# 南方航空(600029.SH/1055.HK) 交通运输仓储



# 货运业务表现亮眼,南北双枢纽布局稳步推进

# ——南方航空(600029.SH)2020 年中报点评

跨市场公司简报

- ◆事件:公司发布 2020 年上半年业绩。公司 20 年上半年收入为 390 亿,同比下降 46.58%;归母净利润亏损 82 亿,同比由盈转亏。其中 Q1、Q2 分别亏损 53 亿、29 亿。20 年半年度不分红派息。
- ◆航空需求萎缩,公司 ASK 大幅下降。受疫情影响,公司 20 年上半年可用座公里 (ASK) 同比下降 48.35%,其中国内、地区、国际航线 ASK 分别同比下降 38.22%、84.05%、69.40%。公司综合客座率为 67.47%,同比减少 15.18pct,其中国内、地区、国际航线客座率分别同比减少 14.99、27.72、15.74pct。
- ◆货运收入大幅上涨,客运收入大幅下降。由于供给大幅收缩,刚性需求下的票价水平相对稳定。报告期内公司客公里收益为 0.50 元,同比上涨 4.17%。综合量价影响,公司 2020 年上半年实现客运收入 288 亿,同比下降 56.12%。另一方面,疫情催生防疫物资运输要求,公司拥有的全货机表现亮眼,公司报告期内实现货运收入 77 亿,同比上涨 73.89%
- ◆变动成本大幅下降,固定成本存在刚性。由于经营业务大幅缩减,公司的变动成本下降明显,特别是在油价大幅下跌、起降费减免等扶持政策的背景下,报告期内公司航油成本、起降费分别同比下降 59.26%、48.96%,但折旧及维修成本存在刚性,分别同比上涨 5.77%、3.12%。综合以上,公司 20 年上半年主营成本同比下降 33.05%,降幅低于收入降幅。受此影响,公司报告期内毛利率为-10.37%,同比由正转负。
- ◆人民币兑美元汇率贬值,汇兑损失增加。20年上半年人民币兑美元汇率 出现较大波动(中间价 6.88-7.13),公司报告期内汇兑净损失为 13.48 亿元,同比增加 8.05 亿元。(目前人民币中间价已升值至 6.88 附近。)
- ◆盈利预测和投资建议。公司国内航线收入占比较高,更受益于国内航空需求的快速恢复;公司目前大兴机场转场进度已完成 60%,南北双枢纽布局稳步推进,打开公司未来成长空间。考虑海外疫情的不确定性,我们下调公司 20-22 年 EPS 分别为-0.63、0.26、0.34 元(不考虑可转债),考虑电影院复工等措施刺激国内"旅客信心"恢复,维持公司 A 股、H 股"增持"评级。
- ◆风险提示。新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期;宏观经济下行影响航空需求下行;油价、汇率波动影响航空公司盈利;空难等安全事故发生降低旅客乘机需求。

业绩预测和估值指标 (港币兑人民币汇率按 0.88 估算)

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	143,623	154,322	97,154	174,929	188,760
营业收入增长率	12.66%	7.45%	-37.04%	80.05%	7.91%
净利润 (百万元)	2,983	2,651	-9,609	3,959	5,146
净利润增长率	-49.56%	-11.13%	-462.46%	-	29.99%
EPS (元)	0.24	0.22	-0.63	0.26	0.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.59%	4.15%	-13.69%	5.34%	6.55%
P/E(A 股)	24	27	-	22	17
P/E(H 股)	15	17	-	14	11
-45 11 1 mm 147 1 1 1 1 1 mm			0000 1- 01		

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 08 月 28 日

A股:增持(维持)

H 股:增持(维持)

## 分析师

程新星 (执业证书编号: S0930518120002)

021-52523841

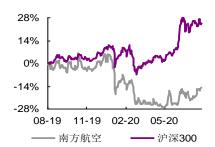
chengxx@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股): 153.29 总市值(亿元): 881.43

一年最低/最高(元): 4.95/7.49 近3月换手率: 31.66%

## 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.12	-11.68	-40.95
绝对	6.65	13.59	-13.14

资料来源: Wind

#### 相关研报

7 月国内航线需求回暖, 旅客信心恢复趋势确定——航空运输业 2020 年 7 月经营数据点评

......2020-08-16 快递物流日新月异,离岛免税异军突起 — —从交运角度看内循环投资方向

.....2020-03-31



# 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	143,623	154,322	97,154	174,929	188,760
营业成本	128,613	135,668	104,453	154,271	164,645
折旧和摊销	14,258	10,803	16,602	18,591	20,269
税金及附加	272	348	194	350	378
销售费用	7,086	7,923	2,915	7,872	8,494
管理费用	3,736	4,040	972	4,548	4,908
研发费用	221	352	97	175	189
财务费用	5,108	7,460	5,692	7,270	8,295
投资收益	483	225	-900	450	500
营业利润	4,009	3,202	-14,875	5,267	7,071
利润总额	4,487	4,070	-14,605	6,017	7,821
所得税	1,031	975	-3,432	1,414	1,838
净利润	3,456	3,095	-11,173	4,603	5,983
少数股东损益	473	444	-1,564	644	838
归属母公司净利润	2,983	2,651	-9,609	3,959	5,146
EPS(按最新股本计)	0.24	0.22	-0.63	0.26	0.34

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19,585	38,122	13,216	23,130	37,438
净利润	2,983	2,651	-9,609	3,959	5,146
折旧摊销	14,258	10,803	16,602	18,591	20,269
净营运资金增加	2,283	-19,954	-12,424	26,324	65
其他	62	44,622	18,645	-25,743	11,958
投资活动产生现金流	-20,508	-14,624	-45,586	-39,575	-39,500
净资本支出	-20,483	-14,808	-25,000	-20,000	-20,000
长期投资变化	5,992	6,445	0	0	0
其他资产变化	-6,017	-6,261	-20,586	-19,575	-19,500
融资活动现金流	965	-28,847	54,665	35,889	5,520
股本变化	2,179	0	3,062	0	0
债务净变化	1,842	-11,291	44,424	43,159	14,505
无息负债变化	10,466	72,411	-9,902	3,167	4,449
<b>净现金流</b>	53	-5,343	22,294	19,444	3,458

# 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	10.5%	12.1%	-7.5%	11.8%	12.8%
EBITDA 率	15.6%	12.7%	8.4%	17.5%	18.6%
EBIT 率	5.6%	6.6%	-8.7%	6.9%	7.9%
税前净利润率	3.1%	2.6%	-15.0%	3.4%	4.1%
归母净利润率	2.1%	1.7%	-9.9%	2.3%	2.7%
ROA	1.4%	1.0%	-3.2%	1.2%	1.4%
ROE (摊薄)	4.6%	4.2%	-13.7%	5.3%	6.5%
经营性 ROIC	3.9%	5.0%	-3.9%	4.3%	4.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	68%	75%	76%	78%	78%
流动比率	0.29	0.18	0.24	0.34	0.33
速动比率	0.27	0.16	0.23	0.33	0.32
归母权益/有息债务	1.08	1.31	0.75	0.54	0.52
有形资产/有息债务	4.02	6.15	3.68	2.89	2.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注:按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
 总资产	246,655	306,646	345,928	396,857	421,104
货币资金	7,308	1,994	24,288	43,732	47,190
交易性金融资产	440	0	10	10	10
应收帐款	2,927	3,197	2,027	3,626	3,935
应收票据	2	1	0	0	0
其他应收款(合计)	2,338	2,358	1,320	2,628	2,756
	1,699	1,893	1,596	2,291	2,441
其他流动资产	5,439	5,486	-112	5,181	5,966
流动资产合计	24,072	16,738	31,021	60,511	65,025
其他权益工具	1,080	1,049	1,049	1,049	1,049
长期股权投资	5,992	6,445	6,445	6,445	6,445
固定+使用权资产	170,039	234,315	271,258	297,998	319,450
在建工程	37,881	39,344	28,422	21,211	17,606
无形资产	3,349	3,709	3,580	3,461	3,346
商誉	0	0	0	0	0
	1,334	1,287	1,287	1,287	1,287
非流动资产合计	222,583	289,908	314,908	336,346	356,079
总负债	168,472	229,592	264,114	310,439	329,394
短期借款	20,739	12,250	79,368	122,527	137,032
应付账款	0	13,797	7,728	9,034	12,856
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	26,665	32,800	32,800	32,800	32,800
流动负债合计	83,687	95,490	130,242	176,567	195,522
长期借款	9,422	2,391	2,391	2,391	2,391
应付债券	6,254	11,246	11,246	11,246	11,246
	68,441	120,233	120,233	120,233	120,233
非流动负债合计	84,785	134,102	133,872	133,872	133,872
股东权益	78,183	77,054	81,814	86,417	91,710
股本	12,267	12,267	15,329	15,329	15,329
公积金	28,259	28,202	41,073	41,469	41,983
未分配利润	23,983	22,988	13,379	16,942	20,883
归属母公司权益	65,003	63,863	70,188	74,146	78,601
少数股东权益					

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.93%	5.13%	3.00%	4.50%	4.50%
管理费用率	2.60%	2.62%	1.00%	2.60%	2.60%
财务费用率	3.56%	4.83%	5.86%	4.16%	4.39%
研发费用率	0.15%	0.23%	0.10%	0.10%	0.10%
所得税率	23%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.05	0.06
每股经营现金流	1.60	3.11	0.86	1.51	2.44
每股净资产	5.30	5.21	4.58	4.84	5.13
每股销售收入	11.71	12.58	6.34	11.41	12.31

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	24	27	-	22	17
PB	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.0	8.4	24.2	7.9	7.4
股息率	0.9%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%



### 行业及公司评级体系

	评级	说明
行	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
业	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
及	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
公	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
司	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
评	下 活 彻	因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的
级	无评级	投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数;中小盘基准为中小板指;创业板基准为创业板指;新三板基准为新三板指数;港 股基准指数为恒生指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

#### 分析师声明

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,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证,本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

#### 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称"本公司")创建于 1996 年,系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司,是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可,本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;为期货公司提供中间介绍业务;证券投资基金代销;融资融券业务;中国证监会批准的其他业务。此外,本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称"光大证券研究所")编写,以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息,但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断,可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期,本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险,在做出投资决策前,建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下,本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失,本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

北京	深圳
, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A座 17 楼
	月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 外大街6号光大大厦17层