

**评级：买入（维持）**

市场价格：5.60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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	87,059	159,929	195,361	218,868	228,944
增长率 yoy%	-14%	84%	22%	12%	5%
净利润 (百万元)	-32,682	-4,209	6,093	14,609	16,075
增长率 yoy%	-170%	87%	245%	140%	10%
每股收益 (元)	-1.80	-0.23	0.34	0.81	0.89
每股现金流量	0.19	0.00	0.86	1.49	0.97
净资产收益率	-59%	-8%	10%	19%	17%
P/E	-3.1	-24.1	16.7	6.9	6.3
P/B	2.5	2.8	2.4	1.8	1.4

备注：股价为2024年3月28日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	18,121
流通股本(百万股)	12,673
市价(元)	5.60
市值(百万元)	101,477
流通市值(百万元)	70,971

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**投资要点**

- 南方航空于2024年3月27日发布年报：
  - 2023年公司实现营业收入1599亿元，同比2022年上升84%；实现归母净亏损42亿元，实现扣非归母净亏损64亿元，较2022年大幅减亏。
  - 2023年Q4，公司实现营业收入404亿元，同比2022年Q4上升139%，环比2023年Q3下降15%，实现归母净亏损55亿元；实现扣非归母净亏损63亿元。
- 2023年，中国民航运输生产有序恢复，公司着力提升市场核心竞争力，推动经营提质增效，但受国际航线恢复缓慢、淡季需求较弱等影响，公司全年经营仍未扭亏：
  - 经营方面，机队引进增速较低，供需恢复较快。截至2023年末，公司客机规模891架，同比2022年上升1.37%，全年引进飞机（含货机）37架，退出飞机23架。2023年，公司ASK、RPK同比2022年分别上升106%、142%，为2019年的92%、87%；公司客座率78.09%，同比2022年上升12pct，同比2019年下降5pct。
  - 收入方面，客运收入显著上升，货运收入略有下降。2023年公司实现客运收入1393亿元，同比2022年上升123%。实现货运收入153亿元，同比2022年下降27%。从客公里收入看，2023年全年公司国内、国际、地区的客公里收入分别为0.54元、0.58元、0.89元，同比2022年分别上涨6%、-71%、-67%，同比2019年分别上涨4%、49%、19%。
  - 成本方面，油价上涨及汇率波动影响公司经营业绩。2023年，油价整体处于高位，公司ASK扣油成本0.30元，同比2022年下降37%，同比2019年上升12%。根据公司披露，报告期内平均燃油价格每上升或下降10%，将导致公司运营成本上升或下降人民币52.05亿元。2023年，汇率波动导致公司汇兑损失6.87亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于2023年12月31日人民币兑美元汇率每升值(或贬值)1%，将导致公司净亏损减少人民币3.20亿元。
  - 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。进入2024年，国际航线加速修复，公司飞机利用率有望进一步提升，公司固定成本将持续摊薄，从而带动公司业绩向上修复。我们维持公司2024-2025年的盈利预测为61/146亿元，新增2026年的盈利预测为161亿元，对应P/E分别为16.7X/6.9X/6.3X。2024-2026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、研报信息更新不及时风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,924	13,675	15,321	16,026	营业收入	159,929	195,361	218,868	228,944
应收票据	2	2	0	0	营业成本	147,582	172,326	186,852	195,499
应收账款	3,322	4,493	4,459	3,989	税金及附加	531	586	693	701
预付账款	695	812	880	921	销售费用	6,629	6,838	7,332	7,441
存货	1,565	1,827	1,981	2,292	管理费用	3,779	4,493	4,706	5,060
合同资产	0	0	0	0	研发费用	511	586	657	687
其他流动资产	12,233	13,439	15,102	15,796	财务费用	6,393	6,474	6,870	7,087
流动资产合计	27,741	34,249	37,743	39,023	信用减值损失	-9	0	0	0
其他长期投资	1,083	1,207	1,289	1,324	资产减值损失	-11	0	0	0
长期股权投资	6,718	6,718	6,718	6,718	公允价值变动收益	874	0	0	0
固定资产	93,076	114,435	140,376	163,484	投资收益	-1,688	-1,404	-536	0
在建工程	34,199	34,237	34,225	34,163	其他收益	3,779	3,779	4,200	4,500
无形资产	6,629	5,972	5,381	4,849	营业利润	-2,142	6,432	15,423	16,970
其他非流动资产	139,780	139,797	139,727	139,660	营业外收入	581	0	0	0
非流动资产合计	281,485	302,366	327,716	350,198	营业外支出	84	0	0	0
资产合计	309,226	336,614	365,458	389,221	利润总额	-1,645	6,432	15,423	16,970
短期借款	51,362	60,131	62,554	71,941	所得税	1,437	-644	-1,542	-1,697
应付票据	236	0	0	0	净利润	-3,082	7,076	16,965	18,667
应付账款	19,722	23,029	24,970	15,640	少数股东损益	1,127	983	2,356	2,593
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-4,209	6,093	14,609	16,075
合同负债	1,509	3,193	3,940	4,121	NOPLAT	8,896	14,197	24,522	26,463
其他应付款	8,968	8,968	8,968	8,968	EPS (按最新股本摊薄)	-0.23	0.34	0.81	0.89
一年内到期的非流动负债	33,782	33,782	33,782	33,782					
其他流动负债	13,857	15,120	16,146	17,004					
流动负债合计	129,436	144,223	150,360	151,456	主要财务比率				
长期借款	38,130	43,872	49,613	53,613	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	12,392	12,392	12,392	12,392	成长能力				
其他非流动负债	77,271	77,271	77,271	77,271	营业收入增长率	83.7%	22.2%	12.0%	4.6%
非流动负债合计	127,793	133,535	139,276	143,276	EBIT增长率	-121.3%	171.8%	72.7%	7.9%
负债合计	257,229	277,757	289,636	294,732	归母公司净利润增长率	87.1%	244.8%	139.8%	10.0%
归属母公司所有者权益	36,784	42,661	57,270	73,345	获利能力				
少数股东权益	15,213	16,196	18,552	21,144	毛利率	7.7%	11.8%	14.6%	14.6%
所有者权益合计	51,997	58,857	75,822	94,489	净利率	-1.9%	3.6%	7.8%	8.2%
负债和股东权益	309,226	336,614	365,458	389,221	ROE	-8.1%	10.4%	19.3%	17.0%
					ROIC	3.7%	9.2%	13.5%	12.2%
					偿债能力				
					资产负债率	83.2%	82.5%	79.3%	75.7%
					债务权益比	409.5%	386.4%	310.7%	263.5%
					流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3
					速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	7	7	7	7
					应付账款周转天数	42	45	46	37
					存货周转天数	4	4	4	4
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.23	0.34	0.81	0.89
					每股经营现金流	0.00	0.86	1.49	0.97
					每股净资产	2.03	2.35	3.16	4.05
					估值比率				
					P/E	-24	17	7	6
					P/B	3	2	2	1
					EV/EBITDA	623	216	129	120

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。