

南方航空(600029)

整体需求平稳，期待国内线需求释放

——南方航空点评报告

点评报告

行业公司研究——航空运输业

证券研究报告

✍️：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001
☎️：021-80108129
✉️：jiangnan@stocke.com.cn

投资要点

□ 国际线运力投放增速高于国内线

19年9月单月，ASK整体、国内、国际同比增速分别为11.28%、10.84%、13.63%。1-9月累计，ASK整体、国内、国际同比增速分别为10.36%、9.44%、12.70%。3季度运力增速高于2季度，1-9月整体ASK增速略高于之前假设，上调对19年国内和国际线ASK同比增速假设分别至9.5%和13.0%，预计全年整体ASK同比增速约为10.51%。

□ 整体需求稳定，期待国内线需求释放

19年9月单月，RPK整体、国内、国际同比增速分别为10.79%、10.21%、13.57%。1-9月累计，RPK整体、国内、国际同比增速分别为10.65%、9.20%、14.18%。整体需求平稳，国内线需求略低于之前假设，期待“十一”假期后国内公商务出行需求释放。微调对19年国内和国际线客座率假设分别至83.0%和83.5%，微调对19年国内和国际线客公里收益同比增速假设分别至-1.35%和-0.80%。

□ 执行新租赁准则后，汇率敏感性增加

19年起，由于公司执行新租赁准则带来美元负债增加，汇兑损益对人民币汇率变化的敏感性增加。19年上半年，公司汇兑净损失3.12亿元，主要原因是2季度人民币对美元贬值。汇兑净损失也是19年2季度公司亏损9.59亿元的主要原因。若人民币贬值压力缓解，将有助于公司利润增长。维持对19年底美元兑人民币汇率7.00的假设。

□ 期待国内线需求恢复，维持“买入”评级

预计19-21年，公司归母净利润分别为63.60亿元、84.45亿元和100.31亿元，同比增速分别为113.00%、32.78%和18.78%，对应PE分别为13.23倍、9.96倍和8.39倍。公司退盟天合后不断加强与国际航司的合作，广州国际中转客增加有望带来客座率提升。北京大兴机场投产将成为公司实现广州-北京“双枢纽”战略的重要契机，航线结构将不断优化。期待国内航线出行需求恢复，维持“买入”评级。

□ 风险提示

航油成本增长超预期，人工成本增长超预期。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	143623	158037	171340	186933
(+/-)	12.66%	10.04%	8.42%	9.10%
归属母公司净利润	2986	6360	8445	10031
(+/-)	-49.51%	113.00%	32.78%	18.78%
每股收益(元)	0.24	0.52	0.69	0.82
P/E	28.18	13.23	9.96	8.39

评级

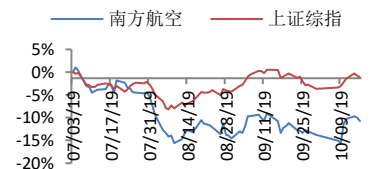
买入

上次评级	买入
当前价格	¥6.86

单季度业绩

元/股

2Q/2019	-0.08
1Q/2019	0.22
4Q/2018	-0.10
3Q/2018	0.17



公司简介

南方航空股份有限公司成立于1995年3月。2002年10月，公司控股股东南航集团联合北方航空公司和新疆航空公司，正式成立新的南方航空集团公司。公司于1997年7月境外发行H股11.74亿股，并分别在纽约、香港两地上市，于2003年7月在上交所上市。截至2018年，集团机队规模达840架。

相关报告

- 1《毛利率同比提升，期待旺季票价弹性》2019.04.30
- 2《国内线同比受春节错期影响，国际线需求良好》2019.04.30
- 3《需求良好，客座率稳中有升》2019.07.28

报告撰写人：姜楠
数据支持人：姜楠

正文目录

1. 整体需求平稳，期待国内线需求释放.....3

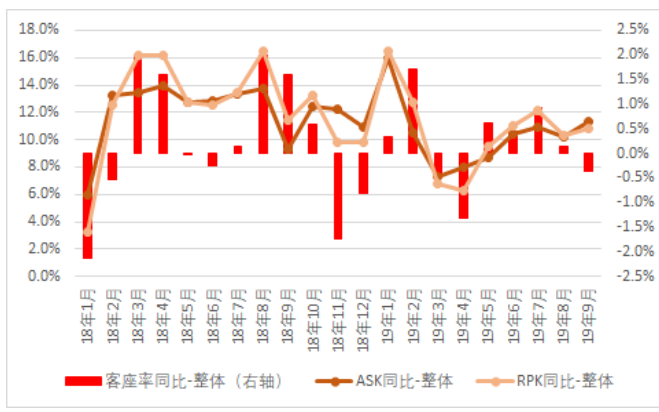
图表目录

图 1: 南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（整体）3
图 2: 南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（国内）3
图 3: 南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（国际）3
图 4: 南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（地区）3
表附录: 三大报表预测值4

1. 整体需求平稳，期待国内线需求释放

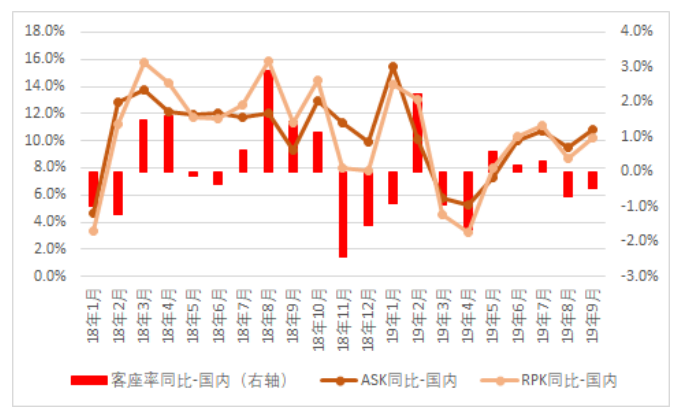
19年9月单月，公司整体、国内、国际、地区ASK同比增速分别为11.28%、10.84%、13.63%、-16.71%。公司整体、国内、国际、地区RPK同比增速分别为10.79%、10.21%、13.57%、-21.11%。公司整体、国内、国际、地区客座率分别为81.73%、82.25%、81.00%、69.15%，同比增量分别为-0.36%、-0.47%、-0.04%、-3.86%。国际航线运力投放增速高于国内航线，地区航线运力投放同比下降。国内航线和国际航线需求平稳，客座率同比基本持平，地区航线客座率同比下降3.86个百分点。

图 1：南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（整体）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

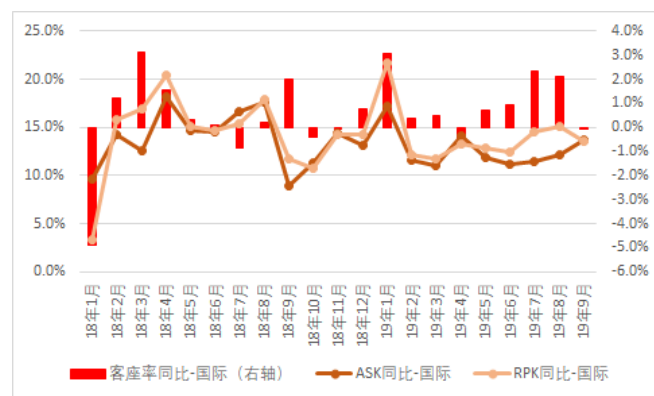
图 2：南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（国内）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

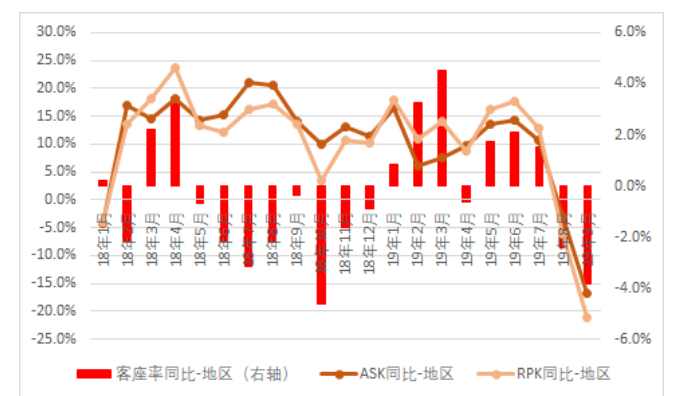
19年1-9月累计，公司整体、国内、国际、地区ASK同比增速分别为10.36%、9.44%、12.70%、6.28%。公司整体、国内、国际、地区RPK同比增速分别为10.65%、9.20%、14.18%、7.56%。公司整体、国内、国际、地区客座率分别为83.01%、83.03%、83.26%、76.24%，同比增量分别为0.22%、-0.18%、1.08%、0.91%。19年1-9月，国际航线运力投放增速均高于国内航线。国际航线需求情况良好，客座率同比提升1.08个百分点。国内航线需求有待恢复，期待“十一”假期后国内公商务出行需求释放。

图 3：南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（国际）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：南方航空 ASK 和 RPK 同比增速（地区）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24072	22899	25112	27795	营业收入	143623	158037	171340	186933
现金	7308	8692	9424	10281	营业成本	128613	135648	145951	158611
交易性金融资产	440	484	532	586	营业税金及附加	272	299	324	354
应收账款	2929	3566	3657	4004	营业费用	7086	7902	8567	9347
其它应收款	2334	1984	2163	2582	管理费用	3736	4109	4455	4860
预付账款	3695	2543	2901	3561	研发费用	221	243	264	288
存货	1699	1999	2066	2226	财务费用	5108	6638	5856	5534
其他	5667	3630	4368	4555	资产减值损失	12	13	15	16
非流动资产	222583	236338	250629	262408	公允价值变动损益	12	13	13	14
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	483	531	584	643
长期投资	5992	6052	6112	6174	其他经营收益	4942	5290	5576	5844
固定资产	170039	176593	183165	189224	营业利润	4012	9018	12082	14424
无形资产	3349	3373	3388	3401	营业外收支	478	522	572	628
在建工程	37881	46016	53459	58946	利润总额	4490	9539	12654	15053
其他	5322	4304	4505	4664	所得税	1031	2172	2871	3433
资产总计	246655	259237	275741	290203	净利润	3459	7368	9783	11620
流动负债	83687	84665	89894	92913	少数股东损益	473	1007	1338	1589
短期借款	20739	21137	27164	25438	归属母公司净利润	2986	6360	8445	10031
应付款项	14071	16683	17157	18501	EBITDA	20349	28424	33704	38148
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.24	0.52	0.69	0.82
其他	48877	46845	45573	48974	主要财务比率				
非流动负债	84785	89021	90514	90336		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	9422	11461	12685	13419	成长能力				
其他	75363	77560	77829	76917	营业收入增长率	12.66%	10.04%	8.42%	9.10%
负债合计	168472	173686	180408	183249	营业利润增长率	-50.35%	124.76%	33.98%	19.38%
少数股东权益	13180	14187	15525	17114	归属于母公司净利润增	-49.51%	113.00%	32.78%	18.78%
归属母公司股东权益	65003	71363	79808	89839	获利能力				
负债和股东权益	246655	259237	275741	290203	毛利率	10.45%	14.17%	14.82%	15.15%
现金流量表					净利率	2.41%	4.66%	5.71%	6.22%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	4.26%	7.77%	9.34%	9.92%
经营活动现金流	19585	35249	29632	37922	ROIC	2.47%	5.49%	6.28%	6.88%
净利润	3459	7368	9783	11620	偿债能力				
折旧摊销	14366	15440	17237	19156	资产负债率	68.30%	67.00%	65.43%	63.15%
财务费用	5108	6638	5856	5534	净负债比率	31.89%	28.54%	32.68%	32.05%
投资损失	(483)	(531)	(584)	(643)	流动比率	0.29	0.27	0.28	0.30
营运资金变动	(417)	11288	(4437)	2043	速动比率	0.27	0.25	0.26	0.28
其它	(2448)	(4953)	1777	211	营运能力				
投资活动现金流	(20508)	(29713)	(30808)	(30179)	总资产周转率	0.62	0.62	0.64	0.66
资本支出	(19472)	(29761)	(30873)	(30317)	应收账款周转率	51.30	48.74	47.56	48.90
长期投资	(1197)	(49)	(76)	(54)	应付账款周转率	9.35	8.88	8.69	8.94
其他	161	96	142	192	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	965	(4152)	1907	(6885)	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.52	0.69	0.82
短期借款	113	398	6027	(1726)	每股经营现金流(最新)	1.60	2.87	2.42	3.09
长期借款	3399	2039	1224	734	每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.82	6.51	7.32
其他	(2547)	(6589)	(5343)	(5893)	估值比率				
现金净增加额	42	1384	732	858	P/E	28.18	13.23	9.96	8.39
					P/B	1.29	1.18	1.05	0.94
					EV/EBITDA	9.80	7.06	6.31	5.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>