

南方航空（600029.SH）

计提减值导致全年亏损加大，看好疫情消退后业绩反转

买入

核心观点

南方航空披露 2021 年报。南方航空披露 2021 年报，全年营业收入 1016.4 亿，同比增 9.8%，实现归母净利润-121.0 亿，亏损同比扩大 11.6%；四季度公司营业收入 231.5 亿，同比降 14.9%，实现归母净利润-59.84 亿。

四季度疫情反复客流相对低迷，收入符合预期。2021 年民航客流历经波折，全年来看表现强于 2020 年，但国门仍几近关闭，海外运力消化压力犹存，且四季度全国疫情散发，客流相对表现低迷拖累全年表现。公司整体运投及业务量表现同比出现下滑，国内线小幅提升，客座率小幅下降。因行业供给收紧，需求同比仍有复苏，行业客流结构的改变，公司客公里收益同比提高 7.6%，其中国内线同比增 12.3%，国际线增 68.4%。货邮方面，公司是三大航中唯一保留全货机运营的公司，得益于货邮高景气，公司货邮收入同比增长 20.6%，收入占比达到 19.6%。综合来看，公司全年收入符合预期。

航油成本压力提升，减值计提导致四季度亏损高于预期。2021 年航油价格逐季提升，公司航油成本 255.1 亿，同比提高 35.7%，单位 ASK 航油成本同比升 36.2%，其余成本相对稳定，单位 ASK 非油成本同比升 3.8%。费用端，公司各项费用变化不大，得益于公司再融资缓解资金压力，扣汇财务费用出现一定下滑。2021 年公司计提减值准备 26.14 亿，导致四季度亏损高于预期。

2022 年初压力延续，看好疫情消退后业绩反转。2022 年初各地疫情持续，国家坚持严控疫情扩散，国内出行全面恢复正常化尚需时日，但拉长周期，我们认为民航需求的韧性不改，供给全面收紧为供需反转创造先决条件，如有朝一日严格的防疫政策发生改变，需求释放有望带来航司业绩大幅上行。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

投资建议：维持“买入”评级。

2021 年初至今疫情持续超出我们预期，民航需求全面复苏的节点大概率推后。基于 2023 年起管控可能逐步打开的假设，我们自 23.4 亿、146.3 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至-71.4 亿、44.7 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司归母净利润 157.9 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	92,561	101,644	127,651	151,871	202,118
(+/-%)	-40.0%	9.8%	25.6%	19.0%	33.1%
净利润(百万元)	-10842	-12103	-7144.23	4469.30	15793.36
(+/-%)	-509.0%	11.6%	—	-162.6%	253.4%
每股收益(元)	-0.71	-0.71	-0.42	0.26	0.93
EBIT Margin	-12.9%	-11.4%	-6.7%	4.8%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	-15.6%	-17.9%	-11.8%	6.9%	20.9%
市盈率 (PE)	-9.0	-8.9	-15.1	24.1	6.8
EV/EBITDA	620.4	-262.1	276.0	20.3	10.7
市净率 (PB)	1.41	1.59	1.78	1.67	1.43

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

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

cnzengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.55 - 8.55 元
收盘价	6.19 元
总市值/流通市值	104908/104908 百万元
52 周最高价/最低价	8.03/5.09 元
近 3 个月日均成交额	353.11 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《南方航空-600029-2021 年三季报点评：疫情影响业绩为负，亏损小于预期》——2021-11-02
- 《南方航空-600029-2021 年中报点评：二季度大幅减亏，扣汇利润已逐步接近疫情前》——2021-09-01
- 《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

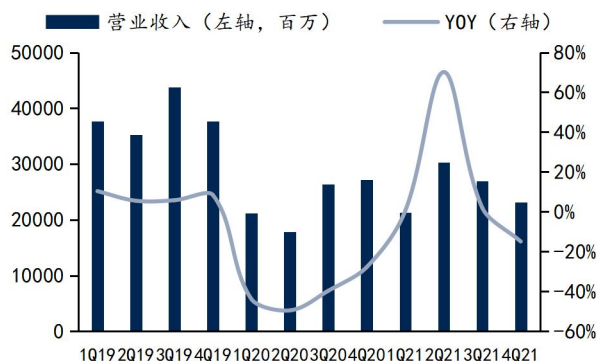
南方航空披露 2021 年年报：南方航空披露 2021 年报，全年营业收入 1016.4 亿，同比增 9.8%，实现归母净利润-121.0 亿，亏损同比扩大 11.6%；四季度公司营业收入 231.5 亿，同比降 14.9%，实现归母净利润-59.84 亿。

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、%）



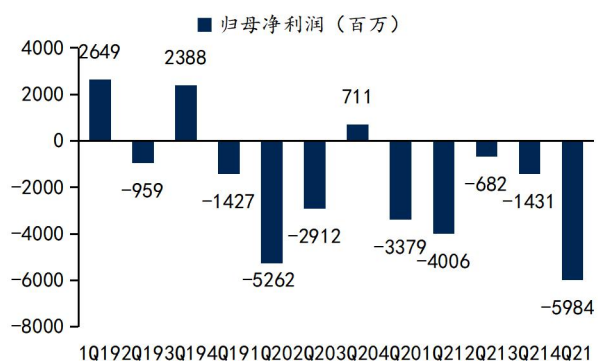
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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4：南方航空单季归母净利润及增速（单位：百万）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度疫情反复客流相对低迷，收入符合预期。2021 年民航客流历经波折，全年来看表现强于 2020 年，但国门仍几近关闭，海外运力消化压力犹存，且四季度全国疫情散发，客流相对表现低迷拖累全年表现。

公司全年 ASK2139.2 亿，同比降 0.4%，其中国内、国际、地区线分别同比升 5.8%，降 60.4%，降 16.0%；RPK1524.3 亿，同比降 0.7%，其中国内、国际、地区线分别同比升 5.8%、降 49.0%，降 36.2%。

因行业供给收紧，需求同比仍有复苏，行业客流结构的改变，公司客公里收益同比提高 7.6%，其中国内线同比增 12.3%，国际线增 68.4%。

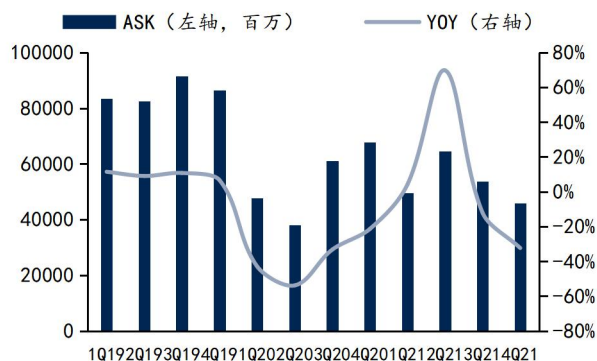
货邮方面，公司是三大航中唯一保留全货机运营的公司，得益于货邮高景气，公司货邮收入 198.9 亿，同比增长 20.6%，收入占比达到 19.6%。综合来看，公司全年收入符合预期。

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



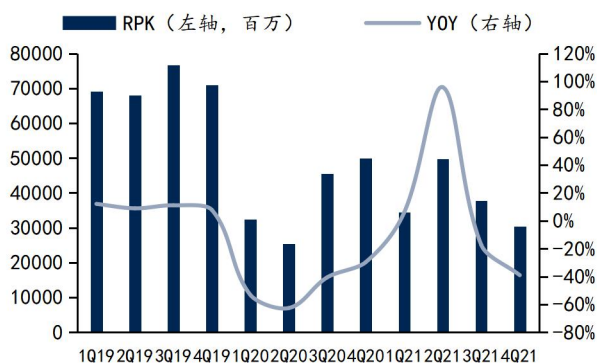
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：南方航空 RPK 及同比增速



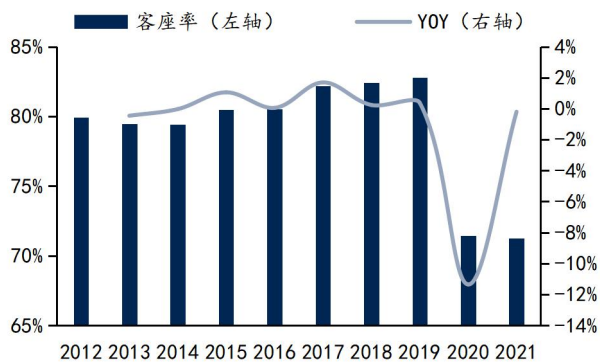
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：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9：南方航空客座率及同比变化



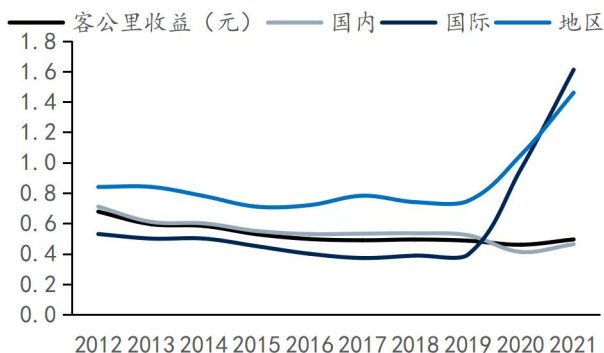
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：南方航空季度客座率



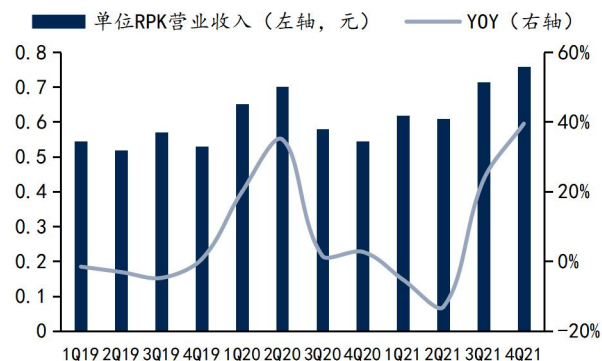
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 南方航空客公里收益变化



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

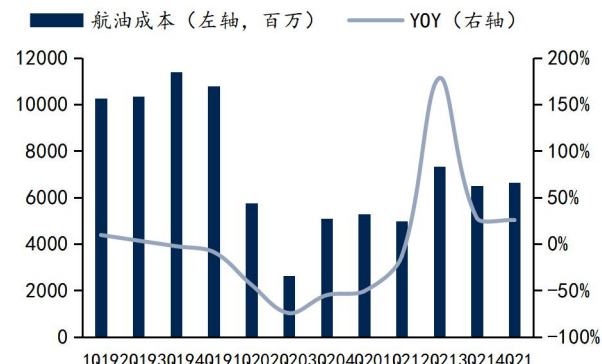
航油成本压力提升，减值计提导致四季度亏损高于预期。2021 年航油价格逐季度提升，公司航油成本 255.1 亿，同比提高 35.7%，单位 ASK 航油成本同比升 36.2%，达到 0.1192 元。其余成本相对稳定，单位 ASK 非油成本 0.3680 元，同比升 3.8%。

图13: 南方航空航油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 南方航空季度航油成本及同比



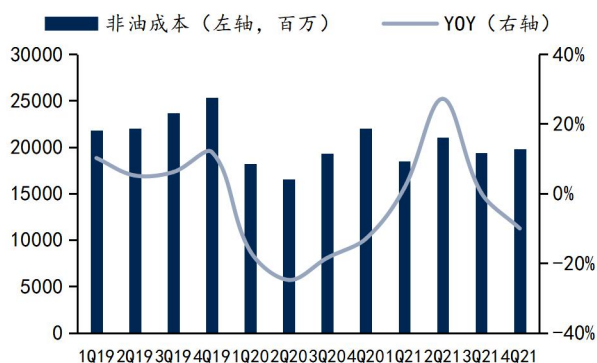
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 南方航空非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 南方航空季度非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 南方航空单位ASK非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 南方航空季度单位ASK非油成本及同比

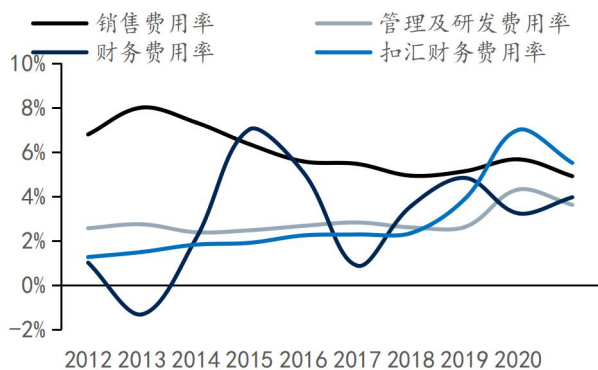


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用端, 公司各项费用变化不大, 其中销售、管理及研发费用率分别为 4.9%、3.6%, 同比分别下降 0.8pct、0.7pct。财务费用因汇兑收益减少而有所提升, 财务费用率 4.0%, 同比提高 0.7pct, 得益于公司再融资缓解资金压力, 扣汇财务费用出现一定下滑, 为 56.0 亿, 扣汇财务费用率下降 5.5%。

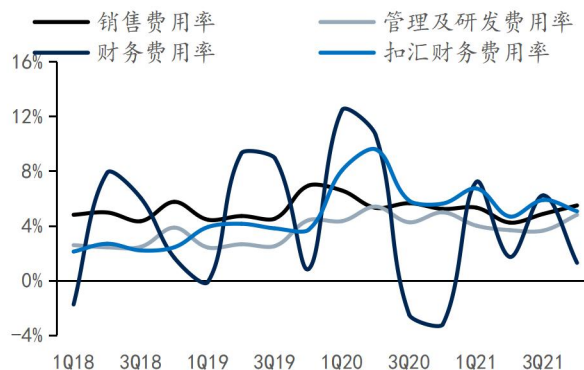
2021 年公司计提减值准备 26.14 亿, 导致四季度亏损高于预期。全年扣汇利润总额 154.8 亿, 同比减亏 17.1%。

图19：南方航空费用率走势



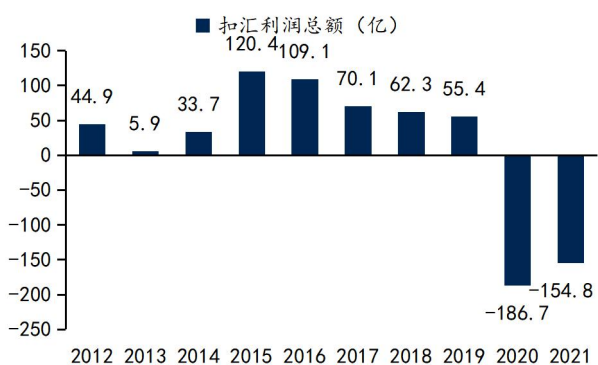
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：南方航空季度费用率走势



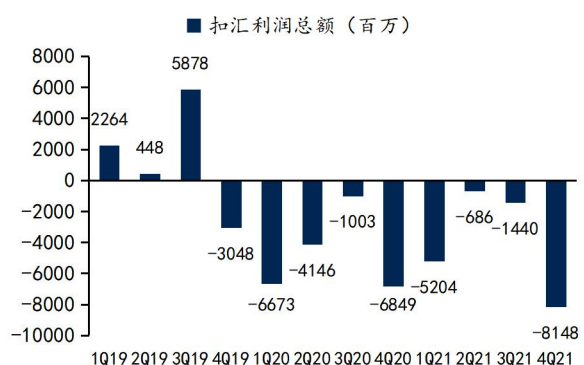
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21：南方航空扣汇利润总额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：南方航空季度扣汇利润总额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年初压力延续，看好疫情消退后业绩反转。2022 年初各地疫情持续，国家坚持严控疫情扩散，国内出行全面恢复正常化尚需时日，但拉长周期，我们认为民航需求的韧性不改，供给全面收紧为供需反转创造先决条件，如有朝一日严格的防疫政策发生改变，需求释放有望带来航司业绩大幅上行。

投资建议：维持“买入”评级。

2021 年初至今疫情持续超出我们预期，民航需求全面复苏的节点大概率推后。基于 2023 年起管控可能逐步打开的假设，我们自 23.4 亿、146.3 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至-71.4 亿、44.7 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024

年公司归母净利润 157.9 亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	25823	21841	16553	21406	19933	营业收入	92561	101644	127651	151871	202118
应收款项	2556	2898	4197	4993	7199	营业成本	94903	104229	125121	131379	163961
存货净额	1760	1652	2226	1995	2307	营业税金及附加	330	365	511	607	808
其他流动资产	8846	11337	11106	9112	11116	销售费用	5248	4993	6312	7706	8937
流动资产合计	38985	37866	34302	37860	41120	管理费用	3989	3678	4241	4877	5459
固定资产	118192	122686	129026	142811	156582	财务费用	2993	4025	4431	5711	5763
无形资产及其他	6155	6564	6301	6039	5776	投资收益	(401)	284	210	700	900
投资性房地产	157110	149855	149855	149855	149855	资产减值及公允价值变动	4070	2305	200	200	200
长期股权投资	5673	5977	6177	6327	6477	其他收入	(4408)	(1245)	0	0	0
资产总计	326115	322948	325662	342892	359810	营业利润	(15641)	(14302)	(12555)	2491	18290
短期借款及交易性金融负债	50124	54106	55182	66767	56767	营业外净收支	455	399	3964	4000	4500
应付款项	12252	12183	17490	16629	16777	利润总额	(15186)	(13903)	(8591)	6491	22790
其他流动负债	33305	44701	44226	42788	53511	所得税费用	(3366)	(2892)	(1976)	1525	5242
流动负债合计	95681	110990	116898	126184	127055	少数股东损益	(978)	1092	529	497	1755
长期借款及应付债券	38134	38354	38354	38354	38354	归属于母公司净利润	(10842)	(12103)	(7144)	4469	15793
其他长期负债	107437	89359	92859	96359	99859						
长期负债合计	145571	127713	131213	134713	138213	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	241252	238703	248111	260897	265268	净利润	(10842)	(12103)	(7144)	4469	15793
少数股东权益	15517	16629	17079	17501	18993	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	69346	67616	60472	64494	75550	折旧摊销	12455	10299	9823	10857	11942
负债和股东权益总计	326115	322948	325662	342892	359810	公允价值变动损失	(4070)	(2305)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	2993	4025	4431	5711	5763
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(27409)	(2221)	6691	2628	9850
每股收益	(0.71)	(0.71)	(0.42)	0.26	0.93	其它	(1580)	1727	450	422	1492
每股红利	0.44	0.42	0.00	0.03	0.28	经营活动现金流	(31446)	(4603)	9620	18176	38877
每股净资产	4.52	3.99	3.57	3.81	4.46	资本开支	0	(16621)	(15701)	(24179)	(25250)
ROIC	-6%	-5%	-4%	3%	10%	其它投资现金流	0	(138)	(83)	(132)	(212)
ROE	-16%	-18%	-12%	7%	21%	投资活动现金流	772	(17063)	(15984)	(24461)	(25612)
毛利率	-3%	-3%	2%	13%	19%	权益性融资	(24)	1128	0	0	0
EBIT Margin	-13%	-11%	-7%	5%	11%	负债净变化	6420	6578	0	0	0
EBITDA Margin	1%	-1%	1%	12%	17%	支付股利、利息	(6678)	(7041)	0	(447)	(4738)
收入增长	-40%	10%	26%	19%	33%	其它融资现金流	55043	17482	1076	11585	(10000)
净利润增长率	-509%	12%	—	-163%	253%	融资活动现金流	54503	17684	1076	11138	(14738)
资产负债率	79%	79%	81%	81%	79%	现金净变动	23829	(3982)	(5288)	4853	(1472)
息率	6.2%	6.5%	0.0%	0.4%	4.4%	货币资金的期初余额	1994	25823	21841	16553	21406
P/E	(9.0)	(8.9)	(15.1)	24.1	6.8	货币资金的期末余额	25823	21841	16553	21406	19933
P/B	1.4	1.6	1.8	1.7	1.4	企业自由现金流	0	(17747)	(5758)	(5108)	14216
EV/EBITDA	620.4	(262.1)	276.0	20.3	10.7	权益自由现金流	0	6313	(8099)	2322	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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