

离了个大谱！你敢信！海航居然也能跌到面值退市边缘！？

导语：这是首家盈利的四大航司，新东家方大集团已投入 519 亿，熬过了最艰难时刻，并迎来全球航运业强劲复苏。

作者：市值风云 App：观韬

6 月 26 日早间，一则关于海航控股（600221.SH）的社区互动在市值风云 APP 刷屏，海航控股盘中跌停，报 1.05 元/股，距跌破面值仅一步之遥。



(专业服务注册制的市值风云 APP)

而在此之前，海航控股已单边破位下跌近一个月，6 月 26 日是更是放量加速下

跌，大家担心它会不会因此面值退市也再合理不过。

那么，作为中国内地唯一 Skytrax 五星航空，海航控股会沦落到面值退市的境地吗？

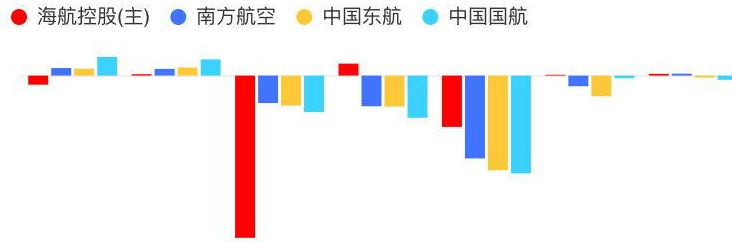
在回答这个问题前，我们先看看海航控股的具体业绩。

一、复苏势头强劲，首家盈利四大航司

我们都知道，海航控股是在 2021 年底完成重大重组，并迎来新实控人方大集团的掌门人方威的。

三年特殊时期，四大航空公司亏损惨重，尤其是 2022 年，四大航司累计亏损近 1300 亿，算是亏损最厉害的一年。

归母净利润

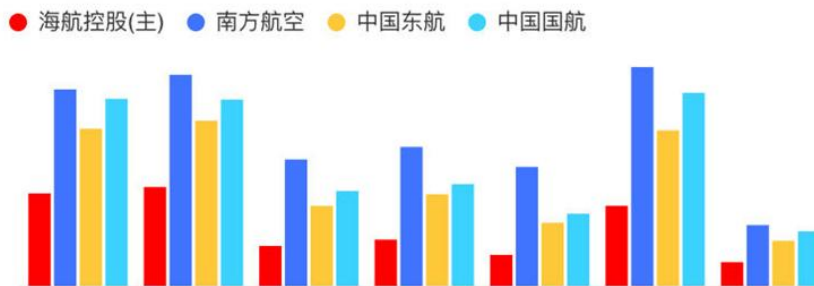


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
海航控股(主)	-35.9亿	5.4亿	-640.0亿	47.2亿	-202.5亿	3.1亿	6.9亿
南方航空	29.8亿	26.5亿	-108.4亿	-121.0亿	-326.8亿	-42.1亿	7.6亿
中国东航	27.1亿	31.9亿	-118.3亿	-122.1亿	-373.6亿	-81.7亿	-8.0亿
中国国航	73.4亿	64.1亿	-144.1亿	-166.4亿	-386.2亿	-10.5亿	-16.7亿

(来源: 市值风云 APP)

但随着疫情的消散，四大航司都在 2023 迅速复苏，营收基本都翻倍增长，势头强劲。

营业收入



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
海航控股(主)	677.6亿	723.9亿	294.0亿	340.0亿	228.6亿	586.4亿	175.5亿
南方航空	1436.2亿	1543.2亿	925.6亿	1016.4亿	870.6亿	1599.3亿	446.0亿
中国东航	1149.3亿	1208.6亿	586.4亿	671.3亿	463.1亿	1137.4亿	331.9亿
中国国航	1367.7亿	1361.8亿	695.0亿	745.3亿	529.0亿	1411.0亿	400.7亿

(来源：市值风云 APP)

2023 年，海航控股总营收 586.41 亿元，同比增长 156.48%，归母净利润 3.11 亿元，自方老板接手后首次扭亏，也是疫情后四大航空公司中首家盈利的企业。

(不过扣非净利润仍亏损 4.07 亿)

2024 年一季度，海航控股实现营业收入 175.49 亿元，同比增长 33.48%，归属于上市公司股东的净利润 6.87 亿元，同比增加 334.51%。

除此之外，海航控股 2023 年经营现金净流入 80.83 亿，整体呈现出良好的复苏态势。

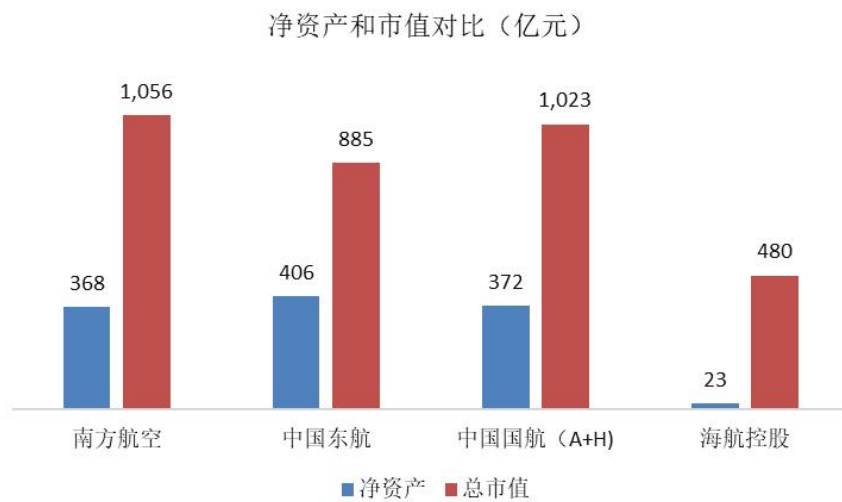
主要会计数据	单位：千元 币种：人民币			
	2023年	2022年	本期比上年同期增减 (%)	2021年
营业收入	58,641,088	22,864,193	156.48	34,002,019
扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入	54,473,060	20,554,821	165.01	30,905,943
归属于上市公司股东的净利润	310,854	-20,246,960	不适用	4,720,934
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	-406,824	-18,911,911	不适用	-10,701,489
经营活动产生的现金流量净额	8,082,510	-2,193,922	不适用	677,262
	2023年末	2022年末	本期末比上年同期末增减 (%)	2021年末
归属于上市公司股东的净资产	2,309,965	1,164,379	98.39	8,489,821
总资产	134,034,890	138,114,275	-2.95	143,254,576

(来源：公司年报)

但有一个数据也不容忽视：截止 2023 年底，海航控股账面净资产仅 23.10 亿，而其 6 月 25 日盘后市值为 480 亿。

二、新东家已投入 519 亿，股价却逼近 1 元/股

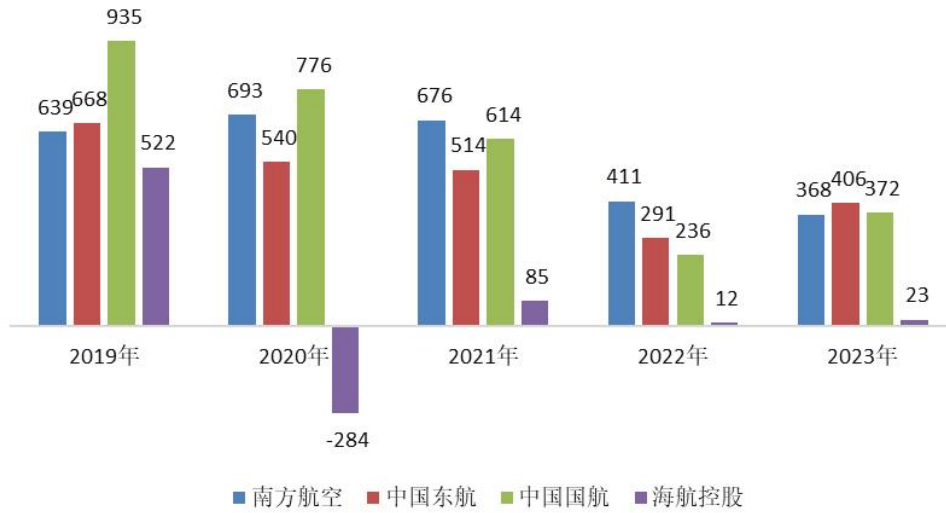
对比四大航司来看，海航控股市净率也是最大的。但有个事实是，海航控股净资产如此之低是结果不是原因。



(制图：市值风云 APP)

从数据看，2019 年时，虽略有逊色，但海航的净资产规模在四大航司中也是叫的上号的。不过随着在 2020 年巨亏 640 亿，海航控股的净资产直接跌至-284 亿，从技术角度已经破产。

归属于母公司股东所有者权益（亿）



(制图：市值风云 APP)

另一个方面，由于疫情三年之间持续亏损，其余三大航司净资产规模也是逐年缩水。以中国国航 (601111.SH、00753.HK) 为例，其净资产从 2019 年底至 2023 年底缩水了 60%，从绝对值上看，一个海航已经没了。

海航控股在 2020 年底的技术破产，是方老板在 2021 年底入主的契机，或者说肩负的使命。

为了让海航摆脱泥潭，方老板先是在 2021 年耗资 410 亿拿下控制权，又在 2022 年拿出 109 亿真金白银独家参与定增，**单这样加起来已经高达 519 亿。**

双方同意，本次投资的总对价为人民币 **41,000,000,000 元**，包括投资海航控股的投资款（投资款 A）现金 12,300,000,000 元、投资海航航空集团的投资款（投资款 B）现金 25,700,000,000 元以及为确保本次破产重整顺利实施的款项（投资款 C）现金 3,000,000,000 元。

(详式权益变动书)

股人民币普通股(A股)股票。于2022年12月16日，贵公司收到中国证券监督管理委员会出具证监许可[2022]3140号文《关于核准海南航空控股股份有限公司非公开发行股票批复》，核准了贵公司向境内投资者非公开发行不超过9,972,838,277股人民币普通股(A股)股票。本次贵公司向特定投资者海南瀚巍投资有限公司发行A股9,972,838,277股，每股价格人民币1.09元，募集资金总额为人民币10,870,393,721.93元。

(非公开发行验资报告)

有意思的是，时隔近一年半后，海航控股6月28日的收盘价已来到1.02元/股，盘中甚至摸到1元/股，持续创历史新低的同时，也意味着只要你愿意，你就有了低于方老板的价格参与海航重生的机会。



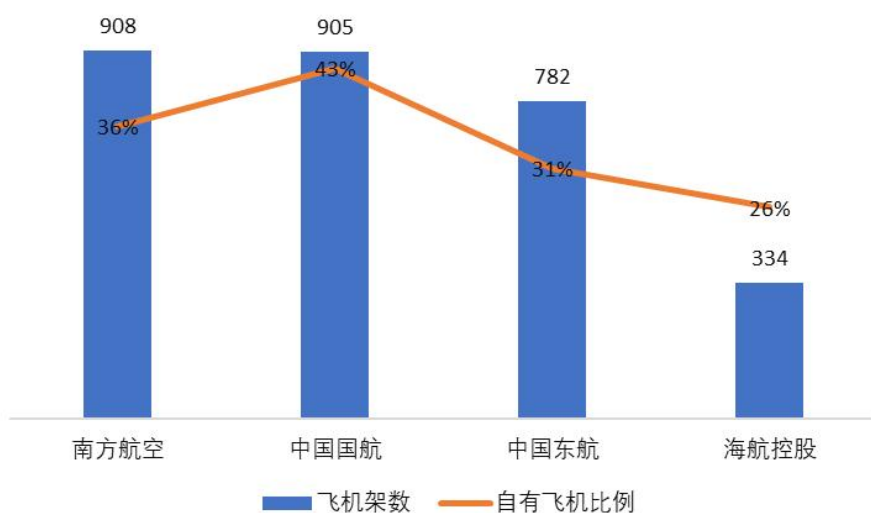
三、飞机规模决定上限，降本增效改善业绩

由此，完全基于传统市净率、市盈率模型来评价海航控股股价高低，显然已经不

具备普适性。

那么，该从哪些角度来分析海航呢？风云君试着聊聊自己的看法。

作为创收生产力，海航控股截至 2023 年底运营的飞机数量为 334 架，约为中国东航（600115.SH）的一半，南方航空（600029.SH）和国航的三分之一。自有飞机比例不超过三成，在四大航司中比例也最低。



(制图：市值风云 APP)

从 2023 年关键运营数据看，海航的客座利用率和综合运载率在四大航司中相对领先，这跟船小好调头有关，也并未形成绝对领先优势。

项目	海航控股	南方航空	中国东航	中国国航
客座利用率	81%	78%	74%	73%
综合运载率	81%	66%	63%	61%
飞机日利用率	8.38	8.9		8.14

(制表：市值风云 APP)

也因此我们看到，2023 年海航控股的总营收约为东航的一半左右，约为南航和国航的三分之一。

飞机数量决定了海航控股的营收规模，这也意味着现有情况下海航控股要想取得竞争优势，只能靠微操了。

事实上海航控股 2023 年也是这么做的：年报显示当年通过精细管理降本创效约 36 亿元。从这个数据也不难看出，这是其率先扭亏为盈的主要原因之一。

（六）精细化管理水平不断提升

海航控股充分借鉴控股股东辽宁方大集团精细化管理经验，现已建成日成本管控系统，可实现日成本数据的自动化监控、成本异动预警，识别成本管控流程空白。同时依托多样化的激励措施，调动全体干部员工参与成本精细化管理，定量化消除冗余成本，在各业务体系持续开展堵塞“跑冒滴漏”活动。2023 年公司通过精细化管理累计实现降本创效约 36 亿元。

(海航控股 2023 年年报)

而其余三家航司中，只有中国东航披露累计增效 13.1 亿元。



全年完成 160 项提质增效项目，**累计增效约人民币 13.1 亿元**。业财融合的价值创造作用进一步显现，精准分析 56 个海外站点和 153 个国内站点的变动成本，起降费、航延费、行李赔偿费同比 2019 年显著下降。

(中国东航 2023 年年报)

微操可以改变相对状况，但难以改变绝对状况，在机队规模外，决定海航控股未来盈利状况的关键因素是国内、国际航运市场的复苏。

四、免签、暑期、自贸港，全球航运持续回暖

根据 IATA 发布的数据，2023 年全球航空客运总量（按照收入客公里或 RPKs 算）同比 2022 年增长 36.9%，恢复至 2019 年的 94.1%，其中北美航空公司客运量比 2019 年的纪录高出 1.4%，已超疫情前。

2023 年，国内航空运输业共完成运输总周转量 1,188.3 亿吨公里、旅客运输量 6.2 亿人次、货邮运输量 735.4 万吨，同比分别增长 98.3%、146.1%、21%，分别恢复至 2019 年的 91.9%、93.9%、97.6%。

从海航控股公布的 2023 年前 5 个月运营数据看，前 5 个月主要运营数据均较 2023 年至少保持两位数增长，尤其是国际业务同比增幅都超 100%。

载运量	2024年5月			2024年累计	
	数值	环比变动 (%)	同比变动 (%)	数值	同比变动 (%)
收入客公里 (RPK) (百万)					
国内	7797.93	-2.49	-0.83	41908.71	12.34
地区	19.55	43.39	-1.76	66.87	70.53
国际	1335.91	-2.30	145.30	5841.95	219.00
合计	9153.40	-2.39	8.61	47817.53	22.06
收入吨公里 (RTK) (百万)					
国内	739.10	-2.69	-0.09	3934.11	12.98
地区	1.84	42.52	-1.66	6.29	72.63
国际	190.52	3.00	132.70	789.94	201.30
合计	931.46	-1.51	13.11	4730.34	26.21
收入吨公里——货邮运 (百万)					
国内	51.88	-4.07	12.72	281.63	33.95
地区	0.10	24.68	-7.87	0.41	107.00
国际	72.07	11.97	115.45	276.83	177.60
合计	124.04	4.66	55.87	558.87	80.19
载客人数 (千人)					
国内	4937.29	-1.07	1.57	26048.21	13.31
地区	14.55	11.72	-0.18	67.38	80.52
国际	197.56	-6.88	94.67	928.16	162.50
合计	5149.40	-1.27	3.47	27043.75	15.68

(海航控股 2023 年年报)

而今年以来我国先后宣布与新加坡、瑞士、波兰等十余个国家互免或单免签证，也会继续促进国际航运业务的繁荣。

从国内市场来看，二季度属于传统的航空淡季，但即将到来的暑期海滨亲子游、研学游、山水游及中西部地区文化古迹游，将继续给出行市场注入强心剂。

此外，身处海南自由贸易港，也在税收、全球旅游出行目的地、境外航司经停自贸港等多领域给予海航一定的竞争优势。

根据海航控股最近接受调研时的市场展望，全球航运市场预计 2024 年超过疫情前水平，国内市场预计 2024 年底恢复疫情之前的水平并维持 5.5%-6.5%的增速。

(3) 明后年市场需求展望：全球预计2024年超过疫情前水平，维持5%左右的增速；国内预计将告别快速增长、进入稳定增长期，预计2024年底恢复至疫情前水平并维持5.5%-6.5%的增速。

(海航控股投资者调研纪要)

五、利息保障倍数超 3 倍，偿债、付息率 100%

从业绩来看，随着国内、国际航运业务稳定向好，海航控股的业绩波动风险相对较小，压力主要来自资产负债端。

2023 年底，海航控股的总负债为 1,324.58 亿，其中带息负债为 1,046.76 亿，有息负债占总负债的比重接为 79%。结合目前经营情况，海航控股无论如何是无法偿还如此规模庞大的债务的。

或者说需要给予一定的时间，海航才能通过时间换空间的方式去偿还这些债务。

于 2023 年 12 月 31 日，本集团带息债务主要包括：

178/ 208

2023 年年度报告

单位：千元 币种：人民币

	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
短期借款	1,605,761	79,562
长期借款(包括一年内到期的部分)	49,631,938	51,126,161
长期应付款(包括一年内到期的部分)	1,242,533	1,203,827
租赁负债(包括一年内到期的部分)	52,195,624	61,567,546
	104,675,856	113,977,096
其中：浮动利率债务	1,383,000	3,030,817
固定利率债务	103,292,856	110,946,279
	104,675,856	113,977,096

(2023 年年报)

不过好消息是，海航控股几乎所有的借款都是长期借款且跟飞机资产关系紧密。

2023 年底账面短期借款 16.06 亿，远低于其的账面超 90 亿的类型现金资产。

所以理论上现阶段只要它能正常付息，业绩稳步向好，确保到期可以获得新借款，就不会有太大风险。

从数据看，2023 年海航控股 EBITDA 利息保障倍数为 3.32，贷款偿还率和利率偿付率均为 100%，风险尚在可控范围内。

单位:千元 币种:人民币

主要指标	2023 年	2022 年	本期比上年同期增 减 (%)
归属于上市公司股东的扣除非经常 性损益的净利润	-406.824	-18,911,911	不适用
流动比率	0.82	0.73	12.33
速动比率	0.72	0.64	12.50
资产负债率 (%)	98.82	99.67	-0.85
EBITDA 全部债务比	0.10	-0.09	不适用
利息保障倍数	0.87	-5.18	不适用
现金利息保障倍数	2.97	0.5	494.00
EBITDA 利息保障倍数	3.33	-2.88	不适用
贷款偿还率 (%)	100.00	100.00	-
利息偿付率 (%)	100.00	100.00	-

(2023 年年报)

当然,还有一个知识点是:如果海航控股退市,无论是债权人、大股东还是中小投资者,都会损失惨重。

这也是海航控股之前申请破产重整,而不是直接退市的底层逻辑。

换句话说,能退市早退市了,根本不用等到现在。

此外,根据《上海证券交易所股票上市规则》相关规定,在上海证券交易所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的上市公司,其 A、B 股股票的收盘价同时触及连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元的情形,达到交易类强制退市的标准。

海航控股还有少量 B 股:海航 B 股 (900945.SH), 7 月 1 日午间收盘价 0.15 美元/股,已超过 1 元人民币,流通值 5616 万美元,其控股股东也宣布一致行

动人拟继续在 B 股市场增持 500-1000 万美元公司股票。