

运输/工业

华夏航空(002928)

## 开拓机构运力购买，成就支线持续盈利

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：14.58

当前价格：13.41

2020.10.21

	岳鑫(分析师)	郑武(分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

### 本报告导读：

华夏航空专注于最贫瘠的航空市场，开拓机构客户运力购买模式，实现难能可贵的持续盈利。公司管理层对支线市场的深刻理解，以及优秀的运行保障能力是核心竞争力。投资要点：

- **首次覆盖，评级谨慎增持。**华夏航空是唯一全国性支线航司，机构运力购买模式保障相对稳定盈利能力。预计未来数年机队规模推动利润较快增长。若ARJ21商业化顺利，预测2020-22年EPS为0.40/0.68/0.80元，三年复合增速18%。参考两种估值方法，给予目标价14.58元。
- **机构客户运力购买，成就支线航空盈利模式。**支线航空客流稀薄，收益水平低，单位成本高，市场化经营艰难。华夏专注支线航空，过去十年探索开拓机构客户运力购买，为中国支线航空提供持续盈利模式。即使在疫情巨大冲击下，上半年华夏仍实现了难能可贵的盈利。
- **支线航网灵活迁移，应对运力购买变动。**市场担忧机构运力购买的持续性风险。根据我们观察，部分机构运力购买协议确实存在调整或停止情况。过去十年华夏运营航段的次年执飞率在六成左右，通过航网灵活迁移，实现机队高周转与持续盈利。优秀的航网调整与运行保障能力，及支线广阔的蓝海市场，是支撑华夏快速成长的重要基础。
- **运力购买模式变化，经营动力增强。**随着支线市场培育，运力购买主要模式由无限额变为有限额，收益管理动力增强。华夏努力提升收益，并积极发展通程业务，推动干支结合，催化支线需求，并尝试获取支线客源全程价值。同时，审慎引入A320干线客机，顺应部分支线客流规模化，提升相关航班经济效益。未来区域竞争趋势需跟踪观察。
- **风险提示。**机构客户续约风险、增发摊薄风险、新机型经济性风险、经租进表风险、区域竞争风险、安全事故风险、政策风险。

### 交易数据

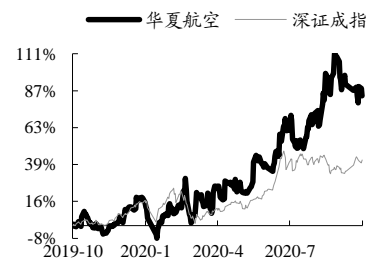
52周内股价区间(元)	9.98-18.35
总市值(百万元)	13,409
总股本/流通A股(百万股)	1,014/419
流通B股/H股(百万)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量(百万股)	17.55
日均成交值(百万元)	222.66

### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	3,272
每股净资产	3.23
市净率	4.1
净负债率	61.76%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.09	-0.09
Q2	0.05	0.10
Q3	0.22	0.17
Q4	0.14	0.23
全年	0.50	0.40

### 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	10%	86%
相对指数	-15%	9%	44%

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,260	5,407	4,825	6,866	8,412
(+/-)%	24%	27%	-11%	42%	23%
经营利润(EBIT)	256	271	33	761	903
(+/-)%	-37%	7%	-86%	1887%	19%
净利润(归母)	247	502	410	690	811
(+/-)%	-34%	103%	-18%	68%	18%
每股净收益(元)	0.24	0.50	0.40	0.68	0.80
每股股利(元)	0.13	0.08	0.08	0.20	0.24

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	6.0%	5.0%	0.7%	11.1%	10.7%
净资产收益率(%)	11.7%	18.1%	13.2%	19.2%	19.5%
投入资本回报率(%)	5.3%	4.1%	0.4%	4.7%	4.4%
EV/EBITDA	27.0	27.4	42.1	15.1	14.4
市盈率	54.2	26.7	32.7	19.4	16.5
股息率(%)	1.0%	0.6%	0.6%	1.5%	1.8%

模型更新时间: 2020.10.21

股票研究

工业  
运输

华夏航空(002928)

首次覆盖

评级:

谨慎增持

目标价格:

14.58

当前价格:

13.41

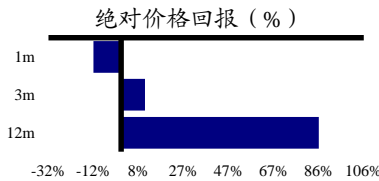
2020.10.21

公司网址

www.chinaexpressair.com

公司简介

公司是国内一家专门从事支线客货运输的中外合资航空公司,是我国支线航空商业模式的引领者和主要践行者。公司主营业务为航空客货运输业务,经营范围:国内(含港澳台),国际航空客货运输业务。



52 周内价格范围

9.98-18.35

市值 (百万)

13,409

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

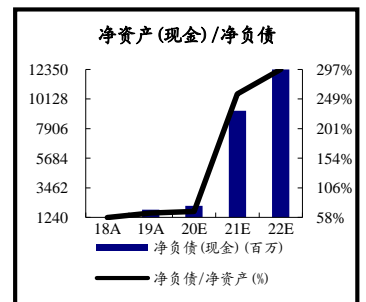
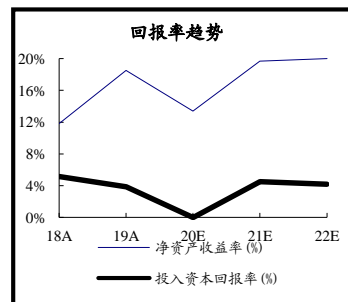
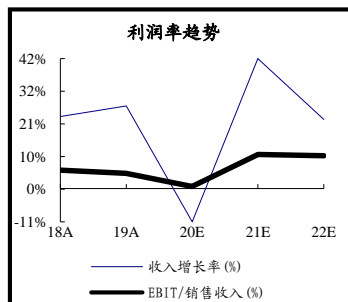
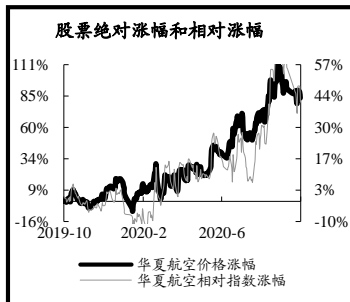
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,260	5,407	4,825	6,866	8,412
营业成本	-3,658	-4,712	-4,300	-5,552	-6,856
税金及附加	-4	-4	-4	-5	-8
销售费用	-194	-234	-19	-22	-26
管理费用	-149	-186	-227	-247	-294
EBIT	256	271	33	761	903
公允价值变动收益	-11	-4	-6	0	0
投资收益	0	3	0	0	0
财务费用	-223	-224	-127	-601	-666
营业利润	230	543	453	768	905
所得税	-48	-82	-72	-122	-143
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	247	502	410	690	811
货币资金、交易性金融资产	826	1,275	2,000	1,030	1,830
其他流动资产	293	310	289	412	505
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	4,484	5,490	6,152	13,454	16,850
无形及其他资产	846	1,035	1,029	1,024	1,018
资产合计	7,785	9,795	11,270	17,898	22,628
流动负债	2,329	2,423	2,605	1,156	1,418
非流动负债	3,333	4,590	5,555	13,148	17,048
股东权益	2,124	2,782	3,110	3,593	4,161
投入资本(IC)	4,187	5,872	7,228	13,844	17,512
NOPLAT	220	242	31	651	772
折旧与摊销	312	322	378	797	1,010
流动资金增量	-324	-200	26	-321	-277
资本支出	-1,324	-1,079	-1,040	-8,093	-4,400
自由现金流	-1,116	-715	-605	-6,966	-2,896
经营现金流	246	628	820	1,167	1,544
投资现金流	-1,673	-1,296	-1,040	-8,093	-4,400
融资现金流	1,628	1,120	946	5,956	3,657
现金流净增加额	201	452	725	-970	800
收入增长率	23.5%	26.9%	-10.8%	42.3%	22.5%
EBIT 增长率	-37.2%	7.1%	-86.3%	1886.6%	18.5%
净利润增长率	-33.9%	103.0%	-18.3%	68.3%	17.5%
利润率	14.1%	12.9%	10.9%	19.1%	18.5%
毛利率	6.0%	5.0%	0.7%	11.1%	10.7%
EBIT 率	5.8%	9.3%	8.5%	10.1%	9.6%
净资产收益率(ROE)	11.7%	18.1%	13.2%	19.2%	19.5%
总资产收益率(ROA)	3.2%	5.1%	3.6%	3.9%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	5.3%	4.1%	0.4%	4.7%	4.4%
存货周转天数	6.5	6.3	7.2	5.9	5.8
应收账款周转天数	108	108	130	100	100
总资产周转天数	569	593	797	775	879
净利润现金含量	1.00	1.25	2.00	1.69	1.90
资本支出/收入	39%	24%	22%	118%	52%
资产负债率	72.7%	71.6%	72.4%	79.9%	81.6%
净负债率	58.4%	65.3%	68.1%	257.4%	296.8%
PE	54.2	26.7	32.7	19.4	16.5
PB	6.3	4.8	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	27.0	27.4	42.1	15.1	14.4
P/S	3.1	2.5	2.8	2.0	1.6
股息率	1.0%	0.6%	0.6%	1.5%	1.8%



## 目录

1. 机构客户运力购买，成就支线航空盈利模式.....	4
1.1. 中国支线航空市场化盈利艰难.....	4
1.2. 中国支线航空的成功探索——机构客户运力购买.....	6
1.3. 机构运力购买的两种模式：无限额与有限额.....	7
2. 挑战一：机构运力购买持续性风险.....	8
2.1. 机构客户运力购买具有合理性.....	8
2.2. 支线航网灵活迁移，应对运力购买变动.....	9
2.3. 华夏航网调整与运行保障能力优秀.....	10
2.4. 中国支线蓝海市场，提供持续开拓空间.....	10
3. 挑战二：机构运力购买模式变化.....	12
3.1. 通航业务推动干支结合，提升收益水平.....	12
3.2. 干线客机承接规模客流，降低单位成本.....	14
3.3. A320 会否开启区域竞争之门？.....	16
4. 首次覆盖，评级“谨慎增持”.....	17
4.1. 假设 ARJ21 经济性可以达到 CRJ900 水平.....	17
4.2. 未来三年机队规模驱动利润增长.....	18
4.3. 首次覆盖，评级“谨慎增持”.....	19
5. 风险分析.....	19

中国民航局 1998 年便将支线航空确定为新的增长点。对比欧美发达的支线航空，中国支线航空长期发展缓慢，支线航司普遍市场化经营艰难。

华夏航空明确定位支线航空，凭借对支线市场的深刻理解，过去十年引入欧美支线航空普遍的运力购买模式，针对中国支线市场发展阶段，开拓地方政府与支线机场为运力购买客户，为中国支线航空提供可持续盈利的商业模式。即使在新冠疫情巨大冲击下，上半年华夏航空仍实现难能可贵的盈利，并计划大举引入批量国产飞机逆势扩张。

一线市场，核心在于优质时刻积累；二三线市场，核心在于成本优势；支线市场，市场化盈利最为艰难，核心在于能够为机构客户提供高性价比的航空通达解决方案，并有效应对机构客户运力购买的持续性风险，以及购买模式的趋势性变化两大挑战。

相较于传统干线航司，支线航司的运营更依赖于企业管理，而非有形或无形资产，这也意味着将可能存在更为长期的超预期，值得投资者持续跟踪观察企业家精神与行为。

## 1. 机构客户运力购买，成就支线航空盈利模式

华夏航空明确定位支线航空，以帮助中小城市人民获得平等出行权为使命，以发展中国支线航空、改善偏远贫困地区航空通达性为目标。截止 2020 年中，通航 119 个城市，国内支线机场覆盖近半。所搭建的支线航网基本覆盖西南、西北、东北、华北、新疆等地区，通过重庆、贵阳等 6 个基地节点，借力干线航司，努力实现与全国干线航网的中转连通。

相较于干线航空，支线航空市场化盈利更为困难。收益水平低于干线市场，且运营特点决定单位成本高企。华夏航空开拓的机构客户运力购买模式，是中国支线航空盈利模式的成功探索。

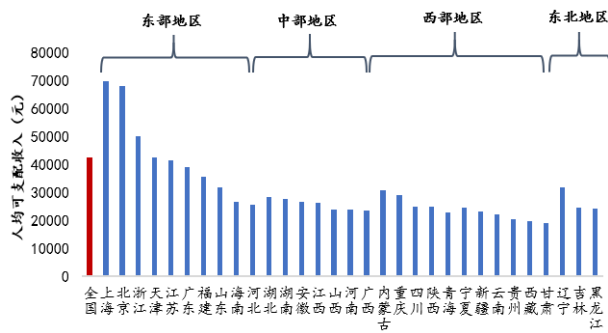
### 1.1. 中国支线航空市场化盈利艰难

中国 60 家航空公司，绝大多数为干线航司，而支线航司数量极少，全国性运营支线航司仅华夏航空一家。相较于欧美，中国支线航空发展缓慢，甚至有航司近年逐步淘汰支线客机，退出支线市场。原因在于，支线市场航空需求有限，收益水平低于干线市场，且单位运营成本高企，市场化经营艰难。

#### ➤ 支线市场收益水平低于干线市场

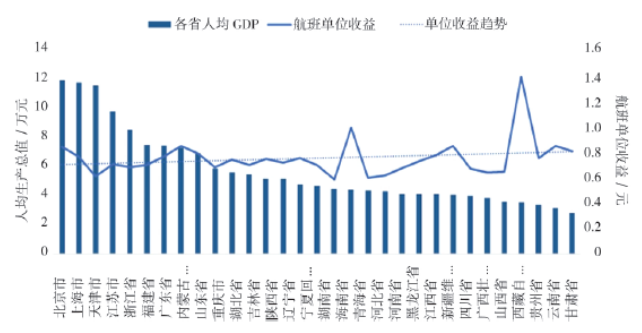
支线航空服务于中小城市，人均 GDP 与可支配收入均相对偏低，航空需求有限。部分区域支线公商务客流占比较高，收益水平略高于行业均值。而部分区域支线以价格敏感旅游客源为主，收益水平略低于行业均值。整体来看，支线市场的机票销售收益水平低于干线市场。

图 1：中国东部地区居民人均可支配收入相对较高



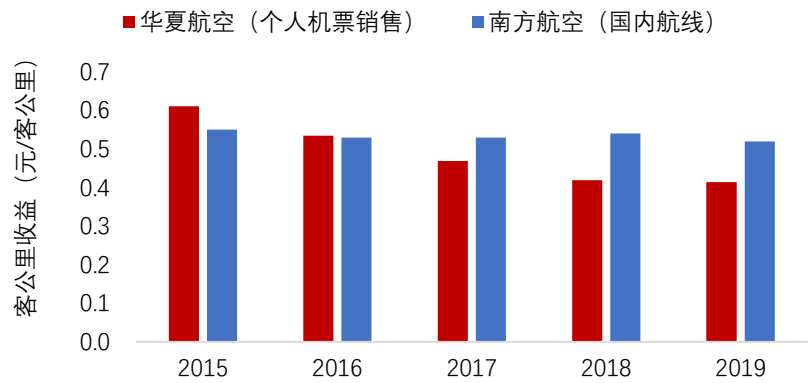
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：中国中西部人均 GDP 低，航空收益水平亦偏低



数据来源：上海飞机设计研究院，中航信，国家统计局

图 3：华夏航空客公里收益水平低于干线航司



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### ➤ 支线航空单位运营成本高企

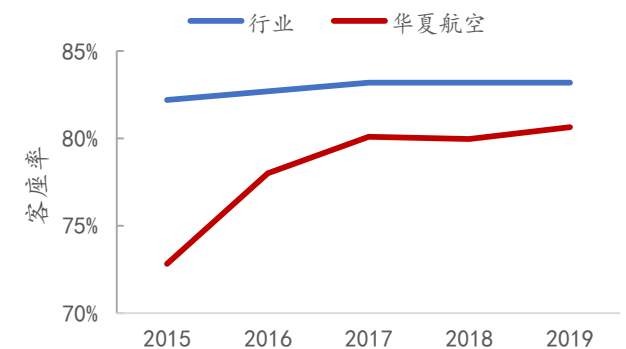
支线市场客流稀薄，具有小型飞机、低客座率、短途运输、多基地运营、低频通航等运营特点，而这些特点都意味着低规模经济与高单位成本。

图 4：小型飞机：华夏主力机型为 CRJ900 型支线客机(89 座)



数据来源：华夏航空，民航资源网

图 5：低客座率：华夏航空客座率低于行业水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

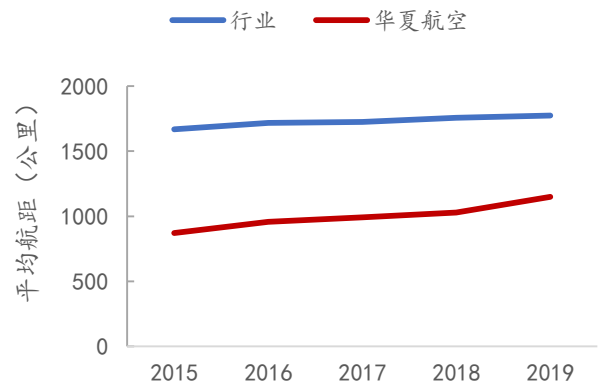


图 6: 多基地运营: 华夏航空全国六个基地



数据来源: 公司公告

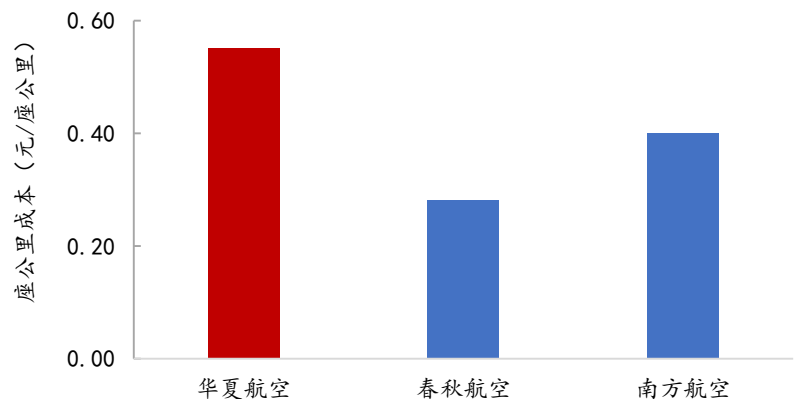
图 7: 短途运输: 华夏航空平均航距在 1000 公里左右, 6 成航班飞行时间在 1 小时以内



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

华夏航空成本管控优秀, 但支线航网运营特征仍导致其单位成本明显高于行业均值及干线航空。华夏航空 2017 年之前为单一 CRJ 支线客机机队, 其座公里成本几乎是低成本航司春秋航空的两倍, 亦高于干线航司南方航空约 1/3。这意味着, 若不考虑运力购买收入或航线补贴等, 支线航空的盈利平衡座收水平将显著高于行业。

图 8: 华夏航空座公里成本明显高于干线航司与低成本航司 (2016 年)



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

备注: 华夏航空 2017 年之前为单一 CRJ 支线客机机队, 自 2017 年引入 A320 干线客机。为反映支线机队成本水平, 因此选择 2016 年数据进行比较。

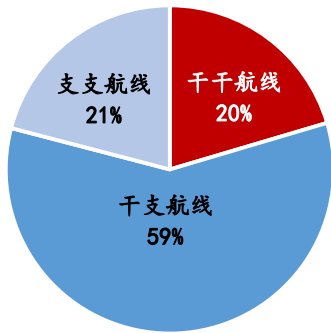
## 1.2. 中国支线航空的成功探索——机构客户运力购买

支线航空收益水平低于干线市场, 且单位运营成本高企, 长期以来市场化经营艰难。华夏航空开拓机构客户运力购买, 是中国支线航空盈利模式的成功探索。

### ➤ 机构客户运力购买, 成就支线航空持续盈利

华夏航空定位支线航空, 运营航段中超八成成为支线航线——至少一端连接支线机场 (年旅客吞吐量 200 万人次以下), 且均与政府及机场等机构客户签订了运力购买协议。机构运力购买收入, 占华夏客运收入的 30%-40%, 显著降低其实际机票销售座收至行业均值, 并保障华夏航空在高单位成本下实现盈利, 且利润率持续高于行业水平。

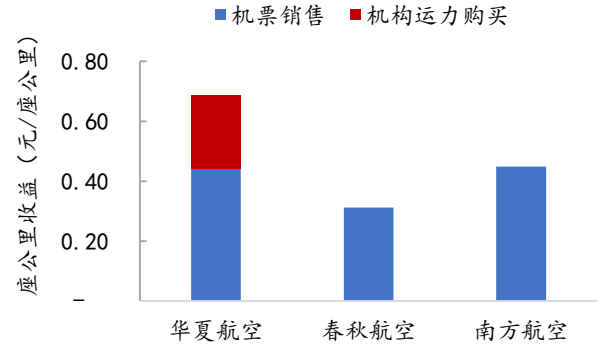
图 9: 华夏航空航段结构 (2019 年夏秋航季)



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

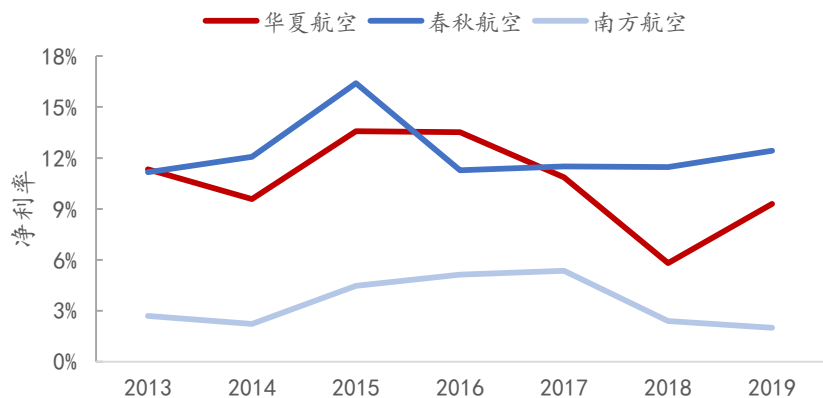
备注: 按照航段统计。支线机场定义为 2018 年旅客吞吐量小于 200 万人次机场, 干线机场定义为大于 200 万人次机场。

图 10: 华夏航空的个人机票销售座收与南航接近 (2016 年)



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 华夏航空净利率——持续高于行业水平

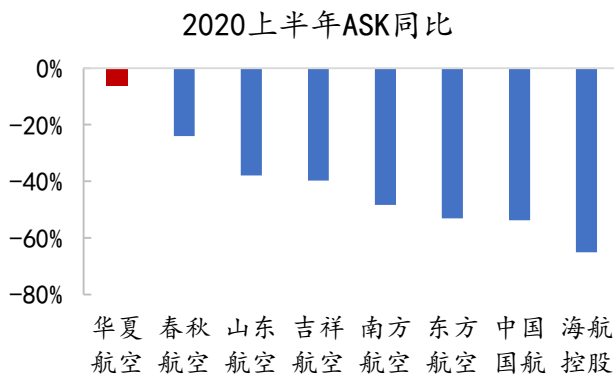


数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

### ➤ 疫情巨大冲击下, 上半年仍实现盈利

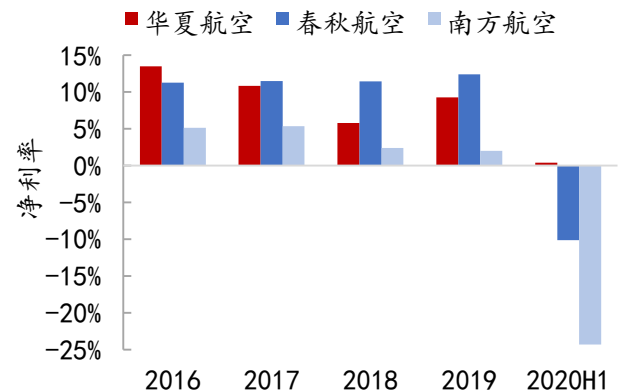
高比例的运力购买, 意味着华夏航空的收入与航班执飞量呈现高相关度。国内疫情有效控制后, 华夏航班恢复明显快于行业, 且独飞航线客收水平逆势上涨, 并受益油价明显下降, 上半年实现难能可贵的盈利。

图 12: 华夏航空上半年航班量恢复领跑行业



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 华夏航空 2020 上半年率先实现盈利



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 1.3. 机构运力购买的两种模式: 无限额与有限额

机构客户向华夏购买运力, 按照运力购买协议, 双方会约定每个航班的

购买价格。若实际机票销售收入超过约定购买价格，华夏需要将超额部分返还给机构客户；若实际机票销售收入低于约定购买价格，机构客户需要向华夏进行补偿。

实际情况中，由于实际机票销售收入往往明显低于约定购买价格，按照机构客户对差额的补偿程度，可以分为两种模式：

(1) 无限额模式：机构客户支付全部差额，即由机构客户完全承担支线运营风险。而华夏航空只要执飞航班，无论机票实际销售如何，都将获得约定收入。航司缺乏收益管理动力，而专注成本管控。

(2) 有限额模式：机构客户仅支付约定的差额，有限额承担经营压力。华夏航空若要获得约定收入，还有赖于机票实际销售收入达到一定水平。实际情况中，该模式与航线补贴较为类似，即对航班给予定额补贴，且补贴金额可能逐年下降。除了成本管控外，航司对收益管理动力增强。

举个例子，华夏与某地方政府签订一个航班的运力购买合约，约定运力购买总价为 5 万元，华夏航空成本为 4 万元。假设华夏实际机票销售实现收入 3 万元，与运力购买总价差了 2 万元。

(1) 若为无限额模式，则地方政府全额补偿 2 万元差额，华夏最终实现总收入 5 万元（3 万元个人机票销售收入+2 万元差额补偿），扣除 4 万元成本，实现盈利 1 万元。

(2) 若为有限额模式，双方会提前约定差额补偿上限，假设为 1.5 万元。则华夏最终实现总收入 4.5 万元（3 万元个人机票销售收入+1.5 万元差额补偿），扣除 4 万元成本，实现盈利 0.5 万元。

## 2. 挑战一：机构运力购买持续性风险

机构客户运力购买是支线航空持续盈利的核心。对于地方政府而言，支线航空的运力购买模式具有合理性，且逻辑推导应具有可持续性。但实际中，随着地方财政安排、区域经济发展的变化，数量众多的机构客户，对支线运力购买的意愿与方案均动态变化，存在持续性风险。

过去十年，华夏航空通过航网灵活迁移，应对运力购买变动，保持优秀的机队周转效率，并持续盈利。公司优秀的航网编排及运行保障能力，以及支线广阔的蓝海市场，是华夏航空快速成长的重要基础。

### 2.1. 机构客户运力购买具有合理性

支线航空正外部性明显，地方政府扶持意愿强烈。支线航空能够有效提高中小城市的通达性，促进区域之间人流、物流、商流，提高机场使用效率，推动当地经济发展。从全球来看，政府普遍对支线航空积极扶持。

支线航空是中小城市实现公共通达的最经济交通方式。中国中小城市数量众多，地形地貌复杂，修建机场的资本开支远远低于公路或铁路等地面交通系统建设。平均两公里铁路的投资即可建成一个支线机场，服务周边 1-1.5 小时车程覆盖区域，通过支干航网衔接实现全国中转通达。



机构客户普遍能够负担持续的运力购买。机构客户用于支线航空运力采购的支出每年一般在 5000 万元左右或以下，在地方财政支出中普遍占比较低，这一金额甚至低于建设公路/铁路所需承担债务每年产生的财务费用。

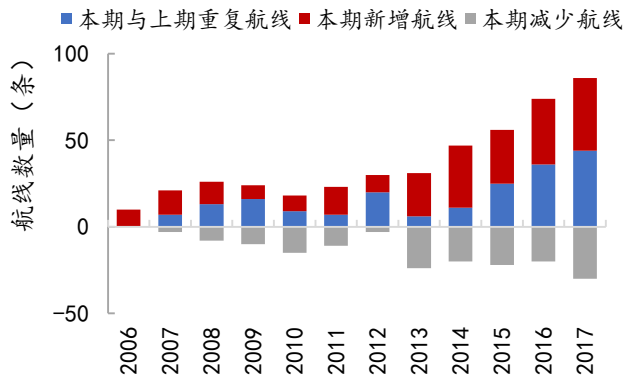
## 2.2. 支线航网灵活迁移，应对运力购买变动

根据公司公告介绍，与机构客户的运力购买协议，一般一年或一个航季（一年两个航季）一签。机构客户会根据上一年的航线客座率等市场变化情况，调整下一年（航季）的航班频次，甚至停止运力购买。

面对机构客户运力购买的持续性风险，回顾过去十年，华夏航空通过航网灵活迁移，实现机队高周转与持续盈利。类似于热带雨林“迁移农业”，耕作者依靠自然肥力耕作，当肥力不足时就会迁移至新的土地开辟耕种。

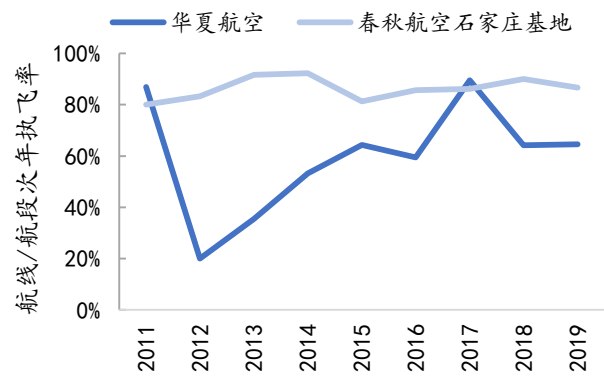
根据我们统计，2006-2020 年华夏航空运营航线数量的年复合增速高达 26%，同时运营航段的次年执飞率平均在 60%左右。相较于春秋航空过去十年对石家庄基地的培育，石家庄运营航段的次年执飞率稳定在 80%-90%。从航段来看，根据我们的统计，2015 年华夏航空运营航段仅四成 2019 年仍在运营，航网呈现高迁移性。

图 14：华夏航空每年减少部分航线，同时新增大量航线



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 15：华夏航空航段次年执飞率低于春秋航空石家庄基地



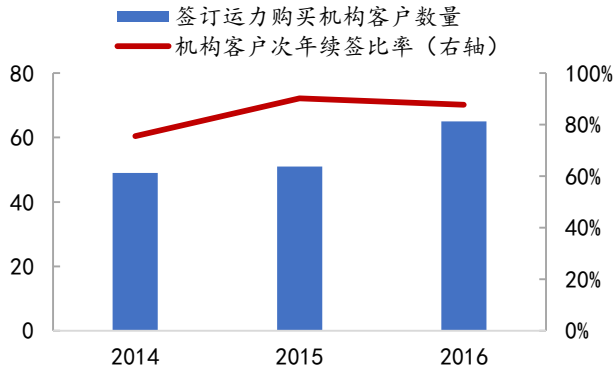
数据来源：CAAC，国泰君安证券研究

备注：华夏航空 2011-2017 年为公司披露航线数据，2018-2020 年以时刻表统计航段数据。春秋航空为时刻表统计航段数据。

根据我们对华夏航空 2018-19 年停飞航段的分析，大致可分为两类：四成停飞航段源于机构客户停止运力购买——华夏停飞了该机构客户所有的通航航线。脱离机构运力购买，支线市场培育难度极大，飞机转投其他市场是航司基于合理回报的理性选择。

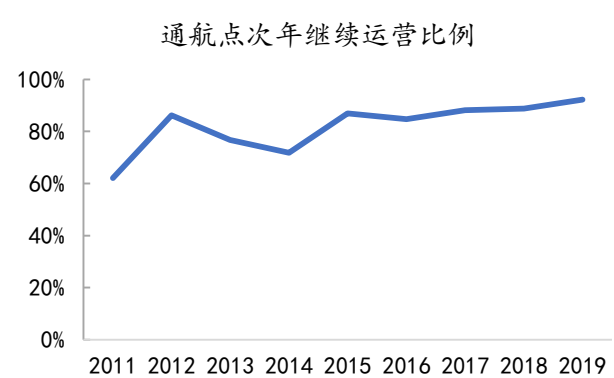
六成停飞航段源于机构客户变更采购航线——该机构客户继续与华夏合作，但采购航线发生了变化。根据公司统计，2015-16 年机构客户的次年续约率高达 90%。从航点来看，根据我们的统计，2015 年华夏运营航点约七成 2019 年仍在运营，机构客户稳定性好于航段。

图 16: 华夏航空机构客户续签比例较高



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

图 17: 华夏航空通航点次年继续运营比例相对较高



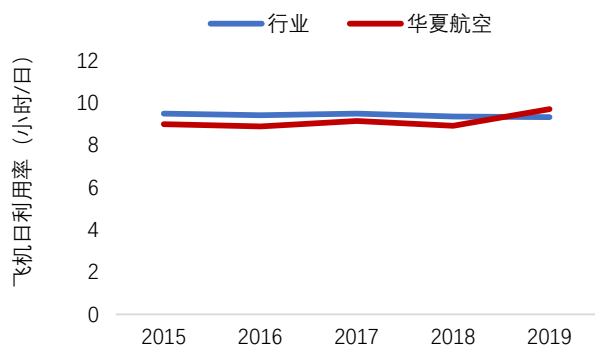
数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

### 2.3. 华夏航网调整与运行保障能力优秀

支线航网调整快, 航班编排要求高。支线航线客流稀少, 华夏航空目前大部分支线客流均无法支撑每天一个往返航班。航班编排需要满足机构客户通达需求, 并最大程度保持目前优秀的机队周转效率。同时, 航网呈现高迁移性, 每年 (航季) 都会取消较多航线, 并新增大量航线。

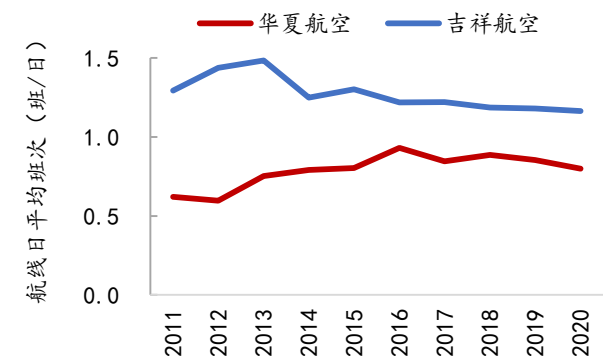
支线航网运行保障要求高。过去三年, 华夏航空克服短途运输导致的周转效率劣势, 以及航网的高迁移, 机队日利用率稳中上行, 2019 年更超过行业水平, 体现了公司优秀的航网编排与运行保障能力。未来随着机队规模继续快速扩张, 对相关能力的要求将呈现非线性增长, 有赖于公司优秀的管控能力。

图 18: 华夏航空飞机日利用率接近行业水平



数据来源: 公司招股说明书, CAAC, 国泰君安证券研究

图 19: 华夏航空运营航线的日平均班次不到一班



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

### 2.4. 中国支线蓝海市场, 提供持续开拓空间

相较于干线市场, 支线市场培育难度极大, 支线航网难以避免高迁移性。足够广阔的支线市场, 以及相对的竞争优势, 是支线航司实现持续成长的重要条件。

#### ➤ 未来十年支线机场建设将推动蓝海市场增长

中国仍有 88% 的国人尚未乘坐过飞机, 航空需求长期增长空间巨大, 特别是中小城市所蕴藏的支线需求更为可观。

参考行业标准,定义支线机场为年旅客吞吐量在 200 万人次以下的机场。截至 2019 年中国定期通航机场 238 个,其中支线机场 165 个,机场数量占比七成,而旅客吞吐量占比不到 7%。参考中国民航局对全国机场布局规划,2035 年运输机场数量将达到 450 个左右,较 2019 年将新增超 200 个,地面 100 公里基本覆盖所有县级行政单元,批量新增支线机场将加速支线航空市场发展。

与市场认知不同在于,由于支线航网的高迁移性,我们认为支线市场规模并非简单等同支线航司未来成长规模空间,而是提供未来可开拓的市场空间。未来新建的大量机场,发展初期均会面临客流稀少而难以吸引航司商业运营的问题,可以成为潜在的运力购买方。未来支线市场可观的蓝海空间,应可以满足华夏航空未来数年保持快速成长。

图 20: 全国 238 个机场,其中年旅客吞吐量在 200 万人次以下的支线机场数量占比七成,旅客吞吐量占比不到 7% (2019 年)



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

### ➤ 华夏有能力提供高性价比整体方案

机构客户往往希望支线航司可以提供高性价比整体通航方案。相较于干线航司与其他支线航司,华夏航空有望保持相对竞争力。

支线客机提供报价优势。从旅客角度,干线客机较支线客机具有更好的乘机体验。但对于机构客户购买的支线,机型选择者是机构客户,而非旅客。支线市场开拓初期,机构客户往往以无限额运力购买模式吸引航司开设支线,并希望以更少的资金实现更大范围的通航。支线客机座公里成本明显高于干线客机,但单机的航段成本更低。若需保障航司同样的利润率,支线客机承运航班对应的运力购买价格将更低。无限额模式下,假定客流一定,机构客户需要补偿的差额也将更低。

CRJ900 的座公里成本较 A320 高近 80%;若飞行一段 800 公里的航段,A320 需要 4.2 万元成本,CRJ900 则仅需 3.9 万元成本。若需保障航司 10%的利润率,则 A320 的运力购买报价为 4.6 万元,CRJ900 仅 4.3 万元。假设航班实际机票销售收入一样,无限额模式下,机构客户需要给 CRJ900 的补偿金额要更少。这一报价优势在支线市场开拓初期具有非常明显的竞争优势。

华夏航空具有相对规模优势。中国民航市场在册支线客机仅 191 架，其中华夏航空拥有 38 架 CRJ900 支线客机，份额近 20%。华夏航空是唯一全国性运营的支线航司，拥有初具规模的支线航网，且支线市场开拓与培育经验丰富，有能力为机构客户量身打造高性价比整体方案。

### 3. 挑战二：机构运力购买模式变化

支线市场开拓初期，为最大程度解除航司后顾之忧，机构客户愿意采用无限额模式购买运力。随着支线市场逐步培育，机构客户普遍倾向于将无限额模式变更为有限额模式，以激励航司经营积极性，希望支线能够逐步提升自我造血能力。

根据公司招股说明书，华夏航空 2017 年之前运营航线中无限额模式占比约七成。随着支线市场多年培育，目前有限额模式占比已提升至七成左右。这意味着，公司收入与航班机票销售情况的相关性提升，预计公司将在原先专注运行与成本管控的基础上，收益管理动力增强。

收入端，华夏针对支线航空消费低渗透的特点，逐步建立下沉的营销网络，主动引导航空消费沉降，加强收益管理；同时，积极发展通航业务——推动干支结合，催化支线需求增长，尝试获取支线客源全程价值。成本端，审慎引入 A320 机型，在重要基地时刻增长受限的情况下，提升对不同流量支线的机型匹配度，降低单位营业成本，提升相关航班经济效益。

#### 3.1. 通航业务推动干支结合，提升收益水平

##### ➤ 干支结合，是支线航空市场化盈利的重要基础

支线客源的价值，不仅仅在于短途支线航段收益，更重要的价值在于为后续中转干线航段输送客源，并提供显著的边际贡献。长期以来，中国支线运输与干线运输缺乏合作，导致支线需求增长缓慢，且支线客源价值未被充分挖掘。

美国干支结合紧密，大型枢纽航司拥有支线客源全程价值。美国 1978 年航空业管制放松后，航空市场竞争加剧，传统干线航司为扩大市场份额，并降低运营成本，纷纷转型枢纽轮辐式航网结构，大量采购支线运力为其枢纽基地输送客源。支线航司只负责运行支线航段，其收入与飞行班次挂钩；而大型枢纽航司负责支线航段与干线航段组合而成的中转产品设计与销售，获得支线客源全程价值。

##### ➤ 华夏通程业务尝试推动干支结合

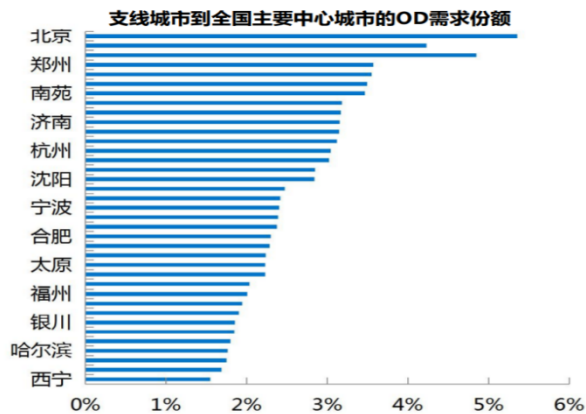
根据华夏航空对中小城市旅客的 OD 需求分析，中小城市旅客往来全国主要中心城市的需求分散。考虑到中心城市机场时刻稀缺，仅依靠点点的支线航网建设难以满足旅客需求，需要干支结合。而长期以来中国干支结合推进缓慢，是导致支线需求增长缓慢的重要原因。



近两年，华夏航空大力发展通程业务——由华夏在其主要运营基地市场，采购其他航司干线运力，与自身支线组成中转航空产品进行销售，实现中小城市快速通达中心城市。该业务的实质，正是推动支线航网与干线航网的衔接融合。

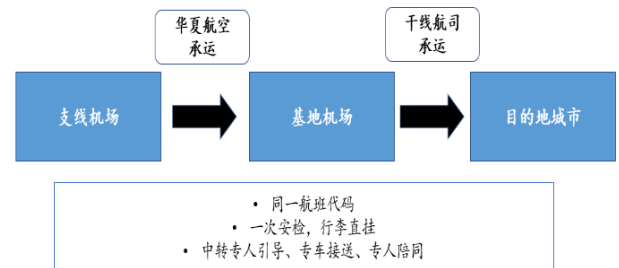
2019 年华夏通程产品旅客销量达 50 万人次，占公司客运量 6%。除了在重庆、贵阳等基地节点打造次级枢纽，华夏 2018 年首次进入新疆区内支线市场，构建了以库尔勒机场为代表的通程枢纽能力。

图 21：中小城市前往全国主要中心城市的需求分散



数据来源：华夏航空《建立通程化服务体系促进支线航空高质量发展》

图 22：华夏航空通程模式



数据来源：华夏航空《建立通程化服务体系促进支线航空高质量发展》，国泰君安证券研究

### ➤ 通程业务有望获取支线客源全程价值

华夏航空负责通程产品设计与全程机票打包销售，催化支线客源规模化，并尝试获取支线客源的全程价值，将有利于公司收益水平的提升。通程业务长期的盈利能力，将取决于干线航司对被采购干线运力的价值评估。

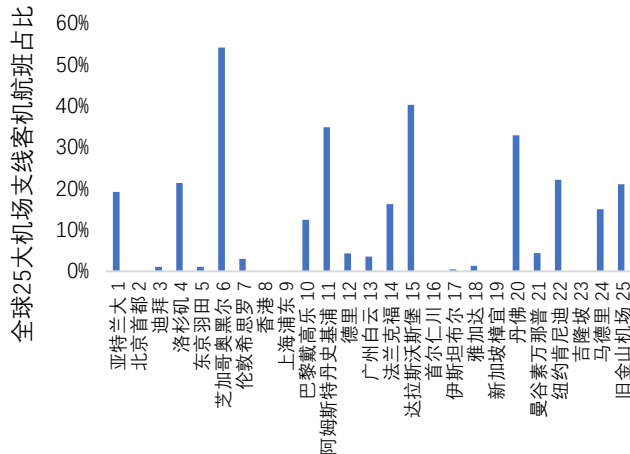
中国大型干线航司拥有更为强大的销售能力与收益管理能力，却未像美国大型枢纽航司那般积极获取支线客源。我们猜测原因可能在于：

- (1) 中国支线客源规模尚较为有限。美国航空市场支线客机承运旅客占比近两成。而中国支线市场仍处于发展初期，客源分散且规模极为有限，尚未获得大型干线航司重视。2019 年中国支线机场（年旅客吞吐量 200 万人次以下）旅客吞吐量占比不到 7%，以支线客机承运旅客量占比更低。
- (2) 中国大型干线航司高效承接支线客源难度较大。美国大型航司为打造枢纽轮辐式的航网结构，从区位角度选择机场建设中转枢纽，通过航班波实现干支高效对接，这些机场支线客机航班占比高达 20%-50%。而中国大型干线航司主基地的腹地点对点需求旺盛，且时刻稀缺，暂不需要支线客源提升客座率，且难以通过这些大型机场实现干支衔接。华夏选择重庆、贵阳等机场作为中转枢纽，而这些机场缺乏能够高效承接支线需求的基地航司。

未来一批中心城市第二机场启用，或支线市场竞争加剧，亦或是干线航司 OD 收益管理能力提升，将可能改变目前格局与通程业务盈利能力。

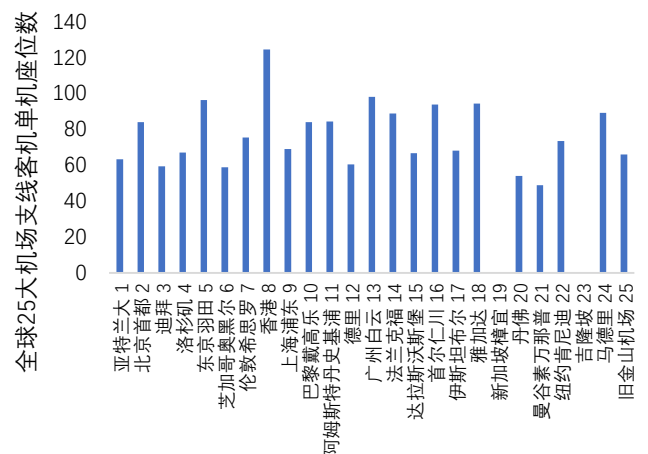


图 23: 欧美大型机场支线客机航班占比显著高于中国 (2019)



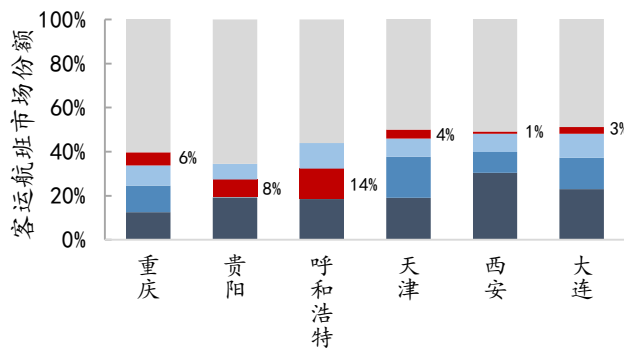
数据来源: 民航资源网, 国泰君安证券研究

图 24: 美国大型机场支线客机机型相对较小 (2019 年)



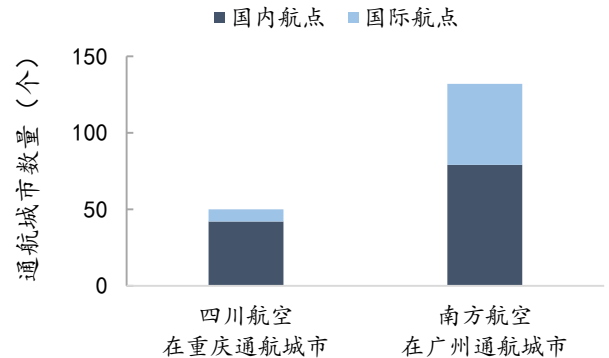
数据来源: 民航资源网, 国泰君安证券研究

图 25: 华夏航空通程中转机场的主要航司份额分散



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究  
注: 红色为华夏航空航班市场份额。

图 26: 二线机场基地航司的通达能力明显弱于一线机场



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

### 3.2. 干线客机承接规模客流, 降低单位成本

华夏航空机队以 CRJ900 支线客机 (89 座) 为主力机型, 自 2017 年引入 A320 干线客机 (172 座)。2020 年中 A320 飞机已达 12 架, 尚有 28 架在手订单。

根据对华夏 A320 投放航线的观察, 我们认为顺应了部分支线客流渐成规模的经济性需求。支线初期客流稀少, 支线客机较干线客机更为经济, 即支线客机客公里成本更低。随着支线客流渐成规模, 按照欧美模式, 普遍继续以支线客机加密航线, 以实现需求的密度效应与对成本的规模经济。而在中国, 由于部分干线机场时刻紧缺, 航班难以加密, 改用更高座级的干线客机执飞, 成为次优选择, 毕竟多机型确将增加机队维护成本。

在航班量固定的情况下, 根据我们测算, 当单班客运需求近百人后, A320 的客公里成本将开始低于 CRJ900, 并可承运更多旅客。

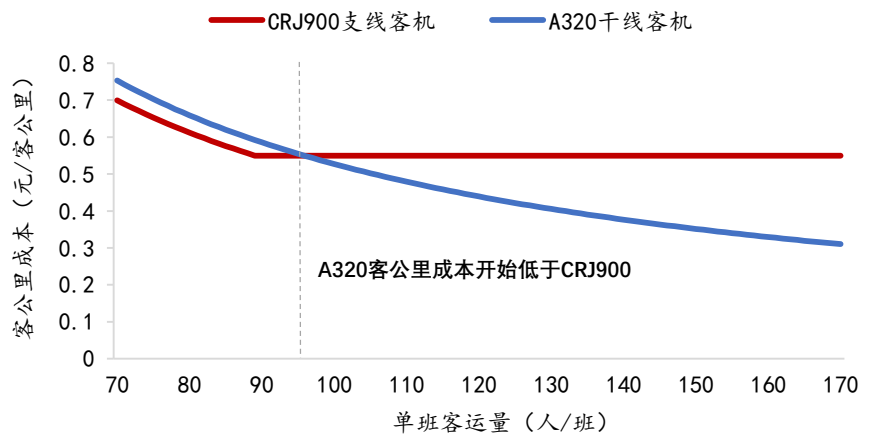
表 1: 单班客运量较少时, 与 A320 相比较, CRJ900 的座公里成本高 80%, 但客公里成本更低

假设: 单班客运量固定为 71 人		
	CRJ900	A320
座公里成本 (元/座公里)	0.55	0.31
单机座位数 (座)	89	170
客座率	80%	42%
单机客运量 (人)	71	71
客公里成本 (元/客公里)	0.69	0.73

数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

备注: 参考华夏航空与吉祥航空 2016 年成本进行估算。2016 年华夏运营 26 架 CRJ900, 吉祥 (含九元) 运营 56 架 A320+9 架 B737。

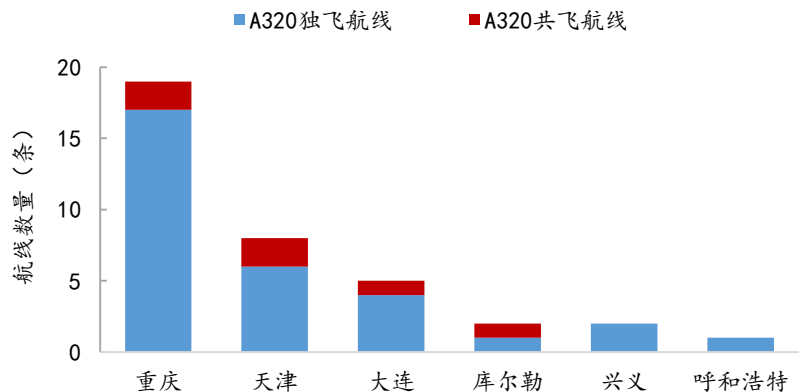
图 27: 单班客运量近百人后, A320 将较 CRJ900 客公里成本更低, 更具经济性



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

根据我们的观察, 华夏航空的 A320 飞机主要投放于重庆等基地, 运营客流已成规模的支线航线。其中, 超八成成为独飞航线, 这意味着, A320 机型的选择, 并非源于与其他航司的机型竞争, 而应是顺应客流规模化与时刻紧缺的主动选择。重庆机场是主协调机场, 近年时刻增长持续受限, 2019 年平均单班客运量已大于 140 人, 大幅超出支线客机的经济区间。重庆机场相关支线, 难以类似兴义-贵阳航线通过持续加密实现“航班公交化”, 选择改用 A320 干线客机执飞, 将可以在一定程度上实现类似的潜在收入挖掘与单位成本降低。

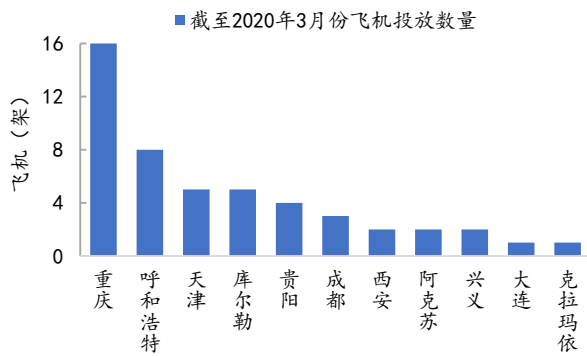
图 28: 华夏航空 A320 超八成运营独飞航线



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

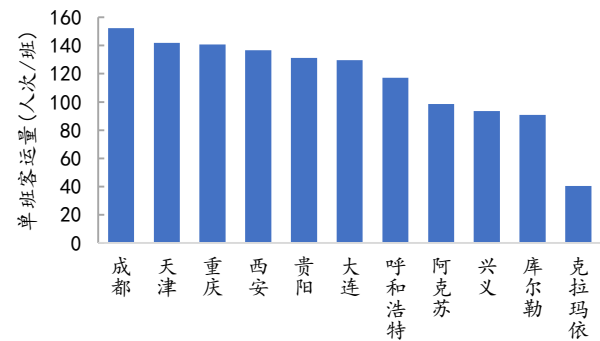
备注: 公司的运营基地为重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安、新疆 (库尔勒、克拉玛依、阿克苏), 过夜基地为天津、成都、兴义。

图 29: 华夏航空各基地飞机投放数量 (截至 2020 年 3 月)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

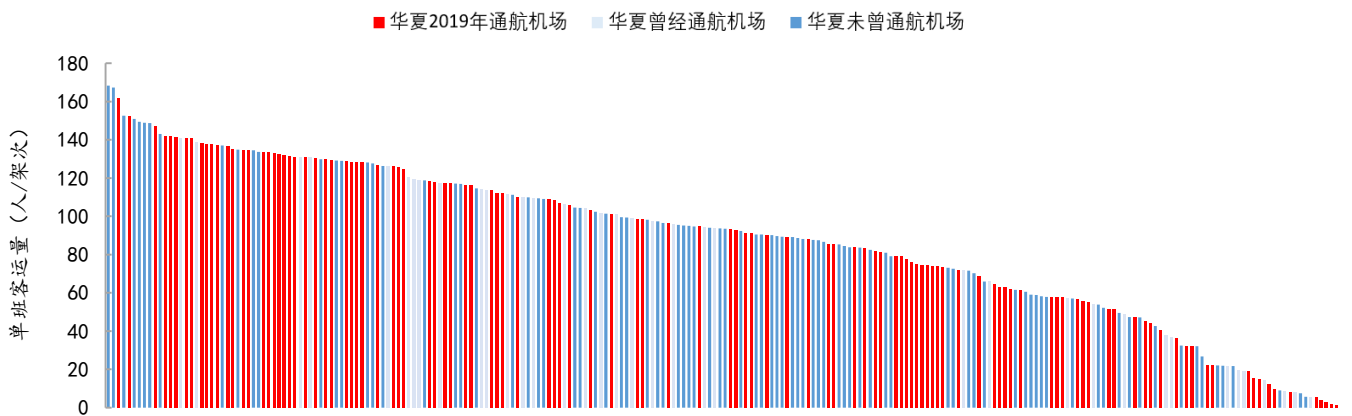
图 30: 华夏航空各基地机场单班客运量大部分超百人



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

中国人口密度高, 相较于海外, 支线更容易形成规模客流。观察华夏航空运营基地的客流密度, 预计未来 A320 机队将成为公司在干支航线与部分干支航线上的重要机型。

图 31: 2019 年华夏航空运营航点单机平均客运量



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

### 3.3. A320 会否开启区域竞争之门?

华夏航空是唯一全国范围运营的支线航司。按照航段统计, 2019 年华夏运营的支线中, 共飞航线占比约两成, 且较 2015 年小幅下降。这意味着, 区域竞争一直存在, 但现阶段非常有限。

从我们的观察, 过去数年华夏的支线竞争主要有两种体现:

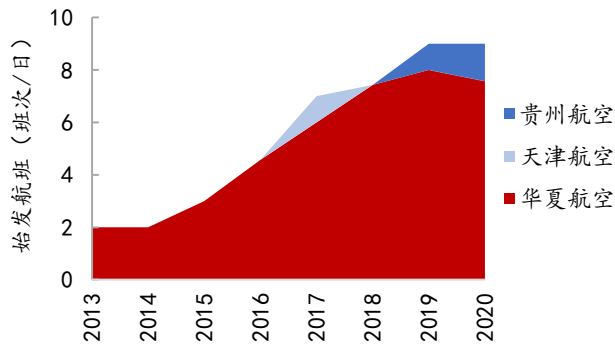
第一种, 独飞航线上, 航司间的替代。

根据我们的统计, 华夏 2019 年停飞航线中约 1/3 由其他航司继续运营, 且约七成以干线客机继续执飞。

第二种, 从独飞到共飞。

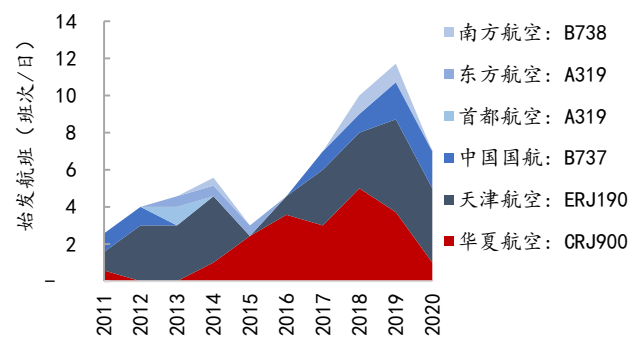
支线市场开拓与培育初期, 根据我们的观察, 机构客户普遍通过独飞保护支线航司运营积极性。随着部分支线市场培育相对成熟, 地方政府引入竞争者意愿强烈, 希望降低补贴比例与票价水平, 实现“加量不加价”。从华夏航空经营最久的两条支线——兴义-贵阳航线与通辽-呼和浩特航线, 均可以观察到类似趋势。

图 32: 兴义-贵阳航线: 从独飞到共飞



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

图 33: 通辽-呼和浩特航线: 共飞持续多年



数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

与市场观点不同,我们认为区域竞争无需建立在竞争航司专注支线运营的基础之上。其他航司的非战略性航线开拓,亦或仅仅是以运力消化为目的的运营,均可能导致区域竞争。

A320 干线客机的引入,顺应部分支线客流渐成规模的经济性需求,也意味着这些支线培育相对成功。支线市场培育越成功,机构客户引入区域竞争的意愿亦会越强烈。同时,A320 的运营,部分弱化华夏航空与其他航司的差异,区域市场进入壁垒相对降低。

考虑目前公司绝大部分航线仍为独飞航线,且未来数年仍将持续开拓与培育新的支线市场,预计未来数年竞争风险或仍较为有限。长期区域竞争趋势需跟踪观察。

## 4. 首次覆盖, 评级“谨慎增持”

华夏航空专注于最贫瘠的航空市场,开拓机构客户运力购买模式,实现难能可贵的持续盈利。公司管理层对支线市场的深刻理解,以及优秀的运行保障能力是核心竞争力。

“十四五”期间,公司将引入批量 ARJ21 国产支线客机作为主力机型。若新机型经济性可以达到 CRJ900 水平,预计未来三年业绩复合增速 18%。综合 PE、PB 两种估值方法,给予华夏航空目标价 14.58 元/股,评级谨慎增持。

### 4.1. 假设 ARJ21 经济性可以达到 CRJ900 水平

华夏航空 2020 年 6 月与中国商飞签订战略合作框架协议,10 月签订购买飞机系列协议:华夏航空自 2020 年起,十年内计划引进、运营 100 架 ARJ21 和 C919 飞机;其中,50 架确认为 ARJ21,另 50 架可全部或部分为 C919。预计未来 ARJ21 国产支线客机将接替 CRJ900 成为华夏的主力机型。新机型的经济性,将对公司未来的盈利能力产生重要影响。

支线客机 ARJ21 经过六年终获适航认证,是全球适航认证耗时最长的机

型，体现对其安全与性能的高标准严要求。ARJ21 特别适应我国西部和北部地区机场起降条件和复杂航路越障要求，同时具有良好的高原性能。

相较于 CRJ900 与 A320 均为商业成功的经济机型，ARJ21 国产支线客机的商业化刚刚开始，其经济性有待在大规模商业运营中跟踪观察。我们期待公司与中国商飞紧密合作，实现国产飞机的商业成功，暂假设 ARJ21 将可以实现类似于 CRJ900 的经济性。

#### ➤ 成都航空示范运营，经济性尚难评判

成都航空作为 ARJ21 的全球首家启动用户，自 2016 年对 ARJ21 开始示范运营。中国商飞是成都航空的第一大股东（持股 48%），双方紧密合作。中国商飞为成都航空专门成立了保障大队，派驻成都进行运行支援，建立快速响应中心作为平台，解决成都航空提出的各种问题。

在示范运营阶段，ARJ21 整体运营平稳，并逐步建立完善整套运行支持体系、持续适航体系和快速响应体系。同时，从商业运营需求角度，携手中国商飞对 ARJ21 持续设计优化。由于 ARJ21 交付延期，且周转效率未达到理想状态，相关经营情况尚无法检验该机型的经济性。

#### ➤ 华夏携手商飞，期待实现商业成功

“To design one is nothing, to build one is easy, to fly is everything.” 好飞机都是飞（改）出来的。适航仅仅是第一步，从示范运营，再实现商业成功，需要飞机制造商与航司紧密合作，在规模化商业运营中对飞机进行设计优化改进。例如，波音的经典机型 737 飞机，从诞生之日起经历了 6000 多次大大小小的改进。

按照中国商飞公司高管的表述，2016-2017 年，中国商飞对 ARJ21 飞机的商业运营目标就是希望能够顺畅运行；2017-2018 年，通过一段时间的运营和与成都航空的磨合，希望 ARJ21 飞机“能运行、能维修、能制造”；2019 年，随着飞机的不断改进，中国商飞又提出了“三好一降”的设计优化目标，即“好运营、好制造、好维修、降成本”。

国内多家航司签订批量 ARJ21 飞机订单，其中华夏航空战略定位与 ARJ21 完美匹配，预计将是中国商飞成就 ARJ21 商业成功的最佳伙伴。飞机在实现商业成功的过程中，仍将伴随多种不确定性风险。回顾波音与空客经典机型的商业成功历史，飞机制造商对合作航司的积极扶持，是必不可少的条件。我们期待中国商飞对华夏航空 ARJ21 规模化商业运营全力支持，实现媲美 CRJ900 的经济性。

## 4.2. 未来三年机队规模驱动利润增长

#### ➤ 核心假设：

- 1、假设公司 2019-2022 年运力规模 ASK 年复合增速 21%。
- 2、假设 2021 年 1 月 1 日完成经租进表。
- 3、假设机构客户运力购买模式持续，机构运力购买收入占比逐年略降。
- 4、假设 ARJ21 将可以实现类似于 CRJ900 的经济性。
- 5、假设 2021 年疫情对公司影响基本消除。



### ➤ 预测未来三年业绩复合增速 18%

预测 2020-2022 年净利润为 4.1、6.9、8.1 亿元，EPS 为 0.40、0.68、0.80 元，三年复合增速 18%。

### 4.3. 首次覆盖，评级“谨慎增持”

综合 PE 及 PB 估值，按照两个合理估值的平均值，给予华夏航空目标价 14.58 元/股，评级谨慎增持。

#### ➤ PE 估值：合理估值 14.96 元/股

公司成长于最贫瘠的航空市场，稳定的盈利能力有赖于机构客户运力购买模式，以及优秀的管理能力。预计 2021 年疫情对华夏的影响将率先消除，而行业盈利能力恢复仍将缓慢曲折，华夏合理 PE 估值水平应低于行业水平。考虑未来十年机队规模保持较高增速，将驱动利润持续增长，按照 2021 年 EPS 预测 0.68 元，给予 22 倍 PE，合理估值 14.96 元/股。

#### ➤ PB 估值：合理估值 14.20 元/股

公司机队主要以轻资产租赁方式拥有，且 2021 年 1 月 1 日经租进表，预计未来三年负债率将上升，ROE 将维持较高水平。同时，考虑支线航空长期增长空间巨大，较行业水平给予 PB 估值溢价。按照 2021 年底每股净资产预测 3.55 元，给予 4 倍 PB，合理估值 14.20 元/股。

表 2：A 股上市航司盈利预测与估值表

代码	简称	股价（元）		EPS（元/股）				PE			PB	目标价（元）	国君评级
		2020/10/20	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E		
601111.SH	中国国航	7.05	0.44	-0.86	0.03	0.52	16	-8	235	14	1.3	8.92	增持
603885.SH	吉祥航空	10.49	0.51	-0.39	0.44	0.62	21	-27	24	17	1.7	15.38	增持
601021.SH	春秋航空	44.40	1.86	-0.66	0.87	2.02	24	-67	51	22	2.8	52.00	增持
600115.SH	东方航空	4.90	0.2	-0.73	-0.11	0.19	25	-7	-45	26	1.5	5.69	谨慎增持
600029.SH	南方航空	5.86	0.21	-0.85	-0.13	0.15	28	-7	-45	39	1.3	6.97	谨慎增持
A 股五家上市航司平均估值							23	-23	44	23	1.7		
A 股两家民营航司平均估值							22	-47	37	19	2.3		
002928.SZ	华夏航空	13.23	0.5	0.4	0.68	0.80	23	29	17	15	3.8	14.58	谨慎增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 5. 风险分析

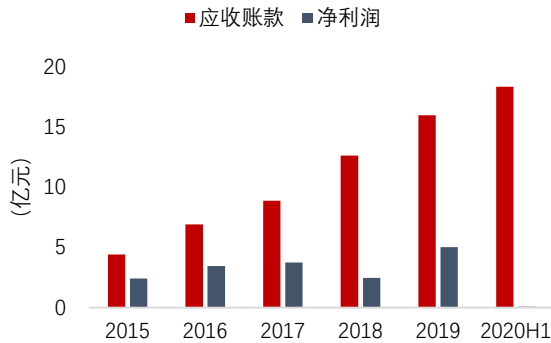
### ➤ 机构客户续约风险

过去十年公司的机构客户续约率较高，且每年开发新的机构客户，保障所有支线均签订运力购买协议。随着各地财政计划、经济发展状况与支线机场情况的变化，存在机构客户不再与公司进行运力购买合作的可能性，将可能对公司的经营产生影响。

### ➤ 应收账款风险

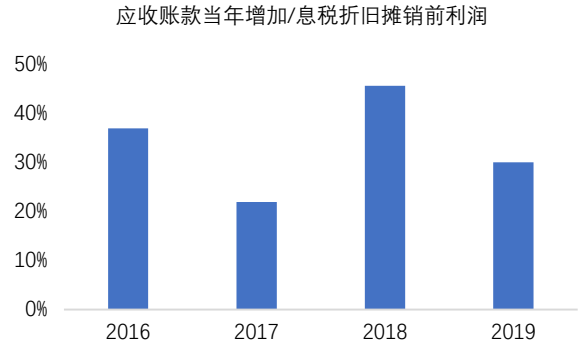
华夏航空与机构客户均签订运力购买合同，通常机构客户应按月结算、按月支付。部分机构客户由于审批流程较长，存在机构客户拖延付款或不付款导致的风险。

图 34: 华夏航空过去数年应收账款持续增加



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 35: 华夏应收账款新增占当期息税折旧摊销前利润三成



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### ➤ 增发融资风险

华夏航空仍处于快速成长期，预计未来五年机队规模将保持年 20% 左右的增速，估算年引入飞机价值将在 30-50 亿元。考虑公司资金积累相对于运力引入速度缓慢，且应收账款持续占用大额资金，预计公司仍将采用租赁或其他方式引入飞机。

2021 年经租进表后，表外杠杆将即进入表内，预计公司负债率将提升，债务融资成本存在上升风险，中长期视角存在股权融资摊薄风险。

### ➤ 经租进表影响

截止 2020 年中，华夏航空共 50 架飞机，其中经营租赁飞机数量占比一半——14 架 CRJ900 与 11 架 A320，表外杠杆较高。

按照会计准则，2021 年 1 月 1 日经营租赁将类似融资租赁计入资产负债表。估算公司资产负债率将较 2020 年中的 71.6% 提升 5%-10%，且美元负债规模将增加。（由于对公司飞机经租约数据掌握有限，提示投资者以上测算可能与实际情况存在偏差）

此外，若公司未来仍以租赁模式引入批量飞机，考虑租赁进表导致的“成本前置”效应，以及公司未来数年仍将处于机队规模快速增长期，将可能对公司当期利润产生一定的负面影响。

### ➤ 汇率风险

截至 2019 年 6 月末，公司美元负债为 1.83 亿美元，占全部金融负债比例约 24%，如果人民币兑美元升值或贬值 10%，其他因素保持不变，则公司将增加或减少净利润约人民币 1.0 亿元。

2021 年 1 月 1 日公司经营租赁飞机将进入资产负债表，其中以美元签订租赁合同的经租飞机进表，将导致公司美元负债规模增长，汇率敏感度将进一步提升。

➤ **新机型运行及经济性风险**

ARJ21 商业化刚刚开始,仍需要在实际规模化商业运行中持续设计优化,运行效率与经济性存在不确定性风险。

➤ **区域竞争风险**

支线市场开拓初期,机构客户普遍通过独飞保障航司经营积极性。随着支线市场逐步培育,机构客户将可能引入区域竞争,希望实现支线市场的持续良性发展。与市场观点不同,我们认为区域竞争无需建立在竞争航司专注支线运营的基础之上。其他航司的非战略性航线开拓,亦或仅仅是以运力消化为目的的运营,均可能导致区域竞争。未来区域竞争长期趋势需跟踪观察。

➤ **安全事故风险**

➤ **政策风险**

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		