

华夏航空 (002928.SZ)

航班量逐步上行，扭亏指日可待

买入

核心观点

华夏航空披露 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司营业收入 26.4 亿 (-33.4%)，归母净利润-19.7 亿，四季度营业收入 6.16 亿 (-10.4%)，归母净利润-4.64 亿。2023 年一季度营业收入 10.45 亿 (+73.6%)，归母净利润-2.76 亿。

2022 业务量下滑导致亏损，一季度收入显著改善。2022 年民航客流全年低迷，公司旅客运输量 285.1 万人次，同比降 43.3%，相比 2019 年降 63.2%，拖累公司营收同比降 33.4%。1Q23 公司业务量显著回升，ASK 与 2019 年同期持平，RPK 相比 19 年仍有 12.7% 的差距，客座率恢复至 70.65%，同比提高 3.01pct，相比 2019 年同期降 10.19pct。一季度公司客单价同比有所提升，相比 19 年同期稍有下降，得益于量价同比双升，一季度公司营收显著改善。

航油成本仍有压力，航班量持续上行有望进一步摊薄成本，扭亏或指日可待。2022 年航油价格保持高位，全年航油成本为 10.5 亿，同比升 16.8%，带来成本压力，1Q23 公司航油成本同比仍有明显提升。2022 年末公司机队规模达到 65 架，相比 19 年提高 33%，但公司一季度航班量尚未恢复至 19 年同期水平，固定成本难以有效分摊，业绩仍然亏损，伴随着航班量持续上行，公司单位成本将持续摊薄，扭亏或指日可待。

专注支线市场，民航需求持续复苏大背景下公司业绩有望逐步修复

华夏航空专注支线航空市场，机队规模持续扩张，2021-2022 年因疫情等因素，航班量显著下滑且持续保持低位，业绩偏离正轨。伴随着民航需求持续复苏及公司保障能力的回升，2023 年 4 月预计航班执行量超过 6500 班，恢复至 2021 年同期的 90% 以上，未来有望进一步持续增长，拉动业绩逐步恢复。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“买入”评级。

我们继续看好中国支线航空市场的发展潜力及公司的成长能力，相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，因此上调盈利预测，自 0.2 亿、9.5 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 2.2 亿、12.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 14.8 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,965	2,643	7,628	9,816	11,165
(+/-%)	-16.2%	-33.3%	188.6%	28.7%	13.7%
净利润(百万元)	-113	-1974	223	1239	1482
(+/-%)	-117.9%	1653.8%	-111.3%	455.6%	19.6%
每股收益(元)	-0.11	-1.54	0.17	0.97	1.16
EBIT Margin	-8.6%	-64.6%	0.3%	12.9%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	-3.1%	-48.7%	5.2%	23.1%	22.1%
市盈率 (PE)	-97.5	-7.0	62.1	11.2	9.3
EV/EBITDA	-118.4	-17.8	119.3	19.3	16.1
市净率 (PB)	3.03	3.42	3.25	2.58	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.83 元
总市值/流通市值	13843/10977 百万元
52 周最高价/最低价	14.28/9.68 元
近 3 个月日均成交额	65.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

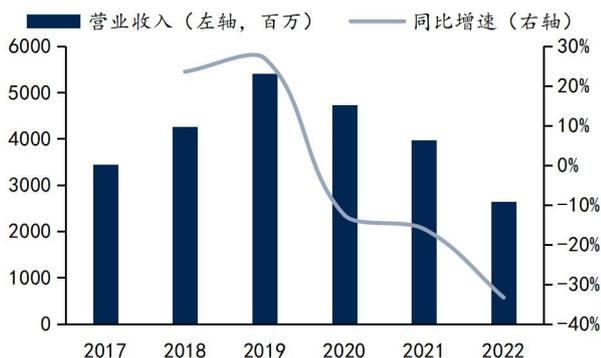
《华夏航空 (002928.SZ) - 疫情扰动亏损延续，看好疫情影响弱化后支线航空潜力》——2022-10-28

《华夏航空 (002928.SZ) - 支线航空龙头，价值有望修复》——2022-08-16

华夏航空披露 2022 年年报及 2023 年一季度报

2022 年公司营业收入 26.4 亿（-33.4%），归母净利润-19.7 亿，四季度营业收入 6.16 亿（-10.4%），归母净利润-4.64 亿。2023 年一季度营业收入 10.45 亿（+73.6%），归母净利润-2.76 亿。

图1: 华夏航空营业收入（百万）及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华夏航空单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 华夏航空归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华夏航空单季归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 业务量下滑导致亏损，一季度收入显著改善

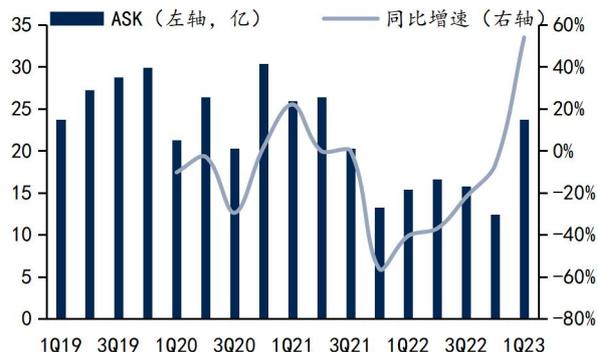
2022 年民航客流全年低迷，公司旅客运输量 285.1 万人次，同比降 43.3%，相比 2019 年降 63.2%，拖累公司营收同比降 33.4%。1Q23 公司业务量显著回升，ASK 与 2019 年同期持平，RPK 相比 19 年仍有 12.7% 的差距，客座率恢复至 70.65%，同比提高 3.01pct，相比 2019 年同期降 10.19pct。一季度公司客单价同比有所提升，相比 19 年同期稍有下降，得益于量价同比双升，一季度公司营收显著改善。

图5: 华夏航空 ASK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 华夏航空季度 ASK 及同比增速



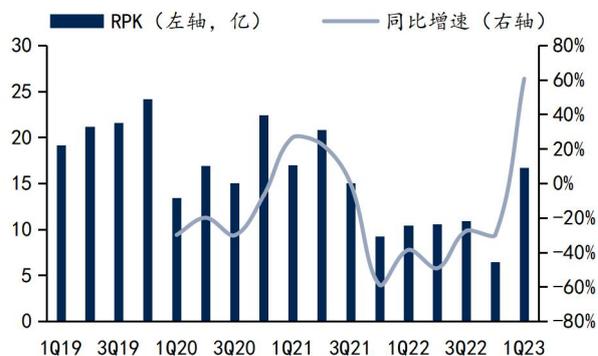
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 华夏航空 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 华夏航空单季度 RPK 及同比增速



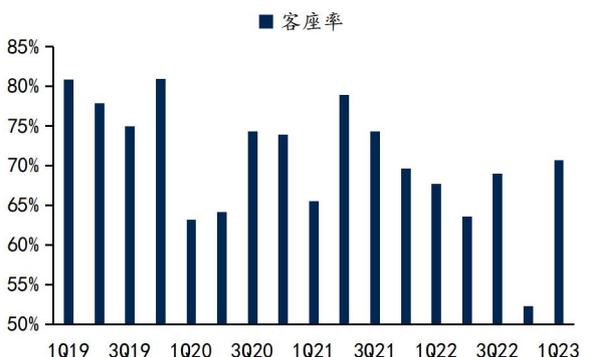
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 华夏航空客座率及同比变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 华夏航空季度客座率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 华夏航空客公里收益变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 华夏航空季度单位 RPK 营业收入

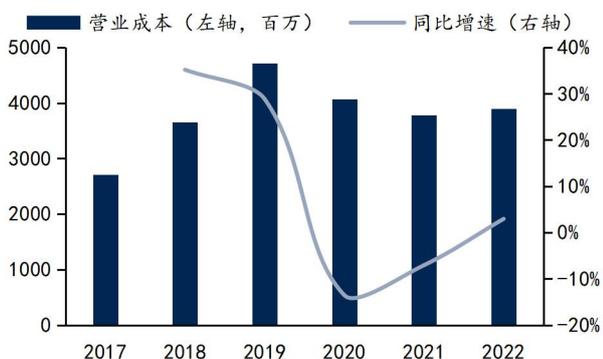


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航油成本仍有压力, 航班量持续上行有望进一步摊薄成本, 扭亏或指日可待

2022 年航油价格保持高位, 全年航油成本为 10.5 亿, 同比升 16.8%, 带来成本压力, 1Q23 公司航油成本同比仍有明显提升。2022 年末公司机队规模达到 65 架, 相比 19 年提高 33%, 但公司一季度航班量尚未恢复至 19 年同期水平, 固定成本难以有效分摊, 业绩仍然亏损, 伴随着航班量持续上行, 公司单位成本将持续摊薄, 扭亏或指日可待。

图13: 华夏航空营业成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 华夏航空航油成本及同比



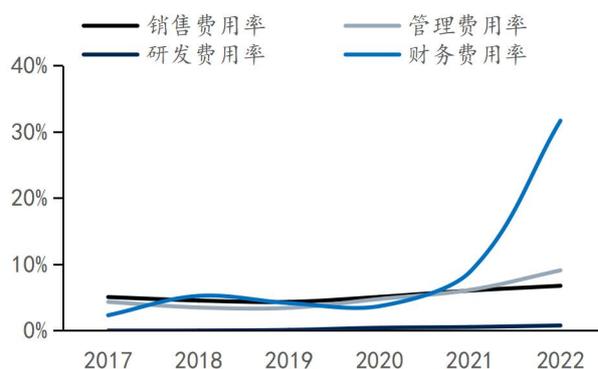
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 华夏航空非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 华夏航空费用率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

专注支线市场，民航需求持续复苏大背景下公司业绩有望逐步修复

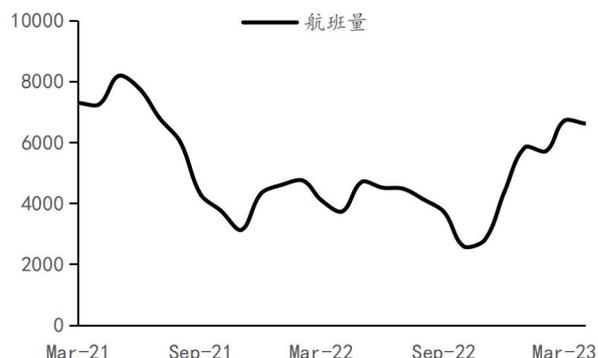
华夏航空专注支线航空市场，机队规模持续扩张，2021-2022年因疫情等因素，航班量显著下滑且持续保持低位，业绩偏离正轨。伴随着民航需求持续复苏及公司保障能力的回升，2023年4月预计航班执行量超过6500班，恢复至2021年同期的90%以上，未来有望进一步持续增长，拉动业绩逐步恢复。

图17: 华夏航空机队规模



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 华夏航空月度航班量走势



资料来源: 飞常准、国信证券经济研究所整理

投资建议: 小幅上调盈利预测, 维持“买入”评级

我们继续看好中国支线航空市场的发展潜力及公司的成长能力, 相比于前次报告, 防疫政策优化时点早于预期, 民航业复苏节奏提前, 因此上调盈利预测, 自0.2亿、9.5亿分别上调2023-2024年盈利预测至2.2亿、12.4亿, 引入2025年盈利预测, 预计2025年公司盈利14.8亿, 维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

看好民航供需反转方向，公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划更为保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。预计五一假期需求火热，也进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势。公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，因此上调盈利预测，自 1.1 亿、29.1 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 23.1 亿、38.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 47.4 亿，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1391	1789	1500	1500	1800	营业收入	3965	2643	7628	9816	11165
应收款项	2106	1917	4180	4034	4588	营业成本	3786	3898	6946	7663	8592
存货净额	140	172	276	222	225	营业税金及附加	13	14	11	10	11
其他流动资产	291	249	610	687	670	销售费用	240	179	305	422	480
流动资产合计	3927	4127	6566	6443	7283	管理费用	244	240	313	400	454
固定资产	4106	3854	4630	6122	7729	研发费用	21	21	38	59	67
无形资产及其他	182	187	185	182	180	财务费用	352	837	552	613	632
投资性房地产	7992	9327	9327	9327	9327	投资收益	0	(6)	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	16207	17496	20709	22074	24518	其他收入	539	190	753	759	761
短期借款及交易性金融负债	3782	3732	5489	5237	5899	营业利润	(131)	(2341)	257	1470	1759
应付款项	455	547	829	907	1011	营业外净收支	3	(4)	5	5	5
其他流动负债	458	428	1100	1226	1369	利润总额	(127)	(2345)	262	1475	1764
流动负债合计	4694	4707	7419	7369	8280	所得税费用	(15)	(370)	39	236	282
长期借款及应付债券	1630	1543	1543	1543	1543	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	6265	7193	7493	7793	7993	归属于母公司净利润	(113)	(1974)	223	1239	1482
长期负债合计	7894	8736	9036	9336	9536	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12589	13443	16455	16706	17817	净利润	(113)	(1974)	223	1239	1482
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	28	(28)	0	0	0
股东权益	3618	4052	4253	5368	6702	折旧摊销	140	176	231	316	400
负债和股东权益总计	16207	17496	20709	22074	24518	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	352	837	552	613	632
每股收益	(0.11)	(1.54)	0.17	0.97	1.16	营运资本变动	(4803)	(174)	(1474)	627	(92)
每股红利	0.19	0.13	0.02	0.10	0.12	其它	(28)	28	0	0	0
每股净资产	3.57	3.17	3.33	4.20	5.24	经营活动现金流	(4776)	(1972)	(1019)	2182	1790
ROIC	-7.51%	-23.15%	-4%	5%	6%	资本开支	0	126	(1005)	(1805)	(2005)
ROE	-3.11%	-48.71%	5%	23%	22%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
毛利率	5%	-47%	9%	22%	23%	投资活动现金流	(0)	126	(1005)	(1805)	(2005)
EBIT Margin	-9%	-65%	0%	13%	14%	权益性融资	(1)	2409	0	0	0
EBITDA Margin	-5%	-58%	3%	16%	18%	负债净变化	800	(86)	0	0	0
收入增长	-16%	-33%	189%	29%	14%	支付股利、利息	(189)	(168)	(22)	(124)	(148)
净利润增长率	-118%	1654%	-111%	456%	20%	其它融资现金流	3458	345	1757	(253)	663
资产负债率	78%	77%	79%	76%	73%	融资活动现金流	4678	2245	1735	(377)	515
股息率	1.4%	1.2%	0.2%	0.9%	1.1%	现金净变动	(98)	399	(289)	0	300
P/E	(97.5)	(7.0)	62.1	11.2	9.3	货币资金的期初余额	1489	1391	1789	1500	1500
P/B	3.0	3.4	3.3	2.6	2.1	货币资金的期末余额	1391	1789	1500	1500	1800
EV/EBITDA	(118.4)	(17.8)	119.3	19.3	16.1	企业自由现金流	0	(1311)	(2228)	204	(380)
						权益自由现金流	0	(1052)	(918)	(555)	(239)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032