

华夏航空(002928)

点评报告

行业公司研究——旅游休闲行业

证券研究报告

20Q4 归母净利润大增 224%，业绩超预期

——华夏航空 2020 及 21Q1 业绩预告点评

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003
☎️：021-80108129
✉️：lidan02@stocke.com.cn

报告导读

华夏航空公布 2020 年及 2021 年一季度业绩预告，2020 年公司实现营业收入 47.3 亿元/-13%，实现归母净利润约 6.1 亿元/+22%；其中 Q4，实现收入 14.0 亿元/+2.1%，归母净利润 4.4 亿元/+224%，**业绩超预期**。21Q1，归母净利润预计为-0.42 至-0.55 亿元。

投资要点

□ **在出售飞机+支线航空补贴增量+成本下滑多重影响下，20Q4 归母净利润同比增加 224%，业绩超预期**

2020 年：公司实现营业收入约 47.3 亿元，同比下降 12.6%，主要系旅客需求减少，旅客周转量同比下降，导致公司营业收入降低；营业利润约 7.1 亿元，同比增加 31.2%，主要系公司积极推动航班恢复、优化航线结构、加强收益管理和成本管控，同时油价降低进一步减少公司成本；利润总额约 7.2 亿元，同比增加 23.6%，主要因公司与衢州市政府达成合作，向信安产投出售并回租三架 CRJ-900NG 型飞机产生资产处置收益约 3.64 亿元；归母净利润 6.1 亿元，同比增加 21.7%。

20Q4 归母净利润大增 224%，业绩超预期：公司实现营业收入约 14.0 亿元，同比增加 2.1%；营业利润约 5.2 亿元，同比增加 361.9%；归母净利润约 4.4 亿元，同比增加 223.8%，**业绩同比大幅增长的原因主要为：**1) **支线航空补贴增量影响税后利润 0.7 亿元：**19Q4、20Q4 分别确认支线航空补贴 2.2、3.0 亿元，分别影响税后利润 1.8、2.5 亿元；2) **资产处置损益影响税后利润约 0.9 亿元：**20Q4，公司通过出售 3 架 CRJ 飞机取得资产处置损益 3.64 亿元，对税后利润影响约 0.9 亿元；3) **成本下降：**由于油价下降、成本管控显现成效，公司经营效益提升，在不考虑支线航空补贴与资产处置损益的情况下，**20Q4 归母净利润约 1.0 亿元，而同等条件下 19Q4 为-0.4 亿元。**

21Q1：公司预计实现归母净利润-0.42 至-0.55 亿元，较去年同期增加约 0.4 至 0.5 亿元，主要因为受到疫情反复、疫情防控措施影响，旅客出行需求大幅下降，同时，因执行新租赁会计准则影响，公司美元负债金额上升，且美元兑人民币汇率上升，导致公司财务费用增加。

□ **支线航空补贴驱动公司业绩稳定增长，套保业务助力成本管控**

公司所获支线航空补贴稳步增长。根据民航局公布数据，华夏 2017-2020 年获得支线航空补贴分别为 1.0、1.1、2.2、3.0 亿元，排名从第 4 名上升为第 1 名，占全部支线航空补贴的比例从 11%提高到 20%，其中 2019-2020 年分别增加公司税后净利润约 1.8、2.5 亿元，分别约占公司当年净利润的 36%、42%，因此，支线航空补贴已经成为公司净利润稳步增长的重要驱动力。

为了管控成本，公司持续开展套期保值业务。2021 年 3 月，公司公告称，为降低外汇汇率、外币贷款利率波动对公司财务收支和经营业绩的影响，将在 12 个月内的开展外汇套期保值业务规模不超过人民币 7.96 亿元或等值外币（去年额度为 8.5 亿美元），利率套期保值业务规模（外币贷款本金及租赁负债）不超过人民币 2.94 亿元或等值外币（去年额度为 9.5 亿美元）；同时，为降低原

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 15.70

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.43

3Q/2020

0.16

2Q/2020

0.16

1Q/2020

-0.16



公司简介

华夏航空是中国支线航空商业模式的引领者和主要践行者，是目前中国长期专注于支线的独立航空公司。

相关报告

1 《华夏航空深度覆盖：探索支线新模式，凭差异化发展异军突起》2021.03.15

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

油、航油价格波动对公司经营业绩的影响，公司还将开展原油套期保值业务规模（总购买额度）不超过等值人民币3亿元，去年额度为9亿元。

□ 盈利预测及估值

我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为6.1、7.7、10.0亿元，EPS分别为0.61、0.77、0.99元/股。公司现专注发展国内支线航空市场，21年3月起国内出行需求迎来反弹，同时我国开始推进新冠肺炎疫苗规模化接种，因此，我们预计21年起公司受疫情影响较小；另外，2020年通程航班客运量已占到公司的10%，考虑到公司新疆模式的异地复制能力、通程模式的客流价值再挖掘潜力、及辅收体系的创新，我们认为未来3年或是公司的高速发展期，给予公司21年25倍，对应目标股价为19.00元/股，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业需求恢复不及预期，补贴不及预期，政策不及预期等。

财务摘要

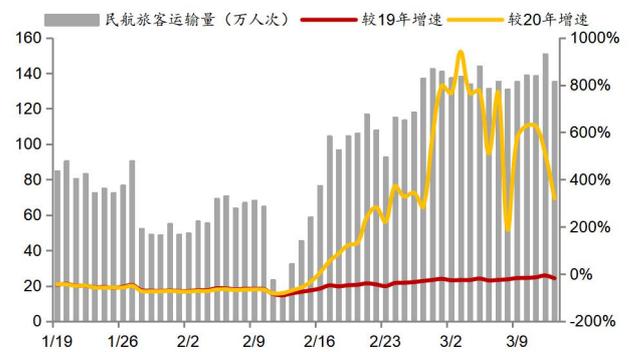
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	5407	4728	6863	8718
(+/-)	26.93%	-12.56%	45.15%	27.04%
净利润	502	611	771	997
(+/-)	102.96%	21.74%	26.03%	29.38%
每股收益(元)	0.50	0.61	0.77	0.99
P/E	31.47	25.85	20.51	15.85

图 1：20 年 1 月至 21 年 2 月我国民航旅客运输量及增速



资料来源：民航局、交通运输部，浙商证券研究所

图 2：21 春运及之后（1.19-3.13）民航旅客运输量及增速



资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3270	2780	3401	4018	营业收入	5407	4728	6863	8718
现金	1275	1105	1001	1061	营业成本	4712	4161	5736	7323
交易性金融资产	0	1	2	1	营业税金及附加	4	5	6	8
应收账款	988	788	1192	1469	营业费用	234	220	343	445
其它应收款	609	530	760	974	管理费用	186	177	281	392
预付账款	110	121	151	192	研发费用	6	6	8	10
存货	89	83	112	142	财务费用	224	245	250	280
其他	200	153	183	179	资产减值损失	21	16	25	32
非流动资产	6525	7166	8233	9130	公允价值变动损益	(4)	(4)	(4)	(4)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	524	814	690	940
固定资产	4370	5161	5857	6441	营业利润	543	712	902	1168
无形资产	137	167	192	222	营业外收支	41	9	9	9
在建工程	1120	1159	1262	1351	利润总额	584	722	912	1177
其他	897	678	921	1117	所得税	82	110	141	180
资产总计	9795	9946	11634	13148	净利润	502	611	771	997
流动负债	2423	2106	2880	3310	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	865	769	1105	1212	归属母公司净利润	502	611	771	997
应付款项	361	332	429	564	EBITDA	1220	1282	1545	1882
预收账款	198	158	239	304	EPS (最新摊薄)	0.50	0.61	0.77	0.99
其他	999	848	1107	1229	主要财务比率				
非流动负债	4590	4040	4184	4271		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	1147	1147	1147	1147	成长能力				
其他	3442	2893	3037	3124	营业收入	27%	-13%	45%	27%
负债合计	7013	6147	7064	7581	营业利润	136%	31%	27%	29%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	103%	22%	26%	29%
归属母公司股东权益	2782	3799	4570	5567	获利能力				
负债和股东权益	9795	9946	11634	13148	毛利率	13%	12%	16%	16%
					净利率	9%	13%	11%	11%
					ROE	20%	19%	18%	20%
					ROIC	9%	8%	9%	10%
					偿债能力				
					资产负债率	72%	62%	61%	58%
					净负债比率	36%	37%	39%	37%
					流动比率	1.35	1.32	1.18	1.21
					速动比率	1.31	1.28	1.14	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.48	0.64	0.70
					应收帐款周转率	6.04	5.27	6.70	6.24
					应付帐款周转率	15.44	12.01	15.08	14.74
					每股指标(元)				
					每股收益	0.50	0.61	0.77	0.99
					每股经营现金	1.05	1.56	0.94	1.41
					每股净资产	4.63	3.77	4.54	5.53
					估值比率				
					P/E	31.47	25.85	20.51	15.85
					P/B	3.39	4.16	3.46	2.84
					EV/EBITDA	12.81	15.24	13.04	10.72

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1054	1566	951	1420
净利润	502	611	771	997
折旧摊销	429	419	492	550
财务费用	224	245	250	280
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(28)	49	(315)	(213)
其它	(71)	245	(243)	(191)
投资活动现金流	(997)	(1277)	(1314)	(1247)
资本支出	(1006)	(1137)	(1171)	(1105)
长期投资	0	0	0	0
其他	9	(140)	(143)	(142)
筹资活动现金流	476	(458)	259	(114)
短期借款	(88)	(96)	336	107
长期借款	589	0	0	0
其他	(25)	(363)	(76)	(221)
现金净增加额	533	(169)	(104)	60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>