

强烈推荐-A (首次)

华夏航空 002928.SZ

目标估值: 15 元
当前股价: 10.34 元
2019 年 12 月 03 日

航空出行业的拼多多，翱翔于长尾利基市场

基础数据

上证综指	2876
总股本(万股)	60075
已上市流通股(万股)	20419
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	17.1
资产负债率	72.5%
主要股东	华夏航空控股(深圳)有
主要股东持股比例	35.96%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华夏航空(002928)新股分析—支线航空第一股,民航大众化的践行者》2018-02-14

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

投资建议: 华夏航空占据支线航空利基市场,与干线航司通力合作,其商业模式保证收益随运力投入而稳定增长。随着三四线航空需求的高速增长,同时油价维持相对低位,汇率阶段性企稳,公司未来两年利润端业绩弹性较大。预计 2019-21 年净利润为 5.1、6.9 和 8.4 亿元,对应 PE 为 12.2/9.0/7.4x,给予 20 年 13xPE,目标价 15.0 元,首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。

- **华夏航空定位支线航空,深度下沉三四线航空市场。** 华夏航空是国内第一家也是唯一一家支线航空。公司拥有 144 条航线,独飞占比 92%,建立了贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆 6 个运营基地和天津、成都、兴义 3 个过夜基地,支线航点占国内支线机场的 43%。公司充分受益于蓬勃发展的三四线航空市场,时刻资源具备先发优势,飞机利用率和客座率稳步提升。
- **华夏航空占据支线航空利基市场,与干线航司通力合作。** 由于干线航司没有动力下沉支线市场,华夏与国内主流干线航司和区域航司签署代码共享和 SPA 协议,开展干支结合和中转联程业务,建立了完善的支线航空网络。另外,三四线偏远地区的高铁网络通达性和经济性较弱,华夏航空的支线市场受高铁影响小,竞争优势明显。
- **华夏航空采取机构运力购买模式,政府航线补贴锦上添花。** 华夏航空先与地方政府或机场签订运力购买协议再开通运营支线,这类航线占比在 96%以上,公司整体收益有较强稳定性。另外,航线培育成熟后实行多劳多得的分配制度,公司未来经营效益可期。同时中国民航总局每年对公司的支线机型给予 2 亿元的补贴,为公司运营效益锦上添花。
- **大众化航空出行大势所趋,三四线航空需求继续快速增长。** 支线航空在促进我国三四线城市经济发展和完善航空布局上具有重要的战略意义,因此政府的长期支持使得机构运力购买模式可持续。航空支线联通的三四线城市正处于航空需求爆发的临界点,消费升级将支撑未来高成长性。华夏航空支线网络的扩张直接推动收入增长,干支联合业务带来新的增长空间,高成长可期。
- **风险提示: 油价上涨、人民币贬值、政府补贴政策发生较大变动**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3448	4260	5474	6913	8231
同比增长	35%	24%	29%	26%	19%
营业利润(百万元)	414	227	545	764	937
同比增长	52%	-45%	140%	40%	23%
净利润(百万元)	374	244	511	694	838
同比增长	8%	-35%	109%	36%	21%
每股收益(元)	1.04	0.61	0.85	1.15	1.39
PE	9.9	17.0	12.2	9.0	7.4
PB	3.2	1.9	2.4	2.0	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、华夏航空：我国第一家支线航空公司	4
二、航空业的拼多多，精准定位支线市场	5
1. 航空业的拼多多，错位竞争	5
(1) 业务特征：具有时刻先发优势，支线深度下沉，机队持续扩张	5
(2) Niche 定位：干线航司没有动力下沉支线市场	7
(3) Niche 定位：高铁网络尚未达及支线市场	8
2. 华夏航空的商业模式解析	9
(1) 机构客户运力购买保障稳定收益，个人客户销售占比逐步提升	9
(2) 油价波动增强盈利波动	10
(3) 航线补贴对净利润贡献大，但可持续性不强	11
3. 海阔凭鱼跃，天高任鸟飞	12
(1) 支线航空具有战略意义，机构运力购买模式可持续	12
(2) 支线机场城市处于航空需求爆发时期，消费升级支撑未来高成长性	12
(3) 华夏航空支线网络扩张直接推动收入增长	13
(4) 华夏航空干支联程带来新的增长	14
三、华夏转债分析	14
四、盈利预测和投资建议	15
1. 盈利预测	15
2. 投资建议	17
五、风险提示	17

图表目录

图 1：华夏航空历年收入（百万元）及其增速	4
图 2：华夏航空历年归母净利润（百万元）及增速	4
图 3：华夏航空飞行航线图	5
图 4：华夏航空按起飞机场分每周航班次（最新航季）	6
图 5：华夏航空按航线分每周航班次（最新航季）	6
图 6：按航司排序每周起飞航班次	7
图 7：按机场排序每周起飞航班次	7
图 8：我国的高速铁路网	8

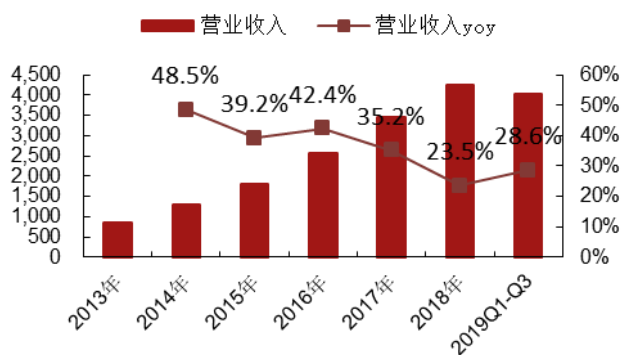
图 9: 1998-2018 我国城镇化进程.....	13
图 10: 全国人均可支配收入及其增长速度.....	13
图 11: 各地区机场旅客吞吐量及增速.....	13
图 12: 客运收入以及营业总成本拆分预测.....	16
图 13: 华夏航空历史 PE Band.....	17
图 14: 华夏航空历史 PB Band.....	17
表 1: 华夏航空前十大股东.....	4
表 2: 华夏航空飞机数量.....	6
表 3: 华夏航空收入构成表 (百万元).....	9
表 4: 华夏航空成本构成表 (百万元).....	10
表 5: 华夏航空经营数据.....	11
表 6: 华夏航空的航线补贴 (百万元).....	11
表 7: 民航发展基金 (亿元).....	11
表 8: 华夏转债发行要点.....	14
表 9: 盈利预测简表.....	16
附: 财务预测表.....	18

一、华夏航空：我国第一家支线航空公司

历史沿革：华夏航空股份有限公司是中国第一家专门从事支线航空客货运输的航空公司，于2006年4月正式成立，9月实现首飞，在贵阳龙洞堡国际机场、重庆江北国际机场、大连周水子国际机场、呼和浩特白塔国际机场、西安咸阳国际机场均设有基地公司。以世界第三大飞机制造商加拿大庞巴迪宇航公司生产的CRJ900NextGen支线喷气式飞机为主力运营机型。

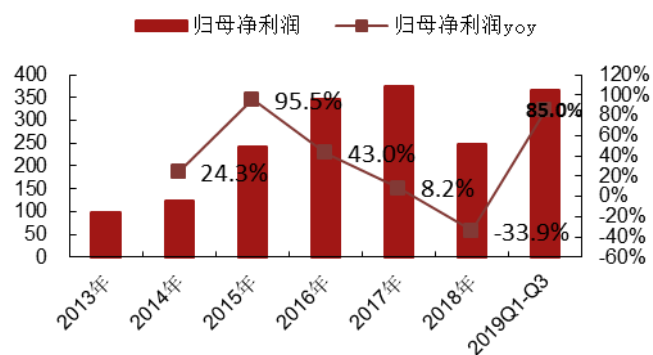
历年业绩：从2013年至今，华夏航空收入逐年增长，收入增速虽有下滑但仍保持在20%以上。2018年由于油汇双杀，华夏航空也遭遇较大冲击，归母净利润下滑34%。进入2019年，随着油汇改善，公司前三季度归母净利润同比增速达到85%，业绩触底反弹。

图 1：华夏航空历年收入（百万元）及其增速



资料来源：公司公告，招商证券

图 2：华夏航空历年归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告，招商证券

控股股东、实际控制人和股权结构：华夏航空是一家民营航空公司，华夏航空控股有限公司持有华夏航空 35.96%的股权，是公司控股股。持有公司股权 5%以上的股东还有深圳融达供应链管理合伙企业（13.88%）、深圳华夏通融企业管理中心（9.89%）、深圳瑞成环境技术合伙企业（6.29%）。华夏控股、深圳融达、华夏融通、深圳瑞成都由上市公司实际控制人胡晓军及其配偶徐为控制。

表 1：华夏航空前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	华夏航空控股(深圳)有限公司	216,000,000	35.9600
2	深圳融达供应链管理合伙企业(有限合伙)	83,362,230	13.8800
3	重庆华夏通融企业管理中心(有限合伙)	59,400,000	9.8900
4	深圳瑞成环境技术合伙企业(有限合伙)	37,800,000	6.2900
5	周永麟	20,000,520	3.3300
6	广东温氏投资有限公司	17,097,800	2.8500
7	北京银泰嘉福基金管理中心(有限合伙)	15,738,030	2.6200
8	庄金龙	14,299,804	2.3800
9	烟台金乾投资中心(有限合伙)	13,997,850	2.3300
10	华夏人寿保险股份有限公司-自有资金	9,900,000	1.6500
	合计	487,596,234	81.1800

资料来源：wind，招商证券

二、航空业的拼多多，精准定位支线市场

支线航空对机型、人员、服务等运营模式有别于干线航空，使得传统干线航司难以全面渗透到支线网络。华夏航空精准定位支线航空市场——“niche”市场，着力挖掘支线机场地区的新增客流，业绩实现了高速增长。

1. 航空业的拼多多，错位竞争

支线航空是指短距离、中小城市之间的非主干航线，使用的飞机一般是座位数在 110 座以下的小型客机，飞行距离在 600-1200 公里。区别于干线航空，支线航空一般指非主干线城市之间往来的航班，支线航空的发展能够提高航空运输的覆盖率和中小城市的航空通达性。华夏航空成立十余载，致力于编织中国立体交通体系中最薄弱的部分——支线航空网络，与国内大型干线航空公司、政府、机场通力合作，开创了以三四线城市与一二线城市的互通互融为目标的航空运输模式。

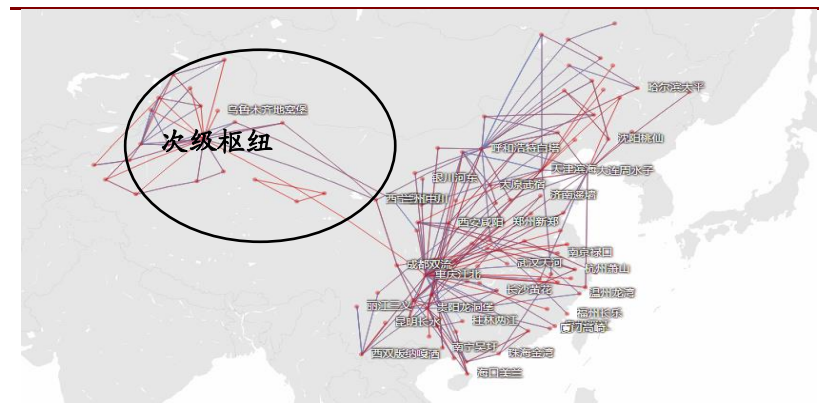
(1) 业务特征：具有时刻先发优势，支线深度下沉，机队持续扩张

■ 航空业的拼多多：具有时刻资源先发优势，支线网络深度下沉

华夏航空是最早进入支线航空领域的民营航空公司。截至 2019 年 6 月 30 日，公司在飞航线 148 条，其中国内航线 144 条，国际航线 4 条，独飞航线 136 条，独飞航线占公司航线比例达 92%；通航城市 115 个，其中国际航点城市 3 个，至今为止华夏航空已经开辟了往来重庆、贵阳、银川、西安、呼和浩特、毕节、安顺、乌兰浩特、通辽、二连浩特、海拉尔、黔江、万州、荔波、黎平、海口、三亚、大连、北海、桂林、梧州、珠海等城市的航线，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。

华夏航空在支线航空市场具有独占的先发优势。各个机场时刻资源有限，华夏航空先进入一个机场即占有了优质的时刻资源，后进入的公司就只能选择较差的时刻或者无时刻可选而无法进入该市场，华夏航空的支线航点占全部国内支线机场比例达 43%，直接竞争者为幸福航空、北部湾航空等支线航司，但因为支线航空单条航线旅客流量不大，华夏航空独飞航线 136 条，占自身航线总量的 92%。

图 3：华夏航空飞行航线图



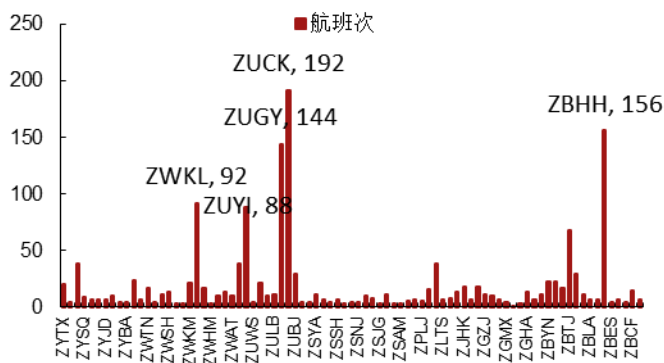
资料来源：飞常准，招商证券

华夏航空以改善偏远贫困地区航空通达性为目标，支线网络充分下沉。

从起飞机场的航班次来看，华夏航空每周起飞 1569 次航班，起飞频数最高的机场分别是重庆江北机场（ZUCK，192）、呼和浩特机场（ZBHH，156）、贵阳机场（ZUGY，144）、库尔勒机场（ZWKL，92）、兴义万峰林机场（ZUYI，黔西南，88）。

从航线的航班次来看，每周航班次（对飞）最多的航线为黔东南的兴义-贵阳（贵州省内，106），其次是贵阳-毕节（贵州省内，42）、乌兰浩特-呼和浩特（内蒙古自治区内，42）、荔波-贵阳（旅游支线，22）、库尔勒-石河子（新疆，22）、赤峰-呼和浩特（内蒙古，22），其余航线基本每周 14、8、6 次航班。

图 4：华夏航空按起飞机场分每周航班次（最新航季）



资料来源：民航预先飞行计划管理系统，招商证券

图 5：华夏航空按航线分每周航班次（最新航季）



资料来源：民航预先飞行计划管理系统，招商证券

■ 飞机：支线 CRJ900 具备成本优势，A320 机队持续扩张

截止 2019 年 6 月 30 日，华夏航空共拥有 38 架 CRJ900 系列支线飞机和 9 架 A320 系列飞机。公司利用 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。CRJ900 是由庞巴迪宇航集团制造的民用支线喷气飞机，以安全、舒适和环保著称，是当前世界航空市场占有率领先的现代化喷气式支线客机之一，自投入运营至今没有发生重大事故。

公司未来主要引进机型为 A320, 预计今年年底一共有 11 架, 20 年再接收 5 架。从静态座位增速上看，2017 年到 2018 年公司增长 43%、30%；预计 2019 年和 2020 年增速为 18%、15%，运力持续扩张。

表 2：华夏航空飞机数量

	2017	2018	2019 年中	2019E	2020E
CRJ900	32	38	38	38	38
A320	3	6	9	11	16
合计	35	44	47	55	66
合计座位	3202	4168	4618	4918	5668
座位增速	43.2%	30.2%	/	18%	15.3%

资料来源：公司公告，招商证券

■ 飞行员：自主培养飞行员，匹配运力增长

飞行员的成长路径按大类分为学员、副驾驶、机长和教员，每一级别的提升需要通过一

定数量的飞行小时及相关技术考核。一般而言，从学员成长为机长需要 5~7 年时间。鉴于从外部引进飞行员的成本大大高于自主培养，华夏航空首先考虑通过自主培养方式扩张飞行员队伍，只有在自主培养无法满足需求时，才从外部招聘引进成熟的机长、教员。按照华夏航空拟定的招飞规划，在保障中、长期的飞行员数量和质量发展需求的情况下，至 2021 年起，公司争取自主培养的飞行员达到自给自足，不再从外部招聘成熟机长。

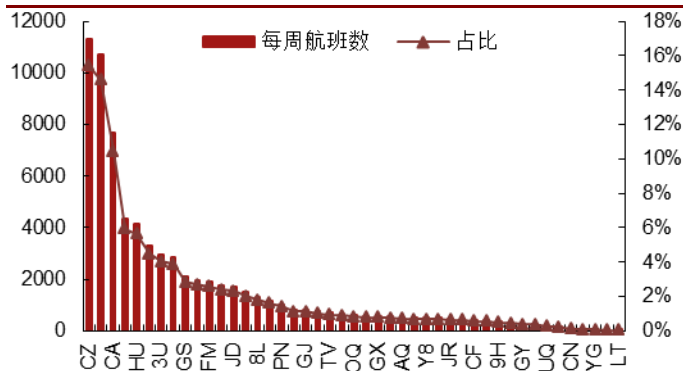
(2) Niche 定位：干线航司没有动力下沉支线市场

从我国航空市场的集中度特征来看，前五大航司（共 45 家）占比 50%以上，前 23 大机场（共 226 座）占比 65%，前 500 条航线（共 4498 条）50%以上，越是繁忙的航线盈利质量越好，支线航空属于长尾市场，盈利状况较差。

干线航空本身具有更为优质的时刻资源、更大的客流量、连接人均 GDP 更高的城市，因此干线航空规模效应更强、更适合大型飞机。干线航空公司很难有动力从具有更高 ROIC 的市场向下拓展。

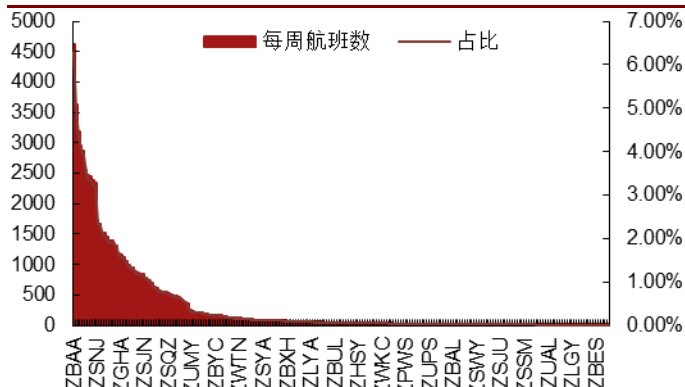
但支线机场的建设和支线航线的运营有更多的意义，比如增强国防实力、提高偏远地区中小城市通达性、拉动地方经济发展的社会效益。支线航空的重大战略意义使其得到政府的大力支持，因此政府采取机构运力购买模式支持支线航空发展。但是机构运力购买模式采取多退少补的策略，使得支线航空的盈利水平存在上限，这也在一定程度上使得干线航空缺乏下沉支线市场的动力。

图 6：按航司排序每周起飞航班次



资料来源：民航预先飞行计划管理系统、招商证券

图 7：按机场排序每周起飞航班次



资料来源：民航预先飞行计划管理系统、招商证券

现阶段华夏航空的业务战略是立足支线，干支联程。华夏航空立足于三、四线城市，在支线航线发展战略的指引下，以干支结合为切入点，大力发展支线航空，将支线航空多样化的需求集中在就近枢纽，通过枢纽对接国内业已成型的骨干网络，实现中转联程，提升干线到三、四线城市之间的客流量和网络内干支线航空公司的客座率和载运率，将民航的触角伸至干线航空所无法企及的众多地区，在干线航空网络之外形成错位竞争的优势。

航司之间的合作，最主要的合作模式是代码共享和中转联程。代码共享是指航司双方在各自的销售渠道中，以自己的航班编号，销售实际由对方承运的航班。代码共享模式现已成为国内航空业内普遍采用的合作模式，通常同一集团下、同一航空联盟下的航空公司间均会开展代码共享。华夏航空作为一家独立的支线航空，可以同时与国内三大航空

集团及其他航空公司分别开展合作，不受航空集团或航空联盟的限制。**中转联程**是指华夏航空的支线航班与干线航班打包销售，旅客只需在华夏航空购买一张机票，便包含了两家航空公司运营的支线与干线两段航班。**华夏航空以独立支线承运人的身份与国内主流干线航空公司和部分区域性航空公司签署了代码共享和 SPA 协议，开展干支结合和中转联程业务，实现支线城市与中心城市的快速通达。**

具体来看，通程航班模式不仅打通了航线，还为旅客提供免费改签、行李直达、隔夜免住宿费、一票制到底、专车换乘等一站式管家服务。比如，长期以来两段及以上航班“行李直挂”通常指代码共享合作关系的航司在国际航线上提供的通程航班服务，而在国内航班中，中转需求基本都需要跨航司操作，由于不同航司的地面代理人、收费政策不同，每个中转机场的中转设施、标准也不同，很少有不同的航司合作向旅客提供中转航班的行李直挂服务。跨航司中转过程中手续较多、流程不畅、行李需要反复安检托运，成为旅客出行体验中的痛点。华夏航空的通程服务能有效解决该痛点，提升旅客出行体验，而且完善的中转产品将为干支机场带来更多的客源，推动干支机场联动发展。

(3) Niche 定位：高铁网络尚未触及支线市场

支线航空的飞行距离 600 公里到 1200 公里正好落在我国高铁最适宜的运距内，但是我国的地形呈现西高东低 3 级阶梯式分布，东部平原地区人口稠密、地势平坦，更适合建立密集的高铁网络；在中西部，特别是地形复杂、不适合密集建设高铁线路的省市地区，更适合发展支线航空。

支线机场建设周期短、布点快、针对性强，1-2 年即可达到通航条件；另外，机场先期投资少，平均两公里铁路的投资即可建成一个支线机场，且基本不受地形条件限制，越是偏远地区其优势越明显。支线航空是连接偏远地区散布的人口及资源最高效的交通方式。在这些地方高铁的通达性、经济性较弱，支线航空获得较大的生存空间，构筑相对竞争优势。

目前，华夏航空的航线主要集中于偏远地区中小城市，大多数运营的航线未与高铁服务网络重叠，受到高铁的冲击较小。

图 8：我国的高速铁路网



资料来源：招商证券

2. 华夏航空的商业模式解析

(1) 机构客户运力购买保障稳定收益，个人客户销售占比逐步提升

华夏航空的客运收入包括个人客户机票销售和机构客户运力购买模式，**个人客户机票销售模式**按航线是否与机构客户签订运力购买协议，分为了“机构运力购买航线下的个人客户机票销售”和“非机构运力购买航线下的个人客户机票销售”，**机构客户运力购买模式**是支线航空领域运营的通常模式，华夏航空与地方政府或机场签订运力购买协议后再启动航线运营，并负责机票销售，根据实际销售结果和运力购买协议进行最终的结算。

运力购买协议根据上一年航线客座率等市场变化情况估计需求数量，约定航班频次，以**轮档小时定价/座位数及票价定价，约定机型、座位数、计算方式和执飞期**。

由于民航机票销售体制的约束，地方政府或机场向航空公司购买运力后，不可能自行对外销售该部分机票，在实践中机票仍然由华夏航空来开展对外销售，地方政府或机场按照**运力购买协议价格与华夏航空的个人客户机票实际销售收入之间的差额**进行结算。

若实际销售收入 < 运力购买协议价格，则由机构客户将差额支付给本公司，这部分计入机构客户购买运力收入；在有限额模式下，机构客户以合同约定的上限为最高支付金额，如果差额过大超过合同约定的上限，机构客户也不会向航空支付额外的费用；在无限额模式下，机构客户支付全部差额。

若实际销售收入 > 运力购买协议价格，则本公司将超过部分的收入支付给机构客户。

从华夏航空收入构成上看，个人客户机票销售中，非机构运力购买航线的个人客户机票销售占比很小，**机构运力购买航线的个人客户机票销售+机构客户运力购买收入**占客运收入的 96%，华夏航空对机构运力购买模式存在较强依赖。**但是 18 年以来机构客户运力购买占客运收入比重约 30%，且呈现下降态势；随着未来越来越多航线进入成熟期，个人客户机票销售占比将实现快速增长，公司盈利天花板正逐渐打开。**

表 3: 华夏航空收入构成表 (百万元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
营业收入	866.72	1,287.12	1,791.86	2,551.18	3,448.45	4,260.04	4,033.51
客运收入	853.61	1,265.53	1,746.52	2,457.84	3,318.38	3,965.62	
客运收入 yoy		48.3%	38.0%	40.7%	35.0%	19.5%	
个人客户机票销售	502.82	753.33	1,108.33	1,548.67	1,992.02		
机构运力购买航线①		708.66	1,047.73	1,418.32	1,869.52		
非机构运力购买航线		44.67	60.59	130.35	122.50		
机构客户运力购买②	350.79	512.20	638.19	909.17	1,326.36		
无限额模式		424.94	395.58	573.06	946.13		
有限额模式		87.26	242.61	336.11	380.23		
①+② 占客运收入比重		96.5%	96.5%	94.7%	96.3%		
② 占客运收入比重	41.09%	40.47%	36.54%	36.99%	39.97%	约 30%	小于 30%
货运收入	1.20	1.21	2.04	4.88	4.95	6.26	
其他主营业务	10.88	18.85	40.67	85.71	121.53	288.16	
其他主营业务 yoy		73.3%	115.8%	110.7%	41.8%	137.1%	
其他业务	1.03	1.53	2.63	2.75	3.59		

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 油价波动增强盈利波动

航油成本占总成本比例较大，波动较大，增强了华夏航空的盈利波动。2015 年和 2016 年航油均价持续下降，2017 年和 2018 年航油均价持续上涨，而航油采购量增速与运力投放增速保持一致，量价变动综合作用导致航油成本占总成本比例从 37.3% 下降到 22.2%，又回升到 2018 年的 30.8%。2017 年和 2018 年，航油成本增速保持在 60% 以上，推动成本增长，毛利率下降至 14.1%。2019 年油价维持相对低位，毛利率重新回升到 16%。

华夏航空除了 3 架 CRJ900 飞机自购（计提折旧），其余飞机全部为经营租赁（租赁费用）或融资租赁（计提折旧），飞机租赁及折旧费用共占成本比重约 20%。另外，华夏航空的人工成本占成本比重约 20%，起降费及机场服务费占成本比重约 12%，这些成本与运力投入相关，随运力投入增长而增长，整体波动性较小。

表 4: 华夏航空成本构成表 (百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9
营业成本	970.18	1,294.68	1,898.77	2,705.98	3,657.53	3,388.12
航油成本	361.88	348.11	420.95	697.12	1,127.52	
航油成本占比 (%)	37.3%	26.9%	22.2%	25.8%	30.8%	
航油成本增速 (%)		-3.8%	20.9%	65.6%	61.7%	
航油采购量 (吨)	58,484.00	89,233.00	126,495.00	169,766.74	219,664.08	
航油采购量增速 (%)		52.6%	41.8%	34.2%	29.4%	
航油采购均价 (元/吨)	6,187.65	3,901.13	3,327.79	4,106 (估)	5,132.94	4,722.30
航油均价增速 (%)		-37.0%	-14.7%	23.4%	25.0%	
飞机租赁及折旧费用	191.97	288.20	449.47	552.13	717.39	
租赁及折旧费用占比 (%)	19.8%	22.3%	23.7%	20.4%	19.6%	
租赁费用	106.98	190.74	333.97	367.33	463.29	
单架飞机租赁费用 (百万元/架)	13.37	15.90	20.87 (估)	19.33 (估)	21.06 (估)	
折旧费用	84.99	97.46	115.50	184.80	254.10	
单架飞机折旧费用 (百万元/架)	14.16	12.18	11.55 (估)	11.55 (估)	11.55 (估)	
起降费及机场服务费用	105.36	168.02	265.18	344.30	450.64	
起降费及机场服务费占比 (%)	10.9%	13.0%	14.0%	12.7%	12.3%	
起降费及机场服务费增速 (%)		59.5%	57.8%	29.8%	30.9%	
人工成本	175.11	278.27	404.44	542.93	707.48	
人工成本占比 (%)	18.0%	21.5%	21.3%	20.1%	19.3%	
人工成本增速 (%)		58.9%	45.3%	34.2%	30.3%	
维修费用	54.52	79.14	141.49	184.23	131.11	
航线餐食供应品费	12.55	21.51	37.61	56.24	83.04	
民航局收费	21.29	30.11	43.56	58.59	79.43	
其他	47.46	58.86	130.47	270.43	360.91	
毛利率 (%)	24.6%	27.8%	25.6%	21.5%	14.1%	16.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券

从经营数据上看，华夏航空的客公里收入逐年下降，导致在 ASK 和 RPK 依然保持较高增长的情况下，收入增速趋于缓和。2018 年由于客公里收入下降了 14.8%，收入增速下降至 18%，并且成本下降的速度低于收入下降的速度，最终导致 2018 年毛利率下降了 7.4 个百分点。

表 5: 华夏航空经营数据

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
客公里收入 (元/座公里)	0.9621	0.8803	0.8127	0.6923
客公里收入 yoy		-8.5%	-7.7%	-14.8%
单位座公里成本 (元/座公里)	0.5061	0.5110	0.5108	0.4761
座公里成本 yoy		0.97%	-0.05%	-6.78%
ASK (万客公里)	181,541.07	289,809.89	424,352.32	615,310.86
ASK 增速		59.6%	46.4%	45.0%
RPK (万座公里)	255,797.71	371,544.57	529,756.87	768,147.46
RPK 增速		45%	43%	45%
客座利用率 (%)	72.8%	78.0%	80.1%	80.1%

资料来源: 公司公告, 招商证券

(3) 航线补贴对净利润贡献大, 但可持续性不强

表 6: 华夏航空的航线补贴 (百万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
营业收入	1,287.12	1,791.86	2,551.18	3,448.45	4,260.04	4,033.51
毛利润	316.94	497.18	652.41	742.47	602.51	645.39
加: 其他收益				104.75	205.34	260.66
加: 营业外收入	46.63	87.03	137.30	33.41	65.83	28.27
航线补贴	44.43	70.45	102.16	101.93	197.16	260.66
航线补贴增速		58.6%	45.0%	-0.2%	93.4%	
航线补贴占收入比重	3.45%	3.93%	4.00%	2.96%	4.63%	6.46%
航线补贴占利润总额比	30.2%	24.7%	25.2%	22.8%	66.8%	61.7%
利润总额	146.99	285.11	405.94	446.09	295.22	422.73
净利润	123.28	243.34	344.82	374.23	247.46	366.06

资料来源: 公司年报, 招商证券

华夏航空的航线补贴包括中国民用航空总局支线航空补贴, 以及地方政府的补贴, 比如重庆市政府航线补贴。从 2014 年到 2017 年, 航线补贴占利润总额比例维持在 25% 左右; 2018 年和 2019 年 1-9 月份, 由于毛利率下滑, 航线补贴占利润总额的比例增长到 60% 以上。

支线航空对地区经济发展、人民生活福利有重大意义。地方政府为了提升进出客流, 推动旅游及对外交流, 拉动房地产投资和其他投资, 会积极支持航空公司开辟航线、投放运力。因此, 政府的航线补贴会在中期仍会持续支持支线航空的发展。

表 7: 民航发展基金 (亿元)

	2018 年决算	2019 年预算
2019 年中央本级政府性基金支出预算表		
民航发展基金支出	212.26	186.73
民航机场建设	93.18	69.67
空管系统建设	43.44	53.95
民航安全	1.39	2
航线和机场补贴	25.82	38.19
民航节能减排	-0.04	
通用航空发展	3.81	4.41
征管经费	3.03	3.49
其他民航发展基金支出	41.63	15.02
2019 年中央对地方政府性基金转移支付预算表		

	2018 年决算	2019 年预算
民航发展基金支出	265.69	359.04

资料来源：财政部，招商证券

3. 海阔凭鱼跃，天高任鸟飞

(1) 支线航空具有战略意义，机构运力购买模式可持续

支线航空是相对落后地区以及贫困地区实现远距离人员、货物快速流动的必由通道，特别是偏远地区通达性的提高，有利于精准扶贫。

发展支线航空有利于为区际经贸活动和人员往来提供便利，特别是为发挥区域中心城市的人才、技术、创新优势，带动中小城市发展提供了便捷保障。未来一、二十年中国的航空运输业仍将处于黄金发展期，支线航空业将成为拉动区域经济发展，促进经济发展方式转变和经济结构调整的必要条件。

根据国务院《全国民用机场布局规划》，2020 年至 2035 年，国内新建机场绝大部分为支线机场，机场网络布局将进一步完善，覆盖人群比例将进一步提升，全国 80% 以上的县级行政单位能够在地面交通 100 公里或 1.5 小时车程内享受到航空服务。随着大批支线机场投入使用，国家基本航空服务计划出台，未来我国的支线航空将具有广阔的发展前景。

最重要的是，支线航空将带来较高的附加增值。航班数量的增长，将会带来客流、物流、投资，带动旅游和土地增值，从而推动当地经济发展；当地的经济又将增加居民可支配收入，在一定程度上刺激居民航空出行的需求，形成良性循环。

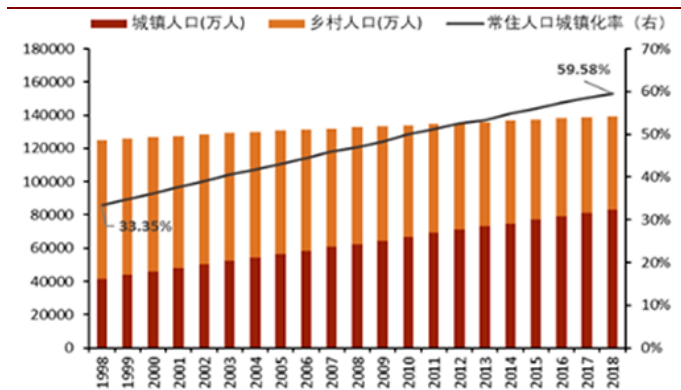
(2) 支线机场城市处于航空需求爆发时期，消费升级支撑未来高成长性

2013 至 2018 年，国内支线机场吞吐量年均增长 20%，远高于国内机场吞吐量 11% 的增长速度，支线机场数量由 138 个增加至 184 个，增长 33.3%。

我国城镇化进程加快，中西部地区发展加速，消费升级支撑三四线航空需求。从 1998 年到 2018 年，我国实现了常住人口城镇化率从 33.35% 到 59.58% 的增长，目前我国城镇人口已经达到 83137 万人。在这一进程中，受益于国家扶持政策、人才流动、科技创新以及地方特色等因素，中西部城市实现加速化发展，人均可支配收入显著增加，消费贡献度随之提升。中西部人民不仅实现从“吃得饱”到“吃得好”的转变，其消费结构与观念也发生转变。升学、旅游等出行需要、地理位置的相对偏僻性以及航空出行的天然优势等因素预期推动中西部三四线航空需求的增长。

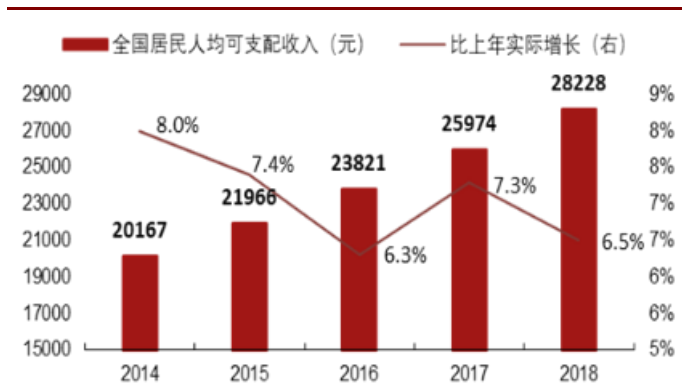
人均 GDP 达到 3000 美元是当地航空市场需求爆发的临界点，华夏航空支线网络覆盖的地区正处于人均 GDP 突破临界点的阶段。华夏航空供给的支线航班刺激并承接了三四线城市亟待爆发的航空出行需求，比如兴义机场，原本每年只有 200 万左右的旅客吞吐量，但在华夏航空开通运营贵阳-兴义航线后，需求得到了有效释放，从刚开始的每天 3 班次增长到了每天 8 班次，兴义机场的航班数量达到了一般 700 万吞吐量城市才能有的量级。目前很多三四线城市人均 GDP 增长较快，华夏航空恰好承接了支线机场城市爆发的航空需求，2014 年至 2017 年营收复合增速达到 40% 以上。

图 9: 1998-2018 我国城镇化进程



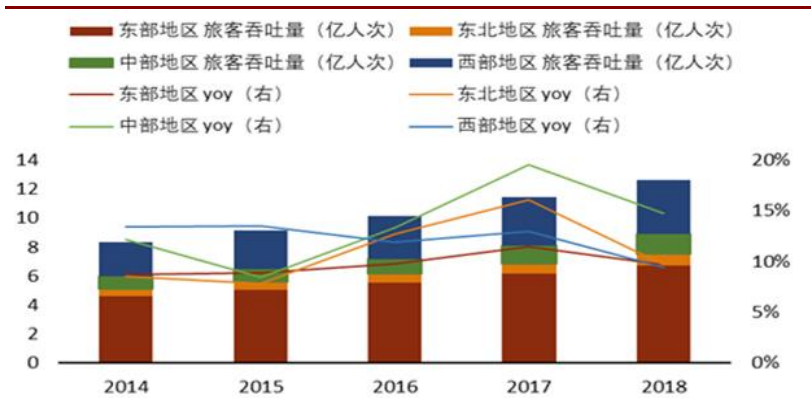
资料来源: 国家统计局、招商证券

图 10: 全国人均可支配收入及其增长速度



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报、招商证券

图 11: 各地区机场旅客吞吐量及增速



资料来源: 2013-2018 民航行业发展统计公报、招商证券

(3) 华夏航空支线网络扩张直接推动收入增长

华夏航空的商业模式是先签定机构运力购买协议、再开启支线运营且以多退少补来实现费用结算，因此，支线网络的扩张直接推动收入的增长。

支线拓展的业务重点：打造新疆次级枢纽。

2018 年，华夏航空首次进入新疆区内支线市场，投入多架飞机运力，通过支支串飞或环飞方式加强疆内的沟通以及满足全域旅游的需要。华夏航空与库尔勒、克拉玛依机场合作，通过支支连接的方式，打造疆内的次级枢纽，形成疆内第二和多级通道，并且以通程航班的形式，形成疆内支支快速通达和疆内外机场间的高速衔接。

新疆次级枢纽是华夏航空的支线网络空间的新拓展，进一步培育了支线机场的航线和客流量增长，得到了新疆维吾尔自治区政府的整体支持，形成了航点运力采购+自治区航线补贴的模式。19 年上半年公司实现新疆自治区内航空运输收入 2.36 亿元，同比增长 603%，根据航线补贴计算办法，获得航线补贴 1.46 亿元。运力采购+航线补贴的模式，使新疆自治区航线整体收益水平达到公司机构运力采购的平均收益水平。

(4) 华夏航空干支联程带来新的增长

支线相当于“毛细血管”，与动脉静脉联通不畅。我国干支线运输之间缺乏有效协作，影响了支线航班与干线航班的有效衔接，也无法发挥枢纽机场的中转功能和航空网络的整体效能。目前，我国的大型机场时刻饱和，而大部分支线机场通达性不足，而且支线市场中，中低流量航线占主流，大部分航线频次不够。支线航空公司可以建立多个区域枢纽和点到点航线，支线机场可通过区域枢纽大幅提高通达性，华夏航空的干支联程能高效衔接支线航班和干线航班。

华夏航空立足于三、四线城市，在支线航线发展战略的指引下，以干支结合为切入点，大力发展支线航空，将支线航空多样化的需求集中在就近枢纽，通过枢纽对接国内业已成型的骨干网络，实现中转联程，提升干线到三、四线城市之间的客流量和网络内支线航空公司的客座率和载运率，将民航的触角伸至干线航空所无法企及的众多地区，在干线航空网络之外形成错位竞争的优势。

目前，华夏航空以独立支线承运人的身份与国内主流干线航空公司和部分区域性航空公司签署了代码共享和 SPA 协议，开展干支结合和中转联程业务，购买三大航、地方航空公司的剩余运力座位，实现支线城市与中心城市的快速通达。截至 2019 年上半年，公司通程产品保障旅客 18.8 万人次，同比增长 56.67%，干支联程收入占比 5% 左右。

三、华夏转债分析

2019 年 10 月 14 日，华夏航空公告了可转债募集说明书；2019 年 11 月 6 日，华夏转债在深交所上市，发行可转债所募集资金用于购买 2 架 A320 系列飞机，以增加公司的航空载运能力。华夏转债的顺利发行，能使华夏航空享受更低的融资成本，为机队运力扩张提供充足的资金来源。

表 8: 华夏转债发行要点

发行要点	说明
名称	华夏转债
发行规模	7.9 亿元，面值 100 元/张，发行 790 万张
发行方式	原股东优先配售，网上向社会公众投资者公开发售，主承销商包销
存续期	6 年
票面利率	本次发行的可转换公司债券票面利率为：第一年 0.50%、第二年 0.80%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 3.00%。
初始转股	10.52 元/股

倘若全部转为股票，则 7.9 亿元/10.52 元/股=7509.5 万股，华夏航空 A 股总股本为 6.01 亿股，流通股为 2.04 亿股，华夏转债对 A 股的稀释率为 12.5%（总股本）和 36.8%（流通股本），稀释程度较大，转股稀释股权，对现有股东不利，不利于促成转股。

原股东优先配售 5,981,971 张，占本次发行总量的 75.72%；网上社会公众投资者实际认购 1,889,745 张，占本次发行总量的 23.92%；保荐机构（主承销商）组织承销团包销 28,284 张，占本次发行总量的 0.36%

票面利率属于当前转债市场中较高水平；

发行要点	说明
<p>下修条款</p> <p>触发条件: 20/10, 90% (即 9.468 元/股); 下修底线: $\geq \max$ (股东大会前 20 个交易日交易均价, 最后 1 个交易日交易均价); \geq 最近一期经审计的每股净资产值和股票面值</p>	<p>下修条款设置比较宽松, 触发难度较小, 只要有 20 个交易日中 10 个交易日交易均价低于转股价格 90%, 也就是 9.468 元/股, 则上市公司可向下修正转股价格。越是向下修正转股价格, 看涨期权更容易进入实值状态, 转股的可能性越高。华夏航空上市至今最低价格为 9.63 元/股, 若市场行情更差、基本面恶化, 正股价格有可能下降到转股价格的 90% 以下。</p>
<p>到期赎回</p> <p>到期赎回: 期满 5 个工作日内, 以面值的 115% 赎回; 价格触发赎回: 15/30, 130%; 余额触发赎回: 未转股余额不足 3000 万元</p>	<p>30 个工作日内 15 个交易日股价高于行权价格 130%, 即 13.676 元/股, 则触发赎回价格条款, 上市公司可按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。此时, 华夏航空整体估值 82.2 亿元。如果不赎回, 所有可转债转股, 则相当于按照 10.52 元/股的价格, 在定向增发募集资金 7.9 亿元, 折价 23% 发行。</p>
<p>回售条款</p> <p>有条件回售条款: 最后一个计息年度, 30/30, 70%; 附加回售条款: 变更募集资金使用用途, 投资者在回售申报期内拥有一次回售权</p>	<p>连续 30 个交易日股价低于转股价 70%, 即 7.364 元/股, 此时华夏航空总市值 44.26 亿元, 2018 年静态 pe16 倍, 2019 年净利润按照增速 85% 计算, 动态 pe9.66 倍。</p>

资料来源: 公司公告, 招商证券

四、盈利预测和投资建议

1. 盈利预测

关键假设:

- 华夏航空在 2019 年到 2021 年可用座公里以 30%、26% 和 20% 的增速增长; 客座率预计保持在 80%;
- 客公里收入 (收入/旅客周转量) 略微降低, 2019 年到 2021 年分别为 0.638、0.638 和 0.629 元/客公里。
- 航油成本在 2019 年到 2021 年以 25% 左右的增速增长, 其中 2019 年燃油均价较 2018 年下降 10%, 随后假设燃油均价平稳, 燃油采购量与运力增速保持一致。
- 按照运力规划及 2018 年的单架飞机租赁费用和折旧费用测算飞机租赁及折旧费用。
- 人工成本随着机队规模增长, 以 30%、25% 和 18% 的增速估算; 机场起降费及机场服务费以 28%、25%、18% 的增速估算。

图 12: 客运收入以及营业总成本拆分预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
1. 客运收入 (万)	331,837.79	396,561.82	509,161.13	641,543.02	758,388.31
yoy	35.01%	19.50%	28.39%	26.00%	18.21%
旅客周转量 (万人公里)	424,352.32	615,310.86	798,058.19	1,005,553.32	1,206,663.98
yoy	46.42%	45.00%	29.70%	26.00%	20.00%
可用座位公里 (万座公里)	529,756.87	768,147.46	998,591.70	1,258,225.54	1,509,870.65
yoy	42.58%	45.00%	30.00%	26.00%	20.00%
客座利用率	80.10%	80.10%	79.92%	79.92%	79.92%
每收入客公里收益 (人民币元)	0.782	0.644	0.638	0.638	0.629
yoy	-7.79%	-17.58%	-1.01%	0.00%	-1.49%
每收入货运吨公里收益 (人民币元)	0.96	0.90	0.89	0.88	0.87
yoy	-25.20%	-6.95%	-0.69%	-1.12%	-1.14%
		2018	2019E	2020E	2021E
营业成本 (万元)	270,597.96	365,752.81	460,179.82	568,003.77	671,949.83
yoy	42.51%	35.16%	25.82%	23.43%	18.30%
主营业务成本	268765.43	363562.78	457551.7869	564876.4075	668259.5377
yoy	41.68%	35.27%	25.85%	23.46%	18.30%
航油成本	69712.17	112752.2	140370.1749	175940.1877	210405.1991
	65.61%	61.74%	24.49%	25.34%	19.59%
飞机租赁及折旧费用	55213.15	71739.29	85700	99400	112400
	22.84%	29.93%	19.46%	15.99%	13.08%
起降费及机场服务费用	34430.03	45063.66	58582.758	74985.93024	93732.4128
	29.84%	30.88%	28.00%	25.00%	18.00%
人工成本	54293.4	70748.42	91972.946	114966.1825	135660.0954
	34.24%	30.31%	30.00%	25.00%	18.00%
小计	213648.75	300303.57	376625.8789	465292.3005	552197.7072
	38.73%	40.56%	25.42%	23.54%	18.68%
维修费用	18422.77	13110.65	15732.78	18092.697	19901.9667
	30.20%	-28.83%	20.00%	15.00%	10.00%
航线餐食供应品费	5624.07	8304.03	10795.239	13494.04875	15922.97753
	49.52%	47.65%	30.00%	25.00%	18.00%
民航局收取的费用	5859.22	7943.48	10326.524	12908.155	15231.6229
	34.52%	35.57%	30.00%	25.00%	18.00%
其他成本	25210.62	33901.05	44071.365	55089.20625	65005.26338
	87.80%	34.47%	30.00%	25.00%	18.00%
其他业务成本	1832.53	2190.03	2628.036	3127.36284	3690.288151
		19.51%	20.00%	19.00%	18.00%

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 9: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3448	4260	5474	6913	8231
营业成本	2706	3658	4602	5680	6719
营业税金及附加	4	4	5	6	7
营业费用	175	194	249	314	374
管理费用	149	149	191	242	288
研发费用	0	0	1	1	1
财务费用	80	223	137	152	156
资产减值损失	10	15	5	5	0
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
投资收益	89	206	260	250	250
营业利润	414	227	545	764	937
营业外收入	33	66	66	66	66
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	446	292	611	829	1002
所得税	72	48	100	136	164
净利润	374	244	511	694	838
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	374	244	511	694	838
EPS (元)	1.04	0.61	0.85	1.15	1.39

资料来源: 公司数据, 招商证券

2. 投资建议

华夏航空占据支线航空利基市场，与干线航司通力合作，其商业模式保证收益随运力投入而稳定增长。随着三四线航空需求的高速增长，同时油价维持相对低位，汇率阶段性企稳，公司 19 年利润端业绩弹性较大。预计 2019-21 年净利润为 5.1、6.9 和 8.4 亿元，对应 PE 为 12.2 /9.0 /7.4x，给予 20 年 13xPE，目标价 15.0 元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

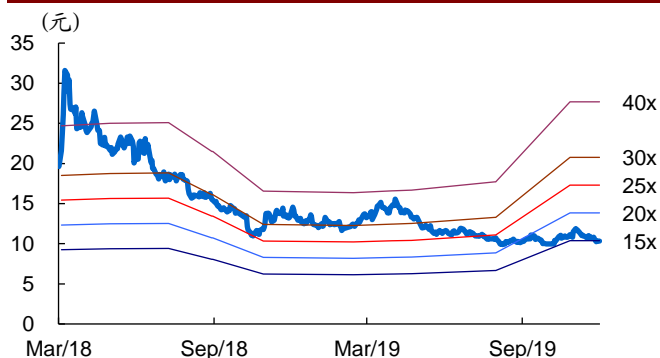
五、风险提示

油价大幅上涨：油价大幅上涨将导致公司燃油成本增长，对业绩形成较大冲击。

人民币大幅贬值：人民币大幅贬值将导致财务费用增长，对华夏航空的盈利形成较大冲击。

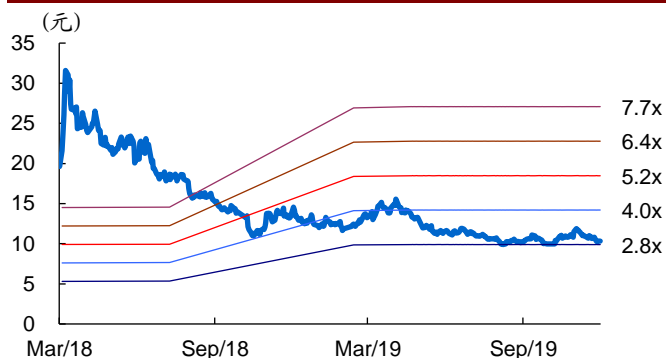
政府政策变动：由于公司主要盈利来源为机构客户运力购买，如果政府相关政策发生变动，将对公司产生较大不利影响。

图 13: 华夏航空历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14: 华夏航空历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

（在文章末尾可以附上对该公司的其它重要报告标题，并指出其主要的创新之处）

1、《华夏航空(002928)新股分析—支线航空第一股，民航大众化的践行者》2018/2/14

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1728	2455	2999	3222	3840
现金	622	823	940	629	755
交易性投资	0	4	4	4	4
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	487	804	1001	1264	1504
其它应收款	400	458	589	743	885
存货	56	74	93	114	135
其他	163	293	374	468	557
非流动资产	3758	5330	6215	6476	6722
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2922	3894	4335	4326	4318
无形资产	76	95	136	122	110
其他	760	1341	1745	2028	2295
资产总计	5486	7785	9215	9698	10562
流动负债	1286	2329	2506	2603	2937
短期借款	490	953	1077	1264	1586
应付账款	255	249	313	387	457
预收账款	101	146	184	227	269
其他	440	980	931	725	625
长期负债	3050	3333	4127	3927	3827
长期借款	588	558	1352	1152	1052
其他	2462	2775	2775	2775	2775
负债合计	4335	5661	6632	6529	6763
股本	360	401	601	601	601
资本公积金	234	964	763	763	763
留存收益	557	760	1218	1805	2435
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1150	2124	2582	3169	3799
负债及权益合计	5486	7785	9215	9698	10562

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	685	521	564	744	944
净利润	374	244	511	694	838
折旧摊销	318	437	505	569	584
财务费用	80	223	137	152	156
投资收益	15	(0)	(264)	(254)	(254)
营运资金变动	(109)	(397)	(332)	(426)	(387)
其它	7	14	6	8	8
投资活动现金流	(784)	(1441)	(1126)	(576)	(576)
资本支出	(773)	(1394)	(1140)	(580)	(580)
其他投资	(11)	(47)	14	4	4
筹资活动现金流	277	981	680	(478)	(242)
借款变动	(437)	(3)	869	(219)	121
普通股增加	0	41	200	0	0
资本公积增加	0	730	(200)	0	0
股利分配	55	125	(52)	(107)	(208)
其他	659	89	(137)	(152)	(156)
现金净增加额	178	61	117	(311)	126

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3448	4260	5474	6913	8231
营业成本	2706	3658	4602	5680	6719
营业税金及附加	4	4	5	6	7
营业费用	175	194	249	314	374
管理费用	149	149	191	242	288
研发费用	0	0	1	1	1
财务费用	80	223	137	152	156
资产减值损失	10	15	5	5	0
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
投资收益	89	206	260	250	250
营业利润	414	227	545	764	937
营业外收入	33	66	66	66	66
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	446	292	611	829	1002
所得税	72	48	100	136	164
净利润	374	244	511	694	838
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	374	244	511	694	838

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	35%	24%	29%	26%	19%
营业利润	52%	-45%	140%	40%	23%
净利润	8%	-35%	109%	36%	21%
获利能力					
毛利率	21.5%	14.1%	15.9%	17.8%	18.4%
净利率	10.9%	5.7%	9.3%	10.0%	10.2%
ROE	32.5%	11.5%	19.8%	21.9%	22.1%
ROIC	18.3%	9.0%	10.4%	13.0%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	79.0%	72.7%	72.0%	67.3%	64.0%
净负债比率	20.4%	26.5%	31.9%	28.0%	26.9%
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	56.7	56.6	55.4	54.9	53.9
应收帐款周转率	8.5	6.6	6.1	6.1	5.9
应付帐款周转率	11.5	14.5	16.4	16.2	15.9
每股资料 (元)					
EPS	1.04	0.61	0.85	1.15	1.39
每股经营现金	1.90	1.30	0.94	1.24	1.57
每股净资产	3.19	5.30	4.30	5.27	6.32
每股股利	0.00	0.13	0.18	0.35	0.42
估值比率					
PE	9.9	17.0	12.2	9.0	7.4
PB	3.2	1.9	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	16.5	15.8	10.1	8.0	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。