

2024年5月30日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

A 股目标价(元) 7.0

H 股目标价(港元) 3.8

公司基本信息

产业别	交通运输
A 股价(2024/5/29)	5.92
上证指数(2024/5/29)	3111.02
股价 12 个月高/低	7.12/5.32
总发行股数(百万)	18120.91
A 股数(百万)	12673.34
A 市值(亿元)	750.26
主要股东	中国南方航空集团有限公司 (51.90%)
每股净值(元)	2.07
股价/账面净值	2.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.5 4.6 -6.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

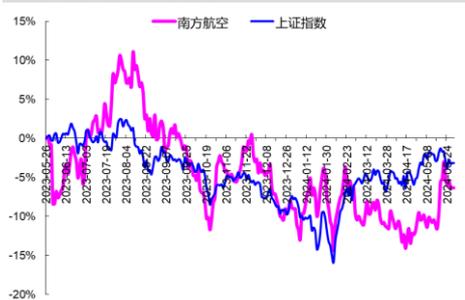
产品组合

客运	87.1%
货运及邮运	9.55%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	67.4%

股价相对大盘走势



南方航空

(600029.SH/01055.HK)

买进 (Buy)

公司率先扭亏为盈，国际航线复苏将助力公司业绩继续修复

结论与建议：

公司构建以广州、北京为枢纽的航空网络，客运量长期处于业内领先水平。2024年公司经营态势稳固回升，一季度率先实现扣非后净利润扭亏为盈，盈利水平优于国航、东航。展望未来，随着国际航线进一步复苏，飞机日利用率将持续提升，公司盈利弹性将得到释放。考虑到公司当前估值较低，给与“买进”的投资建议。

点评：

- 2023 年国际航线复苏滞后、高油价拖累公司盈利修复。**公司 2023 年全年扣非后净亏损 42.1 亿元，主要是因为以下原因：一方面，2023 年公司国际航线仅恢复至 2019 年的 45% 左右，但机队数量较 2019 年增长 5.3%，这使得飞机日利用率较 2019 年下降 10.6%，最终公司单位折旧（含租赁）成本较 2019 年上升 13.7%。另一方面，全球油价攀升带动航空煤油价格上涨，叠加飞机日利用率低、客座率低等因素，公司单位航油成本较 2019 年上升 25.7%。综合来看，2023 年公司单位吨公里成本较 2019 年上升 11.1%，吨公里毛利仅为 2019 年的 62.5%。
- 2024 年 Q1 公司成功扭亏为盈。**2024 年公司经营稳步修复，其中国际航线 ASK、RPK 同比分别增长 226%、261%，恢复至 2019 年同期的 7 成以上。反观成本方面，得益于国际航线修复带动飞机利用率提升，叠加航空煤油出厂价同比下降 4%，公司单位吨公里成本同比下降约 9%，进而提升毛利率 8.7pcts 至 10.9%。最终公司录得扣非后净利润 5.5 亿元，于三大航中率先实现扭亏为盈，虽然公司扣非后净利润仅恢复至 2019 年同期 21%，但我们看好后续公司利润继续修复。
- 国际航线复苏趋势不变，公司盈利弹性有望释放。**中期来看，油价仍将保持震荡走势，国际航线复苏将成为航空业绩弹性的重要变量。5 月民航局表示将全力推进国际航班恢复，叠加免签政策放开、国际旅游市场复苏等因素，国际航线复苏趋势不变。目前公司国际航线 ASK、RPK 均恢复至在 2019 年同期 75% 以上，而从 2024 年夏秋航班计划来看，公司国际航线周航班量环比 2023 年冬春增长 10%，恢复水平环比 2023 年冬春提升 6.7pcts，我们预计公司夏秋季国际航线恢复至 2019 年 8 成左右。考虑到夏秋是民航旺季，伴随国际航线复苏，公司盈利弹性将进一步释放。
- 盈利预测及投资建议：**预计 2024-2026 年公司实现净利润 53 亿元、88 亿元、105 亿元，yoy 分别为扭亏、+65%、+18%，EPS 为 0.29 元、0.48 元、0.58 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 20 倍、12 倍、10 倍，H 股 PE 分别为 10 倍、6 倍、5 倍，考虑到公司估值较低，对此给予“买进”的投资建议。
- 风险提示：**国际航线恢复滞后、地缘政治冲突、油价波动、汇率风险

年度截止 12月 31日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-32682	-4209	5322	8756	10481
同比增减	%	170.03	-87.12	-226.45	64.52	19.70
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-1.90	-0.23	0.29	0.48	0.58
同比增减	%	153.33	-87.89	-227.70	64.52	19.70
A 股市盈率 (P/E)	X	-3.12	-25.74	20.16	12.25	10.24
H 股市盈率 (P/E)	X	-1.52	-12.55	9.83	5.97	4.99
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.20	0.30	0.35
股息率 (Yield)	%	0.00	0.00	3.38	5.07	5.91

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	87059	159929	183940	196917	207128
经营成本	105862	147582	160874	166604	177832
营业税金及附加	240	531	560	661	695
销售费用	4555	6629	7272	7722	8075
管理费用	3560	3779	4337	4544	4763
财务费用	9240	6393	5797	5394	5623
资产减值损失	-582	-11	-30	-30	-40
投资收益	555	-1688	-132	270	467
营业利润	-32199	-2142	8660	10622	13945
营业外收入	710	581	651	647	626
营业外支出	37	84	137	86	102
利润总额	-31526	-1645	9174	11184	14470
所得税	2172	1437	885	1552	2940
少数股东损益	-1016	1127	957	876	1048
归属于母公司所有者的净利润	-32682	-4209	5322	8756	10481

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	20240	9924	6231	6714	9390
应收帐款	2656	3322	3654	3837	4221
存货	1387	1565	1768	1875	2118
流动资产合计	32771	27741	26909	26640	26373
长期投资净额	6205	6718	6987	7126	7198
固定资产合计	90810	93076	95868	97786	99741
在建工程	33322	34199	34883	35581	36292
无形资产	279230	281485	284300	287143	290014
资产总计	312001	309226	311209	313783	316388
流动负债合计	141458	129436	125553	120531	114504
长期负债合计	115429	127793	126515	125250	123997
负债合计	256887	257229	252068	245781	238502
少数股东权益	14057	15213	15974	16772	17611
股东权益合计	41057	36784	43167	51229	60275
负债和股东权益总计	312001	309226	311209	313783	316388

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	3465	40134	33279	38409	42763
投资活动产生的现金流量净额	-5407	-17511	-17169	-16339	-18070
筹资活动产生的现金流量净额	299	-33006	-19804	-21586	-22018
现金及现金等价物净增加额	-1567	-10358	-3693	484	2676

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。