

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

买入

核心观点

华夏航空披露 2022 年三季报。2022 年三季度公司营业收入 7.76 亿，同比下降 18.4%，实现归母净利润-5.58 亿，前三季度实现营业收入 20.3 亿，同比下降 38.1%，实现归母净利润-15.09 亿。

运投暂未修复，营收下滑。受疫情等因素影响，三季度公司客运运力投入同比下滑 22.0%，客运周转量同比下降 27.6%，客座率维持低位，为 69.07%，同比下降 5.25 个百分点，受制于业务量下滑，公司营收同比有所下降。

油价高位，汇率贬值，成本费用端压力犹存。三季度航油均价继续保持高位，尽管运投有所下滑，油价的大幅上行带动公司营业成本同比提高 12.3%至 10.46 亿，此外，人民币兑美元汇率显著贬值导致公司录得汇兑损失，公司单季度财务费用显著提高至 3.19 亿。受多重压力影响，公司三季度亏损延续，业绩基本符合预期。

看好疫情影响弱化后支线航空的潜力：当前华夏航空仍处于多利空叠加阶段，不论是运力投放还是客流均受到影响，叠加高油价和汇率贬值，阶段性亏损在所难免，但未来随着中小型城市经济发展催生出日益增长的出行需求，支线市场需求仍有较大提升空间，而在供给端，不论是支线机场基础设施建设能力提高，还是民航市场下沉支线机场时刻资源利用率提升，或是支线机队规模增长均将促进支线航空日益被挖掘，因此我们认为支线航空市场仍为蓝海，未来发展空间广阔，继续看好疫情影响弱化后公司的成长空间。

盈利预测与估值：考虑到疫情影响超出前期预期，油价目前仍处于高位，且三季度汇率显著贬值超出前期预期，自-11.16 亿、3.66 亿、10.49 亿分别下调 2022-2024 年盈利预测至-16.32 亿、0.21 亿、9.54 亿，2023-2024 年下调幅度分别为 94.2%、9.1%。尽管阶段性压力持续，但在供给持续收紧，需求复苏潜力大的研判下，我们仍继续看好疫情影响弱化后民航市场的表现，维持“买入”评级。

风险提示：经济下滑，疫情持续，油价走高，汇率贬值，安全事故

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,728	3,967	2,832	6,033	9,083
(+/-%)	-12.6%	-16.1%	-28.6%	113.0%	50.5%
净利润(百万元)	613	-99	-1632	21	954
(+/-%)	22.0%	-116.1%	—	-101.3%	4372.8%
每股收益(元)	0.60	-0.10	-1.61	0.02	0.94
EBIT Margin	3.4%	-8.5%	-52.1%	-2.4%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	-2.7%	-82.3%	1.1%	34.5%
市盈率 (PE)	18.0	-111.8	-6.8	517.7	11.6
EV/EBITDA	35.6	-120.1	-20.1	166.3	22.9
市净率 (PB)	2.80	3.05	5.56	5.51	3.99

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	10.89 元
总市值/流通市值	11042/11042 百万元
52 周最高价/最低价	14.19/9.51 元
近 3 个月日均成交额	55.67 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) - 支线航空龙头，价值有望修复》——2022-08-16

华夏航季披露 2022 年三季报

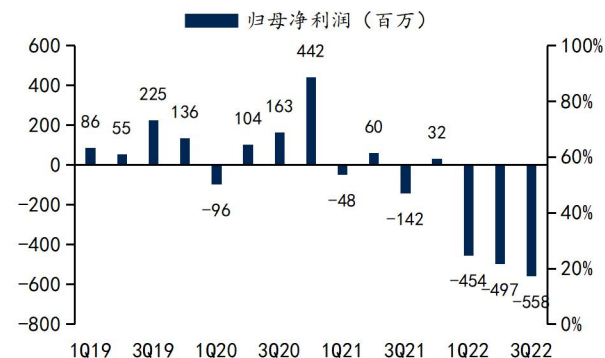
2022 年三季度公司营业收入 7.76 亿，同比下降 18.4%，实现归母净利润-5.58 亿，前三季度实现营业收入 20.3 亿，同比下降 38.1%，实现归母净利润-15.09 亿。

图1: 华夏航空营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华夏航空归母净利润

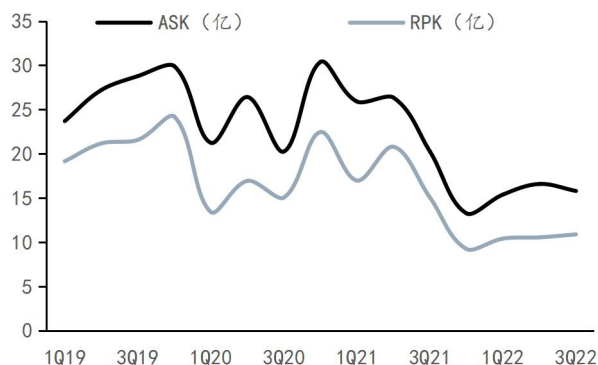


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运投暂未修复，营收下滑

受疫情等因素影响，三季度公司客运运力投入同比下滑 22.0%，客运周转量同比下降 27.6%，客座率维持低位，为 69.07%，同比下降 5.25 个百分点，受制于业务量下滑，公司营收同比有所下降。

图3: 华夏航空客运运投及周转量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华夏航空客座率

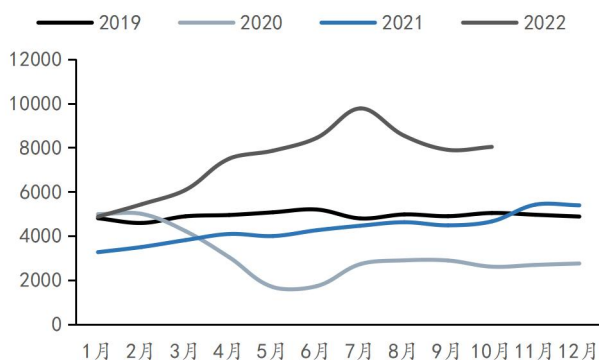


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

油价高位，汇率贬值，成本费用端压力犹存

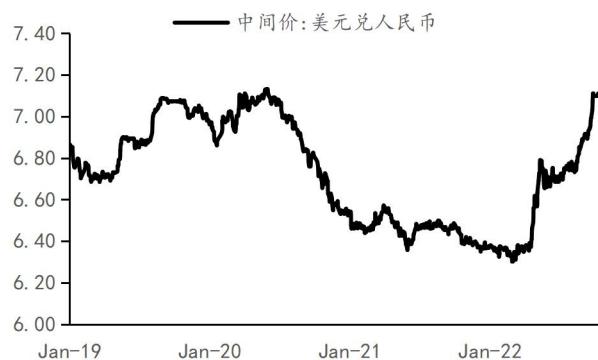
三季度航油均价继续保持高位，尽管运投有所下滑，油价的大幅上行带动公司营业成本同比提高 12.3%至 10.46 亿，此外，人民币兑美元汇率显著贬值导致公司录得汇兑损失，公司单季度财务费用显著提高至 3.19 亿。受多重压力影响，公司三季度亏损延续，业绩基本符合预期。

图5: 航空煤油出厂价



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 美元兑人民币汇率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

看好疫情影响弱化后支线航空的潜力

当前华夏航空仍处于多利空叠加阶段，不论是运力投放还是客流均受到影响，叠加高油价和汇率贬值，阶段性亏损在所难免，但未来随着中小型城市经济发展催生出日益增长的出行需求，支线市场需求仍有较大提升空间，而在供给端，不论是支线机场基础设施建设能力提高，还是民航市场下沉支线机场时刻资源利用率提升，或是支线机队规模增长均将促进支线航空日益被挖掘，因此我们认为支线航空市场仍为蓝海，未来发展空间广阔，继续看好疫情影响弱化后公司的成长空间。

盈利预测与估值

考虑到疫情影响超出前期预期，油价目前仍处于高位，且三季度汇率显著贬值超出前期预期，自-11.16 亿、3.66 亿、10.49 亿分别下调 2022-2024 年盈利预测至 -16.32 亿、0.21 亿、9.54 亿，2023-2024 年下调幅度分别为 94.2%、9.1%。尽管阶段性压力持续，但在供给持续收紧，需求复苏潜力大的研判下，我们仍继续看好疫情影响弱化后民航市场的表现，维持“买入”评级。

风险提示：经济下滑，疫情持续，油价走高，汇率贬值，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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1489	1391	1500	1500	1800	营业收入	4728	3967	2832	6033	9083
应收款项	1882	2104	1552	1653	2488	营业成本	4074	3786	3889	5633	7446
存货净额	113	140	162	161	193	营业税金及附加	6	13	8	9	9
其他流动资产	291	291	227	422	545	销售费用	241	240	198	272	391
流动资产合计	3775	3925	3440	3736	5027	管理费用	226	244	200	249	325
固定资产	6629	4106	4720	6219	7831	研发费用	20	21	20	24	36
无形资产及其他	186	182	180	177	175	财务费用	175	352	845	620	741
投资性房地产	917	7990	7990	7990	7990	投资收益	3	0	2	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	(10)	0	0
资产总计	11508	16203	16330	18122	21022	其他收入	690	552	419	766	942
短期借款及交易性金融负债	2041	3782	4885	5890	7326	营业利润	699	(115)	(1898)	20	1117
应付款项	479	455	455	658	870	营业外净收支	23	3	0	5	5
其他流动负债	775	456	612	877	1165	利润总额	722	(112)	(1898)	25	1122
流动负债合计	3295	4692	5952	7424	9362	所得税费用	109	(13)	(266)	4	168
长期借款及应付债券	830	1630	1630	1630	1630	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3445	6265	6765	7065	7265	归属于母公司净利润	613	(99)	(1632)	21	954
长期负债合计	4275	7894	8394	8694	8894	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7570	12586	14346	16119	18256	净利润	613	(99)	(1632)	21	954
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	28	(28)	0	0
股东权益	3937	3616	1984	2003	2766	折旧摊销	362	140	211	309	395
负债和股东权益总计	11508	16203	16330	18122	21022	公允价值变动损失	0	0	10	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	175	352	845	620	741
每股收益	0.60	(0.10)	(1.61)	0.02	0.94	营运资本变动	466	(4817)	1222	472	(290)
每股红利	0.17	0.19	0.00	0.00	0.19	其它	0	(28)	28	0	0
每股净资产	3.88	3.57	1.96	1.98	2.73	经营活动现金流	1441	(4776)	(189)	802	1059
ROIC	0.01%	-7.51%	-23%	-7%	1%	资本开支	0	2372	(805)	(1805)	(2005)
ROE	15.57%	-2.73%	-82%	1%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	5%	-37%	7%	18%	投资活动现金流	(0)	2372	(805)	(1805)	(2005)
EBIT Margin	3%	-8%	-52%	-2%	10%	权益性融资	(14)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	-5%	-45%	3%	14%	负债净变化	(317)	800	0	0	0
收入增长	-13%	-16%	-29%	113%	51%	支付股利、利息	(168)	(189)	0	(2)	(191)
净利润增长率	22%	-116%	—	-101%	4373%	其它融资现金流	(243)	1085	1104	1005	1436
资产负债率	66%	78%	88%	89%	87%	融资活动现金流	(1226)	2306	1104	1003	1246
股息率	1.5%	1.7%	0.0%	0.0%	1.7%	现金净变动	214	(98)	109	0	300
P/E	18.0	(111.8)	(6.8)	517.7	11.6	货币资金的期初余额	1275	1489	1391	1500	1500
P/B	2.8	3.1	5.6	5.5	4.0	货币资金的期末余额	1489	1391	1500	1500	1800
EV/EBITDA	35.6	(120.1)	(20.1)	166.3	22.9	企业自由现金流	0	(2603)	(642)	(1148)	(1149)
						权益自由现金流	0	(718)	27	(662)	(333)

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中所提及的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