

稀有航空转债，打新可以试试 ——华夏转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**10月13日晚，华夏航空股份有限公司发布公告，将于2019年10月16日发行7.90亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为81.27元，YTM为3.27%。**华夏转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.50%、第二年0.80%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年2.00%，第六年3.00%。到期赎回价格为票面面值的115%（含最后一年利息），按照中债6年期AA-企业债到期收益率6.9797%作为贴现率估算，债底价值为81.27元，纯债对应的YTM为3.27%，债底保护性一般。
- **平价为98.10元，下修条款易触发。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价10.52元/股，华夏航空10月11日的收盘价为10.32元，对应转债平价为98.10元。华夏转债的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款易触发。
- **预计华夏转债上市首日价格在106~108元之间。**按华夏航空10月12日的收盘价10.32元测算，当前华夏转债平价为98.10元。可参照的平价可比标的为尚荣转债，其平价为97.96元，当前转股溢价率为9.75%，可参照的规模可比标的是司尔转债，当前转股溢价率为8.41%。考虑到华夏航空基本面尚可，目前转债市场中无航空转债，该标的具有一定稀缺性，预计上市首日转股溢价率在9%~11%之间，对应的上市价格在106~108元区间。
- **假设配售比例为40%。**华夏航空的主要股东为华夏航空控股（深圳）有限公司、深圳融达供应链管理合伙企业、重庆华夏通融企业管理中心、深圳瑞成环境技术合伙企业，其持股比例分别为35.96%、13.88%、9.89%和6.29%。截至募集说明书签署日，周永麟（持股比例为3.33%）质押股票2000万股，庄金龙（持股比例为2.38%）质押股票1240万股。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为40%。
- **预计中签率为0.06%~0.09%。**华夏转债总申购金额为7.90亿元，若配售比例为40%，那么网上投资者申购的金额为4.74亿元，若网上申购户数为50万~80万之间，平均单户申购金额为100万元，则中签率在0.06%~0.09%之间。
- **整体来看，华夏转债债底保护性一般，AA-评级，不足8亿的发行规模，无网下申购，从这几点看吸引力一般，不过其目前的平价水平不低，打新仍能获得一定收益，同时考虑到华夏航空基本面尚可，目前转债市场中无航空转债，该标的具有一定稀缺性，因此一级打新可以参与。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjq.com.cn

10月13日晚，华夏航空股份有限公司（以下简称“华夏航空”）发布公告，将于2019年10月16日发行7.90亿元可转债，此次募集资金将用于购买2架A320系列飞机。以下我们对华夏转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、华夏转债基本要素分析

债底为81.27元，YTM为3.27%。华夏转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.50%、第二年0.80%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年2.00%，第六年3.00%。到期赎回价格为票面面值的115%（含最后一年利息），按照中债6年期AA-企业债到期收益率（2019/10/13）6.9797%作为贴现率估算，债底价值为81.27元，纯债对应的YTM为3.27%，债底保护性一般。

平价为98.10元，下修条款易触发。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价10.52元/股，华夏航空（002928.SZ）10月11日的收盘价为10.32元，对应转债平价为98.10元。华夏转债的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款易触发。

图表 1：华夏转债基本信息梳理

| | | 具体内容 |
|------|------------|---|
| 转债信息 | 转债名称/代码 | 华夏转债/128077 |
| | 发行规模 | 7.90亿元 |
| | 发行方式 | 原股东优先配售和网上通过深交所交易系统向社会公众投资者发售 |
| | 票面利率 | 第一年0.50%、第二年0.80%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年2.00%、第六年3.00% |
| | 到期赎回价格 | 票面面值的115%（含最后一期年度利息） |
| | 存续期 | 自发行之日起6年 |
| | 转股期 | 自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日 |
| | 主体/债项评级/担保 | AA-/AA-/无 |
| | 初始转股价格 | 10.52元/股 |
| | 募集资金用途 | 购买2架A320系列飞机 |
| 重要条款 | 主承销商 | 东兴证券股份有限公司 |
| | 下修条款 | 在本次发行的可转债存续期间，当公司A股股票在任意连续二十个交易日中有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。 |
| | 有条件赎回条款 | 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。 |
| | 有条件回售条款 | 在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 |

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为12.50%。若按华夏航空（002928.SZ）初始转股价10.52元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为12.50%和36.78%，流通盘具有一定摊薄压力。

图表 2：华夏转债发行申购日期表

| 日期 | 交易日 | 发行事项安排 |
|------------|-----|---|
| 2019-10-14 | T-2 | 刊登《募集说明书》及摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 |
| 2019-10-15 | T-1 | 1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 |
| 2019-10-16 | T | 1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金） |
| 2019-10-17 | T+1 | 1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购的摇号抽签 |
| 2019-10-18 | T+2 | 1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签投资者足额缴纳认购款 |
| 2019-10-21 | T+3 | 主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额 |
| 2019-10-22 | T+4 | 刊登《发行结果公告》 |

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计华夏转债上市首日价格在 106~108 元之间。按华夏航空 10 月 12 日的收盘价 10.32 元测算，当前华夏转债平价为 98.10 元。可参照的平价可比标的为尚荣转债，其平价为 97.96 元，当前转股溢价率为 9.75%，可参照的规模可比标的是司尔转债，当前转股溢价率为 8.41%。考虑到华夏航空基本面尚可，目前转债市场中无航空转债，该标的具有一定稀缺性，预计上市首日转股溢价率在 9%~11%之间，对应的上市价格在 106~108 元区间。

假设配售比例为 40%。华夏航空的主要股东为华夏航空控股（深圳）有限公司、深圳融达供应链管理合伙企业、重庆华夏通融企业管理中心、深圳瑞成环境技术合伙企业，其持股比例分别为 35.96%、13.88%、9.89%和 6.29%。截至募集说明书签署日，周永麟（持股比例为 3.33%）质押股票 2000 万股，庄金龙（持股比例为 2.38%）质押股票 1240 万股。华夏航空控股（深圳）有限公司、深圳融达供应链管理合伙企业（有限合伙）、重庆华夏通融企业管理中心（有限合伙）、深圳瑞成环境技术合伙企业（有限合伙）为胡晓军或其配偶徐为控制，构成一致行动人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为 40%。

预计中签率为 0.06%~0.09%。华夏转债总申购金额为 7.90 亿元，若配售比例为 40%，那么网上投资者申购的金额为 4.74 亿元，若网上申购户数为 50 万~80 万之间，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.06%~0.09%之间。

整体来看，华夏转债债底保护性一般，AA-评级，不足 8 亿的发行规模，无网下申购，从这几点看吸引力一般，不过其目前的平价水平不低，打新仍能获得一定收益，同时考虑到华夏航空基本面尚可，目前转债市场中无航空转债，该标的具有一定稀缺性，因此一级打新可以参与。

3、正股基本面分析

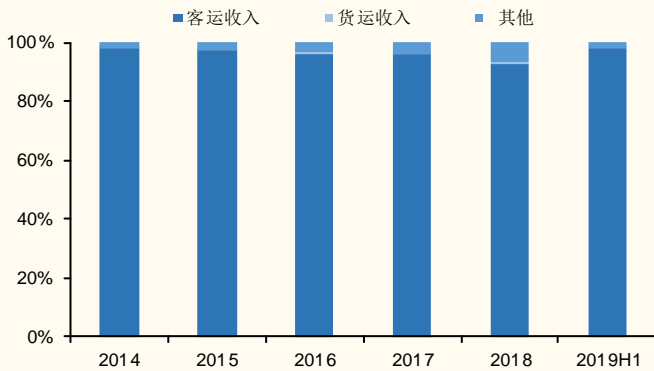
华夏航空成立于 2006 年，主要从事于航空客货运输服务，经营范围囊括国内（含港澳台）和国际航空客货运输服务，是一家专门从事支线客货运输的中外合资航空公司。公司拥有成熟的支线航空商业模式：立足于三、四线城市，与干线航空公司联合建立中国主要城市与三、四线城市之间的航空网络，提升干线到三、四线城市之间的客流量和网络内干支线航空公司的客座率和载运率。2019 年上半年，公司头等舱、超级经济舱两舱客座率同比上升 3.7 个百分点；产品开发力度加大，增值类产品能力提升明显，实现销售收入 1200 万元。

布局支线航线网络，充分挖掘市场潜力。华夏航空作为国内唯一一家长期专注于支线航空的独立航空公司，是我国支线航空商业模式的引领者和主要践行者。公司在支线航线网络、支线市场营销网络、经营模式、支线通航航点覆盖率等

方面具备明显优势，也是国内领先的支线航空品牌。2019 年上半年，公司在飞航线 148 条，国内航线 144 条，通航城市 115 个；国际支线航线 4 条，国际航点城市 3 个。公司独飞航线 136 条，占公司航线比例达 92%。公司支线航点占全部国内支线机场比例达 43%。同时，积极与其他航司在干支结合的中转联程合作，开拓支线航线网络建设。2019 年上半年，公司已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆建立了 6 个运营基地和天津、成都、兴义 3 个过夜基地，航线网络覆盖国内西南、西北、东北、华北、新疆等地区，并为配合航线建设，配备 CRJ900 系列支线飞机 38 架与 A320 系列飞机 9 架，匹配航线特点，充分挖掘市场潜力，提高经济效益。

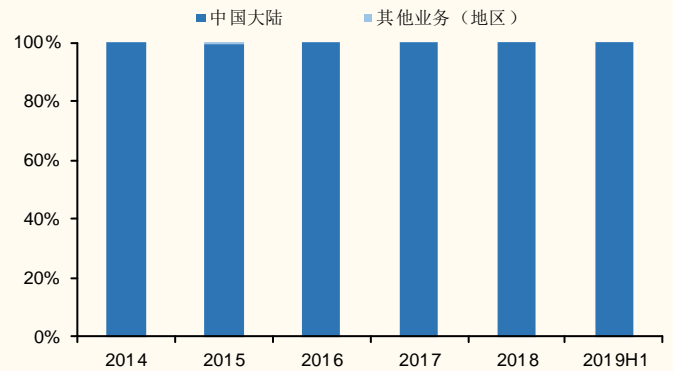
核心业务营收稳定增长，国内市场拓展明确。 客运收入是公司营业收入的核心来源。2014 年到 2018 年，客运收入从 12.66 亿元上升至 39.66 元，CAGR 约为 33.05%，营业占比长期保持在 96%。货运收入也在不断提升，2014 年到 2018 年，其收入从 0.01 亿元提升至 0.06 亿元，CAGR 为 50.82%。在市场拓展方面，公司一直专注于国内市场开拓，2014 年到 2018 年，国内市场营业收入从 12.86 亿元上升至 42.60 亿元，CAGR 高达 34.92%，其中 2018 年-2019 年上半年，公司更是把全部精力投入到国内市场上，其营收占比 100%，拓展国内市场目标明确。

图表 3：华夏航空营业收入结构—按产品 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

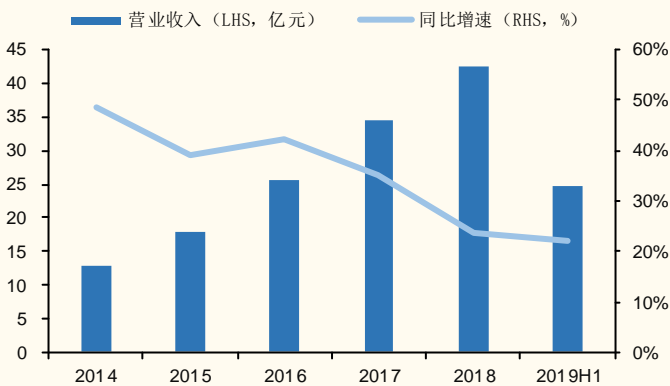
图表 4：华夏航空营业收入结构—按地区 (%)



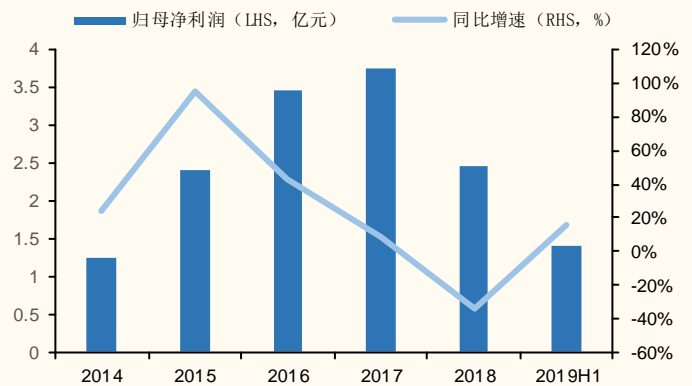
来源：公司公告，国金证券研究所

公司营业收入稳步增长，净利润出现波动。 2014 年到 2018 年，公司营业收入呈现上升趋势，从 12.87 亿元上升至 42.60 亿元，CAGR 约为 34.88%，2019 年上半年，公司营业收入为 24.78 亿元，同比增长 22.22%。在净利润方面，2014 年—2018 年，公司归母净利润从 1.24 亿元上升至 2.47 亿元，CAGR 约为 18.80%，2018 年归母净利润同比下降 33.87%，主要原因是在成本方面，航空燃油价格上升和人民币对美元汇率波动两项宏观经济因素对公司经营效益影响明显。2019 年上半年，其归母净利润出现回暖，为 1.41 亿元，同比增长 15.39%。

图表 5：华夏航空历年营收及增速 (亿元, %)



图表 6：华夏航空历年归母净利润及增速 (亿元, %)

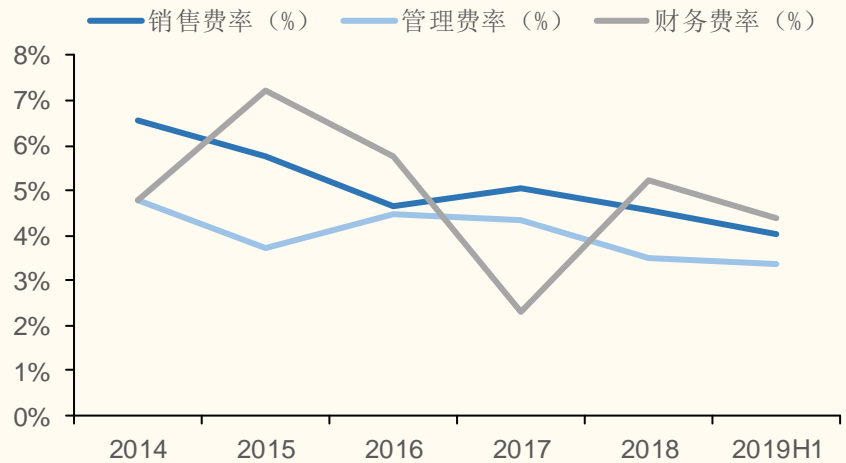


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

从三费率看，公司成本管控能力不断改善。2014 年到 2019 年上半年，公司销售费率、管理费率先持续下降，分别从 6.57%、4.78% 下降到 4.05%、3.36%，分别减少 2.5 个百分点和 1.4 个百分点。财务费率出现先降后升的现象，2015 年到 2019 年上半年，财务费率分别为 7.24%、5.77%、2.32%、5.24% 和 4.37%，2018 年财务费用同比增长 179.7%，主要原因是汇率波动影响及扩大运营规模、融资规模增大、利息支出增加导致。

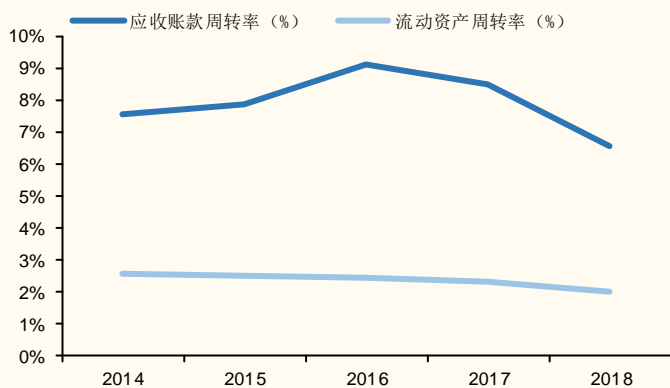
图表 7：华夏航空销售费率、管理费率先、财务费率情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

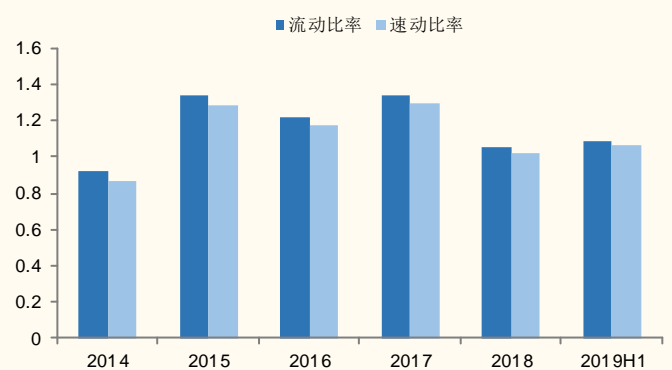
公司运营能力有所下降，偿债能力先升后降。2014 年到 2018 年，公司应收账款周转率有所下降，从 7.56% 下降至 6.60%，下降了将近 1 个百分点，存货周转率基本保持稳定，从 2.57% 轻微下降到 2.04%。在公司偿债能力方面，公司流动比率、速动比率出现先升后降的趋势，2014 到 2017 年公司流动比率、速动比率分别从 0.92、0.87 上升至 1.34、1.30，到 2019 年上半年，其比率分别下降为 1.09、1.06。

图表 8：华夏航空营运能力情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：华夏航空偿债能力情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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