



南方航空 (600029.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 实现大幅减亏 汇兑损失影响利润

业绩

2023年8月29日,南方航空发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入718.3亿元,同比增长76%;实现归母净利润-28.8亿元,减亏86亿元;其中Q2实现营业收入377.8亿元,同比增长95%;实现归母净利润-9.8亿元,减亏60亿元。

分析

Q2 业务量快速恢复,推动营收大幅改善。自2023年初“乙类乙管”以来,民航市场快速恢复。量方面,2023Q2公司供需均明显改善,其中Q2公司ASK同比增长154%,恢复至2019年93%,RPK同比增长210%,恢复至2019年87%,其中国内供需更是分别超过2019年18%和10%。需求增长快于供给,客座率同比增长14pct至77%,较2019Q2的差距缩小至5.5pct。价方面,2023H1客公里收益为0.56元,同比增长3.7%,其中国内航线增长12.5%。在业务量及价格水平双升的带动下,公司Q2营收同比大幅增长95%。

周转提升单位成本改善,汇兑损失影响利润。2023Q2国内航油出厂价同比下降23%,较2019年增长20%,公司周转恢复较快,2023Q2单位座公里成本为0.44元,同比下降46%,较2019年增长11%。2023Q2公司毛利率为11%,较2019年增长2.7pct。费用率方面,2023Q2公司销售、管理、研发、财务费用率分别为4.4%、2.4%、0.3%、8.9%,其中财务费用率较高主要系Q2人民币兑美元汇率环比贬值5.4%,产生明显汇兑损失,2023H1公司汇兑损失约为13.5亿元。若不考虑汇兑损失影响,公司Q2或能实现盈利。

国际航线持续恢复,单位成本下降盈利修复可期。国际航线持续恢复,以2023年7月数据为例,公司国际航线客运量恢复至2019年55%,RPK恢复至2019年51%,客座率较2019年-0.3pct。且近期政策频发支持国际旅行,8月10日文旅部再发通知宣布扩大出境团队业务国家规模至138个,第三批出境团队游国家名单包括美国、日本、韩国、英国、德国等,预计将有助于相关航线的恢复。目前公司单位成本仍高于2019年,与国际(尤其是洲际)航线放开缓慢有关。若相关航线恢复,国内国际航线供给平衡,宽体机利用率提升,公司单位成本将下降,未来盈利恢复可期。

盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年净利润预测29/142/174亿元。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期风险;人民币汇率贬值风险;油价大幅上涨风险;安全运行风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):6.51元

相关报告:

1.《南方航空公司深度研究:经营恢复领跑 盈利改善可期》,2023.7.9



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	101,644	87,059	166,719	197,786	211,958
营业收入增长率	9.81%	-14.35%	91.50%	18.63%	7.17%
归母净利润(百万元)	-12,103	-32,682	2,902	14,232	17,365
归母净利润增长率	11.63%	170.03%	N/A	390.36%	22.02%
摊薄每股收益(元)	-0.714	-1.804	0.160	0.785	0.958
每股经营性现金流净额	0.66	0.20	1.04	2.37	2.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	-17.90%	-79.60%	6.78%	27.72%	28.12%
P/E	-9.54	-4.21	40.65	8.29	6.79
P/B	1.71	3.35	2.76	2.30	1.91

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	92,561	101,644	87,059	166,719	197,786	211,958
增长率		9.8%	-14.3%	91.5%	18.6%	7.2%
主营业务成本	-94,903	-104,229	-105,862	-147,545	-162,174	-171,893
%销售收入	102.5%	102.5%	121.6%	88.5%	82.0%	81.1%
毛利	-2,342	-2,585	-18,803	19,174	35,612	40,065
%销售收入	n.a	n.a	n.a	11.5%	18.0%	18.9%
营业税金及附加	-330	-365	-240	-333	-396	-424
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-5,248	-4,993	-4,555	-8,503	-10,087	-10,810
%销售收入	5.7%	4.9%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-3,989	-3,678	-3,560	-4,168	-4,351	-4,451
%销售收入	4.3%	3.6%	4.1%	2.5%	2.2%	2.1%
研发费用	-367	-381	-389	-417	-494	-530
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-12,276	-12,002	-27,547	5,753	20,283	23,850
%销售收入	n.a	n.a	n.a	3.5%	10.3%	11.3%
财务费用	-2,993	-4,025	-9,240	-7,968	-7,101	-6,808
%销售收入	3.2%	4.0%	10.6%	4.8%	3.6%	3.2%
资产减值损失	-4,181	-2,613	-579	-49	0	2
公允价值变动收益	53	-309	-388	600	0	0
投资收益	-401	284	555	600	660	726
%税前利润	n.a	-2.0%	-1.8%	14.5%	3.4%	3.0%
营业利润	-15,641	-14,302	-32,199	3,936	19,342	23,820
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.4%	9.8%	11.2%
营业外收支	455	399	673	200	300	400
税前利润	-15,186	-13,903	-31,526	4,136	19,642	24,220
利润率	n.a	n.a	n.a	2.5%	9.9%	11.4%
所得税	3,366	2,892	-2,172	-1,034	-4,911	-6,055
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-11,820	-11,011	-33,698	3,102	14,732	18,165
少数股东损益	-978	1,092	-1,016	200	500	800
归属于母公司的净利润	-10,842	-12,103	-32,682	2,902	14,232	17,365
净利率	n.a	n.a	n.a	1.7%	7.2%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-11,820	-11,011	-33,698	3,102	14,732	18,165
少数股东损益	-978	1,092	-1,016	200	500	800
非现金支出	24,745	24,233	24,257	16,982	19,375	21,226
非经营收益	-1,605	-1,008	8,880	5,679	6,477	6,047
营运资金变动	183	-1,049	4,129	-6,888	2,405	774
经营活动现金净流	11,503	11,165	3,568	18,875	42,989	46,213
资本开支	-8,213	-16,147	-6,897	-34,623	-24,345	-21,756
投资	-244	57	907	600	0	0
其他	703	941	583	600	660	726
投资活动现金净流	-7,754	-15,149	-5,407	-33,423	-23,685	-21,030
股权募资	19,753	1,128	6,162	0	0	0
债权募资	9,415	3,711	1,410	26,827	-611	-6,766
其他	-6,609	-7,007	-7,273	-8,090	-13,130	-14,119
筹资活动现金净流	22,559	-2,168	299	18,737	-13,741	-20,885
现金净流量	26,284	-6,169	-1,464	4,190	5,563	4,298

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	25,823	21,841	20,240	21,195	23,667	25,010
应收款项	4,511	4,173	4,599	6,885	6,813	7,011
存货	1,760	1,652	1,387	2,377	2,395	2,308
其他流动资产	6,891	10,200	6,545	6,634	6,703	6,749
流动资产	38,985	37,866	32,771	37,090	39,577	41,077
%总资产	12.0%	11.7%	10.5%	11.1%	11.6%	11.9%
长期投资	6,876	7,585	7,998	7,998	7,998	7,998
固定资产	118,554	123,007	124,513	148,505	159,577	166,012
%总资产	36.4%	38.1%	39.9%	44.5%	46.7%	48.2%
无形资产	7,042	7,332	7,171	7,433	7,640	7,842
非流动资产	287,130	285,082	279,230	296,959	302,230	303,158
%总资产	88.0%	88.3%	89.5%	88.9%	88.4%	88.1%
资产总计	326,115	322,948	312,001	334,049	341,807	344,235
短期借款	50,124	54,106	94,841	123,069	122,459	115,693
应付款项	20,892	20,097	22,290	20,112	21,255	21,584
其他流动负债	24,665	36,787	24,327	23,020	24,298	24,897
流动负债	95,681	110,990	141,458	166,201	168,011	162,174
长期贷款	8,811	15,389	15,316	15,316	15,316	15,316
其他长期负债	136,760	112,324	100,113	95,476	92,385	89,431
负债	241,252	238,703	256,887	276,994	275,712	266,921
普通股股东权益	69,346	67,616	41,057	42,798	51,337	61,756
其中：股本	15,329	16,948	18,121	18,121	18,121	18,121
未分配利润	12,146	43	-32,679	-30,938	-22,399	-11,980
少数股东权益	15,517	16,629	14,057	14,257	14,757	15,557
负债股东权益合计	326,115	322,948	312,001	334,049	341,807	344,235

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-0.707	-0.714	-1.804	0.160	0.785	0.958
每股净资产	4.524	3.990	2.266	2.362	2.833	3.408
每股经营现金净流	0.750	0.659	0.197	1.042	2.372	2.550
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.064	0.314	0.383
回报率						
净资产收益率	-15.63%	-17.90%	-79.60%	6.78%	27.72%	28.12%
总资产收益率	-3.32%	-3.75%	-10.47%	0.87%	4.16%	5.04%
投入资本收益率	-5.52%	-5.38%	-15.97%	2.01%	6.82%	7.86%
增长率						
主营业务收入增长率	-40.02%	9.81%	-14.35%	91.50%	18.63%	7.17%
EBIT增长率	N/A	-2.23%	129.52%	-120.88%	252.58%	17.59%
净利润增长率	-508.98%	11.63%	170.03%	N/A	390.36%	22.02%
总资产增长率	6.35%	-0.97%	-3.39%	7.07%	2.32%	0.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	9.8	11.6	10.0	7.5	7.0
存货周转天数	7.0	6.0	5.2	6.0	5.5	5.0
应付账款周转天数	49.6	42.3	45.7	22.0	20.0	18.0
固定资产周转天数	338.2	326.1	380.7	250.7	231.2	226.3
偿债能力						
净负债/股东权益	73.57%	83.83%	197.85%	238.92%	201.58%	161.84%
EBIT利息保障倍数	-4.1	-3.0	-3.0	0.7	2.9	3.5
资产负债率	73.98%	73.91%	82.34%	82.92%	80.66%	77.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-09	买入	6.45	8.83~8.83

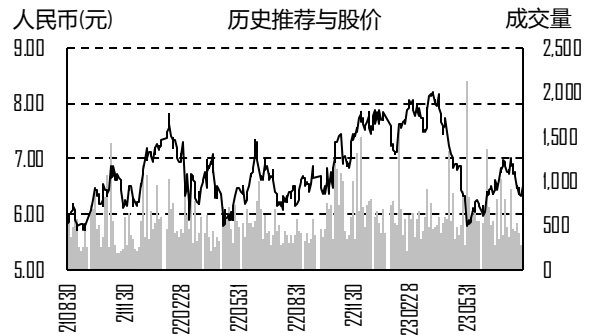
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究