

南方航空（600029）2020年三季报点评

受益于人民币升值，Q3 单季盈利 7 亿，三大航中率先实现单季盈利

- ❖ **公司发布 2020 年三季报：Q3 单季盈利 7 亿。**1) 前三季度营收 653.5 亿，同比下降 44%，亏损 74.6 亿（19 年同期为盈利 36 亿），扣非后亏损 78.2 亿。分季度看：Q3 营收 263.9 亿，下滑 39.7%，归属净利 7.1 亿，下滑 70.2%，为今年首个季度盈利，环比增加 36.2 亿。Q1-2 扣非后分别亏损 54 及 31 亿。2) 汇兑影响：三季度人民币升值 3.8%，测算公司可实现汇兑收益约 22 亿，扣汇后 Q3 亏损约 11 亿，环比 Q2 减亏 18 亿左右。3) 公司为三大航中率先实现单季盈利航企。
- ❖ **经营数据：1) 1-9 月 ASK 同比下滑 43.0%，**其中国内-26.8%，国际-77.3%；RPK 下滑 51.6%，其中国内-37.4%，国际-82.0%。客座率 70.4%，同比下降 12.6 个百分点，其中国内 71.1%，下降 12.0 个百分点，国际 66.3%，下降 17.0 个百分点。2) **单三季度 ASK 下降 33.2%，RPK 下降 40.5%，客座率 74.5%，下降 9.2 个百分点。**3) **9 月客座率升至 78%。**公司 9 月 ASK 同比下降 23.7%，其中国内增长 6.6%，国际-89.9%；RPK 下降 27.5%，其中国内增长 1.6%，国际下滑 92.7%，客座率 77.6%，其中国内 78.5%，国际 58.3%。公司国内航线已实现正增长。
- ❖ **收益水平：测算前三季度公司客公里收益 0.47 元，**同比下降 4%，测算座公里收益 0.33 元，同比下降 18%。其中：**Q3 客公里收益 0.44 元，同比下滑 14%，环比提高 8%；座公里收益 0.33 元，同比下降 24%，环比提高 20%。**（公司上半年客公里收益 0.5 元，同比增长 4.17%，座收 0.34 元，下降 15%）
- ❖ **成本端：1) 前三季度营业成本 676 亿，**同比下降 32%。其中测算航油成本 140 亿，同比下降 56%，扣油成本 536 亿，同比下降 21%。测算公司座公里成本 0.46 元，同比增长 19%，座公里扣油成本 0.364 元，同比增长 39%，主要由于疫情期间较低的飞机利用率和经营数据推高单位成本。2) **Q3 营业成本 244 亿，**同比下降 30%，其中航油成本 56 亿，同比下降 51%，主要得益于较低的航油价格。扣油成本 188 亿，同比下降 20%，测算单位座公里成本 0.399，同比增长 4%，**座公里扣油成本 0.307，同比增长 19%，环比下降 29.4%，**预计因三季度公司经营数据好转，飞机利用率等大幅提升从而相比 Q2 继续摊薄单位成本。3) **费用：前三季度三费合计 115 亿，**同比减少 11.4 亿。其中三季度公司财务费用为收益 6.62 亿，主要得益于汇兑收益贡献。
- ❖ **其他收益：前三季度其他收益 23.2 亿元，**同比下滑 20%，其中 Q3 实现 11.2 亿，同比增加 0.8 亿，环比增加 6 亿。
- ❖ **投资建议：1) 基于国际航空市场受到疫情冲击的不确定性，**预计 2021 年恢复或慢于此前预期，我们维持 2020 年亏损 82 亿的盈利预测，下调 2021-22 年盈利预测至实现归属净利 41 及 72 亿（原预测为盈利 53.6 及 79.7 亿），对应 EPS 分别为-0.53、0.27 及 0.47 元。2) 公司当前 1.2 倍 PB 附近，或为历史相对底部区域，当前行业供需两端正有序修复，我们预计未来若出现需求超预期反弹，则或呈现供需错配推动的行业弹性。维持给予 6 个月目标价 6.5 元，对应 1.4 倍 PB，接近历史中枢估值水平，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：疫情冲击超预期，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。**

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	154,322	77,962	124,972	139,683
同比增速(%)	7.4%	-49.5%	60.3%	11.8%
归母净利润(百万)	2,651	-8,194	4,099	7,225
同比增速(%)	-11.1%	-409.1%	-150.0%	76.2%
每股盈利(元)	0.17	-0.53	0.27	0.47
市盈率(倍)	25	-8	16	9
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

推荐（维持）

目标价：6.5 元

当前价：5.51 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

公司基本数据

总股本(万股)	1,532,930
已上市流通股(万股)	1,238,667
总市值(亿元)	844.64
流通市值(亿元)	446.94
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	4.7
12 个月内最高/最低价	7.49/4.95

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《南方航空（600029）2019 年三季报点评：Q3 利润同比增长 17.2%，看好航空板块均值回归》

2019-11-03

《南方航空（600029）2019 年报点评：业绩同比下降 11%，Q4 单位扣油成本、费用率有所提升，关注后续出行数据恢复节奏》

2020-03-31

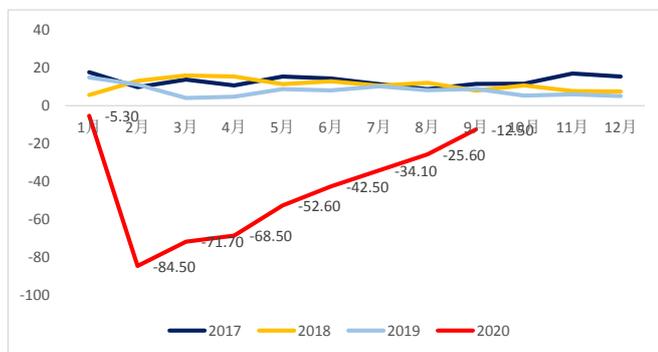
《南方航空（600029）2020 年中报点评：疫情影响致上半年亏损 82 亿，Q2 减亏至亏损 29 亿，关注后续航空市场修复节奏》

2020-08-29

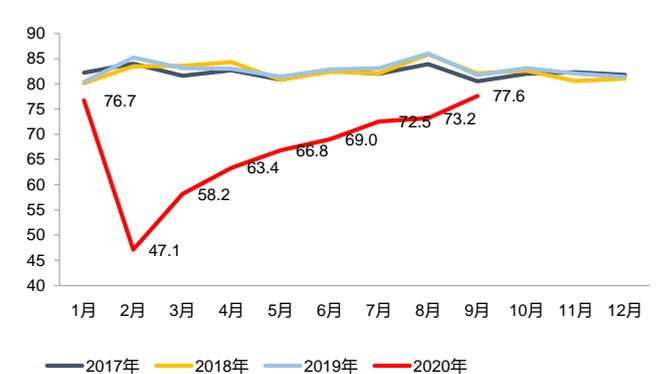
图表 1 南方航空分季度业绩分拆

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q1-Q3
收入(亿元)	376.3	353.1	437.3	376.6	1543.2	211.4	178.2	263.9	653.5
同比	10.4%	5.5%	5.8%	8.4%	7.4%	-43.8%	-49.5%	-39.7%	-44.0%
归属净利	26.5	-9.6	23.9	-14.3	26.5	-52.6	-29.1	7.1	-74.6
同比	4.1%	-135.6%	17.2%	-19.7%	-11.1%	-298.6%	203.6%	-70.2%	-283.0%
非经常损益	1.90	0.66	2.21	2.23	7.00	0.91	1.53	1.09	3.53
扣非归属净利	24.6	-10.3	21.7	-16.5	19.5	-53.5	-30.7	6.0	-78.2
同比	3.2%	-87.0%	18.9%	-25.4%	-16.7%	-317.7%	199.0%	-72.2%	-317.1%
汇兑	15.1	-18.2	-22.4	10.8	-14.7	-9.3	-1.9	22.0	10.8
其他收益	5.6	12.8	10.4	12.0	40.8	6.8	5.2	11.2	23.2
扣非扣汇归属净利	13.1	3.6	38.5	-24.6	30.6	-46.6	-29.2	-10.5	-86.3
ASK(亿公里)	835	825	916	864	3441	477	380	612	1470
同比	11.2%	9.1%	10.7%	6.8%	9.4%	-42.9%	-53.9%	-33.2%	-43.0%
RPK(亿公里)	692	680	767	710	2849	324	254	456	1035
同比	11.9%	8.9%	11.1%	7.8%	9.9%	-53.2%	-62.6%	-40.5%	-51.6%
客座率	82.9%	82.4%	83.7%	82.2%	82.8%	67.9%	66.9%	74.5%	70.4%
客公里收益(元)	0.50	0.46	0.51	0.47	0.49	0.57	0.41	0.44	0.47
同比	-1.2%	-1.9%	-4.2%	1.2%	0.0%	13.2%	-10.3%	-14.3%	-3.8%
座公里收益(元)	0.41	0.38	0.43	0.39	0.40	0.39	0.27	0.33	0.33
同比	-0.8%	-2.0%	-3.9%	2.2%	-1.1%	-7.0%	-27.2%	-23.7%	-18.4%
成本	321	324	351	361	1,357	239	192	244	676
同比	10%	5%	3%	5%	5%	-25%	-41%	-30%	-32%
航油成本	102	104	115	107	428	58	26	56	140
同比	9%	4%	-2%	-10%	0%	-44%	-75%	-51%	-56%
扣油成本	219	220	236	254	929	182	166	188	536
同比	11%	5%	6%	12%	8%	-17%	-25%	-20%	-21%
单位座公里成本	0.384	0.392	0.383	0.418	0.394	0.502	0.505	0.399	0.460
同比	-1%	-4%	-7%	-2%	-4%	31%	29%	4%	19%
单位座公里扣油成本	0.262	0.266	0.258	0.294	0.270	0.381	0.436	0.307	0.364
同比	-1%	-4%	-5%	5%	-1%	45%	64%	19%	39%
三费合计(扣汇)	39.8	39.8	46.8	53.1	179.5	39.2	35.4	40.4	115.0
三费率合计	10.6%	11.3%	10.7%	14.1%	11.6%	18.6%	19.9%	15.3%	17.6%
汇率变化	1.9%	-2.1%	-2.9%	1.4%	-1.7%	-1.6%	0.1%	3.8%	2.4%
国内综采成本	4,756	5,069	4,884	4,956	4,916	4,732	2,144	2,833	3,236
同比	-3.8%	-0.1%	-10.9%	-16.6%	-8.3%	-0.5%	-57.7%	-42.0%	-34.0%

资料来源：公司公告，wind，华创证券

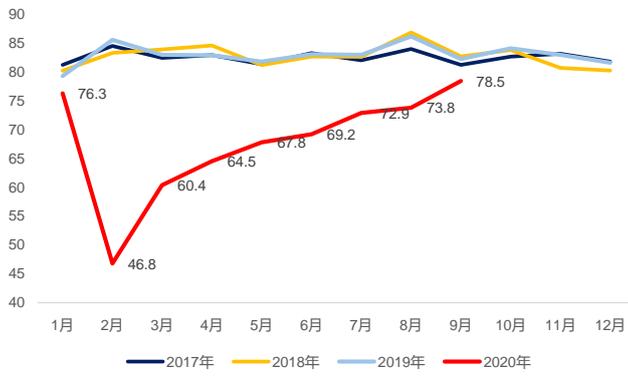
图表 2 行业旅客人数同比


资料来源：wind，华创证券

图表 3 南方航空客座率


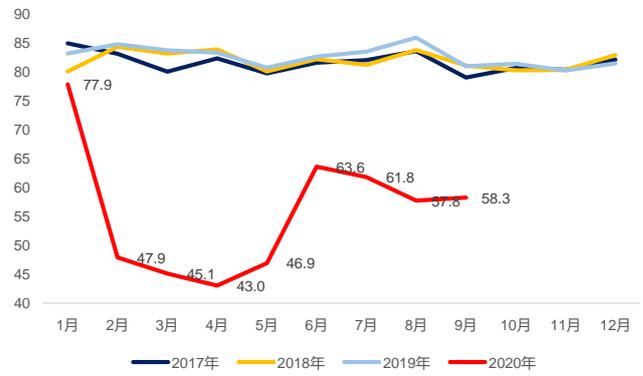
资料来源：wind，华创证券

图表 4 南航国内客座率



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 南航国际客座率



资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,994	8,323	10,893	11,875
应收票据	1	1	1	1
应收账款	3,197	1,615	2,589	2,894
预付账款	1,591	976	1,277	1,393
存货	1,893	809	1,059	1,155
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,062	4,106	6,567	7,337
流动资产合计	16,738	15,830	22,386	24,655
其他长期投资	304	304	304	304
长期股权投资	6,445	6,445	6,445	6,445
固定资产	84,374	92,275	97,841	103,223
在建工程	39,344	38,344	34,394	30,484
无形资产	3,709	3,338	3,004	2,704
其他非流动资产	155,732	154,108	152,527	150,981
非流动资产合计	289,908	294,814	294,515	294,141
资产合计	306,646	310,644	316,901	318,796
短期借款	12,250	11,250	10,140	9,140
应付票据	0	0	0	0
应付账款	13,797	8,465	11,077	12,076
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,610	813	1,304	1,457
其他应付款	7,503	7,503	7,503	7,503
一年内到期的非流动负债	22,794	22,794	22,794	22,794
其他流动负债	37,536	54,735	57,303	53,894
流动负债合计	95,490	105,560	110,121	106,864
长期借款	2,391	7,391	5,391	3,391
应付债券	11,246	11,246	11,246	11,246
其他非流动负债	120,465	119,365	118,276	117,198
非流动负债合计	134,102	138,002	134,913	131,835
负债合计	229,592	243,562	245,034	238,699
归属母公司所有者权益	63,863	55,263	59,362	66,382
少数股东权益	13,191	11,819	12,505	13,715
所有者权益合计	77,054	67,082	71,867	80,097
负债和股东权益	306,646	310,644	316,901	318,796

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	38,122	-10,557	21,372	21,977
现金收益	20,012	-589	16,774	20,149
存货影响	-194	1,084	-250	-96
经营性应收影响	1,873	2,195	-1,277	-422
经营性应付影响	14,852	-5,332	2,613	999
其他影响	1,579	-7,915	3,513	1,347
投资活动现金流	-14,624	-11,507	-6,773	-7,038
资本支出	74,385	-13,038	-8,289	-8,520
股权投资	-453	0	0	0
其他长期资产变化	-88,556	1,531	1,516	1,482
融资活动现金流	-28,847	28,393	-12,029	-13,957
借款增加	-11,291	4,000	-3,110	-3,000
股利及利息支付	-7,709	-5,775	-6,195	-6,206
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-9,847	30,168	-2,724	-4,751

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	154,322	77,962	124,972	139,683
营业成本	135,668	83,234	108,927	118,749
税金及附加	348	176	282	315
销售费用	7,923	4,678	6,249	6,984
管理费用	4,040	3,430	2,999	3,352
研发费用	352	178	285	319
财务费用	7,460	2,470	4,981	4,365
信用减值损失	-13	0	0	0
资产减值损失	-38	2	2	2
公允价值变动收益	265	-50	150	200
投资收益	225	-500	100	100
其他收益	4,084	3,471	3,992	4,391
营业利润	3,202	-13,100	5,644	10,442
营业外收入	924	600	700	700
营业外支出	56	80	50	50
利润总额	4,070	-12,580	6,294	11,092
所得税	975	-3,014	1,508	2,657
净利润	3,095	-9,566	4,786	8,435
少数股东损益	444	-1,372	687	1,210
归属母公司净利润	2,651	-8,194	4,099	7,225
NOPLAT	8,768	-7,688	8,574	11,754
EPS(摊薄) (元)	0.17	-0.53	0.27	0.47

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	7.4%	-49.5%	60.3%	11.8%
EBIT 增长率	20.2%	-187.7%	-211.5%	37.1%
归母净利润增长率	-11.1%	-409.1%	-150.0%	76.2%
获利能力				
毛利率	12.1%	-6.8%	12.8%	15.0%
净利率	2.0%	-12.3%	3.8%	6.0%
ROE	3.4%	-12.2%	5.7%	9.0%
ROIC	10.9%	-8.8%	8.9%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	74.9%	68.7%	68.8%	68.4%
债务权益比	219.5%	256.5%	233.6%	204.5%
流动比率	17.5%	15.0%	20.3%	23.1%
速动比率	15.5%	14.2%	19.4%	22.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	7	11	6	7
应付账款周转天数	18	48	32	35
存货周转天数	5	6	3	3
每股指标(元)				
每股收益	0.17	-0.53	0.27	0.47
每股经营现金流	2.49	-0.69	1.39	1.43
每股净资产	4.17	3.61	3.87	4.33
估值比率				
P/E	25	-8	16	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	-46	9	7

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名；2017年金牛奖交运行业第五名；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理研究员：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500