

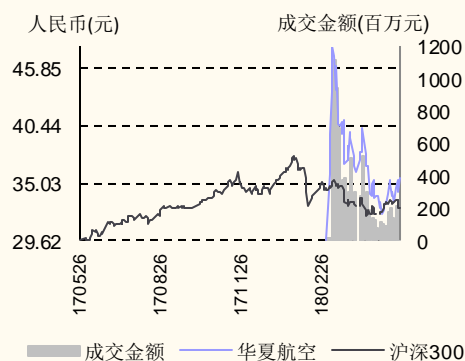
# 华夏航空 (002928.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 35.50 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	40.50
总市值 (百万元)	14,217.75
年内股价最高最低 (元)	47.87/29.72
沪深 300 指数	3816.50
中小板综	10700.07



## 支线战略坚定，为了民航大众化奋斗

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.960	1.040	1.093	1.521	2.084
每股净资产 (元)	2.21	3.19	5.93	7.31	9.24
每股经营性现金流 (元)	2.00	1.68	2.00	2.25	3.33
市盈率 (倍)	0.00	0.00	32.49	23.34	17.03
净利润增长率 (%)	43.04%	8.23%	16.94%	39.17%	37.06%
净资产收益率 (%)	43.55%	32.54%	18.42%	20.80%	22.57%
总股本 (百万股)	360.00	360.00	400.50	400.50	400.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **独立民营航司，支线战略坚定：**华夏航空长期专注于支线运输，以改善偏远地区三、四线城市航空通达性为目标。目前已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安建立了五个飞行基地，开通航线 86 条，支线航线占比达到 95%，机队 35 架，其中 32 架为 CRJ900 型支线飞机。公开发售前，实际控制人胡晓军持股总计 73.44% 的股权，本次募集资金约 7.7 亿，拟投资 6 架 CRJ900 型飞机及 3 台发动机和华夏航空培训中心（一期）工程。
- **挑战中发展，探索支线航空出行需求：**我国支线航空发展起步较晚，挑战因素众多，并且高铁网络对本就发展滞后的支线航空市场造成较大冲击。但同时我国支线航空仍处于高速发展阶段，支线出行需求远未得到满足，中小城市居民航空需求是推动行业发展主要因素，并且政府已经逐渐意识到支线航空重要性，补贴政策更加精准，支线航空将成为我国航空网络重要一环。
- **支线航空特有模式，机构运力购买支撑盈利：**支线航空需求较为分散，易形成恶性循环抑制航司开辟支线航线动力，机构客户运力购买模式满足了各方需要，实现多赢。2017 年华夏航空主营业务收入 34.4 亿元，同比增长 35.2%，其中与机构客户签订了运力购买协议航线占比约 92%，收入占比达到 92.8%，并且协议收入分散，对于单个客户依赖程度较低。华夏航空先发进入中小城市开辟独飞航线，机型合适，通过特有模式推动公司单位座公里收益和毛利率行业领先。
- **在高铁冲击中砥砺前行：**对于公司和支线航空发展，高铁是无法回避因素。总体来说，华夏航空在高铁网络的冲击下依然实现了快速发展。航空相比铁路，线路开辟具有明显成本优势，很多偏远城市，或由于地形等原因，更适合航空出行。公司需要不断发掘和开辟适合自身发展的支线航线，才能在高铁的不断冲击下砥砺前行。

### 投资建议

- 华夏航空专注运营支线航空，我国西部和东北部地区支线航空需求，将推动公司业务持续高速增长。执飞机型 CRJ900 机型小、油耗低，对于客流量尚处较低水平的航线，更有竞争力。公司航程较短，通过开辟较少与高铁重叠航线，可以有效减小高铁对于公司航线的冲击。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.09/1.52/2.08 元，对应 PE 分别为 32/23/17 倍。预计 2015-2020 年华夏航空内生增速将达到 38.9%，2018 年 PE 估值 38.9 倍对应股价 42.5 元，存在约 20% 的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险

- 高铁冲击影响超预期，油价涨幅超预期，机构客户续签比例低于预期。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 独立民营航司，支线战略坚定.....	4
1.1 成长迅速，搭建支线航空网络.....	4
1.2 实际控制人胡晓军，募集资金采购运力建设培训中心.....	5
2. 挑战中发展，探索支线航空出行需求.....	6
3. 支线航空特有模式，机构运力购买支撑盈利.....	9
3.1 机构运力购买互惠互利，实现多赢.....	9
3.2 机构运力购买收入支撑公司盈利.....	11
3.3 成本增长稳定，构成与干线航空公司相似.....	15
4. 在高铁冲击中砥砺前行.....	17
5. 盈利预测与估值.....	19
6. 风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：支线与干线航空比较.....	4
图表 2：华夏航空支线与干线航线条数.....	4
图表 3：华夏航空公司发展历史.....	5
图表 4：华夏航空机队组成.....	5
图表 5：公开发售前华夏航空股权结构图.....	6
图表 6：公开发售前华夏航空股权变化.....	6
图表 7：公开发行募集资金使用情况.....	6
图表 8：我国航空公司客运机队不同机型占比.....	7
图表 9：2013-2018 年民航支线航空补贴预算.....	8
图表 10：干线机场与支线机场客流量增速对比（2014 年）.....	8
图表 11：支线航空开辟新航线恶性循环.....	9
图表 12：机构客户运力购买模式示意图.....	10
图表 13：机构客户运力购买模式原因.....	11
图表 14：华夏航空供需情况及其增速.....	12
图表 15：华夏航空客座率及其增速.....	12
图表 16：华夏航空客座率行业偏低.....	12
图表 17：华夏航空飞机日利用率行业较低.....	12
图表 18：华夏航空主营业务收入及其增速.....	13
图表 19：华夏航空主营业务收入构成.....	13
图表 20：购买协议航线总收入增速稳定.....	14
图表 21：华夏航空主营业务收入比例变化.....	14
图表 22：华夏航空扣除机构运力购买收入后毛利情况.....	14
图表 23：华夏航空前十航段机构运力购买收入占比.....	15
图表 24：航空公司单位座公里收益对比（元/座公里）.....	15

图表 25: 航空公司毛利率对比.....	15
图表 26: 华夏航空成本分拆及与三大航对比.....	16
图表 27: 应收账款周转率对比.....	16
图表 28: 流动比例对比.....	16
图表 29: 速动比例对比.....	17
图表 30: EBIT 利息保障倍数对比.....	17
图表 31: 华夏航空航线图.....	17
图表 32: 华夏航空航点高铁动车站情况.....	18
图表 33: 高铁动车站建成与规划比例.....	18
图表 34: 华夏航空前十航段出行方式对比.....	18
图表 35: 华夏航空前十航段出行方式票价与时长示意图.....	19
图表 36: 华夏航空内生增长测算.....	20

## 1. 独立民营航司，支线战略坚定

### 1.1 成长迅速，搭建支线航空网络

- 支线航空一般指非主干线城市之间往来的航班，是航空运输业的重要组成部分。主要用于承担局部地区短距离（600-1200公里）、小城市之间、大城市与小城市之间的旅客运输，多用100座以下的飞机执行（如巴航工业CRJ900、国产新舟60），通过提高航班频率，将旅客运送至临近枢纽，以干支线和中转联程的方式通达全国主要的中心城市。

在我国，支线航空旅客需求分散，多分布于我国较为偏远地区中小城市；干线航空需求更为集中，航程更远，所以所用飞机载客量大，速度快（如波音B737、空客公司A320）。

图表 1：支线与干线航空比较

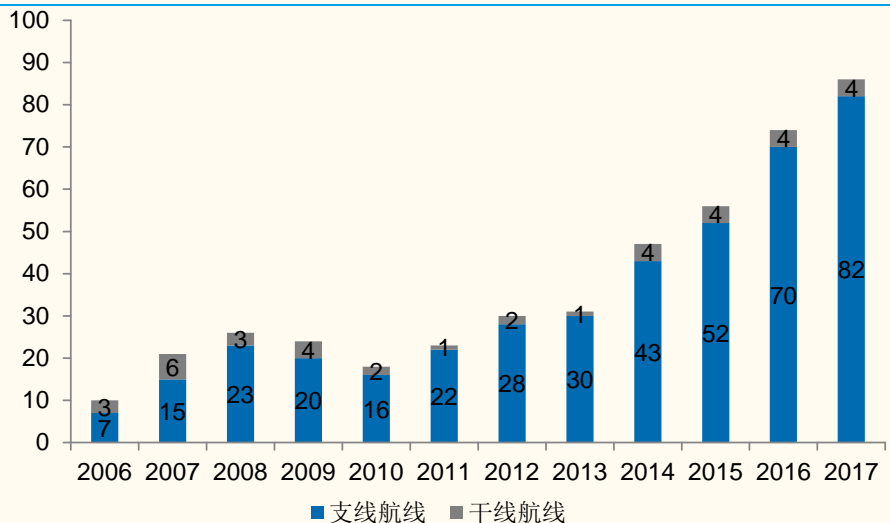
	支线	干线
航程	600-1200公里	1200公里以上
旅客需求	分散，需求较少	集中，需求旺盛
旅客种类	多为公务出行	公务、旅游出行
飞机特点	载客量小，速度较慢 CRJ900、新舟60	载客量大，速度较快 B737、A320
航班频率	较低	较高
航线分布区域	多为我国偏远地区中小城市	多为我国东南沿海

来源：互联网，国金证券研究所

- 华夏航空于2006年成立。自成立以来，致力于建立我国支线航空网络，是长期专注于支线运输的航空公司，以改善偏远地区三、四线城市航空通达性为目标。公司与政府、国内大型干线航空公司、机场通力合作，开创了以三四线城市与一二线城市的互通互融为目标的航空运输模式。2012年引进国内首架CRJ900支线客机，公司开始拉开快速发展大幕。

经过10余年的发展，目前已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安建立了五个飞行基地，并于2014年将重庆江北国际机场作为主运营基地，开通航线86条，其中仅贵阳-重庆、贵阳-天津、大连-呼和浩特-西宁、大连-石家庄-西宁4条干线航线，配合公司扩展支线网络和飞行基地间中转的需要，支线航线占比达到95%。

图表 2：华夏航空支线与干线航线条数



来源：招股说明书，国金证券研究所

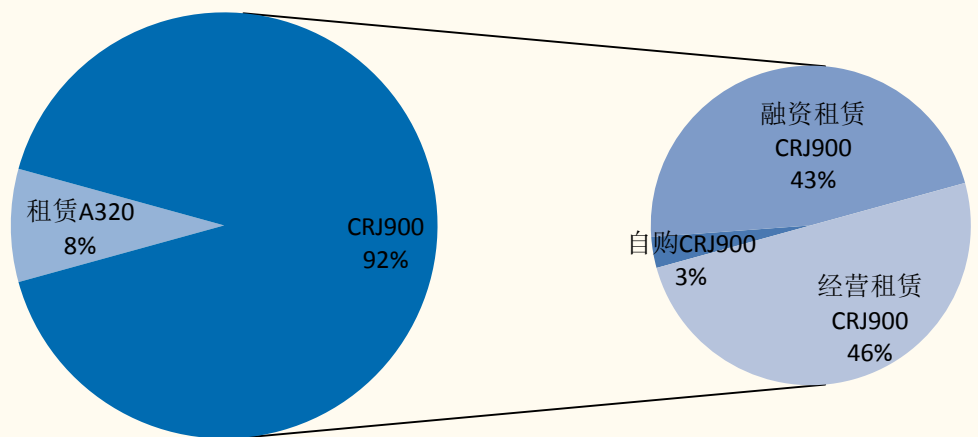
图表 3：华夏航空公司发展历史



来源：招股说明书，公司官网，国金证券研究所

- 机队方面，目前已发展至运营 35 架飞机，公司充分贴合支线航空市场旅客需求分散的特点，机队中 32 架为庞巴迪 CRJ900 型支线飞机，每架飞机仅 90 座，载容量小，其中 1 架为自购，15 架融资租赁，16 架经营租赁；另外，华夏航空还通过经营租赁 3 架窄体机 A320，作为干线运输工具。

图表 4：华夏航空机队组成

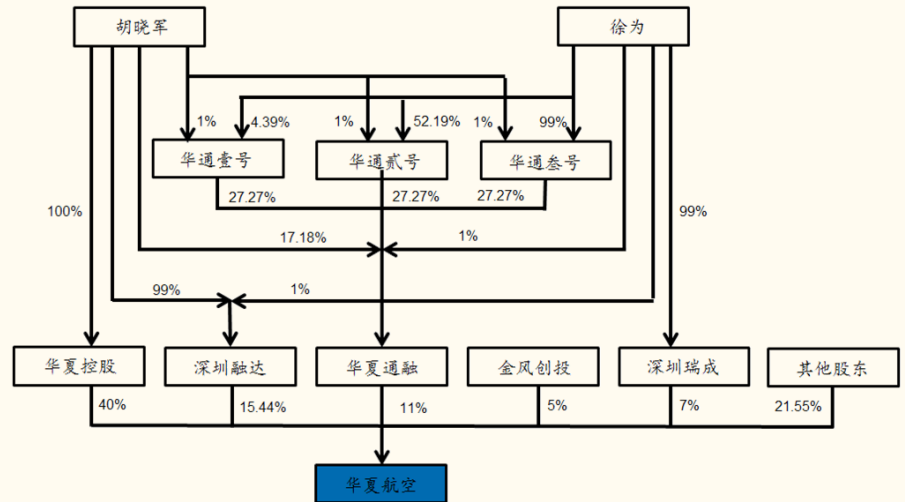


来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1.2 实际控制人胡晓军，募集资金采购运力建设培训中心

- 本次公开发行前，华夏控股持有 40%，是公司的控股股东。作为民营航司，华夏航空实际控制人是胡晓军先生，持有控股股东华夏控股 100% 股权。另外，胡晓军通过持有华夏控股、深圳融达、华夏通融以及通过其配偶（一致行动人）间接控制了本公司总计 73.44% 的股权。

图表 5：公开发行前华夏航空股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 本次公司公开发行 4050 万股，每股发行价格 20.64 元，募集资金总额 83,592.00 万元，扣除发行费用后，募集资金净额 77038.03 万元。发行后控股股东华夏航空持股比例将下降至 36%，实际控制人仍为胡晓军，社会公众股东占比达到 10.1%。

图表 6：公开发行前后华夏航空股权变化

股东	发行前		发行后	
	持股（万）	比例	持股（万）	比例
华夏控股	14400	40.0%	14400	36.0%
深圳融达	5557	15.4%	5557	13.9%
华夏通融	3960	11.0%	3960	9.9%
深圳瑞成	2520	7.0%	2520	6.3%
其他投资者	9563	26.6%	9563	23.9%
社会公众股东			4500	10.1%
合计	36000	100.0%	40500	100.0%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 本次募集资金拟投资于购买 6 架 CRJ900 型飞机及 3 台发动机项目、华夏航空培训中心（学校）项目（一期）工程 2 个项目。

图表 7：公开发行募集资金使用情况

项目	募投资金额（万元）	实施主体	预计募投时间
购买6架CRJ900型飞机及3台发动机项目	47038.03	华夏航空	2017年1-12月
华夏航空培训中心（学校）项目（一期）工程	30000.00	飞行训练中心	2017年1月-2018年12月
合计	77038.03		

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 2. 挑战中发展，探索支线航空出行需求

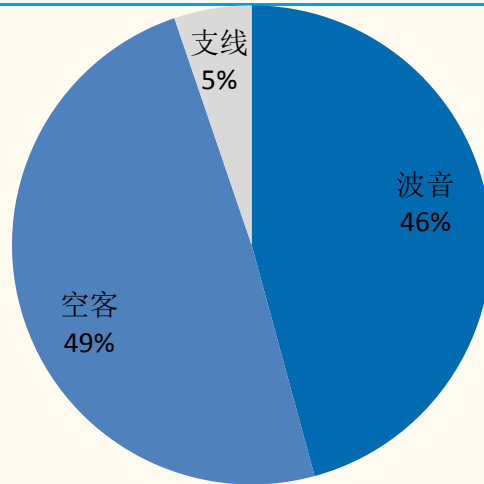
- 我国支线航空发展起步较晚，支线飞机数量较少，支线机场通航率不高，与干线航空市场衔接有待提高，并且我国全球领先的高铁网络，对本就发展滞后的支线航空市场造成较大的冲击。另一方面，我国人口众多，三四

线城市居民出行需求快速增长，我国支线航空公司若能成功充分挖掘和培养此类需求，将会拓宽市场空间，为我国支线航空市场营造广阔前景。

- **支线飞机在我国运输航空机队占比小。**目前我国 80%的支线航线由干线飞机执行飞行，单班运力过剩，一定程度上抑制了支线航线的开辟。截至 2017 年末，我国航空公司客运机队达到 3118 架，其中波音和空客 2955 架，占据了国内运输航空器 94.4%的市场，而 ERJ、CRJ、MA60 和 ARJ21 等支线飞机机型仅 163 架，只占国内运输航空机队的 5.6%。

相比之下，美国支线航空整体发展水平较高，2016 年支线飞机数量 2399 架，约占运输机队的 35%，在航空运输市场中发挥了举足轻重的作用。

图表 8：我国航空公司客运机队不同机型占比



来源：民航休闲小站，国金证券研究所

- **支线机场通航率不高。**国内支线机场通航率不高，超过 40%的支线机场每日直航航班不足 5 班，2017 年旅客吞吐量 200 万人次以下的机场有 171 个，完成旅客吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的 7.3%，支线航空需求仍有较大潜力可以挖掘。从全国范围来看，相比大城市通过大中型机场发展干线航空，很多中小城市采用支线航空提供交通出行服务会更具技术上的优势，例如西部地区地广人稀，西南地区山区较多，地面交通不便，更适合发展支线航空。

- **大型机场支线航班比例极低。**美国支线航空轮辐式航线网络逐步成形。干线航空公司围绕自己的枢纽机场，通过代码共享、成立支线子公司、运力购买协议等方式打造干支衔接的航空运输模式。2010 年，全球第一大机场亚特兰大起降航班中有 31.8%为支线航班，美国第二大机场芝加哥机场则有 63.3%为支线航班。而中国点到点的航线依然是支线航线的主体，年吞吐量超过 200 万人次机场的支线航班占比 5.7%，对支线运输的支持力度明显不足。另一方面，一线机场航班时刻已经近乎饱和状态，不可能再为支线航班留出足够的空间，只能通过区域枢纽转机的方式运营。这也是国内大型机场支线航班比例远远低于美国和欧洲的主要原因之一。

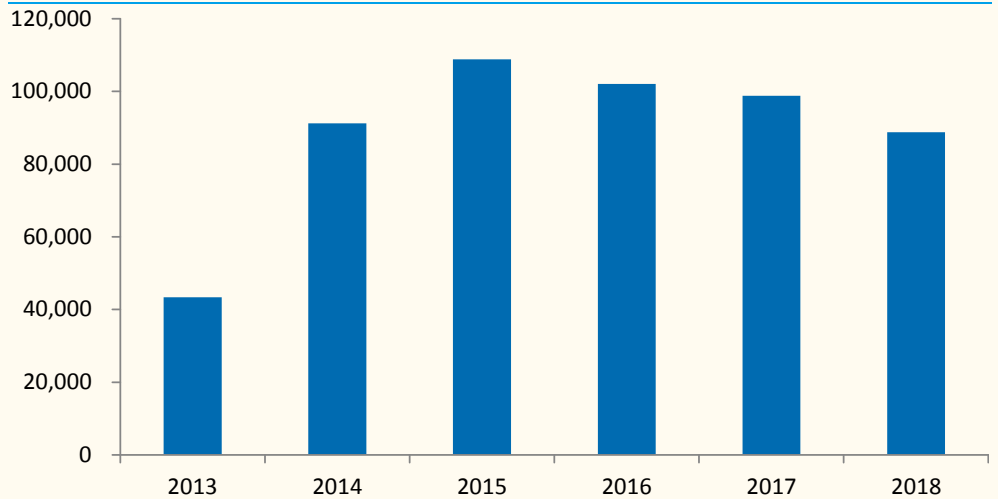
另外，干线航空公司很少主动开发支线航线，通常干支线衔接的通程航班由支线航空公司推进，而我国支线航司机队规模普遍较小，干线航空与其合作效益不明显，很难与干线航空公司形成紧密合作，同样极大地影响了通程航班的运行效率和支线航空发展。

- **高铁是我国支线航空发展最大挑战。**2016 年新的铁路建设规划发布，2020 年高速铁路里程将达到 3 万千米，2025 年将达到 3.8 万千米，支线航空航距多为 800 公里以内，高铁的快速发展对中国支线航空发展带来了很大挑战，与高铁直接重合的短途航线将受到较大冲击，这也是我国支线航空发展环境与欧美最大差异。我国支线航空需要不断开辟差异航线，尽可能避免或减小高铁的冲击。

- **补贴政策更为精准，政府持续支持支线航空的发展。**我国支线航空发展并非全是挑战，政府已经逐渐意识到发展支线航空的重要性，制定了补贴政策并采取了一些措施，2014年支线航空补贴大幅提升，2016年后略有回落。2017年底，民航局发布《关于2018年民航支线航空补贴预算方案的公示》，方案显示，2018年民航局对支线航空补贴预算金额共计88,768万元，其中有四家航司补贴金额超过1亿。

民航局到2020年将重点培育国际枢纽、区域中心和门户机场，完善干线机场功能，适度增加支线机场布点，构筑规模适当、结构合理、功能完善的北方（华北、东北）、华东、中南、西南、西北五大区域机场群。通过新增布点机场的分期建设和既有机场的改扩建，以及各区域内航空资源的有效整合，使得机场群整体功能实现枢纽、干线和支线有机衔接，形成客、货航空运输全面协调，大、中、小规模合理的发展格局，支线航空将成为我国航空网络重要一环。

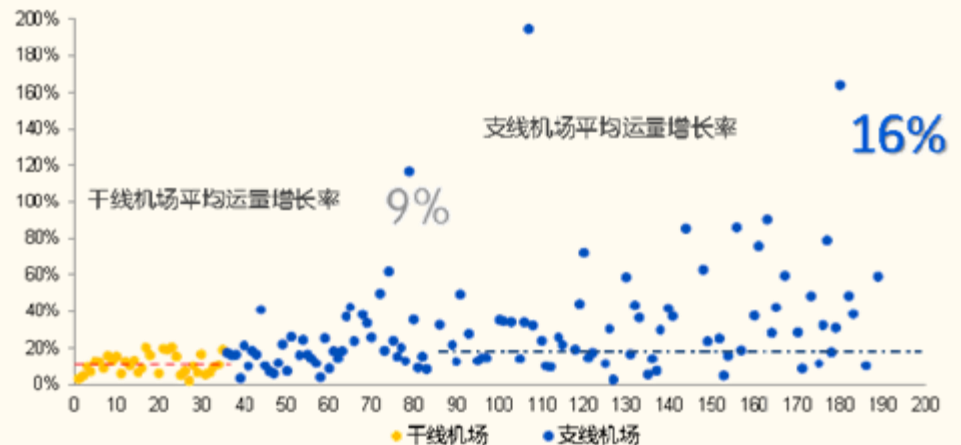
图表 9：2013-2018 年民航支线航空补贴预算



来源：民航局、国金证券研究所

- **除政府的扶持政策以外，中小城市居民出行需求的增加是推动支线航空发展主要因素。**虽然近10年支线航空不断受到高铁冲击，但其在民航运输体系和中国建设基本航空服务的民航发展规划中占据不可替代的地位。国内支线机场客流量增速显著，2014年中国支线机场平均运量增长率为16%，为干线机场的1.78倍。从2010年到2015年，支线航线运力增加了116%，我国支线航空市场仍处于高速发展阶段，支线出行需求远未得到满足。

图表 10：干线机场与支线机场客流量增速对比（2014年）



来源：民航局、国金证券研究所

- 目前我国支线飞机超过 10 架的航空公司仅有 5 家，分别是南方航空、天津航空、北部湾航空、幸福航空和华夏航空。

南方航空主营干线航空，支线航空飞机 26 架，并会在今后部分退出，并不将支线航空作为发展方向。天津航空目前支线规模最大的航空公司，但同时运营国内干线和国际航线，并在 2016 年 5 月引进 A330 宽体客机，开辟洲际远程航线，发展目标逐渐转为中远程干线。北部湾航空同样开始开辟东南亚等国际航线。

幸福航空和华夏航空专注于支线航空业务，是支线航空主要参与者。幸福航空机队包括 25 架国产新舟 60。但从航线分布来看，幸福航空以天津机场为主基地，航线多分布在东部沿海和东三省，与华夏航空竞争并不激烈。

### 3. 支线航空特有模式，机构运力购买支撑盈利

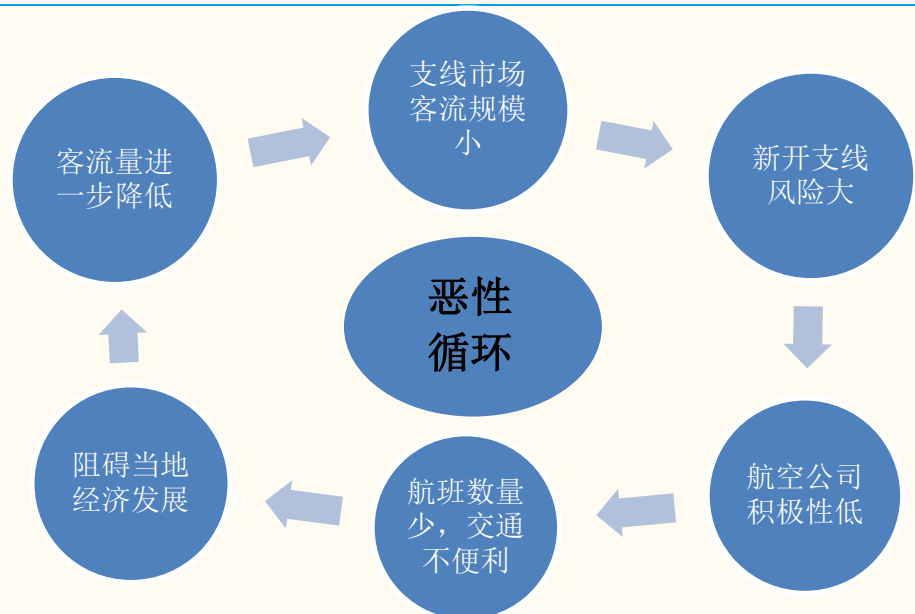
#### 3.1 机构运力购买互惠互利，实现多赢

- 由于支线航空业务与传统干线明显不同，华夏航空作为支线航空上市第一股，其经营模式与三大航等全服务干线航空公司以及春秋航空等低成本航空公司同样存在差异。

我国支线航空机场多分布在中部、西部、西北部和东北部的二、三、四线城市，这些城市之间地形起伏较大，运距较长，并且地点较为分散，公路和铁路不能很好地满足交通客运的需求，航空更为适合。特别是随着消费升级，居民对出行的便捷性、舒适性等方面的要求越来越高，航空越来越成为这些城市居民出行的第一选择。

但航司在这些城市开辟航线又存在顾虑。在支线机场发展初期，由于客流量较少，航空公司航班客座率普遍较低，不具备航班开设的经济性，并且培育航线的风险较大，航司开辟支线航线的积极性较低。另一方面，从当地经济考虑，如果航班数量较少，造成交通不便利，会将进一步一直当地经济发展和客流量增加，形成恶性循环。

图表 11：支线航空开辟新航线恶性循环



来源：公司公告，国金证券研究所

- 为了打破恶性循环，无论是支线航空公司，还是干线航空公司的支线业务，普遍会使用**机构客户运力购买模式**。在这种模式下，机构客户与航空公司签订相关的协议，购买每个航班的客运运力，这也是是目前支线航空行业普遍采用的模式，无论是支线航空公司，还是干线航空公司经营支线业务均会采用。

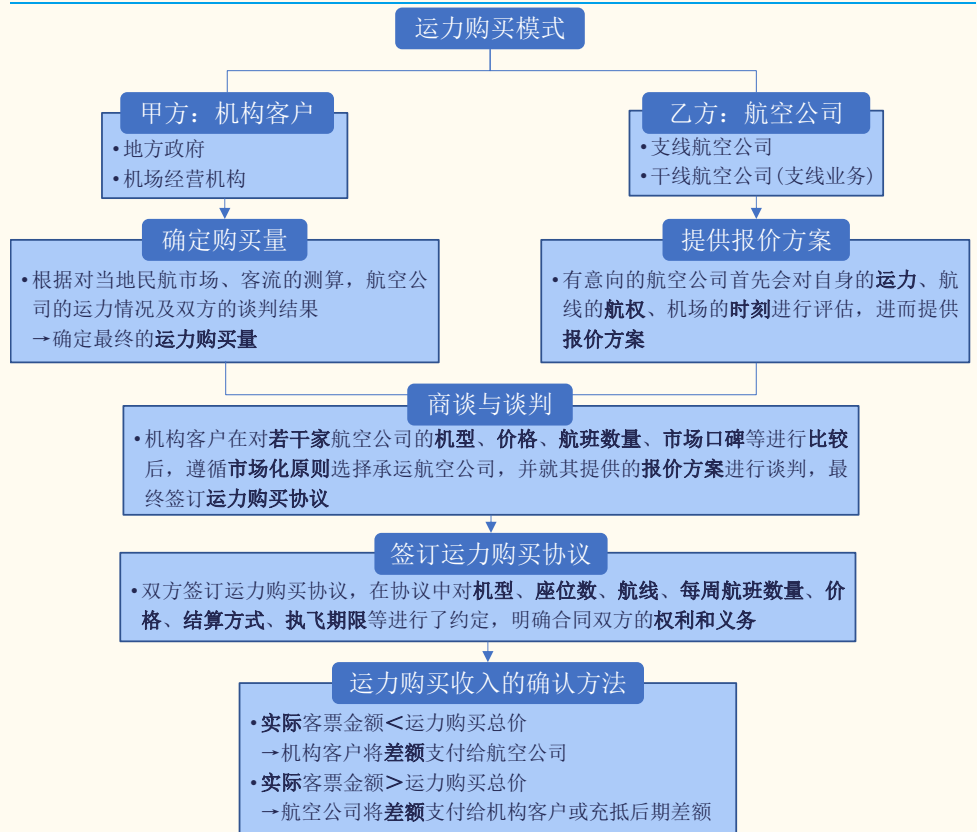
机构客户在签订运力购买协议前，会接触若干家航空公司进行合作的商谈。航空公司会结合自身运力调配和相关航线市场，提供报价方案，机构客户在对各航空公司的机型、价格、航班数量、市场口碑等进行比较后，选择最为合适的一家作为合作方。购买协议一般一年或一个航季签订一次。

机构客户向航空公司购买运力后，仍然由航空公司销售机票，机构客户与航空公司按合同约定一至两月结算一次并回款。若实际客票金额小于运力购买总价，机构客户将差额支付给航空公司；若实际客票金额大于运力购买总价，航空公司将差额支付给机构客户或充抵后期差额。如此航空公司将消除航空需求波动带来的风险，为航空公司开辟航线带动当地经济发展排除后顾之忧。

当实际客票金额小于运力购买总价时，按机构客户向航空公司支付该差额是否存在上限，机构客户购买运力分为有限额模式和无限额模式。1) 无限额模式：机构客户向航空公司支付全部的差额；2) 有限额模式：机构客户向航空公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额，如果差额过大超过合同约定的上限，机构客户也不会向航空支付额外的费用。

关于每一个往返班次运力购买价格，主要有以航线轮挡小时定价和以座位数及票价定价两种方式。1) 以轮挡小时定价：指由每一个往返班次的轮挡小时与单位轮挡小时价格的乘积确定。一般无限额模式机构运力购买采用以轮挡小时定价。2) 以座位数及票价定价：指以每班次提供的座位数与中航信公布的该航段基准票价进行定价。一般有限额模式机构运力购买采用以座位数及票价定价。

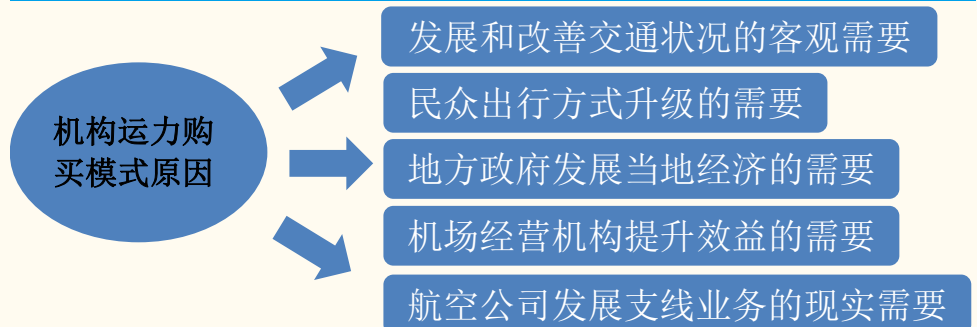
图表 12：机构客户运力购买模式示意图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 机构运力购买模式，将满足支线航空发展中各方的需求，解决支线航线发展初期的恶性循环。

图表 13：机构客户运力购买模式原因



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 1) 发展和改善交通状况的客观需要

我国中部、西部、西北部、北部、东北部的大部分地区公路和铁路运输受到地形条件、气候条件、运距过长、地点分散等因素，不能很好地满足地区对外交通客运的需求，需要航空客运来解决对外客运的通畅问题。支线机场建设周期短、布点快、针对性强，只需 1-2 年即可达到通航条件；先期投资少，平均两公里铁路的投资即可建成一个支线机场。

### 2) 民众出行方式升级的需要

随着人民生活水平的不断提高，普通民众对外出交通的便捷性、时间性、舒适性等方面的要求越来越高，特别是在商务和旅游等领域，航空已经成为人们首选的交通途径。

### 3) 地方政府发展当地经济的需要

支线机场所在的地区大多是二、三、四线城市，地方政府亟待通过航空客运拉动进出客流，进而带动该地区的商流、旅游及对外交流，并由此带动该地区的土地增值，拉动相关房地产投资和其他领域的投资，从而促进当地经济的发展。民航业投入和产出的比例是 1: 8，从民航投入和产出来看，比例大，见效快。

### 4) 机场经营机构提升效益的需要

由于机场的建设投资相对较大，机场也迫切需要通过增加航班、增加客流量来提高机场的使用效率，完成客流量、吞吐量的考核。航班数量、客流量的上升在给机场带来起降费、安检费等航空性收入的同时，还可以为机场带来更多餐饮、商业等非航空性收入，从而实现机场整体价值的提升。

### 5) 航空公司发展支线业务的现实需要

支线机场发展初期，客流量少未形成规模，该地区航班客座率普遍较低，不具有经济性，新开支线航线的风险较大，阻碍了航空公司开辟支线航线的积极性。而航班数量少，交通不便利，又会阻碍当地的经济的发展，降低客流量，形成恶性循环。

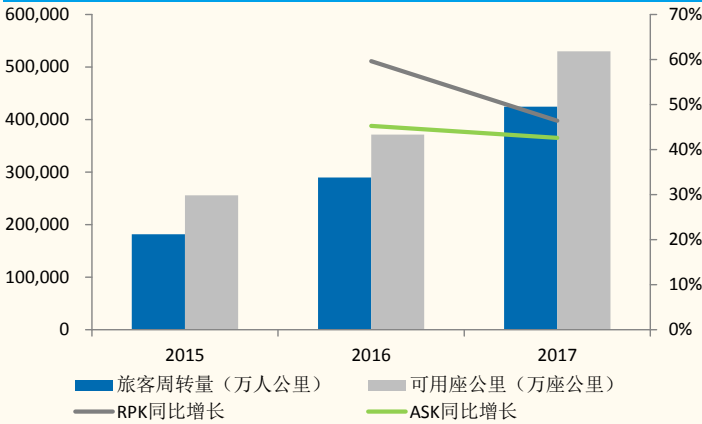
机构运力购买模式由地方政府及机场作为运力购买方，从而保证了航空公司开通新支线航线的经济效益，提高了航空公司收入稳定性，增加了当地航线数量，从而实现当地促进商流、旅游，提高机场使用效率，推动地区整体经济发展的目标。因此，机构运力购买模式对机构和航司都具有重要的现实意义。

- 不过对于航空公司来说，机构运力购买模式并不是百利而无一害。由于购买协议签订以后，在协议规定的一年或一个航季内，相当于每次航班收入上限固定，无法通过提高票价增厚收入，即无法及时向消费者转嫁成本增加。若国际油价在短期上涨过快，对于公司业绩影响相较其他航空公司更大。

## 3.2 机构运力购买收入支撑公司盈利

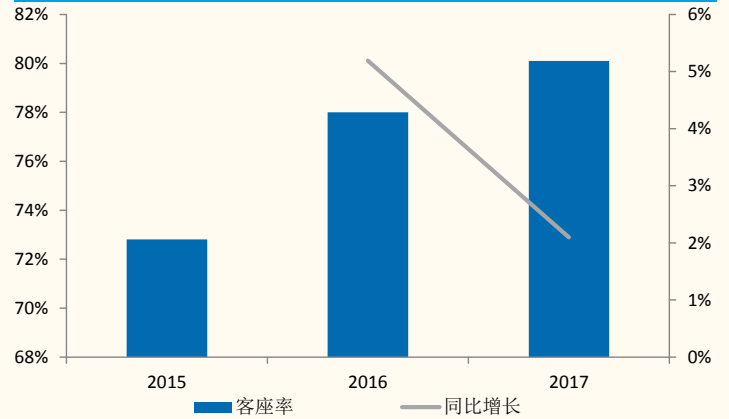
- 伴随我国支线航空需求高速增长，华夏航空经营规模不断扩大，运力投入保持高速增长。2017 年华夏航空投入运力 ASK53.0 亿座公里，同比增长 43.6%；同时旅客吞吐量 RPK 达到 42.4 亿人公里，同比增长 46.4%。更高速的需求增长使得公司客座率持续提升，2017 年达到 80.1%，相比上年同期增加 2.1pct。

图表 14：华夏航空供需情况及其增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

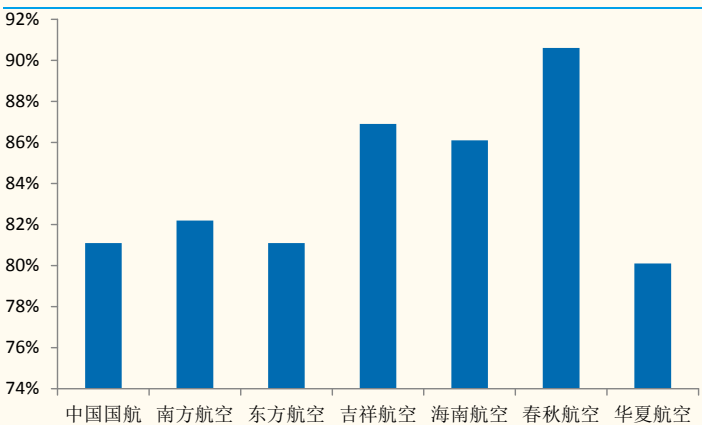
图表 15：华夏航空客座率及其增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

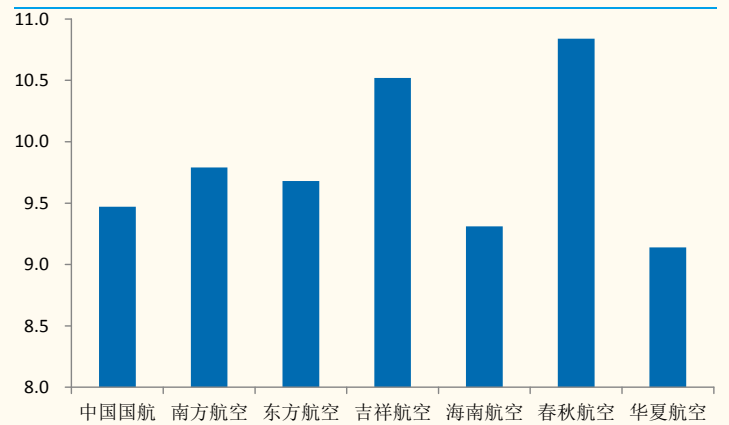
- 不过鉴于支线航空的特点，在各支线机场发展初期，由于客流量少未形成规模，航空公司运营该地区航班客座率普遍较低，形成拖累，这就导致华夏航空客座率相比其他上市公司明显偏低。另外，执飞支线航线，航程时间平均低于干线航段，故公司的飞机呈现起降次数多、每段航程短的特点，从而导致公司平均飞机利用小时要低于干线航线为主的航空公司，低于行业平均水平。2017 年华夏航空飞机日利用率仅为 9.14 小时，远低于低成本航空公司春秋的 10.84 小时，相比三大航也偏低。

图表 16：华夏航空客座率行业偏低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：华夏航空飞机日利用率行业较低

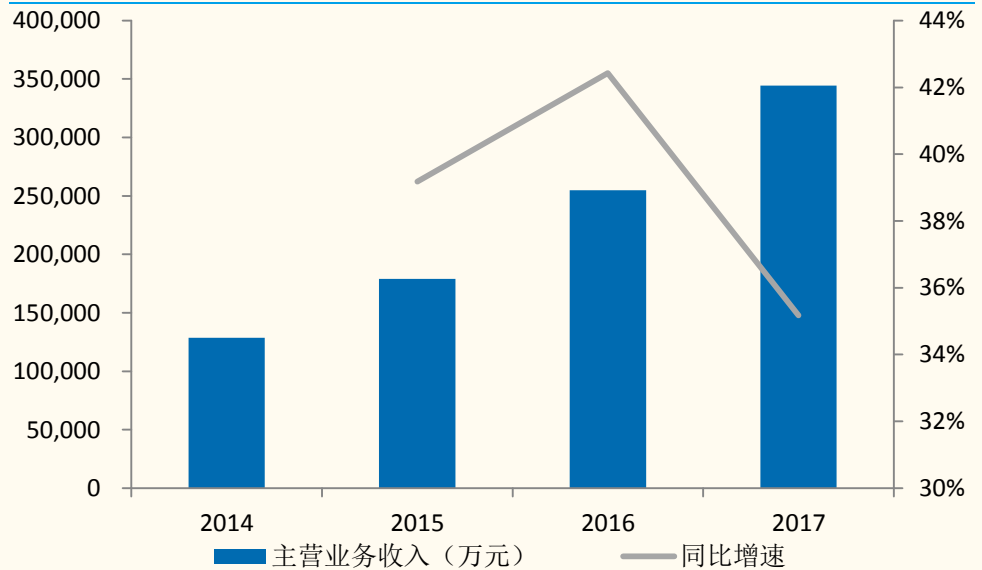


来源：公司公告，国金证券研究所

- 华夏航空公司的业务收入按照业务类别可分为客运收入、货运收入、其他主营业务和其他业务。其他主营业务主要为机票退改手续费收入、逾重行李费收入、航空联运手续费收入以及下属子公司的业务收入等；其他业务包括公司对外提供航材租赁、维修、技术支持等服务所形成的收入，2017 年其他收入仅 360 万元，占比营收仅 0.1%，营业收入 34.5 亿，同比增长 35.2%。

在华夏航空运量高速增长的同时，公司航空主业同样以较快速度增长。2017 年华夏航空主营业务收入达到 34.4 亿元，同比增长 35.2%。

图表 18: 华夏航空主营业务收入及其增速



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 在华夏航空的客运收入结构中, 可分为个人客户机票销售和机构客户运力购买收入。其中, 按航线是否与机构客户签订运力购买协议, 个人客户机票销售收入可以分为“个人客户机票销售收入-机构运力购买航线”和“个人客户机票销售-非机构运力购买航线”。

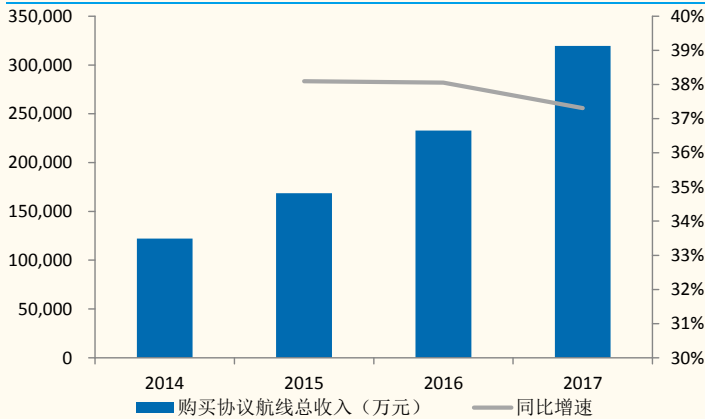
图表 19: 华夏航空主营业务收入构成

(万元)	2014	2015	2016	2017
主营业务收入	128,559.4	178,923.0	254,843.3	344,485.5
个人客户机票销售	75,333.3	110,832.5	154,867.3	199,201.7
机构运力购买航线	70,865.9	104,773.1	141,832.0	186,952.0
非机构运力购买航线	4,467.4	6,059.4	13,035.3	12,249.8
机构客户运力购买	51,220.1	63,819.3	90,917.0	132,636.1
货运收入	121.0	204.1	487.7	494.7
其他主营业务	1,884.9	4,067.0	8,571.3	12,153.0
其他业务	153.1	263.2	274.7	359.2
营业总收入	128,712.5	179,186.2	255,118.0	344,844.7

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

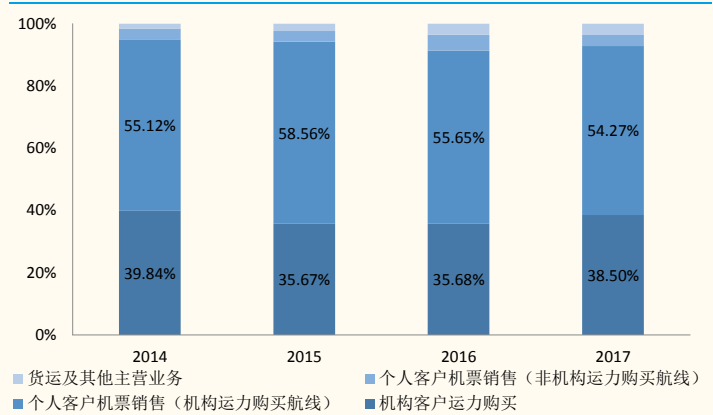
- 华夏航空收入主要来源于签订机构客户运力购买协议的航线。截至 2017 年末, 公司共执飞航线 86 条, 其中 79 条航线与机构客户签订了运力购买协议, 占比约 92%。2017 年机构客户运力购买收入 13.3 亿, 机构运力购买航线中个人客户机票销售收入 18.7 亿元, 分别占主营业务收入 38.5%和 54.3%, 也就是说, 与机构签订了购买协议的航线产生的收入 (机构客户购买+个人客户机票销售中机构运力购买部分), 占比主营业务收入达到 92.8%, 并且增速稳定, 2017 年同增 37.3%。

图表 20: 购买协议航线总收入增速稳定



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 21: 华夏航空主营业务收入比例变化



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 从盈利能力来看, 机构客户运力购买模式是支撑支线航空持续经营的动力。

公司的大部分航线均通过机构客户运力购买模式开展, 若假设将机构运力购买业务收入从主营业务收入中剔除, 将导致公司主营业务毛利为负。这也从另一个方面说明了机构客户运力购买模式对于支线航空公司的重要意义。若无此模式, 支线航空公司将录得亏损, 即不会开辟此航线。

2017 年, 华夏航空毛利 7.4 亿, 毛利率 21.5%, 若剔除机构运力购买收入 13.3 亿, 主营业务收入仅为 21.1 亿, 毛利将减少为 -5.9 亿, 毛利率减少至 -27.7%。

图表 22: 华夏航空扣除机构运力购买收入后毛利情况

项目		2015	2016	2017
目前实际情况	机构运力购买收入	63,819.3	90,917.0	132,636.1
	主营业务收入	178,923.0	254,843.3	344,485.5
	主营业务成本	129,359.6	189,695.1	270,548.8
	毛利率	27.70%	25.56%	21.46%
假设机构运力购买收入计入从主营业务收入中剔除	主营业务收入	115,103.7	163,926.3	211,849.4
	主营业务成本	129,359.6	189,695.1	270,548.8
	主营业务毛利	-14,255.9	-25,768.9	-58,699.3
	主营业务毛利率	-12.39%	-15.72%	-27.71%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 目前公司机构购买协议收入较为分散, 对于单个客户依赖程度较低。2017 年销售金额最高的机构为包头市人民政府, 为 1.02 亿, 仅占营业收入 2.96%。

同时, 我们选取了 2017 年机构客户运力购买收入前十航段进行分析, 机构运力购买收入达到 3.1 亿元, 占机构客户运力购买总收入 13.3 亿比例为 23.3%, 占比此 10 条航段总收入 44.9%, 从另一方面体现出运力购买收入对航段收入贡献较大。

当航段发展到一定水平后, 随着客流量增加, 虽然机构购买了某些航段运力, 但机构运力购买占比会逐渐减少。在公司收入前十的航段中, 贵阳-重庆、重庆-柳州、重庆-桂林的机构客户运力购买收入已无法排入机构客户运力购买收入前三十航段。这一现象也表明, 一些优质航线在培育过程中逐步脱颖而出, 个人客户机票销售收入的比重进一步提升, 减少了机构客户需要支付的差额部分。

公司收入通过机构客户运力购买得到保证的同时, 经营航段本身流量增加, 也为机构续签协议提供动力。2015 和 2016 年机构运力购买前 30 大航段中, 分别有 3 个和 2 个机构客户不再续签合同, 续签率较高。

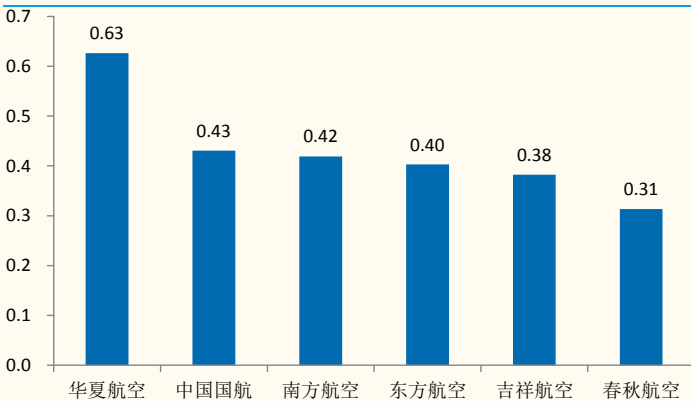
图表 23：华夏航空前十航段机构运力购买收入占比

排名	航段	机构客户名称	运力购买模式	机构客户运力购买收入(万元)	占机构客户购买总收入的比例	该航段总收入(万元)	占该航段总收入的比例
1	贵阳-兴义	黔西南州兴义民航有限责任公司	有限额	6,480.57	4.89%	13,939.16	46.49%
2	贵阳-铜仁	铜仁市人民政府	无限额	4,564.64	3.44%	7,210.91	63.30%
3	呼和浩特-乌兰浩特	内蒙古自治区兴安盟行政公署	无限额	3,597.37	2.71%	15,097.22	23.83%
4	西安-天水	西部机场集团天水机场有限公司	无限额	2,715.75	2.05%	4,112.19	66.04%
5	天津-天水	西部机场集团天水机场有限公司	无限额	2,674.40	2.02%	5,279.88	50.65%
6	呼和浩特-满洲里	满洲里市航空产业发展管理局	有限额	2,326.13	1.75%	6,938.45	33.53%
7	天津-固原	固原市人民政府	无限额	2,173.61	1.64%	4,302.27	50.52%
8	重庆-固原	固原市人民政府	无限额	2,121.16	1.60%	3,666.05	57.86%
9	固原-银川	固原市人民政府	无限额	2,118.56	1.60%	3,690.94	57.40%
10	重庆-长治	长治机场有限责任公司	无限额	2,099.70	1.58%	4,499.27	46.67%
	合计			30,871.89	23.28%	68,736.34	44.91%

来源：招股说明书，国金证券研究所

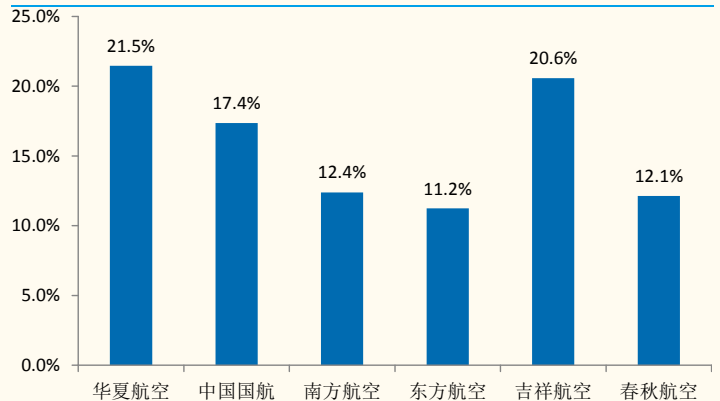
- 另外，华夏航空盈利能力航空业领先。由于华夏航空在支线市场具有一定的先发优势，开辟独飞航线，我们认为机构为了带动当地经济发展，愿意为运力购买支付较高价格，并且公司运营的庞巴迪 CRJ900 型飞机，是全球领先的支线飞机机型之一，机型小、油耗低，与支线航空市场的匹配度较高，使得华夏航空单位座公里收益和毛利率较同行公司领先。2017 年华夏航空单位座公里收益达到 0.63 元。

图表 24：航空公司单位座公里收益对比 (元/座公里)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：航空公司毛利率对比

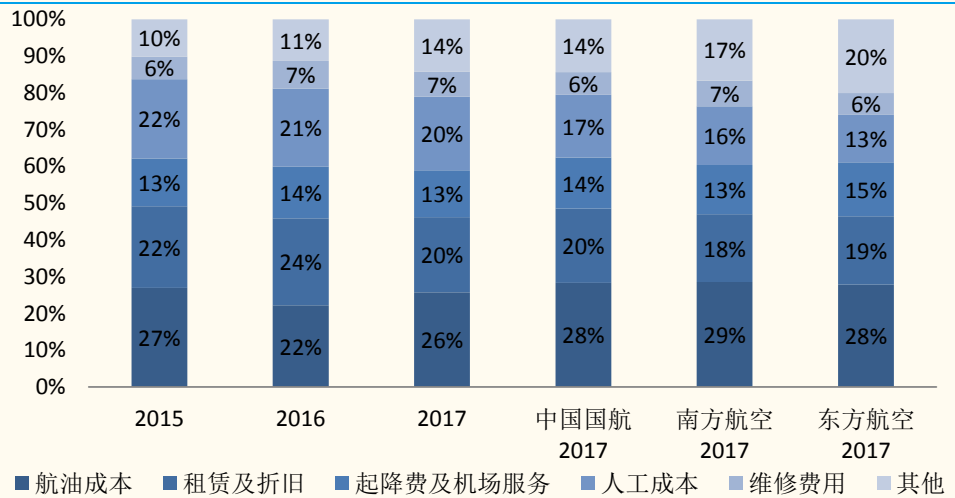


来源：Wind，国金证券研究所

### 3.3 成本增长稳定，构成与干线航空公司相似

- 2017 年，华夏航空主营业务成本 27.1 亿，同比增长 42.6%。与其他航空公司类似，航油成本是华夏航空最大的成本支出，2017 年达到 6.97 亿，占比主营业务成本 25.8%，租赁及折旧、起降费及机场服务和人工成本是公司另外三项主要成本支出，2017 年占比分别达到 20.4%、12.7%、20.1%。虽然近年公司飞机引进数量和航线航班高速增长，但成本各项比例波动较小，与三大航等干线航空公司相似。

图表 26：华夏航空成本分拆及与三大航对比



来源：公司公告，国金证券研究所

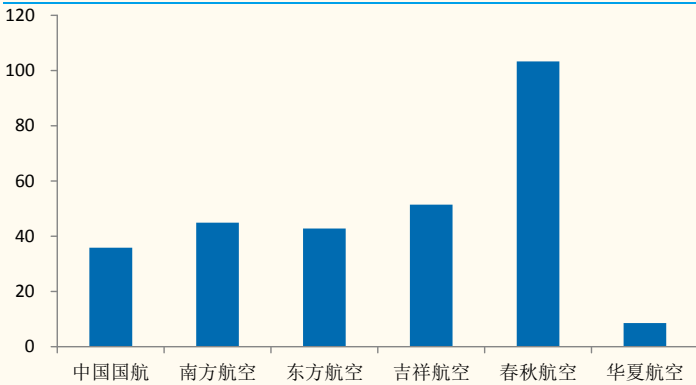
- 另一方面，华夏航空机队规模较小，多通过租赁引进飞机，并且支线特有的机构运力购买模式，也使其某些财务指标与行业其他公司略有差异。

**应收账款周转率：**公司机构用户运力采购收入每一至两个月结算和回款一次。而非运力采购收入主要通过国内 BSP 销售机构的结算票款，一般每周结算和回款 1—2 次。因而华夏航空期末应收账款金额较大，应收账款周转率低于行业平均水平。

**流动比率和速动比率：**明显优于同行业，我们认为主要由于应收账款金额较大，使得流动和速动资产较多。

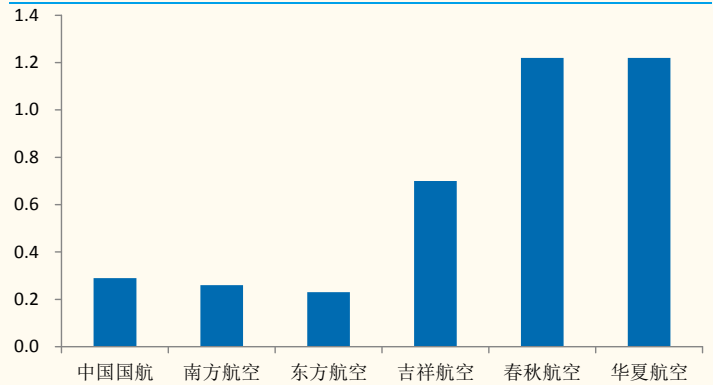
**利息保障倍数：**公司 2017 年 EBIT 保障倍数 4.3 倍，偿债能力良好，但由于公司规模尚小，银行借款融资能力有限，融资租赁方式引入飞机较多，低于经营租赁比例更大的春秋和吉祥。

图表 27：应收账款周转率对比



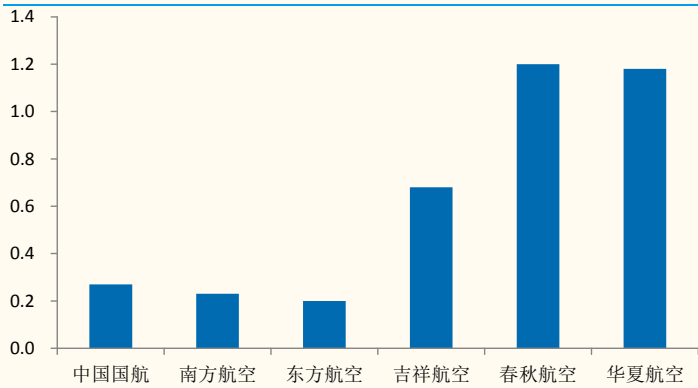
来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：流动比例对比



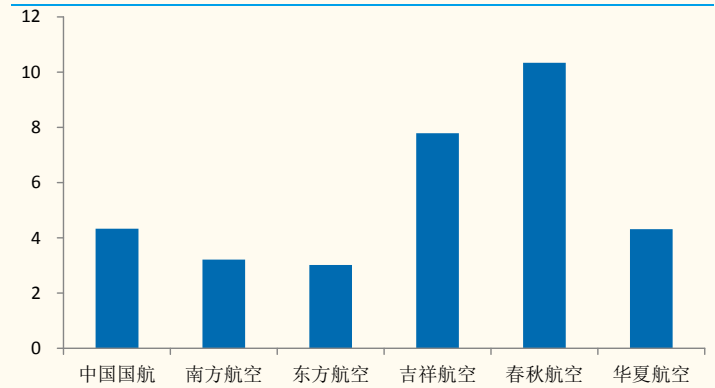
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29: 速动比例对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: EBIT 利息保障倍数对比



来源: Wind, 国金证券研究所

- **总结:** 华夏航空作为专注支线市场的航空公司, 通过机构运力购买模式, 打破支线航空开辟新航线恶性循环, 实现了购买机构当地经济发展与公司高速发展的多赢局面。

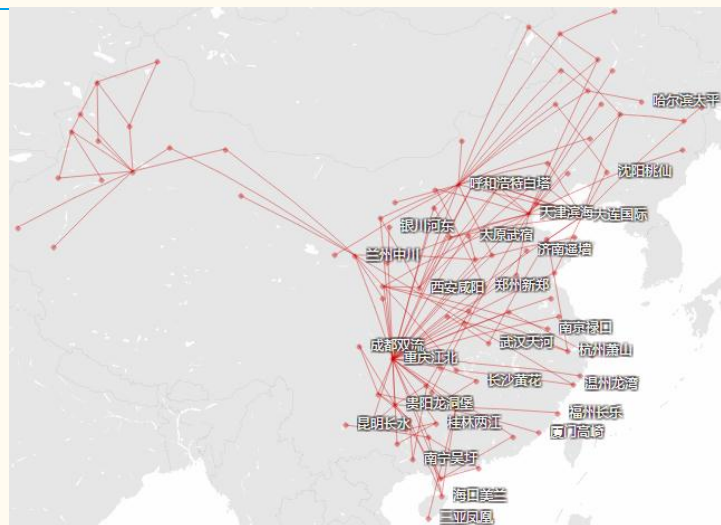
同时, 华夏航空先发进入中小城市开辟独飞航线, 机构运力购买模式成为其持续经营动力, 推动公司单位座公里收益和毛利率较同行公司领先。另外, 相比同行业公司, 华夏航空支线航空业务独有特点, 使其应收账款周转率较高, 流动比率和速动比率领先, EBIT 利息保障倍数低于经营租赁比例更大的春秋和吉祥。

#### 4. 在高铁冲击中砥砺前行

- 华夏航空于 2006 年 9 月完成首航, 动车组 2007 年 4 月全面投入运营, 2009 年 12 月京广高铁武广段正式运营, **华夏航空在高铁的冲击中稳步前进**。高速铁路因其较低票价、较高准点率等优势, 对航空公司短途运输业务有较强的替代性。根据中国民航局的研究, 500 公里以内高铁对民航的冲击达到 50% 以上, 500-800 公里冲击达到 30% 以上, 1000 公里冲击大约是 20%, 1500 公里大约是 10%。

华夏航空主要从事于支线航空的客货运输业务, 所经营航线大多为航程 800 公里以下的支线航线。不过由于公司航线主要集中于偏远地区中小城市, 大多数运营的航线未与高铁服务网络重叠。公司通过开发新航线需求, 营收得以保持较快增长。总体来说, **高铁的冲击需要华夏航空谨慎对待, 但公司仍在高铁网络的冲击下依然实现了快速发展。**

图表 31: 华夏航空航线图



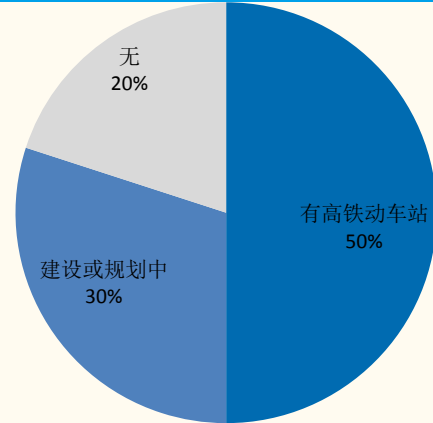
来源: 飞常准, 国金证券研究所

- 按照国家中长期铁路网规划（2016-2030），我国将在原有的 2008 年“四纵四横”规划的基础上调整并扩大了铁路基础设施网络，形成以“八纵八横”主通道为骨架。到 2020 年，建设高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，到 2025 年，建设高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大。目前华夏航空基地机场和另外 45 个航点城市均已建成高铁动车站，另有 30 个城市正在建设和规划中。

图表 32：华夏航空航点高铁动车站情况

华夏航空航点		高铁动车站
飞行基地（5个）	呼和浩特白塔	有
	贵阳龙洞堡	
	重庆江北	
	西安咸阳	
	大连国际	
	45	
其他（94个）	30	建设或规划中
	19	无

图表 33：高铁动车站建成与规划比例



来源：中铁总，12306，国金证券研究所

来源：中铁总，12306，国金证券研究所

- 华夏航空在开辟航线时，尽可能减小高铁的冲击。在我国高铁网络快速发展的过程中，观察公司收入排名靠前航段，多数为连通省会等二线城市与三四线城市的支线航班，这些城市地理位置较为偏远，虽然票价略高，但航空出行时间方面相比高铁具有明显优势。近年三四线城市出行需求提升，而一线机场时刻极为紧张，需要通过支线航班，将旅客运送至二三线城市，再做转乘更为可行，为支线航空需求提供了保证。

图表 34：华夏航空前十航段出行方式对比

序号	行程	类型	票价（元）	时长（h）
1	呼和浩特—乌兰浩特	普快硬座	160	21.8
		经济舱	390-1980	1.7
2	贵阳—兴义	高铁+普快	264	9.7
		经济舱	112-767	1
3	呼和浩特—通辽	普快硬座	145	16.3
		经济舱	240-760	1.6
4	贵阳—铜仁	高铁二等座	220	3
		经济舱	90-200	1
5	呼和浩特—满洲里	普快硬座	342	43
		经济舱	240-1100	2.2
6	贵阳—重庆	高铁二等座	129	2.3
		经济舱	1580	2.8
7	重庆—柳州	高铁二等座	306	6.5
		经济舱	430-1100	1.5
8	天津—天水	高铁二等座	613	8.5
		经济舱	510-1290	2.5
9	重庆—桂林	高铁二等座	256	4.6
		经济舱	240-1000	2
10	重庆—长治	高铁+汽车	520	14
		经济舱	625-1060	1.6

来源：华夏航空官网，12306，国金证券研究所

- 我们可以发现，前十航段中，有五段开通了高铁直达，但除去贵阳-重庆航段，通行时长铁路均在航空 3 倍以上，时间的节约较大程度上抵消了航空

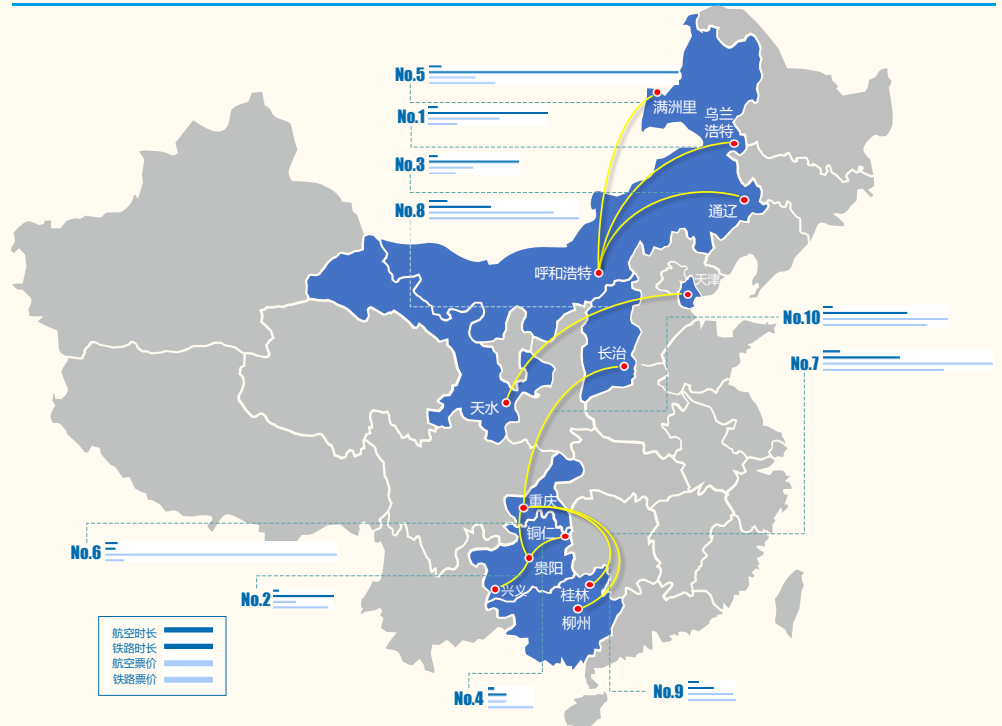
票价较贵的劣势。华夏航空正是通过开辟此类线路，有效的避免了与高铁的直接竞争，在支线较短航距的航空市场高速发展。

另一方面，公司需要时刻注意新建高铁对于公司业务的冲击。比如，2018年1月25日正式开通运营的重庆-贵阳的高铁（渝贵铁路），使得重庆-贵阳的最快列车运行时间由原来的约9小时大幅缩短至2.3小时，而航空时长则为2.8小时，高铁二等座129元的票价相比经济舱1580的最低价可谓优势十分明显。500公里以内高铁对民航的冲击达到50%以上，两地距离约400公里，我们认为将对公司重庆-贵阳航段产生较大冲击。合理推测渝贵铁路通车后，华夏航空在这条线路上的收入将减少约50%，即约3500万元，相当于华夏航空2017年收入约1%。

- 华夏航空若试图避免与高铁正面竞争，保持高速增长，需要开发更多尚未通高铁或客观条件不适合开通高铁的航线。

对于线路开辟成本来说，航空相比铁路具有明显成本优势。地方政府等机构客户用于支线航空运力采购的支出每年约5000万，2017年超过5000万的仅6家客户，其中包头市人民政府最高，为1.02亿；而建设1公里的高铁费用即为约5000万，并且建设高铁受到地形地质条件等制约，发展支线航空成为三四线城市更为经济的选择，从民航投入和产出来看，效果显著，见效快。

图表 35：华夏航空前十航段出行方式票价与时长示意图



来源：招股说明书，12306，国金证券研究所

- 我们认为，未来我国高铁网络的不断完善趋势将是华夏航空发挥支线业务无法回避的必然事实。虽然我国民众的出行需求仍处于高速增长阶段，但公司需要不断发掘和开辟适合自身发展的支线航线，才能在高铁的不断冲击下砥砺前行。

## 5. 盈利预测与估值

- 华夏航空专注运营支线航空，我国西部和东北部地区支线航空需求，将推动公司业务持续高速增长。执飞机型 CRJ900 机型小、油耗低，对于客流量尚处较低水平的地区，更有竞争力。公司支线航空航程较短，通过开辟较少与高铁重叠航线，有效减小高铁对于公司航线的冲击。

- **出行需求 (RPK) 与收入:** 航空需求继续平民化, 三四线支线航空出行需求高速增长, 同时当地政府有动力通过运力购买模式增加飞往当地航班, 提高通达性促进经济增长。我们预测, 2019 年和 2020 年 RPK 增速或因高铁“八横八纵”和高基数略有下降, 但仍将维持高速增长。2018~2020 年整体 RPK 增速为 45%、40%、40%; 签订协议航线收入增速为 41%、37%、37%; 营业收入增速为 40%、36%、36%。
- **运力投放 (ASK):** 公司运力投放或跟随 RPK 和机构运力购买同步增长。我们预测 2018~2020 年整体 ASK 增速为 45%、40%、40%;
- **燃油成本:** 假设 2018-2020 年的全年布伦特油价均价分别为 70 美元/桶、73 美元/桶、75 美元/桶。
- 基于以上假设, 公司 2018-2020 年归母净利润 4.38 亿、6.09 亿、8.35 亿, 同比增长 16.9%、39.2%、37.1%, EPS 分别为 1.09 元、1.52 元、2.08 元, 对应 PE 分别为 32 倍、23 倍、17 倍。
- 我们测算了公司内生增长速度, 将油价与汇率影响消除后, 按照以上假设得出的公司业绩增速。计算过程中, 我们假设耗油量以 ATK 增速增长, 油价单位成本自 2015 年后不变, 为 3901.1 元/吨, 人民币汇率 2019 年和 2020 年没有波动。预计 2015~2020 年华夏航空内生增速将达到 38.9%。2018 年 PE 估值 38.9 倍对应的目标价为 42.52 元, 股价存在约 20% 的空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 36: 华夏航空内生增长测算

百万元	利润总额	燃油成本	耗油量 (万吨)	平均油价 (元/吨)	假设平均油价不变燃油成本	汇兑损失	去除油价汇率影响后的利润总额	同比增速
2015	285.1	348.1	9	3901.1	348.1	62.8	347.9	
2016	405.9	420.9	13	3901.1	493.5	76.4	409.8	17.8%
2017	446.1	697.1	17	3901.1	667.1	-55.8	420.4	2.6%
2018E	514.9	1292.6	25	3901.1	967.3	-19.2	821.0	95.3%
2019E	716.5	1887.2	35	3901.1	1354.2	0.0	1249.6	52.2%
2020E	982.1	2714.5	49	3901.1	1895.8	0.0	1800.8	44.1%
<b>近五年复合增速</b>							<b>38.9%</b>	

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

## 6. 风险提示

- **高铁冲击影响超预期。** 如果今后高铁开通线路与公司航线重叠程度较高, 会对公司客流产生较大分流影响, 抑制航空出行需求以及机构客户购买运力动力。
- **油价涨幅超预期。** 由于机构购买运力签订时间长于半年, 航班总收入确定, 若期间油价上涨过快, 会造成公司成本无法及时转嫁给客户, 对于公司业绩的不利影响更为负面。
- **机构客户续签比例低于预期。** 机构购买航线占比较高, 若机构今后不再续签运力购买协议, 转为公司自主经营, 盈利水平将大幅下降。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,792</b>	<b>2,551</b>	<b>3,448</b>	<b>4,818</b>	<b>6,566</b>	<b>8,911</b>	货币资金	294	450	622	767	726	1,105
增长率		42.4%	35.2%	39.7%	36.3%	35.7%	应收账款	441	690	887	1,076	1,467	1,942
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,295</b>	<b>-1,899</b>	<b>-2,706</b>	<b>-3,930</b>	<b>-5,322</b>	<b>-7,193</b>	存货	35	40	56	65	87	118
%销售收入	72.3%	74.4%	78.5%	81.6%	81.1%	80.7%	其他流动资产	51	63	163	189	237	303
<b>毛利</b>	<b>497</b>	<b>652</b>	<b>742</b>	<b>888</b>	<b>1,244</b>	<b>1,717</b>	流动资产	821	1,242	1,728	2,096	2,518	3,468
%销售收入	27.7%	25.6%	21.5%	18.4%	18.9%	19.3%	%总资产	33.4%	34.3%	31.5%	31.0%	31.6%	36.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,462	2,078	3,113	3,855	4,507	5,069
<b>营业费用</b>	<b>-104</b>	<b>-118</b>	<b>-175</b>	<b>-231</b>	<b>-315</b>	<b>-428</b>	%总资产	59.5%	57.4%	56.8%	57.0%	56.6%	52.9%
%销售收入	5.8%	4.6%	5.1%	4.8%	4.8%	4.8%	无形资产	163	282	625	790	923	1,030
<b>管理费用</b>	<b>-67</b>	<b>-114</b>	<b>-149</b>	<b>-193</b>	<b>-263</b>	<b>-356</b>	非流动资产	1,635	2,376	3,758	4,666	5,450	6,120
%销售收入	3.7%	4.5%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	66.6%	65.7%	68.5%	69.0%	68.4%	63.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>324</b>	<b>417</b>	<b>414</b>	<b>459</b>	<b>660</b>	<b>924</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,457</b>	<b>3,618</b>	<b>5,486</b>	<b>6,762</b>	<b>7,968</b>	<b>9,588</b>
%销售收入	18.1%	16.3%	12.0%	9.5%	10.0%	10.4%	短期借款	204	389	529	60	60	30
<b>财务费用</b>	<b>-130</b>	<b>-147</b>	<b>-80</b>	<b>-58</b>	<b>-66</b>	<b>-70</b>	应付账款	351	546	641	893	1,234	1,700
%销售收入	7.2%	5.8%	2.3%	1.2%	1.0%	0.8%	其他流动负债	59	82	116	175	238	400
<b>资产减值损失</b>	<b>4</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	流动负债	614	1,017	1,286	1,128	1,532	2,130
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	57	84	588	638	688	738
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>100</b>	其他长期负债	1,336	1,723	2,462	2,620	2,820	3,020
%税前利润	0.0%	1.2%	20.1%	17.5%	13.3%	10.2%	<b>负债</b>	<b>2,007</b>	<b>2,824</b>	<b>4,335</b>	<b>4,386</b>	<b>5,040</b>	<b>5,888</b>
<b>营业利润</b>	<b>198</b>	<b>272</b>	<b>414</b>	<b>485</b>	<b>687</b>	<b>952</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>449</b>	<b>794</b>	<b>1,150</b>	<b>2,376</b>	<b>2,929</b>	<b>3,699</b>
<b>营业利润率</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.7%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>87</b>	<b>134</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,457</b>	<b>3,618</b>	<b>5,486</b>	<b>6,762</b>	<b>7,968</b>	<b>9,588</b>
<b>税前利润</b>	<b>285</b>	<b>406</b>	<b>446</b>	<b>515</b>	<b>717</b>	<b>982</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.0%</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-42</b>	<b>-61</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-107</b>	<b>-147</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	3.022	0.960	1.040	1.093	1.521	2.084
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>345</b>	<b>374</b>	<b>438</b>	<b>609</b>	<b>835</b>	每股净资产	5.618	2.205	3.195	5.932	7.312	9.237
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	7.135	1.999	1.677	2.005	2.253	3.331
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>242</b>	<b>346</b>	<b>374</b>	<b>438</b>	<b>609</b>	<b>835</b>	每股股利	0.300	0.050	0.100	0.120	0.140	0.160
<b>净利率</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.6%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	53.79%	43.55%	32.54%	18.42%	20.80%	22.57%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.84%	9.56%	6.82%	6.47%	7.64%	8.71%
							投入资本收益率	38.86%	27.95%	15.33%	12.69%	15.25%	17.59%
							<b>增长率</b>						
<b>净利润</b>	<b>243</b>	<b>345</b>	<b>374</b>	<b>438</b>	<b>609</b>	<b>835</b>	主营业务收入增长率	39.21%	42.38%	35.17%	39.70%	36.29%	35.71%
<b>非现金支出</b>	<b>106</b>	<b>158</b>	<b>247</b>	<b>319</b>	<b>405</b>	<b>496</b>	EBIT增长率	93.16%	28.82%	-0.68%	10.79%	43.79%	40.11%
<b>非经营收益</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>163</b>	<b>-36</b>	<b>-52</b>	<b>-51</b>	净利润增长率	95.49%	43.04%	8.23%	16.94%	39.17%	37.06%
<b>营运资金变动</b>	<b>103</b>	<b>90</b>	<b>-180</b>	<b>83</b>	<b>-61</b>	<b>54</b>	总资产增长率	36.01%	47.27%	51.62%	23.26%	17.85%	20.32%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>571</b>	<b>720</b>	<b>604</b>	<b>803</b>	<b>902</b>	<b>1,334</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-269</b>	<b>-559</b>	<b>-769</b>	<b>-1,190</b>	<b>-1,158</b>	<b>-1,132</b>	应收账款周转天数	46.2	39.9	42.8	42.0	42.0	40.0
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	9.3	7.2	6.4	6.0	6.0	6.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-15</b>	<b>90</b>	<b>95</b>	<b>100</b>	应付账款周转天数	42.3	33.1	31.3	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-269</b>	<b>-554</b>	<b>-784</b>	<b>-1,101</b>	<b>-1,063</b>	<b>-1,032</b>	固定资产周转天数	283.1	278.2	309.3	273.8	234.4	193.7
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>836</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-39</b>	<b>162</b>	<b>645</b>	<b>-261</b>	<b>250</b>	<b>220</b>	净负债/股东权益	-7.20%	2.95%	42.99%	-2.90%	0.73%	-9.11%
<b>其他</b>	<b>-126</b>	<b>-220</b>	<b>-379</b>	<b>-132</b>	<b>-130</b>	<b>-143</b>	EBIT利息保障倍数	2.5	2.8	5.2	7.9	10.0	13.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-165</b>	<b>-58</b>	<b>266</b>	<b>443</b>	<b>120</b>	<b>77</b>	资产负债率	81.70%	78.06%	79.03%	64.87%	63.25%	61.42%
<b>现金净流量</b>	<b>136</b>	<b>108</b>	<b>85</b>	<b>145</b>	<b>-40</b>	<b>378</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH