

南方航空 (600029)

公司研究/点评报告

需求放缓，租赁准则变更拖累业绩表现

—2019 年半年报点评

点评报告/交通运输

2019 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司 2019 年上半年实现营业收入 729 亿元，同比增 8%；归母净利 16.9 亿元，同比降 21%；扣非净利 14.3 亿，同比降 22%。

二、分析与判断

➤ 收入端：经济放缓影响显现，收益品质有所下滑

受宏观经济放缓影响，1H19 公司客运收入增速放缓至 8.7%，主要因 Q2 收入增速放缓至 5%。其中，1H19 国内线客运收入同比增 7.1%；国际及地区线则表现亮眼，同比各增 13%/16%。从收益品质看，虽然 737Max 已经停飞，但公司通过宽体机改造、优化资源配置和航线规划提升现有机队日利用率，带动上半年 ASK 同比增 10.14%，RPK 同比增 10.4%，整体客座率上升 0.2pct；但客公里收入受经济放缓，平均票价略降影响，同比降 1.65%。

➤ 单位扣油成本表现亮眼，租赁准则变更致财务费用高增

1H19 公司营业成本增长 7.2%，其中航油成本同比增长 6.4%，主要因运力投入增加和航程拉长带来耗油量增加。扣油后公司营业成本增长 7.6%，其中起降费同比增加 14%，折旧费用则因租赁准则变更同比增长 71%，对应飞发和经营租赁费用下降 1.7%/81.5%。整体而言，公司上半年成本管控仍有提升，单位 ASK 扣油成本同比下降 2.3%。

期间费用受租赁准则变更带来的影响较大，1H19 公司期间费用同比增长 21%，主要因财务费用同比增长 59%。其中，因租赁准则更改导致租赁负债的利息支出增加了 1400 万/+123%，是导致财务费用同比大幅增长的主要原因。

汇兑方面，上半年公司共产生汇兑损失 3.12 亿元，较去年 4.2 亿元的汇兑损失有所收窄，扣汇后利润总额下滑 23%。截止报告期末，公司汇兑敏感性受租赁准则变更导致的美元负债增加影响，上升至人民币汇率变动 1%，带来 6.5 亿元的净利润增加/损失，考虑 Q3 人民币汇率贬值影响，预计或将对 Q3 净利润产生显著不利影响。

➤ 油价下跌+减税降费，公司 Q3 扣汇业绩弹性值得期待

截止今年 8 月，航空煤油价格同比下跌 10%，假设 Q3 航空煤油价格仍保持该降幅，考虑航油成本占公司成本比重约 30%，我们预计 Q3 公司航油成本将有 10 亿左右改善，叠加减税降费带来的费用减少，剔除汇兑损益看，公司 Q3 旺季业绩弹性依然值得期待。

推荐

维持评级

当前价格： 6.63 元

交易数据

2019-8-28

近 12 个月最高/最低(元)	9.65/5.74
总股本(百万股)	12,267
流通股本(百万股)	7,023
流通股比例(%)	57.25
总市值(亿元)	813
流通市值(亿元)	466

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾慕闽

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1. 南方航空(600029):成本控制加强,扣汇后业绩降幅收窄
2. 2012 年南方航空年报点评: 国际好于国内, 经营状况持续好转

三、投资建议

公司目前是国内机队规模最大的航空公司，大兴机场开航后，公司将形成广州-北京双枢纽的运营格局，将打开过往北京市场份额较低的困境，规模优势有望进一步得到释放。考虑 Q3 人民币汇率贬值加剧，我们预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.44、0.49、0.57 元，对应 PE 估值分别为 15X/14X/12X。从 PB 估值看，公司当前 PB 约 1.3X，位于近 5 年 PB 均值-1 个标准差附近，向下空间有限，而一旦未来需求或汇率好转，向上弹性空间较大，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

宏观经济持续下行；油、汇价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	143,623	161,821	180,424	200,825
增长率（%）	12.7	12.7	11.5	11.3
归属母公司股东净利润（百万元）	2,983	5,352	5,969	6,958
增长率（%）	-49.6	79.4	11.5	16.6
每股收益（元）	0.28	0.44	0.49	0.57
PE（现价）	23.7	15.2	13.6	11.7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	143,623	161,821	180,424	200,825
营业成本	128,613	138,585	154,560	172,592
营业税金及附加	272	306	342	380
销售费用	7,086	8,617	9,456	10,376
管理费用	3,736	4,366	4,885	5,360
研发费用	221	83	123	183
EBIT	3,695	9,864	11,058	11,934
财务费用	5,108	6,407	6,096	5,898
资产减值损失	12	0	0	0
投资收益	483	302	393	511
营业利润	4,009	5,159	6,755	7,947
营业外收支	478	0	0	0
利润总额	4,487	6,949	7,750	9,034
所得税	1,031	1,597	1,781	2,076
净利润	3,456	5,352	5,969	6,958
归属于母公司净利润	2,983	5,352	5,969	6,958
EBITDA	18,061	25,077	27,074	28,864

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7308	17657	24250	32238
应收账款及票据	2929	3652	3853	4305
预付款项	3695	2598	3072	3875
存货	1699	2420	1965	2877
其他流动资产	5663	5663	5663	5663
流动资产合计	24072	33927	41852	51529
长期股权投资	5992	6294	6688	7199
固定资产	170039	179234	190183	200825
无形资产	3349	3207	3039	2863
非流动资产合计	222583	224216	224695	225301
资产合计	246655	258143	266547	276830
短期借款	20739	20739	20739	20739
应付账款及票据	14071	17044	18169	20132
其他流动负债	12594	12594	12594	12594
流动负债合计	83687	88640	91075	94399
长期借款	9422	9422	9422	9422
其他长期负债	75361	75361	75361	75361
非流动负债合计	84785	84785	84785	84785
负债合计	168472	173425	175860	179184
股本	12267	12267	12267	12267
少数股东权益	13180	13180	13180	13180
股东权益合计	78183	84718	90687	97646
负债和股东权益合计	246655	258143	266547	276830

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	12.7%	12.7%	11.5%	11.3%
EBIT 增长率	-26.4%	166.9%	12.1%	7.9%
净利润增长率	-49.6%	79.4%	11.5%	16.6%
盈利能力				
毛利率	10.5%	14.4%	14.3%	14.1%
净利润率	2.1%	3.3%	3.3%	3.5%
总资产收益率 ROA	1.2%	2.1%	2.2%	2.5%
净资产收益率 ROE	4.6%	7.5%	7.7%	8.2%
偿债能力				
流动比率	0.3	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5
现金比率	0.1	0.2	0.3	0.3
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	7.0	7.9	7.7	7.5
存货周转天数	4.6	5.3	5.0	5.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.6
每股净资产	5.3	5.8	6.3	6.9
每股经营现金流	1.6	2.5	2.3	2.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.7	15.2	13.6	11.7
PB	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.3	4.9	4.3	3.8
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,456	5,352	5,969	6,958
折旧和摊销	14,369	15,213	16,016	16,930
营运资金变动	(1,987)	5,403	1,103	1,634
经营活动现金流	19,588	30,502	28,326	30,550
资本开支	20,483	13,572	15,107	15,937
投资	(434)	0	0	0
投资活动现金流	(20,508)	(13,572)	(15,107)	(15,937)
股权募资	10,980	0	0	0
债务募资	(4,653)	44	0	0
筹资活动现金流	965	(6,582)	(6,626)	(6,626)
现金净流量	45	10,349	6,593	7,987

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。