

南方航空 (600029) 2019年三季报点评

## Q3 利润同比增长 17.2%，看好航空板块均值回归

### ❖ 财务数据：Q3 利润同比增长 17.2%，前三季度下滑 2.3%

1) 前三季度实现收入 1166.7 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 40.78 亿元，同比下滑 2.3%，扣非利润 36 亿，同比下滑 1.6%。

2) 分季度看：Q3 实现归属净利 23.9 亿，同比增长 17.2%，扣非净利同比增长 18.9%，扣汇利润总额同比增长 20.1%；Q1、Q2 归属净利分别为 26.5 亿及 -9.6 亿，扣汇利润总额分别为 22.6 及 4.5 亿，分别下滑 4.0% 和 61.5%。

3) 汇兑：今年累计贬值 3.1%，其中 Q1 升值 1.9%，Q2 贬值 2.1%，Q3 贬值 2.9%，去年前三季度为贬值 5.3%，测算前三季度汇兑损失 25.5 亿，较去年同比增加 5.3 亿，Q3 单季增加 6.4 亿。

### ❖ 经营数据：Q3 ASK 同比增长 10.7%，RPK 同比增长 11.1%，客座率 83.7%，同比提高 0.3 个百分点。前三季度公司 ASK 同比增长 10.4%，RPK 同比增长 10.7%，客座率 83.0%，同比提高 0.2 个百分点。

### ❖ 收益端：Q3 座公里收益同比下降 3.9%，低于成本降幅。1) 测算 Q3 客公里收益同比下降 4.2%，座收下降 3.9%，Q2 座收为下降 2.0%，Q1 为下降 0.8%；Q3 的降幅一方面与燃油成本下降有关，另一方面也因去年收取国内航线燃油附加费而今年未达收费标准。2) 前三季度单位座公里收益下降 2.3%。

### ❖ 成本端：Q3 座公里成本同比下降 4.5%。1) 受益油价下跌 (Q3 综合采购成本同比下降 10.9%)，航油成本下降 1.7%；2) 受益于民航基金减半于 2019 年 7 月起实施，预计公司成本单季度约 3.5-4 亿元，结合公司控成本，共同致 Q3 整体座公里成本同比下降 6.8%，扣油单位座公里成本下降 4.5%。前三季度单位座公里成本下降 4.2%，座公里扣油成本下降 3.1%。

### ❖ 公司拟向集团非公开发行 A+H 股。其中非公开发行 A 股数量不超过 24.5 亿股，募集资金总额不超过 168 亿人民币；H 股不超过 6.13 亿股，总额不超过 35 亿港元；锁定期：A、H 均为 36 个月。发行背景：7 月 20 日南航集团与国务院国资委、广东恒健、广州城投、深圳鹏航共同签署《增资协议》，约定广东恒健、广州城投、深圳鹏航的人民币 300 亿元增资款将用于公司航空运输主业，服务国家“一带一路”建设和粤港澳大湾区战略。

### ❖ 盈利预测及估值：1) 基于人民币贬值至 7.1，以及地区航线受到的影响，我们预计 2019-21 年净利分别为 39.9、67.1 及 87.5 亿元 (此前为 57.7、90.7 和 121)，对应 2019-21 年 PE 分别为 21、12 及 9 倍。2) 我们从两个维度看好航空板块的均值回归，其一从需求角度看：今年 1-9 月行业累计旅客增速 8.7%，明显低于均值 11.1% (剔除最高与最低值后的均值，下同)，且为十年最低，低基数下的反弹或从 11 月开启并将延续至 2020 年年中；其二从估值角度看：1) 三大航 10 年年均 PB1.8 倍，最低 PB1.15 倍，最高 PB2.5 倍，2015 年牛市之后的平均 PB 中枢在 1.6 倍，公司当前 PB 1.25 倍，处于历史底部区域，看好 11 月起行业增速回暖，公司有望修复至 1.6 倍 PB，对应价格 8.5 元，维持“强推”评级。

### ❖ 风险提示：航空需求低于预期、油价汇率大幅波动。

#### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	143,623	154,784	170,301	186,367
同比增速(%)	12.7%	7.8%	10.0%	9.4%
归母净利润(百万)	2,983	3,986	6,705	8,748
同比增速(%)	-49.6%	33.6%	68.2%	30.5%
每股盈利(元)	0.24	0.32	0.55	0.71
市盈率(倍)	28	21	12	9
市净率(倍)	1	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价

## 强推 (维持)

目标价：8.5 元

当前价：6.76 元

#### 华创证券研究所

##### 证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539  
邮箱：wuyifan@hcyjs.com  
执业编号：S0360516090002

##### 证券分析师：刘阳

电话：021-20572552  
邮箱：liuyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518050001

##### 证券分析师：肖祎

电话：021-20572553  
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com  
执业编号：S0360519100002

##### 证券分析师：王凯

电话：021-20572538  
邮箱：wangkai@hcyjs.com  
执业编号：S0360519090002

#### 公司基本数据

总股本(万股)	1,226,717
已上市流通股(万股)	1,177,797
总市值(亿元)	829.26
流通市值(亿元)	548.34
资产负债率(%)	73.9
每股净资产(元)	5.3
12个月内最高/最低价	9.65/6.4

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



#### 相关研究报告

《南方航空 (600029) 2019 年一季报点评：业绩同比增长 4.1%，未来旺季可期，维持“强推”评级》

2019-05-01

《南方航空 (600029) 2019 年中报点评：业绩下滑 21%，准则变化对当期成本费用影响较大，持续看好公司未来广州-北京双枢纽发展》

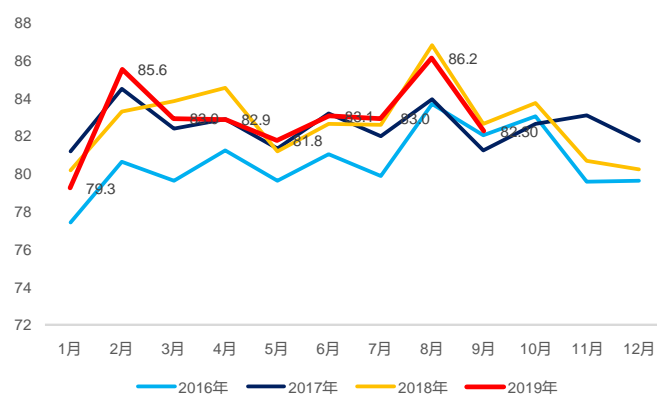
2019-08-28

图表 1 南方航空季度业绩拆分

南航	1-3Q			Q3			Q2			Q1		
	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比
收入 (亿元)	1166.7	1088.9	7.1%	437.3	413.3	5.8%	353.1	334.5	5.5%	376.3	341.0	10.4%
客运收入	1049.5	973.3	7.8%	393.4	369.5	6.5%	309.9	290.1	6.8%	346.2	313.7	10.4%
利润总额	60.38	63.92	-5.5%	36.4	32.9	10.5%	-13.7	-6.3	-119.1%	37.7	37.3	1.2%
归属净利	40.78	41.75	-2.3%	23.9	20.4	17.2%	-9.6	-4.1	-135.6%	26.5	25.4	4.1%
非经常损益	4.77	5.17	-7.7%	2.21	2.15	2.8%	0.66	1.41	-53.2%	1.90	1.61	18.0%
扣非归属净利	36.01	36.58	-1.6%	21.7	18.2	18.9%	-10.3	-5.5	-87.0%	24.6	23.8	3.2%
汇兑	-25.5	-20.2		-22.4	-16		-18.2	-17.9		15.1	13.7	
扣汇利润总额	85.9	84.1	2.1%	58.8	48.9	20.1%	4.5	11.6	-61.5%	22.6	23.6	-4.0%
扣非扣汇归属净利	55.1	51.7	6.6%	38.5	30.2	27.2%	3.6	8.2	-55.7%	13.1	13.3	-2.0%
ASK (亿公里)	2577	2335	10.4%	916	828	10.7%	825	756	9.1%	835	751	11.2%
RPK (亿公里)	2139	1933	10.7%	767	690	11.1%	680	624	8.9%	692	619	11.9%
客座率	83.0%	82.8%	0.2%	83.7%	83.4%	0.3%	82.4%	82.5%	-0.1%	82.9%	82.4%	0.5%
客公里收益 (元)	0.491	0.504	-2.6%	0.513	0.535	-4.2%	0.456	0.465	-1.9%	0.501	0.507	-1.2%
座公里收益 (元)	0.407	0.417	-2.3%	0.429	0.446	-3.9%	0.376	0.384	-2.0%	0.415	0.418	-0.8%
成本	995.47	941.38	5.7%	351.02	340.24	3.2%	323.7	309.5	4.6%	320.7	291.7	10.0%
航油成本	321.2	310.81	3.3%	115.0	117.0	-1.7%	104.2	99.8	4.4%	102.0	94.0	8.5%
扣油成本	674.3	630.6	6.9%	236.0	223.2	5.7%	219.6	209.7	4.7%	218.7	197.7	10.6%
单位座公里成本	0.386	0.403	-4.2%	0.383	0.411	-6.8%	0.392	0.409	-4.1%	0.384	0.388	-1.1%
单位座公里扣油成本	0.262	0.270	-3.1%	0.258	0.270	-4.5%	0.266	0.277	-4.0%	0.262	0.263	-0.5%
三费合计 (扣汇)	126.4	100.8	25.4%	46.8	36.4	28.6%	39.8	33.4	19.4%	39.8	31.1	28.1%
销售费用率	4.6%	4.7%	-0.1%	4.5%	4.3%	0.2%	4.7%	5.0%	-0.3%	4.4%	4.8%	-0.4%
管理费用率	2.3%	2.3%	0.1%	2.4%	2.3%	0.1%	2.4%	2.5%	0.0%	2.2%	2.0%	0.2%
扣汇财务费用率	3.9%	2.3%	1.6%	3.8%	2.2%	1.6%	4.1%	2.5%	1.6%	3.9%	2.3%	1.6%
三费合计	10.8%	9.3%	1.6%	10.7%	8.8%	1.9%	11.3%	10.0%	1.3%	10.6%	9.1%	1.5%
汇率变化	-3.06%	-5.30%		-2.88%	-3.97%		-2.1%	-5.2%		1.9%	3.8%	
国内综采成本	4,903	5,166	-5.1%	4,884	5,481	-10.9%	5,069	5,074	-0.1%	4,756	4,943	-3.8%

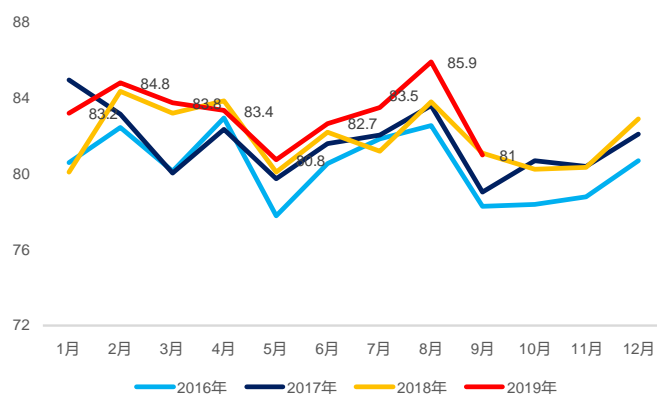
资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 南方航空国内客座率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 南方航空国际客座率



资料来源：公司公告，华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,308	13,506	14,883	16,068
应收票据	2	2	2	3
应收账款	2,927	3,127	3,440	3,765
预付账款	3,695	2,701	2,977	3,214
存货	1,699	1,784	1,966	2,123
其他流动资产	8,441	9,643	10,567	11,519
流动资产合计	24,072	30,763	33,835	36,692
其他长期投资	499	499	499	499
长期股权投资	5,992	5,492	5,767	6,055
固定资产	170,039	92,672	105,727	117,681
在建工程	37,881	44,881	44,881	44,881
无形资产	3,349	3,014	2,713	2,441
其他非流动资产	4,823	143,525	141,913	140,343
非流动资产合计	222,583	290,083	301,500	311,900
<b>资产合计</b>	<b>246,655</b>	<b>320,846</b>	<b>335,335</b>	<b>348,592</b>
短期借款	20,739	21,777	24,512	23,295
应付票据	0	0	0	0
应付账款	13,921	15,532	17,116	18,478
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	6,448	6,448	6,448	6,448
一年内到期的非流动负债	23,557	32,980	34,629	36,360
其他流动负债	19,022	24,177	26,578	29,971
流动负债合计	83,687	100,914	109,283	114,552
长期借款	9,422.00	9,422.00	9,422.00	9,422.00
应付债券	6,254.00	12,254.00	12,254.00	12,254.00
其他非流动负债	69,109	116,443	115,343	114,254
非流动负债合计	84,785	138,119	137,019	135,930
<b>负债合计</b>	<b>168,472</b>	<b>239,033</b>	<b>246,302</b>	<b>250,482</b>
归属母公司所有者权益	65,003	67,882	73,838	81,266
少数股东权益	13,180	13,931	15,195	16,844
<b>所有者权益合计</b>	<b>78,183</b>	<b>81,813</b>	<b>89,033</b>	<b>98,110</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>246,655</b>	<b>320,846</b>	<b>335,335</b>	<b>348,592</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,601</b>	<b>27,449</b>	<b>23,381</b>	<b>27,003</b>
现金收益	22,930	20,183	21,529	25,602
存货影响	-77	-85	-182	-156
经营性应收影响	-2,588	791	-591	-564
经营性应付影响	1,409	1,611	1,584	1,362
其他影响	-2,073	4,949	1,041	759
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,508</b>	<b>-25,500</b>	<b>-21,275</b>	<b>-21,288</b>
资本支出	-33,853	63,382	-21,038	-21,021
股权投资	139	-500	275	288
其他长期资产变化	13,206	-88,382	-512	-555
<b>融资活动现金流</b>	<b>965</b>	<b>4,249</b>	<b>-729</b>	<b>-4,530</b>
借款增加	1,842	16,461	4,384	514
财务费用	-5,362	-7,786	-1,569	-2,047
股东融资	10,980	0	0	0
其他长期负债变化	-6,495	-4,426	-3,544	-2,997

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>143,623</b>	<b>154,784</b>	<b>170,301</b>	<b>186,367</b>
营业成本	128,613	135,057	148,834	160,678
税金及附加	272	293	323	353
销售费用	7,086	7,172	7,380	8,077
管理费用	3,736	3,870	4,087	4,286
财务费用	5,108	8,125	5,276	5,866
资产减值损失	12	3	2	2
公允价值变动收益	12	500	200	150
投资收益	483	6	6	6
其他收益	4,320	4,740	5,214	5,735
<b>营业利润</b>	<b>4,009</b>	<b>5,372</b>	<b>9,607</b>	<b>12,759</b>
营业外收入	849	929	900	900
营业外支出	371	150	160	160
<b>利润总额</b>	<b>4,487</b>	<b>6,151</b>	<b>10,347</b>	<b>13,499</b>
所得税	1,031	1,414	2,378	3,102
<b>净利润</b>	<b>3,456</b>	<b>4,737</b>	<b>7,969</b>	<b>10,397</b>
少数股东损益	473	751	1,264	1,649
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,983</b>	<b>3,986</b>	<b>6,705</b>	<b>8,748</b>
NOPLAT	7,390	10,996	12,033	14,916
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.32	0.55	0.71

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.7%	7.8%	10.0%	9.4%
EBIT 增长率	-3.3%	48.8%	9.4%	24.0%
归母净利润增长率	-49.6%	33.6%	68.2%	30.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	10.5%	12.7%	12.6%	13.8%
净利率	2.4%	3.1%	4.7%	5.6%
ROE	3.8%	4.9%	7.5%	8.9%
ROIC	4.4%	10.0%	10.1%	11.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.3%	74.5%	73.4%	71.9%
债务权益比	165.1%	235.8%	220.3%	199.4%
流动比率	28.8%	30.5%	31.0%	32.0%
速动比率	26.7%	28.7%	29.2%	30.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	7	7	7	7
应付账款周转天数	38	39	39	40
存货周转天数	5	5	5	5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.32	0.55	0.71
每股经营现金流	1.60	2.24	1.91	2.20
每股净资产	5.30	5.53	6.02	6.62
<b>估值比率</b>				
P/E	28	21	12	9
P/B	1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5	5	5	4

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 分析师：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500