

## 评级：买入（维持）

市场价格：6.03元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：李晶莹

电话：

Email: lidy@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	101,644	87,059	161,845	189,087	213,195
增长率 yoy%	10%	-14%	86%	17%	13%
净利润(百万元)	-12,103	-32,682	-4,267	6,092	14,609
增长率 yoy%	-12%	-170%	87%	243%	140%
每股收益(元)	-0.67	-1.80	-0.24	0.34	0.81
每股现金流量	0.74	0.19	1.32	1.74	1.56
净资产收益率	-14%	-59%	-8%	11%	20%
P/E	-9.0	-3.3	-25.6	17.9	7.5
P/B	1.6	2.7	3.0	2.6	1.9

备注：股价为2024年1月29日收盘价

## 投资要点

- 南方航空于2024年1月26日发布2023年业绩预亏公告：**
  - 公司预计2023年度归母净亏损为35亿元至47亿元之间，较2022年同期减亏280至292亿元；预计2023年度扣非归母净亏损为53亿元至70亿元之间，较2022年同期减亏270至287亿元。
  - 2023年前三季度公司实现归母净利润13.2亿元，测算2023年第四季度公司的归母净亏损在48亿元至60亿元；2023年前三季度公司实现扣非归母净亏损1.51亿元，测算2023年第四季度公司的扣非归母净亏损在51亿元至68亿元。
- 2023年，航空业持续恢复，但受多重不利因素影响，公司全年业绩仍出现亏损。**根据公司公告，2023年公司经营受国际客运航班恢复相对缓慢，国内客运整体供过于求，油价保持高位运行，消化四川航空战略投资影响，全球供应链不畅导致飞机、航材等价格大幅上涨以及人民币贬值等多因素影响。
  - 2023年全年净增飞机14架。截至2023年12月底，公司机队规模908架，其中客机规模891架，较2022年底净增12架，货机规模17架，较2022年底增加2架。
  - 2023年国内供需恢复快于国际。2023年，公司可用座公里(ASK)、旅客周转量(RPK)分别恢复至2019年同期的92%、87%，其中国内航线ASK、RPK超2019年，分别恢复至2019年同期的113%、106%，国际航线ASK、RPK分别恢复至2019年同期的45%、43%，地区航线ASK、RPK分别恢复至2019年同期的56%、55%。公司平均客座率78.09%，仍低于2019年4.72pct。
  - 2023年公司业绩受四川航空战略投资影响。2023年12月29日，公司公告对四川航空进行增资扩股，公司与川航其余四大股东按股权同比例向四川航空增资人民币120亿元，其中公司以现金和实物资产分阶段出资人民币46.8亿元。截至2023年9月30日，四川航空净资产为人民币-112亿元。该笔增资或导致公司2023年四季度投资亏损大幅增加，从而大幅影响公司业绩。
- 盈利预测与投资评级：**公司国内航线时刻占比高，国际航线聚焦亚太，航网结构与行业复苏趋势趋同，但受多重不利因素影响，2023年公司业绩仍为亏损。2024-2025年，随着国际航线持续恢复，公司飞机利用率有望进一步提升，从而摊薄公司固定成本，带动公司业绩向上修复。我们调整公司2023-2025年的盈利预测为-43/61/146亿元（前值：10/61/146亿元），对应P/E分别为-25.6X/17.9X/7.5X。我们认为2024-2025年行业格局将持续优化，供需紧平衡态势显现，票价维持高位，公司将明显受益，维持“买入”评级。
  - 风险提示事件：宏观经济下行风险、油价上涨风险、汇率波动风险。

## 基本状况

总股本(百万股)	18,121
流通股本(百万股)	12,673
市价(元)	6.03
市值(百万元)	109,269
流通市值(百万元)	76,420

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 《规模优势明显，票价弹性领先》  
—南方航空首次覆盖报告 2023.4.12

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,240	11,329	13,236	14,924	营业收入	87,059	161,845	189,087	213,195
应收票据	0	0	0	0	营业成本	105,862	146,886	169,597	183,356
应收账款	2,656	3,650	3,854	3,705	税金及附加	240	486	610	670
预付账款	619	859	992	1,072	销售费用	4,555	6,150	6,240	6,822
存货	1,387	1,924	2,558	2,836	管理费用	3,560	4,046	4,538	4,903
合同资产	0	0	0	0	研发费用	389	486	567	640
其他流动资产	7,869	11,021	12,774	14,467	财务费用	9,240	6,715	7,120	7,383
流动资产合计	32,771	28,783	33,414	37,004	信用减值损失	3	0	0	0
其他长期投资	1,085	1,724	1,957	2,163	资产减值损失	-582	-582	0	0
长期股权投资	6,205	6,205	6,205	6,205	公允价值变动收益	-388	-237	0	0
固定资产	90,810	115,393	127,691	136,406	投资收益	555	-4,680	555	555
在建工程	33,322	33,360	33,348	33,286	其他收益	4,670	3,450	4,500	4,500
无形资产	6,547	5,898	5,314	4,789	营业利润	-32,199	-4,673	5,770	14,776
其他非流动资产	141,261	141,256	141,292	141,265	营业外收入	710	710	710	710
非流动资产合计	279,230	303,836	315,807	324,114	营业外支出	37	37	37	37
资产合计	312,001	332,619	349,221	361,118	利润总额	-31,526	-4,000	6,443	15,449
短期借款	53,674	62,642	59,594	57,357	所得税	2,172	399	161	386
应付票据	0	0	0	0	净利润	-33,698	-4,399	6,282	15,063
应付账款	14,351	19,912	22,991	14,668	少数股东损益	-1,016	-133	189	454
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-32,682	-4,266	6,093	14,609
合同负债	1,496	1,688	3,404	3,838	NOPLAT	-23,821	2,987	13,224	22,261
其他应付款	7,933	7,933	7,933	7,933	EPS (按最新股本摊薄)	-1.80	-0.24	0.34	0.81
一年内到期的非流动负债	41,167	41,167	41,167	41,167					
其他流动负债	22,837	29,086	33,352	36,002	主要财务比率				
流动负债合计	141,458	162,428	168,440	160,965	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	15,316	19,624	23,933	28,241	成长能力				
应付债券	19,128	19,128	19,128	19,128	营业收入增长率	-14.3%	85.9%	16.8%	12.7%
其他非流动负债	80,985	80,985	80,985	80,985	EBIT增长率	125.6%	-112.2%	399.4%	68.3%
非流动负债合计	115,429	119,737	124,046	128,354	归母公司净利润增长率	170.0%	-86.9%	-242.8%	139.8%
负债合计	256,887	282,166	292,486	289,319	获利能力				
归属母公司所有者权益	41,057	36,529	42,622	57,231	毛利率	-21.6%	9.2%	10.3%	14.0%
少数股东权益	14,057	13,924	14,114	14,568	净利率	-38.7%	-2.7%	3.3%	7.1%
所有者权益合计	55,114	50,454	56,735	71,798	ROE	-59.3%	-8.5%	10.7%	20.3%
负债和股东权益	312,001	332,619	349,221	361,118	ROIC	-19.8%	1.7%	9.8%	15.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	82.3%	84.8%	83.8%	80.1%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	381.5%	443.1%	396.2%	316.0%
经营活动现金流	3,465	24,008	31,457	28,291	流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
现金收益	-14,676	12,183	25,664	35,888	速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
存货影响	265	-537	-634	-278	营运能力				
经营性应收影响	941	-651	-337	68	总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6
经营性应付影响	2,190	5,561	3,079	-8,323	应收账款周转天数	11	7	7	6
其他影响	14,745	7,452	3,685	936	应付账款周转天数	45	42	46	37
投资活动现金流	-5,407	-39,480	-23,691	-21,292	存货周转天数	5	4	5	5
资本支出	-11,211	-33,840	-23,964	-21,569	每股指标(元)				
股权投资	-228	0	0	0	每股收益	-1.80	-0.24	0.34	0.81
其他长期资产变化	6,032	-5,640	273	277	每股经营现金流	0.19	1.32	1.74	1.56
融资活动现金流	299	6,561	-5,859	-5,311	每股净资产	2.27	2.02	2.35	3.16
借款增加	36,825	13,276	1,261	2,071	估值比率				
股利及利息支付	-7,268	-7,315	-7,692	-7,845	P/E	-3	-26	18	7
股东融资	6,162	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-35,420	600	572	463	EV/EBITDA	-340	338	165	117

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。