

中信证券研究部



**扈世民**  
首席交通运输分析师  
S1010519040004



**汤学章**  
交通运输分析师  
S1010520090006

核心观点

**复盘美国支线航空龙头，机构购买运力驱动高成长，1995~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 次提升至 0.5 次，渗透率翻倍增长。复盘西空航空 2000~2013 年客运量 CAGR20.1%，而国内支线需求或进入繁荣通道，细分市场龙头有望率先受益。预计“十四五”末华夏航空或实现 110 架左右机队规模，未来 5 年公司 ASK 年均复合增速 20%左右，模式制胜、成长确定性强。**

**■ 复盘美国支线航空龙头，机构购买运力驱动高成长。**美国支线龙头—西空航空机队规模 601 架，其中签署代码共享协议的机队占比 75.2%(截至 2020 年底)。2019 年西空航空日均航班量 2300 班次，网络覆盖美国全境及加拿大、墨西哥等临近国家和地区。复盘西空航空发展历史，可分为前期探索、迅速发展、商业模式走向成熟等 5 个阶段，其中 1997~2013 年西空航空营业收入 CAGR 近 20%，市占率由 4.0%提升至历史峰值 38.1%。商业模式与干线航司签订商业化的运力购买和收入分成协议，集聚四、五线稀薄的支线客流至干线枢纽，2020 年西空航空服务于三大航的航班量占比 91.5%，运力购买协议贡献收入 84.2%。

**■ 抵抗周期更具韧性，美国支线市场 1995~2013 年渗透率翻倍。**政策放松管制打开支线航司成长瓶颈，其中 1978-1984 年美国支线航空客运量高于整体 10pcts。2001 年 911 事件、2008 年全球金融危机导致航空需求骤降，2001、2008 年美国支线市场较航空业客运量增速降幅收窄 4.4、4.8pcts，极端冲击下更具韧性。复苏弹性大幅领先航空业，2001~2005 年美国支线航空客运量高于行业整体 12.4pcts。1995~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 次提升至 0.5 次，渗透率翻倍增长。

**■ 复盘西空航空 2000~2013 年高增长，国内支线需求或进入繁荣通道。**西空航空收入与干线航司签订的合同规模、服务单价挂钩，客座率、票价影响有限，而运力购买协议下，干线航司通过直接提供航油或承担航油成本支出的方式转嫁。需求高景气、外延并购叠加与之更匹配的机型替换，2000~2013 年西空航空客运量 CAGR20.1%、2015-2019 年西空航空单机毛利 CAGR43.6%，高于收入增速 34.4pcts，其中 2019 年毛利率升至 18%历史高位。国内支线机场对应相关区域的人均乘机次数仅 0.09 次，远低于美国 0.5 次左右的水平，仍处起步阶段，预计未来 5 年我国支线航空旅客发送量 CAGR20%，有望进入繁荣通道。

**■ 短期负面因素或出清，次枢纽网络扩张成长韧性凸显。**2020 年华夏航空逆势盈利 6.1 亿元、成为唯一盈利的上市航司、极端冲击下韧性凸显。2021 年 4 月航班执行率或恢复至 80%，料 6 月恢复至 90%，暑运或恢复正常状态，Q2 政策短期影响有望出清、重拾成长。省级政府补贴+有限差额新的商业模式向疆外复制，料云南市场贡献 2021 年航线补贴 5000~6000 万。公司将成为中国商飞最佳合作伙伴，未来 ARJ21 效率和成本有望对标 CRJ900。2021 年公司计划引进飞机 11 架，料“十四五”末或实现 110 架左右机队规模，考虑次枢纽群网络持续扩张，预计公司未来 5 年 ASK 年均复合增速 20%左右，成长确定性强。

**■ 风险因素：**疫情控制不及预期，航空需求不及预期、油价汇率扰动超预期。

**■ 投资建议：**对标海外，1995~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 次升至 0.5 次。外延并购、需求高景气叠加更匹配的机型替换，2000~2013 年支线龙头西空航空客运量 CAGR20.1%。预计未来 5 年我国支线航空旅客发送量 CAGR20%，华夏航空短期负面因素或出清，次枢纽网络扩张成长韧性凸显。我们预测公司 2021/22/23 年 EPS 为 0.63/0.97/1.24 元(原预测 0.75/0.93/1.13 元)。预计公司 2022 年实现净利润 9.8 亿，给予 22XPE，对应目标价 21 元。维持“买入”评级。

华夏航空	002928
评级	买入(维持)
当前价	15.27 元
目标价	21.00 元
总股本	1,014 百万股
流通股本	1,014 百万股
总市值	- 亿元
近三月日均成交额	135 百万元
52 周最高/最低价	18.6/10.79 元
近 1 月绝对涨幅	-2.01%
近 6 月绝对涨幅	14.74%
近 12 月绝对涨幅	40.35%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,407	4,728	5,923	8,589	10,711
营业收入增长率 YoY	26.9%	-12.6%	25.3%	45.0%	24.7%
净利润(百万元)	502	613	638	984	1,254
净利润增长率 YoY	103.0%	22.0%	4.0%	54.3%	27.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.60	0.63	0.97	1.24
毛利率	12.9%	13.8%	12.9%	16.7%	17.6%
净资产收益率 ROE	18.1%	15.6%	14.1%	18.2%	19.1%
每股净资产 (元)	2.74	3.88	4.45	5.34	6.47
PE	30.5	25.5	24.2	15.7	12.3
PB	5.6	3.9	3.4	2.9	2.4
PS	2.9	3.3	2.6	1.8	1.4
EV/EBITDA	14.8	13.5	13.3	9.6	7.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 6 月 8 日收盘价

## 目录

复盘美国支线航空龙头，机构购买运力驱动高成长 .....	1
市占率 26% 打造美国支线龙头，服务于三大航航班量占比 92% .....	1
匹配支线的商业模式驱动成长，16 年间收入 CAGR 近 20% .....	3
抵抗周期更具韧性，1995~2013 年渗透率翻倍 .....	5
放松管制打开支线航空成长瓶颈，极端冲击后复苏弹性大幅领先 .....	5
美国支线渗透率翻倍，市场化出清推动 CR3 升至 46.3% .....	8
复盘西空近 15 年间高增长，国内支线或进繁荣通道 .....	10
需求高景气、并购叠加更匹配的机型替换，西空航空近 15 年间迎高增长 .....	10
未来 5 年国内支线机场旅客发送量 CAGR 或 20%，迎高速成长期 .....	14
短期负面因素或出清，次枢纽扩张迎高成长 .....	16
短期负面因素出清重拾成长，衢州枢纽飞机或增至 5 架 .....	16
次枢纽群网络持续扩张，预计 5 年 ASK 年均复合增速 20% .....	18
风险因素 .....	20
盈利预测及关键假设 .....	20
关键假设 .....	20
盈利预测 .....	20

## 插图目录

图 1: 截至 2019 年底西空航空航网布局美国、加拿大、墨西哥等超过 250 个城市	1
图 2: 2019 年西空航空实现客运量 4366 万人	2
图 3: 西空航空机队规模在支线航司中位居第 1	2
图 4: 西空航空收入分为运力购买和收入分成两部分	3
图 5: 2020 年西空航空服务美国三大航的机队占比 93%	3
图 6: 2020 年运力购买协议贡献公司收入 84.2%	3
图 7: 2020 年西空航空服务美国三大航的航班量占比 91.5%	3
图 8: SkyWest 发展历史	5
图 9: 西空航空在美国支线城市占率自 1995 年的 3.6% 上升至 2013 年最高 38.1%	5
图 10: 1997 年~2013 年西空航空营业收入 CAGR 近 20%，实现 16 年高速发展	5
图 11: 298 文件豁免驱动美国支线航空迎来第一波高增速	6
图 12: 1978 年美国支线航空客运航线图	7
图 13: 1986 年美国支线航空客运航线图	7
图 14: 1978-1984 年支线客运量增速远高于民航整体	7
图 15: 支线客运量增速高于民航整体	7
图 16: 1970~2019 年美国支线航空客运量占比	8
图 17: 1995-2010 年支线平均航距增速显著大于民航整体	8
图 18: 1995-2019 年平均单机座位数从 24.6 升至 64 座	8
图 19: 1995~2019 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.5 次	8
图 20: 629 座机场提供定期支线航班服务、占比全美 95%	9
图 21: 全美约 40.3% 的飞机起降由支线航司完成	9
图 22: 支线航司逐年减少	10
图 23: 美国支线航司 CR3 为 46.3%	10
图 24: 达美涂装的西空航空支线飞机	11
图 25: 美联航涂装的西空航空支线飞机	11
图 26: 西空服务美联航航线网络	11
图 27: 西空服务达美航线网络	11
图 28: 2017~2020 年运力购买协议占比 79.7%-84.5%	12
图 29: 1998~2012 年 14 年间西空收入 CAGR 为 17.9%	12
图 30: 2019 年美国三大航航油成本占比较西空航空高 13~18pcts	13
图 31: 西空航空毛利率从 2014 年 3.1% 逐年上升至 2019 年 18.0%	13
图 32: 主力机型历经变更从 2000 年以前的 30 座 EMB120 机型，变为 50 座的 CRJ200 和 70 座的 E175 机型	14
图 33: 2014~2019 年西空航空单季收入 CAGR 为 9.2%	14
图 34: 2014~2019 年西空航空单季收入 CAGR 为 43.6%	14
图 35: 美国人均 GDP 与人均乘机次数正相关	15
图 36: 中国人均 GDP 与人均乘机次数正相关	15
图 37: 2019 年新疆机场吞吐量排名 (万人次)	15
图 38: 2019 年内蒙古机场吞吐量排名 (万人次)	15
图 39: 2019 年前 40 大机场吞吐量占比 84%	16
图 40: 2011~2019 年其他机场吞吐量 CAGR 近前 20 大近 2 倍	16
图 41: 2020 年华夏航空国内线 ASK 同比-1.3%，领先上市航司	16
图 42: 2020 年公司营业收入、净利润同比增长-12.6%、22.0%	16

图 43: 2020 年华夏航空实现净利润 6.1 亿, 唯一盈利上市航司.....	16
图 44: 单位扣油成本由 2017 年 0.379 元降至 0.299 元.....	17
图 45: 截至 2020 年底公司拥有 A320 飞机 14 架.....	17
图 46: 2019 年衢州机场旅客吞吐量仅为库尔勒机场不足 20%.....	18
图 47: 2021 年夏秋航季公司在衢州机场航班量占比 57.9%.....	18
图 48: 新疆开辟补贴+有限差额新的商业模式.....	18
图 49: 2021 年夏秋航季云南、衢州市场增速领先.....	18
图 50: 涉疆航班量占比公司运投由 2018 年冬春航季 1.1%升至 2021 年夏秋航季的 19.6%.....	19
图 51: 2021 年夏秋航季库尔勒、阿克苏和和田航班量占比 20.7%、11.5%和 8.6%, 排名疆内前 3.....	19
图 52: 地形狭长、陆路交通发展受限, 遍布省内 18 个支线机场支撑支线网络发展.....	20
图 53: 2021 年夏秋航季呼和浩特、包头和赤峰航班量占比 32.2%、16.8%和 8.2%, 排名省内前 3.....	20

## 表格目录

表 1: 西空航空 2019 年美国支线航空市场市占率 26.4%.....	2
表 2: 298 文件豁免小型支线飞机 (空中的士) 的资质申请, 支线市场迎来第一次繁荣.....	6
表 3: 1978 年美国航空管制放松, 支线航司再次迎来高增速.....	7
表 4: 美国三大航均存在 5~8 家支线合作伙伴.....	9
表 5: 2020 年与三大航和阿拉斯加签订代码共享协议的机队分布.....	11
表 6: 公司盈利预测.....	21



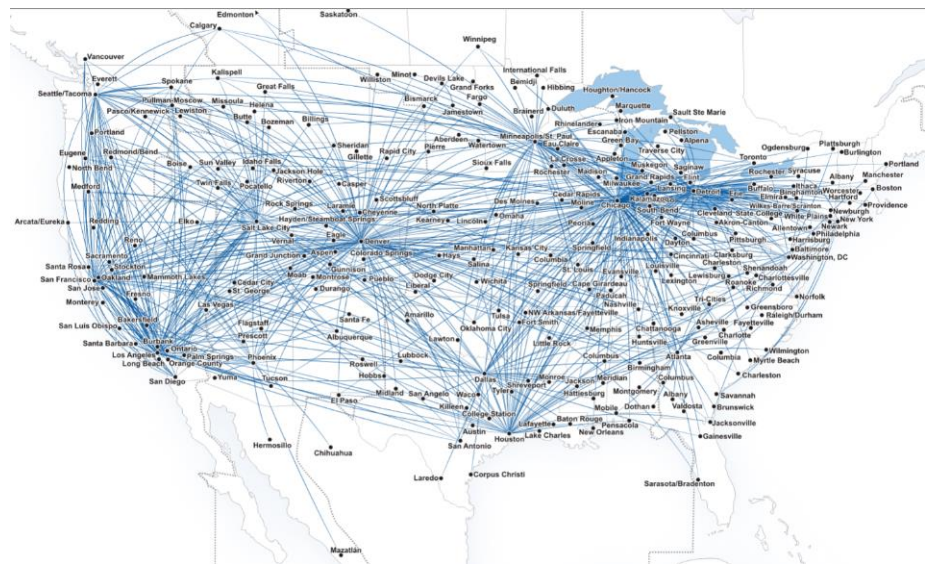
## ■ 复盘美国支线航空龙头，机构购买运力驱动高成长

市占率 26% 打造美国支线龙头，服务于三大航航班量占比 92%

西空航空支线市场市占率 26.4%、排名美国支线细分市场第 1；商业模式以干线航司购买运力为主，协议飞机数量占比超过 75%。美国支线航空龙头—西空航空（SkyWest Airlines）于 1972 年创立于犹他州，创始人 Ralph Atkin 收购 Dixie Airlines 并改组运营，第一条商业定期航线为 St George City - Cedar City - Salt Lake City。40 多年来专注于支线航空的细分市场，与达美航空、美联航、美国航空和阿拉斯加航空签署代码共享协议，形成干线航司购买运力为主的商业模式，运营丹佛、盐湖城、旧金山、洛杉矶、芝加哥、西雅图和波特兰等国际机场为基地承运干线航司的支线航线。

截至 2020 年底，西空航空机队规模达到 601 架，其中签署代码共享协议的飞机 452 架、占比 75.2%。受新冠疫情影响，2020 年西空航空平均每日运营航班量同比下滑 23.0% 至 1770 班次（2019 年日均 2300 班次），旅客运送量同比下滑 51.3% 至 2126 万人次（2019 年 4366 万人次）。西空航线网络覆盖美国全境，可通航至加拿大、墨西哥、加勒比等临近国家和地区，截至 2019 年底，以旅客运送量计，在美国支线航空市场中的市占率达 26.4%，排名第一。

图 1：截至 2019 年底西空航空航网布局美国、加拿大、墨西哥等超过 250 个城市



资料来源：西空航空公告

干线航司通过商业协议购买服务、汇集四五线稀薄客流至干线枢纽，2019 年美国支线航空 CR10 升至 89.7%。美国支线航空协会(RAA)对支线定义：“使用 9~68 座涡轮螺旋桨飞机或 30~100 座支线喷气式飞机，经营小社区与大城市以及航空枢纽之间中短程定期航班。”选取 2019 年客运量为统计指标，从市场格局来看，美国支线航空 CR10 市占率 89.7%，其中西空航空（SkyWest Airlines）、共和航空（Republic Airline）和奋进航空（Endeavor Air）合计市占率 47.0%，排名前 3。美国支线航空的商业模式多为与干线航

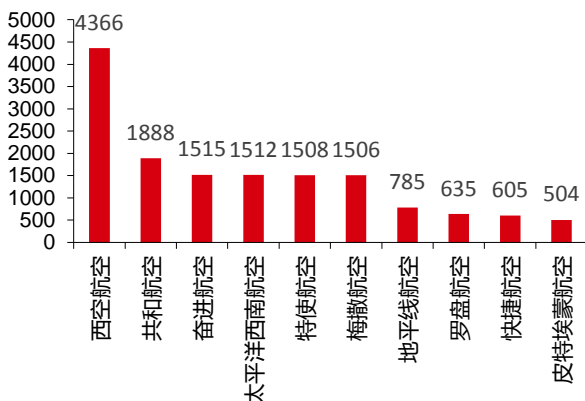
司签订商业化的运力购买协议、集聚四、五线稀薄的支线客流至干线枢纽，而干线航司根据支线航司提供服务的规模和质量支付采购费用。

表 1：西空航空 2019 年美国支线航空市场市占率 26.4%

排名	航空公司	成立时间	市占率
1	西空航空（SkyWest Airlines）	1972 年	26.43%
2	共和航空（Republic Airline）	1998 年	11.43%
3	奋进航空（Endeavor Air）	1985 年	9.17%
4	太平洋西南航空（PSA Airlines）	1980 年	9.16%
5	特使航空（Envoy Air）	1984 年	9.13%
6	梅撒航空（Mesa Airlines）	1980 年	9.12%
7	地平线航空（Horizon Air）	1981 年	4.75%
8	罗盘航空（Compass Airlines）	2006 年	3.84%
9	快捷航空（ExpressJet Airlines）	1986 年	3.66%
10	皮埃蒙特航空（Piedmont Airlines）	1961 年	3.05%

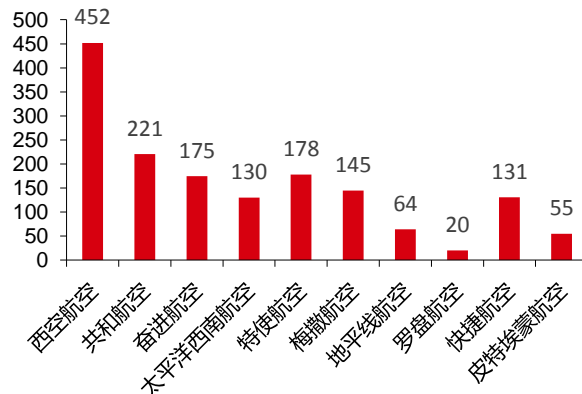
资料来源：RAA，中信证券研究部注：太平洋西南航空、特使航空、皮埃蒙特为美航子公司；奋进航空为达美子公司

图 2：2019 年西空航空实现客运量 4366 万人



资料来源：西空航空年报，RAA，中信证券研究部

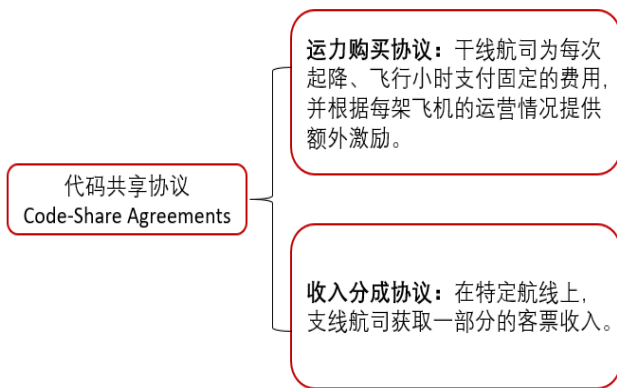
图 3：西空航空机队规模在支线航司中位居第 1



资料来源：西空航空年报，RAA，中信证券研究部注：西空航空机队数据截至 2020 年 12 月底，其他航司数据截至 2020 年 7 月底。

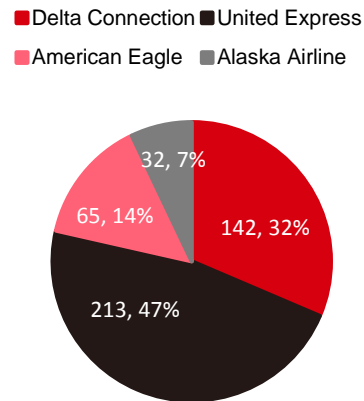
服务于美国三大航的航班量占比 91.5%，运力购买协议贡献公司收入 84.2%。从收入结构看，西空航空包括运力购买和收入分成两种协议，其中运力购买为干线航司为每次起降、飞行小时支付固定费用，并根据协议提供额外奖励，2020 年运力购买协议贡献公司收入的 84.2%。根据与干线航司签订代码共享协议，西空航空分别以 Delta Connection、United Express、American Eagle、Alaska Airlines 机队为达美航空、美联航、美国航空和阿拉斯加航空运营 142、213、65、32 架飞机，对应平均每天执飞约 620、740、260 和 150 个航班，其中服务于美国三大航的航班量占公司整体的 91.5%。

图 4：西空航空收入分为运力购买和收入分成两部分



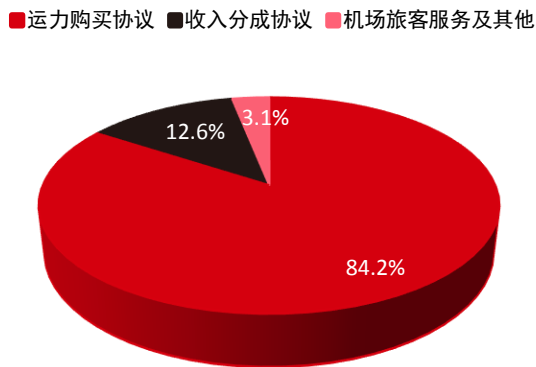
资料来源：西空航空年报，中信证券研究部

图 5：2020 年西空航空服务美国三大航的机队占比 93%



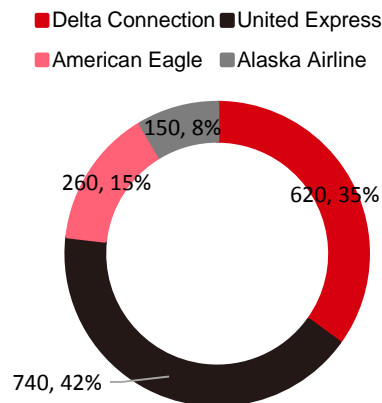
资料来源：西空航空年报，中信证券研究部

图 6：2020 年运力购买协议贡献公司收入 84.2%



资料来源：西空航空年报，中信证券研究部

图 7：2020 年西空航空服务美国三大航的航班量占比 91.5%



资料来源：西空航空年报，中信证券研究部

## 匹配支线的商业模式驱动成长，16 年间收入 CAGR 近 20%

复盘西空航空 (SkyWest Airlines) 发展历史，可以分为前期探索、支线市场迅速发展、商业模式走向成熟等阶段，通过并购、精简业务、探索适合支线航空的航网结构、拓展飞行协议规模等运作，逐渐探索出适用于美国支线航空的商业模式，目前西空航空占据细分市场超过四分之一份额、打造美国独立的支线航空龙头。其发展主要分为 5 个阶段：

### (1)1972 年-1977 年：前期探索期

**创立初期探索多种业务，Jerry Atkin 接棒实现首度盈利。**1972 年西空航空创始人 Ralph Atkin 收购 Dixie Airlines 及其机场租约和州内支线航权，开始经营包括飞机维修、飞行学校等在内的固定机场运营业务 (Fixed-base operation, FBO, 即机场授权商业主体进行加油、维修、飞机租赁等业务的经营)，并开发 St George City - Cedar City - Salt Lake City 作为公司的第 1 条商业定期航线。创立之初公司并没有明确的定位，尝试过空中播种、石油勘探、遣送非法移民等通航业务，但连年亏损。1975 年 Jerry Atkin 接任董事长，经过



剥离 FBO 业务、申请政府资助、精简机队、航线和人员等运作，1976 年西空航空首次实现盈利并偿清所有债务，成立前 4 年公司共运送约 3 万名旅客。

## (2)1978 年-1986 年：快速扩张期

美国民航管制放松带来快速扩张，收购 Sun Aire 客运量升至 16.3 万人次。1978 年西空航空成为美国史上第 3 个被认证的支线航司，美国航空运输委员会（Civil Aeronautics Board，简称 CAB）随即授予西空航空第 1 份联邦津贴和飞往亚利桑那州和加利福尼亚州的多个支线航线的航权。同年美国《民航放松管制法》通过，西空航空航点网络进一步扩张至内华达州、怀俄明州、爱达荷州等地。1984 年公司收购支线航司 Sun Aire Lines 实现加州市场的迅速扩张，并跃升为全美排名第 11 的支线航司，年客运量从 1977 年的 2.02 万人升至 1984 年的 16.32 万人次，拥有全球最大的 Fairchild Metro 机队。为缓解收购带来的债务负担，1986 年西空航空实现纳斯达克上市。

## (3)1987 年-1999 年：商业模式成熟期

代码共享协议的商业模式走向成熟，受益美国三大航购买支线服务，规模跃升至全美第 4。1987 年西空航空成为达美航空的支线承运人，1988 年公司规模翻倍、1989 年公司客运量首次超过 100 万人。1995 年、1997 年西空航空分别与美国大陆航空和美联航签署代码共享协议，其中为美联航运营的航班使得公司规模再次翻倍。与龙头干线航司的合作使公司航线迅速扩张加密，1999 年西空航空每日运营 1000 个航班，前往美国 13 个州和加拿大，成为全美第 4 大的支线航空公司。

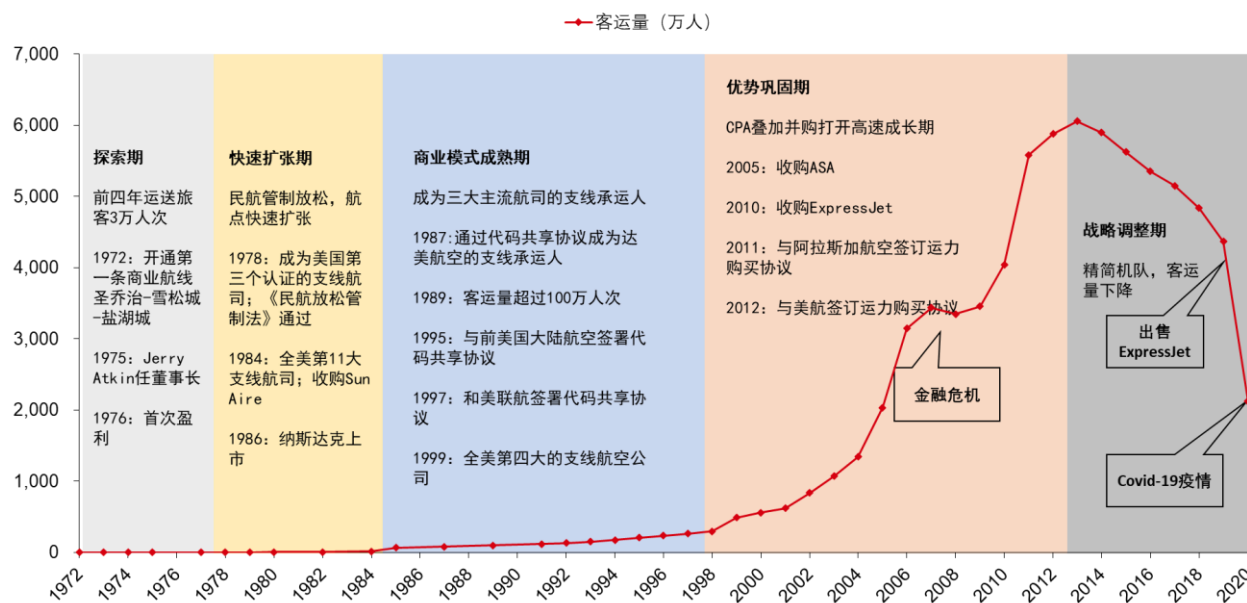
## (4)2000 年-2013 年：优势巩固期

代码共享协议模式继续巩固拓展，并购进一步扩大机队。2001 年 911 事件导致航空需求骤降，100 座以下小型飞机经济性突出，支线航司拥有更大的市场需求。公司开始运营大量的新航线，并在亚利桑那州、芝加哥、卡罗拉多州等建立新基地。2005 年公司从达美航空收购 Atlantic Southeast Airline (ASA)，机队规模由 206 架上升至 380 架，2010 年收购快捷航空 (ExpressJet)，机队规模由 2009 年的 449 架扩充至 704 架，次年旅客运输量增长 38.2%，2011、2012 年分别与阿拉斯加航空、美航签订运力购买协议，2013 年客运量进一步升至历史峰值 6058.2 万人。

## (5)2014 年-至今：战略调整期

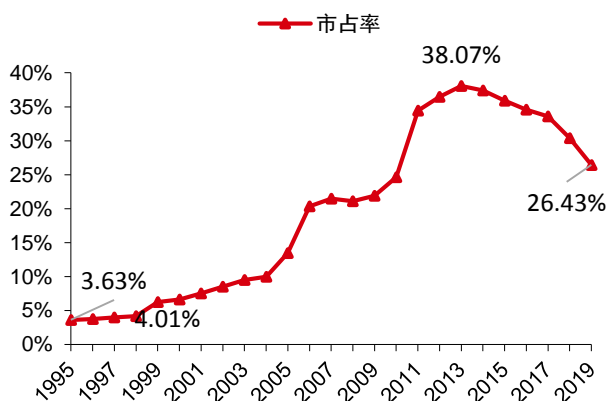
快捷航空持续亏损拖累公司业绩，精简机队航线导致客运量下跌。快捷航空自收购后持续亏损，叠加美国支线飞行员短缺问题不断加重，公司通过精简快捷航空机队和盈利较差的航线试图改善盈利水平，并替换所有的 EMB120 机型，导致总体运力减少，从而出现了西空航空创立以来（除金融危机以外）第 1 次客运量规模减小的时期。2019 年 1 月公司为降低财务风险、提升整体经营效率，正式剥离快捷航空部分业务，西空机队规模精简至 483 架。2020 年遭遇新冠疫情冲击，公司客运量同比下滑 51.3%至 2126 万人次。

图 8：SkyWest 发展历史



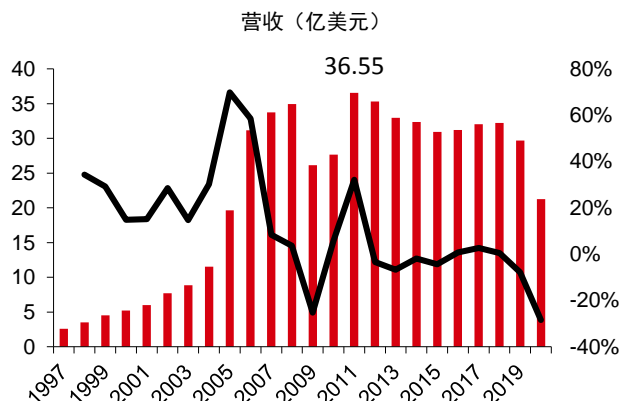
资料来源：西空航空公告，中信证券研究部

图 9：西空航空在美国支线城市市占率自 1995 年的 3.6% 上升至 2013 年最高 38.1%



资料来源：RAA，西空航空年报，中信证券研究部

图 10：1997 年~2013 年西空航空营业收入 CAGR 近 20%，实现 16 年高速发展



资料来源：西空航空公告，中信证券研究部

## ■ 抵抗周期更具韧性，1995~2013 年渗透率翻倍

### 放松管制打开支线航空成长瓶颈，极端冲击后复苏弹性大幅领先

“298 号文件”豁免空中的士航线的资质申请，1965-1968 年美国支线航空迎来第一波高增速。1952 年以前 CAB 要求执行州间定期航班的航司必须取得相关资质，1952 年开始执行 298 号文件，起飞总重量小于 12500 磅的飞机被划分为空中的士（Airtaxi），执飞州间定期航线不再需要 CAB 的认证，可以自由进出市场。六十年代初，随着符合 12500 磅要求的飞机快速入市，1965-1968 年美国支线航空迎来第一波高增速，1965 年注册的

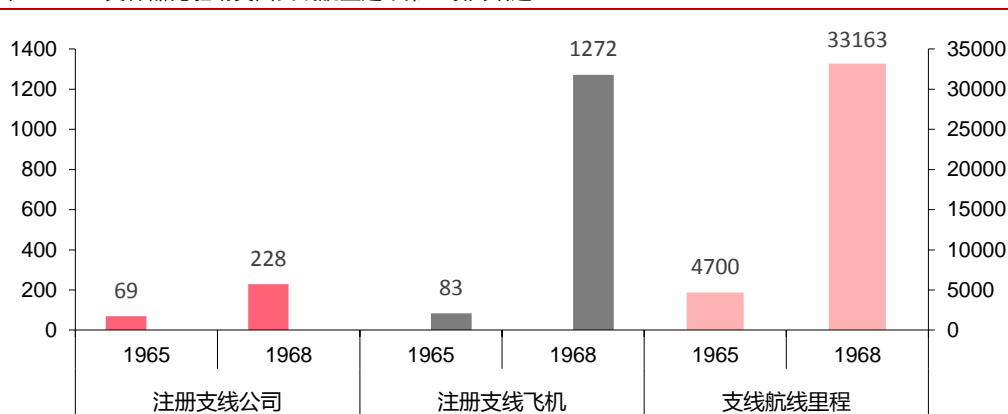
支线航司 69 家，1968 年升至 228 家，支线飞机数由 83 架升至 1272 架，年化运营里程由 4700 英里升至达 3.3 万英里。

表 2：298 文件豁免小型支线飞机（空中的士）的资质申请，支线市场迎来第一次繁荣

时间	内容
1938 年	CAB 前身 Civil aeronautics authority 诞生，要求州间定期航班必须从 CAB 处取得资质，免除非定期航班的资质申请。
1947 年	CAB 对没有资质的公司开始管制，起飞重量不超过一万磅的小飞机仍然不受管制，被划分为空中的士
1949 年	空中的士的起飞重量上限提升至 12500 磅
1952 年	执行 298 文件，空中的士被允许在没有资质的情况下运营定期航班，支线允许和干线航司开展联运协议
1964 年	FAA 开始对支线的飞行员资质、飞行时间等进行监管
1969 年	无资质的支线飞机可以执飞有资质的航司的航线
1972 年	将 12500 磅的上限取消，上限改为 30 座

资料来源：Journal of Air Law and Commerce，中信证券研究部

图 11：298 文件豁免驱动美国支线航空迎来第一波高增速



资料来源：OAG，Commuter Airlines of the United States，中信证券研究部

**放松管制打开支线航司成长瓶颈，1978-1984 年支线航空客运量高于整体 10pcts，再迎高增速。**1978 年以前美国航空运输实行严格管制，市场准入和退出，航线审批、票价、服务质量评价均由 CAB 严格管制，航司只能在规定的区域内开展运输服务。1978 年《民航放松管制法》（ADA）开启美国航空市场化进程，市场准入和兼并、航线审批和票价全面放松管制。龙头干线航司开启兼并重组，如达美兼并运营支线的西部航空，被收购航司退出支线市场。西空航空得以获取更多的市场份额，成长空间打开。1980 年西部航空退出爱荷华州的波特卡洛，同期西空航空获得每天运营 3 班前往波特卡洛的航班，成为公司 1980s 初主要增量市场。行业管制开放促进美国支线航空的繁荣，航线迅速加密，航线里程自 1978 年的 8.3 万英里几乎翻倍至 1986 年的 15.5 万英里，1978-1984 年支线航空旅客运输 CAGR 为 13.9%，远高于同期民航的整体增速 3.7%。

**极端冲击下支线客运量降幅较整体低 4pcts，复苏弹性大幅领先行业，2001~2005 年美国支线航空客运量高于行业整体 12.4pcts。**2001 年 911 事件、2008 年全球金融危机导致航空需求骤降，100 座以下小型飞机经济性突出，支线市场承接航空需求下沉，抗风险能力突出，2001、2008 年支线市场较航空业客运量增速降幅收窄 4.4pcts、4.8pcts。从航

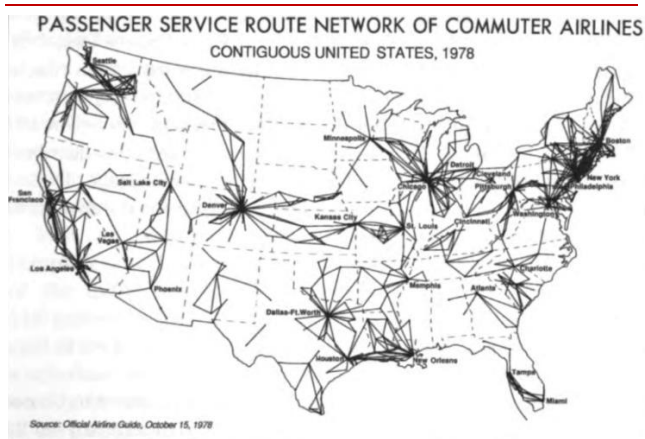
空业角度看，2008 年达美航空与联合大陆申请破产保护，导致 CR5 持续下行至 61%，行业竞争格局恶化开启第二轮整合兼并，龙头支线航司亦迎来兼并重组的机会。2011、2012 年西空航空分别与阿拉斯加航空、美航签订运力购买协议，承接美国三大航支线航空需求，极端冲击支线航空需求反弹快于行业，2002 年支线航空市场客运量较行业同比增速领先 22pcts，2013 年西空航空客运量进一步升至历史峰值 6058.2 万人，2001~2005 年美国支线航空客运量 CAGR 为 16.2%，高于行业整体 12.4pcts。

表 3：1978 年美国航空管制放松，支线航司再次迎来高增速

时间	内容
1975 年	福特总统向国会提交民航业放松管制方案
1977 年	《航空货运发送管制》颁布，允许货物运输在任何国内航线上自由经营和制定价格
1978 年	《民航放松关注》颁布，以 4 年为期分阶段放松管制。
1981 年	正式取消美国航空运输委员会（CAB）对航线进行规制的权力
1983 年	中止 CAB 对美国国内航空运价进行管制的权力
1985 年	《民用航空委员会废止法》颁布，CAB 完成历史使命被解散
1989 年	美国全面解决民航的价格管制

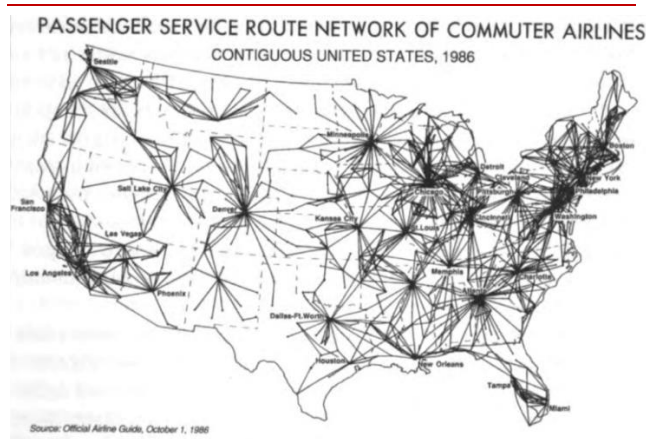
资料来源：BTS，中信证券研究部

图 12：1978 年美国支线航空客运航线图



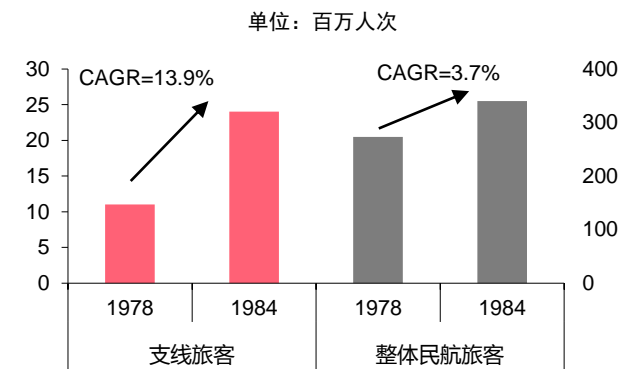
资料来源：Commuter Airlines of the United States

图 13：1986 年美国支线航空客运航线图



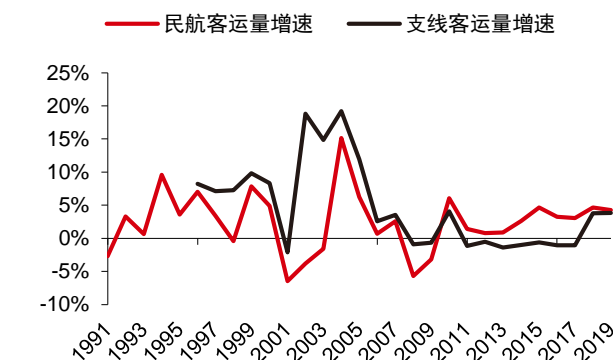
资料来源：Commuter Airlines of the United States

图 14：1978-1984 年支线客运量增速远高于民航整体



资料来源：世界银行，RAA，中信证券研究部

图 15：支线客运量增速高于民航整体

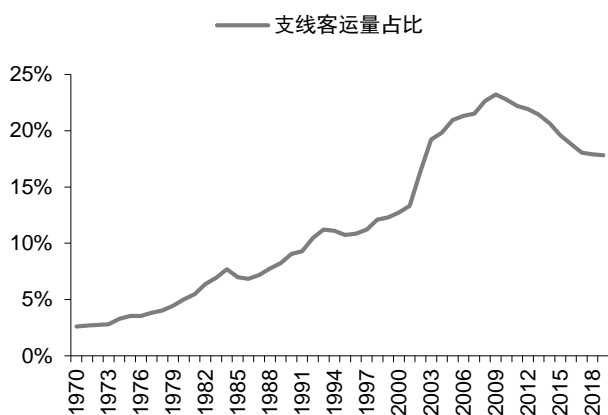


资料来源：世界银行，RAA，中信证券研究部

## 美国支线渗透率翻倍，市场化出清推动 CR3 升至 46.3%

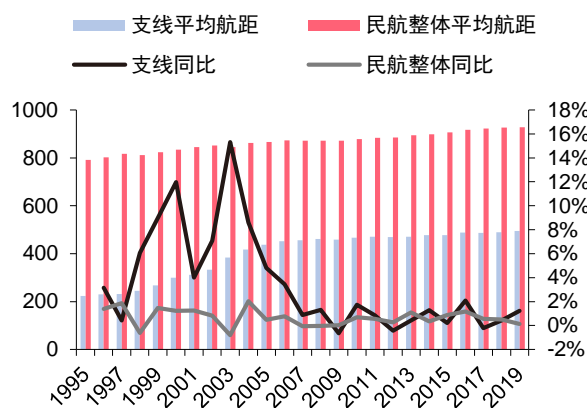
1995 年~2019 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.5 次，翻倍增长、渗透率迅速提升。2019 年美国支线航空客运量 1.65 亿人次，同期平均航距较 1995 年增长 122%，其中 1995-2010 年间的年均复合增速 5.1%，显著高于民航整体水平的 0.7%。支线航空需求增长推动单机座位数的提升，1995-2019 年平均座位数从 24.6 升至 64，2019 年支线机队中占最大的飞机 ERJ-170，平均座位数 72，对比 2005 年，最常见的支线飞机为，CRJ100/200，平均座位数为 50。运力水平和需求同步迅速扩张，推动支线客运量不断上升，2019 年达到 1.65 亿人次，在整体民航业中的占比为 17.8%，1995 年~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.50 次，翻倍增长、渗透率迅速提升。

图 16：1970~2019 年美国支线航空客运量占比



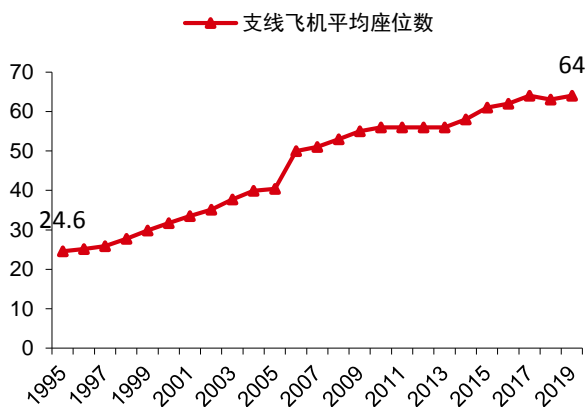
资料来源：RAA, A4A, 中信证券研究部注：2009 年前后美国支线市场面临飞行员短缺的问题，导致运力增长乏力，客运量下降，2018 年起呈现恢复态势

图 17：1995-2010 年支线平均航距增速显著大于民航整体



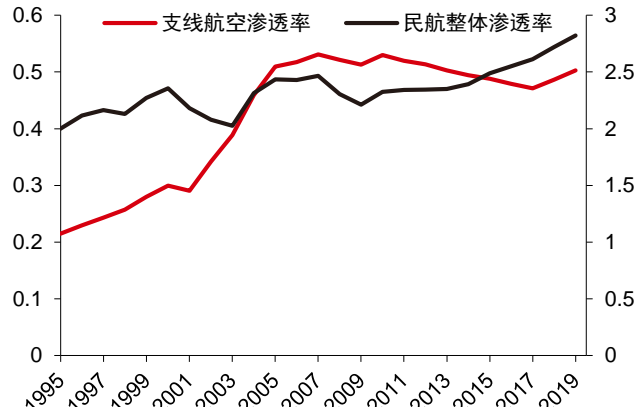
资料来源：RAA, A4A, 中信证券研究部

图 18：1995-2019 年平均单机座位数从 24.6 升至 64 座



资料来源：RAA, A4A, 中信证券研究部

图 19：1995~2019 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.5 次



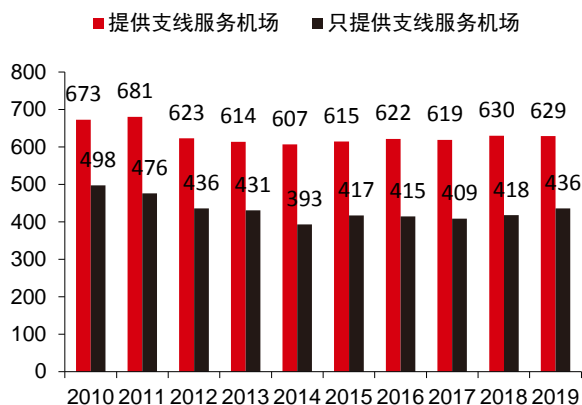
资料来源：RAA, A4A, 中信证券研究部

支线航司服务全美 95% 提供定期航班的机场，承担超 40% 的飞机起降。截至 2019 年底，在全美所有的提供定期航班的机场中，629 座机场提供定期支线航班服务，其中 436 座机场仅提供支线服务，占比 66%。支线航司服务全美 95% 的提供定期航班的机场，而



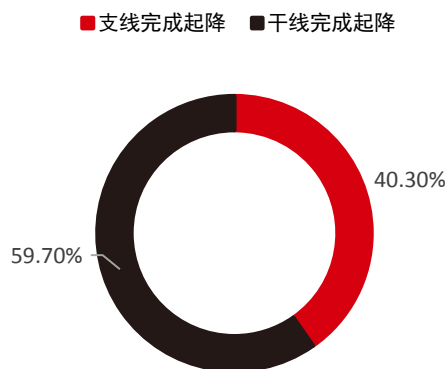
干线航司仅服务其中的 37%，2019 年全美约 40.3%的起降由支线航司完成，频次较高，占据半壁江山。美国支线航空网络覆盖面广，客运量高，为全美大中型枢纽从周边小城市、社区聚集客流，从而为干线航司输送旅客，是美国航空网络的重要组成部分。

图 20：629 座机场提供定期支线航班服务、占比全美 95%



资料来源：RAA，中信证券研究部

图 21：全美约 40.3%的飞机起降由支线航司完成



资料来源：RAA，中信证券研究部

**支线航司的服务水平接近干线航司，代码共享协议催生适用于美国支线的运力购买协议和收入分成协议。**美国支线航司商业模式分为两种：1）与干线航司签订运力购买协议，按照合同以干线品牌运营，为干线航司所在的大中型枢纽集聚客流；2）为规模较小或地处边缘的城镇提供航空服务，以地区性的小航司为主。规模较大的支线航司如西空、PSA 等主要采用第一种模式，最常见的方式是与干线航司签订代码共享协议（code-sharing agreement）。支线航线在干线航司的代码下运营，能够获得更好的认可度，通过干线资源获得更丰富的客流，干线航司也会对支线的运营进行一定程度的管理，包括要求采购更合适的机型和提升客舱服务等，使得支线航司的服务水平更接近干线航司。目前美国三大航均存在 5~8 家支线合作伙伴，代码共享协议催生适用于美国支线的运力购买协议（即固定费用协议）和收入分成协议。

表 4：美国三大航均存在 5~8 家支线合作伙伴

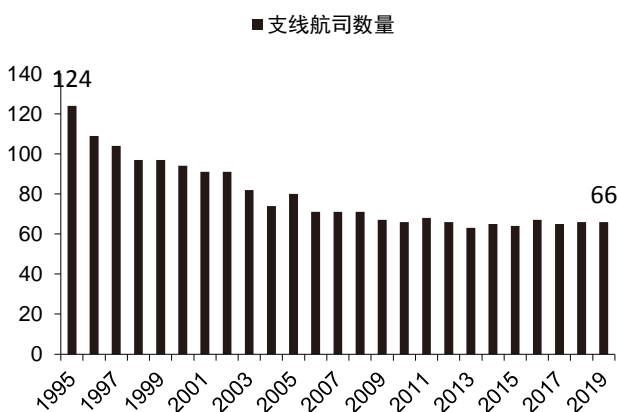
干线航司	支线品牌	支线承运人	备注
达美航空	Delta Connection	Compass Airlines	
		GoJet Airlines	
		Endeavor Air	达美子公司
		Republic Airline	
		<b>SkyWest Airlines</b>	
美联航	United Express	Commuter Air	
		Republic Airline	
		ExpressJet	
		GoJet Airlines	
		Mesa Airlines	
		<b>SkyWest Airlines</b>	
		Air Wisconsin Airlines	
		Trans States Airlines	

美航	American Eagle	Envoy	美航子公司
		PSA	
		Piedmont	
		Republic Airline	
		Mesa Airlines	
		<b>SkyWest Airlines</b>	
		Compass Airlines	

资料来源: RAA, 中信证券研究部注: 截至 2019 年年末

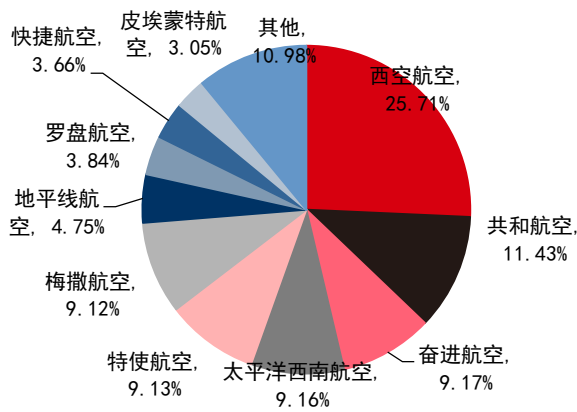
**市场化出清推动支线航空格局改善, 2019 年支线航空 CR3 为 46.3%, 西空航空市占率 25.7%、支线龙头地位稳固。**支线航司与干线航司签署代码共享协议后, 将低线客流汇集至干线枢纽实现客流量迅速增加。作为美国支线航空独立龙头, 西空航空与美国三大航和阿拉斯加航空深度绑定。目前美国三大航均存在 5~8 家支线合作伙伴, 代码共享协议加快市场化选择, 规模效应和服务质量要求提升, 航网布局更具竞争力的支线龙头实现快速成长。根据 RAA 统计, 截至 2019 年底全美支线航司共 66 家(市场化出清加速, 较 1995 年 124 家支线航司明显减少), 其中西空航空市占率 25.7%, 远超第二名奋进航空的 11.4%。2019 年支线航空 CR3 为 46.3%, 占比近一半, 市场集中度显著提升。

图 22: 支线航司逐年减少



资料来源: RAA, 中信证券研究部

图 23: 美国支线航司 CR3 为 46.3%



资料来源: RAA, 中信证券研究部

## 复盘西空近 15 年间高增长, 国内支线或进繁荣通道

### 需求高景气、并购叠加更匹配的机型替换, 西空航空近 15 年间迎高增长

与三大航和阿拉斯加签订代码共享协议, 2019 年西空运力购买协议机队占比 86.7%, 机构购买运力实现与干线航司双赢。西空航空几乎所有的执飞航班均来自美联航、美航、达美和阿拉斯加航空的代码共享协议, 代码共享协议允许支线航司在票务系统中使用干线航司的代码、商标的涂装, 作为干线航司的承运人进行市场宣传。西空航空与干线航司的代码共享协议分为两种: 运力购买协议(即固定费用协议)和收入分成协议, 其中 2020 年执飞运力购买协议 392 架, 占比 86.7%, 西空航空与达美和美联航均签订两种协议, 与美航和阿拉斯加航空仅存在运力购买协议。以达美航空为例, 2019 年支线承运人带来的

旅客收入占比约为 15%，而购买运力等支线成本仅占比 8.9%，聚集稀薄客流至干线枢纽，支线与干线航司各取所需、实现双赢。

表 5：2020 年与三大航和阿拉斯加签订代码共享协议的机队分布

干线航司	协议	飞机	数量
Delta Connection Agreement	运力购买协议	CRJ700	6
		CRJ900	39
		E175	71
United Express Agreement	收入分成协议	CRJ200	26
		CRJ700	19
		E175	90
Alaska Capacity Purchase Agreement	运力购买协议	CRJ200	34
		CRJ700	65
		E175	32

资料来源：西空航空年报，中信证券研究部

图 24：达美涂装的西空航空支线飞机



资料来源：西空航空官网

图 25：美联航涂装的西空航空支线飞机



资料来源：西空航空官网

图 26：西空服务美联航航线网络



资料来源：西空航空官网

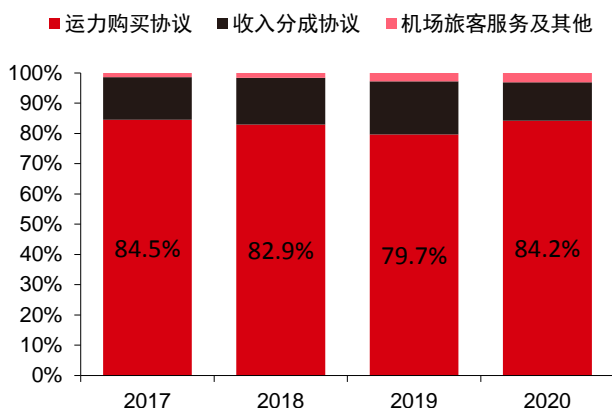
图 27：西空服务达美航线网络



资料来源：西空航空官网

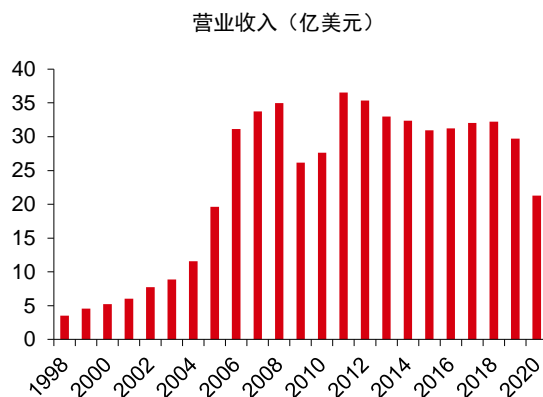
运力购买协议抗风险能力领先, 1998~2012年西空航空实现营业收入CAGR为17.9%, 迎来近15年间高增长。运力购买协议面向稀薄的低线市场, 西空航空收入与和干线航司签订的合同规模与服务单价水平直接挂钩, 而客座率水平、票价等对收入的影响有限(不考虑激励方案), 公司只需按合约要求完成相应的工作量便可确认收入, 收入端有较高的保障, 抗风险能力强。1998~2012年西空航空实现营业收入CAGR为17.9%, 迎来14年高增长。2011年之后公司精简ExpressJet部门的飞机和航线造成营业收入的下降, 若剔除ExpressJet的影响, 2015~2019年西空航空收入复合增速7.6%, 高于航空业收入增速5.4pcts, 其中2017~2020年运力购买协议在公司营业收入中占比79.7%-84.5%。

图 28: 2017~2020 年西空航空运力购买协议占比 79.7%-84.5%



资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

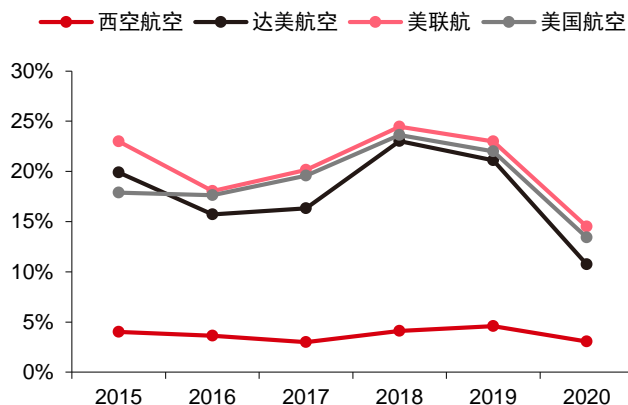
图 29: 1998~2012 年 14 年间西空收入 CAGR 为 17.9%



资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

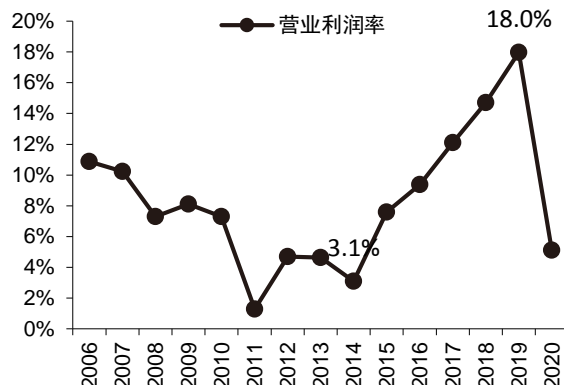
航油成本波动风险传递至干线航司, 经营效率提升能够更直接的反映至利润端, 2019年毛利率升至18%、表现优秀。运力购买协议下, 通过干线航司直接提供航油或承担航油成本支出的方式, 支线航司航油成本实现转嫁。航油成本为美国航司的第二大成本项, 西空航空将运力购买协议部分的航油成本波动风险转移给干线航司, 更具有抗周期性。西空航空主动购买的航油主要用于收入分成协议航班, 而2019年收入分成协议机队占比仅13.3%。2019年美国三大航航油成本占比17.6%~23.0% (2020年10.7%~13.4%), 而同期西空航空航油占比仅4.6% (2020年3.1%), 差异性明显。航油价格波动对西空航空成本变动的的影响大幅弱化, 运营效率提升能够更直接的反映至利润端, 叠加2014年~2015年替换低效率EMB120后, 公司毛利率从2014年3.1%逐年上升至2019年18.0%。

图 30: 2019 年美国三大航油成本占比较西空航空高 13~18pcts



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 31: 西空航空毛利率从 2014 年 3.1% 逐年上升至 2019 年 18.0%



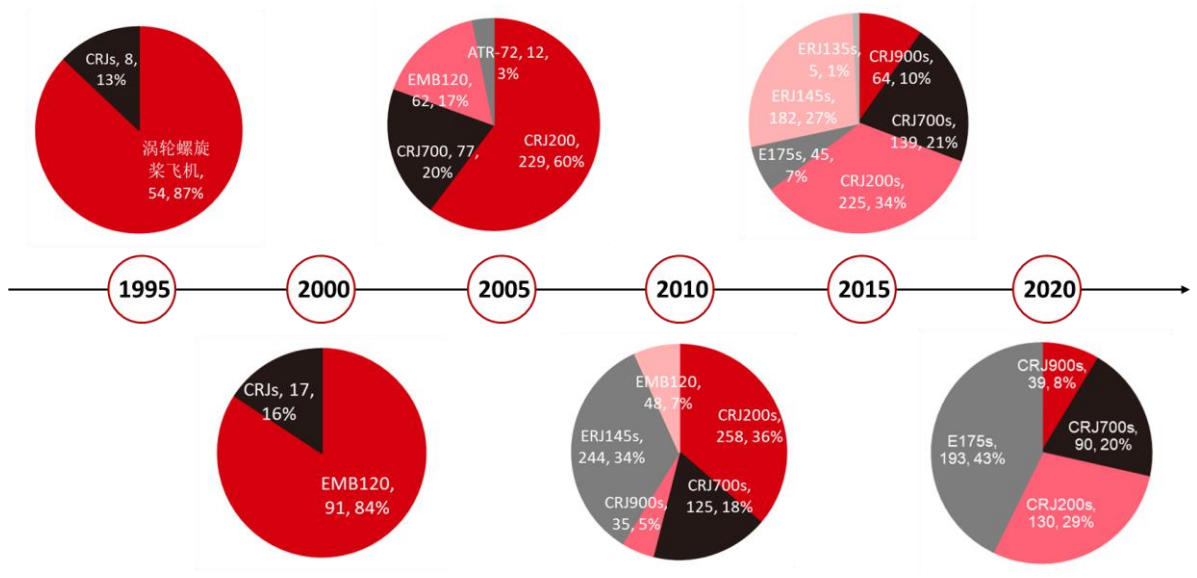
资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

**外延并购、需求高景气叠加与之更匹配的机型替换, 2000~2013 年西空航空客运量 CAGR20.1%; 2015-2019 年西空航空单机毛利 CAGR43.6%, 高于收入增速 34.4pcts。** 2001 年 911 事件导致航空需求骤降, 100 座以下小型飞机经济性突出, 支线航司拥有更大的市场需求。公司开始运营大量的新航线, 并在亚利桑那州、芝加哥、卡罗拉多州等建立新基地。2005 年公司从达美航空收购 Atlantic Southeast Airline (ASA), 机队规模由 206 架上升至 380 架, 2010 年收购快捷航空 (ExpressJet), 机队规模由 2009 年的 449 架扩充至 704 架, 次年旅客运输量增长 38.2%, 2011、2012 年分别与阿拉斯加航空、美航签订运力购买协议, 2013 年客运量进一步升至历史峰值 6058.2 万人, 2000~2013 年西空航空客运量 CAGR 为 20.1%。

随美国支线客运量增加、支线机型不断迭代, 为始终适应市场需求, 西空航空完成机队机型更替, 2000 年以前 30 座 EMB120 机型占比超过 80%, 后续 50 座 CRJ200 和 70 座 E175 机型逐渐替换。2014 年 11 月, 西空航空宣布启动将机队转化为全喷气式飞机项目, 计划替换掉全部的 EMB120, 并在 2015 年正式完成。西空航空最多曾拥有 91 架 EMB120, EMB120 在较短航距上具备经济优势, 但随着客运量、航距的增加, 飞行员短缺, EMB120 为公司带来的效益较低。随着 30 座 EMB120 退出、70 座的 E175、CRJ700 引进, 与需求更加匹配的机型提升总体经济性和运行效益, 2015-2019 年西空航空单机毛利复合增速 43.6%, 高于收入增速 34.4pcts。

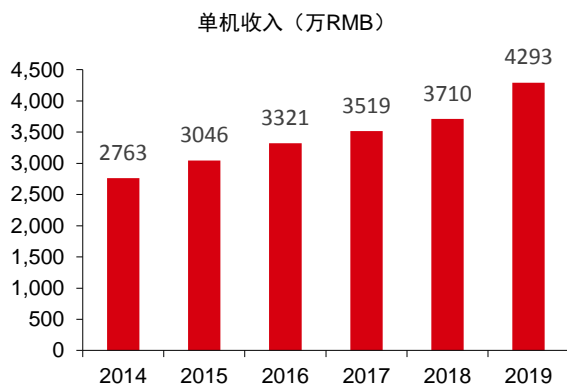


图 32: 主力机型历经变更从 2000 年以前的 30 座 EMB120 机型, 变为 50 座的 CRJ200 和 70 座的 E175 机型



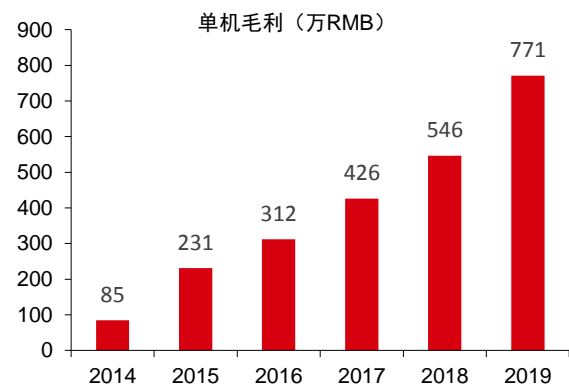
资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

图 33: 2014~2019 年西空航空单季收入 CAGR 为 9.2%



资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

图 34: 2014~2019 年西空航空单季收入 CAGR 为 43.6%

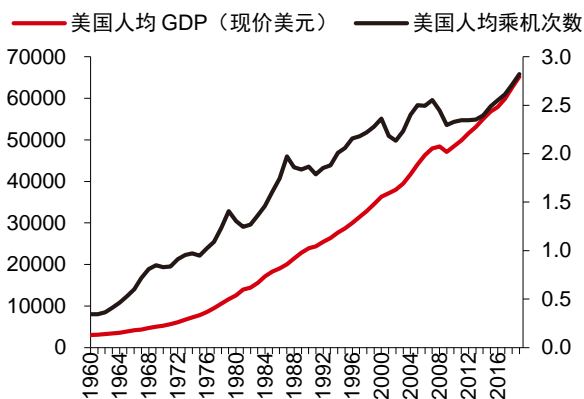


资料来源: 西空航空公告, 中信证券研究部

## 未来 5 年国内支线机场旅客发送量 CAGR 或 20%，迎高速成长期

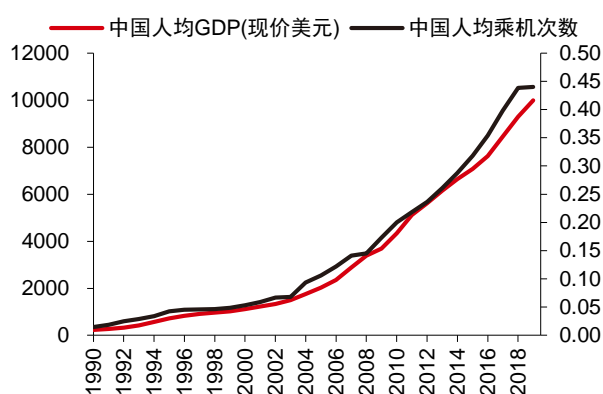
国内支线机场对应相关区域的人均乘机次数仅 0.09，远低于美国 0.5 次左右的水平，仍处起步阶段、有望迎来 5 年以上的高速成长期。航空运输需求与宏观经济具高度相关性，人均乘机次数与 GDP 增长正相关，消费能力提升推动航空大众化持续渗透。剔除疫情影响，选取 2019 年数据进行分析，2019 年我国人均乘机次数仅 0.47，相当于美国 1964 年水平。2004~2019 年随 GDP 高速增长，中国民航旅客发送量 CAGR12%，远高于全球平均增速。2019 年我国人均 GDP 近万美元，参照美日发达国家经验，我国民航渗透率至少存 1 倍空间。目前我国支线机场对应相关区域的人均乘机次数仅 0.09，远低于美国 0.5 左右的水平，随着航空大众化加速有望迎来 5 年以上的高速成长期。

图 35: 美国人均 GDP 与人均乘机次数正相关



资料来源: BTS, Airlines for American, 中信证券研究部

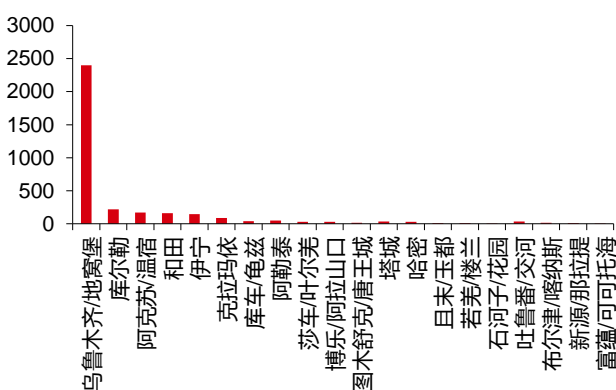
图 36: 中国人均 GDP 与人均乘机次数正相关



资料来源: 国家统计局, 民航局官网, 中信证券研究部

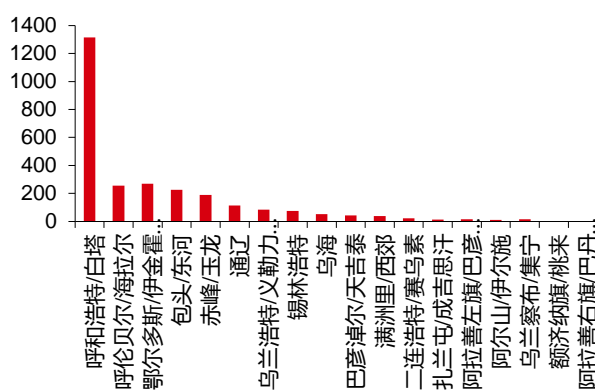
至 2035 年预计我国新增机场中 80% 为支线机场，华夏航空作为细分市场龙头有望显著受益。一、二线市场航空渗透率相对饱和，2019 年吞吐量超千万的机场共 39 家，前 40 大机场合计吞吐量占比 84%。16% 吞吐量分布在剩余三四线 199 座机场，头部效应集中。2020 年西部地区共有支线机场 110 个，占国内支线机场总数量的 59%，新疆、内蒙地域辽阔、地形复杂，陆路交通发展受到限制，支线航空存在广阔发展空间。未来低线市场或为航空大众化的主要推动力，2011~2019 年前 20 大机场增速较其他机场增速低 2.4~12.8pcts。《新时代民航强国建设行动纲要》提出，至 2035 年国内运输机场将达到 450 个，其中超过 80% 为支线机场，华夏航空作为专注支线航空细分市场龙头公司有望显著受益。

图 37: 2019 年新疆机场吞吐量排名（万人次）



资料来源: 民航局官网, 中信证券研究部

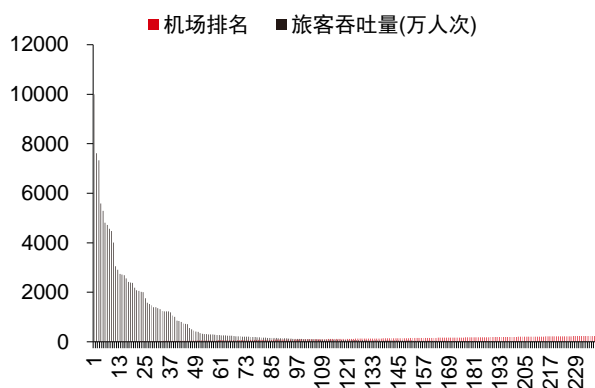
图 38: 2019 年内蒙机场吞吐量排名（万人次）



资料来源: 民航局官网, 中信证券研究部

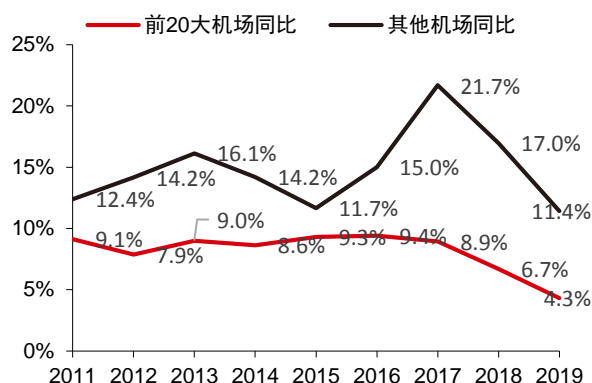
预计未来 5 年我国支线航空旅客发送量 CAGR20%。支线航空服务于非主干城市之间短航距的细分市场，飞机多为 100 座以下小型客机、航距 600~1200 公里，满足中小城市民航通达性需求。截至 2019 年末我国支线飞机 191 架，占国内民航机队规模 5.0%，较美国支线飞机近 40% 占比仍存较大空间。2011~2019 年其他机场吞吐量复合增速为前 20 大机场的近 2 倍，同期支线机场吞吐量 CAGR 为 22% 左右，考虑航空渗透率存 1 倍以上空间，预计未来 5 年我国支线航空旅客发送量 CAGR20%，远高于航空业整体 6%~8% 水平。

图 39: 2019 年前 40 大机场吞吐量占比 84%



资料来源: 民航局官网, 中信证券研究部

图 40: 2011~2019 年其他机场吞吐量 CAGR 近前 20 大近 2 倍



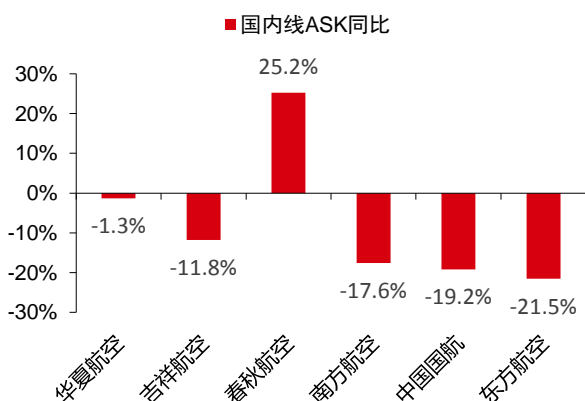
资料来源: 国家统计局, 民航局官网, 中信证券研究部

## ■ 短期负面因素或出清，次枢纽扩张迎高成长

### 短期负面因素出清重拾成长，衢州枢纽飞机或增至 5 架

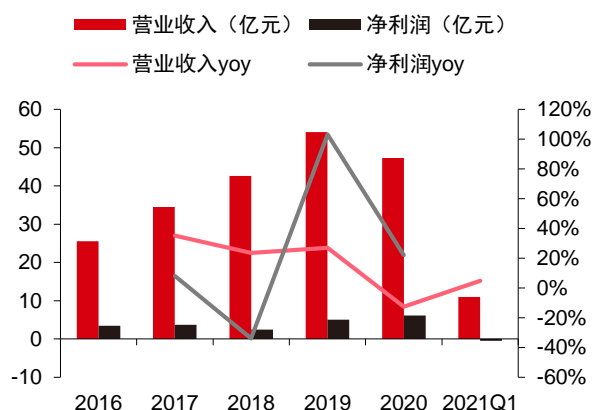
2020 年华夏航空逆势盈利 6.1 亿元、成为唯一盈利的上市航司。料 2021 年上半年负面影响逐渐出清、重回成长通道。从运营数据看，疫情严重冲击下，机构购买运力模式的支线龙头更具韧性，2020 年华夏航空国内线 ASK 同比仅小幅减小 1.3%，上市航司中仅次于春秋，远好于三大航 17%~20% 的降幅。从收入端看，2020 年华夏航空实现营业收入 47.3 亿元，同比下降 12.6%，其中客运收入 45.4 亿元，同比降低 13.8%，远优于三大航 49%~55% 的降幅。同期华夏航空实现净利润 6.1 亿，逆势增长 22.0%，成为 2020 年唯一实现盈利的上市航司，其中确认民航局支线航空补贴贡献利润 2.5 亿，出售飞机贡献利润 0.9 亿，表现最优。

图 41: 2020 年华夏航空国内线 ASK 同比-1.3%，领先上市航司



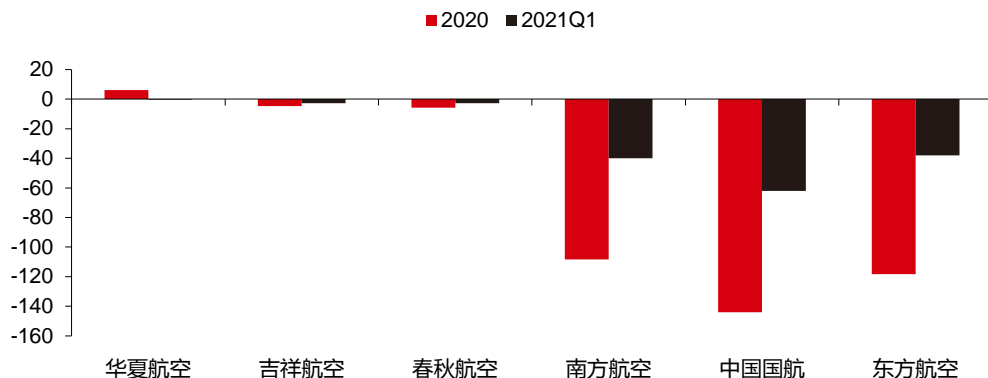
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 42: 2020 年公司营业收入、净利润同比增长-12.6%、22.0%



资料来源: Wind, 中信证券研究部

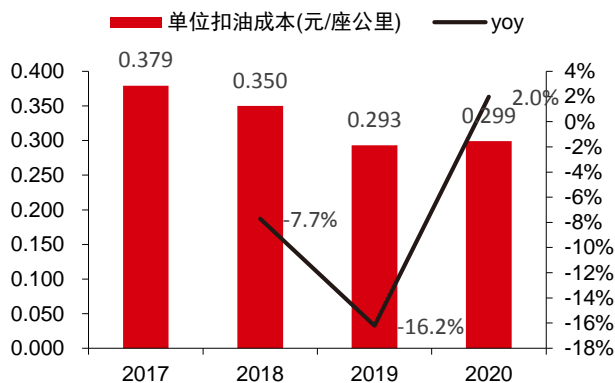
图 43: 2020 年华夏航空实现净利润 6.1 亿，成为唯一盈利的上市航司



资料来源: Wind, 中信证券研究部

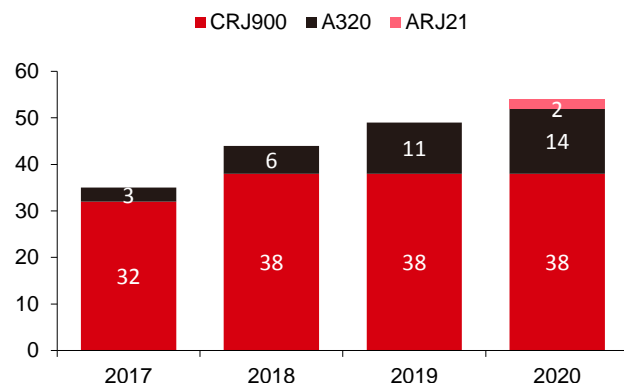
航班执行率恢复正常临近, 叠加 11 架飞机逐月引进, 下半年有望重回成长通道。截至 2021 年 5 月 31 日, 华夏航空机队规模维持 54 架, 受 Q1 原地过年、Q2 民航局政策的影响, 上半年公司未引进新飞机。目前 54 架机队中, 38 架为 CRJ900、14 架 A320 及 2 架 ARJ21, 料单日合理产能为 340~360 班次。4 月华夏航空航班执行率或恢复至 80%, 料 6 月航班执行率进一步升至 90%, 暑运或基本恢复正常状态。受上半年航班量不及预期影响, 预计 1-5 月华夏航空 ASK 较 2019 年略增, 航班执行率有望暑期恢复正常, 叠加 6 月起飞机陆续引进至年底机队规模或升至 65 架, 下半年有望重回成长通道。受益于 A320 在机队中占比提升及精细化成本管控, 公司单位扣油成本由 2017 年 0.379 元降至 0.299 元左右, 接近三大航疫情前水平, 未来仍存优化空间。

图 44: 华夏航空单位扣油成本由 2017 年 0.379 元降至 0.299 元



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 45: 截至 2020 年底华夏航空拥有 A320 飞机 14 架

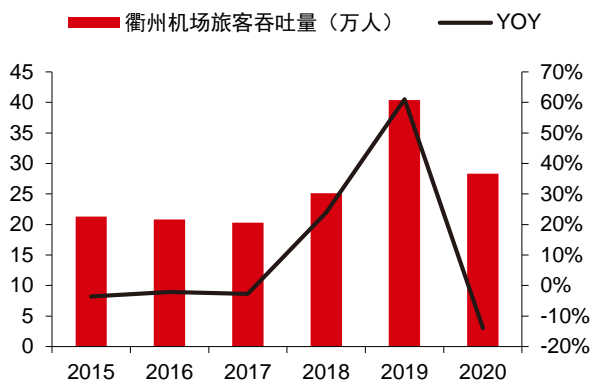


资料来源: Wind, 中信证券研究部

衢州地理位置与人均 GDP 与公司开辟航空次枢纽定位高度契合, 打造华东地区次枢纽, 有望为通程航班开拓奠定基础。凭借公司西部地区次枢纽网络, 发掘东部沿海赴西部旅游出行需求, 衢州枢纽带来广阔想象空间。衢州人均 GDP6.1 万元, 为库尔勒两倍以上, 但机场旅客吞吐量不足库尔勒 20%。2021 年夏秋航季公司在衢州机场共经营 13 条航线, 其中独飞衢州-成都、贵阳、重庆、西安等西部城市 5 条航线, 及省内衢州-舟山浙江省内第一条支线航线, 公司在衢州机场航班量占比 57.9%。公司深耕西部航线网络, 提升航空次枢纽与西部地区通达性, 同时开辟浙江省内支线聚集客流需求。2021 年公司计划引进

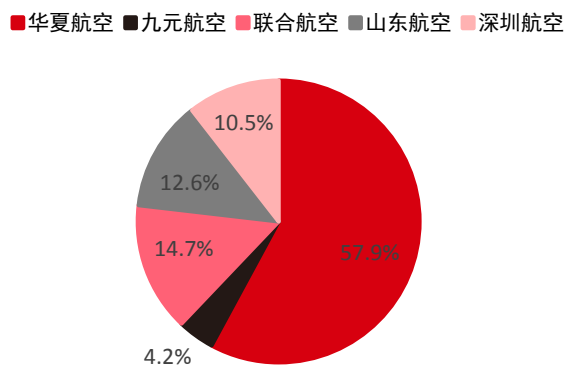
飞机 11 架, 包括 5 架 A320 和 6 架 ARJ21, 新增运力优先投放至衢州和云南, 料至 2021 年底衢州投放飞机增至 5 架, 成为需求高增长的重要支撑。

图 46: 2019 年衢州机场旅客吞吐量不足库尔勒机场的 20%



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

图 47: 2021 年夏秋航季, 华夏航空在衢州机场航班量占比 57.9%

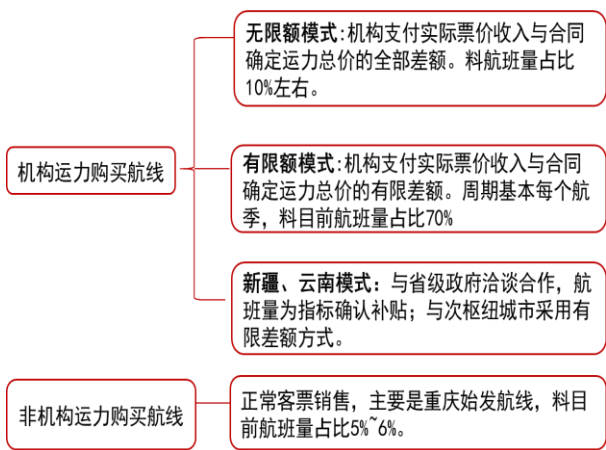


资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

## 次枢纽群网络持续扩张, 预计 5 年 ASK 年均复合增速 20%

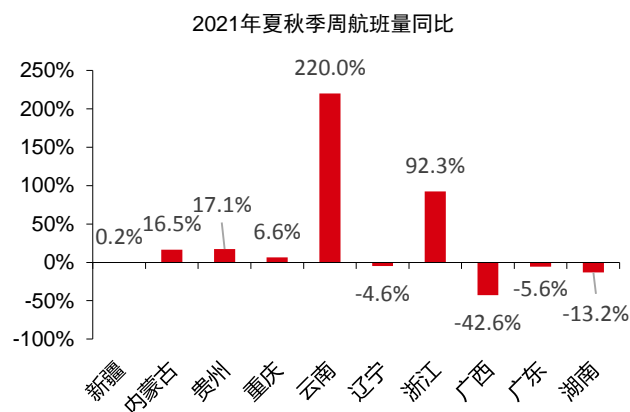
**新疆开辟补贴+有限差额新的商业模式, 2021 年云南有望贡献补贴 5000~6000 万, 次枢纽布局扩张为公司高成长奠定基础。**在原有无限差额、有限差额的基础上, 新疆开辟补贴+有限差额新的商业模式, 即与省级政府洽谈合作, 表现形式为补贴, 计入其他收益, 主要指标为航班量。同时和市级政府签订有限差额协议, 与客座率相关。2018 年 4 月库尔勒-石河子-塔城航线首飞, 公司以库尔勒为疆内次枢纽进入新疆市场, 去年新增培育阿克苏次枢纽, 串飞或环飞模式克拉玛依、库车、莎车等疆内其他航点衔接。料 2020 年新疆贡献补贴收入 2.9 亿左右, 新疆模式有望复制到云南、内蒙, 考虑云南目前投放 2 架飞机, 料 2021 年贡献航线补贴收入 5000~6000 万。

图 48: 新疆开辟补贴+有限差额新的商业模式



资料来源: 华夏航空公告, 中信证券研究部

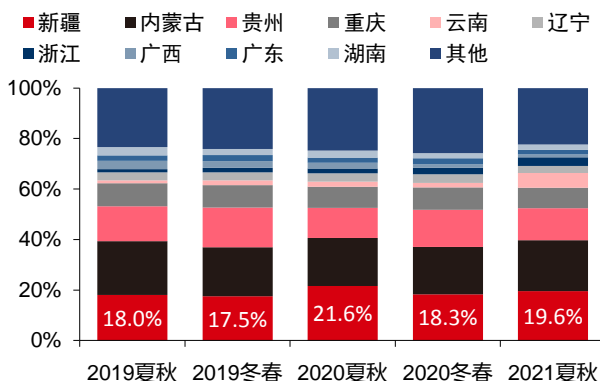
图 49: 2021 年夏秋航季云南、衢州市场增速领先



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

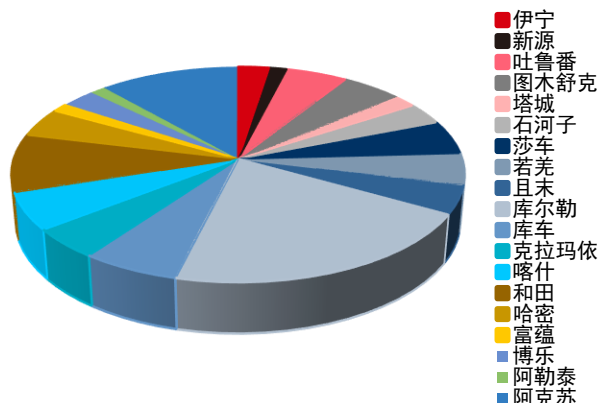


图 50: 涉疆航班量占比公司运投由 2018 年冬春航季 1.1% 升至 2021 年夏秋航季的 19.6%



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

图 51: 2021 年夏秋航季库尔勒、阿克苏和田航班量占比 20.7%、11.5% 和 8.6%，排名疆内前 3



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

**在历史积累的基础上内蒙地区构建次枢纽群网络，或成为复制新疆模式的第二战场。**

2020 年夏秋航季，内蒙古地区航班量占公司整体 20% 左右，其中呼和浩特相关占比 32.2%，未来有望打造省会外的次枢纽群网络实现成长。2021 年夏秋航季，呼和浩特、包头和赤峰航班量占华夏内蒙古市场的 32.2%、16.8% 和 8.2%，排名省内前 3。与新疆类似，内蒙地形狭长（东西直线距离 2400 公里以上），陆路交通发展受到限制，对比新疆市场，公司涉疆航班量占比由 2018 年冬春航季 1.1% 升至 2020 年夏秋航季的 22.5%，内蒙和四川或成为未来两年公司成长重要支撑点，形成次枢纽群为特征的支线网络。

**未来公司有望成为中国商飞最佳合作伙伴，未来 ARJ21 效率和成本有望对标 CRJ900，预计未来 5 年华夏航空 ASK 年均复合增速 20% 左右。**

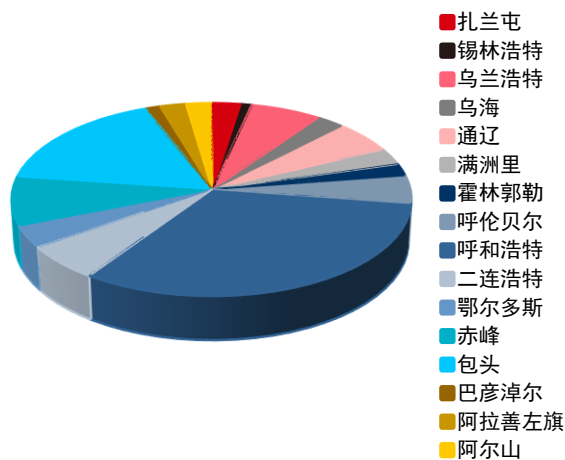
华夏航空处于高成长阶段，航线网络建设和飞机引进成为供给端重要支撑要素，公司向中国商飞购买和接收总共 100 架 ARJ21 系列和 C919 系列飞机，其中 50 架确认为 ARJ21 系列飞机，另 50 架可全部或部分为 C919 系列飞机。公司有望与飞机制造商共同成长。新机型从适航到成熟需要在高利用率状态飞行中不断优化改进，目前飞机日利用率 6.5~7 小时，预计 2022 年有望提升至 8.5 小时左右。高小时利用率将加速实现商飞“好运营、好制造、好维修、降成本”的目标，料未来公司将成为中国商飞最佳合作伙伴，未来 ARJ21 效率和成本有望对标 CRJ900。2021 年公司计划引进飞机 11 架，“十四五”末或实现 110 家左右机队规模，考虑次枢纽群网络持续扩张，预计未来 5 年公司 ASK 年均复合增速 20% 左右。

图 52: 内蒙古地形狭长、陆路交通发展受限, 遍布省内 18 个支线机场支撑支线网络发展



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

图 53: 2021 年夏秋航季, 呼和浩特、包头和赤峰航班量占比 32.2%、16.8%和 8.2%, 排名省内前三



资料来源: Pre-flight, 中信证券研究部

## 风险因素

疫情控制不及预期;

航空需求不及预期;

油价汇率扰动超预期。

## 盈利预测及关键假设

### 关键假设

1. 2021-2023 年公司机构运力购买贡献收入增速 20.5%、41.5%、17.2%。
2. 2021-2023 年公司个人机票销售贡献收入增速 4.9%、48.1%、28.6%
3. 2021-2023 年航空煤油综合采购成本 4026 元/吨、5032 元/吨、5536 元/吨。

### 盈利预测

截至 2020 年底, 美国支线龙头—西空航空机队规模 601 架, 其中签署代码共享协议的机队占比 75.2%。2019 年日均航班量 2300 班次, 网络覆盖美国全境及加拿大、墨西哥等临近国家和地区。复盘其发展历史, 可以分为前期探索、支线市场迅速发展、商业模式走向成熟等 5 个阶段, 其中 1997~2013 年西空航空营业收入 CAGR 近 20%, 市占率由 4.0%提升至历史峰值 38.1%。2001、2008 年支线航空客运量增速降幅较航空业收窄 4.4、4.8pcts, 极端冲击下更具韧性。此外, 支线航空市场复苏弹性大幅领先航空业, 2001~2005

年美国支线航空客运量高于行业整体 12.4pcts。1995 年~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.5 次，渗透率翻倍增长。

西空航空收入与干线航司签订的合同规模、服务单价挂钩，客座率、票价影响有限，而运力购买协议下，通过干线航司直接提供航油或承担航油成本支出的方式转嫁。需求高景气、外延并购叠加与之更匹配的机型替换，2000~2013 年西空航空客运量 CAGR20.1%、2015-2019 年西空航空单机毛利 CAGR43.6%，高于收入增速 34.4pcts，其中 2019 年毛利率升至 18%历史高位。当前我国国内支线机场对应相关区域的人均乘机次数仅 0.09 次，远低于美国 0.5 次左右的水平，仍处起步阶段。预计未来 5 年我国支线航空旅客发送量 CAGR20%，有望进入繁荣通道。

2020 年华夏航空逆势盈利 6.1 亿元、成为唯一盈利的上市航司、极端冲击下韧性凸显。2021 年 4 月航班执行率或恢复至 80%，料 6 月恢复至 90%，暑运或基本恢复正常状态。Q2 政策短期影响有望出清，公司有望重拾成长。省级政府补贴+有限差额新的商业模式向疆外复制，料 2021 年云南市场贡献航线补贴 5000~6000 万，未来两年华夏航空或开拓内蒙、四川市场。公司预计将成为中国商飞最佳合作伙伴，未来 ARJ21 效率和成本有望对标 CRJ900。2021 年公司计划引进飞机 11 架，“十四五”末或实现 110 架左右机队规模，考虑次枢纽群网络持续扩张，预计公司未来 5 年 ASK 年均复合增速 20%左右，成长确定性强。

**投资建议：**复盘美国支线航空龙头，机构购买运力驱动高成长，1995 年~2013 年美国支线航空人均乘机次数由 0.21 提升至 0.5 次，渗透率翻倍增长。受益外延并购、需求高景气叠加与之更匹配的机型替换，2000~2013 年支线龙头西空航空客运量 CAGR20.1%。国内支线需求或进入繁荣通道，细分市场龙头有望率先受益。预计“十四五”末华夏航空或实现 110 架左右机队规模，未来 5 年 ASK 年均复合增速或在 20%左右，模式制胜、成长确定性强。预计 2022 年华夏航空实现净利润 9.8 亿，仍看好 220 亿左右的目标市值。维持“买入”评级。

表 6：公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2021E
营业收入(百万元)	5,407	4,728	5,923	8,589	10,711
营业收入增长率 YoY	26.9%	-12.6%	25.3%	45.0%	24.7%
净利润(百万元)	502	613	638	984	1,254
净利润增长率 YoY	103.0%	22.0%	4.0%	54.3%	27.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.60	0.63	0.97	1.24
PE	30.8	25.3	24.3	15.7	12.3
PB	5.6	3.9	3.4	2.9	2.4

资料来源：华夏航空公告，中信证券研究部预测注：股价为 2021 年 6 月 8 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,407	4,728	5,923	8,589	10,711
营业成本	4,712	4,074	5,159	7,158	8,827
毛利率	12.9%	13.8%	12.9%	16.7%	17.6%
税金及附加	4	6	6	9	12
销售费用	234	241	272	395	514
销售费用率	4.3%	5.1%	4.6%	4.6%	4.8%
管理费用	186	226	249	395	493
管理费用率	3.4%	4.8%	4.2%	4.6%	4.6%
财务费用	224	175	71	87	104
研发费用率	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率	4.1%	3.7%	1.2%	1.0%	1.0%
研发费用	6	20	0	0	0
投资收益	3	3	2	2	2
EBITDA	1,237	1,359	1,377	1,918	2,351
营业利润	543	699	807	1,277	1,638
营业利润率	10.04%	14.78%	13.63%	14.86%	15.29%
营业外收入	42	24	44	37	35
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	584	722	850	1,312	1,672
所得税	82	109	213	328	418
所得税率	14.0%	15.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	502	613	638	984	1,254
净利率	9.3%	13.0%	10.8%	11.5%	11.7%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,275	1,489	1,468	2,286	2,960
存货	89	113	115	164	214
应收账款	988	1,120	1,201	1,782	2,310
其他流动资产	919	1,053	1,025	1,495	1,938
流动资产	3,270	3,775	3,809	5,727	7,422
固定资产	4,370	5,468	6,013	6,394	6,618
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	137	186	186	186	186
其他长期资产	2,017	2,077	2,077	2,077	2,077
非流动资产	6,525	7,732	8,277	8,658	8,882
资产总计	9,795	11,508	12,086	14,384	16,304
短期借款	865	1,301	1,343	2,361	2,827
应付账款	361	449	438	649	841
其他流动负债	1,197	1,545	1,516	1,687	1,803
流动负债	2,423	3,295	3,297	4,697	5,470
长期借款	1,147	830	830	830	830
其他长期负债	3,442	3,445	3,445	3,445	3,445
非流动性负债	4,590	4,275	4,275	4,275	4,275
负债合计	7,013	7,570	7,572	8,972	9,746
股本	601	1,014	1,014	1,014	1,014
资本公积	763	1,151	1,151	1,151	1,151
归属于母公司所有者权益合计	2,782	3,937	4,513	5,412	6,559
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,782	3,937	4,513	5,412	6,559
负债股东权益总计	9,795	11,508	12,086	14,384	16,304

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	502	613	638	984	1,254
折旧和摊销	429	463	456	519	575
营运资金的变化	-141	-186	-94	-718	-714
其他经营现金流	264	118	69	84	102
经营现金流合计	1,054	1,008	1,068	870	1,217
资本支出	-1,128	-756	-1,000	-900	-800
投资收益	3	3	2	2	2
其他投资现金流	128	448	0	0	0
投资现金流合计	-997	-306	-998	-898	-798
权益变化	0	0	0	0	0
负债变化	1,088	336	42	1,018	466
股利支出	-52	-46	-62	-85	-107
其他融资现金流	-561	-791	-71	-87	-104
融资现金流合计	476	-500	-91	846	255
现金及现金等价物净增加额	533	201	-21	818	674

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	26.9%	-12.6%	25.3%	45.0%	24.7%
营业利润	135.9%	28.7%	15.5%	58.1%	28.3%
净利润	103.0%	22.0%	4.0%	54.3%	27.4%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	12.9%	13.8%	12.9%	16.7%	17.6%
EBITDA Margin	22.9%	28.7%	23.2%	22.3%	22.0%
净利率	9.3%	13.0%	10.8%	11.5%	11.7%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	18.1%	15.6%	14.1%	18.2%	19.1%
总资产收益率	5.1%	5.3%	5.3%	6.8%	7.7%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	71.6%	65.8%	62.7%	62.4%	59.8%
所得税率	14.0%	15.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	9.1%	10.1%	13.4%	10.9%	11.5%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。**