元，此價格相當於 08 年 12.6 倍市盈率，較現價有 12.7%的上升空間，投資評級爲持有。

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	59,376	66,432	73,898
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)	(36,327)	(40,219)	(43,617)
折旧及摊销	(4,971)	(5,554)	(5,993)	(6,464)	(6,977)
行政及管理开支	(1,941)	(1,983)	(1,924)	(2,049)	(2,197)
其他开支	(13,973)	(16,394)	(17,277)	(18,583)	(20,487)
经营利润	312	1,489	(799)	642	2,247
财务开支	(2,070)	(2,291)	(2,226)	(2,285)	(2,525)
联营公司及其他	2,115	3,725	4,278	2,247	1,370
税前盈利	357	2,923	1,253	604	1,093
所得税	(153)	(858)	(313)	(151)	(273)
少数股东应占利润	16	194	85	41	74
净利润	188	1,871	855	412	746
EBITDA	5,283.0	7,043.0	5,194.6	7,106.1	9,224.1
EBITDAR	8,559.0	11,098.0	9,825.8	12,239.3	14,961.0
增长					
总收入 (%)	20.7%	17.9%	11.4%	11.9%	11.1%
EBITDA (%)	68.5%	33.3%	-26.2%	36.8%	29.8%

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%	-1.3%	0.9%	3.0%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	12.9%	8.6%	10.5%	12.2%
EBITDAR 利率 (%)	18.5%	20.4%	16.2%	18.0%	19.8%
净利率 (%)	0.4%	3.4%	1.4%	0.6%	1.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4.2%	3.6%	3.2%	3.0%	2.9%
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	12.0	14.0
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	2.59	2.61	2.54
收入/总资产	0.61	0.67	0.72	0.75	0.78
总资产/股本	7.42	6.69	6.51	6.78	6.94
收入对利息倍数	22.33	23.79	27.28	29.74	29.92

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	1,064	1,625	1,998
应收账款	1,512	1,966	1,408	2,368	1,828
存货	1,315	1,213	2,547	1,567	2,911
其他流动资产	1,592	1,787	1,834	2,058	2,119
总流动资产	6,683	8,790	6,852	7,618	8,856
固定资产	56,347	58,441	60,129	62,211	64,140
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,554	14,702	17,753	20,826	23,610
总资产	75,584	81,933	84,734	90,656	96,606
短期负债	1,436	1,885	1,977	2,249	2,351
应付帐款	1,909	1,844	2,428	2,246	2,842
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	12,901	13,616	14,509
总短期负债	38,863	42,601	42,255	43,059	44,651
长期银行贷款	10,018	9,074	9,832	11,516	12,357
其他负债	14,582	15,546	15,433	16,184	16,907
总负债	63,463	67,221	67,520	70,759	73,916
少数股东权益	1,933	2,466	4,198	6,531	8,764
股东权益	10,188	12,246	13,016	13,366	13,925
每股账面值	2.3	2.8	3.0	3.1	3.2
营运资金	(32,180)	(33,811)	(35,403)	(35,441)	(35,796)

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	5,195	7,106	9,224
营运资金变化	(703)	2,252	(817)	729	744
所得税	(46)	(88)	(657)	(232)	(212)
融资成本及其他	3,044	4,705	3,430	5,214	7,106
营运现金流	2,295	6,869	1,956	5,711	7,638
资本开支	(2,644)	(5,502)	(7,583)	(8,417)	(8,417)
其他投资活动	(2,838)	658	52	(7)	(84)
投资活动现金流	(5,482)	(4,844)	(7,531)	(8,424)	(8,501)
负债变化	5,870	2,324	5,692	6,066	4,050
股本变化	2	4	6	8	10
股息	0	0	0	86	62
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)	2,815	3,274	1,235
现金变化	(637)	1,560	(2,760)	561	373
期初持有现金	2,901	2,264	3,824	1,064	1,625
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,264	3,824	1,064	1,625	1,998

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。