

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

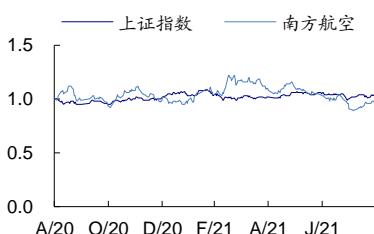
南方航空(600029)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 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)	16,948/14,006
总市值/流通(百万元)	96,097/55,173
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	7.33/5.09

相关研究报告:

《南方航空-600029-2021 年一季报点评: 客运恢复较好, 将持续复苏趋势》——2021-05-01
 《南方航空-600029-2020 年年报点评: 货邮亮眼, 减值致业绩在预期下沿》——2021-04-01
 《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

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

二季度大幅减亏, 扣汇利润已逐步接近疫情前

● 南方航空披露中报

南航披露 21 年中报, 营收 515.8 亿, 同比升 32.4%, 实现归母净利润 -46.9 亿; 二季度营业收入 303.2 亿, 同比升 70.1%, 实现归母净利润 -6.82 亿, 大幅减亏。

● 国内客流迅速修复, 货邮景气助力减亏

年初全国疫情散发, 就地过年政策拖累客流, 但春运后民航需求迅速复苏, 4-5 月国内线客流超越 2019 年同期, 公司业务量、客座率、运价等数据指标均显著修复。虽然国门依旧关闭, 宽体机消化运力压力犹存, 但国门关闭带来的腹舱运力下滑导致国际航空货运运力紧缺, 运价高企, 同时得益于公司并未剥离货邮业务, 上半年货邮收入 88.7 亿, 助力亏损大幅收窄。

● 油价仍具备优势, 非油成本日渐摊薄, 扣汇利润已逐步接近疫情前

国际油价震荡企稳, 航油价格仍低于疫情前, 上半年公司航油成本 123.4 亿, 同比升 46.9%, 单位航油成本升 10.2%, 但仍明显低于 2019 年同期。得益于运力逐步消化, 收入不断提升, 公司单位非油成本同比下降 14.6%, 费用率亦同比明显下降。单看二季度, 公司扣汇利润总额为 -6.9 亿, 相比 2019 年同期仅下降 11.3 亿, 降幅大幅收窄。

● 投资建议: 维持“买入”评级, 看好国门开放后盈利潜力

疫情导致暑运提前结束, 输入病例及国内零散疫情偶发仍可能导致民航景气度阶段性下滑, 因此我们应降低短期业绩和情绪预期。1-8 月全民航客机引进数量仅为 95 架, 压紧的供给终将为未来景气周期的出现创造先决条件。2Q 国内线强势复苏及公司旗下以国内线为主的子公司 2Q 强势盈利, 说明民航需求在无疫情扰动时并未降温, 虽然国门关闭海外运力回流仍将带来一定供给压力, 但随着需求持续增长, 预计 2022 年即便国际线保持现状, 各航司经营表现也会明显强于 2021 年, 而一旦国门开放, 大航的盈利弹性将全面释放。考虑到疫情影响难以预测, 暂不修改盈利预测, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 宏观经济下滑, 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	0.03	0.64	0.81
EBIT Margin	4.1%	-12.9%	0.6%	7.7%	8.3%
净资产收益率(ROE)	4.2%	-15.6%	0.6%	12.5%	14.3%
市盈率(PE)	27.5	-8.4	220.4	9.3	7.3
EV/EBITDA	19.4	608.9	33.7	15.0	13.3
市净率(PB)	1.14	1.32	1.31	1.16	1.04

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

南方航空披露中报

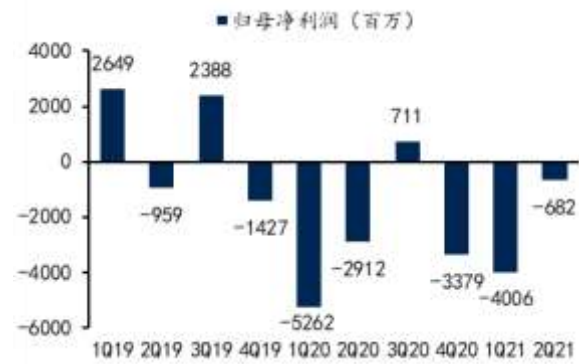
南航披露 21 年中报, 营收 515.8 亿, 同比升 32.4%, 实现归母净利润-46.9 亿; 二季度营业收入 303.2 亿, 同比升 70.1%, 实现归母净利润-6.82 亿, 大幅减亏。

图 1: 南方航空单季营业收入及增速



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

国内客流迅速修复, 货邮景气助力减亏

客运: 年初全国疫情散发, 就地过年政策拖累客流, 但春运后民航需求迅速复苏, 4-5 月国内线客流超越 2019 年同期, 公司业务量、客座率、运价等数据指标均显著修复。国门暂无开放迹象, 海外运力消化压力犹存, 公司客运表现仍弱于 2019 年, 但亦基本符合预期。

上半年公司客运收入 396.9 亿, 同比升 37.8%, 相比 2019 年下降 39.5%。细分来看, 运投方面, 上半年公司 ASK1143.1 亿, 同比升 33.3%, 其中国内线、国际线、地区线分别为 1097.7 亿、42.4 亿、2.9 亿, 同比分别升 56.9%、降 72.5%、降 22.0%; 二季度公司实现 ASK646.2 亿, 同比升 69.7%, 其中国内线、国际线、地区线分别为 623.5 亿、21.1 亿、1.7 亿, 同比分别升 71.0%、34.7%、185.6%。

运量方面, 上半年公司 RPK842.2 亿, 同比升 45.6%, 其中国内线、国际线、地区线分别为 821.4 亿、19.8 亿、1.0 亿, 同比分别升 73.7%、降 81.0%、降 45.6%; 二季度公司实现 RPK498.0 亿, 同比升 95.8%, 其中国内线、国际线、地区线分别为 486.9 亿、10.5 亿、0.6 亿, 同比分别升 97.7%、31.3%、580.2%。

客座率表现上, 上半年公司客座率 73.7%, 同比提升 6.2pct, 相比 2019 年仍有 9.0pct 的降幅。细分航线方面, 国内线、国际线、地区线客座率分别为 74.8%、46.6%、34.1%, 同比分别提升 7.2pct、下降 20.7pct, 下降 14.8pct, 相比 2019 年分别下降 7.8pct、下降 36.4pct、下降 42.5pct。二季度表现稍好, 总体客座率回升至 77.1%, 同比大幅提高 10.3pct, 相比 2019 年下降 5.3pct, 其中国内线客座率恢复至 78.1%, 同比上升 10.5pct, 相比 2019 年降幅收窄至 4.5pct。

运价表现: 上半年公司运价水平同比有所回升, 其中国内航线客公里收益因就地过年影响, 同比仅升 1.5%, 为 0.4458 元, 相比 2019 年仍有 13.9% 的降幅, 但我们测算二季度国内线运价同比 2020 年大幅改善, 相比 2019 年降幅亦显著收窄, 降幅或仅为 10% 左右; 国际线和地区线客公里单位收益因国门关闭供给不足分别同比提升 96%、48%, 达到 1.4803 和 1.3982 元, 运价水平相比 2019 年实现大幅提升。

货运: 虽然国门依旧关闭, 宽体机消化运力压力犹存, 但国门关闭带来的腹舱运力下滑导致国际航空货运运力紧缺, 运价高企。得益于公司并未剥离货邮业务, 上半年公司 RFTK 达到 40.0 亿, 同比提升 21.0%, 货邮吨公里收益 2.22 元, 同比小幅回落 4.5%, 货邮收入 88.7 亿, 同比提升 15.6%, 助力亏损大幅收窄。

图 3: 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 4: 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 5: 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 6: 南方航空单位 RPK 营业收入

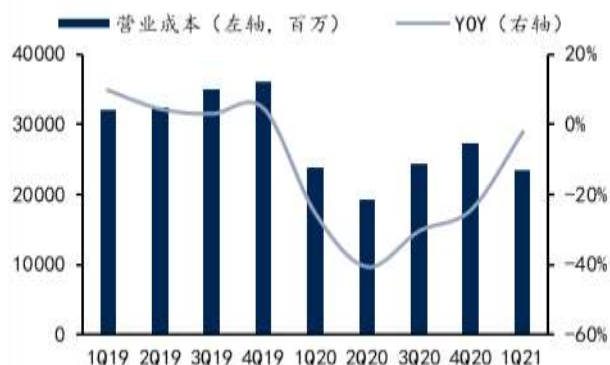


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

油价仍具备优势，非油成本及费用率日渐摊薄，扣汇利润已逐步接近疫情前

国际油价震荡企稳，航油价格仍低于疫情前，上半年公司航油成本 123.4 亿，同比升 46.9%，单位航油成本 0.1079 元，同比升 10.2%，但仍明显低于 2019 年同期 0.1242 元的水平。因油价回升及运投大幅回升，二季度公司航油成本 73.4 亿，同比提升 178.2%，单位航油成本 0.1136 元，同比升 63.9%，相比 2019 年同期降 9.4%。

图 7：南方航空单季度营业成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

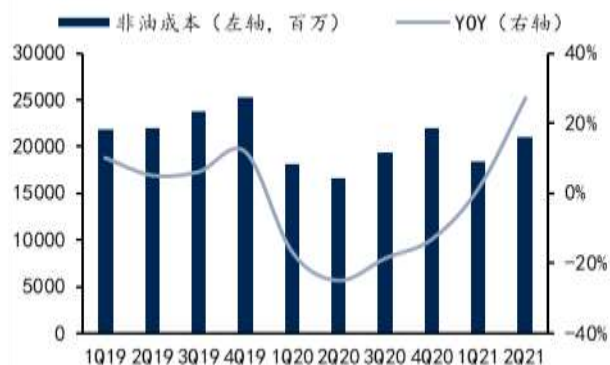
图 8：南方航空单季度航油成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

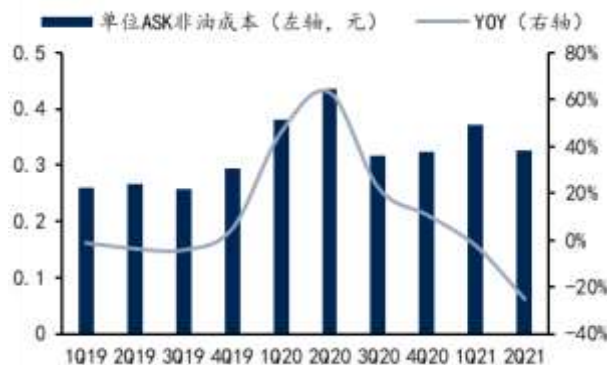
得益于运力逐步消化，上半年公司非油成本 395.3 亿，单位非油成本逐步摊薄，同比下降 14.6%，为 0.3458 元。公司二季度非油成本 284.1 亿，同比升 47.9%，单位非油成本 0.3259 元，同比降 25.1%，但由于国际线运力消化仍不完全，机队周转效率仍低于疫情前，该指标相比 2019 年同期仍上升 22.1%。

图 9：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

图 10：南方航空单季度单位 ASK 非油成本



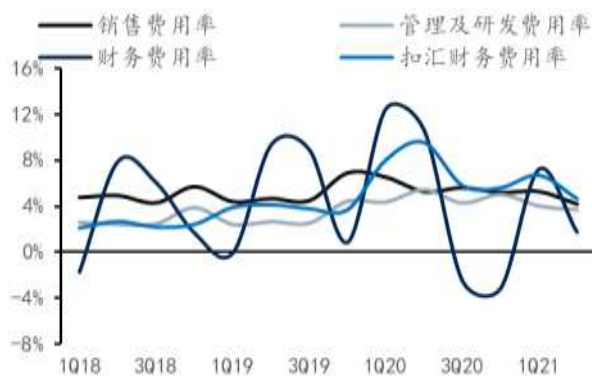
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

由于收入回升，且费用端相对固定的成本开支占比较高，费用率亦同比明显下降。细分来看，公司上半年销售费用 24.1 亿，销售费用率下降至 4.68%，降幅为 1.31pct，管理费用 17.8 亿，管理费用率降至 3.44%，降幅 0.96pct，研发费

用 1.9 亿，研发费用率 0.32%，同比上升 0.01pct，财务费用 20.5 亿，财务费用率 3.98%，同比降 7.64pct，扣汇财务费用 28.5 亿，扣汇财务费用率 5.52%，同比降 3.24pct。

单看二季度，费用率下降更为明显，销售、管理及研发、财务、扣汇财务费用分别为 12.8 亿、11.2 亿、5.2 亿、14.2 亿，费用率分别为 4.23%、3.68%、1.72%、4.70%，同比分别下降 1.08pct、1.72pct、8.91pct、4.91pct。

图 11：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 12：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

得益于国内航线的强势复苏，我们预计二季度公司下属厦航等以国内线为主的子公司已经全面恢复盈利，叠加汇兑收益、其他收益及投资收益的提升，公司已录得单季度营业利润转正，但扣除少数股东权益后仍小幅亏损，业绩小幅超预期。

投资建议：降低短期业绩预期，看好国内线复苏趋势及远期业绩表现

疫情导致暑运提前结束，输入病例及国内零散疫情偶发仍可能导致民航景气度阶段性下滑，因此我们应降低短期业绩和情绪预期。

1-8 月全民航客机引进数量仅为 95 架，继续维持低位，降低了未来供给增量。压紧的供给终将为未来景气周期的出现创造先决条件。二季度国内线强势复苏及二季度以国内线为主的子公司强势贡献盈利，说明民航需求在无疫情扰动时并未降温。虽然国门关闭海外运力回流仍将带来一定供给压力，但随着需求持续增长，预计 2022 年即便国际线保持现状，各航司经营表现也会明显强于 2021 年，而一旦国门开放，大航的盈利弹性将全面释放。

图 13: 民航国内线客运量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 逐月机队引进数量



资料来源: 民航休闲小站, 国信证券经济研究所整理
注: 数据截至 8 月 27 日

由于短期疫情反复难以预测, 且 2022 年国门放开存疑, 因此暂时无法准确的预期航空公司的中长期盈利, 但由于飞机引进预期收紧叠加疫情消退后的需求印证, 我们认为当前航空股基本面处于底部区域的事实及中长期向好的预期并未改变, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故

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。

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