

华夏航空 (002928.SZ)
航空机场

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月12日

评级: 买入 (维持)

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

Email: duchong@zts.com.cn

分析师: 李晶莹

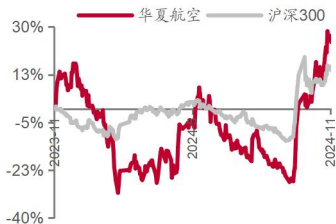
执业证书编号: S0740524080001

Email: lidy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,278.24
流通股本(百万股)	1,278.24
市价(元)	8.81
市值(百万元)	11,261.31
流通市值(百万元)	11,261.31

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《经营恢复持续向好，Q3业绩略超预期》2024-10-31
- 《20240915 华夏航空 (002928.SZ) 点评: 员工持股计划锁定更高营收目标，有望助推公司经营业绩释放》2024-09-16
- 《华夏航空 (002928.SZ) 2024年H1点评: H1业绩扭亏为盈，补贴政策持续利好》2024-08-30

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,643	5,151	7,065	8,623	9,469
增长率 yoy%	-33%	95%	37%	22%	10%
归母净利润(百万元)	-1,974	-965	406	952	1,124
增长率 yoy%	-1,654%	51%	142%	134%	18%
每股收益(元)	-1.54	-0.75	0.32	0.74	0.88
每股现金流量	0.25	1.03	0.38	1.13	1.30
净资产收益率	-49%	-31%	12%	21%	20%
P/E	-5.7	-11.7	27.7	11.8	10.0
P/B	2.8	3.6	3.2	2.5	2.0

备注: 股价截止自2024年11月12日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

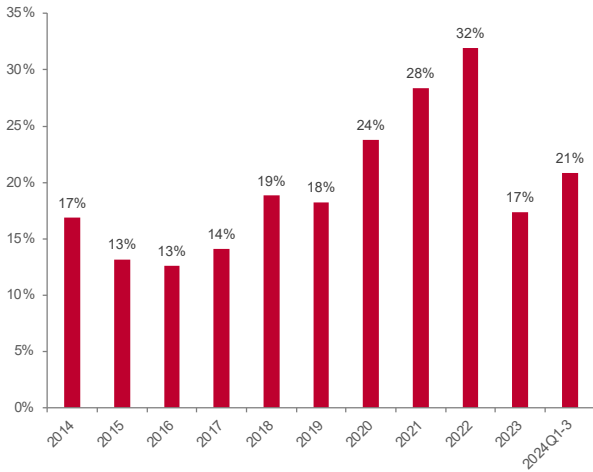
报告摘要

- 华夏航空是我国唯一一家规模化的独立支线航空，主要服务于典型小城市、旅游类城市，与竞争激烈的干线市场相比，支线市场存在空白。受益于《支线航空补贴管理暂行办法》修订、公司生产经营恢复以及政府化债政策利好，今年以来公司盈利持续改善，推动股价上行。
- **投资逻辑一: 不确定性大幅下降。**1) 化债推动下应收账款坏账风险大幅下降。2023年7月，中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后相关具体政策措施密集出台，2024年11月8日，十四届全国人大常委会通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，根据财政部部长介绍，10万亿元的化债资源将大大减轻地方政府化债压力，将本用来化债的资源腾出来用于促进发展、改善民生。我们认为此次化债行动或有效缓解市场此前对公司补贴收入回款难的担心。2024年前三季度，公司冲回应收账款坏账损失约4058万元，今年以来应收账款金额保持稳定。2) 内控制度完善后生产安全风险大幅下降。2021年，公司连续发生两起飞行风险事件，引发市场对于公司飞行安全的担忧。公司通过建立专门的航空安全委员会并制定安全生产管理制度来避免重大安全生产隐患，通过构建自查机制、引入信息系统及创新运行功能等措施，加大资源投入，完善管理体系，强化飞行员培训，推动智慧民航建设，以科技提升管理效率，保障航空运输平稳运行，强力管控下公司2023年全国“平安民航”考评结果居西南地区第一（详见2024年7月30日发布的华夏航空深度报告《航网优化与安全强管，支线航空战略可期待》）。
- **投资逻辑二: 经营快速修复，盈利增长超预期。**1) 生产经营恢复，营业收入增长，单位ASK固定成本摊薄。2024年前三季度，公司可用座公里（ASK）、旅客周转量（RPK）分别较2023年同期增长35.81%、43.34%，恢复至2019年同期的141%、140%，公司前三季度客座率79.88%，较2023年同期增长4.2pct。2024年前三季度，公司单位ASK营业收入0.4542元，较去年同期下降1.48%，前三季度单位ASK营业成本0.4273元，较去年同期下降10.27%。2) 《支线航空补贴管理暂行办法》修订，民航局补贴收入显著增长。2024年，受益于《支线航空补贴管理暂行办法》的修订，公司收到的民航局支线航空补贴收入显著增加。根据测算，以伊宁-库车航线为例，华夏航空使用89座的CRJ-900客机执飞，假设客座率为60%，实际承运人为54人，新办法执行后，公司该航线的补贴金额将较老办法提升65.34%（详见2024年6月22日发布的支线航空深度报告《支线航空新纪元，补贴政策焕新机》）。2024年H1，公司其他收益5.14亿元，计入其他收益的政府补助（5.06亿元），较去年同期（2023H1:1.40亿元）显著增加，侧面印证补贴收入增加。3) 员工持股计划锁定更高营收目标。2024年9月，公司发布2024年员工持股计划草案，计划面向公司（含子公司）董事、监事、高级管理人员（7人，拟持有股份合计占比30%）及核心骨干员工（44人，拟持有股份合计占比70%），上述人员可以2.82元/股的价格购买合计4,630,299股A股普通股股票（占公司股本总额的0.36%）。该计划分2年解锁，若要完全解锁，公司2024-2025年营业收入至少分别达71、84亿元，同比增速分别为37.84%、18.31%，营业收入将达到公司上市以来新高。较高营业收入目标彰显管理

层对公司经营发展的信心，预计公司经营情况及盈利水平将有明显好转（详见 2024 年 9 月 16 日发布的点评报告《员工持股计划锁定更高营收目标，有望助推公司经营业绩释放》）。

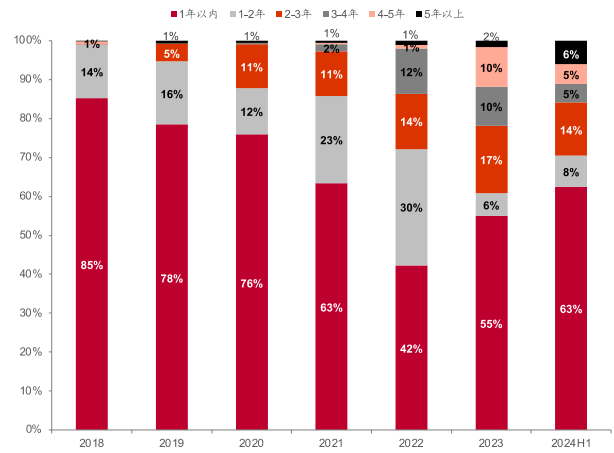
- **投资逻辑三：竞争格局有望改善，未来发展空间广阔。1) 2024 年冬春航季华夏航空持续深耕下沉市场。**根据航班计划，2023 冬春航季-2024 年冬春航季，仅华夏航空下沉市场（三线及以下城市）时刻量持续增加，我们认为大航在下沉市场的减投或是由于国际航线恢复下的主动退出。长期看，若大航在下沉市场减投，将减缓公司在下沉市场的竞争压力（详见 2024 年 10 月 24 日发布的行业报告《大小航司现分化，下沉市场迎机遇-2024 年冬春航季国内航司换季概览》）。**2) 支线航空发展空间广阔。**支线航空的需求存在聚集效应，并不是单个市场的简单相加。华夏航空在库尔勒机场的“云上公交”以及在兴义机场的“短途快运”模式均是航网通达性提升带来旅客吞吐量提升的典范。支线航网通达性的提升（支线机场数量的增多以及航线的新开和加密）以及航空市场需求的提升将共同铸就支线市场发展的广阔空间。类比国内航空市场发展规律，理论上 2020 年支线航空旅客运输量就可达 2.1 亿人次，但实际仅为 7000 万人次左右（详见 2023 年 12 月 21 日发布的华夏航空深度报告《支线航空龙头，盈利修复加速》）。
- **非经损益增加，有望增厚业绩。1) 约 1.5 亿元资产处置损益。**2024 年 2 月，公司公告拟将持有的子公司华夏教育科技产业有限公司 100% 的股权出售给华夏云翼国际教育科技有限公司，转让价格为 60442.60 万元，较账面净资产 45532.62 增值 14909.98 万元。**2) 2023 年下半年民航局支线补贴。**《支线航空补贴管理暂行办法》修订后，年度支线航空补贴对应的生产经营期限由上年 7 月 1 日至本年 6 月 30 日改为当年 1 月 1 日至 12 月 31 日。即根据老办法，公司 2023 年年报中计入的民航局支线航空补贴对应的生产经营时间为 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日；根据新办法，2024 年年报中计入的民航局支线航空补贴对应的生产经营时间为 2024 年 1 月 1 日-12 月 31 日。由于新老政策转换，2023 年 7 月 1 日-2023 年 12 月 31 日期间产生的民航局支线航空补贴有望计入 2024 年度报表。
- **盈利预测、估值及投资评级：**公司为我国唯一一家规模化的独立支线航空，受益于支线航空补贴管理办法的修订以及公司经营情况改善，前三季度公司扭亏为盈。支线航空发展受政策支持，未来发展空间广阔，预计公司 2024-2026 年的归母净利润预测为 4.06/9.52/11.24 亿元，对应 P/E 为 27.7X/11.8X/10.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**油价上涨风险、汇率波动风险、补贴不及预期风险、宏观经济下行风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

图表1: 2023-2024 年前三季度公司应收账款占营业收入的比重回归常态



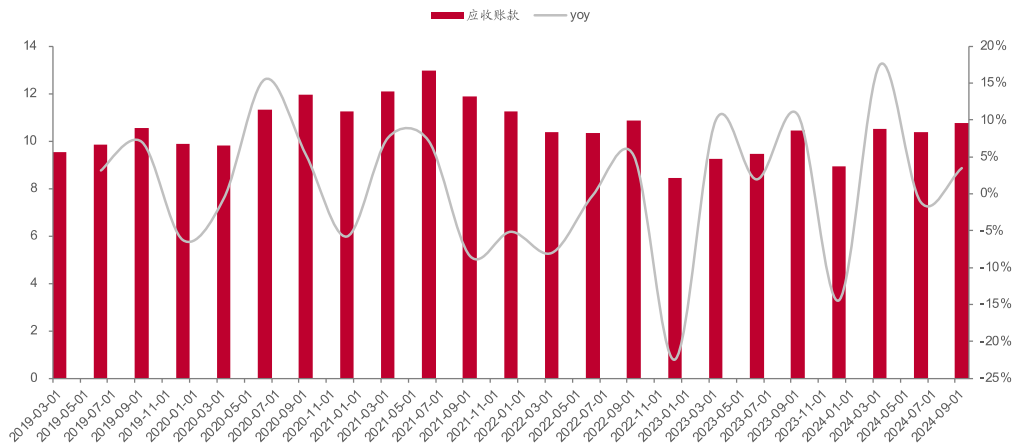
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表2: 2024 年 H1 公司 2-4 年账龄的应收账款占比减小



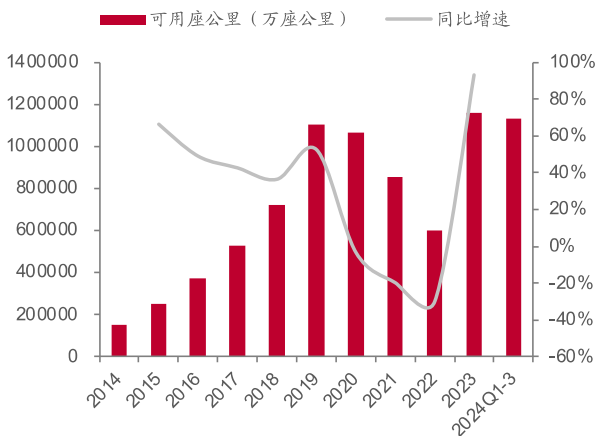
来源: 公司年报及中报, 中泰证券研究所

图表3: 近期公司应收账款总额保持稳定 (亿元)



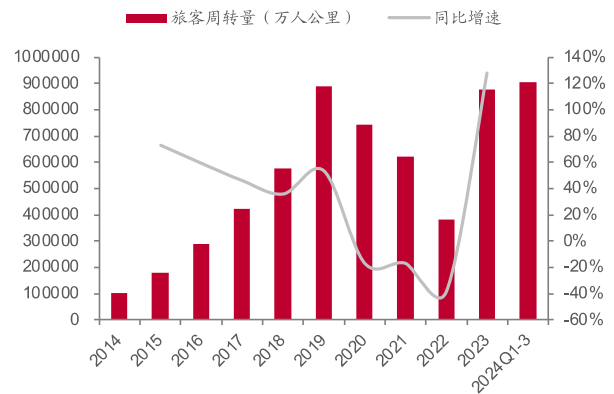
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表4: 公司 ASK 恢复至疫情前水平



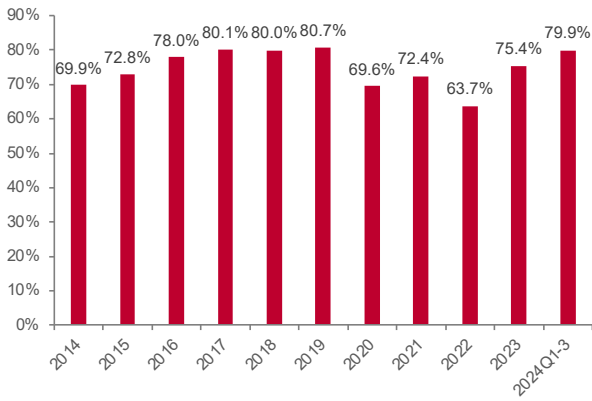
来源: 公司年报及半年报、招股说明书、公司主体及“华夏转债”2020 年度跟踪评级报告、中泰证券研究所

图表5: 公司 RPK 恢复至疫情前水平



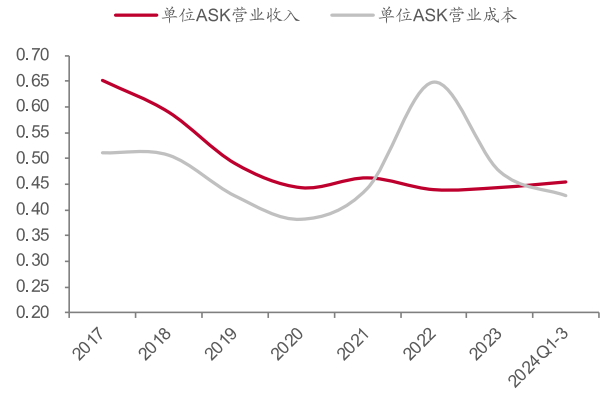
来源: 公司年报及半年报、招股说明书、公司主体及“华夏转债”2020 年度跟踪评级报告、中泰证券研究所

图表 6: 公司客座率基本恢复至疫情前水平



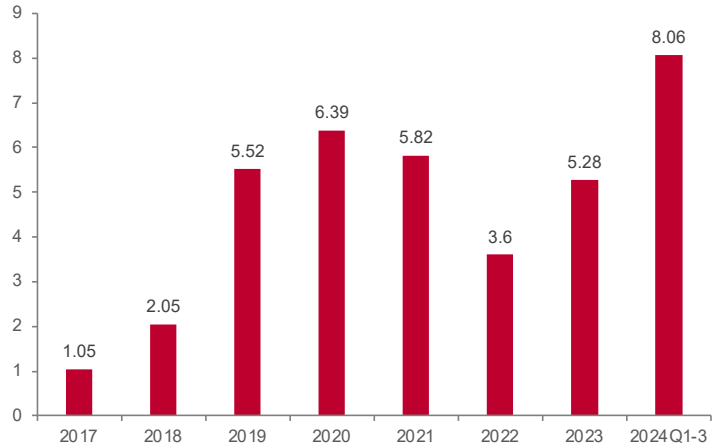
来源: 公司年报及半年报、招股说明书、公司主体及“华夏转债”2020 年度跟踪评级报告、中泰证券研究所

图表 7: 2023 年来公司单位ASK成本持续摊薄(元)



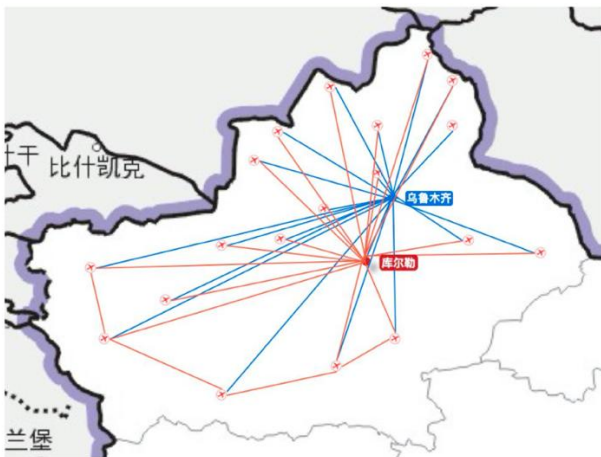
来源: 公司年报及季报, 中泰证券研究所

图表 8: 2023 年以来公司其他收益持续提升 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 公司库尔勒次枢纽航线网络



来源: 《2020 中国副省级以下城市航空通达性报告》、中泰证券研究所

图表 10: 公司兴义单点高频航线网络



来源: 《2020 中国副省级以下城市航空通达性报告》、中泰证券研究所

图表 11: 2023 冬春航季-2024 年冬春航季仅华夏航空持续深耕下沉市场 (时刻量/周)

航司	城市分类	19冬春	20冬春	21冬春	22冬春	23冬春	24冬春	趋势
国航	核心城市	778	4046	2190	824	1397	-1216	
	下沉市场	160	764	1104	128	-261	-298	
	合计	938	4810	3294	952	1136	-1514	
东航集团	核心城市	594	4310	1073	340	-303	-279	
	下沉市场	1424	620	633	248	-761	-1301	
	合计	2018	4930	1706	588	-1064	-1580	
南航集团	核心城市	1276	4768	1686	807	-178	-687	
	下沉市场	716	1760	1330	539	-1630	7	
	合计	1992	6528	3016	1346	-1808	-680	
春秋航空	核心城市	216	1588	782	362	-777	-345	
	下沉市场	184	696	746	38	-937	-109	
	合计	400	2284	1528	400	-1714	-454	
海航集团	核心城市	561	1081	-114	485	441	387	
	下沉市场	337	663	210	1055	-361	285	
	合计	898	1744	96	1540	80	672	
华夏航空	核心城市	12	153	-197	20	206	-83	
	下沉市场	924	495	-45	-230	410	585	
	合计	936	648	-242	-210	616	502	
吉祥航空	核心城市	244	791	521	-134	27	-101	
	下沉市场	-70	359	261	-150	-369	117	
	合计	174	1150	782	-284	-342	16	
其他航司	核心城市	795	2805	1562	641	510	-332	
	下沉市场	779	2093	2832	-35	156	1244	
	合计	1574	4898	4394	606	666	912	

来源: Preflight, 中泰证券研究所

备注: 仅考虑国内航司客运时刻量; ; 图中数字为当年时刻量减去去年时刻量的值

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,920	2,826	2,587	2,841	营业收入	5,151	7,065	8,623	9,469
应收票据	4	0	0	0	营业成本	5,513	6,768	7,600	8,042
应收账款	895	1,597	1,964	2,131	税金及附加	16	23	28	31
预付账款	188	231	260	275	销售费用	239	265	276	303
存货	194	248	278	312	管理费用	267	283	285	322
合同资产	0	0	0	0	研发费用	23	21	24	24
其他流动资产	875	1,200	1,464	1,608	财务费用	593	588	595	651
流动资产合计	4,076	6,102	6,553	7,166	信用减值损失	-92	50	50	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-13	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,012	3,212	3,458	3,747	投资收益	1	0	0	0
在建工程	944	1,044	1,044	944	其他收益	528	1,178	1,296	1,309
无形资产	178	177	178	175	营业利润	-1,078	496	1,161	1,405
其他非流动资产	9,967	9,882	9,821	9,780	营业外收入	6	0	0	0
非流动资产合计	14,103	14,317	14,503	14,648	营业外支出	28	0	0	0
资产合计	18,179	20,419	21,056	21,814	利润总额	-1,100	496	1,161	1,405
短期借款	2,077	3,478	2,745	2,310	所得税	-135	90	209	281
应付票据	16	20	14	18	净利润	-965	406	952	1,124
应付账款	554	681	836	643	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-965	406	952	1,124
合同负债	66	127	155	170	NOPLAT	-445	888	1,440	1,645
其他应付款	389	389	389	389	EPS (摊薄)	-0.75	0.32	0.74	0.88
一年内到期的非流动负债	2,568	2,568	2,568	2,568					
其他流动负债	81	83	84	86					
流动负债合计	5,752	7,346	6,790	6,185					
长期借款	1,783	2,023	2,263	2,503					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	7,556	7,556	7,556	7,556					
非流动负债合计	9,340	9,579	9,819	10,059					
负债合计	15,092	16,925	16,610	16,244					
归属母公司所有者权益	3,088	3,494	4,446	5,570					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,088	3,494	4,446	5,570					
负债和股东权益	18,179	20,419	21,056	21,814					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,322	485	1,451	1,666
现金收益	-86	1,413	1,963	2,196
存货影响	-21	-54	-30	-34
经营性应收影响	-75	-740	-395	-182
经营性应付影响	99	130	149	-188
其他影响	1,405	-263	-235	-126
投资活动现金流	-541	-633	-602	-566
资本支出	-379	-718	-663	-607
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-160	85	61	41
融资活动现金流	-736	1,054	-1,088	-846
借款增加	1,153	1,641	-493	-195
股利及利息支付	-204	-592	-620	-611
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,685	5	25	-40

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	94.9%	37.2%	22.0%	9.8%
EBIT 增长率	66.3%	313.4%	62.1%	17.1%
归母公司净利润增长率	51.1%	142.1%	134.3%	18.1%
获利能力				
毛利率	-7.0%	4.2%	11.9%	15.1%
净利率	-18.7%	5.8%	11.0%	11.9%
ROE	-31.3%	11.6%	21.4%	20.2%
ROIC	-6.0%	10.7%	16.6%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	83.0%	82.9%	78.9%	74.5%
债务权益比	452.9%	447.2%	340.4%	268.2%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转天数	61	63	74	78
应付账款周转天数	36	33	36	33
存货周转天数	12	12	12	13
每股指标 (元)				
每股收益	-0.75	0.32	0.74	0.88
每股经营现金流	1.03	0.38	1.13	1.30
每股净资产	2.42	2.73	3.48	4.36
估值比率				
P/E	-12	28	12	10
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	-658	97	67	59

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。