

审慎增持 (维持)

华夏航空
002928
网络效应奠定中期壁垒，盈利弹性仍被忽视
2022年10月22日
市场数据

市场数据日期	2022-10-21
收盘价(元)	11.49
总股本(百万股)	1013.57
流通股本(百万股)	1013.57
总市值(百万元)	11645.89
流通市值(百万元)	11645.89
净资产(百万元)	2663.93
总资产(百万元)	15405.38
每股净资产(元)	2.6283

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《华夏航空深度报告: 支线崛起, 穿越周期》2020-4-24
 《华夏航空: 转股冲击过去, 盈利弹性拐点显现》2020-7-24
 《华夏航空2020年年报及2021年一季报点评: 20年业绩逆势增长, 轻资产模式扩张或加速》2021-4-28

分析师:

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

研究助理:

袁浩然

yuanhaoran@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3967	2781	8578	11486
同比增长	-16.1%	-29.9%	208.5%	33.9%
归母净利润(百万元)	-99	-1470	410	1312
同比增长	-116.1%	-1389.6%	127.9%	220.3%
毛利率	4.6%	-54.6%	7.6%	17.3%
净利率	-2.5%	-52.9%	4.8%	11.4%
净资产收益率	-2.7%	-59.6%	14.2%	31.3%
每股收益(元)	-0.08	-1.14	0.32	1.02
每股经营现金流(元)	0.71	-1.19	-1.96	0.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **支线航空市场空间大、增长快、壁垒高, 公司作为支线航空龙头有望持续受益。** 支线市场吞吐量的历史年化增速都在20%左右, 较干线市场吞吐量的增速是翻倍以上。另一方面, 公司自身规模成长性明确。华夏航空与中国商飞签订的购买协议中, 100架飞机计划自2020年起十年内交付完成, 后续运力扩张确定性强。综合来看, 未来几年公司运力增长中枢有望保持15%-20%, 有力支撑公司的成长性。
- **网络效应奠定壁垒, 通程航班打开想象空间。** 网络效应是支线模式的核心竞争力, 通程产品有望成为公司新增长点。目前我国通程的主导方是支线航空, 且华夏航空在通程方面同时拥有网络资源和独立优势, 处于通程产品价值链上游, 我们认为未来公司有望通过整合干线资源拉动需求增长、创造超额利润。
- **展望未来, 有限额模式占比的提升、行业供给的收紧、通程产品的变现能力提升有望提升公司盈利弹性。短期看运力恢复, 中长期看高速增长, 同时盈利弹性仍被忽视, 我们认为目前公司投资价值凸显。** 虽然短期航班量影响仍在继续, 但依然看好华夏航空的支线商业模式, 中长期来看, 支线航空市场仍广阔, 若公司航班量得以恢复, 或迎来估值修复行情, 同时公司盈利弹性仍被忽视, 未来盈利或超预期。调整华夏航空盈利预测, 预计华夏航空2022-2024年归母净利润分别为-14.70、4.10、13.12亿元, EPS为-1.14、0.32、1.02元, 对应10月21日收盘价11.49元, 市盈率分别为-10.0、36.1、11.3倍。

风险提示: 汇率、油价大幅波动, 航班量恢复不及预期, 疫情冲击后需求恢复速度低于预期, 全球经济及贸易形势恶化等

目 录

1、支线市场再认识：长坡厚雪，壁垒坚固.....	- 4 -
1.1、支线航空市场空间广阔，增速两倍于干线.....	- 4 -
1.2、高壁垒：表观是机型壁垒，实质是盈利能力和网络壁垒.....	- 8 -
2、网络效应奠定壁垒，通程航班打开想象空间.....	- 11 -
2.1、干线支线的最大区别：竞争烈度和网络效应.....	- 11 -
2.2、公司深耕支线航线，网络效应逐渐显现.....	- 12 -
2.3、通程航班+票价优化，公司网络效应有望加速变现.....	- 15 -
3、华夏航空未来盈利弹性仍被忽视.....	- 17 -
3.1、有限额模式占比仍在提升，运力采购隐含弹性.....	- 17 -
3.2、未来部分运力或将撤出支线市场，支线运力或更加紧缺.....	- 17 -
3.3、通程产品的变现能力仍被低估，未来有望创造超额利润.....	- 19 -
3.4、短期若逐渐走出低谷，成长性仍然值得期待.....	- 20 -
投资策略：自身恢复叠加盈利弹性，投资价值凸显.....	- 22 -
风险提示.....	- 23 -

图目录

图 1、支线机场在全国机场数量中占 77%（单位：个，2019 年）.....	- 4 -
图 2、支线机场在全国机场吞吐量中占 10%（万人次，2019 年）.....	- 4 -
图 3、各国年人均乘机次数（次，2019 年）.....	- 5 -
图 4、我国支线机场吞吐量离设计容量仍有较大空间.....	- 5 -
图 5、我国机场分布（单位：座，2021 年）.....	- 5 -
图 6、我国机场历年增速及规划增速.....	- 5 -
图 7、四十大以外机场吞吐量增速显著较快.....	- 6 -
图 8、2020 高铁路网图.....	- 7 -
图 9、支线、干线机型关键参数对比.....	- 9 -
图 10、支线机型分布（架，%，截至 2022 年 9 月）.....	- 9 -
图 11、支线机型分布（架，截至 2022 年 9 月）.....	- 9 -
图 12、支线航班时刻占总时刻比例（%）.....	- 10 -
图 13、各航司支线-支线航班时刻占支线航班时刻比例（%）.....	- 10 -
图 14、支线市场时刻结构（2019/20 冬春，班/周）.....	- 10 -
图 15、支线市场时刻结构（2022 夏秋，班/周）.....	- 10 -
图 16、支线-支线市场时刻结构（2019/20 冬春，班/周）.....	- 10 -
图 17、支线-支线市场时刻结构（2022 夏秋，班/周）.....	- 10 -
图 18、京沪航线时刻分布-2022 夏秋（班/周）.....	- 11 -
图 19、沪广航线时刻分布-2022 夏秋（班/周）.....	- 11 -
图 20、华夏航空独飞航线维持在 90%左右（条）.....	- 12 -
图 21、全行业单机航点数对比（2019 年）.....	- 12 -
图 22、机场时刻增长的审批流程.....	- 12 -
图 23、公司航线网络分布.....	- 13 -
图 24、华夏航空客运收入结构.....	- 14 -
图 25、加回汇兑的单机盈利（百万元）.....	- 14 -
图 26、华夏航空净利率与行业对比（%）.....	- 14 -
图 27、公司通程航班人数、占总旅客量的比重.....	- 16 -
图 28、华夏航空通程航班示意图.....	- 16 -

图 29、个人售票收入占比逐渐提升（亿元）	- 17 -
图 30、疫情期间，其余航司在支线市场的航班计划量均有提升（班/周）	- 18 -
图 31、国内航司运力引进速度仍然处于低位	- 18 -
图 32、个人售票收入占比逐渐提升（亿元）	- 21 -
图 33、华夏航空历史机队引进情况	- 21 -

表目录

表 1、公路高铁密度表（2020 年）	- 7 -
表 2、支线机型关键参数	- 8 -
表 3、核心枢纽机场时刻占比-2022 夏秋	- 11 -
表 4、华夏航空与地方政府开展合作，共同发展当地航空市场	- 14 -
表 5、国内主要机场当前剩余产能空间	- 19 -
表 6、核心枢纽机场时刻占比-2022 夏秋	- 20 -
表 7、美国前五大机场旅客量分布	- 20 -
表 8、公司盈利预测数据	- 22 -

报告正文

1、支线市场再认识：长坡厚雪，壁垒坚固

1.1、支线航空市场空间广阔，增速两倍于干线

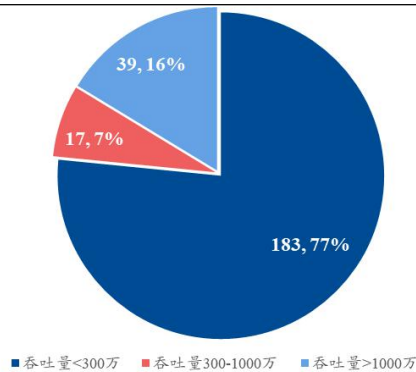
- 从吞吐量和机场的静态分布看，干线支线发展仍不平衡

我国支线机场众多，但吞吐量仅占全民航的 10%。支线机场的定义：年度旅客吞吐量在 300 万人次以下或大于 300 万人次但所处地理位置较为偏远的机场。若仅考虑吞吐量 300 万人次作为划分标准，以吞吐量较高的 2019 年为例，支线机场在全国机场中占 77%，但吞吐量仅占全国机场总量的 10%。

当前修建的支线机场远未达到设计容量，仍有极大增长空间。据统计，2019 年 300 万人次以下吞吐量机场共实现吞吐量 1.4 亿人次，该部分机场的设计容量总和达 2.2 亿人次，产能空间较为充沛，仍有近 60% 的增长空间。

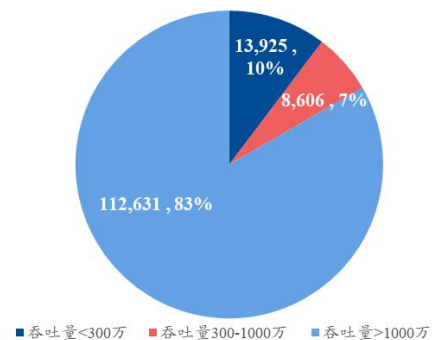
我国航空渗透率仍低，背后是大量支线机场的需求仍未被满足。2019 年，经济学家李迅雷撰文指出，中国还有 10 亿人没有坐过飞机。另外，根据国际民航组织发布的 2020 年世界民航统计数据，中国每百人乘坐飞机出行的人数仅为 30.2 人。

图 1、支线机场在全国机场数量中占 77%（单位：个，2019 年）



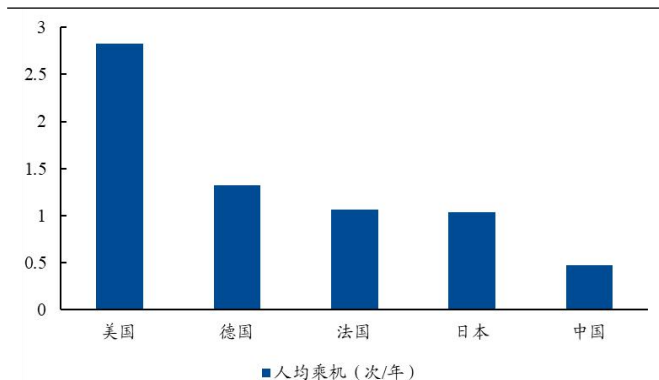
资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、支线机场在全国机场吞吐量中占 10%（万人次，2019 年）



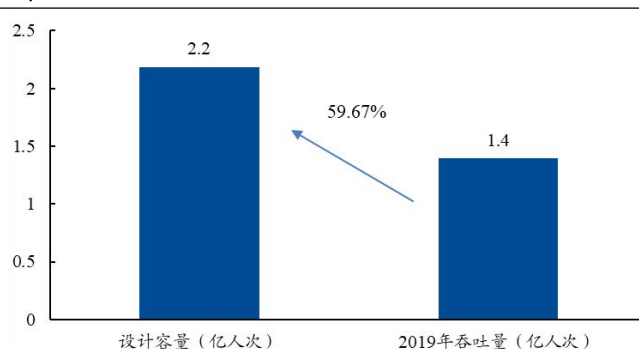
资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、各国年人均乘机次数（次，2019 年）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、我国支线机场吞吐量离设计容量仍有较大空间



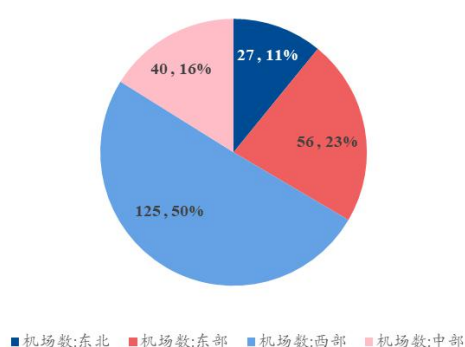
资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

● 航点、航线、吞吐量仍在大幅增加

民航强国推进下，预计未来机场年化增速达 4.05%，主要增量为支线机场。2018 年 12 月，民航局在发布的《新时代民航强国建设行动纲要》提到：到 2035 年，国内运输机场数量达 450 座左右，覆盖地面 100 公里所有县级行政单元。当前民航机场尚不足 250 座，若 2035 年要达到机场建设目标，基础设施的年化增速将达 4.05%。

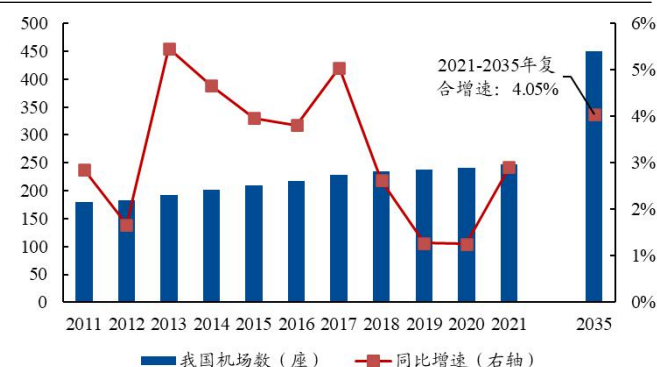
另外，吞吐量增速方面，支线市场 2015-2019 年期间吞吐量复合增速为干线市场两倍。据统计，2015-2019 年，前十大机场吞吐量的复合增速为 9.1%，而其余机场吞吐量复合增速为 22.4%。预计随着低线市场出行需求的迸发，支线航空市场吞吐量的增速仍将显著快于干线。

图 5、我国机场分布（单位：座，2021 年）



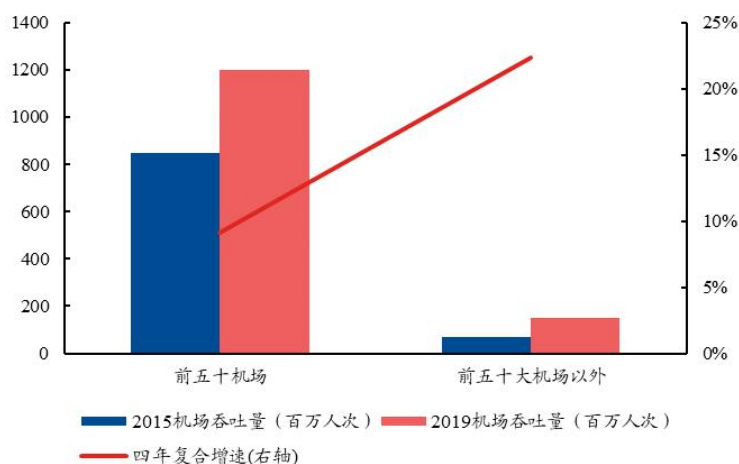
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、我国机场历年增速及规划增速



资料来源：Wind，民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、五十大机场以外机场吞吐量增速显著较快



资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

● 高铁成网下，支线航空发展空间仍大

长期，高铁成网虽然制约着航空的发展，但中国广阔的地理和巨大的人口基数决定着支线航空的目标市场仍然较大。高铁主要替代干线航空，对支线影响较小，通过空转空可以显著提升通达性。从基建投资上看，尽管今年交通运输部预期增速下降，但一方面机场产能的投产存在滞后，另一方面机场的投资增速长期快于铁路，预计航空的产能增速将有所保证。

从高铁路网图可以看出，目前高铁覆盖的部分限于大部分枢纽及其沿线，中西部地区枢纽周边的城市群主要还是依靠普通铁路和公路客运进行衔接。新疆、西藏、内蒙、川渝、东北北部地区铁路出行大多依靠普通铁路和客运转移到枢纽，再通过现有的高铁网络向全国输送，适合支线航空的发展。支线航空和中转联程的形式能够实现站内换乘，在较短时间内将支线旅客发往全国。

另外，支线航空的建设成本远低于高铁。世界银行对 2013 年对 27 条运行中高铁建设成本的分析显示，时速 350km 的铁路线路单位成本为每公里 0.94 亿元~1.83 亿元，时速 250km 的铁路线路单位成本为每公里 0.70 亿元~1.69 亿元。高铁前期投资体量大，需要足够客流支撑收入，填补前期投入以及偿还银行贷款利息；高铁盈利的关键在于沿线城市的人口密度、经济发达程度。支线机场的建设所需资金大约 2 亿元，只是高铁 1~2km 线路建设所需资金。而且，由于飞机可以飞越各种天然障碍、航线更加灵活、机票价格更加市场化，支线航空可以更好地适应淡旺季客流量的波动。

图 8、2020 高铁路网图



资料来源：搜狐网、兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公路高铁密度表（2020 年）

地区	高速里程 (公里)	面积 (万平方 公里)	高速公路 密度(公 里/平方 公里)	高速密 度排名	高铁里程 (公里)	高铁密 度(公 里/百公 方公 里)	高铁密 度排名
天津	1283	1.13	11.35	1	317	2.81	1
北京	993	1.68	5.91	4	359	2.14	2
上海	657	0.63	10.43	2	131	2.08	3
江苏	6392	10.26	6.23	3	2031	1.98	4
安徽	5535	13.97	3.96	13	2297	1.64	5
福建	5619	12.13	4.63	6	1904	1.57	6
浙江	4514	10.2	4.43	8	1518	1.49	7
辽宁	4331	14.59	2.97	19	2089	1.43	8
山东	6199	15.38	4.03	10	2005	1.30	9
广东	10202	18	5.67	5	2156	1.20	10
江西	5900	16.7	3.53	16	1941	1.16	11
河南	6619	16.7	3.96	12	1886	1.13	12
重庆	3000	8.23	3.64	15	896	1.09	13
湖南	7838	21.18	3.70	14	1892	0.89	14
河北	8324	18.77	4.43	7	1675	0.89	15
湖北	6164	18.59	3.32	17	1628	0.88	16
贵州	6992	17.6	3.97	11	1505	0.86	17
广西	7068	23.6	2.99	18	1769	0.75	18
山西	6513	15.63	4.17	9	1121	0.72	19
陕西	5526	20.56	2.69	20	1019	0.50	20

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

宁夏	1678	6.64	2.53	21	315	0.47	21
吉林	3584	18.74	1.91	22	742	0.40	22
四川	6962	48.14	1.45	24	1577	0.33	23
甘肃	3776	45.44	0.83	26	1488	0.33	24
云南	6962	38.33	1.82	23	1074	0.28	25
黑龙江	5471	45.48	1.20	25	1129	0.25	26
内蒙	6468	118.3	0.55	27	577	0.05	27
新疆	4926	166	0.30	29	719	0.04	28
青海	3198	72.23	0.44	28	268	0.04	29

资料来源：Wind、铁路建设规划，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、高壁垒：表观是机型壁垒，实质是盈利能力和网络壁垒

支线航空市场具有需求分散的特点，支线飞机更能适应市场的特征。部分航线常年需求量较低，单班旅客量少，若采用 A320、B737 一类 150 座以上机型则难以满足经济性需求，而新舟 MA60、庞巴迪 CRJ900、商飞 ARJ21 等支线机型在 50-90 座级，更适应支线市场，尤其是支线-支线航班中单班旅客量少、多次起降的特征。

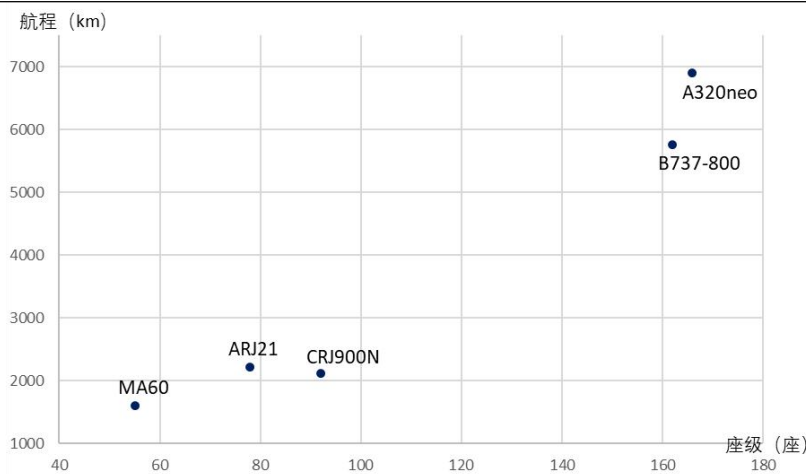
目前全民航支线机队主要分布于少数民营航司，大航使用较少。商飞 ARJ21 共计 66 架，主要分布在成都航空（24 架）、南方航空（11 架）、中国国际航空（9 架）和一二三航空（9 架），其余的分布在天骄航空（5 架）、江西航空（5 架）和华夏航空（3 架）；庞巴迪 CRJ900NG 均分布在华夏航空，数量 38 架；新舟 MA60 均分布在幸福航空，数量 8 架。

表 2、支线机型关键参数

	座位数	航程	最大起飞重量
ARJ21	混合级布局 78 座	2220km（标准航程型满座航程）；	40,500kg（标准航程型）
	全经济级布局 90 座	3704km（增大航程型满座航程）	43,500kg（增大航程型）
CRJ900NG	76~90 座	2,871km	36,514kg（基准值） 38,330kg（最大值）
MA60	48~56 座	2,443km	21,800kg

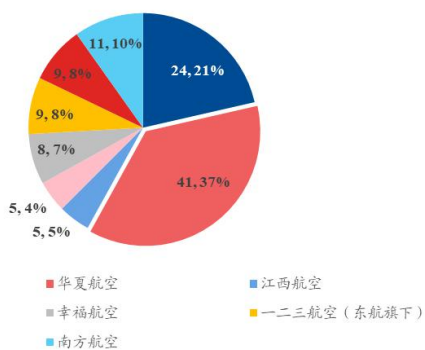
资料来源：民航资源网、中国航空工业集团，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、支线、干线机型关键参数对比



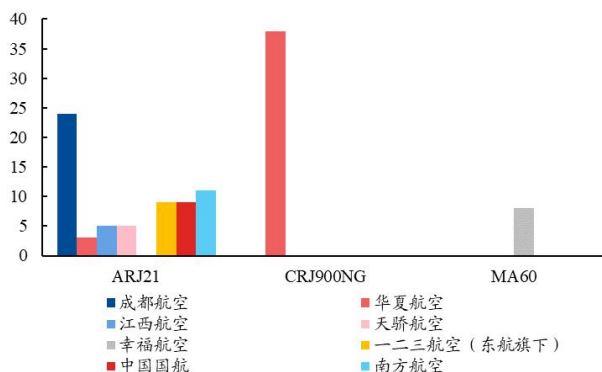
资料来源：民航资源网、中国航空工业集团，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、支线机型分布（架，%，截至 2022 年 9 月）



资料来源：民航休闲小站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、支线机型分布（架，截至 2022 年 9 月）

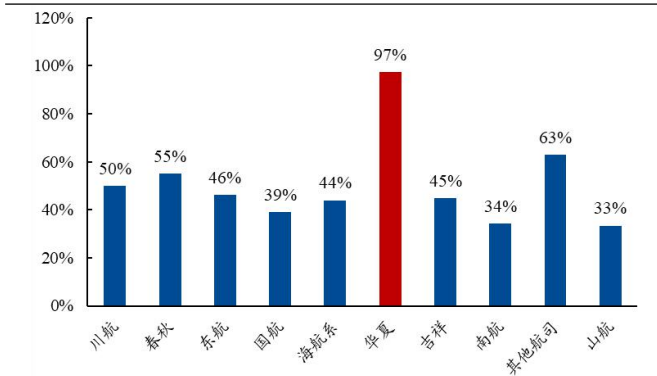


资料来源：民航休闲小站，兴业证券经济与金融研究院整理

机型构成的不同也导致全支线航司与其他航司占据不同的细分市场。若将一头连接支线机场的航线定义为支线航线，则其他主要航司的支线航线时刻在总时刻中的占比普遍为 30-55% 之间，而华夏航空这一比例达 97%。若考虑支线机场起飞、支线机场降落的支线-支线航班，则其他主要航司普遍低于 15%，而华夏航空占比为 36%。

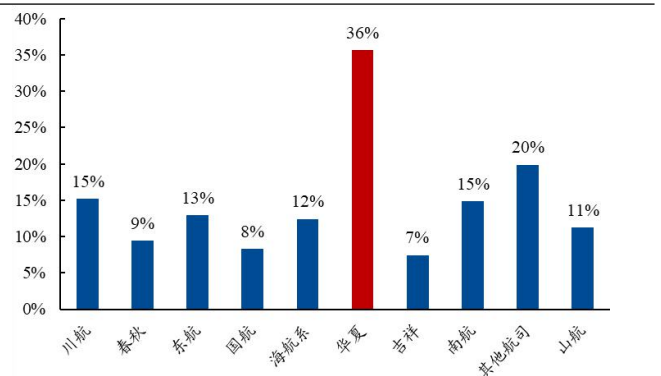
市场结构的不同背后是盈利能力和网络的不同。大航由于机队结构的不同，在支线航空市场中运力投入比例较低，且普遍以执飞干-支航线为主，在支线市场中的盈利能力大幅低于干线市场，运力投放的意愿普遍较低。疫情期间大航下沉运力，但受限于盈利能力，实际执飞率不高。随着国际航线的缺席，干线航司大量运力转向国内并新增部分支线航线时刻，但实际执飞率受限于盈利能力，未对市场造成显著冲击。

图 12、支线航班时刻占总时刻比例 (%)



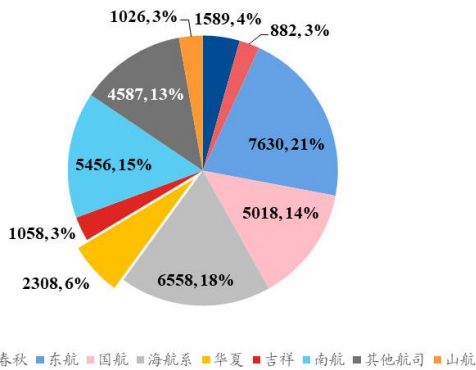
资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据时间点 2022 年夏秋航季

图 13、各航司支线-支线航班时刻占支线航班时刻比例 (%)



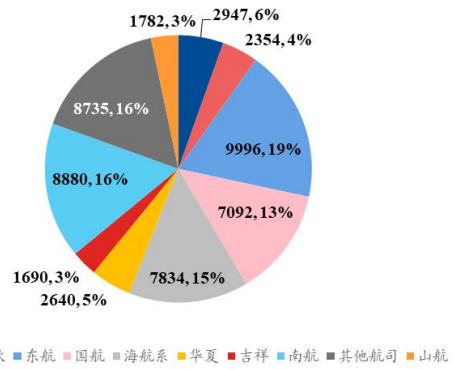
资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据时间点 2022 年夏秋航季

图 14、支线市场时刻结构 (2019/20 冬春, 班/周)



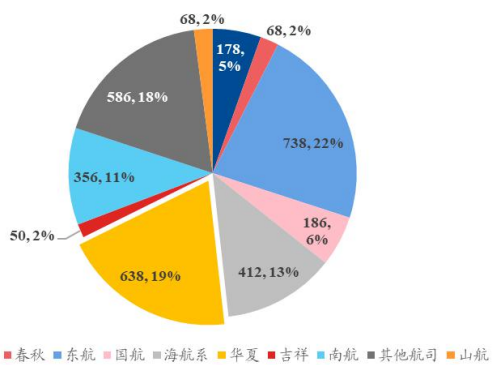
资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、支线市场时刻结构 (2022 夏秋, 班/周)



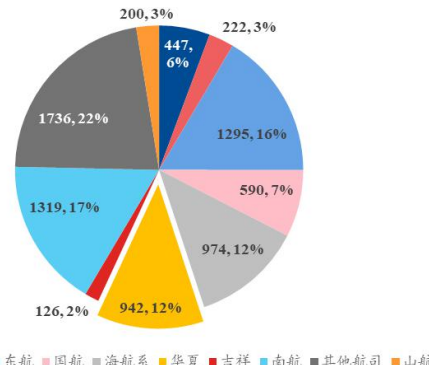
资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、支线-支线市场时刻结构 (2019/20 冬春, 班/周)



资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、支线-支线市场时刻结构 (2022 夏秋, 班/周)



资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

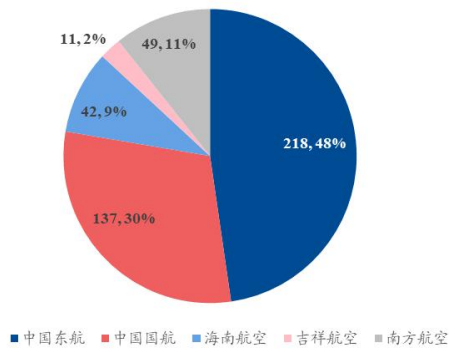
2、网络效应奠定壁垒，通程航班打开想象空间

2.1、干线支线的最大区别：竞争烈度和网络效应

● 干线模式：强竞争、网络效应更弱

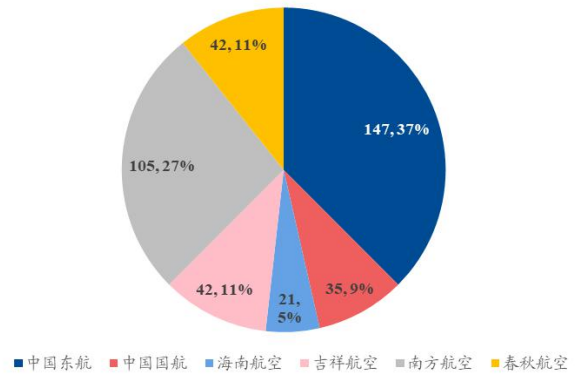
占资源、切份额、强竞争是干线航空商业模式的底色，网络效应<资源禀赋。干线航空一条优质航线上有多个承运人，提供较为同质化的出行服务。进一步看，服务同质化造成网络效应仅能提升航司机队安排效率，而对需求的影响较弱，拥挤的枢纽、较低的枢纽集中度、较高的直飞航线比例也导致干线航空的网络效应不如资源禀赋对航司盈利的影响明显。

图 18、京沪航线时刻分布-2022 夏秋（班/周）



资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、沪广航线时刻分布-2022 夏秋（班/周）



资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、核心枢纽机场时刻占比-2022 夏秋

	中国国航	南方航空	中国东航	海航系	四川航空	春秋航空	吉祥航空	其他航司
北京首都	67%	0%	4%	18%	4%	0%	0%	7%
北京大兴	11%	45%	38%	4%	0%	0%	0%	2%
广州白云	14%	53%	11%	9%	2%	1%	5%	5%
上海虹桥	8%	14%	52%	2%	0%	10%	9%	5%
上海浦东	9%	12%	42%	6%	1%	11%	14%	4%
深圳宝安	30%	28%	7%	12%	1%	4%	1%	17%

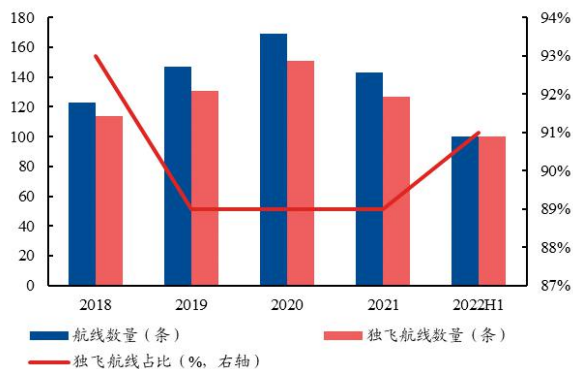
资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

● 支线模式：网络效应强、竞争烈度低，难点在运营

支线航空在资源获取方面较为容易，不存在航线资源方面的阻碍，运营能力是航司间的主要差异。一方面当前支线机场产能充足，不存在时刻瓶颈，另外从民航局的机场划分来看，支线航空机场皆为非协调机场，在满足安全和正常放行率的基础上即可增加时刻，且增速整体不受限。

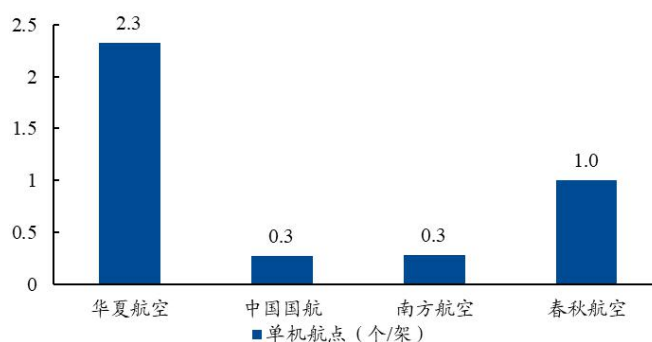
支线模式由于较为分散的需求、较高的独飞航线比例，竞争烈度更低的同时更加注重网络效应。从独飞比例看，支线航空显著更高，可以认为各家提供的出行服务都有所不同，竞争烈度显著较低。但分散的需求提高了对网络的要求，如何做好网络规划，用串飞、中转带动额外需求就成了更加关键的问题。

图 20、华夏航空独飞航线维持在 90%左右（条）



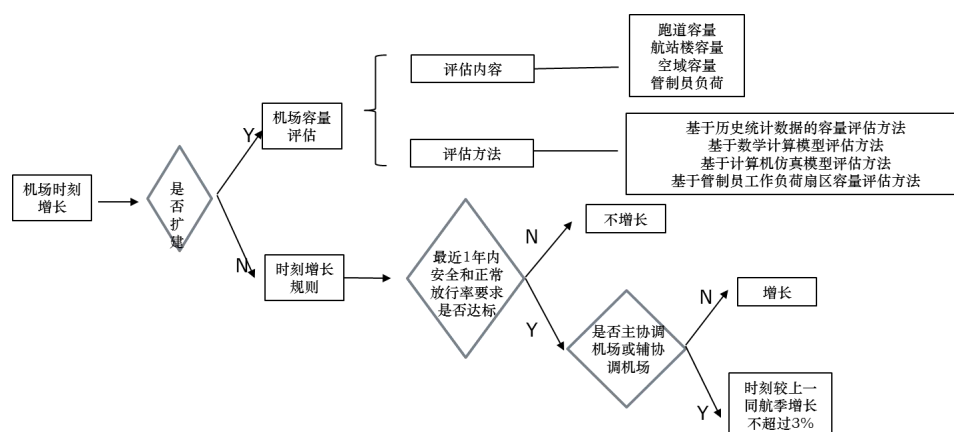
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、全行业单机航点数对比（2019 年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、机场时刻增长的审批流程



资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院绘制

2.2、公司深耕支线航线，网络效应逐渐显现

● 支线航线为公司主要专注方向，航网辐射全国

公司成立于 2006 年，自成立之初便一直奉行支线战略定位，始终致力于中国支线航空市场的开拓发展，并以发展中国支线航空，改善偏远地区中小城市航空通达性为目标。华夏航空是国内唯一长期专注于支线航空的独立航空公司。公司在支线航线网络、支线市场营销网络、经营模式、支线通航航点覆盖率等方面具备明显优势，也是国内领先的支线航空品牌。与干线相比，华夏航空单机覆盖的航点更多，网络效应显著更强。

支线机场作为过夜点，公司以网络优势带动串联需求。公司目前已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安和新疆建立了6个营运基地，拥有天津、成都、兴义、德宏、毕节、衢州、包头七个过夜点，基本实现覆盖我国西南、华东、西北、东北、华北和新疆地区。值得注意的是，以兴义、德宏、毕节、衢州、包头这样的支线机场作为过夜基地能够高效地实现支-干-支或者支-干-干的串飞，更有利于串联支线需求，放大公司的网络效应。

图 23、公司航线网络分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 客票收入+地方政府运力采购是支线航空的主要变现形式，盈利较为稳健

除客票收入外，支线航空独有。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。我们认为，运力采购的本质是支线航空依托自身航网为地方政府提供定制的、独一无二的出行解决方案。

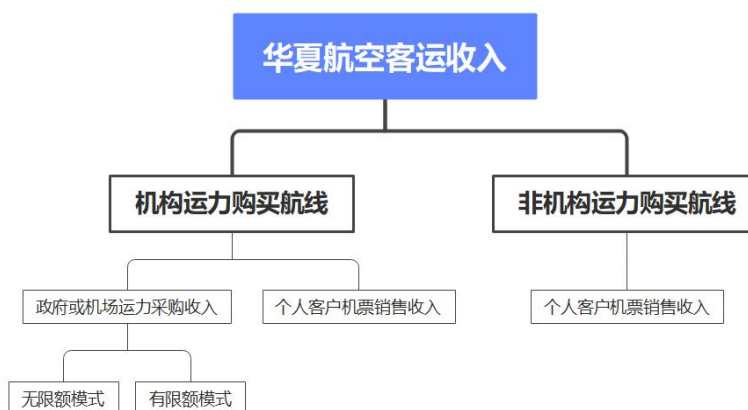
华夏航空的运力采购协议分有限额和无限额两种，从航线构成上看，有限额+无限额补贴航线合计在9成左右。无限额模式下，公司单个航班的收入固定，与客票销售情况无关。有限额模式下，政府的采购收入不能覆盖航班成本，公司获得收入端弹性的同时也承担市场波动的风险。具体计算方式：

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。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,则公司将超过部分的收入支付给机构客户。

图 24、华夏航空客运收入结构



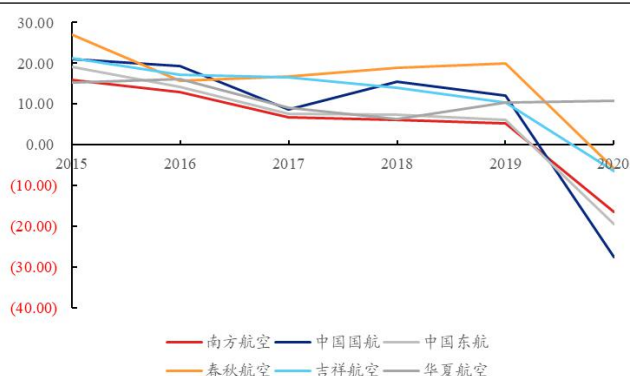
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院绘制

表 4、华夏航空与地方政府开展合作,共同发展当地航空市场

时间	合作内容
2018年10月22日	巫山市政府与华夏航空开展“巫山——重庆”快线航线试点,将巫山机场打造成为重庆的“精品快线”
2019年3月21日	新疆机场集团与华夏航空股份有限公司签订了促进新疆航空市场发展协议。
2020年7月20日	德宏州与华夏航空合作,构建以芒市机场为中心的支线航空网络。
2020年10月16日	毕节市政府与华夏航空举行合作协议签约仪式,构建毕节联通全国的航线网络,实现区域一体化融合发展。
2020年10月20日	和衢州市政府签订协议,在共建航空枢纽、设立航空产业引导基金方面开展合作

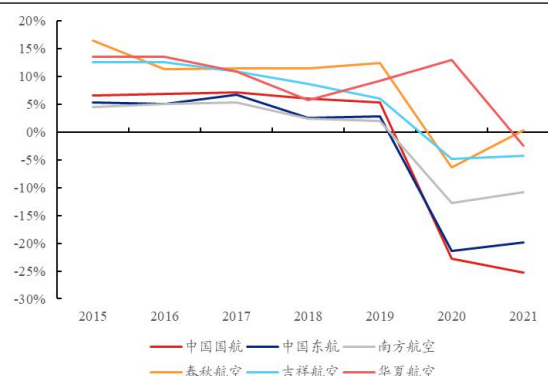
资料来源:搜狐网、德宏团结报、毕节日报、重庆晨报,兴业证券经济与金融研究院绘制

图 25、加回汇兑的单机盈利 (百万元)



资料来源:Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、华夏航空净利率与行业对比 (%)



资料来源:公司公告,Wind,兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、通程航班+票价优化，公司网络效应有望加速变现

● 公司依托全支线优势和网络效应快速推广通程航班产品

为解决支线航空需要换乘、流程不变的痛点，公司大力推广“通程航班”产品，在这种模式下，搭乘国内航线的乘客可以享受在始发站一次性办理所有乘机手续、托运行李，在中转站无需再办理乘机手续，行李至目的站直接提取。实现方式上，公司低价采购干线航线的尾仓座位，整合成同一产品进行销售。**通程航班产品中包含的特色服务有：**

航变无忧：若航班衔接失败，可协助旅客免费办理改签或退票

行李直达：由航空公司协助将行李转运至目的地

一次值机：一次支付、一次安检、一次值机

这一模式的优势较为明显。对于旅客来说，通程航班能够将旅客从支线机场送到核心枢纽，再通过枢纽进行转运，极大提高了支线节点的通达性。以兴义旅客出行为例，原本是通过搭乘华夏航空独飞航班的方式到达重庆、贵阳等区域枢纽，再通过干线航司转运至全国。在通程航班模式下，将两端出行流程进行整合，对于旅客说省去了购票、挑选中转地的时间，也规避了航班变动的风险。**对于航司来说，**中转联程能够额外提供增量客流，采取通程方式的航线，客座率上升明显，同时由于部分旅客对出行的中转地没有要求，航司可择地中转，显著加速枢纽培育。目前公司已在 89 个机场开通通程航班，通程合作的对象基本覆盖国内主流航司。

● 公司拥有独特竞争优势，处于通程航班产品价值链上游

中转联程服务优势显著，增长迅猛。这种合作在旅客量中的占比由 2018 年的 4.7% 上升至 2022H1 的 23.3%，年化增速达 29.8%，成为公司新的增长点。

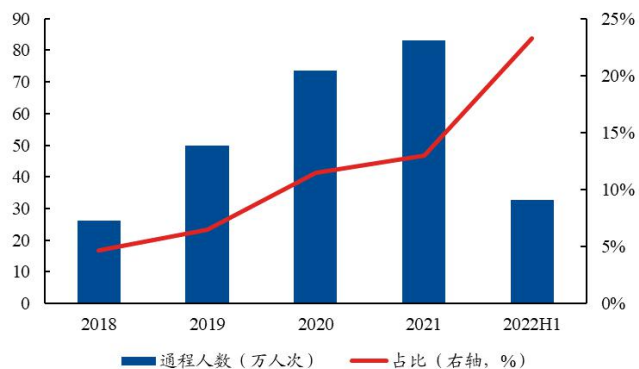
中转联程业务高速增长的背后，我们注意到公司的联程产品的巨大潜力：

公司目前是**唯一全支线、无股权合作的支线航司，拥有最广阔的合作基础。**公司与主要干线航空既没有股权关系，也没有干线市场的竞争关系，故能与干线航空公司展开中转联程方式的合作，不受航空集团和航空联盟的限制。从全行业中转联程业务的开展情况来看，大航均在自己集团内部开展通程业务，例如海航的“海天无限”为联合海航旗下 12 家航司的通程产品，干支均为自营。而华夏航空拥有最广阔的合作范围，干线可以任意挑选航司。

我国支线端商业模式高壁垒，独飞支线航线带来的客流具有稀缺性。华夏航空在支线航空市场有先发优势，独飞比例常年维持在 90% 左右，是运力整合和干支链接的创新者，具有独特竞争优势。独飞支线航线能够将旅客从支线航点运到区域枢纽，单客边际成本极低的情况下，这些客流对任何一家干线航司都是宝贵的

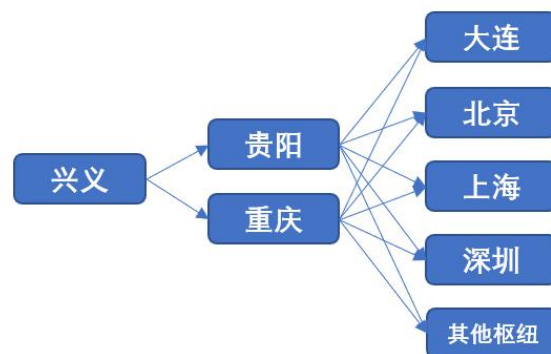
增量。我们认为通程航班无论是量还是盈利空间上都有较大发展空间，有望成为贡献利润的新增长极。

图 27、公司通程航班人数、占总旅客量的比重



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、华夏航空通程航班示意图



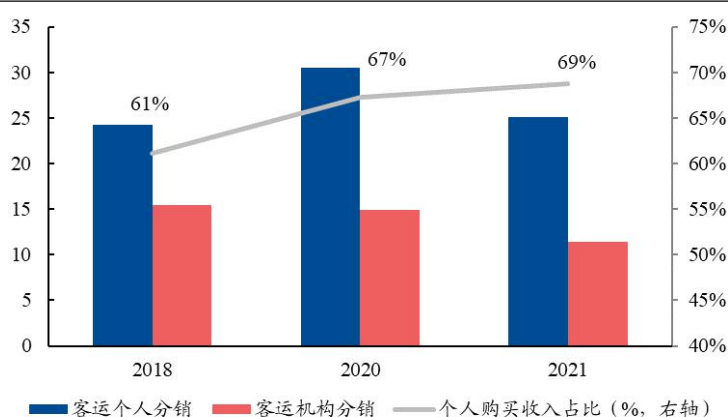
资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

3、华夏航空未来盈利弹性仍被忽视

3.1、有限额模式占比仍在提升，运力采购隐含弹性

随着航线培育的逐步成熟，公司的营收弹性将不断提升。公司在新进入市场多采用无限额模式获得稳定收益，而在成熟市场较多使用有限额模式，自 2018-2019 年于新疆市场快速扩张业务以来，公司培育成熟的航线不断增加，来自有限额部分的客票收入比例正在上升，公司营收端弹性正不断提升。有限额航班占比的提升带动公司营收中个人分销收入的占比提升，这一占比已从 2018 年的 61% 提升至 69%。

图 29、个人售票收入占比逐渐提升（亿元）



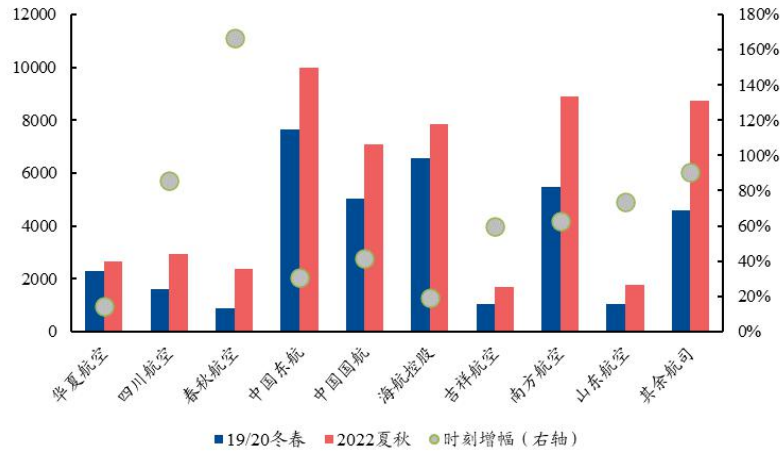
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、未来部分运力或将撤出支线市场，支线运力或更加紧缺

前文我们提到，疫情期间大航下沉运力，但受限于盈利能力，实际执飞率不高。随着国际航线的缺席，干线航司大量运力转向国内并新增部分支线航线时刻，但实际执飞率受限于盈利能力，未对市场造成显著冲击。但从中期来看，全行业运力短缺+一线时刻放松，支线运力或更加稀缺。

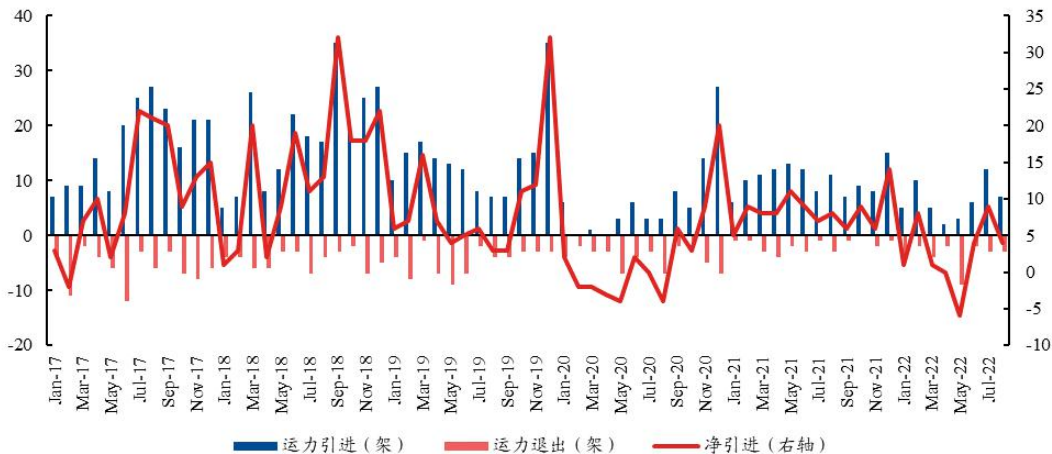
供给侧受疫情和外部事件影响，运力引进将持续推迟。我们在 2022 年 9 月 17 日外发的研究报告《订单或变更、生产端受阻、引进端推迟，民航供给侧紧张趋势有望延续》中提到：“疫情持续下，我国民航业面临资产负债表、现金流的约束不断恶化，实际运力增速或进一步下调。通过近期观察，今年年内疫情反复时，多家上市航司出现运力净退出，运力增速有望低于全年预期。”随着波音开始转售为中国航司制造的 737MAX 喷气式飞机，全球飞机引擎的供应瓶颈的凸显，未来运力的交付节奏将持续受到影响。

图 30、疫情期间，其余航司在支线市场的航班计划量均有提升（班/周）



资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、国内航司运力引进速度仍然处于低位



资料来源：中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空公告，兴业证券经济与金融研究院整理

头部机场的供给瓶颈未来或有放松。我们统计了我国 2019-2025 年期间的机场改扩建和新机场项目，发现新增产能较为充沛，千万级以上机场的新增吞吐量空间将占 2019 年民航总体吞吐量的 33.5%。一二线机场的持续扩建也使得疫情后行业具备时刻大幅增加的基础，供给侧改革的成因已经大幅缓解。

表 5、国内主要机场当前剩余产能空间

机场	近期扩建情况	投资额 (亿元)	扩建后容量 (万人次)	最高吞吐量 (万人次)	较 19 年吞 吐量空间 (%)	投产时间
北京大兴机场	新机场 (4 条跑道、1 座航站楼)	4500	7200	2505	65%	2019.9
深圳机场	卫星厅	109	未注明	5293		2021.12
成都天府机场	新机场 (3 条跑道、2 座航站楼)	718.6	6000	434	93%	2021.7
青岛机场	新机场(1 座航站楼、2 条跑道)	381.75	3500	2556	27%	2021.8
拉萨贡嘎机场	T3 航站楼	39	900	457	49%	2021.8
杭州萧山机场	T4 航站楼	271	9000	4011	55%	2022 年下半年
南昌机场	1 条跑道, T3 航站楼	50	4500	1364	70%	2023 年
福州机场	1 条跑道, T2 航站楼	215	3600	1476	59%	2024 年
呼和浩特机场	新机场(2 条跑道, 1 座航站楼)	242	2800	1315	53%	2024 年
合肥机场	T2 航站楼、1 条跑道	250	4000	1228	69%	2025 年
西安机场	T4 航站楼、2 条跑道	476	7900	4722	40%	2025 年
长沙机场	T3 航站楼	79	6000	2691	55%	2025 年
厦门新机场	新机场 (T1 航站楼、2 条跑道)	537	4500	2741	39%	2025 年
深圳机场	1 条跑道+T4 航站楼	123.3+	8000	5293	34%	2025 年
白云机场	T3 航站楼、2 条跑道等	544	12000	7338	39%	2025 年
重庆江北机场	T3B 航站楼、第四跑道	165	8000	4479	44%	2025 年
三亚机场	新机场 (3 条跑道, 1 座航站楼)	1500	5600	2016	64%	2025 年以后
太原机场	T3 航站楼, 1 条跑道	239	4000	1400	65%	2025 年以后
青岛机场	2 条跑道	200	5500	2556	54%	2035 年
浦东机场	T3 航站楼	未知	13000	7615	41%	未知
武汉天河机场	1 条跑道	31	6300	2715	57%	未知

资料来源:民航局,兴业证券经济与金融研究院整理

注:成都天府机场和北京大兴机场吞吐量空间基于 2021 年吞吐量,其余均为 2019 年

3.3、通程产品的变现能力仍被低估,未来有望创造超额利润

目前我国通程的主导方是支线航空,这与美国的运力采购模式相反,这是由中国民航市场特征决定的。枢纽占比、盈利能力都有较大差距。

美国干线航空在自由竞争中通过价格战和相互吞并形成了对枢纽节点资源的垄断,以美国航空为例,美国航空拥有五大枢纽,分别是达拉斯-沃斯堡国际机场 (DFW)、芝加哥奥黑尔国际机场 (ORD)、迈阿密国际机场 (MIA)、洛杉矶国际机场 (LAX) 和肯尼迪国际机场 (JFK),前四大航空公司在这类机场的旅客量占比都接近 60%。对枢纽市场、票价的绝对控制,让干线航空有动力对支线航空进行进一步的整合,将干线与支线进行整合,谋求更多环节的利润。

表 6、核心枢纽机场时刻占比-2022 夏秋

	中国国航	南方航空	中国东航	海航系	四川航空	春秋航空	吉祥航空	其他航司
北京首都	67%	0%	4%	18%	4%	0%	0%	7%
北京大兴	11%	45%	38%	4%	0%	0%	0%	2%
广州白云	14%	53%	11%	9%	2%	1%	5%	5%
上海虹桥	8%	14%	52%	2%	0%	10%	9%	5%
上海浦东	9%	12%	42%	6%	1%	11%	14%	4%
深圳宝安	30%	28%	7%	12%	1%	4%	1%	17%

资料来源：预先飞行系统，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、美国前五大机场旅客量分布

	美国航空	美联航	达美航空	西南航空	总和
亚特兰大 2021.7-2022.6	2.50%		72.58%	8.82%	83.90%
洛杉矶 2022.1-2022.5	18.06%	16.47%	20.85%	10.22%	65.60%
芝加哥奥黑尔 2021.5-2022.4	25.42%	28.99%			54.41%
达拉斯 2020.4-2021.5	62.27%		3.70%		65.97%
丹佛 2021.5-2022.4	4.79%	32.76%		31.91%	69.46%

资料来源：Wiki，兴业证券经济与金融研究院整理

再次审视华夏航空在通程这一商业模式中体现的独特竞争力，我们认为运力的反向整合体现出当前支线航司在通程中的议价能力。支线航线独飞占比往往非常高，而一条成熟的干线航线往往有 3-5 个承运人。与支线的稀缺形成对比的是干线服务的高度同质化，低价采购干线尾仓运力体现了支线航司在这一合作模式中的强势地位。我们判断华夏航空依靠自身竞争优势，处于通程产品价值链上游，未来有望通过整合干线资源创造超额利润。

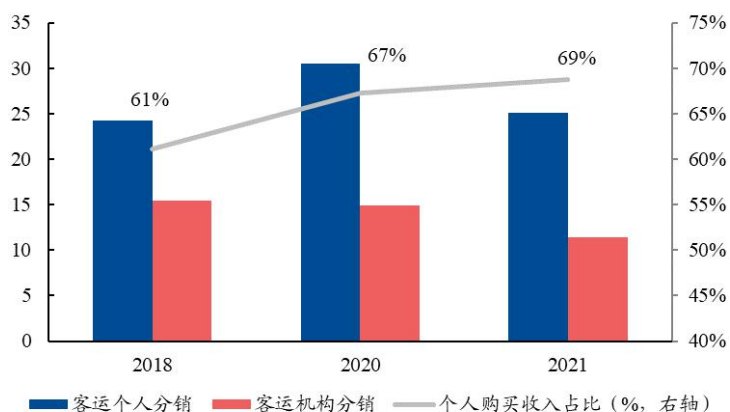
3.4、短期若逐渐走出低谷，成长性仍然值得期待

尽管公司短期仍在落实安全自查，航班量仍在调减，同时运力引进也有所放缓，但后续若逐渐走出低谷，成长空间依然广阔：

一方面，支线航空市场仍在快速扩张。1) 航点：预计未来机场年化增速达 4.05%，主要增量均为支线机场。2) 吞吐量、航班量：据统计，2015-2019 年，前十大机场吞吐量的复合增速为 9.1%，而其余机场吞吐量复合增速为 22.4%。预计随着低线市场出行需求的迸发，支线航空市场吞吐量的增速仍将显著快于干线。

另一方面，公司自身规模成长性明确。华夏航空与中国商飞签订的购买协议中，100 架飞机计划自 2020 年起十年内交付完成，其中 2020 年-2025 年间 50 架确认飞机交付，后续运力扩张确定性强。综合来看，未来几年公司运力增长中枢有望保持 15%-20%，有力支撑公司的成长性。

图 32、个人售票收入占比逐渐提升（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、华夏航空历史机队引进情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略：自身恢复叠加盈利弹性，投资价值凸显

1) 支线航空市场空间大、增长快、壁垒高，公司作为支线航空龙头有望持续受益。支线市场吞吐量 2015-2019 年间复合增速较干线市场空间的增速为翻倍以上。另一方面，公司自身规模成长性明确。华夏航空与中国商飞签订的购买协议中，100 架飞机计划自 2020 年起十年内交付完成，后续运力扩张确定性强。综合来看，未来几年公司运力增长中枢有望保持 15%-20%，有力支撑公司的成长性。

2) 网络效应是支线模式的核心竞争力，通程产品有望成为公司新增长点。目前我国通程的主导方是支线航空，且华夏航空在通程方面同时拥有网络资源和独立优势，处于通程产品价值链上游，我们认为未来公司有望通过整合干线资源拉动需求增长、创造超额利润。

3) 展望未来，有限额模式占比的提升、行业供给的收紧、通程产品的变现能力提升有望提升公司盈利弹性。

短期看运力恢复，中长期看高速增长，同时盈利弹性仍被忽视，我们认为目前公司投资价值凸显。虽然短期航班量影响仍在继续，但依然看好华夏航空的支线商业模式，中长期来看，支线航空市场仍广阔，若公司航班量得以恢复，或迎来估值修复行情，同时公司盈利弹性仍被忽视，未来盈利或超预期。

调整华夏航空盈利预测，预计公司业务量从 2022 年下半年起逐步恢复，2022-2024 年旅客周转量分别为 40/130/170 亿客公里，客座率分别为 63%、71%、76%。预计华夏航空 2022-2024 年归母净利润分别为 -14.70、4.10、13.12 亿元，EPS 为 -1.14、0.32、1.02 元，对应 10 月 21 日收盘价 11.49 元，市盈率分别为 -10.0、36.1、11.3 倍。

表 8、公司盈利预测数据

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3967	2781	8578	11486
增长率	-16.1%	-29.9%	208.5%	33.9%
营业利润(百万元)	-115	-1546	478	1583
增长率	-116.4%	-1247.0%	130.9%	231.1%
归母净利润(百万元)	-99	-1470	410	1312
增长率	-116.1%	-1389.6%	127.9%	220.3%
最新摊薄每股收益(元)	-0.08	-1.14	0.32	1.02
每股净资产(元)	2.81	1.92	2.24	3.26
动态市盈率(倍)	-149.7	-10.0	36.1	11.3
市净率(倍)	4.1	6.0	5.1	3.5

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理和预测

风险提示

- 1、汇率、油价大幅波动。**汇率对航空公司收入成本有重大影响性，油价是航空公司的主要成本之一，两者的大幅变动将对公司的经营管理、业绩表现等造成较大影响。
- 2、航班量恢复不及预期。**支线模式下公司营收与航班量高度相关，若安全事件的冲击持续时间超预期，公司的业绩将持续受到影响。
- 3、疫情冲击后需求恢复速度低于预期。**疫情的恢复速度将影响市场需求水平。低于预期的需求恢复速度将较大程度影响公司的业绩表现。
- 4、全球经济及贸易形势恶化。**航空业广泛服务于经济的各个环节，全球经济和贸易的恶化将降低航空需求，对公司的业绩表现造成负面影响。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3925	2846	6291	7948
货币资金	1391	1120	1219	1299
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1124	806	2539	3375
预付款项	137	168	301	364
存货	140	145	276	328
其他	1134	607	1955	2582
非流动资产	12278	5006	4787	4521
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2141	2942	3200	3188
在建工程	1965	983	491	246
无形资产	182	182	182	182
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	838	838	838	838
其他	7152	62	75	68
资产总计	16203	7852	11077	12469
流动负债	4692	3755	6571	6651
短期借款	2523	3757	6572	6652
应付票据及应付账款	455	0.00	0.00	0.00
其他	1714	-2	-1	-1
非流动负债	7894	1630	1630	1630
长期借款	1630	1630	1630	1630
其他	6265	0	0	0
负债合计	12586	5385	8201	8280
股本	1014	1286	1286	1286
资本公积	1151	1151	1151	1151
未分配利润	1330	-140	270	1582
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3616	2467	2877	4189
负债及权益合计	16203	7852	11077	12469

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-99	-1470	410	1312
折旧和摊销	239	182	233	258
资产减值准备	28	-100	0	0
资产处置损失	-6	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	352	139	201	243
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-426	-192	-3344	-1578
经营活动产生现金流量	915	-1530	-2514	242
投资活动产生现金流量	-1823	1102	-0	0
融资活动产生现金流量	791	157	2614	-163
现金净变动	-117	-271	100	79
现金的期初余额	1380	1391	1120	1219
现金的期末余额	1263	1120	1219	1299

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3967	2781	8578	11486
营业成本	3786	4300	7922	9502
税金及附加	13	6	21	29
销售费用	0	167	429	517
管理费用	244	171	257	459
研发费用	21	16	19	19
财务费用	352	139	201	243
其他收益	596	472	750	867
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
信用减值损失	-28	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	6	0	0	0
营业利润	-115	-1546	478	1583
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	6	2	2	2
利润总额	-112	-1548	476	1581
所得税	-13	-77	67	269
净利润	-99	-1470	410	1312
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-99	-1470	410	1312
EPS (元)	-0.08	-1.14	0.32	1.02

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	-16.1%	-29.9%	208.5%	33.9%
营业利润增长率	-116.4%	-1247%	130.9%	231.1%
归母净利润增长	-116.1%	-1390%	127.9%	220.3%
盈利能力				
毛利率	4.6%	-54.6%	7.6%	17.3%
净利率	-2.5%	-52.9%	4.8%	11.4%
ROE	-2.7%	-59.6%	14.2%	31.3%
偿债能力				
资产负债率	77.7%	68.6%	74.0%	66.4%
流动比率	0.84	0.76	0.96	1.20
速动比率	0.81	0.72	0.92	1.15
营运能力				
资产周转率	28.6%	23.1%	90.6%	97.6%
应收账款周转率	328%	274%	513%	388%
存货周转率	3001%	3019%	3762%	3149%
每股资料(元)				
每股收益	-0.08	-1.14	0.32	1.02
每股经营现金	0.71	-1.19	-1.96	0.19
每股净资产	2.81	1.92	2.24	3.26
估值比率(倍)				
PE	-149.7	-10.0	36.1	11.3
PB	4.1	6.0	5.1	3.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn