



增持(首次)

所属行业: 交通运输
当前价格(元): 10.41

证券分析师

田照丰

资格编号: S0120521030004

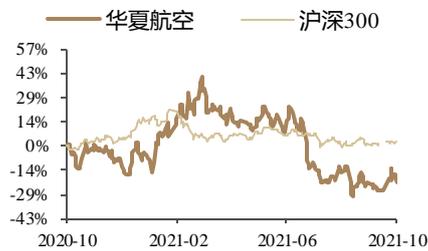
邮箱: tianzf@tebon.com.cn

研究助理

郭晓月

邮箱: guoxy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.26	-7.30	-11.70
相对涨幅(%)	0.15	-8.29	-7.73

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

华夏航空(002928.SZ): 支线航空引领者, 另辟蹊径天空阔

投资要点

- 华夏航空是我国支线航空引领者。**华夏航空成立于2006年, 成立以来专注支线, 是我国支线航空商业模式的引领者和主要践行者。截至2021H1, 公司已设立贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆共6个运营基地, 以及天津、成都、兴义、德宏、毕节、衢州、包头7个过夜基地, 有在飞航线148条, 其中, 独飞航线132条, 支线航线145条, 占比达98%, 机队共计55架, 其中支线飞机41架, 占比75%。
- 三大商业模式, 汇集出行需求, 实现干支结合, 串联东西航网。**新疆地区地广人稀, 公司因地制宜, 采取“串飞+环飞”的方式汇集分散航点的出行需求, 再将乘客输送到枢纽, 提升客座率和收益水平; 东部通过与衢州政府展开战略合作, 切入华东, 开通衢州至中西部二三线城市航线, 串联东西航网; 并与干线航司合作, 通过通程模式实现干支结合。新疆模式在我国云南及其他中西部地区具有可复制性, 预计公司未来将加大在云南地区的运力投放, 并将在东部继续复制衢州模式。
- 补贴具有较强可持续性。**美国作为航空业最发达的国家之一, 仍需通过补贴来提升小社区的通达性, 我国老少边穷地区通达性差, 更需要借助政府补贴来提升偏远地区通达性, 与此同时, 提升老少边穷地区的通达性有利于拉动地方经济、增加就业岗位, 根据美国RAA 2020年4月的报告中的数据, 美国570个仅有或主要运营支线航空的小社区机场产生了1340亿美元的经济活动, 创造了100万个就业机会和360亿美元的工资及税收。无论从提升老少边穷地区通达性、实现航空服务大众化的角度, 还是拉动地方经济实现共同富裕的角度, 地方政府和民航局都有充足的动力持续提供航线补贴。
- 支线航空空间广阔。**未来, 根据《国家综合立体交通网规划纲要》, 我国民航业务量仍将保持中高速增长, 预计到“十四五”末, 我国航空运输规模将接近甚至超过美国, 到2035年, 我国民航年旅客运输量将达到2019年的2倍以上, 35年底我国民用机场数量预计将达400个, 新建机场大量分布在中西部地区, 将为支线航空发展提供基础。另一方面, 未来15年中西部高铁建设或将放缓, 为支线航空提供了发展的空间和可能性。
- 投资建议。**短期来看, 受国内局部散发疫情及公司航班量限制影响, 21年Q3-Q4公司业绩承压; 长期来看, 公司作为国内支线航空龙头, 具有丰富的支线航空运营经营和良好的乘客基础, 并与多地政府保持良好的合作关系, 有望率先长期受益于支线市场增长。未来, 与商飞签订的100架飞机合同将为公司后续运力引进提供保障, 公司在深耕现有市场的同时, 或将成功经验复制至云南等中西部市场, 以及部分东部支线城市, 我们预计公司21-23年营业收入分别为46.48/69.13/81.55亿元, 归母净利润分别为1.68/8.98/12.28亿元, 对应PE倍数为62.74x/11.73x/8.57x, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 疫情恢复不及预期、民航安全事故导致航班量进一步削减及飞行员停飞、宏观经济下行、国际原油价格上涨、人民币汇率波动等风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,013.57
流通A股(百万股):	1,013.57
52周内股价区间(元):	9.31-18.50
总市值(百万元):	10,551.24
总资产(百万元):	16,406.37
每股净资产(元):	3.75

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,407	4,728	4,648	6,913	8,155
(+/-)YOY(%)	26.9%	-12.6%	-1.7%	48.7%	18.0%
净利润(百万元)	502	613	168	898	1,228
(+/-)YOY(%)	103.0%	22.0%	-72.6%	434.8%	36.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.64	0.17	0.89	1.21
毛利率(%)	12.9%	13.8%	7.0%	15.4%	17.7%
净资产收益率(%)	18.1%	15.6%	3.5%	16.1%	18.4%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 公司发展.....	5
1.2. 股权结构.....	6
1.3. 主营业务.....	7
2. 商业模式	8
2.1. 新疆模式：“环飞+串飞”方式汇集出行需求	8
2.2. 衢州模式：切入华东，串联东西航网.....	11
2.3. 通程模式：与干线航司合作实现“干支结合”.....	14
2.3.1. 兴义-贵阳-全国，“云上公交”+“干支结合”	14
3. 补贴及政府运力采购降低公司经营风险，可持续性较强.....	16
4. 支线市场空间广阔，高铁建设放缓，公司有望率先受益.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	21
5.1. 盈利预测.....	21
5.2. 投资建议.....	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 华夏航空发展大事记.....	5
图 2: 华夏航空航线网络 (截至 2021H1)	6
图 3: 华夏航空机队规模.....	6
图 4: 华夏航空机队自有及租赁情况.....	6
图 5: 华夏航空股权结构(截至 2021/10/15).....	7
图 6: 华夏航空营业总收入 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图 7: 华夏航空营业总收入按业务类型构成 (%)	8
图 8: 华夏航空营业总收入按地区构成 (%)	8
图 9: 全国主要省市行政区域土地面积 (平方公里) 及人口 (万人)	8
图 10: 新疆省内主要城市人口 (万人)	9
图 11: 2020 年全国主要省/市机场分布 (座)	9
图 12: 新疆省内综合交通规划	10
图 13: 新疆省内主要机场 (除乌鲁木齐) 旅客吞吐量 (人次)	11
图 14: 乌鲁木齐地窝堡机场旅客吞吐量 (人次) 及省内占比 (%)	11
图 15: 新疆省内主要机场 (除乌鲁木齐) 旅客吞吐量省内占比 (%)	11
图 16: 2019-2020 主要机场群旅客吞吐量 (万人次)	12
图 17: 2019-2020 主要机场群旅客吞吐量占比.....	12
图 18: 2019 年 Top 20 民航机场旅客吞吐量 (人次)	12
图 19: 2020 年 Top 20 民航机场旅客吞吐量 (人次)	12
图 20: 衢州市地理位置	13
图 21: 华夏航空衢州市出发航线 (含共享) (2021/10/15 至 2022/1/13)	13
图 22: 华夏航空衢州市到达航线 (含共享) (2021/10/15 至 2022/1/13)	13
图 23: 航空市场分类 (根据市场定位)	14
图 24: 华夏航空 (不含共享) 航线网络图 (2021/10/15-2021/11/14)	14
图 25: 华夏航空 (含共享) 航线网络图 (2021/10/15-2021/11/14)	14
图 26: 兴义市地理位置	15
图 27: 黔东南州和兴义市 GDP (亿元, %)	15
图 28: 兴义机场旅客吞吐量 (人次)	15
图 29: 补贴主要来源.....	16
图 30: EAS 计划时间线	17
图 31: 小社区机场的经济影响	17
图 32: 支线机场与干线机场平均通达时间 (小时)	18

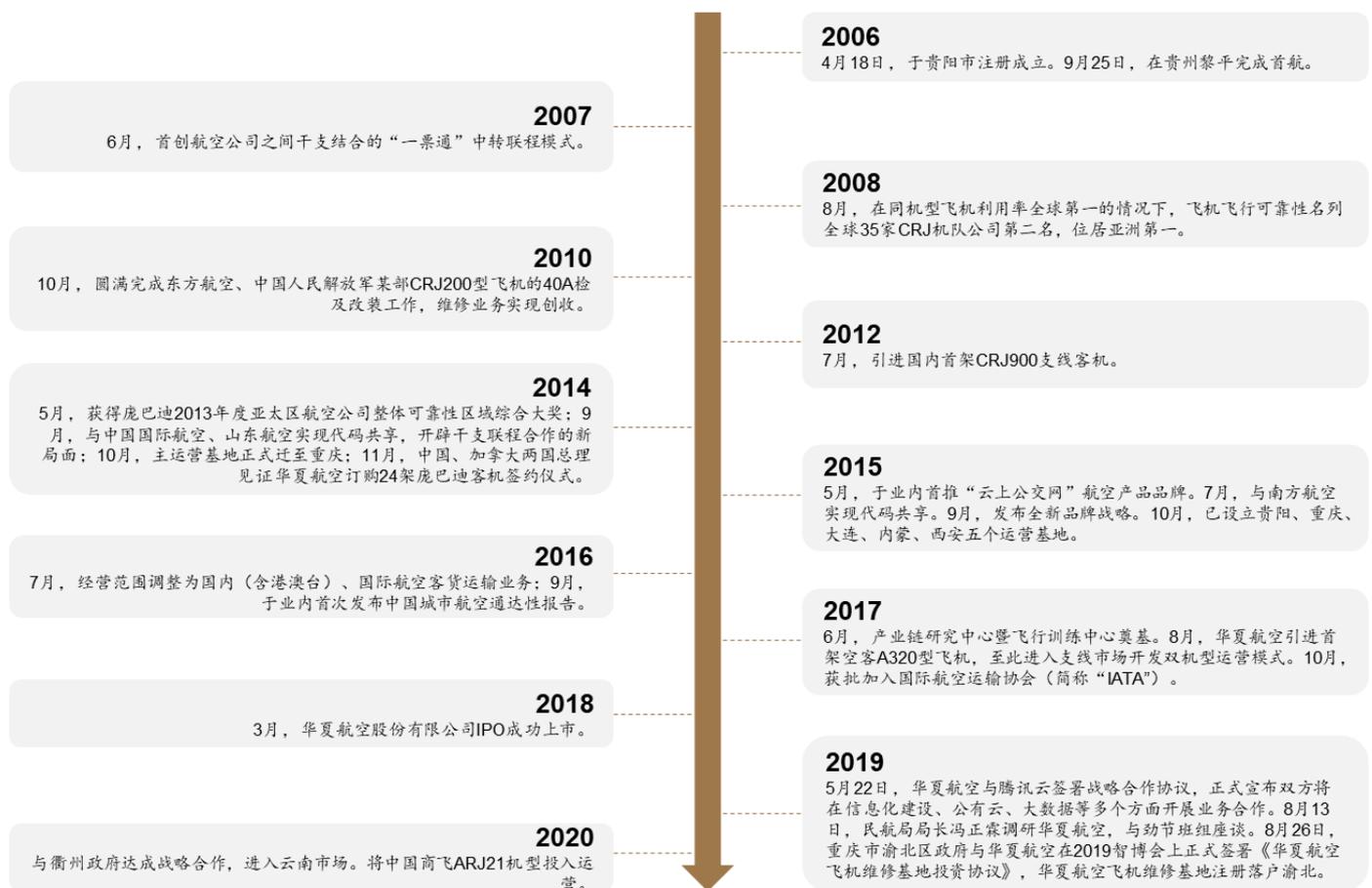
图 33: 支线与干线城市当天可达城市数量 (座)	18
图 34: 南北方支线城市通达时间对比 (小时)	18
图 35: 东西侧支线城市通达时间对比 (小时)	18
图 36: 民航“十五”至“十三五”发展.....	19
图 37: 通航民用航空机场数 (座)	19
图 38: 铁路营业里程 (万公里)	20
图 39: 全国铁路投产新线 (公里)	20
图 40: 高铁营业里程 (公里)	20
图 41: 高铁新增产能 (公里)	20
图 42: “八纵八横”高铁线路.....	21
图 43: 业务拆分	22
图 44: 可比公司估值.....	22

1. 公司概况

1.1. 公司发展

华夏航空成立于 2006 年，是我国支线航空商业模式的引领者和主要践行者。公司立足三、四线城市，通过中转联程的方式，将出行需求集中在就近枢纽，并对接骨干网络，提升支线通达性。成立以来，公司不断扩充机队、布局开拓新基地和航线，2018 年 3 月，公司于深交所 A 股上市，2020 年，公司与衢州政府达成战略合作，开通 6 条跨省航线和 1 条省内航线，并进入云南市场，开通 12 条省内航线和 6 条省外航线；截至 2021H1，公司已设立贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆共 6 个运营基地，以及天津、成都、兴义、德宏、毕节、衢州、包头 7 个过夜基地，有在飞航线 148 条，其中，独飞航线 132 条（占公司航线比例达 89%），支线航线 145 条（占公司航线比例达 98%），覆盖航点 123 个，其中支线航点 91 个（占比 74%）。机队方面，截至 2021H1，公司机队共计 55 架，其中包含支线飞机 41 架（38 架 CRJ900 和 3 架 ARJ21）。

图 1：华夏航空发展大事记



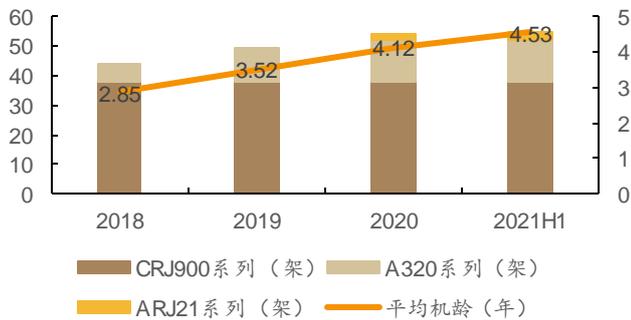
资料来源：，公司官网，公司公告，德邦研究所

图 2：华夏航空航线网络（截至 2021H1）



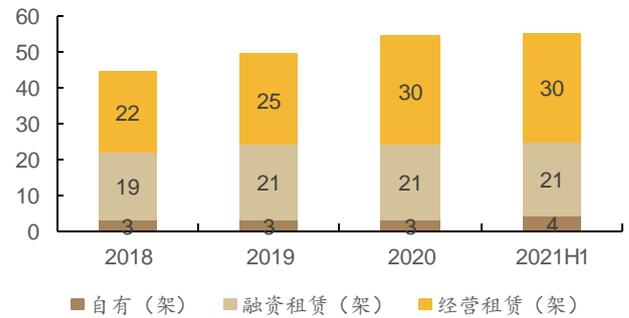
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 3：华夏航空机队规模



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 4：华夏航空机队自有及租赁情况

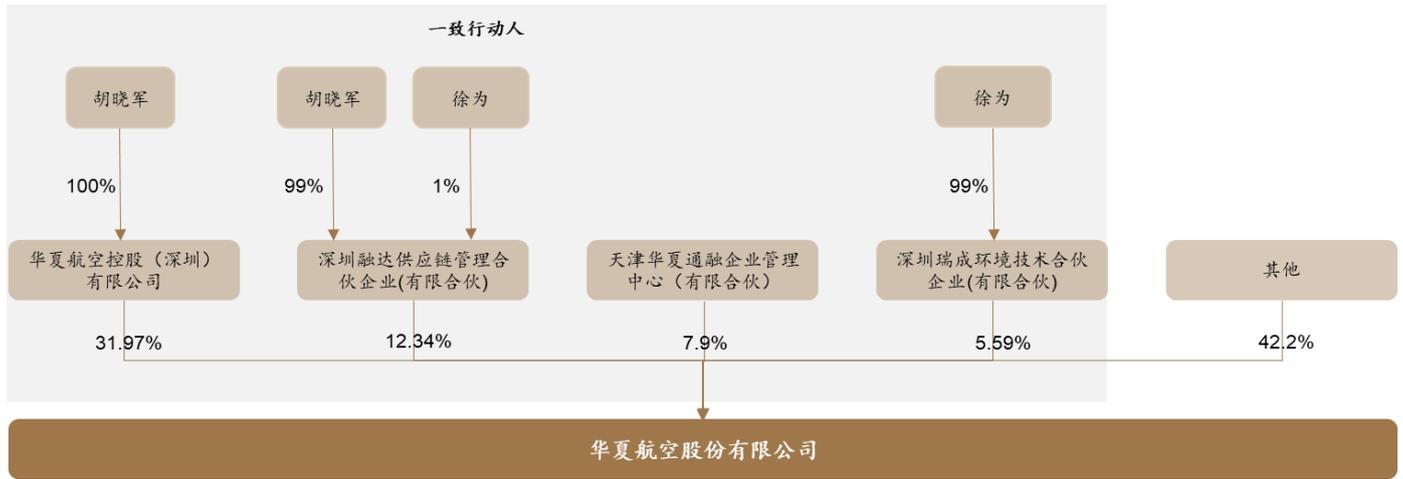


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构

公司第一大股东为华夏航空控股（深圳）有限公司，持股比例为 31.97%，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）、天津华夏通融企业管理中心（有限合伙）及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。

图 5: 华夏航空股权结构(截至 2021/10/15)

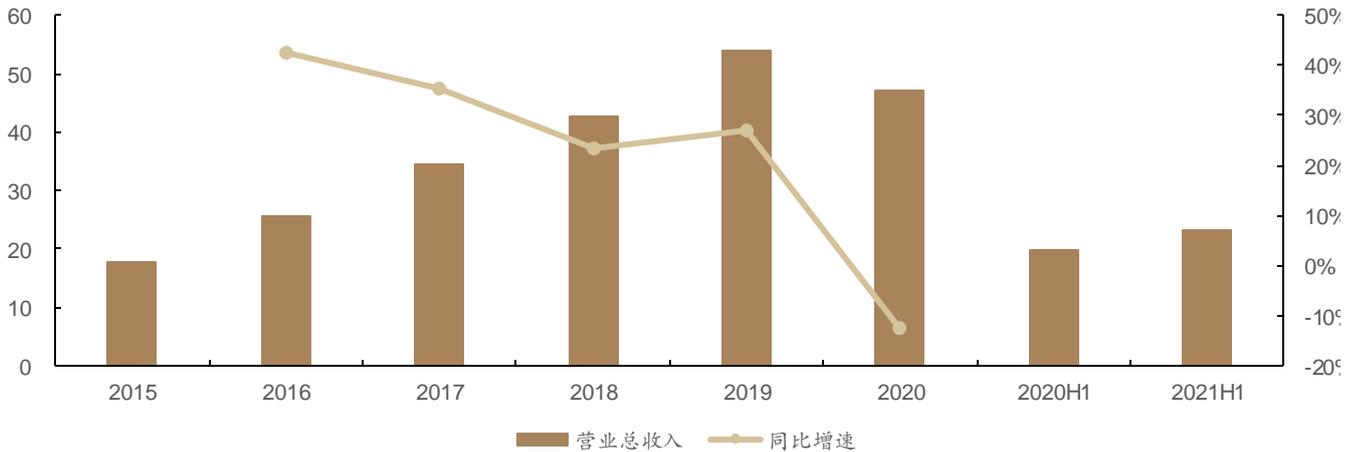


资料来源: WIND, 德邦研究所

1.3. 主营业务

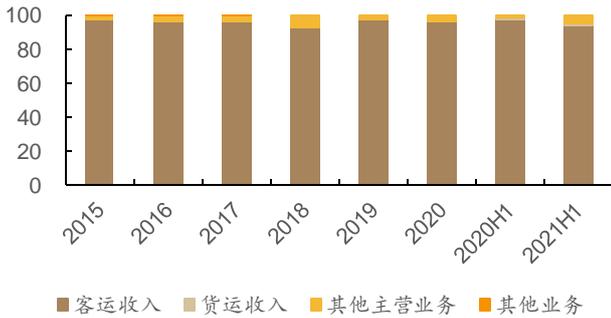
公司主要经营国内、国际航空客货运输业务。2015至2019年,公司营业总收入CAGR为31.8%,2020年受新冠疫情冲击,公司实现营业总收入47.28亿元,同比下滑12.6%,2015至2020CAGR为21.4%。2021H1,公司实现营业收入23.29亿元,同比增长17.4%。分业务类型来看,2015年以来,公司客运业务占比均在九成以上,是公司主要收入来源。分地区来看,2015年以来,公司国内航线收入占比均在97%以上。

图 6: 华夏航空营业总收入(亿元)及同比增速(%)



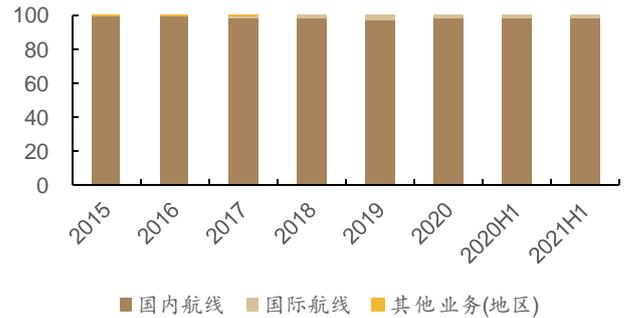
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 7: 华夏航空营业总收入按业务类型构成 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 8: 华夏航空营业总收入按地区构成 (%)



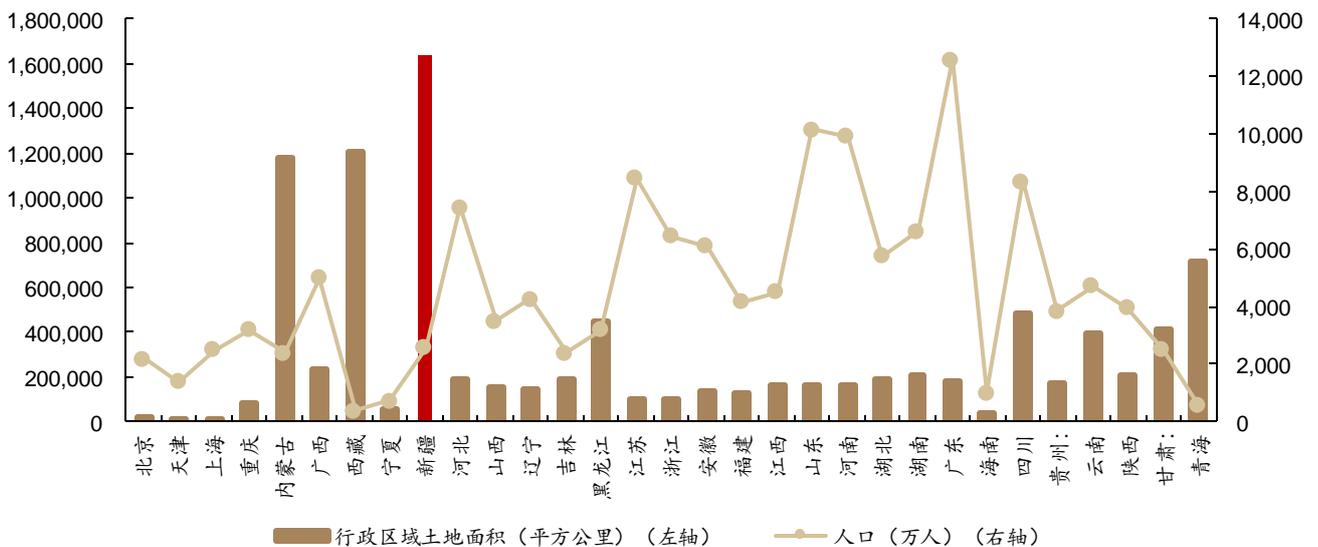
资料来源: WIND, 德邦研究所

2. 商业模式

2.1. 新疆模式: “环飞+串飞”方式汇集出行需求

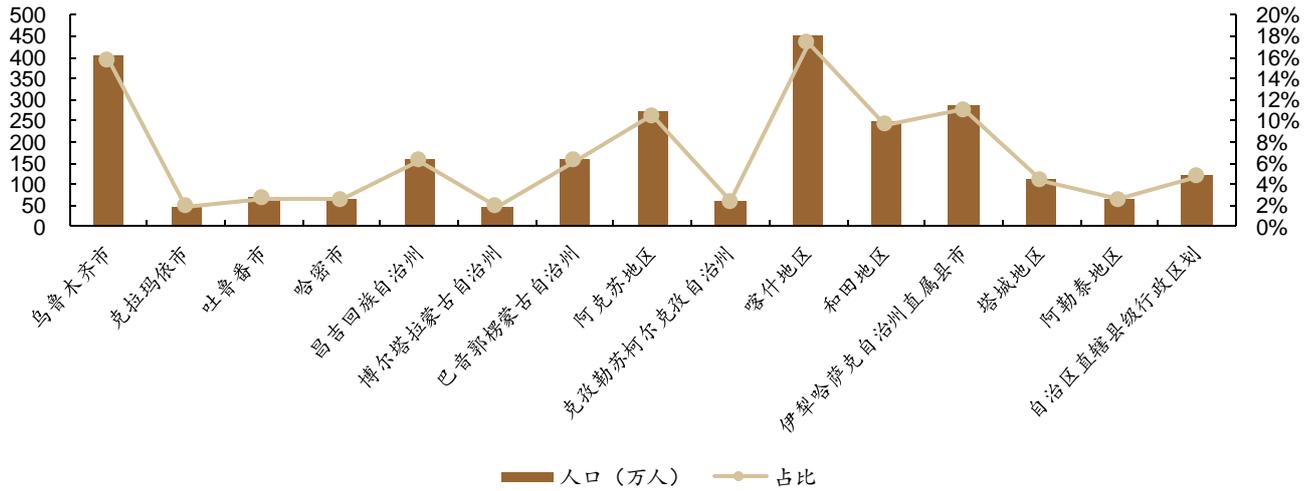
新疆地区地广人稀, 主要城市分布分散, 航空出行是最高效交通出行方式之一。新疆位于我国西北边陲, 面积 166 万平方公里, 是我国陆地面积最大的省级行政区, 主要城市分布上, 省会乌鲁木齐位于新疆中部, 距中部的库尔勒、东部的哈密、西部的伊宁、南部的喀什及和田、北部的阿勒泰等地区公路里程分别为 478、608、688、1471、1415、651 公里, 驾驶时长约 6.3、7.9、8.3、17.7、18.6、8 小时。人口方面, 根据 2020 年第七次人口普查数据, 新疆常住人口仅 2585 万人 (北京市面积 1.6 万平方公里, 常住人口 2189 万人)。地形地貌方面, 新疆以阿尔泰山、天山和昆仑山“三山”夹准噶尔盆地和塔里木盆地“两盆”, 省内高山、盆地、沙漠、高原、湖泊等, 地形复杂。“三山夹两盆”的地形地貌叠加地广人稀的特征决定新疆省内修建高铁难度较大、造价高, 也不如人口密集、城市紧凑的东部地区经济, 因此飞机、火车、长途巴士、自驾成为省内主要交通方式, 其中, 火车、长途巴士、自驾等方式耗时均较长, 航空出行在时效性和舒适性上更具优势。

图 9: 全国主要省市行政区域土地面积 (平方公里) 及人口 (万人)



资料来源: WIND, 第七次全国人口普查, 德邦研究所

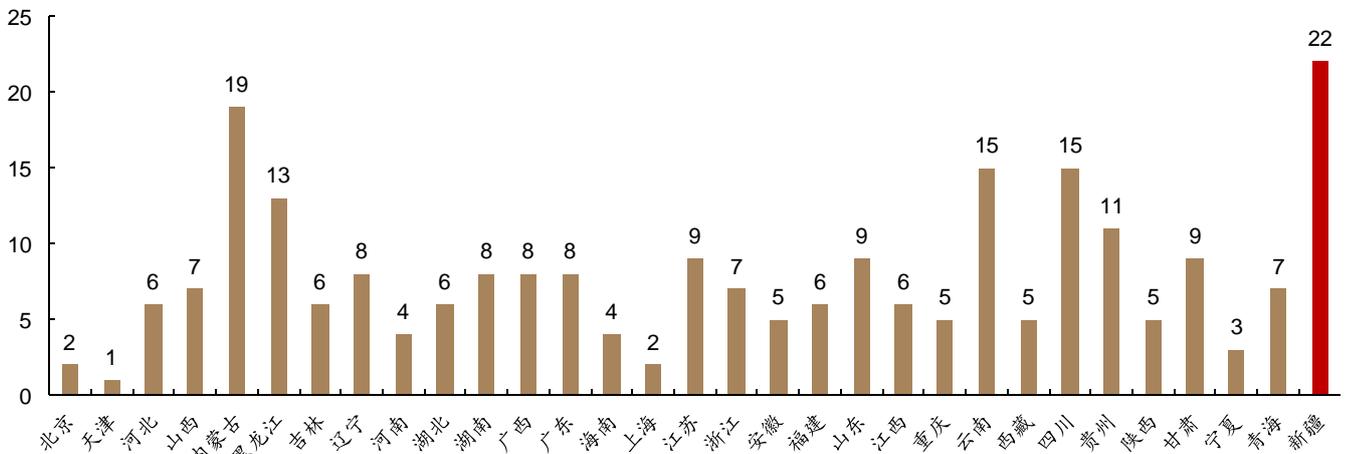
图 10: 新疆省内主要城市人口 (万人)



资料来源: 第七次全国人口普查, 德邦研究所

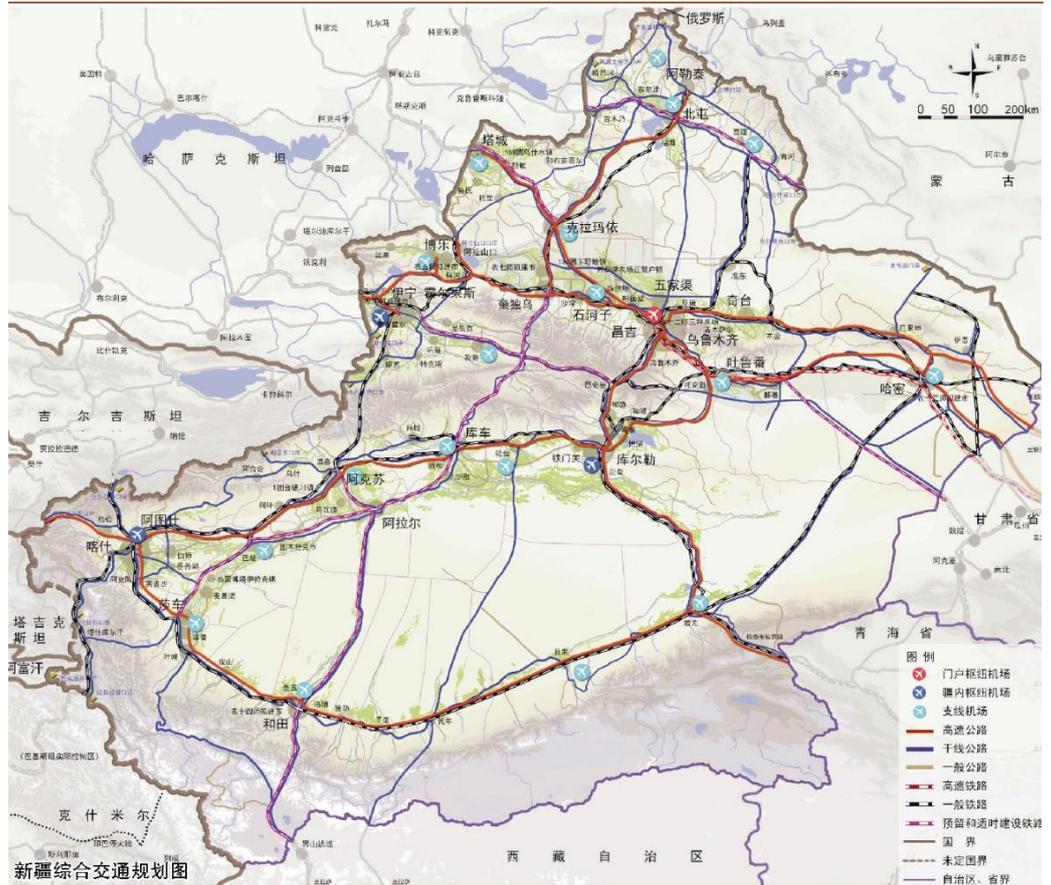
配套方面, 新疆机场数量居全国首位, 覆盖省内主要城市。截至 2020 年, 新疆省内共有机场 22 座, 是国内机场数量最多的省级行政区, 其中, 4E 级机场 3 座(乌鲁木齐、喀什、吐鲁番), 4D 级机场 3 座(库尔勒、和田、克拉玛依), 4C 级机场 16 座, 分布上, 以乌鲁木齐为中心, 已辐射阿勒泰、伊宁、哈密、吐鲁番、喀什及和田等地区。

图 11: 2020 年全国主要省/市机场分布 (座)



资料来源: 公开资料, 德邦研究所整理

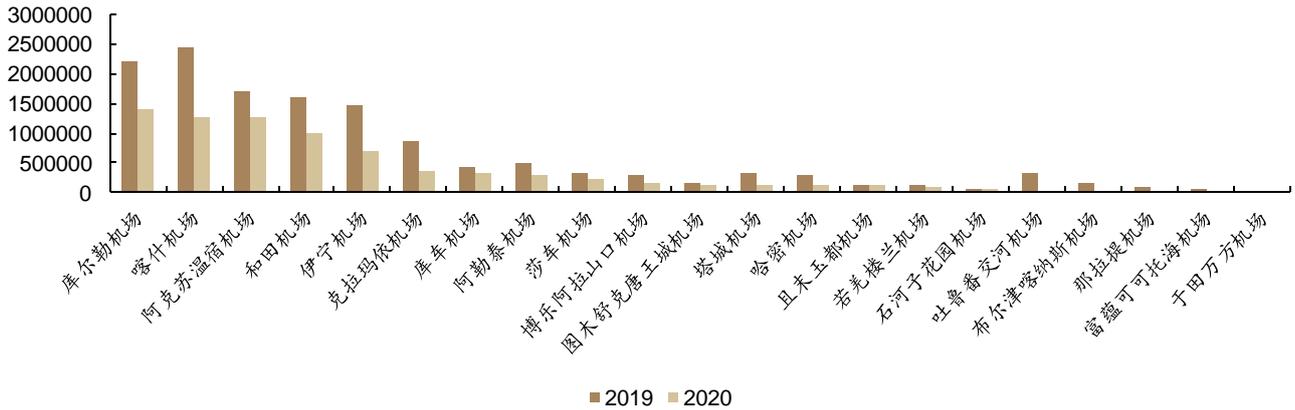
图 12: 新疆省内综合交通规划



资料来源: 公开资料, 德邦研究所整理

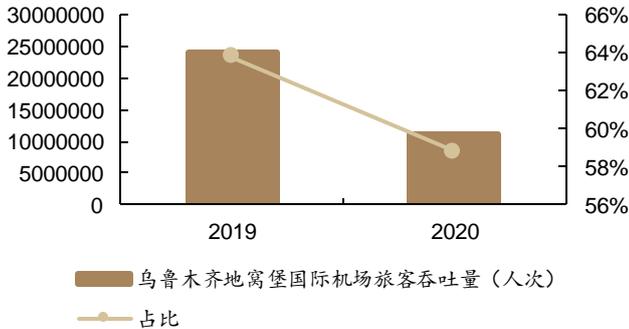
公司以库尔勒作为基地, 打造区域次枢纽, 采用“串飞+环飞”的方式汇集出行需求; 公司入疆以来, 主要航点旅客吞吐量均有大幅提升。根据《新疆民航市场发展报告》, 疫情前 (2019 年), 新疆省内机场旅客吞吐量 3758 万人次, 进出港航班量为 33 万班 (省内航班占比过半), 其中, 乌鲁木齐地窝堡机场占比分别达 64% 和 53.4%, 作为新疆省会及区域交通枢纽, 乌鲁木齐是各大航司的“必争之地”, 航班时刻竞争激烈。公司另辟蹊径, 选择库尔勒机场作为基地, 打造区域次枢纽, 并与和田、阿克苏克拉玛依等机场形成有效连接, 对于省内航线, 公司通过支支串飞、环飞等方式将分散航点的旅客进行集中, 再输送到枢纽航点; 省外出行方面, 公司将出行需求汇集到库尔勒, 再通过库尔勒连接省外枢纽机场。根据民航局数据, 疫情前 (2019 年), 库尔勒机场旅客吞吐量约为 220 万人次, 在新疆省内机场中占比约为 6%, 较 2017 年 (公司进入前) 的 128 万人次, 提升约 72%, 增长迅速, 阿克苏温宿机场、和田机场、克拉玛依机场较 2017 年旅客吞吐量也均有显著提升, 分别从 128、103 和 39 万人次提升至 2019 年的 171、160 和 87 万人次。

图 13: 新疆省内主要机场(除乌鲁木齐)旅客吞吐量(人次)



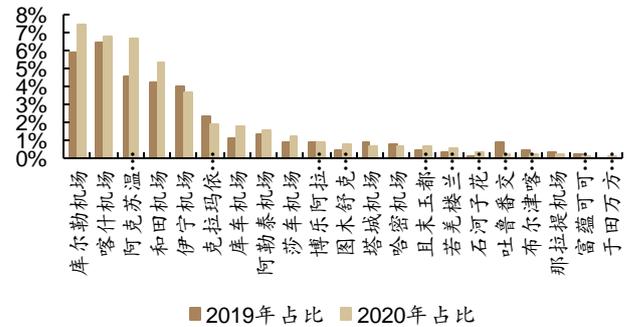
资料来源: 2019-2020 年民航机场生产统计公报, 德邦研究所

图 14: 乌鲁木齐地窝堡机场旅客吞吐量(人次)及省内占比(%)



资料来源: 2019-2020 年民航机场生产统计公报, 德邦研究所

图 15: 新疆省内主要机场(除乌鲁木齐)旅客吞吐量省内占比(%)



资料来源: 2019-2020 年民航机场生产统计公报, 德邦研究所

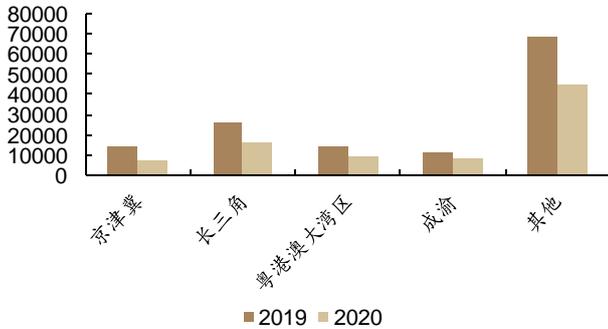
新疆模式在云南具有较强可复制性。我国东部沿海平原人口密集、经济发达, 航空出行需求旺盛, 然而航空枢纽和高铁线路密集, 留给支线航空的空间相对有限; 西藏、青海高原地区在执飞机型、机长、备油政策等方面均有特殊规定, 执飞成本及要求均较高; 我国云南地区相较东部沿海平原竞争相对更不激烈, 相较西藏、青海地区执飞难度更低, 并有相对发达的旅游业, 新疆模式在此具有较强的可复制性。目前公司已在云南德宏设立过夜基地, 截至 2020 年末, 在云南已开通条 12 条省内航线, 覆盖省内航点 10 个, 开通 6 条省外航线, 覆盖省外航点 4 个。受新冠疫情及公司突发事件影响, 今年公司在云南的运力投放及航线开辟进程有所放缓, 预计后续随疫情逐步恢复, 公司突发安全事故影响逐步消除, 公司将进一步增加在云南市场的运力投放, 云南市场也将为公司贡献更可观的收入和利润。

2.2. 衢州模式: 切入华东, 串联东西航网

三大航分据京津冀、长三角、粤港澳大湾区, 东部枢纽机场突破难度大。疫情前(2019年), 京津冀机场群、长三角机场群、粤港澳大湾区机场群珠三角九市及成渝机场群分别完成旅客吞吐量 14666、26557、14203 及 11040 万人次, 合计占全国机场旅客吞吐量的 49% (京津冀机场群、长三角机场群、粤港澳大湾区机场群珠三角九市及成渝机场群占比分别为 11%、20%、11%和 8%), 疫情发生后, 出行受限, 全国机场旅客吞吐量均受到较大幅度的冲击, 2020 年, 上述机场群合计完成旅客吞吐量 41083 万人次, 同比下滑 38%, 占全国的 48%。以北

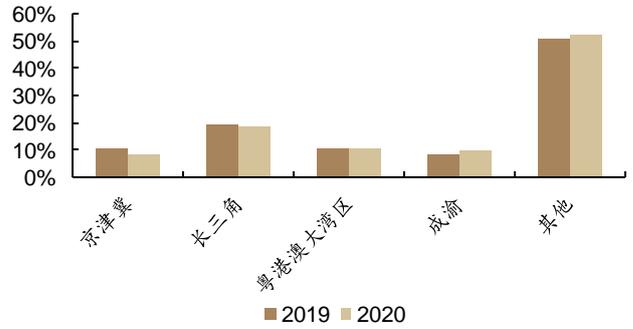
京、上海及广东、成都及重庆为核心的四大城市群经济相对发达，航空出行需求旺盛，高价值的公商务干线密集，是航司竞争的主战场。目前来看，国航总部位于北京，基地遍布全国（包括北京、成都、上海、杭州、武汉、天津、重庆、广州等），东航总部位于上海，南航总部位于广州，运营基地均遍布全国主要城市，在总部及运营基地机场航班时刻占比均优势显著。公司总部于 2014 年由贵阳迁至重庆，在两地航班时刻占比相对较高，在京津冀、长三角及粤港澳大湾区的主要机场面对三大航及其他基地航司难以取得竞争优势，突破难度大。

图 16：2019-2020 主要机场群旅客吞吐量（万人次）



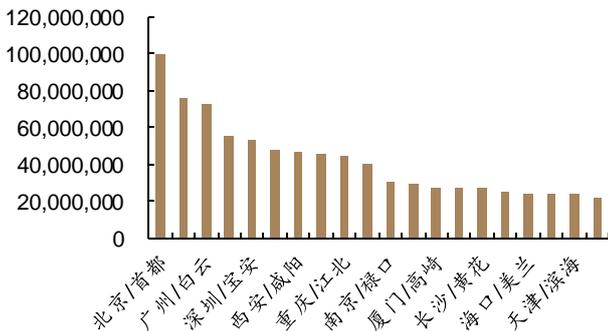
资料来源：2019-2020 年民航机场生产统计公报，德邦研究所

图 17：2019-2020 主要机场群旅客吞吐量占比



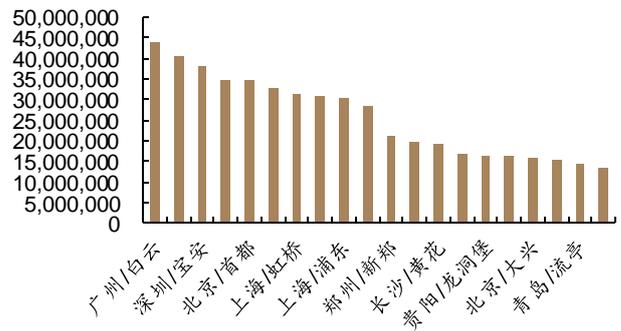
资料来源：2019-2020 年民航机场生产统计公报，德邦研究所

图 18：2019 年 Top 20 民航机场旅客吞吐量（人次）



资料来源：2019 年民航机场生产统计公报，德邦研究所

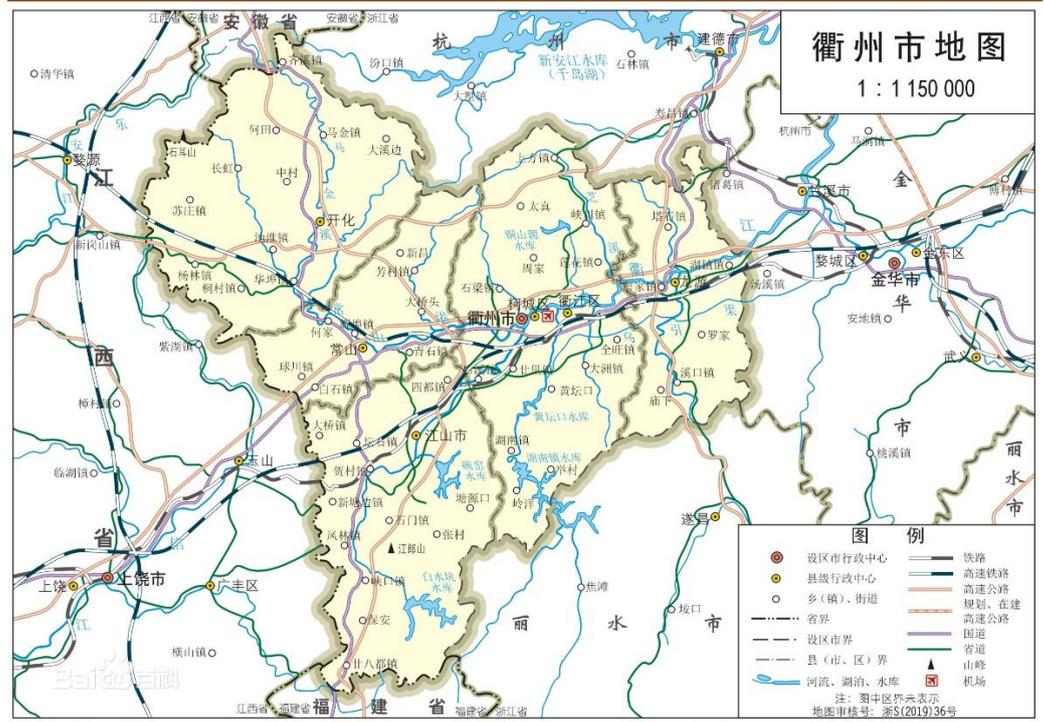
图 19：2020 年 Top 20 民航机场旅客吞吐量（人次）



资料来源：2020 年民航机场生产统计公报，德邦研究所

衢州市地处长三角，连接浙江、福建、江西、安徽四省，可辐射周边地区出行需求；人口较新疆更密集，机场旅客吞吐量仍有提升空间。衢州市位于浙江省西部，连接四省多地，南部与福建南平、北部与安徽黄山接壤，西部连接江西上饶及景德镇，东部与浙江省内金华、丽水、杭州相接，可辐射周边地区出行需求。根据全国第七次人口普查数据，衢州市常住人口约 228 万人，高于新疆多数地级市，然 2020 年，衢州机场的旅客吞吐量仅 38.6 万人次（2019 年疫情前为 40.4 万人次），远低于库尔勒（县级市）的 141.7 万人次（2019 年为 220.2）。

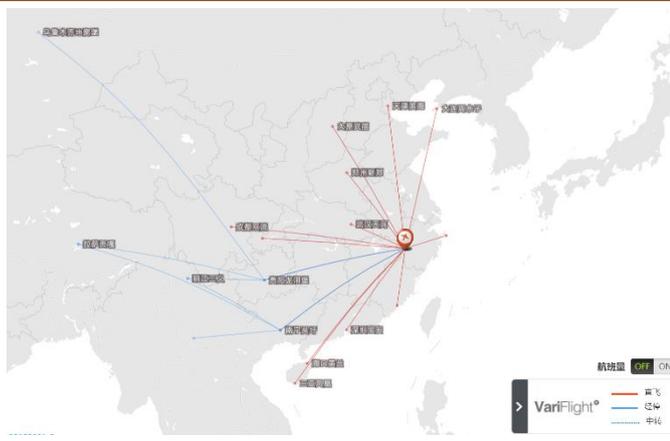
图 20：衢州市地理位置



资料来源：公开资料，德邦研究所整理

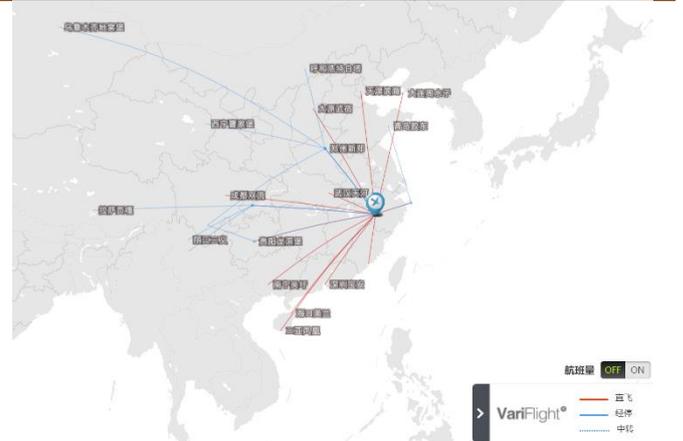
公司与衢州政府进行战略合作，切入华东地区，串联东西航网。2020 年，公司与浙江省衢州市政府建立战略合作关系，在此基础上，签订了一揽子合作项目协议，其中包括成立衢州航空公司（衢州市信安产业投资有限公司持股 90%，公司间接持股 10%）、共建四省边际航空枢纽、建设国际飞行培训学校、落户华东区域总部、设立航空产业引导基金等，覆盖上下游的全产业链。同年 11 月，公司与信安产投签订《CRJ-900NG 飞机买卖协议》，计划向其出售 3 架 CRJ-900NG 飞机，出售后将飞机租回继续使用，解决地方政府稳定运力需求的同时，降低了公司的资金压力，帮助公司切入东部地区。目前，公司开通了包括衢州-重庆、衢州-成都、衢州-昆明、衢州-西安、衢州-郑州、衢州-武汉、衢州-厦门、衢州-海口、衢州-三亚等航线，通过衢州切入东部市场，并连接中西部主要城市，赋能航网。

图 21：华夏航空衢州市出发航线（含共享）（2021/10/15 至 2022/1/13）



资料来源：VariFlight，德邦研究所

图 22：华夏航空衢州市到达航线（含共享）（2021/10/15 至 2022/1/13）



资料来源：VariFlight，德邦研究所

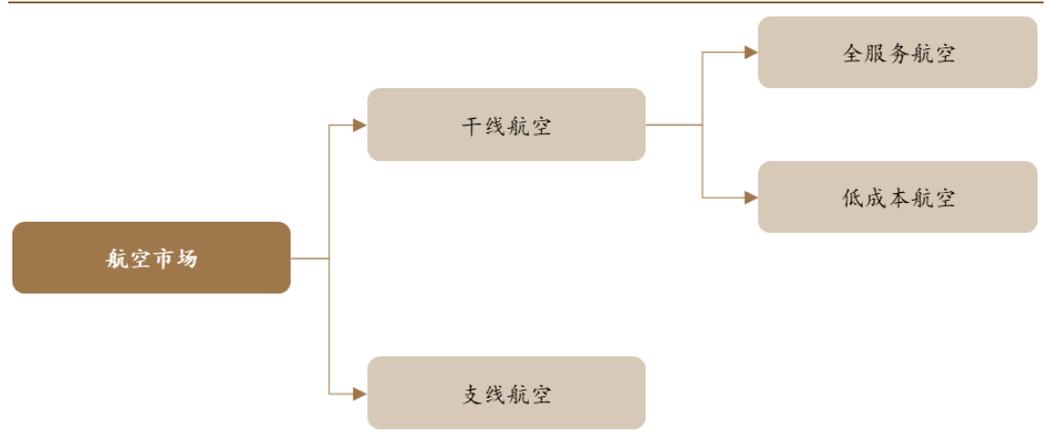
目前，公司作为衢州唯一的基地航司，截至 2021 年 9 月，已在衢州投入有 2-3 架过夜飞机，在衢州机场时刻占比第一。预计疫后公司将继续加大在衢州的运力投入，至 2025 年，公司将在衢州机场开通 40 个航点城市、50 条航线，并投放约 8 架过夜飞机。同时，公司在衢州市场取得了不错的收益水平，客座率水平也

高于自身平均，预计未来也将在东部寻找其他合适的城市复制衢州模式。

2.3. 通程模式：与干线航司合作实现“干支结合”

区别于以三大航为代表的干线全服务航司和以春秋为代表的干线低成本航空，公司定位支线航空，然大量旅客最终目的地并非在支线机场城市，而是需要从支线机场城市到干线机场城市，公司在干线机场航权时刻上难以凭借自身满足乘客出行需求，通过与干线航司的合作（即通程模式），能够进行“干支结合”，赋能公司航网。

图 23：航空市场分类（根据市场定位）



资料来源：公司公告，德邦研究所

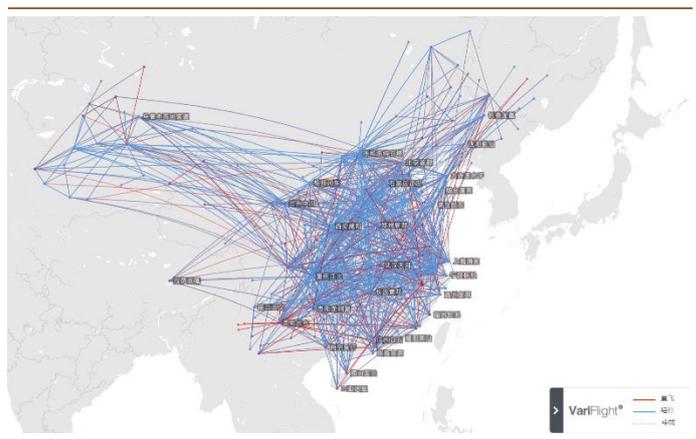
从乘客端来看，通程航班提供由始发机场一次值机、行李直达目的地、转机机场免二次安检、隔夜免费住宿等全流程服务，获得“一站式”的出行服务。对于公司而言，通过和干线航司合作，能够输送乘客到达最终目的地，提升公司航网通达性和客流量。2014年9月，公司与国航、山东航空实现代码共享，开辟了干支联程合作的新局面，2015年7月，公司与南方航空实现代码共享，截至目前公司与国内主要航司均有合作。

图 24：华夏航空（不含共享）航线网络图（2021/10/15-2021/11/14）



资料来源：VariFlight，德邦研究所

图 25：华夏航空（含共享）航线网络图（2021/10/15-2021/11/14）



资料来源：VariFlight，德邦研究所

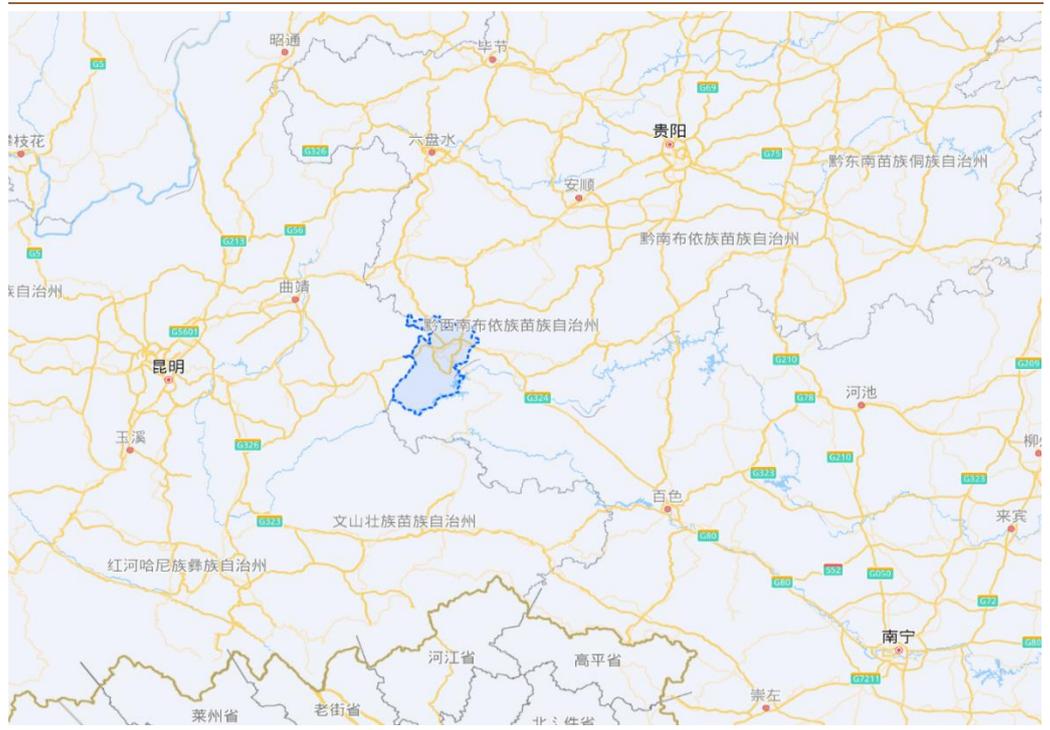
2.3.1. 兴义-贵阳-全国，“云上公交”+“干支结合”

兴义市是贵州省黔西南布依族苗族自治州下辖县级市，辖区面积 2915 平方

公里，地处贵州、云南、广西三省区交汇处，距离最近的干线枢纽贵阳、昆明和南宁距离分别约 303、284 和 507 公里。2004 年，兴义机场通航，通航初期，东航和南航先后开通了由昆明-兴义-贵阳和兴义-深圳等航线，然不久便由于收益水平较低而停航，直到 2010 年后才逐步复航，维持长期稳定的航班是兴义的重要诉求。公司于 2006 年进入兴义机场，2015 年联合兴义机场推出了“云上公交”产品，随地方经济和旅游业快速发展，兴义航空出行需求日益旺盛，目前公司兴义-贵州往返的航班每周可达 60 班，平均每天约 8.6 班（根据 2021 年夏秋航季预先飞行计划计算），2015 起兴义机场旅客吞吐量也稳定快速增长，从 2015 年的 30.33 万人次提升至 2019 年的 138.46 万人次，累计增长近 357%。

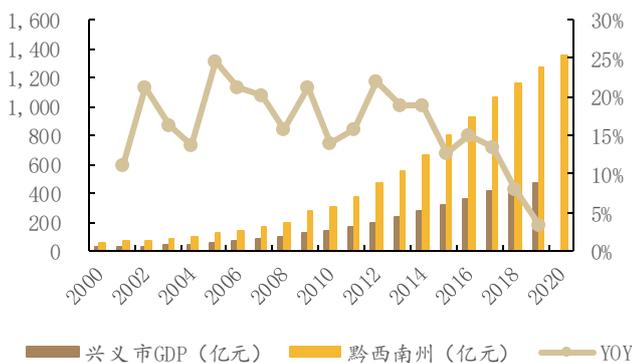
“兴义-贵阳-全国”是“干支结合”价值的充分体现。兴义距贵阳公路里程仅 300 多公里，兴义-贵阳航班的大量旅客最终目的地并非在贵阳，而是需要从贵阳机场前往其他干线城市，兴义-贵阳-全国的通程航班为乘客免去了兴义-贵阳路段地面交通的辗转，提供了“一站式”的方便快捷的出行服务。

图 26：兴义市地理位置



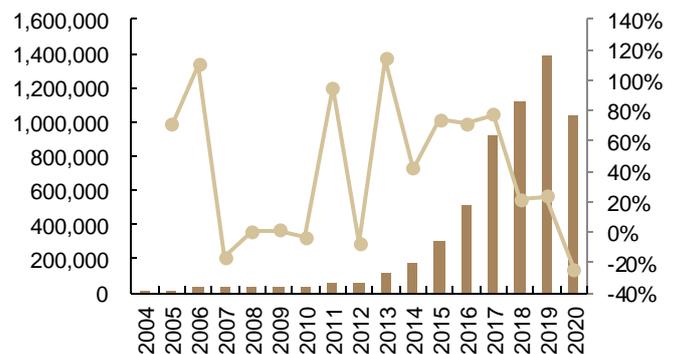
资料来源：百度地图，德邦研究所

图 27：黔西南州和兴义市 GDP (亿元，%)



资料来源：WIND，德邦研究所

图 28：兴义机场旅客吞吐量 (人次)



资料来源：WIND，德邦研究所

3. 补贴及政府运力采购降低公司经营风险，可持续性较强

2020 年，公司约 90%以上的航线与政府合作，只有不到百分之十的航线完全市场化（主要是部分干线）。收入占比来说，营业收入中政府收入在 30%-40%左右，其余为旅客收入。2020 年，公司营业总收入 47.28 亿元，营业总成本 47.41 亿元，其他收益 6.26 亿元（其中政府补贴 6.22 亿元），净利润 6.13 亿元，补贴和政府运力采购对公司利润贡献巨大。

公司补贴主要来自：

1) 民航局：满足民航局要求即可获得该部分补贴，该部分补贴计入其他收益。2020 年该部分约为 2.9 亿左右，占全国整个支线补贴的比例约 20%，与 19 年占比相当。

2) 省政府：主要来自新疆省和云南省政府的采购收入，该部分补贴计入其他收益。2020 年金额大约 2-3 亿。

此外，公司与单个地方政府（一般为城投公司或机场建设公司）签订运力采购协议，该部分收入计入营业收入。分为有限额和无限额两种模式，有限额指补贴一定金额，合同期内不变，客票收入归航司所有，盈亏自负；无限额指按飞行次数给固定收入，客票收入归政府所有。

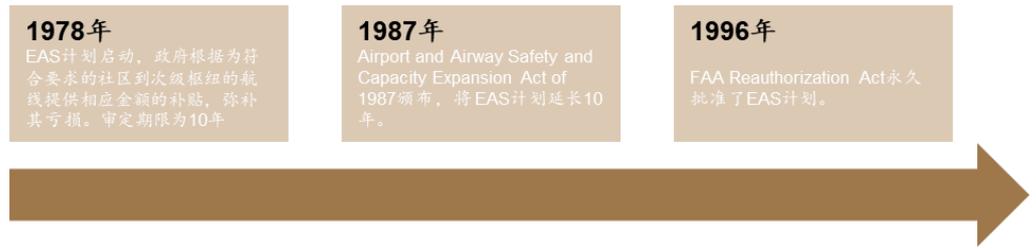
图 29：补贴主要来源

补贴来源	计入科目	获取方式和金额
民航局	其他收益	无披露的标准，近年来，公司航班量增长，补贴金额也随之增加，但占比近几年无明显变化
省政府	其他收益	主要包括云南跟新疆省政府，与地方政府“打包”商定。单位金额是固定的，航班越多，补贴越多。

资料来源：公司调研，德邦研究所整理

可持续性方面，对比美国来看，1978 年，美国 ADA(Airline Deregulation Act) 颁布，允许航空公司自由进出市场、自主定价（客流量较小、盈利水平较差的航线面临被航司停航或削减），为保证小社区及偏远地区能享受航空服务，EAS (Essential Air Service) 计划启动，EAS 计划下，政府根据为符合要求的社区到次级枢纽的航线提供相应金额的补贴，弥补其亏损，使航司不因为承受亏损而停止提供服务。EAS 计划最初审定为 10 年（即 1978-1988 年），1987 年，计划到期前，Airport and Airway Safety and Capacity Expansion Act of 1987 颁布，将 EAS 计划延长 10 年，1996 年，FAA Reauthorization Act 永久批准了 EAS 计划。

图 30: EAS 计划时间线



资料来源：美国交通运输部，德邦研究所

美国作为航空业最发达的国家之一，支线航空尚且难以实现盈利，仍需通过长期的补贴来提升小社区的通达性，我国老少边穷地区航网通达性差，更需要持续借助政府补贴来提升偏远地区通达性。2018年，民航局发布的《新时代民航强国建设行动纲要》指出，将着力推进航空服务大众化，逐步加密机场网建设，建立通达、通畅、经济、高效的航线网络，大力发展支线航空，推进干支有效衔接，推进低成本等航空服务差异化发展。全面实施基本航空服务计划，实现老少边穷地区航线网络基本通达，打造更加协调的“民生航空”服务体系。国家为推进航空服务大众化、提升老少边穷地区通达性，有动力通过补贴等方式鼓励支线航司开辟、运营相关航线。

与此同时，提升老少边穷地区的通达性有利于拉动地方经济、增加就业岗位。根据美国 RAA (Regional Airline Association) 2020年4月的报告中的数据，美国有 570 个仅有或主要运营支线航空的小社区机场，这些机场产生了 1340 亿美元的经济活动，创造了 100 万个就业机会和 360 亿美元的工资及税收。中央财经委员会第十次会议上，习近平总书记发表重要讲话强调，共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。因此在我国老少边穷地区通达性及经济水平发展到较好的水平前，从拉动地方经济、创造就业机会的角度，国家和地方政府对于支线航空的补贴仍具有一定程度的可持续性。

图 31: 小社区机场的经济影响



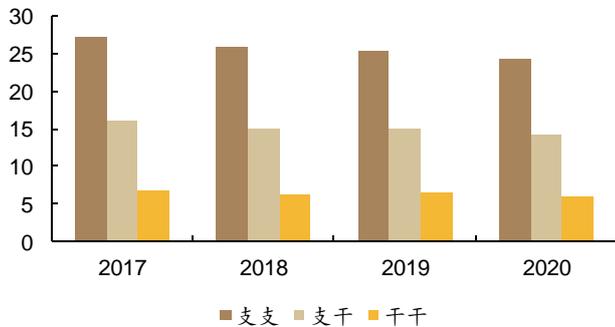
资料来源：RAA，德邦研究所

4. 支线市场空间广阔，高铁建设放缓，公司有望率先受益

我国支线航空相对欠发达，提升空间较大。支线机场数量来看，根据 RAA 数据，2019 年，美国有 629 座机场提供支线航空服务，其中 436 座只提供支线航空服务；支线航司服务全国约 95% 的有定期客运服务的机场，全国 40% 的计划旅客离港航班由支线航空运营。而根据我国民航局数据，我国 2019 年通航的民用航空机场总数也仅有 239 座，其中年旅客吞吐量在 300 万以下的仅有 184 座。

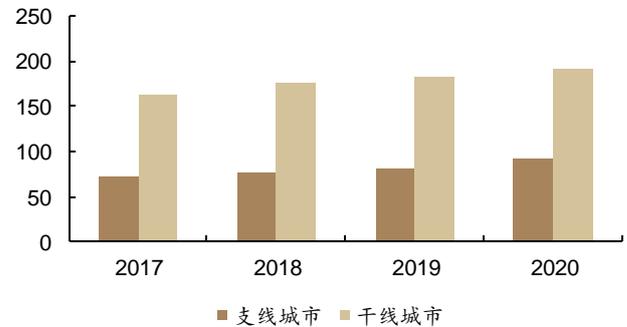
支线通达性上来看，支线城市到其他支线或干线城市时间较干线仍有较大差距。根据《中国支线城市航空通达性报告 (2021)》，干线-干线城市平均通达时间为 6.1 小时，而支线-干线和支线-支线平均通达时间分别为 14.2 小时和 24.4 小时；截至 2020 年，支线和干线当天可到达城市数量相差近 100 座；分布上，南北以秦岭淮河为界，东西以胡焕庸线为界，呈现“南强北弱”、“东高西低”的特征，2020 年，南方支线城市平均通达时间 20.7 小时，北方为 23.9 小时，东侧支线城市平均通达时间为 21.3 小时，西侧为 24.5 小时。

图 32：支线机场与干线机场平均通达时间（小时）



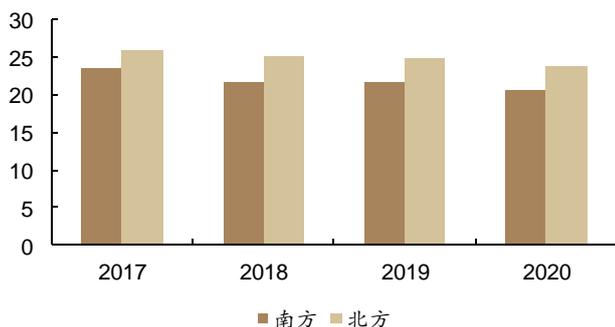
资料来源：《中国支线城市航空通达性报告 (2021)》，德邦研究所

图 33：支线与干线城市当天可达城市数量（座）



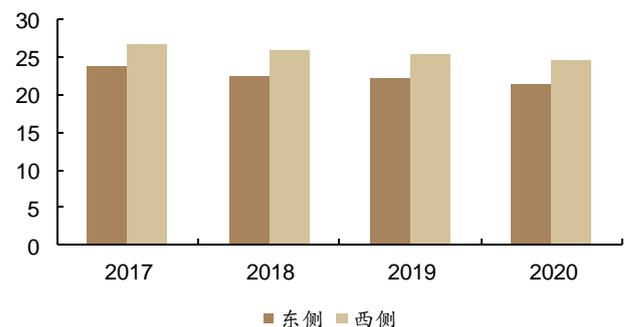
资料来源：《中国支线城市航空通达性报告 (2021)》，德邦研究所

图 34：南北方支线城市通达时间对比（小时）



资料来源：《中国支线城市航空通达性报告 (2021)》，德邦研究所

图 35：东西侧支线城市通达时间对比（小时）



资料来源：《中国支线城市航空通达性报告 (2021)》，德邦研究所

未来，从整体发展规划来看，从“十五”至“十二五”期间，我国民航旅客运输量均保持 10% 以上的增速。2020 年起，受新冠疫情影响，“十三五”目标达成受到一定影响。根据《国家综合立体交通网规划纲要》，我国民航仍处于发展资源瓶颈攻坚期，截至 2019 年，全国有超过 10 亿人口还未乘坐过飞机，随居民收入增加和消费结构升级，未来一段时间民航业务量仍将保持中高速增长，预计到“十四五”末，我国航空运输规模将接近甚至超过美国，到 2035 年，我国民航

年旅客运输量将达到 2019 年的 2 倍以上。

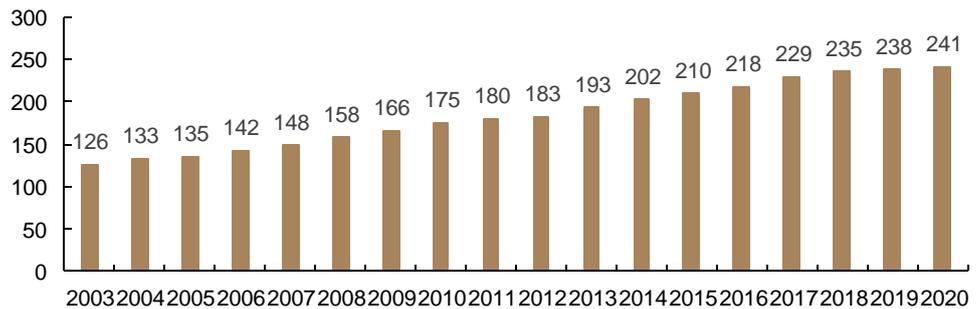
图 36: 民航“十五”至“十三五”发展

规划期	指标	期初值	规划目标	期末值	年均增长	完成情况	备注
“十五”规划期间 (2000-2005年)	航空运输总周转量 (亿吨公里)	122.5	205	261	15.30%	√	
	旅客运输量 (亿人)	0.67	1	1.38	15.50%	√	
	邮货运量 (万吨)	196.7	280	307	13.80%	√	
	客运周转量在综合交通中比重	-	-	11.80%	-	-	
“十一五”规划期间 (2005-2010年)	航空运输总周转量 (亿吨公里)	261	500	538	15.00%	√	
	旅客运输量 (亿人)	1.38	2.7	2.68	14.10%	×	
	邮货运量 (万吨)	307	570	563	12.90%	×	
	客运周转量在综合交通中比重	11.80%	17.80%	14.50%	-	×	
“十二五”规划期间 (2010-2015年)	航空运输总周转量 (亿吨公里)	538	830	852	9.60%	√	
	旅客运输量 (亿人)	2.68	4.5	4.4	10.40%	×	
	邮货运量 (万吨)	563	670	629	2.20%	×	
	客运周转量在综合交通中比重	14.50%	16.00%	24.20%	-	√	
“十三五”规划期间 (2015-2020年)	航空运输总周转量 (亿吨公里)	852	1420	798.5	-1.3%	×	2020年受新冠疫情影响, 2019年末为1293.25亿吨公里
	旅客运输量 (亿人)	4.4	7.2	4.18	-1.0%	×	2020年受新冠疫情影响, 2019年末为6.60亿人
	邮货运量 (万吨)	629	850	676.6	1.50%	×	2020年受新冠疫情影响, 2019年末为753.14万吨
	客运周转量在综合交通中比重	24.20%	28.00%	32.78%	-	√	

资料来源: 中国民用航空发展第十一个五年至第十三个五年规划, 2019-2020 年民航行业发展统计公报, 德邦研究所

机场建设计划方面, 2035 年底我国民用机场数量预计将达 400 个, 新建机场大量分布在中西部地区, 为支线航空发展提供基础。截至 2020 年底, 我国已建成 241 座民用运输机场, 对标民航较为发达的美国、日本和欧盟, 我国机场数量、服务覆盖水平差距较大, 根据《国家综合立体交通网规划纲要》, 预计至 2035 年底我国民用运输机场数量将达 400 个左右, 年均 10-11 个, 新建机场大量分布在中西部地区, 基础设施的逐步完善将为支线航空发展提供支持, 中西部地区通达性也将得到进一步提升。

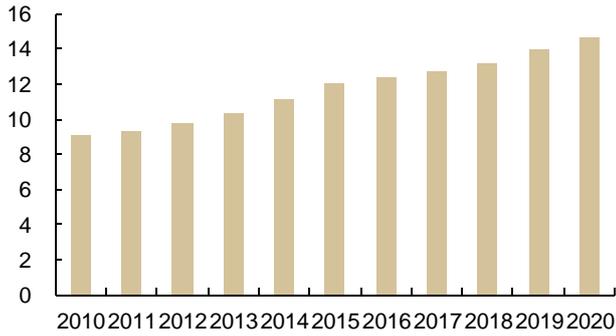
图 37: 通航民用航空机场数 (座)



资料来源: WIND, 德邦研究所

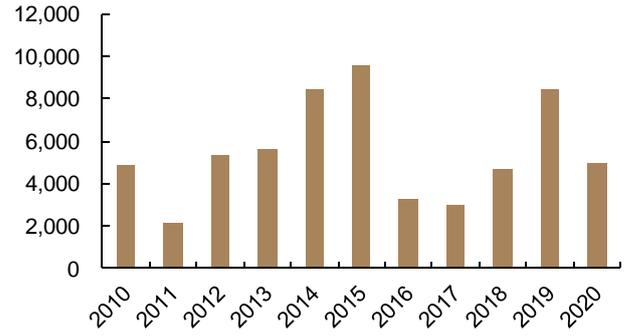
另一方面, 未来 15 年高铁建设或将放缓。“十二五”和“十三五”期间, 我国铁路投产里程分别为 2.9 万公里和 2.5 万公里左右, 根据《国家综合立体交通网规划纲要》提出的目标, 未来 15 年, 平均每个五年投产铁路里程为 1.8 万公里左右, 预计到 2035 年, 国家铁路网规模达到 20 万公里左右, 增速低于“十二五”和“十三五”期间。其中, 2020 年, 高铁总里程达约 3.8 万公里, 《国家综合立体交通网规划纲要》提出, 至 2035 年, 20 万公里铁路网中高速铁路规模达 7 万公里 (含部分城际铁路), 即年均新增 2133 公里, 低于过去 10 年每年投产新线平均值 (2941 公里)。

图 38: 铁路营业里程 (万公里)



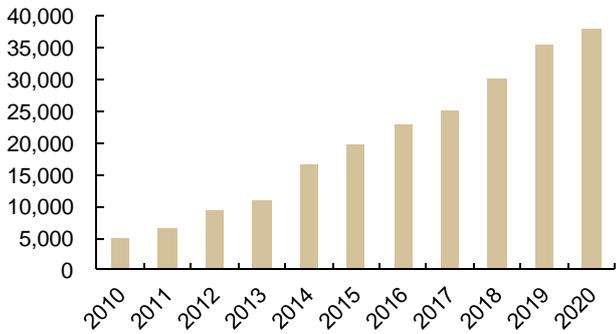
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 39: 全国铁路投产新线 (公里)



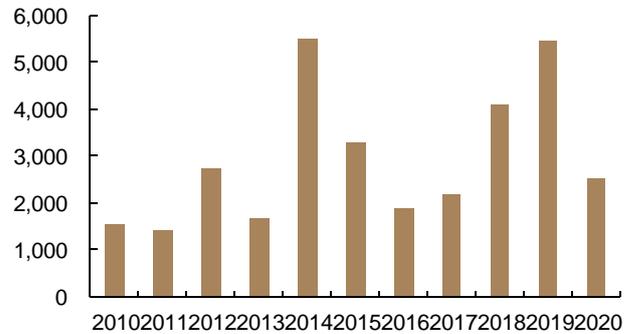
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 40: 高铁营业里程 (公里)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 41: 高铁新增产能 (公里)



资料来源: WIND, 德邦研究所

中西部高铁网络相对不密集、未来建设放缓, 为支线航空发展提供充分的空间和可能性。目前高铁网络主要集中在城市和人口密集、经济相对发达的东部地区, 以及中西部交通枢纽城市。西部地区因地广人稀、地形复杂, 高铁建设难度大、成本高, 客流量较小难以实现盈利 (目前大多数高铁亏损) 等原因, 高铁网络覆盖城市相对较少。高铁缺位、建设放缓, 西部地区航空出行又效率远高于公路, 支线航空的发展存在充分的空间及可能性。

图 42：“八纵八横”高铁线路



资料来源：公开资料，德邦研究所整理

公司成立于 2006 年，成立以来，专注支线市场，具有丰富的支线运营经验，与此同时，与多个地方政府维持着良好的合作关系，也积累了良好的乘客基础，在支线市场具有先发优势。未来，运力方面，公司与中国商飞签订了 100 架飞机订单合同，商飞产能也逐步提升，为公司后续运力引进提供保障。2019 年，日本三菱重工和支线飞机生产的重要参与者加拿大庞巴迪公司宣布达成协议，三菱重工收购了庞巴迪 CRJ 支线飞机项目（包括维修、支援、翻新及销售等），2021 年 2 月，最后一架 CRJ 飞机下线。公司目前主要支线机型为 CRJ900 系列，但 CRJ 系列的停产并不会对公司日后飞机引进产生过多影响，2020 年 10 月，公司与中国商飞签订了 100 架飞机的订单（50 架为 ARJ 系列，剩余 50 架保留选择权，将于未来 10 年交付），同年 11 月，中国商飞向公司交付第一架 ARJ21 飞机。中国商飞的飞机交付能力也在逐步提升，目前，商飞已有超过 5 条产线，每条产能约 5-6 架/年，年均交付量能达到 20 架以上。市场开拓方面，目前因疫情有所推迟，但未来预计公司会逐步进入四川、西北、青海，以及中部的郑州、武汉等地，并在东部寻找合适的城市对衢州模式进行复制。短期内，受新冠疫情及公司突发安全事故影响，公司经营和业绩虽出现波动，但长期来看，随疫情恢复，突发事件影响逐步消除，公司作为我国支线航空龙头，有望率先受益于支线市场的发展，并不断扩大自身规模、开疆拓土，与支线航空市场共同成长。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

由于今年七八月突发事故，公司航班量有一定程度调减，但受影响的主要是客座水平和收益相对较差的航线，预计今年年底至明年年初，公司航班量将逐步恢复正常。综合考虑公司今年运力引进情况及下半年航班量调减带来客票收入和补贴下降的影响，我们预计今年公司客运收入整体将有小幅下滑，2022 年至 2023 年，受益于公司自身运力增长、航线开拓，以及疫情恢复（日利用率、客座率、票价等回升）和支线航空的发展，公司客运收入预计同比增长 49% 和 18%。货运

方面，受益于疫情期间高景气度，预计 2021-2023 年收入同比增速分别为 27%/24%/18%，其他收入保持匀速增长，预计 2021-2023 年增速为 32%/49%/18%。2021 至 2023 年，营业收入预计为 46.48/69.13/81.55 亿元，同比增速分别为-2%/49%/18%。营业成本方面，今年下半年虽因航班量调减带来燃油、起降费等可变成本的下降，但成本整体相对刚性，与此同时，机队规模增长带来折旧租赁等成本增加，预计今年将同比增长 6%，2022 至 2023 年分别同比增长 35%/15%，21 至 23 年分别为 43.23、58.48 和 67.14 亿元，分别实现毛利率 7%/15%/18%。

图 43：业务拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4728	4648	6913	8155
YOY	-13%	-2%	49%	18%
毛利率	14%	7%	15%	18%
客运 (百万元)	4541	4401	6553	7730
YOY	-14%	-3%	49%	18%
毛利率	13%	6%	14%	17%
货运 (百万元)	21	26	33	39
YOY	93%	27%	24%	18%
毛利率	14%	7%	16%	18%
其他 (百万元)	166	220	328	387
YOY	27%	32%	49%	18%
毛利率	39%	33%	37%	39%

资料来源：WIND，德邦研究所

5.2. 投资建议

短期来看，受国内局部散发疫情及公司航班量限制影响，21 年 Q3-Q4 公司业绩承压；长期来看，公司作为国内支线航空龙头，具有丰富的支线航空运营经营和良好的乘客基础，并与多地政府保持着良好的合作关系，有望率先并长期受益于支线市场增长。未来，与商飞签订的 100 架飞机合同将为公司后续运力引进提供保障，公司在深耕现有市场的同时，或将成功经验复制至云南等中西部市场，以及部分东部支线城市，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 46.48/69.13/81.55 亿元，归母净利润分别为 1.68/8.98/12.28 亿元，对应 PE 倍数为 62.74x/11.73x/8.57x，参考可比公司估值，首次覆盖给予“增持”评级。

图 44：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			每股收益 (元)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601111.SH	中国国航	1031.51	-65.34	41.69	81.29	-0.45	0.29	0.56	-18.29	28.67	14.71
600115.SH	中国东航	681.25	-44.13	41.16	74.29	-0.27	0.25	0.45	-18.08	19.38	10.74
600029.SH	南方航空	976.74	-35.74	42.66	73.07	-0.21	0.25	0.43	-30.16	25.27	14.75
601021.SH	*春秋航空	528.80	7.39	17.31	23.63	0.81	1.89	2.58	65.94	28.15	20.62
603885.SH	吉祥航空	334.24	5.35	14.11	20.31	0.27	0.72	1.03	62.49	23.68	16.46
	平均	710.51	-26.49	31.39	54.52	0.03	0.68	1.01	12.38	25.03	15.46
002928.SZ	华夏航空	105.51	1.68	8.98	12.28	0.17	0.89	1.21	62.74	11.73	8.57

备注：*公司为德邦覆盖的采取德邦预测数据，其余采用 Wind 一致预期，收盘价日期为 2021 年 10 月 20 日

资料来源：WIND，德邦研究所

6. 风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、民航安全事故导致航班量进一步削减、飞行员停飞等；
- 3、宏观经济下行；
- 4、国际原油价格上升；
- 5、人民币汇率波动等风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.17	0.89	1.21
每股净资产	3.88	4.71	5.52	6.62
每股经营现金流	0.99	0.58	0.85	1.70
每股股利	0.06	0.02	0.08	0.12
价值评估(倍)				
P/E	19.77	62.74	11.73	8.57
P/B	3.26	2.21	1.89	1.57
P/S	2.23	2.27	1.52	1.29
EV/EBITDA	11.37	49.56	14.05	10.74
股息率%	0.5%	0.2%	0.8%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.8%	7.0%	15.4%	17.7%
净利润率	13.0%	3.6%	13.0%	15.1%
净资产收益率	15.6%	3.5%	16.1%	18.4%
资产回报率	5.3%	1.2%	5.5%	6.8%
投资回报率	9.8%	-1.9%	3.3%	4.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-12.6%	-1.7%	48.7%	18.0%
EBIT 增长率	-3.7%	-126.0%	319.3%	58.8%
净利润增长率	22.0%	-72.6%	434.8%	36.8%
偿债能力指标				
资产负债率	65.8%	65.6%	65.9%	63.1%
流动比率	1.1	1.2	1.0	1.0
速动比率	1.1	1.1	1.0	0.9
现金比率	0.5	0.6	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	86.5	90.0	85.0	85.0
存货周转天数	10.1	11.5	10.0	10.0
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	0.9	0.7	0.9	0.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	613	168	898	1,228
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	489	466	555	646
非经营收益	92	117	180	216
营运资金变动	-186	-161	-774	-372
经营活动现金流	1,008	590	858	1,718
资产	-328	-2,057	-1,866	-1,866
投资	-0	-6	-2	0
其他	23	18	3	4
投资活动现金流	-306	-2,045	-1,864	-1,862
债权募资	336	892	0	0
股权募资	0	680	0	0
其他	-836	559	1,341	143
融资活动现金流	-500	2,130	1,341	143
现金净流量	188	677	336	-0

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为10月20日
 资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,728	4,648	6,913	8,155
营业成本	4,074	4,323	5,848	6,714
毛利率%	13.8%	7.0%	15.4%	17.7%
营业税金及附加	6	6	9	11
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	241	279	311	367
营业费用率%	5.1%	6.0%	4.5%	4.5%
管理费用	226	232	277	326
管理费用率%	4.8%	5.0%	4.0%	4.0%
研发费用	20	12	20	24
研发费用率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	787	-205	449	713
财务费用	175	204	299	333
财务费用率%	3.7%	4.4%	4.3%	4.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	2	3	4
营业利润	699	197	1,051	1,443
营业外收支	23	1	1	1
利润总额	722	198	1,052	1,444
EBITDA	1,249	259	1,004	1,358
所得税	109	30	155	216
有效所得税率%	15.1%	15.1%	14.7%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	613	168	898	1,228

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,489	2,165	2,501	2,501
应收账款及应收票据	1,120	1,146	1,610	1,899
存货	113	136	160	184
其它流动资产	1,053	1,101	1,475	1,726
流动资产合计	3,775	4,548	5,746	6,310
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,468	6,816	8,077	9,249
在建工程	1,161	1,373	1,381	1,387
无形资产	186	223	266	308
非流动资产合计	7,732	9,311	10,624	11,845
资产总计	11,508	13,859	16,371	18,155
短期借款	1,301	2,000	3,609	4,092
应付票据及应付账款	479	403	481	552
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,515	1,522	1,532	1,652
流动负债合计	3,295	3,924	5,622	6,296
长期借款	830	1,722	1,722	1,722
其它长期负债	3,445	3,445	3,445	3,445
非流动负债合计	4,275	5,167	5,167	5,167
负债总计	7,570	9,091	10,789	11,463
实收资本	1,014	1,012	1,012	1,012
普通股股东权益	3,937	4,768	5,582	6,692
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	11,508	13,859	16,371	18,155

信息披露

分析师与研究助理简介

田照丰，交运&石化首席分析师，8年交通运输教育背景，10年石油化工工作经历——6年产业工作经验，丰富的投资并购、战略规划、财务分析等产业经历；近3年卖方研究经验，以扎实的行业研究为基础，以差异化的分析为突破口，敢于在市场底部发掘个股投资机会。

郭晓月，金融&大数据专业硕士，2021年3月加入德邦研究所交运&石化组，核心覆盖航空机场领域。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。