

华夏航空(002928)

点评报告

行业公司研究——航空运输行业

证券研究报告

# 差异化商业模式价值凸显，2020年归母净利润逆势增长22% ——华夏航空2020及21Q1业绩点评

✍️：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年报及2021年一季报，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%；21Q1，实现收入11.0亿元/+4.8%，归母净利润-0.48亿元，同比减亏0.48亿元。

## 投资要点

### □ 经营数据：2020年上市航司中受损程度最低，新增39个通航服务机场

截至2020年末，公司机队规模54架，年内净增5架，其中包括首次引入的2架ARJ21飞机，支线机型占比74%，平均机龄4.1年；通航点127个/+10%，其中支线航点92个，占全国支线航点的47%/+5pct；在飞航线169条/+14%，其中独飞航线151条/+15%，占公司航线比例达89%。公司当年新增德宏、毕节、衢州、包头4个过夜基地。20夏秋-21夏秋航季，公司周度计划航班量分别为2700、2744、2978班次，同比分别增加19.3%、13.4%、10.3%。

**2020年经营数据在上市航司中受损程度最低。**受新冠疫情影响，2020年中国民航运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量同比分别下降38%、37%、10%。公司飞机平均日利用率为8.5小时，高于行业平均值6.5小时；旅客周转量74.4亿人公里，同比下降16.4%；总载运人次642.6万人次，同比下降16.96%。ASK、RPK分别106.8亿人公里、74.4万人公里，同比分别下降3.2%、16.4%；客座率69.6%，同比下降11%。

**通航航班旅客持续增加。**2020年，公司通航出行人次73.6万人次，同比增长46%，约占总载运人次11.5%，占比持续提升；公司新增通航服务机场39个，已在76个机场开通通航航班。

### □ 收入端：2020年单位RPK收入同比+3.1%，政府补助同比+13%

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所致；单位ASK客运收入0.425元，同比下降11%；单位RPK客运收入0.610元，同比增加3.1%。当年取得其他收益6.26亿元，占利润总额的87%，其中政府补助6.22亿元，同比增加13%。

21Q1，受到疫情反复、疫情防控措施影响，旅客出行需求大幅下降，公司收入11亿元/+4.8%；单位ASK收入0.425元，较19年同期下降19.4%，单位RPK收入0.648元，较19年同期下降0.6%。

### □ 成本端：2020年油价下跌拉低成本，21Q1财务费用同比增加112%

2020年油价下跌导致航油成本下降，维修费用增加导致扣油成本微增。2020年，公司营业成本40.7亿元，同比下降13.5%。因油价大幅下降，公司航油成本占比从上年的31.4%下降至21.6%，单位ASK航油成本0.082元，同比下降39%。公司单位ASK扣油成本0.3元，同比增加2%；其中，飞机租赁及折旧费用同比增加3.5%，单机租赁及折旧费用1706万元，同比下降6%；维修费用同比增加26.2%，单机维修费用555万元，同比增加14%。

三费方面，2020年，销售费用2.4亿元/+2.6%，管理费用2.3亿元/+21.4%，单位ASK管理费用、单位ASK销售费用分别为0.0211、0.0225元，同比分别增加25.4%、6.0%。财务费用1.7亿元/-22.1%，其中汇兑收益2920万元，上年为

## 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥14.81

## 单季度业绩

元/股

1Q/2021

-0.05

4Q/2020

0.43

3Q/2020

0.16

2Q/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2020及21Q1业绩预告点评：20Q4归母净利润大增224%，业绩超预期》2021.04.14
- 2 《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

汇兑损失 981 万元。

21Q1, 营业成本 10.0 亿元, 同比下降 4%; 销售费用 6700 万元, 同比增加 51.6%, 主要系航班班次和旅客人次增长导致电脑订座离港费及机票销售相关费用增加; 单位 ASK 销售费用 0.026 元, 较 19 年同期增加 24.3%; 财务费用 1.2 亿元, 同比增加 112.4%, 主要系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环比上升。

#### □ 利润端: 2020 年归母净利润逆势增加 22%, 21Q1 同比减亏 0.5 亿元

**2020 年利润逆势上行, 成唯一盈利上市航司。**2020 年, 公司实现利润总额约 7.2 亿元, 同比增加 23.6%; 归母净利润 6.1 亿元, 同比增加 21.7%。**全年业绩逆势增长的主要原因为: 1) 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, 促进公司整体盈利能力提升; 2) 支线航空补贴增量影响税后利润 0.7 亿元:**2019、2020 年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, 约占公司当年净利润的 36%、42%; **3) 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; **4) 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。

**21Q1 同比实现减亏。**受到疫情反复、疫情防控措施影响, 旅客出行需求大幅下降, 公司归母净利润-0.48 亿元, 同比减亏 0.48 亿元, 较 19 年下降 1.34 亿元。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.7、10.0、13.0 亿元, EPS 分别为 0.76、0.98、1.29 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 11.4%, 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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4728	6875	8815	10875
(+/-)	-12.56%	45.42%	28.21%	23.38%
净利润	613	770	995	1303
(+/-)	12.56%	25.69%	29.14%	30.97%
每股收益 (元)	0.60	0.76	0.98	1.29
P/E	24.49	19.49	15.09	11.52

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3775	3921	4866	5833	<b>营业收入</b>	4728	6875	8815	10875
现金	1489	1195	1320	1335	营业成本	4074	5577	7167	8712
交易性金融资产	0	1	0	1	营业税金及附加	6	7	9	12
应收账款	1120	1382	1807	2294	营业费用	241	320	397	474
其它应收款	762	874	1178	1530	管理费用	226	294	335	375
预付账款	181	176	237	317	研发费用	20	30	38	47
存货	113	124	164	211	财务费用	175	368	394	394
其他	110	169	159	146	资产减值损失	26	12	10	30
<b>非流动资产</b>	7732	8781	9704	10620	公允价值变动损益	0	0	0	0
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	736	611	670	672
固定资产	5468	6236	6897	7584	<b>营业利润</b>	699	881	1138	1505
无形资产	186	213	244	275	营业外收支	23	23	23	23
在建工程	1161	1187	1188	1127	<b>利润总额</b>	722	904	1161	1528
其他	917	1145	1375	1634	所得税	109	133	166	225
<b>资产总计</b>	11508	12702	14570	16453	<b>净利润</b>	613	770	995	1303
<b>流动负债</b>	3295	3943	4668	5272	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1301	1954	2259	2397	<b>归属母公司净利润</b>	613	770	995	1303
应付款项	479	488	673	868	EBITDA	1277	1563	1915	2358
预收账款	0	163	177	159	EPS (最新摊薄)	0.60	0.76	0.98	1.29
其他	1515	1340	1559	1849	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	4275	4051	4199	4175		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	830	830	830	830	<b>成长能力</b>				
其他	3445	3221	3369	3345	营业收入	-13%	45%	28%	23%
<b>负债合计</b>	7570	7994	8868	9447	营业利润	19%	26%	29%	32%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	13%	26%	29%	31%
归属母公司股东权益	3937	4708	5703	7006	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	11508	12702	14570	16453	毛利率	14%	19%	19%	20%
					净利率	13%	11%	11%	12%
					ROE	18%	18%	19%	21%
					ROIC	7%	8%	9%	11%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	66%	63%	61%	57%
					净负债比率	38%	42%	42%	41%
					流动比率	1.15	0.99	1.04	1.11
					速动比率	1.11	0.96	1.01	1.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.44	0.57	0.65	0.70
					应收帐款周转率	4.49	5.47	5.47	5.21
					应付帐款周转率	10.06	12.09	12.76	11.78
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.60	0.76	0.98	1.29
					每股经营现金	0.99	0.68	1.37	1.60
					每股净资产	3.88	4.64	5.63	6.91
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.49	19.49	15.09	11.52
					P/B	3.81	3.19	2.63	2.14
					EV/EBITDA	3.64	12.83	10.62	8.72

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1008	686	1385	1627
净利润	613	770	995	1303
折旧摊销	463	499	562	631
财务费用	175	368	394	394
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	514	(720)	(302)	(423)
其它	(754)	(228)	(261)	(275)
<b>投资活动现金流</b>	(306)	(1318)	(1251)	(1285)
资本支出	(1139)	(1172)	(1106)	(1139)
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他	833	(147)	(146)	(146)
<b>筹资活动现金流</b>	(500)	339	(10)	(326)
短期借款	436	653	306	138
长期借款	(317)	0	0	0
其他	(619)	(314)	(315)	(464)
<b>现金净增加额</b>	201	(293)	124	15

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>