

公司研究

行业底部已过，南北双枢纽潜力释放值得期待

——南方航空（600029.SH）2022 年业绩预亏点评

要点

◆**事件：公司发布 2022 年业绩预亏公告。**公司 2022 年预计归母净亏损 303 亿元-332 亿元，较上年同期亏损（121 亿元）扩大 182 亿元-211 亿元；预计扣非净亏损 309 亿元-341 亿元，较上年同期亏损（126 亿元）扩大 183 亿元-215 亿元。其中公司 2022 年第四季度预计归母净亏损约 127 亿元-156 亿元，较 2021 年同期亏损（60 亿元）扩大 67 亿元-96 亿元，较公司 2022 年第三季度亏损（61 亿元）扩大 66 亿元-95 亿元。

◆**国内疫情反复，航空需求同比下滑。**公司 2022 年 ASK（可用座公里）较 2021 年同期下降 28.1%，较 2019 年同期下降 55.3%，其中国内航线 ASK 较 2021 年同期下降 29.1%，较 2019 年同期下降 38.1%；国际航线、地区航线 ASK 较 2019 年同期分别下降 92.3%、90.6%。公司 2022 年综合客座率为 66.4%，较 2021 年同期减少 4.9pct，较 19 年同期减少 16.5pct。公司 2022 年旅客周转量同比仍下降 33.0%，其中国内航线、国际航线、地区航线旅客周转量分别同比变化 -34.6%、+21.3%、+14.8%。公司 2022 年 12 月底共运营 894 架客机，较 2021 年底增加 1.8%，高于上年同期增速（1.3%）。

◆**货运周转量虽同比下降，依然是公司业务亮点。**疫情期间国际客运航班锐减，同时航空货运需求大幅增加，导致全货机严重供不应求。相较于国航、东航此前已将全货机业务剥离出表，公司全货机业务没有出表并持续为公司贡献盈利，这也是疫情发生以来公司亏损金额明显小于国航、东航的主要原因之一。公司 22 年货邮周转量同比有所下降（4.2%），但仍能助力公司减亏。

◆**民航业至暗时刻已过，2023 年复苏可期。**2022 年新冠疫情对民航业影响的深度和持续性超出预期，全行业运输总周转量、旅客运输量、货邮吞吐量分别为疫情前的 46.3%、38.1%、80.7%。在疫情、油价、汇率的三重打击下，2022 年民航业亏损高达 2160 亿元，超过前两年亏损额的合计值。不过随着国务院联防联控机制相继发布优化防控“二十条”、“新十条”及“乙类乙管”，取消入境后核酸检测和集中隔离，取消“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施等，与疫情相关的出行限制已基本取消，预计未来航空客运需求将稳步恢复。

◆**投资建议：**疫情防控政策优化，航空需求触底反弹，未来有望快速恢复；公司机队规模为国内航司之最，在未来航空需求全面恢复的背景下，公司盈利能力有望再上新台阶。考虑到新冠疫情的影响、出入境政策的放松超出预期，我们下调公司 22 年净利润预测为-316 亿（原为-128 亿），上调 23、24 年净利润预测分别为+20 亿、+82 亿（原为+13 亿、+42 亿）；维持公司 A 股、H 股“增持”评级。

◆**风险提示：**新冠疫情持续时间超出市场预期；宏观经济大幅下滑导致行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	92,561	101,644	82,166	151,238	178,944
营业收入增长率	-40.02%	9.81%	-19.16%	84.07%	18.32%
净利润（百万元）	-10,842	-12,103	-31,562	2,026	8,238
净利润增长率	-508.98%	-	-	-	306.56%
EPS（元）	-0.71	-0.71	-1.74	0.11	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	-15.63%	-17.90%	-87.16%	5.30%	17.74%
P/E（A 股）	-	-	-	66	16
P/E（H 股）	-	-	-	40	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-01-31；汇率：按 1HKD=0.86CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：7.33 元

H 股：增持（维持）

当前价：5.20 港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

联系人：卢浩敏

021-52523659

luhaomin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	181.21
总市值(亿元):	1328.26
一年最低/最高(元):	5.54/8.12
近 3 月换手率:	21.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.31	-5.01	9.89
绝对	-2.40	13.47	-0.41

资料来源：Wind

相关研报

春运全面启动，客运需求持续修复——航空机场行业 2022 年 12 月经营数据点评（2023-01-16）

出行限制基本取消，客运需求修复可期——交通运输行业周报 20230102（2023-01-02）

百转千回，终见曙光——交通运输行业 2023 年投资策略（2022-11-21）

亏损大幅增加，货运业务仍是亮点——南方航空（600029.SH）2022 年中报点评（2022-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	92,561	101,644	82,166	151,238	178,944
营业成本	94,903	104,229	108,662	130,390	149,244
折旧和摊销	12,455	11,814	13,944	14,573	15,313
税金及附加	330	365	296	544	644
销售费用	5,248	4,993	3,862	7,108	8,410
管理费用	3,989	3,678	2,711	4,991	5,905
研发费用	367	381	304	560	662
财务费用	2,993	4,025	9,480	9,032	8,548
投资收益	-401	284	300	450	600
营业利润	-15,641	-14,302	-40,389	2,844	10,603
利润总额	-15,186	-13,903	-39,819	3,694	11,553
所得税	-3,366	-2,892	-9,358	868	2,715
净利润	-11,820	-11,011	-30,462	2,826	8,838
少数股东损益	-978	1,092	1,100	800	600
归属母公司净利润	-10,842	-12,103	-31,562	2,026	8,238
EPS(元)	-0.71	-0.71	-1.74	0.11	0.45

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	9,049	13,371	-8,329	29,455	38,553
净利润	-10,842	-12,103	-31,562	2,026	8,238
折旧摊销	12,455	11,814	13,944	14,573	15,313
净营运资金增加	-1,915	-7,485	-3,912	15,310	4,626
其他	9,351	21,145	13,201	-2,454	10,375
投资活动产生现金流	-7,754	-15,149	-7,827	-25,575	-25,400
净资本支出	-8,213	-16,147	-5,000	-20,000	-20,000
长期投资变化	5,673	5,977	0	0	0
其他资产变化	-5,214	-4,979	-2,827	-5,575	-5,400
融资活动现金流	22,299	-2,168	14,856	13,388	-6,226
股本变化	3,062	1,619	1,173	0	0
债务净变化	39,577	4,202	24,179	22,413	2,356
无息负债变化	-27,917	-6,751	-1,352	4,410	3,453
净现金流	23,570	-3,963	-1,300	17,268	6,926

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	-2.5%	-2.5%	-32.2%	13.8%	16.6%
EBITDA 率	9.2%	5.0%	-21.0%	17.2%	18.9%
EBIT 率	-4.4%	-5.3%	-38.0%	7.6%	10.4%
税前净利润率	-16.4%	-13.7%	-48.5%	2.4%	6.5%
归母净利润率	-11.7%	-11.9%	-38.4%	1.3%	4.6%
ROA	-3.6%	-3.4%	-9.7%	0.8%	2.5%
ROE (摊薄)	-15.6%	-17.9%	-87.2%	5.3%	17.7%
经营性 ROIC	-1.9%	-2.5%	-14.6%	4.6%	7.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74%	74%	83%	84%	82%
流动比率	0.41	0.34	0.25	0.33	0.37
速动比率	0.39	0.33	0.24	0.31	0.35
归母权益/有息债务	0.79	0.73	0.31	0.28	0.33
有形资产/有息债务	3.53	3.27	2.51	2.33	2.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	326,115	322,948	315,470	345,127	359,740
货币资金	25,823	21,841	20,541	37,810	44,736
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,544	2,894	2,301	4,235	5,010
应收票据	12	4	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	1,760	1,652	1,793	2,245	2,466
其他流动资产	8,114	9,309	9,309	9,309	9,309
流动资产合计	38,985	37,866	34,904	54,624	62,704
其他权益工具	799	563	563	563	563
长期股权投资	5,673	5,977	5,977	5,977	5,977
固定+使用权资产	231,294	223,542	230,501	241,982	251,794
在建工程	32,438	31,869	17,685	15,842	14,921
无形资产	6,155	6,564	6,340	6,129	5,925
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,731	1,923	1,923	1,923	1,923
非流动资产合计	287,130	285,082	280,566	290,502	297,036
总负债	241,252	238,703	261,530	288,353	294,162
短期借款	25,286	25,116	60,960	81,611	81,520
应付账款	11,974	12,183	12,496	14,995	17,163
应付票据	278	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	14,996	28,426	28,426	28,426	28,426
流动负债合计	95,681	110,990	139,909	166,292	169,884
长期借款	8,811	15,389	15,389	15,389	15,389
应付债券	29,323	22,965	16,897	17,337	19,554
其他非流动负债	107,357	89,140	89,140	89,140	89,140
非流动负债合计	145,571	127,713	121,621	122,061	124,278
股东权益	84,863	84,245	53,940	56,774	65,578
股本	15,329	16,948	18,121	18,121	18,121
公积金	41,629	50,466	49,293	49,496	50,320
未分配利润	12,146	43	-31,519	-29,695	-22,281
归属母公司权益	69,346	67,616	36,211	38,245	46,449
少数股东权益	15,517	16,629	17,729	18,529	19,129

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.67%	4.91%	4.70%	4.70%	4.70%
管理费用率	4.31%	3.62%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	3.23%	3.96%	11.54%	5.97%	4.78%
研发费用率	0.40%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
所得税率	22%	21%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.59	0.79	-0.46	1.63	2.13
每股净资产	4.52	3.99	2.00	2.11	2.56
每股销售收入	6.04	6.00	4.53	8.35	9.87

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A 股)	-	-	-	66	16
PB (A 股)	1.6	1.8	3.7	3.5	2.9
EV/EBITDA	26.6	38.7	-16.1	11.6	9.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
	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%；
	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%；
	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%；
	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；
	无评级	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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE