

南方航空 (600029)

买入 (维持)

汇兑损失是业绩下滑主因，主业供需改善仍在继续

2016年01月27日

相关报告

《南方航空三季度点评：汇兑损失是业绩下滑主因，主业供需改善仍在继续》2015-10-15

《南方航空(600029)中报点评：客座率票价双提升，国际航线扭亏为盈》2015-08-29

《南方航空(600029)：上半年业绩大幅预增，旺季弹性值得期待》2015-07-08

《航空互联网深度报告：蓝海启航，巨象起舞》2015-06-09

《需求增速继续超预期，淡季不淡得到验证》2015-05-05

《南方航空年报点评：行业供需初现端倪，油价因素逐步体现》2015-03-31

《低油价的另一面：被忽视的航空票价需求弹性》2015-03-10

《客座率票价创两年新高，供需改善带来“旺季更旺”》2015-03-02

《旺季效应逐步显现，进入业绩超预期驱动股价阶段》2015-02-15

《航空票代固定费率再下调，继续利好航空公司业绩改善》2015-01-08

《发改委放松指导价，利好航空客公里收益弹性》2015-01-04

《南方航空中报点评：航空主业大幅减亏，国际化战略继续推进》2014-09-01

《航空投资策略报告：海阔天高，直上青云》2014-08-01

分析师：

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **事件：**南方航空发布业绩预增公告，预计2015年度实现归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长110%到130%，即2015年归母净利润为37.23-40.78亿元。
- **人民币贬值带来汇兑损失和国际航线供需失衡是第四季度业绩负增长的主因。**由于2015年前三季度公司归母净利润为46.56亿元，因而南方航空15年第四季度归母净利润为-5.78到-9.33亿元，出现大幅负增长，主要原因是人民币对美元汇率第三季度大幅下滑造成汇兑损失带来财务费用激增。1)根据我们的测算，15年Q4人民币中间价累积贬值2.04%，预计南方航空汇兑损失约10.9亿元左右(税后影响)。从全年来看，2015年人民币币值对美元全年累计贬值-5.77%，预计全年汇兑损失达到34.1亿元。2)受到巴黎事件及人民币贬值影响，同时冬春换季后增投运力，国际航线第四季度整体呈现低迷状态。
- **全年主业需求旺盛客座率提升，国际航线布局继续深化。**客运方面，2015年南方航空实现客运周转量(RPK)1895.92亿客公里，同比增长13.8%，平均客座率80.4%，同比提升1.1pts。国内方面，2015年实现国内客运周转量1387.35亿客公里，同比增长8.7%，国内航线平均客座率80.6%，同比提升1.1pts。受益于出境游快速增长，南航继续深化国际航线布局，国际方面，公司实现客运周转量473.34亿座公里，同比增长32.5%，国际航线平均客座率80.5%，同比提升1.1pts。
- **油价下降成本大幅节约、行业供需改善票价提升依然是航空主业维持较高增速的原因。**2015年WTI均价为48.9美元/桶，同比降幅达47.5%，2015年国内航空煤油出厂均价为4014元，同比下滑40.8%，四季度出厂均价为3575元，同比下滑41.48%，预计全年燃油成本减少约32%，四季度减少约35%，燃油成本大幅下降是营业成本下降主因。同时2015年行业供需改善依旧十分明显，平均裸票价达到896元，同比增加3.78%。受益供需改善和油价下降，今年南方航空国际航线实现扭亏为盈，国际航线经营创下历年最好的水平，已逐步成为新的利润增长点。
- **行业比较优势明显，未来业绩大幅改善具备持续性。**1)航空基本面很好，供需改善将持续到2017年，估值便宜同时兼具消费属性，南方航空作为业内体量最大的公司，未来票价弹性和业绩弹性空间依旧巨大；2)目前股价充分反映人民币贬值的汇兑损失，但汇率急跌后短期风险大幅释放，同时航空公司业绩对于汇率敏感性大幅下降，后面哪怕汇率继续贬对于业绩的影响也没那么大；3)油价敏感性大幅上升100%，目前股价未充分反映油价下跌带来的16年业绩弹性，16年油价下降对于业绩贡献效果远远大于15年同期；4)低油价叠加春运旺季提价，16年Q1业绩在去年高基数情况下有望继续大幅增长，未来几周进入验证期。预计公司15-16年EPS为0.41、0.81元，对应PE为17、8倍，维持推荐。
- **风险提示：**宏观经济不佳影响航空需求，油价大幅上扬，人民币汇率大幅波动，突发性战争、天灾、疾病和安全事故

中国价值投资网 最专业的研究报告服务商



报告正文

www.jztzw.net

中国价值投资网 事件 最多、最好用研究报告 服务商

南方航空发布业绩预增公告, 预计 2015 年度实现归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长 110% 到 130%, 即 2015 年归母净利润为 37.23-40.78 亿元。

点评

- **人民币贬值带来汇兑损失和国际航线供需失衡是第四季度业绩负增长的主因。** 由于 2015 年前三季度公司归母净利润为 46.56 亿元, 因而南方航空 15 年第四季度归母净利润为 -5.78 到 -9.33 亿元, 出现大幅负增长, 主要原因是人民币对美元汇率第三季度大幅下滑造成汇兑损失带来财务费用激增。1) 根据我们的测算, 15 年 Q4 人民币中间价累积贬值 2.04%, 预计南方航空汇兑损失约 10.9 亿元左右 (税后影响)。从全年来看, 2015 年人民币币值对美元全年累计贬值 -5.77%, 预计全年汇兑损失达到 34.1 亿元。2) 受到巴黎事件及人民币贬值影响, 同时冬春换季后增投运力, 国际航线第四季度整体呈现低迷状态。第四季度单季, 南方航空投放客运运力 592.41 亿座公里, 同比增长 8.3%, 其中国内国际各增长 1.4%、31.6%, 共实现客运周转量 466.27 亿客公里, 同比增长 8.1pts, 国内国际分别增长 2.3%、27.2%, 平均客座率为 78.7%, 同比下滑 0.1pts, 其中国内航线客座率提升 0.7pts, 国际航线受投入增长较快以及巴黎事件后欧洲航线旅客骤减影响, 客座率同比下滑 2.7pts 至 77.7%。
- **全年主业需求旺盛客座率提升, 国际航线布局继续深化。** 客运方面, 2015 年南方航空共计投放客运运力 (ASK) 2356.78 亿座公里, 同比增长 12.3%, 实现客运周转量 (RPK) 1895.92 亿客公里, 同比增长 13.8%, 平均客座率 80.4%, 同比提升 1.1pts。国内方面, 2015 年公司投放客运运力 1721.10 亿座公里, 同比增长 7.2%, 实现国内客运周转量 1387.35 亿客公里, 同比增长 8.7%, 国内航线平均客座率 80.6%, 同比提升 1.1pts。受益于出境游快速增长, 南航继续深化国际航线布局, 国际方面, 公司投入客运运力 588.11 亿座公里, 同比增长 30.7%, 实现客运周转量 473.34 亿座公里, 同比增长 32.5%, 国际航线平均客座率 80.5%, 同比提升 1.1pts。
- **油价下降成本大幅节约、行业供需改善票价提升依然是航空主业维持较高增速的原因。** 2015 年 WTI 均价为 48.9 美元/桶, 同比降幅达 47.5%, 2015 年国内航空煤油出厂均价为 4014 元, 同比下滑 40.8%, 四季度出厂均价为 3575 元, 同比下滑 41.48%, 预计全年燃油成本减少约 32%, 四季度减少约 35%, 燃油成本大幅下降是营业成本下降主因。同时 2015 年行业供需改善依旧十分明显, 平均裸票价达到 896 元, 同比增加 3.78%。受益供需改善和油价下降, 今年南方航空国际航线实现扭亏为盈, 国际航线经营创下历年最好的水平, 已逐步成为新的利润增长点。

中国价值投资网 最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

- **行业比较优势明显，未来业绩大幅改善具备持续性。**1) 航空基本面很好，供需改善将持续到 2017 年，估值便宜同时兼具消费属性，南方航空作为业内体量最大的公司，未来票价弹性和业绩弹性空间依旧巨大；2) 目前股价充分反映人民币贬值的汇兑损失，但汇率急跌后短期风险大幅释放，同时航空公司业绩对于汇率敏感性大幅下降，后面哪怕汇率继续贬对于业绩的影响也没那么大；3) 油价敏感性大幅上升 100%，目前股价未充分反映油价下跌带来的 16 年业绩弹性，16 年油价下降对于业绩贡献效果远远大于 15 年同期；4) 低油价叠加春运旺季提价，16 年 Q1 业绩在去年高基数情况下有望继续大幅增长，未来几周进入验证期。预计公司 15-16 年 EPS 为 0.41、0.81 元，对应 PE 为 17、8 倍，维持推荐。
- **风险提示：**宏观经济不佳影响航空需求，油价大幅上扬，人民币汇率大幅波动，突发性战争、天灾、疾病和安全事故



公司点评报告

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

公司点评报告

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。