

航空运输行业深度研究报告

春秋 Vs 华夏——不同的顶层设计，相同的“极致主义”

推荐（维持）

- **为什么选择春秋与华夏？不断前行的成长性民营航空。**1) 历史数据看，春秋与华夏呈现了更明显的成长性与稳定性。a) 成长性角度看：华夏航空近5年收入复合增速33%，利润增速32%，旅客增速42%；春秋航空近5年收入复合增速15%，利润增速16%，旅客增速14%；三大航合计收入、利润复合增速均为6%，行业旅客人数增速为11%。b) 稳定性看：华夏航空单机利润稳定在1000万左右，春秋航空基本在1800万左右，三大航波动则较大。2) 疫情下的数据表明了民营航空更快的恢复能力。Q3民营航空均实现盈利，三大航扣除汇兑仍亏损，华夏航空更是连续两个季度盈利。
- **春秋与华夏：不同的顶层设计。**1) 市场环境不同：春秋在干线市场参与竞争，竞争相对激烈，华夏在支线市场运营，竞争相对较小；航线网络不同：春秋基地基本为干线机场，上海市场起降占公司约一半；华夏航空基本不涉及一线市场，独飞航线占比约9成。2) 顶层设计的不同，推动春秋与华夏不同的商业模式选择。春秋需要将流量-成本-价格循环做到良性且具备竞争力；而华夏则需要对航线网络进行因地制宜的充分设计。
- **相同的“极致主义”之春秋航空：极致的低成本基因+危机意识铸就经营灵活性。**1) 流量-成本-价格循环模型使得公司采用“两单”、“两高”和“两低”的经营模式，从而决定了公司市场开拓的选择。2) 春秋将低成本基因演绎到“极致”。2019年春秋航空座公里成本0.3元，相比三大航均值少24%。疫情冲击的上半年春秋航空座公里扣油成本0.23元，同比增长12%，但三大航平均增加超过50%。拆分看：a) 不提供餐食服务：省去2-3%的成本，b) 单一舱位提供更多座位数：可以有效摊薄单位成本15-20%，c) 单一机型：降低采购租赁以及维修等成本，节省3%左右，d) 高飞机利用率：节省4%左右。3) 时刻保持的危机意识：现金储备的未雨绸缪。与低成本航空鼻祖美西南相似，公司始终保持充沛的现金储备和较低的资产负债率。
- **相同的“极致主义”之华夏航空：极致的模式创新。**我们认为从模式看，华夏航空的发展分为两个阶段：1) 1.0“线”时代：运力采购模式下不断开拓新航线；2) 2018年后进入2.0时代，从线到网，航空综合出行方案服务商雏形初现。其一是由线到网，可以有效提升支线机型利用率，深耕区域提升竞争力；其二是我们认为公司不断进行模式创新，目前三大模式适合三大场景：新疆模式：环串飞成网，打造最适合我国西部地区的支线航空模式，我们预计公司在云南、四川、西藏等地的拓展可帮助公司2022年实现10亿+利润；兴义模式：“云上公交”+干支通程，小城市通达核心区域最具性价比解决方案。3) 衢州模式：航空网赋能城市，华东地区的新模式探索。
- **投资建议：1) 行业展望：**我们预计2021年航空市场将从逐步走出低迷，并存在局部时段、区域供需错配推动的业绩弹性。2) 春秋与华夏，各自市场的领先者，相互间较难出现竞争。3) 持续看好华夏航空作为航空业创新者：航空出行综合解决方案服务商雏形已现。我们预计公司2022年盈利10.8亿，估值可提升至对应2021年25倍PE以上，维持一年期目标市值200亿+，强调“强推”评级。4) 看好春秋航空经营品质应获溢价，未来将迎来新一轮发展机遇期。看好公司估值中枢从过去20-22倍提升至22-25倍，对应市值500-560亿，强调“强推”评级。
- **风险提示：**油价大幅上涨，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
华夏航空	12.78	0.49	0.78	1.07	26.08	16.38	11.94	5.03	强推
春秋航空	47.15	-0.43	1.94	2.45	-109.65	24.3	19.24	2.87	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2020年11月13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

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	8	0.2
总市值(亿元)	3,885.75	0.47
流通市值(亿元)	2,699.51	0.44

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.01	18.7	-3.96	
相对表现	-1.03	-5.03	-28.31	



相关研究报告

《航空运输行业2020年8月数据点评：国内客运量恢复至超八成，强调观点：航空板块进入战略配置时，持续强推华夏航空》

2020-09-16

《航空运输行业9月数据点评：国内旅客量基本恢复，春秋客座率逼近90%，新航季国内航班时刻放量，持续强推华夏，看好春秋》

2020-10-18

《航空机场行业三季报综述：南航及三民企Q3均实现盈利，机场整体业绩环比减亏，持续推荐模式创新+经营灵活的华夏与春秋》

2020-11-01

投资主题

报告亮点

市场此前对于春秋与华夏两家细分航空市场的龙头公司存在是否相互渗透的担忧，我们从商业模式的顶层设计进行分析，认为双方各自在细分市场领先于深耕，相互间较难出现竞争。

同时我们认为春秋与华夏都在面临战略发展机遇期。

投资逻辑

1、行业角度，我们预计 2021 年航空市场将从逐步走出低迷，并或存在局部时段、区域供需错配推动的业绩弹性。

2、持续看好华夏航空作为航空业创新者：航空出行综合解决方案服务商雏形已现。

维持 20-22 年盈利预测，我们预计 2020-22 年盈利分别为 4.9、7.95 及 10.8 亿，结合支线市场广阔空间，公司成长性与模式创新性和竞争优势，我们认为公司估值可提升至对应 2021 年 25 倍 PE 以上，即一年期目标市值 200 亿+，强调“强推”评级。

3、看好春秋航空经营品质应获溢价，未来将迎来新一轮发展机遇期。

我们认为春秋将低成本基因践行到“极致”，在行业遭受重大冲击下，体现了更快的修复和更灵活的经营特征，海外公司运力的逐步退出，会使得一旦亚洲航线修复，春秋航空市场份额将持续提升，从而推动自己盈利弹性。公司经营品质应获得溢价，我们维持 2022 年公司 22.5 亿利润，看好公司估值从过去 20-22 倍中枢提升至 22-25 倍，对应市值 500-560 亿，强调“强推”评级。

风险提示：“疫情”冲击超预期，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

目录

前言：为什么选择春秋与华夏？不断前行的成长性民营航空.....	7
(一) 历史数据看，春秋与华夏呈现了更明显的成长性与稳定性.....	7
(二) 疫情下的经营、财务数据表明了民营航空更快的恢复能力.....	8
一、不同的顶层设计.....	10
(一) 春秋 Vs 华夏：不同细分市场的参与者.....	10
1、市场竞争环境不同：.....	10
2、航线网络不同：.....	10
(二) 顶层设计的不同，推动春秋与华夏不同的经营模式选择.....	14
二、相同的“极致主义”之春秋航空：极致的低成本基因+危机意识铸就经营灵活性.....	14
(一) 追求极致的低成本基因.....	14
1、“流量-成本-价格循环”使得公司选择“两单”、“两高”和“两低”的经营模式.....	14
2、春秋将低成本基因演绎到“极致”.....	16
(二) 时刻保持的危机意识：现金储备的未雨绸缪.....	19
三、相同的“极致主义”之华夏航空：极致的模式创新.....	21
(一) 1.0“线”时代：运力采购模式下不断开拓新航线.....	21
(二) 2.0 时代，从线到网，航空综合出行方案服务商雏形初现.....	23
1、由线到网，可以有效提升支线机型利用率，深耕区域提升竞争力.....	23
2、新疆模式：环串飞成网，打造最适合我国西部地区的支线航空模式.....	24
3、兴义模式：“云上公交”+干支通程，小城市通达核心区域最具性价比解决方案.....	29
4、衢州模式：航空网赋能城市，华东地区的新模式探索.....	32
四、不同的市场机遇，持续的成长路径.....	33
(一) 我国市场需求分布：二八分化下注定下沉市场具备更强需求潜力.....	33
(二) 春秋航空新机遇：国内一线机场扩建+亚洲市场海外航司运力退出.....	35
(二) 华夏航空机遇：国内支线机场大建设+国产民机机遇期.....	37
五、投资建议及风险提示.....	39

图表目录

图表 1	华夏、春秋与行业相比呈现更明显的成长性	7
图表 2	各航司 Q3ASK 及 RPK 增速	8
图表 3	各航司 Q3 客座率	8
图表 4	Q3 各航司收入 (亿元)	9
图表 5	Q3 各航司扣非净利 (亿元)	9
图表 6	分季度扣非净利 (亿元)	9
图表 7	分季度扣非净利 (亿元)	9
图表 8	干线与支线航空市场示意图	10
图表 9	春秋航空在当地市场时刻占比	11
图表 10	春秋航空基地设置	11
图表 11	春秋航空基地旅客吞吐量	12
图表 12	公司基地机场市场份额	13
图表 13	华夏航空基地设置及前十大区域	13
图表 14	华夏航空时刻分布: 前十大区域占比 76%	13
图表 15	全国支线航班分布	13
图表 16	华夏航空基地旅客吞吐量	14
图表 17	飞机日利用小时 (2019 年)	15
图表 18	公司客座率 (15-19 年)	15
图表 19	春秋航空 A321NEO 和 A320NEO 型飞机运营成本比较。	15
图表 20	2019 年座公里成本均值	16
图表 21	2019 年座公里成本比较	17
图表 22	座公里扣油成本比较 (20H1)	17
图表 23	座公里扣油成本涨幅 (20H1)	17
图表 24	春秋与三大航相比成本节省分布	18
图表 25	春秋与三大航相比成本节省分布	18
图表 26	春秋和其他航司盈亏平衡点示意图	19
图表 27	美西南没有撤销航班	20
图表 28	911 事件前美西南的现金储备水平最高	20
图表 29	上市航司货币资金 (2019Q4)	20
图表 30	春秋各项为国航比例	20
图表 31	各航司流动比率比较	21
图表 32	各航司现金比率比较	21
图表 33	华夏航空时刻增速	21

图表 34	华夏航空覆盖航点数量	21
图表 35	公司前十大区域时刻增量及增量占比	22
图表 36	民航局及华夏航空支线航线补贴	22
图表 37	华夏航空与东方航空代表性航线比较	23
图表 38	飞机日利用小时比较	24
图表 39	天津航空新疆区域部分航线网络	24
图表 40	南方航空新疆区域部分航线网络	24
图表 41	华夏航空新疆航线网络	25
图表 42	华夏航空新疆各航点时刻数（20 夏秋航季）	26
图表 43	华夏航空新疆航班量	26
图表 44	库尔勒机场航司航班量构成	26
图表 45	库尔勒机场旅客吞吐量（万人）	26
图表 46	库尔勒机场航司航班量构成	27
图表 47	新疆与云南数据比较	27
图表 48	德宏与库尔勒数据比较	28
图表 49	华夏航空云南部分航线网络	29
图表 50	东方航空云南区域部分航线网络	29
图表 51	兴义机场起降架次	29
图表 52	兴义机场旅客吞吐量	29
图表 53	贵阳-兴义当前航班时刻分布	30
图表 54	兴义-上海/北京航线	31
图表 55	兴义机场航线网络	31
图表 56	兴义通过贵阳转机/通程航线网络	31
图表 57	衢州机场通航点及运营航司	32
图表 58	华夏航空衢州航线一览	32
图表 59	衢州通程航班模式下提升通达性	33
图表 60	机场行业数据统计	33
图表 61	机场分等级旅客吞吐量增速	34
图表 62	各等级机场增量吞吐量占比	34
图表 63	1-2 级机场新建和改扩建计划	35
图表 64	春秋航空国际航线 ASK 占比及增速	36
图表 65	亚洲地区削减飞机公司整理	36
图表 66	新增机场分布（中西部省市）	37
图表 67	华夏航空与全国支线航线区域分布表	38

图表 68 华夏航空与全国支线航线区域分布图 38

前言：为什么选择春秋与华夏？不断前行的成长性民营航空

（一）历史数据看，春秋与华夏呈现了更明显的成长性与稳定性

从历史数据看，春秋航空与华夏航空呈现了更明显的成长性。

收入：华夏航空 2014-19 年收入从 13 亿到 54 亿，5 年复合增速 33%；春秋航空从 73 亿到 148 亿，复合增速 15%；三大航合计收入复合增速为 6%。

利润：华夏航空 14-19 年利润从 1.2 亿到 5 亿，复合增速 32%；春秋航空从 8.8 亿到 18.4 亿，复合增速 16%；三大航合计利润复合增速 6%，但 19 年相比 15 年出现了下滑。

旅客人数：华夏航空 14-19 年旅客人数从 134 万提升至约 780 万，复合增速 42%；春秋从约 1150 万提升至约 2200 万，复合增速 14%，均明显超过行业 11% 的复合增速。

从历史数据看，春秋航空与华夏航空呈现了更强的稳定性。

从单机表现看，华夏航空单机收入稳定在 1 亿左右，单机利润稳定在 1000 万左右，而春秋航空单机收入约 1.6 亿，单机利润基本在 1800 万左右。三大航的利润波动相对较大，盈利最高的 17 年（剔除一次性投资收益）单机利润约 800 万，单机盈利水平最高的国航约 1100 万。

图表 1 华夏、春秋与行业相比呈现更明显的成长性

华夏航空	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年复合增速	2019VS15
收入(亿元)	12.9	17.9	25.5	34.5	42.6	54.1	32%	202%
利润	1.2	2.4	3.5	3.7	2.5	5.0	32%	108%
旅客人数(万人)	134	208	303	428	562	775	42%	272%
机队规模	14	20	26	35	44	49	28%	145%
静态座位数	1246	1780	2314	3364	4414	5274	33%	196%
RPK(亿公里)	10	18	29	42	58	80	50%	343%
ASK(亿公里)	15	26	37	53	72	101	46%	294%
客座率	69.9%	72.8%	78.0%	80.1%	80.0%	79.7%		9%
飞机利用小时			8.89	9.14	8.91	9.88		
单机收入(亿元)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	4%	23%
单机利润(亿元)	0.09	0.12	0.13	0.11	0.06	0.10	3%	-15%
春秋航空	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年复合增速	2019VS15
收入	73.3	80.9	84.3	109.7	131.1	148.0	15%	83%
利润	8.8	13.3	9.5	12.6	15.0	18.4	16%	39%
旅客人数(万人)	1145	1299	1423	1717	1952	2188	14%	68%
机队规模	46	52	66	76	81	93	15%	79%
静态座位数	8280	9378	11976	13866	14796	17088	16%	82%
RPK	183	222	248	302	347	397	17%	79%
ASK	196	239	270	334	390	437	17%	83%
客座率	93.1%	92.8%	91.7%	90.6%	89.0%	90.8%		-2%
飞机利用小时	11.1	11.15	10.7	10.84	11.06	11.24		
单机收入	1.6	1.6	1.3	1.4	1.6	1.6	0%	2%
单机利润	0.19	0.26	0.14	0.17	0.19	0.20	1%	-22%
三大航及行业	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年复合增速	2019VS15
三大航收入(亿元)	3029	3142	3273	3506	3953	4114	6%	31%
三大航利润(亿元)	90	152	164	195	130	123	6%	-19%
行业旅客人数(亿人)	3.9	4.4	4.9	5.5	6.1	6.6	11%	51%

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

（二）疫情下的经营、财务数据表明了民营航空更快的恢复能力

2020 年受疫情影响，航空业遭受较大幅度亏损，但民营航企体现了更快的恢复能力。

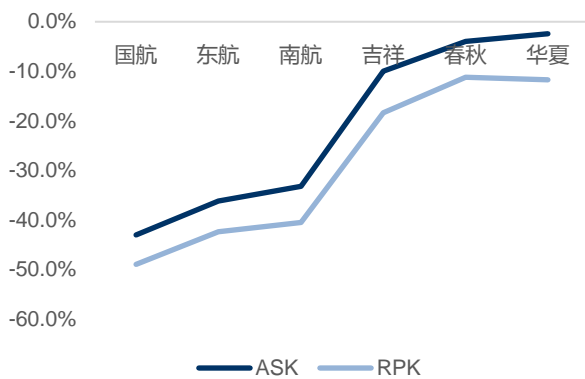
经营数据看：三季度春秋、华夏同比降幅显著好于同行

ASK 角度：三大航 Q3ASK 增速同比下降 37.2%，吉祥同比下降 10.0%，春秋 Q3 同比微降 4%，环比增长 38.8%；华夏同比微降 2.4%，环比增长 9%。

RPK 角度：三大航 Q3 同比下降 43.7%，吉祥同比下降 18.4%，春秋同比下降 11.2%，环比增长 57%，华夏同比下降 11.7%，环比增长 27.3%。

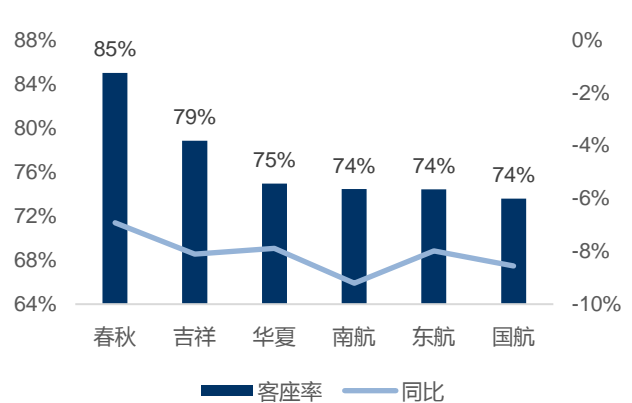
客座率：Q3 春秋（85%，-6.9%）>吉祥（79%，-8.1%）>华夏（75%，-7.9%）>三大航（74.2%，-8.6%）。

图表 2 各航司 Q3ASK 及 RPK 增速



资料来源：wind，华创证券

图表 3 各航司 Q3 客座率



资料来源：wind，华创证券

财务数据看，民营航企 Q3 均实现盈利。

利润角度看：Q3 南航及三民企均实现单季度盈利，南航盈利 7.1 亿，春秋盈利 2.6 亿，吉祥盈利 2 亿，华夏盈利 1.6 亿。三大航合计亏损 5.2 亿，国航及东航分别亏损 6.7 及 5.6 亿。但三大航主要受益于人民币升值带来的汇兑贡献，测算扣汇扣非扣投资收益后，国航、南航、东航分别亏损 18、11 及 21 亿，但较上半年均大幅减亏。

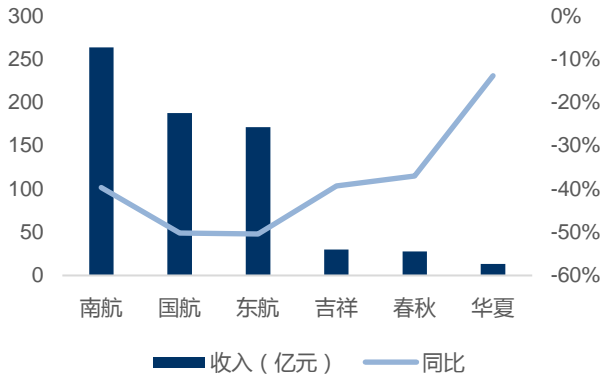
分季度看：

三大航 Q1-3 分别亏损 143、122 亿及 5.2 亿；

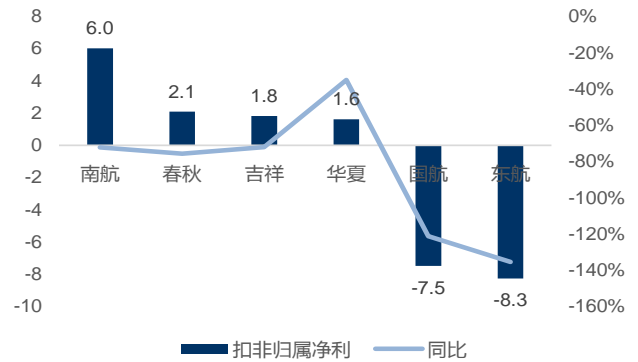
春秋 Q1-3 分别亏损 2.3、亏损 1.8 亿及盈利 2.6 亿；

吉祥 Q1-3 分别为亏损 4.9、亏损 1.8 亿及盈利 2 亿；

华夏 Q1 亏损 0.96 亿，Q2-3 分别盈利 1.04 及 1.63 亿。华夏航空连续两个季度盈利，展现了相对更强的盈利稳定性。

图表 4 Q3 各航司收入 (亿元)


资料来源: 公司公告, 华创证券

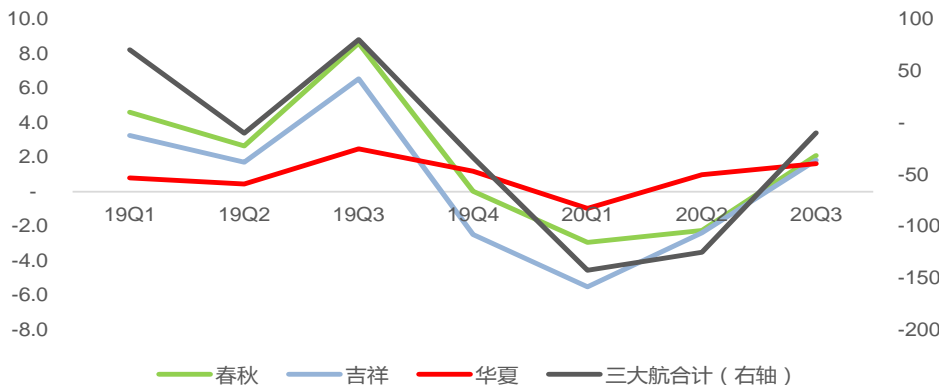
图表 5 Q3 各航司扣非净利 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

图表 6 分季度扣非净利 (亿元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q1-3
春秋	4.6	2.6	8.6	0.0	-2.9	-2.3	2.1	-3.1
吉祥	3.3	1.7	6.5	-2.5	-5.5	-2.4	1.8	-6.1
华夏	0.8	0.5	2.5	1.2	-1.0	1.0	1.6	1.6
三大航合计	70	-10	80	-34	-143	-125	-10	-278
南航	24.6	-10.3	21.7	-16.5	-53.5	-30.7	6.0	-78.2
国航	26.5	3.7	35.3	-3.8	-48.8	-47.1	-7.5	-103.5
东航	19.4	-3.7	23.3	-13.3	-40.5	-47.4	-8.3	-96.1

资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 分季度扣非净利 (亿元)


资料来源: Wind, 华创证券

从历史数据以及今年疫情下的表现, 我们可以看到春秋航空与华夏航空均交出了明显好于行业的答卷, 但春秋航空与华夏航空在商业模式的顶层设计上存在显著的不同, 单纯比较双方的数据本身并不具备完全可比性, 市场甚至会认为双方未来是否存在业务的重叠性, 因此本篇报告我们从两者的商业模式设计进行比较。

一、不同的顶层设计

(一) 春秋 Vs 华夏：不同细分市场的参与者

1、市场竞争环境不同：

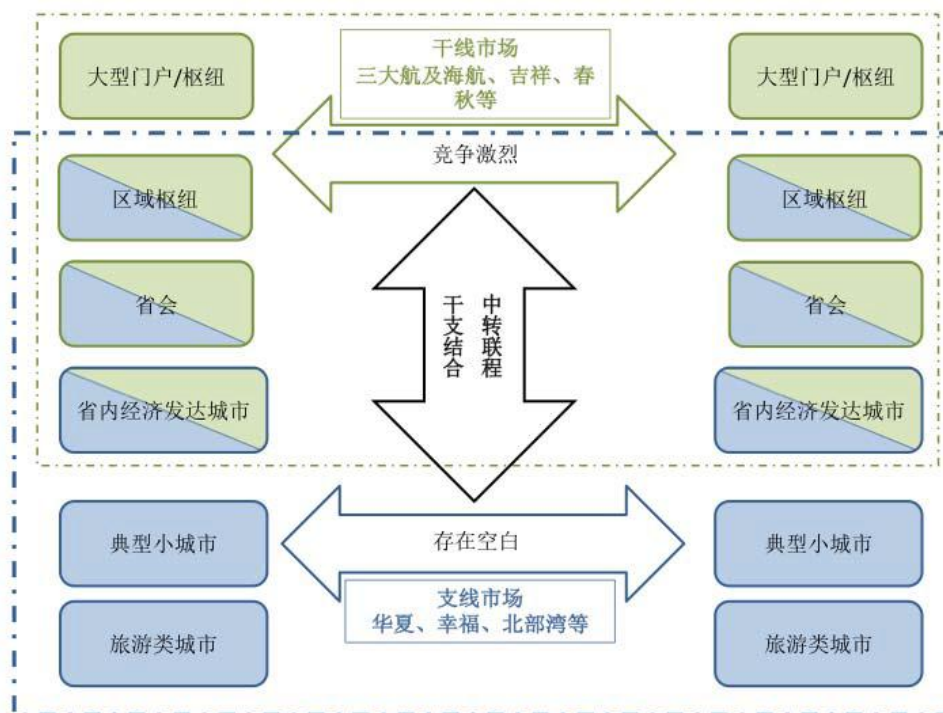
航空市场参与者类型角度，可划分为**全服务航空公司**（干线-三大航、吉祥），**低成本航空服务**（干线-春秋），以及**支线航空**（支线-华夏航空）。

以**三大航**为代表的网络型全服务公司核心经营干线市场，即以一线枢纽机场为核心基地，围绕枢纽进行网络建设；

以**春秋航空**为代表的低成本航空公司，尽管发力拓展下沉市场，但其仍然在干线市场中参与竞争，下沉的区域也限于区域经济枢纽或省内发达城市，极少或不涉及吞吐量 300 万以下的典型支线机场，更难推进支线机场的对飞航线。

以**华夏航空**为代表的支线航空公司，经营航线更多为支线-支线，或准干线-支线，所在的市场目前相对参与者较少。

图表 8 干线与支线航空市场示意图



资料来源：华夏航空招股说明书，华创证券

2、航线网络不同：

1) 春秋航空：基地基本为干线机场，上海市场起降占公司约一半。

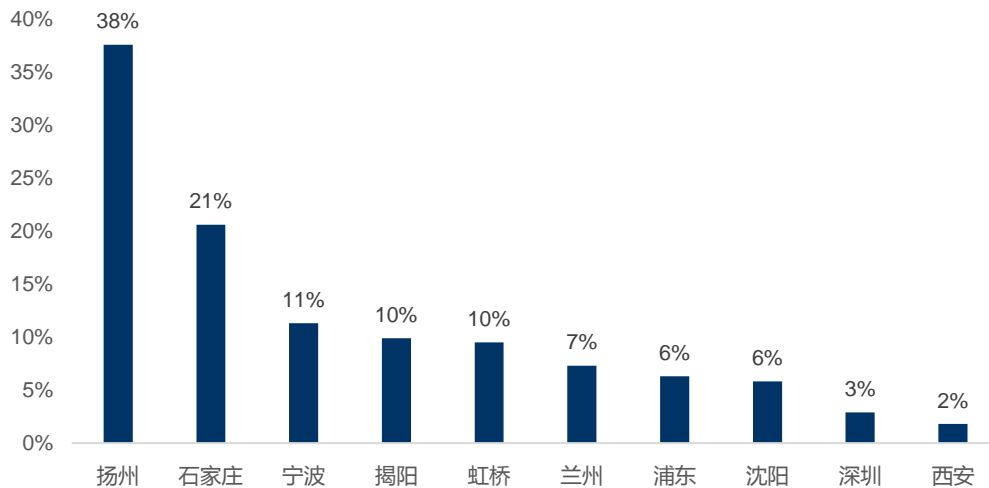
枢纽基地：上海浦东、虹桥两场。2019 年公司以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 46.7%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.5%。

此外公司在华东：以江苏扬州和浙江宁波为支撑；在华南：以深圳为核心、揭阳为支撑；在华北：以石家庄机场为核心；在东北：以沈阳机场为核心；2019年新投入兰州和西安机场作为开拓西北区域的基石。

除扬州外，其他基地均为干线机场，且10个基地/重要节点中仅扬州和揭阳为百万级机场。

由于春秋所在的基地机场普遍等级较高，公司占比通常不会太高，仅在扬州达到近40%，较早进入的石家庄达到20%，其他基地份额均低于15%。

图表 9 春秋航空在当地市场时刻占比



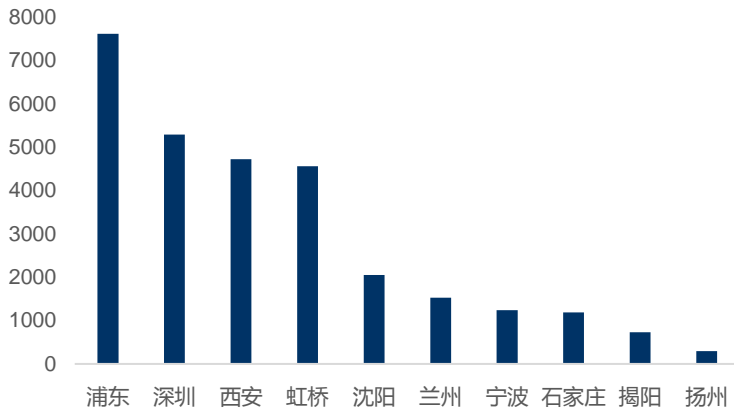
资料来源：Wind，民航预先飞行计划管理系统，华创证券

图表 10 春秋航空基地设置

基地	区域	机场	旅客吞吐量(万人)	时刻份额	时刻占自身比重	前三大占比航司(二字代码)
枢纽基地	上海	浦东	7615	6.3%	13.1%	东航25.0%、上航9.2%、吉祥9.0%
		虹桥	4564	9.5%	9.9%	东航32.9%、上航18.0%、吉祥9.6%
华东支撑	江苏	扬州	298	37.6%	3.6%	春秋 37.6% 、深航31.4%、川航6.9%
		浙江	宁波	1241	11.3%	4.6%
华南枢纽	广东	深圳	5293	2.9%	4.4%	深航25.9%、南航22.9%、海航9.1%
华南支撑	广东	揭阳	735	9.9%	2.4%	南航28.3%、东航15.3%、春秋 9.9%
华北枢纽	河北	石家庄	1192	20.6%	7.8%	河北29.4%、春秋 20.6% 、首都8.3%
东北枢纽	辽宁	沈阳	2054	5.8%	3.5%	南航27.3%、深航11.5%、春秋 5.8%
西北枢纽	甘肃	兰州	1530	7.3%	3.4%	东航17.3%、南航7.6%、国航7.6%
	陕西	西安	4722	1.8%	2.5%	东航29.9%、南航9.3%、海航8.3%

资料来源：Wind，民航预先飞行计划管理系统，华创证券

图表 11 春秋航空基地旅客吞吐量



资料来源: Wind, 民航局, 华创证券

2) 华夏航空: 基本不涉及一线市场, 独飞航线占比高

华夏航空在积极布局全国性基地, 目前已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆建立了 6 个运营基地和天津、成都、兴义 3 个过夜基地, 公司航线网络基本覆盖我国西南、西北、东北、华北、新疆等地区, 这些区域是我国支线机场资源丰富的地区, 也是对支线航空潜在需求较大的地区。

但公司基本不涉及一线机场对飞航线, 同时公司独飞航线占比接近 90%。

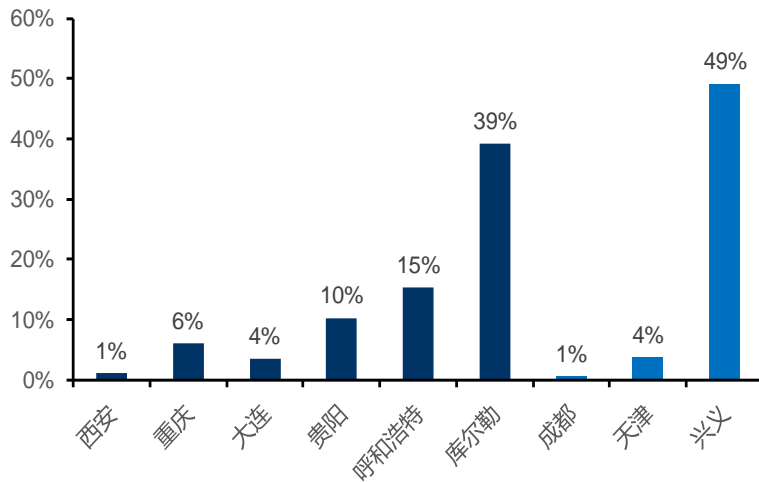
基地所在机场公司份额方面:

6 大运营基地中有 2 个二线机场 (西安、重庆), 2 个三线 (贵阳、大连)、1 个四线 (呼和浩特) 和 1 个五线 (库尔勒), 公司基地份额呈逐级扩大特征。

3 个过夜基地除兴义 (五线) 占比接近一半, 其余两个 (成都、天津) 占比较小。

目前在库尔勒机场市占率达到 39%, 在兴义达到 49%。

图表 12 公司基地机场市场份额



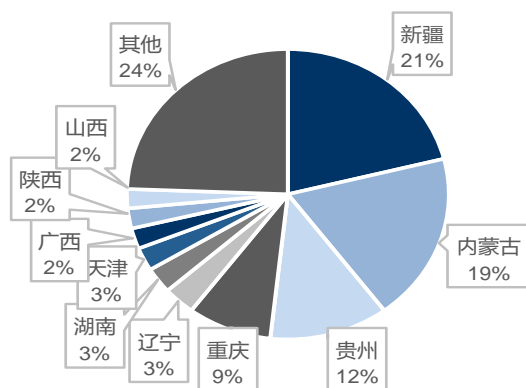
资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

图表 13 华夏航空基地设置及前十大区域

基地	区域	机场	旅客吞吐量 (万人)	时刻份额	时刻占自身比重	前三大占比航司 (二字代码)
运营基地	重庆	重庆	4479	6.0%	7.9%	川航12.4%、国航11.9%、西部9.2%
	贵州	贵阳	2191	10.3%	7.7%	南航20.1%、 华夏10.3% 、多彩贵州6.8%
	内蒙古	呼和浩特	1315	15.4%	6.4%	天津20.5%、 华夏15.4% 、国航11.4%
	新疆	库尔勒	220	39.1%	3.8%	华夏39.1% 、南航27.2%、国航11.9%
	辽宁	大连	2008	3.6%	2.2%	南航24.1%、东航12.4%、国航10.8%
	陕西	西安	4722	1.1%	1.6%	东航29.9%、南航9.3%、海航8.3%
过夜基地	贵州	兴义	1385	49.2%	3.6%	华夏49.2% 、长龙8.4%、祥鹏7.8%
	天津	天津	138	3.7%	2.8%	天津18.9%、国航17.7%、厦航7.6%
	四川	成都	5586	0.6%	0.8%	国航23.8%、川航19.6%、东航12.1%
	贵州	毕节	122	46.1%	2.7%	华夏46.1% 、吉祥19.9%、长龙11.3%
	新疆	阿克苏	171	30.2%	2.5%	南航31.2%、 华夏30.2% 、天津14.1%
	内蒙古	包头	227	25.2%	2.4%	华夏25.2% 、国航12.4%、海航9.7%

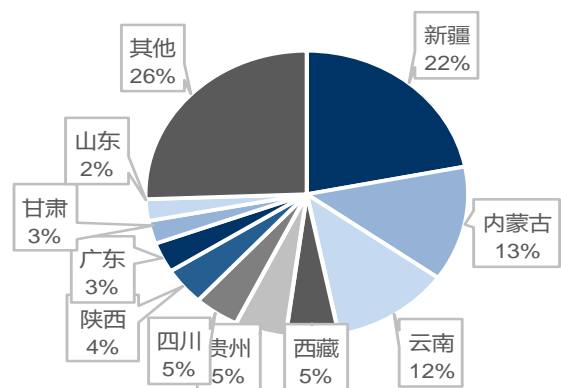
资料来源：Wind，民航预先飞行计划管理系统，华创证券

图表 14 华夏航空时刻分布：前十大区域占比 76%



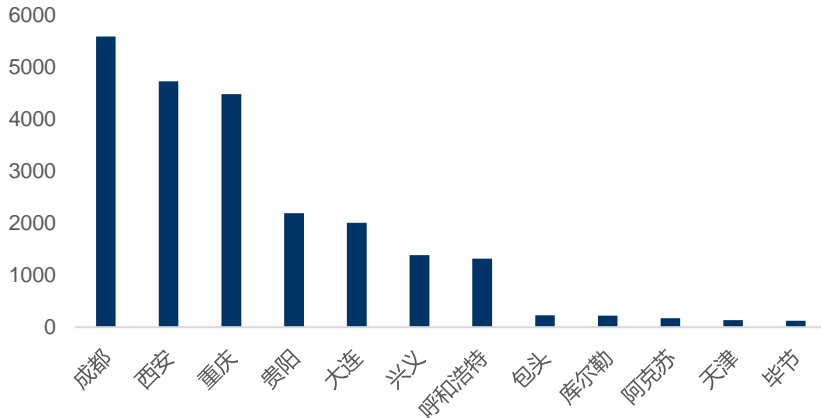
资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 15 全国支线航班分布



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 16 华夏航空基地旅客吞吐量



资料来源: Wind, 民航局, 华创证券

(二) 顶层设计的不同, 推动春秋与华夏不同的经营模式选择

从商业模式逻辑上, 干线市场参与者更重视时刻价值, 依靠时刻背后辐射客群流量的充沛性和区域经济活力来支撑高客座率与高收益, 从而获取盈利。

三大航的运营逻辑即为不断提升核心枢纽基地的掌控力, 而春秋在时刻获取方面, 其一努力争取高收益市场的时刻, 其二寻找具备潜力的市场; 其三通过更高的飞机利用率来获得客源。同时因为在干线市场参与竞争, 春秋需要将流量-成本-价格循环做到良性且具备竞争力。

对于支线航空, 天然的流量不充沛, 经停与中转是解决支线机场辐射居民出行通达系的最优解, 因此更需要华夏航空对航线网络进行因地制宜的充分设计。

二、相同的“极致主义”之春秋航空: 极致的低成本基因+危机意识铸就经营灵活性

(一) 追求极致的低成本基因

1、“流量-成本-价格循环”使得公司选择“两单”、“两高”和“两低”的经营模式

航空市场参与者类型角度, 可划分为全服务航空公司(干线-三大航、吉祥), 低成本航空服务(干线-春秋), 以及支线航空(支线-华夏航空)。

如前所述, 春秋航空的顶层设计使得公司需要将流量-成本-价格循环做到良性且具备竞争力。而这样的模型使得公司在经营模式上, 选择了“两单”、“两高”和“两低”。

即单一机型、单一舱位: 春秋只设置单一经济舱可使得座位数较两舱布局的公司多出 15-20%, 公司为 180 座及 186 座布局(传统布局为 160 座左右), 新引进 A321NEO 型飞机座位达到 240 个(同样远超传统的 200 座位布局);

高客座率与高飞机利用率: 相对低的价格可以吸引更高的客座率, 而公司推动飞机利用率的业务则需要更多地利用

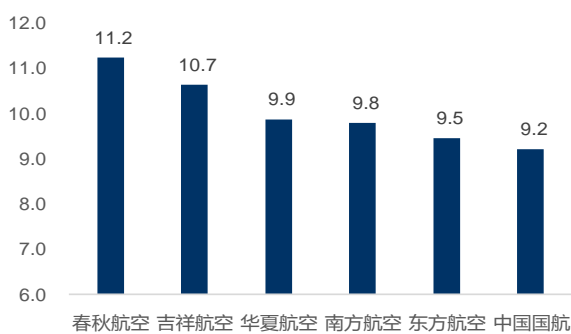
延长时段（8 点前或 21 点后起飞）飞行，从而增加日均航班班次。

两低则为低销售费用与低管理费用。

从另一个角度，这样的模式也决定了公司市场开拓的选择，其背后隐含的商业逻辑是：公司座位布局高于传统公司，高客座率必须有客源的保障，但日利用率的提升不能对客座率产生明显的拖累，因此使得公司在市场开拓角度要争取具备充沛流量或具备潜力的市场，对客户群体进行细分，用价格策略来激活。而我们观察华夏航空在 CRJ900（89 座）占比更高，尽管做到支线行业领先，但其客座率仅为 80% 左右，若更换为座位数布局更密集的机型，客座率将被摊薄，这并不适合于春秋航空的运营设计。

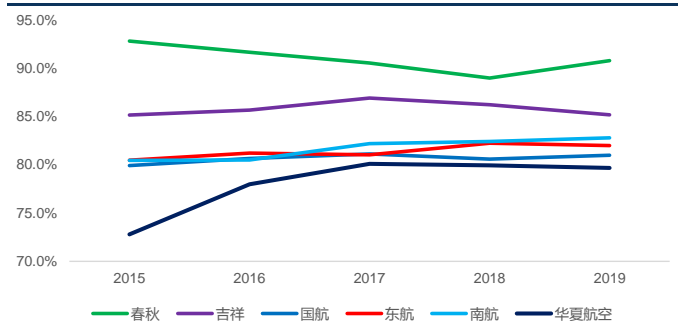
因此我们会看到春秋在进行市场开拓时，其涉及的机场极少低于 300 万吞吐量以下。

图表 17 飞机日利用小时（2019 年）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 公司客座率（15-19 年）



资料来源：公司公告，华创证券

注：采用更多座位的 A321NEO 型飞机，可帮助公司单位运营成本进一步降低约 10-15% 的成本

比较公司新引进的 A320NEO（240 座）和此前引进的 A320NEO（186 座）平均运营成本，

假设均为上海-深圳航线，基于油价 5000 元/吨，客座率 90% 计算，预计 A321NEO 型飞机座公里成本可节省 13.4%，座公里扣油成本节省 10.8%。采用更多座位的 A321NEO 型飞机，可帮助公司单位运营成本进一步降低。

图表 19 春秋航空 A321NEO 和 A320NEO 型飞机运营成本比较。

元	A320NEO	A321NEO
航油成本	23650	25263
折旧成本	9846	11529
维修成本	7095	7578.75
起降费	10000	13000
地面服务费	2500	2500
机组成本	2795	2795
航路费用	523.77	523.77
进近指挥费	283.92	342.16
民航发展基金	1544.45	1544.45
合计	58238	65075
比例		11.7%
座公里成本	0.233	0.202

元	A320NEO	A321NEO
比例		-13.4%
座公里扣油成本	0.138	0.124
比例		-10.8%

资料来源：华创证券测算

2、春秋将低成本基因演绎到“极致”

春秋航空作为国内领先的低成本航司，其座公里成本常年显著低于其他航司。

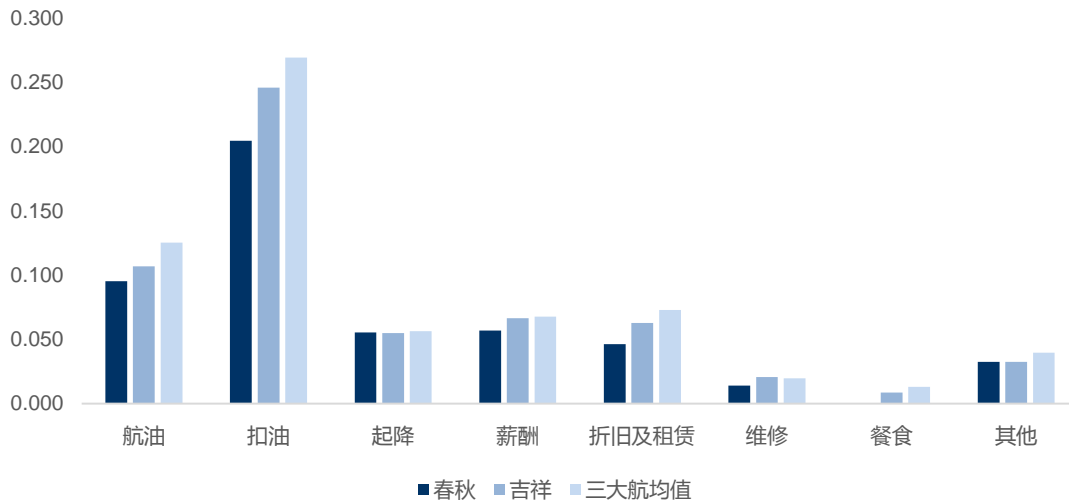
2019年春秋航空座公里成本0.3元，相比吉祥少15%，相比三大航均值少24%；座公里航油成本0.095元，相比吉祥少11%，相比三大航少24%，**座公里扣油成本0.205元，相比吉祥少17%，相比三大航少24%。**

20H1油价大幅下降帮助各航司节省了大量航油成本，但因ASK大幅下降，各公司单位扣油成本不同程度上涨，越快恢复航空运力越能使得运营处于优势地位。**上半年春秋航空座公里扣油成本0.23元，同比增长12%，但三大航平均增加超过50%，吉祥亦超过27%，公司在疫情下更多的恢复运力以及更极致的降成本方式推动了座公里成本表现更为出色。而更低的座公里成本又可以推动公司复飞更多的航班，以达到正向循环的效果。**

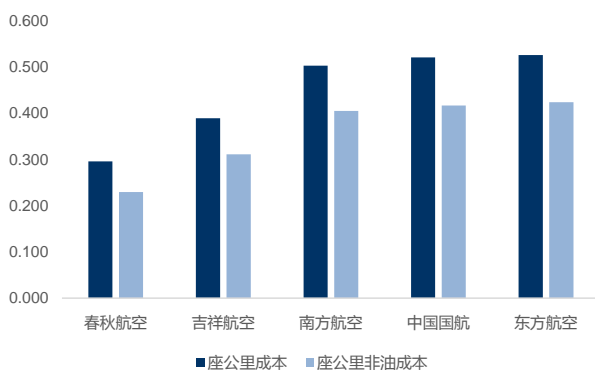
图表 20 2019年座公里成本均值

2019年	座公里成本	航油	扣油	起降	薪酬	折旧及租赁	维修	餐食	其他
春秋	0.300	0.095	0.205	0.06	0.06	0.05	0.01	0.00	0.03
吉祥	0.353	0.107	0.246	0.05	0.07	0.06	0.02	0.01	0.03
三大航均值	0.395	0.125	0.270	0.06	0.07	0.07	0.02	0.01	0.04
国航	0.394	0.125	0.269	0.06	0.07	0.07	0.02	0.01	0.03
东航	0.397	0.127	0.270	0.06	0.07	0.07	0.01	0.01	0.04
南航	0.394	0.124	0.270	0.05	0.06	0.07	0.02	0.01	0.05
相对吉祥	-15%	-11%	-17%	1%	-15%	-27%	-33%		0%
相对三大航均值	-24%	-24%	-24%	-2%	-16%	-37%	-29%		-18%
相对国航	-24%	-24%	-24%	-3%	-17%	-37%	-34%		-4%
相对东航	-24%	-25%	-24%	-9%	-22%	-37%	11%		-13%
相对南航	-24%	-23%	-24%	8%	-8%	-36%	-44%		-32%

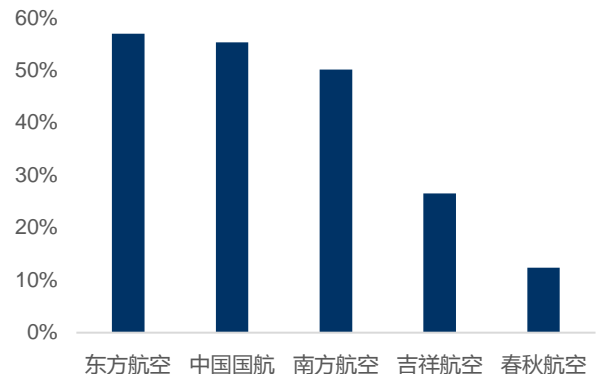
资料来源：公司年报，华创证券

图表 21 2019 年座公里成本比较


资料来源：公司年报，华创证券

图表 22 座公里扣油成本比较（20H1）


资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 座公里扣油成本涨幅（20H1）


资料来源：公司公告，华创证券

结合公司经营模式的归纳，我们从成本端进一步分拆其成本更优的结构：

- 1) 不提供餐食服务：省去 2-3% 的成本。
- 2) 单一舱位提供更多座位数：可摊薄 15-20% 的成本。

春秋航空飞机只设经济舱，不设头等舱与公务舱，加之公司作为布局更密，可提供座位数较通常采用两舱布局运营 A320 飞机的航空公司高 15%-20%（150-160 座），可以有效摊薄单位成本。2015 年 9 月起，公司引进新客舱布局的 A320 飞机，座位数量由 180 增加至 186 座，2019 年末公司 93 架飞机中，58 架为 186 座布局，而 35 架为 180 座布局。2020 年公司引进了 A321neo（240 座）。

因此该项相当于可摊薄 15-20% 的成本。

- 3) 单一机型：降低采购租赁以及维修等成本，节省 3% 左右。

春秋航空单一 A320 系列机队，统一 CMF 发动机，因单一机型，可通过集中采购来降低飞机购买和租赁成本、航材采购成本及减少备用发动机数量；通过将发动机、辅助动力装置包修给原制造商以控制飞机发动机大修成本；同时可以降低维修工程管理难度与机组培训的复杂度。

与我们观察公司单位折旧与维修低于三大航均值 30% 左右，考虑座位数摊薄 15-20% 后，我们可以理解凭借单一机型的影响，节省折旧、维修两项成本约 15% 左右。

考虑占比约 20%，相当于较三大航节省 3% 左右的成本。

4) 高飞机利用率：节省 4% 左右。

公司通过单一机型、更加紧凑合理的航线编排以及较少的货运业务获得更高的运行效率。此外，公司利用差异化客户定位的优势在确保飞行安全的前提下，更多地利用延长时段（8 点前或 21 点后起飞）飞行，从而增加日均航班班次，提升飞机日利用率。预计因高日利用率带来 4% 左右的成本优势。

图表 24 春秋与三大航相比成本节省分布

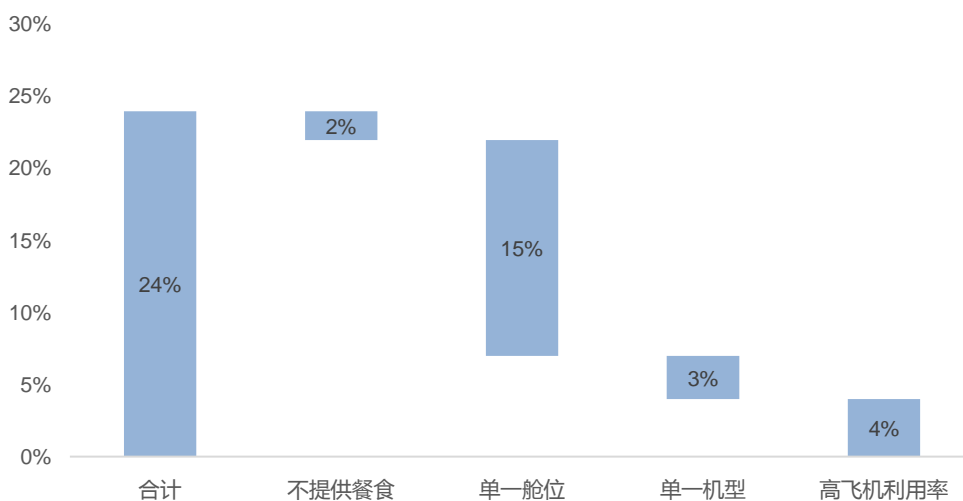
项目	原理	效果
不提供餐食	低成本模式取消餐食服务，节省成本 2-3%	2-3%
单一舱位	经济舱布局较传统两舱布局多出 15-20% 的座位数，可摊薄成本	15-20%
单一机型	集中采购以及维修可降低相关采购以及维护成本	3%
高飞机利用率	摊薄单位固定成本	4%

资料来源：公司公告，华创证券

总结来看：

- a) 不提供餐食服务：省去 2-3% 的成本，
- b) 单一舱位提供更多座位数：可以有效摊薄单位成本 15-20%，
- c) 单一机型：降低采购租赁以及维修等成本，节省 3% 左右，
- d) 高飞机利用率：节省 4% 左右。

图表 25 春秋与三大航相比成本节省分布



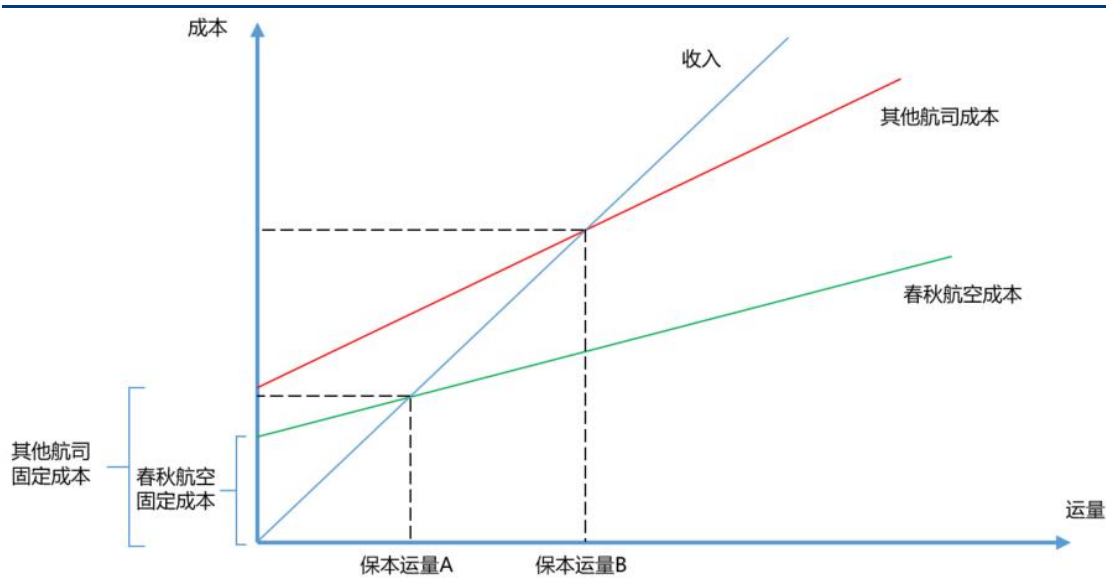
资料来源：公司公告，华创证券测算

注:

低成本航空相比较传统全服务航司，其较低的总成本和变动成本降低了公司全成本/运营成本的盈亏平衡点，继而在突发事件来临时，可以停飞更少的航班（对应运力、运量和客座率下滑较少），以及可以更快恢复航班（较低的边际成本和固定成本，使得达到盈亏平衡的复飞运量要求更低），继而体现出公司更强的运营韧性。

特别在低油价背景下，成本曲线下移，会使得对应保本运量前移，低成本航空运营策略可更加灵活。

图表 26 春秋和其他航司盈亏平衡点示意图



资料来源：华创证券整理

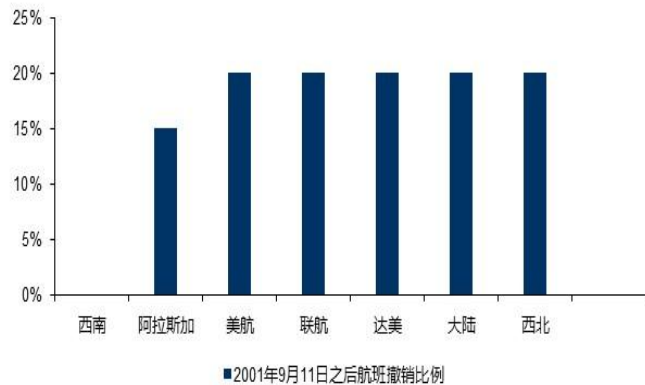
（二）时刻保持的危机意识：现金储备的未雨绸缪

我们在《如何穿越周期——低成本航空深度研究》中提出，低成本航空鼻祖美国西南航空成功经验之一即为高现金储备以应对危机。

如 2001 年的“911”事件对美国航空业带来了巨大损失，面对该事件，美国各主要航空公司在袭击发生的几周内，撤销了 20% 的航班，解雇了 16% 的员工。

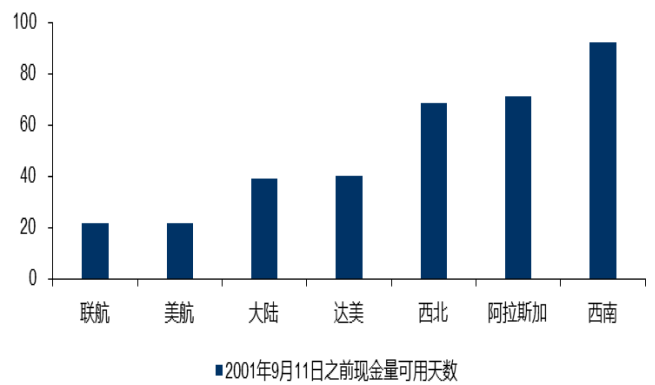
但西南航空既没有撤销航班也没有裁员，反而将这些困难转化为机会，增加露面机会，向公众提供更多的航班产品。究其原因，在于西南航空长期奉行“低水平负债率，高水平现金流”的策略发挥了巨大作用，使之可以做到承受短期财务压力。当时美西南现金可用天数超过 80 天，是行业平均的两倍。

图表 27 美西南没有撤销航班



资料来源：乔迪·霍弗·吉特尔《西南航空模式》，Wind，华创证券

图表 28 911 事件前美西南的现金储备水平最高



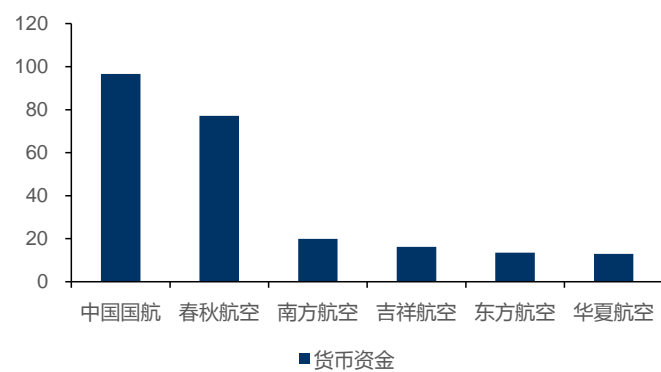
资料来源：乔迪·霍弗·吉特尔《西南航空模式》，Wind，华创证券

作为国内低成本航空的践行者，春秋航空同样未雨绸缪。

公司 2019Q4 的货币资金达到 77 亿，仅次于行业龙头国航，而其机队规模和营业收入不到国航的 15%。

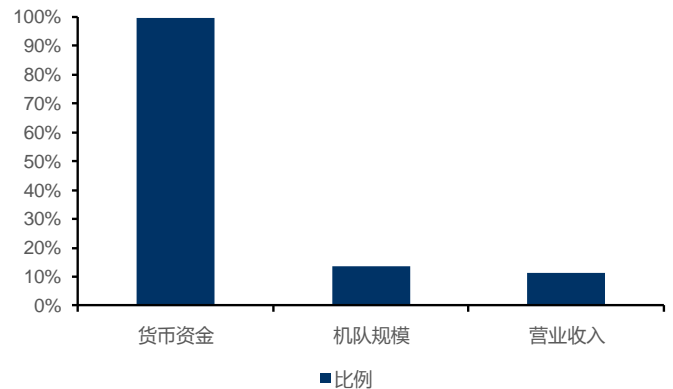
我们测算根据 19Q4 公司的现金储备对应经营活动+融资活动现金流出可达到 130 天，足以应对 4 个月或以上的危机影响。

图表 29 上市航司货币资金（2019Q4）



资料来源：Wind，华创证券

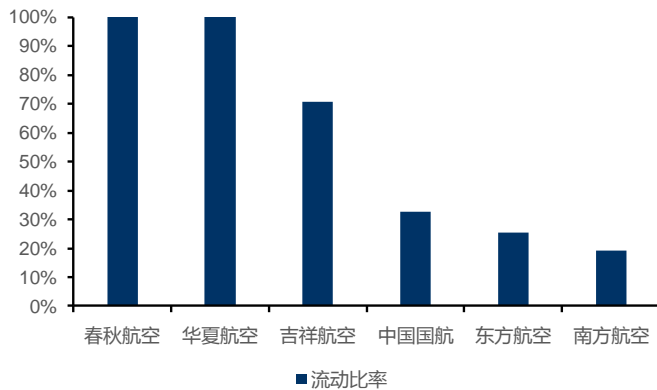
图表 30 春秋各项为国航比例



资料来源：Wind，华创证券

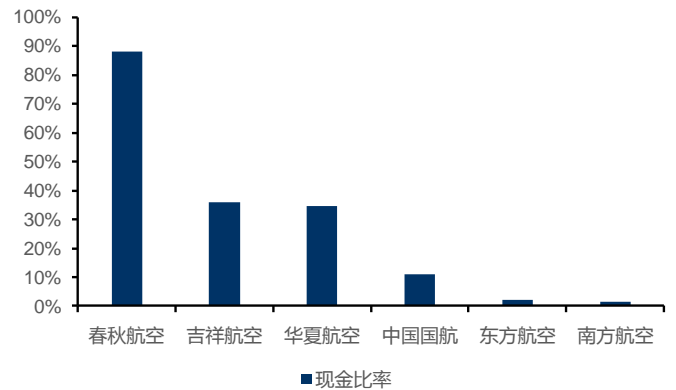
对应的公司偿债能力大幅高于其他航司，此外公司资产负债率也为行业最低，反映出公司相对保守谨慎的经营思路。

图表 31 各航司流动比率比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 各航司现金比率比较



资料来源: Wind, 华创证券

三、相同的“极致主义”之华夏航空：极致的模式创新

(一) 1.0 “线”时代：运力采购模式下不断开拓新航线

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，同时公司独飞航线比例高达 90% 左右，在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。

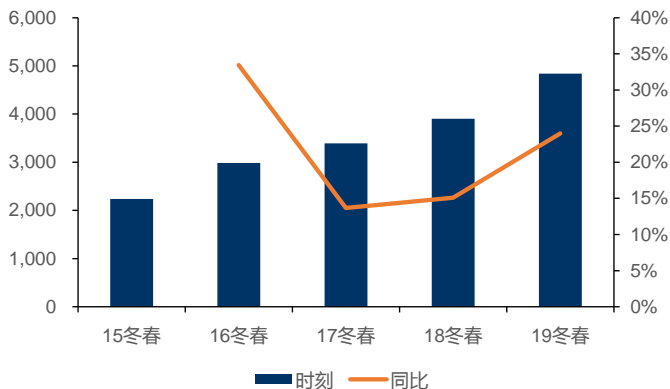
干线航空可以凭借客座率与价格工具推动盈利弹性，而对于支线航空来说，由于流量的并不足够充沛，但运力采购模式的加成下，不断开拓新航线是公司利润提升的重要策略。

航线开拓看：公司 15 年航线 56 条，19 年达到 147 条航线，近 5 年复合增速 26%。

航点开拓看：公司由 15 年冬春 65 个航点，增至 20 年夏秋 126 个，覆盖机场占全国机场数量比重由 2015 年的 16.7%（15 年机场 210 个）增至 19 年末的 53%，覆盖省份由此前 25 个增加至 28 个（新疆、湖南、江西）。

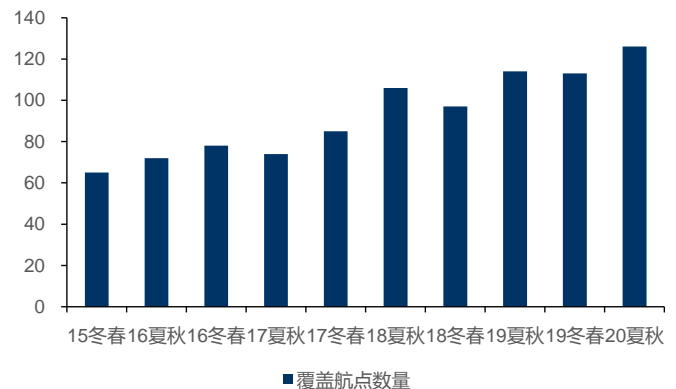
时刻增量看：公司国内周时刻数由 15 年冬春航季的 2236 个，增至 20 年夏秋航季 5316 个，年复合增速（15 冬春-19 冬春）21.3%。

图表 33 华夏航空时刻增速



资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

图表 34 华夏航空覆盖航点数量



资料来源: 民航预先飞行计划, 华创证券

分区域看：新疆与内蒙是两大核心增量区域

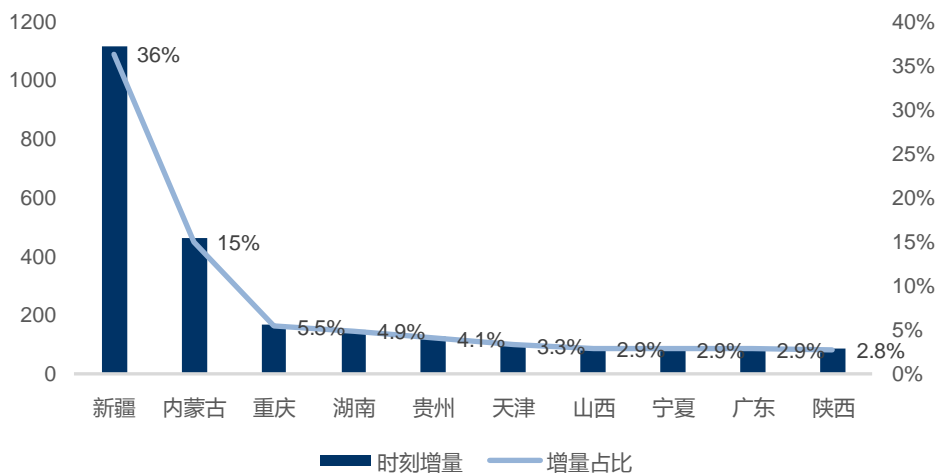
相比 15 年冬春航季，

新疆区域为公司最大时刻增量区域，由 0 增至 1120（18 年中进入新疆市场），占公司期间总增量时刻的 36.4%，占当前公司总时刻的约 21%，我们预计公司在新疆投入 10 架左右过夜飞机。

其次为**内蒙古**区域，增量占比 15%，**新疆与内蒙**两大区域合计占总增量比重超过 50%。

其他增量占比较大区域为**重庆（5.5%）、湖南（4.9%）和贵州（4.1%）**。

图表 35 公司前十大区域时刻增量及增量占比

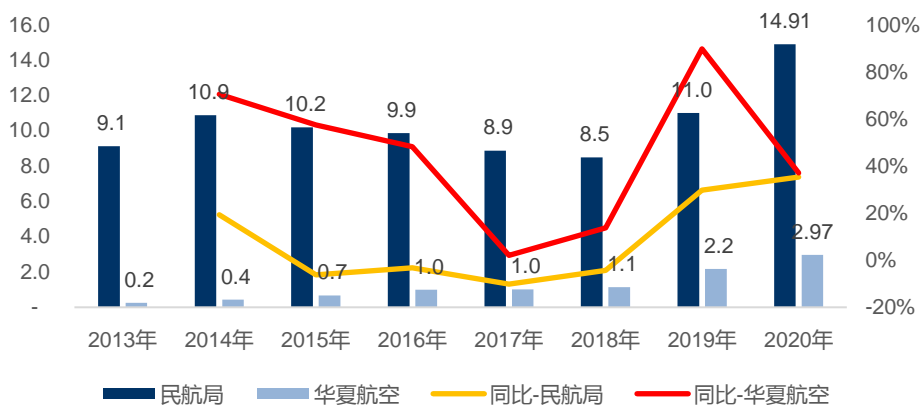


资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

整体看：近 5 年新进入航点/时刻占当前航点总量的 6 成，时刻的 75%。

从民航局支线补贴，侧面印证公司专注于支线市场的开拓。13 年以来，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%，补贴金额排名由第 9 升至第 1，意味着公司在拓展支线市场中的领先者地位。根据公司公告，2020 年公司可获得 2.97 亿民航局支线补贴。

图表 36 民航局及华夏航空支线航线补贴



资料来源：民航局，华创证券

（二）2.0 时代，从线到网，航空综合出行方案服务商雏形初现

1、由线到网，可以有效提升支线机型利用率，深耕区域提升竞争力

离散客源+多次签派，环串飞运营模式将支线机型利用率尽可能提升

不同于干线航空（三大航等为代表）集中-集中的运营逻辑，支线航空是离散到集中，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。

由于两端支线机场客源都不够充沛，西部区域气候、环境也较东部更为多变，飞机日利用率能否保持高位更为考验公司航线设计与运营运维能力。环串飞模式则可以尽可能提升支线机型利用率。

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：

图表 37 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

多次签派、多次起降，航段短，但频次高，这样的运营模式使得公司将飞机日利用小时有效提升到了较高水平。

因国际线飞机利用率远高于国内航线，故我们统一采取三大航与吉祥 A320 机队日利用率小时做比较参考，发现：

华夏航空 2019 年飞机日利用率测算值仅次于春秋与吉祥，高于三大航，而 19 年之前低于同行，我们预计公司以环串飞成网的有效推升了日利用率。而同时构筑以网打线的战略也会使得公司具备深耕区域更强的竞争力。

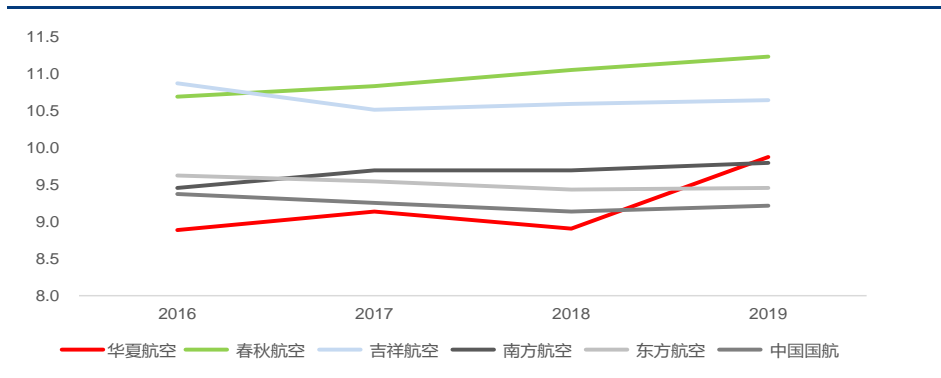
具体我们认为体现在三大模式使用的三大场景：

新疆模式：环串飞成网，打造最适合我国西部地区的支线航空模式

兴义模式：“云上公交”+干支通程，小城市通达核心区域最具性价比解决方案

衢州模式：航空网赋能城市，华东地区的新模式探索

图表 38 飞机日利用小时比较



资料来源：公司公告，华创证券测算

2、新疆模式：环串飞成网，打造最适合我国西部地区的支线航空模式

公司 2018 年中进入新疆市场，到 2019 年末，我们认为新疆模式已经成熟，公司成为新疆区域航空出行综合解决方案的创新者。

1) 创新之处：航线网络设计的创新。不连乌鲁木齐，成功以环串飞模式打造库尔勒作为次枢纽

观察此前新疆市场航网布局：

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；天津航空同样的模式，在新疆区域所有支线均为连接乌鲁木齐航线，将客流集中于乌鲁木齐，然后通过干线网络出疆。

华夏进入后的航网布局：

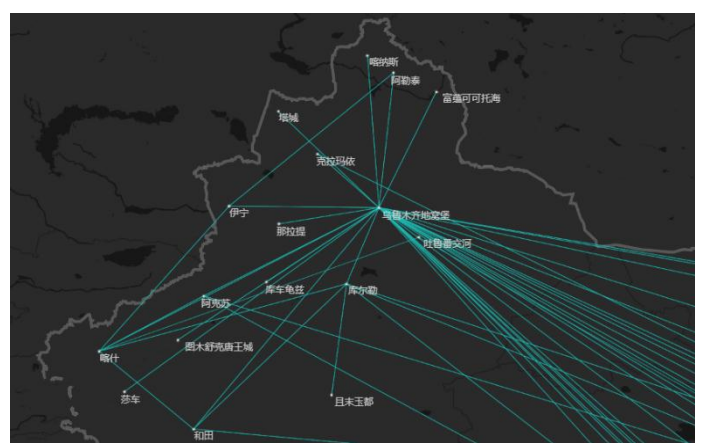
华夏航空则是以疆内环飞串飞为主，形成网状。公司打造新疆库尔勒作为出疆次枢纽，连接疆内二十余个航点，与地方政府一起打造空中丝绸之路。

图表 39 天津航空新疆区域部分航线网络



资料来源：航班管家

图表 40 南方航空新疆区域部分航线网络



资料来源：航班管家

图表 41 华夏航空新疆航线网络



资料来源：公司官网

华夏航空在新疆打造的次枢纽环串飞模式，实质上是国内支线市场的模式创新，其避开乌鲁木齐这一核心枢纽，打造库尔勒作为次枢纽：

一方面激活了新疆疆内需求（避免因乌鲁木齐时刻限制压制疆内出行活跃度），

另一方面也避免了与干线航司的竞争（利于自身开展通程航班等合作业务）。

而其他无论干线航司还是支线航司在航线结构中均以尽可能连接核心枢纽为基础，且没有环飞串飞以推进全域旅游的方式。

2) 效果：速度与效率的典范。2年疆内成网，运力迅速投放，库尔勒等机场吞吐量快速攀升

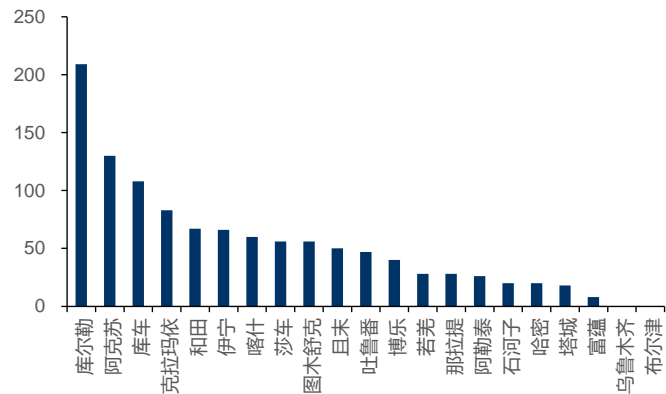
以网带线，2年间投放运力至当前占自身比重 20%左右

航班量：2年 1.5 倍增长。初期周出发航班量 131 班，20 年夏秋航季为 324 班，增量近 1.5 倍。**截止 20 年夏秋航季排班，我们测算新疆航班量占公司的 20%左右。**

覆盖航点：疆内 9 成。经过不到 2 年的运营，公司在新疆已经形成较为发达的运营网络，以 20 年夏秋航季时刻表计算，公司通达疆内 19 个航点，占比达到 90%（新疆 21 个机场，公司仅布尔津和乌鲁木齐机场未覆盖）

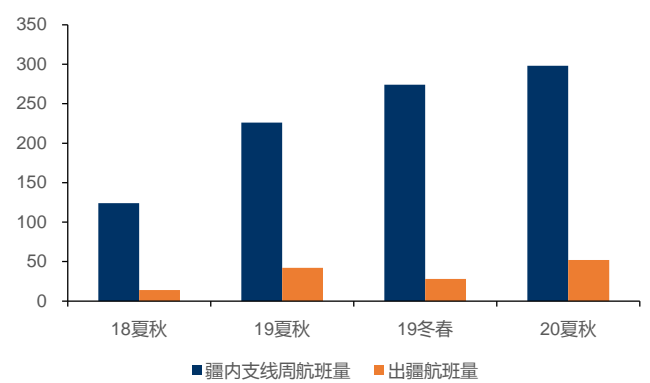
航线角度：环串飞成网。根据 2020 年夏秋季时刻表测算，公司涉疆航线 38 条，其中疆内支线航线共 33 条，每周提供班次 298 班，均为支支串飞或环飞方式；另有出疆航线 5 条，每周提供往返班次 52 班；合计周航班 350 班，测算单日涉疆航班 50 班，其中疆内 43 班，**测算公司在疆投放 10-12 架飞机，占自己机队规模的 20%左右。**

图表 42 华夏航空新疆各航点时刻数（20 夏秋航季）



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 43 华夏航空新疆航班量



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

公司倾力打造，库尔勒等机场吞吐量迅速攀升。目前库尔勒时刻占公司新疆总体时刻的近 20%，20 年夏秋航季共有 16 条疆内支线经过库尔勒，此外出疆 5 条航线中 4 条为库尔勒出发。

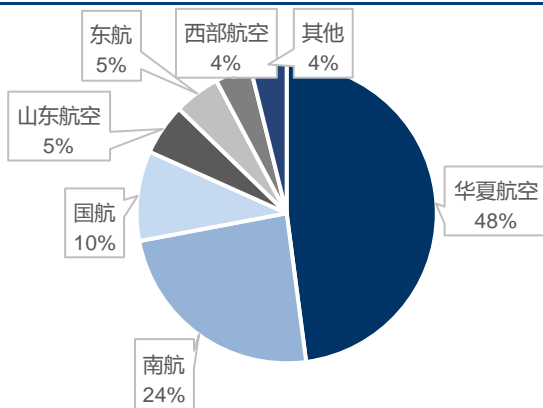
机场数据看：库尔勒机场旅客吞吐量在 2018 年开始快速提升，由 17 年 128 万人次，迅速提升至 19 年 220 万人，2 年接近翻倍；起降架次 2019 年 2.4 万架次，较 17 年翻倍以上。（2017-19 年旅客吞吐量增速分别为 11.5%、36.2% 及 26.3%，起降架次角度 2019 年较 17 年翻倍以上，17-19 年增速分别为 11%、53% 及 35%。）

机场排名看：库尔勒机场起降架次排名从 100 名提升至 80 名，吞吐量从 74 名提升至 70 名（2017-2019 年）。

当前库尔勒机场航空公司构成：库尔勒机场开通 33 个航点，华夏航空覆盖 22 个，占比约 7 成，其中独飞 14 个。

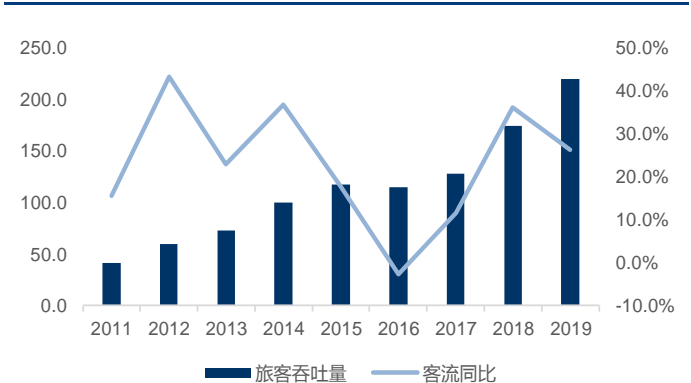
航班占比：华夏航空占比 48%，南航占比 24%，国航占比 10%，三家占比 82%。

图表 44 库尔勒机场航司航班量构成



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 45 库尔勒机场旅客吞吐量（万人）



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 库尔勒机场航司航班量构成

性质	航点	周航班量	华夏	航点	周航班量	华夏	性质	航点	周航班量	华夏	国航	南航	其他
疆内独飞	阿克苏	14	100%	那拉提	8	100%	出疆共飞	重庆	22	36%			64%
	阿勒泰	14	100%	莎车	14	100%		成都	42	33%	33%	33%	
	博乐	14	100%	石河子	14	100%		兰州	18	22%	78%		
	富蕴	8	100%	塔城	6	100%	未经营	北京大兴	14		100%		
	哈密	4	100%	图木舒克	14	100%		北京首都	28		50%	50%	
	克拉玛依	25	100%	吐鲁番	10	100%		杭州	6		100%		
库车	20	100%	西宁	18	100%	呼和浩特		14				100%	
						青岛		14				100%	
						厦门		6				100%	
						石家庄	4					100%	
						武汉	8		100%				
						西安	34				24%	76%	
						郑州	62				23%	77%	
新疆-乌鲁木齐	乌鲁木齐	60			90%	10%							

资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

3) 可复制性：云南市场或为新疆样板复制性的试金石

2019 年数据显示：云南虽然面积仅为新疆的四分之一，但 GDP 及人口接近新疆两倍，旅客收入突破一万亿元，是新疆的 3 倍，接待旅客人数是云南的 4 倍。

从航空旅客吞吐量角度看，云南省机场 19 年旅客吞吐量 7053 万人，是新疆 3754 万人的 188%，而构成上，昆明占据云南 68% 的份额，与乌鲁木齐占新疆 64% 的份额相近。CR3 占据 86%，超过新疆 CR3 占比 10 个百分点。

从这个意义上，云南市场是相似于新疆，并适合支线航空发挥效用的市场。

图表 47 新疆与云南数据比较

指标	单位	新疆	云南	云南/新疆
GDP	亿元	13597	23224	171%
常住人口	万人	2523	4858	193%
面积	万平方千米	166	39	24%
旅游收入	亿元	3400	11035	325%
接待旅客	亿人	2	8	400%
航空旅客吞吐量	万人	3754	7053	188%
同比		12%	4%	
省会		乌鲁木齐	昆明	
省会机场旅客吞吐量	万人	2396	4808	201%
同比		4%	2%	
省会旅客吞吐量占比		64%	68%	
机场个数		21	15	
CR3 吞吐量		76%	86%	

资料来源：Wind，民航局，华创证券

与开拓新疆市场类似的是，华夏航空进入云南，不连接昆明，而是率先选择德宏作为切入点。

2020年7月20日，云南德宏州与华夏航空签约仪式暨德宏基地启动仪式在芒市机场举行，华夏航空首架云南过夜运力已进驻德宏芒市机场，并于当天成功执行芒市至澜沧航线首飞。

德宏是我国面向南亚、东南亚辐射中心的关键节点，是中缅经济走廊的门户枢纽，在“一带一路”建设中具有特殊地位和作用。近年来，德宏州充分发挥区位优势，实现了民航事业的快速发展。

比较德宏与库尔勒的数据，我们发现：

德宏芒市机场2019年旅客吞吐量212万人，略低于库尔勒机场的220万人，显著高于2018年华夏航空切入库尔勒时的旅客吞吐量，从游客及旅游收入角度看，德宏均数倍于库尔勒。

图表 48 德宏与库尔勒数据比较

	单位	德宏	库尔勒	德宏/库尔勒
GDP	亿元	503	704	-29%
常住人口	万人	130	48	172%
面积	万平方千米	1.2	0.7	58%
旅游收入	亿元	564	35	1530%
接待旅客	万人	2946	707	317%
航空旅客吞吐量	万人	212	220	-4%
同比		17%	26%	

资料来源：Wind，民航局，华创证券

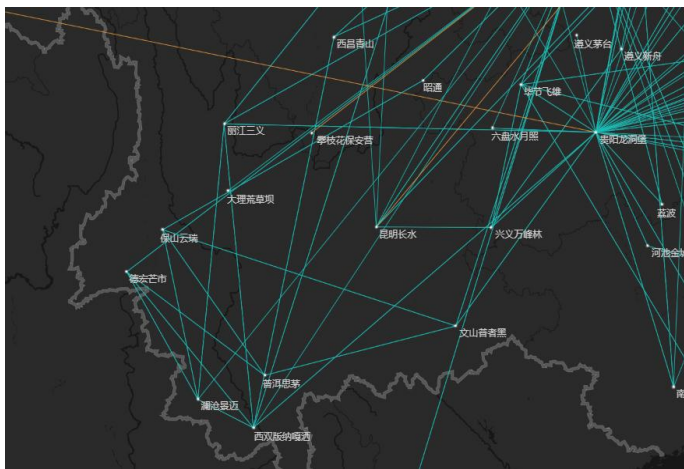
德宏基地设立后，华夏航空将补充完善云南省内的支支网络，支撑“大滇西旅游环线”建设，未来将进一步支撑省内外贸易往来、人员流动的空中通道，德宏也将随着航空网络辐射范围的延伸而更好地融入区域协调发展，激活城市发展活力。

目前已经开通德宏-西双版纳，德宏-普洱，德宏-澜沧，丽江-澜沧，西双版纳-澜沧，大理-普洱，普洱-保山，昭通-保山等省内环线。

比较华夏与东航在云南省内的布局：

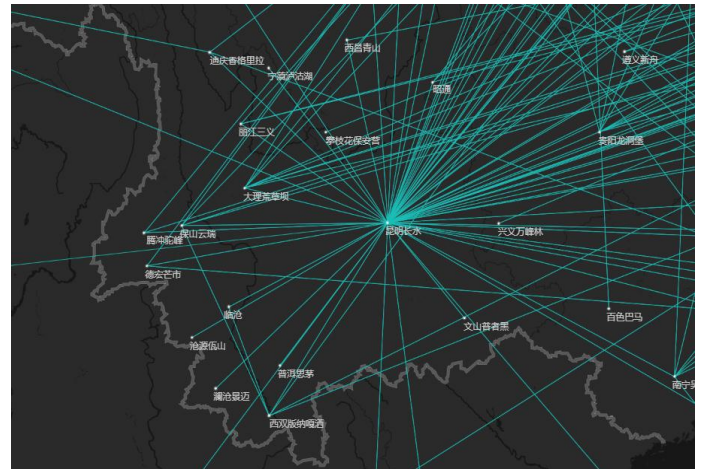
与华夏和南航在新疆相似的是，华夏做省内环串飞，不连核心枢纽，而南航与东航均选择了以乌鲁木齐、昆明为核心枢纽做放射状布局。

图表 49 华夏航空云南部分航线网络



资料来源：航班管家

图表 50 东方航空云南区域部分航线网络



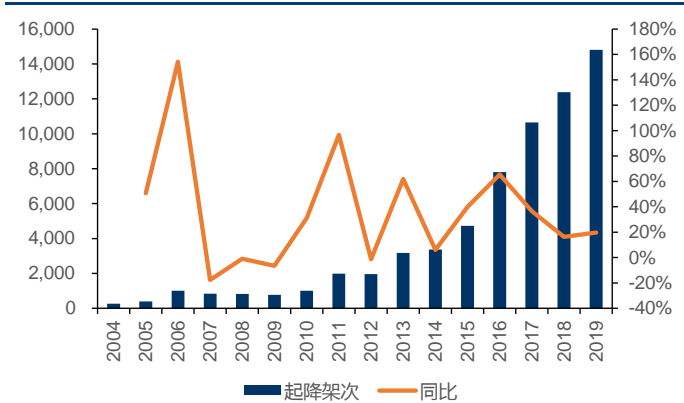
资料来源：航班管家

参考公司 18 年中进入新疆，19 年其他收益预计 3 亿左右来自“疆补”，我们预计公司在西部市场，云南、四川、西藏等地 2 年间存在较大概率复制新疆市场体量的可能，即帮助公司 2022 年达到 10 亿+利润体谅

3、兴义模式：“云上公交”+干支通程，小城市通达核心区域最具性价比解决方案

兴义机场于 2004 年 7 月建成通航，2019 年兴义机场完成旅客吞吐量 138.46 万人次，同比增长 23.5%，全国排名第 91 位。

图表 51 兴义机场起降架次



资料来源：Wind，华创证券

图表 52 兴义机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华创证券

华夏航空“云上公交”模式：15-17 年连续三年增速超 70%，助力兴义机场吞吐量过百万。

支线机场通航初期：政府最大痛点在于开航-断航-复航之间的“时断时续”。

2015 年 7 月 1 日，华夏航空联合兴义机场正式推出“云上公交”产品，产品开通后，兴义与贵阳的每日往返航班将新增 4 班（2 个来回）；2018 年 10 月：华夏航空在兴义投放过夜飞机，兴义万峰林机场是贵州省第一个有过夜飞机正式驻场的支线机场。其效果是：2015-17 年连续三年兴义机场旅客吞吐量超过 70%，并在 2018 年突破百万吞吐，而 14 年仅 17 万吞吐量。

2019 年冬春季以来，兴义-贵阳每天共 8.5 班，部分可达到 10 班，其中华夏 8 班，多彩贵州 2 班，华夏航空航班出

发时间从早上 7 点至晚上 11 点，基本 1-2 小时左右一班，成为名副其实的“云上公交”。

我们统计国内部分主要航线 2018 年日航班量，单向日班次超过 10 次的仅有 80 条航线左右，且基本均为千万级以上城市互飞航线，如北京-福州、上海-乌鲁木齐、大连-南京、上海-太原等，仅就班次而言，贵阳-兴义航线属于显著“高配”。而这样的配置使得兴义与省会贵阳联系紧密，刺激了当地社会经济、旅游业等的发展。

图表 53 贵阳-兴义当前航班时刻分布

	执飞航司	出发	起飞时间	达到时间	到达
去程	华夏	贵阳	7:15	8:10	兴义
	多彩贵州	贵阳	7:40	8:35	兴义
	华夏	贵阳	10:50	11:45	兴义
	华夏	贵阳	14:05	15:00	兴义
	华夏	贵阳	17:25	18:20	兴义
	多彩贵州	贵阳	18:35	19:35	兴义
	华夏	贵阳	19:30	20:25	兴义
	华夏	贵阳	20:45	21:45	兴义
	华夏	贵阳	21:10	22:05	兴义
	华夏	贵阳	22:50	23:45	兴义

资料来源：预先飞行计划管理系统，华创证券

兴义-贵阳-“全国”，通程航班模式实现小城市通达性提升最优解

华夏航空在贵阳-兴义航线上的成功，除了契合当地民众需求、积极培育市场和坚定支线战略外，另一大成功要素即依托自身航线网络，积极开发干支结合的通程航班产品。

通程航班的意义在于解决低线城市通达核心大城市的需求。低线城市直达北上广等核心城市都会面临核心机场时刻紧缺、时刻优先保障其他大城市连接需求、潜在需求相对不足或航司开通动力不强等因素掣肘。

通程航班是解决该问题的最优方案。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。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。

图表 54 兴义-上海/北京航线

模式	航班号	起飞	通程	落地	后半程	时长
兴义-上海						
华夏通程	G58943K	7:20	重庆 停 2小时35分	13:35	虹桥 吉祥	6:15
	G52399H	12:25	贵阳 停 1小时30分	17:10	虹桥 吉祥	4:45
	G58509H	13:40	贵阳 停 2小时30分	19:50	浦东 国航	6:10
	G521F9C	17:15	遵义 停 2小时5分	23:15	浦东 东航	6:00
直飞	东方航空MU7325	13:10		16:15	浦东	3:05
	东方航空MU7312	22:30		次日1:30	浦东	3:00
兴义-北京						
华夏通程	G51991Z	9:00	贵阳 停 1小时35分	14:30	首都 国航	5:30
	G58509B	13:40	贵阳 停 1小时45分	19:20	首都 国航	5:40
	G547R9Y	9:00	贵阳 停 2小时10分	14:55	大兴 河北	5:55
	G547P7E	7:20	重庆 停 2小时45分	14:15	大兴	6:55
直飞	河北航空NS8004	20:35		23:35	大兴	3:00

资料来源：携程旅行网，公司官网，华创证券

通程模式实现多方共赢：

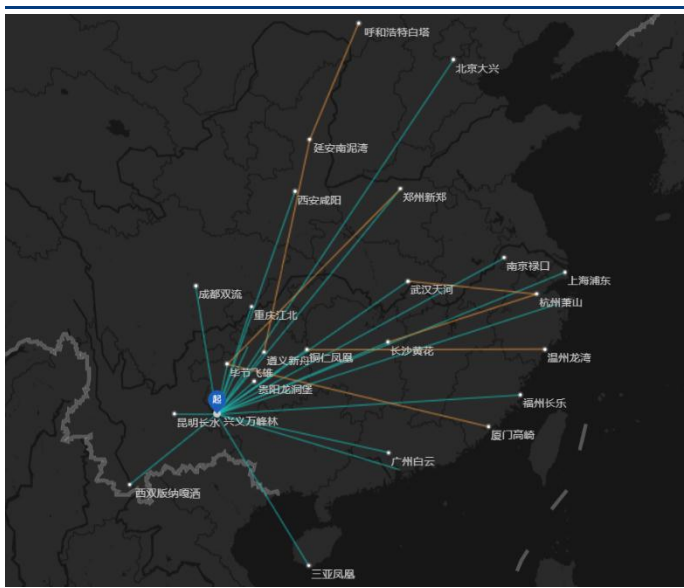
对于旅客来说，实现了更多元的选择，同时因公司可选择贵阳、重庆这样的基地作为通程中转点，保障能力强，当半程航班出现变化时，可及时调整衔接，而直飞航班一旦出现变化，则可能导致当日无法实现通达。

对地方政府来说，兴义直飞北上广等核心枢纽城市航线，预计需要更高的运力采购金额或航线补贴，而采用通程航班模式，当地政府仅需对如兴义-贵阳进行运力采购，后半段连接公司通程网络，财政支出更少，而通达性更高。

往往地方政府希望开通直飞各大城市的航线，投入资源多但效果一般，原因在于需求不足收益水平难以保障、航司动力不强等，航线的不稳定等。

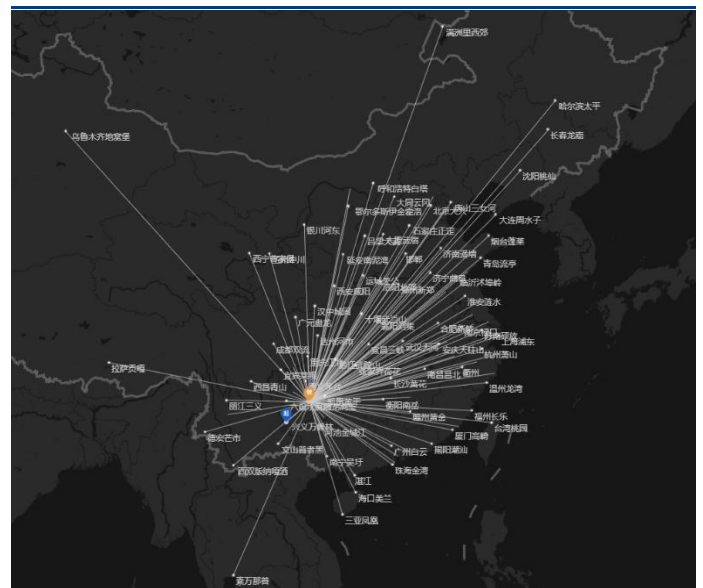
以兴义-贵阳-全国的模式看，兴义-贵阳航段保持高频次公文化运营，而贵阳有通达全国的合作网络，即为解决上述矛盾的最优解，既可以方便兴义人民通达全国各大城市的需求，帮助地方政府及当地机场实现对外通达性的需要，也方便其他区域民众前往兴义，稳定且有效的提升当地交通条件，继而带动当地经济持续快速发展。

图表 55 兴义机场航线网络



资料来源：航班管家

图表 56 兴义通过贵阳转机/通程航线网络



资料来源：航班管家

兴义模式：适用于新支线机场投产后的运营以及现有支线机场航网结构的优化升级。支线机场投建初期，遭遇“有机场，缺航线”，几乎是通病和地方政府的痛点，而兴义模式恰恰可以解决该矛盾，同时在国内有诸多应用空间，包括但不限于新支线机场投建后的运营以及现有支线机场网络结构的优化升级。

4、衢州模式：航空网赋能城市，华东地区的新模式探索

关键词：东西串联、航网赋能

华东区域陆地交通发达，高铁、高速公路资源是当前西部难以媲美，因此在华东各省内难以复制新疆环串飞模式，我们认为公司在衢州探索的新模式：**东西串联、航网赋能**。

查阅衢州机场航线，2020 夏秋季共有 6 家航司（华夏、山东、深圳、厦门、中联航、九元）开通了 13 个通航点，其中华夏独家运营了通往西部 5 条航线中的四条，分别为衢州-成都、贵阳、重庆、西安，以及衢州-舟山浙江省内第一条支线航线。

从时刻安排上，山东航衢州-昆明、深圳航空衢州-深圳、华夏航空衢州-西安、九元衢州-广州为次日凌晨到达的红眼航班。

图表 57 衢州机场通航点及运营航司

航司	航点
华夏航空 (G5)	成都、贵阳、重庆、西安、舟山
山东航空 (SC)	青岛、海口、昆明、济南
深圳航空 (ZH)	大连、深圳
厦门航空 (MF)	北京大兴
中国联合航空 (KN)	北京大兴
九元航空 (AQ)	广州

资料来源：衢州机场官网，华创证券

从开拓航线思路，

第一步：利用公司现有西部航网，开通衢州直飞西部城市航线，以及通过通程航班，进行东西串联，提升衢州前往西部地区的便捷性。

如：衢州-重庆-库尔勒：两程均有华夏航空执飞，可将衢州直接通达新疆，再由疆内航网进行集散。

第二步：将衢州作为华东一个干支-支支结合的次级枢纽，通过航线加密提升衢州对周边城市的吸引力。

我们观察到在运营前述航线后，2020 年 8 月公司开通了衢州-舟山，每周 2、4、6 执飞，单程 1 小时，这是浙江省内第一条支支航线。该航线开通后，一小时通达，大大方便了两地商贸、旅游往来，进一步推动省域一体化高质量发展，服务国内区域经济发展大循环。

同时，正如前述分析，支线模式是离散到离散，即舟山-衢州的客群诉求未必是将衢州作为终极目的地，而存在部分将其作为中转点，于是可发挥通程航班的优势，进一步提升舟山出行通达性。

如**舟山-衢州（经停 40 分）-西安**，每周二四六执飞，晚上 9 点 10 分出发，次日凌晨 1 点 40 到达，在此之前仅春秋航空每周 1357 直飞舟山-西安，时间为下午 1 点 20 起飞。

图表 58 华夏航空衢州航线一览

周排班	始发地	目的地	起飞	降落
2.4.6.	衢州	西安	2140	0030
1.3.5.7	衢州	重庆	0950	1215
2.4.6.	衢州	重庆	2015	2240
1.3.5.7	衢州	贵阳	1015	1230
1.3.5.7	衢州	成都	1505	1740
2.4.6	衢州	舟山	19:30	20:30

资料来源：公司官网，华创证券

图表 59 衢州通程航班模式下提升通达性


资料来源：公司官网，华创证券

我们可以理解为当衢州开通了前往西部区域的航线后，才有了舟山到衢州的航班开通。而未来一旦结合通程产品的多样化，衢州连接西部航线加密后，我们认为会通过航空网络赋能衢州，吸引更多衢州可以辐射的地区，以及类似舟山的支线机场开通支支航线，提升衢州城市地位。即：衢州的发展空间将随着华夏航空网络辐射范围的延伸而得以成倍扩展，这一空中网络的通畅，将促进当地经济的发展以及与航空上下游产业链的完善。

四、不同的市场机遇，持续的成长路径

（一）我国市场需求分布：二八分化下注定下沉市场具备更强需求潜力

我国机场分布现状来看，呈现典型的“二八分化”

从数量看：300万吞吐量以下机场个数占比约8成。据民航局统计公报，截止2019年底我国共239座机场（不含港澳台），其中吞吐量在千万之上的39座，占比16.3%，300-1000万吞吐量的机场16座，占比6.7%，合计23.0%，300万吞吐量以下的机场占比达到了77%。

从吞吐量看，千万级以上机场完成的吞吐量达到11.3亿人次，占全国吞吐量13.5亿的83%。典型的“二八分化”，20%左右的机场占据了全国八成的客运量。

从市场容量来看，干线市场容量更大，增速较慢，对应的支线市场容量和占比均较小，但增速更快，市场空间潜力更大。

图表 60 机场行业数据统计

吞吐量	机场数量	占比	2019年旅客吞吐量(万)	增速	占比	2019年起降架次(万)	增速	占比	单机旅客	增速
1000万以上	39	16.3%	112631	4.8%	83.3%	793	2.7%	68.0%	142	2.1%
300-1000万	16	6.7%	8606	11.7%	6.4%	95	8.1%	8.1%	91	3.3%
300万以下	184	77.0%	13925	22.8%	10.3%	267	11.0%	22.9%	52	10.6%
合计	239		135162	6.9%		1166	5.2%		116	1.6%

资料来源：民航局，华创证券

纵向来看，统计近5年和10年分等级机场旅客吞吐量复合增速，一线核心机场的时刻总量增速受到了限制，而越下沉机场增速越快。

5年复合增速：1-5线机场分别为5.5%、8.9%、10.6%、14.5%和18.9%；

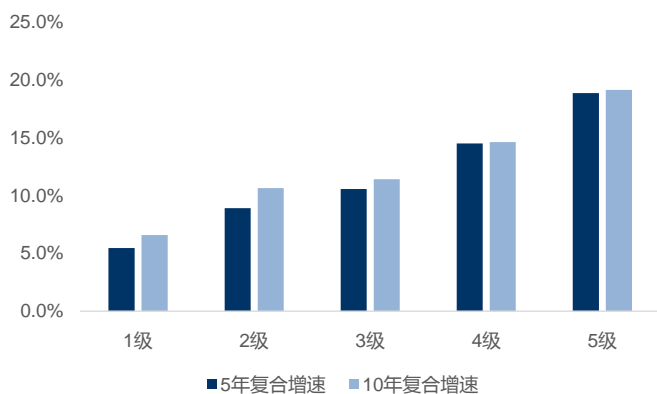
10年复合增速：1-5线机场分别为6.6%、10.6%、11.4%、14.6%和19.1%。

绝对增量看：2019年，5线机场（50名之后，支线机场为主）以仅占10%多的旅客量占比，贡献了约三分之一的增量，1-2线和3-4线（11-50名机场）各以40%多占比，分别贡献1/3左右增量。

从增量分布来看，全国民航需求呈现市场越下沉增速越快，绝对增量越大的局面。

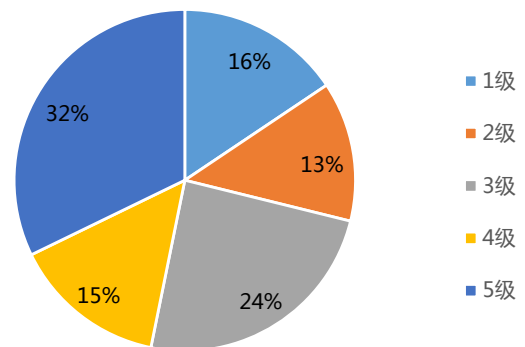
（注：我们以北上广深5大机场为一级，其他前十大机场为二级，吞吐量11~30为三级，31~50为四级，50+为五级，即为支线机场）

图表 61 机场分等级旅客吞吐量增速



资料来源：民航局，Wind，华创证券

图表 62 各等级机场增量吞吐量占比



资料来源：民航局，Wind，华创证券

增量最大机场：

1级机场包括北上广深共6大机场，绝对增量来看，19年广州和深圳分别增长366万和358万位居前二，分别占总增量的27%和26%，但考虑大兴机场9月启用即达到314万旅客，预计后续大兴机场贡献该等级绝大部分增量。

2级机场为除北上广深机场之外的前十大机场，绝对增量成都、西安、重庆接近，分别为291、257和319万人，分别占比25%、22%和28%。考虑成都天府机场即将启用，预计成都后续增量较大，其他机场当前均有较大规模改扩建规划（昆明S1卫星厅、西安三期扩建、重庆T3B和四跑道、杭州三期扩建），将贡献较大增量。

3级机场为11-30名机场，增量较大为武汉、南京、贵阳，分别占总增量比重12.5%、9.5%和8.6%；

4级机场为31-50名机场，增量较大为银川、烟台、合肥，分别占总增量比重12.8%、12.7%和9.2%；

5级机场为50名以外机场，增量较大为泸州、淮安、佛山，分别占总增量比重5.8%、3.0%和2.7%。

增速最快机场：

1级机场5年复合增速最快为浦东（8.1%）、深圳（7.9%）和广州（6.0%），10年复合增速最快为浦东（9.1%）、深圳（8.0%）和广州（7.1%），。预计后续为大兴机场，基数更低，且绝对增量最大；

2级机场5年复合增速最快为西安（10.0%）、杭州（9.5%）和重庆（8.9%），10年复合增速最快为重庆（12.3%）、西安（11.9%）和杭州（10.4%）；

3级机场: 5年复合增速最快为兰州(18.4%)、济南(15.1%)、天津(14.6%)、南京(13.4%)和长春(13.4%)，10年复合增速最快为兰州(18.3%)、天津(15.2%)、郑州(14.8%)、贵阳(14.4%)和乌鲁木齐(13.8%)；

4级机场: 5年复合增速最快为绵阳(30.8%)、泉州(24.8%)、珠海(24.7%)、揭阳(20.7%)和烟台(18.5%)，10年复合增速最快为绵阳(30.9%)、石家庄(24.6%)、珠海(24.4%)、常州(22.4%)和揭阳(19.2%)；

5级机场中较多机场投产不久，我们剔除掉2010年之后启用的机场(初期增幅扰动较大)并剔除当前吞吐量仍在40万以下机场(波动较大且不稳定)及其他非正常状态机场(停航等)，则5年复合增速最快为克拉玛依(57%)、兴义(51%)、佛山(49%)、安庆(42%)和威海(41%)，10年复合增速(剔除06年之后启用机场)最快为兴义(45%)、克拉玛依(39%)、铜仁(38%)、庆阳(37%)和梅县(35%)。

(二) 春秋航空新机遇：国内一线机场扩建+亚洲市场海外航司运力退出

1、一线机场扩建：高收益市场放量有助于公司提升单机收益

我们统计1-2级机场来看，除上海虹桥外，其他机场均有较大规模改扩建计划或即将建成启用。

尤其西南重镇成都天府机场预计2021年启用。

假设2030年均恰好达到目标吞吐量(北京大兴和成都天府分别按照1亿和9000万计)，虹桥、双流按照当前吞吐量计，则2030年1-2级机场共可满足旅客吞吐量10.8亿人次，当前为3.5亿人次，复合增速6.2%。

其中1级机场复合增速4.7%，2级8.2%。

图表 63 1-2级机场新建和改扩建计划

城市	机场	新建或改扩建进展	当前硬件配置	当前产能	目标产能	2019年旅客吞吐量
成都	天府机场	在建, 预计2021年7月启用	T1/T2航站楼共67万平; 3跑道		2025年4000万	
北京	大兴机场	19年9月启用	T1航站楼70万平; 4跑道		2025年7200万	314
上海	浦东机场	规划建设T3航站楼	T1/T2/S1/S2合计138万平; 4跑道	2025年8000万	2030年1.3亿	7615
广州	白云机场	规划建设T3航站楼, 2条跑道	T1/T2合计140万平; 3跑道	2020年8000万	2030年1.2亿	7338
深圳	深圳机场	规划建设T4航站楼及三跑道	T3航站楼45万平; 2跑道	2020年4500万	2030年8000万	5293
昆明	天水机场	规划建设T2航站楼, S1,S2卫星厅	T1航站楼55万平; 2跑道	2020年3800万	2030年1.2亿	4808
西安	咸阳机场	规划建设东航站楼, 3条跑道及其配套	T1/T2/T3A共35万平; 2跑道	2020年5000万	2030年8300万	4722
重庆	江北机场	规划建设T3B航站楼, 第四跑道	T1/T2/T3A共73万平; 3跑道	2020年4500万	2025年7500万	4479
杭州	萧山机场	规划建设T4航站楼、交通中心等	T1/T2/T3共37万平; 2跑道	2020年3300万	2030年9000万	4011

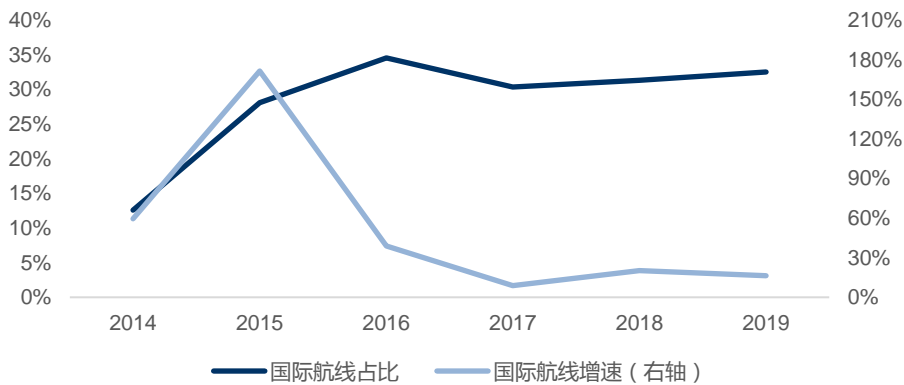
资料来源：各机场官网，华创证券综合整理

2、国际业务：亚洲市场海外航司运力退出为春秋提供拓展机遇

1) 日韩及泰国市场是公司国际线的主力。

按照ASK统计，公司国际线占比从2014年的13%提升至2019年的33%左右。2019年公司国际航线中三大主力航线泰国、日本和韩国航线运力按可用座公里计算合计较18年增长18.2%，占据国际航线比例达到82.8%。

截至2019年末，国际航线境内出发地28个，境外目的地18个，包括泰国(曼谷等5个目的地)、日本(东京等7个目的地)、韩国(首尔及济州)、柬埔寨(金边)、马来西亚(沙巴)、新加坡和缅甸(仰光)。

图表 64 春秋航空国际航线 ASK 占比及增速


资料来源：公司公告，华创证券

2) 亚洲市场海外公司运力退出或为春秋未来新机遇

疫情对全球航空业都带来了巨大的冲击，前文我们分析春秋以其极致的低成本基因及危机意识充沛的现金流抵御了行业风险，而我们统计亚洲区域内，有多达 10 家航空公司宣布削减机队规模计划，不完全统计削减机队数量 245 架，占这些公司机队规模的 16%，相当于春秋机队规模的 2 倍以上，其中不乏亚航这样的低成本代表公司。在疫情逐步消除后是春秋进一步开拓市场的机遇。

图表 65 亚洲地区削减飞机公司整理

时间	区域	公司	事项	机队规模	削减飞机 (破产)	占比
11月	泰国	NOK Air	进入破产重整	22	22	100%
11月	泰国	泰国航空	债务重组获法院批准,出售34架飞机,包括10架波音747-400,6架波音777-200,6架波音777-300,6架空客a340-600,3架空客a340-500,2架波音737-400,1架空客A300	103	34	33%
11月6日	日本	日航	年内将通过公募增资等筹措1679亿日元(约合人民币108亿元)。这是该公司在经历经营破产后的2012年再次上市以来首次增资。	231		0%
11月6日	新加坡	新加坡	新航集团在第二财季净亏23.4亿新元(约合117亿元人民币),再创季度净亏纪录。宣布退役26架飞机,包括7架空客a380,4架波音777-200,4架波音777-300,9架空客a320,2架空客a319。新航集团减少4300个职位。	186	26	14%
10月25日	日本	全日空	全日空2020年度的赤字达到了史上最高的5000亿日元(约合人民币320亿元)。公司名下的约30架的飞机或将陆续出售。2022年前裁减约3500名员工。	292	30	10%
10月22日	马来西亚	亚洲航空	亚航关闭日本、印尼公司。注销其在泰国亚航49%的股份。计划出售印度亚航股份。亚航有限公司计划将60架飞机归还租赁公司。亚航远程重组152亿债务。	200	60	30%
10月21日	中国香港	国泰航空	结束国泰港龙运营(48架);并削减8500个岗位	235	48	20%
8月25日	泰国	狮航	机队从30架减少至10架,并陆续裁减员工数量。合计裁员500人。	30	20	67%
7月9日	菲律宾	宿务太平洋	将于8月份裁员超过800人	75		0%
7月3日	新加坡	捷星亚洲	裁减约180名雇员,相当于整个公司26%的劳动力。与此同时,公司大部分员工的休假期限也将被延至12月。此外,公司还会减掉5架空客A320客机,这将使其在役机队规模缩减至13架飞机。	18	5	28%
6月3日	印尼	印尼鹰航	裁员700名飞行员	160		0%
		合计		1552	245	16%

资料来源：各公司官网，Wind，华创证券整理

（二）华夏航空机遇：国内支线机场大建设+国产民机机遇期

1、支线航空：新兴市场，增速快，潜力大，预计 3-4 年翻倍规模

1) 一看支线机场建设规模：

支线机场建设规模是支线市场发展的基石：根据发改委《全国民用运输机场布局规划》，**预计到 2025 年全国民用运输机场规划布局 370 个，截至 19 年底为 239 个，增长 55%。新建机场绝大部分为支线机场**，假设 131 座新增机场中 85% 是支线机场，则新增 111 个支线机场，相当于 2019 年底 184 个机场的 60%。

从单机场的客运量来看，当前支线机场 67 万人，而 100 万人作为阶段性分水岭，假设培育期后 2025 年达到该水平，则新建与当前合计 300 座支线机场，可达到 3 亿吞吐量，是 19 年的 2.2 倍。

《新时代民航强国建设行动纲要》，**预计 2035 年“运输机场达到 450 个左右，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元”，预计支线机场总数量将近 400 个，是现在的 2.2 倍。**

2) 二看下沉市场旅客消费升级潜力：

出行渗透率看，我国 2019 年出行 6.6 亿人次，人均出行约 0.47 次，但实质上我国未曾乘机出行过的人数超过 10 亿人，我们认为大部分分布在支线机场覆盖的区域，相比全国市场有更大的增量空间。

3) 三看支线机场时刻获取增量快于一线机场。

因此，我们认为未来支线机场吞吐量增速维持 20-25% 的复合增速，则对应 3-4 年翻倍的规模。

中西部将贡献重要增量。新建机场分布中，中西部地区（内蒙古、新疆、甘肃、青海、宁夏、陕西、西藏、四川、重庆、贵州、广西、云南 12 省市）新建 71 个，占总新建数量 52%。

图表 66 新增机场分布（中西部省市）

省市	2015 年	规划新增	2025 年
内蒙古	16	10	26
广西	7	4	11
重庆	4	1	5
四川	14	8	22
贵州	11	5	16
云南	15	10	25
西藏	5	5	10
陕西	5	4	9
甘肃	9	5	14
青海	7	6	13
宁夏	3	1	4
新疆	21	12	33
中西部合计	117	71	188
全国	235	136	370
中西部占比	49.8%	52.2%	50.8%

资料来源：民航局，华创证券

具体到公司看：

观察公司布局，近年来逐步与全国支线市场匹配，但仍存在显著低配的适宜区域。

我们统计，全国维度看，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。华夏航空从 2015 年开始不断进行航班调整后，总体分布已与国内整体分布较为契合。

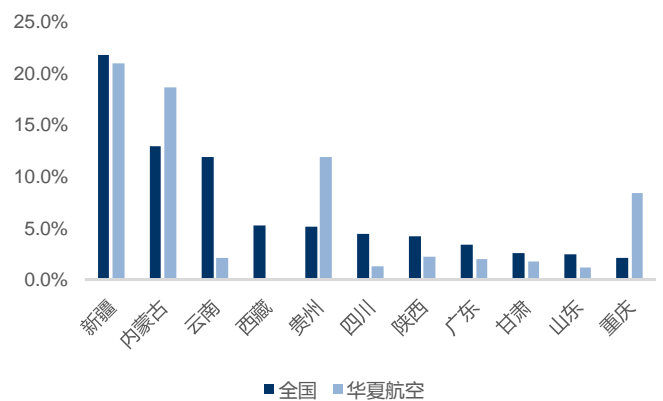
公司在全国分布最大的新疆、内蒙均加大了投入比例，而相比较全国而言，可以看到全国占比达到 12% 的云南市场，公司占比仅 2%，而西藏市场公司未有涉猎，某种程度也是此后可拓展区域。

图表 67 华夏航空与全国支线航线区域分布表

	全国	华夏航空
新疆	21.9%	21.1%
内蒙古	13.0%	18.7%
云南	11.9%	2.1%
西藏	5.3%	-
贵州	5.1%	12.0%
四川	4.5%	1.3%
陕西	4.2%	2.2%
广东	3.4%	2.0%
甘肃	2.6%	1.8%
山东	2.4%	1.2%
重庆	2.2%	8.5%

资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

图表 68 华夏航空与全国支线航线区域分布图



资料来源：民航预先飞行计划，华创证券

2、国产民机的机遇期

我们认为华夏航空需求端具备较强的潜力可激活，而运力端是否能匹配需求开拓是后续观察点。

A320:订单：尚有 28 架 A320 待交付，预计在 2024 年前交付完毕，每年约引进 5-7 架。静态座位数来看，则后续每年引进座位增量约为目前的 16%-23%。

更为重要的是，“国产民机”将护航公司未来运力增长。

公司今年拟与商飞签订《飞机买卖协议》等相关协议，百架国产民机中，50 架确认为 ARJ21 系列飞机（2025 年前交付完成），另 50 架可全部或部分为 C919 系列飞机。我们认为百架国产民机将有效助力公司航网拓展。

1) ARJ21 机型的引进将有效补充公司支线机队规模，强化持续开拓新市场的能力。公司在机型组合搭配中，利用 CRJ900 机型航段成本低的特点，进行支线市场开发与培育；利用 A320 机型具备较低的单座公里成本的特点，承接 CRJ900 培育相对成熟的市场，充分挖掘市场潜力，取得良好效益。引进 ARJ21 支线机型，可视为公司支线机队的有效补充

2) 特别关注，ARJ 机型的高原性能将利于公司开拓高原市场。ARJ21 具备更强的高原性能，未来随着运营深化，或将有效填补公司在高原市场一定程度的缺失。

3) 将有效降低汇率波动影响。ARJ21 与 C919 均为国产民机，预计为人民币结算，将进一步降低汇率波动带来的财

务影响。

4) 运力保持快速增长。

根据引进计划：2020 年交付 2 架 ARJ21（11 月引进了首架），2021-22 年分别计划交付 6 及 8 架，则 2021-22 年公司运营 ARJ21 机队分别为 8 及 16 架，

CRJ900 保持 38 架规模，而 A320 机队分别为 19 及 24 架，则 2021-22 年公司平均静态座位数增速分别为 19% 及 23%，保持 20% 左右的增速，2022 年末较 2019 年底将至少是 70% 的座位数空间。

五、投资建议及风险提示

1、行业展望：

运力端：受疫情影响，航空公司整体在削减飞机引进数量、推迟飞机引进计划，7 大上市公司合计 9 月底机队 2866 架，相比 19 年底 2882 架净减少 16 架。2019 年底全国共有客运飞机 3645 架，上市公司占比约 8 成。

需求端：10 月我国航空旅客人数同比下降仅 11.7%，国内旅客人数自 9 月起已经基本恢复，我们预计国内航线旅客人数此后将出现增长，而 2021 年国际航线的修复或逐步出现曙光，亚洲航线需求会领先于欧美航线。

2021 年航空市场将从逐步走出低迷，并或存在局部时段、区域供需错配推动的业绩弹性。

2、春秋与华夏，各自市场的领先者，相互间较难出现竞争

我们认为春秋与华夏分别是各自细分市场的龙头公司，具备显著的领先优势，从整体需求看，下沉市场需求潜力超过一二线市场，而华夏较春秋更为下沉。

同时我们认为春秋与华夏并不会有明显的航线重叠，系因我们分析春秋的模式设计下，公司开拓的市场具备一定的流量基础，而华夏航空经营的支线市场流量天然不充沛，春秋航空较难进一步下沉到华夏的市场。

而华夏航空开发的通程航班产品需要与干线航司进行合作，也基本不会主动渗透到一线对飞市场从而产生竞争，因此在核心运营逻辑上，春秋与华夏预计很难出现共同竞争的局面。

3、持续看好华夏航空作为航空业创新者：航空出行综合解决方案服务商雏形已现。

我们认为公司三大模式适合三大场景：

新疆模式：环串飞成网，打造最适合我国西部地区的支线航空模式，我们预计公司在云南、四川、西藏等地的拓展可帮助公司 2022 年实现 10 亿+利润。

兴义模式：“云上公交”+干支通程，小城市通达核心区域最具性价比解决方案。该模式在国内有诸多应用空间，包括但不限于新支线机场投建后的运营以及现有支线机场网络结构的优化升级。

衢州模式：航空网赋能城市，华东地区的新模式探索。一旦衢州模式成功，则将进一步打开公司航网空间及价值。

维持 2020-22 年盈利预测，我们预计 2020-22 年盈利分别为 4.9、7.95 及 10.8 亿，结合支线市场广阔空间，公司成长性与模式创新性和竞争优势，我们认为公司估值可提升至对应 2021 年 25 倍 PE 以上，即一年期目标市值 200 亿+，强调“强推”评级。

4、看好春秋航空经营品质应获溢价，未来将迎来新一轮发展机遇期。

我们认为春秋将低成本基因践行到“极致”，在行业遭受重大冲击下，体现了更快的修复和更灵活的经营特征，海

外公司运力的逐步退出，会使得一旦亚洲航线修复，春秋航空市场份额将持续提升，从而推动自己盈利弹性。公司经营品质应获得溢价，我们维持 2022 年公司 22.5 亿利润，看好公司估值从过去 20-22 倍中枢提升至 22-25 倍，对应市值 500-560 亿，强调“强推”评级。

风险提示：“疫情”冲击超预期，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

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。

助理研究员：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020年加入华创证券研究所。

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	副总经理、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
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、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
	段佳音	资深销售经理	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	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@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
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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