

华夏航空(002928)深度研究报告

支线航空商业模式再探讨：支线运营亦有相对壁垒，模式加成预计公司或率先实现盈利

强推(维持)

目标价：15-18元

当前价：13.24元

❖ **财务、经营数据印证独特商业模式推动公司受损小、恢复快。**1) 财务数据显示疫情下，公司受损行业最小。一季度华夏航空亏损0.96亿，春秋航空亏损2.3亿，三大航合计亏损143亿，全行业亏损336亿。2) 高频数据显示：公司航班量恢复显著领先。据第三方“航班管家”数据分析，5月前25天，华夏、春秋、吉祥、三大航航班量恢复率分别为：94%、79%、57%、50%，从航班量的角度看，华夏航空基本回到疫情前的水平，并显著领先于行业。3) 此前我们提出背后是支线航空的独特模式：**运力采购+相对刚需+不受海外影响。**

❖ **商业模式再探讨：支线运营亦有相对壁垒。**1) Vs 大型干线航司：离散客源+多次签派，运营模式构成支线相对壁垒。干线航空运营逻辑是旅客集中-集中，支线则是离散-集中或离散-离散，以某典型单机运营线路为例，华夏：单机执飞2条航线，阿克苏-莎车-和田-库尔勒(新疆次枢纽)往返以及库尔勒-阿勒泰往返，途径5个起降，完成8次起降，最小间隔40分钟；东航：典型京沪线一天1条航线往返，2个机场4次起降，最小间隔1小时45分钟。同时观察华夏与南航新疆航线布局，华夏以疆内串飞、环飞成网，南航以乌鲁木齐为中心点呈放射状。因此多次签派、多次起降，航段短，频次高，环飞串飞网等完全不同于干线的运营模式构成了其相对运营壁垒。2) Vs 其他支线航空：拥有支线机队不等于支线模式。a) 支线市场参与者相对干线少，目前拥有支线飞机仅9家公司。b) 模式不同：支线机型最多的天津航空，近年在拓展干线与国际，拥有宽体机并开通了洲际线，支线的布局亦为连接乌鲁木齐与呼和浩特，以及三大航未来引进商飞ARJ21机型，我们认为仍会是以连接自己核心枢纽的模式运营，均为干线思路。3) 运力采购模式持续性：提供高性价比的解决方案是核心。从海外到国内，运力采购模式有其必要性，地方政府采购运力目的在于为当地居民提供公共交通服务以及希望拉动经济发展。我们统计公司前五大客户天水、兴义、铜仁等，公司销售金额占当地交通预算平均约10%，占当地财政收入不到3%。但能提供高性价比的解决方案是核心，比如公司新疆率先成网，公司可在运力采购方案中以网带线，后来者很难与公司做竞争。4) 通航航班是趋势，干支结合促进双赢，规模化独立支线航司更能打通。

❖ **投资建议：1) 看好公司作为支线航空细分市场龙头，具备成长性。**2) 我们预计公司Q2或率先盈利，并有望达到去年Q2接近的水平。我们测算收入端假设Q2机构客户收入为去年的90%(考虑航班量因素)，客票收入是去年同期的75%(考虑旅客人数及客座率)，则Q2收入同比下降19%(或2.3亿)；测算Q2国内油价综合成本约2145元/吨，同比下降57.7%，则航油成本1.49亿，非油成本假设下降4%，营业成本同比下降21%(或2.34亿)。假设其他因素不发生大幅波动，我们预计公司Q2单季度利润不仅实现盈利，并有可能持平于19Q2，即单季度0.5亿利润左右。3) 盈利预测：维持20-21年盈利预测，利润6及7.8亿，同比增长20%及30%，对应PE13、10倍，作为成长属性的标的，明显低估。4) 目标市值区间：维持第一阶段目标市值90-108亿区间，对应PE15-18倍，较当前有13-35%的空间。后续随着公司成长性逐步被市场认可，预计可提升至20-25倍PE区间，强调“强推”评级。

❖ **风险提示：油价大幅上涨，经济大幅下滑，疫情冲击超出预期。**

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	5,407	5,658	7,121	8,632
同比增速(%)	26.9%	4.6%	25.9%	21.2%
归母净利润(百万)	502	603	784	1,013
同比增速(%)	103.0%	20.1%	30.1%	29.2%
每股盈利(元)	0.84	1.00	1.31	1.69
市盈率(倍)	16	13	10	8
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年5月27日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	60,075
已上市流通股(万股)	20,419
总市值(亿元)	79.66
流通市值(亿元)	27.08
资产负债率(%)	72.9
每股净资产(元)	4.5
12个月内最高/最低价	14.6/9.31

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《华夏航空(002928)2019年业绩快报点评：业绩同比增长103%，支线航空细分市场龙头，具备一定成长属性，当前市值被低估》

2020-02-27

《华夏航空(002928)2020年一季度报告点评：预计Q1亏损1亿左右，支线航空独特商业模式推动公司或为受疫情冲击最小航企》

2020-04-14

《华夏航空(002928)2019年报及2020年一季度报告点评：独特商业模式推动公司受损小，恢复快，看好支线航空龙头成长性》

2020-04-28

投资主题

报告亮点

我们在支线航空系列报告中率先探讨了支线航空独特运营模式，并提出商业模式决定企业行为，并助力企业应对行业变化。

本篇报告进一步探讨商业模式背后如何练就相对运营壁垒（竞争力）

- 1) Vs 大型干线航司：离散客源+多次签派，运营模式构成支线相对壁垒。
- 2) Vs 其他支线航空：拥有支线机队不等于支线模式。
- 3) 运力采购模式持续性：提供高性价比的解决方案是核心。
- 4) 通程航班模式是趋势，干支结合促进双赢，第三方公司更能打通。

投资逻辑

支线航空细分市场龙头，看好公司具备成长性。

1) 看好支线航空市场为新兴市场潜力大，预计 3-4 年翻倍规模增长，而龙头企业增速更快于行业。增长的驱动因素包括：支线机场建设规模，下沉市场旅客消费升级潜力，支线市场获取时刻增量能力。

2) 华夏航空是专注支线航空的细分市场龙头，当前细分市场份额最大，增速快，成长性强：2015 年以来旅客复合增速约 40%，远超行业平均增速的 12.5%。14-19 年利润复合增速 32%。

3) 我们理解公司的竞争优势在于先发与专注打造区域网络资源优势：先发优势占据基地市场相对优质时刻，专注树立与政府紧密互助的合作关系，由此帮助公司以区域网络来面对新进入者的竞争。目前公司积极打造中转和通程航班作为新的盈利增长模式。

关键假设、估值与盈利预测

1) 我们预计公司 Q2 或率先盈利，并有望达到去年 Q2 接近的水平。

我们测算收入端假设 Q2 机构客户收入为去年的 90%（考虑航班量因素），客票收入是去年同期的 75%（考虑旅客人数及客座率），则 Q2 收入同比下降 19%（或 2.3 亿）；测算 Q2 国内油价综采成本约 2145 元/吨，同比下降 57.7%，则航油成本 1.49 亿，非油成本假设下降 4%，营业成本同比下降 21%（或 2.34 亿）。假设其他因素不发生大幅波动，我们预计公司 Q2 单季度利润不仅实现盈利，并有可能持平于 19Q2，即单季度 0.5 亿利润左右。

2) 盈利预测：维持 20-21 年盈利预测，利润 6 及 7.8 亿，同比增长 20%及 30%，对应 PE13、10 倍，作为成长属性的标的，明显低估。

3) 目标市值区间：维持第一阶段目标市值 90-108 亿区间，对应 PE15-18 倍，较当前有 13-35%的空间。后续随着公司成长性逐步被市场认可，预计可提升至 20-25 倍 PE 区间，强调“强推”评级。

目录

一、财务、经营数据印证独特商业模式推动公司受损小、恢复快.....	5
二、商业模式再探讨：支线运营亦有相对壁垒.....	7
（一）Vs 大型干线航司：离散客源+多次签派，运营模式构成支线相对壁垒.....	7
（二）Vs 其他支线航空：拥有支线机队不等于支线模式.....	10
1、行业格局：支线相对参与者少.....	10
2、拥有支线机型不等于支线运营模式：预计三大航未来的支线机型运营，仍以连接枢纽为主.....	12
附：从民航局支线航线补贴，看航线结构差异.....	13
（三）运力采购模式持续性：提供高性价比的解决方案是核心.....	16
1、从海外到国内，运力采购模式有其存在必要性.....	16
2、华夏航空为代表的我国运力采购模式：地方采购，我们分析有意愿并有支付能力.....	19
3、提供综合航空方案能力是持续获得运力采购合同的核心.....	21
（四）通程航班模式是趋势，干支结合促进双赢.....	21
三、投资建议.....	24
四、风险提示：油价大幅上涨，经济大幅下滑，疫情冲击超出预期.....	26

图表目录

图表 1	2020Q1 航空公司归属净利	5
图表 2	各航司执飞与恢复率	6
图表 3	各航司恢复率	6
图表 4	航空公司航班量	6
图表 5	华夏航空与东方航空代表性航线比较	8
图表 6	华夏航空 B-3118 飞机全天航班	8
图表 7	东方航空 B-8862 飞机全天航班	9
图表 8	华夏航空新疆区域部分航线网络	9
图表 9	南方航空新疆区域部分航线网络	9
图表 10	全行业支线飞机分布	11
图表 11	全行业支线飞机分布	11
图表 12	干线与支线航空市场示意图	12
图表 13	民航局及华夏航空支线航线补贴	14
图表 14	航司支线补贴统计（二字代码计）	14
图表 15	全国支线航班分布	15
图表 16	华夏航空支线航班分布	15
图表 17	运营成本保本客公里收益	16
图表 18	美国 EAS 项目 1979-2015 年资助的社区数量和资金数额	17
图表 19	支线航司为达美提供运力	18
图表 20	SkyWest 服务达美航线网络	19
图表 21	公司收入结构	20
图表 22	华夏航空前五大客户数据比较	20
图表 23	阿克苏-重庆	21
图表 24	公司官网库尔勒-北京首都通程产品	22
图表 25	库尔勒-北京首都乘机流程	23
图表 26	同线路铁路中转乘坐方式	24
图表 27	公司收入增速（百万元）	25
图表 28	公司利润增速（百万元）	25
图表 29	Q2 单季度模拟测算	25

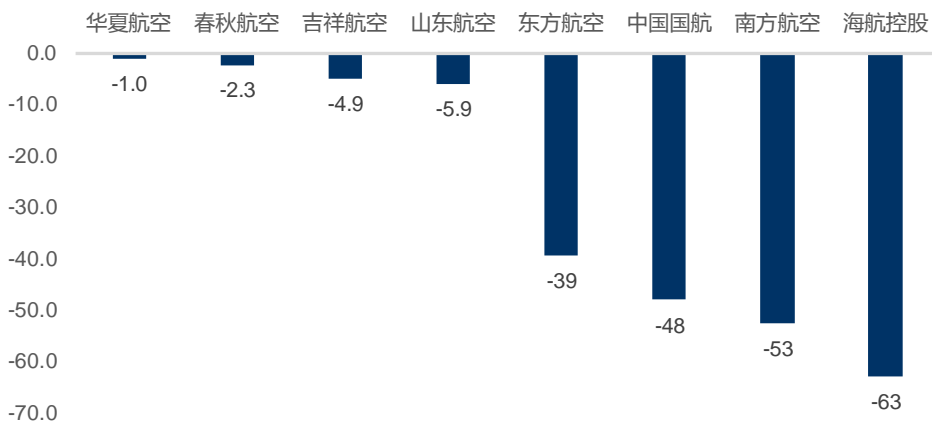
一、财务、经营数据印证独特商业模式推动公司受损小、恢复快

1、财务数据显示疫情下，公司受损行业最小

受疫情影响，一季度行业客运量同比下降 54.5%，航空公司一季度均亏损，但华夏航空仅亏损约 1 亿，为行业中受损最小公司。

航空公司一季报：华夏航空亏损 0.96 亿，春秋航空亏损 2.3 亿，吉祥亏损 4.9 亿，三大航合计亏损 143 亿，海航亏损 63 亿，全行业亏损 336 亿，华夏与春秋显著受损小。

图表 1 2020Q1 航空公司归属净利



资料来源：公司公告、华创证券

2、高频数据显示：公司航班量恢复显著领先行业

根据第三方“航班管家”数据分析，

5月前25天，华夏、春秋、吉祥、三大航航班量恢复率分别为：94%、79%、57%、50%；

4月：华夏、春秋、吉祥、三大航恢复率分别为 78%、61%、40%、37%；

3月：华夏、春秋、吉祥、三大航恢复率分别为 64%、57%、43%、38%。华夏、春秋恢复情况领先。

注：我们定义恢复率=实际执飞航班数/疫情发酵前日均航班数（1月1日-20日）

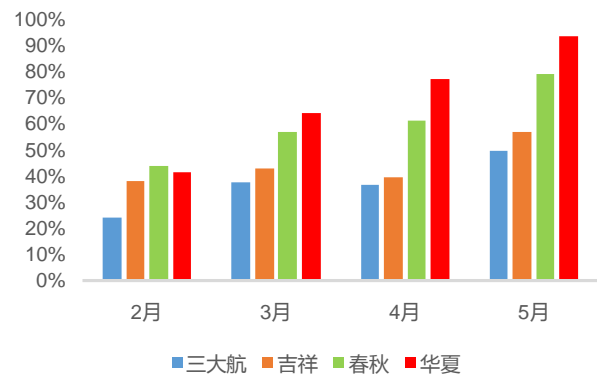
由此可见，从航班量的角度看，华夏航空基本回到疫情前的水平，并显著领先于行业。

图表 2 各航司执飞与恢复率

执飞率	三大航	吉祥	春秋	华夏
2月	24%	33%	39%	35%
3月	40%	36%	47%	55%
4月	39%	39%	59%	73%
5月	51%	54%	67%	88%
恢复率	三大航	吉祥	春秋	华夏
2月	24%	38%	44%	42%
3月	38%	43%	57%	64%
4月	37%	40%	61%	78%
5月	50%	57%	79%	94%

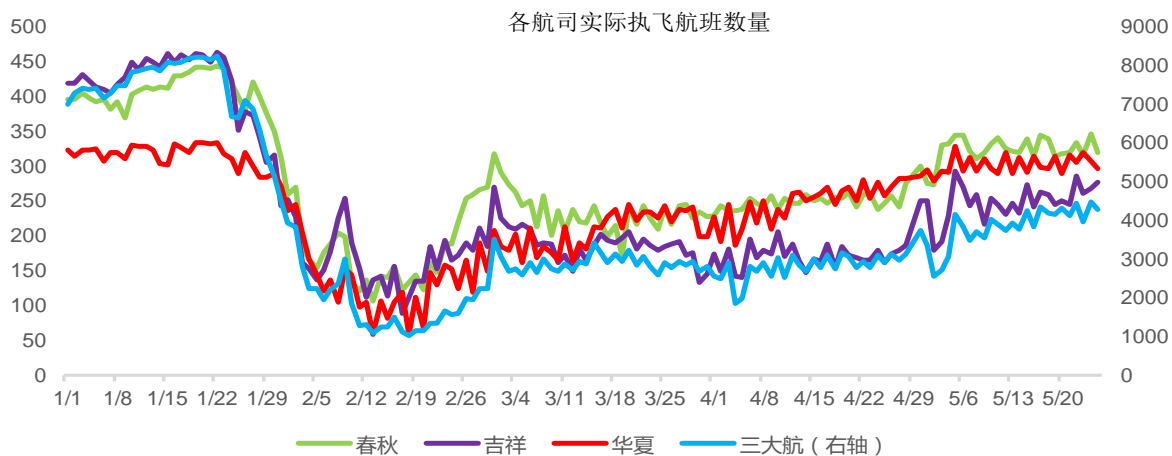
资料来源：航班管家，交通运输部，华创证券

图表 3 各航司恢复率



资料来源：航班管家，交通运输部，华创证券

图表 4 航空公司航班量



资料来源：航班管家，交通运输部，华创证券

3、我们认为背后是支线航空独特商业模式加成：运力采购模式及相对刚需

此前报告中，我们分析华夏航空为代表的支线航空独特商业模式推动公司受损小、恢复快：运力采购+相对刚需+不受海外影响。一季度业绩表现印证该判断，即商业模式深刻影响财务数据。

华夏航空作为支线航空的代表，其运营模式有不同于干线航空的机构运力采购，从收入结构上，划分为客票收入、机构销售-无限额、机构销售-有限额。

a) 运力采购模式下：在面对疫情冲击的阶段，理性选择是尽可能保留无限额模式的航线（执飞即可有利润贡献），以及有限额模式下额度较高的航线；而在低油价环境下，公司有动力尽可能复飞航班。

b) 相对刚需：公司独飞航线比例高达 90% 左右，基地市场份额占比相对较高，是连接支线与干线网络交流的重要环节，因此当地方政府推动复工复产，推动公商务活动交流时，公司的相应航线恢复率会达到行业内最高。

二、商业模式再探讨：支线运营亦有相对壁垒

（一）Vs 大型干线航司：离散客源+多次签派，运营模式构成支线相对壁垒

此前我们两篇深度研究，分析了支线与干线航空运营模式的差异，我们进一步探讨背后逻辑设计：

市场所熟知的干线航空（三大航等为代表）运营模式的逻辑，是集中-集中，即聚焦于客流量充沛的出发-目的地之间的对飞，客流从集中到集中，因此航空公司需要以自身核心枢纽基地（北上广等一线门户枢纽）为发力点，提升枢纽掌控力，或尽可能争取更主流的机场、更好的时刻，凭借高客座率和高收益航线获得盈利。

支线航空的模式则不同，其运营逻辑是离散到集中，或离散到离散，即将相对离散客流量分布的出发地机场运输到客流较为充沛的目的地，或将相对离散分布的客源运输到另一个相对离散分布的机场做中转。

具体的，我们以不同模式下，选取华夏航空以及东方航空某架飞机，在同一天内运营航班的情况来做说明：

1) 华夏航空编号 B-3118 飞机，机型 CRJ900，其 5 月 18 日全天飞行航班为：

机型：CRJ900，单航段提供 89 个座位。

航线：可以理解为 2 条航线，阿克苏-莎车-和田-库尔勒（公司新疆次枢纽）往返航线，以及库尔勒-阿勒泰往返航线。

起降架次：5 个机场 8 次起降。全天串飞了新疆疆内 5 个机场，阿克苏、莎车、和田、库尔勒及阿勒泰等 5 个机场，起降 8 个架次。

航段航距：单架次最长航距 747 公里，最短 281 公里，平均航距 539 公里，总航程 4308 公里。

航段时间：最长飞行时间 1 小时 30 分，最短时长 45 分钟，合计飞行 9 小时，平均单航段飞行 1 小时 10 分，两个航段之间间隔最短 40 分钟。

连接机场属性：均为支线机场，其中最大机场为库尔勒机场，2019 年吞吐量 220 万人次，全国排名 70，为华夏航空运营基地之一，最小机场为莎车机场，吞吐量仅有 32 万人，全国排名 171。

2) 东方航空编号 B-8862，机型 A330-300，其 5 月 18 日全天航班为：

机型：A330-300，提供 294 个座位。

航线：可以理解为 1 条航线，即京沪线往返。

起降架次：2 个机场 4 次起降。全天执行虹桥与首都两个机场，起降 4 次。

航段航距：单段航距 1077km，总航程相同为 4308 公里。

航段时间：单次飞行时长 2 小时 15 分，合计飞行约 9 小时，两个航段之间间隔最短 1 小时 45 分钟。

连接机场属性：北京首都和上海虹桥年旅客吞吐量分别为 10011 万和 4564 万，分别排名全国第一和第八。京沪线也为全国旅客运输量最大航线。

图表 5 华夏航空与东方航空代表性航线比较

	华夏航空	东方航空
机型	CRJ900,89座	A330,294座
航线	阿克苏-莎车-和田-库尔勒 (公司新疆次枢纽) 往返航线 库尔勒-阿勒泰往返	北京-上海往返
起降机场	5个	2个
起降架次	8次	4次
总航距 (公里)	4308	4308
单架次:最大航距	747	1077
最短航距	281	
平均航距	539	
总飞行时长	9小时	9小时
单架次:最大飞行时长	1小时30分	2小时15分
最短飞行时长	45分钟	
平均飞行时长	1小时10分钟	
间隔时间	最短40分钟	最短1小时45分钟
连接机场属性	均为支线机场	干线核心机场
最大机场旅客吞吐量 (万人)	220	10001
机场排名	70	1
最小机场旅客吞吐量	32	4564
机场排名	171	8

资料来源: 携程网, 航班预先飞行计划管理系统, 华创证券

图表 6 华夏航空 B-3118 飞机全天航班

航班号	航线	城市	时间	航距	机场吞吐量 (万人次)	排名		
G54363	阿克苏-莎车-和田-库尔勒	始发机场	阿克苏	起飞	9:00	435	171	80
		航点1	莎车	降落	10:00		32	171
		航点2	和田	起飞	10:40	281	160	83
				降落	11:30			
G54928	库尔勒-阿勒泰-库尔勒	目的地机场 (航点3)	库尔勒	起飞	12:10	747	220	70
				降落	13:35			
		航点4	阿勒泰	起飞	14:25	691	50	145
				降落	15:45			
G54927	库尔勒-和田-莎车-阿克苏	目的地机场 (航点5)	库尔勒	降落	16:25	691	220	70
				起飞	17:50			
		航点6	和田	降落	18:30	747	160	83
				起飞	20:00			
G54364	库尔勒-和田-莎车-阿克苏	航点7	莎车	降落	20:40	281	32	171
				起飞	21:25			
		始发机场 (航点8)	阿克苏	起飞	22:05	435	171	80
				降落	23:05			

资料来源: 携程网, 航班预先飞行计划管理系统, 华创证券

图表 7 东方航空 B-8862 飞机全天航班

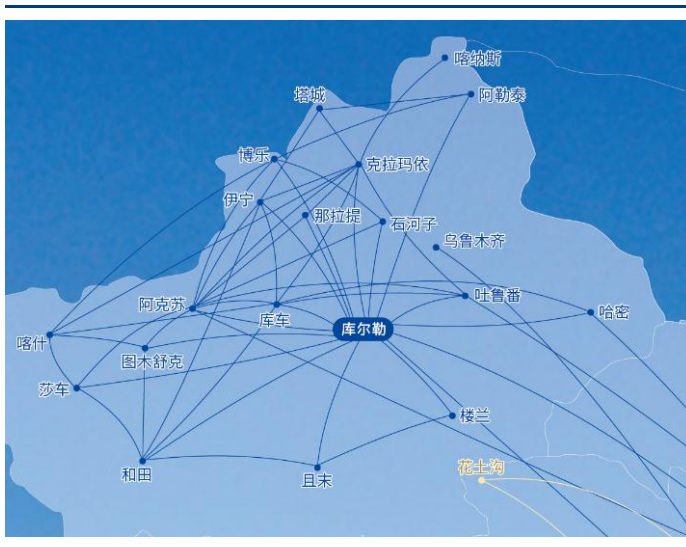
航班号	航线	城市	时间	航距	机场吞吐量 (万人次)	排名	
MU5102	北京-上海	始发机场	北京首都	起飞	8:00	10001	1
		目的地机场 (航点1)	上海虹桥	降落	10:15		
MU5109	上海-北京	始发机场 (航点2)	北京首都	起飞	12:00	4564	8
		目的地机场 (航点3)	上海虹桥	降落	14:15		
MU5118	北京-上海	始发机场 (航点2)	北京首都	起飞	16:00	10001	1
		目的地机场 (航点3)	上海虹桥	降落	18:15		
MU5125	上海-北京	始发机场 (航点4)	北京首都	起飞	20:00	4564	8
		目的地机场 (航点3)	上海虹桥	降落	22:10		

资料来源: 携程网, 航班预先飞行计划管理系统, 华创证券

3) 我们再以华夏航空与南方航空做比较, 以同样在新疆市场的网络布局看:

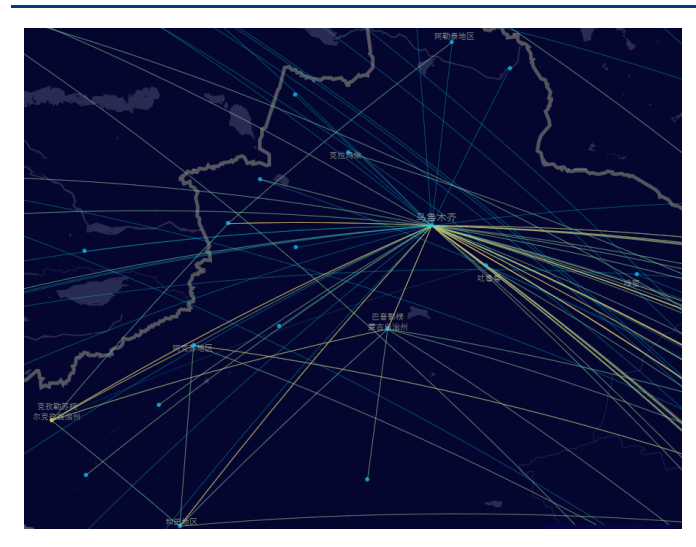
乌鲁木齐作为南航主基地之一, 南航疆内航线几乎全部连接乌鲁木齐, 呈现放射状, 而华夏航空则是以疆内环飞串飞为主, 形成网状。

图表 8 华夏航空新疆区域部分航线网络



资料来源: 公司官网

图表 9 南方航空新疆区域部分航线网络



资料来源: 航班管家

从比较中可以发现:

支线航空从使用机型、覆盖机场数量、航距、起降架次等与干线航空模式差异明显, 其背后是因为支线机场腹地客流相对稀薄, 运营模式重点是考虑如何更高效地把客流集中, 再运输到目的地, 有集客的需求, 所以支线需要多次经停, 每次经停时间相对间隔要足够短, 来保证航班衔接; 而典型干线自然客流充沛。

多次签派、多次起降, 航段短, 但频次高, 这样的运营差异是构成支线航空相对干线的运营壁垒。相对应的, 支线航空的网络打造、配套的市场营销设计都不同。

这就使得过去干线航空公司在寻求下沉过程中, 即便以春秋航空为例, 也没有明确下沉到支线市场, 涉及支线的航

线更多也是将支线机场连接至附近干线枢纽机场，以实现更高的客流量，本质是干线运营思维。

重新搭建支线机队，营销体系，甚至于做串飞、环飞支线，投入产出比，对于干线航司而言，并不具备足够试水说服力。

（二）Vs 其他支线航空：拥有支线机队不等于支线模式

1、行业格局：支线相对参与者少

与干线的激烈竞争相比，支线航空市场目前相对参与者较少。

我国国内 2018 年共 60 家航空公司，其中干线航司 45 家，纯支线航司 5 家，干线+支线航司 2 家，货航 8 家，从航司数量上看，支线市场竞争不如干线激烈。拥有支线机型的航司共 9 家。

（注：除上述公司外，三大航均披露了引进商飞 ARJ21 的计划，未来各家会分别引进 35 架支线机型，后文专门分析）

1) 从运营属性看：

干线+支线结合运营的航空公司：

天津航空：截止 2019 年 4 月，公司 104 架飞机，支线飞机 49 架，占比 47%，而公司进行了支线起家、干线成长、国际腾飞三部曲，公司有 A330 宽体机并开通了洲际航线。

成都航空：截止 2020 年 4 月，55 架飞机（36 架 A320，及 19 架 ARJ21），干线机型几乎是支线的两倍。

纯支线运营的核心参与者是：华夏航空、幸福航、北部湾等。

2) 从机队分布看：

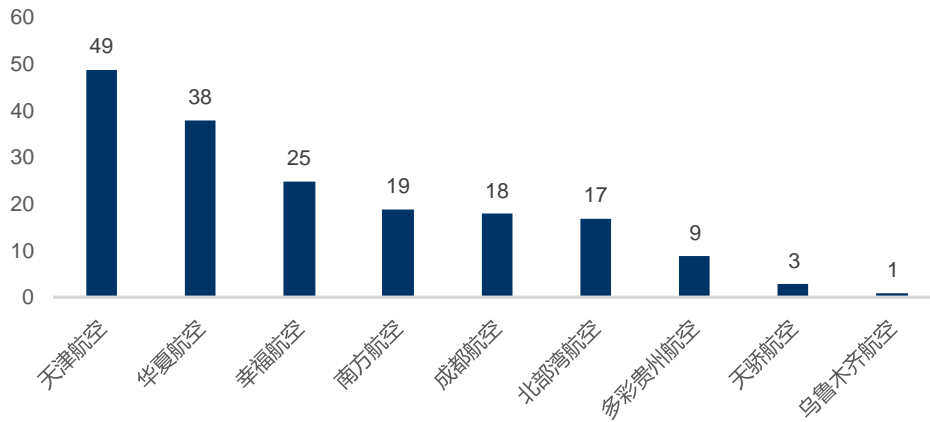
国内支线飞机不到 200 架，除少量为通航公司所有外，179 架分布在 9 家航空公司。

我们将拥有支线机型的公司做比较，

纯支线机型数量看：

天津航空拥有 49 架为国内最多，华夏航空 38 架第二（华夏另有 11 架 A320），幸福航空 25 架第三。

但天津航运营了相对较大规模的干线机队，并拥有宽体机开通了英国、澳大利亚等洲际航线。

图表 10 全行业支线飞机分布


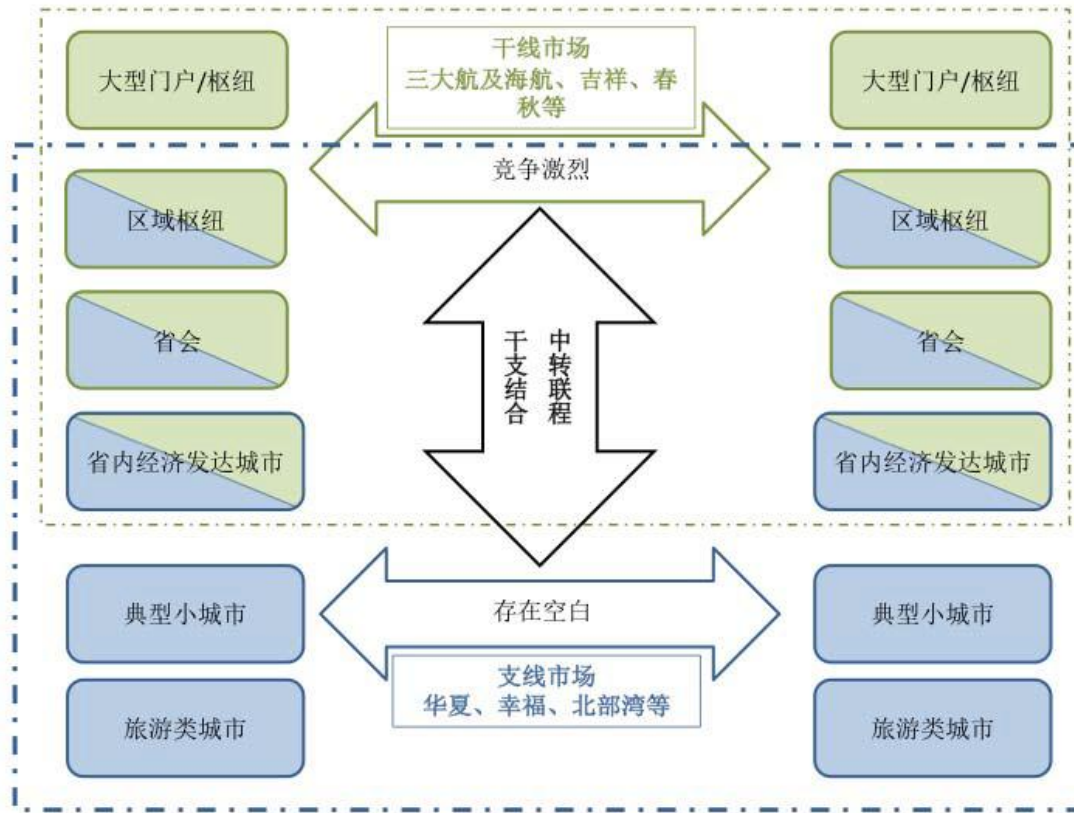
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 11 全行业支线飞机分布

属性	机队	支线	支线占比	支线机型					
				EMB-190	EMB-195	CRJ-900	新舟-60	ARJ-21	
华夏航空	49	38	78%	38					
幸福航空	28	25	89%	25					
北部湾航空	27	17	63%	17					
多彩贵州航空	10	9	90%	9					
天骄航空	3	3	100%					3	
天津航空	104	49	47%	29	20				
成都航空				54	18	33%	18		
南方航空	856	19	2%	18					1
乌鲁木齐航空				16	1	6%	1		

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 12 干线与支线航空市场示意图



资料来源：公司招股说明书，华创证券

2、拥有支线机型不等于支线运营模式：预计三大航未来的支线机型运营，仍以连接枢纽为主

前文我们描述拥有最多支线飞机的天津航，但其支线机队占比不到一半，同时拥有宽体机，开通洲际线，模式上已经不是纯支线航空，进一步我们从支线飞机的航线布局来看：

1) 从支线飞机航线看：

天津航空：大部分集中于新疆、内蒙古，并连通部分周边城市；

华夏航空：更多集中于西南区域包括贵阳、重庆、西安，另在新疆、呼和浩特、大连布局基地；

幸福航空：主要集中于内蒙古地区，少量华北、新疆、中部地区；

成都航空：集中于成都连通周边及中部地区。

相对覆盖重叠区域主要为新疆、内蒙。

2) 从运营思路看：

天津航空：布局的新疆航线几乎均连接乌鲁木齐，内蒙航线均连接呼和浩特，这仍是干线运营思路，即连接主要枢纽，赚取相对较高收益。

而前文我们所述华夏航空疆内完成环飞串飞，疆内航线不连接乌鲁木齐，是纯支线模式。

3) 预计三大航未来的支线机型运营，仍以连接枢纽为主

承前所述，三大航均披露了商飞 ARJ21 机型采购计划，每家将采购 35 架，预计未来 3-5 年内逐步交付。

东航专门成立一二三航空，运营国产机型，但观察其仍是以虹桥机场为基地，我们预计未来运营或采取一端连接虹桥机场主基地，另一端连接支线机场的模式，本质还是立足人口密集的枢纽机场进行轴辐式网络运作。这样的航线设计与华夏航空支线模式并不相同。

同时我们认为对于三大航而言：

1) 考虑商飞产能、机队组建、机组培养、维修保障、航线布局、营销队伍等诸多方面，三大航**迅速组建成规模的支线机队需要较长时间与存在难度。**

2) 从海外发展经验看，**干支航司互补，彼此分工是更好的经营模式。支线航空最发达的美国，干线和支线航司分工明确，干线航司通过运力采购协议向支线航司采购运力，并承担支线航司全部的成本费用，而支线航司可以专注于运营；对于干线航司，支线航司为公司主要枢纽贡献了更多客流，利于枢纽网络的进一步强化。**

3) **支线相对于三大航而言，是一个太小众的市场。三大航均为千亿收入体量，即便能够把支线做好，从收入占比看并不能贡献可观的增量，不具有经济性，意味着干线航司缺乏足够的动力将支线作为主力战略发展方向。**

4) 支线因客源不充裕，需要联程中转，多方合作，作为第三方相互无竞争的华夏航空较为容易做到多方共建，干线航司本身存在竞争，会导致支线运营效率不足。

由此可以认为：

拥有支线机队并不等于支线航空运营模式。一些航司是用支线飞机运营干线思维，另外一部分航司因有地方持股，区域性更明显，因此从全国性的网络和整体战略角度而言，**国内覆盖最广，最具规模的支线运营模式仅华夏航空，幸福航、北部湾相对规模较小，公司没有全国网络直接的竞争对手，只是局部会有共飞航线上的竞争。**

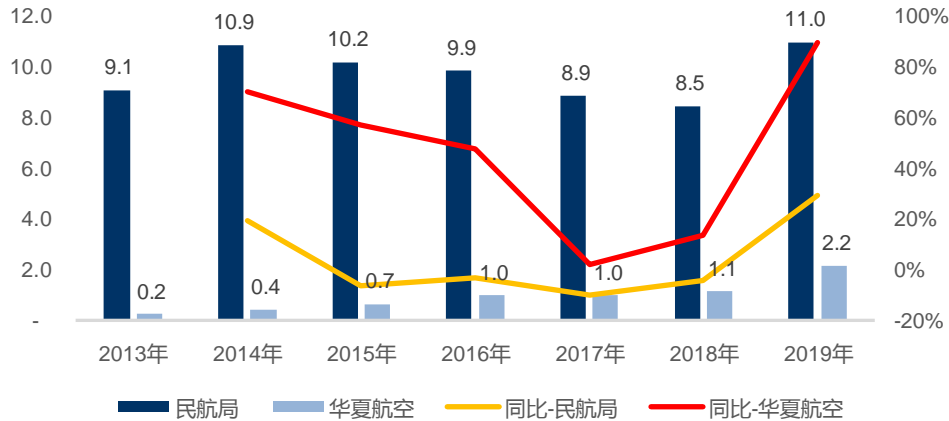
附：从民航局支线航线补贴，看航线结构差异

此前报告我们分析了民航局支线补贴，是依据民航局 2013 年颁布的《支线航空补贴管理暂行办法》民航发〔2013〕28 号 28 号，13-20 年每年均有可观航线补贴，补贴区间：前一年下半年至当年上半年为一个统计年度

2013H2（12H2-13H1）-2019（18H2-19H1），民航局补贴维持在 8-11 亿间，复合增长 3%，而华夏航空则从 0.2 亿提升到 2.2 亿，复合增速 44%，尤其 2019 年民航局增长 30%，公司增长 90%

公司获取补贴占民航支线补贴的比例从不到 3%提升至 19.7%，意味着公司在拓展支线市场中的领先者地位。

同时民航局支线补贴、以及新疆支线航线补贴均有政府文件，且依据于公司实际开拓航线、班次与客座率的变化，故具备可持续性。

图表 13 民航局及华夏航空支线航线补贴


资料来源：民航局、公司公告，华创证券

我们进一步分析补贴航线结构：

参考《支线航空补贴管理暂行办法》中补贴航线范围定义，我们统计各航司补贴范围内航线航班情况（与实际或存差异），但不同航线补贴标准差异较大（如西藏航线补贴为全成本覆盖），且实际补贴中对航线质地有考察，部分航司排名差异较大，但总体趋势基本与航空公司投放量接近。

图表 14 航司支线补贴统计（二字代码计）

航空公司	周航班数	排名	2020 支线补贴排名	排名差距
华夏	2022	1	1	0
东航	1692	2	2	0
南航	1308	3	4	1
天津	916	4	8	4
西藏	566	5	3	-2
川航	458	6	5	-1
幸福	456	7	7	0
国航	398	8	6	-2
祥鹏	336	9	11	2
海航	250	10	31	21
长龙	218	11	19	8
成都	166	12	10	-2
昆明	162	13	18	5
多彩贵州	158	14	15	1
山航	138	15	22	7
上航	134	16	21	5
春秋	122	17	25	8

航空公司	周航班数	排名	2020 支线补贴排名	排名差距
福州	112	18	30	12
吉祥	112	19	13	-6
北部湾	112	20	29	9

资料来源：民航局，民航飞行预先计划管理系统，华创证券

全国来看，新疆（22%）、内蒙古（13%）、云南（12%）、西藏（5.3%）、贵州（5.1%）为支线航空覆盖前五大区域，集中于西部地区。

统计各航司支线航线覆盖区域，华夏航空 40% 布局新疆，24% 内蒙古，16% 贵州，其他区域重庆（3.5%）、湖南（2.0%）、广西（1.9%）等较少。

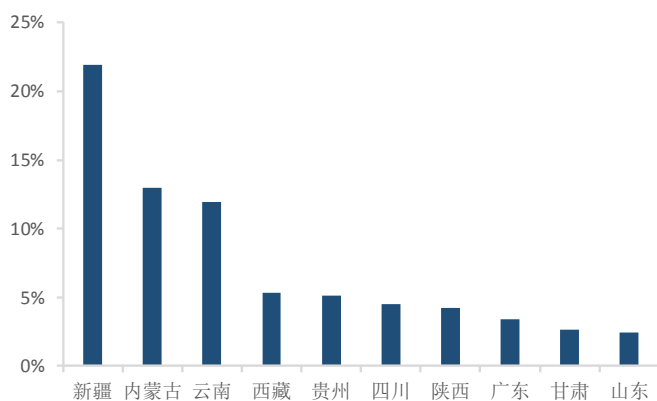
新疆区域：参与者包括南航、天航、国航和幸福航。其中南航、天航、国航均有大量航线为乌鲁木齐航线，而与华夏重叠的支线串飞航线数量极少；幸福航空均为支线串飞航线，但总量较少（华夏 814 班：幸福 116 班）；

内蒙古区域：参与者包括天航、国航、幸福航，天航、国航几乎全部为呼和浩特航线，华夏约 56% 为呼和浩特航线，内蒙古航线较为分散。

贵州境内支线航线除华夏外，其他航司均布局较少。

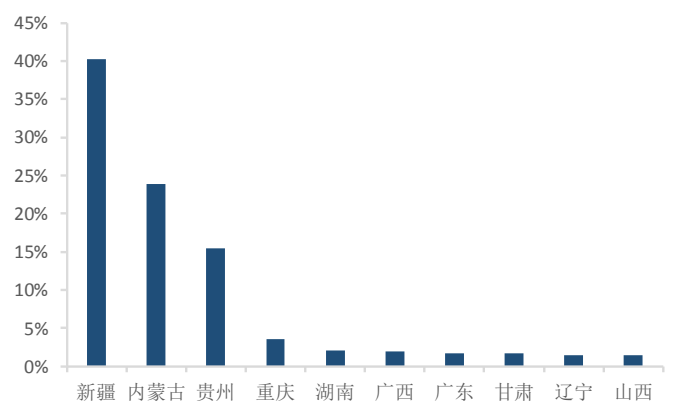
综上，可以看出干线航司在支线航线上的运营，普遍仍采用干线的轴辐式模式，即将支线机场连接大型枢纽，而华夏航空基本不连接核心枢纽，围绕次枢纽打造，充分下沉开辟支支航线。

图表 15 全国支线航班分布



资料来源：民航局，华创证券

图表 16 华夏航空支线航班分布



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

获取支线补贴航司主要补贴支线航线覆盖范围

华夏：40% 集中于新疆，24% 集中于内蒙古，16% 集中于贵州，其他区域重庆（3.5%）、湖南（2.0%）、广西（1.9%）

等较少；

东航：昆明为东航主基地之一，获取支线补贴的航班中约 42% 投放于云南，其他主要区域为陕西（11%）、青海（8%）、内蒙（5.6%）和湖北（3.5%）等，除云南外，总体偏向西北除新疆外地区；

南航：乌鲁木齐为南航主基地之一，获取支线补贴的航班中约 65% 航班投放于新疆，其他区域集中于广东（12%）、湖北（3.4%）、黑龙江（3.1%）等，新疆航线中，约 80% 为乌鲁木齐相关航线。除新疆外，总体较为分散；

天航：支线航班集中于内蒙古（41%）和新疆（34.5%），与前述支线飞机投放区域相似。同时公司几乎全部内蒙和新疆航线均为连接呼和浩特和乌鲁木齐，几无支线对飞航线。其他主要区域为陕西（6.8%）、天津（4.6%）和广东（3.9%）；

西藏航：55% 航线为西藏航线。其他主要区域包括四川（10.8%）、陕西（8.7%）、重庆（5.8%）、青海（5.3%）。总体集中于西藏及西部区域；

（三）运力采购模式持续性：提供高性价比的解决方案是核心

1、从海外到国内，运力采购模式有其存在必要性

1) 我国当前现状，支线机场客流难以支撑航司市场化盈利，运力采购存在必要性

无论是我国当前的地方政府或地方政府委托机场采购的模式还是美国发展起来的干线航司运力采购模式，长期持续存在的合理性系因**支线航空在客流需求不足的市场耕耘，纯粹市场销售难以支撑营运，而支线航空无论对地方政府经济拉动，还是作为干线网络的补充和丰富都有其自身价值。**

统计 2019 年各民用机场单架次旅客人数（根据民航时刻表予以适当处理），总体呈现从高等级机场到低等级机场逐步降低的趋势，1-50 名为 136 人，51-100 名为 105 人，101-150 名为 96 人，151-200 名为 86 人，200 名之后机场单架次平均旅客数仅为 60 人。

假设所有机场的所有航班均采用 A320/B737 窄体机运营，平均座位数为 165 座，则上述 5 档机场平均客座率分别为 82%、64%、58%、52% 和 36%。

我们测算，北京-上海和上海-乌鲁木齐两种典型长度航线，在前述 5 档客座率下，运营成本保本对应的客公里收益如下：

图表 17 运营成本保本客公里收益

	机场划分	平均客座率	北京-上海	上海-乌鲁木齐
1	1-50	82.4%	0.391	0.243
2	51-100	63.6%	0.506	0.315
3	101-150	58.2%	0.554	0.344
4	151-200	52.1%	0.618	0.384
5	201-239	36.4%	0.886	0.550

资料来源：华创证券测算

2018 年全行业平均客公里收益约为 0.52 元，以此为标准，可以看到北京-上海典型长度（1080km）航线，仅前 100

名机场可运营成本保本，而上海-乌鲁木齐典型航线（3650km）大部分可保本。但距离长的航线面临的大部分是单位客公里收益相对低。

但考虑到国内航线平均航距仅为 1400 公里左右，行业平均 0.52 元客公里收益中大量头部航线拉高均值，同时航空公司还有较大的固定成本，基本可认为干线航司在 50 名以外机场独立运营，几无市场化盈利能力。

出于发展经济、改善民生、促进公商务活动等原因，相关区域的基本出行需求又必须得到满足，因此由政府（或如美国由干线航司）向支线航空公司采购运力，为该部分成本买单，成为必然路径。

2) 美国经验：政府扶持，干线采购

a) 政府补贴：

美国为扶持支线航空公司健康运营，政府推出了两项较为重要的政策，并延续至今。反映出即使航空业发达如美国，支线航线依然需要长期靠补贴维持运营（美国基本航空服务（the Essential Air Service, EAS）计划，以及美国小社区航空服务发展计划（the Small Community Air Service Development, SCASDP））。

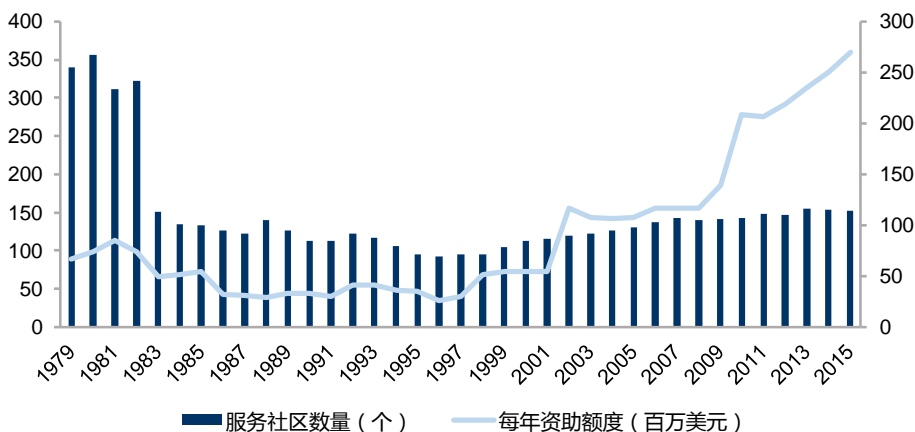
1) 美国政府在 1978 年设立了“基本航空服务项目（EAS）”基金，为服务人口稀少地区的航空公司提供补贴，同时要求运营这些航线的公司不得减少航班数量。这一举措保住了很多支线航空公司和支线航班。

美国政府认为，充分利用支线航空连接这些小城镇和枢纽机场，可以带动地区经济发展，增加的税收会超过前期投入。

2) 90 年代末，美国联邦政府又颁布了《21 世纪航空投资与改革法案》，启动支线航空服务发展项目（SCASD），继续为支线航空项目拨款。

金额上，自 2000 年之后 EAS 项目下的资助社区数量和金额都有明显增长，目前每年 EAS 补贴在 3 亿美元左右。

图表 18 美国 EAS 项目 1979-2015 年资助的社区数量和资金数额



资料来源：BTS，华创证券

b) 干线航司采购支线航空运力

美国的支线航空公司普遍采用了“运营-运行分离”的商业模式，

即支线航空公司以各种形式在各州负责飞行、维护等运行工作，并取得当地政府的支持，同时几家支线航空公司，

与一家大型干线航空公司合作，并由后者来负责全国性的品牌、售票、客服等运营工作。

双方合作协议称为运力购买协议（Capacity Purchase Arrangements, CPA）。这样的运行-运营分离模式，使得航空公司的区域覆盖能力大大增强。此外也有收入分成协议运营。

以达美航空为例，支线航司的合作为公司贡献了 15% 的客运收入。

2019 年年报中披露，“公司与国内支线航司签订航空服务协议，旨在向小型和中型城市提供服务，为我们干线航空网络提供客源，将运力更好的和市场需求进行匹配”。公司 2019 年共与 5 家支线航司合作，贡献了公司约 15% 的客运收入。其中份额最大的是 SkyWest（西空航空），提供 185 架飞机为公司服务，占比 42%；

5 家支线航司为达美提供的运力分布如下：

图表 19 支线航司为达美提供运力

支线航司	CRJ-200	CRJ-700	CRJ-900	Embraer 170	Embraer 175	合计
SkyWest Airlines, Inc.	75	11	43		56	185
Endeavor Air, Inc.	42	11	111			164
Republic Airline, Inc.				22	28	50
Compass Airlines, Inc.					24	24
GoJet Airlines, LLC		12	7			19
合计	117	34	161	22	108	442

资料来源：公司年报，华创证券

支线航司统一以达美“DL”代码运营，对应飞机也喷涂达美徽标（Delta Connection）和涂装，达美负责支线航空的排程、票价、预定、票务和舱位等，同时获得所有的机票、货邮、机上和附属收入。根据不同的协议规定，向支线航司支付费用或分成。达美与支线航司合作协议通常至少有 10 年。达美新一轮运力购买协议从 2020 年到 2029 年。

再以 SKYWEST（西空航空）为例

与达美航空的合作中，其航线图显示与达美航空围绕底特律、明尼阿波利斯、亚特兰大和盐湖城打造 4 个放射性枢纽网络，而这 4 大机场，恰为达美占比最高的 4 大机场，且占比均超过 50%。

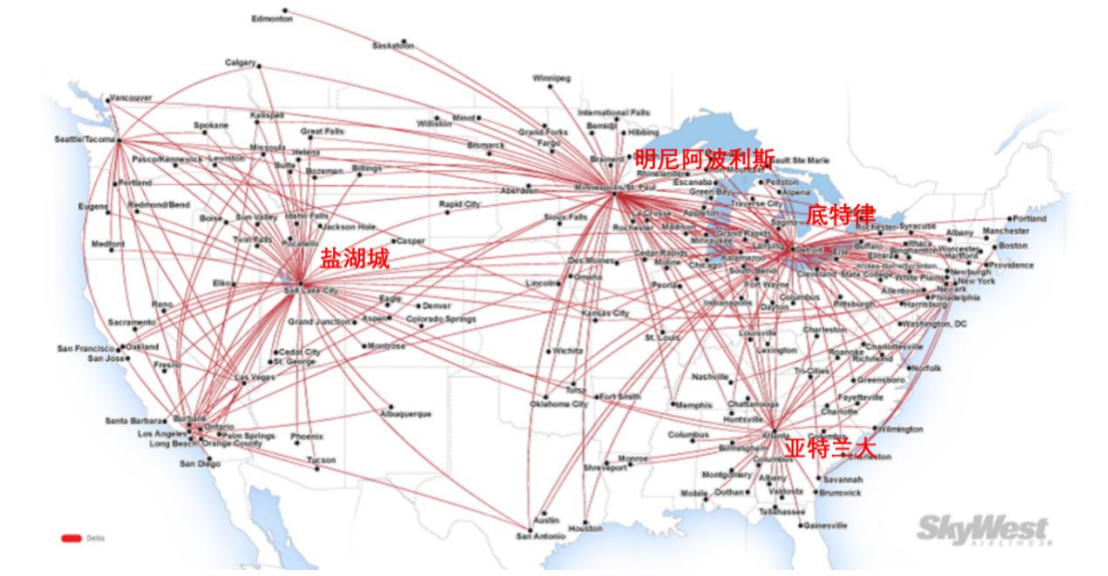
公司与干线航司的合作模式中对于收入的确认，主要是两种模式：

运力购买协议（固定费用协议）：在运力购买协议下，合作干线航司根据公司完成的航班数量、飞行时间（起飞到着陆，不含滑行时间）、轮挡时间（起飞到着陆，含滑行时间）以及每月在役飞机数量等向公司支付固定费用，直接支付或补偿特定直接运营成本（包括燃油费用）。此外也会根据飞行完成情况如航班完成度、准点率和其他运营指标等提供额外奖励。**干线航司承担燃油价格波动风险和其他费用**，支线航空公司可以避免财务波动风险如机票价格、乘客人数和燃油价格等，但支线航空公司不会从机票收入、辅助收入（如行李和餐食费用）、乘客数量、燃油价格波动等方面获得收益。

收入分成协议：收益分成协议下，干线航司和支线航司就特定航线的客票收入按公式比例分配。按照协议，支线航司可分得一部分支线航段客票收入和一部分干线航段收入，而当某位乘客仅乘坐了支线航班，则支线航司获得其所有票款。按照这种分配协议，支线航司承担了其中所有成本。

2019 年，公司飞行协议收入中的 82% 为运力购买协议，其他为收入分成协议。

图表 20 SkyWest 服务达美航线网络



资料来源：公司官网，华创证券

2、华夏航空为代表的我国运力采购模式：地方采购，我们分析有意愿并有支付能力

华夏航空是我国支线航空运力采购商业模式的践行者，运力采购的商业本质是与地方政府的服务采购合同，公司提供服务，对方提供对价。

1) 华夏航空运力采购模式

此前两篇支线航空深度报告中，详细介绍了支线航空与干线航空不同的运营模式，即：机构客户运力采购模式。（详细定义可参考此前报告），而公司带有运力采购合同的航线占比接近 90%（机构销售收入占收入比例约 4 成左右，预计随着支线市场的消费潜力不断提升，该部分占比会逐步下降），其中无限额与有限额各占约一半。

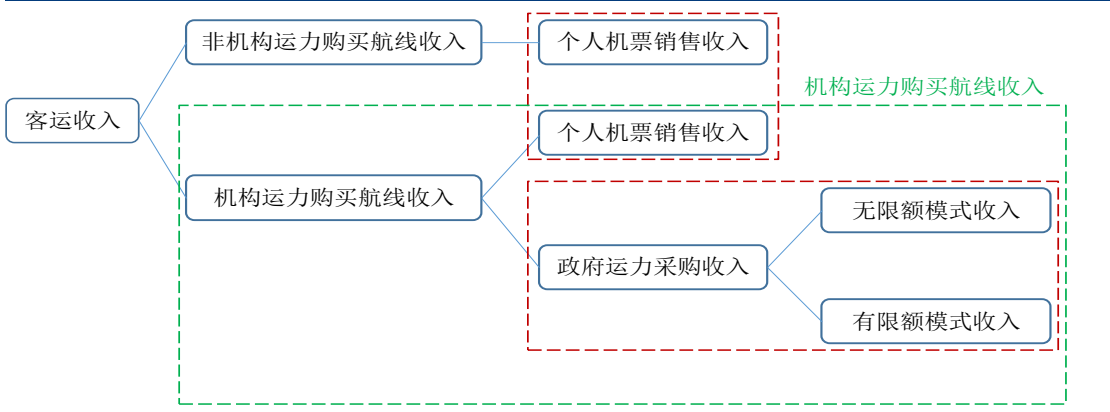
因此从航线性质的角度，分为自营、无限额模式运力采购、有限额模式运力采购。

无限额模式：机构客户向公司支付全部的差额。即无限额模式进行运力采购，则该条航线整体的收入相当于锁定，经营利润取决于公司运营效率及成本端的管控。由于航空客票的销售具有专业性，实际操作中，机构客户委托公司进行客票的销售，销售流程与其他航空公司流程没有明显差异。在结算流程中，售出的客票收入达不到约定的金额，由机构客户来补足；如果售出的客票收入超过了约定的金额，则理论上由公司退还给机构客户，但实际中，除了春运、暑运等个别阶段外，很少出现该情形。无限额模式通常应用在客流量不足或新拓展航线中。

有限额模式：机构客户向公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额。即相当于在有限额模式下，该条航线的部分收入锁定。销售的客票收入归公司自有，也就意味着在有限额模式下，公司的收入是有弹性，但是也承担部分市场波动的风险。通常应用在有些吞吐量比较高、客票收入测算能够覆盖成本增长、有收益弹性的成熟航线。

自营航线：大约 10%的航线是纯自营航线，不带有运力采购合同，主要是连接公司自己基地之间、起到战略性、功能型的航线。

图表 21 公司收入结构



资料来源：华创证券整理

2) 我们分析，地方政府采购，有意愿并有支付能力

从地方政府采购出发点来看，支线航空本质上帮助地方缩小贫富差距，给予中小城市居民出行等方面的平等权，符合国家鼓励的大方向。

a) 为当地提供基础公共服务。支线航线与干线资源不同，辐射区域的经济和旅客集中度不同，初期流量和客座率极低，靠市场本身很难盈利，航空公司难以经营。因此地方政府将其视为类似修建高速公路等基础设施，为居民基本出行提供便捷。

b) 拉动地方经济发展。研究表明民航业有巨大的正外部性，通常对民航业的投资会有 1:9 的投入产出效应。

观察华夏航空前五大客户（均为机构运力购买模式下的政府和机场客户）：甘肃天水、贵州兴义、内蒙古阿拉善、宁夏固原、贵州铜仁等，

地方公共财政支出中交通运输支出占比，平均 20%左右，但公司销售额占当地交通运输支出比重平均仅为 12%，对应销售金额占地方财政收入仅 2%。

而由于其具备拉动经济的投资效应，性价比高，因此支付能力和意愿均较强。

图表 22 华夏航空前五大客户数据比较

	机场吞吐量（万人）		排名	销售金额(亿元)	财政：交通运输支出	地方公共财政收入
	2019	2018		2018	2018	2018
甘肃天水	20	18	190	1.10	9.86	46.6
贵州兴义	138	112	91	0.85	14.97	117.9
内蒙古阿拉善	16	17	201	0.76	暂无	24.3
宁夏固原	38	23	162	0.70	2.55	17.3
贵州铜仁	92	128	108	0.69	18.21	65.6
	销售金额/交通运输支出		交通运输支出/地方公共财政收入		销售金额/地方公共财政收入	
甘肃天水	11%		21%		2%	
贵州兴义	6%		13%		1%	
内蒙古阿拉善	暂无		暂无		3%	
宁夏固原	28%		15%		4%	
贵州铜仁	4%		28%		1%	

资料来源：公司招股说明书，可转债募集说明书，地方政府网站，华创证券

3、提供综合航空方案能力是持续获得运力采购合同的核心

公司近几年主要推广综合航空方案，不仅仅是开通某一条或几条航线，而是包括了公司的地推宣传、围绕地方的航线网络设计，用最小的对价方式做到最好的通达性，相比其他航司仅能开通数条线路、网络性通达性不佳，对地方政府吸引力更大。

如新疆市场的开拓，新疆地域广阔，分布较为分散，适合支线航空发展，通过支线航空串飞连接疆内各个航点，利于当地旅游，经济活动的开展。

1) 公司 2018 年进入新疆市场，打造新疆库尔勒作为出疆次枢纽，与地方政府一起打造空中丝绸之路。

截止 2019 年：

公司在飞疆内支线航线 33 条，疆内航点 18 个，**疆内通航率 86%**；

加大与库尔勒、克拉玛依机场深度合作，通过支支连接的方式，**继续打造疆内次级枢纽**，形成疆内第二和三级通道；以**通程航班**的形式，打造疆内支支快速通达和疆内外机场间的高速衔接。

2) 更为重要的是，公司先于其他同行进入新疆市场并率先成网后，在疆内已经具备了足够的竞争优势，后来者很难与公司做竞争。

最为简单的例子，公司以库尔勒作为次枢纽，其支点覆盖的客源不仅仅是库尔勒，如公司库尔勒-重庆，其中可能有阿克苏的客源希望出疆到重庆，而阿克苏到库尔勒的支线同样为公司运营，也就是公司运营库尔勒-重庆航线相当于已经有了一部分基础客源，类似于三大航在干线枢纽网络做中转的模式，比单纯运营库尔勒-重庆点对点航线的公司就赢得了优势。

这样以网打线就是公司先发优势构建的竞争壁垒。

图表 23 阿克苏-重庆



资料来源：携程旅行网，华创证券

（四）通程航班模式是趋势，干支结合促进双赢

美国经验看，支线网络是干线网络的有效延伸和重要补充，扩大干线枢纽机场的辐射范围，促进其能力提升，同时大航通过支线网络延伸，会进一步巩固自身在枢纽机场的市场影响力。

我们此前报告中多次强调未来中国行业格局会是超级承运人+超级枢纽的方向，此次“疫情”冲击后预计行业集中度会有所提升，大型航空公司可以与支线航司合作，加强枢纽基地的建设。

但我们认为，我国干支合作的一大前提是支线航司保持相对的独立性与非竞争性。与美国相似，没有支线公司去试图运营干线公司经营的枢纽航线，双方在不同市场经营，相互完善。

由此我们认为华夏航空目前正积极打造的通程航班业务符合这一发展趋势。

华夏航空：与主流干线航司合作，积极开展干支结合的通程航班业务

公司以独立支线承运人的身份与国内主流干线航空公司及区域航空公司签署了代码共享及 SPA 协议，开展干支结合和中转联程业务，实现支线城市居民到中心城市的快速通达，搭建起一个有效衔接骨干航线的全国性支线航空网络。

SPA 协议：两家航空公司之间的一种销售协议，其中主要规定了当一家航空公司的一段航段开在另外一家航空公司票本上的价格、订座舱位及相关限制条件

旅客订票实践中，华夏官网/OTA 平台会显示华夏航空通程产品，以库尔勒到北京首都为例，首程为华夏航空承运，后段为干线航司国航、东航等承运。

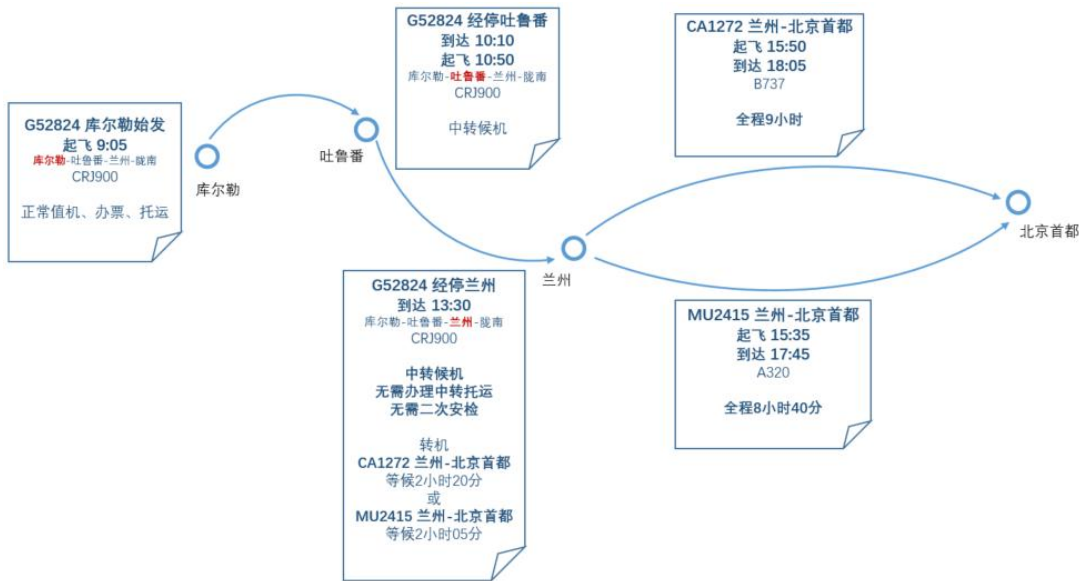
图表 24 公司官网库尔勒-北京首都通程产品



资料来源：公司官网，华创证券

以 9:05 航班为例，实际乘机流程如下：

图表 25 库尔勒-北京首都乘机流程



资料来源：公司网站，华创证券

与常规转机航班相比，公司推出通程航班有三大优势：

航变无忧：

常规转机航班若前一程延误取消等，导致后程无法登机，航司没有相关责任，一切损失和后续处理均由乘客自行承担解决；

通程航班保证任何一程航班变动或取消导致乘客转机衔接时间不足，航空公司提供紧急中转服务，若无法办理急转时，可协助旅客免费办理改签或退票。

行李直达：

常规转机航班行李托运转机需要重新办理托运手续；通程航班乘客在始发机场正常办理托运，由航空公司协助将行李转运至目的地。

一次值机：

常规转机航班需要在中转地进行二次安检，通程航班乘客在始发站值机，无需中转地进行二次安检。

与铁路相比，通程航班大幅节约时间

相比铁路方式，时间大幅节约，铁路全程至少需要 35 小时即 1 天半，且同样需要中转并自行承担延误换乘风险。

图表 26 同线路铁路中转乘坐方式

* 出发地 * 目的地 * 乘车日期

指定换乘站 只显示有座席车次 普通 学生

温馨提示：以下仅为您展示途中换乘一次的部分列车余票信息，购票时请您充分考虑各种影响换乘的因素，并自愿承担因自身或第三方等原因导致延误换乘的风险。

搜索结果: 库尔勒 -> 北京 同站换乘

车次	出发站 到达站	出发时间 到达时间	商务座 特等座	一等座	二等座	高级 软卧	软卧	动卧	硬卧	软座	硬座	无座	备注
1	库尔勒	09:10开 C8104 3小时30分 12:40到	乌鲁木齐 换乘时间: 1小时40分钟			14:20开	Z70 30小时02分	20:22到 ±1天	北京西		总历时: 35小时12分钟		
C8104	库尔勒 乌鲁木齐	09:10 12:40	--	有	有	--	--	--	--	--	--	有	<input type="button" value="预订"/>
Z70	乌鲁木齐 北京西	14:20 20:22	--	--	--	--	无	--	无	--	无	有	
2	库尔勒	13:25开 C8112 3小时30分 16:55到	乌鲁木齐 换乘时间: 2小时47分钟			19:42开	Z180 38小时13分	09:55到 ±2天	北京西		总历时: 44小时30分钟		
C8112	库尔勒 乌鲁木齐	13:25 16:55	--	8	有	--	--	--	--	--	--	有	<input type="button" value="预订"/>
Z180	乌鲁木齐 北京西	19:42 09:55	--	--	--	--	无	--	无	--	无	有	
3	库尔勒	19:14开 C8144 3小时39分 22:53到	乌鲁木齐 换乘时间: 15小时27分钟			14:20开	Z70 30小时02分	20:22到 ±1天	北京西		总历时: 49小时8分钟		
C8144	库尔勒 乌鲁木齐	19:14 22:53	--	有	有	--	--	--	--	--	--	有	<input type="button" value="预订"/>
Z70	乌鲁木齐 北京西	14:20 20:22	--	--	--	--	无	--	无	--	有	有	
4	库尔勒	18:40开 C8120 3小时30分 22:10到	乌鲁木齐 换乘时间: 16小时10分钟			14:20开	Z70 30小时02分	20:22到 ±1天	北京西		总历时: 49小时42分钟		
C8120	库尔勒 乌鲁木齐	18:40 22:10	--	有	有	--	--	--	--	--	--	有	<input type="button" value="预订"/>
Z70	乌鲁木齐 北京西	14:20 20:22	--	--	--	--	无	--	无	--	有	有	

资料来源: 12306, 华创证券

综合来看，公司推出通程航班产品，相比以往常规转机航班，在流程和服务上对乘客提供了极大便利，相比铁路时间大幅节约，对于始发支线机场地区乘客，具有较强吸引力。

2019 年公司通程产品旅客销量达到 50 万人，较 2018 年增长 85.6%。在 4 家主要中转机场，公司通程航班增加 200 个产品。

而公司因不涉及干线竞争，作为规模化的独立支线航空，更能与广泛干线航司合作，打通流程，推广业务。

三、投资建议

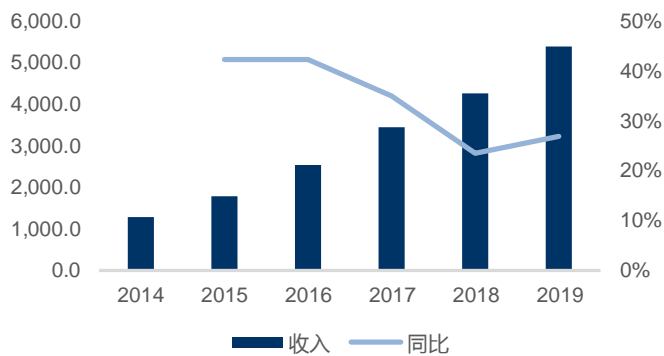
1、支线航空细分市场龙头，看好公司具备成长性。

1) 看好支线航空市场为新兴市场潜力大，预计 3-4 年翻倍规模增长，而龙头企业增速更快于行业。增长的驱动因素包括：支线机场建设规模，下沉市场旅客消费升级潜力，支线市场获取时刻增量能力。

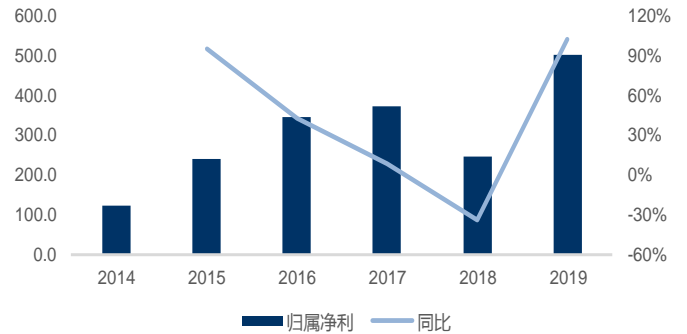
2) 华夏航空是专注支线航空的细分市场龙头，当前细分市场份额最大，增速快，成长性强：2015 年以来旅客复合增速约 40%，远超行业平均增速的 12.5%。14-19 年利润复合增速 32%。

3) 我们理解公司的竞争优势在于先发与专注打造区域网络资源优势：先发优势占据基地市场相对优质时刻，专注树

立与政府紧密互助的合作关系，由此帮助公司以区域网络来面对新进入者的竞争。目前公司积极打造中转和通程航班作为新的盈利增长模式

图表 27 公司收入增速 (百万元)


资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 公司利润增速 (百万元)


资料来源：公司公告，华创证券

2、我们预计公司 Q2 或率先盈利，并有望达到去年 Q2 接近的水平。

收入端：公司 19Q2 收入 12.3 亿，我们假设其中机构客户（运力采购）占比 40%，客票收入 60%，同时假设今年 Q2 机构客户收入为去年的 90%（考虑航班量因素），而客票收入是去年同期的 75%（考虑旅客人数及客座率），则今年 Q2 收入同比下降 19%（或 2.3 亿）

成本端：19Q2 成本 11 亿，其中假设航油占比 32%，约 3.5 亿，非油成本 7.5 亿，我们测算 Q2 国内综采成本约 2145 元/吨，同比下降 57.7%，考虑同比例下降，航油成本为 1.49 亿，非油成本假设下降 4%，则营业成本 8.7 亿，同比下降 21%（或 2.34 亿）。

收入减少 2.3 亿，成本减少 2.34 亿，假设其他因素不发生大幅波动，我们预计公司 Q2 单季度利润不仅实现盈利，并有可能基本持平于 19Q2，即单季度 0.5 亿利润以上。

图表 29 Q2 单季度模拟测算

	亿元	占比	19Q2	20Q2	同比	
收入			12.3	10.0	-19%	-2.34
机构客户收入	40%		4.9	4.4	90%	-0.5
客票收入	60%		7.4	5.5	75%	-1.8
成本			11.0	8.7	-21%	-2.3
航油成本	32%		3.5	1.5	-58%	-2.0
非油成本			7.5	7.2	-4%	-0.3
归属净利			0.55	0.54	-1.6%	-0.01

资料来源：公司公告，华创证券

3、投资建议：

1) 盈利预测：维持 2020-21 年盈利预测，即利润分别为 6 及 7.8 亿，同比增长 20% 及 30%，对应 PE13 及 10 倍，作为具备一定成长属性的标的，明显低估。

2) 目标市值区间：维持此前判断，我们预计第一阶段估值提升至 15-18 倍，即对应 90-108 亿，较当前市值有 13-35% 的空间。后续随着公司成长性逐步被市场认可，预计可提升至 20-25 倍 PE 区间，强调“强推”评级。

四、风险提示：油价大幅上涨，经济大幅下滑，疫情冲击超出预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,275	472	591	715
应收票据	0	0	0	0
应收账款	988	1,034	1,301	1,577
预付账款	110	110	138	167
存货	89	89	111	135
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	808	845	1,065	1,290
流动资产合计	3,270	2,550	3,206	3,884
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,370	4,960	5,506	5,791
在建工程	1,243	1,623	1,803	2,003
无形资产	137	124	111	100
其他非流动资产	775	600	461	349
非流动资产合计	6,525	7,307	7,881	8,243
资产合计	9,795	9,857	11,087	12,127
短期借款	865	777	689	601
应付票据	0	0	0	0
应付账款	361	362	453	548
预收款项	198	207	261	316
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	328	328	328	328
一年内到期的非流动负债	504	504	504	504
其他流动负债	167	1,998	1,918	1,451
流动负债合计	2,423	4,176	4,153	3,748
长期借款	1,147	1,736	2,326	2,915
应付债券	574	574	574	574
其他非流动负债	2,869	194	193	193
非流动负债合计	4,590	2,504	3,093	3,682
负债合计	7,013	6,680	7,246	7,430
归属母公司所有者权益	2,782	3,177	3,841	4,697
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,782	3,177	3,841	4,697
负债和股东权益	9,795	9,857	11,087	12,127

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,054	1,300	1,184	1,358
现金收益	1,155	1,372	1,574	1,760
存货影响	-15	0	-22	-23
经营性应收影响	-196	-46	-295	-316
经营性应付影响	189	9	145	150
其他影响	-78	-36	-217	-213
投资活动现金流	-997	-1,300	-1,100	-900
资本支出	-1,600	-1,475	-1,240	-1,012
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	603	175	140	112
融资活动现金流	476	-803	35	-334
借款增加	1,024	501	501	501
股利及利息支付	-154	-351	-407	-409
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-394	-953	-59	-426

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,407	5,658	7,121	8,632
营业成本	4,712	4,715	5,906	7,146
税金及附加	4	5	6	7
销售费用	234	249	313	380
管理费用	186	194	230	279
研发费用	6	6	7	9
财务费用	224	251	264	209
信用减值损失	-21	-18	-20	-19
资产减值损失	0	0	0	11
公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4
投资收益	3	2	2	2
其他收益	552	445	498	543
营业利润	543	664	872	1,137
营业外收入	43	42	47	47
营业外支出	2	5	7	6
利润总额	584	701	912	1,178
所得税	82	98	128	165
净利润	502	603	784	1,013
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	502	603	784	1,013
NOPLAT	695	819	1,011	1,193
EPS(摊薄) (元)	0.84	1.00	1.31	1.69

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	26.9%	4.6%	25.9%	21.2%
EBIT 增长率	55.8%	17.8%	23.4%	18.0%
归母净利润增长率	103.0%	20.1%	30.1%	29.2%
获利能力				
毛利率	12.9%	16.7%	17.1%	17.2%
净利率	9.3%	10.7%	11.0%	11.7%
ROE	18.1%	19.0%	20.4%	21.6%
ROIC	8.2%	9.8%	10.8%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	71.6%	50.2%	51.5%	53.5%
债务权益比	214.2%	119.1%	111.6%	101.9%
流动比率	135.0%	61.1%	77.2%	103.6%
速动比率	131.3%	58.9%	74.5%	100.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	60	64	59	60
应付账款周转天数	23	28	25	25
存货周转天数	6	7	6	6
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.00	1.31	1.69
每股经营现金流	1.75	2.16	1.97	2.26
每股净资产	4.63	5.29	6.39	7.82
估值比率				
P/E	16	13	10	8
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	11	9	8	7

资料来源：公司公告，华创证券预测

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名；2017年金牛奖交运行业第五名；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500