

证券研究报告—动态报告

交通运输

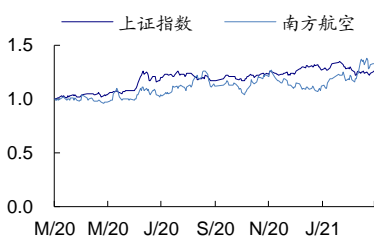
航空机场

南方航空(600029)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	15,329/12,387
总市值/流通(百万元)	105,619/55,888
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12个月最高/最低(元)	7.33/4.95

相关研究报告:

《南方航空-600029-深度报告: 南北呼应比翼齐飞, 周期反转木棉花开》——2021-03-16
 《南方航空-600029-2013 年半年报点评: 主业受制票价, 消费需求仍弱》——2013-08-27
 《南方航空-600029-2012 年报点评-升值和升值放缓拖累业绩》——2013-03-29
 《南方航空-600029-2012 年三季报点评: 贬值拖累业绩, 油价利好主业》——2012-10-30
 《南方航空-600029-2012 年半年报点评: 油价和贬值拖累盈利》——2012-08-29

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
货邮亮眼, 减值致业绩在预期下沿
● 疫情导致显著亏损, 业绩位于业绩预告下沿

疫情导致民航客流受到明显冲击, 公司全年收入 925.6 亿, 同比下降 40%, 归母净利润亏损 108.4 亿。其中四季度收入 272.1 亿, 同比下降 27.7%, 归母净利润亏损 33.8 亿。

● 客运明显受损, 货邮表现亮眼

疫情导致公司业务量下滑, 公司全年 ASK 同比下降 37.6%, RPK 同比下降 46.1%, 客座率 71.46%, 同比下降 11.35pct。国内线量价齐跌, 国际线因国门关闭航班骤减, 价格提升但运量大幅下降, 导致客运收入显著降低。货邮表现亮眼, 国际线货运价格几近倍增, 拉动货邮收入提高 71.5%。

● 业务量下滑, 但部分成本刚性拖累业绩

全年公司业务量下滑, 变动成本如航油、起降费、餐食成本明显下降, 但由于折旧、人工等刚性成本波动不大, 拖累业绩。

● 汇兑收益录得正向贡献, 四季度减值导致业绩处于预期下沿

费用端, 公司销售费用明显下降, 但管理费用则因工资福利的刚性降幅不明显。财务费用方面, 纵使全年经营受挫, 但多次融资使得公司偿债成本维持稳定, 且得益于人民币升值录得约 35 亿元投资收益, 公司财务费用同比大幅下降, 对业绩产生正向贡献。四季度公司计提减值损失超 40 亿, 即便当期经营业绩已明显改善, 但归母净利润仍落于业绩预告下沿。

● 投资建议: 疫苗接种催生民航复苏预期, 维持评级及目标价

就地过年政策导致一季度民航运营不及预期, 但疫苗快速接种有望催生民航快速复苏。下调 2021 年盈利预测 89%至 0.77 亿, 上调 2022 年盈利预测 8%至 94.7 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利为 120.2 亿。维持“买入”评级及目标价 8.55 元, 暂不考虑可转债转股, 目标价对应 2022-2023 年业绩的 PE 估值为 13.8X、10.9X。

● 风险提示: 经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	154,322	92,561	126,366	171,387	191,421
(+/-%)	7.4%	-40.0%	36.5%	35.6%	11.7%
净利润(百万元)	2651	-10842	77	9467	12015
(+/-%)	-11.1%	-509.0%	-100.7%	12157.0%	26.9%
摊薄每股收益(元)	0.22	-0.71	0.01	0.62	0.78
EBIT Margin	4.1%	-12.9%	0.2%	7.4%	8.0%
净资产收益率(ROE)	4.2%	-15.6%	0.1%	12.1%	13.9%
市盈率(PE)	27.5	-8.4	1180.9	9.6	7.6
EV/EBITDA	19.4	608.9	35.5	15.4	13.6
市净率(PB)	1.14	1.32	1.31	1.17	1.06

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

疫情导致显著亏损，业绩位于业绩预告下沿

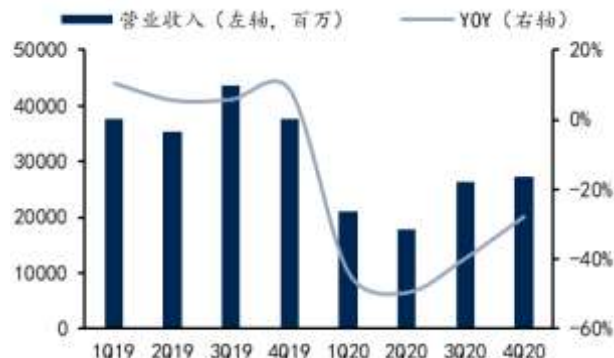
疫情导致民航客流受到明显冲击，公司全年收入 925.6 亿，同比下降 40%，归母净利润亏损 108.4 亿。其中四季度收入 272.1 亿，同比下降 27.7%，归母净利润亏损 33.8 亿。

图 1：南方航空营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：南方航空单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：南方航空归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：南方航空单季度归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

客运明显受损，货邮表现亮眼

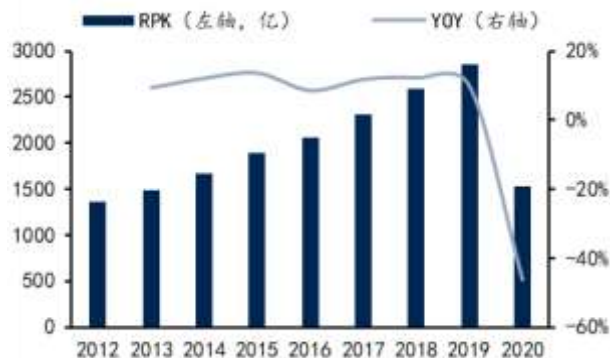
疫情导致公司业务量下滑，公司全年 ASK 同比下降 37.6%，RPK 同比下降 46.1%，客座率 71.46%，同比下降 11.35pct。国内线量价齐跌，RPK 降 28.2%，客公里收益降超 20%。国际线因国门关闭航班骤减，价格提升但运量大幅下降，RPK 降 84.9%，客公里收益提升超 140%。综合来看，疫情冲击导致客运收入显著降低，客运收入 705 亿，同比降 49%。

图 5: 南方航空 ASK 及同比增速



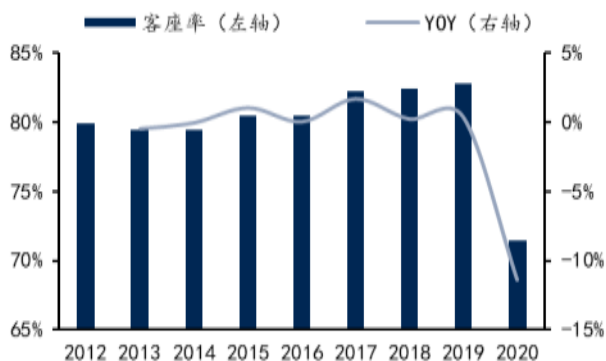
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 南方航空 RPK 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 7: 南方航空客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 南方航空客公里收益走势

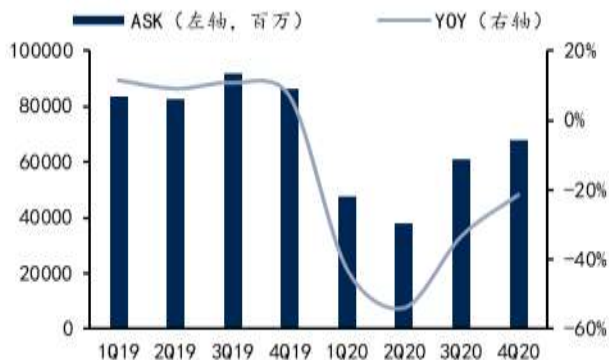


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

货邮表现亮眼, 公司并未剥离货机业务, 疫情之下国际防疫物资运输需求激增, 国际线货运价格几近倍增, 拉动货邮收入提高 71.5%, 达到 165 亿, 对业绩产生明显正向贡献。

单四季度, 因国内疫情散发主要出现在我国北方地区, 南航受影响程度相对较小, 业务量降幅逐步收窄, 单季度收入 272 亿, 同比下降 27.7%。

图 9: 南方航空单季度 ASK 及同比增速



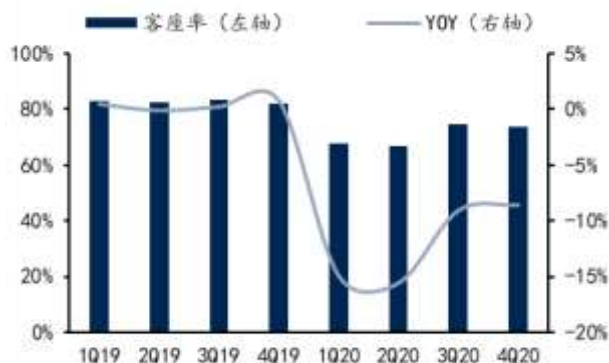
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 南方航空单季度 RPK 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 11: 南方航空单季度客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 南方航空单季度单位 RPK 营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业务量下滑，但部分成本刚性拖累业绩

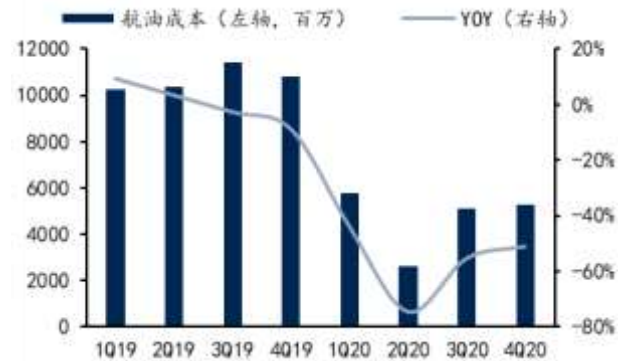
全年公司业务量下滑，变动成本如航油、起降费、餐食成本明显下降，其中航油成本因油价大幅下挫及运力投放下降，全年 188 亿，同比下降 56%，起降费、餐食费用分别下降 39%，56%至 108.6 亿、17.7 亿。折旧、人工等刚性成本波动不大，其中折旧成本 232.8 亿，同比下降 1%，维修费 102.9 亿，同比升 20%，职工薪酬 185.6 亿，同比降 13%。刚性成本占比较高，拖累业绩。

图 13: 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 14: 南方航空单季度航油成本



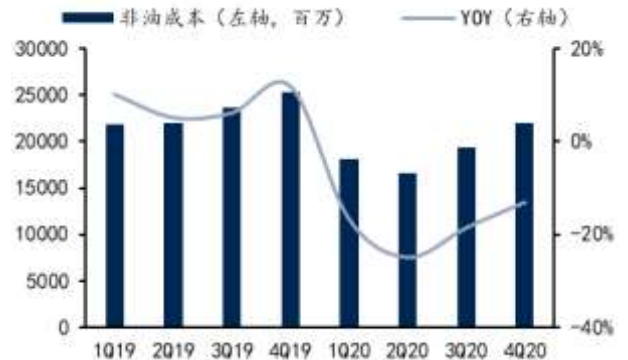
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 南方航空非油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 南方航空单季度非油成本

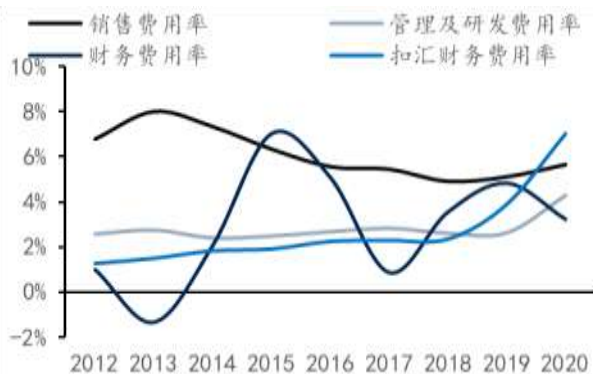


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

汇兑收益录得正向贡献，四季度减值导致业绩处于预期下沿

费用端,公司销售费用明显下降,但管理费用则因工资福利的刚性降幅不明显。财务费用方面,纵使全年经营受挫,但多次融资使得公司偿债成本维持稳定,且得益于人民币升值录得约 35 亿元投资收益,公司财务费用同比大幅下降,对业绩产生正向贡献。四季度公司计提减值损失超 40 亿,即便当期经营业绩已明显改善,但归母净利润仍落于业绩预告下沿。

图 17: 南方航空费用水平



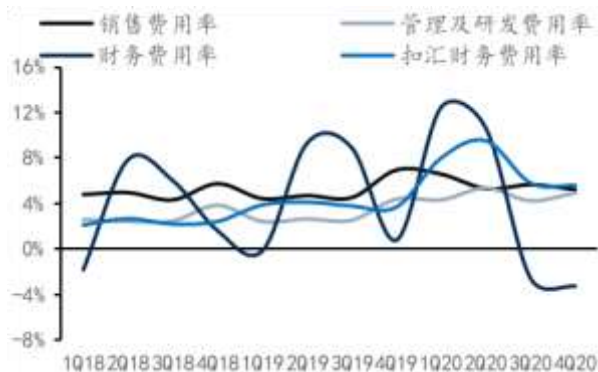
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 南方航空汇兑收益



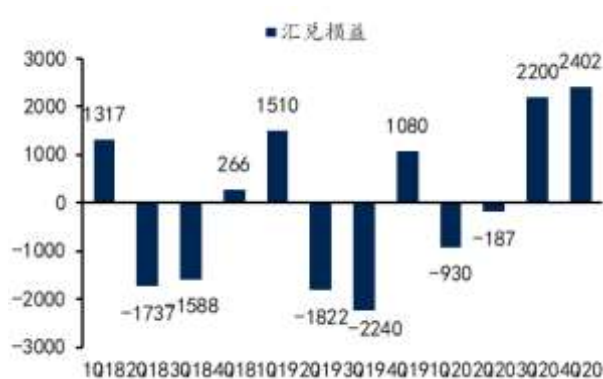
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 南方航空单季度费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 南方航空单季度汇兑收益



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 疫苗接种催生民航复苏预期, 维持“买入”评级及目标价

就地过年政策导致一季度民航运营不及预期, 但疫苗快速接种有望催化民航快速复苏。下调 2021 年盈利预测 89%至 0.77 亿, 上调 2022 年盈利预测 8%至 94.7 亿, 引入 2023 年盈利预测维持“买入”评级及目标价 8.55 元, 暂不考虑可转债转股, 目标价对应 2022-2023 年业绩的 PE 估值为 13.8X、10.9X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	25823	21904	26150	28066	营业收入	92561	126366	171387	191421
应收款项	2556	5193	7043	6818	营业成本	94903	113894	145114	161310
存货净额	1760	2020	2231	2274	营业税金及附加	330	505	686	766
其他流动资产	8846	10994	10283	10528	销售费用	5248	6933	8028	8921
流动资产合计	38985	40111	45707	47686	管理费用	3989	4731	4934	5183
固定资产	118192	124910	141294	158203	财务费用	2993	5646	5508	5595
无形资产及其他	6155	5909	5663	5416	投资收益	(401)	(200)	100	400
投资性房地产	157110	157110	157110	157110	资产减值及公允价值变动	4070	1458	1944	2490
长期股权投资	5673	5873	6023	6173	其他收入	(4408)	0	0	0
资产总计	326115	333913	355797	374588	营业利润	(15641)	(4087)	9161	12537
短期借款及交易性金融负债	50124	43155	42774	45351	营业外净收支	455	4200	4500	4800
应付款项	12252	15875	18593	16538	利润总额	(15186)	113	13661	17337
其他流动负债	33305	40870	47502	52726	所得税费用	(3366)	25	3142	3988
流动负债合计	95681	99900	108870	114616	少数股东损益	(978)	11	1052	1335
长期借款及应付债券	38134	38134	38134	38134	归属于母公司净利润	(10842)	77	9467	12015
其他长期负债	107437	110937	114437	117937					
长期负债合计	145571	149071	152571	156071	现金流量表 (百万元)				
负债合计	241252	248971	261441	270687	净利润	(10842)	77	9467	12015
少数股东权益	15517	15526	16421	17555	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	69346	69416	77936	86346	折旧摊销	12455	9292	10317	11410
负债和股东权益总计	326115	333913	355797	374588	公允价值变动损失	(4070)	(1458)	(1944)	(2490)
					财务费用	2993	5646	5508	5595
					营运资本变动	(27409)	9643	11500	6607
					其它	(1580)	9	894	1135
					经营活动现金流	(31446)	17564	30234	28676
					资本开支	(10638)	(14306)	(24511)	(25582)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(9866)	(14506)	(24661)	(25732)
					权益性融资	19753	0	0	0
					负债净变化	6420	0	0	0
					支付股利、利息	(6678)	(8)	(947)	(3604)
					其它融资现金流	45904	(6969)	(380)	2577
					融资活动现金流	65141	(6977)	(1327)	(1028)
					现金净变动	23829	(3919)	4246	1916
					货币资金的期初余额	1994	25823	21904	26150
					货币资金的期末余额	25823	21904	26150	28066
					企业自由现金流	(34861)	4864	7027	4171
					权益自由现金流	17463	(6490)	2603	2655

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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