

推荐 (维持)

冰火两重天，出行迎转机

2021 年 07 月 06 日

交通运输行业 2021 年中期投资策略

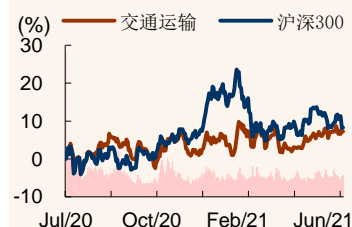
上证指数 3534

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	118 2.8
总市值 (亿元)	25798 3.1
流通市值 (亿元)	21927 3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.0	1.7	14.0
相对表现	3.7	6.9	-1.1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商交运物流每周专题报告—毒株变异致疫情反复，集运景气逆势上行》2021-06-27
- 2、《招商交运物流每周专题报告—集运运价稳中上行，航空暑运可期》2021-06-14
- 3、《招商交运物流每周专题报告—集运需求持续旺盛，各航线运价保持高位》2021-05-23

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn  
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

- **交通运输行业总体投资策略：**全球疫情防控总体趋势向好，暑运旺季来临有望催化乐观情绪，推荐前期受疫情冲击明显的航空机场；另外，快递行业价格战趋缓，行业格局逐渐清晰，看好快递龙头中长期的成长性；公路、铁路板块客运改善空间较大，中长期攻防兼备；集运行业供不应求的局面仍将持续，运价中枢有望持续维持高位，看好龙头公司业绩弹性。
- **投资策略组合：**顺丰控股、中远海控、中国国航、春秋航空、华夏航空、吉祥航空、山东高速、京沪高铁。
- **航空机场：**随着全球疫苗接种比例提升，国际航空出行需求有望更早地迎来拐点。中期来看，随着需求加快复苏，运力供给进入收缩，预计 21-22 年航空基本面实现大幅改善；同时在油价大幅上涨风险较低，人民币进入中期升值的催化下，航空股有望迎来反弹。机场中长期仍然具备突出流量价值，国际客流复苏+免税回暖仍然将刺激机场估值修复。**重点推荐中国国航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。积极关注上海机场、白云机场。**
- **快递：**当前行业正向寡头垄断格局迈进，行业监管政策的出台使得价格战拐点更快到来。中期来看，电商快递展现出较强韧性，预计 21/22 年全行业快递单量增速仍保持 20% 以上。长期来看，B 端物流是广阔的蓝海市场，大物流领域多种模式有望共同发展。**重点推荐综合物流龙头顺丰控股。**
- **公路：**疫情冲击使板块估值回落较大，目前处于历史低位。疫情叠加免费通行政策对板块仅仅是短期冲击，行业整体投资价值并未遭遇大幅变动。在当前内外环境皆存在一定不确定性的背景下，板块盈利的稳定性将凸显其防御价值。**首推核心路产改扩建投产，基本面重新步入上行周期的山东高速。**
- **铁路：**相较于铁路货运，客运受疫情冲击更强烈，但边际改善的空间也更大。长期来看，铁路行业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用相对较高的估值进行反馈，可关注相关的资本运作可能。**首推优质线路京沪高铁，票价浮动制改革后总体利好收入提速，中长期兼具稳定性及成长性。**
- **集运：**全球终端市场对于各类物资需求依然强劲，另外盐田港拥堵对市场运力的负面影响仍然存在，供不应求现象仍未缓解，高运价持续性超此前预期。未来 1-2 年行业供给维持较低位置。我们预计三季度行业基本面向好，运价仍然维持高位。**重点推荐业绩弹性较强的集运龙头中远海控。**
- **风险提示：**宏观经济下滑、疫情扩散超预期、油价大幅上涨等

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	20PE	21PE	PB	评级
顺丰控股	65.48	1.61	0.99	1.80	40.7	66.1	5.4	强烈推荐-A
中远海控	30.40	0.81	5.79	3.39	37.5	5.3	6.3	强烈推荐-A
中国国航	7.58	(0.99)	(0.17)	0.44	-7.7	-44.6	1.5	强烈推荐-A
春秋航空	54.42	(0.02)	1.06	1.96	-2721	51.3	3.7	强烈推荐-A
华夏航空	14.49	0.60	0.69	0.98	24.2	21.1	3.9	强烈推荐-A
吉祥航空	14.66	(0.24)	0.34	0.72	-61.1	43.1	2.7	强烈推荐-A
山东高速	6.12	0.42	0.70	0.82	14.6	8.7	1.0	强烈推荐-A
京沪高铁	5.17	0.07	0.17	0.25	73.9	30.4	1.4	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、 交运行业综述.....	5
1. 市场表现.....	5
2. 板块观点.....	7
3. 重点公司业绩汇总 .....	9
二、 航空：静待暑运复苏，中长期格局向好.....	10
1. 2021 年疫情仍是扰动航空业的重大因素 .....	10
2. 展望：静待暑运复苏，中长期格局向好 .....	11
三、 机场：复苏遭遇波折，低点已现.....	14
1. 疫情反复下机场复苏遭遇考验.....	14
2. 展望：中长期仍具备突出流量价值 .....	15
四、 快递：龙头分化加剧，价格竞争即将迎来拐点.....	17
1. 电商快递仍具备韧性，龙头分化加剧.....	17
2. 展望：中期电商景气度持续，行业竞争格局将变.....	18
五、 公路、铁路：公路板块配置价值逐渐凸显，铁路客运未来改善空间较大.....	21
1. 公路板块配置价值逐渐凸显.....	21
2. 铁路客运环比改善弹性较大.....	22
六、 集运：景气度持续，运价有望创新高 .....	24
七、 投资建议汇总.....	27
八、 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：申万交运及沪深 300 涨跌幅（截至 2021/7/2） .....	5
图 2：2021 年以来交运子板块涨跌幅.....	5
图 3：交运行业营业收入情况（单位：亿元） .....	5
图 4：交运行业细分板块营业收入情况对比 .....	5
图 5：交运行业归母净利润情况（单位：亿元） .....	6
图 6：交运行业细分板块归母净利润情况对比.....	6
图 7：交运行业子板块 PE 估值（截至 2021/7/2） .....	6
图 8：交运行业子板块 PB 估值（截至 2021/7/2） .....	6
图 9：全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况 .....	11

图 10: 五家航司整体 ASK 月度增速对比 .....	11
图 11: 五家航司 RPK 月度增速对比 .....	11
图 12: 五家航司客座率月度对比 .....	11
图 13: 布伦特原油价格 .....	13
图 14: 美元兑人民币汇率中间汇率 .....	13
图 15: 近 20 年三大航历史 PB 均值变化: 盈利回升期 PB 估值逐渐修复 .....	13
图 16: 枢纽机场飞机起降架次同比增速 .....	14
图 17: 枢纽机场旅客吞吐量同比增速 .....	14
图 18: 2021 年 5 月快递业务量增长 25% .....	17
图 19: 各龙头公司快递业务量增速变化 .....	17
图 20: 2021 年 5 月快递业务单价同比下降 11.4% .....	17
图 21: 2021 年 5 月快递品牌集中度 CR8 为 80.5 .....	17
图 22: 实物商品网上零售额及同比增速 .....	18
图 23: 实物商品网上零售额占社零总额的比重 .....	18
图 24: 中部地区快递单量同比增长较快 .....	19
图 25: 头部电商 GMV 变化情况 .....	19
图 26: 物流行业三大新趋势 .....	20
图 27: 公路当月客运量走势 (2019.1-2021.5) .....	21
图 28: 公路当月客运周转量走势 (2019.1-2021.5) .....	21
图 29: 公路当月货运量走势 (2019.1-2021.5) .....	21
图 30: 公路当月货运周转量走势 (2019.1-2021.5) .....	21
图 31: 高速公路板块通常在熊市时具备超额收益 .....	22
图 32: 铁路当月客运量走势 (2019.1-2021.5) .....	23
图 33: 铁路当月客运周转量走势 (2019.1-2021.5) .....	23
图 34: 铁路当月货运量走势 (2019.1-2021.5) .....	23
图 35: 铁路当月货运周转量走势 (2019.1-2021.5) .....	23
图 36: CCFI/SCFI 指数变化情况 .....	24
图 37: 美线运价指数变化情况 .....	24
图 38: 欧线运价指数变化情况 .....	24
图 39: 中国进出口金额及同比增速 .....	25
图 40: 主要贸易伙伴对中国进口依存程度 .....	25

图 41: 主要港口集装箱吞吐量 .....	25
图 42: 美国库销比 .....	25
图 43: 新船订单运力占比处于低位 (目前为 16%) .....	26
图 44: 闲置运力占比处于较低水平(目前为 3.2%) .....	26
图 45: 集运运力月度同比增速保持低位 .....	26
图 46: 交通运输行业历史 <a href="#">PEBand</a> .....	29
图 47: 交通运输行业历史 <a href="#">PBBand</a> .....	29
表 1: 重点公司 2021 年一季度业绩汇总 .....	9
表 2: 2020 年至 2021 年一季度各家航司飞机净引进数出现明显下降 .....	12
表 3: 主要枢纽机场起降架次明细 .....	14
表 4: 主要枢纽机场旅客吞吐量明细 .....	15
表 5: 主要枢纽机场货邮吞吐量明细 .....	15
表 6: 国内奢侈品不同免税店零售渠道对比 .....	16

## 一、交运行业综述

### 1. 市场表现

2021 年新冠疫情持续蔓延，集运景气度持续走高，带动航运板块涨幅较为明显。2021 年以来，沪深 300 指数冲高回落，申万交运指数整体表现平稳，累计涨幅为 0.6%。春节后航空需求逐渐复苏，但近期广深两地疫情复发，对航空板块形成压制，截至 2021 年 7 月 2 日，航空板块累计涨幅收窄为 10.2%。快递物流方面，春节后电商快递增速有所回落，且价格竞争使得各家快递公司业绩承压，因此物流板块整体下跌 3%。航运方面，集运行业景气度较高，供不应求推升即期运价屡创新高，带动航运板块整体增长 53.3%，超额收益明显。机场方面，上海机场免税谈判结果出炉，破坏一线机场自 2018 年以来估值不断提升的逻辑（免税收入由保底变成上限），板块整体估值受到较大压制；同时广深地区疫情的复发对白云、深圳机场形成较大冲击，机场板块整体下跌 33.3%。铁路、公路方面，板块整体下降 4.4%、0.8%。

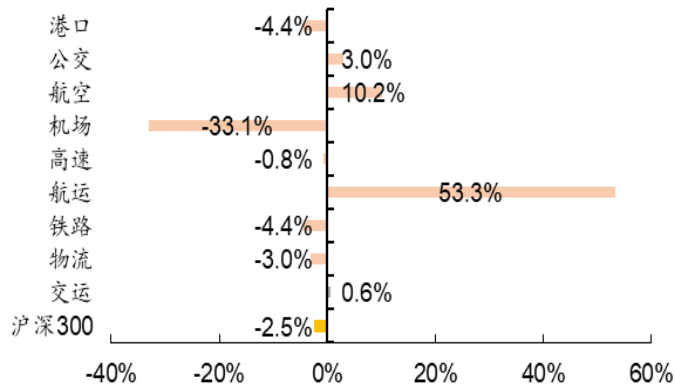
2021 年一季度，交运板块业绩出现同比回升，实现收入 7406 亿元，同比增长 42%；实现归母净利润 226 亿元，同比增长 350%。其中净利润改善较为明显的子板块包括航空（17%YOY）、高速（361%YOY）、铁路（54%YOY）、航运（433%）。

图 1：申万交运及沪深 300 涨跌幅（截至 2021/7/2）



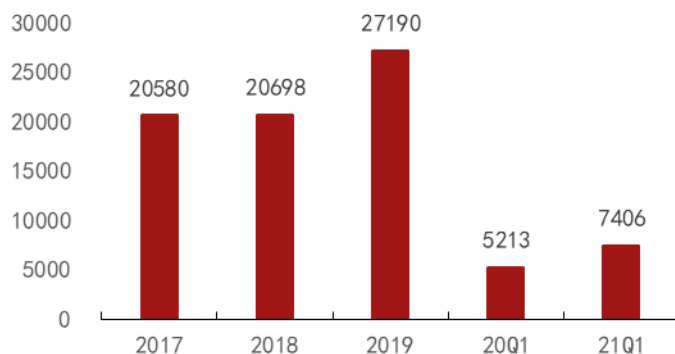
资料来源：Wind、招商证券

图 2：2021 年以来交运子板块涨跌幅



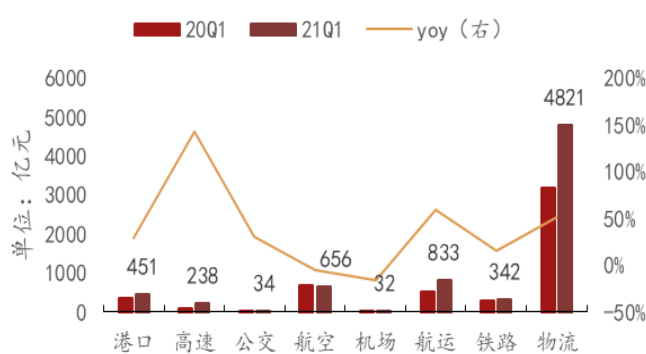
资料来源：Wind、招商证券

图 3：交运行业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

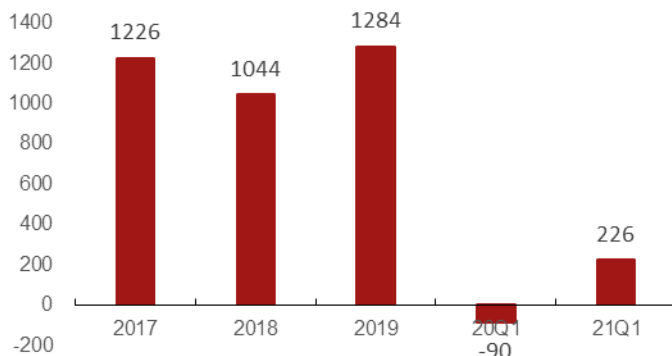
图 4：交运行业细分板块营业收入情况对比



资料来源：Wind、招商证券

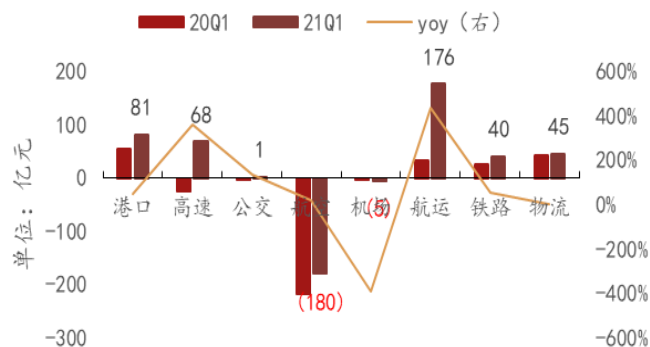


图 5: 交运行业归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

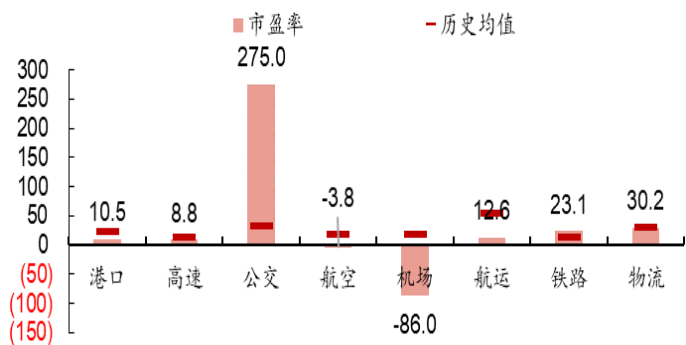
图 6: 交运行业细分板块归母净利润情况对比



资料来源: Wind、招商证券

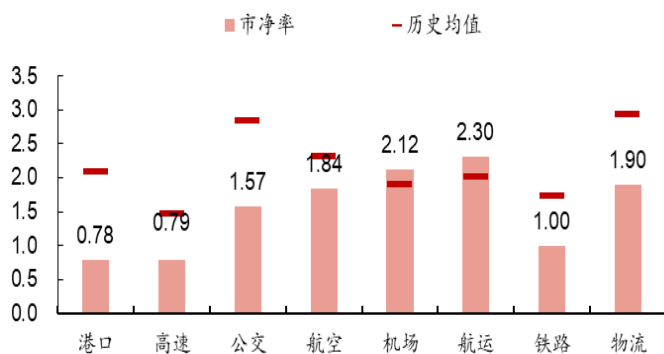
从估值角度来看, 子行业板块 PB 估值大都处于低位。截至 2021 年 7 月 2 日, 航运板块 PB 最高, 为 2.3x; 港口板块 PB 最低, 为 0.78x。

图 7: 交运行业子板块 PE 估值 (截至 2021/7/2)



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 交运行业子板块 PB 估值 (截至 2021/7/2)



资料来源: Wind、招商证券

### 重点细分板块 21 年一季度业绩概况:

**航空:** 冬春季新冠疫情复发, Q1 航空业仍亏损明显。冬春季疫情反复导致 1-2 月份航空需求恢复受限, 3 月起航空需求逐步复苏。2021 年一季度航空板块整体营收达 656 亿元, 同比-5%, 归母净利润为亏损 180 亿元, 同比实现减亏。南航、东航、国航一季度亏损分别为 40/38/62 亿元。春秋航空、华夏航空、吉祥航空受疫情冲击相对较小, 一季度分别亏损 3.1/0.4/2.4 亿元。

**机场:** 国内外民航恢复遭遇波折, Q1 机场总体陷亏损泥潭。冬春季节疫情反复, 国内提倡春节就地过年, 而海外疫情蔓延下国际航线仍难以大面积复飞, 民航需求复苏遭遇波折下, 机场亦在恢复进程上遭遇考验。虽自 3 月起国内出行开始明显改观, 至五一期间国内出行数据均超出 2019 年水平, 但近期变异毒株的出现再度导致疫情在局部地区的失控, 对机场行业而言预计半年业绩仍难言乐观。具体公司来看, 仅深圳机场、厦门空港在 2021Q1 盈利, 均实现归母净利 0.5 亿元; 上海机场、白云机场在 2021Q1 收入均出现下滑 (其中上海机场受免税收入下滑出现锐减), 单季分别亏损 4.4/1.5 亿元, 幅度均较去年同期扩大。

**快递：**春节期间各家快递奉行不打烊政策，较低基数使得行业单量增速达到高位，疫情后电商快递景气度有所回落，目前行业单量保持 25%左右的增速。总体来看，一季度物流板块营收为 4820 亿元，同比+51%；归母净利润为 45 亿元，同比+4.7%。上市公司中，顺丰控股由于时效件业务被分流，同时前置性投入较大，Q1 录得亏损近 10 亿元。电商快递领域价格竞争仍然激烈，通达系业绩承压，圆通受益于国际航空货运，业绩同比增长 32%；韵达虽然成本管控占优，但单票收入下降较大，一季度利润同比下滑约 32%；申通在价格战中处于劣势，业务量增速与行业龙头拉开差距，一季度亏损接近 1 亿元。

**公路：**去年因施行较长时间的免收通行费政策（79 天）对收入端造成巨大冲击，2020H 成为高速公路行业业绩最差的半年度。虽当前高速公路恢复尚需时间，但至暗时刻已经过去（政策因素），仅看 2021Q1 全行业（申万高速公路指数）盈利为 67.7 亿元，虽环比下滑 21.3%，但较去年同期的亏损情形已大幅改善。行业龙头表现尤为亮眼，宁沪高速、招商公路、山东高速 2021Q1 归母净利分别为 11.4/12.3/6.0 亿元，接近疫情前单季水平。

**铁路：**补偿性出行需求下铁路客运恢复保持韧性，最新一期数据显示，5 月的铁路客运量已经达到 2019 年同期 95%。相对而言，货运受到影响较小。铁路运输板块 2021Q1 营业收入、成本分别为 341.6、276.6 亿元，同比 15.8%、8.7%；归母净利润为 40.3 亿元，同比 53.8%。由于对客运和货运的负面影响存在一定差异，上市公司的盈利走势出现一定分化，以货运为主的标的明显好于客运，大秦铁路盈利增速 40.8% 优于京沪高铁的 -0.5%。

**航运：**集运方面，疫情下全球供应链受到较大冲击，中国率先复工复产，一季度对外贸易量以及集运需求超预期复苏。同时全行业运力供给处于低位，港口作业效率受疫情影响下降明显，集运运价维持高位。集运龙头中远海控一季度实现归母净利 154 亿元，同比实现大幅增长。

## 2. 板块观点

### 航空（推荐）：静待暑运复苏，中长期格局向好

新冠疫情对全球航空业造成重大打击，但是随着疫苗接种比例逐步上升，国际航空出行需求有望更早地迎来拐点。从历史经验来看，航空业复苏将经历三阶段：巨亏——微利——盈利大幅增加，我们判断当前时点航空业正从第一阶段向第二阶段转变。中期来看，随着国内需求加快复苏，国际航线逐渐破冰，全球航空运力供给进入收缩，预计 2021-2022 年航空板块基本面实现大幅改善；同时在油价大幅上涨风险较低，人民币汇率进入中期升值通道的催化下，航空业复苏将向第三阶段转变，航空股将迎来全面反弹（PB 估值得到修复）。

重点推荐中国国航（国际航线占比较大，需求逐步复苏）、低成本龙头春秋航空（精细化管理水平较高，需求复苏领跑行业）、吉祥航空（成本管控较优的全服务航司）、支线航空龙头华夏航空（运力购买模式使得业绩稳定性强，支线市场成长空间较大）。

### 机场（推荐）：国内客流同比基本回正，中长期仍具备突出流量价值

从过往来看，机场拥有交运基础设施行业最好的赛道，护城河明显，抗风险能力强，且商业变现价值仍具备港口、公路等难以抗衡的优势。目前海外主流发达国家疫苗接种较为普遍，虽变异毒株致使群体免疫不及此前预期，但疫苗接种仍能较大程度控制重症的发

生率，从长远看疫情得到控制是大概率事件，国际及地区客流也将随之恢复。同时，国内给予各大枢纽机场（地区枢纽、国际枢纽）极大的政策端支持，改扩建的规划给予中长期较大的成长空间。我们判断 2021 年开始业绩环比改善确定性高，**重点关注上海机场、白云机场。上海机场**具备国内机场最佳的口岸价值，其商业模式成熟度、流量变现能力均在业务处于龙头地位。市场担忧的国际客流受挫、免税合同修订情况对其不利，上述负面因素致使股价跌入低位，但短期冲击终将过去。近期公司公告将收购虹桥机场，有利于实现上海地区航空资源的最大化利用，助推盈利规模进一步提升。**白云机场**中长期受益粤港澳大湾区对其成长为国际航空枢纽机场的有力支撑，而免税业务具有较大成长空间，当前客流、飞机起降架次在国内机场中恢复速度处于首位。

#### **快递（推荐）：龙头分化加剧，价格竞争即将迎来拐点**

当前行业正向寡头垄断格局迈进，行业监管政策的出台使得价格战拐点更快到来。中期来看，电商快递展现出的韧性屡超预期，随着下沉市场人均网购频次的较快增长，预计 2021/2022 年全行业快递单量增速仍保持 20% 以上。长期来看，B 端物流是广阔的蓝海市场，大物流领域多种模式有望共同发展。**重点推荐龙头企业顺丰控股**，随着下半年时效件业务增速回升、四网融通逐步推进，预计下半年业绩改善较为明显。积极关注成本管控较优的中通快递和韵达股份。

#### **公路（推荐）：板块估值处于历史低位，优选行业龙头**

疫情冲击使板块估值回落较大，由 1.0xPB 回落到当前 0.82x，对应历史分位 0.2% 的绝对低位。疫情叠加免费通行政策对板块仅仅是短期冲击，对长期现金流贴现价值影响较小，且政策补偿确会体现在板块内在价值上，整体的投资价值并未遭遇大幅变动。因此，板块估值存在向上修复的合理性。**另一方面**，高速公路行业虽受宏观经济影响，但车流量总体而言波动较小，且收费标准因行政化管控相对固定，而成本、费用端较为刚性，造成其盈利能力具备较强的稳定性。在当前内外环境皆存在一定不确定性的背景下，板块盈利的稳定性将凸显其防御价值。**首推核心路产改扩建投产，基本面重新步入上行周期的山东高速**，其估值水平在行业中相对较低，且高分红政策、员工持股计划等措施较大程度稳定市场预期，兼具攻防性。

#### **铁路（推荐）：客运改善空间大，长期兼具稳定性及成长性**

相较于铁路货运，客运受疫情冲击更强烈，但随之而来边际改善的空间也更大。长期来看，铁路行业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用相对较高的估值进行反馈，可关注相关的资本运作可能。**首推优质线路京沪高铁**，短期客流和车次恢复带来的业绩改善确定性高，票价浮动制改革后总体利好收入提速，中长期看业绩及现金流兼具稳定性及成长性。

#### **集运（推荐）：景气度持续，运价有望创新高**

短期来看，变异毒株的蔓延导致全球终端市场对于各类物资需求依然强劲，另外盐田港拥堵对市场运力的负面影响仍然存在，供不应求现象仍未缓解，高运价持续性超此前预期。中长期来看，集运需求有长期支撑且竞争格局持续优化，龙头公司对运力掌控能力增强，在此情形下有望避免恶性价格战；另外，头部企业逐渐向高价值产业链延伸，盈利能力和经营稳定性将持续增强。

**重点推荐中远海控**。基于较高的行业景气度，我们预计公司 2021 年运量同比增速为 9.5%；由于公司自 4 月开始执行新合同运价，我们预计全年单箱收入同比增速为 64%，因此上调全年业绩为 710 亿元（公司业绩受即期市场运价波动影响明显，因此盈利弹性非常大）。



从季度来看，Q2/Q3 或将为盈利高点，预计即期运价在 Q4 逐步回落。

### 3. 重点公司业绩汇总

表 1：重点公司 2021 年一季度业绩汇总

板块	公司	营收 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	扣非净利润 (亿元)	同比
航空	南方航空	212.5	1%	-40.1	24%	-38.5	28%
	东方航空	134.0	-13%	-38.1	3%	-41.5	-3%
	中国国航	145.8	-16%	-62.1	-29%	-63.0	-29%
	春秋航空	22.2	-7%	-2.8	-25%	-3.1	-7%
	华夏航空	11.0	5%	-0.5	50%	-0.4	54%
	吉祥航空	24.6	3%	-2.8	43%	-2.4	56%
机场	白云机场	11.9	-10%	-1.5	-146%	-1.7	11%
	上海机场	8.7	-47%	-4.4	-642%	-4.4	-642%
	深圳机场	7.9	40%	0.5	141%	0.4	133%
航运	中远海能	30.8	-24%	3.4	-46%	3.4	-46%
	中远海特	15.9	-20%	0.2	378%	0.2	328%
	中远海控	648.4	80%	154.5	5201%	154.1	20238%
铁路公路	大秦铁路	194.1	19%	36.2	43%	36.5	44%
	广深铁路	44.1	17%	-0.9	80%	-0.9	80%
	山东高速	29.6	82%	6.0	311%	5.8	272%
	京沪高铁	57.4	12%	3.2	-1%	3.2	-24%
	宁沪高速	23.9	148%	11.4	3596%	11.3	3116%
物流	韵达股份	83.3	48%	2.3	-32%	1.8	-31%
	申通快递	52.6	47%	-0.90	-253.4%	-1.0	-524%
	圆通速递	89.6	62%	3.7	37%	3.4	45%
	顺丰控股	426.2	27%	-9.9	-209%	-11.3	-236%
	嘉友国际	6.0	-2%	0.8	73%	0.8	76%
	传化智联	71.0	99%	1.4	824%	1.3	4460%
	建发股份	1,070.	59%	7.8	-47%	8.3	-20%
	铁龙物流	43.2	2%	1.2	-17%	1.1	-16%
	上港集团	76.9	42%	29.5	77%	28.6	83%
	华贸物流	44.9	106%	1.9	232%	1.8	226%

资料来源：公司公告、招商证券

## 二、航空：静待暑运复苏，中长期格局向好

### 1. 2021 年疫情仍是扰动航空业的重大因素

#### ➤ 疫情仍是扰动航空业重要因素，春节后国内客流呈复苏趋势

行业方面，国内客流逐步复苏，但近期疫情复发仍对整体需求有所影响。

春节期间受疫情反复以及就地过年政策影响，民航客运量同比下降约 70%，但正月初四后客运量实现快速回升，2-4 月客运量复苏进程良好。

今年“五一”假期连休五天，春节期间被抑制的旅游及探亲需求得到充分释放，旅客航空出行迎来爆发式增长。据民航局统计，五一期间全民航运输旅客人次同比 2020 年增长 174%，与 19 年同期相比仅下降 0.8%，平均客座率达 80.7%。2021 年五一假期经济舱日均平均票价 898.8 元，与 2019 年同期相比提升 17.9%。

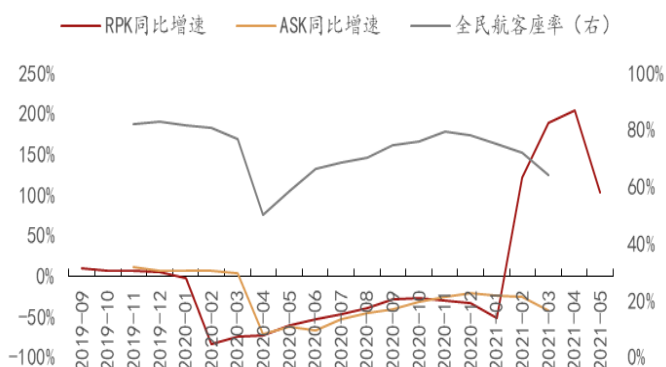
5 月份，受国内多地疫情反弹及南方雷雨天气影响，民航恢复势头较上月略有回落，但仍处于较高恢复水平。据飞友科技，5 月我国内地航线航班量约为 2020 年 1.6 倍，全面恢复至 19 年同期水平，内地航线客座率为 75.6%。

**各大航司披露 5 月经营数据：**三大航总体运力投放约为 19 年的 70-80%，客座率提升至 75%以上；国内航线 ASK 相比 19 年同期普遍增长 15-17%左右，客座率达到 76%以上。国有航司中南航恢复进度较快，国内航线客座率提升至 79.2%，国航、东航相对滞后。民营航司春秋和吉祥恢复相对较快，春秋航空国内 ASK 相比 19 年同期增长 66%，客座率提升至 88.8%；吉祥航空国内 ASK 相比 19 年同期增长 18.7%，客座率提升至 84%。

#### ➤ 全球疫苗接种比例逐渐上升，但国外疫情状况仍较为复杂

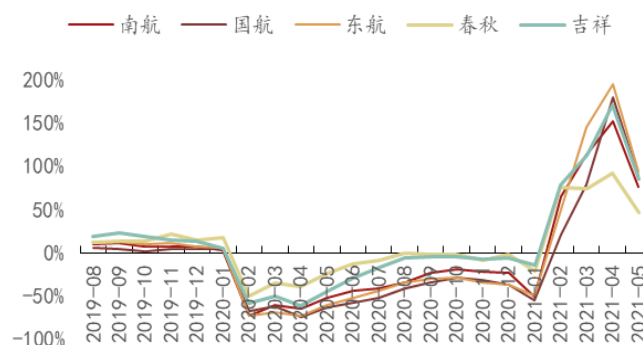
全球疫苗接种比例逐渐上升，印度地区疫情扩散也逐渐得到控制，但变异毒株仍在蔓延，国外疫情状况仍较为复杂。当前海外接种新冠疫苗比例持续上升，截至 2021 年 6 月 12 日，以色列疫苗每百人接种剂量达到 123。主要发达国家英国、美国每百人接种剂量达到 90 以上，而法国、德国等国家亦在加快疫苗推广。印度地区日均新增病例下降至 10 万以下，全球日均新增病例下降至 30 万人左右。目前我国防疫重点仍然是严防境外输入，“五个一”政策虽有松动但限制仍然较为严格，全民航国际航线运力与需求同比 19 年仍下降超 9 成。

图 9: 全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况



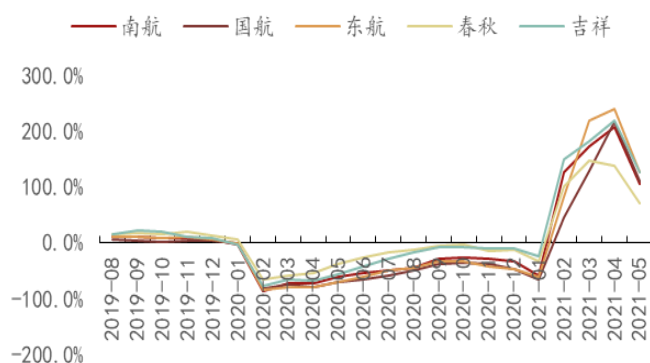
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 五家航司整体 ASK 月度增速对比



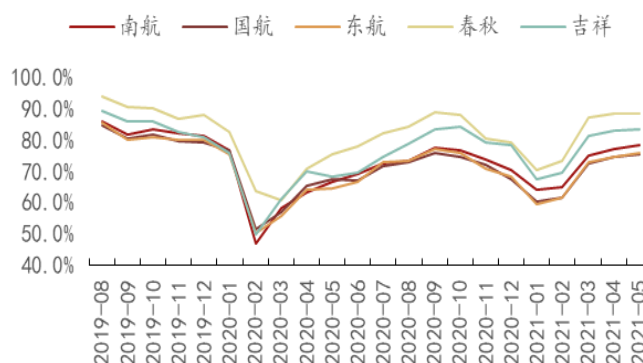
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 五家航司 RPK 月度增速对比



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 五家航司客座率月度对比



资料来源: Wind、招商证券

## 2. 展望：静待暑运复苏，中长期格局向好

### ➤ 需求复苏：国内需求加速复苏，国际需求将迎来拐点

**国内需求：**随着国内经济持续复苏以及疫苗陆续接种，疫情对国内市场影响程度减弱，春节后公商务出行以及旅游探亲需求迎来较快复苏。据 2021 年夏秋航季航班计划，内地客运航班同比 20 年增长 10.2%，同比 19 年增长 20.7%。拉长周期看，大众化航空出行趋势不变，民航人均乘机次数（当前仅为 0.44）远低于美国（2.73），渗透率提升空间较大。预计 2021 年国内航空市场需求（RPK）绝对值将小幅超过 2019 年水平，未来 3 年我国民航客运量有望保持年化 7% 以上的增长。

**国际需求：**全球疫苗接种比例持续提升，其中美国、巴西、印度等地疫情出现好转，但变异毒株的蔓延仍对疫情防控形成扰动，疫情输入性风险仍然存在，考虑到我国的外防输入政策，预计国际航线限制将分阶段松动。中长期来看，疫苗接种仍是应对疫情较为有效的手段，即使疫苗接种人群仍然感染新冠病毒，但重症率及死亡率有望大幅降低。在这种情况下，避免了医疗资源挤兑，全球疫情防控将进入常态化阶段，届时国际航线仍可以在有限度地情况下获得开放。预计 2021 年国际航空市场需求（RPK）仍将比 19

年同期下降 8-9 成。2022-2023 年有望逐步恢复至疫情前的 30%、50%。

#### ➤ 供给收缩：疫情冲击下全球航空运力进一步收紧

**飞机引进：**疫情对航司经营以及飞机制造商均产生较为负面的影响，高杠杆下的大规模运力扩张都将成为过去式，运力收缩和航线调整将成为大多数航司未来 1-2 年的战略选择。2020 至 2021 年 Q1，国内各家航司飞机净引进数出现大规模下降。

**表 2：2020 年至 2021 年一季度各家航司飞机净引进数出现明显下降**

	2018	2019	2020	2021Q1
南航	86	22	5	3
东航	55	42	0	5
国航	14	30	8	12
吉祥	7	1	2	0
春秋	5	12	9	2

资料来源：公司公告、招商证券

**全球航司格局重塑：**重大危机往往有助于重塑民航业竞争格局。在此次疫情下，全球众多航司面临严重的流动性危机，各区域占据市场主导或领先地位的航空公司优先获得商业信贷与政府援助，但众多运营支线业务、包机业务的中小型航空公司因缺乏外部筹资、补贴援助等，正在被民航业巨大的固定与半固定成本拖垮，面临破产的风险。

疫情过后，航空业供给侧将出现明显缩减，在重大危机下生存下来的航司有望迎来更加有利的市场竞争环境。

#### ➤ 油价：预计油价中枢波动上行，但现阶段核心变量仍是需求

受全球疫情持续影响，油价面临需求疲软反复的局面，产油国增产计划被拖延、全球去库存仍需时日，因此我们认为油价中枢在未来大概率波动上行。但是全球经济复苏是大势所趋，美国一旦对伊朗放开制裁，或者产油国达成增产协议，那么原油供给仍将得到大幅释放，届时原油价格仍将受到压制。因此，油价短期内大幅上涨的风险仍然较低，现阶段影响航空板块的核心变量仍是需求。

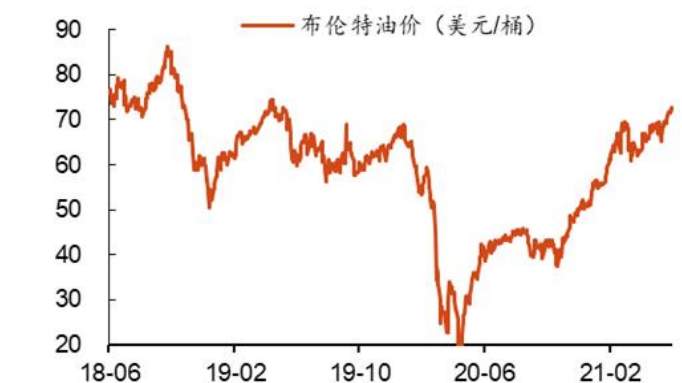
#### ➤ 汇率：人民币对美元将进入中期升值通道

据招商宏观组，新冠疫情冲击加剧全球“资产荒”的局面，国际长期投资机构不论从分散化投资还是从获取阿尔法的角度看，都将选择增持“中国资产”。

展望未来，全球经济有望逐步走出低谷，中国经济有望告别下台阶的状态，全球系统性风险下降，中国股票和债券资产价值被低估的局面有望得到改变。美元进入弱势周期，预计 2021 年人民币汇率将向 6.0 的方向升值。

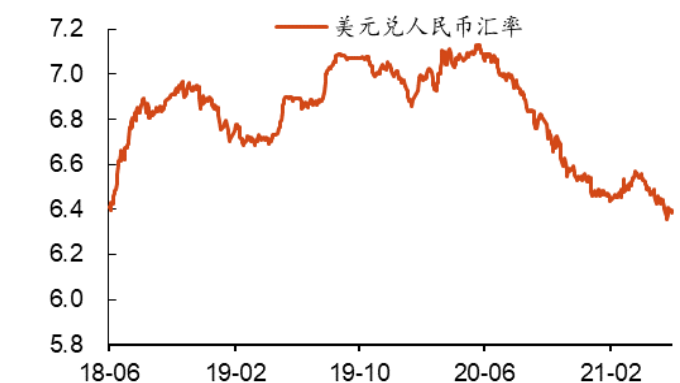


图 13: 布伦特原油价格



资料来源: wind、招商证券

图 14: 美元兑人民币汇率中间汇率

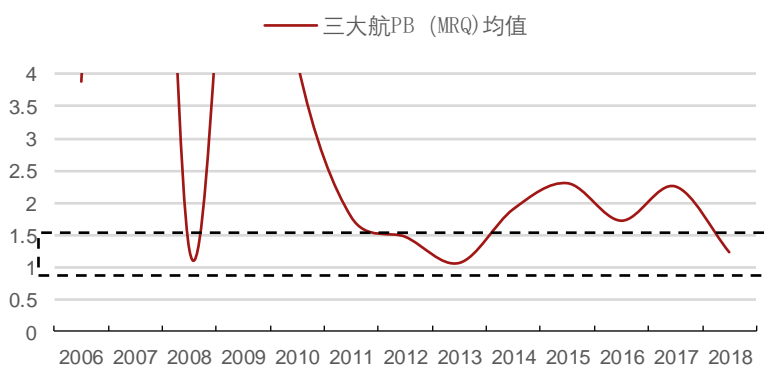


资料来源: wind、招商证券

**投资建议:** 新冠疫情对全球航空业造成重大打击,但是随着疫苗接种比例逐步上升,国际航空出行需求有望更早地迎来拐点。从历史经验来看,航空业复苏将经历三阶段:巨亏——微利——盈利大幅增加,我们判断当前时点航空业正从第一阶段向第二阶段转变。中期来看,随着国内需求加快复苏,国际航线逐渐破冰,全球航空运力供给进入收缩,预计 2021-2022 年航空板块基本面实现大幅改善;同时在油价大幅上涨风险较低,人民币汇率进入中期升值通道的催化下,航空业复苏将向第三阶段转变,航空股将迎来全面反弹(PB 估值得到修复)。

重点推荐中国国航(国际航线占比较大,需求逐步复苏)、低成本龙头春秋航空(精细化管理水平较高,需求复苏领跑行业)、吉祥航空(成本管控较优的全服务航司)、支线航空龙头华夏航空(运力购买模式使得业绩稳定性强,支线市场成长空间较大)。

图 15: 近 20 年三大航历史 PB 均值变化: 盈利回升期 PB 估值逐渐修复



资料来源: wind, 招商证券

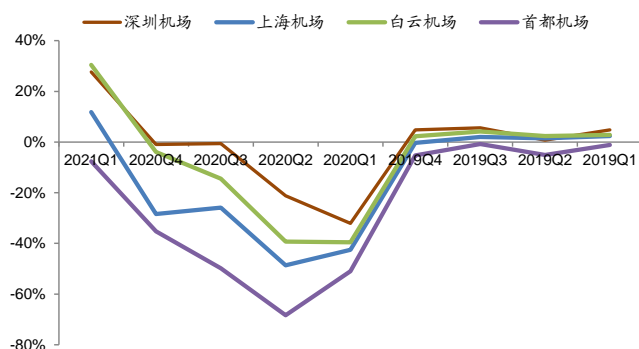
### 三、机场：复苏遭遇波折，低点已现

#### 1. 疫情反复下机场复苏遭遇考验

与航空板块相似，疫情下机场板块也遭受较大打击。国内外冬春季疫情有所反复，另外变异毒株的出现致使疫情出现局部失控的迹象。受去年同期低基数的影响，2021Q1 除首都机场外，其余机场运营数据出现一定好转，但如旅客吞吐量、飞机起降架次等核心指标尚未恢复到 2019 年同期水平。2021Q1 上海机场、白云机场、深圳机场、北京首都机场起降架次同比分别变化 12%、31%、28%、-8%；旅客吞吐量同比分别变化-17%、27%、33%、-29%。货邮吞吐量方面，上海机场、白云机场、深圳机场同比分别变化 39%、31%、41%。至最新 5 月的运营数据来看，补偿性出行需求下机场运营加快恢复，但仍较 2019 年同期水平有一定差距。

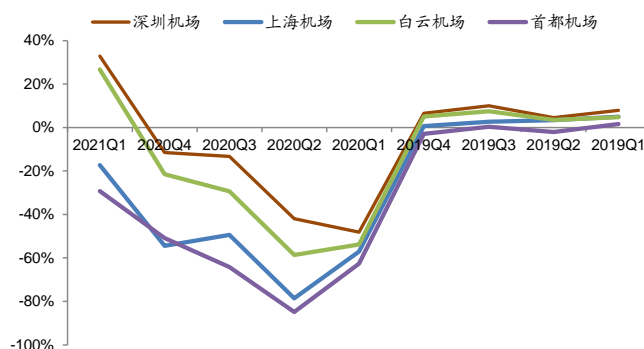
从财务数据角度来看，国际客流占比较高的机场业绩降幅更为明显。机场在航空性收入显著减少的同时，受国际客流锐减的缘故，非航空性收入也因免税销售的重挫遭遇大幅下滑。从 2021Q1 来看，上海机场收入降幅最大，以国内客流为主的深圳机场出现逆势上行。由于机场的成本费用较为刚性，虽然各大机场均极力降本增效，但总体仍难避免亏损困境。除深圳机场微利外，上海机场单季分别亏损 4.4/1.5 亿元，幅度均较去年同期扩大。

图 16：枢纽机场飞机起降架次同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 17：枢纽机场旅客吞吐量同比增速



资料来源：Wind、招商证券

表 3：主要枢纽机场起降架次明细

架次	上海	同比	白云	同比	深圳	同比	北京首都	同比
2021Q1	81590	11.78%	95641	30.46%	79,800	27.68%	67,496	-7.59%
2020Q4	90629	-28.44%	120661	-3.89%	94,700	-0.94%	96,342	-35.26%
2020Q3	95990	-25.92%	107000	-14.43%	92800	-0.75%	76510	-49.78%
2020Q2	66072	-48.64%	72450	-39.29%	70100	-21.24%	45599	-68.32%
2020Q1	72989	-42.50%	73310	-39.58%	62500	-32.07%	73040	-51.02%
2019Q4	126651	-0.29%	125548	2.30%	95600	4.80%	148820	-5.31%
2019Q3	129580	2.03%	125040	4.19%	93500	5.53%	152360	-0.76%
2019Q2	128642	1.45%	119331	2.37%	89000	0.79%	143940	-5.06%
2019Q1	126934	2.39%	121330	2.78%	92000	4.66%	149120	-1.12%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 主要枢纽机场旅客吞吐量明细

万人次	上海	同比	白云	同比	深圳	同比	北京首都	同比
2021Q1	668	-17.30%	1063	26.74%	909	32.90%	659	-29.28%
2020Q4	831	-54.47%	1483	-21.44%	1,202	-11.52%	1221	-50.84%
2020Q3	996	-49.4%	1332	-29.4%	1171	-13.3%	829	-68.0%
2020Q2	413	-99.4%	723	-58.7%	734	-41.9%	368	-84.9%
2020Q1	808	-57.1%	839	-53.8%	684	-48.1%	933	-62.6%
2019Q4	1824	0.6%	1887	5.0%	1359	6.5%	2484	-2.9%
2019Q3	1969	2.6%	1887	7.5%	1351	10.0%	2593	0.3%
2019Q2	1939	3.4%	1750	3.5%	1264	4.6%	2432	-2.1%
2019Q1	1883	4.9%	1815	4.8%	1320	7.9%	2492	1.6%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 主要枢纽机场货邮吞吐量明细

万吨	上海	同比	白云	同比	深圳	同比
2021Q1	102.5	38.5%	46.4	31.1%	37.2	40.5%
2020Q4	104.6	3.6%	51.5	-1.9%	40.5	12.9%
2020Q3	93.2	0.7%	46.9	-4.5%	37.9	12.7%
2020Q2	96.5	7.6%	42.0	-11.7%	34.9	10.2%
2020Q1	74.4	-7.6%	35.4	-17.7%	26.5	-2.4%
2019Q4	100.7	4.5%	52.5	2.2%	35.8	10.9%
2019Q3	92.6	-2.8%	49.1	1.9%	33.7	9.3%
2019Q2	89.7	-7.1%	47.6	0.9%	31.7	1.5%
2019Q1	80.5	-9.1%	43.0	1.8%	27.1	-0.6%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 2. 展望: 中长期仍具备突出流量价值

展望未来, 我们判断 2021 年开始业绩环比改善确定性高。

**短期来看:** 虽有疫情的反复, 国内客流复苏较为迅速, 如白云机场旅客吞吐量在 3-5 月均处在 500 万的水平, 已超疫情前水平。虽海外疫情仍有一定不确定性, 但短期国际及地区客流基本归零, 边际恶化的空间已较小。

**中长期来看:** 目前海外主流发达国家疫苗接种较为普遍, 虽变异毒株致使群体免疫不及此前预期, 但疫苗接种仍能较大程度控制重症的发生率, 从长远看疫情得到控制是大概率事件, 国际及地区客流也将随之恢复。同时, 国内给予各大枢纽机场(地区枢纽、国际枢纽)极大的政策端支持, 改扩建的规划给予中长期较大的成长空间。另一方面, 香化品消费升级叠加海外免税回流, 全国免税体量仍有较大成长空间。2019 年中国境内免税品销售约 550 亿, 为国人境外免税支出的 1/3 左右。在当前海外疫情蔓延, 国内着重进行内循环经济政策的背景下, 免税回流成为促进国内消费的重点举措。我们认为, 即便免税市内店放开至国人, 因机场提货、获客的优势, 也不会冲击机场的核心口岸地位。同时, 以上海机场为代表的枢纽机场已开启商业模式的优化, 其购物体验、规划设计等均向国际一流机场的免税业务靠齐。

表 6: 国内奢侈品不同免税店零售渠道对比

细分/占比	典型企业/商店	优势	劣势
机场、口岸免税店 (50%)	中免集团、日上北京、上海机场免税店	1.价格具备较大优势(比有税店便宜 15%-35%) 2.品类较为丰富	1.只针对离境旅游,限线下提货, 2.免税金额限制(单次单人 5000 元限额)
离岛免税店 (35%)	海口美兰机场免税店、三亚海棠湾免税店	1.免税、价格较有税店具备较大优势(15%-35%)、 2.品类相对丰富、 3.无需出境、时间充裕,环境舒适 免税、价格具备一定优势,可以满足出境归国人员再次购物需求,购物相对方便、现场提货	1.只针对离岛游客或者居民,只能再机场、火车站离岛提货, 2.免税金额限制(全年 16000, 8000 以上商品全年限购 2 件,单次 1 件),部分商品限卖(尤其是烟酒产品)
市内免税店 (15%)	中出服市内免税店、中侨市内免税店		只针对归国 180 天以内消费者,商品品类相对单一(不少产品缺货)

资料来源: 商务部国际贸易经济合作研究院、招商证券

**投资建议: 积极关注上海机场、白云机场。**从过往来看,机场拥有交运基础设施行业最好的赛道,护城河明显,抗风险能力强,且商业变现价值仍具备港口、公路等难以抗衡的优势。**上海机场**具备国内机场最佳的口岸价值,其商业模式成熟度、流量变现能力均在业务处于龙头地位。市场担忧的国际客流受挫、免税合同修订情况对其不利,上述负面因素致使股价跌入低位,但短期冲击终将过去。近期公司公告将收购虹桥机场,有利于实现上海地区航空资源的最大化利用,助推盈利规模进一步提升。**白云机场**中长期受益粤港澳大湾区对其成长为国际航空枢纽机场的有力支撑,而免税业务具有较大成长空间,当前客流、飞机起降架次在国内机场中恢复速度处于首位。



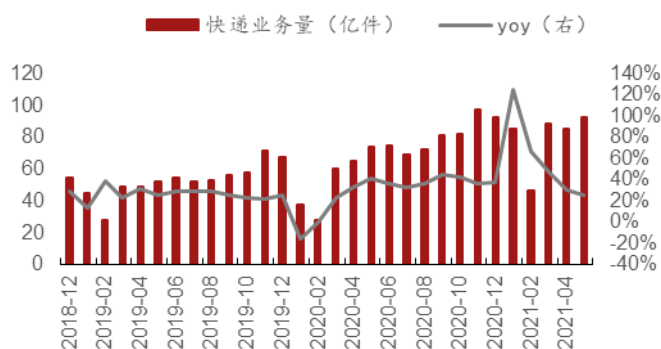
## 四、快递：龙头分化加剧，价格竞争即将迎来拐点

### 1. 电商快递仍具备韧性，龙头分化加剧

#### ➤ 2021 年快递景气度仍然较优，但行业集中度有所下降

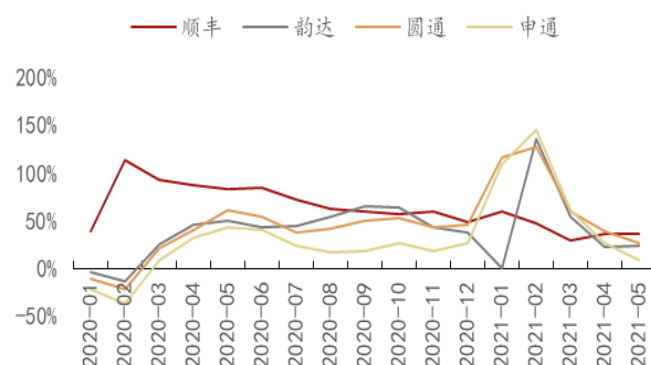
受去年低基数影响，21 年前 5 月行业单量同比增长约 50%。2020 年初，受疫情影响，快递行业单量整体收缩，基数较低；2021 年 Q1，各家快递奉行春节不打烊政策，件量同比增速得到大幅提升；进入 4-5 月份，行业单量增速回归常态（落入 30% 以内）。2021 年前 5 月全行业快递单量为 397 亿件，同比增长 50%，快递业务收入为 3926 亿元，同比增长 30%。从各龙头公司来看，顺丰多元化业务进展良好，前期高基数影响逐渐消退，5 月份单量增速重回行业第一（36.5%）；通达系方面，受行业价格监管影响，各家业务量增速回落，韵达、圆通、申通 5 月单量增速分别为 24%/27%/9%。

图 18：2021 年 5 月快递业务量增长 25%



资料来源：WIND、招商证券

图 19：各龙头公司快递业务量增速变化

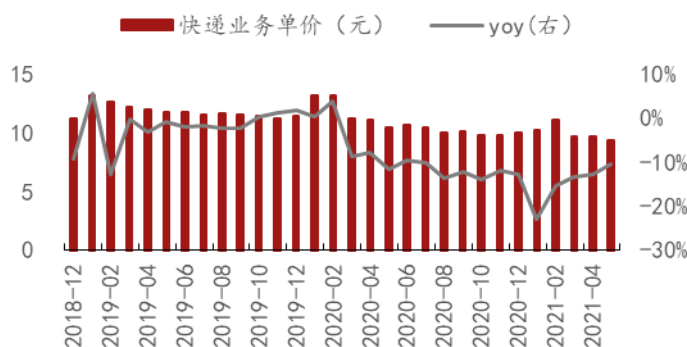


资料来源：WIND、招商证券

浙江对快递价格实行监管，4-5 月份行业单价同比降幅有所收窄。2021 年 Q1 行业价格战依然明显，义乌地区尤为激烈；但 4 月份浙江开始对快递价格实行监管，行业单价同比降幅收窄，价格战阶段性缓解。5 月份快递行业整体单价水平为 9.37 元，同比下降 10.4%。从产量区数据来看，5 月义乌单票收入为 2.67 元，同比降幅收窄至 11.4%。

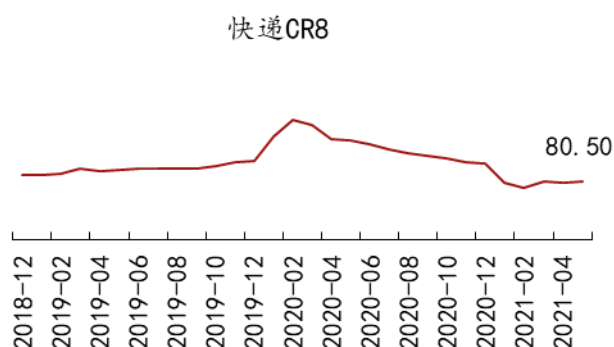
极兔等新入局者快速扩张，行业整体集中度同比有所下降。5 月份快递品牌集中度指数 CR8 为 80.5，同比下降 3.9，环比上涨 0.1。短期内快递行业集中度受新入局者影响有所下降，但中长期来看，一线快递企业加快占据市场份额的趋势不改。

图 20：2021 年 5 月快递业务单价同比下降 11.4%



资料来源：WIND、招商证券

图 21：2021 年 5 月快递品牌集中度 CR8 为 80.5



资料来源：WIND、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

### ➤ 21 年一季度各家快递表现：通达系受低基数影响，顺丰出现大幅亏损

2021Q1 通达系公司受低基数影响且奉行春节不打烊政策，业务量同比增长接近 90%，营收同比增长也超过 45%。但是顺丰去年业务量基数较高，时效及经济业务受通达系分流影响，整体业务量增长为 44%，收入同比增长 27%。虽然 2021 年 Q1 通达系快递业务量保持较快增长，但春节临时用工成本增加，运输成本也明显上行，韵达、申通单季度业绩仍然出现下滑，圆通受益于航空货运，利润同比增长 37%。顺丰受资本投入过大、一线员工大额补助、以及外包费用上升等综合因素影响，Q1 出现较大亏损，但随着四网融通逐渐推进，预计业绩迎来逐季改善。

## 2. 展望：中期电商景气度持续，行业竞争格局将变

### ➤ 需求：中期电商快递维持景气，下沉市场需求仍有较大提升空间

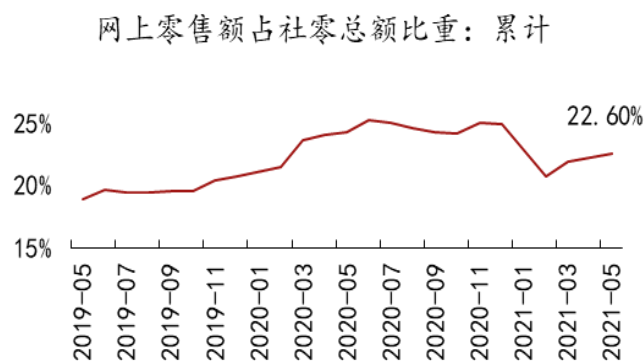
疫情下，全社会整体消费品零售总额下滑，但实物商品网上零售额增速仍然保持正增长。在疫情防控常态化的情形下，线上网购渗透率总体仍将保持上行趋势。中期来看，下沉市场电商快递需求仍有较大提升空间。新型电商平台如拼多多，新型零售方式如直播带货、社区团购将持续驱动下沉市场人均网购频次实现较快增长，预计 2021/2022 年全年行业快递单量增速仍保持 20% 以上。

图 22：实物商品网上零售额及同比增速



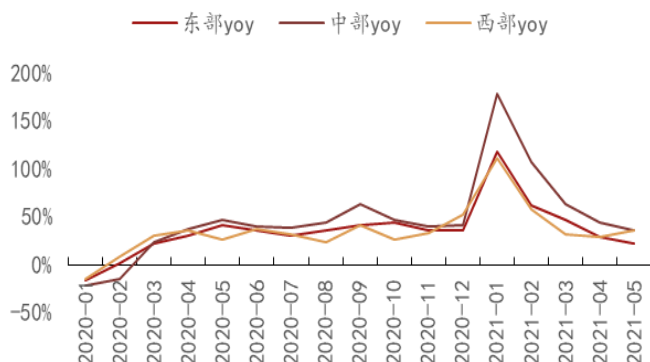
资料来源：国家统计局、招商证券

图 23：实物商品网上零售额占社零总额的比重



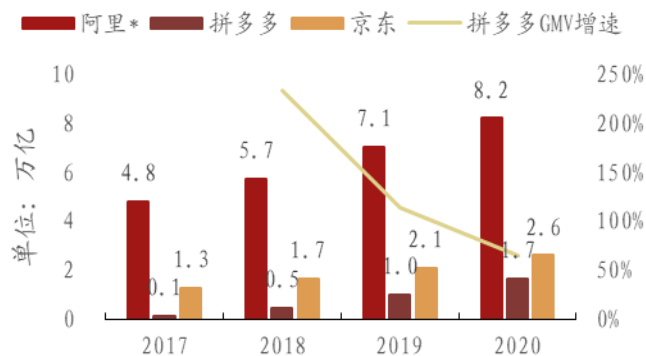
资料来源：国家统计局、招商证券

图 24: 中部地区快递单量同比增长较快



资料来源: 国家邮政局、招商证券

图 25: 头部电商 GMV 变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

### ► 中期竞争格局: 龙头分化加剧, 价格竞争即将迎来拐点

行业监管政策出台将使得快递价格战拐点更快来临。4月浙江省政府审议通过了《浙江省快递业促进条例(草案)》, 明确提出不得以低于成本的价格提供快递服务, 这是首次以法规形式提出对快递业价格的监管; 同时规定电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务; 平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。此草案出台, 我们认为主要有两方面影响, 1) 对于价格及份额监管力度较强, 后续义乌地区价格竞争将逐步趋缓。2) 草案明确提出了电商平台反垄断的相关规定, 这将有利于新入局快递公司继续扩大市场份额。

中期来看, 电商快递领域一线快递加速分化, 行业格局有望逐渐清晰。展望未来, 我们认为电商快递中成本优势最突出, 市占率最高的中通将进一步积累竞争优势, 扩大市场份额, 巩固行业龙头地位。韵达与圆通仍将持续竞争, 优势更为明显的将获得行业内第二把交椅。申通快递目前单量增速明显落后, 公司经营状况不佳, 竞争力处于劣势。

### ► 行业新趋势: B端物流是广阔蓝海, 大物流领域多种模式有望共同发展

习主席在召开中央财经委员会第八次会议时指出, 流通体系在国民经济中发挥着基础性作用, 构建新发展格局, 必须把建设现代流通体系作为一项重要战略任务来抓。

会议强调以下几个方面: 1) 要统筹推进现代流通体系硬件和软件建设, 2) 发展流通新技术新业态新模式, 3) 完善流通领域制度规范和标准, 4) 培育壮大具有国际竞争力的现代物流企业; 最终, 该现代流通体系将为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局提供有力支撑。

我们认为该政策表明了国家对物流行业的高度重视, 同时指出了我国快递物流企业未来的发展方向:

- 1) 当前B端物流发展程度较低、基础设施薄弱、运营效率较低, 第三方物流以及B端供应链物流将是蓝海市场。
- 2) 物流信息化、智能化水平仍需加强, 各家快递物流企业应加强相关方面的投入, 有助于降本增效。
- 3) 积极创新, 进行物流领域新业态的尝试, 加快产品分层, 构筑多层次产品体系, 提

升综合实力。

图 26: 物流行业三大新趋势

### 我国物流行业三大新趋势



资料来源：招商证券

**长期来看，大物流领域多种模式将共同发展。**目前以中通为代表的通达系、顺丰、京东包括阿里旗下的菜鸟网络已各自形成不同的发展模式，未来大物流领域将形成多种模式共同发展的行业格局。

**中通-成本领先扩大电商件市占率。**以中通为代表的加盟制电商快递企业通过成本领先战略扩大市占率，在标准化的电商件市场以“性价比”作为王牌。加盟制下迅速扩张提高市占率，规模效应下成本降低，从而进一步扩大市占率取得龙头地位。

**顺丰-打造多元化综合物流模式。**以时效件为基础，开展多元物流业务，如快运、冷链、同城、国际业务等。一方面摆脱单一业务发展的局限性，开拓新的利润增长点；另一方面也通过新业务的开展打造多元化的物流生态圈，拓宽业务边界，形成协同效应。另外，公司坚持独立第三方定位，以综合物流为依托，为客户提供一体化供应链解决方案。

**京东-背靠自有平台仓配一体化。**利用大数据及物联网技术提前预判商品销量及地区，将自有平台及部分第三方卖家的货物统一存放至各城市分仓，客户下单后从离客户最近的分仓直接发货，大幅提升配送效率。京东依托全国仓网，为客户提供一站式仓储配送服务，公司在消费端供应链领域具备较大竞争优势。

**菜鸟网络-打造科技物流平台，全球化战略扩大业务规模。**菜鸟专注于物流网络的平台服务。通过技术创新和高效协同，持续推动快递物流业向数字化、智能化升级。菜鸟与合作伙伴一起搭建全球性物流网络，为全球消费者提升物流体验，为全球商家提供智慧供应链解决方案，帮助降低全社会物流成本，

**投资建议：**当前行业正向寡头垄断格局迈进，行业监管政策的出台使得价格战拐点更快到来。中期来看，电商快递展现出的韧性屡超预期，随着下沉市场人均网购频次的较快增长，预计 2021/2022 年全行业快递单量增速仍保持 20% 以上。长期来看，B 端物流是广阔的蓝海市场，大物流领域多种模式有望共同发展。**重点推荐龙头企业顺丰控股**，随着下半年时效件业务增速回升、四网融通逐步推进，预计下半年业绩改善较为明显。积极关注成本管控较优的中通快递和韵达股份。

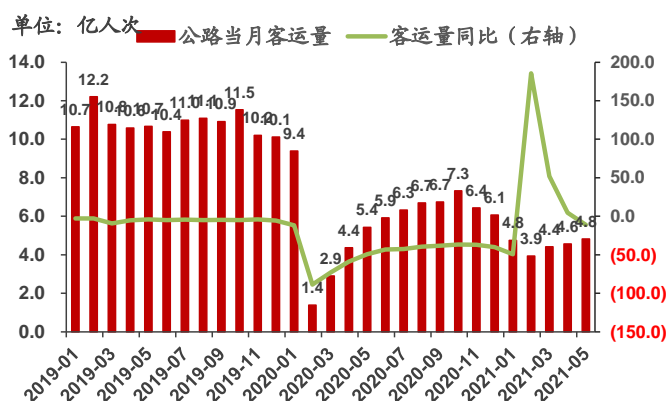


## 五、公路、铁路：公路板块配置价值逐渐凸显，铁路客运未来改善空间较大

### 1. 公路板块配置价值逐渐凸显

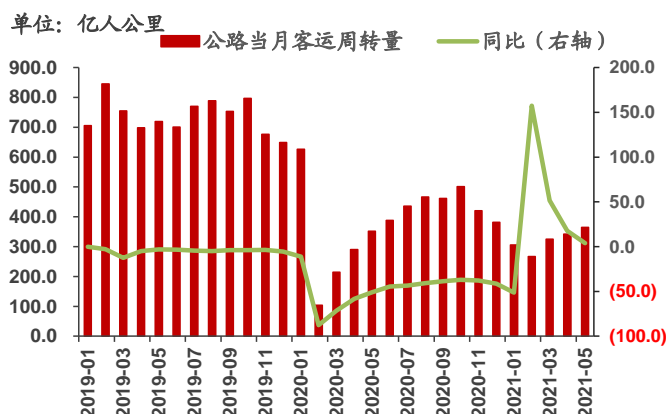
公路客运业务复苏仍在路上。疫情对公路行业的影响在春节开始凸显，提倡原地过节等政策致使客运业务出现明显收缩，客运量及客运周转量在 2-3 月仅好于去年疫情最严重的时期，随后 3-5 月开始进入修复期，但仍较去年同期有一定差距，至恢复到疫情前水平尚有较大空间。相比而言，隔离措施“对人不对物”致使公路货运受到的不利影响明显低于客运，货运量及货运周转量 3 月开始已接近 2019 年同期水平。

图 27：公路当月客运量走势（2019.1-2021.5）



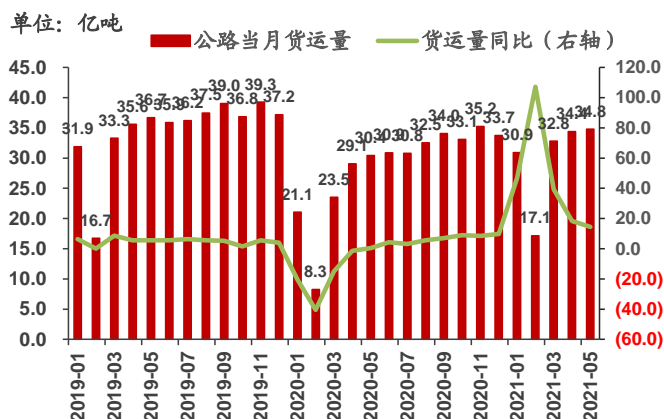
资料来源：Wind、招商证券

图 28：公路当月客运周转量走势（2019.1-2021.5）



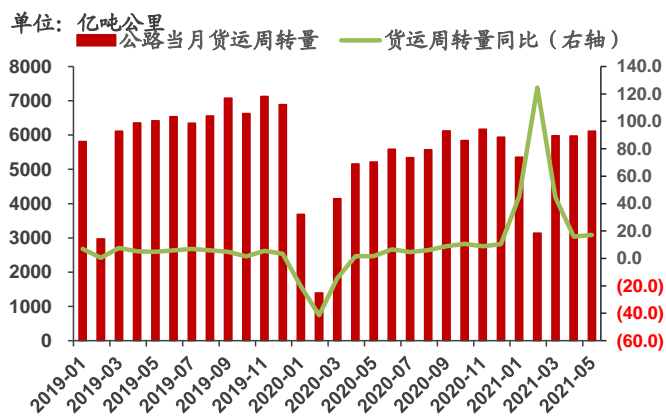
资料来源：Wind、招商证券

图 29：公路当月货运量走势（2019.1-2021.5）



资料来源：Wind、招商证券

图 30：公路当月货运周转量走势（2019.1-2021.5）



资料来源：Wind、招商证券

最新高速公路通行费收入尚需时间恢复。我们也可从高速公路通行费的高频数据更为直观地考量公路运输受到的影响。目前仅有山东高速按月披露各路段的通行费数据，可作为一定参考。抛开受改扩建影响的济青高速、京台高速来看，今年以来，通行费收入情况较恢复情况较好的 2020Q3 仍有一定差距。

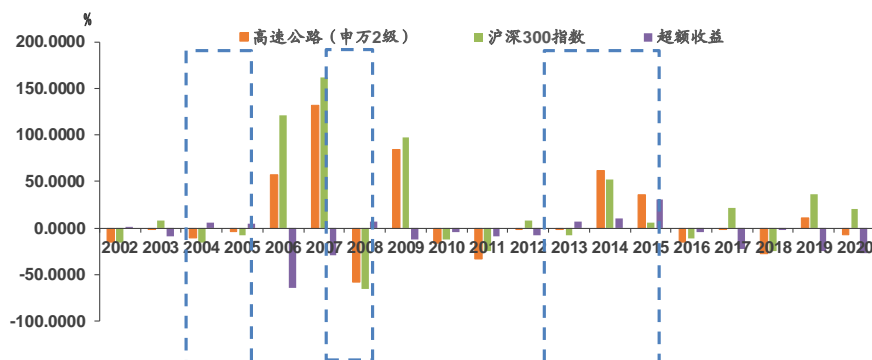
高速公路行业至暗时刻已经过去，业绩逐季改善确定性高。去年因施行较长时间的免收通行费政策（79 天）对收入端造成巨大冲击，2020H 成为高速公路行业业绩最差的半

年度。虽当前高速公路恢复尚需时间，但至暗时刻已经过去（政策因素），仅看 2021Q1 全行业（申万高速公路指数）盈利为 67.7 亿元，虽环比下滑 21.3%，但较去年同期的亏损情形已大幅改善，而自 3 月开始的修复在运营数据上体现较为充分，预计将大概率反映至财务数据，业绩环比、同比改善的确定性较高。

**估值已处历史低位，向上修复空间较大。**疫情冲击使板块估值回落较大，由 1.0xPB 回落到当前 0.82x，对应历史分位 0.2% 的绝对低位。疫情叠加免费通行政策对板块仅仅是短期冲击，对长期现金流贴现价值影响较小，且政策补偿确会体现在板块内在价值上，整体的投资价值并未遭遇大幅变动。因此，板块估值存在向上修复的合理性。

**防御属性凸显配置价值。**高速公路行业虽受宏观经济影响，但车流量总体而言波动较小，且收费标准因行政化管控相对固定，而成本、费用端较为刚性，造成其盈利能力具备较强的稳定性。在当前内外环境皆存在一定不确定性的背景下，板块盈利的稳定性将凸显其防御价值。

图 31：高速公路板块通常在熊市时具备超额收益



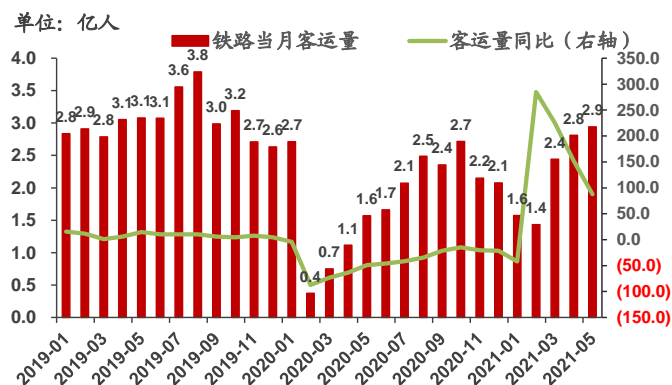
资料来源：wind，招商证券

**投资建议：首推基本面改善明显、分红比例大幅提升的山东高速。**公司为行业龙头标的，坐拥山东省内重要高速干线。核心路产济青高速改扩建于 2019 年底完成，2020 年通行费收入同比增长 49.2%，且超过历史峰值 2016 年水平。2020 年疫情冲击后，未来预计将开启新一轮业绩成长期。公司已逐步出清房地产业务，同时将压减财务性投资，回归路产主业，打消市场对其发展方向的担忧。股权激励方案出台、分红比例大幅提升（由 30% 提高到 60%）表明公司对市场回报的高度重视。行业属性叠加公司基本面改善使公司攻防兼备。

## 2. 铁路客运环比改善弹性较大

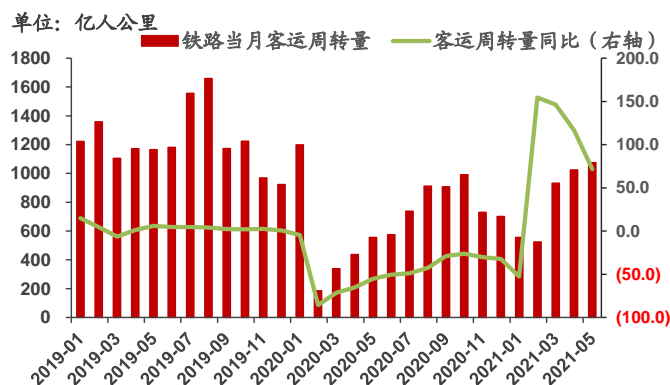
**铁路客运业务延续良好恢复走势。**铁路货运业务今年以来总体表现较为平稳，且绝对水平已超疫情前。客运业务自 3 月开始恢复较为迅速，4-5 月单月已超去年最高水平。在当前国内疫情总体得到控制的情形下，向上修复的走势有望持续。

图 32: 铁路当月客运量走势 (2019.1-2021.5)



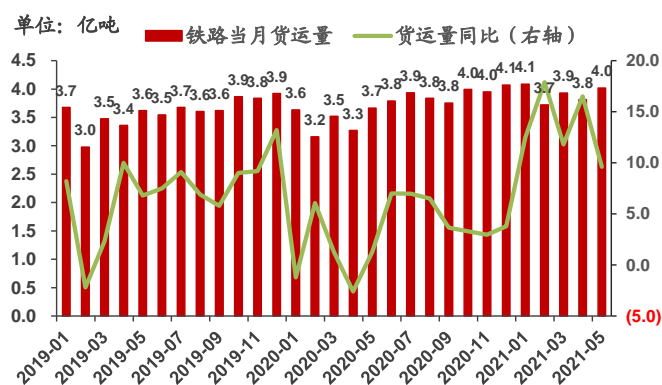
资料来源: Wind、招商证券

图 33: 铁路当月客运周转量走势 (2019.1-2021.5)



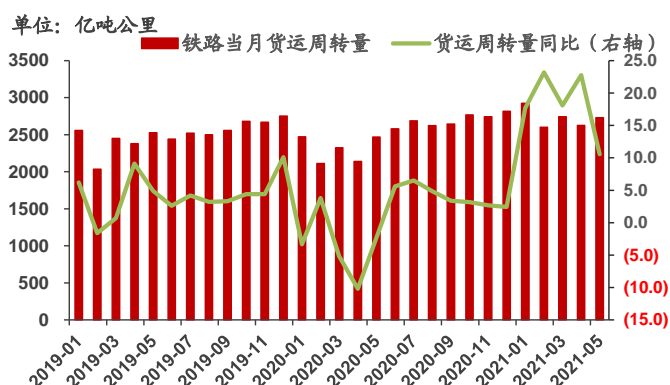
资料来源: Wind、招商证券

图 34: 铁路当月货运量走势 (2019.1-2021.5)



资料来源: Wind、招商证券

图 35: 铁路当月货运周转量走势 (2019.1-2021.5)



资料来源: Wind、招商证券

铁路客运业务环比改善空间较大。不同于高速公路公司作为基础设施在通行费上难以单独面向客运或货运，铁路运输公司呈现比较明显的业务分化。虽然当前以客运为主的标的京沪高铁、广深铁路的业绩表现明显不及以货运为主的大秦铁路等，但受补偿性出行需求驱动，未来环比改善的幅度较大。

优质铁路资产受市场认可，重塑估值体系。以大秦铁路为代表的传统铁路资产因其货运需求严重受制于宏观经济的周期波动，难以表现出持续的成长性，在估值上较难获得市场的青睐，市净率基本在 1.5PB 以下。即便近年来运能的饱和致使大秦铁路表现出类公用事业标的的属性，可采用股息率进行定价，但估值水平仍然难以向长江电力等标的看齐。另一方面，以广深铁路为代表的客运铁路资产因其运营效率问题，市净率长期处于破净状态。

京沪高铁自上市以来，在其较为稳定的盈利下，仍能获得 30xPE、1.5PB 以上的估值，表明优质铁路资产是可以得到市场高度认可的。究其原因，一是高铁资产主要面向 C 端（消费者），列车车次（本线及跨线）、运能、票价的提升也从客观条件上给予其业绩成长的空间；二是京沪高铁相对“轻资产”的运营模式（依托线路资源委托运输服务、提供跨线路网服务）在运营效率及业绩上体现充分，而其坐拥的黄金线路资源价值已被充分认知。尤其在疫情冲击的关口，公司抓紧机会开启浮动票价机制，允许二等座票价在当前价格基础上上浮不超过 8.1%、下调不超过 9.9%，向市场化定迈出关键一步。另

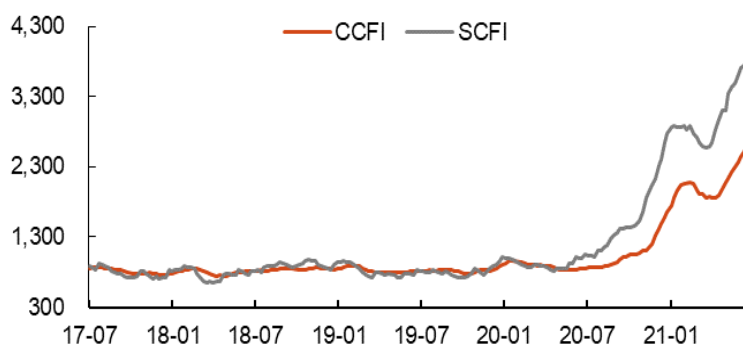
一方面，国铁内部尚有较多优质的资产亟待证券化上市，有京沪高铁珠玉在前，我们更可对未来其资本化的动向有更多期待。

**投资建议：首推受益客运业务环比明显改善的高铁运输龙头标的京沪高铁。**公司坐拥国内最优质的京沪高铁线路资源，为高铁运输龙头标的。疫情引发的隔离措施对铁路客运业务打击沉重，但伴随经济活动重启，出行需求已开启明显改善，公司经营的寒冬时刻已经过去，旗下京福安徽公司新投线路客流逐渐培育，持续提升的概率较高。长远来看，公司作为最黄金的铁路客运资源，其核心资产仍然兼具成长性和稳定性，长期竞争力及内在价值有望逐渐凸显。

## 六、集运：景气度持续，运价有望创新高

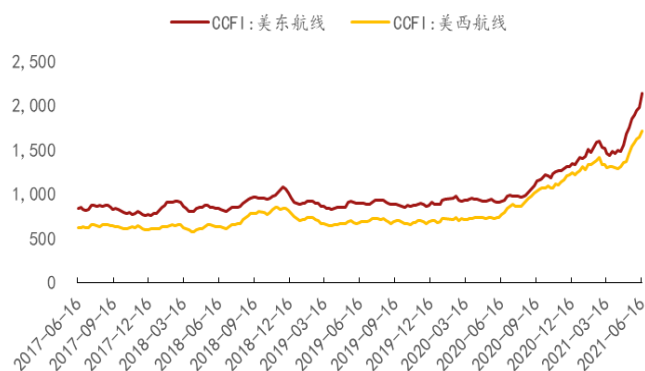
集运行业供不应求现象仍未缓解，景气度持续上行。截至 2021 年 6 月 25 日，上海出口集装箱综合运价指数（SCFI）为 3785.4 点，年初至今累计涨幅为 32%，与去年同期相比增长 278%；中国出口集装箱综合运价指数（CCFI）为 2591.4 点，年初至今累计涨幅为 48%，与去年同期相比增长 208%。截至 6 月 25 日，美东、美西航线 CCFI 年初至今涨幅分别为 51%、40%；欧洲、地中海航线 CCFI 年初至今涨幅分别为 67%、68%。

图 36：CCFI/SCFI 指数变化情况



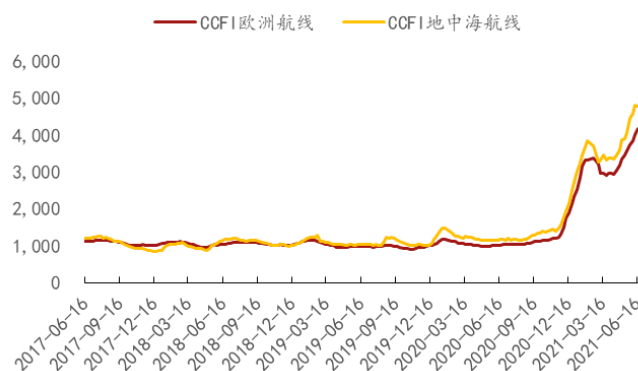
资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 37：美线运价指数变化情况



资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 38：欧线运价指数变化情况



资料来源：上海航运交易所、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

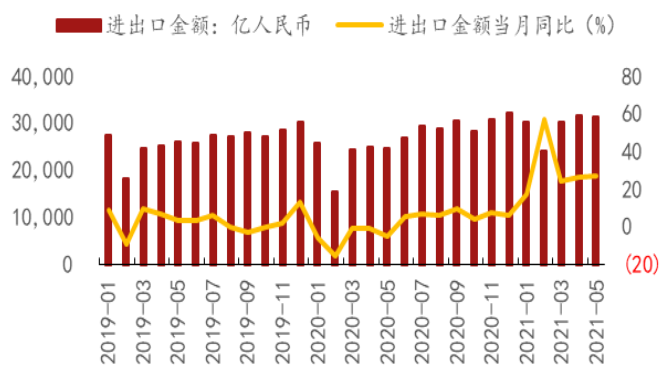


➤ 需求端：集运将进入传统旺季，进出口与库存周期同步共振

海外疫情持续困扰，全球经济对中国进出口贸易依赖度较高，客观支撑集运需求维持高位。中国经济在疫情控制得力的情形下自 2020Q2 开始迅速复苏，在海外疫情持续蔓延的情况下，各国对中国进出口贸易的依赖程度较为明显，我国进出口金额同比增速在 2020 年下半年开始维持较高水平。2021 年 5 月进出口吞吐量增速为 26.9%，全国主要港口集装箱吞吐量 12.5%。

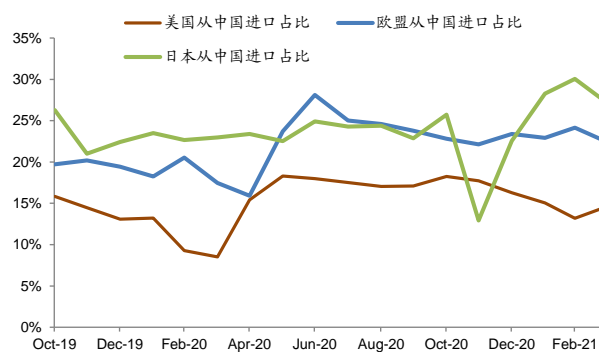
进出口、库存、政策周期同步共振，集运高景气持续市场有望超预期。由于终端消费需求旺盛，美国零售商库销比仍保持较低水平，21 年 4 月份降低至 1.08。三季度是集运传统旺季，一般来说欧美各国将提前为圣诞假期备货，中短期内补库存现象仍将持续。另外，美国基建刺激计划将进一步利好终端消费。据克拉克森预测，2021 年集运需求增速接近 7%。

图 39：中国进出口金额及同比增速



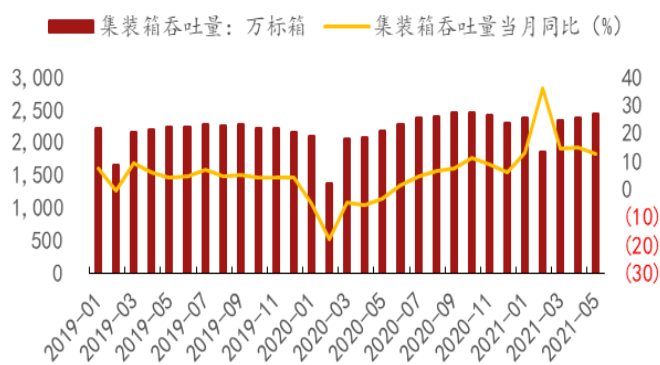
资料来源：wind、招商证券

图 40：主要贸易伙伴对中国进口依存程度



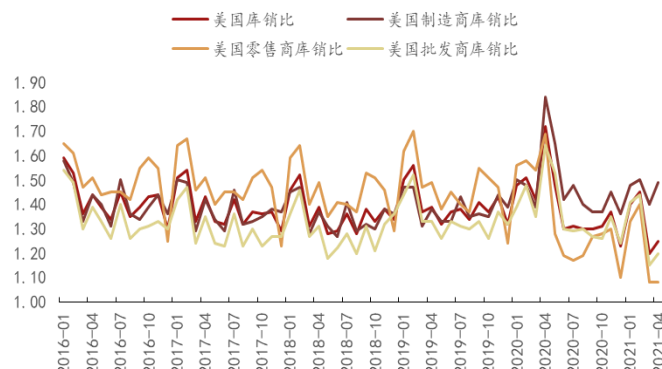
资料来源：wind、招商证券

图 41：主要港口集装箱吞吐量



资料来源：wind、招商证券

图 42：美国库销比



资料来源：wind、招商证券

供给端：新船订单处于低位，中期供给增速缓慢

目前行业供给持续偏紧，港口拥堵进一步加剧运力紧张。一方面，从闲置运力来看，供给已无释放空间。疫情下行业联盟采取停航保价的策略，2020 年 6 月份闲置运力占比提升至 8% 左右，有效支撑当期欧美航线运价。目前行业可用运力已经全部回归市场。20 年 12 月至 21 年 1 月闲置运力占比出现小幅上升，主要因为航商船舶被动停航（用

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

于维修、检查、养护等), 行业实际可用运力已基本全部释放, 截至 21 年 5 月, 闲置运力占比回落至 3.2%。另一方面, 港口通过能力下降加剧运力紧缺。2021 年 3 月一艘大型货轮在苏伊士运河搁浅, 短期内造成欧线运输受阻, 推升集运即期运价; 随着疏浚工作展开, 苏伊士运河拥堵影响逐渐消退, 但是 5 月下旬至 6 月初, 中国盐田港地区疫情复发, 盐田港通过能力下降至正常时期的 30%, 船队排队时间超过 2 周。截至 6 月底, 盐田港逐渐恢复正常生产能力, 但是前期积压货量仍需时间消化, 预计短期内行业运价仍持续上行。

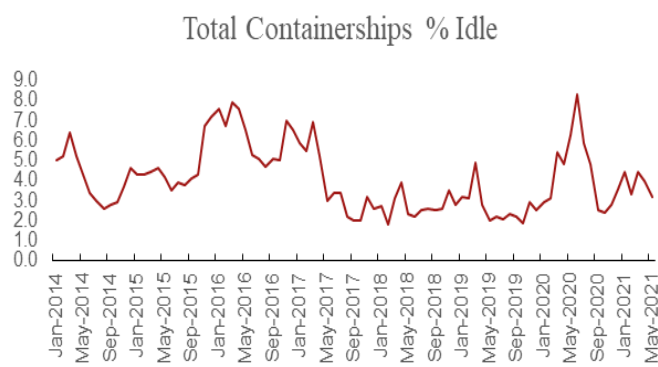
在手订单运力占比仍然较低, 并未出现大规模扩张趋势。17-18 年行业需求低迷, 在手订单占运力比例处于下降趋势。同时, 疫情下航商进行大规模扩张意愿不强, 截至 2020 年 11 月, 全行业在手订单运力占比达到历史最低值 8.7%。2020 年 11 月后, 部分航商为了正常经营需要以及替换老旧船舶, 考虑补充运力, 因此近期新船订单运力占比提升到 16% 以上。但是, 考虑到 2 年左右的造船周期, 2023 年以前集运行业供给仍将保持较低增速。据克拉克森预测, 2021 至 2022 年集装箱运力增速分别为 4.1%、2.3%。

图 43: 新船订单运力占比处于低位 (目前为 16%)



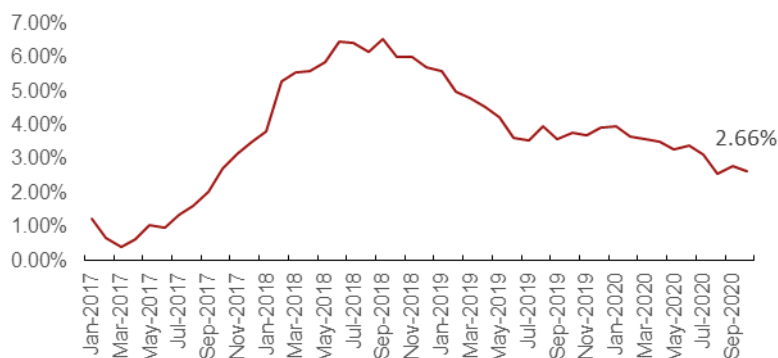
资料来源: Wind、招商证券

图 44: 闲置运力占比处于较低水平 (目前为 3.2%)



资料来源: Wind、招商证券

图 45: 集运运力月度同比增速保持低位



资料来源: Clarksons、招商证券

**投资建议: 重点推荐中远海控。**短期来看, 变异毒株的蔓延导致全球终端市场对于各类物资需求依然强劲, 另外盐田港拥堵对市场运力的负面影响仍然存在, 供不应求现象仍未缓解, 高运价持续性超此前预期。目前公司已经执行新协议运价, 全年业绩有望大幅上涨。中长期来看, 集运需求有长期支撑且竞争格局持续优化, 龙头公司对运力掌控能力增强, 在此情形下有望避免恶性价格战; 另外, 头部企业逐渐向高价值产业链延伸,

盈利能力和经营稳定性将持续增强，即使即期运价终将回落至理性水平，但公司盈利中枢仍有望出现较大抬升。

基于较高的行业景气度，我们预计公司 2021 年运量同比增速为 9.5%；由于公司自 4 月开始执行新合同运价，我们预计全年单箱收入同比增速为 64%，因此上调全年业绩为 710 亿元（公司业绩受即期市场运价波动影响明显，因此盈利弹性非常大）。从季度来看，Q2/Q3 或将为盈利高点，预计即期运价在 Q4 逐步回落。

总体来看，预计 21-23 年公司实现归母净利润 710/415/353 亿元，维持“强烈推荐-A”评级。

## 七、投资建议汇总

**交通运输行业总体投资策略：**全球疫情防控总体趋势向好，暑运旺季来临有望催化乐观情绪，推荐前期受疫情冲击明显的航空机场；另外，快递行业价格战趋缓，行业格局有望优化，看好快递龙头中长期的成长性；公路、铁路板块客运改善空间较大，中长期攻防兼备；集运行业供不应求的局面仍将持续至明年，运价中枢有望持续维持高位，看好龙头公司业绩弹性。

**投资策略组合：**顺丰控股、中远海控、南方航空、中国国航、春秋航空、华夏航空、吉祥航空、山东高速、京沪高铁。

**航空（推荐）：静待暑运复苏，中长期格局向好**

新冠疫情对全球航空业造成重大打击，但是随着疫苗接种比例逐步上升，国际航空出行需求有望更早地迎来拐点。从历史经验来看，航空业复苏将经历三阶段：巨亏——微利——盈利大幅增加，我们判断当前时点航空业正从第一阶段向第二阶段转变。中期来看，随着国内需求加快复苏，国际航线逐渐破冰，全球航空运力供给进入收缩，预计 2021-2022 年航空板块基本面实现大幅改善；同时在油价大幅上涨风险较低，人民币汇率进入中期升值通道的催化下，航空业复苏将向第三阶段转变，航空股将迎来全面反弹（PB 估值得到修复）。

**重点推荐中国国航（国际航线占比较大，需求逐步复苏）、低成本龙头春秋航空（精细化管理水平较高，需求复苏领跑行业）、吉祥航空（成本管控较优的全服务航司）、支线航空龙头华夏航空（运力购买模式使得业绩稳定性强，支线市场成长空间较大）。**

**机场（推荐）：国内客流同比基本回正，中长期仍具备突出流量价值**

从过往来看，机场拥有交运基础设施行业最好的赛道，护城河明显，抗风险能力强，且商业变现价值仍具备港口、公路等难以抗衡的优势。目前海外主流发达国家疫苗接种较为普遍，虽变异毒株致使群体免疫不及此前预期，但疫苗接种仍能较大程度控制重症的发生率，从长远看疫情得到控制是大概率事件，国际及地区客流也将随之恢复。同时，国内给予各大枢纽机场（地区枢纽、国际枢纽）极大的政策端支持，改扩建的规划给予中长期较大的成长空间。我们判断 2021 年开始业绩环比改善确定性高，**重点关注上海机场、白云机场。上海机场**具备国内机场最佳的口岸价值，其商业模式成熟度、流量变现能力均在业务处于龙头地位。市场担忧的国际客流受挫、免税合同修订情况对其不利，上杉虎负面因素致使股价跌入低位，但短期冲击终将过去。近期公司公告将收购虹桥机

场，有利于实现上海地区航空资源的最大化利用，助推盈利规模进一步提升。白云机场中长期受益粤港澳大湾区对其成长为国际航空枢纽机场的有力支撑，而免税业务具有较大成长空间，当前客流、飞机起降架次在国内机场中恢复速度处于首位。

#### 快递（推荐）：龙头分化加剧，价格竞争即将迎来拐点

当前行业正向寡头垄断格局迈进，行业监管政策的出台使得价格战拐点更快到来。中期来看，电商快递展现出的韧性屡超预期，随着下沉市场人均网购频次的较快增长，预计 2021/2022 年全行业快递单量增速仍保持 20% 以上。长期来看，B 端物流是广阔的蓝海市场，大物流领域多种模式有望共同发展。重点推荐龙头企业顺丰控股，随着下半年时效件业务增速回升、四网融通逐步推进，预计下半年业绩改善较为明显。积极关注成本管控较优的中通快递和韵达股份。

#### 公路（推荐）：板块估值处于历史低位，优选行业龙头

疫情冲击使板块估值回落较大，由 1.0xPB 回落到当前 0.82x，对应历史分位 0.2% 的绝对低位。疫情叠加免费通行政策对板块仅仅是短期冲击，对长期现金流贴现价值影响较小，且政策补偿确会体现在板块内在价值上，整体的投资价值并未遭遇大幅变动。因此，板块估值存在向上修复的合理性。另一方面，高速公路行业虽受宏观经济影响，但车流量总体而言波动较小，且收费标准因行政化管控相对固定，而成本、费用端较为刚性，造成其盈利能力具备较强的稳定性。在当前内外环境皆存在一定不确定性的背景下，板块盈利的稳定性将凸显其防御价值。首推核心路产改扩建投产，基本面重新步入上行周期的山东高速，其估值水平在行业中相对较低，且高分红政策、员工持股计划等措施较大程度稳定市场预期，兼具攻防性。

#### 铁路（推荐）：客运改善空间大，长期兼具稳定性及成长性

相较于铁路货运，客运受疫情冲击更强烈，但随之而来边际改善的空间也更大。长期来看，铁路行业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用相对较高的估值进行反馈，可关注相关的资本运作可能。首推优质线路京沪高铁，短期客流和车次恢复带来的业绩改善确定性高，票价浮动制改革后总体利好收入提速，中长期看业绩及现金流兼具稳定性及成长性。

#### 集运（推荐）：景气度持续，运价有望创新高

重点推荐中远海控。短期来看，变异毒株的蔓延导致全球终端市场对于各类物资需求依然强劲，另外盐田港拥堵对市场运力的负面影响仍然存在，供不应求现象仍未缓解，高运价持续性超此前预期。目前公司已经执行新协议运价，全年业绩有望大幅上涨。中长期来看，集运需求有长期支撑且竞争格局持续优化，龙头公司对运力掌控能力增强，在此情形下有望避免恶性价格战；另外，头部企业逐渐向高价值产业链延伸，盈利能力和经营稳定性将持续增强，即使即期运价终将回落至理性水平，但公司盈利中枢仍有望出现较大抬升。

基于较高的行业景气度，我们预计公司 2021 年运量同比增速为 9.5%；由于公司自 4 月开始执行新合同运价，我们预计全年单箱收入同比增速为 64%，因此上调全年业绩为 710 亿元（公司业绩受即期市场运价波动影响明显，因此盈利弹性非常大）。从季度来看，Q2/Q3 或将为盈利高点，预计即期运价在 Q4 逐步回落。总体来看，预计 21-23 年公司实现归母净利润 710/415/353 亿元，维持“强烈推荐-A”评级。



## 八、风险提示

**宏观经济超预期下滑：**交运行业发展与宏观经济发展联系密切，如果宏观经济持续下滑，势必影响大多数公司经营业绩。

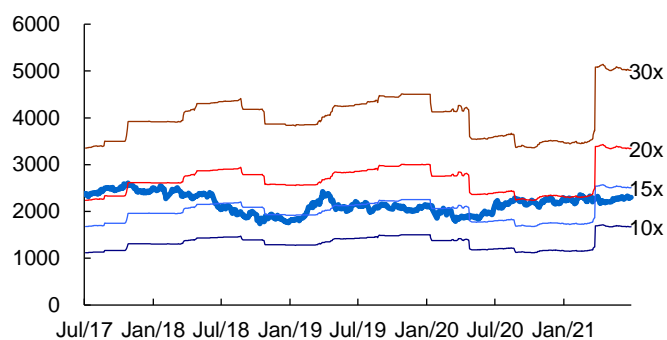
**油价大涨、人民币汇率贬值：**油价上涨将加剧航空公司燃油成本，人民币贬值将造成航空公司汇兑损失，都将显著拖累业绩。

**疫情扩散超预期：**如果疫情扩散超预期，那么交运板块的众多行业都将继续受到冲击，业绩将出现明显下降。

**快递公司价格战超预期恶化：**价格战将侵蚀网点利润，如果程度加深或者时间拉长，网点亏损将显著拖累总部利润。

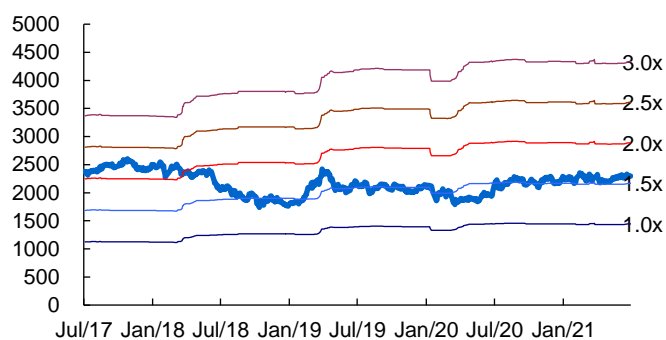
**疫苗研制不及预期：**当前疫苗是否能够大规模成功上市仍存在不确定性，如果疫苗研制不及预期，可能对交运行业板块估值造成一定冲击。

图 46：交通运输行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 47：交通运输行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券



## 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。

**王西典：**上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 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。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>