

南方航空(600029.SH):

新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇

评级:

评级: 买入

上次评级: 首次覆盖

最新收盘价: 7.59

股票代码: 600029

52周最高价/最低价: 8.42/5.54

总市值(亿) 1375.38

自由流通市值(亿) 1375.38

自由流通股数(百万) 18120.90



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

本篇报告主要观点

- 卷首语：周期波动增加航空的魅力。**我们认为，任何一个行业均兼具周期属性和成长属性，只是两个属性占比差异而已。对于全服务航空而言，其长期成长性吸引力不够，但具备出现中短期足够有吸引力波动的机会（比如2010年、2015年）。
- 南方航空：国内机队规模最大的航司。**2022年南方航空客运飞机879架，为国内最大的航司。根据公司的经营计划，预计2025年客运飞机数量达到1040架，2019-2025年累计增幅为22.6%。
- 长期角度，中国航空出行还在成长期，三重因素将会推动中国航空板块净利率中枢抬升。中短期角度，我们预计2019-2025年民航飞机累计增长18%、民航需求累计增幅为38%，随着民航需求从恢复式增长到自然增长的逐步验证，新一轮航空大周期正在徐徐展开。**
- 盈利预测及投资建议：**我们预计南方航空2023-2025年营收为1545.29亿元、1873.99亿元和2139.36亿元，归母净利润分别为34.65亿元、182.03亿元和271.18亿元（EPS分别为0.19元、1.00元和1.50元），对应2023年4月24日收盘价7.59元PE分别为39.69倍、7.56倍和5.07倍。考虑南方航空作为国内机队规模最大的航司，在这一轮航空向上的周期中，也将兑现其业绩弹性，**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：**宏观经济增长不及预期、疫情再次出现反复、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	101,644	87,059	154,529	187,399	213,936
YoY（%）	9.8%	-14.3%	77.5%	21.3%	14.2%
归母净利润（百万元）	-12,103	-32,682	3,465	18,203	27,118
YoY（%）	-11.6%	-170.0%	110.6%	425.4%	49.0%
毛利率（%）	-2.5%	-21.6%	7.8%	16.4%	19.0%
每股收益（元）	-0.75	-1.90	0.19	1.00	1.50
ROE	-17.9%	-79.6%	7.8%	29.0%	30.2%
市盈率	-10.12	-3.99	39.69	7.56	5.07

目录

contents

- 01 卷首语：周期波动增加航空的魅力
- 02 南方航空：国内机队规模最大的航司
- 03 长期角度：行业成长期+净利率中枢抬升
- 04 中短期：新一轮航空大周期正在徐徐展开
- 05 盈利预测及投资建议
- 06 风险提示
- 07 华西交运团队近期深度报告目录

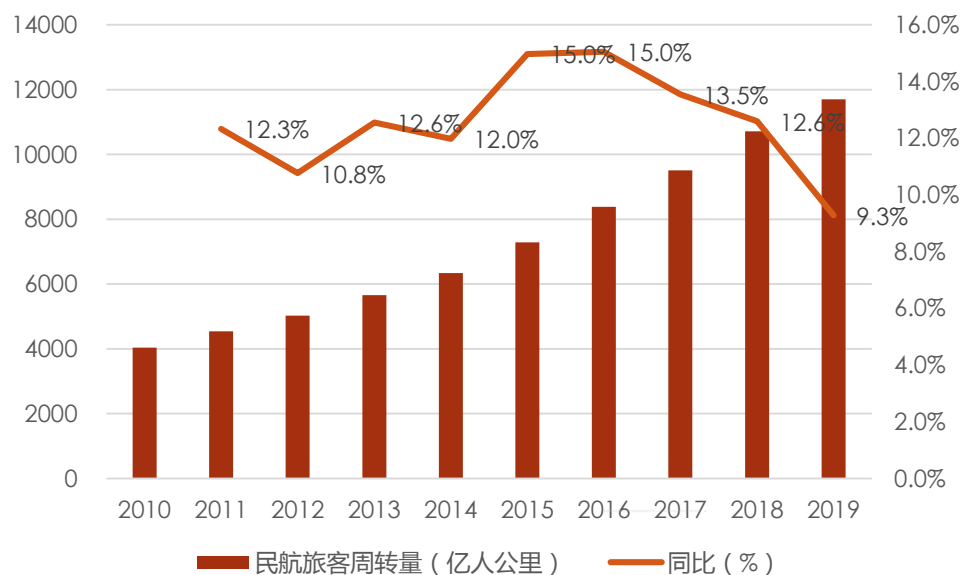
1

卷首语：周期波动增加航空的魅力

1.1 长期角度：中国全服务航空被认为不是好赛道

- **行业角度：**我们在2022年8月9日外发的深度报告《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》提到，航空出行渗透率（增速）取决于机票价格和人均可支配收入，其成长期是一个缓慢而又漫长的过程。
- **公司角度：**我们认为，由于全服务航空的产品和单位成本趋同，再叠加行业独特的隐性资产（时刻资源），全服务航空公司难以通过持续的价格提升或市占率提升来获得足够有吸引力的成长（长期角度）。比如2010-2019年，南方航空客运收入的复合增速仅7.8%。

图表：2010-2019年民航旅客周转量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2011-2019年南方航空RPK市占率、客运收入同比增速

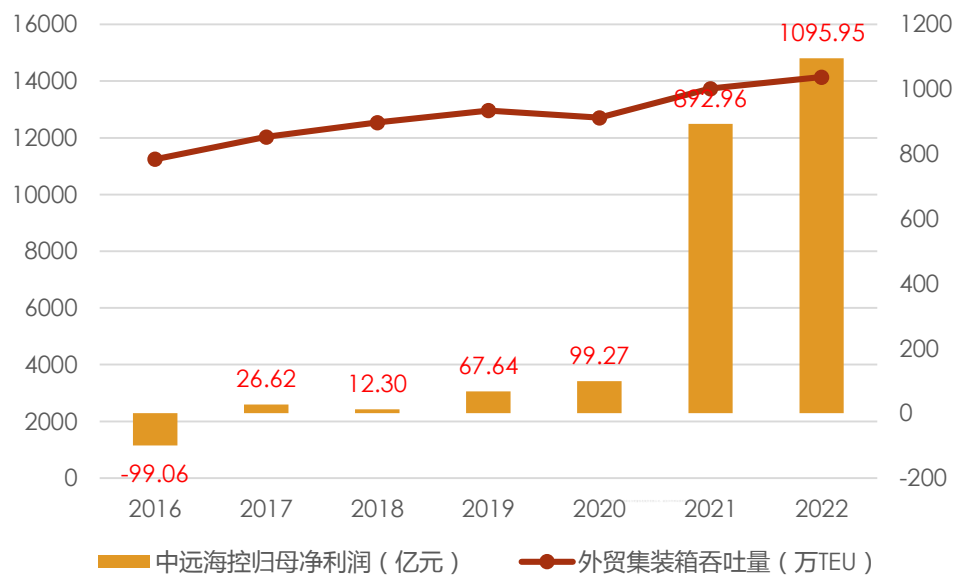


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 中短期角度：周期波动增加全服务航空的魅力

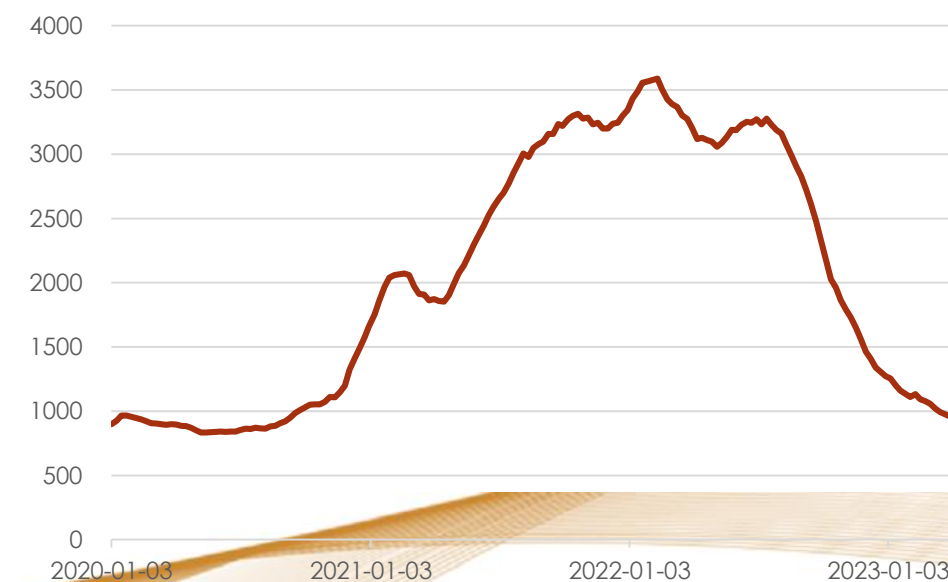
- 我们认为，任何一个行业均兼具周期属性和成长属性，只是两个属性占比差异而已。对于长期成长属性不够有吸引力的行业，可以重点精力放在中短期的周期波动幅度是否足够大。
- 以中远海控为例，2021、2022年归母净利润分别2019年的13倍、16倍，核心原因是期间集装箱运价的暴涨（2020年5月-2022年2月中国出口集装箱运价指数（CCFI）累计最大涨幅为330%）。我们总结产品价格短期价格具备爆发力的周期品，在供需错配前提下，均具备两个特征：买方的价格容忍极限高（比如占其成本费用比例低）、买方的价格接受度高（比如短期没有其他替代品）。

图表：2016-2022年外贸集装箱吞吐量、中远海控归母净利润变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2020年以来中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化趋势

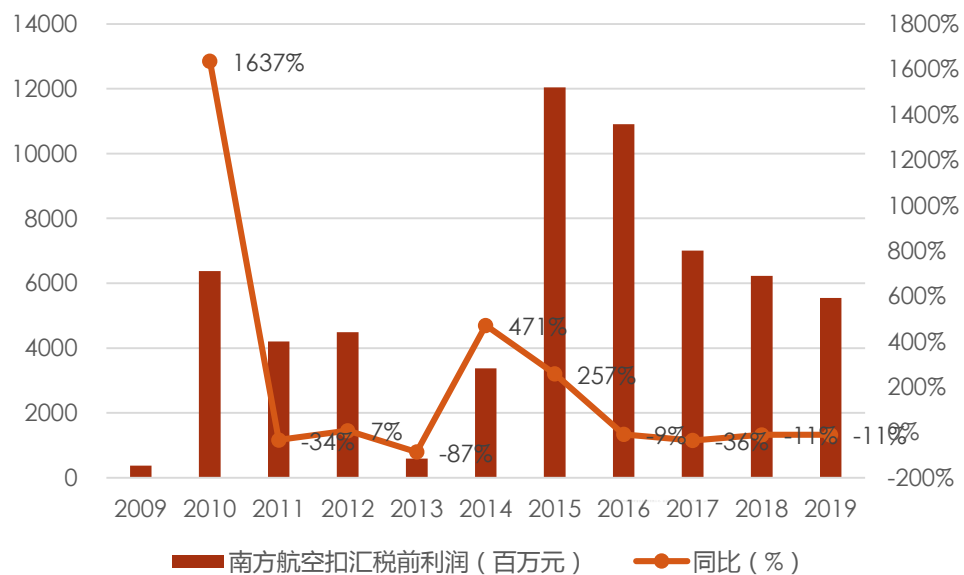


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 中短期角度：周期波动增加全服务航空的魅力

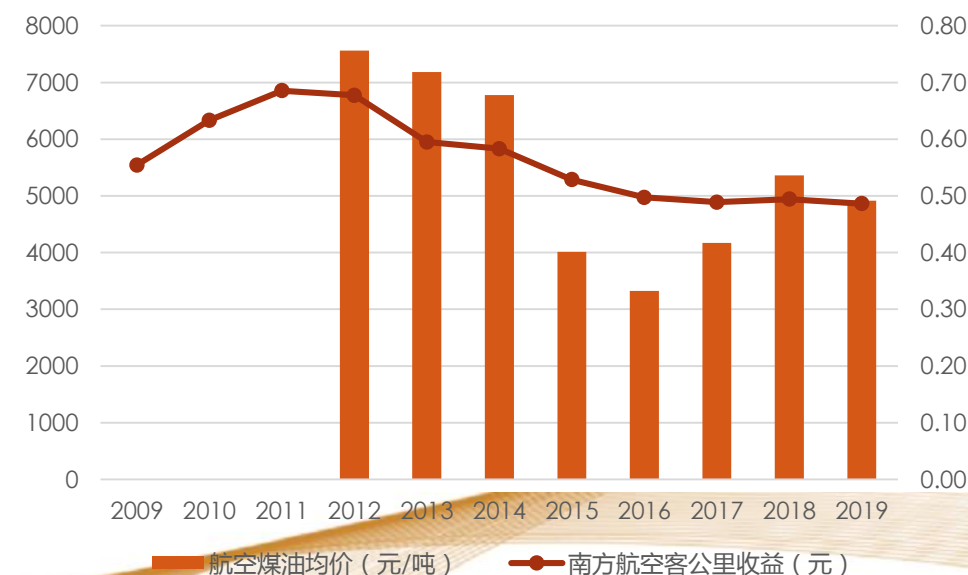
- 我们认为全服务航空中短期波动幅度足够大（比如2010年、2015年），但通过归因分析发现，造成全服务航空中短期较大波动的因素包括价格、油价、人民币汇率。
- 比如2010年南方航空扣汇税前利润同比增长1637%，主要原因是机票价格的上涨（2010年全年南方航空客公里收益相较2009年增长14.2%）；比如2014年、2015年南方航空扣汇税前利润分别同比增长471%、257%，主要原因是2014年下半年开始的油价暴跌（2015年、2016年航空煤油均价分别只有2013年的56%、46%）。

图表：2009-2019年南方航空扣汇税前利润变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2009-2019年南方航空客公里收益及航空煤油均价变化趋势

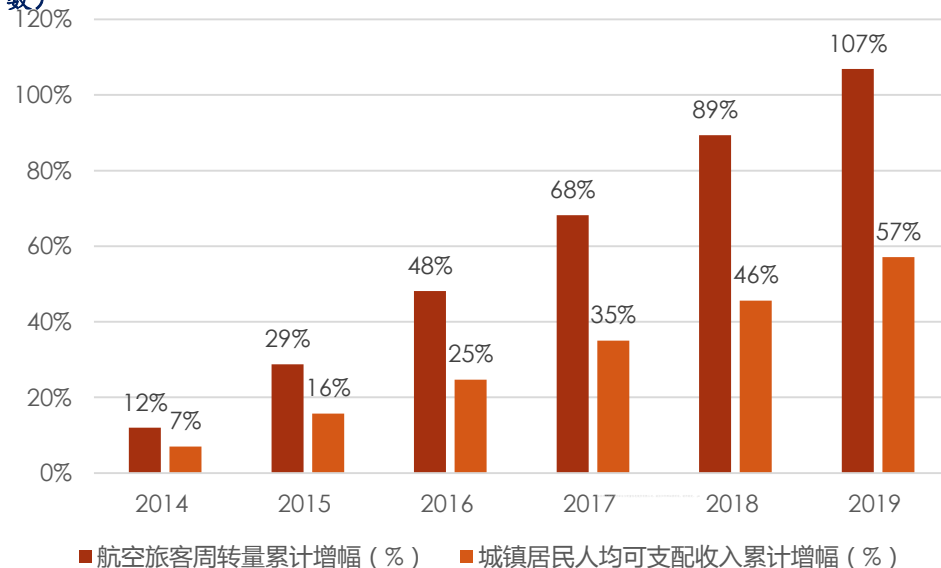


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 为什么说新一轮航空大周期正在徐徐展开

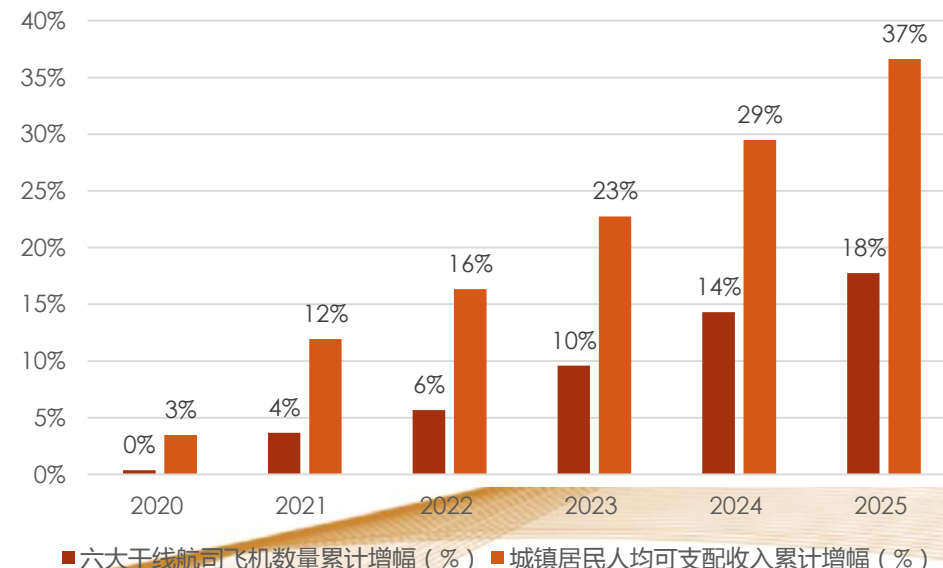
- 我们认为这一轮航空大周期启动的底层逻辑是供需错配：
- 以2013-2019年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长57%，同期航空旅客周转量累计增长107%，中国运输飞机数量累计增长78%（其中南方航空飞机数量累计增长51%，ASK累计增长84%），南方航空客公里收益累计增长-18%。
- 以2019-2025年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长37%（假设23-25年每年同比增长5.5%），同期6大干线航司飞机数量累计增长18%（考虑期间引进飞机以窄体机为主，我们估算同期座位数增幅为15%左右）。

图表：2014-2019年航空旅客周转量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（2013年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：6大干线航司飞机数量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（2019年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：6大干线航司为南方航空、中国国航、东方航空、春秋航空、海航控股及吉祥航空

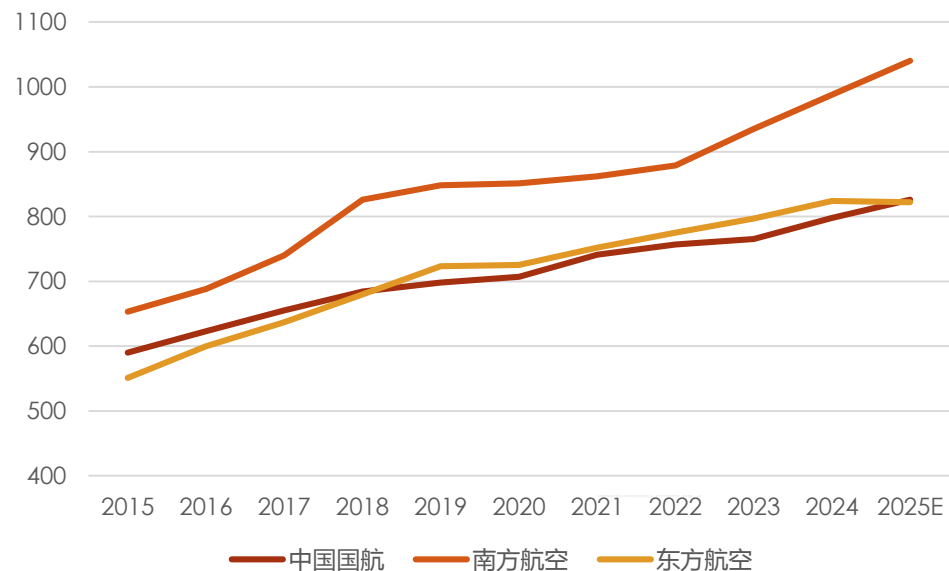
2

南方航空：国内机队规模最大的航司

2.1 公司是国内机队规模最大的航司

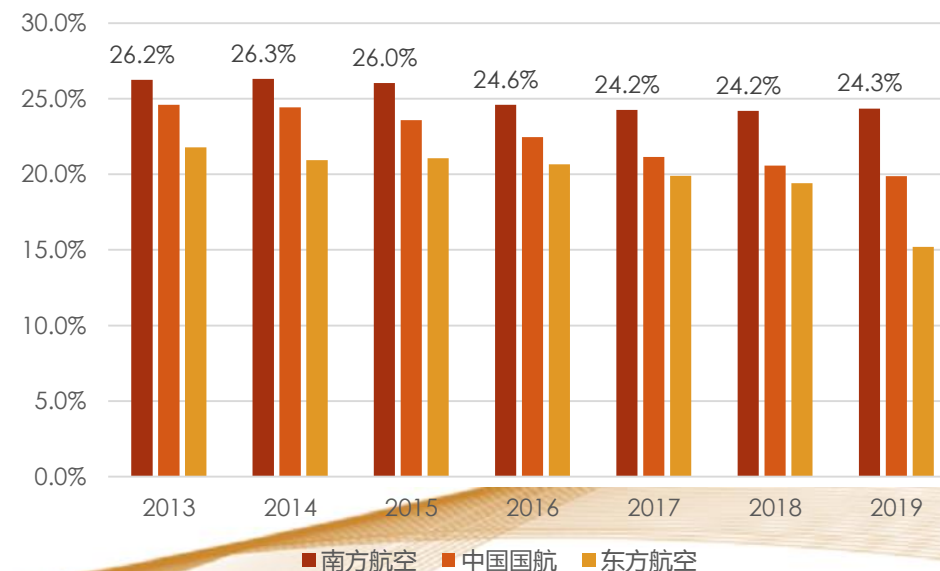
- **运力供给端：**2022年南方航空客运飞机879架，为国内最大的航司。根据公司的经营计划，预计2025年客运飞机数量达到1040架，2019-2025年累计增幅为22.6%（我们测算座位数增幅为19.5%）
- **运量完成端：**2019年南方航空收入客公里为284892.56百万，当年RPK口径市占率为24.34%。

图表：2015-2025E三大航飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2019年三大航RPK市占率变化趋势

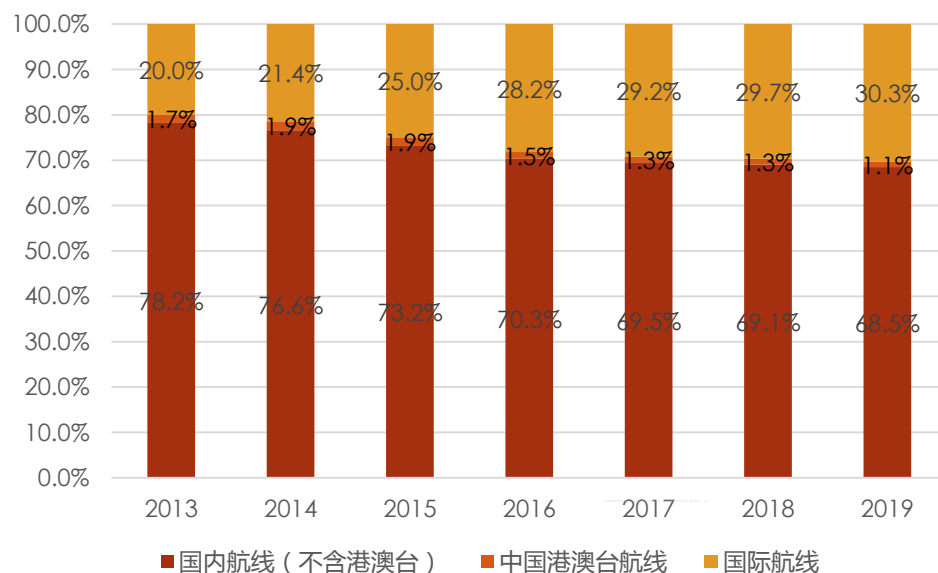


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 公司以广州白云和北京大兴国际机场为双枢纽

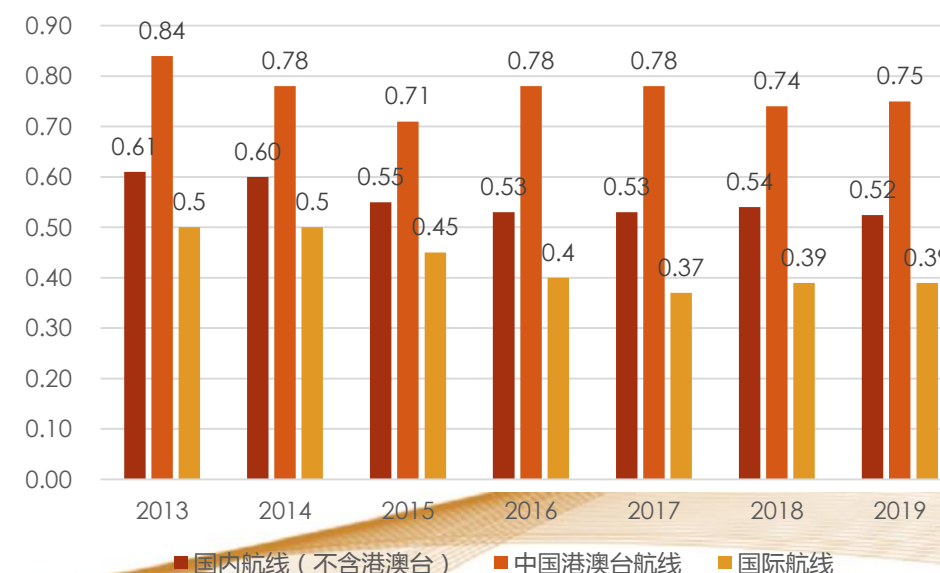
- 以2022年为例，公司在广州白云机场的时刻份额近48.5%，在北京大兴机场的时刻份额突破50%（注：北京大兴机场于2019年9月投运）。由于广州到香港、澳门，陆路通行即可，因此2019年及之前中国港澳台航线RPK占自身比仅1%出头。
- 从南方航空不同航线客公里收益看，2013-2019年中国港澳台航线客公里收益为0.77元，分别比同期国内航线、国际航线高39%、79%。随着跨境航班的恢复以及公司在北京大兴国际机场的位置，我们认为公司有希望通过提升高票价水平的中国港澳台航线占比，进而持续提升公司整体的票价水平。

图表：2013-2019年南方航空收入客公里按照航线占比情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2019年南方航空不同航线客公里收益情况（元）

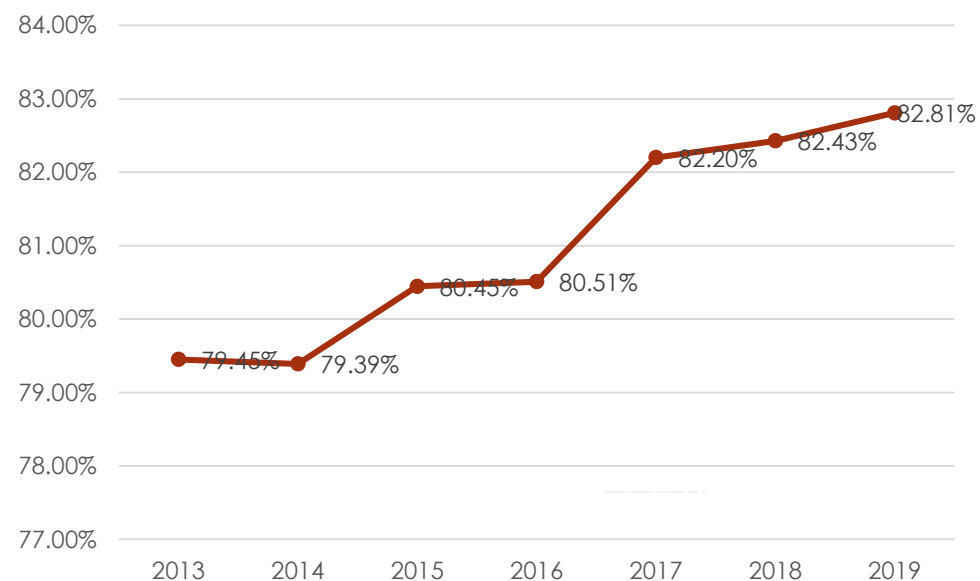


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 疫情前公司的经营效率在持续提升

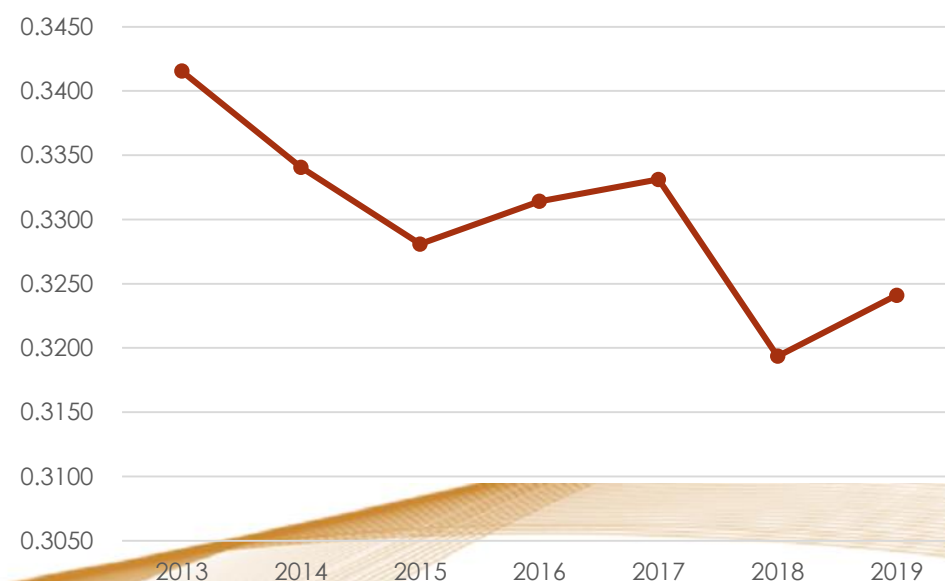
- 以客座率为例，公司整体客座率从2013年的79.45%提升至2019年的82.81%，整体保持连年持续提升的态势。
- 我们在2022年8月9日外发的深度报告《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》提到，如果能够将客公里收益保持稳中有降的态势，航空出行需求有望持续跑赢人均可支配收入的增速。2013-2019年期间，公司累计客公里收益下降18.3%，但通过客座率的提升，同期座公里收益累计下降幅度为14.8%。
- 以南方航空扣油扣汇后单位ASK成本费用为例，2013-2019年累计降幅为5%。尽管经营效率确实有一定优化，但我们也应该认识到，南方航空等全服务航司超额收益来自中短期周期波动的机会。

图表：2013-2019年南方航空整体客座率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2019年南方航空扣油扣汇后单位ASK成本费用变化趋势（元）

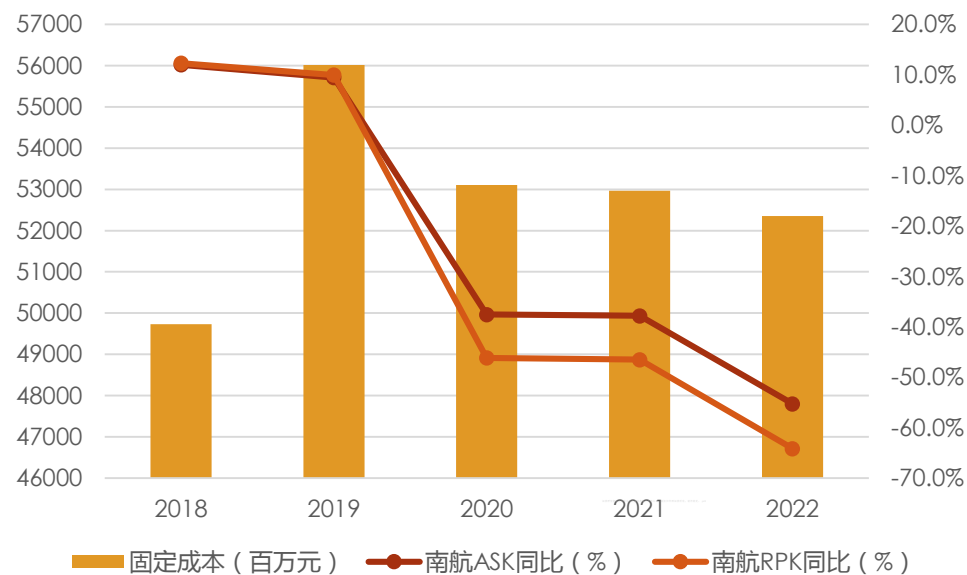


资料来源：wind，华西证券研究所

2.4 疫情三年对公司的盈利能力产生明显冲击

- 我们认为，疫情一方面通过防疫政策影响直接疫区出行，另一方面会从心理层面影响非疫区的出行需求。以公司为例，2020-2022年ASK分别相较2019年下降37.6%、37.8%、55.3%，而同期偏固定的成本项（职工薪酬、飞机持有成本、飞机维修及维护成本）相较2019年优化的幅度仅5%左右。
- 2020-2022年航空需求大幅下降、但固定成本难以下降，造成航空板块巨额亏损。以公司为例，2020-2022年合计亏损565.29亿元，其中南航物流合计净利润为143.51亿元。

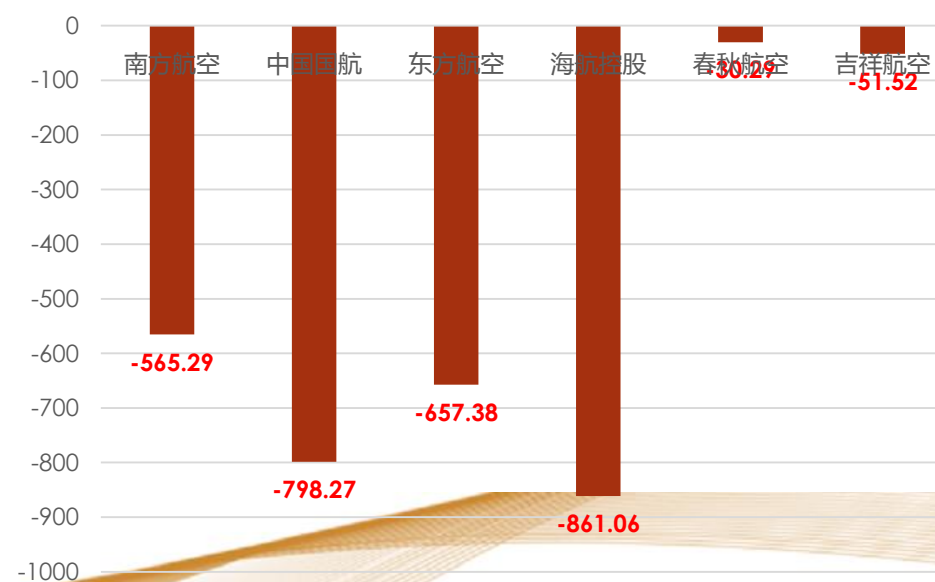
图表：2013-2019年南航股东成本及ASK同比情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2020-2022的同比值，均是以2019年为基数计算

图表：2020-2022年主要上市干线航司合计净利润（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

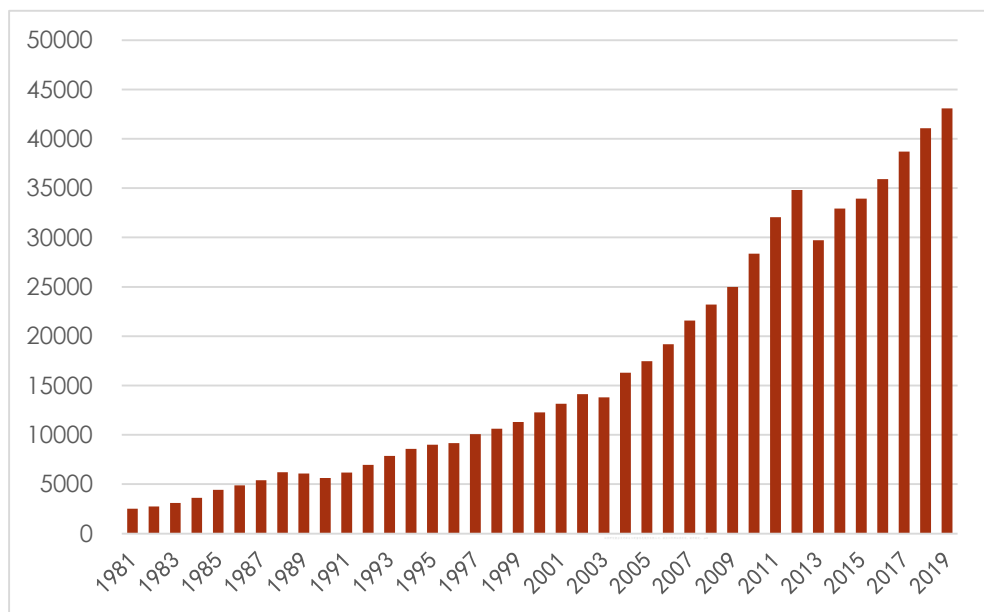
3

长期角度：行业成长期+净利率中枢抬升

3.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

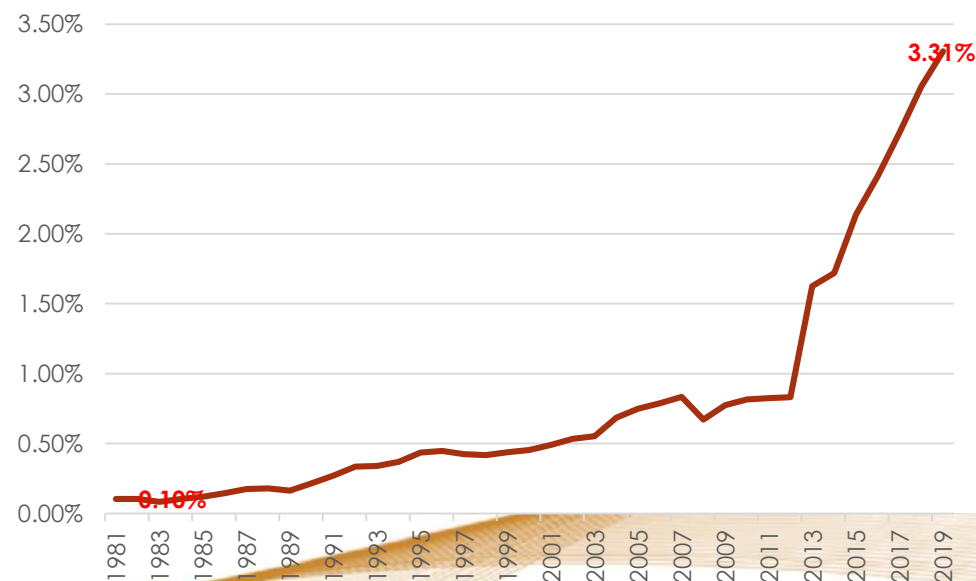
- **航空客运总需求=出行总需求*航空出行渗透率：**
- ①**经济增长是出行总需求增长的底层逻辑。**一方面体现在出行人次的增长，另一方面体现在出行距离的拉长，比如企业在异地扩张市场引发更长距离的差旅需求，再比如旅客前往更远目的地去旅游。
- ②**航空出行是旅客出行的消费升级。**任何一个出行方式的成本包括直接成本（票价）和时间成本，人均可支配收入增长直接带动旅客时间成本提升，这个是航空出行渗透率提升的最底层逻辑。

图表：1981-2019年旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：1981-2019年航空旅客占比（%）

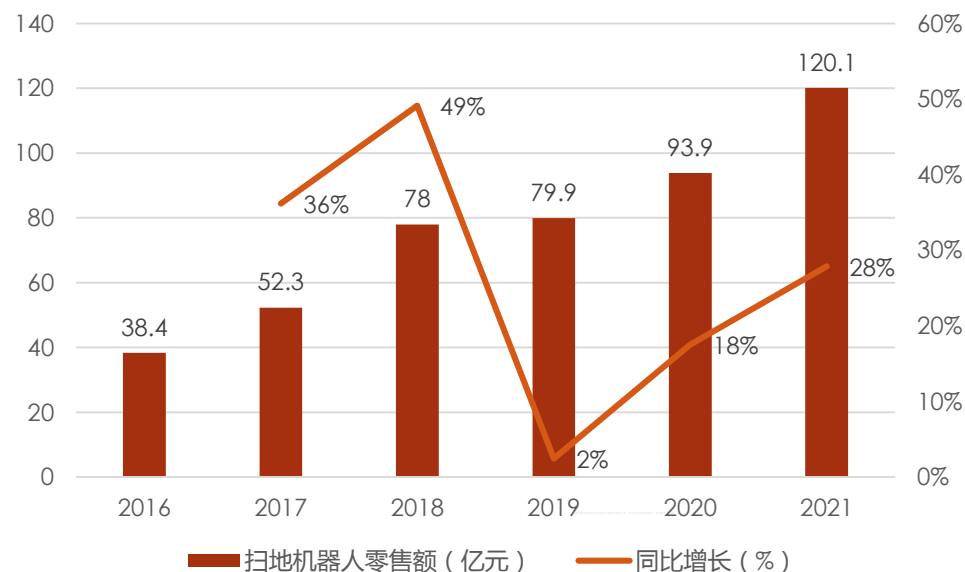


资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

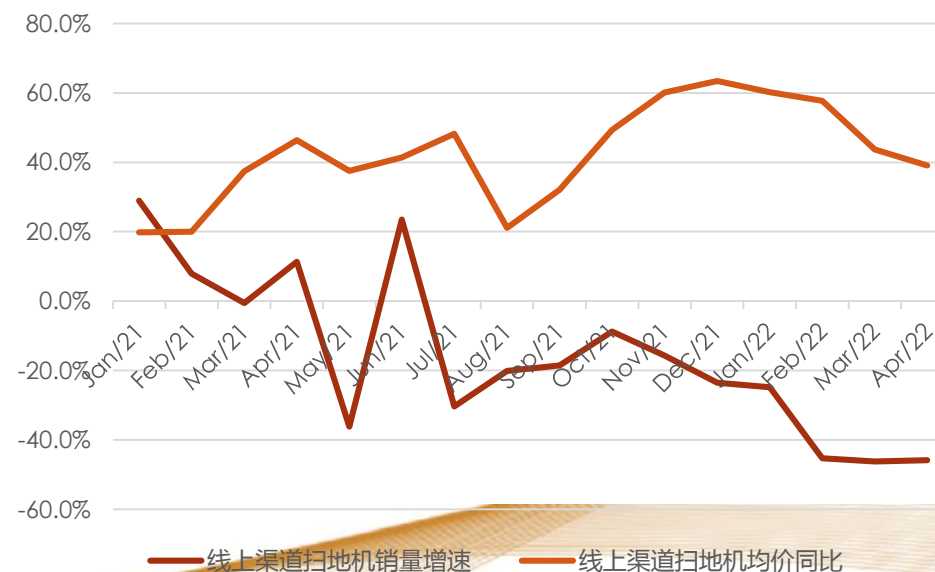
- 对于任何一个消费品而言，渗透率提升的斜率取决于产品力、产品价格和人均可支配收入的边际变化。
- 以扫地机器人为例，2020年导航和障碍识别技术的进步使得扫地机器人短期产品力大幅提升，2020年销售额增速重回高增长。2021年整体产品力仅微创新，均价同比40-60%增长，大幅增高的价格明显抑制了当期的消费需求，2021年以来只有个别月份销量实现了正增长，2022年2-4月销量同比下降幅度甚至超过40%。

图表：2016-2021年扫地机器人零售额变化趋势



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图表：线上渠道扫地机器人当月销量、均价同比变化情况 (%)

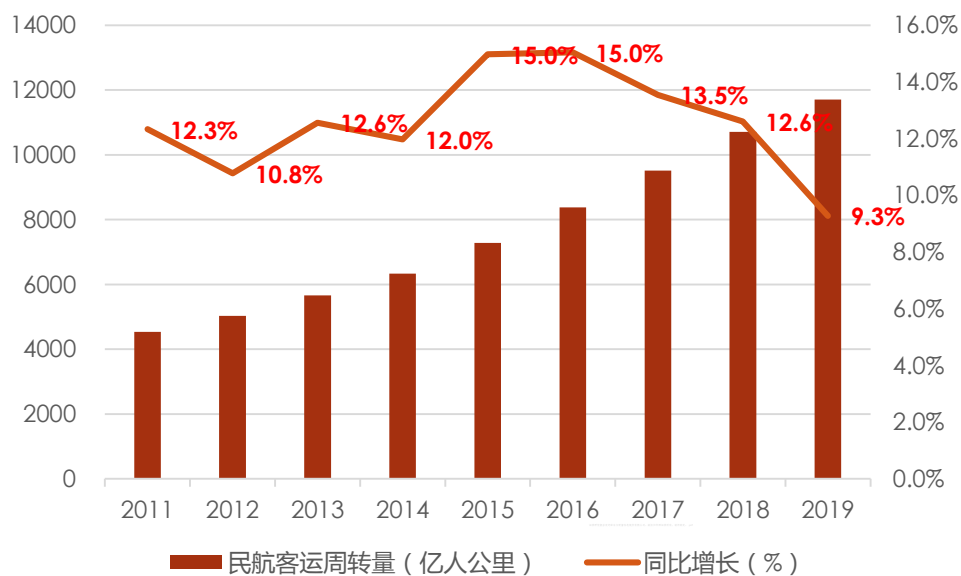


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

3.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

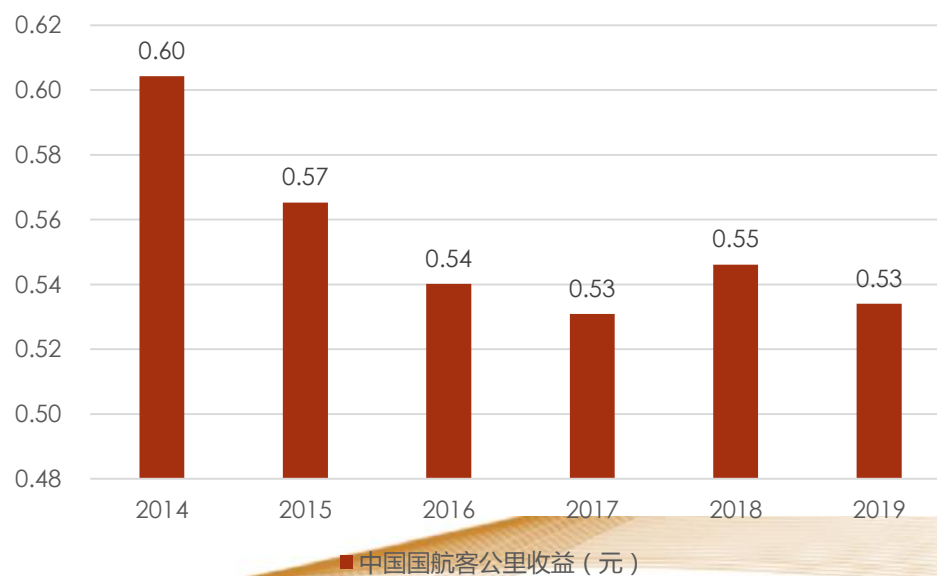
- 对于航空出行而言，基础产品是提供旅客的位移服务，在飞机的飞行速度没有取得质的突破前，航空出行的产品力是一个较为稳定的状态，因此航空出行渗透率取决于机票价格和人均可支配收入。
- 在航空公司不打恶性价格前提下，机票价格是一个长期慢变量，而人均可支配收入也是一个长期慢变量，这就决定了航空出行渗透率的提升是一个长期而又较为缓慢的过程，是一个长跑型选手。

图表：2011-2019年民航客运周转量及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014-2019年中国国航客公里收益 (元)

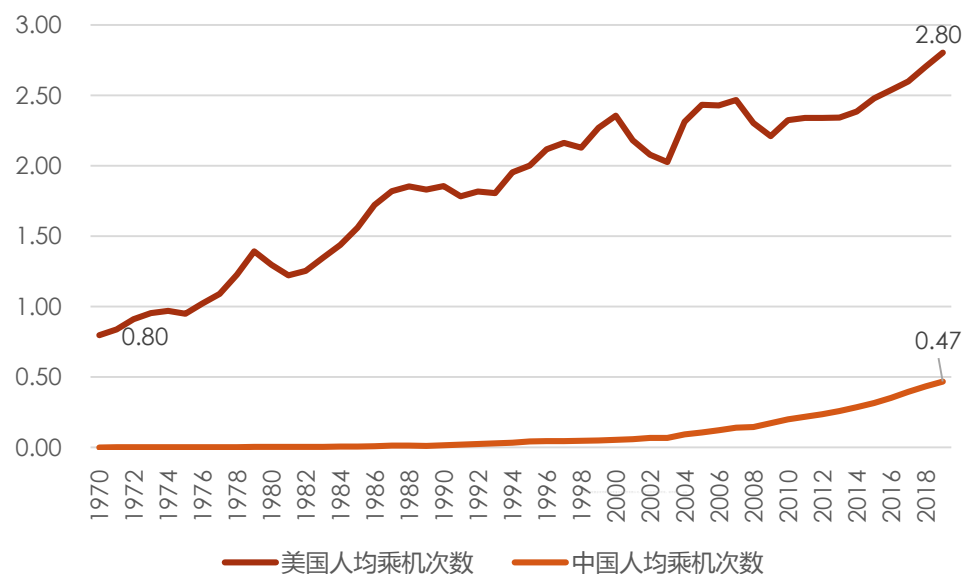


资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

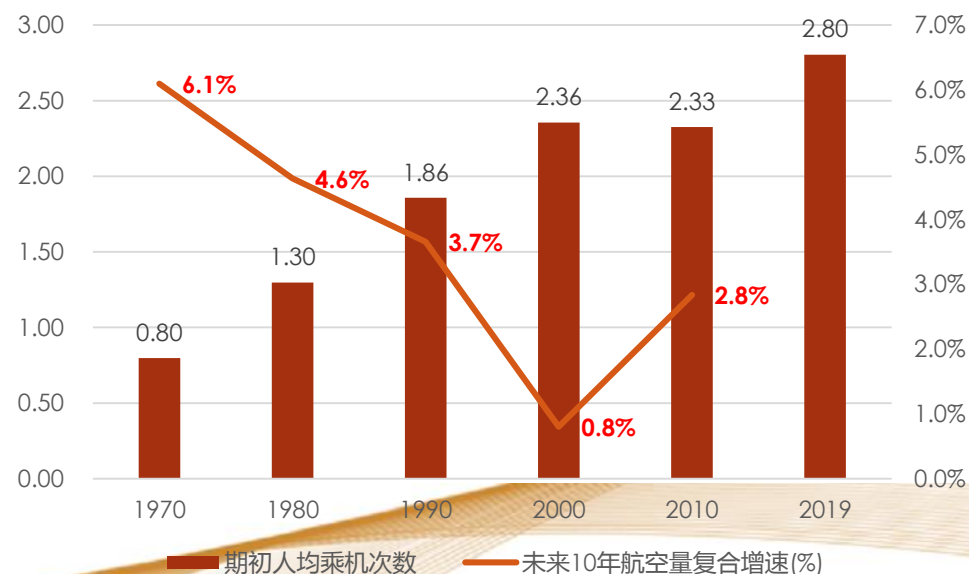
- **中美两国横向对比：**以2019年为例，中国人均航空出行人次仅0.47次，而同期美国为2.80次。1995年美国人均乘机次数达到2次后，1995-2019年航空客运量复合增速为2.3%，甚至2014-2019年复合增速达到了4%。
- **纵向看中国：**中国人均乘机次数从0.2次（2010年）增长至0.39次（2017年），花费时间为7年，期间航空客运量复合增速为10.8%。假设2027年中国人均乘机次数达到0.8次（从0.39次到0.8次，花费10年时间），则2017-2027年航空客运量复合增速为7.4%。参考美国1970年人均乘机次数达到0.8次后的增速情况，我们认为2027-2047年中国航空需求增速依旧可以保持5%左右增速，**当前中国航空出行还在成长期的上半场。**

图表：1970-2019年中国美国人均乘机次数对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：过去近50年美国人均乘机次数及复合增速情况

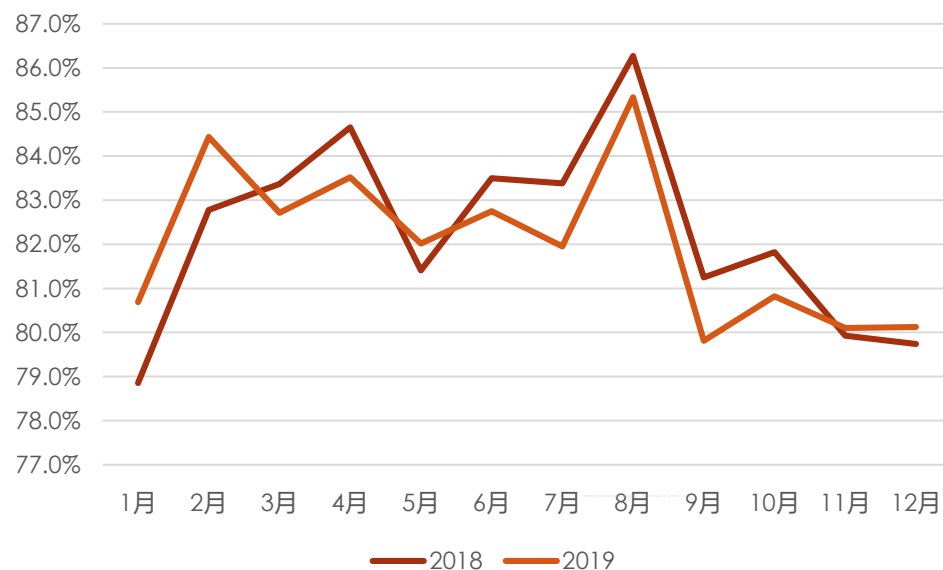


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 盈利能力：中国航空净利率中枢有望持续抬升

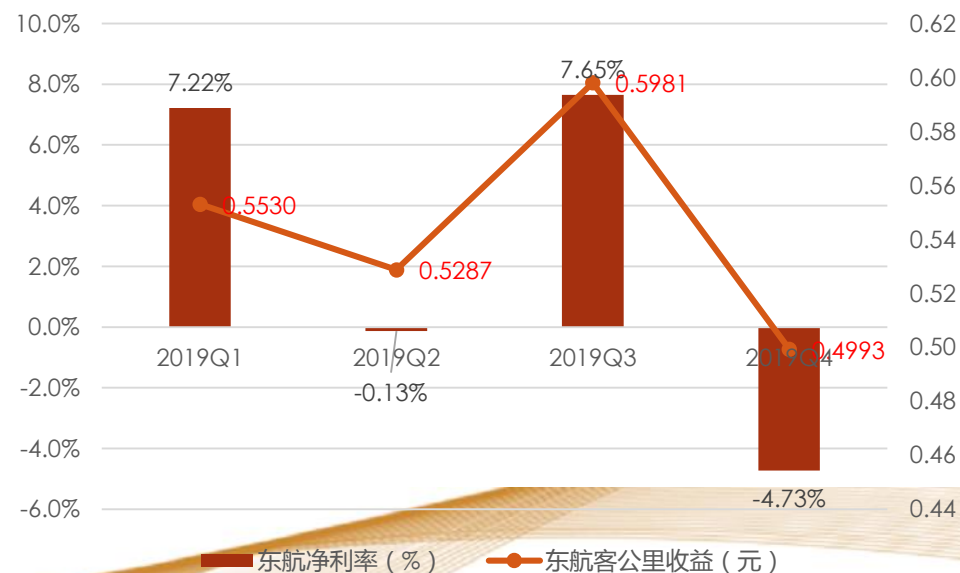
- 推动长期中国航空净利率中枢抬升的因素一：人口结构变化缩小淡旺季航空出行需求波动。
- 由于春节、暑运的存在，国内航空出行需求端同样存在明显淡旺季，Q1、Q3属于旺季。对于航空公司而言，供给配置需要满足旺季时的需求。由于短期供给端是偏刚性的，淡季时客座率有压力，为了将客座率保持在合理水平，航司需要票价的下调，因此淡季票价和净利率相对较低。
- 以2019年东航为例，2019Q2、2019Q4客公里收益分别相较前一个季度环比下降4.4%、16.5%。

图表：东方航空单月客座率变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2019年东方航空单季度净利率及客公里收益情况

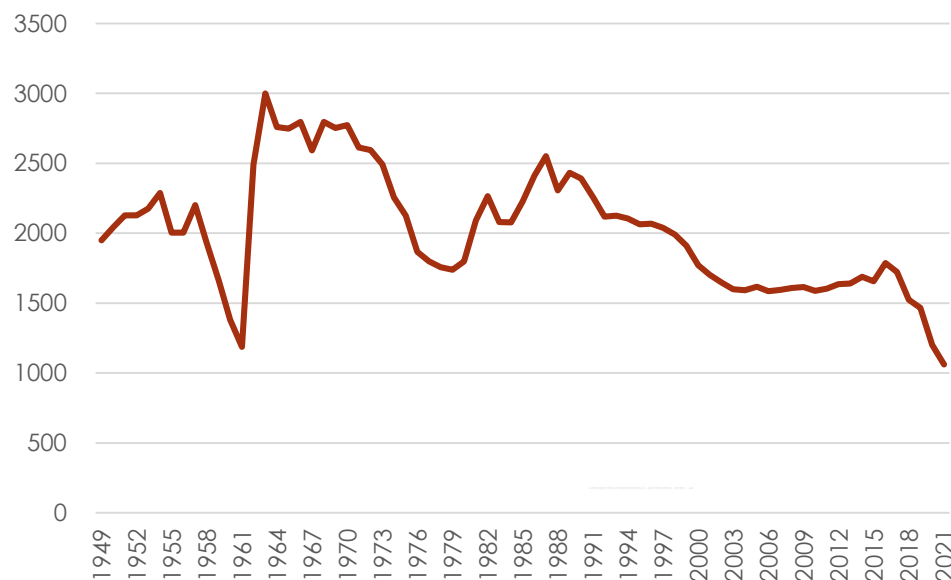


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 盈利能力：中国航空净利率中枢有望持续抬升

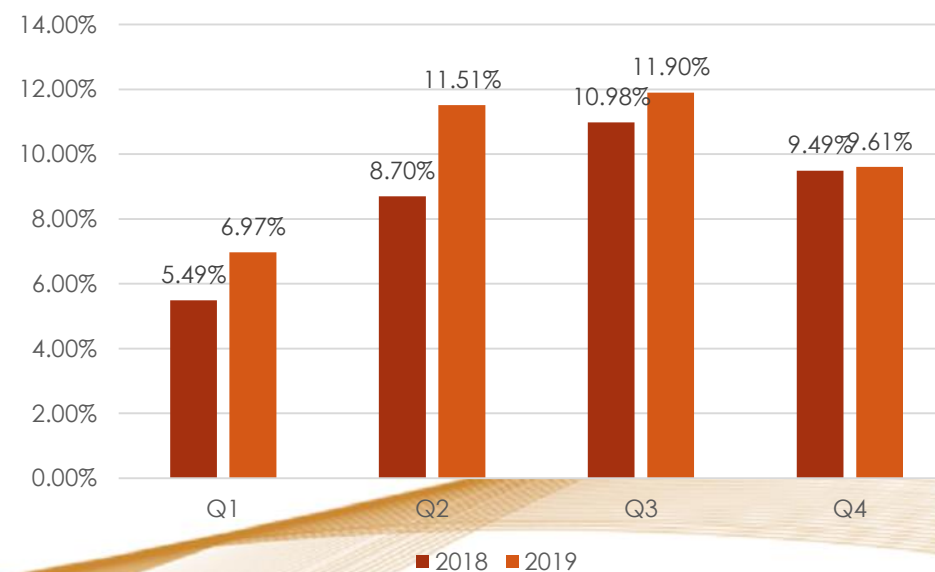
- 推动长期中国航空净利率中枢抬升的因素一：人口结构变化缩小淡旺季航空出行需求波动。
- 未来10年，1962-1973年这一波出生人口高峰期的将陆续进入退休生活。我们认为，这一代人既没有错过高等教育，又完美赶上了改革开放的红利，意味着整体旅游消费能力比较强。这部分群体在退休后的生活，完全可以在淡季从容出游，意味着航空公司在Q2、Q4客座率有希望向Q1、Q3看齐。
- 同样以2019年东航为例，假设Q2与Q4净利率提升至前一个季度的60%，则当年东方航空的净利率将从2.88%提升至6.06%，净利率提升幅度达到110%。

图表：1949-2021历年出生人口数量（万人）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2018-2019年达美航空各个季度净利率情况（%）

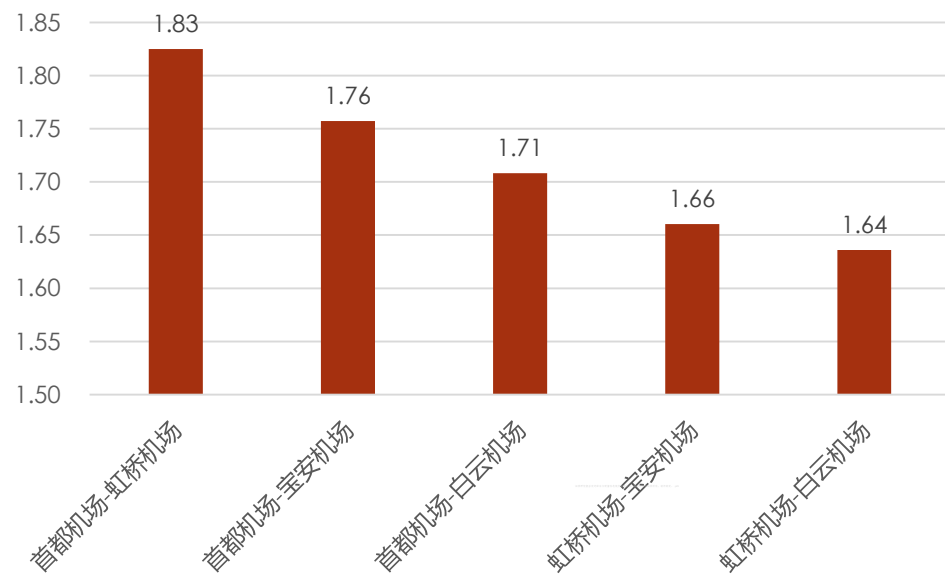


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 盈利能力：中国航空净利率中枢有望持续抬升

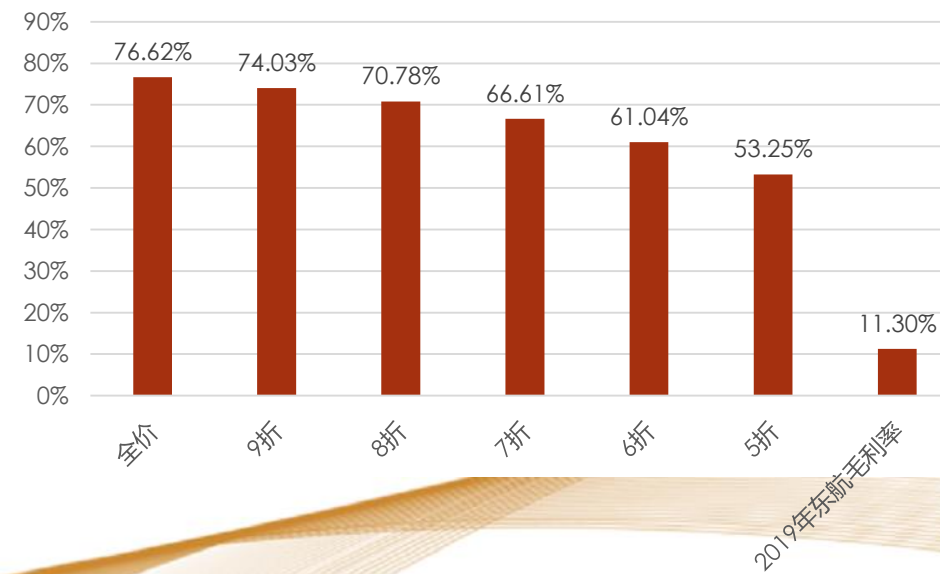
- 推动长期中国航空净利率中枢抬升的因素二：经济舱价格市场化改革抬升商务航线长期票价中枢。
- 我们认为：①对于商务航线而言，相同线路的高铁对其替代性很低，这其中既有旅行时间差异的因素，又有企业报销制度设计的因素；②基于运输服务体验者及实际支付者的差异，影响商务航线长期实际票价中枢的核心因素是经济舱全价票、企业盈利情况，影响旅游航线长期票价中枢的核心因素则是供需、旅客收入水平。以上海虹桥机场到北京首都机场为例，2017年经济舱全价票为1240元，最新经济舱全价票已经涨至2150元，而杭州萧山机场到北京首都机场的经济舱全价票为3210元。

图表：不同商务航线经济舱全价票所对应的客公里收益（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：不同折扣情况下京沪航线（首都-虹桥）毛利率测算



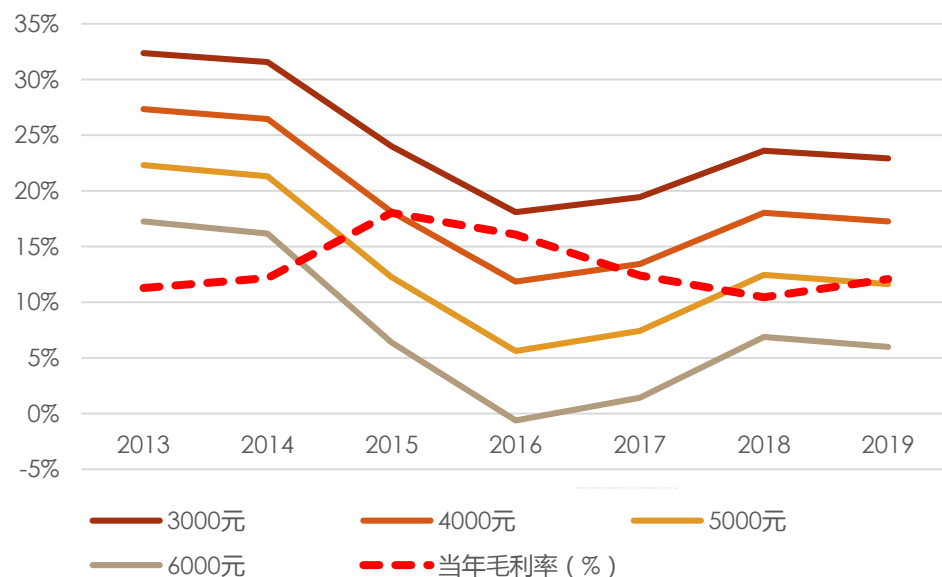
资料来源：wind，华西证券研究所

注：①假设客座率为90%；②座公里成本采用东方航空2019年的财报数据

3.2 盈利能力：中国航空净利率中枢有望持续抬升

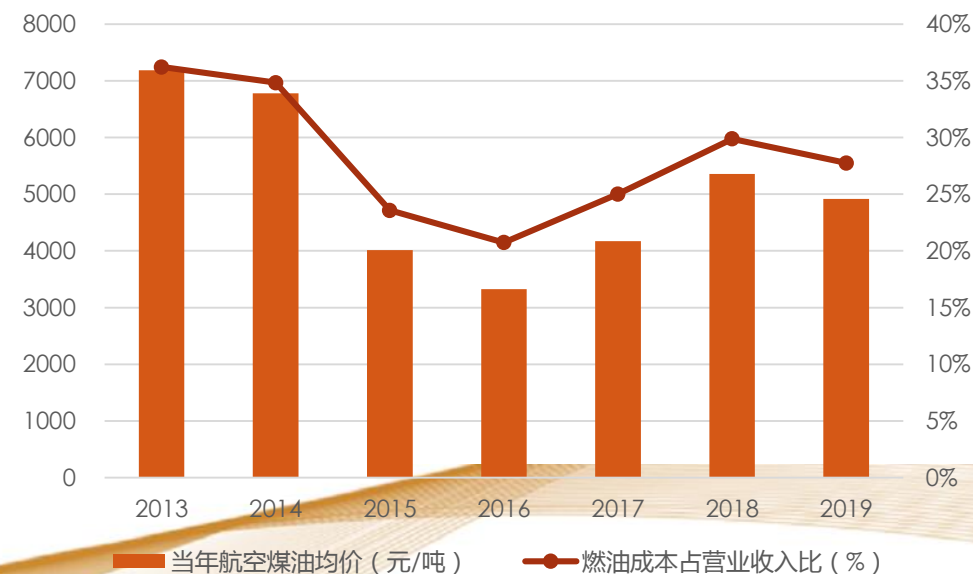
- 推动长期中国航空净利率中枢抬升的可能因素三：我们在重点观察新能源渗透率提升对老能源价格的影响。
- 我们认为新能源增长的底层逻辑是，更低成本（包括外部成本）的能源对高成本能源的替代。风光、核电占比的提升，汽车等电动化趋势，挤占的是原油等传统能源的空间。尽管影响能源价格的变动因素不仅仅只是经济世界的供需关系，但我们也在重点观察新能源渗透率提升对老能源价格的影响。

图表：基于不同航空煤油均价假设下2013-2019年南方航空毛利率测算（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2019年燃油成本占营业收入比（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

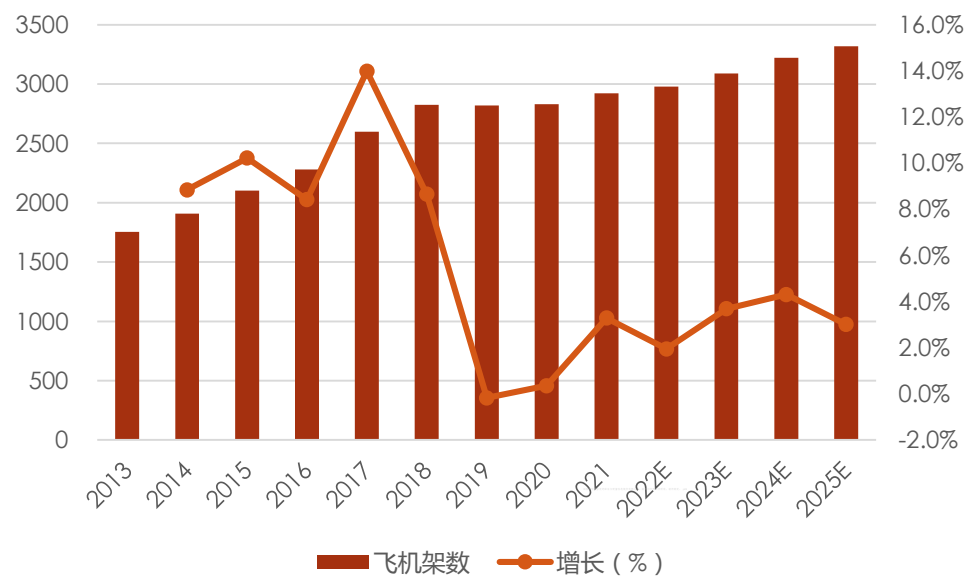
4

中短期：新一轮航空大周期正在徐徐展开

4.1 供给端：客运飞机数量在确定性降速

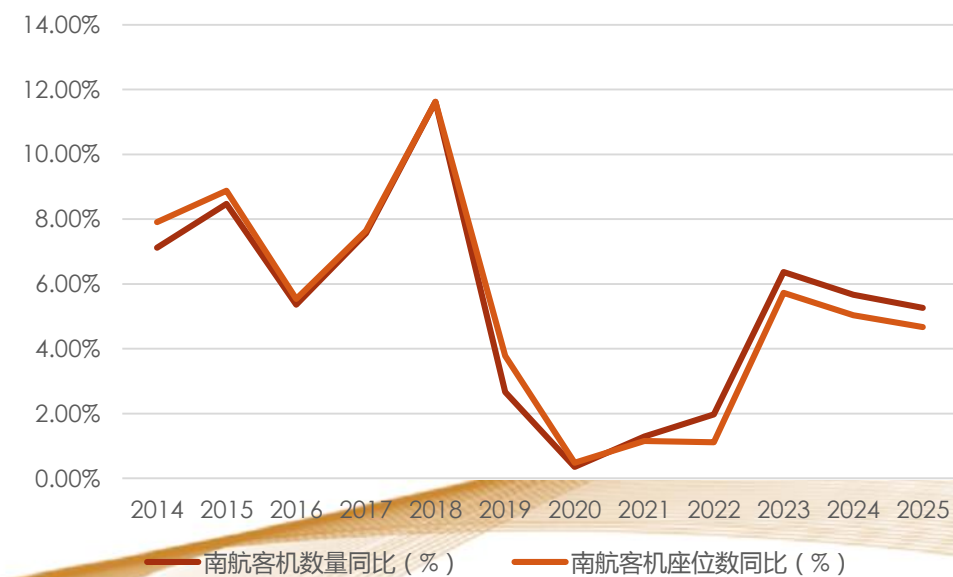
- 飞机数量增速下降明显。以6大上市干线航司为例，根据其未来三年经营计划计算，其合计飞机数量在2013-2019年这六年时间合计增幅为60.8%，而在2019-2025年这六年时间合计增幅仅为17.7%。
- 我们预计2019-2025年飞机座位数的增幅小于同期飞机数量的增幅。疫情后航司增量飞机以窄体机为主，以南方航空为例，2019-2025年客机数量累计增幅为22.6%、客机座位数累计增幅为19.5%。

图表：2013-2025年6大上市干线航司飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014-2025年南航客机数量及座位数增长情况 (%)

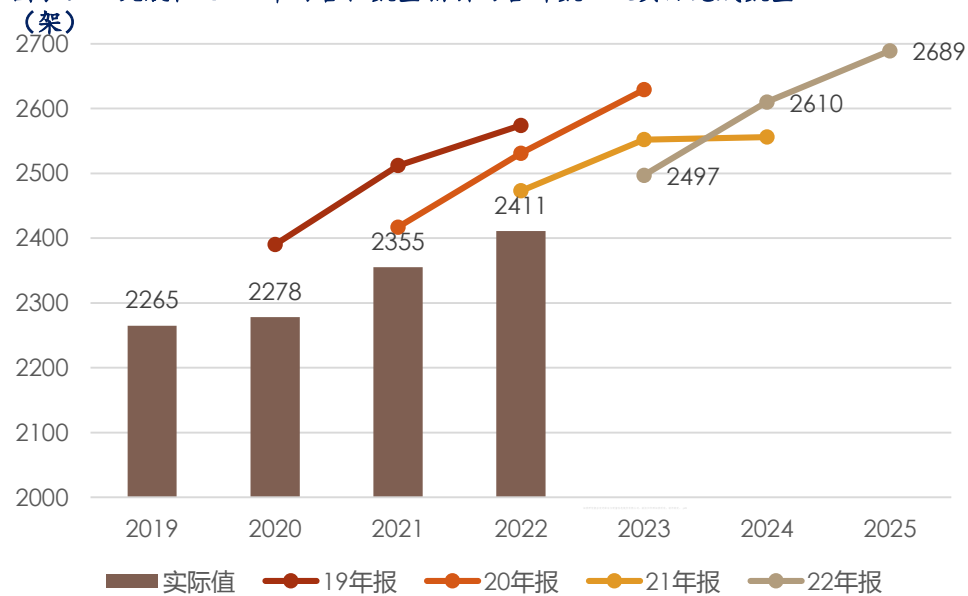


资料来源：wind，华西证券研究所

4.1 供给端：客运飞机数量在确定性降速

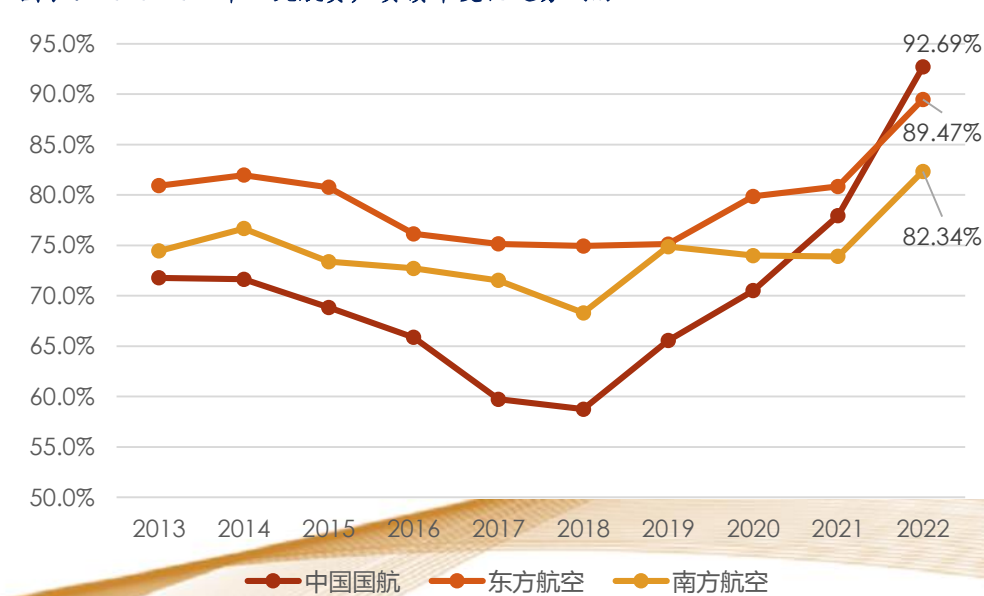
- 过去三年国内航空公司一直在下调飞机引进计划。以三大航合计数为例，其在2019、2020、2021年报对2022年的客机数量指引分别为2574架、2531架、2473架，而截止2022年底三大航客机数量实际值为2411架。
- 我们预计未来2-3年航司将先后修复利润表、资产负债表，期间将以维持性资本开支为主。以中国国航为例，截止2022年底的有息负债相较2019年底净增加678.4亿元，资产负债率从2019年年底的65.55%提高至2022年底的92.69%。

图表：三大航在19-22年对客机数量指引的合计数以及实际完成数量



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2022年三大航资产负债率变化趋势 (%)

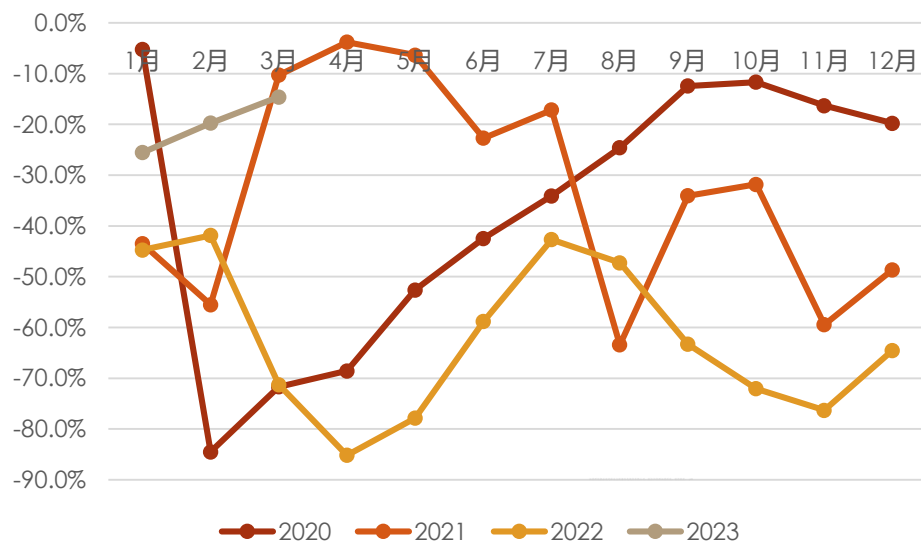


资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 需求端：从恢复式增长到自然增长

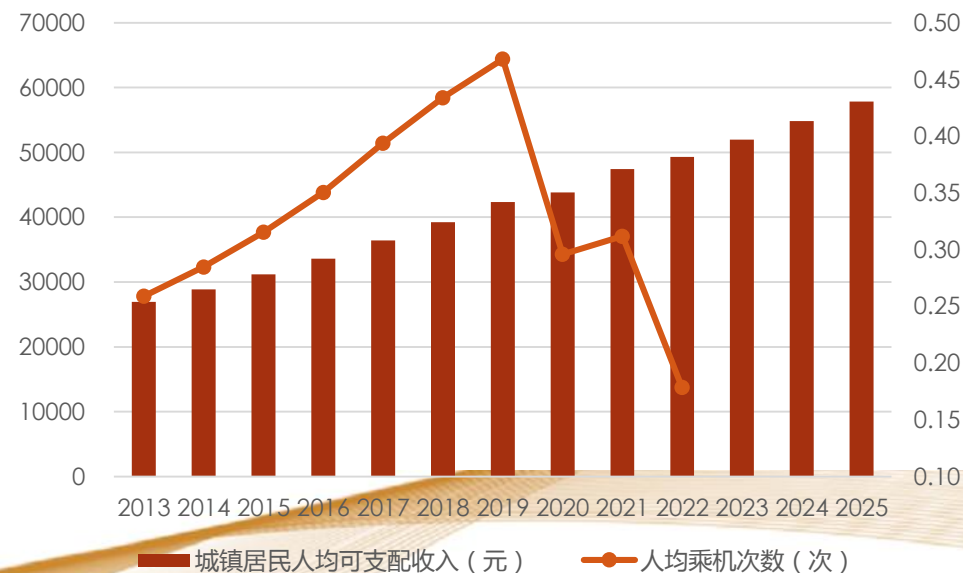
- 在正常情况下，民航客运内生需求取决于当期票价水平（包括燃油附加费、机场建设费）、以及当期旅客的消费意愿（由当期可支配收入及消费信心决定，对未来收入的预期影响当期消费信心）。
- **疫情的变化**，一方面通过防疫政策影响出行，另一方面会从心理层面影响非疫区的出行需求。疫情边际变差时，实际需求曲线低于民航客运内生的幅度会扩大；疫情边际变好时，实际需求曲线会抬升、直到与民航客运内生需求重合。

图表：当月民航客运量相较2019年同期的增幅情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2025年城镇居民人均可支配收入及人均乘机次数变化趋势



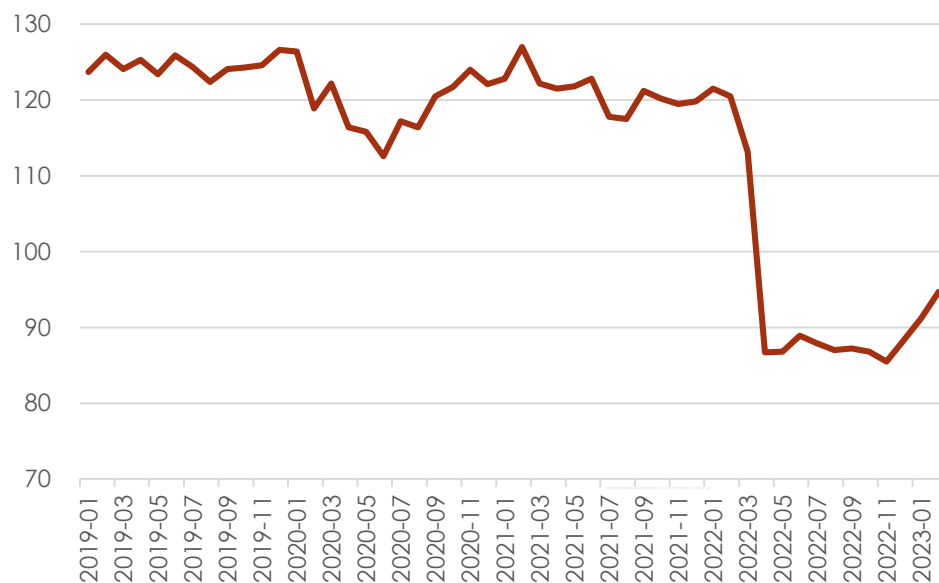
资料来源：wind，华西证券研究所

注：假设2023-2025年城镇居民人均可支配收入每年增长5.5%

4.2 需求端：从恢复式增长到自然增长

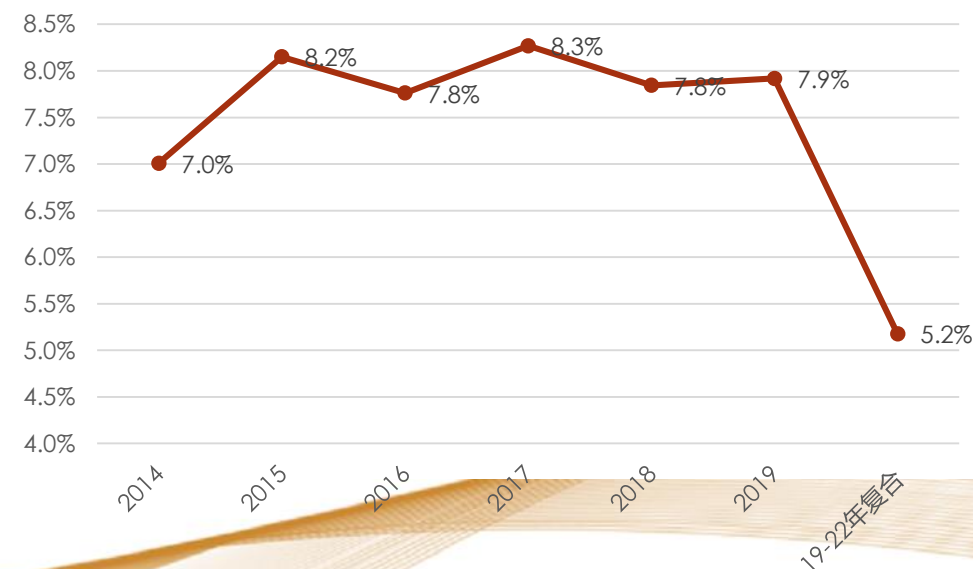
- 基于航空出行需求的研究框架以及疫情对航空出行需求影响内在机制分析，我们认为航空出行需求恢复包括恢复式增长和自然增长两个阶段。
- **第一个阶段恢复式增长**，我们可以理解是疫情影响消退后，航空出行消费场景的恢复；**第二个阶段自然增长**，上半场是兑现过去几年收入增长对航空出行需求的内生带动，核心观察消费者信心恢复情况。下半场市场大概率会预期社会经济完全正常运转后，疫情三年造成的收入增速降速部分将会有个修复。

图表：月度消费者信心指数变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014年以来城镇居民人均可支配收入增速情况（%）

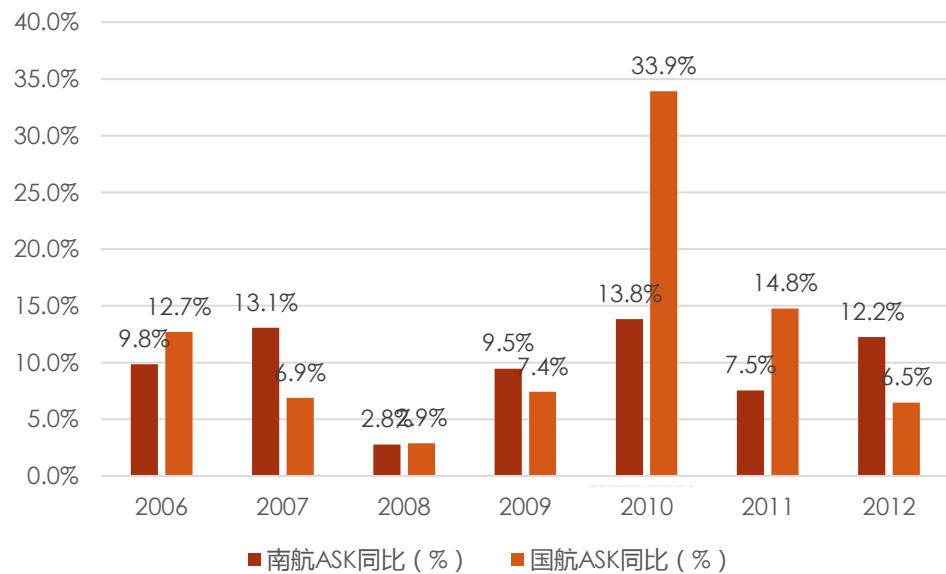


资料来源：wind，华西证券研究所

4.3 本章小结

- 2019-2025年，我们预计民航飞机累计增长18%（参考6家上市干线航司，预计行业飞机座位数增幅<全行业客机增幅<6家上市干线航司飞机增幅18%）、民航需求累计增幅为38%（假设23-25年城镇居民收入增速5.5%，2019-2025年民航客运需求增幅与同期收入增幅持平），随着民航需求从恢复式增长到自然增长验证，新一轮航空大周期正在徐徐展开。
- 上一轮由票价上涨（供需差）带来的航空大周期是2009/2010年。08年金融危机导致当年供给降速（比如南航、国航当年ASK增速分别降至2.8%、2.9%），随着10年航空出行需求完全恢复后，当年南航、国航客公里收益分别同比增长14.3%、12.7%，2010年航空板块业绩迎来大幅增长（2010Q3南航单季归母净利润30.41亿元，客机400架）。

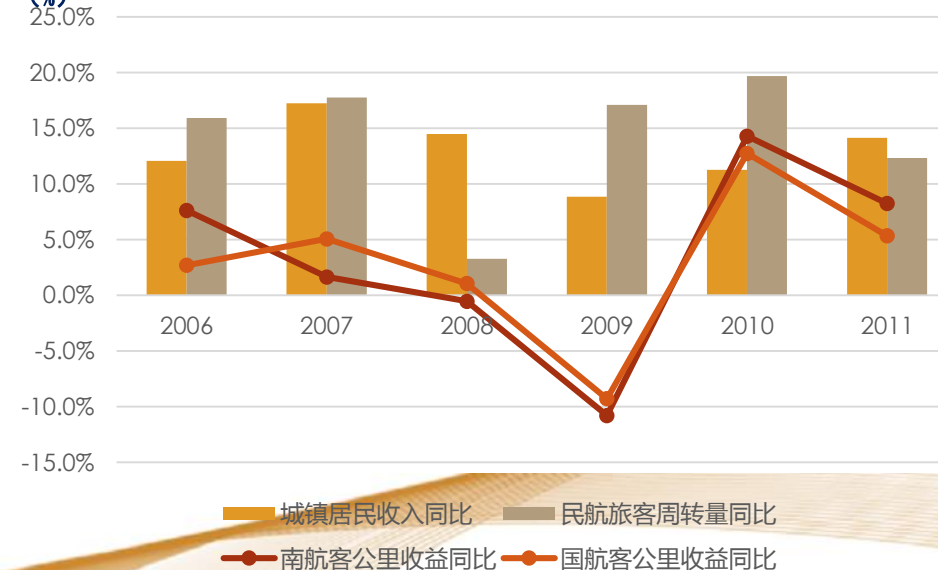
图表：2006-2012年南航、国航ASK同比增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2010年4月中国国航并表了深圳航空

图表：2006-2011南航与国航客公里收益、城镇居民收入、民航旅客周转量增速情况（%）

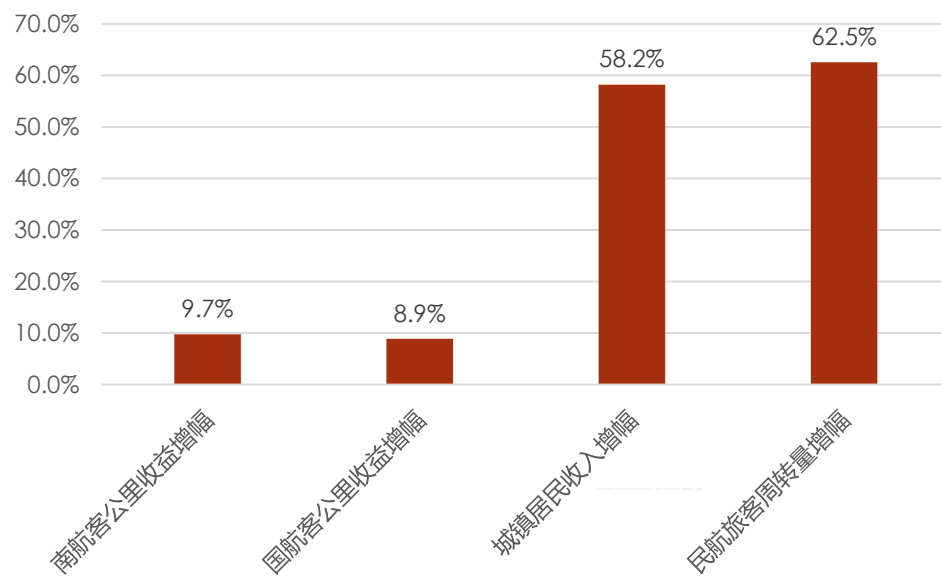


资料来源：wind，华西证券研究所

4.3 本章小结

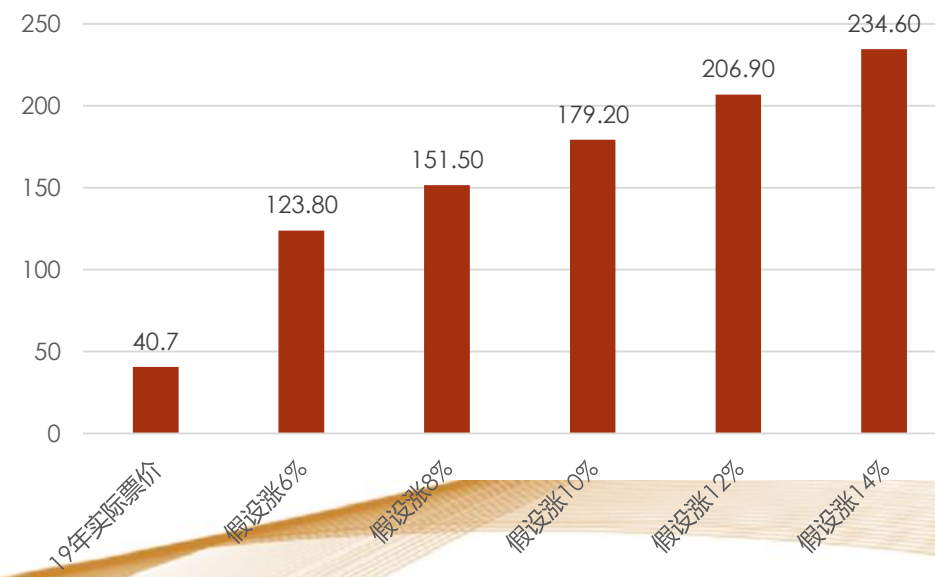
- 以2007-2011为例，南航、国航客公里收益累计增幅分别为9.7%、8.9%（用南航及国航来表征同期机票价格变动情况），但同期民航旅客累计增幅高于收入增幅4.3个百分点，说明这个价格涨幅并没有对需求形成抑制。
- 以南方航空为例，假设2019年的平均机票价格上涨10%（包括票价变动对税前净利润的影响，没有考虑油价、汇率、以及运力等因素变动），当年的税前利润将从40.7亿元提升至179.20亿元。尤其需要强调一点，2019年南方航空平均机票价格为913.46元（包括国内、国际航线），机票价格上涨10%隐含的涨幅仅仅91.35元。

图表：2007-2011年南航及国航客公里收益、城镇居民收入、航空出行需求累计增幅（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：以2019年为基础测算，不同票价涨幅下南航的税前利润（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：仅包括票价变动对税前净利润的影响，没有考虑油价、汇率、以及运力等因素变动

5

盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

- **营业收入核心假设：**①2023-2025年ASK同比增速分别为92%、28%、15%，2024年飞机日利用小时数基本恢复至疫情前；②2022-2024年客座率为78%、83%、84%，考虑需求复苏的情况，假设2025年客座率略高于2019年；③2023-2025年客公里收入为0.5867元、0.5357元、0.5331元，2025年相较2019年增长10%。
- **营业成本核心假设：**假设2023-2025年座公里营业成本为0.4812元、0.4124元、0.3976元，假设2025年飞机日利用小时数基本恢复至疫情前，座公里营业成本基本和2019年持平。

图表：2023-2025年南方航空盈利预测的关键假设

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ASK (百万座公里)	314295	344042	214794	213933	153885	296161	379649	435540
同比 (%)		9%	-38%	0%	-28%	92%	28%	15%
RPK (百万座公里)	259066	284893	153423	152402	102067	229621	314449	366782
客座率 (%)	82%	83%	71%	71%	66%	78%	83%	84%
客公里收益 (元)	0.4942	0.4862	0.4597	0.4947	0.5880	0.5867	0.5357	0.5331
同比 (%)		-1.6%	-5.4%	7.6%	18.9%	-0.2%	-8.7%	-0.5%
航空客运收入 (百万元)	128038	138502	70534	75392	60017	134718	168449	195535
其他收入 (百万元)	15585	15820	22027	26252	27042	19811	18950	18400
营业收入合计 (百万元)	143623	154322	92561	101644	87059	154529	187399	213936
座公里营业成本 (元)	0.4092	0.3943	0.4418	0.4872	0.6879	0.4812	0.4124	0.3976
营业成本 (百万元)	128613	135668	94903	104229	105862	142513	156578	173187

资料来源：wind，华西证券研究所

5.2 投资建议

- 我们预计南方航空2023-2025年营收为1545.29亿元、1873.99亿元和2139.36亿元，归母净利润分别为34.65亿元、182.03亿元和271.18亿元（EPS分别为0.19元、1.00元和1.50元），对应2023年4月24日收盘价7.59元PE分别为39.69倍、7.56倍和5.07倍。
- 我们认为，长期看航空出行还在成长期的上半场，中国航空板块将面临长期净利率中枢抬升的机遇。中短期角度，我们预计2019-2025年民航飞机累计增长18%（参考6家上市干线航司，预计行业飞机座位数增幅<全行业客机增幅<6家上市干线航司飞机增幅18%）、民航需求累计增幅为38%（假设23-25年城镇居民收入增速5.5%，2019-2025年民航客运需求增幅与同期收入增幅持平），随着民航需求从恢复式增长到自然增长验证，新一轮航空大周期正在徐徐展开。南方航空作为国内机队规模最大的航司，在这一轮航空向上的周期中，也将兑现其业绩弹性，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

可比公司估值表（南方航空盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600029.SH	南方航空	7.59	-1.8	0.19	1	1.5	-4.21	39.69	7.56	5.07
601111.SH	中国国航	10.37	-2.66	0.2	1.01	1.26	-3.99	51.37	10.25	8.24
600115.SH	中国东航	5.17	-1.68	0.11	0.56	0.7	-2.79	46.58	9.19	7.38

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：收盘价采用2023年4月24日收盘价



风险提示

6 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，航空出行需求将受到收入和消费倾向的双杀。
- **疫情再次出现反复。**如果未来疫情再次出现较为严重的反复，则可能出现预期反向波动、进而造成股价较大幅度回调。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

7 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头
8	2022年11月1日	投资策略报告	2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流
9	2022年11月15日	航运行业深度	航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架
10	2022年12月4日	公司深度	顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	87,059	154,529	187,399	213,936	净利润	-33,698	3,937	20,686	30,816
YoY (%)	-14.3%	77.5%	21.3%	14.2%	折旧和摊销	24,709	2,974	3,019	3,064
营业成本	105,862	142,513	156,578	173,187	营运资金变动	3,574	7,302	1,639	5,574
营业税金及附加	240	309	375	428	经营活动现金流	3,465	18,515	29,506	43,374
销售费用	4,555	6,181	6,559	6,846	资本开支	-6,897	-2,491	-2,473	-2,430
管理费用	3,560	4,636	5,060	5,348	投资	907	0	0	0
财务费用	9,240	2,406	4,103	3,656	投资活动现金流	-5,407	-2,491	-2,473	-2,430
研发费用	389	464	562	642	股权募资	6,162	0	0	0
资产减值损失	-582	0	0	0	债务募资	1,410	-2,100	-10,000	-10,000
投资收益	555	0	0	0	筹资活动现金流	299	-6,911	-14,690	-14,490
营业利润	-32,199	3,428	20,159	30,246	现金净流量	-1,567	9,113	12,343	26,454
营业外收支	673	509	527	570	主要财务指标				
利润总额	-31,526	3,937	20,686	30,816	成长能力 (%)				
所得税	2,172	0	0	0	营业收入增长率	-14.3%	77.5%	21.3%	14.2%
净利润	-33,698	3,937	20,686	30,816	净利润增长率	-170.0%	110.6%	425.4%	49.0%
归属于母公司净利润	-32,682	3,465	18,203	27,118	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-170.0%	110.6%	425.4%	49.0%	毛利率	-21.6%	7.8%	16.4%	19.0%
每股收益	-1.90	0.19	1.00	1.50	净利率	-37.5%	2.2%	9.7%	12.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	-10.5%	1.1%	5.4%	7.4%
货币资金	20,240	29,353	41,696	68,150	净资产收益率ROE	-79.6%	7.8%	29.0%	30.2%
预付款项	619	428	470	520	偿债能力 (%)				
存货	1,387	1,780	1,700	2,149	流动比率	0.23	0.30	0.36	0.53
其他流动资产	10,525	14,204	11,182	14,932	速动比率	0.18	0.25	0.31	0.48
流动资产合计	32,771	45,765	55,048	85,751	现金比率	0.14	0.19	0.28	0.42
长期股权投资	6,205	6,205	6,205	6,205	资产负债率	82.3%	81.8%	76.1%	69.7%
固定资产	90,810	90,836	90,818	90,754	经营效率 (%)				
无形资产	6,547	6,547	6,547	6,547	总资产周转率	0.27	0.49	0.57	0.61
非流动资产合计	279,230	279,256	279,238	279,174	每股指标 (元)				
资产合计	312,001	325,022	334,285	364,926	每股收益	-1.90	0.19	1.00	1.50
短期借款	53,674	53,674	53,674	53,674	每股净资产	2.27	2.46	3.46	4.96
应付账款及票据	14,351	21,277	17,867	25,429	每股经营现金流	0.19	1.02	1.63	2.39
其他流动负债	73,433	77,690	79,678	81,940	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	141,458	152,641	151,219	161,043	估值分析				
长期借款	15,316	15,216	10,216	5,216	PE	-3.99	39.69	7.56	5.07
其他长期负债	100,113	98,113	93,113	88,113	PB	3.35	3.09	2.19	1.53
非流动负债合计	115,429	113,329	103,329	93,329					
负债合计	256,887	265,970	254,548	254,372					
股本	18,121	18,121	18,121	18,121					
少数股东权益	14,057	14,529	17,012	20,710					
股东权益合计	55,114	59,051	79,737	110,553					
负债和股东权益合计	312,001	325,022	334,285	364,926					

分析师与研究助理简介

- 游道柱：**华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。