

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

南方航空(600029)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

相关研究

南方航空(600029.SH)深度报告: 航空巨头经营修复, 盈利改善弹性可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 经营修复毛利率回升, 盈利弹性逐渐凸显

2024年03月31日

**事件:** 南方航空发布 2023 年度业绩报告。2023 年全年, 公司实现营业收入 1599 亿元, 同比+83.7%, 较 2019 年同期+3.6%; 对应录得归母净利润-42.09 亿元, 较 2022 年大幅减亏 284.73 亿元。

- **总营收基本恢复至 2019 年水平, 国际及地区线营收仍待修复。** 收入端看, 23Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 341/378/477/404 亿元, 较 2019 年同期分别-9.5%/+7.0%/+9.0%/+7.4%。分地区看, 国内/国际/地区实现营收分别 1176/352/18 亿元, 同比+119%/+20%/+220%, 较 2019 年同期+9.5%/-15.4%/-30.7%, 国际及地区线仍待恢复; 2023 年单位客公里收益达到 0.55 元, 较 2019 年同期的 0.49 元增长 13.4%。
- **受航油价格影响, 公司单位燃油成本增长较多, 但非油成本管控得当。** 成本端看, 2023 年公司实现营业成本 1476 亿元, 同比+39.4%, 较 2019 年同期+8.8%; 其中 23Q1/Q2/Q3/Q4 公司营业成本分别为 333/336/395/412 亿元, 较 2019 年同期分别+3.8%/+3.8%/+12.4%/+14.1%, 全年成本控制得当, 三四季度主要受航空煤油价格影响, 成本增长较多。2023 年单位 ASK 营业成本为 0.47 元, 较 2019 年同期的 0.39 元增长 18.4%, 其中单位 ASK 燃油成本较 2019 年同期+32.3%, 对应单位 ASK 非油成本+11.9%。
- **公司毛利率明显回升, 但距 2019 年仍有差距。** 利润端看, 2023 年公司毛利率为 7.72%, 同比 2022 年毛利率-21.6%明显修复, 较 2019 年毛利率仍相差 4.37pct; 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别 2.23%/11.04%/17.21%/-1.95%, 较 2019 年分别 -12.5/+2.7/-2.5/-6.0pct; 对应归母净利润分别-18.98/-9.77/41.95/-55.29 亿元, 较 2019 年同期-171.6%/-1.9%/+75.7%/-287.5%。受国际航线恢复较慢、国内外供需不平衡、油价维持高位及四川航空战投消化等多方面因素影响, 公司全年业绩出现较大亏损。
- **国内线运力及周转量均已超过 2019 年水平, 国际线约恢复至四成, 客座率均还存在修复空间。** 经营情况看, 2023 年公司可用座公里 ASK、旅客周转量 RPK 分别达到 2019 年同期的 91.9%、86.7%, 客座率达到 78.09%, 较 2019 年相差 4.72pct; 分地区看, 公司国内线 ASK、RPK 较 2019 年同期+13.3%、+6.4%, 客座率较 2019 年-5.03pct; 国际线 ASK、RPK 恢复至 2019 年同期 45.2%、43.2%, 客座率较 2019 年-3.75pct; 地区线 ASK、RPK 恢复至 2019 年同期 55.9%、55.5%, 客座率较 2019 年-0.51pct。2024 年 1-2 月, 公司 ASK、RPK 分别达到 2019 年同期的 108.9%、109.7%, 客座率超出 0.6pct。
- **机队规模位居行业前列, 利用率仍待提升。** 机队引进及利用率方面, 截至 2023 年 12 月底, 公司机队规模达到 908 架, 其中客机、货机分别 891、17 架, 较 2022 年底分别净增 12、2 架。公司 2023 年飞机日利用率达到 8.93 小时, 较 2019 年的 9.96 小时还差 1.03 小时。至 2024 年 2 月底, 公司机队规模达到 913 架, 其中客机、货机分别 896、17 架。公司在 2024-2026 年计划净增加 40、18、10 架飞机, 运力规模保持行业领先。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 60.23、91.21、111.78 亿元，同比分别+243.1%、+51.4%、+22.5%，对应每股收益分别为 0.33、0.50、0.62 元，现价对应 PE 分别为 16.82、11.11、9.06 倍。当前公司国内外航线恢复，供需关系加速改善，看好公司未来盈利持续改善，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**出行需求不及预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	87,059	159,929	189,105	201,180	210,473
增长率 YoY %	-14.3%	83.7%	18.2%	6.4%	4.6%
归属母公司净利润 (百万元)	-32,682	-4,209	6,023	9,121	11,178
增长率 YoY%	-170.0%	87.1%	243.1%	51.4%	22.5%
毛利率%	-21.6%	7.7%	11.3%	13.3%	14.3%
净资产收益率ROE%	-79.6%	-11.4%	14.1%	17.6%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	-1.80	-0.23	0.33	0.50	0.62
市盈率 P/E(倍)	—	—	16.82	11.11	9.06
市净率 P/B(倍)	2.47	2.75	2.36	1.95	1.60

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>32,771</b>	<b>27,741</b>	<b>43,606</b>	<b>64,833</b>	<b>93,137</b>	
货币资金	20,240	9,924	22,010	41,170	67,190	
应收票据	0	2	0	0	0	
应收账款	2,656	3,322	5,200	5,588	5,963	
预付账款	619	695	838	785	812	
存货	1,387	1,565	1,863	2,181	2,456	
其他	7,869	12,233	13,694	15,108	16,716	
<b>非流动资产</b>	<b>279,230</b>	<b>281,485</b>	<b>279,670</b>	<b>273,547</b>	<b>265,357</b>	
长期股权投资	6,205	6,718	7,118	7,418	7,618	
固定资产(合计)	90,810	93,076	97,307	101,103	104,789	
无形资产	6,547	6,629	6,429	6,279	6,119	
其他	175,668	175,062	168,816	158,747	146,830	
<b>资产总计</b>	<b>312,001</b>	<b>309,226</b>	<b>323,275</b>	<b>338,380</b>	<b>358,494</b>	
<b>流动负债</b>	<b>141,458</b>	<b>129,436</b>	<b>139,693</b>	<b>146,952</b>	<b>152,569</b>	
短期借款	53,674	51,362	54,362	57,362	58,362	
应付票据	0	236	140	0	0	
应付账款	14,351	19,722	22,448	23,027	23,558	
其他	73,433	58,116	62,743	66,564	70,649	
<b>非流动负债</b>	<b>115,429</b>	<b>127,793</b>	<b>124,793</b>	<b>122,093</b>	<b>123,593</b>	
长期借款	15,316	38,130	41,130	40,130	42,130	
其他	100,113	89,663	83,663	81,963	81,463	
<b>负债合计</b>	<b>256,887</b>	<b>257,229</b>	<b>264,486</b>	<b>269,045</b>	<b>276,162</b>	
少数股东权益	14,057	15,213	15,957	17,381	19,201	
归属母公司股东权益	41,057	36,784	42,832	51,953	63,131	
<b>负债和股东权益</b>	<b>312,001</b>	<b>309,226</b>	<b>323,275</b>	<b>338,380</b>	<b>358,494</b>	

#### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	87,059	159,929	189,105	201,180	210,473
同比(%)	-14.3%	83.7%	18.2%	6.4%	4.6%
归属母公司净利润	-32,682	-4,209	6,023	9,121	11,178
同比	-170.0%	87.1%	243.1%	51.4%	22.5%
毛利率(%)	-21.6%	7.7%	11.3%	13.3%	14.3%
ROE%	-79.6%	-11.4%	14.1%	17.6%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	-1.80	-0.23	0.33	0.50	0.62
P/E	—	—	16.82	11.11	9.06
P/B	2.47	2.75	2.36	1.95	1.60
EV/EBITDA	187.85	9.40	9.12	7.04	5.72

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>87,059</b>	<b>159,929</b>	<b>189,105</b>	<b>201,180</b>	<b>210,473</b>	
营业成本	105,862	147,58	167,661	174,518	180,446	
营业税金及附加	240	531	435	483	526	
销售费用	4,555	6,629	7,753	8,248	8,524	
管理费用	3,560	3,779	4,387	4,728	5,051	
研发费用	389	511	473	463	463	
财务费用	9,240	6,393	6,462	6,541	6,381	
减值损失合计	-582	-11	-20	-300	-400	
投资净收益	555	-1,688	756	805	842	
其他	4,615	5,053	5,039	5,933	6,449	
<b>营业利润</b>	<b>-32,199</b>	<b>-2,142</b>	<b>7,709</b>	<b>12,638</b>	<b>15,971</b>	
营业外收	673	497	750	710	800	
<b>利润总额</b>	<b>-31,526</b>	<b>-1,645</b>	<b>8,459</b>	<b>13,348</b>	<b>16,771</b>	
所得税	2,172	1,437	1,692	2,803	3,773	
<b>净利润</b>	<b>-33,698</b>	<b>-3,082</b>	<b>6,768</b>	<b>10,545</b>	<b>12,998</b>	
少数股东损益	-1,016	1,127	744	1,424	1,820	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-32,682</b>	<b>-4,209</b>	<b>6,023</b>	<b>9,121</b>	<b>11,178</b>	
EBITDA	1,702	31,842	31,156	37,662	42,273	
EPS(当年)(元)	-1.90	-0.23	0.33	0.50	0.62	

#### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,465</b>	<b>40,134</b>	<b>28,388</b>	<b>32,352</b>	<b>35,949</b>
净利润	-33,698	-3,082	6,768	10,545	12,998
折旧摊销	24,709	27,183	16,235	17,773	19,120
财务费用	9,045	6,131	4,261	4,261	4,293
投资损失			-555	1,688	-756
营运资金变动	3,574	9,246	3,678	2,092	2,072
其它	390	-1,032	-1,797	-1,515	-1,692
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5,407</b>	<b>17,511</b>	<b>-12,366</b>	<b>-9,631</b>	<b>-8,636</b>
资本支出	-6,897	-9,633	-12,483	-9,885	-9,048
长期投资	907	-8,571	-760	-500	-380
其他	583	693	876	755	792
<b>筹资活动现金流</b>	<b>299</b>	<b>33,006</b>	<b>-3,961</b>	<b>-3,561</b>	<b>-1,293</b>
吸收投资	6,162	1,017	0	0	0
借款	75,429	70,978	6,000	2,000	3,000
支付利息或股息	-7,268	-7,358	-4,261	-4,261	-4,293
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,567</b>	<b>10,358</b>	<b>12,086</b>	<b>19,160</b>	<b>26,020</b>

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。