

(报告出品方/作者：中泰证券，杜冲，李鼎莹)

阳光南航，连接世界

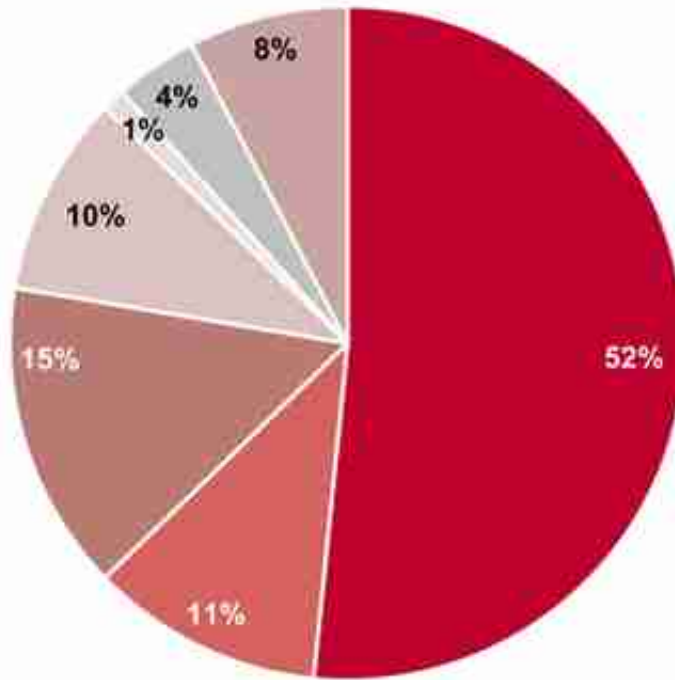
历史沿革及股权结构

中国南方航空公司成立于 1991 年，后于 1993 年被国家批准更名为中国南方航空（集团）公司。1995 年，南航集团按照经民用航空总局和国家体改委确认的《重组报告》，以其相关的航空运输业务资产组建中国南方航空股份有限公司。公司于 1997 年在中国香港、纽约两地挂牌上市，于 2003 年在上海证券交易所挂牌上市。2023 年，公司自愿从纽交所退市，存托股的退市已于 2023 年 2 月 3 日（美东时间）生效。公司自上市来完成数次同业收购。2004 年，公司收购母公司南航集团属下北方航空、新疆航空的与航空业务相关的资产和负债，机队规模进一步扩大。2014 年，公司控股子公司厦门航空收购河北航空 99.23% 的股权。

公司积极拓展同业合作。公司于 2007 年正式加入天合联盟，进一步推动国际化进程，随着全球航空运输业合作模式的变化，公司于 2019 年正式退出天合联盟。2017 年，公司与美国航空达成战略合作协议，由美国航空出资 2 亿美元认购公司约 2.68% 的股份。截至 2019 年，公司已与美国航空、英国航空、荷兰皇家航空、澳洲航空等 28 个国内外航空公司在 531 条航线（含主干线及远航线）进行代码共享合作；旗下厦门航空已与 21 个国内外航空公司在 578 条航线（含主干线及远航线）进行代码共享合作。公司持续扩张机队规模。公司自 2003 年上市以来持续扩张机队规模，机队建设行业领先。2011 年 10 月，A380 飞机顺利实现首航，公司成为全国首家、全球第七家运营 A380 飞机的航空公司；2013 客机退役工作，截至 2023 年 1 月，公司全部（共计 5 架）A380 客机退役工作已全部完成。

公司推进航网建设，已逐渐形成强大完善的以广州、北京为核心的枢纽网络。2005 年，公司设立北京分公司，开启了北京枢纽的建设之路。2006 年，公司启动发展战略转型，推动南航由线型航空公司向国际化规模网络型航空公司转变。同年，公司旅客运输量居全球航空客运量第九位，为中国唯一一家进入全球航空客运十强的公司。

图表 7: 23 年夏秋航季公司在白云机场时刻占比 52%



■ 南方航空 ■ 中国东航 ■ 中国国航 ■ 海航控股 ■ 春秋航空 ■ 吉祥航空 ■ 其他航司

来源: Preflight、中泰证券研究所

头条 @财是

客运为主要营收来源

疫情前营收呈增长态势，规模领先。2015-2019 年，公司营业收入复合增长率 7.3%，营收规模持续增长，常年居三大航首位；2020-2022 年，受疫情影响，航空客运需求低迷。公司业务受损严重，营收大幅减少，但仍领先于中国国航、中国东航。

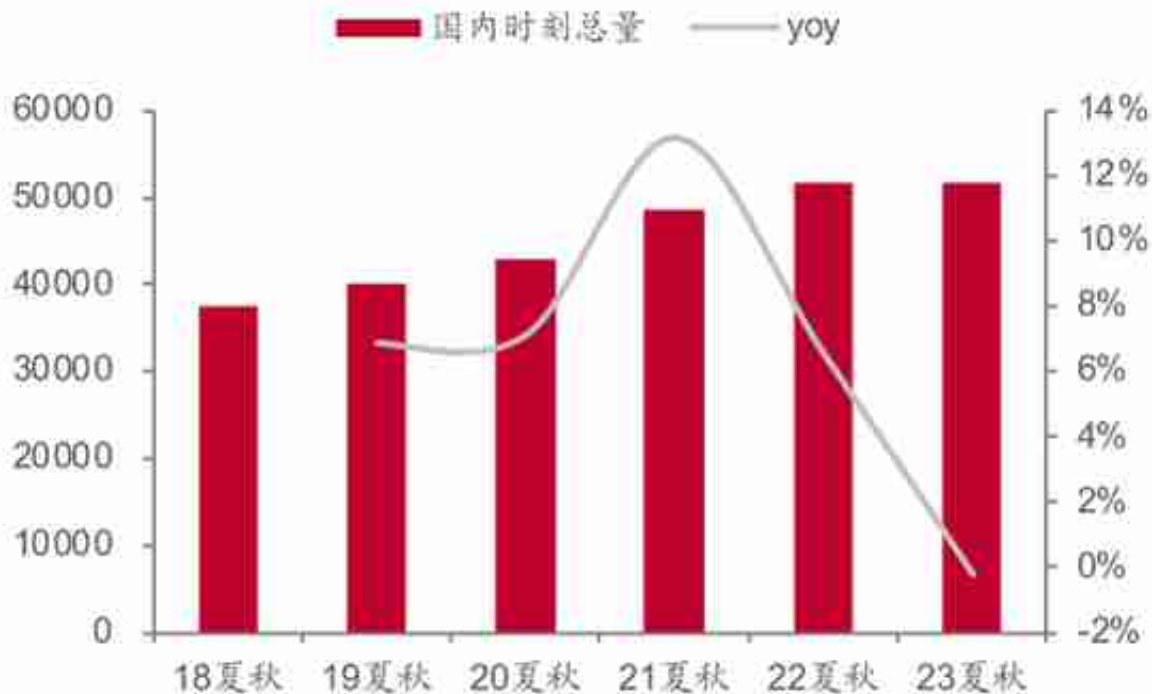
航空客运为营收主要来源。公司主营业务为航空客运、货邮运输业务，其中航空客运为主要的营收来源。以 2019 年为例，航空客运收入占总营收的 90%左右，货运及邮运收入仅占总营收的 6%左右；2020-2022 年，航空客运需求锐减，全行业客机腹舱运力供给不足，从而推动全货机运输周转量及运价水平上升，公司货运及邮运收入占比持续提升，2022 年货运业务收入占比上升至 24%左右，客运收入占比下降至 69%左右，但仍占据主要地位。

航油、职工薪酬、折旧与摊销、起降服务费为主要大项成本。2019 年，公司航油成本、职工薪酬费用、折旧与摊销费用、起降服务费成本分别占

营业成本的 31.56%、15.69%、17.30%、13.02%，四项成本合计占营业成本的 77.57%；2022 年，公司航油成本、职工薪酬费用、折旧与摊销费用、起降服务费成本分别占营业成本的 30.86%、19.17%、21.68%、8.00%，四项成本合计占营业成本的 79.71%。成本管控效果初显。公司不断强化大项成本管控，2015-2022 年公司单位 ASK 营业成本处于三大航低位，其中 2015、2017-2018 年公司单位 ASK 营业成本三大航最低。2015-2019 年，公司单位 ASK 燃油成本在 0.093元-0.137 元之间波动，扣油成本从 0.276 元下降至 0.270 元。2020-2022 年，公司单位 ASK 营业成本、燃油成本及扣油成本较疫情前有所上升，但均为三大航中最低。

新冠疫情期间三大航亏损幅度最小。公司 2019 年实现归母净利润 26.5 亿元人民币，2020-2022 年归母净利润亏损分别为 108.42 亿元、121.03 亿元、326.82 亿元，在三大航中亏损幅度最小。公司客公里收入 2022 年超中国东航，客座率居三大航首位。2015-2019 年客公里收入居三大航末位，与中国东航差距不大。2022 年，公司客公里收入 0.59 元，不及中国国航的 0.63 元，但高于中国东航的 0.57 元。2015-2019 年公司客座率水平持续提升，自 2017 年起居三大航首位。2019 年公司客座率 82.8%，高于中国东航的 82.1%以及中国国航的 81.0%。

图表 33: 18-23 年夏秋航季国内时刻总量整体增加



来源: Preflight、中泰证券研究所

头条 @财经

公司国内时刻近 75%集中在一线、新一线、二线城市。2018-2023 年公司一线、新一线及二线城市国内时刻合计量占公司国内时刻总量的 75% 左右；且一线、新一线及二线城市国内时刻占比均居国内航司首位，占比分别为 27.3%、20.2%、22.1%。

国际航线聚焦亚太

疫情前公司国际航线运力投放持续增加，通航国家达 41 个。自 2011 年起，公司持续加快国际化进程，着力打造“广州之路”，开通并加密广州始发至包括悉尼、墨尔本、奥克兰、布里斯班、珀斯、多伦多、莫斯科、伦敦等在内的多条国际航线。截至 2021 年公司国际通航点涵盖 5 个大洲，41 个国家。

东南亚地区航线数量多，亚洲、大洋洲地区时刻数量领先。从航线数量看：2018-2019 年，公司前十大航线主要集中在广州白云始发至泰国、新加坡、越南等东南亚国家的航线。以疫情前最后

一个航季（2019年冬春航季）看，广州白云-越南胡志明、广州白云-泰国曼谷、广州白云-新加坡、广州白云-菲律宾马尼拉分别以72班/周、70班/周、56班/周、56班/周并列公司前三大国际航线。2019年冬春航季，公司广州白云-澳大利亚悉尼、广州白云-澳大利亚墨尔本航线以42班/周跻身前十大航线。

从时刻总量看，2018-2019年，公司在亚洲、大洋洲地区时刻占比始终居中国航司首位，在北美、欧洲地区时刻占比居第三、第二。以2019年冬春航季为例，公司在亚洲地区时刻占比24%、大洋洲地区时刻占比47%，居于中国航司首位。在北美地区时刻占比20%，仅次于中国国航、海航控股；在欧洲地区时刻占比22%，仅次于中国国航。

图表 53: 2015-2022 年公司航油成本占比变化



来源：公司年报、中泰证券研究所

头条@财经

汇率

公司大量的租赁负债以外币为单位，主要是美元、欧元及日元，其中美元兑人民币汇率的变动对公司财务费用的影响较大。假定除汇率以外的其他风险变量不变，于2022年12月31日人民币兑美元汇率变动使人民

币升值或贬值 1%，分别造成南方航空、中国国航和中国东航净利润增加或减少 2.93、2.74 和 2.42 亿元。从敏感性数据来看，2022 年汇率变化对公司造成的影响在三大航中最大。

供需

航司的业绩反弹很大程度上取决于供给端和需求端的变化。以公司 2022 年的经营数据为基准，在其他变量保持不变的情况下，单从供给端来看，可用座公里增长 10%，将导致公司客运收入变化 60.23 亿元；单从需求端来看，客座率增长 5%，将导致公司客运收入变化 30.11 亿元；结合供给和需求两方面来看，可用座公里增长 10%，客座率增长 5%，将导致公司客运收入变化 93.35 亿元。

盈利预测

2019 年，公司客运业务收入占比 89.15%，货运业务收入占比 6.23%，其他业务收入占比 4.02%。新冠疫情以来，公司货运业务收入占比上升。根据 2022 年年报披露，公司客运业务收入占比下降至 68.94%，货运业务收入占比上升至 23.99%，其他业务收入占比为 7.07%。鉴于此，盈利预测的核心假设主要涉及公司客运业务与货运业务的变化。

客运业务方面：预计公司 2023-2025 年旅客周转量同比增速分别为 131.28%、33.09%、16.71%。其中国内旅客周转量同比增速分别为 101.23%、15.00%、17.39%；国际旅客周转量同比增速分别为 696.26%、122.22%、15.00%；地区旅客周转量同比增速分别为 1017.30%、66.67%、15.00%。预计公司 2023-2025 年可用座公里同比增速分别为 102.67%、25.27%、13.65%。其中国内可用座公里同比增速分别为 74.00%、6.69%、14.63%，国际可用座公里同比增速分别为 614.51%、108.49%、11.43%；地区可用座公里同比增速分别为 580.89%、56.37%、11.43%。预计公司 2023-2025 年客座率分别为 75.69%、80.42%、82.59%。其中国内客座率分别为 77.00%、83.00%、85.00%；国际客座率分别为 68.00%、82.72%、83.00%；地区客座率分别为 70.00%、74.61%、77.00%。