

华夏航空

002928

(审慎增持) (维持)

转股冲击过去，盈利弹性拐点显现

2020年07月14日

市场数据

市场数据日期	2020-07-13
收盘价(元)	17.81
总股本(百万股)	100.68
流通股本(百万股)	411.91
总市值(百万元)	11953.58
流通市值(百万元)	11953.58
净资产(百万元)	2682.10
总资产(百万元)	9913.20
每股净资产	3.70

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5407	6202	8657	11454
同比增长	26.9%	14.7%	39.6%	32.3%
净利润(百万元)	502	537	845	1472
同比增长	103.0%	7.0%	57.4%	74.1%
毛利率	12.9%	21.1%	22.3%	26.0%
净利润率	9.3%	8.7%	9.8%	12.9%
每股收益(元)	0.75	0.80	1.26	2.19
每股经营现金流(元)	1.57	1.06	1.70	2.33
市盈率	23.8	22.2	14.1	8.1

相关报告

《华夏航空：与中国商飞签订飞机购买协议》2020-06-11

《华夏航空：外部冲击可控，有望率先复苏》2020-04-28

《华夏航空深度报告：支线崛起，穿越周期》2020-04-24

《航空行业：供给出清剩者为王，Q2国内需求有望逐渐复苏》2020-04-16

《民航局继续调减国际航班政策简评》2020-03-27

分析师：

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **基本完成强制转股，短期转股对股价冲击即将过去。**自公司6月16日股价触发强制赎回价后，当前华夏转债余额仅为0.29亿元，强制转股基本完成，短期的转股冲击对股价的拖累基本已经结束。
- **二季度业绩反转，三季度有望显现弹性拐点。**预计目前公司利用率仅比去年同期略低。收益方面，国内航线拥有需求率先恢复+油价处于低位的窗口期，成本降幅大。同时，补贴+运力采购模式能有效保障公司收入。公司二季度将率先恢复盈利，展望第三季度，在低油价和国内需求持续复苏背景下，有望打开业绩弹性空间。
- **下半年ARJ21运力即将交付，运力增长空间打开。**目前，华夏航空共运营38架CRJ900及11架A320飞机，平均机龄仅为3.52年。华夏航空持有40架A320订单，预计每年交付5-7架，加上此次关于ARJ21-700和C919的订单共140架飞机，3年内公司机队数量将翻倍，未来几年运力增长中枢有望保持20%以上，有利支撑公司的成长性。
- **华夏航空业绩和估值都具备超强弹性，长中短期具备较大的阿尔法。**长期来看，高铁成网虽然制约着支线航空的发展，但中国广阔的地理和巨大的人口基数决定着支线航空利基市场细分市场还有很多。中期来看，公司运力增速确定性加强，业绩增长有保证。短期来看，补贴+运力采购保障业绩，受公共卫生事件影响较小。公司国内线占比高，二季度有望恢复盈利。我们预计华夏航空2020-2022年实现净利润5.37、8.45、14.72亿元，每股净利润0.80、1.26、2.19元，对应7月13日PE为22、14、8倍，维持审慎增持评级。

风险提示：油价汇率大幅波动，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件:

华夏航空公告,根据赎回安排,截至7月28日收市后仍未转股的“华夏转债”,将会以100.39元/张的价格被强制赎回,本次赎回完成后,“华夏转债”将在深圳证券交易所摘牌,“华夏转债”停止交易日为2020年7月15日。

点评:

基本完成强制转股,短期转股对股价冲击即将过去。短期转股冲击已经过去。华夏航空2019年10月16日公开发行了790万张可转换公司债券,每张面值100元,发行总额7.9亿元,期限6年。“华夏转债”于2020年4月22日进入转股期,转股价格为10.52元/股。自公司6月16日股价触发强制赎回价后,当前华夏转债余额仅为0.29亿元,强制转股基本完成,短期的转股冲击对股价的拖累基本已经结束。

二季度业绩反转,三季度有望显现弹性拐点。需求收益两方面支撑公司二季度业绩反转。需求方面,支线出行需求刚性,加之疫情对三四线城市影响较小,三线城市需求恢复态势良好。预计目前公司利用率仅比去年同期略低。收益方面,国内航线拥有需求率先恢复+油价处于低位的窗口期,成本降幅大。同时,补贴+运力采购模式能有效保障公司收入。公司二季度将率先恢复盈利,展望第三季度,在低油价和国内需求持续复苏背景下,有望打开业绩弹性空间。

下半年ARJ21运力即将交付,未来几年运力增长空间打开。目前,华夏航空共运营38架CRJ900及11架A320飞机,平均机龄仅为3.52年。华夏航空持有40架A320订单,预计每年交付5-7架,加上此次关于ARJ21-700和C919的订单共140架飞机,若在7年内引进完成,平均每年将引进20架飞机。最快有望于今年9月引进首架ARJ21飞机,3年内公司机队数量将翻倍,未来几年运力增长中枢有望保持20%以上,有利支撑公司的成长性。

华夏航空业绩和估值都具备超强弹性,具备较大的阿尔法。行业来看,全行业运力短缺+一线时刻放松,支线压力减轻。2017-19年被迫在三四线城市投放大量运力的三大航将持续撤出更多低线市场的运力,利好华夏航空所处的细分市场供需好转。长期来看,高铁成网虽然制约着支线航空的发展,但中国广阔的地理和巨大的人口基数决定着支线航空利基市场细分市场还有很多。中期来看,公司运力增速确定性加强,业绩增长有保证。短期来看,补贴+运力采购保障业绩,受公共卫生事件影响较小。公司国内线占比高,二季度有望恢复盈利。我们预计华夏航空2020-2022年实现净利润5.37、8.45、14.72亿元,每股净利润0.80、1.26、2.19元,对应7月13日PE为22、14、8倍,维持审慎增持评级。

风险提示:油价汇率大幅波动,行业相关政策不确定性,行业供需失衡,宏观经济增长失速,国际贸易摩擦升级,空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3270	3570	5298	7300
货币资金	1275	1321	2248	3343
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	988	1151	1594	2118
其他应收款	609	683	964	1268
存货	89	95	129	164
非流动资产	6525	6180	5786	5386
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4370	4496	4385	4139
在建工程	1120	638	364	207
油气资产	0	0	0	0
无形资产	137	137	137	137
资产总计	9795	9751	11083	12685
流动负债	2423	1607	1823	2043
短期借款	865	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	361	354	501	623
其他	1197	1253	1321	1420
非流动负债	4590	4084	4355	4265
长期借款	1147	1147	1147	1147
其他	3442	2937	3208	3117
负债合计	7013	5691	6178	6308
股本	601	671	1007	1007
资本公积	763	1434	1098	1098
未分配利润	1077	1822	2667	4139
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2782	4060	4905	6377
负债及权益合计	9795	9751	11083	12685
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	502	537	845	1472
折旧和摊销	429	356	386	402
资产减值准备	0	5	22	23
无形资产摊销	117	0	0	0
公允价值变动损失	4	0	0	0
财务费用	217	280	352	405
投资损失	-3	-3	-4	-4
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-141	-261	-581	-722
经营活动产生现金流量	1054	711	1144	1561
投资活动产生现金流量	-997	3	4	4
融资活动产生现金流量	476	-668	-220	-470
现金净变动	533	47	927	1095
现金的期初余额	660	1275	1321	2248
现金的期末余额	1192	1321	2248	3343

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5407	6202	8657	11454
营业成本	4712	4891	6724	8478
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	234	258	354	477
管理费用	186	210	288	387
财务费用	224	280	352	405
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	-4	0	0	0
投资收益	3	3	4	4
营业利润	543	560	937	1702
营业外收入	42	47	54	54
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	584	606	989	1754
所得税	82	68	143	282
净利润	502	537	845	1472
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	502	537	845	1472
EPS(元)	0.75	0.80	1.26	2.19

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	26.9%	14.7%	39.6%	32.3%
营业利润增长率	135.9%	3.2%	67.2%	81.7%
净利润增长率	103.0%	7.0%	57.4%	74.1%
盈利能力				
毛利率	12.9%	21.1%	22.3%	26.0%
净利率	9.3%	8.7%	9.8%	12.9%
ROE	18.1%	13.2%	17.2%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	71.6%	58.4%	55.7%	49.7%
流动比率	1.35	2.22	2.91	3.57
速动比率	1.31	2.16	2.84	3.49
营运能力				
资产周转率	61.5%	63.5%	83.1%	96.4%
应收帐款周转率	580.1%	555.8%	605.3%	592.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.80	1.26	2.19
每股经营现金	1.57	1.06	1.70	2.33
每股净资产	4.14	6.05	7.31	9.50
估值比率(倍)				
PE	23.8	22.2	14.1	8.1
PB	4.3	2.9	2.4	1.9

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyqz.com.cn	邮箱: research@xyqz.com.cn	邮箱: research@xyqz.com.cn