

# 核心利润 30.6 亿略低于预期，疫情冲击仍待观察

## 投资要点

- **南航发布 2019 年年报:** 公司 2019 年全年实现营业收入 1543.2 亿元(+7.5%)，实现归母净利润 26.5 亿元(-11.1%);实现扣非归母净利润 19.5 亿元(-16.7%)。单看 2019Q4，公司实现营收 376.6 亿元(+8.4%)，归母净利润-14.3 亿(较 18Q4 亏损扩大 2.4 亿元)。
- **全年 ASK 增速 9.41%，Q4 成本略超预期，全年核心净利润约 31 亿元。**

**1) 运投方面，**南航全年 ASK 增速为 9.4%、RPK 增速 9.9%，完成旅客运输量 1.52 亿人次(+8.4%)，客座率 82.81% (提升 0.38pp)。

**2) 客公里收益方面，**经济下行背景下航空需求走弱，南航全年客收为 0.49 元(-1.6%)，分结构来看，国内线客收同比下降 3.7%、地区线上涨 1.35%、国际线基本持平。我们测算 Q4 南航客收 0.47 元，同比略微改善。

**3) 成本及效益方面，**南航 2019 年全年营业成本总计 1357 亿(+5.5%)，其中燃油成本下降 0.25%至 428 亿元，公司扣油成本 929 亿元(+8.4%)，表观单位 ASK 扣油成本 0.27 元(-1.0%)。我们测算 Q4 的单位 ASK 扣油成本 0.29 元、环比上涨约 7%，季度费用计提高于我们的预期。

南航销售/管理/扣汇财务费用率分别为 5.13%/2.62%/3.88%，扣汇三费合计费用率 11.63%，同比增加了 1.8pp。经租进表美元负债提升使得南航对美元汇率敏感性由 1.95 亿提升至 4.34 亿，2019 年南航汇兑损失 14.7 亿元。我们测算全年南航扣汇扣非的核心净利润约 30.6 亿元(-16.3%)，其中 Q4 扣汇扣非亏损约 20.7 亿元，成本上涨使得业绩略低于我们的预期。

- **盈利预测与评级:** 新冠肺炎疫情“黑天鹅”持续，我们预计 Q2 国内线将迎来复苏，国际线受制于疫情全球蔓延恶化，目前局方“一航一国一周一班”政策下国际流量下降超过 95%，国际线的不确定性仍较高。但考虑低油价(目前布油价格在 25-30 美金震荡，2019 年中枢为 64.4 美金)背景及政策帮扶，我们对航司全年亏损额并不悲观。预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为-17.1 亿、56.8 亿元，目前南航股价逼近 1 倍 PB 的底部区域，维持“持有”评级。

- **风险提示:** 疫情发展恶化，汇率风险，油价风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	154322.00	114599.59	150219.56	164969.16
增长率	7.45%	-25.74%	31.08%	9.82%
归属母公司净利润(百万元)	2651.00	-1715.68	5676.50	6717.10
增长率	-11.13%	-164.72%	430.86%	18.33%
每股收益 EPS(元)	0.22	-0.14	0.46	0.55
净资产收益率 ROE	4.02%	-2.70%	8.17%	8.93%
PE	23.8	-36.8	11.1	9.4
PB	0.99	1.03	0.94	0.87

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林  
 执业证号: S1250518110001  
 电话: 13916801840  
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	122.67
流通 A 股(亿股)	81.12
52 周内股价区间(元)	5.14-9.65
总市值(亿元)	631.76
总资产(亿元)	3,066.46
每股净资产(元)	5.21

## 相关研究

1. 南方航空 (600029): 汇兑需求双煞，业绩低于预期 (2019-08-28)

## 核心假设及业务拆分

假设 1：2020 年年末汇率美元兑人民币 7.0，全年布油中枢 40 美金、国内航空燃油出厂价中枢 3695 元，2021/2022 年油汇变化均维持中性。

假设 2：ASK 增速方面，受疫情影响 2020 年 Q1-Q4 增速分别为-39.5%、-19.8%、-3.2% 和 3.4%，客座率分别为 64%、68%、71%、74%。2021/2022 年公司 ASK 增速分别为 12.8%/9.9%，客座率 83%。

假设 3：客公里收益方面，受疫情影响，2020 年客收下降 3.0%。2021/2022 年客收分别增长 1.7%/0.2%。

表 1：南方航空主营收入成本预测表（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
航空运输收入	151,633	111,900	147,520	162,269
客运收入	138,502	97,389	132,270	145,594
货运收入	9,615	10,844	12,129	13,603
其他运输收入	3,516	3,667	3,121	3,072
其他业务收入	2,689	2,700	2,700	2,700
<b>收入合计</b>	<b>154,322</b>	<b>114,600</b>	<b>150,220</b>	<b>164,969</b>
燃油成本	34,933	38,182	41,733	41,734
扣油成本	92,854	79,597	96,709	104,882
<b>成本合计</b>	<b>135,668</b>	<b>104,941</b>	<b>126,615</b>	<b>138,676</b>

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	154322.00	114599.59	150219.56	164969.16	净利润	3095.00	-2003.03	6627.22	7842.10
营业成本	135668.00	104941.33	126615.01	138676.12	折旧与摊销	9457.00	7870.61	9370.61	10120.61
营业税金及附加	348.00	234.07	313.74	346.59	财务费用	7460.00	4583.98	4506.59	4949.07
销售费用	7923.00	5615.38	7360.76	7588.58	资产减值损失	-38.00	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	4040.00	3000.11	3932.60	4318.73	经营营运资本变动	22936.00	-14953.05	5477.40	4227.62
财务费用	7460.00	4583.98	4506.59	4949.07	其他	-4788.00	-289.55	-511.43	-372.76
资产减值损失	-38.00	-10.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>38122.00</b>	<b>-4801.04</b>	<b>25460.38</b>	<b>26756.64</b>
投资收益	225.00	267.00	260.00	270.00	资本支出	83888.00	-30000.00	-10000.00	-10000.00
公允价值变动损益	265.00	150.00	150.00	150.00	其他	-98512.00	417.00	410.00	420.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-14624.00</b>	<b>-29583.00</b>	<b>-9590.00</b>	<b>-9580.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3202.00</b>	<b>-3348.28</b>	<b>7910.86</b>	<b>9520.07</b>	短期借款	-8489.00	52996.21	-10994.53	-10797.27
其他非经营损益	868.00	725.50	779.25	758.21	长期借款	-7031.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4070.00</b>	<b>-2622.78</b>	<b>8690.11</b>	<b>10278.27</b>	股权融资	34.00	0.00	0.00	0.00
所得税	975.00	-619.75	2062.89	2436.17	支付股利	0.00	-530.20	343.14	-1135.30
净利润	3095.00	-2003.03	6627.22	7842.10	其他	-13361.00	-17783.98	-4506.59	-4949.07
少数股东损益	444.00	-287.35	950.72	1125.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28847.00</b>	<b>34682.03</b>	<b>-15157.99</b>	<b>-16881.65</b>
归属母公司股东净利润	2651.00	-1715.68	5676.50	6717.10	<b>现金流量净额</b>	<b>-5343.00</b>	<b>297.99</b>	<b>712.40</b>	<b>294.99</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1994.00	2291.99	3004.39	3299.38	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7132.00	5855.82	7319.96	8100.08	销售收入增长率	7.45%	-25.74%	31.08%	9.82%
存货	1893.00	1352.93	1764.68	1896.86	营业利润增长率	-20.13%	-204.57%	336.27%	20.34%
其他流动资产	5719.00	4085.05	5354.76	5880.53	净利润增长率	-10.45%	-164.72%	430.86%	18.33%
长期股权投资	6445.00	6445.00	6445.00	6445.00	EBITDA 增长率	-14.33%	-54.74%	139.26%	12.86%
投资性房地产	304.00	304.00	304.00	304.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	123718.00	146264.95	147311.90	147608.85	毛利率	12.09%	8.43%	15.71%	15.94%
无形资产和开发支出	3709.00	3356.65	3004.29	2651.94	三费率	12.59%	11.52%	10.52%	10.22%
其他非流动资产	155732.00	155666.80	155601.60	155536.40	净利率	2.01%	-1.75%	4.41%	4.75%
<b>资产总计</b>	<b>306646.00</b>	<b>325623.18</b>	<b>330110.58</b>	<b>331723.04</b>	ROE	4.02%	-2.70%	8.17%	8.93%
短期借款	12250.00	65246.21	54251.68	43454.41	ROA	1.01%	-0.62%	2.01%	2.36%
应付和预收款项	18533.00	10985.19	13058.15	15178.07	ROIC	18.49%	-5.59%	-1270.60%	-233.03%
长期借款	2391.00	2391.00	2391.00	2391.00	EBITDA/销售收入	13.04%	7.95%	14.50%	14.91%
其他负债	196418.00	172886.00	179324.62	182907.62	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>229592.00</b>	<b>251508.41</b>	<b>249025.45</b>	<b>243931.10</b>	总资产周转率	0.56	0.36	0.46	0.50
股本	12267.00	12267.00	12267.00	12267.00	固定资产周转率	1.21	1.20	1.40	1.53
资本公积	25623.00	25623.00	25623.00	25623.00	应收账款周转率	50.40	41.16	54.89	50.66
留存收益	25567.00	23321.12	29340.76	34922.55	存货周转率	71.16	62.52	78.38	74.93
归属母公司股东权益	63863.00	61211.12	67230.76	72812.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.15%	—	—	—
少数股东权益	13191.00	12903.65	13854.37	14979.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>77054.00</b>	<b>74114.77</b>	<b>81085.13</b>	<b>87791.94</b>	资产负债率	74.87%	77.24%	75.44%	73.53%
负债和股东权益合计	306646.00	325623.18	330110.58	331723.04	带息债务/总负债	11.28%	35.34%	31.28%	27.50%
					流动比率	0.18	0.13	0.17	0.19
					速动比率	0.16	0.11	0.15	0.17
					股利支付率	0.00%	-30.90%	-6.04%	16.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.22	-0.14	0.46	0.55
					每股净资产	5.21	4.99	5.48	5.94
					每股经营现金	3.11	-0.39	2.08	2.18
					每股股利	0.00	0.04	-0.03	0.09
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	20119.00	9106.31	21788.06	24589.75					
PE	23.83	-36.82	11.13	9.41					
PB	0.99	1.03	0.94	0.87					
PS	0.41	0.55	0.42	0.38					
EV/EBITDA	-2.29	-0.68	-0.82	-1.18					
股息率	0.00%	0.84%	—	1.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn