

公司研究

23年亏幅收窄，盈利稳步修复

——华夏航空（002928.SZ）2023年业绩预告点评

要点

◆**事件：公司发布2023年业绩预告。**公司预计2023年实现归母净亏损9.3-12.0亿元，较上年亏损（19.7亿元）减少7.7-10.4亿元；扣非归母净亏损为9.3-12.0亿元，较上年亏损（19.9亿元）减少7.9-10.6亿元。其中，预计Q4归母净亏损为2.3-5.0亿元，环比Q3（盈利0.55亿元）由盈转亏。

◆**支线航空市场逐渐恢复，公司经营回升向好。**根据航班管家，2023年国内客运航班量较2019年增长5.2%；而支线机场客运航班仅恢复至2019年的97.4%，并且各机场分化严重、恢复水平差异大，超过一半（54.1%，85座）的支线机场航班量并未恢复至2019年水平，其中29座恢复率不足5成。考虑到支线机场航班恢复较慢的客观情况，公司2023年生产经营数据仍有不错的表现，具体来看，2023年公司可用座公里（ASK）同比增长93.1%，较2019年增长5.3%；公司2023年综合客座率为75.4%，同比增加11.6pct，较2019年减少5.3pct；截至2024年1月底，公司机队规模为72架，较2019年底增长46.9%。

◆**油价正面贡献有限，汇率波动延缓盈利修复节奏。**2023年布伦特原油均价约82美元/桶，同比下降17%；国内航空煤油出厂均价约6,778元/吨，同比下降9.8%，但仍处于历史相对高位。汇率方面，2023年人民币兑美元汇率出现较大波动，第二季度贬值幅度约5.2%，第四季度小幅升值（1.4%）。

◆**支线航空补贴办法修订，补贴力度或有提升。**2024年财政部、民航局对2013年印发的《支线航空补贴管理暂行办法》进行了修订，新方法的变化及亮点包括，补贴范围更聚焦偏远及特殊地区支线机场，放宽跨省区航段航距限制；补贴方式更加优化，加大对支线飞机航线补贴力度（补贴核定指标由旅客人数变为飞行小时）；建立补贴标准动态调节机制，最高以小时变动成本50%为限等。简单测算补贴方式变化对单班补贴金额的影响：旧办法中，考虑支线飞机（典型ARJ21为90座）执飞第三类支线（对应最高补贴标准）单班补贴最高不超过6500元；新办法下，使用支线飞机执飞非高原及高高原机场的航线，补贴金额为1万元/小时（以上为粗略测算，实际计算需结合单航段每家航司年补贴金额上限、及小时变动成本50%上限等）。

◆**投资建议：**23年民航出行需求逐渐恢复，公司经营业绩改善明显；但受支线航空市场恢复较慢及其他客观因素影响，公司运营数据及盈利能力恢复相对较慢。随着支线航空市场继续恢复/增长及其他不利因素逐步消除，公司盈利有望重回增长轨道。考虑到支线航空恢复较慢，我们下调公司23-25年净利润预测分别为-10.2亿元、+0.68亿元、7.2亿元（原为-7.2亿元、+8.0亿元、+11.5亿元）；维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济下行影响航空需求下行；人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨；海外航线供需恢复节奏低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,965	2,643	5,154	7,020	8,891
营业收入增长率	-16.21%	-33.34%	94.99%	36.20%	26.66%
净利润（百万元）	-113	-1,974	-1,021	68	717
净利润增长率	-117.91%	-	-	-	950.44%
EPS（元）	-0.11	-1.54	-0.80	0.05	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	-3.11%	-48.71%	-33.13%	2.17%	18.62%
P/E	-	-	-	104	10
P/B	1.6	1.8	2.3	2.3	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-01-31

增持（维持）

当前价：5.56元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

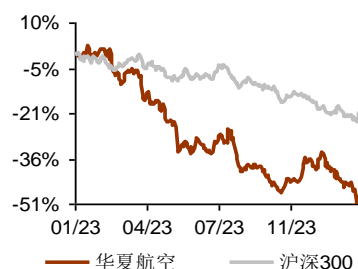
021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.78
总市值(亿元)	71.07
一年最低/最高(元)	5.54/13.07
近3月换手率	85.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.30	-12.13	-32.62
绝对	-22.35	-22.13	-55.27

资料来源：Wind

相关研报

12月航空客运需求环比增长，春运客流有望创历史新高——航空机场行业2023年12月经营数据点评（2024-01-16）

元旦出行需求回暖，春运有望继续恢复——交通运输行业周报20240101（2024-01-02）

方兴未艾，万象更新——交通运输行业2024年投资策略（2023-11-07）

支线蓝海市场，龙头再铸辉煌——华夏航空（002928.SZ）投资价值分析报告（2023-09-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,965	2,643	5,154	7,020	8,891
营业成本	3,786	3,898	5,461	6,657	7,807
折旧和摊销	140	973	1,015	1,026	1,041
税金及附加	13	14	13	18	22
销售费用	240	179	232	316	382
管理费用	244	240	247	337	400
研发费用	21	21	13	18	22
财务费用	352	837	777	378	371
投资收益	0	-6	2	2	2
营业利润	-131	-2,341	-1,203	80	844
利润总额	-127	-2,345	-1,201	80	844
所得税	-15	-370	-180	12	127
净利润	-113	-1,974	-1,021	68	717
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-113	-1,974	-1,021	68	717
EPS(元)	-0.11	-1.54	-0.80	0.05	0.56

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	915	317	1,244	1,084	1,664
净利润	-113	-1,974	-1,021	68	717
折旧摊销	140	973	1,015	1,026	1,041
净营运资金增加	270	-787	505	1,148	1,204
其他	617	2,105	745	-1,159	-1,298
投资活动产生现金流	-1,823	-307	-939	-1,093	-1,589
净资本支出	-1,808	-352	-300	-300	-800
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-15	45	-639	-793	-789
融资活动现金流	791	274	-32	756	674
股本变化	0	265	0	0	0
债务净变化	2,540	-136	689	1,137	1,057
无息负债变化	2,476	990	276	-31	136
净现金流	-117	308	272	746	749

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	4.5%	-47.5%	-5.9%	5.2%	12.2%
EBITDA 率	12.2%	-41.5%	10.9%	21.0%	25.6%
EBIT 率	6.1%	-51.0%	-8.7%	6.4%	13.9%
税前净利润率	-3.2%	-88.7%	-23.3%	1.1%	9.5%
归母净利润率	-2.8%	-74.7%	-19.8%	1.0%	8.1%
ROA	-0.7%	-11.3%	-5.8%	0.4%	3.5%
ROE (摊薄)	-3.1%	-48.7%	-33.1%	2.2%	18.6%
经营性 ROIC	2.3%	-12.9%	-4.2%	3.6%	8.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	78%	77%	82%	83%	81%
流动比率	0.84	0.88	0.73	0.78	0.83
速动比率	0.81	0.84	0.71	0.76	0.81
归母权益/有息债务	0.67	0.77	0.52	0.44	0.47
有形资产/有息债务	2.79	3.03	2.68	2.42	2.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	16,207	17,496	17,491	18,664	20,561
货币资金	1,391	1,789	2,062	2,808	3,556
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,126	843	804	1,186	1,538
应收票据	0	27	0	0	0
其他应收款 (合计)	980	1,046	773	702	889
存货	140	172	120	133	156
其他流动资产	152	120	120	120	120
流动资产合计	3,927	4,127	4,043	5,149	6,494
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产+使用权资产	9,204	10,645	10,778	10,880	11,122
在建工程	1,965	1,200	1,128	1,071	1,305
无形资产	182	187	181	175	169
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	8	8	8	8
非流动资产合计	12,280	13,369	13,448	13,515	14,067
总负债	12,589	13,443	14,408	15,514	16,707
短期借款	2,523	2,187	3,019	4,156	5,165
应付账款	455	542	601	533	625
应付票据	0	5	16	9	14
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	2	2	2	2
流动负债合计	4,694	4,707	5,538	6,633	7,831
长期借款	1,630	1,543	1,543	1,543	1,543
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	56	60	60	60	60
非流动负债合计	7,894	8,736	8,870	8,881	8,876
股东权益	3,618	4,052	3,083	3,150	3,854
股本	1,014	1,278	1,278	1,278	1,278
公积金	1,322	3,467	3,467	3,474	3,546
未分配利润	1,331	-643	-1,664	-1,603	-971
归属母公司权益	3,618	4,052	3,083	3,150	3,854
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	6.05%	6.76%	4.50%	4.50%	4.30%
管理费用率	6.14%	9.10%	4.80%	4.80%	4.50%
财务费用率	8.87%	31.67%	15.07%	5.39%	4.17%
研发费用率	0.54%	0.78%	0.25%	0.25%	0.25%
所得税率	12%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.01	0.11
每股经营现金流	0.90	0.25	0.97	0.85	1.30
每股净资产	3.57	3.17	2.41	2.46	3.02
每股销售收入	3.91	2.07	4.03	5.49	6.96

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	-	-	-	104	10
PB	1.6	1.8	2.3	2.3	1.8
EV/EBITDA	29.3	-31.0	23.2	9.6	6.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP