

2020年04月27日

证券研究报告·公司深度报告

华夏航空 (002928) 交通运输

买入 (首次)

当前价: 12.86 元

目标价: 17.70 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

买入支线市场的广阔空间

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司系机队规模最大的支线航空公司, 支线航空市场仍处于 20% 以上的高速增长阶段, 行业龙头仍处于高增长的优质赛道。2) 长期关注公司成长性, 公司机构采购占比接近 9 成以及航线的高独飞率带来的收入端稳定性, 投资者能享受民营航司在支线航空市场需求扩张、精细化成本管理带来的超额收益。3) 短期关注油价大跌带来的业绩弹性, 与收入端刚性相对的成本端高弹性, 公司有望率先从疫情缓和完成业绩修复。
- **支线航空: 航空业高速成长的利基市场。** 复盘近十年来小型机场的成长生命轴, 百万以下客流量机场十年复合增速 19% 以及新通航机场十年复合增速 31%。同时关注需求增量的两方面特征: 新建机场均系需要政府采购与补贴培育的航点, 新建机场的腹地航空出行需求强度边际会走弱, 我们判断未来 10 年整体支线航空市场将处于 20%-25% 的增长区间。
- **华夏航空: 民营支线航司翘楚。** 公司拥有 49 架机队规模和年均 20% 以上的扩张速度。其定位支线航空市场的商业模式及明确的先发优势, 通过中转和环飞建立的支线网络沉淀了宝贵的时刻资源。通过反向运力采购与干线航司合作经营通程产品, 是对航空出行长尾需求的收割, 亦是对全行业运行效率的帕累托改进, 我们看好公司在通程产品上的可持续增长。
- **他山之石: 补贴的可持续性。** 提供抵/离本土的航空服务成本与规模效应即吞吐量相关, 而收益则与当地旅游、就业等经济发展相关, 具有典型的正外部性。实践上来看, 美国的 EAS、欧洲的 PSO, 澳大利亚的 RASS, 均采用政府补贴来保障市场化不足的特殊区域、偏远地区的航空服务。与美国支线航空龙头 SkyWest 相比, 华夏航空具备资产和运营上更高的自主性以及品牌的完整性。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2019-2021 年营收复合增速为 24.4%, 归母净利润复合增速为 30.7%, 支线航司的高成长性带来的估值溢价与当前机队规模小、规模效益弱的估值折价相对冲, 我们看好公司估值收敛于行业平均水平, 给予公司 2020 年 15 倍目标估值, 对应目标价 17.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

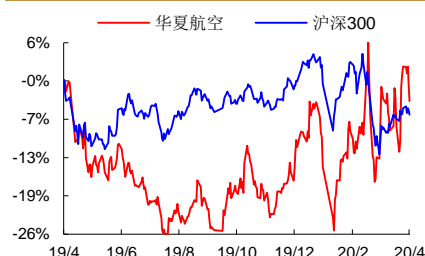
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4260.04	5415.06	6185.43	8379.22
增长率	23.54%	27.11%	14.23%	35.47%
归属母公司净利润 (百万元)	247.46	503.12	706.30	859.41
增长率	-33.87%	103.31%	40.38%	21.68%
每股收益 EPS (元)	0.41	0.84	1.18	1.43
净资产收益率 ROE	11.65%	19.52%	22.19%	22.03%
PE	31.2	15.4	10.9	9.0
PB	3.6	3.0	2.4	2.0

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.01
流通 A 股(亿股)	2.04
52 周内股价区间(元)	9.9-14.16
总市值(亿元)	77.26
总资产(亿元)	88.63
每股净资产(元)	4.06

相关研究

投资要件

关键假设

- 1) 预计华夏航空 2019-2021 年 ASK 增速 35%/15%/35%。
- 2) 2019-2021 年布油中枢分别为：64/40/40 美元，对应航油出厂价分别为 4916/3695/3695 元每吨。
- 3) 2020/2021 年末美元兑人民币汇率分别为 7.0/7.0。

我们区别于市场的观点

市场认为公司的利润构成中补贴占比较高，业绩成长性低于机队扩张速度。我们认为支线航空市场的政府采购具有普遍性、同时中国支线航司的运营独立性显著高于美国支线航司。估值上来看，支线航司的高成长性带来的估值溢价与当前机队规模小、规模效益弱的估值折价相对冲，估值理应收敛于行业的平均水平。

股价上涨的催化因素

国内疫情缓和后，公司的航线客座率将领先行业率先恢复。

估值和目标价格

DCF 绝对估值 12.8 元；相对估值给予 2020 年目标 PE 15 倍，对应 2020 年市值 106 亿，目标价 17.7 元，给予“买入”评级。

投资风险

- 1) 新冠疫情发展超预期；
- 2) 机队引进不及预期；
- 3) 油价大幅上涨；
- 4) 重大国际纠纷、战争、恐怖袭击等突发事件影响。

目 录

1 国内支线航空市场：20-25%增速的广阔市场	1
1.1 国内航空市场高度分化，前 15%机场完成 80%吞吐量	1
1.2 复盘百万以下吞吐量机场的近 10 年的发展生命轴	2
1.3 政策前景：干线收紧，加速支线机场建设规模	4
2 华夏航空：民营航司翘楚	6
2.1 华夏航空历史沿革	6
2.2 机构购买系最主要的收入特征，独飞占比高是最主要的航线特征	8
3 商业模式：成长的确切性	12
3.1 三大营运特征：机构客户，利基市场，政府补贴	12
3.2 已上市的三大民营航司数据对比	17
4 他山之石：支线航空市场正外部性	20
4.1 总量：高度市场化的美国航空市场依然通过补贴发展支线航线	20
4.2 结构：支线市场运营-运行分离，供应商属性清晰	21
4.3 估值：系统性低于干线航司	23
5 盈利预测与估值	25
5.1 盈利预测	25
5.2 绝对估值	26
5.3 相对估值	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 2019 年中国机场吞吐量结构 (横轴为机场数量, 纵轴为累计吞吐量占比)	1
图 2: 中国航空市场结构	2
图 3: 航空市场盈利的差异化特征	2
图 4: 近 10 年不同体量机场流量增速	2
图 5: 2019 年各省 100 万吞吐量以下的机场数目	3
图 6: 21 个主协调机场起降架次同比增速	4
图 7: 21 个主协调机场旅客吞吐量同比增速	4
图 8: 中/美/日人均乘机次数对比	5
图 9: 华夏航空股权机构	6
图 10: 华夏航空历年收入及其增速(亿元).....	7
图 11: 华夏航空历年归母净利润及增速(亿元).....	7
图 12: 华夏航空商业模式	7
图 13: 华夏航空在支线航空领域具有竞争优势	8
图 14: 华夏航空客运收入结构	9
图 15: 历年公司收入(百万元)及增速情况	9
图 16: 历年收入分类占比	9
图 17: 华夏航空 2019.6 航线网络	11
图 18: 公司在全国 28 个省(自治区)支线机场覆盖率%.....	13
图 19: 2014-2018 航线补贴对比营收和利润总额(百万元)	14
图 20: 航线补贴占收入和净利润比重	14
图 21: 2017-2020 主要支线航司补贴情况(万元)	14
图 22: 2020 年公司支线补贴结构图 (按区域划分)	14
图 23: 华夏航空 2018 年成本构成	15
图 24: 南方航空 2018 年成本构成	15
图 25: 2018 年华夏营业成本增长率小于 ASK 增速, 单位 ASK 成本逐年递减	15
图 26: 华夏航空机队规模	16
图 27: 机队数量持续增长, 带动公司运力稳定攀升	16
图 28: 2018 年各航空公司单位 ASK 营业成本比较 (单位: 元)	17
图 29: 华夏航空客公里收入比其他两家航司高	17
图 30: 2015-2019 上半年飞机日利用率 (小时)	18
图 31: 2015-2018 年三个航司客座率比较	18
图 32: 2014-2018 年各航司净资产收益率 ROE	18
图 33: 2015-2019H1 年各航司销售净利率 NPM	18
图 34: 华夏航空毛利率较高	19
图 35: 华夏航空净利率较低	19
图 36: 1999-2006 美国支线航空量的复合增长率为 9%.....	20
图 37: 支线航空旅客量占美国航空业比重	20
图 38: 美国近 20 年支线航空公司数量变化	20
图 39: 美国干线航司和支线航司的关系	22

图 40: SkyWest 历年营收 (千美元)	22
图 41: SkyWest 历年成本 (千美元)	22
图 42: 达美&西南&西空历史 PB (MRQ)	23
图 43: 达美&西南&西空历史 PE (LYR)	23

表 目 录

表 1: 2010 年新通航机场客流量 (单位: 人次)	3
表 2: 2017 年局方 115 号文核心内容	4
表 3: 华夏航空发展及融资	6
表 4: 华夏航空前二十大航线	10
表 5: 华夏航空历年前五大客户构成 (万元)	12
表 6: 华夏航空 2019 冬春航季时刻分布	13
表 7: 2018 年公司新疆地区支线航空补贴情况	15
表 8: 华夏航空燃油成本敏感性测算 (以 2019 年为基数)	16
表 9: 公司的飞机数量在支线航空市场占据优势	16
表 10: 民营上市航司杜邦分析	18
表 11: 从客运量的角度美国 Top6 支线航司	21
表 12: 中美支线航线补贴政策对比	21
表 13: SkyWest 机队构成	22
表 14: 2019 年 SkyWest 收入拆分	23
表 15: 美国核心机场市占率构成	24
表 16: 中国核心机场市占率构成	24
表 17: 华夏航空主营收入预测拆分	25
表 18: 华夏航空主营成本预测拆分	25
表 19: 绝对估值假设条件	26
表 20: FCFF 估值结果	26
表 21: FCFF 估值敏感性分析	26
表 22: 可比公司估值	27
附表: 财务预测与估值	28

1 国内支线航空市场：20-25%增速的广阔市场

1.1 国内航空市场高度分化，前 15%机场完成 80%吞吐量

支线航空市场一般指非主干线城市之间往来的航空市场，更加直观的定义可以参考民航局 2013 年发布的《支线航空补贴管理暂行办法》，支线航空补贴范围包括：

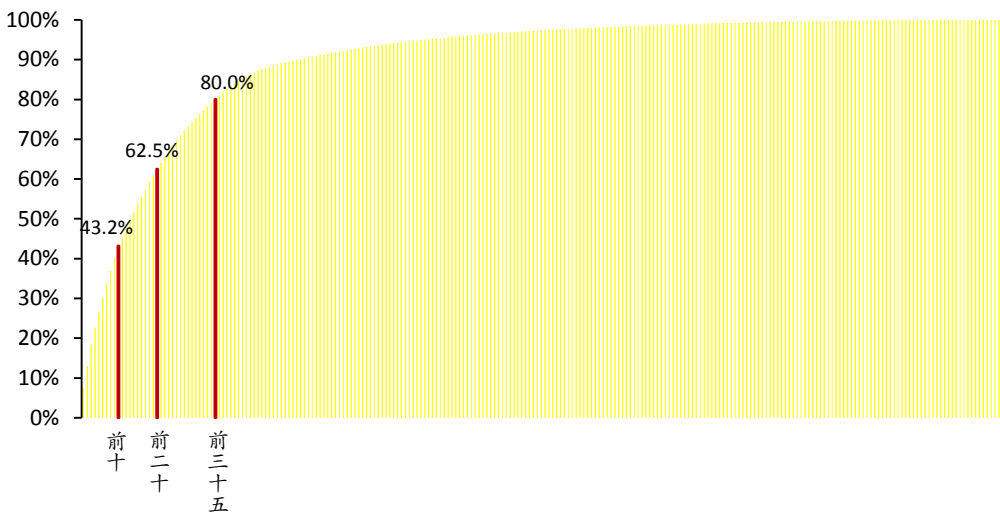
①至少有一端连接支线机场（西藏自治区内机场除外）的省（自治区）内航段，以及距离在 600 公里以内（含）的跨省（自治区、直辖市）航段。连接北京首都机场，上海虹桥、浦东机场，广州白云机场及旅游热点城市机场的航段除外。广东省内支线机场连接广州白云机场的航段纳入补贴范围。

②西藏自治区内航线，以及从西藏区内机场始发或到达的跨区航线。

③政府指定开通的支线机场连接北京、上海、广州三个城市五个机场的政策性航线。

探寻中国机场行业的流量格局，其分布的偏态程度更甚“二八分化”：根据 2019 年度民航局发布的机场统计公报，全部 239 个机场中前三十五大机场（占比 15%）完成了 10.8 亿人次的吞吐量（占比 80%）。

图 1：2019 年中国机场吞吐量结构（横轴为机场数量，纵轴为累计吞吐量占比）



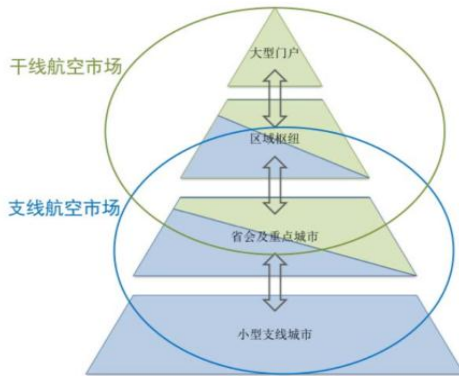
数据来源：CAAC，西南证券整理

机场流量偏态的背后是中国经济地理格局，因此国内航空业也具有典型的二元分割属性：

①核心干线市场，京、沪、穗三大城市群经济增长旺盛的航空需求与干线时刻长期瓶颈决定了航司的竞争主要在于优质时刻的积累，2017 年局方 115 号文出台后干线时刻的增速受限，2019 年起随着主要枢纽的陆域产能释放增速有所恢复。干线市场的高收益是题中应有之义，同时高客座率规模效应也带来更低的座公里成本。

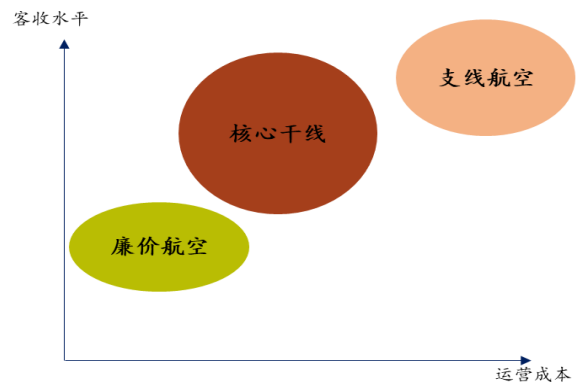
②非干线市场，相对宽松的時刻供给决定了航司的竞争主要在于低运营成本。其中，廉航市场具备高客座率、低票价的典型特征，而由政府机场等机构采购主导的支线航空市场则表现出相对高票价、低客座率的特点。

图 2：中国航空市场结构



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 3：航空市场盈利的差异化特征



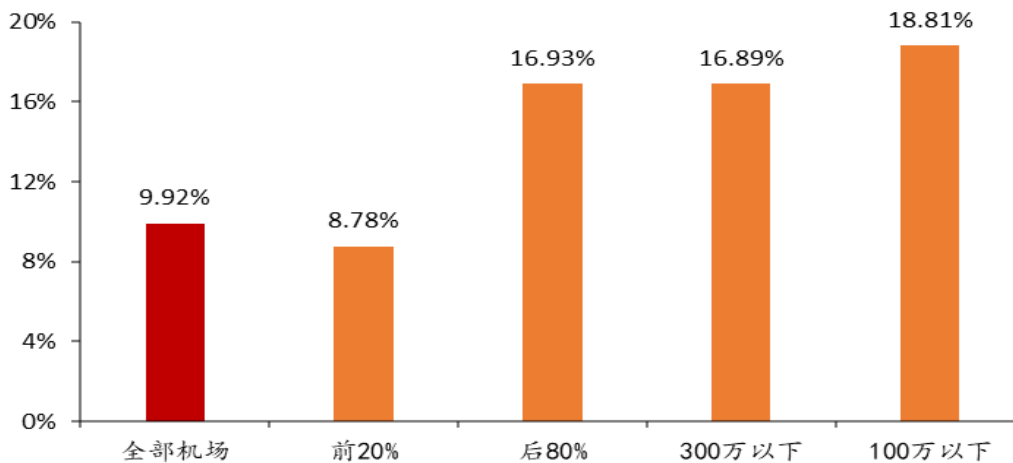
数据来源：西南证券整理

1.2 复盘百万以下吞吐量机场的近 10 年的发展生命轴

吞吐量 100 万以下机场增速是行业平均增速的 2 倍。我们以 2010 年全国 175 个机场作为考察的起点，近十年系民航业高速发展的十年，行业整体吞吐量增速为 9.9%，而吞吐量 100 万以下机场增速为 18.8%。

从行业发展阶段来看，支线航空市场处于行业发展的成长阶段，行业高增长与通过政府运力采购形式来拓展培育市场是支线航空两大典型特征。

图 4：近 10 年不同体量机场流量增速



数据来源：CAAC，西南证券整理

小机场尤其是刚刚通航的机场，正是支线航空经营者最佳的施展天地，我们考察了 2010 年刚通航的九个机场：二连浩特/塞乌苏，鞍山/腾鳌，固原/六盘山，唐山/三女河，博乐/阿拉山口，吐鲁番/交河，淮安/涟水，阿里/昆莎，黔江/武陵山。经过十年的发展，大多数机场均达到了 30 万以上吞吐量级别，淮安涟水机场达到了 200 万客流量的体量。

考虑到初始年份吞吐量数据的不稳定性，我们考察了从通航次年即 2011 年发展到 2019 年这 9 年来的复合增长率（鞍山以 2010 年为基数），具体如下表所示：

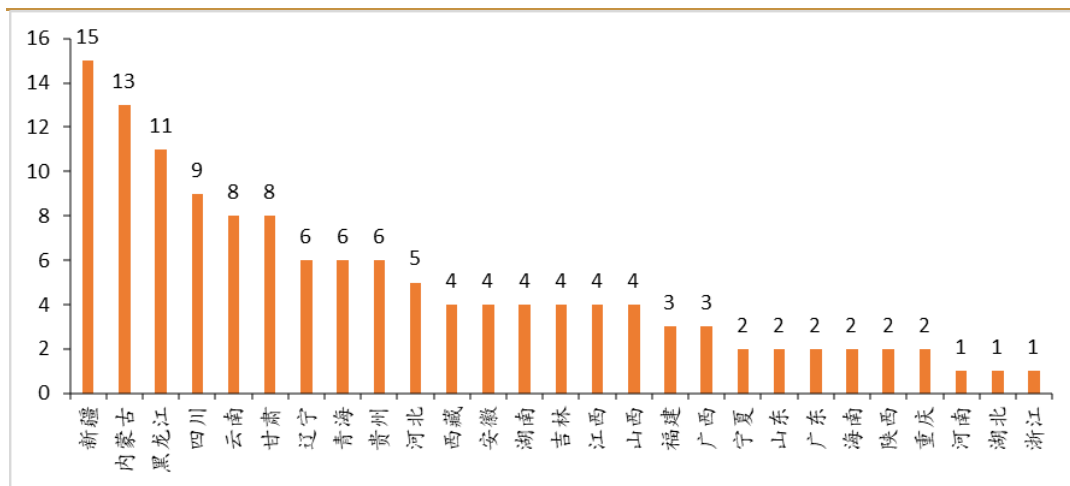
表 1: 2010 年新通航机场客流量 (单位: 人次)

	二连浩特 /塞乌苏	鞍山 /腾鳌	固原 /六盘山	唐山 /三女河	博乐 /阿拉山口	吐鲁番 /交河	淮安 /涟水	阿里 /昆莎	黔江 /武陵山
2010	47,005	24,607	5,283	14,895	11,798	1,224	39,174	6,434	1,258
2011	79,725	319	28,828	151,051	18,397	8,424	230,462	9,350	21,686
2012	104,650	16,134	17,126	166,897	27,538	19,417	346,867	18,166	83,832
2013	98,102	6,361	25,633	180,660	48,672	18,876	404,776	27,852	95,602
2014	88,088	121,699	35,464	210,797	77,471	9,011	516,106	41,345	119,557
2015	118,645	145,016	55,963	251,206	124,676	26,921	504,753	60,981	142,649
2016	121,788	152,647	107,358	240,999	129,030	55,373	861,533	62,341	153,443
2017	163,111	199,279	157,183	519,164	134,269	147,653	1,286,369	66,342	288,749
2018	205,826	260,922	226,235	574,333	168,933	193,069	1,516,272	75,028	409,902
2019	231,969	182,555	379,418	505,175	303,664	341,953	2,347,566	90,898	498,128
2019 年 YOY	12.7%	-30.0%	67.7%	-12.0%	79.8%	77.1%	54.8%	21.2%	21.5%
通航以来 CAGR	14.3%	24.9%	38.0%	16.3%	42.0%	58.9%	33.7%	32.9%	48.0%

数据来源: CAAC, 西南证券整理

大多数新通航的机场都迎来了 10 年超过 30% 复合增速的客流量增长, 但是流量增长的波动亦很大。如果将这 9 个机场作为一个整体, 10 年间吞吐量的复合增长率为 31.4%, 同时我们发现这九个机场 2019 年的增速分化显著, 其中亦有 2 家机场负增长, 其根源是区域经济增长的分化。可以看出整体的高增速和个体的分化是新投产机场群的典型流量特征。

百万以下吞吐量机场的省域分布也表现出典型的西部地区、东北地区数量多的特征, 这由当地相对稀疏的人口分布决定。

图 5: 2019 年各省 100 万吞吐量以下的机场数目


数据来源: CAAC, 西南证券整理

1.3 政策前景：干线收紧，加速支线机场建设规模

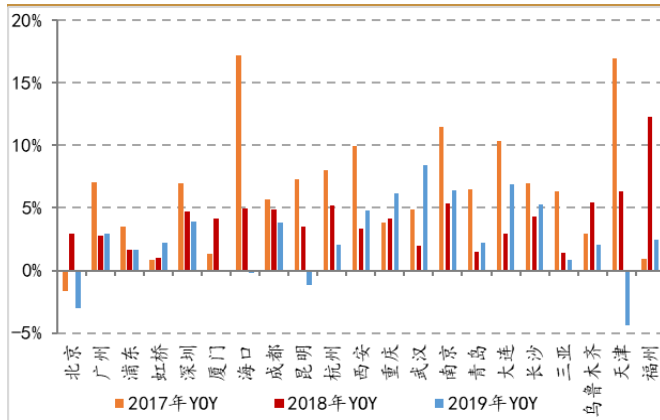
空域资源约束、低准点率引发的局方时刻总量管控。在军航体制下，中央军委负责实施全国的飞行管制，民航局本身并没有空域的管理权，只负责固定民航航路的指挥和协调，空军随时可以取消民航飞行许可。从定量角度，我国约 20-30%的空域开放给民航使用，空域资源较为紧张。上述供给瓶颈与高速增长的航空需求之间的矛盾使得中国航空准点率显著下降、事故征候明显增加，恶劣天气时飞机正常率的脆弱性极大的影响了消费者的航空出行体验。2017 年民航局提出了旨在提高航班正常性和安全性的时刻总量控制政策，陆续发布了《航班正常管理规定》、《2017 年航班正常考核指标和限制措施》、《关于把控运行总量调整航班结构，提升正点率的若干政策措施》(115 号文)。

表 2：2017 年局方 115 号文核心内容

115 号文核心内容	
协调机场容量调节标准	调增机场容量标准：最近一年内未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件以及最近一年内放行正常率至少有 9 个月不低于 80%。
	调减机场容量标准：放行正常率在最近一年内、有 9 个月低于 70%；因机场不停航施工、机场净空环境破坏导致机场保障能力明显下降。
总量把控	以上一个同航季的时刻总量为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线(黑龙江黑河至云南腾冲线)东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。

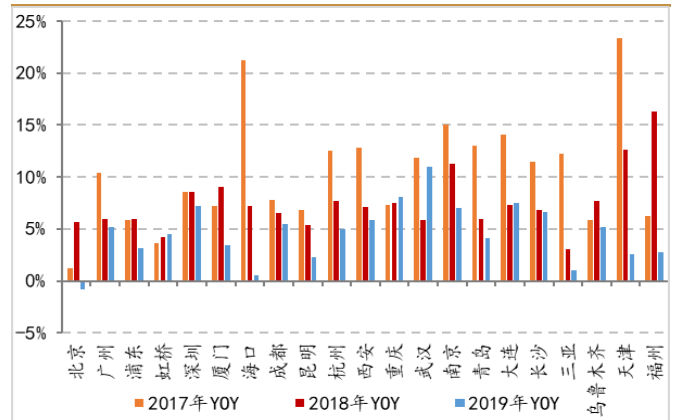
数据来源：CAAC，西南证券整理

图 6：21 个主协调机场起降架次同比增速



数据来源：CAAC，西南证券整理

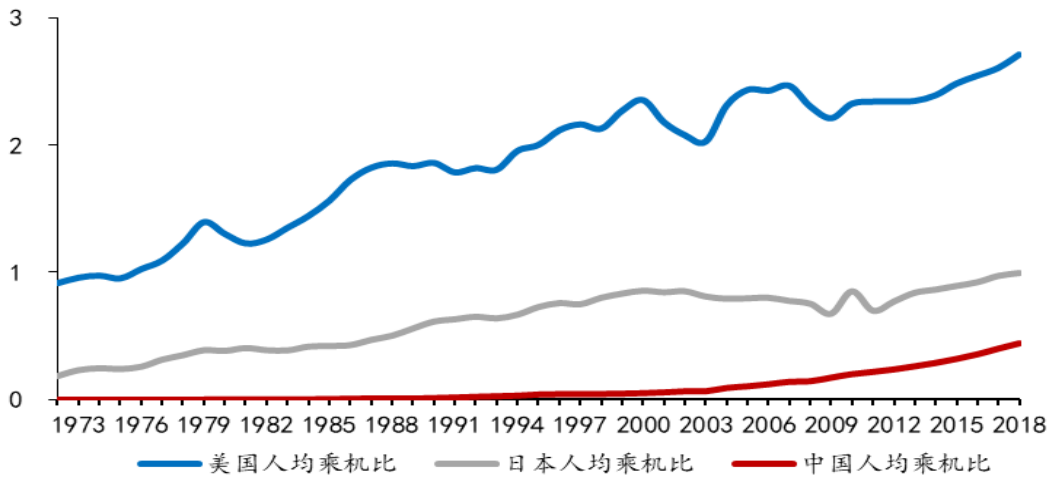
图 7：21 个主协调机场旅客吞吐量同比增速



数据来源：CAAC，西南证券整理

与干线受控相对的是鼓励支线航空大发展的政策导向。

中期看，根据发改委与民航局 2017 年发布的《全国民用运输机场布局规划》，预计到 2025 年全国民用运输机场规划布局 370 个。这一数据较 2019 年末的 249 个增加 121 个 (+48.6%)。

图 8：中/美/日人均乘机次数对比


数据来源：Wind, 西南证券整理

更长期来看，2018 末民航局发布的《新时代民航强国建设行动纲要》中指出到 2035 年力争达成的 2 个指标：①是航空渗透率指标，人均航空出行次数超过 1 次，较 2019 年末的人均乘机数 0.47 翻倍；②是基础设施指标，预计 2035 年运输机场数量达到 450 个左右，在地面 100 公里覆盖所有县级行政单元，较 2019 年增长 80%。

综合以上的分析，百万以下客流量机场十年复合增速 19%以及新通航机场十年复合增速 31%。同时关注增量的两方面特征：一方面，新建机场均系需要政府采购与补贴培育的航点，另一方面，未来新建机场的腹地航空出行需求强度边际会走弱，我们判断未来 10 年整体支线航空市场将处于 20%-25%的增长区间。

2 华夏航空：民营航司翘楚

2.1 华夏航空历史沿革

华夏航空股份有限公司是中国第一家专门从事支线航空客货运输的航空公司，于 2006 年 4 月正式成立，9 月实现首飞，在贵阳龙洞堡国际机场、重庆江北国际机场、大连周水子国际机场、呼和浩特白塔国际机场、西安咸阳国际机场均设有基地公司。以巴迪宇航公司生产的 CRJ900NextGen 支线喷气式飞机为主力运营机型，并从 2017 年起逐步引入 A320 执飞高旅客量的成熟航线。

表 3：华夏航空发展及融资

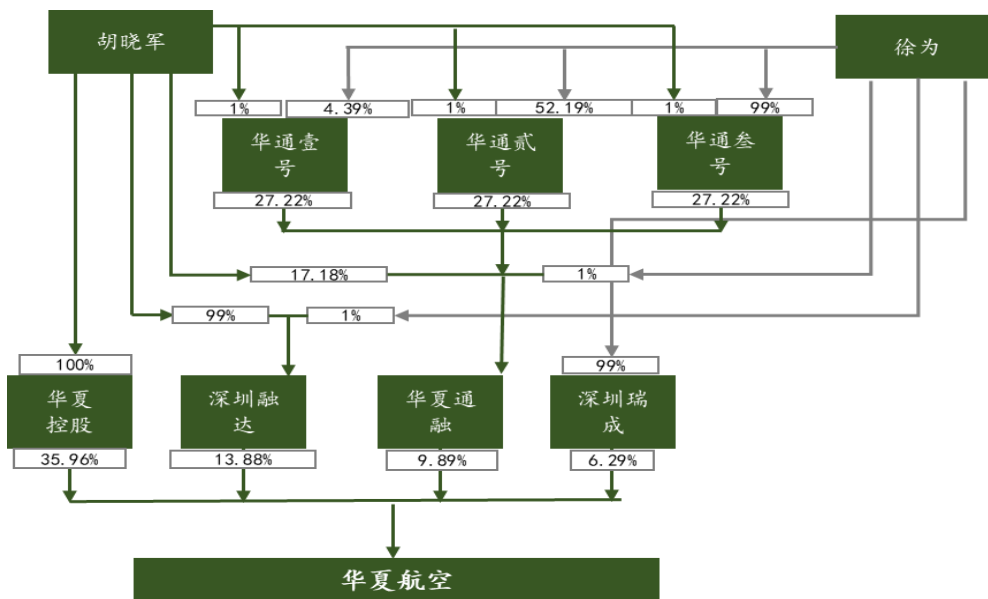
华夏航空发展及融资	
2006 年 4 月	华夏航空在贵阳市注册成立，同年 9 月在贵州黎平完成首航
2012 年	华夏航空引进国内首架 CRJ900 支线客机飞抵重庆江北国际机场
2018 年 3 月	华夏航空在上海证券交易所上市（代码 002928），募资 8.4 亿元
2019 年 10 月	发行可转债（代码 128077），募资 7.9 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构方面，华夏航空控股有限公司持有上市公司 40% 的股权，是公司的控股股东，上市公司实际控制人为董事长胡晓军先生。

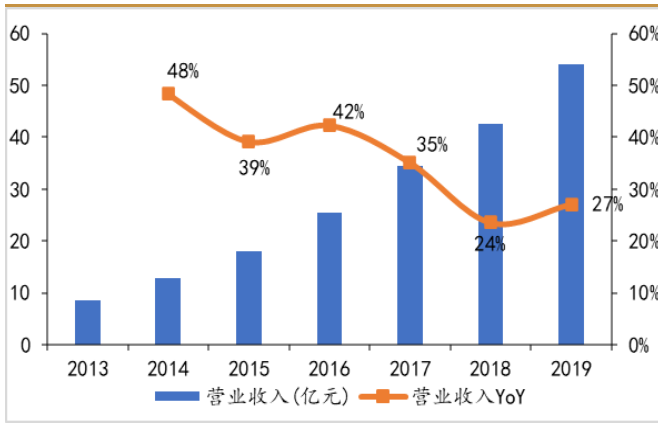
2019 年 10 月，公司发行规模为 7.9 亿元的“华夏转债”（代码 128077），募集资金拟用于购买 2 架 A320 系列飞机，转股期自 2020 年 4 月 22 日-2025 年 10 月 16 日止。以初始转股价格 10.52 元计算，可转债全额转股后可转换股票数量为 0.75 亿股，较公司目前 A 股总股本 6.01 亿股的比例为 12.5%。

图 9：华夏航空股权结构



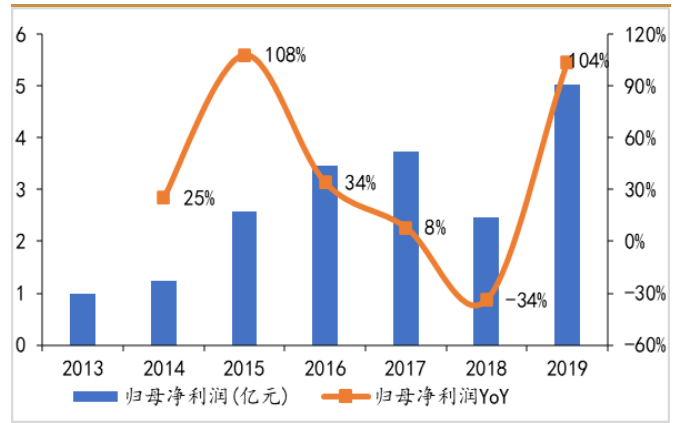
数据来源：可转债募集书，西南证券整理

图 10: 华夏航空历年收入及其增速(亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 华夏航空历年归母净利润及增速(亿元)

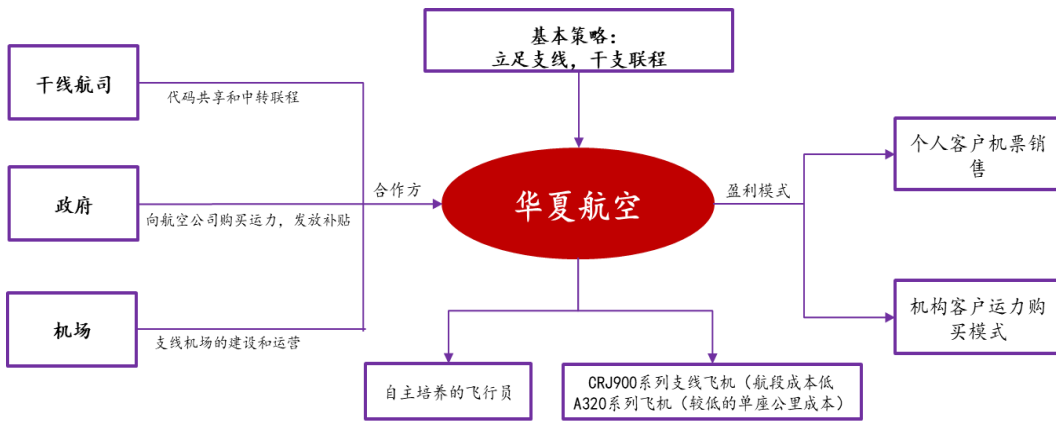


数据来源: Wind, 西南证券整理

华夏航空的基本策略是立足于三、四线城市, 以干支结合为切入点, 将支线航空多样化的需求集中在就近枢纽, 通过枢纽对接国内业已成型的骨干网络, 实现中转联程, 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, 将航空发展的方向扩展至干线航空无法触及到的众多地区, 在干线航空网络之外形成错位竞争的优势。

华夏航空通过与干线航司, 政府和机场三方合作进行经营发展。与干线航司的合作分两类: 1) 代码共享, 指航司双方在各自的销售渠道中, 以自己的航班编号, 销售实际由对方承运的航班。2) 中转联程, 指华夏航空的支线航班与干线航班打包销售, 旅客只需在华夏航空购买一张机票, 便包含了两家航空公司运营的支线与干线两段航班。

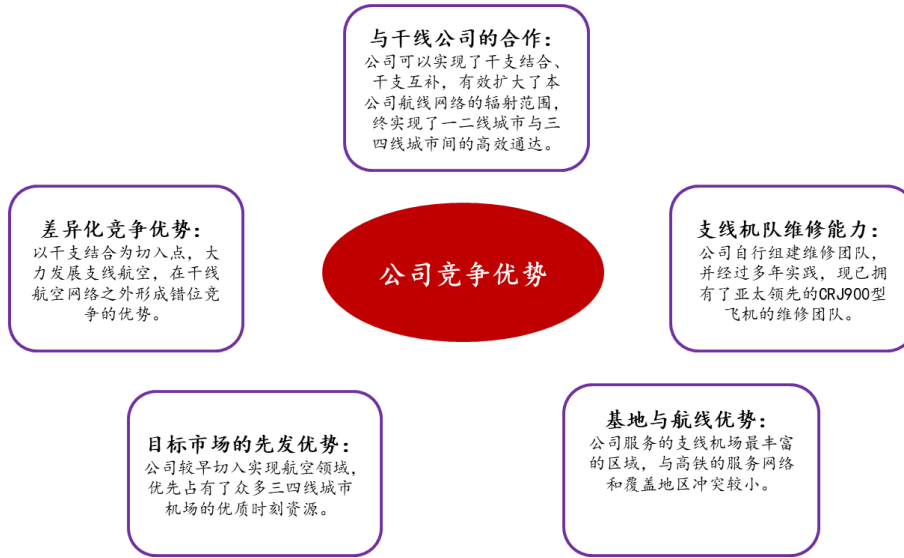
图 12: 华夏航空商业模式



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

经营资产上, 机队/时刻/飞行员资源均独立, 收入构成主要包括个人客户机票销售和机构客户运力购买。

图 13: 华夏航空在支线航空领域具有竞争优势



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

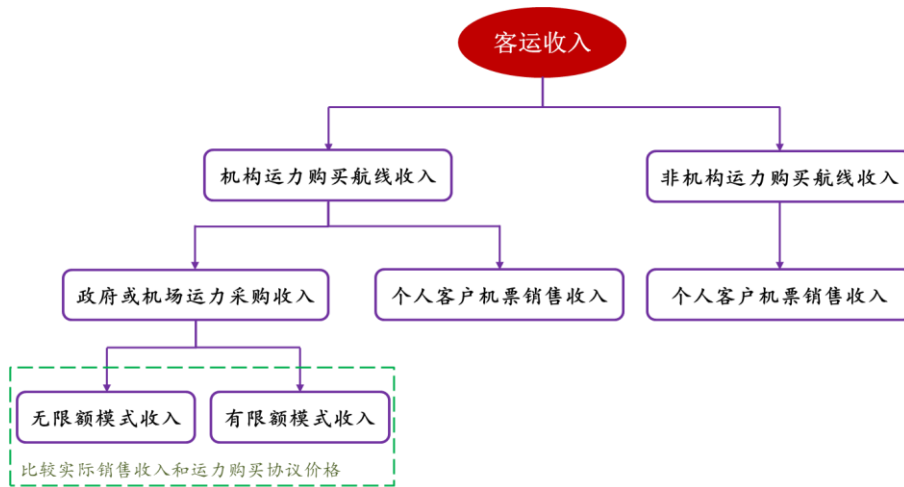
2.2 机构购买系最主要的收入特征, 独飞占比高是最主要的航线特征

华夏航空的客运收入在年报口径下区分为**个人客户机票销售**和**机构客户运力购买**两类。个人客户机票销售模式中按航线是否与机构客户签订运力购买协议, 分为了“机构运力购买航线下的个人客户机票销售”和“非机构运力购买航线下的个人客户机票销售”。

机构客户运力购买模式是支线航空领域运营的通常模式, 华夏航空与地方政府或机场签订运力购买协议, 明确购买公司相应每个航班的运力总价; 每个结算期末公司与机构客户进行核对, 如果实际销售的机票收入低于机构客户当期运力购买的总和, 则由机构客户将差额支付给公司; 如果实际销售的机票收入高于机构客户当期运力购买的总和, 则公司将超过部分的收入支付给机构客户。

当实际销售的机票收入低于机构客户当期运力购买的总额时, 按机构客户向公司支付该差额是否存在上限规定, 机构客户购买运力还具体分为**有限额模式**和**无限额模式**。即在无限额模式下, 机构客户向公司支付全部的差额; 而在有限额模式下, 机构客户向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, 机构客户也不会向公司支付额外的费用。

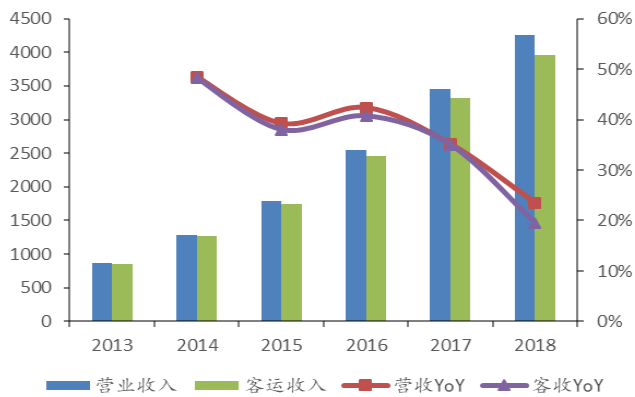
图 14: 华夏航空客运收入结构



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

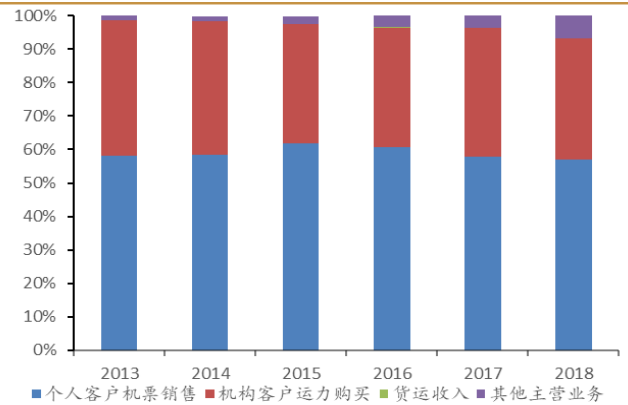
在 2018 年, 客运收入占营业收入比重为 93.1%。其中个人客户机票销售为 24.23 亿, 增速为 30%, 机构客户机票购买为 15.43 亿, 增速为 28%。收入构成方面, 公司目前完全承担行业需求波动的自营业务占比约 10%, 运力采购模式占比约 90%, 收入端具备 toB 定价的高确定性特征。

图 15: 历年公司收入(百万元)及增速情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 历年收入分类占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据民航局 2019 年冬春航季时刻表统计, 公司航线覆盖全国 82 个机场, 执飞国内航线 154 条, 其中独飞航线 136 条、独飞率为 88%。公司建立了重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安和新疆六大运营基地, 其中重庆江北国际机场为总部基地。我们观察公司前二十大航线, 具有明显的区域特征:

表 4：华夏航空前二十大航线

序号	机场 1	机场 2	每周航班数	执飞机型	航距 (km)	飞行小时
1	贵阳龙洞堡	兴义万峰林	60	CR9	305	0.9
2	兴义万峰林	贵阳龙洞堡	60	CR9	305	0.9
3	贵阳龙洞堡	毕节飞雄	21	CR9	156	0.8
4	毕节飞雄	贵阳龙洞堡	21	CR9	156	0.8
5	呼和浩特白塔	乌兰浩特	21	CR9	1372	1.8
6	乌兰浩特	呼和浩特白塔	21	CR9	1372	1.8
7	呼和浩特白塔	二连浩特赛乌素	21	CR9	296	0.9
8	二连浩特赛乌素	呼和浩特白塔	21	CR9	296	0.9
9	贵阳龙洞堡	荔波	14	CR9	280	0.8
10	荔波	贵阳龙洞堡	14	CR9	280	0.8
11	固原六盘山	银川河东	14	CR9	350	0.8
12	银川河东	固原六盘山	14	CR9	350	0.8
13	呼和浩特白塔	通辽	14	CR9	1090	1.8
14	通辽	呼和浩特白塔	14	CR9	1090	1.8
15	呼和浩特白塔	满洲里西郊	14	CR9	1074	2.1
16	满洲里西郊	呼和浩特白塔	14	CR9	1074	2.1
17	巴彦浩特	呼和浩特白塔	14	CR9	581	1.3
18	呼和浩特白塔	巴彦浩特	14	CR9	581	1.3
19	天水麦积山	西安咸阳	14	CR9	267	1.0
20	西安咸阳	天水麦积山	14	CR9	267	1.0

数据来源：Pre-flight，西南证券整理

股权上的独立性有助于与干线航司中转联程航线的合作

华夏航空得益于作为一家独立的支线航空承运人，可以同时与国内三大航空集团及其他航空公司分别开展合作，不受航空集团或航空联盟的限制。通过与干线公司的广泛合作，建立起在枢纽机场的高网络覆盖率，加上高频次支线航线，将航班资源进行有效组合，真正实现了干支结合、干支互补，有效扩大了公司航线网络的辐射范围。

通过反向采购运力，与干线航司合作经营通程产品，是对航空出行长尾需求的收割，亦是对全行业运行效率的帕累托改进，我们看好公司在通程产品上的可持续增长。

图 17: 华夏航空 2019.6 航线网络



数据来源: 可转债募集书, 西南证券整理

疫情下短期业绩受冲击, 料将率先行业修复业绩

根据公司 2020Q1 的业绩预告, 预计 Q1 归母净利润亏损 0.91 亿~1.16 亿元, 同比 2019Q1 归母净利润减少约 2 亿元。

我们认为新冠疫情对高经营杠杆航空业的冲击是全方位的, 航班取消带来的飞机日利用率下滑, 但航司的折旧、租赁、人工和财务等成本相对固定, 全行业亏损在所难免。Q1 航空业客运量同比下降约 54.5%, 其中 1-3 月航空客运量分别下降 5.3%、84.5%、73.4%, 盈利方面根据局方新闻发布会 Q1 全行业累计亏损 398.2 亿元, 其中, 航空公司亏损 336.2 亿元, 在此情形下, 华夏航空预亏 1 亿左右, 预计为受损最小的上市航司。

考虑到公司国内航线占比系 93.9%, 而当前国内疫情控制好于海外, 同时运力采购模式对航班收入确认有保底, 我们判断 Q2 开始公司的业绩将随国内航空需求复苏和航油价格大跌而修复。

3 商业模式：成长的确定性

3.1 三大营运特征：机构客户，利基市场，政府补贴

特征①机构客户

前文所述，华夏航空的客运收入 90% 系机构购买，与三大航零售客户为主相比华夏航空的收入具备典型的机构占主导的特征。

表 5：华夏航空历年前五大客户构成（万元）

期间	客户名称	收入金额	占营收比重
2019 上半年	西部机场集团天水机场有限公司	5,532	2.23%
	黔西南州兴义名航有限责任公司	4,270	1.72%
	固原市人民政府	3,656	1.48%
	阿拉善盟行政公署	3,593	1.45%
	巴音郭楞蒙古自治州人民政府	2,874	1.16%
	合计	19,926	8.04%
2018 年	西部机场集团天水机场有限公司	10,960	2.57%
	黔西南州兴义名航有限责任公司	8,526	2.00%
	阿拉善盟行政公署	7,551	1.77%
	固原市人民政府	7,039	1.65%
	铜仁市人民政府	6,946	1.63%
	合计	41,021	9.63%
2017 年	包头市人民政府	10,203	2.96%
	铜仁市人民政府	9,968	2.89%
	西部机场集团天水机场有限公司	9,737	2.82%
	黔西南州兴义名航有限责任公司	7,068	2.05%
	内蒙古自治区兴安盟行政公署	6,754	1.96%
	合计	43,729	12.68%
2016 年	西部机场集团天水机场有限公司	5,643	2.21%
	梧州市人民政府	5,308	2.08%
	毕节市人民政府	5,131	2.01%
	固原市人民政府	4,270	1.67%
	内蒙古自治区兴安盟行政公署	4,224	1.66%
	合计	24,575	9.63%
2015 年	毕节市人民政府	5,670	3.17%
	西部机场集团天水机场有限公司	4,038	2.26%
	梧州市人民政府	4,031	2.25%
	内蒙古自治区兴安盟行政公署	3,143	1.76%
	内蒙古呼伦贝尔市民航机场有限责任公司	2,666	1.49%
	合计	19,548	10.93%

数据来源：公司招股书，可转债募集书，西南证券

特征②利基市场

截至 2019 年 6 月末, 公司共执飞航线 148 条, 其中绝大部分始发机场为重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安和新疆 6 个飞行基地之一, 根据民航局预先飞行管理系统数据披露, 六大基地的时刻总和占据公司时刻资源的 30%, 同时公司在小机场如库尔勒、新义、毕节等具备最高的时刻份额。

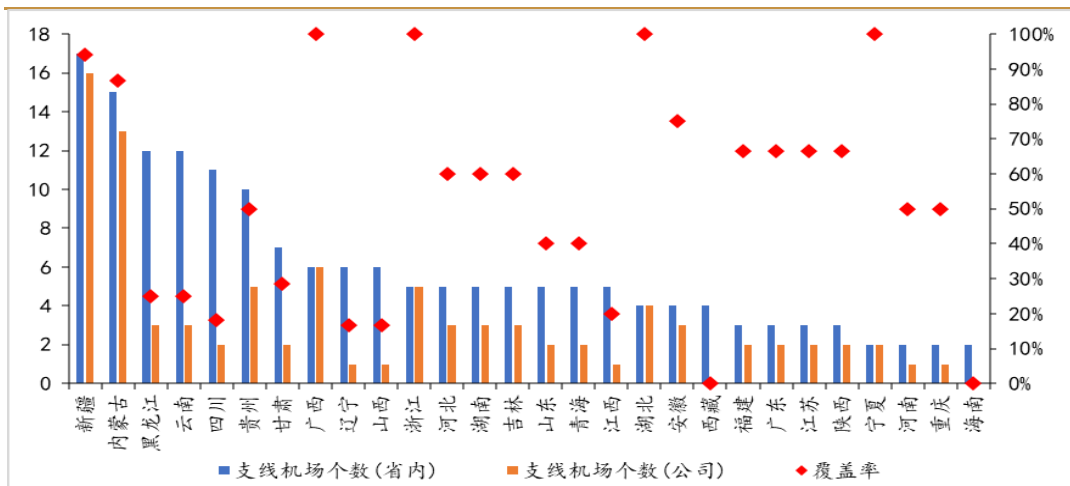
表 6: 华夏航空 2019 冬春航季时刻分布

基地	市场份额	占华夏航空时刻比重	
六大基地	重庆	6.1%	8.0%
	贵州-贵阳	10.3%	7.7%
	新疆-呼和浩特	15.4%	6.4%
	新疆-库尔勒	39.1%	3.8%
	辽宁-大连	3.6%	2.2%
	陕西-西安	1.1%	1.6%
其他高市占率机场	贵州-新义	49.2%	3.6%
	贵州-毕节	46.1%	2.7%
	新疆-阿克苏	30.2%	2.5%
	内蒙-包头	25.2%	2.4%

数据来源: Pre-flight, 西南证券

2019 年, 公司在国内 111 个机场运营, 其中 87 个机场属支线机场。公司在新疆和内蒙古地区大量布局, 覆盖率分别为 94.1% 和 84.7%, 包括黑龙江, 云南, 四川和贵州在内的地区支线机场众多, 公司在这些地区有望提升机场覆盖率。

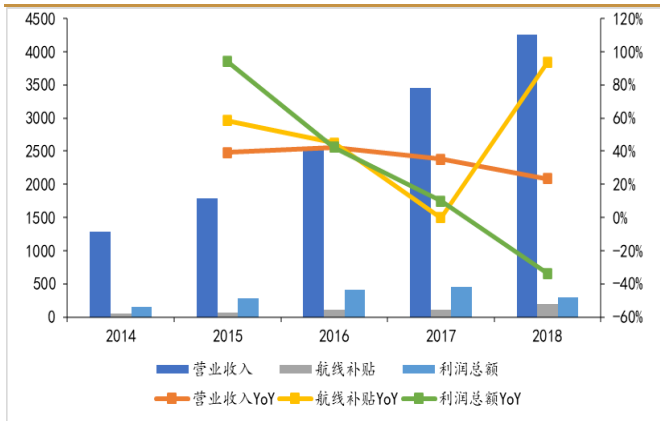
图 18: 公司在全国 28 个省(自治区)支线机场覆盖率%



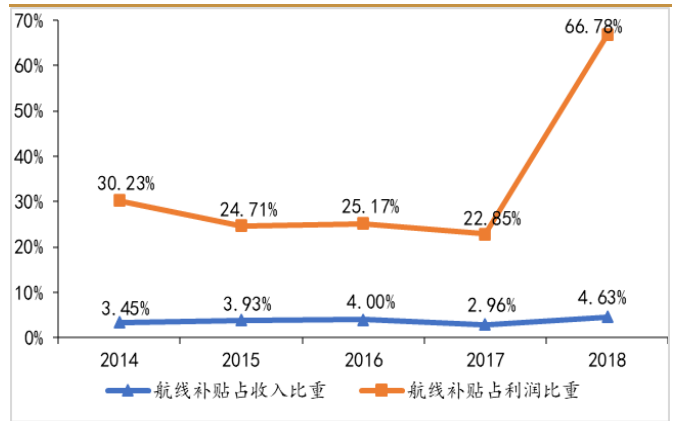
数据来源: 西南证券整理

特征③政府补贴

支线航司的航线补贴包括民航局的支线航空补贴以及地方政府的补贴。从 2014-2018 年, 华夏航空航线补贴分别为 0.44/0.70/1.02/1.02/1.97 亿元, 2017 年之前补贴占利润的比重维持在 20%-30% 的区间, 2018 年由于经营利润下滑, 航线补贴占利润的比重陡增。

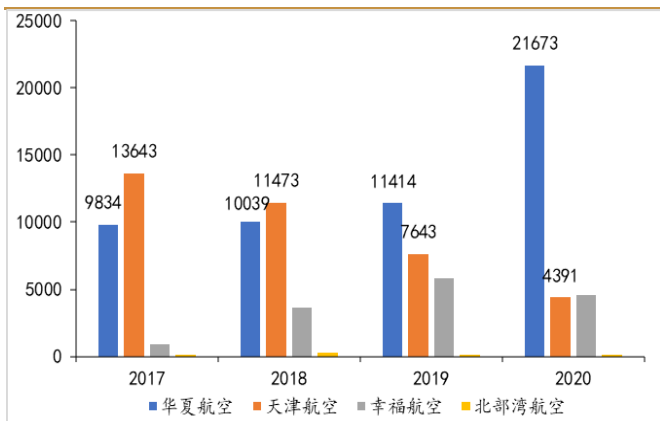
图 19: 2014-2018 航线补贴对比营收和利润总额(百万元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

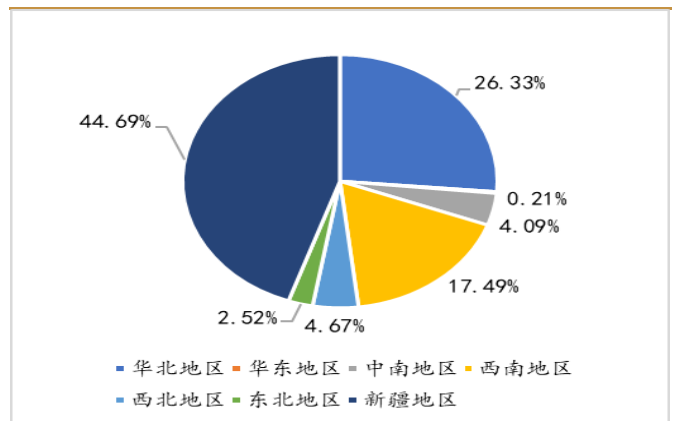
图 20: 航线补贴占收入和净利润比重


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

在近五年的高速增长下, 华夏航空获得的补贴在四家支线航司中跃居到第一位。根据局方发布的《2020年支线航空补贴预算方案》, 预计华夏航空今年可以获得2.2亿元补贴, 在所有49家获得支线补贴的航司中排名第一。从结构上看, 2020年公司在新疆地区, 华北地区和西南地区分别获得0.96, 0.57和0.38亿元的航线补贴, 占比分别为44.69%, 26.33%和17.49%。

图 21: 2017-2020 主要支线航司补贴情况(万元)


数据来源: CAAC, 西南证券整理

图 22: 2020 年公司支线补贴结构图 (按区域划分)


数据来源: CAAC, 西南证券整理

可以看出2018年华夏航空航线补贴主要的增量0.8亿元来源系新疆地区, 我们认为这是公司航线拓展的努力与新疆地区政府鼓励支线航空发展的政策导向一拍即合的结果。根据2018年6月新疆维吾尔自治区人民政府办公厅新政办发[2018]63号《关于印发自治区支线航空补贴暂行规定的通知》, 新疆支线航空补贴原则为:

- 1) 自治区财政仅对自治区范围内各支线机场之间的环(串)飞航线给予补贴, 不含各支线机场到乌鲁木齐机场、各支线机场到区外机场的航线。
- 2) 对于支线航线年平均客座率达到60%以上的不予补贴;
- 3) 支线航线补贴标准为“自治区按照南疆(含东疆)支线机场之间互飞每起降一次补贴2万元标准、北疆支线机场之间互飞每起降一次补贴1万元标准、南疆(含东疆)与北疆支线机场之间互飞每起降一次补贴1.5万元标准给予定额补贴。每个区间每日只补贴一班。

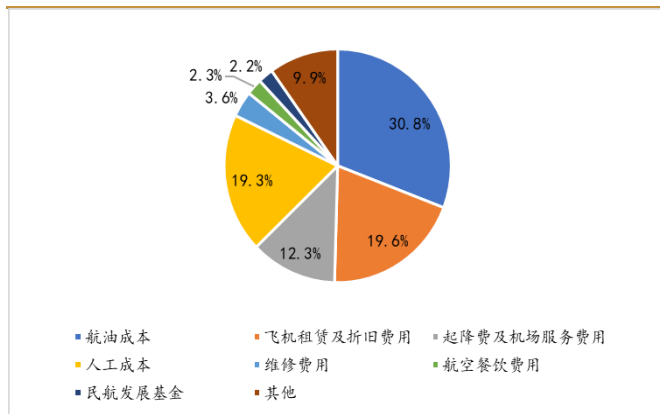
表 7: 2018 年公司新疆地区支线航空补贴情况

时间	航段	班次	补贴金额(万元)
第二季度	13	1219	1462.8
第三季度	13	1701	2731
第四季度	23	2496	3611.6
全年合计		5416	7805.4

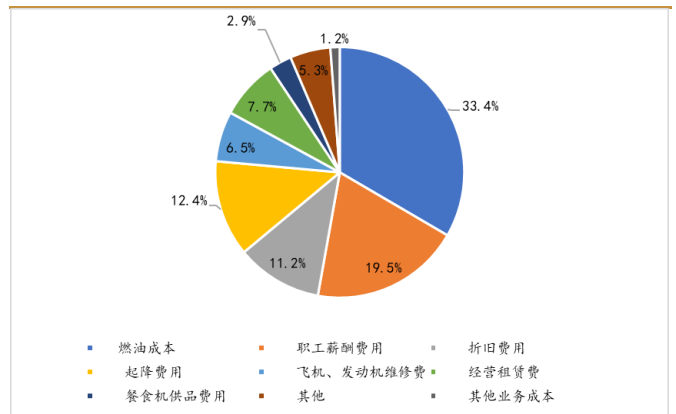
数据来源: 可转债募集书, 西南证券整理

成本构成: 布油价格跌至 50 美元中枢利润增厚 46.6%

与收入端近 90% 的机构采购收入相比, 华夏航空在运营端保持了运营资产/成本的完整性, 这点与美国的支线航司具备显著不同。从成本结构上看, 华夏航空与大航司几乎完全相同。

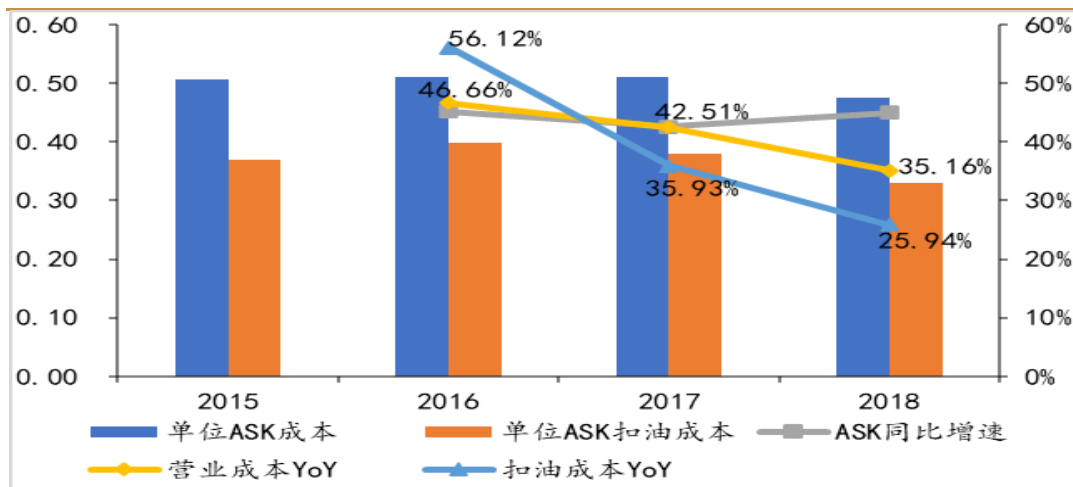
图 23: 华夏航空 2018 年成本构成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 南方航空 2018 年成本构成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从 2015 年起, 华夏航空的 ASK 同比增速基本保持稳定。2018 年航油成本显著上升, 扣油成本下降的幅度明显大于营业成本的下降, 但 ASK 同比增速大于营业成本 YOY, 单位 ASK 成本和单位 ASK 扣油成本依旧减少。

图 25: 2018 年华夏营业成本增长率小于 ASK 增速, 单位 ASK 成本逐年递减


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

成本的高弹性使得公司具备享受燃油成本大幅下跌时收益。

表 8: 华夏航空燃油成本敏感性测算 (以 2019 年为基数)

布油价格 (美元)	40	45	50	64.4	70
燃油成本变动 (亿元)	-5.3	-4.2	-3.1	0.0	1.2
净利润	9.0	8.2	7.4	5.0	4.1
敏感性	79%	63%	47%	0%	-18%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

支线航空机队规模第一并保持稳定增长

目前华夏航空机队数量为 49 架, 远超支线航空机队数量第二名的幸福航空, 公司执飞的支线机型系庞巴迪公司生产的 CRJ900 型支线客机。未来主要引进机型为 A320, 2019 年底有 11 架 A320 在役, 预计未来每年的引进数在 4-5 架。A320 机型具备较低的单座公里成本的特点, 公司将用之来承接 CRJ900 培育相对成熟的市场。我们熟知的廉航龙头春秋航空就系全 A320 机队。

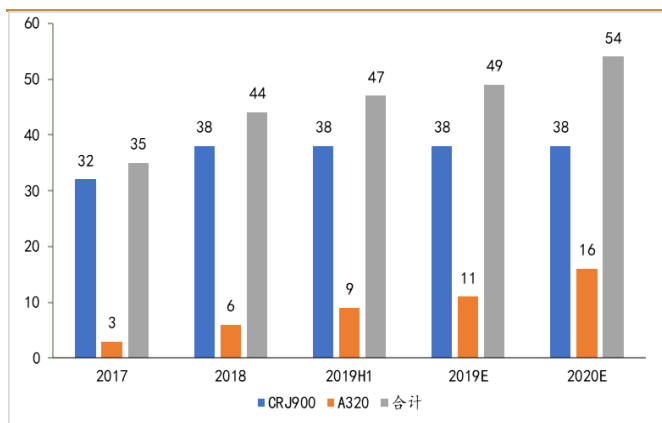
表 9: 公司的飞机数量在支线航空市场占据优势

支线航司	支线飞机	窄体机	总计
华夏航空	38	11	49
幸福航空	25	3	28
北部湾航空	17	10	27

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

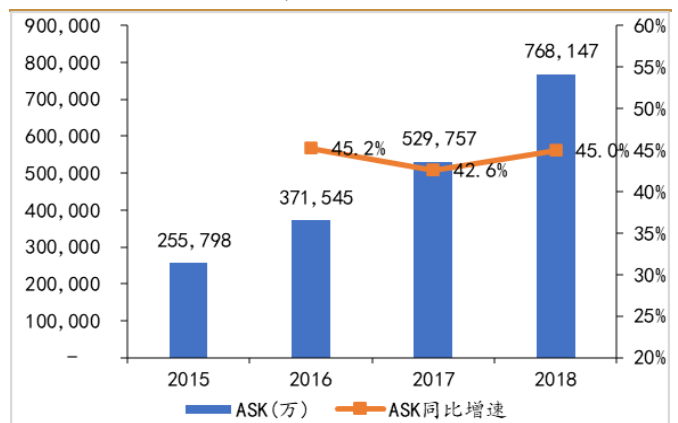
伴随着机队规模的扩大, 公司 ASK 从 2015 年的 25.6 亿座公里增长到 2018 年的 76.8 亿、复合增速保持在约 45%。

图 26: 华夏航空机队规模



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 机队数量持续增长, 带动公司运力稳定攀升



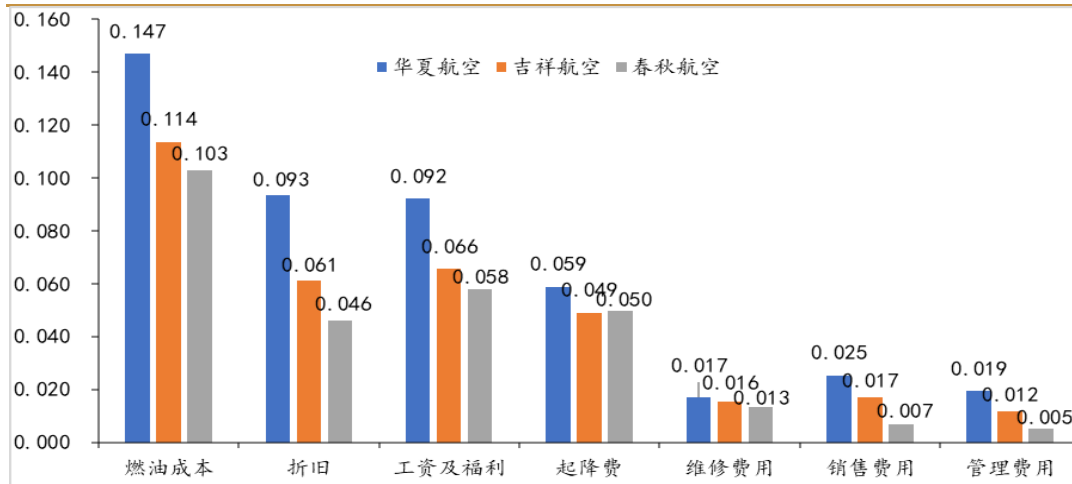
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 已上市的三大民营航司数据对比

我们梳理了已上市的三个民营航司（华夏、春秋、吉祥）的主要运营和财务数据。

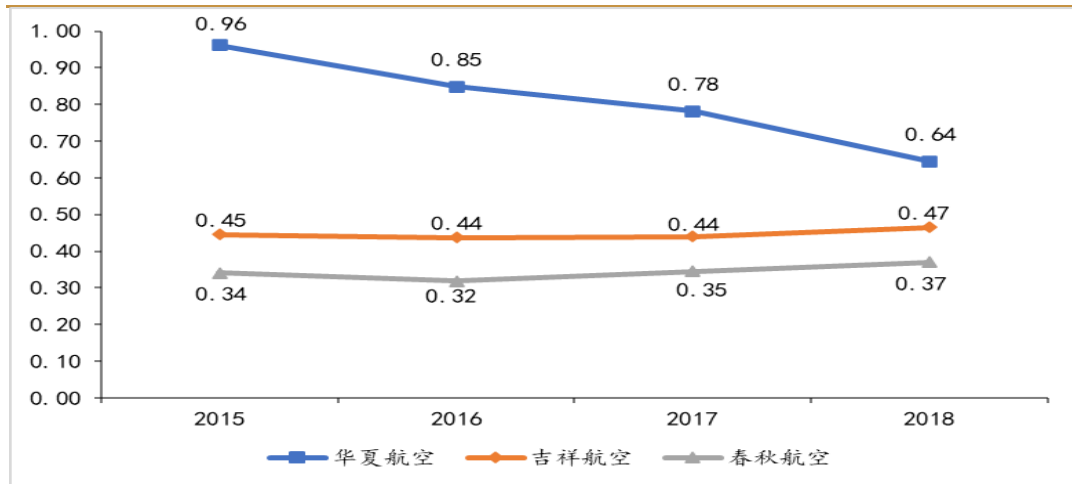
主营收入成本方面，华夏航空营业成本较高，客公里收入较高。干线市场在市场成熟度、旅客数量等方面均要高于支线航线，故干线航司的客座率、单位 ASK 成本一般会优于支线航线，大致的对比可见前文图 3。

图 28：2018 年各航空公司单位 ASK 营业成本比较（单位：元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

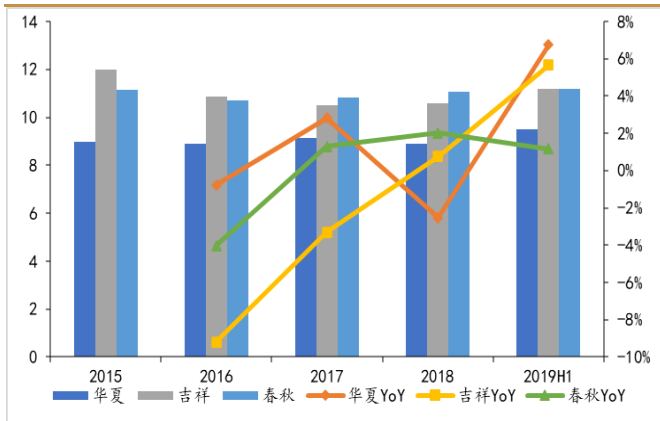
图 29：华夏航空客公里收入比其他两家航司高



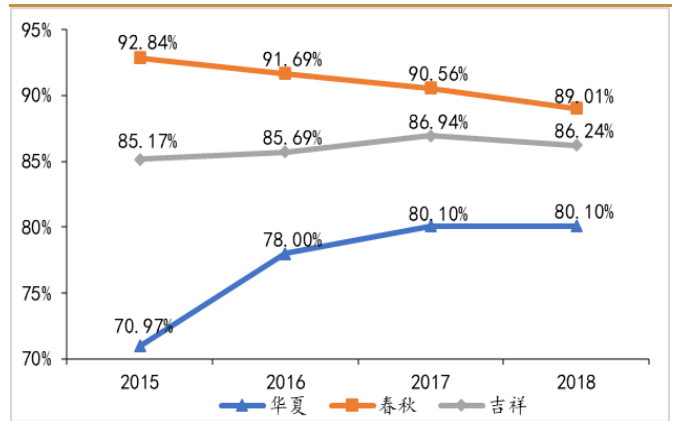
数据来源：公司年报，西南证券整理

资产运营效率方面，日利用率仍有提升空间

相比于干线航空，支线航空短行距的特点导致起降次数相对较多，由此带来的降落后的维修、清洁、上下客等时间均会拉低飞机利用率数据。因此华夏航空的飞机日利用率低于其他两家民营航司，但公司自身利用率水平仍在持续提升。

图 30: 2015-2019 上半年飞机日利用率 (小时)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 31: 2015-2018 年三个航司客座率比较


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

财务结构上看, 华夏航空具有更高的债务杠杆、更高的汇率敏感性

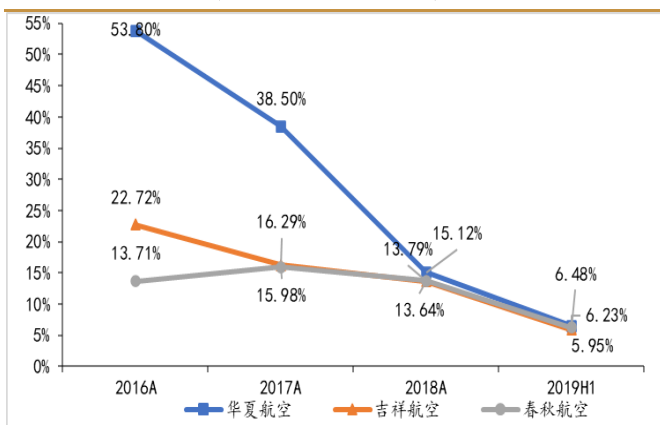
华夏航空的美元总负债约为 1.5 亿美元, 占公司金融负债比例为 22%。2018 年吉祥航空和春秋航空的美元债务分别为 27.8 亿元 (约 4.05 亿美元) 和 28.1 亿元 (约 4.09 亿美元)。2018 年华夏航空的汇兑损益为 0.36 亿元, 吉祥/春秋/国航/东航/南航的汇兑损益为 0.14/0.35/23.77/20.01/17.90 亿元。汇率敏感性高于春秋吉祥, 低于三大航。

高财务杠杆和高 ROE 的华夏航空处在扩张阶段。华夏的 ROE 领先其他两家干线民营航司, 2018 年华夏的 ROE 为 15.12%, 高于吉祥的 13.64% 和春秋的 13.79%。其销售净利率低于吉祥和春秋, 并拥有更高的财务杠杆。

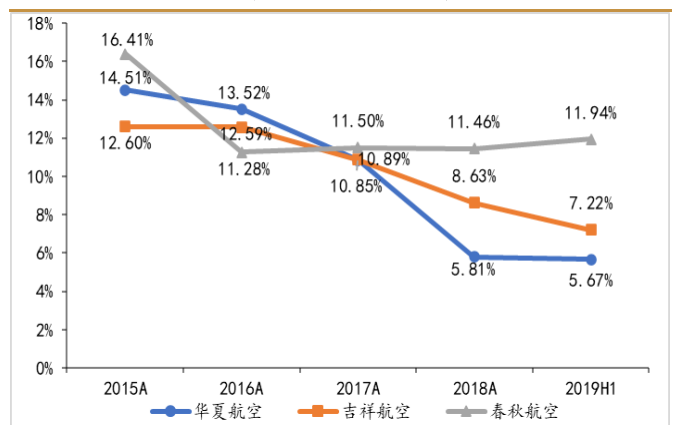
表 10: 民营上市航司杜邦分析

	净资产收益率 ROE	销售净利率 NPM	资产周转率 AU	杠杆比率 EM
华夏航空	15.1%	5.8%	0.64	4.05
吉祥航空	13.6%	8.6%	0.69	2.31
春秋航空	13.8%	11.5%	0.56	2.17

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 32: 2014-2018 年各航司净资产收益率 ROE


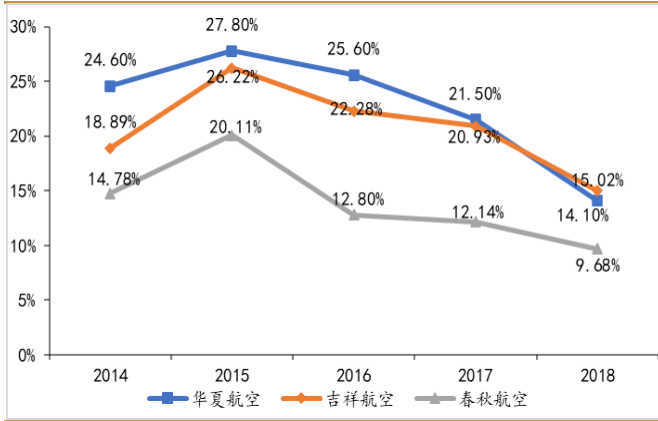
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 33: 2015-2019H1 年各航司销售净利率 NPM


数据来源: Wind, 西南证券整理

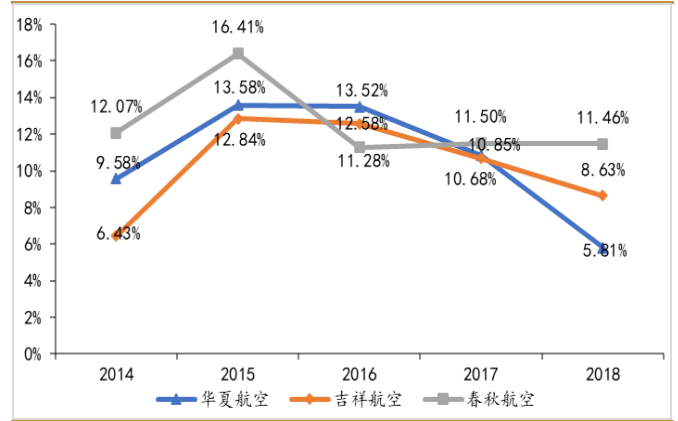
公司毛利水平接近吉祥航空，高于专注低成本的春秋航空。同样高财务杠杆带来的利息费用，使得公司净利润水平低于同行。

图 34：华夏航空毛利率较高



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 35：华夏航空净利率较低



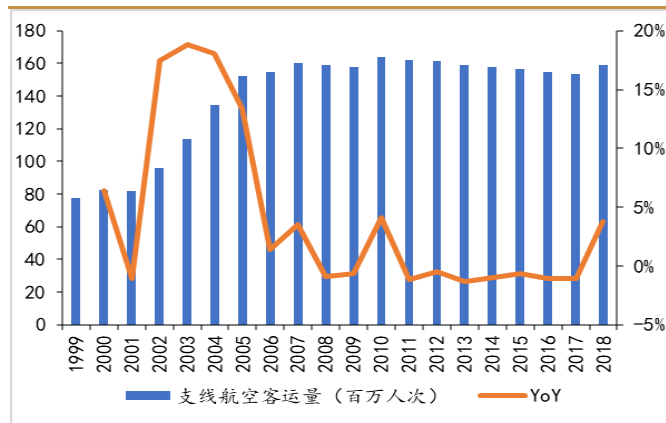
数据来源：公司年报，西南证券整理

4 他山之石：支线航空市场正外部性

4.1 总量：高度市场化的美国航空市场依然通过补贴发展支线航线

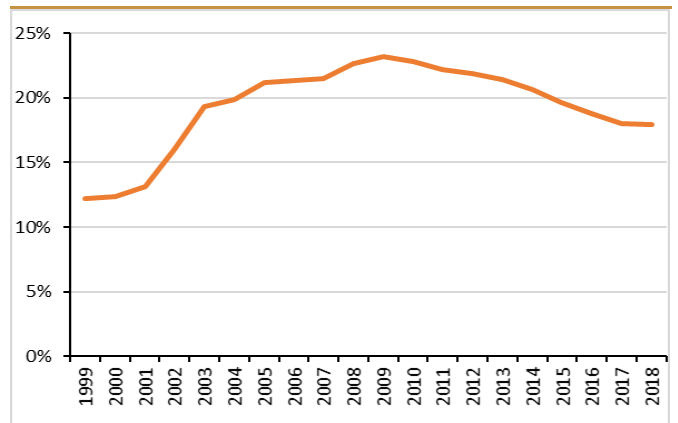
美国在 1978 年放松航空业管制的同时开始实施 EAS 项目 (Essential Air Service Program)，对不能提供商业航空服务的中小社区实施补贴政策，保障链接这些中小社区的航线能够得以持续运营。

图 36：1999-2006 美国支线航空量的复合增长率为 9%



数据来源：RAA，西南证券整理

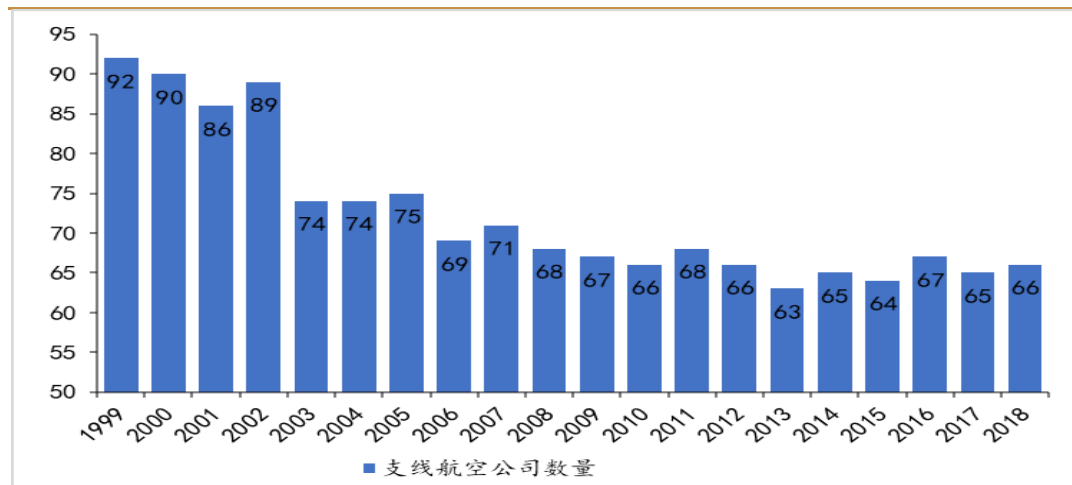
图 37：支线航空旅客量占美国航空业比重



数据来源：RAA，Wind，西南证券整理

美国支线航空业的竞争格局也与其行业整体一样，集中度持续上升。第一大 SkyWest 和第二大 Republic 分别为 25% 和 12%。前 6 大支线航司的客运量占比超过 71%。

图 38：美国近 20 年支线航空公司数量变化



数据来源：RAA，西南证券整理

表 11: 从客运量的角度美国 Top6 支线航司

排名	支线航司	乘客数	占比
1	SkyWest Airlines	39,081,950	24.57%
2	Republic Airways	18,665,566	11.73%
3	Mesa Airlines	14,305,640	8.99%
4	Endeavor Air	13,783,358	8.67%
5	Envoy Air	13,677,318	8.60%
6	PSA Airlines	13,640,490	8.58%
All 66 US Regional Airlines		159,059,142	100%

数据来源: RAA, 西南证券整理

我们不难理解政府补贴与公平竞争之矛盾，但是提供抵/离本土的航空服务成本与规模效益及吞吐量相关，而受益则与当地旅游、就业等经济发展相关，具有典型的正外部性。因此从实践上来看，很多国家和也借鉴了美国 EAS、采用政府补贴来保障市场化不足的特殊区域、偏远地区的航空服务，形成了名称不一但性质相同、具有普遍公共服务特征的基本航空服务计划，例如欧洲的公共服务责任计划 Public Service Obligation，澳大利亚的偏远航空服务援助计划 Remote Air Service Subsidy (Rass) Scheme 等。

表 12: 中美支线航线补贴政策对比

	美国 EAS	中国民航局支线补贴
政策目标	保障小社区和偏远地区具有全面又便捷的航空服务	发展支线航空改善干支线航空发展的不平衡状态
补贴范围	明确了补贴的航线为连接偏远社区和交通通达性较好的枢纽机场之间的航线，补贴范围较为稳定	主要依据支线性质，客座率情况，没有明确的航线目录
服务水平	对涉及航空服务水平的因素都设置了最低需要满足的标准	对于具体航线的服务水平没有明确的界限，根据客座率水平的不同提供不同标准的补贴
激励机制	综合考虑承运人的成本收益情况，确保了补贴金额能够保障承运人 5% 左右的运营利润	同类别的航线补贴的标准只和客座率有关，支线承运人往往还需要地方政府的政策支持
市场进入和退出	对拟运营的航空公司进行可靠性审核，进入和退出机制较为规范	自行决定进入或退出
主要相关方	国会，承担管理责任的运输部，要求基本航空服务的社区，承运人	民航局，支线航空公司
补贴来源及使用机制	财政拨款为主，支付周期较短	行业自筹，支付周期较长

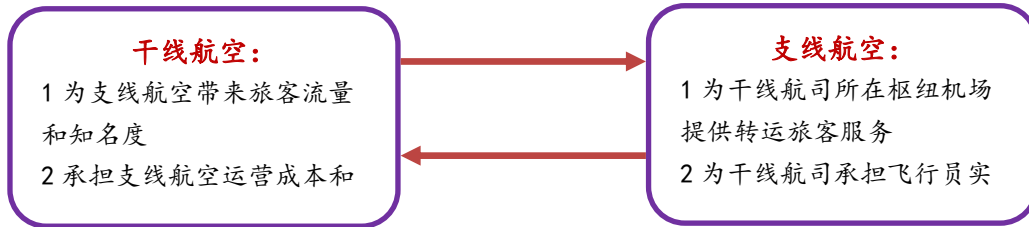
数据来源:《美国基本航空服务计划与我国支线航空补贴政策的比较》，林志军，2012，西南证券整理

4.2 结构：支线市场运营-运行分离，供应商属性清晰

在支线航线的运营方面，国内的以华夏航空为代表的支线航司运营具备自身的独立性，与大航司的错位竞争的特征突出。而美国的支线航司普遍采用了“运营-运行分离”的商业模式：支线航司以各种形式在各州负责飞行、维护等运行工作，并获取当地政府的支持/补贴；在与大型干线航司合作方面，是由干线航司来负责全国性的品牌、售票、客服等运营工作。双方合作协议称为运力购买协议 (Capacity Purchase Arrangements, CPA)。

以美国支线航司龙头 SkyWest (SKYW.O) 为例, 公司与美国 4 家干线航司达美、美联航、美航和阿拉斯加合作, 其相应的品牌分别系 Delta Connection、United Express、American Eagle、Alaska Airlines。

图 39: 美国干线航司和支线航司的关系



数据来源: 西南证券整理

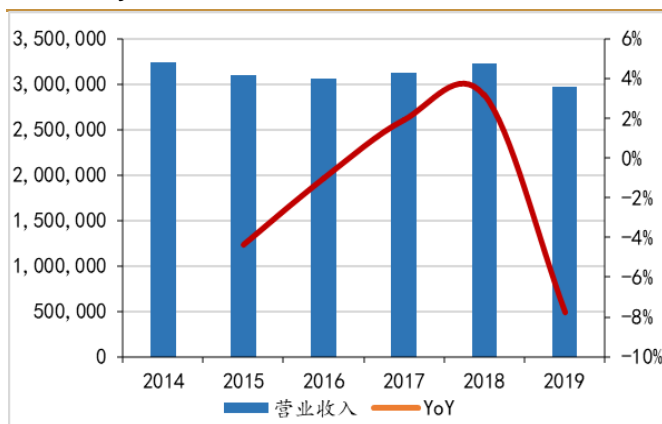
从 SkyWest 的机队/航线结构和收入成本构成上, 具备显著的供应商属性。2019 年末, 在其全部 544 架的机队中, 有 89%、即 483 架运力是供应给四家干线航司, 提高机队管理效率和补贴获取是美国支线航司的核心竞争力。

表 13: SkyWest 机队构成

截至 2019.12.31	CRJ200	CRJ700	CRJ900	E175	总计
达美航空 Delta	84	13	43	59	199
美国联合航空 United	99	19	-	65	183
美国航空 American	7	62	-	-	69
阿拉斯加航空 Alaska	-	-	-	32	32
执行定期航班飞机合计	190	94	43	156	483
转租	4	10	5	-	19
其他 (闲置备用)	20	22	-	-	42
总机队	214	126	48	156	544

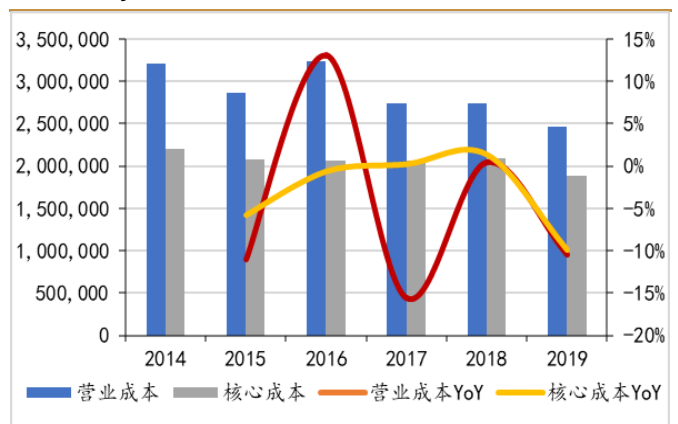
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 40: SkyWest 历年营收 (千美元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: SkyWest 历年成本 (千美元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

在 SkyWest 与干线航司的航班合作中分为 2 种形式:

1) 固定费用协议(运力购买协议):

在此协议下, 干线航司根据公司完成的航班数量、飞行时间、轮挡时间以及每月投运飞机数等向支线航司支付固定费用。

干线航司承担燃油价格波动风险和其他费用, 支线航空公司不承担票价、客座率、燃油价格波动风险/收益。这种模式的收入在 SkyWest 2019 年的全部收入中占 79.7%。

2) 收入分成协议:

收益分成协议下, 干线航司和支线航司就特定航线的客票收入按公式比例分配。

支线航司承担了其中所有成本, 同时亦承担票价、客座率、燃油价格波动的风险/收益。

表 14: 2019 年 SkyWest 收入拆分

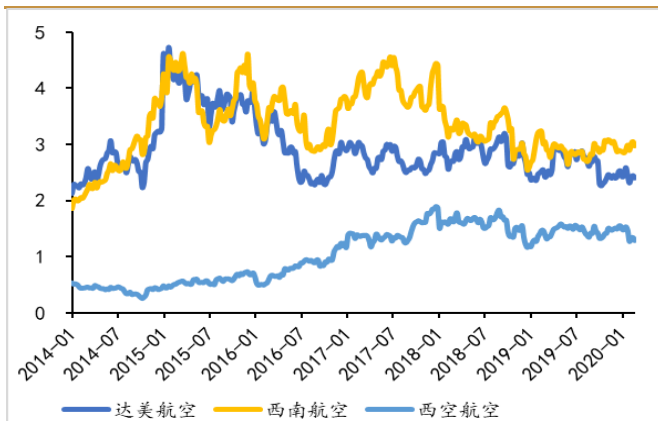
收入分类	金额 (千美元)	占总营收比重
协议收入:		
运力购买协议收入: 航班运营	1,538,062	51.8%
运力购买协议收入: 飞机租赁	830,247	27.9%
分成协议收入	520,956	17.5%
小计	2,889,265	97.2%
机场客户服务和其他收入		
机场客户服务收入:	45,538	1.5%
经营租赁收入:	37,160	1.3%
小计	82,698	2.8%
总收入	2,971,963	100.0%

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

4.3 估值: 系统性低于干线航司

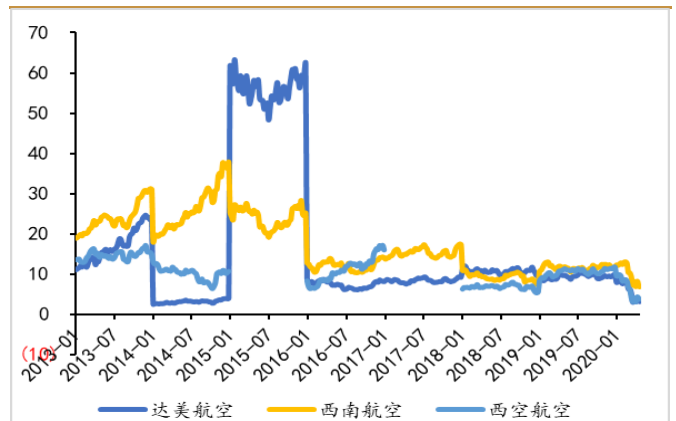
从商业模式上来看, 美国支线航司的产业链地位显然低于干线航司, 核心竞争力主要系成本管控及地方社区补贴的获取, 因此估值小于干线航司。

图 42: 达美&西南&西空历史 PB (MRQ)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 43: 达美&西南&西空历史 PE (LYR)



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 15: 美国核心机场市占率构成

亚特兰大	占比	迈阿密国际	占比	达拉斯国际	占比	丹佛机场	占比	纽约肯尼迪	占比
Delta	72.66%	American	67.30%	American	68.62%	Southwest	31.25%	JetBlue	37.25%
Southwest	11.06%	Delta	12.02%	Envoy Air	8.03%	United	29.88%	Delta	30.21%
American	2.80%	United	6.34%	Mesa	7.39%	Frontier	11.58%	American	14.50%
ExpressJet	2.78%	Frontier	3.46%	Spirit	4.35%	SkyWest	7.50%	Endeavor	9.15%
Endeavor	2.20%	Envoy Air	2.94%	United	2.87%	American	5.65%	Alaska	0.96%
Other	8.50%	Other	7.93%	Other	8.75%	Other	14.14%	Other	7.92%

数据来源: BTS, 西南证券整理

表 16: 中国核心机场市占率构成

广州白云	占比	上海虹桥	占比	北京首都	占比	深圳宝安	占比	上海浦东	占比
南方航空	48.00%	东方航空	51.70%	中国国航	42.20%	中国国航	36.50%	东方航空	42.30%
中国国航	19.50%	南方航空	14.80%	南方航空	22.50%	南方航空	28.70%	南方航空	16.40%
东方航空	13.40%	中国国航	10.70%	东方航空	15.90%	海南航空	11.30%	吉祥航空	12.30%
海南航空	9.40%	春秋航空	8.40%	海南航空	12.70%	东方航空	9.50%	中国国航	10.80%
吉祥航空	2.40%	吉祥航空	8.20%	吉祥航空	0.00%	春秋航空	2.50%	春秋航空	5.70%
春秋航空	1.20%	海南航空	2.20%	春秋航空	0.10%	吉祥航空	1.30%	海南航空	4.40%
其他	6.10%	其他	3.90%	其他	6.60%	其他	10.10%	其他	8.10%

数据来源: Pre-flight, 西南证券整理

与美国支线航司相比, 中国的支线航司在运营的资产(机队、时刻资源)上具备更高的独立性, 同时在运营的品牌上并不是干线航司的附属。我们认为大航司规模经济的优势在中美航空业是相同的, 但是中国支线航空市场的独特优势在于①航空下沉需求对应的更高的天花板、②核心机场干线航司的双寡头、多寡头特征给予支行航司更多的多元合作空间和议价能力。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

1) 预计华夏航空 2019-2021 年 ASK 增速 35%/15%/35%。

2) 2019-2021 年布油中枢分别为：64/40/40 美元，对应航油出厂价分别为 4916/3695/3695 元每吨。

3) 2020/2021 年末美元兑人民币汇率分别为 7.0/7.0。

表 17：华夏航空主营收入预测拆分

营业总收入 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
① 客运收入	3,966	5,156	5,929	8,123
YOY	19.5%	30.0%	15.0%	37.0%
个人客户机票销售	2,423	3,150	3,622	4,963
YOY	21.6%	30.0%	15.0%	37.0%
机构客户运力购买	1,543	2,006	2,307	3,160
YOY	16.4%	30.0%	15.0%	37.0%
② 货运收入	6	6	6	6
YOY	26.5%	0.0%	0.0%	0.0%
③ 其他收入	288	253	250	250
YOY	137.1%	-12.2%	-1.2%	0.0%
合计	4,260	5,415	6,185	8,379
YOY	23.7%	27.1%	14.2%	35.5%

数据来源：西南证券

表 18：华夏航空主营成本预测拆分

营业总成本 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
航油成本	1,128	1,396	1,207	1,665
飞机租赁及折旧费用	717	897	1,076	1,453
起降费及机场服务费用	451	563	676	913
人工成本	707	884	1,061	1,433
维修费用	131	164	197	265
航空餐饮费用	83	104	125	168
民航发展基金	79	99	119	161
其他	361	451	541	731
营业成本总计	3,658	4,559	5,002	6,789

数据来源：西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 0.93；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 19：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	8
永续期增长率	3.0%
无风险利率 R_f	4.0%
市场组合报酬率 R_m	10.0%
有效税率 T_x	15%
过渡期增长率	3.0%
β 系数	0.93
债务资本成本 K_d	7.0%
债务资本比重 W_d	72%
股权资本成本 K_e	9.88%
WACC	7.05%

数据来源：西南证券

表 20：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	9994.676
净债务价值	2302.60
股票价值	7692.07
每股价值	12.80

数据来源：西南证券

表 21：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	4.05%	5.05%	6.05%	7.05%	8.05%	9.05%	10.05%
0.0%	17.87	12.87	9.56	7.21	5.47	4.14	3.09
1.0%	23.60	16.01	11.47	8.46	6.33	4.75	3.53
2.0%	34.91	21.21	14.33	10.20	7.47	5.53	4.09
3.0%	67.74	31.49	19.06	12.80	9.05	6.56	4.80
4.0%	1403.69	61.33	28.41	17.11	11.42	8.01	5.74
5.0%	(74.07)	1275.42	55.55	25.62	15.35	10.17	7.06
6.0%	(35.86)	(67.54)	1159.89	50.34	23.10	13.75	9.04

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 12.8 元。

5.3 相对估值

我们选取三大航及春秋/吉祥作为公司的可比公司，2019年五个公司的平均 PE 为 18.8 倍，平均 PB 为 1.3 倍。华夏航空未来最大的看点有三个：1) 公司系机队规模最大的支线航空公司，支线航空市场仍处于 20-25% 的高速增长阶段，行业龙头仍处于高增长的优质赛道。2) 长期关注公司成长性，公司机构采购占比接近 9 成以及航线的高独飞率带来的收入端稳定性，投资者能享受民营航司在支线航空市场需求扩张、精细化成本管理带来的超额收益。3) 短期关注油价大跌带来的业绩弹性，与收入端刚性相对的成本端高弹性，公司有望率先从疫情缓和完成业绩修复。

结合对标公司的估值，我们看好公司估值收敛于行业平均水平，给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应市值 105.9 亿元，对应目标价 17.7 元。我们看好公司在广阔的支线航空市场的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

表 22：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	LF
601111.SH	中国国航	6.77	0.44	0.05	0.55	15.4	135.4	12.3	1.05
600115.SH	东方航空	4.13	0.20	0.03	0.45	20.7	137.7	9.2	1.01
600029.SH	南方航空	5.12	0.22	0.05	0.55	23.3	102.4	9.3	0.98
601021.SH	春秋航空	33.50	2.04	2.27	2.89	16.4	14.8	11.6	2.07
603885.SH	吉祥航空	9.33	0.51	0.21	0.90	18.3	44.4	10.4	1.42
平均						18.8			1.3

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) **新冠疫情发展超预期**，航空业与身俱来的高经营杠杆和高财务杠杆，使得航司对类似新冠肺炎这种重大外部冲击抵御性差，如果疫情发展超预期，民营航司存在破产的风险。

2) **机队引进不及预期**，机队引进受局方监管政策及飞机制造商/航空租赁公司的交付计划影响，具有不确定性。

3) **油价大幅上涨**，国内航司普遍不采取燃油套保策略，营业利润受油价波动较大。

4) **重大国际纠纷、战争、恐怖袭击等突发事件影响**。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4260.04	5415.06	6185.43	8379.22	净利润	247.46	503.12	706.30	859.41
营业成本	3657.53	4558.83	5001.88	6788.75	折旧与摊销	436.91	421.88	488.38	545.38
营业税金及附加	3.75	4.77	5.44	7.38	财务费用	223.32	162.45	185.56	251.38
销售费用	193.52	245.99	280.99	380.65	资产减值损失	14.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	148.87	189.24	216.16	292.83	经营营运资本变动	-640.57	-9.97	-202.62	-367.72
财务费用	223.32	162.45	185.56	251.38	其他	239.23	-3.58	-1.58	-4.58
资产减值损失	14.99	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	521.34	1073.90	1176.03	1283.86
投资收益	0.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1454.32	-1200.00	-900.00	-900.00
公允价值变动损益	3.58	3.58	3.58	3.58	其他	12.97	3.58	3.58	3.58
其他经营损益	0.00	280.00	280.00	300.00	投资活动现金流净额	-1441.35	-1196.42	-896.42	-896.42
营业利润	230.18	537.36	778.97	961.83	短期借款	462.95	-573.15	99.01	268.45
其他非经营损益	65.04	62.69	63.47	63.21	长期借款	-29.96	500.00	0.00	0.00
利润总额	295.22	600.06	842.45	1025.04	股权融资	770.38	0.00	0.00	0.00
所得税	47.76	96.93	136.15	165.64	支付股利	-44.06	-49.49	-100.62	-141.26
净利润	247.46	503.12	706.30	859.41	其他	-178.39	72.20	-185.56	-251.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	980.92	-50.44	-187.17	-124.19
归属母公司股东净利润	247.46	503.12	706.30	859.41	现金流量净额	62.78	-172.95	92.44	263.26
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	822.76	649.81	742.25	1005.51	成长能力				
应收和预付款项	1359.12	1647.81	1883.32	2569.53	销售收入增长率	23.54%	27.11%	14.23%	35.47%
存货	73.55	91.67	98.58	135.51	营业利润增长率	-44.34%	133.46%	44.96%	23.47%
其他流动资产	199.18	252.23	287.60	388.35	净利润增长率	-33.87%	103.31%	40.38%	21.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.72%	25.98%	29.53%	21.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4484.03	5342.13	5833.73	6268.33	毛利率	14.14%	15.81%	19.13%	18.98%
无形资产和开发支出	95.05	88.15	81.25	74.35	三费率	13.28%	11.04%	11.04%	11.04%
其他非流动资产	751.34	678.27	605.19	532.11	净利率	5.81%	9.29%	11.42%	10.26%
资产总计	7785.03	8750.06	9531.92	10973.69	ROE	11.65%	19.52%	22.19%	22.03%
短期借款	952.95	379.80	478.81	747.26	ROA	3.18%	5.75%	7.41%	7.83%
应付和预收款项	514.32	739.33	801.79	1079.38	ROIC	12.90%	13.48%	15.42%	16.51%
长期借款	557.90	1057.90	1057.90	1057.90	EBITDA/销售收入	20.90%	20.71%	23.49%	20.99%
其他负债	3635.90	3995.45	4010.15	4187.74	营运能力				
负债合计	5661.08	6172.48	6348.67	7072.28	总资产周转率	0.64	0.65	0.68	0.82
股本	600.75	600.75	600.75	600.75	固定资产周转率	1.25	1.25	1.24	1.53
资本公积	963.53	963.53	963.53	963.53	应收账款周转率	6.60	6.43	6.46	6.82
留存收益	759.92	1213.56	1819.23	2537.38	存货周转率	56.57	55.19	52.04	57.27
归属母公司股东权益	2123.95	2577.58	3183.25	3901.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2123.95	2577.58	3183.25	3901.40	资产负债率	72.72%	70.54%	66.60%	64.45%
负债和股东权益合计	7785.03	8750.06	9531.92	10973.69	带息债务/总负债	26.69%	36.09%	36.65%	36.69%
					流动比率	1.05	1.70	1.74	1.67
					速动比率	1.02	1.65	1.69	1.62
					股利支付率	17.80%	9.84%	14.25%	16.44%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	890.41	1121.69	1452.92	1758.59	每股收益	0.41	0.84	1.18	1.43
PE	31.22	15.36	10.94	8.99	每股净资产	3.54	4.29	5.30	6.49
PB	3.64	3.00	2.43	1.98	每股经营现金	0.87	1.79	1.96	2.14
PS	1.81	1.43	1.25	0.92	每股股利	0.07	0.08	0.17	0.24
EV/EBITDA	7.15	5.98	4.62	3.82					
股息率	0.57%	0.64%	1.30%	1.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn