

华夏航空 (002928.SZ)

支线航空龙头，价值有望修复

买入

核心观点

华夏航空是我国支线航空龙头。华夏航空是国内唯一一家规模化的独立支线航空公司，一直明确坚持支线战略定位，也是国内支线航空的引领者。公司自成立以来保持较快发展势头，截至2021年末，公司机队规模58架，航线网络覆盖支线航点80个，公司在飞航线143条，基本构建了全国性的支线航空网络。2019年公司营业收入54.1亿元，同比增长26.9%，实现归母净利润5.02亿，同比增长103.0%，2020-2021年公司受疫情影响营收有所下滑，2021年营业收入39.7亿，同比下降16.1%，实现归母净利润-0.99亿。

支线航空市场发展速度快，未来空间大。支线航空串联中小城市机场，发展速度快，2021年我国支线飞机数量达到213架，同比增长6.0%，支线机场旅客吞吐量1.26亿人次，同比提高15.6pct。未来随着中小型城市经济发展催生出日益增长的出行需求，人均乘机次数仍有较大提升空间，在供给端，不论是支线机场基础设施建设能力提高，还是民航市场下沉支线机场时刻资源利用率提升，或是支线机队规模增长均将促进支线航空日益被挖掘，因此我们认为支线航空市场仍为蓝海，未来发展空间广阔。

运力购买模式抢占先机，航网迅速拓展，盈利能力靠前。华夏航空运力投放集中在我国中西部地区，持续拓展新疆、云南市场，未来将进一步扩张业务版图。公司积极与地方政府合作，采用机构运力购买模式消化运力，开辟售后回租的轻资产模式抢占先机，扩张速度明显快于其他上市航司，且公司独飞航线占比高，市场竞争尚不激烈，历史盈利能力业内靠前，归母净利润率明显高于三大航，仅略低于春秋航空。

多重利空扰动，期待未来经营回归正轨：当前华夏航空处于多利空叠加阶段，不论是运力投放还是客流均受到影响。运力投放方面，公司因受到政策限制，航班量显著下降，预计至年底航班量有望逐步恢复，而这也是上半年预亏的重要原因之一；需求端，当前国内疫情仍散发，作为旅游热点区域的新疆近期疫情散发，或对公司客流造成一定不利影响。此外，目前国际油价仍明显高于去年同期，航油成本同样承压。期待特殊阶段过后，公司业绩重回正轨。

盈利预测与估值：预计2022-2024年公司营业收入分别为31.9/63.8/85.8亿，实现归母净利润分别为-11.2/3.7/10.5亿，暂不考虑增发，EPS分别为-1.10/0.36/1.04元，按照2024年盈利预测下EPS1.04元的13倍PE估值，合理股价水平在13.52元左右，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值风险，盈利预测风险，公司经营风险，政策风险，财务风险，安全事故

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,728	3,967	3,190	6,380	8,579
(+/-%)	-12.6%	-16.1%	-19.6%	100.0%	34.5%
净利润(百万元)	613	-99	-1116	366	1049
(+/-%)	22.0%	-116.1%	—	扭亏	186.6%
每股收益(元)	0.60	-0.10	-1.10	0.36	1.04
EBIT Margin	3.4%	-8.5%	-36.3%	2.3%	10.3%
净资产收益率(ROE)	15.6%	-2.7%	-44.6%	12.9%	28.6%
市盈率(PE)	16.8	-104.3	-9.2	28.1	9.8
EV/EBITDA	34.1	-116.4	-25.7	56.6	21.5
市净率(PB)	2.62	2.85	4.12	3.64	2.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	13.00 - 14.04元
收盘价	10.16元
总市值/流通市值	10302/10302百万元
52周最高价/最低价	14.19/9.07元
近3个月日均成交额	65.17百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
历史沿革及股权结构	5
商业模式及历史收入利润情况	5
行业分析：支线航空规模增长，未来空间广阔	7
航网通达性提升，支线航空快速发展	7
三大航支线业务去而复来，华夏航空异军突起	8
支线航空大市场，仍有广阔成长空间	10
公司业务分析：规模快速扩张，盈利能力靠前	12
串联干线-支线机场，新疆云南市场快速拓展	12
扩张路径：运力购买模式，抢占先机培育市场	14
客运主导，规模快速成长	15
航油、折旧、人工为主要成本，疫情前利润快速提升	17
行业比较：支线航空呈现弱周期性，华夏航空利润水平较高	18
未来展望：期待特殊阶段过后航班量复苏，拉动业绩回归正轨	20
盈利预测及估值分析	20
核心假设及盈利预测	20
盈利预测敏感性分析	23
估值分析	23
投资建议	24
风险提示	24
附表：财务预测与估值	26
免责声明	27

图表目录

图 1: 华夏航空股权结构	5
图 2: 华夏航空机队规模	6
图 3: 华夏航空机队结构 (截至 2021 年末)	6
图 4: 华夏航空航线网络	6
图 5: 华夏航空营业收入及同比增速	7
图 6: 华夏航空归母净利润	7
图 7: 我国支线机场数量	8
图 8: 我国支线飞机数量	8
图 9: 我国支线机场旅客吞吐量	8
图 10: 我国支线机场旅客吞吐量占全部机场的比重	8
图 11: 我国干线航空和支线航空参与者	9
图 12: 我国民航旅客增速对 GDP 增速的弹性系数	10
图 13: 我国居民可支配收入情况	10
图 14: 我国人均乘机人次与美日对比	10
图 15: 我国人均支线乘机次数与美国对比	10
图 16: 我国支线机场周计划航班量	11
图 17: 我国支线机场正班计划航班量占比	11
图 18: 华夏航空运力投放与中西部地区	13
图 19: 华夏航空航线主要为干线-支线机场对飞航线	13
图 20: 华夏航空 22 夏秋航季周航班密度数量分布	13
图 21: 华夏航空 22 夏秋航季主要航线	13
图 22: 华夏航空于各省份航班量占比	14
图 23: 2016 年夏秋航季华夏航空 207 条航线后续执飞情况	15
图 24: 华夏航空客运机构分销收入及占比	15
图 25: 2021 年华夏航空收入构成 (百万)	15
图 26: 华夏航空历年细分收入变化 (百万)	15
图 27: 2021 年华夏航空 ASK 及同比增速	16
图 28: 2021 年华夏航空 RPK 及同比增速	16
图 29: 2021 年华夏航空旅客运输量及同比增速	16
图 30: 2021 年华夏航空客座率及同比变化	16
图 31: 华夏航空航班距离	17
图 32: 华夏航空绝对票价及客公里收益	17
图 33: 华夏航空营业成本及同比增速	17
图 34: 2021 年华夏航空营业成本结构	17
图 35: 华夏航空毛利润及毛利润率	18
图 36: 华夏航空费用水平	18
图 37: 华夏航空其他收益	18

图 38: 华夏航空归母净利润及归母净利润率	18
图 39: 各航司机队规模	19
图 40: 各航司客公里收入水平 (元)	19
图 41: 各航司毛利润水平	19
图 42: 各航司归母净利润率水平	19
图 43: 华夏航空航班量	20
图 44: 航油价格 (元/吨)	20
表 1: 我国三大航 ARJ21 机型运营情况	9
表 2: “十四五”时期运输机场重点建设项目	11
表 3: 支线飞机参数	12
表 4: 华夏航空收入预测	21
表 5: 华夏航空营业成本预测	21
表 6: 华夏航空盈利预测	22
表 7: 华夏航空 2023 年盈利预测弹性测试表 (百万)	23
表 8: 华夏航空 2024 年盈利预测弹性测试表 (百万)	23
表 9: 航空股 wind 一致盈利预测	24

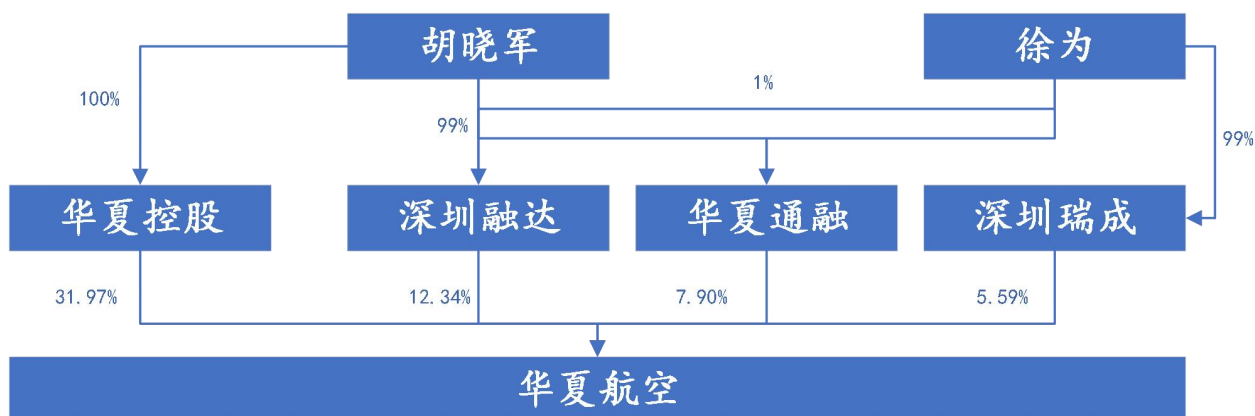
公司概况

历史沿革及股权结构

华夏航空的前身华夏有限成立于 2006 年 4 月 18 日，并于 2006 年 8 月 29 日变更为股份有限公司，2006 年 9 月完成首航，成立初期华夏航空运营两架 CRJ-200 机型客机。历经多年发展，华夏航空于 2018 年在深交所上市，截至 2021 年底，华夏航空运营机队规模达到 58 架。

股权结构方面，公司实际控制人为胡晓军，胡晓军先生及其配偶徐为女士通过华夏控股、深圳融达、华夏通融、深圳瑞成合计持有公司 57.79% 的股份。

图1：华夏航空股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式及历史收入利润情况

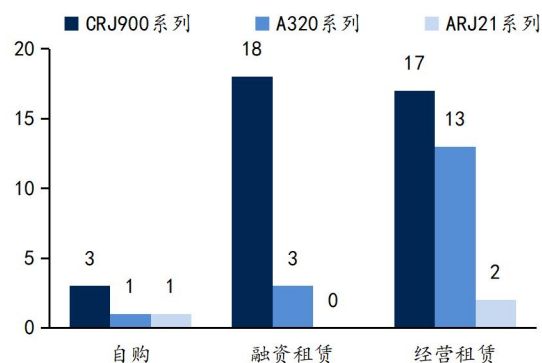
公司是国内唯一一家规模化的独立支线航空公司，一直明确坚持支线战略定位，也是国内支线航空的引领者。公司自成立以来保持较快发展势头，截至 2021 年末，公司机队规模 58 架，其中 A320 机型 13 架，庞巴迪 CRJ900 机型 38 架，中国商飞 ARJ21 机型 3 架，公司航线网络覆盖支线航点 80 个，占全国支线航点的 39%，在飞航线 143 条，均为国内航线，基本构建了全国性的支线航空网络。

图2：华夏航空机队规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：华夏航空机队结构（截至2021年末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：华夏航空航线网络

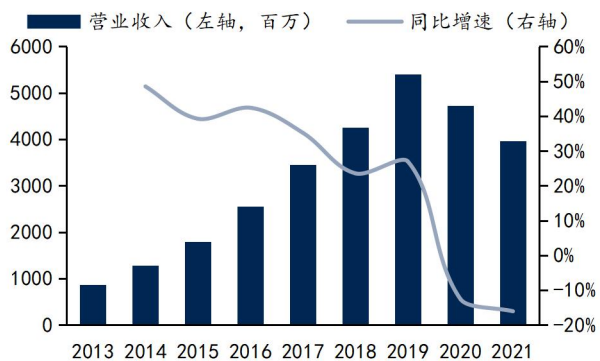


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019 年公司营业收入 54.1 亿元，同比增长 26.9%，实现归母净利润 5.02 亿，同比增长 103.0%，2020-2021 年公司受疫情影响营收有所下滑，2021 年营业收入 39.7 亿，同比下降 16.1%，实现归母净利润-0.99 亿。2022 年上半年因疫情影响加剧

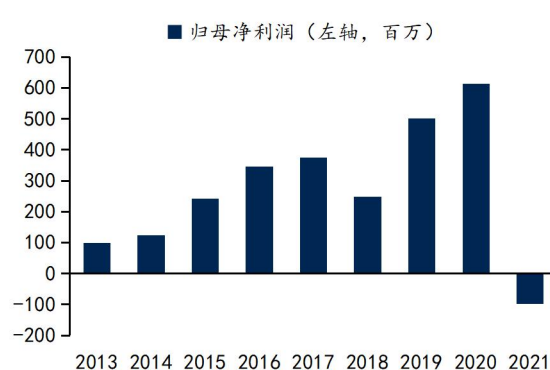
及政策限制，公司预亏 8.5-10.5 亿。

图5：华夏航空营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：华夏航空归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业分析：支线航空规模增长，未来空间广阔

航网通达性提升，支线航空快速发展

支线航空指主要使用支线飞机，运营通联中小城市支线机场中短途航线的民航运营模式，其中支线机场通常指年旅客吞吐量在 300 万以下的机场，支线飞机通常指 100 座位以下的小飞机。

我国幅员辽阔，中西部地区人口相对稀少且多山脉，铁路、公路等交通运输方式相对不发达，东部地区部分中小城市距离重点城市较远，远程出行需求同样难以得到有效满足。考虑到在西部地区大力发展铁路、公路的综合成本相对较高，东部地区中小型城市也意图进一步提升通达性，刺激经济增长，地方政府往往选择修建机场发展民航促进跨区域人员往来。

2021 年我国运输机场数量达到 248 个，同比增长 7 个，其中吞吐量 300 万人次以下的支线机场 199 个，同比增长 7 个。支线机队方面，我国支线飞机数量快速增长，2021 年达到 213 架，同比增长 6.0%，增速快于全年民航运输机队增速，支线飞机数量占民航运输机队的 5.3%。2021 年，我国全部支线机场（吞吐量 300 万人次以下）旅客吞吐量 1.26 亿人次，同比提高 15.6pct，占全国机场旅客吞吐量的 13.8%，占比提升 1.16pct。

图7：我国支线机场数量



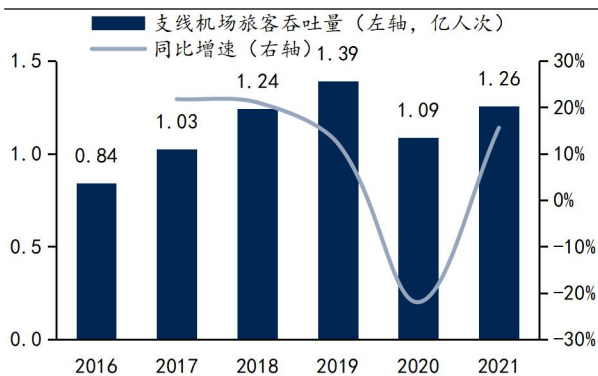
资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

图8：我国支线飞机数量



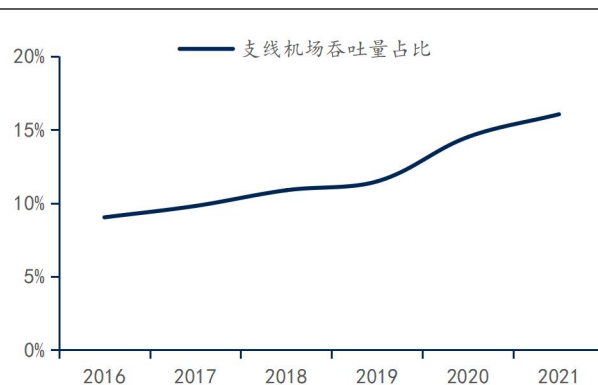
资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

图9：我国支线机场旅客吞吐量



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

图10：我国支线机场旅客吞吐量占全部机场的比重

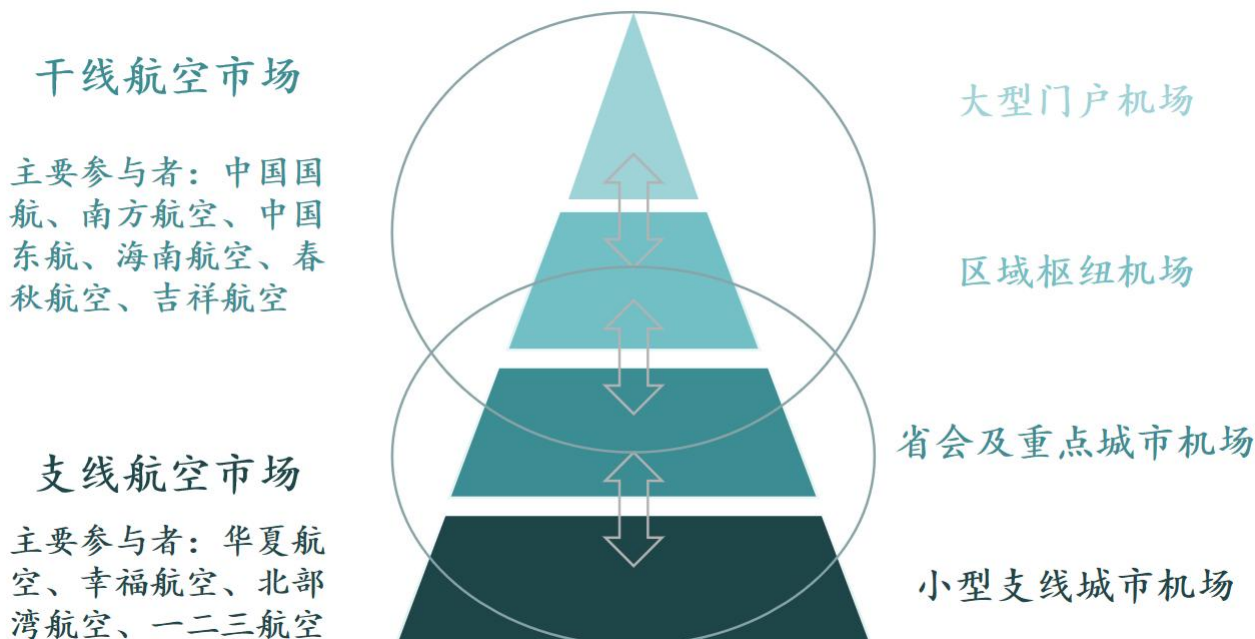


资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

三大航支线业务去而复来，华夏航空异军突起

我国民航运营者主要包括国航、南航、东航三大央企航空集团，地方性航司如山东航空、四川航空等，民营航司如海航系公司、春秋航空、吉祥航空、长龙航空、华夏航空等。如按照经营模式，根据是否提供机上服务可进一步将航司分为全服务型航空公司和低成本航空公司，而按照运营航线类别，则可分为干线航空公司和支线航空公司。

图11：我国干线航空和支线航空参与者



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

我国三大航历史曾运营一定体量的支线客机，但由于运营干线航空和支线航空的协同难度较大，且支线市场所处城市经济发展程度较低，收益品质相对较差，在ARJ21全面投入商业运营前三大航逐步剥离支线航空业务，逐步清退其他机型支线客机，2021年除ARJ21机型外，仅南航运营6架EMB-190支线飞机。近两年随着ARJ21机队规模的持续扩张，三大航重新开启支线飞机运营，自上而下切入支线航空市场。

表1：我国三大航ARJ21机型运营情况

	当前运营	2022 计划引进	2023 计划引进	2024 计划引进
国航	7	10	9	9
南航	12	8	10	10
东航	7	10	9	9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

除三大航运营支线飞机以外，部分地方政府控股航司及民营航司如华夏航空、幸福航空、多彩贵州航空、北部湾航空均以支线航空客货运为主要业务，其中华夏航空完全以经营支线航空业务起家，自成立以来快速发展，目前已经是我国规模最大的支线航空公司。

支线航空大市场，仍有广阔成长空间

我国民航持续保持快速发展,2019年旅客运输量达到6.60亿人次,同比增长8.2%,2021年因疫情扰动持续,全年旅客运输量4.41亿人次,同比增长5.5%,相比疫情前仍有一定差距。尽管疫情影响仍在持续,但我们认为我国民航需求尤其是支线航空需求仍将维持较快增长。

从民航需求总量来看,其底层动力是持续发展的宏观经济和居民日渐增长的收入水平,2011-2019年我国民航需求增长对GDP增速的弹性系数保持在1.5左右的水平,伴随着经济总量进一步提升,民航需求将进一步保持较高的增速。

图12: 我国民航旅客增速对GDP增速的弹性系数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

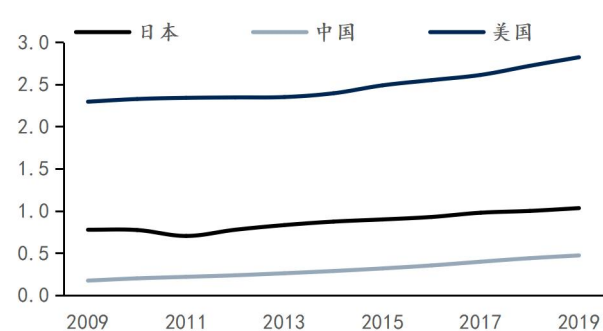
图13: 我国居民可支配收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

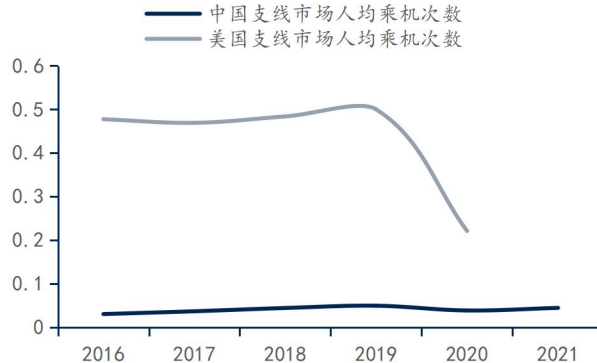
从人均乘机次数来看,2019年我国民航人均乘机次数仍仅为0.47次,大幅低于美国2.82次的水平,也明显低于铁路客运较为发达的日本1.03次的水平。支线航空领域差距更大,2019年我国支线市场人均乘机次数仅为0.049次,远低于同期美国0.50次的水平,未来仍有较大的提高空间。

图14: 我国人均乘机人次与美日对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 我国人均支线乘机次数与美国对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从机场建设的进程看，近年来我国新建机场多位于中西部地区及东部地区中小型城市，根据我国民航十四五规划，至 2025 年我国民航机场数量将达到 270 个，新建机场仍主要集中于中西部地区及东部地区中小型城市，进一步推升支线航空市场发展空间。

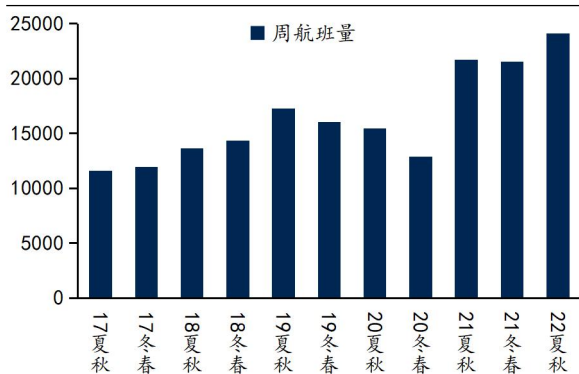
表 2：“十四五”时期运输机场重点建设项目

性质	机场名称
续建 (34 个)	新建 (16 个) 成都天府、鄂州、邢台、绥芬河、丽水、芫宣、瑞金、菏泽、荆州、郴州、湘西、韶关、阆中、威宁、昭苏、塔什库尔干。
	迁建 (6 个) 呼和浩特、青岛、湛江、连云港、达州、济宁。
	改扩建 (12 个) 杭州、福州、烟台、广州、深圳、珠海、贵阳、丽江、西安、兰州、西宁、乌鲁木齐。
新开工 (39 个)	新建 (23 个) 朔州、嘉兴、亳州、蚌埠、枣庄、安阳、商丘、乐山、黔北(德江)、盘州、红河、隆子、定日、普兰、府谷、定边、宝鸡、共和、准东(奇台)、和静(巴音布鲁克)、巴里坤、阿拉尔、阿拉善左旗。
	迁建 (4 个) 厦门、延吉、昭通、天水。
	改扩建 (12 个) 天津、太原、哈尔滨、沈阳、上海浦东、南昌、济南、长沙、南宁、重庆、昆明、拉萨。
前期工作 (67 个)	新建 (43 个) 珠三角枢纽(广州新)、正蓝旗、林西、东乌旗、四平、鹤岗、绥化、宿州、聊城、周口、鲁山、娄底、防城港、遂宁、会东、天柱、怒江、宣威、元阳、丘北、玉溪、楚雄、勐腊、平凉、武威、临夏、和布克赛尔、乌苏、轮台、且末(兵团)、皮山、华山、衡水、晋城、金寨、淄博、滨州、潢川、荆门、贵港、内江、广安、商洛。
	迁建 (15 个) 大连、牡丹江、南通、衢州、义乌、龙岩、武夷山、威海、潍坊、恩施、永州、梅县、三亚、攀枝花、普洱。
	改扩建 (9 个) 石家庄、长春、南京、宁波、温州、合肥、郑州、武汉、银川。

资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

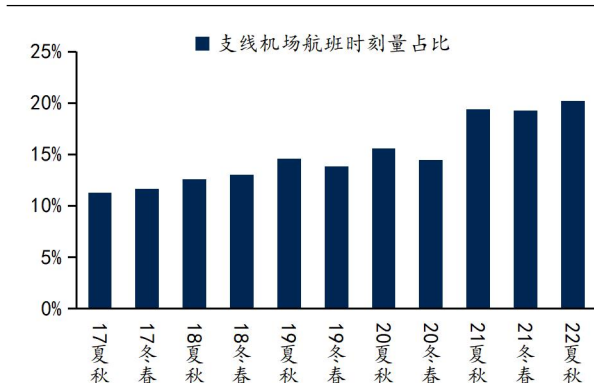
从我国民航的供给格局看，我国一线枢纽机场时刻紧张，航司新增运力逐步向低线市场下沉，叠加地方政府往往给予航司新开航线一定补贴，小机场航班密度及旅客吞吐量增速整体显著快于一线机场。2020-2021 年，由于国际航线大面积减班，海外运力回流进一步促使民航市场下沉，小机场计划航班量显著提高。2022 年夏秋航季全国支线机场周计划航班量超过 2.4 万架次，同比增长 11.2%，航空公司持续在支线机场投放运力，而民航在一定程度上具备供给创造需求的属性，利好支线航空需求释放。

图 16：我国支线机场周计划航班量



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

图 17：我国支线机场正班计划航班量占比



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

从国产支线飞机的角度看，我国目前尚在运营的支线飞机主要机型为中航工业旗下生产的 50-60 座级双涡轮螺旋桨飞机新舟 60，加拿大庞巴迪研发的双涡轮风扇喷气飞机 CRJ900，巴西航空工业公司研发的喷气式客机 E-190，中国商飞研发的支线喷气客机 ARJ21。

ARJ21 机型于 2002 年立项，2016 年首次实现商用飞行，随后进入密集交付期。各航司大力支持国产飞机的运营，2021 年 ARJ21 飞机合计交付 22 架，占我国运输飞机净引进数量的 14.7%。目前 ARJ21 累计获得超 600 架订单，未来有望进一步加速交付，我国三大航 2022-2024 年计划引进 ARJ21 机型数量合计分别达到 28 架、28 架、28 架，华夏航空未来也将引进以 ARJ21 继续为主的支线客机，伴随着支线飞机机队规模的持续放量，我国支线航空市场空间将进一步被拓宽。

表3：支线飞机参数

	机长 (m)	机高 (m)	翼展 (m)	载客量	最大起飞重量	巡航速度 (km/h)	航程 (km)
EMB-190	36.24	10.57	28.72	98-114	51.8 吨	890	4448
CRJ-900	36.19	7.57	23.20	90	36.5 吨	850	3408
ARJ21	33.46	8.44	27.29	90	40.5 吨	955	3700

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

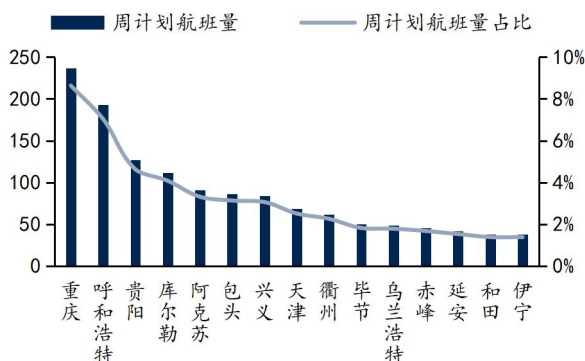
综合上述内容，我们认为需求端，中小型城市经济发展将催生日益增长的出行需求，人均乘机次数仍有较大提升空间；供给端，不论是支线机场基础设施建设能力提高，还是民航市场下沉支线机场时刻资源利用率提升，或是支线机队规模增长均将促进支线航空日益被挖掘，因此我们认为支线航空市场仍为蓝海，未来发展空间广阔。

公司业务分析：规模快速扩张，盈利能力靠前

串联干线-支线机场，新疆云南市场快速拓展

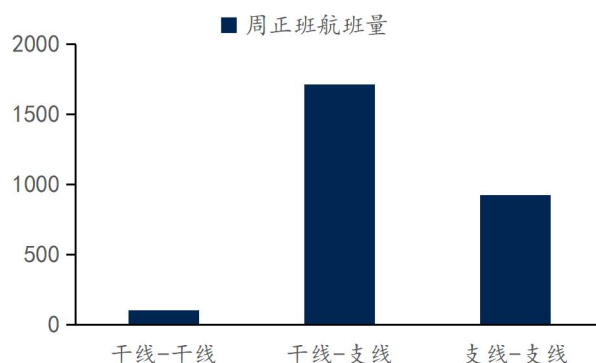
华夏航空以重庆、呼和浩特、贵阳三个直辖市或省会城市为核心，运力投放集中在我国中西部地区，其中 2022 年夏秋航季公司于重庆、呼和浩特、贵阳三个城市的航班量占比分别达到 8.6%、7.0%、4.6%。公司运营航线主要为干线机场-支线从对飞航线，2022 年夏秋航季干线机场-支线机场对飞航线正班航班量占比为 62.5%。

图 18: 华夏航空运力投放与中西部地区



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

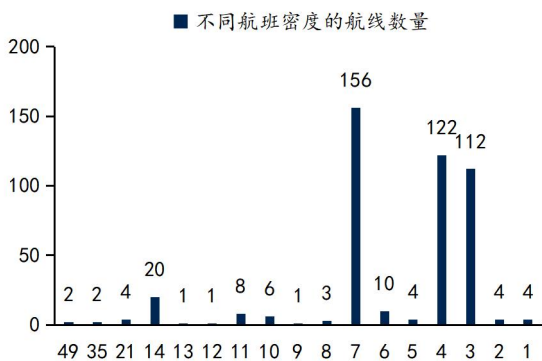
图 19: 华夏航空航线主要为干线-支线机场对飞航线



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

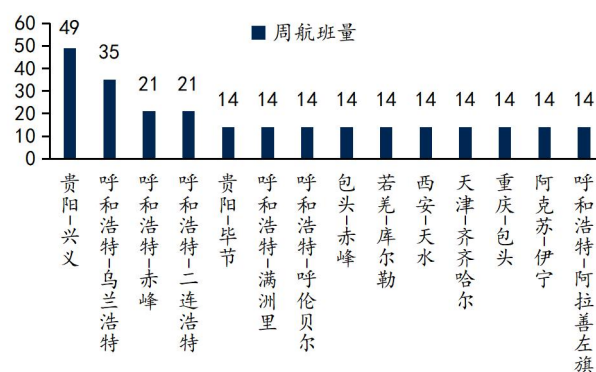
由于公司机队规模有限,且支线市场发达程度不高,公司航线网络相对分散,除部分省会城市串联支线机场的航线航班量较多外,大部分航线每天航班量仅为或不足一班。公司航线最密的航线为贵阳-兴义、呼和浩特-乌兰浩特、呼和浩特-二连浩特、呼和浩特-赤峰等,前十大航线正班航班量占比为 9.7%。在 2022 年夏秋季公司执飞的航线中有 65%为独飞航线。

图 20: 华夏航空 22 夏秋航季周航班密度数量分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

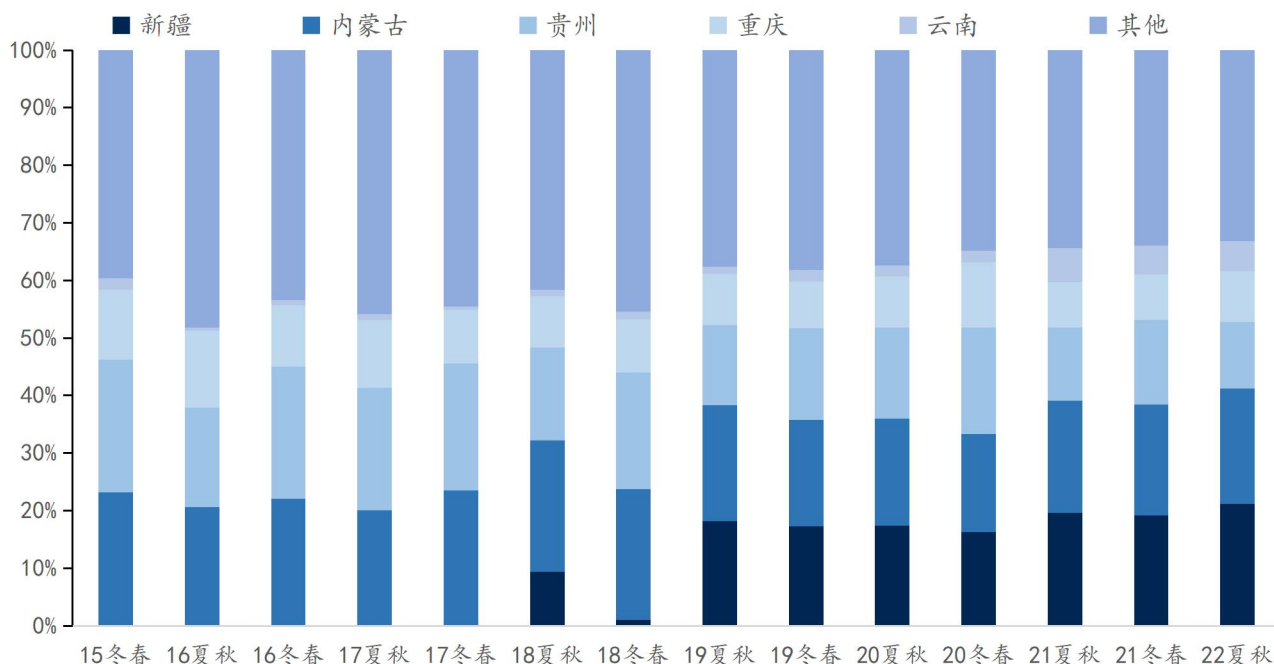
图 21: 华夏航空 22 夏秋航季主要航线



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

过去几年公司机队规模不断扩大,航班量持续增长,增量运力主要投放于新疆、云南,两个省份特点均为地域面积大,交通通达性不高,但同时自然风光秀丽,旅游发展潜力大。2018 年华夏航空进入新疆市场,2021 年夏秋航季在新疆市场航班量占比已经达到 21.3%,此外,云南市场方面,2021 年公司加大在云南市场运力投放,2022 年夏秋季公司已经有 5.2%的航班量投放在云南市场。

图22：华夏航空于各省份航班量占比



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

扩张路径：运力购买模式，抢占先机培育市场

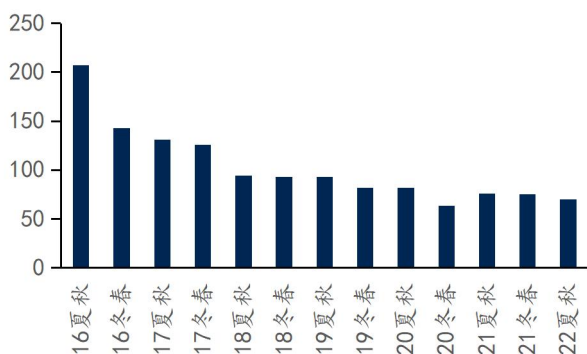
我国支线市场空间足够大，但支线机场所处城市经济发展程度较低，民航需求相对较弱的事实也客观存在，因此航司开辟航线初期往往面临航班密度，客源不足、不稳定的问题，而华夏航空之所以能够自2006年成立以来，实现了机队规模从2架到58架的飞跃，业务量迅猛增长，其核心因素之一便是与地方政府合作，采用运力购买的模式培育市场需求。

运力购买模式是指公司运营支线航线时与地方政府、支线机场等机构客户签订运力购买协议，由机构客户出资购买公司航班的客运运力，明确每个航班的运力总价，每个结算期末公司与客户进行核对，如果实际销售的机票收入低于该机构客户当期运力购买的总和，则由机构客户将差额交付给公司，如果实际销售的机票收入高于机构客户当期运力购买的总和，则由公司将差额部分支付给机构客户。运力购买模式可进一步细分为无限额模式和有限额模式，无限额模式为当实际承运个人客户客票金额低于机构客户运力购买总价时，机构客户向本公司支付全部差额，有限额模式为支付部分差额。

运力购买模式的应用既满足了地方政府力图解决对外交通通达性的问题，提高了经济发展动能的诉求，也满足了地方机场增加航班量，完成客流量考核，提高航空性收入的需要，也满足了航空公司消化运力，拓展市场的要求，实现多赢。在运力购买模式下，在运力购买的额度内，公司无需过度担忧收入端波动，盈利水平相对稳定，保证了公司在航线开辟初期的盈利稳定性，如航线拓展顺利，则公

公司将抢占先机培育市场，加密航班并最终摆脱对补贴的依赖，如航线培育不佳，公司可能结束与地方政府合作，重新选择航线布局。伴随着公司航线的逐步培育成熟，公司机构客户购买运力的收入占比不断下降，2021 年公司客运机构分销业务收入占比 11.44 亿，占公司客运收入的 28.8%。

图23: 2016 年夏秋航季华夏航空 207 条航线后续执飞情况



资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

图24: 华夏航空客运机构分销收入及占比



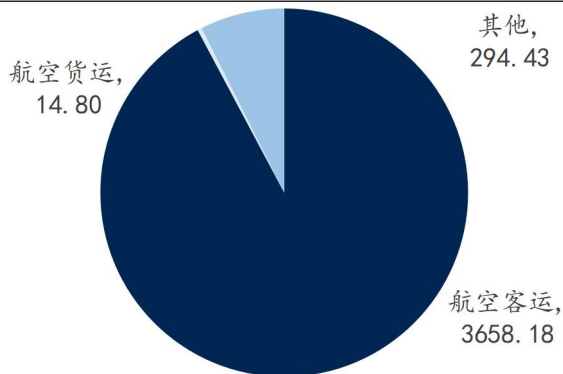
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外，公司与衢州地方政府合作，向衢州地方政府出售 3 架 CRJ900 飞机并租回，专门用于开辟衢州市场，售后回租的轻资产模式有望显著减轻航司在扩张过程中难以避免的资金压力，未来该方式可能复制至其他城市，抢占先机实现快速扩张。

客运主导，规模快速成长

华夏航空收入构成中以客运为绝对主导，2021 年公司客运收入为 36.6 亿，占公司营业收入的 92.2%，货运及其他收入占比较小。

图25: 2021 年华夏航空收入构成 (百万)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 华夏航空历年细分收入变化 (百万)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

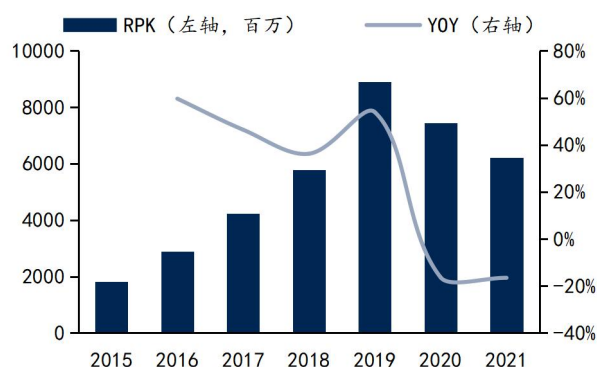
客运方面，公司运力规模不断增长，2021 年公司客运运力投放 ASK 达到 85.8 亿座公里，旅客运输量达到 502.9 万人次，旅客周转量达到 62.1 亿客公里，客座率 72.4%。公司绝对运价水平基本保持稳定，单客收入维持在 700 元左右，但由于新疆、云南等航线开辟，航班平均航距显著拉长，客公里收益逐步下降，2021 年为 0.5892 元。

图27：2021 年华夏航空 ASK 及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：2021 年华夏航空 RPK 及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：2021 年华夏航空旅客运输量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：2021 年华夏航空客座率及同比变化



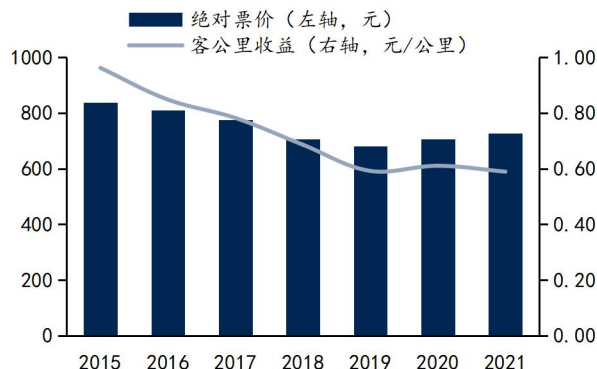
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 华夏航空航班距离



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 华夏航空绝对票价及客公里收益

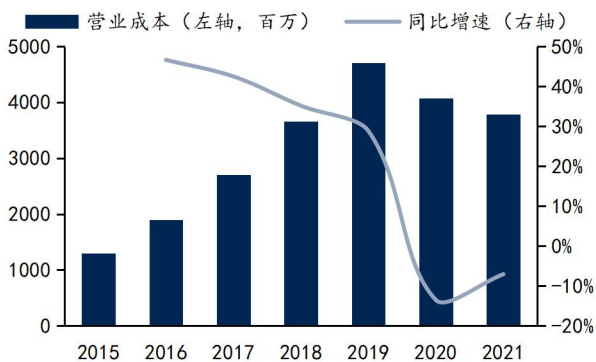


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航油、折旧、人工为主要成本，疫情前利润快速提升

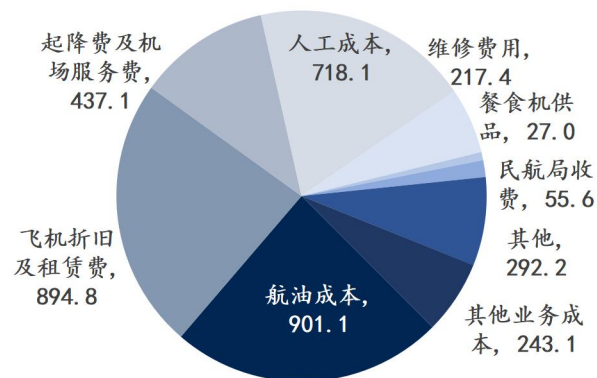
民航业公司成本结构整体类似，航油成本、飞机发动机折旧租赁费、人工成本占比最高。2021年公司航油成本、飞发折旧租赁费、人工成本分别为9.01亿、8.95亿、7.18亿，分别占营业成本的23.8%、23.6%、19.0%。随着公司业务规模不断增长，成本水涨船高，但2021年因业务量下滑，公司营业成本37.9亿，同比下降7.1%。

图33: 华夏航空营业成本及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 2021年华夏航空营业成本结构



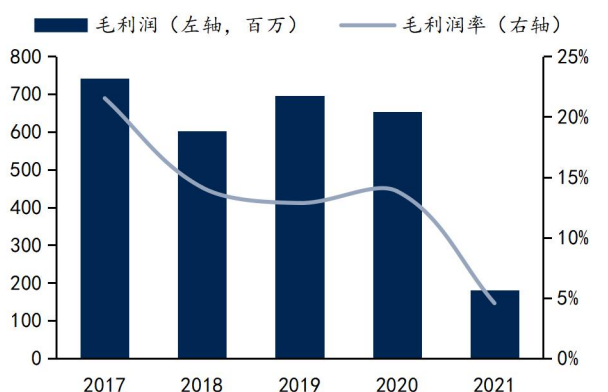
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017-2020年公司毛利润水平保持在7亿元左右，2021年因需求承压航班量有所下降，公司毛利润降至1.81亿，毛利润率4.6%，同比下降9.3pct。

费用端，公司销售、管理费用在正常年份分别维持在5%、4%左右，2021年因航班减量，收入下滑而有所上行，分别为6.04%、6.14%；研发费用方面，2021年公司研发费用率为0.54%；财务费用方面，因经营租赁进表，公司2021年利息费用显

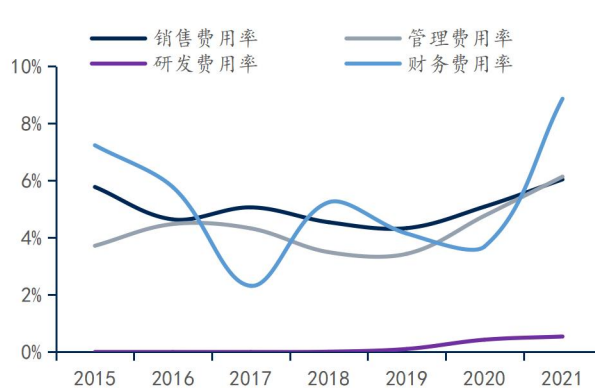
著增加，财务费用率达到 8.9%，同比明显上升。

图 35: 华夏航空毛利润及毛利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

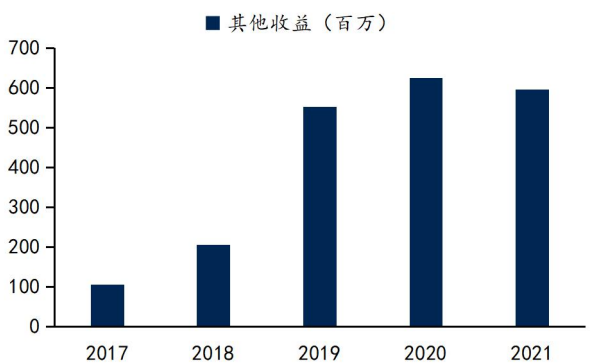
图 36: 华夏航空费用水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

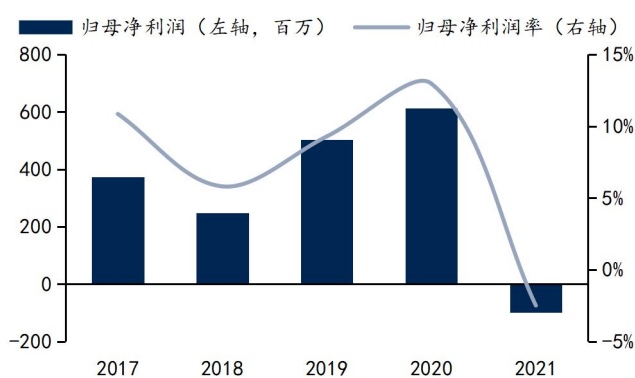
除计入主营业务的机构购买运力收入外，公司每年还可获得一定航线补贴和财政补贴，计入其他收益，2021 年公司其他收益为 5.96 亿。其余报表科目扰动不大，2021 年公司归母净利润-0.99 亿。

图 37: 华夏航空其他收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 华夏航空归母净利润及归母净利润率



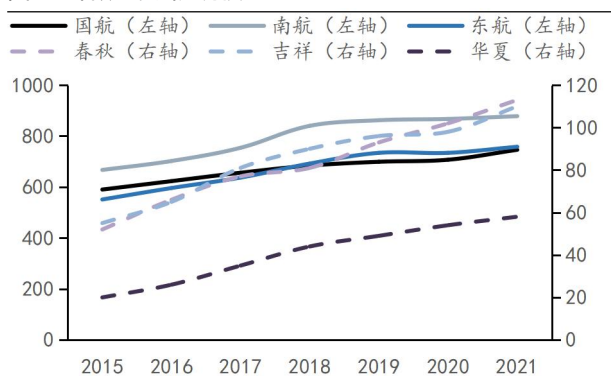
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业比较：支线航空呈现弱周期性，华夏航空利润水平较高

在全部 A 股航空股中，华夏航空是唯一一家独立运营支线航空的公司，且目前三大航运营的 ARJ21 机型仍主要执飞三大枢纽与支线机场对飞航线，与公司航线重合度低，公司所处市场竞争压力相对较小。

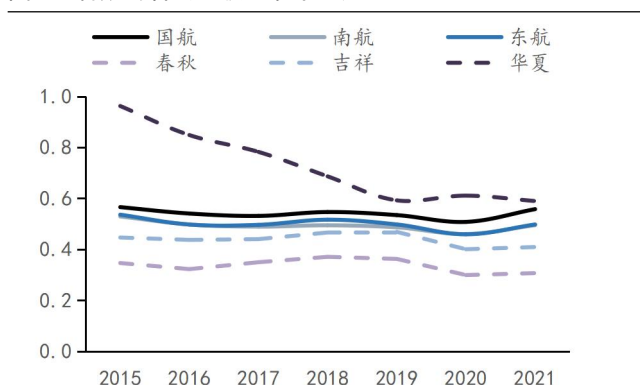
公司成长性在行业中排名靠前，疫情前 2015-2021 年公司机队规模年均增速达到 19.4%，远高于三大航 5%左右的增速，也高于春秋、吉祥略超 10%的增速水平。收益品质上，相比于干线航空公司，支线航空得益于机构运力购买模式及航距相对较短，单位运价水平明显高于传统干线航司，2021 年华夏航空客公里收益 0.5892 元，为上市航司中最高。

图 39: 各航司机队规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

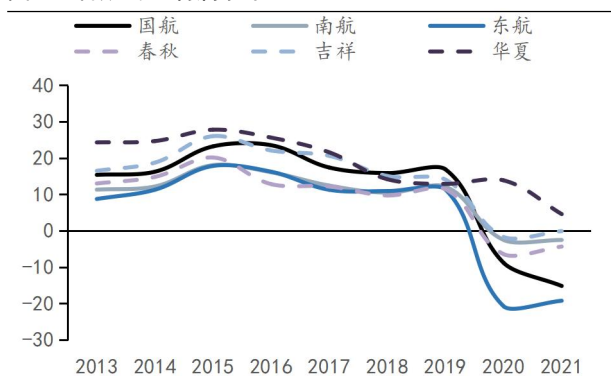
图 40: 各航司客公里收入水平 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

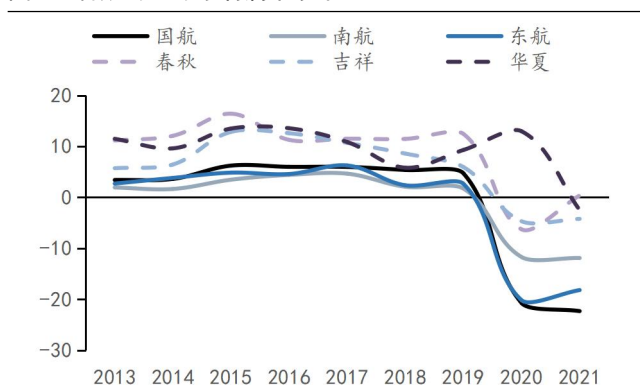
此外，由于运力购买模式贡献了平稳的营收，叠加较高的成长性，公司盈利的周期波动明显低于干线航空公司。从利润率指标上看，公司毛利润水平略高于其他航司，净利润率水平仅略低于低成本航空公司春秋航空。

图 41: 各航司毛利润水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 各航司归母净利润率水平

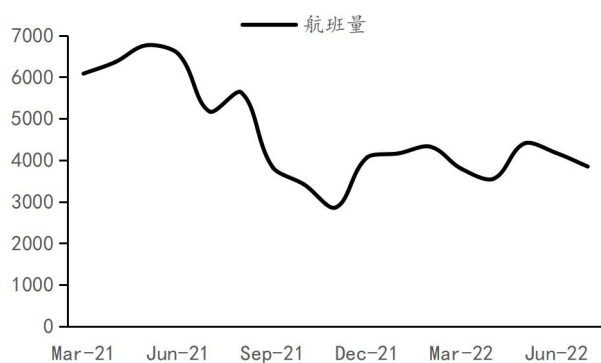


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来展望：期待特殊阶段过后航班量复苏，拉动业绩回归正轨

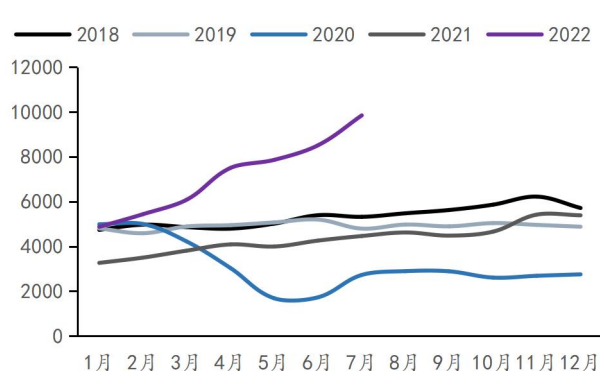
当前华夏航空处于多利空叠加阶段，不论是运力投放，还是需求端均受到影响。运力投放方面，公司因受到政策限制，航班量显著下降，预计至年底航班量有望逐步恢复，而这也是上半年预亏的重要原因之一；需求端，当前国内疫情仍散发，作为旅游热点区域的新疆近期散发疫情，或对公司客流造成一定不利影响。此外，目前国际油价高位回落，但仍明显高于去年同期，航油成本同样承压。期待特殊阶段过后，公司业绩重回正轨。

图43：华夏航空航班量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：航油价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值分析

核心假设及盈利预测

机队引进方面，2022年因疫情影响及政策限制，公司飞机引进速度有所下降，2023-2024年公司机队扩张速度有望回到10%以上。

华夏航空客运收入占比高，而航空公司客运收入的预测最核心的变量为运力投放量、客运周转量及单位运价水平，其中运力投放量需综合公司机队规模、航线规划等因素。我们预计2022-2024年公司ASK增速分别为-17.2%、82.0%、28.1%。2022年因疫情影响公司客座率可能进一步出现下滑，预计旅客周转量降幅或大于运投降幅。

公司目前独飞航线占比较高，因此行业供需波动对公司运价影响或相对不显著。由于2022年华夏航空航班利用率水平有所下滑，航班运营更加集中于优势航线，预计年底有望逐步恢复正常，全年运价水平将出现一定上行；2023年航班利用率恢复，航线有所下沉，运价可能出现小幅下跌；假设2024年运价水平有所提升；假设货运运量跟随客运运力投放增长节奏，运价稳定；假设其他业务收入整体稳定，则2022-2024年收入预测如下表所示。

表4: 华夏航空收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ASK (百万座公里)	11030	10682	8579	7100	12920	16555
YOY	52.6%	-3.2%	-19.7%	-17.2%	82.0%	28.1%
RPK (百万人公里)	8896	7439	6208	4615	9948	13244
YOY	53.9%	-16.4%	-16.5%	-25.7%	115.6%	33.1%
客座率	80.7%	69.6%	72.4%	65.0%	77.0%	80.0%
YOY	0.7%	-11.0%	2.7%	-7.4%	12.0%	3.0%
客公里收益 (元)	0.5919	0.6104	0.5892	0.6187	0.6063	0.6245
YOY	-13.7%	3.1%	-3.5%	5.0%	-2.0%	3.0%
单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5407	4728	3967	3190	6380	8659
YOY	26.9%	-12.6%	-16.1%	-19.6%	100.0%	35.7%
航空客运	5266	4541	3658	2855	6032	8271
航空货运	11	21	15	11	24	32
其他	131	166	294	324	324	356

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

成本端, 我们预计 2022 年全年油价同比明显提高, 但 2023-2024 年有所回落, 折旧租赁费跟随机队规模同步上涨, 人工费用跟随机队规模、工资水平增长而有所提高, 其他变动成本跟随公司运力投放整体同步上行, 则预计 2022-2024 年营业成本变化如下表所示。

表5: 华夏航空营业成本预测

单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业成本	4712.0	4073.9	3786.3	3912.7	5624.9	6974.2
YOY	28.8%	-13.5%	-7.1%	3.3%	43.8%	24.0%
航油成本	1477.3	879.6	901.1	991.3	1568.5	2009.8
飞机折旧及租赁费	889.9	921.3	894.8	958.5	1098.2	1307.8
起降费及机场服务费	640.6	580.1	437.1	369.2	710.6	910.5
人工成本	766.2	762.8	718.1	793.4	971.1	1187.6
维修费用	237.6	299.7	217.4	213.0	348.8	413.9
餐食机供品	55.0	34.5	27.0	28.4	51.7	66.2
民航局收费	95.4	34.4	55.6	46.2	142.1	182.1
其他	481.1	459.6	292.2	269.8	491.0	629.1
其他业务成本	68.8	102.0	243.1	242.9	242.9	267.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

费用端, 由于 2022 年公司收入端有所下滑, 但销售、管理费用中部分工资成本呈现刚性, 因此预计 2022 年公司销售、管理费用率有所提升, 2023-2024 年随着公司航班量恢复正常, 营收快速增长而回归至正常水平; 财务费用方面, 考虑到 2022 年人民币对美元贬值, 造成一定汇兑损失, 预计 2022 年公司财务费用率有所提升, 2023-2024 年回归正常水平。其他收益方面, 预计 2022 年公司获取补贴金额同比有所下滑, 2023-2024 年跟随业务量增长有所提高, 其他报表科目假设稳定, 则预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-11.16 亿、3.66 亿、10.49 亿。

表6: 华夏航空盈利预测

单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5407	4728	3967	3190	6380	8579
YOY	26.9%	-12.6%	-16.1%	-19.6%	100.0%	34.5%
营业成本	4712	4074	3786	3913	5625	6974
YOY	28.8%	-13.5%	-7.1%	3.3%	43.8%	24.0%
毛利润	695	654	181	-722	755	1604
YOY	15.4%	-5.9%	-72.3%	-498.9%	扭亏	112.6%
毛利润率	12.9%	13.8%	4.6%	-22.6%	11.8%	18.7%
	-1.3%	1.0%	-9.3%	-27.2%	34.5%	6.9%
税金及附加	4	6	13	10	10	9
	0.08%	0.13%	0.33%	0.30%	0.15%	0.10%
销售费用	234	241	240	207	319	377
	4.34%	5.09%	6.04%	6.50%	5.00%	4.40%
管理费用	186	226	244	207	255	300
	3.44%	4.77%	6.14%	6.50%	4.00%	3.50%
研发费用	6	20	21	13	26	34
	0.10%	0.43%	0.54%	0.40%	0.40%	0.40%
财务费用	224	175	352	653	570	658
	4.15%	3.69%	8.87%	20.48%	8.94%	7.67%
其他收益	552	626	596	493	847	1001
投资净收益	3	3	0	2	3	3
公允价值变动净收益	-4	0	0	0	1	2
资产减值损失	0	0	0	0	1	2
信用减值损失	21	26	28	0	1	2
资产处置收益	-28	111	6	0	1	2
营业利润	543	699	-115	-1317	426	1230
YOY	135.9%	28.7%	-116.4%	1047.7%	扭亏	188.8%
营业外收入	42	24	9	10	10	10
营业外支出	2	1	6	5	5	5
利润总额	584	722	-112	-1312	431	1235
YOY	97.8%	23.6%	-115.5%	1075.9%	扭亏	186.6%
所得税	82	109	-13	-197	65	185
税率	14.0%	15.1%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	502	613	-99	-1116	366	1049
YOY	103.0%	22.0%	-116.1%	1030.2%	扭亏	186.6%
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润	502	613	-99	-1116	366	1049
YOY	103.0%	22.0%	-116.1%	1030.2%	扭亏	186.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

盈利预测敏感性分析

航空公司利润率不高，因此盈利预测中部分变量的波动可能对盈利预测结果产生较大影响，考虑到华夏航空规模尚不算大，业绩对汇率的敏感性不显著，因此我们主要对运价及油价变化对盈利预测的影响进行分析，2023-2024 年盈利预测对票价和油价的弹性测试如下表所示。

表7: 华夏航空 2023 年盈利预测弹性测试表 (百万)

运价同比/油价 (元/桶)	70	75	80	85	90
0%	634	548	463	377	291
-1%	585	500	414	329	243
-2%	537	452	366	280	195
-3%	489	403	318	232	146
-4%	440	355	269	184	98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

表8: 华夏航空 2024 年盈利预测弹性测试表 (百万)

运价同比/油价 (元/桶)	70	75	80	85	90
4%	1394	1285	1176	1067	958
3%	1331	1222	1112	1003	894
2%	1267	1158	1049	940	830
1%	1204	1094	985	876	767
0%	1140	1031	922	812	703

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

估值分析

航空股是具备一定成长性和消费属性的周期类公司，因此更适用于相对估值法。我国上市的民航运营主体中，大航和小航的估值体系难以一概而论，其中三大航周期性较强，在周期顶部往往采用 PE 估值，周期底部采用 PB 估值，中小航司周期性较弱，成长性尚可，往往采用 PE 估值。然而当前民航业处于历史上前所未有的阶段，传统的当期及次年 PE、PB 估值体系基本失效，市场采用远期业绩盈利预测对应当前股价的 PE 水平进行估值。

市场一致预期 2024 年我国民航业有望全面回归正轨，以 2022 年 8 月 10 日收盘价计算，按照 Wind 一致盈利预测，三大航当前股价对应 2024 年一致盈利预测业绩的 PE 估值在 10X 左右，春秋吉祥略高，大概在 13X-15X。我们认为华夏航空在估值水平上应接近春秋、吉祥，按照该估值体系，保守考虑未来民航需求复苏节奏尚存不确定性，因此我们认为华夏航空的合理 PE 估值应为 2024 年盈利预测下 EPS 的 13X 左右的水平。

表9: 航空股 wind 一致盈利预测

归母净利润预测 (百万)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
国航	6408.58	-14409.43	-16642.31	-12441.77	4019.75	12148.28
南航	2651.00	-10842.00	-12103.00	-6679.04	4223.69	10090.23
东航	3195.00	-11835.00	-12214.00	-11912.44	3002.12	8988.2
春秋	1841.01	-588.41	39.11	-428.23	1803.54	2986.69
吉祥	994.47	-473.78	-497.61	-597.72	1252.31	2134.99
PE	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
国航	21.96	-7.55	-7.97	-10.88	33.68	11.14
南航	33.22	-8.43	-9.54	-15.45	24.44	10.23
东航	29.79	-6.48	-7.97	-7.48	29.67	9.91
春秋	21.85	-86.33	1330.93	-102.21	24.27	14.66
吉祥	29.66	-47.18	-70.13	-45.33	21.63	12.69

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

随着居民出行需求进一步增长, 地方中小机场的基建扩容及国产支线飞机的投入运营, 我国支线航空市场未来市场空间大。华夏航空作为我国唯一一家专注于运营支线航空市场的航空公司, 机队扩张速度较快, 盈利能力在行业内排名靠前, 当前处于特殊阶段盈利能力承压, 未来业绩有望迅速扭亏并实现较快增长。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 31.9/63.8/85.8 亿, 同比分别下降 19.6%、提高 100%、提高 34.5%, 实现归母净利润分别为-11.2/3.7/10.5 亿, 暂不考虑增发, EPS 分别为-1.10/0.36/1.04 元, 按照 2024 年盈利预测下 1.04 元的 13 倍 PE 估值, 合理股价水平在 13.52 元左右, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

本报告采用相对估值法对华夏航空进行估值分析, 通过横向比较其他航空股万得一致预期下 2024 年业绩的 PE 估值, 确定华夏航空的合理估值水平, 但该估值方法具有一定局限性, 如市场风格发生改变或万得一致预期下的盈利预测无法兑现, 则我们对华夏航空的合理估值水平的判断可能不准确。

盈利预测的风险

航空公司净利润率并不算高, 而航空股盈利预测涉及的变量众多, 不论是运价还是油价汇率的假设稍有变化, 均可能对盈利预测结果产生较大影响, 且油价、汇率的波动方向难以准确把控, 如相关变量波动方向显著偏离我们的假设, 则盈利预测的准确性可能显著下降。

经营风险

公司运营支线航空市场，在一定程度上依赖地方政府补贴，如公司航线开辟进展不顺利或补贴取消，公司部分航线可能面临一定经营压力，同时尽管当前公司与其他航司航线重合度较低，但不排除未来随着支线市场持续发展，公司存量航线有新玩家加入，可能出现价格竞争，不利于公司业绩增长。此外，当前疫情影响仍未结束，如未来疫情影响超出预期，可能对公司客源产生明显冲击。

财务风险

航空运输行业属于重资产行业，民航飞机价值较高，如未来公司扩张迅速，对资金的需求可能进一步提升，如采用发债方式募集资金，可能对财务成本造成较大影响，如采用增发股票方式，则可能对当期 EPS 产生摊薄。

政策风险

民航运营涉及众多政策规定，如果相关产业政策发生变化，可能对公司经营产生有利或不利的影 响。

安全事故风险

民航业安全至上，如公司发生安全事故，则可能对公司运营及扩张节奏产生明显不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1489	1391	1500	1500	1800	营业收入	4728	3967	3190	6380	8579
应收款项	1882	2104	1748	1748	2350	营业成本	4074	3786	3913	5625	6974
存货净额	113	140	163	161	181	营业税金及附加	6	13	10	10	9
其他流动资产	291	291	255	447	515	销售费用	241	240	207	319	377
流动资产合计	3775	3925	3666	3855	4846	管理费用	226	244	215	262	308
固定资产	6629	4106	4730	6229	7841	研发费用	20	21	13	26	34
无形资产及其他	186	182	180	177	175	财务费用	175	352	653	570	658
投资性房地产	917	7990	7990	7990	7990	投资收益	3	0	2	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	11508	16203	16566	18251	20851	其他收入	690	552	488	829	974
短期借款及交易性金融负债	2041	3782	4593	5183	6383	营业利润	699	(115)	(1317)	426	1230
应付款项	479	455	458	657	813	营业外净收支	23	3	5	5	5
其他流动负债	775	456	620	886	1091	利润总额	722	(112)	(1312)	431	1235
流动负债合计	3295	4692	5671	6726	8287	所得税费用	109	(13)	(197)	65	185
长期借款及应付债券	830	1630	1630	1630	1630	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3445	6265	6765	7065	7265	归属于母公司净利润	613	(99)	(1116)	366	1049
长期负债合计	4275	7894	8394	8694	8894	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	7570	12586	14065	15421	17181	净利润	613	(99)	(1116)	366	1049
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	28	(28)	0	0
股东权益	3937	3616	2501	2830	3670	折旧摊销	362	140	211	309	395
负债和股东权益总计	11508	16203	16566	18251	20851	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	175	352	653	570	658
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	466	(4817)	1008	576	(130)
每股收益	0.60	(0.10)	(1.10)	0.36	1.04	其它	0	(28)	28	0	0
每股红利	0.17	0.19	0.00	0.04	0.21	经营活动现金流	1441	(4776)	103	1251	1315
每股净资产	3.88	3.57	2.47	2.79	3.62	资本开支	0	2372	(805)	(1805)	(2005)
ROIC	0.01%	-7.51%	-17%	-4%	2%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15.57%	-2.73%	-45%	13%	29%	投资活动现金流	(0)	2372	(805)	(1805)	(2005)
毛利率	14%	5%	-23%	12%	19%	权益性融资	(14)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	-8%	-36%	2%	10%	负债净变化	(317)	800	0	0	0
EBITDA Margin	11%	-5%	-30%	7%	15%	支付股利、利息	(168)	(189)	0	(37)	(210)
收入增长	-13%	-16%	-20%	100%	34%	其它融资现金流	(243)	1085	811	590	1200
净利润增长率	22%	-116%	—	扭亏	187%	融资活动现金流	(1226)	2306	811	554	990
资产负债率	66%	78%	85%	84%	82%	现金净变动	214	(98)	109	0	300
股息率	1.6%	1.8%	0.0%	0.4%	2.0%	货币资金的期初余额	1275	1489	1391	1500	1500
P/E	16.8	(104.3)	(9.2)	28.1	9.8	货币资金的期末余额	1489	1391	1500	1500	1800
P/B	2.6	2.8	4.1	3.6	2.8	企业自由现金流	0	(2603)	(572)	(796)	(989)
EV/EBITDA	34.1	(116.4)	(25.7)	56.6	21.5	权益自由现金流	0	(718)	(178)	(682)	(339)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032