

南方航空 (600029.SH)

一季度实现大幅减亏，看好周期反转业绩弹性释放

买入

核心观点

南方航空披露 2023 年一季报。2023 年一季度公司实现营业收入 340.6 亿，同比增 58.6%，实现归母净利润-18.98 亿。

客运业务迅猛复苏，一季度国内线业务量接近 19 年同期。2023 年一季度民航客流快速复苏，公司一季度运投 ASK669.5 亿，同比增 49.7%，RPK498.4 亿，同比增 70.7%，其中国内线 RPK 相比 2019 年仅下降 2.9%。一季度南航客座率 74.45%，同比提高 9.16pct，客收同比明显增长，相比 2019 年亦实现上涨，拉动公司营收大幅提高。

宽体运力尚未全面消化，单位非油成本依然较高，经营业绩暂未恢复盈利。一季度航油价格仍然较高，叠加公司业务量上行叠加，公司航油成本预计在 125 亿左右，同比上升约 90%。由于国际航线仍处于恢复初期阶段，公司宽体机运力尚未全面消化，一季度公司单位 ASK 非油成本依然较高，我们测算其相比 2019 年同期仍有 15% 的升幅。公司费用基本稳定，经营虽暂时未恢复盈利，但成功实现大幅减亏。

继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升。我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划同样保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续回升，客流不断恢复。五一假期需求火热进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，年内公司机队规模有望重回全国第一，业绩弹性有望释放。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 23.4 亿、154.8 亿、212.9 亿，同比分别扭亏、增长 562.7%、增长 37.6%，EPS 分别为 0.13 元、0.85 元、1.18 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：经济下滑，疫情反复，油价上涨，汇率贬值，安全事故

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 101,644 | 87,059 | 168,902 | 210,831 | 227,934 |
| (+/-%) | 9.8% | -14.3% | 94.0% | 24.8% | 8.1% |
| 净利润(百万元) | -12103 | -32682 | 2335 | 15476 | 21293 |
| (+/-%) | 11.6% | 170.0% | -107.1% | 562.7% | 37.6% |
| 每股收益(元) | -0.71 | -1.80 | 0.13 | 0.85 | 1.18 |
| EBIT Margin | -11.8% | -31.6% | 1.5% | 8.0% | 10.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | -17.9% | -79.6% | 5.4% | 27.1% | 27.9% |
| 市盈率 (PE) | -10.9 | -4.3 | 60.1 | 9.1 | 6.6 |
| EV/EBITDA | -217.3 | -22.1 | 30.6 | 13.6 | 10.3 |
| 市净率 (PB) | 1.94 | 3.42 | 3.25 | 2.46 | 1.84 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 7.75 元 |
| 总市值/流通市值 | 140437/140437 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 8.42/5.54 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 382.98 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

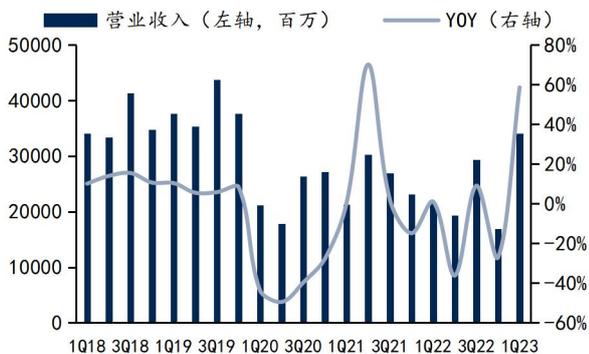
相关研究报告

- 《南方航空 (600029.SH) -2022 全年亏损在所难免，2023 年业绩反转在即》——2023-03-29
- 《南方航空 (600029.SH) -3Q 扣汇亏损显著收窄，继续看好疫情影响消退后的业绩弹性》——2022-10-31
- 《南方航空 (600029.SH) -计提减值导致全年亏损加大，看好疫情影响消退后业绩反转》——2022-03-31
- 《南方航空-600029-2021 年三季报点评：疫情影响业绩为负，亏损小于预期》——2021-11-02
- 《南方航空-600029-2021 年中报点评：二季度大幅减亏，扣汇利润已逐步接近疫情前》——2021-09-01

南方航空披露 2023 年一季报

2023 年一季度公司实现营业收入 340.6 亿, 同比增 58.6%, 实现归母净利润-18.98 亿。

图1: 南方航空季度营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 南方航空季度归母净利润



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

客运业务迅猛复苏，一季度国内线业务量接近 19 年同期

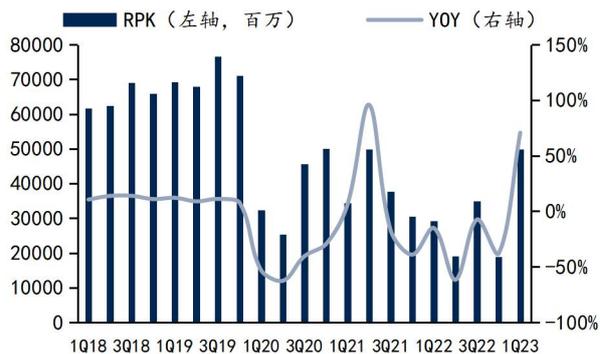
2023 年一季度民航客流快速复苏, 公司一季度运投 ASK669.5 亿, 同比增 49.7%, RPK498.4 亿, 同比增 70.7%, 其中国内线 RPK 相比 2019 年仅下降 2.9%。一季度南航客座率 74.45%, 同比提高 9.16pct, 客收同比明显增长, 相比 2019 年亦实现上涨, 拉动公司营收大幅提高。

图3: 南方航空季度客运运投情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 南方航空季度客运周转量情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 南方航空季度客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 南方航空季度单位营业收入

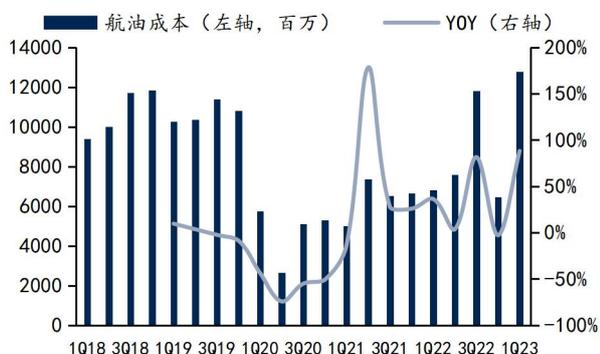


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宽体运力尚未全面消化, 单位非油成本依然较高, 经营业绩暂未恢复盈利

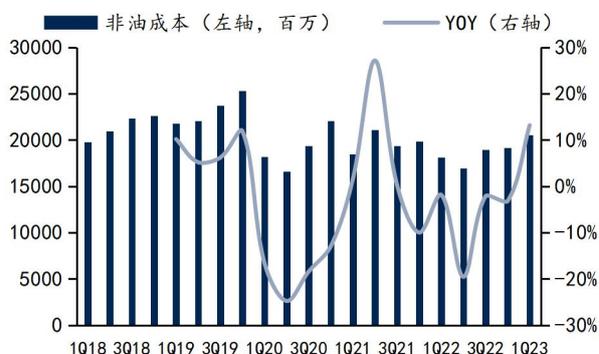
一季度航油价格仍然较高, 叠加公司业务量上行叠加, 公司航油成本预计在 125 亿左右, 同比上升约 90%。由于国际航线仍处于恢复初期阶段, 公司宽体机运力尚未全面消化, 一季度公司单位 ASK 非油成本依然较高, 我们测算其相比 2019 年同期仍有 15% 的升幅。公司费用基本稳定, 经营虽暂时未恢复盈利, 但成功实现大幅减亏。

图7: 南方航空航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 南方航空非油成本情况



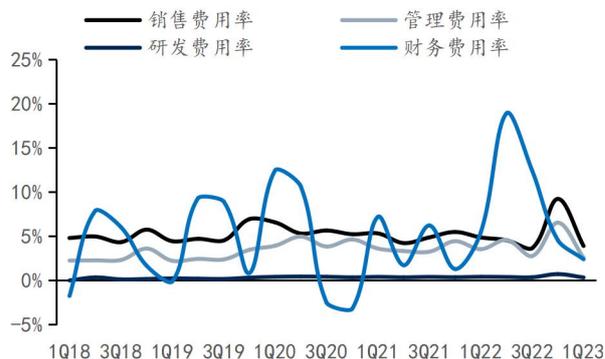
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 航空煤油出厂价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 南方航空季度费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 南方航空汇兑损益



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 南方航空扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划同样保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续回升，客流不断恢复。五一假期需求火热进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，年内公司机队规模有望重回全国第一，业绩弹性有望释放。

投资建议

维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 23.4 亿、154.8 亿、212.9 亿，同比分别扭亏、增长 562.7%、增长 37.6%，EPS 分别为 0.13 元、0.85 元、1.18 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

经济下滑，疫情反复，油价上涨，汇率贬值，安全事故

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 21841 | 20240 | 18000 | 18000 | 18000 | 营业收入 | 101644 | 87059 | 168902 | 210831 | 227934 |
| 应收款项 | 2898 | 4595 | 4627 | 5776 | 6245 | 营业成本 | 104229 | 105862 | 152683 | 177929 | 186493 |
| 存货净额 | 1652 | 1387 | 1949 | 2262 | 2358 | 营业税金及附加 | 365 | 240 | 300 | 400 | 450 |
| 其他流动资产 | 11337 | 6397 | 11823 | 14758 | 15955 | 销售费用 | 4993 | 4555 | 8654 | 9960 | 10458 |
| 流动资产合计 | 37866 | 32771 | 36551 | 40948 | 42710 | 管理费用 | 3678 | 3560 | 4523 | 5242 | 5879 |
| 固定资产 | 122686 | 124132 | 138384 | 150068 | 160117 | 研发费用 | 381 | 389 | 500 | 600 | 700 |
| 无形资产及其他 | 6564 | 6547 | 6385 | 6223 | 6061 | 财务费用 | 4025 | 9240 | 5157 | 4921 | 4622 |
| 投资性房地产 | 149855 | 142346 | 142346 | 142346 | 142346 | 投资收益 | 284 | 555 | 400 | 500 | 600 |
| 长期股权投资 | 5977 | 6205 | 6199 | 6194 | 6188 | 资产减值及公允价值变动 | (2923) | (970) | (5) | (105) | (105) |
| 资产总计 | 322948 | 312001 | 329866 | 345780 | 357423 | 其他收入 | 3983 | 4614 | 4262 | 4662 | 5062 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 54106 | 94841 | 99230 | 91686 | 80875 | 营业利润 | (14302) | (32199) | 2241 | 17434 | 25588 |
| 应付款项 | 12183 | 14351 | 11691 | 13571 | 14145 | 营业外净收支 | 399 | 673 | 450 | 400 | 450 |
| 其他流动负债 | 44701 | 32266 | 46547 | 54018 | 56452 | 利润总额 | (13903) | (31526) | 2691 | 17834 | 26038 |
| 流动负债合计 | 110990 | 141458 | 157468 | 159275 | 151472 | 所得税费用 | (2892) | 2172 | 269 | 1783 | 3906 |
| 长期借款及应付债券 | 38354 | 34444 | 34214 | 34214 | 34214 | 少数股东损益 | 1092 | (1016) | 87 | 575 | 839 |
| 其他长期负债 | 89359 | 80985 | 80934 | 80883 | 80832 | 归属于母公司净利润 | (12103) | (32682) | 2335 | 15476 | 21293 |
| 长期负债合计 | 127713 | 115429 | 115148 | 115097 | 115046 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 238703 | 256887 | 272616 | 274372 | 266518 | 净利润 | (12103) | (32682) | 2335 | 15476 | 21293 |
| 少数股东权益 | 16629 | 14057 | 14091 | 14320 | 14654 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 67616 | 41057 | 43159 | 57087 | 76251 | 折旧摊销 | 10299 | 9584 | 11004 | 13473 | 15108 |
| 负债和股东权益总计 | 322948 | 312001 | 329866 | 345780 | 357423 | 公允价值变动损失 | 2923 | 970 | 5 | 105 | 105 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 4025 | 9240 | 5157 | 4921 | 4622 |
| 每股收益 | (0.71) | (1.80) | 0.13 | 0.85 | 1.18 | 营运资本变动 | (2221) | (7624) | 5550 | 4903 | 1196 |
| 每股红利 | 0.42 | 0.40 | 0.01 | 0.09 | 0.12 | 其它 | 1727 | (1242) | 34 | 229 | 334 |
| 每股净资产 | 3.99 | 2.27 | 2.38 | 3.15 | 4.21 | 经营活动现金流 | 625 | (30994) | 18929 | 34186 | 38035 |
| ROIC | -7.29% | -22.24% | -1% | 6% | 9% | 资本开支 | 0 | (9545) | (25100) | (25100) | (25100) |
| ROE | -17.90% | -79.60% | 5% | 27% | 28% | 其它投资现金流 | (138) | (14) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | -3% | -22% | 10% | 16% | 18% | 投资活动现金流 | (442) | (9787) | (25094) | (25094) | (25094) |
| EBIT Margin | -12% | -32% | 1% | 8% | 11% | 权益性融资 | (17) | 6162 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -2% | -21% | 8% | 14% | 17% | 负债净变化 | 6578 | (73) | (230) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 10% | -14% | 94% | 25% | 8% | 支付股利、利息 | (7041) | (7268) | (234) | (1548) | (2129) |
| 净利润增长率 | 12% | 170% | -107% | 563% | 38% | 其它融资现金流 | (3222) | 47700 | 4389 | (7544) | (10811) |
| 资产负债率 | 79% | 87% | 87% | 83% | 79% | 融资活动现金流 | (4165) | 39180 | 3925 | (9091) | (12940) |
| 股息率 | 5.0% | 5.2% | 0.2% | 1.1% | 1.5% | 现金净变动 | (3982) | (1601) | (2240) | 0 | 0 |
| P/E | (10.9) | (4.3) | 60.1 | 9.1 | 6.6 | 货币资金的期初余额 | 25823 | 21841 | 20240 | 18000 | 18000 |
| P/B | 1.9 | 3.4 | 3.3 | 2.5 | 1.8 | 货币资金的期末余额 | 21841 | 20240 | 18000 | 18000 | 18000 |
| EV/EBITDA | (217.3) | (22.1) | 30.6 | 13.6 | 10.3 | 企业自由现金流 | 0 | (37030) | (6293) | 8541 | 11786 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 10597 | (6340) | (3161) | (2679) |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032