

信义山证 汇通天下

证券研究报告

交通运输

华夏航空 (002928.SZ)

维持评级

报告原因：年报及一季报点评

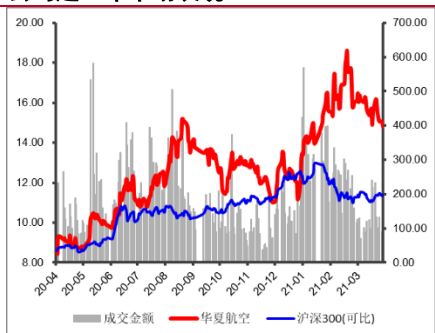
2020 年业绩超预期，21Q1 亏损收窄

买入

2021 年 4 月 28 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 27 日

收盘价(元):	14.81
年内最高/最低(元):	18.60/10.98
流通 A 股/总股本(亿):	10.14/10.14
流通 A 股市值(亿):	150.11
总市值(亿):	150.11

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益:	0.64
每股净资产(元):	3.88
净资产收益率:	18.24%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：公司发布 2020 年年度报告及 2021 年一季度报告。2020 年，公司实现营业收入 47.28 亿元，同比下降 12.56%；归属于上市公司股东的净利润 6.13 亿元，同比增长 22.03%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.97 亿元，同比增长 1.12%。2021Q1，公司实现营业收入 11.01 亿元，同比增长 4.84%；实现归属于上市公司股东净亏损 4802.5 万元，上年同期亏损 9625.4 万元。

事件点评

- **2020 年唯一盈利的 A 股上市航空公司。**2020 年疫情冲击下，航空业整体业绩大幅下滑，三大航全年合计亏损 370.86 亿元，但公司实现归母净利润 6.13 亿元，同比增长达 22.03%，即使扣除出售三架 CRJ-900NG 型飞机产生的资产处置收益 1.11 亿元，公司归母净利润依然小幅增长。我们认为主要原因有二：一是 2020 年国际航线受阻，出游需求转回国内，公司专注支线航空市场，需求较为刚性，公司全年 RPK74.39 亿人公里，同比下降 16.38%，降幅较小；二是公司拥有独特的政府运力购买模式，为公司收入提供保障，2020 年公司收到航线补贴 6.26 亿元，占公司利润总额 86.68%。
- **年初疫情反复拖累业绩，净亏损仍大幅收窄。**受局部地区疫情反复影响，春运出行需求大幅下滑，行业一季度航空客运量较 2019 年同期下降 36.58%。此外，由于执行新会计准则，经租进表提升了公司汇率敏感性，2021Q1 人民币对美元贬值约 0.7%，导致公司财务费用增加。公司 2021Q1 净亏损 4802.5 万元，但相比去年同期实现大幅减亏。
- **复制新疆模式，不断开辟支线市场。**2020 年公司与衢州政府达成合作，打造衢州次枢纽，开通了 6 条跨省航线及 1 条省内航线；进入云南市场，开通省内省外航线 18 条，覆盖航点 14 个。公司一方面对加密现有航线，另一方面通过复制新疆模式不断开辟新的次枢纽，形成自身独有的差异化竞争优势。

投资建议：公司处于支线航空运输领先地位，独特的运力购买模式为业绩提供保障，未来随着公司对于干线市场的不断开发，公司盈利有望进一步增长。预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 0.56、0.61，对应 4 月 27 日收盘价 14.81 元，PE 分别为 26.62、24.19，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；疫情反复；油价大幅上涨；人民币贬值。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,654.7	14,840.2	18,549.0	22,438.6	营业收入	34907.0	40980.9	48320.5	56776.6
现金	4,672.9	10,716.4	15,263.1	18,897.6	营业成本	31752.5	36669.2	43595.3	51013.8
应收账款	1,612.3	2,105.9	2,424.3	2,796.2	营业税金及附加	103.4	122.9	145.0	170.3
其他应收款	254.0	522.0	556.7	596.8	销售费用	100.3	116.8	138.3	162.2
预付账款	168.5	191.3	201.8	219.4	管理费用	997.4	1357.3	1537.6	1769.8
存货	51.1	81.4	88.3	99.5	研发费用	43.7	77.9	91.8	107.9
其他流动资产	1,896.0	1,223.3	14.8	-170.9	财务费用	-13.4	7.2	-24.2	-63.5
非流动资产	17,774.5	17,609.2	17,732.3	18,164.1	加: 其他费用	241.0	131.4	241.0	131.4
长期投资	291.4	301.7	301.7	298.3	资产减值损失	-0.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	9,686.4	9,309.2	8,906.2	8,480.1	公允价值变动收益	87.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	3,850.0	3,593.4	3,353.8	3,130.2	投资净收益	0.1	14.6	0.1	14.6
其他非流动资产	3,946.6	4,404.9	5,170.5	6,255.4	营业利润	2217.7	2775.5	3077.8	3762.2
资产总计	26,429.2	32,449.4	36,281.3	40,602.7	营业外收入	13.6	12.3	13.0	12.6
流动负债	8,628.6	9,311.2	10,197.2	11,410.1	营业外支出	29.0	37.9	37.9	37.9
短期借款	1,753.4	1,663.5	746.7	0.0	利润总额	2202.3	2749.9	3052.9	3736.9
应付账款	4,296.5	4,428.0	5,572.3	6,527.8	所得税	354.6	687.5	763.2	934.2
其他流动负债	2,578.7	3,219.7	3,878.2	4,882.3	净利润	1847.7	2062.4	2289.6	2802.7
非流动负债	284.9	1,492.3	2,615.1	3,488.6	少数股东损益	80.9	45.3	56.2	84.4
长期借款	0.0	1,240.0	2,441.0	3,361.0	归属母公司净利润	1766.8	2017.1	2233.5	2718.3
其他非流动负债	284.9	252.3	174.1	127.6	EBITDA	3056.3	3615.3	3788.8	4558.3
负债合计	8,913.5	10,803.5	12,812.3	14,898.7	EPS (元)	0.6	0.6	0.7	0.9
少数股东权益	386.2	431.5	487.7	572.0	主要财务比率				
股本	711.3	3,159.8	3,159.8	3,159.8	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	9,379.4	9,379.4	9,379.4	9,379.4	成长能力				
留存收益	7,079.4	8,675.2	10,442.2	12,592.8	营业收入	12.06%	17.40%	17.91%	17.50%
归属母公司股东权益	17,129.5	21,214.4	22,981.4	25,132.0	营业利润	-2.07%	25.16%	10.89%	22.24%
负债和股东权益	26,429.2	32,449.4	36,281.3	40,602.7	归属于母公司净利润	5.94%	14.17%	10.73%	21.71%
现金流量表					获利能力				
					毛利率(%)	9.04%	10.52%	9.78%	10.15%
					净利率(%)	5.06%	4.92%	4.62%	4.79%
					ROE(%)	10.55%	9.53%	9.76%	10.90%
					ROIC(%)	21.55%	18.43%	22.84%	41.12%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.73%	33.29%	35.31%	36.69%
					净负债比率(%)	6.81%	-16.43%	-31.38%	-36.08%
					流动比率	1.00	1.59	1.82	1.97
					速动比率	1.00	1.59	1.81	1.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.44	1.39	1.41	1.48
					应收账款周转率	27.33	27.86	28.00	27.92
					应付账款周转率	8.96	9.39	9.66	9.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.64	0.71	0.86
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.96	1.55	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	5.42	6.71	7.27	7.95
					估值比率				
					P/E	19.9	17.5	15.8	12.9
					P/B	2.1	1.7	1.5	1.4
					EV/EBITDA	0.74	6.62	4.99	3.16

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

