

交通运输行业 2021 年中期策略： 风雨之后，飞越彩虹

推荐 (维持)

2021 年 06 月 16 日

重点公司 EPS 预测

| 重点公司 | 21E | 22E | 评级 |
|------|------|------|------|
| 春秋航空 | 0.93 | 2.09 | 买入 |
| 吉祥航空 | 0.22 | 0.99 | 买入 |
| 顺丰控股 | 1.48 | 1.85 | 审慎增持 |
| 韵达股份 | 0.59 | 0.69 | 审慎增持 |
| 京沪高铁 | 0.23 | 0.25 | 审慎增持 |
| 招商公路 | 0.81 | 0.90 | 买入 |
| 中远海控 | 2.45 | 1.15 | 审慎增持 |

来源：兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《交通运输行业周报（6.6-6.13）：端午假期开始，全国旅客发送量环比快速增长》

《交通运输行业周报（5.30-6.5）：天府机场投产，时刻释放周期将开启》

《交通运输行业周报（5.23-5.29）：南航 A380 重回京广航线，行业闲置率拐点临近》

分析师：

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

王春环

S0190515060003

吉理

S0190516070003

孙修远

S0190518070002

郭军

S0190520070006

投资要点

- **快递物流：顺丰产能扩张建立长期壁垒，电商快递利者为王。** 高端电商需求高增长的仍会持续，短期监管加强有利于龙头公司盈利恢复。贸易电商化、物流快递化的趋势愈发明显，带来最大的变化是物流需求越来越小批量碎片化、个性化，即快递越来越强调服务。虽然电商快递竞争正酣，但是优秀公司脱颖而出一定是在价格和服务中找到好的平衡点。电商快递领域处于龙头厮杀的最后阶段，“剩者为王”或将越来越近。高端服务领域的顺丰正通过品牌、资本开支构建长期壁垒，有望向超级平台进阶。顺丰控股在中距、长距快递优势明显，时效件边界扩张，成本端持续改善，有望独占高端快递红利。自主可控的国际国内运输网络在疫情间的华为事件后，显得尤为重要。一季度业绩波动是多重因素共振结果，具有一定偶然性，我们预计二季度随着公司投资节奏调整、临时外协成本回归常态，盈利会明显边际改善。长期战略上，依赖丰富的产品线和浓厚的科技文化，公司致力于成为独立第三方行业解决方案的数据科技服务公司，战略定位引领行业，有望发展成为科技型企业。业务上，公司竞争壁垒高，高毛利时效件业务市场地位稳固，直营网络和航空资源难以复制，鄂州机场将改变行业和公司格局。股价已经充分体现了公司短期扩产能带来的盈利压力。未来市场有望重新关注公司长期发展空间和竞争壁垒。
- **航空机场：国内出行正常化，需求和盈利有望持续复苏。** 国内出行需求快速恢复，当前国内航线需求已经基本实现正常化，同时随着国内和欧美主要国家疫苗接种的快速推进和免疫屏障建立，国际航线需求有望逐步恢复。航空作为高端可选消费+财富效应需求高弹性的属性不会发生改变，航空因私需求只会后置不会消失；而未来几年航企运力增速总体下降，供需剪刀差即将到来，预计 2021 年 2-3 季度将迎来行业盈利拐点，下一轮航空高景气周期已经吹响号角。从 2008-2019 年美国航空大周期经验来看，股价比盈利先行，盈利比需求先行（2009 年股价启动，2010 年盈利启动，开启了 10 年高景气，但需求 2012 年才恢复至 2008 年水平），供给出清+结构优化成关键。从当前时点到国庆假期结束或将是航空数据环比持续超预期的阶段，短期疫情反复是加仓良机，建议二三季度增配航空板块，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。继续强烈推荐国内复苏受益的春秋航空、吉祥航空、华夏航空，建议关注业绩拐点逐步显现的南方航空、中国国航、中国东航。
- **公路铁路：业绩确定性强，承诺高分红，推荐稳健类债资产。** 高速公路、铁路资产稳健性凸显，业绩成长及确定性较高。同时近几年，高速公路及铁路板块上市公司更加注重投资人回报，多家公司发布股东回报计划，大幅提高分红比例以及承诺未来几年高分红政策，给投资人带来确定性的高股息回报。建议关注业绩确定性强、弹性较大的招商公路；业绩出现向上拐点、股息率较高的山东高速；高派息政策，业绩稳定增长的宁沪高速。
- **航运港口：集运市场高度景气，持续时间超预期。** 短期来看，2021 年上半年集运需求旺盛，且疫情反复使得行业有效供给持续受限，3 月底苏伊士运河搁浅事件又使得 4-5 月行业的有效供给进一步受限，集运市场高度景气。若海外疫情得到有效控制，供应链逐步恢复正常，运价水平或将难以维持，届时市场有回调的压力。中长期，集运行业市场集中度提升带来市场结构改善，此轮海外疫情导致的行业有效供给受限也凸显了集运行业的重要性。若新船订单能够保持在理性水平且全球贸易需求维持正常，集运行业的盈利中枢有望较疫情前明显提升，投资者可关注中远海控。油运市场，短期来看受 2021 年上半年 OPEC 维持减产影响，市场极度低迷，若下半年 OPEC 原油产量能够逐步恢复，市场有望低位回升；中长期来看，供给端优化空间较大，新船订单处于历史低位，而潜在可拆解的老旧船舶较多，市场有望重新向上，投资者可关注中远海能、招商轮船。
- **投资建议：顺丰控股长期壁垒明显，高毛利时效件业务市场地位稳固，直营网络和航空资源难以复制，鄂州机场或将改变行业和公司格局，下半年有望迎来需求恢复、分拆上市、成本改善等多重催化，当前时点是配置良机。短期疫情反复不改变国内客货运需求回升趋势，继续推荐高铁和航空板块强复苏标的（京沪高铁、春秋航空、吉祥航空、华夏航空）。集运市场高度景气，持续时间超预期，集运行业的盈利中枢有望较疫情前明显提升，投资者可关注中远海控。经济增速下行，高速公路稳健性凸显，业绩成长及确定性角度推荐招商公路、山东高速、宁沪高速。**

风险提示：汇率、油价大幅波动，疫情冲击后需求恢复速度低于预期，电商增速下滑，全球经济及贸易形势恶化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

| | |
|---|--------|
| 一、快递物流：激战正酣，但拐点隐约可见 | - 7 - |
| 1.1、激励的价格战不改行业集中度提升趋势 | - 7 - |
| 1.2、资本开支继续助力行业成本下行 | - 10 - |
| 1.3、行业走势判断：上游多极化、价格战迎第一拐点、多元化初见端倪 | - 17 - |
| 1.4、行业趋势判断 | - 19 - |
| 1.5、各公司经营财务数据摘要 | - 20 - |
| 二、航空机场：航空景气周期如何演绎 | - 30 - |
| 2.1、航空：需求进入持续上升通道，静待行业供需反转 | - 30 - |
| 2.2、机场：国内客流大幅增长，看好枢纽机场长期价值 | - 46 - |
| 三、公路铁路：继续推荐高股息品种 | - 58 - |
| 3.1、公路行业 2021 年 1-4 月运营情况 | - 58 - |
| 3.2、公路行业重点公司：招商公路、山东高速 | - 59 - |
| 3.3、铁路行业 2021 年 1-4 月运营情况回顾 | - 67 - |
| 3.4、铁路行业重点公司：京沪高铁 | - 68 - |
| 3.5、投资策略：继续推荐高股息标的 | - 70 - |
| 四、航运行业：集运市场高度景气，持续时间超预期 | - 70 - |
| 4.1、集运行业：市场高度景气，持续时间超预期 | - 70 - |
| 4.2、油运行业：市场极度低迷，复苏有待原油产量恢复 | - 76 - |
| 4.3、投资建议 | - 80 - |
| 五、重点公司分析 | - 81 - |

| | |
|---|--------|
| 图表 1、2020 年主要城市快递业务数据 | - 7 - |
| 图表 2、2020 年各快递企业各区域营收占比比较 | - 8 - |
| 图表 3、2020 年各快递企业各区域营收增速 | - 8 - |
| 图表 4、顺丰较通达系龙头各省装载率优势 | - 8 - |
| 图表 5、快递行业龙头企业份额集中趋势（亿件） | - 9 - |
| 图表 6、快递行业龙头企业份额集中趋势（续，亿件） | - 10 - |
| 图表 7、快递企业前五大客户（加盟商）营收占比情况比较（%） | - 10 - |
| 图表 8、主要快递公司资本开支比较（单位：亿元） | - 11 - |
| 图表 9、主要快递公司固定资产余额比较 | - 12 - |
| 图表 10、近期各快递企业最新网络强度比较 | - 13 - |
| 图表 11、顺丰网络强度变化 | - 13 - |
| 图表 12、顺丰网络强度变化（续） | - 14 - |
| 图表 13、2014-2020 年单件扣非归母净利润增速 | - 14 - |
| 图表 14、2014-2020 年单件快递相关收入增速 | - 15 - |
| 图表 15、2013-2020 年单件面单转运成本（元） | - 15 - |
| 图表 16、2014-2020 年单件毛利（元） | - 16 - |
| 图表 17、主要快递公司收入成本拆分 | - 16 - |
| 图表 18、主要快递公司收入成本拆分（续） | - 17 - |
| 图表 19、2020 年中国电商各平台市场占有率测算 | - 18 - |
| 图表 20、阿里对快递业务量的贡献（未考虑刷单、退单） | - 18 - |
| 图表 21、物流领域多元化方向 | - 19 - |
| 图表 22、通达系快递企业多元化主要方式 | - 19 - |
| 图表 23、2014 年-21Q1 顺丰业务量和扣非归母净利润增速 | - 20 - |
| 图表 24、2015 年-21Q1 中通业务量和调整后净利润增速 | - 20 - |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

| | |
|---|--------|
| 图表 25、2013 年-21Q1 顺丰快递业务毛利率和扣非归母净利润率 | - 21 - |
| 图表 26、2014 年-21Q1 中通快递业务毛利率和调整后的净利润率 | - 21 - |
| 图表 27、2014 年-21Q1 韵达业务量和扣非归母净利润增速 | - 21 - |
| 图表 28、2014 年-21Q1 圆通业务量和扣非归母净利润增速 | - 22 - |
| 图表 29、2013 年-21Q1 韵达快递业务毛利率和扣非归母净利润率 | - 22 - |
| 图表 30、2013 年-21Q1 圆通快递业务毛利率和扣非归母净利润率 | - 22 - |
| 图表 31、2014 年-21Q1 申通业务量和扣非归母净利润增速 | - 23 - |
| 图表 32、2014-2020 年百世业务量增速 | - 23 - |
| 图表 33、2013 年-21Q1 申通快递业务毛利率和扣非归母净利润率 | - 23 - |
| 图表 34、2014-2020 年百世快递业务毛利率和调整后的净利润率 | - 24 - |
| 图表 35、顺丰控股（002352）主要财务指标 | - 24 - |
| 图表 36、中通快递（ZTO.N）主要财务指标 | - 25 - |
| 图表 37、韵达股份（002120）主要财务指标 | - 26 - |
| 图表 38、圆通速递（600233）主要财务指标 | - 27 - |
| 图表 39、申通快递（002468）主要财务指标 | - 28 - |
| 图表 40、百世集团（BEST.N）主要财务指标 | - 29 - |
| 图表 41、盈利预测与估值表 | - 29 - |
| 图表 42、东方航空季度股价波动和业绩方向基本一致 | - 30 - |
| 图表 43、东方航空季度相对收益波动和业绩方向基本一致 | - 30 - |
| 图表 44、南方航空季度股价波动和业绩方向基本一致 | - 31 - |
| 图表 45、南方航空季度相对收益波动和业绩方向基本一致 | - 31 - |
| 图表 46、中国国航航空季度股价波动和业绩方向基本一致 | - 31 - |
| 图表 47、中国国航季度相对收益波动和业绩方向基本一致 | - 31 - |
| 图表 48、2001-2020 年三大航股价走势 | - 32 - |
| 图表 49、03 年 7 月客流同比转正 | - 33 - |
| 图表 50、非典冲击后油价恢复上涨，04Q2 恢复到非典前水平 | - 33 - |
| 图表 51、非典后股价上涨主要集中在 03Q4 和 04Q1 | - 33 - |
| 图表 52、2003 年 3 季度东航恢复盈利 | - 33 - |
| 图表 53、2003-2004 年主要指标季度表现 | - 34 - |
| 图表 54、2005 年-2007 年宏观经济和民航需求持续高速增长（%） | - 35 - |
| 图表 55、2007 年行业客座率加速提升 | - 35 - |
| 图表 56、2006 年-2007 年东航客公里收益持续提升 | - 35 - |
| 图表 57、2006-2007 年东航毛利率持续增长 | - 35 - |
| 图表 58、2017 年东航净利润同比大幅改善 | - 35 - |
| 图表 59、2007 年航空公司股价大幅上涨 | - 35 - |
| 图表 60、国内航空煤油出厂价调整相对滞后 | - 36 - |
| 图表 61、05 年汇改后人民币大幅升值 | - 36 - |
| 图表 62、2006-2007 年主要指标季度表现 | - 36 - |
| 图表 63、民航总客流量仅 08 年 Q3 同比小幅下滑（亿人次） | - 37 - |
| 图表 64、国际客流 09 年 Q3 同比止跌回升，10 年 Q1 恢复到 07 危机前水平（万人次） | - 37 - |
| 图表 65、10 年初行业客座率恢复至 07 年旺季水平，全年客座率大幅上涨 | - 37 - |
| 图表 66、国内票价指数 09 年 Q4 恢复至 07 年水平，10 年大幅上涨 | - 37 - |
| 图表 67、国际（不含亚洲）票价指数 09 年 Q3 恢复至 07 年水平，10 年大幅上涨 | - 38 - |
| 图表 68、需求恢复过程中油价和毛利率同时提升 | - 38 - |
| 图表 69、09 年恢复盈利，10 年利润创新高 | - 38 - |
| 图表 70、05 年汇改后人民币大幅升值 | - 38 - |
| 图表 71、2009-2010 年主要指标季度表现 | - 39 - |
| 图表 72、14 年中国际油价大幅下降 | - 40 - |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

| | |
|---|--------|
| 图表 73、油价下降，航空公司毛利水平持续提升 | - 40 - |
| 图表 74、2014 年四季度以后需求增速提升 | - 40 - |
| 图表 75、2014 年四季度以后行业客座率提升 | - 40 - |
| 图表 76、14 年 Q4 开始业绩同比改善 | - 40 - |
| 图表 77、本轮上涨从 14 年中启动 | - 40 - |
| 图表 78、2014-2015 年主要指标季度表现 | - 41 - |
| 图表 79、2017 年国际需求降速、国内航线拉动总需求持续较快增长 | - 42 - |
| 图表 80、上半年行业客座率显著提升 | - 42 - |
| 图表 81、2017 年上半年国内需求增长提速 | - 42 - |
| 图表 82、17 年油价同比上涨、毛利率下滑 | - 42 - |
| 图表 83、2017 年上半年国内需求增长提速 | - 42 - |
| 图表 84、本轮上涨从 17 年初启动 | - 42 - |
| 图表 85、2014-2015 年主要指标季度表现 | - 43 - |
| 图表 86、油价与航空股超额收益波动方向相反 | - 44 - |
| 图表 87、汇率与航空股超额收益波动方向相反 | - 44 - |
| 图表 88、民航航班班次（架次） | - 45 - |
| 图表 89、民航飞机利用率 | - 45 - |
| 图表 90、每日新增确诊病例（人） | - 46 - |
| 图表 91、主要国家和地区至少接种一针疫苗人口占比 | - 46 - |
| 图表 92、主要疫苗有效率数据 | - 46 - |
| 图表 93、首都机场国内客流情况 | - 47 - |
| 图表 94、首都机场国际客流情况 | - 47 - |
| 图表 95、上海机场国内客流情况 | - 47 - |
| 图表 96、上海机场国际客流情况 | - 47 - |
| 图表 97、广州机场国内客流情况 | - 47 - |
| 图表 98、广州机场国际客流情况 | - 47 - |
| 图表 99、深圳机场国内客流情况 | - 48 - |
| 图表 100、深圳机场国际客流情况 | - 48 - |
| 图表 101、客流低于 2019 年 80% 情况下上海机场月实收费用计算 | - 49 - |
| 图表 102、客流超过 2019 年 80% 情况下机场年保底销售提成 | - 49 - |
| 图表 103、21-25 年机场提成测算（亿元） | - 49 - |
| 图表 104、客流在 19 年 80% 以上的情况下上海机场免税提成测算（亿元） | - 50 - |
| 图表 105、对上海机场客流情况的模拟测算 | - 50 - |
| 图表 106、2022-2025 年客流和机场提成收入对应表（在中性客流恢复情况） | - 51 - |
| 图表 107、近年来韩国政府多次增加免税牌照数量 | - 52 - |
| 图表 108、韩国市内店销售额占比超 80% | - 53 - |
| 图表 109、韩国仁川机场免税销售额 7 年复合增长 5% | - 53 - |
| 图表 110、王权集团主要子公司运营范围 | - 54 - |
| 图表 111、泰国王权集团下免税店分布 | - 55 - |
| 图表 112、2013-2019 年泰国主要机场国际旅客增长情况 | - 56 - |
| 图表 113、2013-2019 年王权免税销售收入增长情况 | - 56 - |
| 图表 114、2013-2019 年泰国入境国际旅客数 | - 56 - |
| 图表 115、2013-2019 年王权国际销售收入增长情况 | - 56 - |
| 图表 116、出入境免税机场店与市内店比较 | - 57 - |
| 图表 117、全球免税及旅游零售渠道中机场占比五成 | - 57 - |
| 图表 118、亚太免税及旅游零售渠道中机场占比近六成 | - 57 - |
| 图表 119、主要国际机场扣点水平 | - 57 - |
| 图表 120、公路单月客运量情况（亿人次） | - 58 - |
| 图表 121、公路单月货运量情况（亿吨） | - 58 - |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

| | |
|------------------------------------|--------|
| 图表 122、公路单月旅客周转量情况 (亿人公里) | - 59 - |
| 图表 123、公路单月货运周转量情况 (亿吨公里) | - 59 - |
| 图表 124、2021 年春运期间全国高速公路网车流量 | - 59 - |
| 图表 125、高速公路行业单季度归母净利润 (亿元) | - 59 - |
| 图表 126、招商公路控股路桥项目 | - 60 - |
| 图表 127、招商公路主要参股公路上市公司情况 | - 61 - |
| 图表 128、16-20 公司营业收入 (亿元) | - 62 - |
| 图表 129、16-20 公司归母净利润及增速 (亿元) | - 62 - |
| 图表 130、招商公路收入拆分预测 | - 63 - |
| 图表 131、山东高速主要收费公路及桥梁资产 | - 64 - |
| 图表 132、16-20 山东高速营业收入拆分 (亿元) | - 65 - |
| 图表 133、16-20 山东高速归母净利润及增速 (亿元) | - 65 - |
| 图表 134、2015-2020 年山东高速投资收益 (亿元) | - 65 - |
| 图表 135、近年主要已处置资产情况 (亿元) | - 65 - |
| 图表 136、济青高速改扩建影响预测 | - 66 - |
| 图表 137、山东高速近 10 年每股派息及分红率 | - 66 - |
| 图表 138、宣告提升分红率后的公司股价走势图 | - 66 - |
| 图表 139、铁路单月客运量情况 (亿人次) | - 67 - |
| 图表 140、铁路单月货运量情况 (亿吨) | - 67 - |
| 图表 141、铁路单月旅客周转量情况 (亿人公里) | - 67 - |
| 图表 142、铁路单月货运周转量情况 (亿吨公里) | - 67 - |
| 图表 143、春运期间铁路发送旅客量 (万人次) | - 68 - |
| 图表 144、春运期间公路发送旅客量 (万人次) | - 68 - |
| 图表 145、京沪高铁价改影响测算 | - 69 - |
| 图表 146、主要公司估值表 | - 70 - |
| 图表 147、CCFI 综合指数走势 (点) | - 71 - |
| 图表 148、CCFI 欧美线运价指数走势 (点) | - 71 - |
| 图表 149、CCFI 综合指数月度均值 (点) | - 71 - |
| 图表 150、CCFI 欧线运价指数月度均值 (点) | - 71 - |
| 图表 151、CCFI 美西线运价指数月度均值 (点) | - 72 - |
| 图表 152、CCFI 美东线运价指数月度均值 (点) | - 72 - |
| 图表 153、中国外贸出口额及增速 (亿美元) | - 72 - |
| 图表 154、韩国外贸出口额及增速 (亿美元) | - 72 - |
| 图表 155、中国台湾外贸出口额及增速 (亿美元) | - 73 - |
| 图表 156、日本外贸出口额及增速 (亿日元) | - 73 - |
| 图表 157、远东至欧洲航线运量及增速 (万 TEU) | - 73 - |
| 图表 158、远东至北美航线运量及增速 (万 TEU) | - 73 - |
| 图表 159、集装箱船闲置率 (%) | - 74 - |
| 图表 160、集装箱船交船量及拆解量 (万 TEU) | - 74 - |
| 图表 161、集装箱船新签订单及存量订单占运力比例 (万 TEU) | - 75 - |
| 图表 162、集运市场供求预测表 (2021.6) | - 76 - |
| 图表 163、VLCC 中东-中国航线租金走势 (万美元/天) | - 77 - |
| 图表 164、VLCC 中东-中国航线租金月度均值 (万美元/天) | - 77 - |
| 图表 165、布伦特原油价格 (美元/桶) | - 77 - |
| 图表 166、OPEC 原油产量 (千桶/天) | - 77 - |
| 图表 167、美国周度原油出口量 (万桶/天) | - 78 - |
| 图表 168、中国原油进口量及增速 (万吨) | - 78 - |
| 图表 169、VLCC 交船量及拆解量 (万 DWT) | - 78 - |
| 图表 170、VLCC 新签订单及存量订单占运力比例 (万 DWT) | - 79 - |
| 图表 171、油运 VLCC 市场供求预测表 (2021.6) | - 80 - |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

| | |
|-------------------------------------|--------|
| 图表 172、重点公司估值表（2021.6.15） | - 81 - |
| 图表 173、重点公司盈利预测与估值表（6 月 15 日） | - 82 - |

报告正文

一、快递物流：激战正酣，但拐点隐约可见

1.1、激励的价格战不改行业集中度提升趋势

● 1.1.1、需求分布极不平衡是电商快递价格战停不下来的根本原因

不同于一般意义上的网络型系统（电商、航空等等），电商快递行业中**存在独特的“产粮区”概念，即少数几个区域把持了绝大多数流量**；这带来的结果是，行业参与者只要在这少数几个地方降价，就能带来全网业务量的显著上升，对于需要规模摊低成本的快递企业来说，这是个“划算的交易”。（极兔快递能快速崛起就是非常好的印证，据了解目前极兔已经是义乌市场份额最高的快递企业）。业务量前 10 大城市合计占全国比例为 48%，是各大快递企业争抢业务量的重点目标市场。

2020 年金华（义乌）快递单价 3 元/件，是产粮区纯电商件的最低价格，而且在快速降价，形成了虹吸效应。广州、深圳、上海单价较高，因为国际快递、快递总部收入占比较高。顺丰的网络平衡度和分散度相比电商快递要好很多。

图表 1、2020 年主要城市快递业务数据

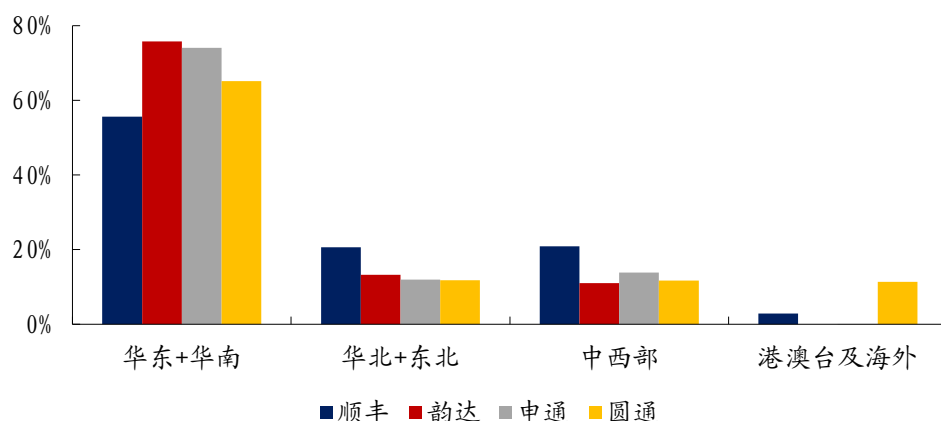
| 2020 年 | 业务量（亿件） | 占全国份额 | 业务量同比 | 单价（元/件） | 单价同比 |
|------------------|---------|---------------|--------|---------|---------|
| 金华（义乌）市 | 90.11 | 10.81% | 52.14% | 3.15 | -16.99% |
| 广州市 | 76.16 | 9.14% | 19.99% | 9.11 | -8.98% |
| 深圳市 | 53.72 | 6.45% | 27.41% | 12.23 | -8.11% |
| 上海市 | 33.63 | 4.03% | 7.34% | 42.46 | 3.23% |
| 杭州市 | 30.01 | 3.60% | 12.95% | 12.23 | -0.58% |
| 北京市 | 23.82 | 2.86% | 4.16% | 13.90 | -6.24% |
| 揭阳市 | 23.47 | 2.82% | 61.76% | 5.88 | -18.14% |
| 东莞市 | 21.17 | 2.54% | 29.86% | 11.82 | -7.14% |
| 苏州市 | 21.02 | 2.52% | 21.38% | 11.15 | -10.95% |
| 泉州市 | 17.18 | 2.06% | 41.19% | 6.67 | -15.09% |
| TOP 10 | | 46.82% | | | |
| 成都市 | 14.32 | 1.72% | 13.70% | 9.73 | -10.68% |
| 汕头市 | 14.21 | 1.71% | 69.58% | 5.83 | -7.69% |
| 温州市 | 13.59 | 1.63% | 25.25% | 6.33 | -8.22% |
| 宁波市 | 11.52 | 1.38% | 19.91% | 9.69 | -6.98% |
| 石家庄市 | 11.35 | 1.36% | 65.59% | 7.72 | -22.67% |
| 郑州市 | 11.00 | 1.32% | 33.67% | 9.37 | -13.63% |
| 武汉市 | 10.99 | 1.32% | -2.74% | 10.02 | -1.38% |
| 台州市 | 10.94 | 1.31% | 32.62% | 5.26 | -1.63% |
| 嘉兴市 | 9.61 | 1.15% | 33.65% | 7.90 | -12.95% |
| 佛山市 | 9.55 | 1.15% | 38.12% | 12.81 | -6.23% |
| TOP 11-20 | | 14.05% | | | |

数据来源：国家邮政局，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

图表 2、2020 年各快递企业各区域营收占比比较



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，韵达 2019H1 口径变化，将派费计入收入，圆通营收含货代业务

图表 3、2020 年各快递企业各区域营收增速

| 顺丰 | | 韵达* | | 申通 | | 圆通* | |
|----|--------|-----|---------|----|---------|-----|--------|
| 华东 | 32.10% | 东北 | -60.90% | 华东 | -12.58% | 华东 | 7.21% |
| 华南 | 53.84% | 华北 | 7.29% | 华南 | -1.91% | 华南 | -2.54% |
| 华北 | 28.13% | 华东 | 12.29% | 华北 | 2.81% | 华北 | 16.41% |
| 中南 | 34.94% | 华南 | -27.27% | 华中 | -9.91% | 华中 | 9.67% |
| 华西 | 35.61% | 华中 | -8.83% | 西南 | 5.04% | 西南 | 9.87% |
| 港澳 | 23.25% | 西北 | 5.52% | 东北 | 2.81% | 东北 | 17.96% |
| 海外 | 25.85% | 西南 | 4.99% | 西北 | 12.50% | 西北 | 0.77% |
| | | | | 国外 | 80.67% | 港澳台 | 45.98% |
| | | | | | | 海外 | 7.83% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，韵达 2019H1 口径变化，将派费计入收入，圆通营收含货代业务

图表 4、顺丰较通达系龙头各省装载率优势

| 省份 | 装载率优势 | 省份 | 装载率优势 |
|-----|---------|----|---------|
| 北京 | 5.60% | 河南 | -14.33% |
| 上海 | 7.92% | 湖北 | 32.53% |
| 天津 | 8.73% | 湖南 | 2.63% |
| 重庆 | 23.92% | 广东 | 4.08% |
| 河北 | 9.74% | 广西 | 6.89% |
| 山西 | 12.07% | 海南 | 38.87% |
| 内蒙古 | 7.49% | 四川 | 32.44% |
| 辽宁 | 49.04% | 贵州 | 32.26% |
| 吉林 | 30.04% | 云南 | 23.03% |
| 黑龙江 | 18.25% | 西藏 | 40.52% |
| 江苏 | -18.60% | 陕西 | -4.00% |
| 浙江 | 15.65% | 甘肃 | 38.32% |
| 安徽 | -4.67% | 青海 | 28.71% |
| 福建 | 12.75% | 宁夏 | 18.13% |
| 江西 | -3.42% | 新疆 | 21.11% |
| 山东 | 0.50% | | |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

● 1.1.2、激烈竞争不改龙头企业集中度提升趋势

快递行业 2020 年维持高速增长，价格竞争激烈，21Q1 低基数下迎来高增长。2020 年规模以上快递业务收入 8795.4 亿元，同比增长 17.30%，业务量 833.58 亿件，同比增长 31.22%。2020Q1-Q4 规模以上业务收入同比增速分别为-0.58%、23.52%、21.37%、21.09%，业务量同比增速分别为 3.16%、36.75%、37.87%、38.73%。21Q1 规模以上业务收入 2237.7 亿元，同比增长 45.87%，业务量 219.31 亿件，同比增长 75.02%。

异地件 2020 年疫情缓和后，业务量快速增长，但价格竞争激烈，2021Q1 延续高速增长态势，价格竞争环比改善。2020 年异地件收入增速 14.85%，业务量增速 35.87%，均价增速-15.47%。2020Q1-Q4 异地件收入同比增速分别为-0.77%、18.01%、16.88%、21.27%，业务量同比增速分别为 5.50%、39.28%、42.14%、46.13%，均价同比增速分别为-5.95%、-15.28%、-17.77%、-17.01%。2021Q1 异地件收入增速 43.62%，业务量增速 85.99%，均价增速-22.78%。

但竞争并未改变行业排名及龙头份额不断提升的趋势，证明快递行业龙头历史优势积累的壁垒仍然非常牢固。

图表 5、快递行业龙头企业份额集中趋势（亿件）

| 企业 | 项目 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020Q1 |
|-----|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 中通 | 业务量 | 18 | 30 | 45 | 62 | 85 | 121 | 24 |
| | 增速 | | 62.2% | 52.7% | 38.0% | 37.0% | 42.2% | 4.9% |
| | 市场份额 | 13.0% | 14.3% | 14.4% | 15.5% | 16.8% | 19.1% | 19.0% |
| 韵达 | 业务量 | 16 | 21 | 32 | 47 | 70 | 100 | 19 |
| | 增速 | 36.5% | 35.9% | 50.8% | 46.9% | 48.1% | 43.4% | 7.1% |
| | 市场份额 | 11.2% | 10.3% | 10.3% | 11.8% | 13.8% | 15.8% | 15.2% |
| 圆通 | 业务量 | 19 | 30 | 45 | 51 | 67 | 91 | 17 |
| | 增速 | 44.7% | 63.2% | 47.1% | 13.5% | 31.7% | 36.7% | 0.5% |
| | 市场份额 | 13.3% | 14.7% | 14.3% | 12.6% | 13.2% | 14.3% | 13.3% |
| 百世 | 业务量 | 7 | 14 | 22 | 38 | 55 | 76 | 13 |
| | 增速 | 128.2% | 90.6% | 54.4% | 74.1% | 45.0% | 38.5% | -1.9% |
| | 市场份额 | 5.3% | 6.8% | 6.9% | 9.4% | 10.8% | 11.9% | 10.5% |
| 申通 | 业务量 | 23 | 26 | 33 | 39 | 51 | 74 | 11 |
| | 增速 | 56.6% | 11.3% | 26.9% | 19.6% | 31.1% | 44.2% | -12.4% |
| | 市场份额 | 16.5% | 12.4% | 10.4% | 9.7% | 10.1% | 11.6% | 8.9% |
| 顺丰 | 业务量 | 16 | 20 | 26 | 31 | 39 | 48 | 17 |
| | 增速 | 46.8% | 22.3% | 31.0% | 18.3% | 26.8% | 25.1% | 77.1% |
| | 市场份额 | 11.5% | 9.5% | 8.2% | 7.6% | 7.6% | 7.6% | 13.7% |
| 行业 | 业务量 | 140 | 207 | 313 | 401 | 507 | 635 | 125 |
| | 增速 | 51.9% | 48.1% | 51.3% | 28.1% | 26.6% | 25.3% | 3.2% |
| CR4 | | 54.4% | 51.7% | 49.3% | 49.7% | 54.6% | 61.1% | 61.2% |
| CR6 | | 71.0% | 68.0% | 64.5% | 66.7% | 72.4% | 80.4% | 80.7% |

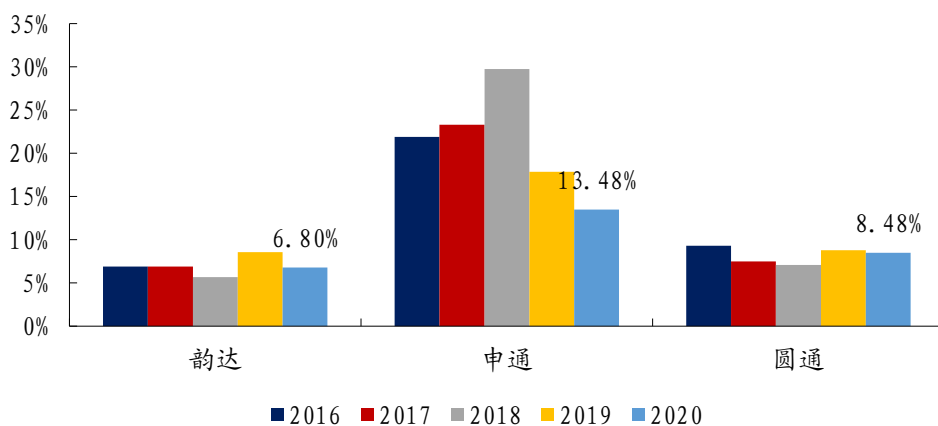
数据来源：公司公告、国家邮政局、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、快递行业龙头企业份额集中趋势（续，亿件）

| 企业 | 项目 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2020 | 2020 增量 | 2021Q1 |
|-----|------|--------|--------|--------|-------|---------|--------|
| 中通 | 业务量 | 46 | 46 | 54 | 170 | 49 | 45 |
| | 增速 | 47.9% | 51.2% | 46.5% | 40.3% | | 88.5% |
| | 市场份额 | 21.5% | 20.8% | 19.9% | 20.4% | 24.6% | 20.4% |
| 韵达 | 业务量 | 37 | 40 | 45 | 142 | 42 | 36 |
| | 增速 | 45.9% | 54.4% | 46.5% | 41.4% | | 88.6% |
| | 市场份额 | 17.4% | 18.0% | 16.7% | 17.0% | 21.1% | 16.4% |
| 圆通 | 业务量 | 33 | 34 | 43 | 126 | 35 | 31 |
| | 增速 | 52.5% | 43.3% | 46.7% | 38.8% | | 88.9% |
| | 市场份额 | 15.3% | 15.1% | 16.0% | 15.2% | 17.6% | 14.3% |
| 百世 | 业务量 | 23 | 24 | 26 | 85 | 9 | |
| | 增速 | 19.3% | 24.8% | 6.0% | 12.7% | | 尚未披露 |
| | 市场份额 | 10.7% | 10.6% | 9.5% | 10.2% | 4.5% | |
| 申通 | 业务量 | 24 | 24 | 29 | 86 | 12 | 21 |
| | 增速 | 38.4% | 19.6% | 23.3% | 19.6% | | 91.0% |
| | 市场份额 | 11.2% | 10.9% | 10.5% | 10.6% | 6.0% | 9.8% |
| 顺丰 | 业务量 | 19 | 20 | 25 | 81 | 33 | 25 |
| | 增速 | 85.3% | 64.7% | 56.0% | 68.4% | | 44.1% |
| | 市场份额 | 9.1% | 9.1% | 9.1% | 9.8% | 16.6% | 11.3% |
| 行业 | 业务量 | 214 | 223 | 272 | 834 | 199 | 219 |
| | 增速 | 36.8% | 37.9% | 38.7% | 31.2% | | 75.0% |
| CR4 | | 65.5% | 64.8% | 63.1% | 63.2% | 69.3% | |
| CR6 | | 85.2% | 84.5% | 81.7% | 83.2% | 90.4% | |

数据来源：公司公告、国家邮政局、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、快递企业前五大客户（加盟商）营收占比情况比较（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、资本开支继续助力行业成本下行

● 1.2.1、重资产投资是趋势

2013 年开始，顺丰、韵达、中通等快递公司积极投入自动化设备，圆通、申通自 2018 起加大投入。而 2019 年开始，韵达加大了计算机及电子设备的投资。同时，顺丰、圆通、中通在土地投资上较为领先，2018 年开始，韵达快速补上土地短板。2020 年开始快递公司资本开支力度普遍加大。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 10 -

图表 8、主要快递公司资本开支比较（单位：亿元）

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 21Q1 |
|------|-------------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| 顺丰控股 | 年报季报中的资本支出 | 67.1 | 66.4 | 146.6 | 129.2 | 141.5 | |
| | 现金流量表中的资本支出 | 67.1 | 66.4 | 146.7 | 129.2 | 141.5 | 44.1 |
| | 研发投入 | 5.61 | 11.67 | 21.56 | 25.65 | 30.01 | |
| | 其中费用化 | 2.70 | 6.49 | 9.84 | 11.93 | 17.42 | 5.12 |
| 中通快递 | 年报季报中的资本支出 | 27.0 | 28.0 | 39.8 | 52.3 | 92 | 22.8 |
| | 现金流量表中的资本支出 | 28.0 | 28.3 | 40.9 | 52.5 | 92.1 | |
| | 年报季报中的资本支出 | 18.4 | 16.6 | 41.2 | 44.0 | 62.4 | |
| 韵达股份 | 现金流量表中的资本支出 | 18.4 | 16.6 | 45.1 | 44.0 | 62.4 | 20.6 |
| | 研发投入 | 0.32 | 0.47 | 0.61 | 1.74 | 2.96 | |
| | 其中费用化 | 0.32 | 0.47 | 0.61 | 1.74 | 2.05 | 0.86 |
| 圆通速递 | 现金流量表中的资本支出 | 19.3 | 23.7 | 34.9 | 33.6 | 52.1 | 11.0 |
| | 研发投入 | 0.50 | 0.85 | 0.51 | 0.80 | 1.07 | |
| | 其中费用化 | 0.50 | 0.85 | 0.50 | 0.62 | 0.44 | 0.13 |
| 百世集团 | 年报季报中的资本支出 | 6.3 | 7.5 | 10.8 | 15.0 | 15.9 | |
| | 研发费用 | 0.80 | 1.39 | 1.85 | 2.04 | 1.91 | |
| 申通快递 | 年报季报中的资本支出 | 8.5 | 13.8 | 28.2 | 19.9 | 24.0 | |
| | 现金流量表中的资本支出 | 8.1 | 13.2 | 28.8 | 20.0 | 24.0 | 7.0 |
| | 研发投入 | | 0.001 | 0.44 | 1.26 | 1.46 | |
| | 其中费用化 | | 0.001 | 0.44 | 1.04 | 1.31 | 0.4 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：因披露口径原因，顺丰研发投入=研发费用+资本化投入+其他

图表 9、主要快递公司固定资产余额比较

| 企业 | 项目 (单位: 亿元) | 房屋及 建筑物 | 土地使 用权 | 运 输 工具 | 机器 设备 | 计算机及 电子设备 | 办公 设备 及 其他 设 备 | 飞机、飞机发动 机、高价周转件等 |
|----|----------------|------------|-----------|-----------|----------|--------------|----------------------|---------------------|
| 中通 | 2014 年底 | 3.5 | 4.2 | 2.4 | 0.8 | 0.5 | | |
| | 2017 年底 | 27.0 | 16.0 | 15.5 | 13.0 | 2.1 | | |
| | 2018 年底 | 35.9 | 19.7 | 23.2 | 24.8 | 3.1 | | |
| | 2019 年底 | 55.9 | 25.1 | 33.7 | 37.8 | 4.6 | | |
| | 2020 年底 | 69.4 | 43.6 | 55.9 | 50.6 | 6.2 | | |
| 韵达 | 2013 年底 | 2.9 | 0.5 | 0.6 | 2.1 | 1.0 | | |
| | 2017 年底 | 7.0 | 7.5 | 7.5 | 12.4 | 1.3 | | |
| | 2018 年底 | 8.6 | 12.1 | 10.1 | 25.1 | 3.4 | | |
| | 2019 年底 | 10.6 | 20.2 | 11.0 | 36.4 | 6.4 | | |
| | 2020 年底 | 24.9 | 24.3 | 16.1 | 46.1 | 7.7 | | |
| 圆通 | 2013 年底 | 3.2 | 4.5 | 1.7 | 0.8 | 1.5 | 0.1 | 0.0 |
| | 2017 年底 | 20.8 | 16.7 | 1.2 | 4.2 | 0.8 | 0.2 | 2.1 |
| | 2018 年底 | 32.2 | 21.7 | 5.6 | 8.9 | 1.4 | 0.2 | 4.9 |
| | 2019 年底 | 42.9 | 29.1 | 6.3 | 15.3 | 2.2 | 0.2 | 5.3 |
| | 2020 年底 | 53.0 | 36.3 | 10.9 | 25.1 | 2.6 | 0.3 | 5.0 |
| 百世 | 2015 年底 | 2.6 | | 0.2 | 6.2 | | | |
| | 2017 年底 | 5.4 | | 0.1 | 13.4 | | | |
| | 2018 年底 | 9.5 | | 0.1 | 17.9 | | | |
| | 2019 年底 | 11.8 | | 0.1 | 25.6 | | | |
| | 2020 年底 | 13.3 | | 1.2 | 33.9 | | | |
| 申通 | 2013 年底 | 1.3 | 3.7 | 0.8 | 0.9 | 0.4 | | |
| | 2017 年底 | 5.4 | 6.8 | 5.3 | 1.6 | 0.7 | | |
| | 2018 年底 | 10.5 | 8.3 | 6.9 | 8.3 | 1.0 | | |
| | 2019 年底 | 15.3 | 9.2 | 9.2 | 14.3 | 1.1 | | |
| | 2020 年底 | 20.8 | 12.7 | 8.2 | 21.5 | 1.0 | | |
| 顺丰 | 2013 年底 | 4.2 | 2.6 | 11.3 | 5.7 | 4.6 | 1.8 | 9.9 |
| | 2017 年底 | 32.4 | 43.3 | 14.4 | 15.9 | 8.4 | 15.2 | 32.7 |
| | 2018 年底 | 32.7 | 44.1 | 18.6 | 17.6 | 11.9 | 19.5 | 39.4 |
| | 2019 年底 | 66.8 | 50.1 | 15.7 | 21.4 | 12.6 | 20.3 | 52.2 |
| | 2020 年底 | 68.7 | 55.2 | 17.9 | 32.8 | 12.8 | 34.7 | 56.7 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：百世的房屋及建筑物为 Leasehold improvements

图表 10、近期各快递企业最新网络强度比较

| | 转运中心数量 | | | | | | 干线车辆数量 | | | |
|------|--------|----------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------|----------|----------|-----------|
| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 中通 | 74 个 | 75 个 | 82 个 | 86 个 | 91 个 | 94 个 | 超 4800 辆 | 超 5500 辆 | 超 7350 辆 | 约 10450 辆 |
| 其中自营 | 68 个 | 69 个 | 76 个 | 78 个 | 82 个 | 84 个 | 超 3600 辆 | 超 4500 辆 | 超 6450 辆 | 约 9700 辆 |
| 韵达 | 50 个 | 55 个 | 54 个 | 55 个 | 59 个 | 67 个 | | | | |
| 圆通 | 60 个 | 62 个 | 64 个 | 67 个 | 73 个 | 75 个 | | 超 5100 辆 | 超 5500 辆 | 超 5000 辆 |
| 其中自营 | 60 个 | 62 个 | 64 个 | 67 个 | 73 个 | 75 个 | | 1199 辆 | 1555 辆 | 3105 辆 |
| 百世 | - | 63 个枢纽，153 个分拨 | 145 个枢纽和分拨 | 62 个枢纽和 44 个分拨 | 59 个枢纽和 29 个分拨 | 55 个枢纽和 32 个分拨 | | | | |
| 申通 | 82 个 | 80 个 | 86 个 | 68 个 | 68 个 | 68 个 | 3485 辆 | 4478 辆 | 5200 辆 | |
| 其中自营 | 49 个 | 48 个 | 48 个 | 60 个 | 61 个 | 64 个 | 1618 辆 | 2941 辆 | 3650 辆 | 3500 辆 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、顺丰网络强度变化

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|------------------|--------|--------|--------|---------|
| 全货机合计数（架） | 51 | 57 | 66 | 71 | 75 |
| 其中自有数（架） | 36 | 41 | 50 | 58 | 61 |
| 全货机线路条数（条） | 51 | 57 | 65 | 73 | 83 |
| 全货机航班总数（万次） | 3.1 | 3.5 | 3.8 | 3.78 | 4.94 |
| 全货机发货量（万吨） | 42.8 | 48.8 | 50.7 | 57.87 | 84.89 |
| 散航线路条数（条） | 1300 | 1719 | 2069 | 2029 | 2027 |
| 散航航班总数（万次） | 103 | 120.9 | 149.4 | 150.77 | 132.04 |
| 散航发货量（万吨） | 56.81 | 62.1 | 73.1 | 77.45 | 82.36 |
| 航空发货量占公司总业务量比例 | - | 25.0% | 21.5% | 18% | 11% |
| 航空发货量占国内货邮总运输量的比例 | - | 23.0% | 23.0% | 24.80% | 34% |
| 自营网点数量 | 13,000 | 12,671 | 15,633 | 17,832 | 约 19000 |
| 其中：华东 | - | 2,399 | 2,710 | 3,426 | |
| 华北 | - | 3,534 | 4,455 | 5,195 | |
| 中南 | - | 2,296 | 2,826 | 3,365 | |
| 华南 | - | 1,843 | 2,685 | 2,855 | |
| 华西 | - | 2,316 | 2,660 | 2,781 | |
| 港澳及海外 | - | 283 | 297 | 210 | |
| 枢纽级中转场（个） | 12 | 10 | 9 | 9 | 10 |
| 航空、铁路站点（个） | 19 | 39 | 49 | 36 | 39 |
| 片区中转场（个） | 127 个综合 +133 个简易 | 113 | 143 | 129 | 147 |
| 全自动分拣数量（个） | - | 28 | 44 | 60 | 121 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、顺丰网络强度变化（续）

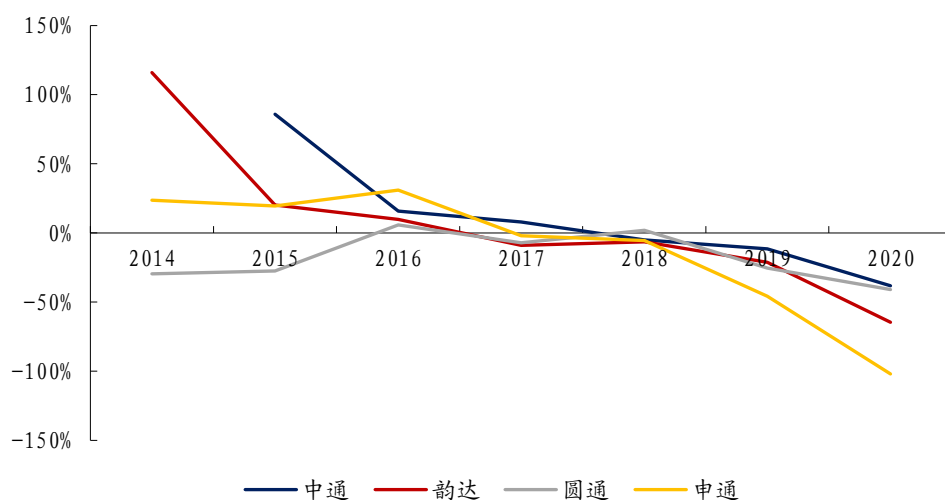
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|-----------|-----------|------|------|-----------|
| 运输干/支线（万条） | 7.76 | 7.8 | 9.7 | 10 | 13 |
| 干支线车辆（万台） | 1.5（自有车辆） | 3 | 3.5 | 4.3 | 5.8 |
| 末端收派车辆（万台） | | 6.3 | 7.6 | 9 | 10.5 |
| 高铁运力（条） | - | 62 | 82 | 161 | (451 个流向) |
| 普列运力（条） | - | 96 | 127 | 122 | 119 |
| 电商仓库（座） | - | 82 | 91 | 113 | 154 |
| 电商仓库（万平方米） | - | 115（普通仓库） | 141 | 192 | 232 |
| 食品冷库（座） | - | 51 | 75 | 57 | 62 |
| 食品冷库（万平方米） | - | 22.4 | 33 | 33 | 29 |
| 医药冷库（座） | - | 3 | 4 | 5 | 12 |
| 医药冷库（万平方米） | - | 2.3 | 2.9 | 3 | 17 |
| 布局土地面积（亩） | 2953 | 4226 | 6173 | 7098 | 8721 |
| 总规划建筑面积（万平方米） | 212.7 | 272 | 368 | 418 | 611 |
| 已经建成建筑面积（万平方米） | 76.4 | 78 | 110 | 151 | 172 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 1.2.2、资本开支有望继续助力行业单位成本下行

在 2020 年之前，加盟制快递企业之间的价格战能通过规模效应之下的单位成本下降基本对冲，从而使得单件利润相对稳定。但 2020 年的价格战幅度明显超越了规模效应的贡献，带来单件利润的显著下降，甚至出现阶段性亏损。

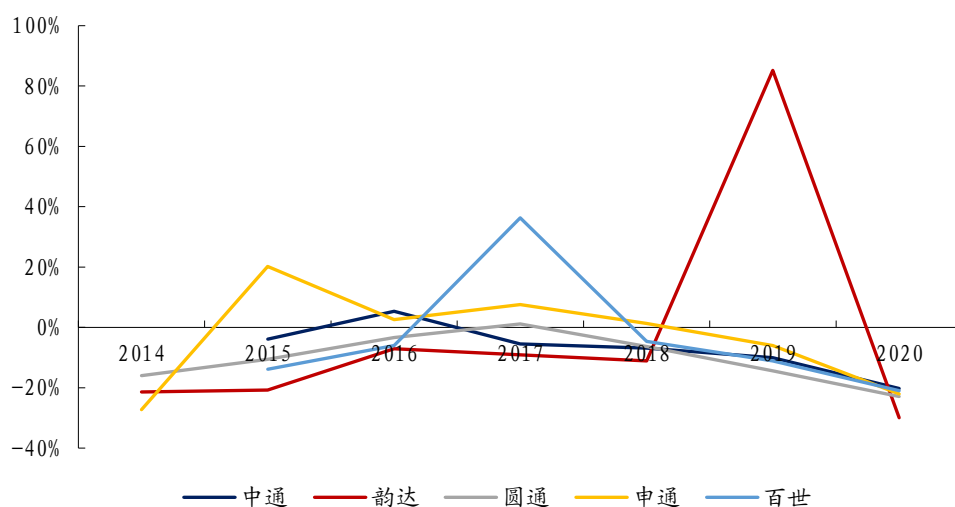
图表 13、2014-2020 年单件扣非归母净利润增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理。

注：韵达 2019 年单件快递收入增速较高主要系口径新增派费收入

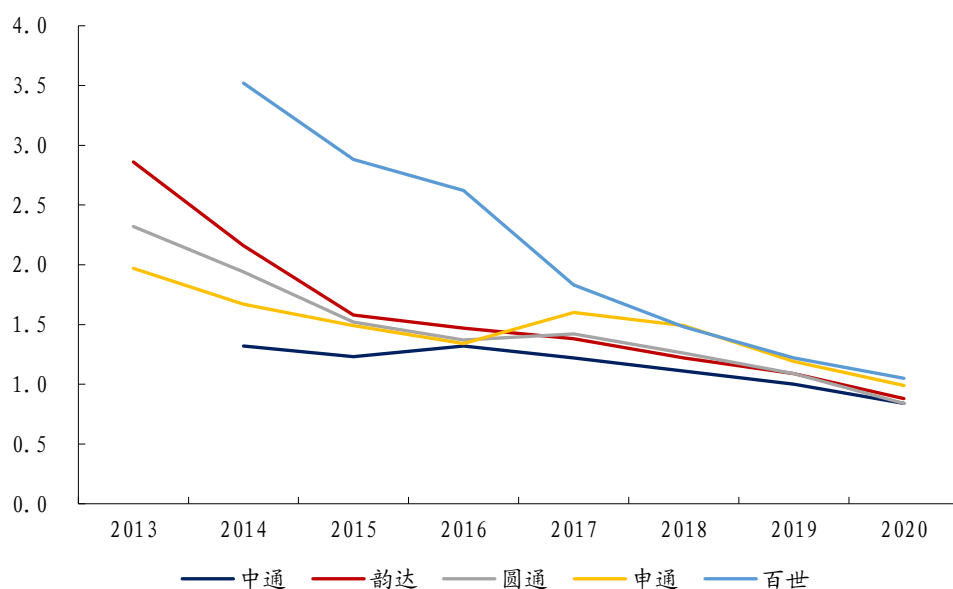
图表 14、2014-2020 年单件快递相关收入增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理。

注：韵达 2019 年单件快递收入增速较高主要系口径新增派费收入

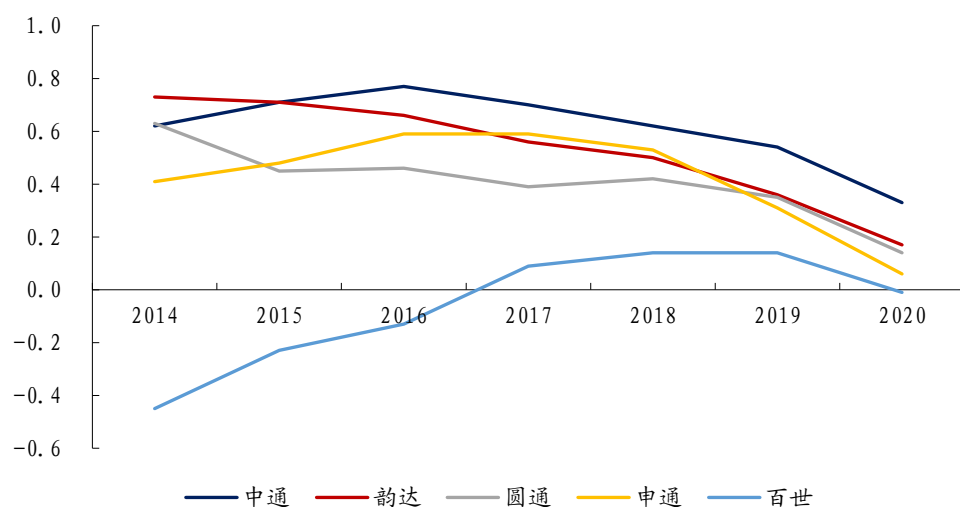
图表 15、2013-2020 年单件面单转运成本（元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理。

注：韵达 2019 年单件快递收入增速较高主要系口径新增派费收入

图表 16、2014-2020 年单件毛利（元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理。

注：韵达 2019 年单件快递收入增速较高主要系口径新增派费收入

未来随着价格竞争边际趋缓，我们认为行业将回到从前“单价降幅可以由单件成本降幅基本对冲掉”的状态。

图表 17、主要快递公司收入成本拆分

| 收入/成本拆分 | 中通 | | | | | 韵达 | | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|------|
| 单位：元 | 17 | 18 | 19 | 20 H1 | 20 H2 | 20 | 17 | 18 | 19 | 20 H1 | 20 H2 | 20 |
| 单件快递收入 | 1.96 | 1.81 | 1.62 | 1.28 | 1.29 | 1.29 | 1.94 | 1.72 | 3.19 | 2.36 | 2.15 | 2.23 |
| =单件面单转运收入 | 1.96 | 1.81 | 1.62 | 1.28 | 1.29 | 1.29 | 1.94 | 1.72 | 1.63 | 0.96 | 0.81 | 0.87 |
| +单件派送收入 | / | / | / | / | / | / | / | / | 1.55 | 1.40 | 1.34 | 1.36 |
| 单件其他收入 | 0.10 | 0.11 | 0.10 | 0.09 | 0.08 | 0.09 | | | | | | |
| 单件成本合计 | 1.36 | 1.29 | 1.18 | 1.01 | 1.06 | 1.04 | 1.38 | 1.22 | 2.83 | 2.20 | 1.97 | 2.06 |
| =单件面单、转运成本 | 1.16 | 1.05 | 0.95 | 0.79 | 0.84 | 0.82 | 1.38 | 1.22 | 1.09 | 0.85 | 0.91 | 0.88 |
| 其中：运输费 | 0.77 | 0.68 | 0.62 | 0.47 | 0.54 | 0.51 | 0.94 | 0.83 | 0.73 | 0.45 | 0.61 | 0.54 |
| 其中：操作费 | 0.39 | 0.38 | 0.34 | 0.32 | 0.30 | 0.31 | 0.42 | 0.39 | 0.36 | 0.40 | 0.30 | 0.34 |
| +单件其他成本 (圆通为网点中转费) | 0.20 | 0.24 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | / | / | / | / | / | / |
| +单件派送成本 | / | / | / | / | / | / | / | / | 1.73 | 1.35 | 1.06 | 1.18 |
| 单件毛利 | 0.70 | 0.62 | 0.54 | 0.36 | 0.31 | 0.33 | 0.56 | 0.50 | 0.36 | 0.16 | 0.18 | 0.17 |
| 单件扣非扣减值归母净利 | 0.52 | 0.49 | 0.44 | 0.30 | 0.25 | 0.27 | 0.33 | 0.31 | 0.25 | 0.10 | 0.08 | 0.09 |
| YoY (%) | 8 | -5 | -11 | -31 | -42 | -38 | -8 | -7 | -20 | -64 | -65 | -65 |
| 单件 EBITDA | 0.70 | 0.72 | 0.66 | 0.44 | 0.38 | 0.41 | 0.56 | 0.61 | 0.45 | 0.27 | 0.20 | 0.23 |
| 单件经营性现金流净额 | 0.58 | 0.52 | 0.52 | 0.21 | 0.35 | 0.29 | 0.63 | 0.53 | 0.5 | 0.06 | 0.22 | 0.15 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、中通快递业务收入不包含仓配、物流等其他收入。2.2019H1 韵达调整口径，将派送收入成本计入营收和成本，公司披露派件收入，但未单独披露派件成本，韵达转运成本为估计值

图表 18、主要快递公司收入成本拆分（续）

| 收入/成本拆分 | 圆通 | | | | | | 申通* | | | | | | 百世 | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|----------|----------|------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|
| 单位：元 | 17 | 18 | 19 | 20 H1 | 20 H2 | 20 | 17 | 18 | 19 | 20 H1 | 20 H2 | 20 | 17 | 18 | 19 | 20 H1 | 20 H2 | 20 |
| 单件快递收入 | 3.68 | 3.44 | 2.95 | 2.36 | 2.22 | 2.27 | 3.76* | 3.66* | 3.17* | 2.65* | 2.37* | 2.44* | 3.39 | 3.24 | 2.88 | 2.37 | 2.2 | 2.28 |
| =单件面单转运收入 | 2.28 | 2.02 | 1.65 | 1.26 | 1.17 | 1.2 | 2.11* | 1.96* | 1.46* | 1.22* | 1.06* | 1.08* | 1.92 | 1.63 | 1.36 | 1.1 | 1.01 | 1.05 |
| +单件派送收入 | 1.40 | 1.42 | 1.30 | 1.10 | 1.05 | 1.07 | 1.65 | 1.70 | 1.71 | 1.43 | 1.31 | 1.36 | 1.47 | 1.61 | 1.52 | 1.27 | 1.20 | 1.23 |
| 单件其他收入 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 单件成本合计 | 3.29 | 3.03 | 2.6 | 2.13 | 2.13 | 2.13 | 3.22* | 3.18* | 2.88* | 2.53* | 2.35* | 2.39* | 3.30 | 3.09 | 2.74 | 2.33 | 2.25 | 2.28 |
| =单件面单、转运成本 | 1.42 | 1.26 | 1.09 | 0.86 | 0.83 | 0.84 | 1.60* | 1.49* | 1.19* | 1.06* | 1.01* | 0.99* | 1.83 | 1.48 | 1.22 | 1.06 | 1.05 | 1.05 |
| 其中：运输费 | 0.93 | 0.80 | 0.69 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.93* | 0.83* | 0.66* | 0.46* | 0.46* | 0.45* | 1.01 | 0.87 | 0.76 | 0.61 | 0.66 | 0.64 |
| 其中：操作费 | 0.47 | 0.44 | 0.36 | 0.33 | 0.30 | 0.31 | 0.60* | 0.61* | 0.49* | 0.55* | 0.53* | 0.52* | 0.82 | 0.61 | 0.47 | 0.45 | 0.39 | 0.41 |
| +单件其他成本 (圆通为网点中转费) | 0.51 | 0.40 | 0.21 | 0.06 | 0.16 | 0.12 | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / |
| +单件派送成本 | 1.37 | 1.37 | 1.31 | 1.21 | 1.14 | 1.17 | 1.62 | 1.68 | 1.69 | 1.47 | 1.34 | 1.39 | 1.47 | 1.61 | 1.52 | 1.27 | 1.20 | 1.23 |
| 单件毛利 | 0.39 | 0.42 | 0.35 | 0.22 | 0.09 | 0.14 | 0.59 | 0.53 | 0.31 | 0.10 | 0.04 | 0.06 | 0.09 | 0.14 | 0.14 | 0.04 | -0.04 | -0.01 |
| 单件扣非扣减值归母净利 | 0.27 | 0.28 | 0.21 | 0.18 | 0.08 | 0.12 | 0.39 | 0.34 | 0.19 | 0.01 | -0.01 | 0.00 | -0.24 | -0.08 | -0.02 | -0.2 | -0.18 | -0.18 |
| YoY (%) | -7 | 2 | -25 | -17 | -58 | -41 | -8 | -12 | -46 | -97 | -109 | -102 | | | | | | |
| 单件 EBITDA | 0.43 | 0.47 | 0.34 | 0.34 | 0.06 | 0.17 | 0.56 | 0.59 | 0.34 | 0.16 | 0.02 | 0.08 | -0.23 | -0.01 | 0.04 | 0.14 | 0.11 | -0.12 |
| 单件经营性现金流净额 | 0.31 | 0.35 | 0.42 | 0.25 | 0.29 | 0.28 | 0.54 | 0.51 | 0.27 | -0.11 | 0.24 | 0.10 | 0.01 | 0.12 | 0.11 | -0.12 | 0.09 | -0.03 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、圆通派送收入在报表中没有拆分，为估计值。2、圆通单件净利润已将货代业务净利润剔除。3、2018 年开始申通收购转运中心收入，导致口径变化，上表转运成本按照自营比例加权调整。

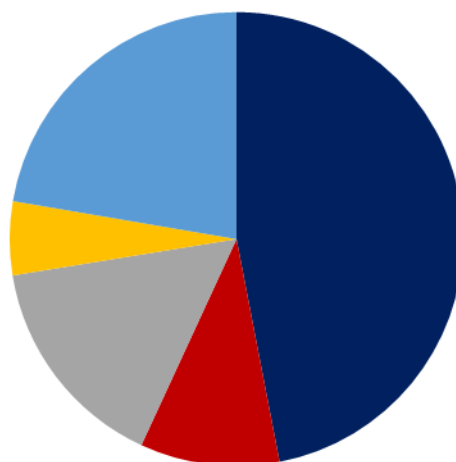
1.3、行业走势判断：上游多极化、价格战迎第一拐点、多元化初见端倪

● 1.3.1、电商流量多极化趋势明显，有利于行业良性竞争

电商模式持续多元化，继社交电商后，直播电商、社区团购等新业态迅猛发展。2019 年直播电商渗透率接近 5%，2020 年估计接近 10%。

电商平台也呈现多极化趋势，阿里的市场份额受到新业态分流，根据测算，2018 年阿里市场份额占比约 60%，2019 年降至约 50%，2020 年不足 50%。

图表 19、2020 年中国电商各平台市场占有率测算



■ 阿里 ■ 拼多多 ■ 京东 ■ 直播 ■ 其他

数据来源：Wind，国家邮政局，商务部，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、阿里对快递业务量的贡献（未考虑刷单、退单）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------|--------|---------|---------|---------|
| 业务收入（亿元） | 1621.9 | 2293.59 | 3202.86 | 4213.75 |
| YOY | | 41.41% | 39.64% | 31.56% |
| 货币化率 | | | | |
| 假设实物电商比例 | | | | |
| 实物电商货币化率 | | | | |
| 测算 GMV（亿元） | 32381 | 34521 | 43622 | 54502 |
| YOY | | 6.61% | 26.36% | 24.94% |
| 同比新增 GMV（亿元） | | 2140 | 9101 | 10880 |
| 假设件单价（元/件） | | | | |
| 订单量（亿件） | 247.56 | 259.87 | 321.62 | 410.17 |
| 同比新增订单量（亿件） | | 12.31 | 61.76 | 88.55 |
| 行业业务量（亿） | 401 | 507 | 635 | 834 |
| 行业同比新增业务量（亿） | 88 | 107 | 128 | 199 |
| 阿里订单量占行业比 | 61.74% | 51.26% | 50.65% | 49.18% |
| 阿里订单增量占行业比 | | 11.50% | 48.25% | 44.50% |

数据来源：Wind，国家邮政局，商务部，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 1.3.2、价格监管政策落地或带来行业竞争拐点

- 4月22日，浙江省政府第70次常务会议审议通过了《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。
- 浙江金华（义乌）的快递出件量占全国10%，一直都是快递行业价格战的重灾区，若浙江省快递价格战停歇，有望带动全行业价格企稳回升。
- 以往监管部门应对行业恶性价格战主要通过约谈、窗口指导等行政手段，此次条例是首次以法规形式监管行业价格竞争，有望明显提振快递末端网

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

点的溢价能力和同业之间的监督能力。

- 但由于快递终端价格由加盟商自主决定，具有随意性，价格实时监控有难度，且加盟商的成本参差不齐，“低于成本”认定难度大，因此该条例实际运行效果仍有待观察。
- 该条例的出台标志着行业政策拐点已现，后续随着竞争逐步趋缓，行业盈利拐点或将在年内出现。总体上竞争强度减弱有利于龙头企业利用历史沉淀的资源、能力缓慢扩大竞争优势和市场份额。

● 1.3.3、开辟第二战场——多元化发展方向探讨

- 从**市场空间**来看，物流各细分领域市场体量都足以孕育大型企业。
- 从**市场竞争格局**来看，冷链和重货市场仍处于发展初期，未出现行业龙头；高个性化、高时效要求的商务快递、高端电商、即时配，以及高个性化、低时效要求的国际快递，龙头已经形成较大壁垒。
- 从**协同效应**来看，商务快递、高端电商和国际快递的产品性质与电商快递更为相似，协同效应更容易显现；即时配、冷链和重货产品差异较大，协同效应相对有限。
- **总体来说**，快递类易切入但竞争压力大，非快递类切入难度稍大但竞争压力相对有限，但均是可以考虑的方向。

图表 21、物流领域多元化方向

| | 高个性化 | 低个性化 |
|-------|---------------|------|
| 高时效要求 | 商务快递、即时配、高端电商 | 冷链 |
| 低时效要求 | 重货、国际快递 | 电商快递 |

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、通达系快递企业多元化主要方式

| | 主要方式 |
|----|---|
| 中通 | 向物流价值链的上下游延伸，如零担、一站式仓储配送服务和冷链物流 |
| 韵达 | 参与德邦股份定增，通过战略合作的方式切入大件快递和零担市场，实现优势互补 |
| 圆通 | 依赖自有航空和先达国际等资源，发展全球供应链业务 |
| 申通 | 正与盒马开始就社区团购网格仓业务进行合作，长期经营快运、供应链、优货、金融、国际等业务 |

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、行业趋势判断

- 行业需求：疫情证明电商需求的潜力和韧性，长期渗透率有望达到 30%以上，但今年在 2020 高基数下可能阶段性降速。
- 电商巨头竞争进入多极化发展，传统流量巨头阿里、京东面临拼多多、直播电商、社区团购分流。在此情况下，阿里急需物流服务升级，从而有望

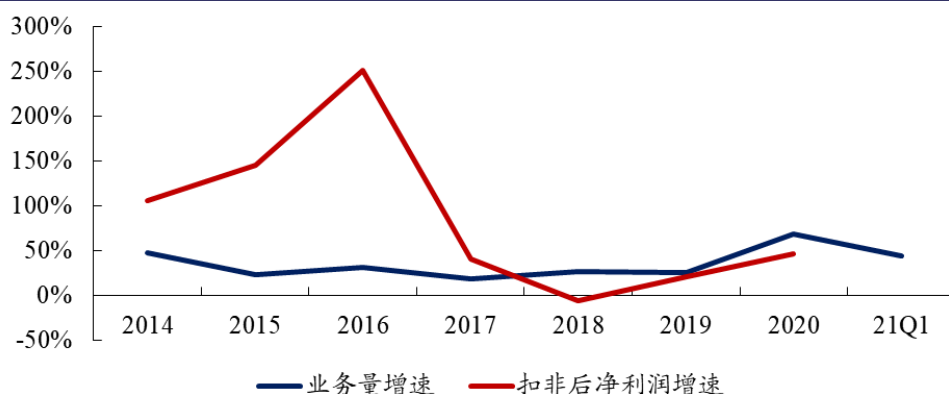
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

推动行业资本运作和整合。

- 贸易电商化、物流快递化的趋势愈发明显，带来最大的变化是物流服务的需求越来越小批量碎片的、个性化，即快递 越来越强调服务。中短期顺丰的品牌价值优势仍将维持，因此会继续独占高端需求领域。
- 虽然电商快递价格竞争正酣，但是优秀公司脱颖而出一定是在价格和服务中找到好的平衡点，激烈的竞争有望加速行业出清。目前是左侧布局未来“剩者”的好机会。目前阶段，资产负债表比利润表更重要，军备竞赛阶段有融资能力的企业才能扛过接下来的出清阶段。同时，价格监管政策的出台有望带来竞争逐步趋缓，行业盈利拐点或将在年内出现。
- 龙头快递企业的多元化发展情况决定了未来第二增长动力来源

1.5、各公司经营财务数据摘要

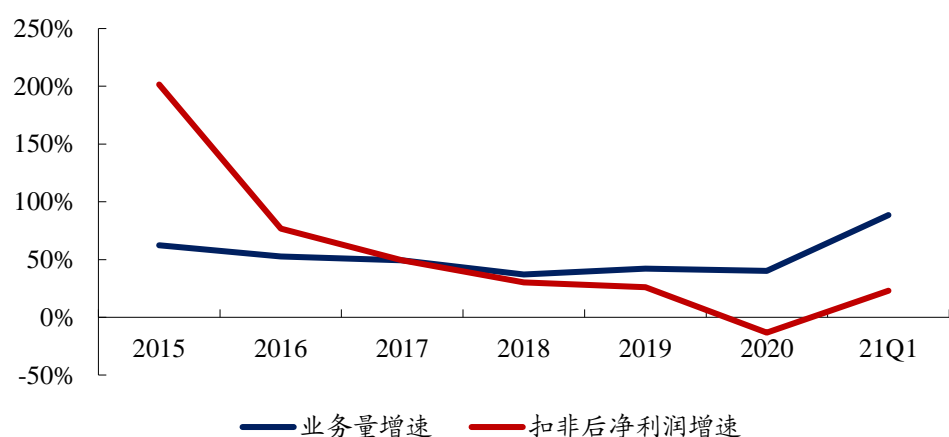
图表 23、2014 年-21Q1 顺丰业务量和扣非归母净利润增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分母为快递业务收入

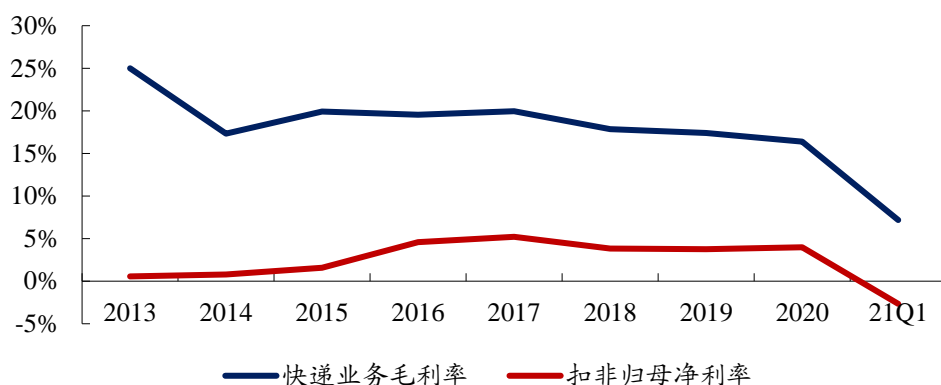
图表 24、2015 年-21Q1 中通业务量和调整后净利润增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分母为快递业务收入

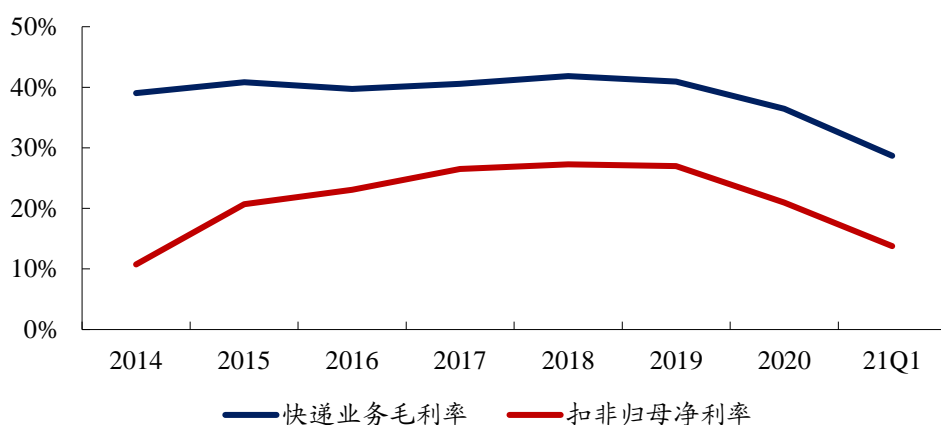
图表 25、2013 年-21Q1 顺丰快递业务毛利率和扣非归母净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分母为快递业务收入

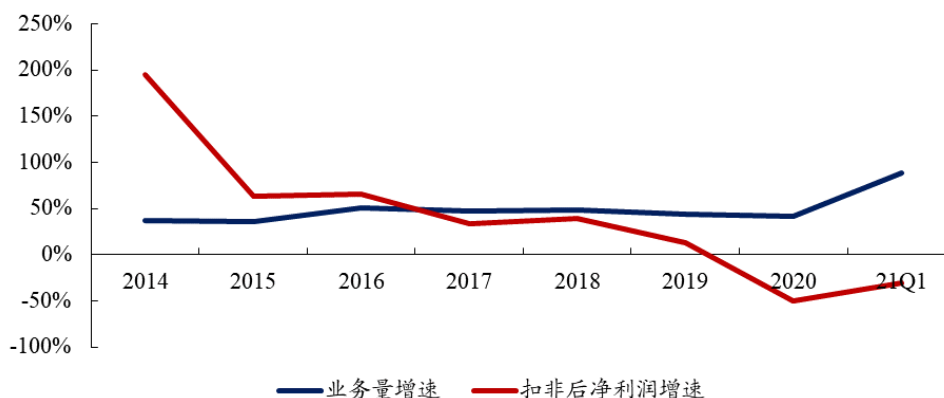
图表 26、2014 年-21Q1 中通快递业务毛利率和调整后的净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分母为快递业务收入

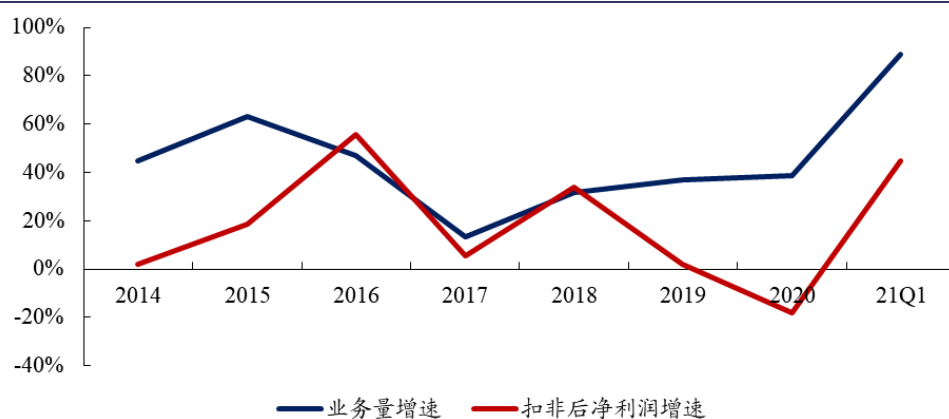
图表 27、2014 年-21Q1 韵达业务量和扣非归母净利润增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：韵达毛利率和净利润率的分母均为可比口径的快递业务收入，即扣除派费和补贴

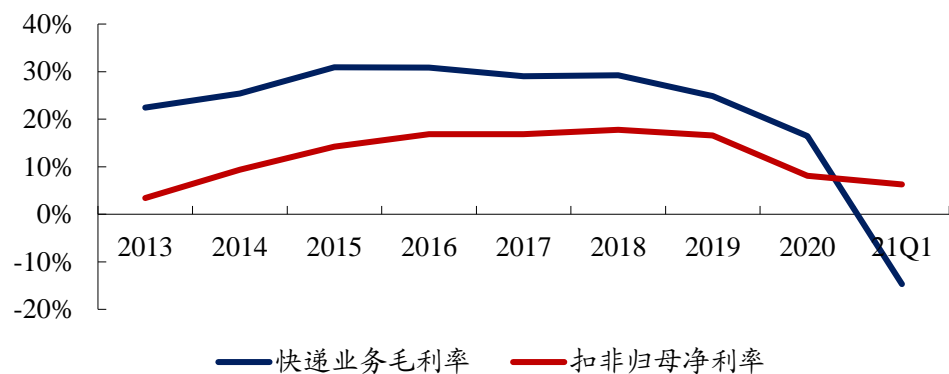
图表 28、2014 年-21Q1 圆通业务量和扣非归母净利润增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：圆通 2019 年为预测

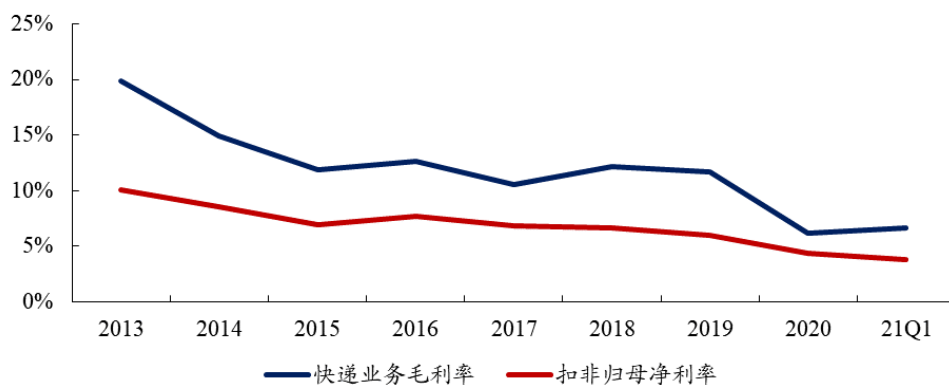
图表 29、2013 年-21Q1 韵达快递业务毛利率和扣非归母净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：韵达毛利率和净利润率的分母均为可比口径的快递业务收入，即扣除派费和补贴

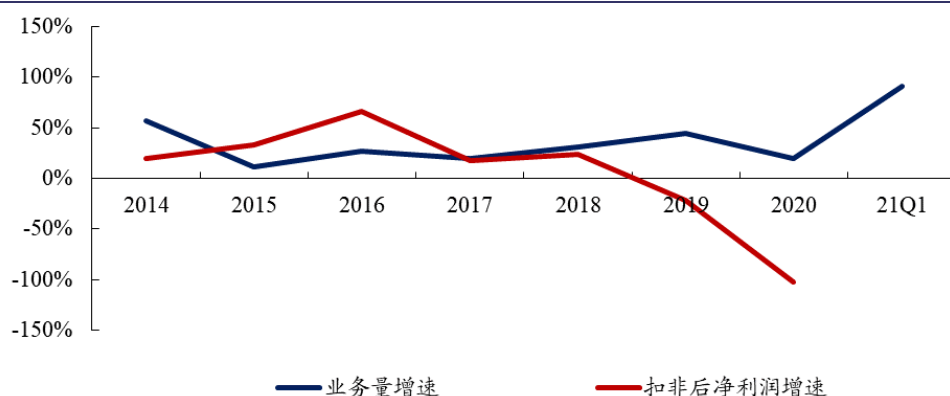
图表 30、2013 年-21Q1 圆通快递业务毛利率和扣非归母净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

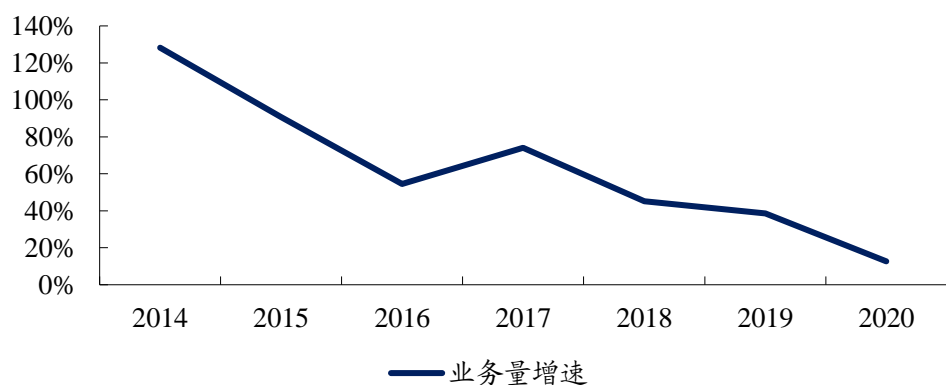
注：圆通 2019 年为预测

图表 31、2014 年-21Q1 申通业务量和扣非归母净利润增速



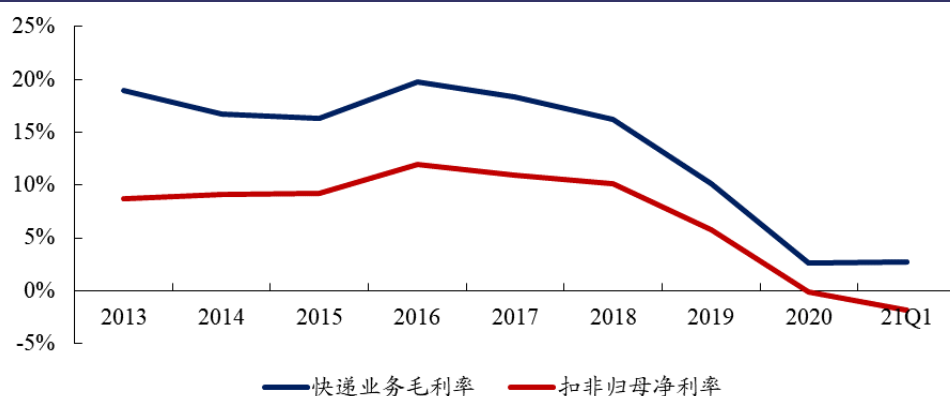
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、2014-2020 年百世业务量增速



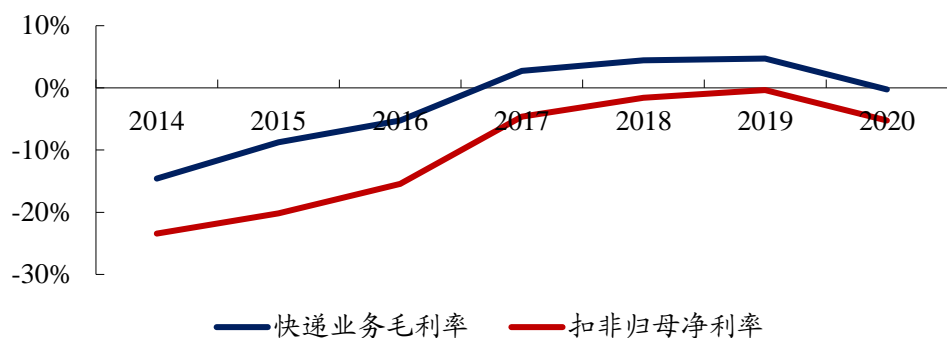
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33、2013 年-21Q1 申通快递业务毛利率和扣非归母净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34、2014-2020 年百世快递业务毛利率和调整后的净利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35、顺丰控股 (002352) 主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 | 21Q1 |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 业务量 (亿件) | 30.52 | 38.69 | 9.82 | 10.45 | 12.24 | 15.80 | 48.31 | 17.20 | 19.35 | 20.17 | 24.65 | 81.37 | 24.78 |
| YoY | 18.29% | 26.77% | 7.32% | 10.82% | 29.66% | 48.08% | 24.86% | 75.15% | 85.17% | 64.79% | 56.01% | 68.43% | 44.07% |
| 快递业务收入 (亿元) | 706.09 | 896.77 | 231.38 | 244.99 | 270.67 | 312.79 | 1059.83 | 319.53 | 352.78 | 359.70 | 414.38 | 1446.39 | 399.39 |
| YoY | 23.57% | 27.01% | 13.23% | 12.76% | 21.37% | 24.05% | 18.18% | 38.10% | 44.00% | 32.89% | 32.48% | 36.47% | 24.99% |
| 快递业务成本 (亿元) | 565.07 | 736.76 | 194.83 | 201.93 | 231.52 | 287.89 | 916.17 | 278.58 | 277.32 | 297.76 | 362.78 | 1205.14 | 371.34 |
| YoY | 22.93% | 30.38% | 15.82% | 16.10% | 24.91% | 37.58% | 24.35% | 42.99% | 45.71% | 35.43% | 33.43% | 38.22% | 38.94% |
| 快递业务毛利 (亿元) | 141.02 | 160.01 | 36.55 | 43.06 | 39.15 | 24.90 | 143.66 | 40.95 | 75.46 | 61.94 | 51.60 | 241.25 | 28.05 |
| YoY | 26.21% | 13.47% | 1.18% | -0.64% | 3.94% | -41.94% | -10.22% | 12.03% | 38.03% | 21.89% | 26.12% | 28.38% | -46.32% |
| 归母净利润 (亿元) | 47.71 | 45.56 | 12.63 | 18.38 | 12.10 | 14.85 | 57.97 | 9.07 | 28.54 | 18.36 | 17.28 | 73.26 | -9.89 |
| YoY | 14.12% | -4.50% | 26.98% | 48.35% | 52.38% | -2.81% | 27.23% | -28.18% | 55.30% | 51.72% | 16.37% | 26.39% | -209.01% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 37.03 | 34.84 | 8.36 | 14.94 | 11.81 | 6.96 | 42.08 | 8.32 | 26.13 | 16.60 | 10.28 | 61.32 | -11.34 |
| YoY | 40.08% | -5.92% | -6.78% | 25.20% | 61.62% | 5.13% | 20.79% | -0.48% | 74.85% | 40.54% | 47.55% | 45.74% | -236.28% |
| 快递单价 (元) | 23.14 | 23.18 | 23.56 | 23.44 | 22.11 | 19.80 | 21.94 | 18.58 | 18.23 | 17.83 | 16.81 | 17.78 | 16.12 |
| YoY | 4.46% | 0.18% | 5.51% | 1.76% | -6.40% | -16.23% | -5.35% | -21.16% | -22.23% | -19.36% | -15.09% | -18.97% | -13.24% |
| 快递单件成本 (元) | 18.52 | 19.04 | 19.84 | 19.32 | 18.92 | 18.22 | 18.96 | 16.20 | 14.33 | 14.76 | 14.72 | 14.81 | 14.99 |
| YoY | 3.92% | 2.85% | 7.92% | 4.77% | -3.67% | -7.09% | -0.41% | -18.36% | -21.31% | -17.81% | -14.47% | -17.94% | -3.56% |
| 快递单件毛利 (元) | 4.62 | 4.14 | 3.72 | 4.12 | 3.20 | 1.58 | 2.97 | 2.38 | 3.90 | 3.07 | 2.09 | 2.96 | 1.13 |
| YoY | 6.69% | -10.50% | -5.72% | 10.34% | 19.84% | 60.79% | 28.10% | 36.04% | 25.46% | 26.03% | 19.16% | 23.78% | -62.74% |
| 扣非单件净利润 (元) | 1.21 | 0.90 | 0.85 | 1.43 | 0.96 | 0.44 | 0.87 | 0.48 | 1.35 | 0.82 | 0.42 | 0.75 | -0.46 |
| YoY | 18.42% | -25.79% | -13.14% | 12.98% | 24.65% | 29.01% | -3.26% | -43.18% | -5.57% | -14.71% | -5.42% | -13.48% | -194.59% |
| 快递业务毛利率 | 19.97% | 17.84% | 15.80% | 17.58% | 14.46% | 7.96% | 13.56% | 12.82% | 21.39% | 17.22% | 12.45% | 16.68% | 7.02% |
| 扣非归母净利润率 | 5.24% | 3.88% | 3.61% | 6.10% | 4.36% | 2.23% | 3.97% | 2.60% | 7.41% | 4.61% | 2.48% | 4.24% | -57.06% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含供应链；净利润率的分母为快递业务收入

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 36、中通快递（ZTO.N）主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 | 21Q1 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 业务量（亿件） | 62.19 | 85.24 | 22.64 | 31.07 | 30.58 | 36.92 | 121.21 | 23.74 | 45.95 | 46.23 | 54.11 | 170.03 | 44.75 |
| YoY | 38.26% | 37.06% | 41.59% | 46.83% | 45.89% | 36.09% | 42.20% | 4.86% | 47.89% | 51.18% | 46.56% | 40.28% | 88.50% |
| 快递业务收入（亿元） | 121.74 | 154.00 | 40.59 | 47.64 | 46.76 | 61.07 | 196.06 | 34.06 | 55.41 | 57.80 | 71.73 | 219.00 | 56.73 |
| YoY | 29.93% | 26.50% | 31.50% | 30.00% | 26.78% | 23.12% | 27.31% | -16.09% | 16.31% | 23.62% | 17.45% | 11.70% | 66.53% |
| 快递业务成本（亿元） | 72.37 | 89.55 | 24.85 | 26.50 | 27.62 | 36.79 | 115.75 | 22.63 | 32.51 | 38.01 | 46.07 | 139.22 | 40.45 |
| YoY | 28.12% | 23.75% | 32.89% | 34.22% | 30.26% | 23.00% | 29.26% | -8.93% | 22.68% | 37.62% | 25.23% | 20.27% | 78.74% |
| 快递业务毛利（亿元） | 49.37 | 64.45 | 15.74 | 21.14 | 19.14 | 24.28 | 80.31 | 11.43 | 22.90 | 19.80 | 25.66 | 79.79 | 16.28 |
| YoY | 32.67% | 30.54% | 29.37% | 25.07% | 22.07% | 23.30% | 24.61% | -27.38% | 8.31% | 3.42% | 5.67% | -0.65% | 42.36% |
| 净利润（亿元） | 31.59 | 43.88 | 6.82 | 13.65 | 13.08 | 23.17 | 56.71 | 3.71 | 14.54 | 12.10 | 12.92 | 43.26 | 5.34 |
| YoY | 53.97% | 38.91% | 22.28% | -8.52% | 23.44% | 81.17% | 29.25% | -45.58% | 6.48% | -7.45% | -44.25% | -23.71% | 43.82% |
| 调整后净利润（亿元） | 32.30 | 42.01 | 9.66 | 13.76 | 13.18 | 16.32 | 52.92 | 6.35 | 14.54 | 12.10 | 12.91 | 45.90 | 7.82 |
| YoY | 49.21% | 30.08% | 27.63% | 25.57% | 24.56% | 26.50% | 25.97% | -34.28% | 5.65% | -8.21% | -20.90% | -13.28% | 23.05% |
| 快递单价（元） | 1.96 | 1.81 | 1.79 | 1.53 | 1.53 | 1.65 | 1.62 | 1.43 | 1.21 | 1.25 | 1.33 | 1.29 | 1.27 |
| YoY | -6.03% | -7.71% | -7.13% | -11.46% | -13.10% | -9.53% | -10.47% | -19.97% | -21.36% | -18.23% | -19.86% | -20.37% | -11.65% |
| 快递单件成本（元） | 1.16 | 1.05 | 1.10 | 0.85 | 0.90 | 1.00 | 0.95 | 0.95 | 0.71 | 0.82 | 0.85 | 0.82 | 0.90 |
| YoY | -7.33% | -9.71% | -6.15% | -8.59% | -10.72% | -9.62% | -9.10% | -13.15% | -17.04% | -8.97% | -14.55% | -14.26% | -5.18% |
| 快递单件毛利（元） | 0.79 | 0.76 | 0.70 | 0.68 | 0.63 | 0.66 | 0.66 | 0.48 | 0.50 | 0.43 | 0.47 | 0.47 | 0.36 |
| YoY | -4.05% | -4.76% | -8.63% | -14.82% | -16.33% | -9.40% | -12.37% | -30.75% | -26.76% | -31.59% | -27.90% | -29.18% | -24.48% |
| 调整后单件净利润（元） | 0.52 | 0.49 | 0.43 | 0.44 | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.27 | 0.32 | 0.26 | 0.24 | 0.27 | 0.17 |
| YoY | 7.92% | -5.09% | -9.86% | -14.48% | -14.62% | -7.04% | -11.41% | -37.33% | -28.57% | -39.28% | -46.03% | -38.18% | -34.72% |
| 快递业务毛利率 | 40.56% | 41.85% | 38.78% | 44.38% | 40.94% | 39.76% | 40.96% | 33.56% | 41.33% | 34.25% | 35.77% | 36.43% | 28.69% |
| 调整后净利润率 | 26.53% | 27.28% | 23.81% | 28.88% | 28.20% | 26.72% | 26.99% | 18.65% | 26.23% | 20.94% | 17.99% | 20.96% | 13.78% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含货代、物料、其他；净利润率的分母为快递业务收入

图表 37、韵达股份（002120）主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 | 21Q1 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 业务量 (亿件) | 47.20 | 69.85 | 17.84 | 25.50 | 25.99 | 30.97 | 100.30 | 19.10 | 37.19 | 40.13 | 45.40 | 141.82 | 36.03 |
| YoY | 46.86% | 47.99% | 41.48% | 47.06% | 47.00% | 39.38% | 43.59% | 7.06% | 45.84% | 54.41% | 46.59% | 41.40% | 88.64% |
| 快递业务收入 (亿元) | 91.41 | 120.21 | 61.49 | 81.34 | 82.07 | 94.74 | 319.64 | 51.91 | 80.69 | 84.32 | 99.71 | 316.63 | 79.31 |
| YoY | 33.50% | 31.51% | 156.53% | 189.34% | 187.52% | 139.36% | 165.91% | -15.58% | -0.80% | 2.74% | 5.24% | -0.94% | 52.78% |
| 快递业务成本 (亿元) | 64.90 | 85.07 | 52.15 | 70.37 | 72.86 | 87.99 | 283.36 | 47.66 | 76.26 | 77.77 | 91.68 | 291.99 | 72.74 |
| YoY | 37.06% | 31.07% | 213.89% | 260.69% | 259.04% | 207.11% | 233.11% | -8.61% | 8.38% | 6.75% | 4.19% | 3.04% | 51.73% |
| 快递业务毛利 (亿元) | 26.50 | 35.14 | 9.34 | 10.97 | 9.21 | 6.75 | 36.28 | 4.25 | 4.42 | 6.55 | 8.03 | 24.64 | 6.57 |
| YOY | 25.53% | 32.59% | 26.97% | 27.52% | 11.66% | -38.21% | 3.23% | -54.48% | -59.67% | -28.93% | 18.93% | -32.07% | 65.48% |
| 归母净利润(亿元) | 15.89 | 26.98 | 5.67 | 7.30 | 6.59 | 6.68 | 26.23 | 3.34 | 3.47 | 3.39 | 3.84 | 14.04 | 2.29 |
| YoY | 35.01% | 69.76% | 40.38% | 22.31% | -32.81% | -6.89% | -2.78% | -41.06% | -52.45% | -48.54% | -42.42% | -46.45% | -31.57% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 15.40 | 21.35 | 5.00 | 6.87 | 5.98 | 6.29 | 24.14 | 2.60 | 3.00 | 2.95 | 3.55 | 12.10 | 1.80 |
| YoY | 33.71% | 38.66% | 38.08% | 20.70% | 24.96% | -13.28% | 13.06% | -48.02% | -56.40% | -50.69% | -43.47% | -49.88% | -30.70% |
| 韵达 快递单价(元) | 1.94 | 1.72 | 3.45 | 3.19 | 3.16 | 3.06 | 3.19 | 2.72 | 2.17 | 2.10 | 2.20 | 2.23 | 2.20 |
| YoY | -9.09% | -11.13% | 81.32% | 96.75% | 95.59% | 71.74% | 85.18% | -21.15% | -31.98% | -33.46% | -28.21% | -29.94% | -19.01% |
| 快递单件成本 (元) | 1.38 | 1.22 | 2.92 | 2.76 | 2.80 | 2.84 | 2.83 | 2.50 | 2.05 | 1.94 | 2.02 | 2.06 | 2.02 |
| YoY | -6.67% | -11.43% | 121.87% | 145.27% | 144.24% | 120.34% | 131.98% | -14.64% | -25.69% | -30.87% | -28.92% | -27.12% | -19.56% |
| 快递扣派费单价成 本(元) | 1.38 | 1.22 | 1.17 | 1.01 | 1.05 | 1.15 | 1.09 | 0.85 | 0.63 | 0.56 | 0.94 | 0.88 | 0.92 |
| YoY | -6.67% | -11.43% | -10.95% | -10.27% | -8.23% | -10.93% | -10.26% | -27.96% | -37.83% | -47.01% | -18.18% | -19.13% | -9.02% |
| 快递单件毛利(元) | 0.56 | 0.50 | 0.52 | 0.43 | 0.35 | 0.22 | 0.36 | 0.22 | 0.12 | 0.16 | 0.18 | 0.17 | 0.18 |
| YoY | -14.52% | -10.40% | -10.25% | -13.29% | -24.04% | -55.67% | -28.11% | -57.49% | -72.34% | -53.97% | -18.87% | -51.96% | -12.28% |
| 扣非归母单件净利 润(元) | 0.33 | 0.31 | 0.28 | 0.27 | 0.23 | 0.20 | 0.24 | 0.14 | 0.08 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.05 |
| YoY | -8.96% | -6.30% | -2.40% | -17.92% | -15.00% | -37.78% | -21.26% | -51.45% | -70.10% | -68.07% | -61.44% | -64.56% | -63.27% |
| 快递业务毛利率 | 28.99% | 27.62% | 29.23% | 36.47% | 36.76% | 34.37% | 27.14% | 24.86% | 33.33% | 27.43% | -10.49% | 16.43% | -14.69% |
| 扣非归母净利润率 | 16.85% | 17.76% | 15.17% | 16.88% | 14.34% | 12.88% | 16.55% | 10.73% | 10.07% | 9.55% | 9.20% | 8.07% | 6.24% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：毛利率和净利润率的分母均为可比口径的快递业务收入，即扣除派费

图表 38、圆通速递（600233）主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 | 21Q1 |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 业务量（亿件） | 50.64 | 66.64 | 16.57 | 21.45 | 23.49 | 29.64 | 91.15 | 16.65 | 32.71 | 33.65 | 43.47 | 126.48 | 31.45 |
| YoY | 13.54% | 31.60% | 39.60% | 31.84% | 44.11% | 33.51% | 36.78% | 0.48% | 52.49% | 43.25% | 46.66% | 38.76% | 88.89% |
| 快递业务收入（亿元） | 186.21 | 229.48 | 55.52 | 65.65 | 64.34 | 83.05 | 268.56 | 45.11 | 71.22 | 72.72 | 98.25 | 287.30 | 74.26 |
| YoY | 14.85% | 23.24% | 25.18% | 17.11% | 21.41% | 9.16% | 17.03% | -18.75% | 8.48% | 13.03% | 18.30% | 6.98% | 64.62% |
| 快递业务成本（亿元） | 166.62 | 201.65 | 49.12 | 57.69 | 54.37 | 75.93 | 237.11 | 40.23 | 65.03 | 69.55 | 94.58 | 269.40 | 69.29 |
| YoY | 17.62% | 21.02% | 27.28% | 13.63% | 14.96% | 16.82% | 17.58% | -18.08% | 12.73% | 23.97% | 27.46% | 13.62% | 68.97% |
| 快递业务毛利（亿元） | 19.59 | 27.83 | 6.40 | 7.96 | 9.97 | 7.12 | 31.45 | 4.88 | 6.18 | 3.17 | 3.67 | 17.90 | 4.97 |
| YoY | -4.35% | 42.06% | 11.10% | 50.51% | 74.99% | -35.76% | 13.02% | -23.88% | -22.32% | -61.49% | -58.51% | -43.08% | 21.15% |
| 归母净利润（亿元） | 14.43 | 19.04 | 3.65 | 4.98 | 5.14 | 2.91 | 16.68 | 2.71 | 7.00 | 4.15 | 3.81 | 17.67 | 3.71 |
| YoY | 5.16% | 31.97% | 15.66% | 2.41% | 13.51% | -55.18% | 12.41% | -25.74% | 40.63% | -19.22% | 30.75% | 5.94% | 36.69% |
| 扣非归母净利润（亿元） | 13.71 | 18.38 | 3.57 | 4.73 | 5.12 | 5.37 | 18.78 | 2.34 | 6.63 | 3.14 | 3.29 | 15.40 | 3.39 |
| YoY | 5.49% | 34.11% | 19.41% | 0.41% | 17.41% | -15.13% | 2.17% | -34.34% | 40.23% | -38.65% | -38.72% | -18.00% | 44.81% |
| 快递单价（元） | 3.68 | 3.44 | 3.35 | 3.06 | 2.74 | 2.80 | 2.95 | 2.71 | 2.18 | 2.16 | 2.26 | 2.27 | 2.36 |
| YoY | 1.15% | -6.35% | -10.33% | -11.17% | -15.75% | -18.24% | -14.44% | -19.14% | -28.86% | -21.10% | -19.33% | -22.90% | -12.85% |
| 快递单件成本（元） | 3.29 | 3.03 | 2.96 | 2.69 | 2.31 | 2.56 | 2.60 | 2.42 | 1.99 | 2.07 | 2.18 | 2.13 | 2.20 |
| YoY | 3.59% | -8.03% | -8.82% | -13.81% | -20.23% | -12.50% | -14.04% | -18.48% | -26.07% | -13.46% | -13.09% | -18.12% | -10.55% |
| 快递单件毛利（元） | 0.39 | 0.42 | 0.39 | 0.37 | 0.42 | 0.24 | 0.35 | 0.29 | 0.19 | 0.09 | 0.08 | 0.14 | 0.16 |
| YoY | -15.76% | 7.95% | -20.41% | 14.16% | 21.43% | -51.88% | -17.37% | -24.24% | -49.06% | -73.12% | -71.71% | -58.98% | -35.86% |
| 扣非归母单件净利润（元） | 0.27 | 0.28 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 0.18 | 0.21 | 0.14 | 0.20 | 0.09 | 0.08 | 0.12 | 0.11 |
| YoY | -7.10% | 1.91% | -14.46% | -23.84% | -18.53% | -36.44% | -25.30% | -34.66% | -8.04% | -57.18% | -58.22% | -40.91% | -23.34% |
| 快递业务毛利率 | 10.52% | 12.13% | 11.54% | 12.13% | 15.49% | 8.57% | 11.71% | 10.81% | 8.68% | 4.36% | 3.74% | 6.23% | 6.69% |
| 扣非归母净利润率 | 7.36% | 8.01% | 6.43% | 7.20% | 7.95% | 6.47% | 6.99% | 5.19% | 9.31% | 4.32% | 3.35% | 5.36% | 4.57% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：快递业务不含小包裹服务、增值服务、仓储业务、其他等；净利润率的分母为快递业务收入

图表 39、申通快递（002468）主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 | 21Q1 |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 业务量（亿件） | 38.98 | 51.16 | 12.78 | 17.34 | 20.35 | 23.24 | 73.71 | 11.20 | 23.97 | 24.35 | 28.66 | 88.18 | 21.39 |
| YoY | 19.64% | 31.23% | 45.23% | 48.43% | 52.92% | 33.79% | 44.08% | -12.36% | 38.24% | 19.66% | 23.32% | 19.63% | 90.98% |
| 快递业务收入（亿元） | 125.56 | 166.95 | 43.63 | 52.09 | 58.47 | 71.92 | 226.10 | 35.38 | 53.26 | 51.99 | 67.10 | 210.90 | 52.26 |
| YoY | 28.66% | 32.97% | 53.48% | 42.02% | 33.68% | 23.75% | 35.43% | -18.91% | 2.26% | -11.08% | -6.71% | -6.72% | 47.59% |
| 快递业务成本（亿元） | 102.48 | 139.87 | 37.40 | 45.52 | 51.47 | 68.82 | 203.21 | 33.67 | 51.80 | 52.14 | 66.14 | 205.29 | 50.86 |
| YoY | 30.88% | 36.49% | 59.71% | 55.62% | 39.90% | 36.52% | 45.29% | -9.98% | 13.79% | 1.30% | -3.89% | 1.02% | 50.85% |
| 快递业务毛利（亿元） | 23.08 | 27.08 | 6.23 | 6.56 | 7.00 | 3.10 | 22.89 | 1.71 | 1.46 | -0.14 | 0.95 | 5.61 | 1.40 |
| YoY | 19.66% | 17.33% | 24.36% | -11.57% | 0.77% | -59.78% | -15.48% | -72.52% | -77.71% | -102.06% | -69.21% | -75.49% | -17.18% |
| 归母净利润（亿元） | 14.88 | 20.49 | 4.05 | 4.27 | 2.73 | 3.03 | 14.08 | 0.58 | 0.12 | -0.65 | 0.31 | 0.36 | -0.90 |
| YoY | 17.93% | 37.73% | 7.22% | -12.73% | -63.23% | -31.01% | -31.27% | -85.60% | -97.12% | -123.96% | -89.71% | -97.42% | -253.39% |
| 申通扣非归母净利润（亿元） | 13.86 | 17.21 | 3.72 | 4.10 | 2.67 | 2.94 | 13.43 | 0.22 | 0.09 | -0.83 | 0.20 | -0.31 | -0.95 |
| YoY | 17.20% | 24.12% | 10.63% | -16.89% | -38.30% | -35.92% | -21.96% | -93.96% | -97.74% | -131.04% | -93.18% | -102.31% | -524.16% |
| 快递单价（元） | 3.22 | 3.26 | 3.41 | 3.00 | 2.87 | 3.09 | 3.07 | 3.16 | 2.22 | 2.14 | 2.34 | 2.39 | 2.44 |
| YoY | 7.54% | 1.32% | 5.69% | -4.32% | -12.58% | -7.50% | -6.00% | -7.47% | -26.03% | -25.68% | -24.35% | -22.03% | -22.72% |
| 快递单件成本（元） | 2.63 | 2.73 | 2.93 | 2.63 | 2.53 | 2.96 | 2.76 | 3.01 | 2.16 | 2.14 | 2.31 | 2.33 | 2.38 |
| YoY | 9.39% | 4.00% | 9.97% | 4.84% | -8.52% | 2.04% | 0.84% | 2.72% | -17.69% | -15.34% | -22.07% | -15.55% | -21.01% |
| 快递单件毛利（元） | 0.59 | 0.53 | 0.49 | 0.38 | 0.34 | 0.13 | 0.31 | 0.15 | 0.06 | -0.01 | 0.03 | 0.06 | 0.07 |
| YoY | 0.02% | -10.59% | -14.37% | -40.42% | -34.10% | -69.94% | -41.34% | -68.65% | -83.88% | -101.72% | -75.03% | -79.51% | -56.63% |
| 扣非归母单件净利润（元） | 0.36 | 0.34 | 0.29 | 0.24 | 0.13 | 0.13 | 0.18 | 0.02 | 0.00 | -0.03 | 0.01 | 0.00 | -0.04 |
| YoY | -2.04% | -5.42% | -23.83% | -44.01% | -59.65% | -52.11% | -45.84% | -93.10% | -98.37% | -125.94% | -94.47% | -101.93% | -322.09% |
| 快递业务毛利率 | 18.38% | 16.22% | 14.27% | 12.60% | 11.97% | 4.31% | 10.12% | 4.84% | 2.75% | -0.28% | 1.42% | 2.66% | 2.69% |
| 扣非归母净利润率 | 11.04% | 10.31% | 8.53% | 7.87% | 4.56% | 4.09% | 5.94% | 0.64% | 0.17% | -1.59% | 0.30% | -0.15% | -1.82% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40、百世集团 (BEST.N) 主要财务指标

| | 2017 | 2018 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 2019 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 2020 |
|-------------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 业务量 (亿件) | 37.69 | 54.70 | 13.41 | 19.07 | 18.91 | 24.38 | 75.76 | 13.16 | 22.75 | 23.61 | 25.84 | 85.35 |
| YoY | 74.07% | 45.12% | 41.04% | 48.97% | 37.91% | 30.48% | 38.50% | -1.87% | 19.28% | 24.86% | 6.00% | 12.66% |
| 快递业务收入 (亿元) | 127.86 | 177.03 | 42.63 | 54.46 | 52.02 | 68.96 | 218.08 | 33.67 | 51.52 | 50.76 | 58.23 | 194.18 |
| YoY | 137.27% | 38.45% | 32.21% | 30.38% | 19.38% | 16.02% | 23.19% | -21.03% | -5.41% | -2.42% | -15.56% | -10.96% |
| 快递业务成本 (亿元) | 124.36 | 169.16 | 41.37 | 52.02 | 49.57 | 64.84 | 207.80 | 34.91 | 48.74 | 52.05 | 59.00 | 194.71 |
| YoY | 119.27% | 36.03% | 29.45% | 31.76% | 19.76% | 15.12% | 22.84% | -15.60% | -6.30% | 5.00% | -9.00% | -6.30% |
| 快递业务毛利 (亿元) | 3.51 | 7.87 | 1.27 | 2.44 | 2.45 | 4.12 | 10.28 | -1.25 | 2.78 | -1.29 | -0.77 | -0.53 |
| YoY | -224.14% | 124.41% | 332.95% | 6.72% | 12.32% | 32.42% | 30.56% | -198.28% | 13.64% | -152.81% | -118.73% | -105.19% |
| 净利润 (亿元) | -12.28 | -5.08 | -2.33 | -0.22 | -0.07 | 0.43 | -2.19 | -7.51 | -0.31 | -6.40 | -2.62 | -16.83 |
| YoY | -9.93% | -58.60% | -31.27% | -76.14% | -86.88% | -280.97% | -56.91% | 221.64% | 38.12% | 9450.61% | -703.34% | 668.29% |
| 调整后净利润 (亿元) | -9.23 | -4.52 | -2.08 | 0.06 | 0.17 | 0.61 | -1.24 | -7.12 | 0.06 | 0.17 | -4.76 | -15.69 |
| YoY | -32.34% | -51.01% | -33.89% | -111.68% | -116.51% | 203.50% | -72.54% | 241.76% | 0.00% | 0.00% | -879.56% | 1164.44% |
| 快递单价 (元) | 3.39 | 3.24 | 3.18 | 2.86 | 2.75 | 2.83 | 2.88 | 2.56 | 2.26 | 2.15 | 2.25 | 2.28 |
| YoY | 36.31% | -4.59% | -6.26% | -12.47% | -13.43% | -11.08% | -11.06% | -19.53% | -20.70% | -21.81% | -20.37% | -20.96% |
| 快递单件成本 (元) | 3.30 | 3.09 | 3.09 | 2.73 | 2.62 | 2.66 | 2.74 | 2.65 | 2.14 | 2.21 | 2.28 | 2.28 |
| YoY | 25.97% | -6.26% | -8.21% | -11.55% | -13.16% | -11.77% | -11.31% | -13.99% | -21.45% | -15.86% | -14.19% | -16.83% |
| 快递单价毛利 (元) | 0.09 | 0.14 | 0.09 | 0.13 | 0.13 | 0.17 | 0.14 | -0.09 | 0.12 | -0.05 | -0.03 | -0.01 |
| YoY | -171.32% | 54.64% | 206.98% | -28.36% | -18.56% | 1.49% | -5.73% | -200.15% | -4.73% | -142.32% | -117.66% | -104.61% |
| 快递业务毛利率 | 2.74% | 4.45% | 2.97% | 4.49% | 4.71% | 5.97% | 4.71% | -3.70% | 5.39% | -2.55% | -1.32% | -0.27% |
| 调整后净利润率 | -7.21% | -2.55% | -4.89% | 0.12% | 0.32% | 0.88% | -0.57% | -21.15% | 0.13% | 0.33% | -8.17% | -8.08% |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理，百世净利润包含了非快递业务

注：净利润率的分母为快递业务收入

图表 41、盈利预测与估值表

| 代码 | 公司 | 股价 (人民币元) | EPS (人民币元) | | | | PE | | | | PB | 市值 (亿元人民币) |
|--------|-------|--------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|------|------------|
| | | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 002352 | 顺丰控股 | 69.51 | 1.61 | 1.48 | 1.85 | 2.39 | 54.87 | 46.97 | 37.57 | 29.08 | 5.61 | 3167.18 |
| 002120 | 韵达股份 | 13.63 | 0.48 | 0.59 | 0.69 | 0.85 | 32.41 | 23.10 | 19.75 | 16.04 | 2.75 | 395.15 |
| 600233 | 圆通速递 | 10.26 | 0.56 | 0.62 | 0.69 | 0.86 | 20.57 | 16.55 | 14.87 | 11.93 | 1.89 | 324.20 |
| 002468 | 申通快递 | 7.77 | 0.02 | 0.10 | 0.11 | 0.13 | 424.76 | 77.70 | 70.64 | 59.77 | 1.35 | 118.94 |
| 603056 | 德邦股份* | 11.50 | 0.59 | 0.71 | 0.87 | 0.97 | 21.59 | 16.20 | 13.22 | 11.86 | 2.55 | 118.10 |
| ZTO | 中通快递* | 202.10 | 5.42 | 5.93 | 7.60 | 8.55 | 37.74 | 34.08 | 26.59 | 23.64 | 3.54 | 1741.87 |
| BEST | 百世集团* | 8.19 | -5.23 | -1.32 | -0.67 | 1.45 | -2.56 | -6.20 | -12.22 | 5.65 | 1.81 | 31.66 |

数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：带星号为市场一致预期，美股按美元兑人民币汇率 6.5 换算；数据截至 2021.6.15

二、航空机场：航空景气周期如何演绎

2.1、航空：需求进入持续上升通道，静待行业供需反转

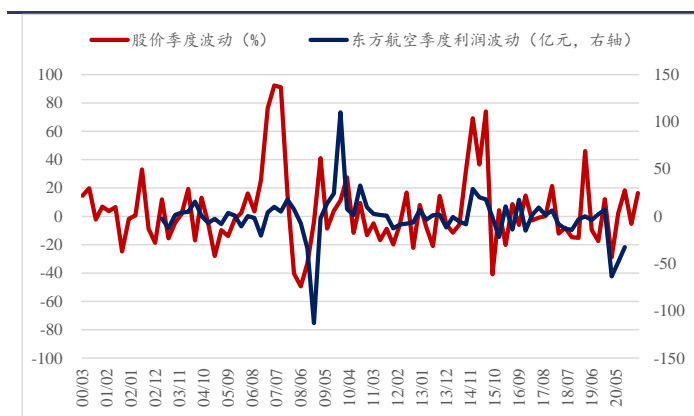
在 2020 年 7 月的深度报告《走在曲线之前——机场航空复苏的三大拐点》一文中，我们提出，行业的复苏要经历三大拐点，分别起飞拐点、盈利拐点和弹性拐点，去年 2-3 季度航班量和客流迅速恢复，3 季度行业内主要公司恢复盈利已经初步验证了我们的判断。今年 3 月份以来，随着海外疫情的好转和国内出行限制解除后民航需求的快速恢复，航空股快速回升，三大航股价最高均突破了 19 年疫情前水平，未来随着票价、业绩的恢复以及盈利弹性的出现，航空股的走势如何，油价和汇率在其中的作用又是如何，我们试图从航空股的历史波动寻找答案。

● 2.1.1、行业总体趋势：业绩是关键因素

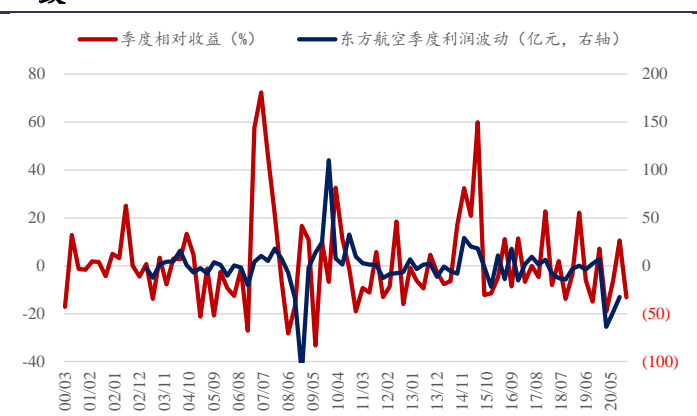
业绩预期是影响航空股走势的根本因素，但是市场环境决定股价弹性。回顾 2000 年以来航空公司的季度股价波动和业绩波动，我们发现，三大航的股价的季度波动方向和利润的波动方向基本一致，但是股价波动的幅度和业绩波动浮动不是线性相关的，受当时的市场环境的影响较大，例如 07 年和 14-15 年，受当时的牛市环境影响，股价涨幅较大；此外，股价的波动与业绩的波动也不是完全同步的，例如 09-10 年行业从金融危机冲击中恢复时，股价的反弹先于业绩的反弹。

图表 42、东方航空季度股价波动和业绩方向基本一致

图表 43、东方航空季度相对收益波动和业绩方向基本一致

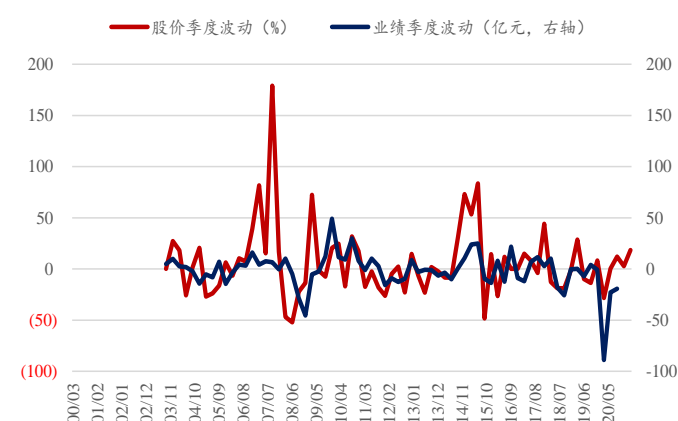


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



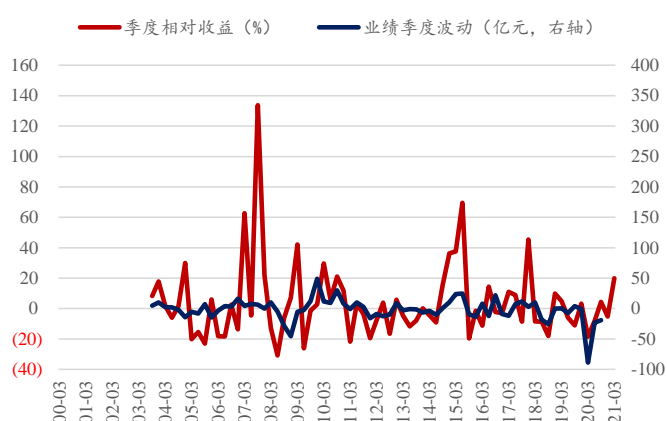
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 44、南方航空季度股价波动和业绩方向基本一致



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、南方航空季度相对收益波动和业绩方向基本一致



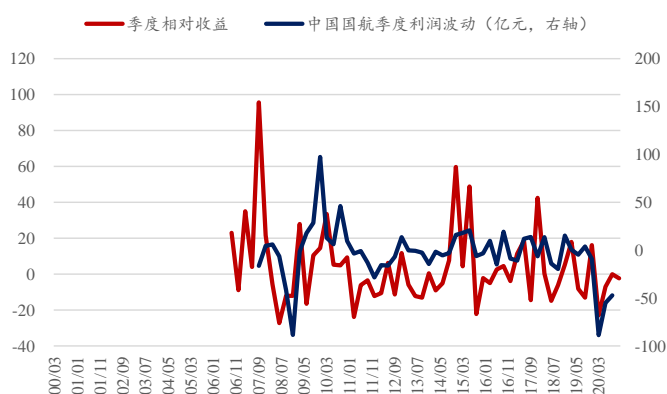
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 46、中国国航航空季度股价波动和业绩方向基本一致



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47、中国国航季度相对收益波动和业绩方向基本一致

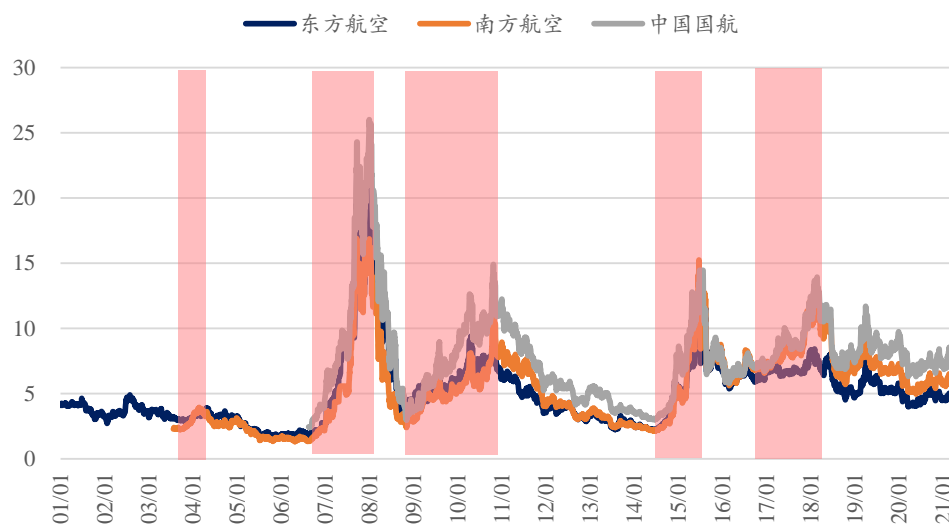


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2.1.2、重点阶段回顾

考虑到三大航股价波动和行业所处的特殊阶段，对 03 年非典后、07 年、09-10 年金融危机后、14-15 年、17 年五个阶段行业基本面的变化、外围因素的变化以及股价走势的变化进行个案分析。

图表 48、2001-2020 年三大航股价走势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2003 年下半年至 2004 年 Q1：非典后需求和盈利的修复驱动

1) 2003 年非典对行业冲击主要集中在当年二季度，四季度和次年一季度客流大幅增长。2002 年末，广东地区开始出现非典病例，对于民航业来说，2003 年一季度，航空运输生产发展开局良好，运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别比上年同期增长 17.8%、14.1%和 15.1%。一季度开始形势逐渐恶化，3 月 12 日，世界卫生组织发布 SARS 全球警报，此后情况急转直下，全国出行人数大幅下降，中国民航也在这时开始面临直接冲击；4 月 20 日，北京市公布的非典确诊病例数飙升，从前一天的 37 例陡增至 339 例，同时政府宣布将非典型肺炎列入法定传染病进行依法管理，将原来五天公布一次疫情改为每天公布一次，当年“五一黄金周”也被暂停，多所高校宣布停课。一系列措施实施后，民航旅客运输量开始直线下跌，整个 4 月民航完成民航旅客运量，旅客周转量，同比下降 25.7%和 17.1%；5 月，SARS 疫情对民航客运的影响到达顶峰，五月第一周，中国累计航班班次同比下降 61.1%，完成客运量 34.4 万人，同比下滑 81.2%，整个 5 月份我国民航旅客运输量降幅超 70%。整个第二季度，我国民航旅客运输量同比降幅近 5 成，比 2002 年同期减少旅客约 1000 万人。

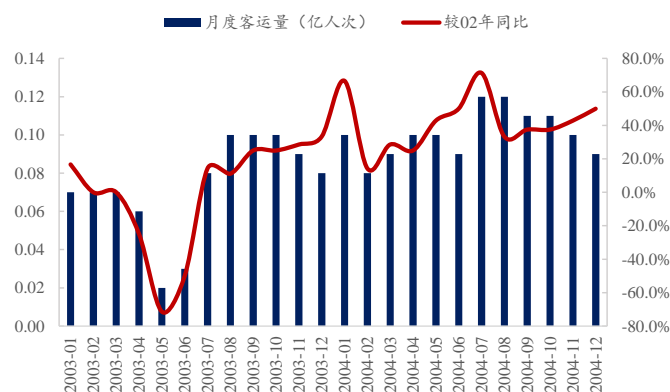
随着一系列有效措施的采取，二季度末非典形势快速好转，6 月 1 日，卫生部宣布北京市防治非典型肺炎指挥部撤销。6 月 20 日，小汤山医院最后 18 名患者出院。6 月份以后，在行业振兴措施促进和国家政策扶持下，国内航空运输量开始恢复，下半年运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比分别增长 14.7%、20.1%和 14.3%，2003 年全行业完成运输总周转量 171 亿吨公里，旅客运输量 8759 万人，货邮运输量 219 万吨，分别比上年增长 3.6%、1.9%和 8.4%，03 年 Q4 和 04 年 Q1 客流增幅都近 3 成。

从利润修复的角度，03 年三季度东航已经恢复盈利，四季度作为传统淡季受益于

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

需求的大幅增长持续盈利（02年同期亏损），盈利水平超过当年三季度，04年开始油价成本增长的逐渐体现，虽然需求保持较高增长，但前三季度盈利环比基本持平，四季度再度亏损。

图表 49、03 年 7 月客流同比转正



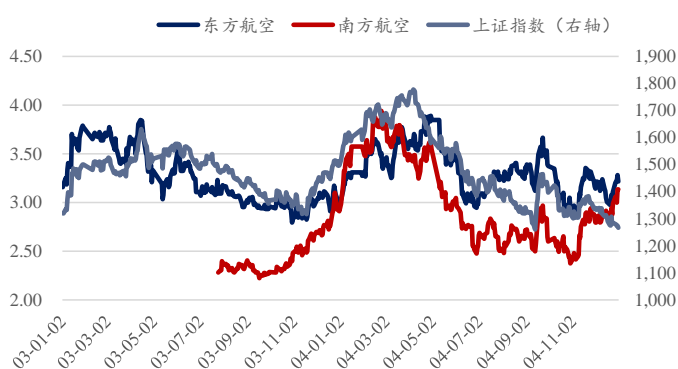
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 50、非典冲击后油价恢复上涨，04Q2 恢复到非典前水平



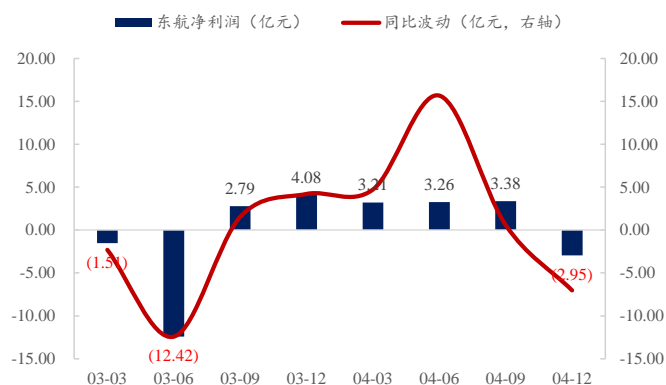
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 51、非典后股价上涨主要集中在 03Q4 和 04Q1



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 52、2003 年 3 季度东航恢复盈利



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 同时期股价波动相对较小，基本和客流及业绩表现同步。2003 年一季度民航数据表现依然较好，市场对非典影响预期不足，航空公司股价受影响也较小，03 年 1-3 月东航股价分别波动 15%、-2.5%、-0.5%，二三季度股价受非典影响较大，东航二三季度股价累计下跌 19.4%，四季度和次年一季度随着需求和盈利的大幅增长以及整体市场环境的恢复，股价开始修复，东航股价在这两个季度分别上涨 1.7%、19.3%，03 年三季度上市的南方航空股价分别上涨 27.3%、18.2%，但相对指数而言，相对收益较小。

图表 53、2003-2004 年主要指标季度表现

| | 涨跌幅 | | | 客流 | | 布伦特油价 | |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| | 南方航空 | 东方航空 | 上证指数 | 客流量 (亿人次) | 同比 | 季度均值 (美元/桶) | 同比 |
| 2003-03-31 | | 11.9% | 11.3% | 0.21 | 5.0% | 30.7 | 43.1% |
| 2003-06-30 | | -15.4% | -1.6% | 0.11 | -47.6% | 25.9 | 1.5% |
| 2003-09-30 | | -4.7% | -8.0% | 0.28 | 16.7% | 28.2 | 5.3% |
| 2003-12-31 | 27.2% | 1.7% | 9.5% | 0.27 | 28.6% | 29.1 | 10.4% |
| 2004-03-31 | 18.2% | 19.3% | 16.3% | 0.27 | 28.6% | 31.3 | 2.1% |
| 2004-06-30 | -25.6% | -17.0% | -19.7% | 0.29 | 163.6% | 35.2 | 36.2% |
| 2004-09-30 | 1.6% | 13.1% | -0.2% | 0.35 | 25.0% | 40.7 | 44.6% |
| 2004-12-31 | 20.6% | -4.7% | -9.3% | 0.3 | 11.1% | 44.7 | 53.6% |

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2006 年末-2007 年：需求高增长+市场环境驱动

1) 07 年航空股大涨的重要市场背景是当时波澜壮阔的牛市环境，航空股收益明显跑赢大盘。受益于当时经济的高速增长、全球牛市氛围、资金的广泛参与，06-07 年市场整体大幅上涨，上证指数最高突破 6000 点，两年(06.01.01-07.12.31,前复权)累计上涨 353%，航空股明显跑赢大盘，两年内东航及南航股价累计分别上涨 1066%和 954%，国航股价自 06 年三季度 A 股上市后累计上涨 885%，除去航空公司的基本面和业绩改善，当时狂热的市场环境对估值水平的提升起到了很大的推动作用。

2) 东航、南航相继启动股权分置改革是本轮大涨的重要催化剂。股改是 06-07 年牛市的重要催化，对于航空股亦是如此，2006 年南航、东航先后出现在股改名单上、启动股改工作，东航 07 年 1 月完成股改，南航于 07 年 6 月完成股改。此外，东航引入战略投资者新加坡航空以及当时传播甚广的三大航重组传闻也在一定程度上加快了航空股股价的上涨。

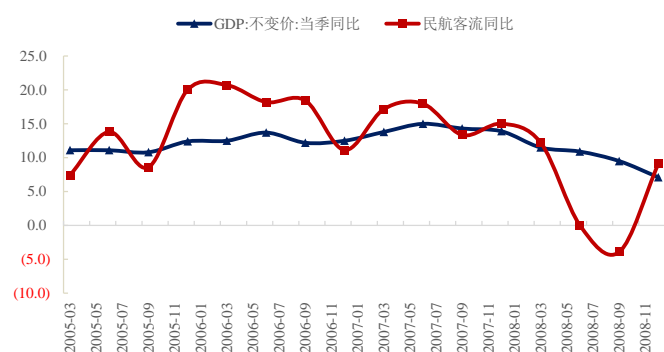
3) 宏观经济高速增长，带动需求和业绩不断超预期，为本轮航空股上涨的提供了基本面支撑。受益于宏观经济的高速增长，2005-2007 年民航需求持续超预期，3 年旅客周转量复合增速达 16.5%。同时受益于当时相对稳定的油价水平和收益的增长，毛利水平持续增长。此外，受益于人民币的升值，航空公司汇兑收益大幅增长，多重因素共同推动利润增长。

4) 从时间节奏上看，股价的上涨主要发生 06Q4-07Q4，尤其是 07 年第三季度，国航、南航、东航涨幅分别达到 141%、179%、91%，与航空基本面的改善节奏基本一致。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

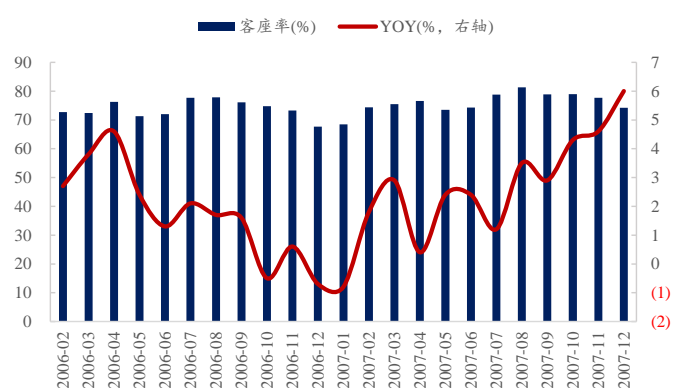
- 34 -

图表 54、2005 年-2007 年宏观经济和民航需求持续高速增长 (%)



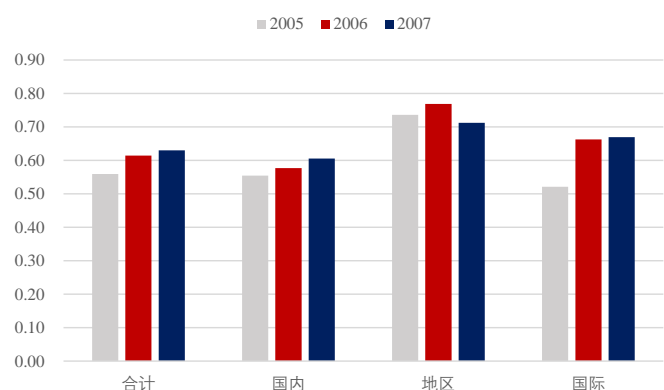
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 55、2007 年行业客座率加速提升



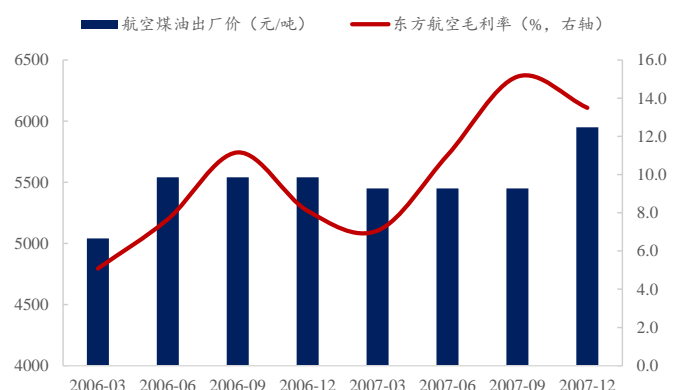
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 56、2006 年-2007 年东航客公里收益持续提升



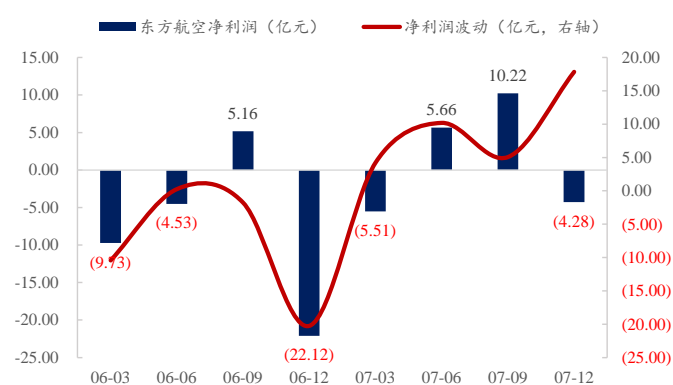
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 57、2006-2007 年东航毛利率持续增长



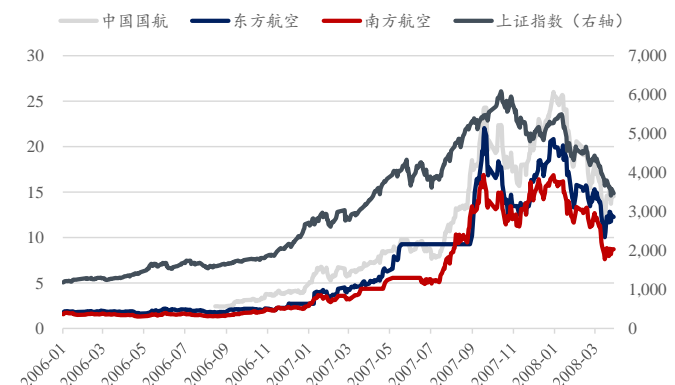
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 58、2007 年东航净利润同比大幅改善



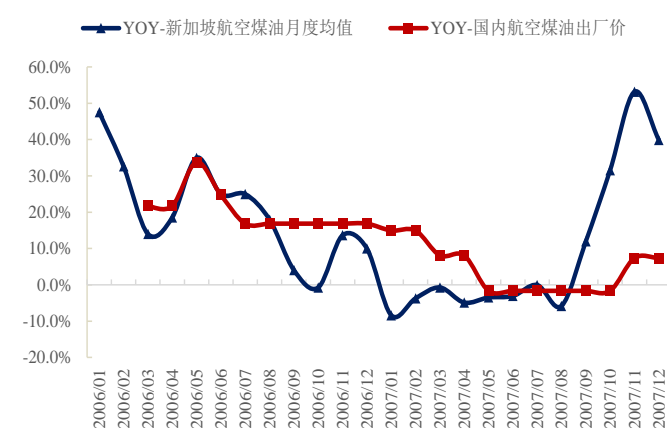
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 59、2007 年航空公司股价大幅上涨



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 60、国内航空煤油出厂价调整相对滞后



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 61、05 年汇改后人民币大幅升值



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

5) 后期油价的大幅上涨和市场下跌、金融危机导致基本面恶化终结了本轮行情。

当时航油价格是内外双轨制,国内航油价格的调整明显滞后于国际油价,07 年末国际油价大幅上涨,国内航空煤油价格的调整虽然滞后,但是当时关于油价对利润侵蚀的担忧逐渐增长。进入 08 年以后,A 股大行情受国际市场暴跌、基金赎回、外汇占款下降等利空消息影响逐渐瓦解,同时美国金融危机对航空业的影响逐渐体现,股价开始大幅下跌。

图表 62、2006-2007 年主要指标季度表现

| | 涨跌幅 | | | | 客流 | | 布伦特油价 | | 美元兑人民币中间价 | |
|------------|--------|--------|-------|-------|----------|-------|------------|-------|-----------|-------|
| | 中国国航 | 南方航空 | 东方航空 | 上证指数 | 客流量(亿人次) | 同比 | 月度均值(美元/桶) | 同比 | 季末值 | 环比 |
| 2006-03-31 | 0.0% | -6.4% | 2.5% | 11.8% | 0.35 | 20.7% | 62.7 | 30.8% | 8.017 | -0.7% |
| 2006-06-30 | 0.0% | 10.5% | 16.2% | 28.8% | 0.39 | 18.2% | 70.4 | 33.2% | 7.9956 | -0.3% |
| 2006-09-29 | 27.9% | 7.3% | 3.5% | 4.8% | 0.45 | 18.4% | 70.7 | 14.2% | 7.9087 | -1.1% |
| 2006-12-29 | 43.9% | 39.1% | 25.6% | 52.7% | 0.4 | 11.1% | 60.6 | 4.9% | 7.8087 | -1.3% |
| 2007-03-30 | 54.0% | 81.7% | 76.6% | 19.0% | 0.41 | 17.1% | 58.6 | -6.5% | 7.7342 | -1.0% |
| 2007-06-29 | 24.1% | 15.5% | 92.4% | 20.0% | 0.46 | 17.9% | 68.7 | -2.5% | 7.6155 | -1.5% |
| 2007-09-28 | 141.0% | 179.0% | 91.1% | 45.3% | 0.51 | 13.3% | 74.6 | 5.4% | 7.5108 | -1.4% |
| 2007-12-28 | 16.3% | 16.7% | 16.0% | -5.2% | 0.46 | 15.0% | 88.5 | 46.1% | 7.3046 | -2.7% |

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2009-2010 年: 危机后需求-盈利修复驱动, 股价启动早于业绩修复

1) 需求和盈利复苏是主要驱动因素。受美国金融危机影响,国际客流大幅下滑,国际航线客流从 08 年 Q2 开始同比下滑,09 年 Q3 同比止跌回升,10 年 Q1 才恢复到 07 危机前水平,但是由于国内客流受影响较小、四万亿后需求迅速恢复,民航总客流量仅 08 年 Q3 同比小幅下滑,08 年 Q4 即恢复较快增长(同比增长 9%)。2009-2010 年行业总需求量保持强劲增长,民航客运周转量同比增幅分别达到 13%、

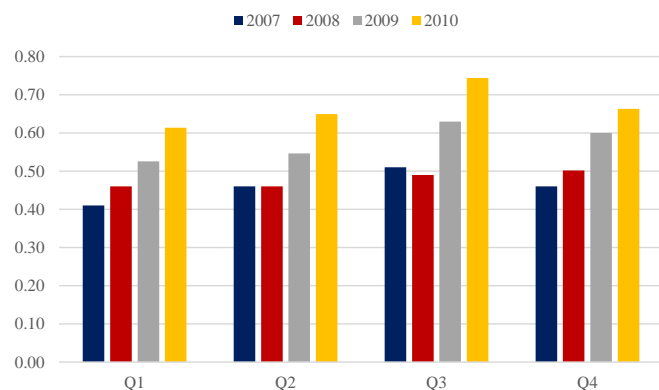
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

26%。

从行业收益指标的角度看，2009 年同比改善，2010 年全面恢复：2008 年客座率下行压力较大，10 年初客座率恢复至 07 年旺季水平，主要票价指数 08 年下半年开始大幅下降，09 年下半年同比基本止跌，四季度回到 07 年同期水平，10 年票价迎来大幅上涨。

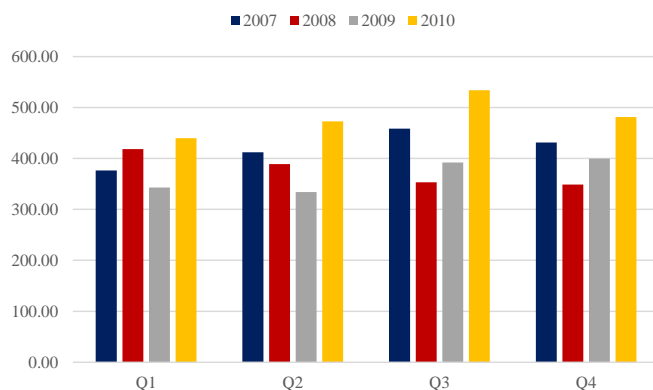
从经营业绩的角度看，2009 年盈利恢复，2010 年创新高：18 年 Q4 毛利率触底，此后几个季度受益于客流的增长和票价的提升，毛利率持续提升。以南方航空为例，2009 年恢复盈利，09 年四季度实现淡季盈利，超出 07 年同期水平，10 年净利润创新高。

图表 63、民航总客流量仅 08 年 Q3 同比小幅下滑（亿人次）



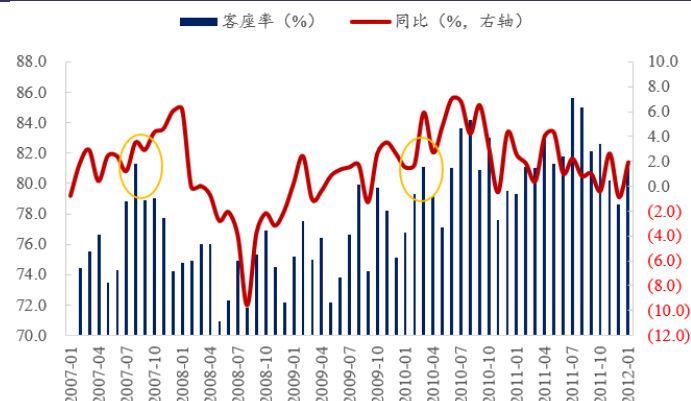
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 64、国际客流 09 年 Q3 同比止跌回升，10 年 Q1 恢复到 07 危机前水平（万人次）



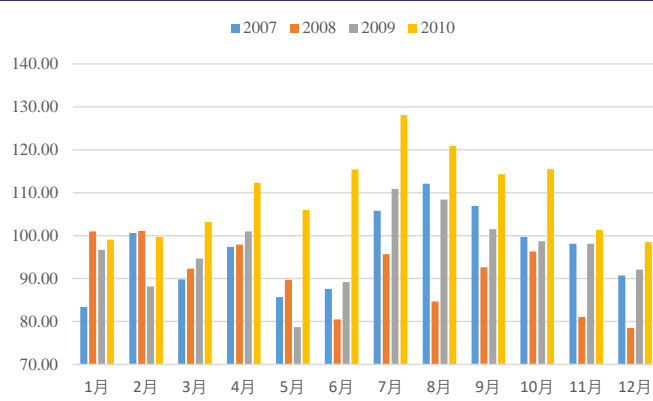
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 65、10 年初行业客座率恢复至 07 年旺季水平，全年客座率大幅上涨



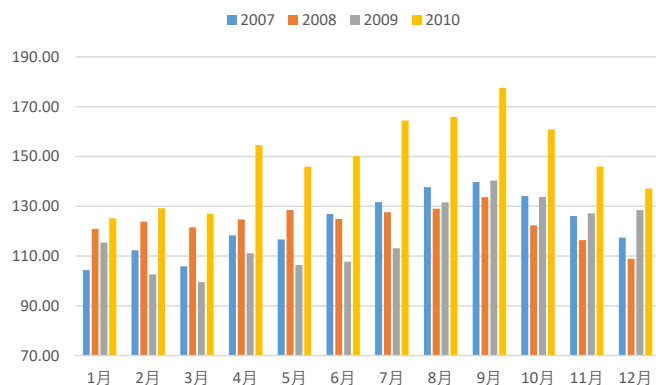
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 66、国内票价指数 09 年 Q4 恢复至 07 年水平，10 年大幅上涨



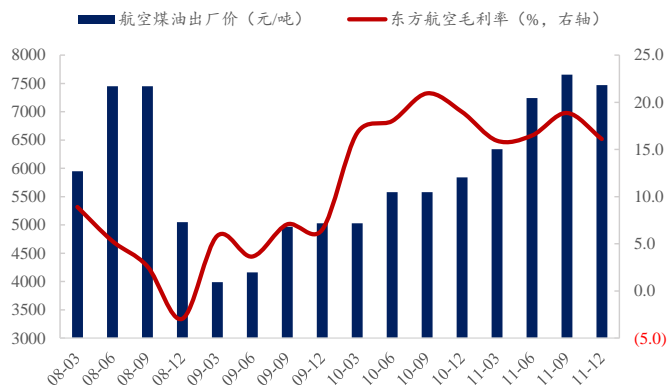
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 67、国际（不含亚洲）票价指数 09 年 Q3 恢复至 07 年水平，10 年大幅上涨



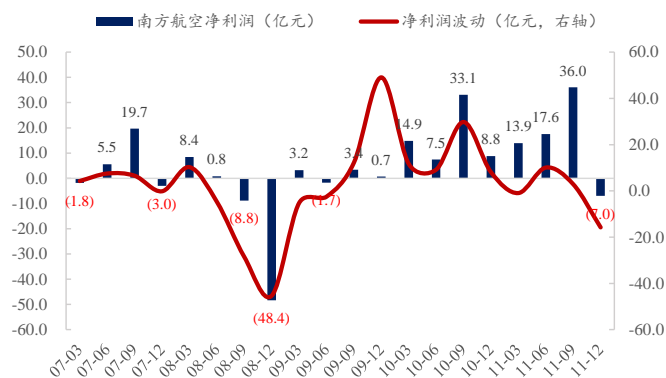
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 68、需求恢复过程中油价和毛利率同时提升



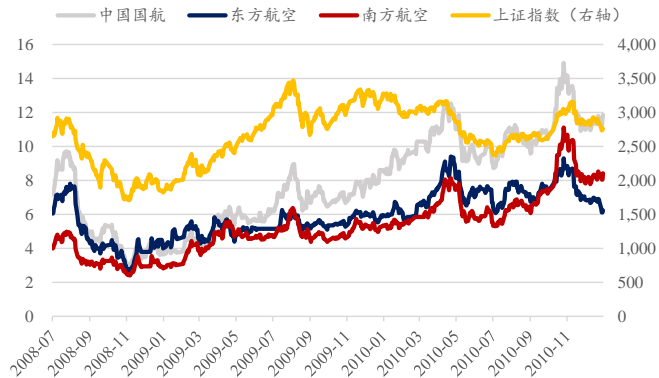
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 69、09 年恢复盈利，10 年利润创新高



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 70、05 年汇改后人民币大幅升值



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 危机期间东航上航合并，国航控股深航，行业集中度提升逻辑得到了验证。受到金融危机冲击，需求波动加大，行业内竞争加剧，部分公司经营严重困难，在这样背景下，行业重组和整合加速：2009 年 7 月东航公告换股吸收合并上航的议案；2010 年 3 月国航公告增资民营航司深圳航空，增资后国航成为持有深航 51%（增资前持有 25%）股份的控股股东。

3) 股价启动早于基本面恢复，基本面的修复和超预期带来股价持续上涨。09 年一季度随着市场信心的恢复和资金面的改善，市场总体止跌回升，一季度上证指数上涨 30.3%，三大航在一季度的市场恢复中也大幅上涨，但当时行业虽总需求增长较快，但是国际客流、总体收益和盈利指标都尚未恢复，随后两个季度股价表现相对平淡，09 年四季度以后，随着收益和盈利指标的恢复，航空股迎来连续大幅上涨，即使 10 年二季度市场整体下挫，航空股表现仍优于大势，基本面和业绩的验证支撑了股价的进一步上涨。

4) 需求强劲增长抵消了油价上涨的盈利的不利影响。受益于经济复苏，2010 年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 38 -

国际油价大幅上涨，布伦特原油均价同比增幅超 28%，国内航空煤油出厂价均价上涨 27%，但是在油价飙升的过程中，航空公司的业绩并未因此出现大幅下滑，反而创业绩新高，需求提振、行业供需改善是航空公司业绩逆油价周期波动的主要原因。金融危机后，受益于经济刺激政策，2010 年国内 GDP 达到 10.3%，海外主要经济体也逐渐走出危机泥潭，美国 GDP 增速恢复至 2.5%。民航旅客周转量是与 GDP 高度相关的指标，经济的复苏带动民航需求，2010 年旅客周转量增速达到 20%。

5) 人民币升值也推动了股价上涨。2010 年 6 月 19 日，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。当年 9 月份人民币兑美元升值幅度开始加速，市场随即对人民币升值受益板块的追捧开始升温，航空业是重要的收益板块。

图表 71、2009-2010 年主要指标季度表现

| | 涨跌幅 | | | | 客流 | | 布伦特油价 | | 美元兑人民币中间价 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|----------------|--------|-----------|-------|
| | 中国国航 | 南方航空 | 东方航空 | 上证指数 | 客流量 (亿人次) | 同比 | 月度均值 (美元/桶) | 同比 | 季末值 | 环比 |
| 2009-03-31 | 58.3% | 72.4% | 41.2% | 30.3% | 0.53 | 14.2% | 45.72 | -52.5% | 6.8359 | 0.0% |
| 2009-06-30 | 8.2% | -1.5% | -8.6% | 24.7% | 0.55 | 18.8% | 59.90 | -51.2% | 6.8319 | -0.1% |
| 2009-09-30 | 4.4% | -7.4% | 3.9% | -6.1% | 0.63 | 28.5% | 68.87 | -41.2% | 6.829 | 0.0% |
| 2009-12-31 | 32.5% | 20.7% | 11.2% | 17.9% | 0.60 | 19.6% | 75.54 | 31.4% | 6.8282 | 0.0% |
| 2010-03-31 | 28.4% | 24.6% | 27.4% | -5.1% | 0.61 | 16.8% | 77.37 | 69.2% | 6.8263 | 0.0% |
| 2010-06-30 | -17.6% | -16.8% | -11.7% | -22.9% | 0.65 | 18.8% | 79.41 | 32.6% | 6.7909 | -0.5% |
| 2010-09-30 | 15.7% | 31.8% | 9.5% | 10.7% | 0.74 | 18.1% | 76.96 | 11.7% | 6.7011 | -1.3% |
| 2010-12-31 | 15.1% | 17.6% | -13.3% | 5.7% | 0.66 | 10.4% | 87.45 | 15.8% | 6.6227 | -1.2% |

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2014-2015 年：始于油价下降，核心是需求超预期

1) 2014 年年中开始国际油价大幅下跌，直接利好航空公司业绩。14 年主要经济体经济增速放缓、导致了对大宗商品需求量的下降，下半年开始全球大多数大宗商品价格出现了一定的回落；同时，原油价格还面临供给端的巨大冲击：一方面美国页岩油产量放量，另一方面随着地缘政治危机缓解，传统产油国如利比亚和伊拉克生产恢复，导致国际油价大幅下降，14 年中布伦特油价最高 115 美元，到 15 年初，油价最低跌破 30 美元。受益于成本端的改善，从 14 年三季度开始，航空公司业绩大幅改善。

2) 低油价刺激因私出行需求，航空需求超预期。当油价大幅下滑时，航空公司成本改善传到到票价，票价下滑又进一步刺激了因私需求的增长，14 年四季度开始行业需求增速、客座率水平显著提升。

3) 15 年牛市也是本轮航空股上涨的重要背景。2014 年 7 月份上证指数结束横盘状态，开启上涨趋势，2015 年新春后市场普涨，到 2015 年的 6 月中旬，指数急

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

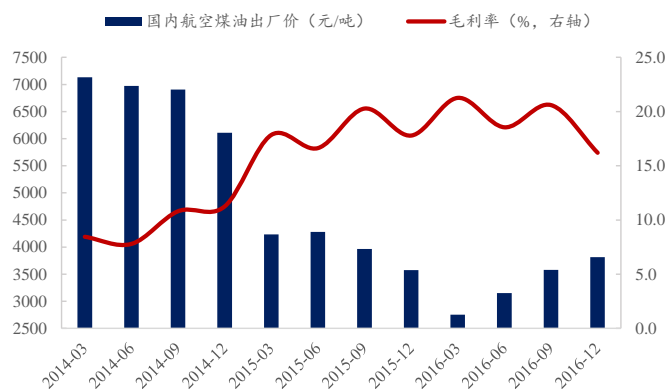
速下跌。

图表 72、14 年中国际油价大幅下降



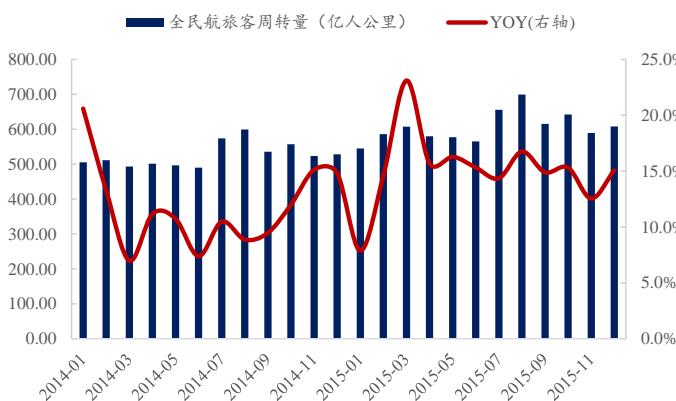
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 73、油价下降, 航空公司毛利水平持续提升



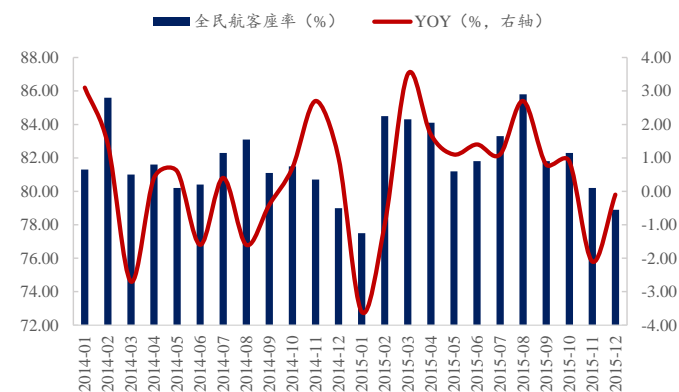
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 74、2014 年四季度以后需求增速提升



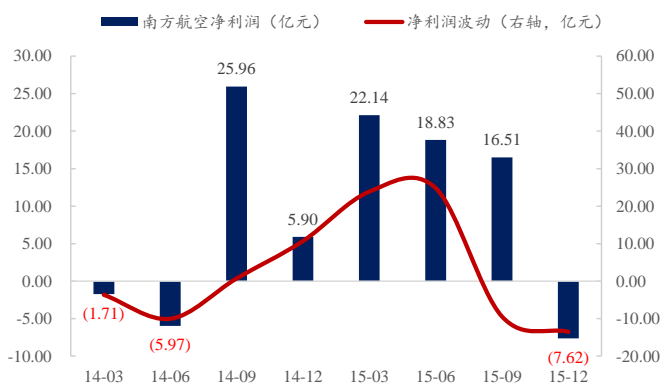
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 75、2014 年四季度以后行业客座率提升



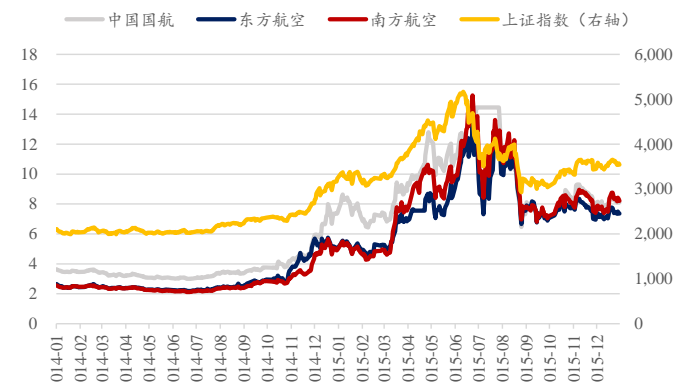
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 76、14 年 Q4 开始业绩同比改善



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 77、本轮上涨从 14 年中启动



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 78、2014-2015 年主要指标季度表现

| | 涨跌幅 | | | | 客流 | | 布伦特油价 | | 美元兑人民币中间价 | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| | 中国国航 | 南方航空 | 东方航空 | 上证指数 | 客流量 (亿人次) | 同比 | 月度均值 (美元/桶) | 同比 | 季末值 | 环比 |
| 2014-09-30 | 23.1% | 31.1% | 32.5% | 15.4% | 1.06 | 8.5% | 103.46 | -5.7% | 6.1525 | 0.0% |
| 2014-12-31 | 96.5% | 73.2% | 69.3% | 36.8% | 0.99 | 12.6% | 77.07 | -29.5% | 6.119 | -0.5% |
| 2015-03-31 | 20.3% | 53.5% | 36.7% | 15.9% | 1.04 | 13.2% | 55.13 | -48.9% | 6.1422 | 0.4% |
| 2015-06-30 | 62.9% | 83.6% | 74.0% | 14.1% | 1.05 | 12.7% | 63.50 | -42.1% | 6.1136 | -0.5% |

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2017 年行情: 上半年需求驱动, 四季度供给侧改革预期驱动

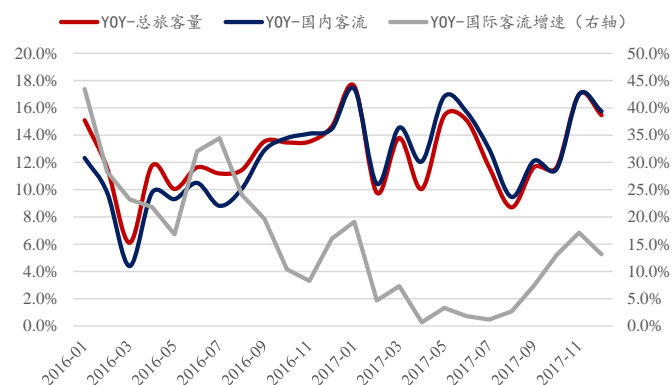
1) 上半年国内需求复苏强劲。上半年受益于宏观经济的复苏, 国内航线需求保持较高增长, 尽管受到基数和行业竞争加剧影响, 国际航线增速回落较快, 总需求仍保持较高增速。同时由于行业客座率的大幅提升和重点机场时刻日趋紧张, 尽管当时票价仍处于下行状态, 市场对行业票价提升预期较高。

2) 三季度末《民航局关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》出台, 行业供给收紧预期增强, 股价大幅上涨。2017 年 7、8 月旺季由于天气和准点率影响, 航空景气度下行, 板块表现较为疲软, 同时全社会对民航准点问题关注度提升。9 月底《民航局关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》正式出台, 《措施》把收紧供给尤其是大型和超大型机场的时刻供给作为治理航班准点的重要措施, 行业供给收紧预期增强; 同时市场预期已久的票价改革文件在 18 年初落地, 供给收紧-票价提升的逻辑进一步强化。

3) 人民币大幅升值推动利润改善。在经历持续三年的单边贬值后, 2017 年人民币打了一场漂亮的“翻身仗”。美元由盛转衰, 构成 2017 年人民币对美元走势逆转的基本背景, 同时我国经济企稳向好、市场利率大幅走高也为人民币汇率转强提供支撑。2017 年 12 月 29 日, 人民币对美元汇率中间价设于 6.5342 元, 相比 2016 年末水平, 全年累计升值 4028 个基点, 升值幅度为 5.81%。

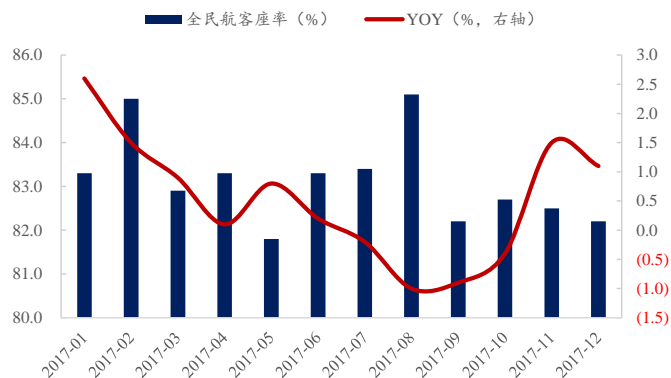
4) 18 年进入预期兑现阶段, 行情终结于油汇双杀。

图表 79、2017 年国际需求降速、国内航线拉动总需求持续较快增长



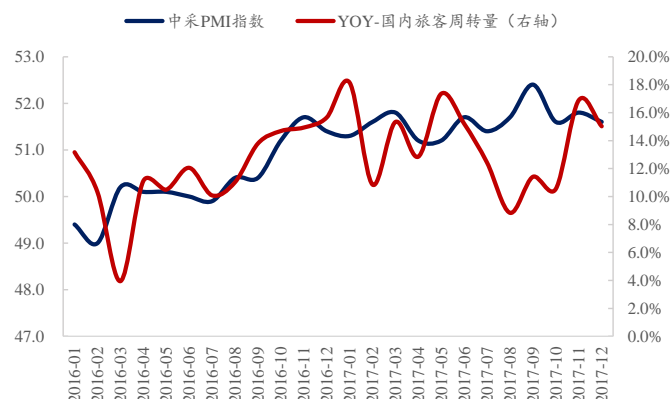
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 80、上半年行业客座率显著提升



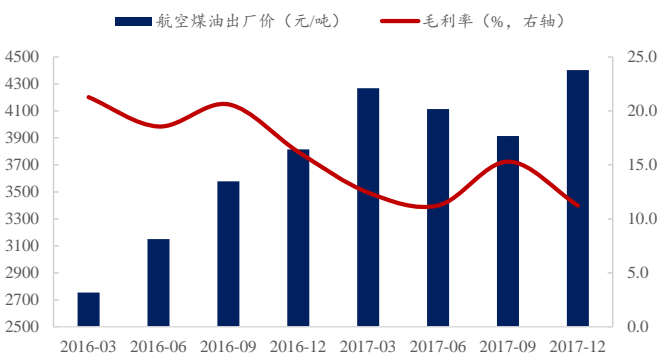
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 81、2017 年上半年国内需求增长提速



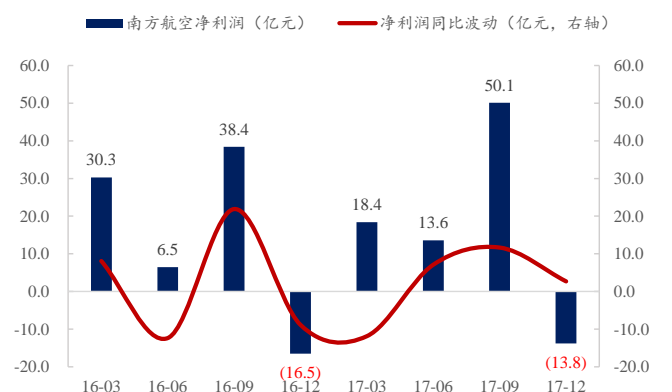
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 82、17 年油价同比上涨、毛利率下滑



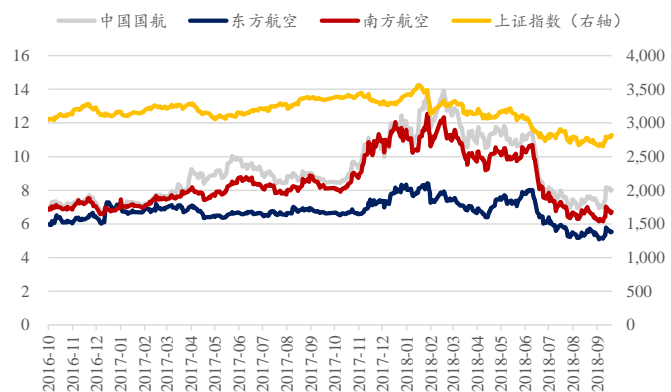
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 83、2017 年上半年国内需求增长提速



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 84、本轮上涨从 17 年初启动



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 85、2014-2015 年主要指标季度表现

| | 涨跌幅 | | | | 客流 | | 布伦特油价 | | 美元兑人民币中间价 | |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|----------------|-------|-----------|-------|
| | 中国国航 | 南方航空 | 东方航空 | 上证指数 | 客流量 (亿人次) | 同比 | 月度均值 (美元/桶) | 同比 | 季末值 | 环比 |
| 2017-03-31 | 15.1% | 14.8% | -2.8% | 3.8% | 1.31 | 13.7% | 54.57 | 55.0% | 6.8993 | -0.5% |
| 2017-06-30 | 17.6% | 7.9% | -1.0% | -0.9% | 1.33 | 13.5% | 50.79 | 8.0% | 6.7744 | -1.8% |
| 2017-09-29 | -9.5% | -3.8% | 0.2% | 4.9% | 1.46 | 10.6% | 52.17 | 11.0% | 6.6369 | -2.0% |
| 2017-12-29 | 41.3% | 44.1% | 21.4% | -1.2% | 1.42 | 14.6% | 61.45 | 20.3% | 6.5342 | -1.5% |

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

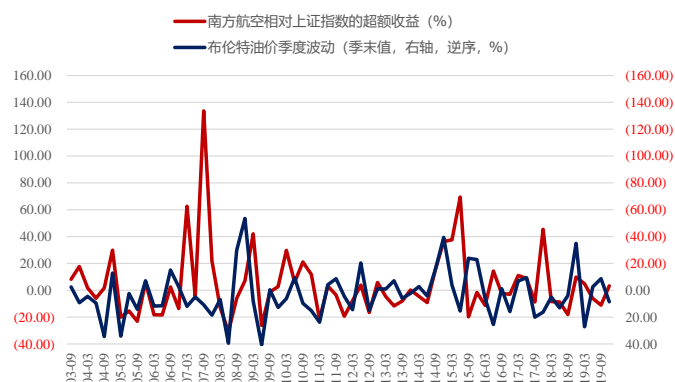
总结上述重点阶段,我们发现:行业运营指标(需求量、票价、客座率、供给量等)以及利润对航空股影响是直接,运营的边际或者利润端的边际变化都会在股价中得到体现。强烈的市场预期可能会导致股价启动早于基本面的改善,例如 09 年初、17 年四季度。

市场环境对航空股影响较大,2006-2007 年牛市和 2014-2015 年牛市航空板块获得了显著的超额收益,尤其在牛市后期,例如 07 年 3 季度和 15 年的 2 季度。

油价对盈利和股价影响较大,从利润角度看,当油价上涨时,几乎只有 2009-2010 年的强需求克服的油价上涨对盈利的不利影响(07 年下半年国际油价的快速上涨并未立即传导到国内航空航空=煤油出厂价),而当油价下跌时,低油价-低成本-低票价-刺激需求-改善盈利的传导路径一般都是有效的;从股价角度看,油价也解释航空股大部分超额收益,以南方航空为例,股价的超额收益与油价在大部分情况下反向相关。

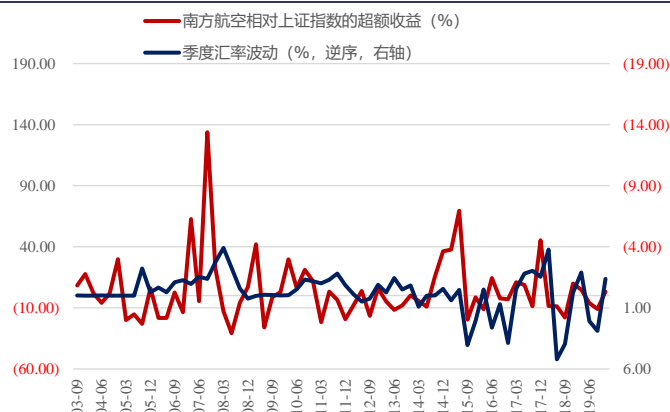
汇率对盈利和股价的影响一定程度被低估了。一方面,汇率升值会直接带来汇兑收益,增加航空公司业绩,而且随着航空公司外币负债规模的加大和汇率波动幅度的加大,汇率对利润的影响也在扩大;另一方面,由于汇率也是对经济基本面的直观反映,一般汇率升值也意味着相对改善的经济基本面和航空需求的改善,汇率波动和航空股超额收益的一致性也会更加显著。

图表 86、油价与航空股超额收益波动方向相反



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 87、汇率与航空股超额收益波动方向相反



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2.1.3、行业基本改善趋势明确：3 季度国内客流有望创新高， 行业将重回盈利拐点上方

在 2020 年 7 月的深度报告《走在曲线之前——机场航空复苏的三大拐点》一文中，我们提出，行业的复苏要经历三大拐点，分别起飞拐点、盈利拐点和弹性拐点：

第一个拐点（起飞拐点），需求曲线回升，价格随之回升并能覆盖变动成本，此时航班量和旅客量开始环比逐步恢复，此时对应需求水平 A（平均客座率达到 30-40%，根据每家公司边际成本曲线）。此时供需仍不平衡，票价处以低位。此时基本达到保边客座率，航空公司在第一个拐点到第二个拐点之间采取“保边策略”，基本任务是在提升需求体量，尽可能让所有飞机全部起飞。（对应单机盈利依然为亏损）

第二个拐点（盈利拐点），需求曲线继续上升，价格覆盖全成本，票价也开始逐步提升，此时基本扭亏为盈，对应需求水平 B（平均客座率到达 70-80%，根据每家公司总成本曲线），恢复条件好的航线达到盈亏平衡客座率（目前行业即将到达这一阶段）。第二个拐点至关重要，因为航空公司迈过这个拐后会切换它的价格策略（即从“保边策略”转换为“综合收益策略”），价格策略将转为积极。（对应单机盈利从 0-400 万/架/年）

第三个拐点（弹性拐点），需求高于航空公司预期或客座率高于航空公司预期后，航空公司开始主动大幅提价，此时对应需求水平 C（平均客座率到达 80-90%，根据每家公司预设客座率），绝大部分航线达到预期收益率，并开始大幅提价，价格策略将转为激进，盈利弹性非常大。（对应单机盈利从 400-4000 万/架/年）

去年 2-3 季度航班量和客流迅速恢复，3 季度行业内主要公司恢复盈利已经初步验证了我们的判断。今年 3 月份国内出行限制解除后民航需求快速恢复，下旬开

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 44 -

始国内航班和客流基本实现正常化，国内客流和收益水平的持续恢复将是近期航空盈利改善的关键因素，从恢复进度和速度上看，预计3季度行业将重回盈利拐点上方，部分航线甚至达到弹性拐点。

1) 春运尤其是春运前期民航国内客流受疫情影响较大，后半程恢复显著。春运期间（1月28日-3月8日），民航共运送旅客3539万人次，平均客座率为64.2%。春运40天民航运送旅客较2020年春运同期下降7.78%，较2019年春运同期下降51.44%；平均客座率较2020年春运同期增长4.59个百分点，较2019年春运同期下降18.77个百分点。其中前20天民航仅运送旅客1073万人次，较2020年春运同期下降67.25%，较2019年下降69.71%；春运后半程20天民航运送旅客2466万人次，较2020年大幅增长339.46%，较2019年下降34.14%。

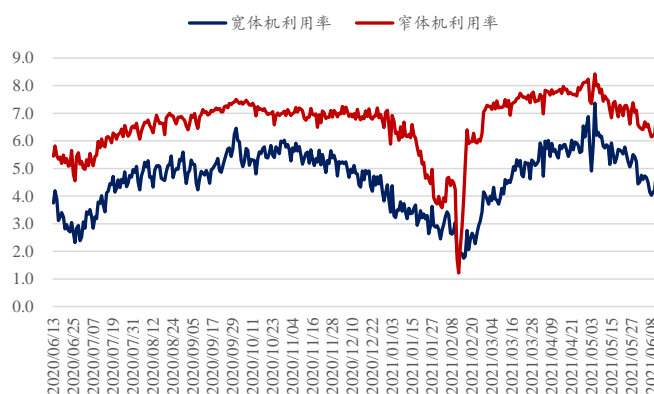
2) 五一小长假国内客流较19年同比大幅增长，局部疫情控制后3季度国内客流和收益水平有望持续恢复。2021年清明假期（4月3日到5日）期间全民航预计运输旅客432.8万人次，比2019年清明假期（2019年4月5日到7日）下降10.7%；国内客流基本恢复至19年同期水平；5月1日-5日全民航预计运输旅客866万人次，比2019年同期下降0.8%，预计国内客流同比增长10%。6月以来，国内出行受到广深地区疫情影响，有所回落，但是疫情总体影响可控，随着国内形势的好转和疫苗接种的不断增加，后续国内客流有望持续增加，国内客流和收益水平有望持续恢复。

图表 88、民航航班班次（架次）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 89、民航飞机利用率



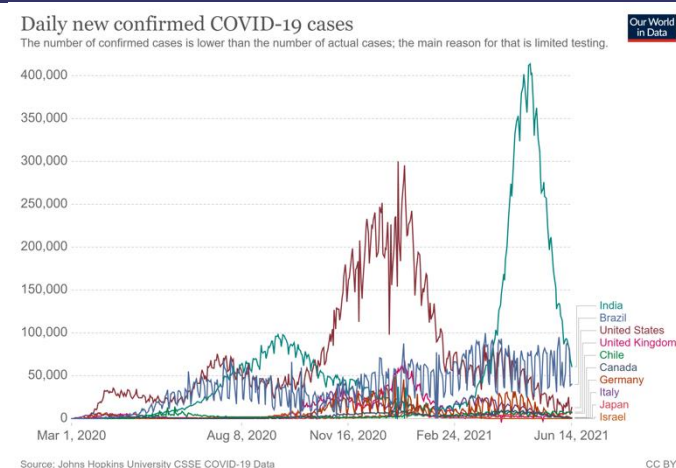
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 全球疫苗接种加速，国际航线有望逐步放开，但短期内国内航线盈利恢复是最关键因素。目前各国都在推进疫苗接种，6—10个月之后，全球多数国家特别是高收入国家通过疫苗接种将达到群体免疫水平，同时随着疫苗护照等技术手段的使用，跨国流动限制逐渐解除，届时近2年来被抑制的出行需求将得到释放，民航国际航线需求有望大幅增长。航空业绩恢复三阶段：1) 运力供给恢复，2) 客座率恢复，3) 票价恢复。国内市场客流修复已经基本完成，进入票价修复阶段。从国际市场恢复的节奏上看，率先通过疫苗实现群体免疫的发达国家有望最早恢

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

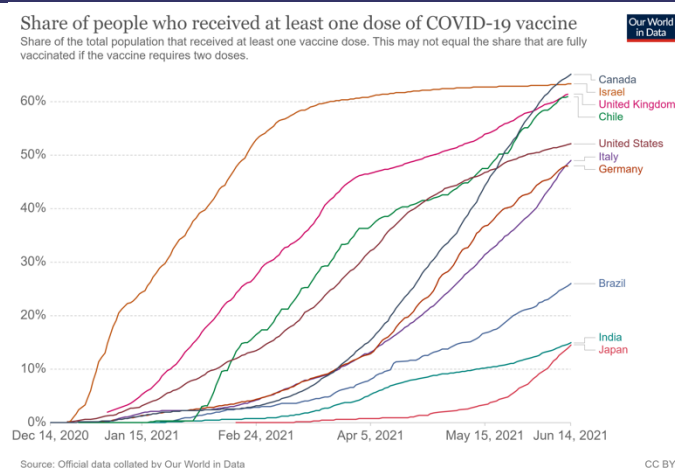
复，从时间维度上看，运力供给的整体恢复和客座率的恢复都需要较长时间，短期内，国内航线盈利恢复是最关键因素。

图表 90、每日新增确诊病例（人）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 91、主要国家和地区至少接种一针疫苗人口占比



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 92、主要疫苗有效率数据

| 疫苗名称 | 疫苗种类 | 预防症状性新冠病毒有效率 | 南 B.1.351 变 | 非 突 | 巴西 P.1 突 变 | 英国 B.1.1.7 突变 | 印 度 B.1.167 突 变 |
|--------------------------|---------|--------------|-------------------|--------|---------------|------------------|-----------------------------|
| 牛津 / 阿斯利康 AstraZeneca | 腺病毒载体疫苗 | 76% | 无效 | | 有效 | 有效 (75%) | 有效 (97.38%) |
| 莫德纳 Moderna | mRNA 疫苗 | 94.10% | 效力下降 | | 有效 | 有效 | 效力下降 |
| 辉瑞 Pfizer/BioNTech | mRNA 疫苗 | 95% | 有效 | | 有效 | 有效 | 效力下降 |
| Covaxin | 灭活疫苗 | 81% | | | | 有效 | |
| Novavax | 重组蛋白疫苗 | 89.30% | 有效 (55.4%) | | | 有效 (85.6%) | |
| 强生 | 腺病毒载体疫苗 | 66% | 有效 (64%) | | 有效 (68.1%) | 有效 | |
| 卫星-V | 腺病毒载体疫苗 | 91.60% | 有效 | | | 有效 | |
| 科兴生物 CronaVac | 灭活疫苗 | 50.70% | 有效 | | 效力下降 | 有效 | |
| 国药 Sinopharm/Hayat Vax | 灭活疫苗 | 78.10% | 效力下降 | | | | |
| 康希诺 CanSino | 腺病毒载体疫苗 | 74.80% | | | | | |

资料来源：疫苗三期数据，相关新闻报道，兴业证券经济与金融研究院整理

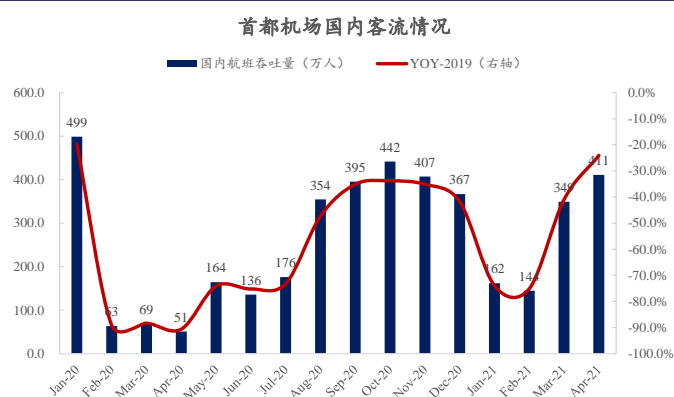
2.2、机场：国内客流大幅增长，看好枢纽机场长期价值

2.2.1、主要机场国内客流基本恢复，国际客流仍处于低位

从国内主要枢纽机场的情况来看，受益于“经济内循环”的推进，除首都机场受到转场分流影响，21 年春节后随着出行管制的解除，国内客流快速恢复，上海机场、白云机场、深圳机场国内客流均已经较 19 年同期实现大幅正增长。但是，受到海外疫情肆虐影响，国际航线恢复进度依然缓慢，客流不足正常情况下 5%，受

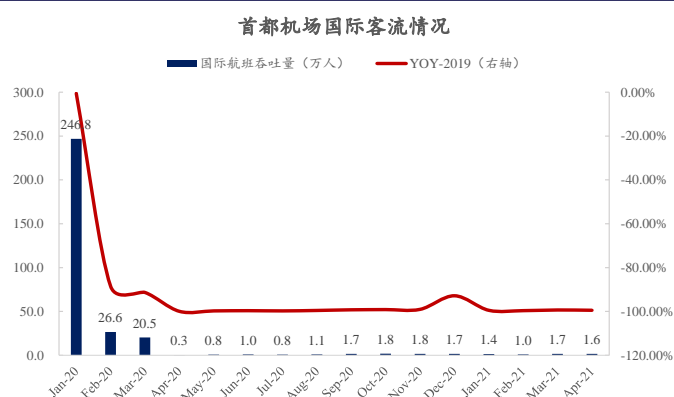
低客流和防疫影响，机场免税业务基本处于停滞状态。

图表 93、首都机场国内客流情况



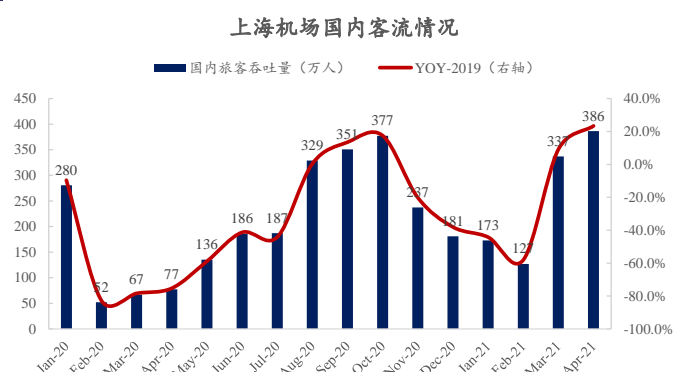
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 94、首都机场国际客流情况



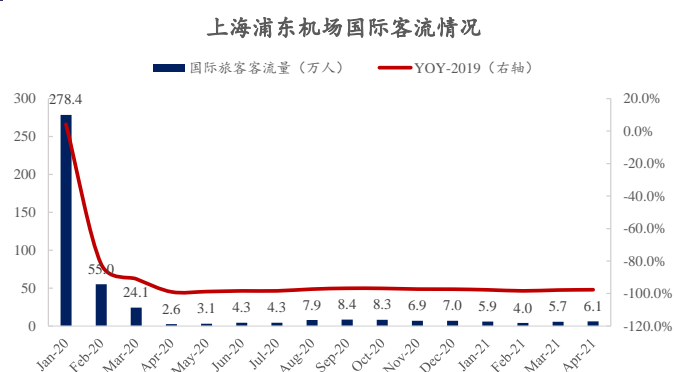
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 95、上海机场国内客流情况



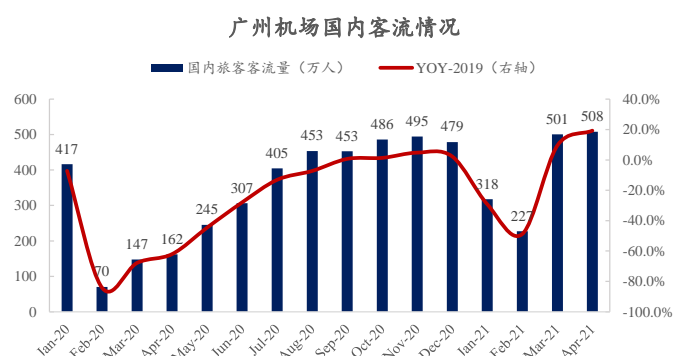
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 96、上海机场国际客流情况



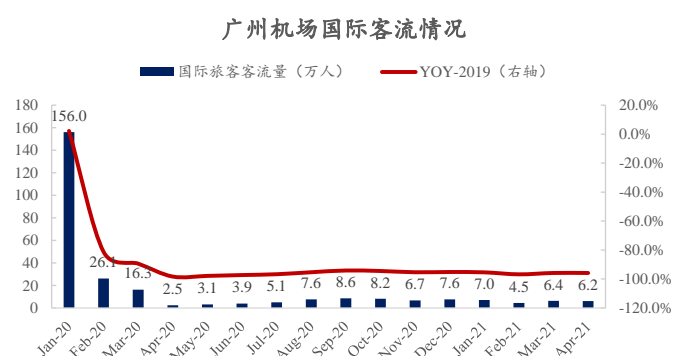
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 97、广州机场国内客流情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 98、广州机场国际客流情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

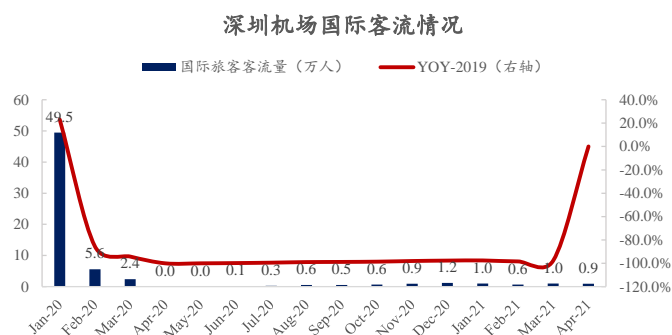
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 99、深圳机场国内客流情况



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 100、深圳机场国际客流情况



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、上海机场：免税合同大幅调整，26 年谈判议价能力有望大幅增强

2021 年 1 月 31 日，上海机场发布《关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告》，该协议重新确定了 20-25 年免税业务收入计算模式。根据《补充协议》，相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施，公司据此确认 2020 年度免税店租金收入 11.56 亿元，较疫情前有大幅下滑。2021 年-2025 年免税店业务收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况，具有不确定性。

低客流情况：当实际年客流低于 2019 年国际旅客 80%（对应 3081 万人）的时候，
 $\text{月实际销售提成} = \text{人均贡献} \times \text{月实际国际客流} \times \text{客流调节系数} \times \text{面积调节系数}$ 。
 其中：“人均贡献”参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元（客单价*实际扣点），“客流调节系数”按月实际国际客流与 2019 年同月实际国际客流之比从低于 30%至高于 120%分别由高到低递减对应不同系数，“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于 10%至高于 70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为 0 时，面积调节系数为 0。

高客流情况：当实际年客流高于 2019 年国际旅客 80%（对应 3081 万人）的时候，根据年份、当年国际客流确定提成年保底销售提成（图表 2），当年实际国际客流（X）大于当年度对应的客流区间最小值时，取当年度对应的年保底销售提成，当年实际国际客流（X）小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取 X 所在区间对应的年保底销售提成额。若 2022 年以后（含）的年实际国际客流（X）在 2019-2021 年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：
 $\text{年保底销售提成} = \text{对应年度保底销售提成} \times (1 + 24.11\%)$ ，24.11%为原合同中 T1 航站楼免税店规划面积与 T2 航站楼+S1 卫星厅+S2 卫星厅免税店规划面积之比。

图 表 101、客流低于 2019 年 80%情况下上海机场月实收费用计算

| | | |
|---|------------------------------|---|
| 当月实际国际客流 \leq 2019 年月均实际国际客流 \times 80% | | 月实际销售提成 = 人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数 |
| 当月实际国际客流 $>$ 2019 年月均实际国际客流 \times 80%时 | 当年实际国际客流(X)大于当年度对应的客流区间最小值 | 月保底销售提成 = 当年保底销售提成 \div 12 个月, 年保底销售提成取当年度对应的年保底销售提成 |
| | 当年实际国际客流(X)小于等于当年度对应的客流区间最小值 | 月保底销售提成 = 当年保底销售提成 \div 12 个月, 年保底销售提成取 X 所在区间对应的年保底销售提成额;若 2022 年以后(含)的年实际国际客流(X)在 2019-2021 年所对应的区间内, 则对应年度的年保底销售提成的计算公式为: 年保底销售提成 = 对应年度保底销售提成 \times (1+24.11%) |

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理。

2019 年国际及地区客流合计 3851 万人次, 80%对应为 3081 万人次。

图 表 102、客流超过 2019 年 80%情况下机场年保底销售提成

| 年份 | 年实际国际客流 X (单位: 万人次) | 年保底销售提成 (单位: 亿元) | 对应单位旅客贡献 (元) |
|------|----------------------|------------------|----------------|
| 2019 | $X \leq 4172$ | 35.25 | 不小于 84.5 |
| 2020 | $4172 < X \leq 4404$ | 41.58 | (94.4, 99.7) |
| 2021 | $4404 < X \leq 4636$ | 45.59 | (98.3, 103.5) |
| 2022 | $4636 < X \leq 4868$ | 62.88 | (129.2, 135.6) |
| 2023 | $4868 < X \leq 5100$ | 68.59 | (134.5, 140.9) |
| 2024 | $5100 < X \leq 5360$ | 74.64 | (139.3, 146.4) |
| 2025 | $5360 < X$ | 81.48 | 不超过 152 |

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理。

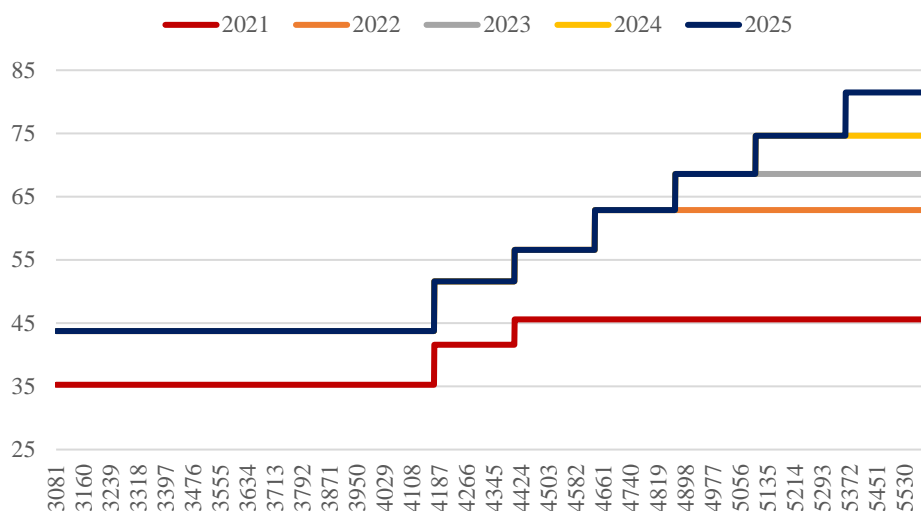
单位贡献的计算未考虑客流当年超出最大值的情况, 超出则单位贡献更低。

图 表 103、21-25 年机场提成测算 (亿元)

| 人次区间 | 小于 3081 万人次 | $3081 < X \leq 4172$ | $4172 < X \leq 4404$ | $4404 < X \leq 4636$ | $4636 < X \leq 4868$ | $4868 < X \leq 5100$ | $5100 < X \leq 5360$ | $5360 < X$ | 原保底 |
|------|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------|-------|
| 2021 | 3081 万人次 $\times 135.28$ 元 \times 调节系数 | 35.25 | 41.58 | 45.59 | 45.59 | 45.59 | 45.59 | 45.59 | 45.59 |
| 2022 | 3081 万人次 $\times 135.28$ 元 \times 调节系数 | 43.75 | 51.60 | 56.58 | 62.88 | 62.88 | 62.88 | 62.88 | 62.88 |
| 2023 | 3081 万人次 $\times 135.28$ 元 \times 调节系数 | 43.75 | 51.60 | 56.58 | 62.88 | 68.59 | 68.59 | 68.59 | 68.59 |
| 2024 | 3081 万人次 $\times 135.28$ 元 \times 调节系数 | 43.75 | 51.60 | 56.58 | 62.88 | 68.59 | 74.64 | 74.64 | 74.64 |
| 2025 | 3081 万人次 $\times 135.28$ 元 \times 调节系数 | 43.75 | 51.60 | 56.58 | 62.88 | 68.59 | 74.64 | 81.48 | 81.48 |

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理。

图表 104、客流在 19 年 80%以上的情况下上海机场免税提成测算（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

对机场客流进行模拟分析，若机场国际客流在 21 年底实现全面正常化，22 年在 19 年客流的基础上这种 15%，此后 3 年每年增长 10%，则 23-24 年机场提成均可达到原保底；假设 22 年底实现正常化，23 年在 19 年客流的基础上这种 15%，此后 2 年每年增长 10%，则仅 2025 年客流能接近原保底的客流下限。如果客流的恢复情况更差，也均无法达到原保底水平。

图表 105、对上海机场客流情况的模拟测算

| | 2019 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 达到原保底的客流下限 (万人次) | | 4636 | 4868 | 5100 | 5360 |
| 原保底 (亿元) | | 62.88 | 68.59 | 74.64 | 81.48 |
| 21 年底恢复正常对应的客流 (万人次) | 3851 | 4429 | 4872 | 5359 | 5895 |
| YOY | | | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 恢复后 (22-25) 在 19 年基础上复合增速 | | 11.2% | | | |
| 对应提成 (亿元) | | 56.58 | 68.59 | 74.64 | 81.48 |
| 22 年底恢复正常对应的客流 (万人次) | 3851 | | 4429 | 4872 | 5359 |
| YOY | | | | 10.0% | 10.0% |
| 恢复后 (23-25) 在 19 年基础上复合增速 | | | 11.6% | | |
| 对应提成 (亿元) | | | 56.58 | 68.59 | 74.64 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

由于在一般情况下，2021 年不可能达到 3081 万国际旅客量，2022-2025 年也很难达到相对应区间的上限国际客流量，因而可以将 2022-2025 年机场免税租金收入的收取模式简化成下面图表 6 的单一表格。即 2021-2025 如果客流不超过 2019 年 80%，根据 135.28 元 × 人次 × 调节系数来确定；2022 年开始，如果客流超过 2019 年 80%，按以下客流和机场提成收入对应表来确定（举例来说，如果假设 2022-2025 年其中某年国际客流量达 4000 万，实际上收取的是 3081-4172 万人那个区间对应的 43.75 亿的提成租金收入；如果假设 2022-2025 年其中某年国际客流量达 4500 万，实际上收取的是 4404-4636 万人那个区间对应的 56.58 亿的提成租金收入）。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 50 -

图 106、2022-2025 年客流和机场提成收入对应表（在中性客流恢复情况）

| 年客流下限（万人） | 年客流上限（万人） | 机场年提成收入（亿元） | 客流相对于 2019 年增长 |
|-----------|-----------|-----------------------|----------------|
| 3081 | 4172 | 43.75 (=35.25*1.2411) | -20.0% |
| 4172 | 4404 | 51.60 (=41.58*1.2411) | 8.3% |
| 4404 | 4636 | 56.58 (=45.59*1.2411) | 14.3% |
| 4636 | 4868 | 62.88 | 20.4% |
| 4868 | 5100 | 68.59 | 26.4% |
| 5100 | 5360 | 74.64 | 32.4% |
| 5360 | | 81.48 | 39.2% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理。

低客流情况下机场收入较实际销售情况显著放大，租金恢复将快于客流恢复。《补充协议》，相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施，公司据此确认 2020 年度免税店租金收入 11.56 亿元，较疫情前有大幅下滑。假设 2020 年 1-2 月仍按原保底执行，2 个月对应保底销售提成为 6.93 亿元，则 3-12 月对应租金收入约 5 亿元，3-12 月国际旅客合计 109.35 万人，仅为 19 年同期 3.4%，假设人均贡献 135.28 元，不考虑月度差异，则实收费用=109.35 万人×135.28 元/人×客流调节系数×面积调节系数，20 年 3-12 月客流调节系数与面积调节系数的乘积为 3.6，预计系数在 0-3.6 区间内。

运营商日上实际承担的单位旅客费用降低，促进渠道竞争力。根据本次补充协议，在客流恢复到 2019 年 80%水平之前，单位旅客贡献按 2019 年当时水平计算（即把 2019 年人均购买额 356 元/人和销售扣点 38%进行了固化）；恢复到 2019 年 80%以上阶段，在 2022 年之前，对应单位旅客贡献也低于 19 年水平，在 2022 年之后，对应单位旅客贡献也仅 129-152 元，如果按 38%扣点倒算，人均购买额仅为 339-400 元/人之间，处于超级低估的状态。而随着经济增长、品类增加、额度提升和出境需求爆发式恢复，旅客消费能力的增长确定性较大（即未来 2021-2025 年实际人均购买额其实会远远高于 356 元/人），因而可以认为，该协议实质上降低了运营商在机场的扣点水平，并且将未来免税销售额复苏的压力转嫁于机场身上，整个协议对未来客流的提升提出非常高的要求，但对人均购买额的提升并没有很高要求。（即同样对应 200 亿销售额，本来仅需要 4000 万国际旅客*人均购买额 500 元/人就可以实现，但现在人均购买额 400 元/人的情况下，需要是 5000 万国际旅客的条件下才可以实现）

因而我们判断进入客流和免税恢复阶段后，运营商日上实际承担的单位旅客费用是大幅降低的，有助于销售额的进一步恢复及高增长，2025 年的实际销售额可能大幅高于目前预测值 214 亿。虽然做大机场免税销售额可能在未来 5 年对上海机场的业绩增量有限，但对 2026 年开始的下一轮免税运营商选择和扣点谈判奠定了坚实的基础，并为机场未来签订更加有利于自身发展、更加正确认识作为中国第一大国际枢纽自身巨大的渠道商业价值建立信心。

从渠道竞争的角度看，目前渠道竞争加剧，海南离岛免税发展迅猛，上海也宣布力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地，降低扣点有利于增强离境渠道竞争力。但只要一旦疫情后客流逐步复苏，国际机场作为最重要的免税消费渠道的价值一定会得到重新认识。由于免税资格的获取需要离境或者离岛，根据我们的中性测算，各大口岸 2025 年的离境或离岛旅客流量可能分别为上机 5300 万、首都 3600 万、白云 3100 万、三亚 2500 万、海口 3500 万。上海机场仍然是整个免税渠道中离境或离岛旅客流量最大而且资源最稀缺的口岸。

● 2.2.3、海外经验：机场始终是免税销售的重要渠道，看好枢纽机场长期价值

韩国屡次增加市内店牌照数量，机场免税店销售仍持续增长，7年复合增长5%。

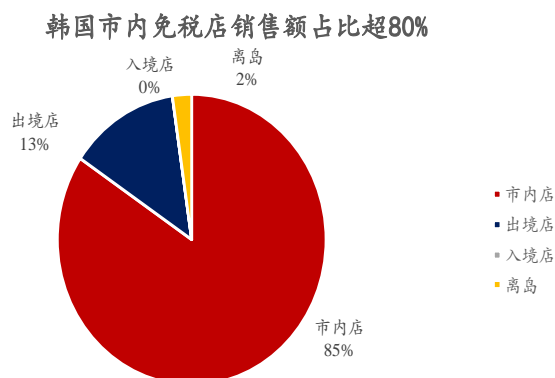
以仁川机场为例，2013年韩国发放7张免税牌照，但主要在首尔以外地区，对机场影响较小，2013-14年仁川机场免税销售仍保持较快增长，2014年免税销售突破14亿元；2015年受MERS事件影响，韩国旅游业遭受重创，当年仁川机场及韩国整体免税销售额均出现下降；到2016年年底，韩国政府又新增6张免税牌照，其中四家位于首尔市，2017年受萨德事件影响，中国赴韩旅客锐减，在运营商的大力促销下，韩国市内店及行业总体免税销售人均保持增长，同年机场免税店销售增速虽有大幅下降，但仍实现了4%的增长；到2018年，仁川机场增速再次恢复，销售额同比增长13%。从业态上看，受到市内店规模的快速扩张影响，机场店增速被分流、份额受到侵蚀，但是并未完全遏制机场店的发展，机场销售7年复合增长5%，并且在多渠道共同的发展，造就了全球最大的免税市场、单体免税店以及机场免税店，品牌效应强大。

图表 107、近年来来韩国政府多次增加免税牌照数量

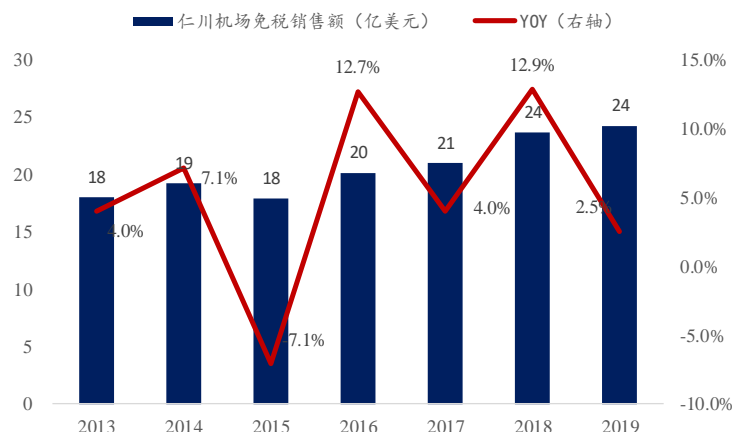
| 时间 | 主要内容 |
|------|---|
| 2007 | 为增加外汇，保税店运营法案修订案中规定，新设免税店及已有的免税店，只有外国人占总顾客数的一半以上（或外国人消费额占免税店及以上）的店铺才能继续运营（当时随着韩国出境游发展，韩国本国消费一度占比较高）。 |
| 2012 | 2012年12月，政府批准了首尔、釜山和济州市以外9个（实际落地7个）地区的市内免税牌照，全部由中小企业运营。打破了大都市和地方之间的不平衡以及大财团对免税运营的垄断。此前新罗免税店（附属三星）和乐天免税店占韩国总免税店的81%。 |
| 2013 | 市内免税牌照由自动续约变更为公开招标，缩短续约时间。新修订的关税法规定，每隔五年对市内免税店与机场免税店特许权进行一次审查，并选出新的经营者。再此之前，免税店经营者每隔10年选定一次，并且一般情况下经营时间都可再延长。同时也规定中小型企业免税店的数量不能低于全国总数量的30%，大企业免税店不能超过60%。 |
| 2015 | 年初确定新增4张市内免税牌照，其中首尔3张、济州1张，新罗和韩华格乐丽雅获首尔新增大企业牌照，SM免税获首尔新增中小企业牌照，济州观光公社获济州新增中小企业牌照。 |
| 2016 | 确定新增6张市内免税牌照，其中首尔4张，现代、乐天、新世界获首尔新增大企业牌照都塔获首尔新增中小企业牌照，釜山、江原道分别增加1家，均为中小企业牌照（由于牌照到期后公开招标，乐天世界塔和华克山庄店失去免税牌照，实际净增4张牌照）。 |
| 2018 | 年底“免税店专利期延长”海关法修正案最终通过：许可证期限将延续以前的五年时间，但企业集团可以进行资格续约（再延长五年），达到十年；中小企业可以进行两次续约，最长达15年的期限。 |
| 2019 | 2月，修订关税法，以降低开设免税店的门槛。根据修正案，如果外国游客人数增加超过20万，或者销售额比上一年增加2000亿韩元，将可获得新的免税牌照。（此前，全国市内免税商店需要同时满足：外国人销售额和数量增加50%以上和外国游客增加数量为30万人以上。） |

资料来源：KDFA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 108、韩国市内店销售额占比超 80%



图表 109、韩国仁川机场免税销售额 7 年复合增长 5%



资料来源: KDFA, 兴业证券经济与金融研究院整理

泰国机场渠道占比约 40%，机场销售与客流增长基本同步。泰国免税主要由王权国际集团运营，王权集团在全国共拥有 11 家免税店，其中 5 家市内店，6 家机场店。子公司 King Power International Co., Ltd. 负责在 Rongnam Road 的市区综合大楼、King Power Pattaya 综合大楼、King Power Srivaree 综合大楼等市内店的免税业务经营；King Power Duty Free 负责素万那普机场，廊曼国际机场，清迈国际机场，普吉岛国际机场和合艾国际机场等机场免税店经营。由于单店及渠道数据披露较少，参考 King Power Duty Free 销售商品及服务收入作为机场免税销售额，King Power International 销售商品及服务收入作为市内店收入，发现在过去 6 年中，受益于入境旅客尤其是中国旅客的快速增长，机场免税和市内免税销售都大幅增长，尽管市内店在购物面积、配套设施等方面更有优势、总体增长更快，但是机场收益于客流的增长，总销售额仍持续增长，且客单件基本稳定：2013-2019 年，王权集团在泰国市内免税店销售额的复合增速为 15.7%，机场销售额复合增速为 5.7%，同期机场国际旅客复合增速为 7.8%，机场免税销售额的增长与国际客流的增长基本同步，并且机场渠道始终占比较高，以 2019 年王权集团销售情况为例，约 40% 的销售来自机场渠道。

图表 110、王权集团主要子公司运营范围

| 序号 | 公司 | 主要业务范围 |
|----|--|---|
| 1 | King Power International Co., Ltd. | King Power International Co., Ltd. 负责在 Rangnam Road 的市区综合大楼、 King Power Pattaya 综合大楼 、 King Power Srivaree 综合大楼 进行免税业务经营。King Power International 还负责 Aksra 剧院, Ramayana 餐馆和 La Moon 餐馆的管理。 |
| 2 | King Power Duty Free | King Power Duty Free 负责管理 素万那普机场, 廊曼国际机场, 清迈国际机场, 普吉岛国际机场和合艾国际机场 里的免税店经营业务。 |
| 3 | King Power Tax Free Limited | King Power Tax Free Limited 负责管理位于素万那普和廊曼的国内和国际航站楼, 出售纪念品和泰国特产的免税店, 这些业务品牌在素万那普机场隶属于 King Power Group。 |
| 4 | King Power Suvarnabhumi Co Ltd | King Power Suvarnabhumi Co Ltd 在 2004 年赢得了泰国机场的主要特许经营权, 专门管理素万那普机场的所有商业空间 (不包括 King Power 在另一特许经营权下拥有的免税商店)。该公司直接在机场租赁和管理商业空间, 包括食品和饮料商店, 银行和货币兑换亭, 水疗和医疗设施, 免税手工艺品, 纪念品和基层 OTOP 产品商店, Royal Project 商店, 药店, 酒店和旅游业柜台和手机服务网点。 |
| 5 | King Power Marketing and Management Co Ltd | King Power Marketing and Management Co Ltd 负责管理国际航班上的免税零售业务。 |
| 6 | King Power Hotel Management | King Power Hotel Management 主要经营五星级酒店以及水疗业务。 |

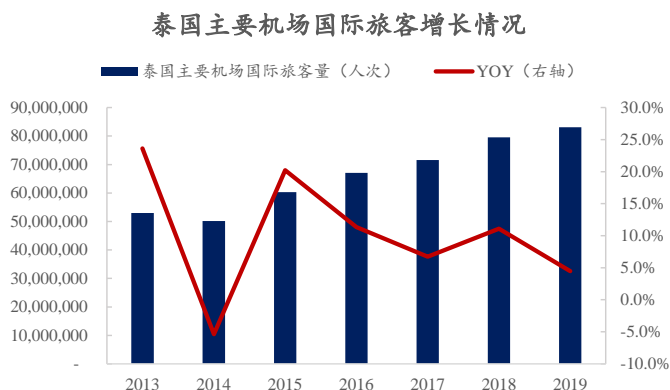
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 表 111、泰国王权集团下免税店分布

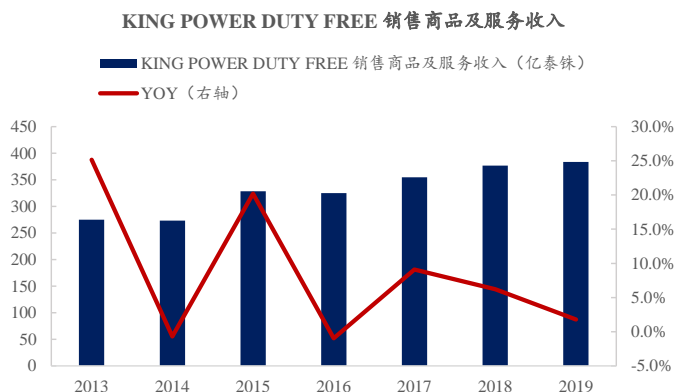
| 序号 | 类别 | 中文名称 | 英文名称 | 简介 |
|----|-----|-------------|---|---|
| 1 | 市内店 | 王权免税云顶大都店 | King Power Mahanakhon | MAHANAKHON 大厦于 2016 年 8 月 29 日落成,该建筑于 2018 年 4 月由王权集团从 PACE Development 购买,名称从 MahaNakhon 更改为 King Power MahaNakhon。王权免税店位于该大厦四层。 |
| 2 | 市内店 | 王权免税曼谷市内店 | KingPower Rangnam | 该店于 2018 年 1 月 18 日开业,是曼谷市中心最大的商店,现已转型为集购物、休闲娱乐于一体的场所。该店零售面积为 22,000 平方米,各类别中有 40 多个新品牌。集团对该店的投资约为 25 亿泰铢(合 7400 万美元)。 |
| 3 | 市内店 | 王权免税史万利店 | King Power Srivaree | 王权集团于 2013 年 10 月 1 日启动了其第三个市中心免税综合大楼--King Power Srivaree 综合大楼。该店位于 Bangna-Trad Km 18 号,占地 59 莱(39000 平方米)。Srivaree 综合大楼是泰国最大的免税店,距离素万那普机场(Suvarnabhumi Airport)仅 15 公里。该店内的 Ramayana 餐厅占地 4500 平方米,可容纳 1500 人用餐。该店还设有自动柜员机摊位、货币兑换柜台、休闲公园和大型停车场。 |
| 4 | 市内店 | 王权免税芭提雅市内店 | King Power Pattaya | 王权集团于 2011 年 9 月 11 日斥资 5 亿泰铢(1600 万美元)建设了位于芭提雅市区的免税店综合大楼。该店是唯一一个坐落于芭提雅东部沿海地区的免税购物中心,占地一共 8000 多平方米,成为了该市的一个标志性建筑。旅客们在该店购买的免税商品可在 U-Tapao 国际机场或者素万那普国际机场提取。 |
| 5 | 市内店 | 王权免税普吉市内店 | King Power Phuket | 王权免税普吉市内店坐落于素有“金银岛”之称的普吉岛市中心普吉镇。该店内的 Ramayana 餐厅可容纳 1500 人,为外国游客提供免费零食、饮料;同时该店还有行李寄存柜、儿童游乐区。 |
| 6 | 机场店 | 王权免税素万那普机场店 | King Power Suvarnabhumi Airport | 王权机场素万那普店从 2006 年 9 月 28 日正式开业。王权素万那普有限公司已获授权直接租赁和管理整个商业区域,其中包括食品和饮料店、银行和货币兑换亭、水疗和医疗设施中心、免税手工艺品、纪念品、OTOP(一区域一特产)、泰国当地民间工艺品、皇家项目商店、药店、酒店旅游柜台和手机服务网点。在素万那普机场第一年的运营过程中,机场接待了近 600 万游客,在王权免税店的人均消费达到 2000 泰铢。同时素万那普机场也是泰国接待国际游客最多的机场。 |
| 7 | 机场店 | 王权免税廊曼机场店 | King Power Don Mueang Airport | 王权集团凭借 20 年的从业经验获得了廊曼机场免税商品的运营商和供应商的资格。王权集团于 2012 年 10 月 1 日重新在廊曼机场内开始运营,在廊曼机场的 1 号和 2 号航站楼运拥有 1,112 平方米的购物区,其中在 1 号国际航站楼的免税店总面积达 1,100 平方米。该免税店的设计灵感来源于神秘绚丽的南北极光。 |
| 8 | 机场店 | 王权免税普吉机场店 | King Power Phuket Airport | 普吉机场王权免税店位于泰国南部的普吉国际机场入境及出境处,总面积 439 平方米的服务区内,是位于普吉岛安达曼门户的唯一免税店,这些商店提供多类型免税产品,包括时尚,珠宝,手表,香水,化妆品和护肤品,酒和烟草以及包装食品。近两年普吉国际机场的国际旅客数量均超过 1000 万人次,是泰国国际旅客数量前三名的机场。 |
| 9 | 机场店 | 王权免税清迈机场店 | King Power Chiang Mai Airport | 清迈机场王权免税店位于机场国际航站楼入境及出境处,占地 140 平方米。在出境内,该店提供不同种类的酒类,烟草,香水和化妆品,手表,钢笔,打火机,香薰产品,泰国产品和精品品牌店等。入境处零售商店销售酒类,烟草,糕点糖果,玩具,香水和化妆品等。清迈国际机场 2019 年国际游客数量超过 300 万人次,是泰国的重要机场之一。 |
| 10 | 机场店 | 王权免税合艾机场店 | King Power Hat Yai Airport | 王权免税合艾机场店位于距离泰国南部合艾市区 9 公里的合艾机场内。合艾国际机场是继素万那普国际机场、普吉国际机场、廊曼国际机场和清迈国际机场后的泰国第五大机场。合艾国际机场同时是一个穆斯林前往麦加朝圣的重要的机场,该机场每年接待的客流量超过 150 万人次,航班起降 9500 万架次,运输货物 12000 吨。 |
| 11 | 机场店 | 王权免税乌塔堡机场店 | King Power U-Tapao Rayong-Pattaya International Airport | 王权集团在泰国东部地区的 U-Tapao 国际机场的国际进港和出境厅设立了全新的免税商品专区。U-Tapao 国际机场是位于泰国首都曼谷东南约 140 公里处的一座军民合用机场,距离芭提雅约有 45 分钟的车程,由泰国皇家海军运营管理。 |

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表 112、2013-2019 年泰国主要机场国际旅客增长情况

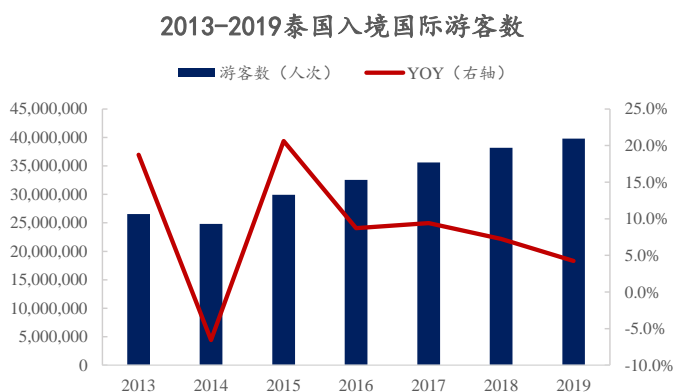


图表 113、2013-2019 年王权免税销售收入增长情况

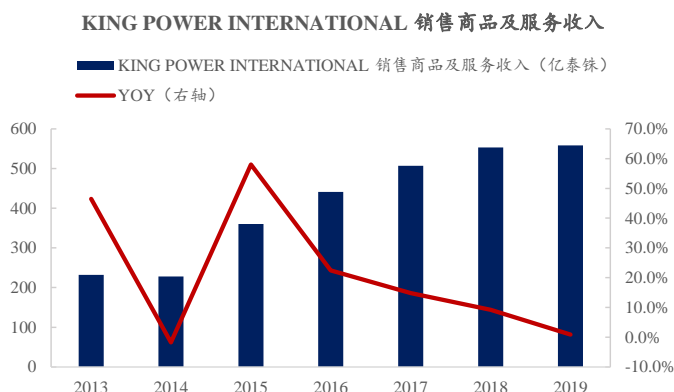


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 114、2013-2019 年泰国入境国际旅客数



图表 115、2013-2019 年王权国际销售收入增长情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

竞争环境下，扣点是机场渠道战略价值的重要体现，高扣点符合竞争规律。机场对于免税尤其是出入境免税具有重要的战略价值，一方面，从亚洲乃至全球来看，机场都是免税销售的重要渠道，机场渠道在全球免税及旅游零售渠道占比中超过五成，在亚太地区，即使部分国家市内免税渠道发展程度和占比较高，但机场和机场销售份额仍接近六成。另一方面，从机场免税店的运营特点上看，枢纽机场客流量大、无需额外物业支持，加之机场形象展示功能强大，天然适合新进入者，为防止新进入者通过机场渠道打入市场或者为了提前卡位，运营商都原因为之承担较高的租金成本。因而，从全球机场的对比来看，除免税行业高度垄断的泰国外，几乎全球机场的扣点水平都较高，亚洲主要枢纽机场免税扣点均在 40% 以上。

图表 116、出入境免税机场店与市内店比较

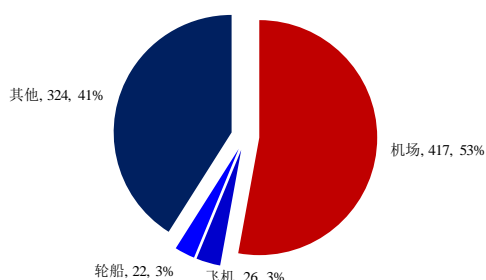
| | 机场 | 市内店 |
|--------|--------------------------------------|---|
| 客流 | 枢纽机场客流大、流量相对稳定。 | 需要一定的引流。 |
| 旅客停留时间 | 机场商业区平均停留时间较短，出入境旅客在商业区的平均停留时间不足半小时。 | 平均逗留时间较长，一般为 2.5-3 小时。 |
| 运行成本 | 枢纽机场扣点率相对较高。 | 无需额外支。付扣点，但需购买物业或支付场地租金。 |
| 运行条件 | 总体运行受制于机场规划；但无需额外物业支持 | 需要物业支持；运营规划等自主性较高。 |
| 购物时间 | 在机场免税区停留时间；提前预定在机场免税区提货。 | 入境免税店一般为入境后一段时间内（上海为半年）；海外出境免税店一般为离境机票出票后到登机前数小时。 |
| 提货 | 以现场提货为主，上海机场可入境提货 | 入境免税可现场提货；海外出境免税需要机场提货（一般向机场支付 3-5% 的费用）。 |

说明：根据 generation research 数据，旅客乘坐出境航班在机场停留的时间平均为 137 分钟，其中在商业区停留时间仅占 21%，约 29 分钟。

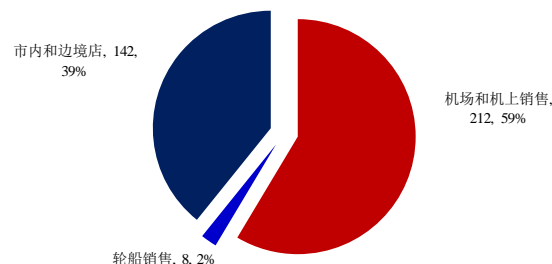
图表 117、全球免税及旅游零售渠道中机场占比五成

图表 118、亚太免税及旅游零售渠道中机场占比近六成

全球免税及旅游零售渠道分布，亿美元，2018



亚太地区免税及旅游零售渠道，亿美元，2017



资料来源：DFWC, Generation Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 119、主要国际机场扣点水平

| 区域/国家 | 机场 | 2019 年国际旅客量 (万人次) | 扣点水平 |
|-------|--------|-------------------|-------------|
| 韩国 | 仁川机场 | 7058 | 40% |
| 新加坡 | 樟宜机场 | 6560 | 46.5% |
| 香港 | 香港机场 | 7150 | 48% (仅中免标段) |
| 泰国 | 素万那普机场 | 5216 | 20% |
| 中国 | 上海机场 | 3851 | 42.5% |
| 中国 | 首都机场 | 2757 | 47.5%/42.5% |
| 欧洲 | - | - | 30-40% |

资料来源：DFWC, Generation Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 2.2.4、投资策略：当前航空业可能是新一轮景气周期的起点

航空作为高端可选消费+财富效应需求高弹性的属性不会发生改变，航空因私需求只会后置不会消失；而未来几年原有航企运力增速断崖，航空板块“妖魔化”下

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

产业资本对航空业投资下降，供需剪刀差即将到来，预计 2021 年 2 季度将见到行业盈利拐点。

2009-2010 年中国航空业从金融危机中恢复的经营表明，股价启动可能早于基本面的修复，基本面和业绩的验证会支撑股价的进一步上涨。

从 2008-19 年美国航空经验来看，股价比盈利先行，盈利比需求先行（股价 2009 年启动至 2019 年翻了 10 倍，盈利 2010 年启动开启了 10 年高景气，需求 2012 年才恢复至 2008 年水平，供给出清+结构优化成关键）。

航空机场板块是为数不多仍在低位的核心资产，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。21 年将是下一轮航空周期的起点，底部布局正当时，安全边际高，未来弹性大。α 品种推荐：春秋航空、华夏航空、美兰空港；β 品种推荐：吉祥航空、中国国航、东方航空、南方航空、白云机场、首都机场。

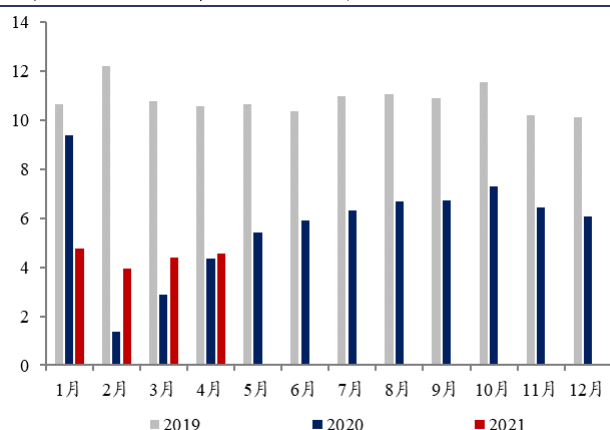
三、公路铁路：继续推荐高股息品种

3.1、公路行业 2021 年 1-4 月运营情况

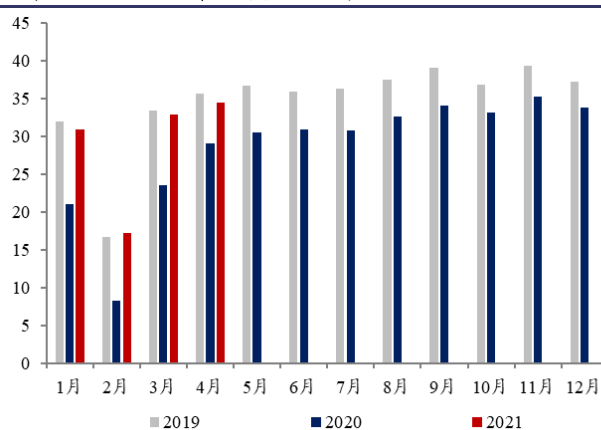
21 年 1-4 月客运量受就地过年影响较大。相较于铁路客运 3-4 月的快速恢复，公路客运的恢复较为迟缓，1-4 月全国高速公路发送旅客量 17.66 亿人次，较去年同期下降 2.01%，仅相当与 2019 年同期水平的 40%。预计公路客运量恢复到疫情前水平仍需较长时间。

货运量方面，1-4 月延续了 20 年 2 季度起货运量快速恢复的态势，基本恢复到 19 年同期水平。1-4 月全国公路货运量 115.23 亿吨，同比增长 40.63%，较 19 年同期下降 1.97%，货运周转量 20454.2 亿吨公里，同比上升 42.19%，较 19 年同期下降 3.73%。预计全年货运量将持平 19 年同期水平。

图表 120、公路单月客运量情况（亿人次）



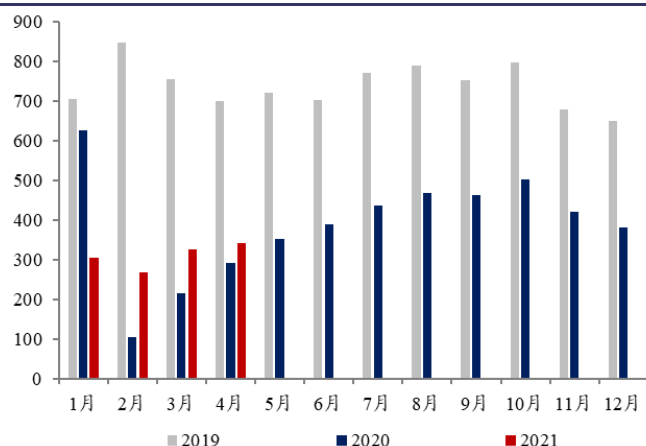
图表 121、公路单月货运量情况（亿吨）



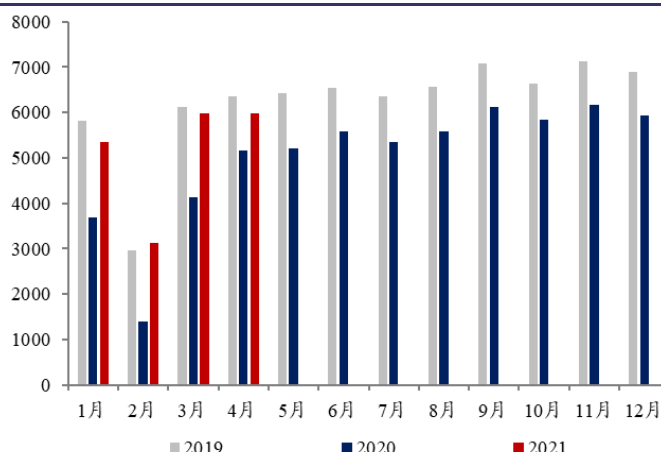
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 122、公路单月旅客周转量情况（亿人公里）



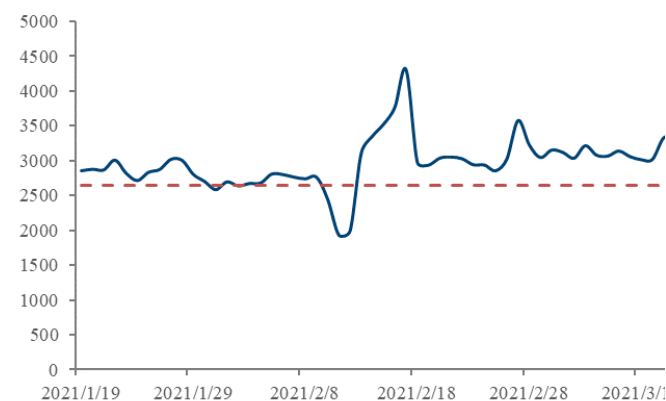
图表 123、公路单月货运周转量情况（亿吨公里）



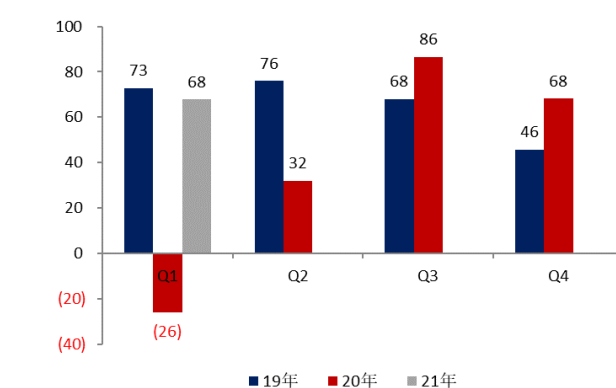
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

就地过年政策对车流量影响低于预期，公路业绩同比扭亏，盈利水平接近 19 年同期。春运期间，高速公路行业受到“就地过年”政策的影响，旅客发送量相比往年有较大下滑，公路发送旅客 6.0 亿人次，比 2019 年下降 75.5%。但从高速公路车流量看，2021 年春运期间全国车流量降幅小于预期，全国高速公路累计流量 11.8 亿辆，比 2019 年上升 0.5%，比 2020 年上升 77.6%。其原因可能是更多旅客采用自驾方式出行，车流量有所增加所致。受此影响，高速公路板块 21Q1 归母净利润达 68 亿元，达到 2019 年业绩的 93%。

图表 124、2021 年春运期间全国高速公路网车流量



图表 125、高速公路行业单季度归母净利润（亿元）



资料来源：交通运输部、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图中虚线为 2020 年 2 月 21 日-6 月 5 日平均车流量

3.2、公路行业重点公司：招商公路、山东高速

● 3.2.1、招商公路：21 年业绩反弹大，资本运作看点多

投资经营里程最长的综合性公路投资运营商

招商公路是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商，此外也涉足交通科技、智慧交通等领域。截至 2020 年 12 月底，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司投资经营的路桥总里程达到 10963 公里，权益里程 3176 公里，所投资的路网已覆盖全国 21 个省、自治区和直辖市。同时，依托招商交科院以及招商新智等子公司，在交通科技及智慧交通领域不断发展壮大。此外公司还在江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地投资运营光伏电站，盈利能力稳定。

公司管理的收费公路项目共计 23 条，分布于东部、中部和西部的 15 个省、自治区和直辖市，总里程约 1800 公里。这些路产均处于国家主干线，区位优势明显，盈利能力优异，成长稳定。此外，公司还参股多家优质收费公路公司，其中 A 股公路上市公司共 12 家，并参股广靖锡澄、上三高速、扬子大桥、邵三高速、宁靖盐高速五个高速公路项目。近年来，参股公司贡献的投资收益保持持续增长趋势，为公司效益增长提供了坚实的保障。

图表 126、招商公路控股路桥项目

| 名称 | 持股比例 | 收费到期日 | 控股里程 (公里) | 位置 | 日均车流量 (辆/日) | 日均通行费收入 (万元/日) | 日均单公里通行费收入 (万元/日) |
|-------|--------|------------------|--------------|----------|----------------|-------------------|----------------------|
| 甬台温高速 | 51% | 2030 年 9 月 30 日 | 140.2 | 浙江 | 29,743 | 294.9 | 1.1 |
| 京津塘高速 | 100% | 2029 年 9 月 5 日 | 142.7 | 北京、天津、河北 | 13,804 | 106.1 | 0.7 |
| 渝黔高速 | 60% | 2037 年 3 月 16 日 | 90.4 | 重庆 | 15,683 | 117.3 | 0.8 |
| 沪渝高速 | 60% | 2043 年 12 月 22 日 | 84.3 | 重庆 | 14,350 | 103.4 | 0.7 |
| 北仑港高速 | 100% | 2027 年 12 月 31 日 | 51.4 | 浙江 | 28,816 | 83.8 | 1.6 |
| 毫阜高速 | 100% | 2036 年 12 月 14 日 | 101.3 | 安徽 | 10,345 | 92.1 | 0.9 |
| 鄂东大桥 | 54.60% | 2040 年 9 月 27 日 | 15.2 | 湖北 | 18,333 | 71.9 | 2.6 |
| 桂兴高速 | 100% | 2042 年 4 月 1 日 | 53.4 | 广西 | 15,018 | 65.5 | 1.2 |
| 桂阳高速 | 100% | 2037 年 7 月 31 日 | 66.6 | 广西 | 12,085 | 52.7 | 0.8 |
| 阳平高速 | 100% | 2037 年 6 月 17 日 | 39.5 | 广西 | 11,857 | 37.4 | 0.9 |
| 九瑞高速 | 100% | 2040 年 12 月 31 日 | 48.1 | 江西 | 7,914 | 33.2 | 0.7 |
| 灵三高速 | 100% | 2038 年 3 月 29 日 | 46.7 | 广西 | 6,228 | 16.5 | 0.4 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：日均通行费收入、车流量等数据使用 2020 年年报数据。

图表 127、招商公路主要参股公路上市公司情况

| 名称 | 持股比例 | 总市值 (亿元) | 权益对应市值 (亿元) | 2020 年净利润 (亿元) | 2020 年贡献 投资收益(亿元) |
|-----------------|--------|-------------|----------------|-------------------|----------------------|
| 山东高速(600350.SH) | 16.30% | 302.1 | 52.2 | 21.4 | 3.5 |
| 宁沪高速(600377.SH) | 11.70% | 506.3 | 58.8 | 25.2 | 2.9 |
| 四川成渝(601107.SH) | 24.90% | 95.7 | 24.8 | 7.3 | 1.8 |
| 皖通高速(600012.SH) | 29.90% | 111.8 | 34.3 | 8.7 | 2.6 |
| 中原高速(600020.SH) | 15.40% | 74.6 | 11.8 | 2.5 | 0.4 |
| 福建高速(600033.SH) | 17.80% | 73.5 | 13.4 | 5.8 | 1.0 |
| 五洲交通(600368.SH) | 13.90% | 40.7 | 5.9 | 5.6 | 0.8 |
| 深高速(600548.SH) | 6.70% | 193.9 | 14.1 | 22.4 | 1.5 |
| 楚天高速(600035.SH) | 15.50% | 46.4 | 7.6 | 3.4 | 0.5 |
| 现代投资(000900.SZ) | 8.00% | 64.5 | 5.2 | 5.6 | 0.4 |
| 龙江交通(601188.SH) | 16.50% | 38.8 | 6.2 | 2.3 | 0.4 |
| 吉林高速(601518.SH) | 14.00% | 30.9 | 4.4 | 0.7 | 0.1 |
| 合计 | | | 238.7 | 110.8 | 16.0 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

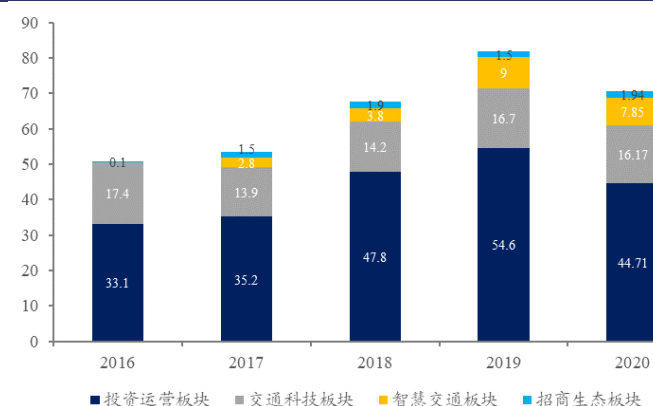
备注：市值为 2021 年 6 月 15 日收盘价

投资运营板块除路桥外，也包括通过子公司华北高速持有的光伏电站项目：江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地共投资运营 293.8MW 光伏电站。交通科技方面，公司主要依托全资子公司招商交科院，开展科研开发、勘察设计、咨询监理、工程施工、工程总承包等业务。智慧交通及招商生态方面，主要开展智慧收费、智慧养护等业务。2019 年抓住了取消省界收费站的契机，公司子公司招商新智等公司的业务取得较大突破。

历史业绩稳健增长，2020 受免费政策影响业绩下滑

2017-2019 年，招商公路分别实现营业收入 53.4、67.6、81.9 亿元，复合增长率约为 23.8%，增速稳健，但 2020 年受免费政策影响，营业收入 70.68 亿元，同比下滑 14.75%。从收入结构看，2020 年公司投资运营、交通科技、智慧交通、招商生态贡献营业收入分别达 44.71、16.17、7.85、1.94 亿元，同比分别-18.09%、-9.23%、-12.42%、+25.81%，占总营业收入比例分别为 63.25%、22.88%、11.11%、2.76%。

图表 128、16-20 公司营业收入（亿元）



图表 129、16-20 公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

21 年业绩反弹大，资本运作看点多

公路免费政策影响 20 年业绩，21 年反弹力度大。20 年公路免费政策对公司经营产生重大影响。但 21 年高速车流量维持高位，一季度实现归母净利润 12.36 亿元，超 19 年同期，期待 21 年全年业绩强反弹。

公司治理优秀，发行可转债并实施股权激励计划，资本运作看点多。2019 年公司因路产投资和收购发行可转债，业绩增长及股价上涨有保障。2020 年 3 月，公司通过了面向 58 名核心管理、技术人员授予 473 万份股权激励计划，预计将有效促进管理层的积极性和创造性，为股价上涨提供潜在动力。

图表 130、招商公路收入拆分预测

| (亿元) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 投资运营业务收入 | 47.8 | 54.6 | 44.7 | 57.2 | 59.8 | 62.6 |
| 扣税通行费收入 | 48.7 | 48.5 | 39.6 | 50.8 | 53.2 | 55.8 |
| 甬台温 | 13.6 | 13.9 | 10.7 | 14.4 | 14.8 | 15.2 |
| 北仑港 | 3.9 | 3.9 | 3.1 | 4.1 | 4.2 | 4.3 |
| 京津唐 | 6.4 | 6.3 | 3.9 | 6.5 | 6.7 | 6.9 |
| 其他高速 | 24.8 | 24.3 | 21.9 | 25.9 | 27.6 | 29.4 |
| 公路辅业及其他 | -4.5 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.6 |
| 光伏发电收入 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 4 | 4.1 | 4.2 |
| 投资运营业务成本 | 20.3 | 23.1 | 24.25 | 22.8 | 23.4 | 24 |
| 交通科技毛利 | 2 | 2 | 2.1 | 2.5 | 2.8 | 3.2 |
| 智慧交通毛利 | 0.6 | 1.4 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 2.1 |
| 招商生态毛利 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 投资收益 | 32.3 | 34.4 | 19.5 | 41.4 | 45.3 | 49.4 |
| 山东高速 | 4.7 | 4.9 | 3.7 | 5.7 | 6.1 | 6.5 |
| 皖通高速 | 3.4 | 3.3 | 2.2 | 4.1 | 4.7 | 5.1 |
| 宁沪高速 | 5.1 | 4.9 | 3 | 5.4 | 5.7 | 6.1 |
| 其他高速 | 19.1 | 21.4 | 10.6 | 26.2 | 28.8 | 31.6 |
| 税金+销售+管理 | 4.6 | 5.4 | 5.4 | 5.2 | 5.3 | 5.9 |
| 财务费用 | 7.9 | 9.5 | 9.6 | 13.2 | 13.5 | 13.9 |
| 营业外收支 | 0.3 | -0.1 | 3.2 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 少数股东权益 | 4.6 | 5.4 | 3.6 | 4.7 | 4.9 | 5.2 |
| 归母净利润 | 39.1 | 43.3 | 22.2 | 50.3 | 55.3 | 60.3 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

招商公路手持优质核心资产，业绩兼具稳健性及成长性，21 年一季度业绩反弹力度超同行；重视公司治理及股东回报，推出股权激励计划，分红率存在提升可能性。综上，我们预计 2021-2022 年，公司 EPS 为 0.81/0.90 元，相对 2021 年 6 月 15 日收盘价，PE 为 9.7/8.7 倍。假设公司分红率维持 50%，21-22 年股息率分别为 5.2%、5.7%；假设公司分红率提至 60%，21-22 年股息率分别为 6.2%、6.9%；假设公司分红率提至 70%，21-22 年股息率分别为 7.2%、8.0%。维持“买入”评级。

● 3.2.2、山东高速：主业向上拐点，大幅提高分红

资产情况：路产丰富，是国内同行业运营里程最长的路桥上市公司

公司主业为路桥运营、托管业务，路产资源丰富。公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链、价值链上的股权投资，主要业务板块包括路桥运营、铁路运输及物流、装备制造、房地产（逐渐退出）和投资运营。

收费路桥运营是公司的核心业务，目前公司运营管理的路桥资产总里程约 2575 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程约 1314 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程约 1261 公里。核心路产为济青高速和京福高速德泰段，此外还控股

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 63 -

济莱高速、武荆高速、潍莱高速、济晋高速、泰曲路、衡邵高速、许禹高速和威乳高速，以及利津黄河桥、济南黄河二桥等 2 座桥梁高速。

房地产板块曾经为公司第二大经营业务板块，根据新的市场形势和需求，公司正逐步剥离地产板块业务。

投资运营业务板块目前发展良好，与 2020 年上半年公司合并轨道交通集团后形成的铁路运输物流板块、装备制造板块一起，未来将成为公司重要利润来源。

图表 131、山东高速主要收费公路及桥梁资产

| 经营路段 | 2020 年通行费 | 收费里程 | 收费质量 | 到期日 |
|----------|-----------|--------|----------|------------------|
| | (百万元) | (公里) | (百万元/公里) | |
| 济青高速* | | 318.5 | | 改扩建后于 2044 年到期 |
| 济青高速* | | | | 2044 年到期 |
| 京福高速德齐一期 | 2968 | 89.034 | 9.3 | 改扩建后预计于 2047 年到期 |
| 京福高速德齐二期 | 853 | 2.25 | 4.9 | 改扩建后预计于 2047 年到期 |
| 京福高速齐济段 | | 21.971 | | 2024 年到期 |
| 京福高速济泰段 | 959 | 59.546 | 5.2 | 2024 年到期 |
| 武荆高速 | 712 | 183.2 | 3.9 | 2040 年到期 |
| 济南黄河二桥 | 283 | 5.8 | 48.8 | 2032 年到期 |
| 济莱高速 | 380 | 76 | 5.0 | 2034 年到期 |
| 潍莱高速 | 270 | 140.6 | 1.9 | 2024 年到期 |
| 济晋高速 | 130 | 20.6 | 6.3 | 2038 年到期 |
| 衡邵高速 | 181 | 132.1 | 1.4 | 2040 年到期 |
| 许禹高速 | 137 | 39.1 | 3.5 | 2036 年到期 |
| 威乳高速 | 110 | 70.6 | 1.6 | 2032 年到期 |
| 利津大桥 | 43 | 1.35 | 31.9 | 2029 年到期 |

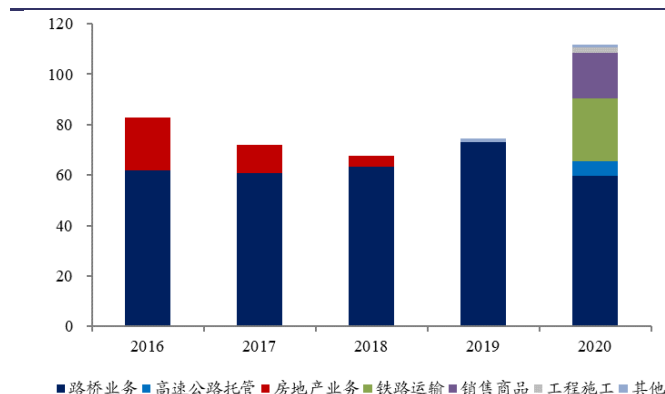
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：通行费为增值税后收入

公司历史业绩保持稳健增长，20 年受疫情扰动

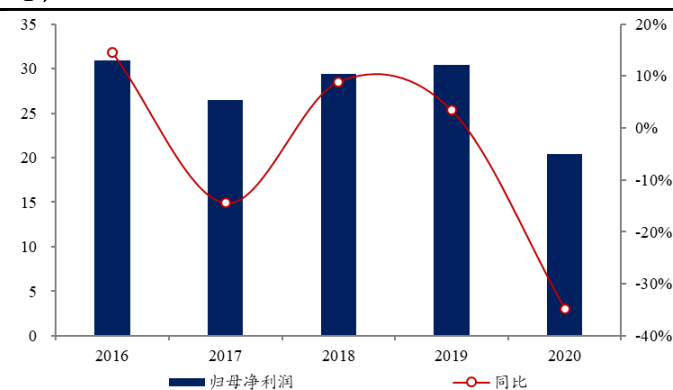
营业收入及业绩增速稳健。公司 2020 年实现营业收入 113.65 亿元，同比增长 9.13%，2016-2020 年营业收入年复合增速为 7.65%，营收的来源包括收费路桥业务收入、房地产业务收入和其他收入。受疫情高速公路免费政策影响，2020 年公司实现归母净利润 20.39 亿元，同比下降 34.77%。

图表 132、16-20 山东高速营业收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 133、16-20 山东高速归母净利润及增速（亿元）

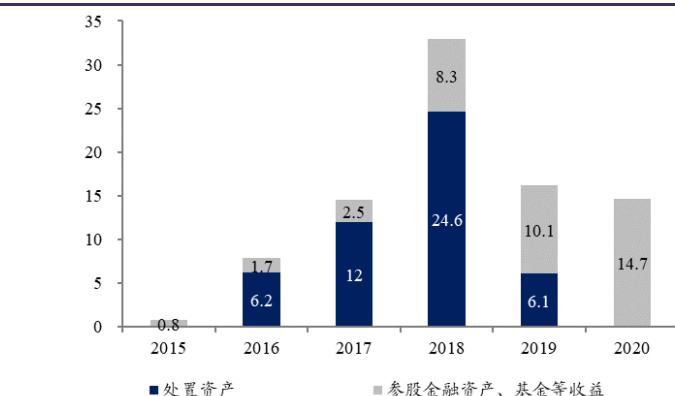


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年公司并表轨道交通集团，主营口径增加铁路运输、销售商品和工程施工三大业务，且均有大幅增长。2020 年度轨道交通集团实现营业收入 43.45 亿元；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 101%，增厚公司利润约 1.66 亿元。另外，公司投资收益表现良好，2017-2020 年投资收益分别为 14.51、32.90、16.21、14.72 亿元，投资收益的构成除参股银行、券商等金融资产外，也投向金融、地产及新型产业基金。公司目前基本已退出房地产业务。

退出地产主业，参股和基金模式发展多元化。2016 年以来，公司战略调整房地产业务，转出多个土地项目并逐步退出房地产业务，对冲了过去三年因济青线改造带来的业绩损失。另一方面，公司参股东兴证券和威海商业银行，取得稳定投资收益，同时通过设立产业基金的模式投向地产、金融和新兴产业，以产业基金的灵活性和专业优势推动多元化的发展。

图表 134、2015-2020 年山东高速投资收益（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 135、近年主要已处置资产情况（亿元）

| 资产名称 | 公示时间 | 转让收益 | 剩余股权重估收益 |
|----------------|----------|------|----------|
| 青岛华景置业60%股权 | 2016年6月 | | |
| 财富纵横置业51%股权 | 2016年6月 | 6.1 | - |
| 雪野湖开发公司41%股权 | 2016年6月 | | |
| 山东高速滨州置业100%股权 | 2017年8月 | 0.6 | - |
| 济南盛邦置业100%股权 | 2017年8月 | 7.9 | - |
| 济南汇博置业100%股权 | 2017年8月 | 3.2 | - |
| 火山岛（漳州）置业51%股权 | 2017年9月 | 0.2 | 0.1 |
| 济南璞园置业50%股权 | 2017年12月 | 11.7 | 11.5 |
| 济南建设20%股权 | 2019年10月 | 2.0 | 4.1 |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

济青线改扩建后量价双升，主业进入拐点期

济青线 4 改 8 完成，主业进入拐点期。济青高速是公司主要干线，改扩建前贡献

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司收费公路主业约 50% 的营收和毛利。改扩建工程于 2016 年 6 月全线开工，计划投资 300.6 亿元，对车流量产生较大影响。济青高速东、西两段分别于 2019 年 7 月 26 日及 2019 年 12 月 15 日建成通车，另外自 2020 年 1 月起通行费率上调，平均收费费率大约提升 25%，改造完成后收费期延长至 2044 年。改造后车流量快速增长，截至 2019 年年底车流量已经恢复至改扩建之前水平，增速高于之前预期。我们预计 2021 年济青线营收、营业利润分别较 2019 年增长 134% 和 140%，均超过历史最好水平。

图表 136、济青高速改扩建影响预测

| (万辆、亿元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 车流量 | 3664 | 2568 | 3162 | 4613 | 4643 | 5014 | 5265 |
| YOY | - | -30% | 23% | 45.8% | 10% | 8% | 5% |
| 平均单车收费(元) | 66 | 48 | 63 | 64.3 | 100 | 100 | 100 |
| 收入 | 23.3 | 11.9 | 19.3 | 29.7 | 45.1 | 48.7 | 51.3 |
| YOY | - | -49% | 62% | 49% | 51.9% | 8% | 5% |

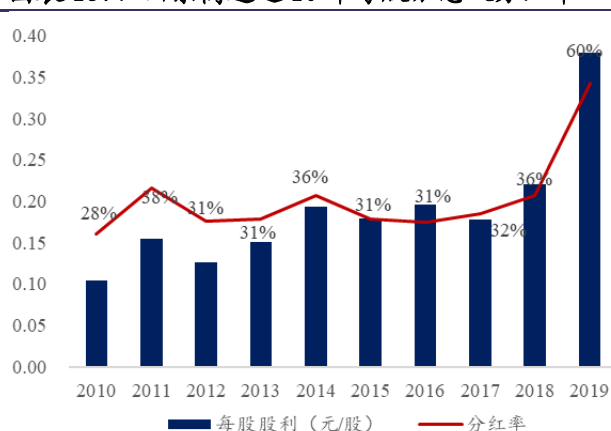
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2020 年受免费政策影响，单车收费不及预期

推出股权激励计划并大幅调高 2019 年分红率至 60%。2020 年 3 月公司公告了股票期权激励计划草案和受激励人员名单，授予期权额度为 4800 万份，其中首次授予 4320 万份。若全部授予，则总授予权益占公司总股本 1.0%。此外，2019 年公司将分红比例从 30% 提升至 60%，相对之前年份大幅增长，体现上市公司对业绩的信心和对股东回报的重视。

公告后，2020 年 4 月 27 日-4 月 30 日不复权收盘价累计涨幅达 17.2%。公司治理得到市场认可，7 月 8 日收盘价攀至 6.92 元/股，较 4 月 23 日公告利润分配方案前累计上涨 59.8%。

图表 137、山东高速近 10 年每股派息及分红率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 138、宣告提升分红率后的公司股价走势图



随着济青高速改扩建完成并提价，公司高速公路主业进入增长快车道，剥离地产

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

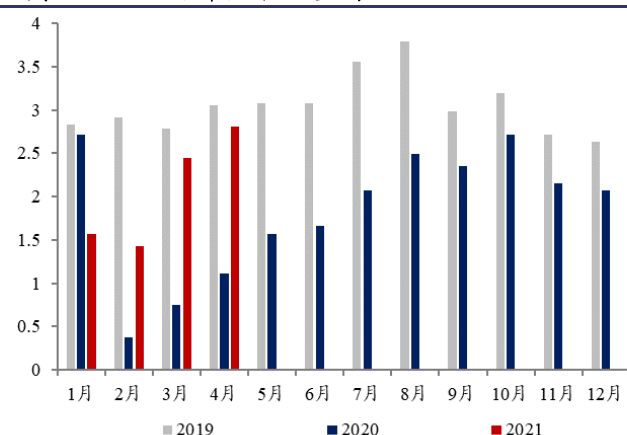
业务采用参股基金形式获得较好回报。同时公司大幅提升分红比例、推出股权激励计划改善公司治理，无论是公司业绩还是股东回报均进入拐点，存在显著的市场预期差。预计 21-22 年国内公司 EPS 为 0.71/0.75 元，对应 2021 年 6 月 15 日收盘价 PE 为 8.8/8.4 倍，假设未来分红率维持 60%，股息率约为 6.9%、7.2%。

3.3、铁路行业 2021 年 1-4 月运营情况回顾

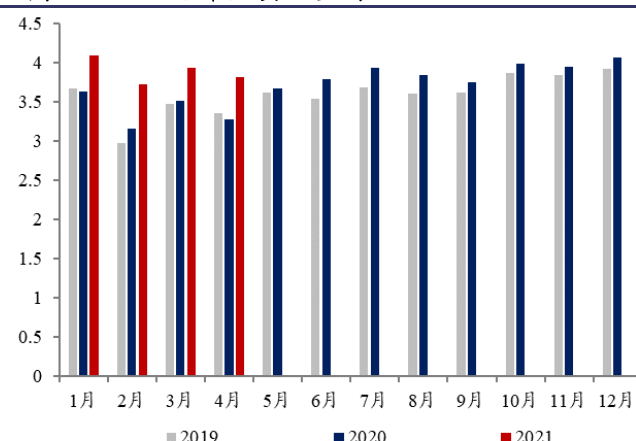
铁路客运方面，1-2 月运量低迷，但 3、4 月快速恢复。1-2 月客运量分别为 1.57、1.43 亿人次，低于去年下半年水平，相当于 19 年同期的 56%、49%；3-4 月出行需求快速恢复，客运量分别为 2.44、2.81 亿人次，相当于 19 年同期水平的 88%、92%。预计今年 5-12 月客运量将逐渐逼近 19 年同期水平。

铁路货运方面，延续 2020 年的增长趋势，21 年 1-4 月均实现同比增长。21 年 1-4 月实现铁路货运量 15.55 亿吨，同比上升 14.49%，实现货物周转量 10892.95 亿吨公里，同比上升 20.43%。预计 2021 全年也将实现货运量的正增长。

图表 139、铁路单月客运量情况（亿人次）

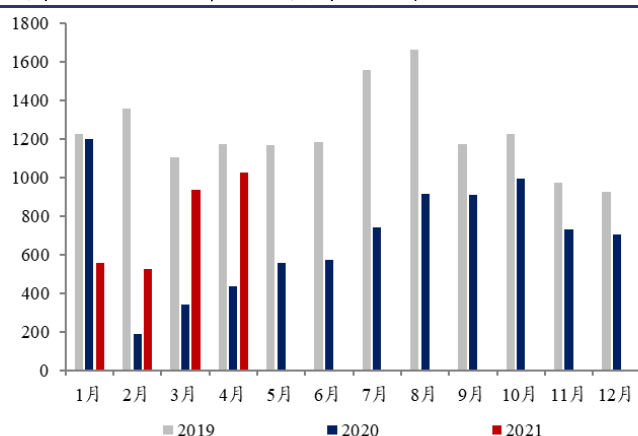


图表 140、铁路单月货运量情况（亿吨）

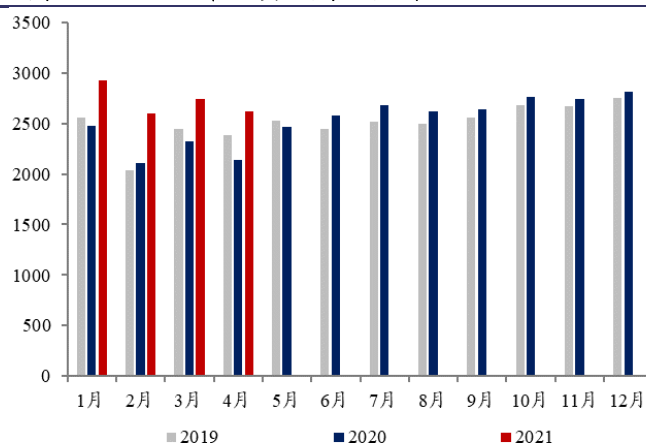


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 141、铁路单月旅客周转量情况（亿人公里）



图表 142、铁路单月货运周转量情况（亿吨公里）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

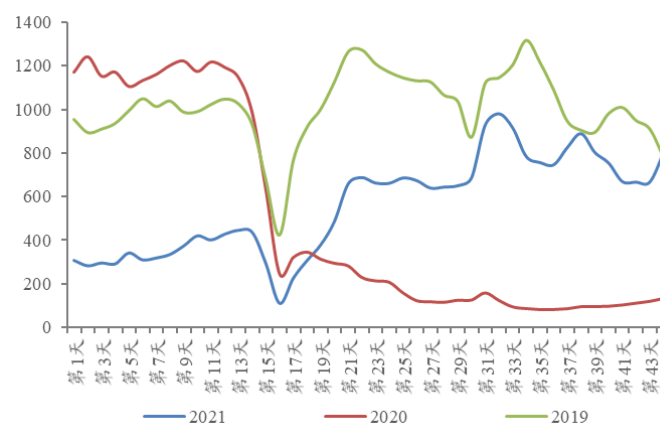
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 67 -

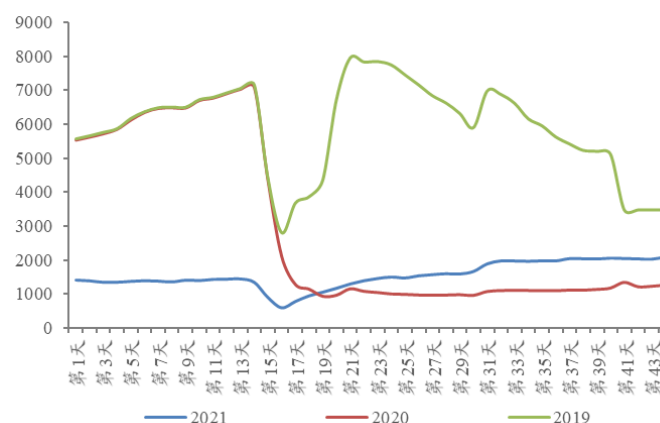
春运期间受就地过年政策影响，铁路板块客运需求低迷，但货运景气程度较高。春运期间铁路发送旅客 2.2 亿人次，比 2019 年下降 46.5%，比 2020 年上升 3.5%，受此影响，京沪高铁业绩继续承压，Q1 归母净利润为 3.22 亿元，20 年 Q1 为 3.24 亿元，19Q1 为 23.67 亿元。但货运板块景气程度较高，2020、2021 年全国铁路货运量货运量持续同比增长，支撑铁路板块一季度业绩达到 19 年同期的 89%。

春运结束后，随两会的召开和旅行限制的解除，铁路发送旅客量快速提升，清明和五一旅客量有大幅恢复。清明期间，全国铁路发送旅客 4991 万人次，比 2020 年清明小长假增长 225.8%，恢复至 2019 年同期的 92.4%。五一（4.29-5.6），全国铁路共发送旅客 1.17 亿人次，较 2019 年同期增加 1154 万人次、同比增长 11%，其中 5.1-5.5 日均发送 1570 万人次，去年同期为 569.4 万人次，2019 年同期为 1817.5 万人次（19 年五一假期 4 天），日均旅客量达到 19 年的 86.3%。疫苗接种的推广有力支撑了铁路客运需求的恢复，目前出行数据已基本恢复至 19 年同期水平，二季度铁路客运板块业绩将大幅改善。

图表 143、春运期间铁路发送旅客量（万人次）



图表 144、春运期间公路发送旅客量（万人次）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、铁路行业重点公司：京沪高铁

实施浮动运价，迈出铁路改革第一步。

京沪高铁调价从 2020 年 12 月 23 日起实施，具体方案包括：1）改固定票价为浮动票价机制，以现行执行票价为准实行上下浮动。北京南站-上海虹桥站全程列车二等座价格区间为 498-598 元、商务座价格区间为 1748-1998 元，公司可根据实际客流需求，综合考虑图定旅行时间、席别服务、客座率等因素，灵活定价，合理安排列车票价档次。2）以时速 300-350 公里动车组列车二等座价格调整为抓手，分别按照二等座价格的 3.5 倍、1.8 倍和 1.6 倍参考执行商务座、特等座和一等座的票价。3）北京南站-上海虹桥站间的区间车票价参考全程车票价及实际运行距离对应调整执行。

调价后对公司利润影响将视实际运价而定，若执行上限运价将增厚公司利润 7.2%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

我们根据比价方案，测算出商务座、一等座、二等座的价格浮动区间；同时，估计出京沪线上三种座次的座位数比例，以 2019 年公司京沪本线客运收入为基数，并假设此次调价不影响各项费用率、且跨线列车价格不变，我们测算此次调价对利润的影响如下：1）若所有席别均提价至浮动票价的最高价位，公司营收相对 2019 年将增长 11.45 亿元（增幅 3.5%），增厚公司税后净利润 8.59 亿元（增幅 7.2%）；若所有席别均提价至最高价增幅的一半，公司营收将增长 5.73 亿元（增幅 1.7%），增厚公司税后净利润 4.3 亿元（增幅 3.6%）；若所有席别按各席别价格区间的中值调整，公司营收将下降 2.31 亿元（降幅 0.7%），税后净利润下降 1.73 亿元（降幅 1.4%）。

图表 145、京沪高铁价改影响测算

| 测算主要假设 | | | | | | | |
|-------------------------|---------------|-----------------|--------|-----------------|-----------------|---------------|--------|
| 一、票价变化（元） | | 提价后价格区间 | | | 提价后价格相较提价前的变动幅度 | | |
| | 比价关系 | 提价前票价 | 最低价 | 最高价 | 按区间中值提价 | 按最高价增幅的 50%提价 | 按最高价提价 |
| 商务座 | 3.5 | 1748 | 1748 | 1998 | 7% | 7% | 14% |
| 一等座 | 1.6 | 933 | 797 | 957 | -6% | 1% | 3% |
| 二等座 | 1.0 | 553 | 498 | 598 | -1% | 4% | 8% |
| 二、各席别收入拆分（亿元） | | | | | | | |
| | 16 节编组各席别座位比例 | 考虑票价后的各席别收入比例估计 | | 估计 2019 年本线收入拆分 | | | |
| 商务座 | 3% | 7% | | 11.54 | | | |
| 一等座 | 16% | 23% | | 35.64 | | | |
| 二等座 | 82% | 70% | | 109.27 | | | |
| 相较于 2019 年的变动情况 | 本线收入增量 | 增加本线收入% | 增加总营收% | 税后净利润增量 | 增加税后净利润% | | |
| 假设全部席别价格调整至最高价 | 11.45 | 7.3% | 3.5% | 8.59 | 7.2% | | |
| 假设全部席别价格调整至最高价提价幅度的 50% | 5.73 | 3.7% | 1.7% | 4.30 | 3.6% | | |
| 假设全部席别价格调整至区间中值 | -2.31 | -1.5% | -0.7% | -1.73 | -1.4% | | |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：（1）假设相关成本及跨线路网收入较 2019 年不变；（2）将特等座与商务座合并处理。

票价改革进展超预期，产品差异化提升服务质量。此次京沪高铁实行浮动票价机制将成为中国铁路运价改革的重要事件，打开了未来铁路客票差异化定价的想象空间。该模式存在向跨线列车推广的可能性，随着客座率进一步提升，浮动空间继续上升可期。此外，在丰富产品线方面，公司还将于今年年底前推出“静音车厢”、计次季票等新型票制、特殊重点旅客预约服务、商务座旅客专享服务等，进一步满足旅客差异化乘车需求。

受益于疫苗接种不断推广，公司运量预计也将于 2021 年下半年恢复至 19 年同期正常水平。票价改革进展超预期，打开公司收入增长的天花板，浮动空间继续上升可期，打开业绩增长想象空间。预计公司 2021-2022 年 EPS 为 0.23/0.25 元，对应 2021 年 6 月 15 日收盘价 PE 为 24.7/22.7 倍，假设未来几年分红率维持 50%，股息率约为 2.0%、2.2%。

3.5、投资策略：继续推荐高股息标的

高速公路、铁路行业公司 20 年业绩受疫情影响而出现短期下滑，但 21 年一季度业绩大幅好转，达到 19 年同期的 90% 左右；我们认为公路铁路板块受就地过年冲击有限，依然具备核心资产盈利能力强、分红率高、中长期业绩稳定的特质，预计 2021 年全年公铁路板块公司业绩将大幅改善，业绩或超过 2019 年。

我们继续推荐业绩稳健、高股息的核心资产标的：山东高速（济青改扩建后量价双升，业绩拐点，分红率提升至 60%，股息率大幅提高，预期差显著，短期超额收益明显）；宁沪高速（核心资产、盈利能力及公司治理优异，历年保持稳健高派息额的政策，建议长期配置）；粤高速（改扩建后业绩拐点，高分红率，股息率高）；大秦铁路（公告三年股东回报计划，分红不低于 0.48 元/股，股息率高达 7%）

图表 146、主要公司估值表

| 上市公司 | 公司代码 | EPS (元/股) | | | P/E | | | 股息率 | | | P/B |
|------|--------|-----------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E | |
| 招商公路 | 001965 | 0.35 | 0.81 | 0.90 | 22.4 | 9.7 | 8.7 | 4.00% | 5.16% | 5.73% | 1.0 |
| 宁沪高速 | 600377 | 0.49 | 0.91 | 0.96 | 20.5 | 11.0 | 10.5 | 4.90% | 4.53% | 4.78% | 1.7 |
| 山东高速 | 600350 | 0.4 | 0.71 | 0.75 | 15.7 | 8.8 | 8.4 | 6.20% | 6.78% | 7.17% | 1.0 |
| 深高速 | 600548 | 0.94 | 1.13 | 1.22 | 9.5 | 7.9 | 7.3 | 5.80% | 5.72% | 6.15% | 1.0 |
| 粤高速 | 000429 | 0.42 | 0.7 | 0.62 | 18.1 | 10.9 | 12.3 | 6.10% | 6.45% | 5.71% | 1.9 |
| 京沪高铁 | 601816 | 0.07 | 0.23 | 0.25 | 81.1 | 24.7 | 22.7 | 2.40% | 2.02% | 2.20% | 1.5 |
| 大秦铁路 | 601006 | 0.73 | 0.93 | 0.97 | 8.9 | 7.0 | 6.7 | 6.93% | 7.37% | 7.37% | 0.8 |

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：

（1）数据截至 2021 年 6 月 15 日。

（2）21E-22E 股息率假设：大秦铁路每股分红 0.48 元，京沪高铁分红率 50%，山东高速分红率 60%，深高速分红率 45%，粤高速分红率 70%，宁沪高速每股分红 0.46 元，招商公路分红率 50%。

（3）深高速 2022 年业绩预测采用 Wind 一致预期。

四、航运行业：集运市场高度景气，持续时间超预期

4.1、集运行业：市场高度景气，持续时间超预期

● 4.1.1、运价走势

2021 年前 5 月（截止 5 月 28 日），CCFI 指数均值 1984 点，同比增长 122%，其中 CCFI 欧线、美西线、美东线运价指数分别同比增长 200%、88%、66%。

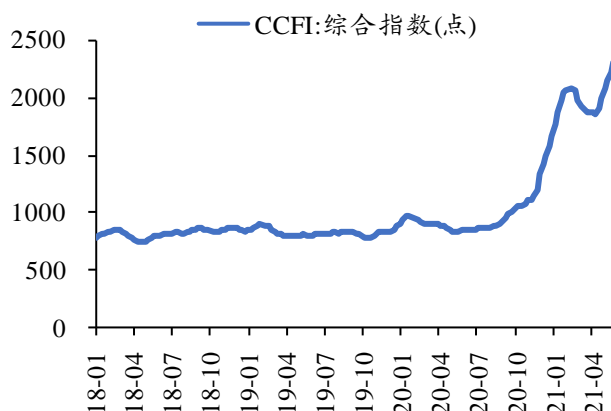
2020Q4 海外疫情二次爆发，中国出口暴增，集运需求强劲，同时海外疫情导致行业有效供给受限（海外港口作业效率下降，港口拥堵严重，加上内陆运输受阻，导致集装箱船及集装箱周转下降），运价大幅提升，2020Q4 CCFI 指数均值 1250 点，同比增长 52.6%。CCFI 指数 2002 年开始公布，2002-2020 年季度均值最高为 2012Q2 的 1283 点，2020Q4 指数均值水平接近历史高点。

2021 年前 5 月集运需求继续维持强劲，行业有效供给继续受限，2021 年 3 月底苏

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

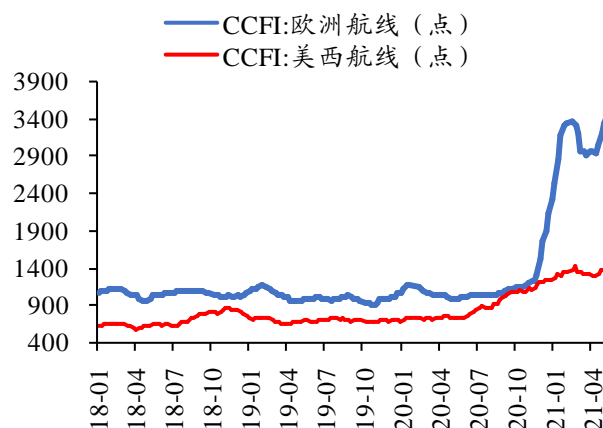
伊士运河因一艘大型集装箱船搁浅停运了一周,导致大量集装箱船的船期被打乱,使得4-5月行业有效供给进一步受限,2021年前5月CCFI指数继续大幅上涨,运价不断创历史新高。

图表 147、CCFI 综合指数走势 (点)



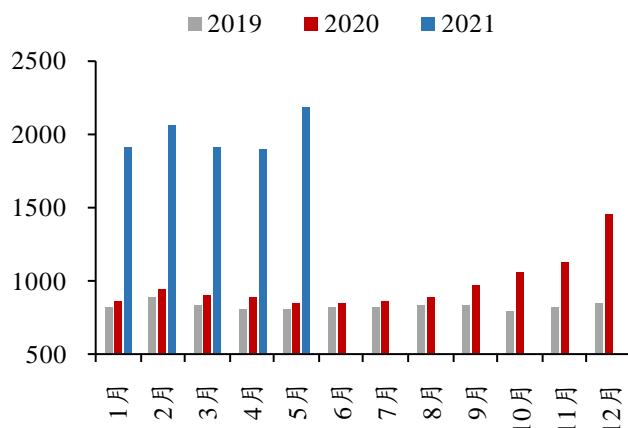
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 148、CCFI 欧美线运价指数走势 (点)



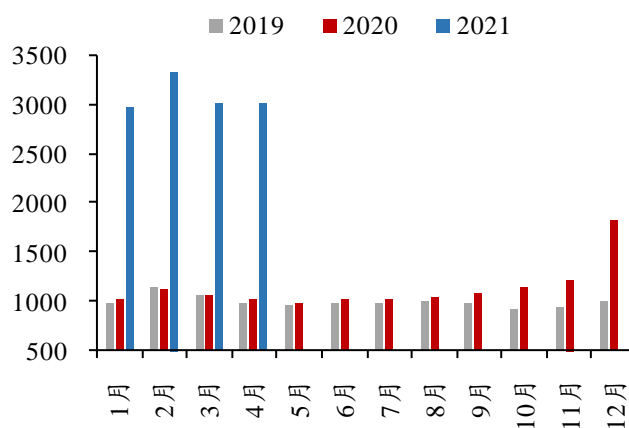
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 149、CCFI 综合指数月度均值 (点)



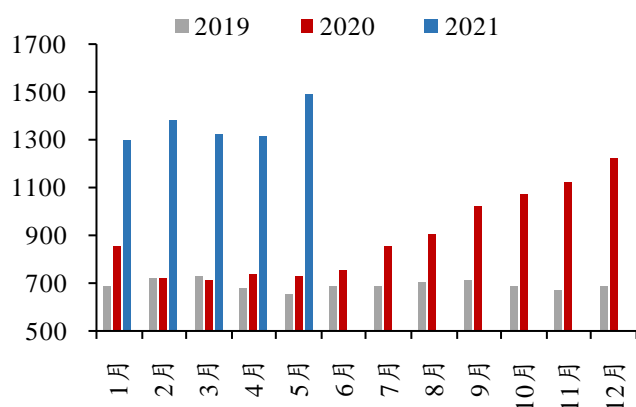
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 150、CCFI 欧线运价指数月度均值 (点)

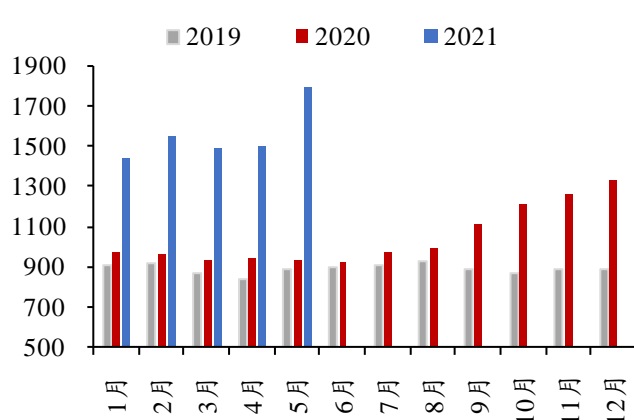


资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 151、CCFI 美西线运价指数月度均值（点）



图表 152、CCFI 美东线运价指数月度均值（点）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.1.2、需求端回顾

● 亚洲出口情况

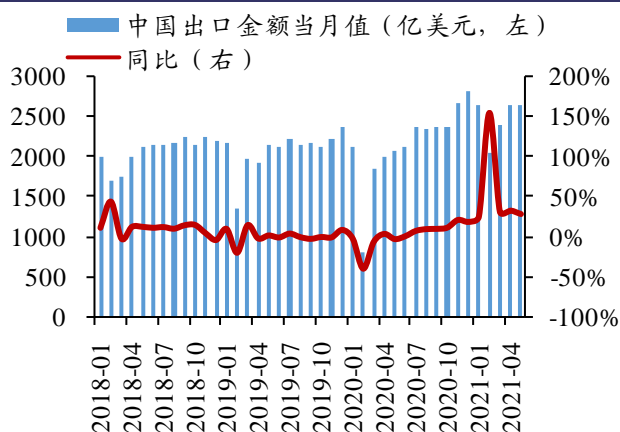
2021 年前 5 月，中国外贸出口累计额 12376 亿美元，同比增长 27.9%，增速较去年同期增加 48.2 个百分点。

2021 年前 5 月，韩国外贸出口累计额 2484 亿美元，同比增长 23.4%，增速较去年同期提升 34.8 个百分点；中国台湾外贸出口累计额 1703 亿美元，同比增长 30.2%，增速较去年同期提升 28.7 个百分点。

2021 年前 4 月，日本外贸出口累计额 26.4 万亿日元，同比增长 13.1%，增速较去年同期提升 22.9 个百分点；

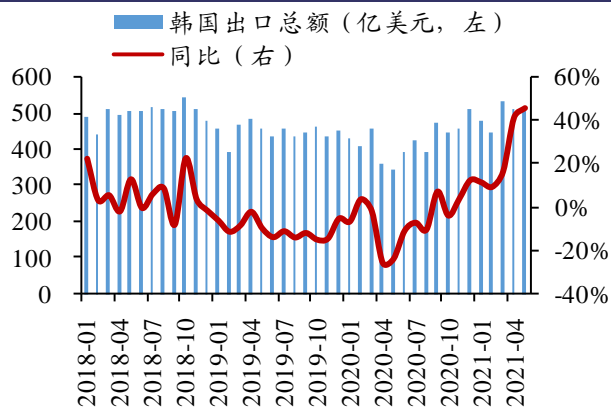
2021 前 5 月，中国、韩国、中国台湾的出口额都同比大幅增长，并且创历史高位。

图表 153、中国外贸出口额及增速(亿美元)



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 154、韩国外贸出口额及增速（亿美元）

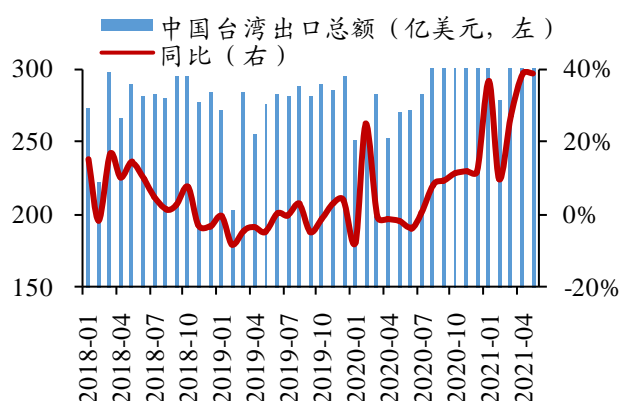


资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

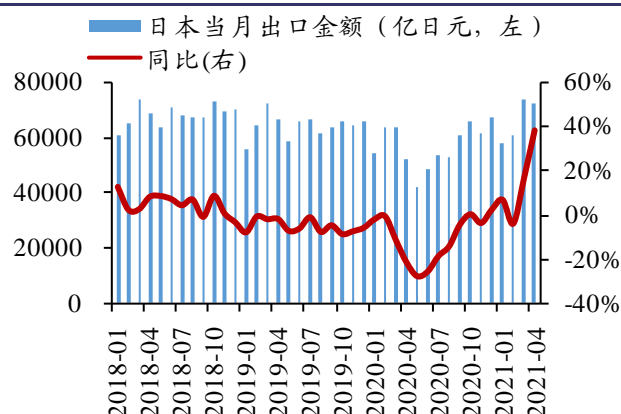
- 72 -

图表 155、中国台湾外贸出口额及增速(亿美元)



4 资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 156、日本外贸出口额及增速(亿日元)



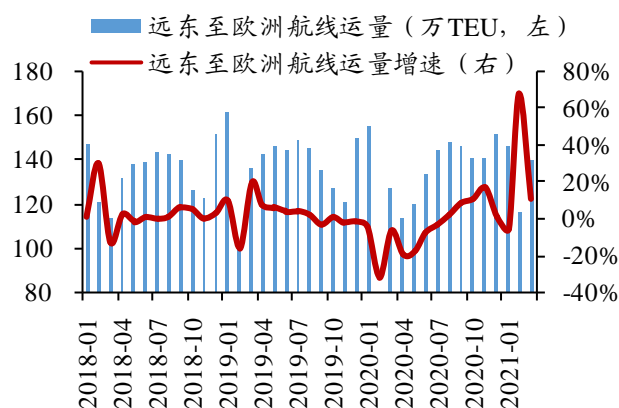
资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 欧美干线运量

2021 年前 3 月, 远东至欧洲航线累计运量 403 万 TEU, 同比增长 14.6%, 增速较去年同期提升 26.6 个百分点。2021 年前 3 月, 远东至北美航线累计运量 458 万 TEU, 同比增长 37.2%, 增速较去年同期提升 46.8 个百分点。

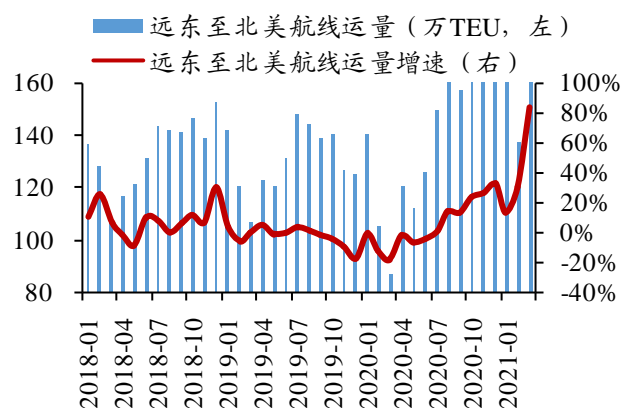
受中国春节假期影响, 一般一季度是集运需求的淡季, 但 2021 年中国原地过年, 春节假期对生产的影响较小, 欧线、美线运量同比皆明显增长, 其中美线增幅巨大。一般三季度是集运需求的旺季, 与疫情前 2019 年三季度对比, 2021 年一季度欧线、美线运量分别是 2019 年第三季度的 93.6%、106%。

图表 157、远东至欧洲航线运量及增速(万 TEU)



资料来源: Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 158、远东至北美航线运量及增速(万 TEU)



资料来源: Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.1.3、供给端回顾

● 船队规模及闲置率

根据 Clarksons 数据, 截止 2021 年 5 月底, 集装箱船队总规模 2409.8 万 TEU,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 73 -

同比上升 4.0%。

根据 Alphaliner 数据, 2021 年 4 月底集装箱船闲置率仅为 0.8%, 较去年同期下降 9.5 个百分点。集运公司可以根据市场形势对运力投放进行调节, 去年上半年受疫情影响, 集运公司普遍对需求比较悲观, 减少了运力投放, 闲置率最高达到 12%, 到了下半年随着运价持续提升, 闲置的船舶回归, 目前基本上所有可用的运力都已经投放市场。

图表 159、集装箱船闲置率 (%)

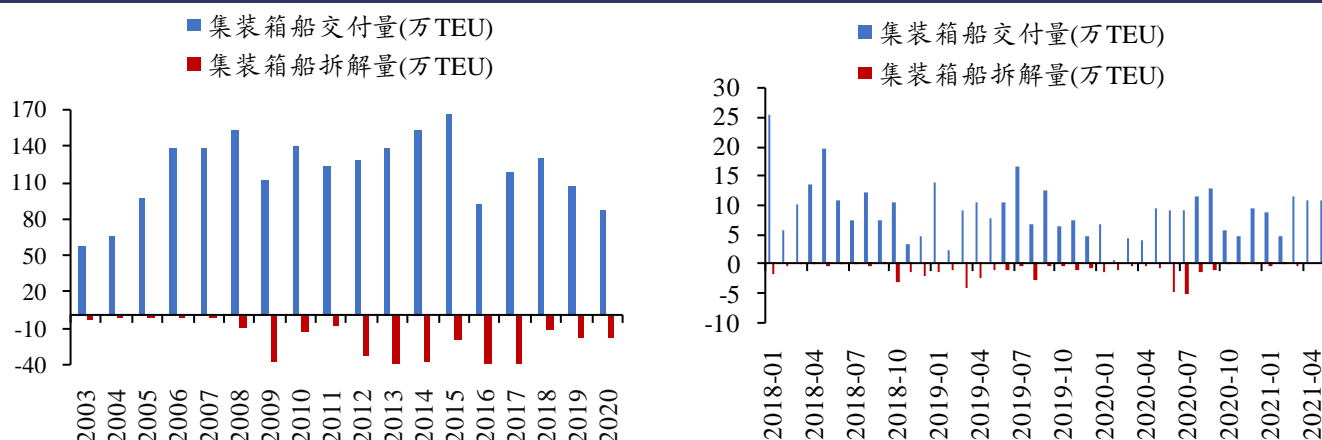


资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 交船、拆解等情况

2021 年前 5 月, 集装箱新船累计交付 46.1 万 TEU (占年初运力的 1.9%), 同比上升 87%; 累计拆解 0.8 万 TEU (占年初运力的 0.03%), 同比下降 83.4%。

图表 160、集装箱船交船量及拆解量 (万 TEU)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

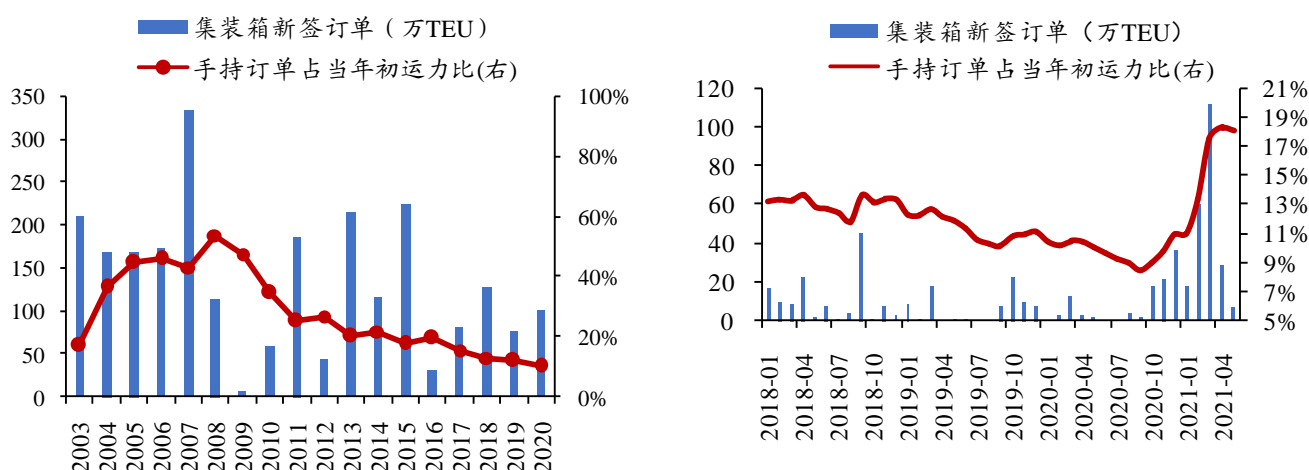
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 74 -

2021 年前 5 月，集装箱船累计新签订单 224.4 万 TEU（占年初运力的 9.5%），同比上升 1065.7%。截止 2021 年 5 月底，集装箱船存量订单 429.6 万 TEU（占 2021 年初总运力的 18.2%）。

2020 年下半年以来集装箱运价的大幅上涨给集运公司带来丰厚盈利，也大幅刺激了订船需求，2021 年前 4 月集装箱新船订单大幅增长，集装箱船存量订单占当年年初运力比例也从 2020 年底的 10.9% 提升至 2020 年 5 月底的 18.2%。

图表 161、集装箱船新签订单及存量订单占运力比例（万 TEU）



资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.1.4、集运市场供需预测

供给预测，根据 Clarksons 的存量订单数据，假设 100%按期交付率，预计 2021-2023 年集装箱新船交付 107、85、195 万 TEU，参考集运咨询公司 Alphaliner 在 2021 年 5 月对拆船的假设，假设 2021-2023 年拆船 8、20、40 万 TEU，预计 2021-2023 年集装箱船运力增速为 2.2%、2.3%、0.8%。

需求预测，我们参考集运咨询公司 Alphaliner 在 2021 年 5 月对 2021-2022 集运需求增速的预测，预计 2021-2022 年集运需求增速 5.8%、4.0%，假设 2023 年集运需求增速 3.0%，预计 2021-2023 年集运需求增速 5.8%、4.0%、3.0%。

图表 162、集运市场供求预测表（2021.6）

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 全球港口集装箱吞吐量（百万 TEU） | 612 | 641 | 665 | 699 | 710 | 729 | 778 | 818 | 839 | 833 | 882 | 917 | 945 |
| % Change | 8.3% | 4.7% | 3.7% | 5.2% | 1.5% | 2.7% | 6.7% | 5.2% | 2.6% | -0.7% | 5.8% | 4.0% | 3.0% |
| 集装箱船队规模（年末，万 TEU） | 1545 | 1638 | 1729 | 1844 | 1990 | 2015 | 2092 | 2209 | 2297 | 2364 | 2464 | 2528 | 2684 |
| % Change | 7.9% | 6.0% | 5.6% | 6.7% | 7.9% | 1.2% | 3.8% | 5.6% | 4.0% | 2.9% | 4.2% | 2.6% | 6.1% |
| 新船交付（万 TEU） | 123 | 127 | 137 | 153 | 166 | 91 | 118 | 130 | 107 | 86 | 107 | 85 | 195 |
| 占年初运力比 | 8.6% | 8.2% | 8.4% | 8.8% | 9.0% | 4.6% | 5.8% | 6.2% | 4.8% | 3.7% | 4.5% | 3.4% | 7.7% |
| 拆解（万 TEU） | 8 | 33 | 44 | 37 | 20 | 66 | 40 | 12 | 18 | 19 | 8 | 20 | 40 |
| 占年初运力比 | 0.5% | 2.2% | 2.7% | 2.2% | 1.1% | 3.3% | 2.0% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.3% | 0.8% | 1.6% |
| 新签订单（万 TEU） | 187 | 43 | 215 | 116 | 225 | 30 | 82 | 127 | 78 | 100 | | | |
| 占年初运力比 | 13.0% | 2.8% | 13.1% | 6.7% | 12.2% | 1.5% | 4.1% | 6.1% | 3.5% | | | | |

资料来源：Clarksons、Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、油运行业：市场极度低迷，复苏有待原油产量恢复

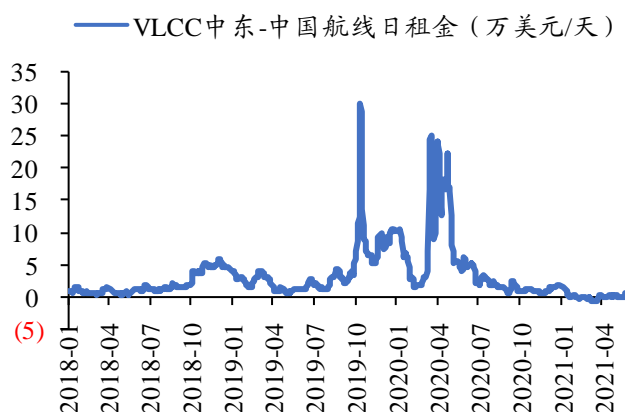
● 4.2.1、运价走势

2021 年前 5 月，VLCC 中东-中国航线日租金均值均值 324 美元/天，同比大幅下滑 99.86%。

2020 年受疫情及油价大幅波动影响，油运市场运价剧烈波动。上半年，国际原油价格战导致油价大幅下跌，并且呈现远期大幅升水结构，刺激原油运输需求及储油需求，市场运价暴涨，一度突破历史高点。下半年随着 OPEC 达成减产协议，原油运输需求明显下降，并且随着油价反弹，远期升水大幅缩窄，新增储油需求大幅下降，市场运价大幅回落。

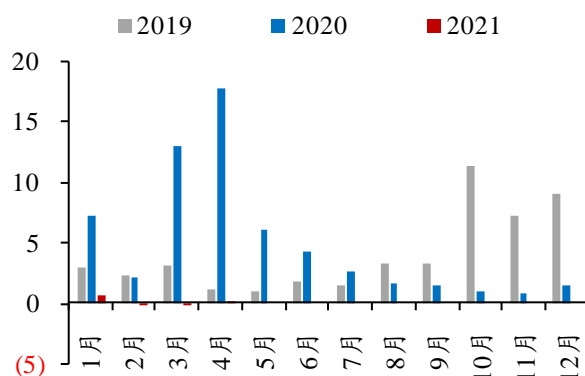
2021 年前 5 月，OPEC 维持去年下半年以来的减产幅度，导致油运市场继续低迷，运价水平处于历史低位，VLCC 市场租金水平一度处于负值，意味着在理论测算中，VLCC 航次的运输收入低于航次的变动成本。

图表 163、VLCC 中东-中国航线租金走势 (万美元/天)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 164、VLCC 中东-中国航线租金月度均值 (万美元/天)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.2.2、需求端回顾

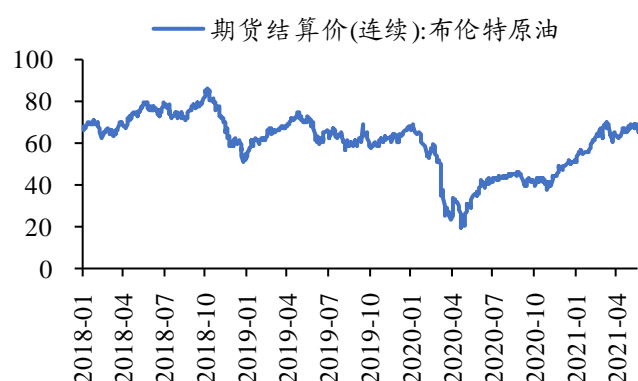
2021 年前 5 月, 布伦特原油均价 63.5 美元/桶, 同比增长 49.8%。

根据 OPEC 公布的月度产量数据进行简单平均, 2021 年前 4 月 OPEC 原油产量平均 2512 万桶/天, 同比大幅下降 12.8%。

根据 EIA 公布的美国原油出口周度数据进行简单平均, 2021 年前 5 月美国原油出口 291 万桶/天, 同比下滑 14.4%。

2021 年前 5 月, 中国原油进口量 2.2 亿吨, 同比增长 2.3%。

图表 165、布伦特原油价格 (美元/桶)



资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 166、OPEC 原油产量 (千桶/天)

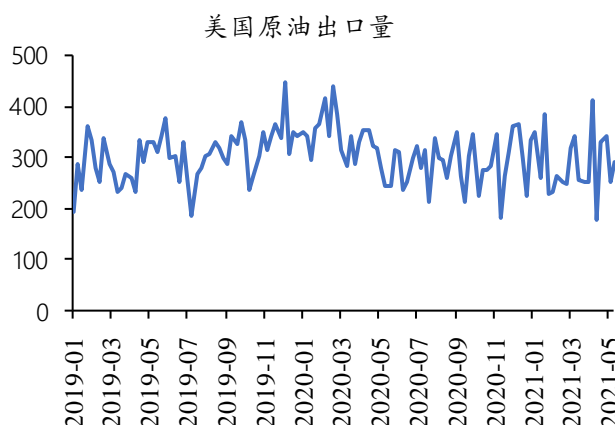


资料来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

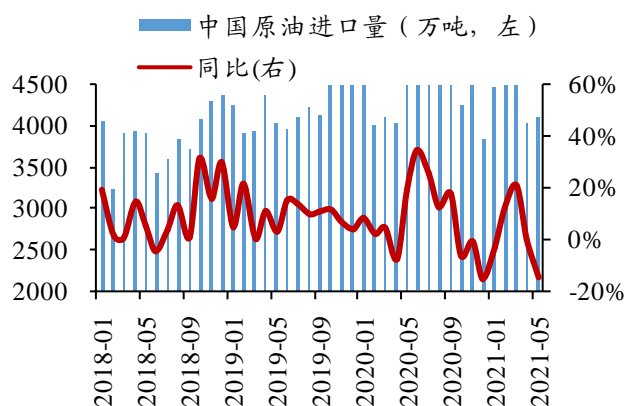
- 77 -

图表 167、美国周度原油出口量（万桶/天）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 168、中国原油进口量及增速（万吨）



资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.2.3、供给端回顾

● 船队规模

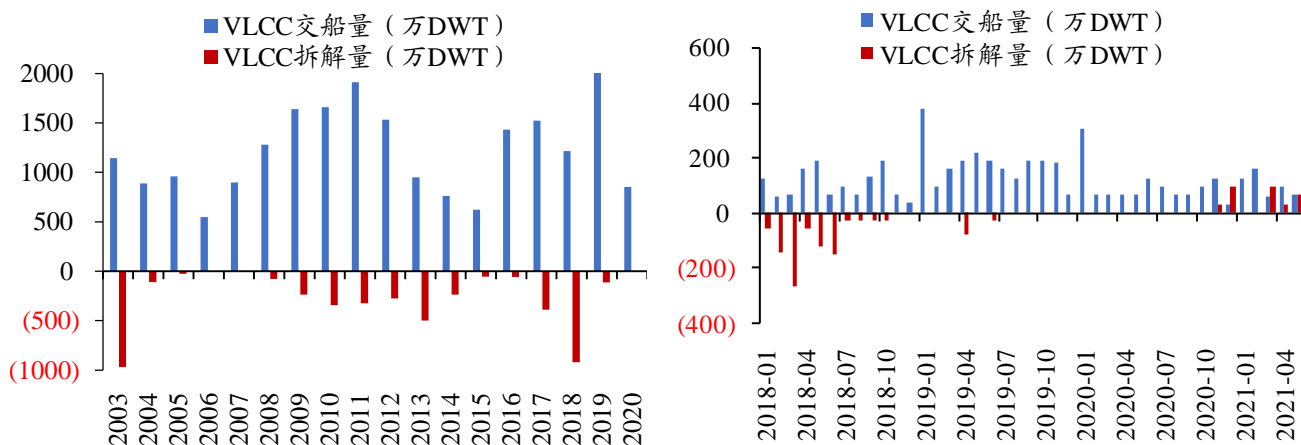
根据 Clarksons 数据，截止 2021 年 5 月底，VLCC 船队总规模 2.6 亿 DWT，同比增长 2.8%。

● 交船、拆解等情况

2021 年前 5 月，VLCC 新船累计交付 490 万 DWT（占年初运力的 1.9%），同比下降 10.7%。

2021 年前 5 月，VLCC 累计拆船 183 万 DWT（占年初运力的 0.7%），2020 前十月 VLCC 没有拆船，油运市场自 2020 年下半年开始持续低迷，受此影响 2020 年 11 月开始出现拆船。

图表 169、VLCC 交船量及拆解量（万 DWT）



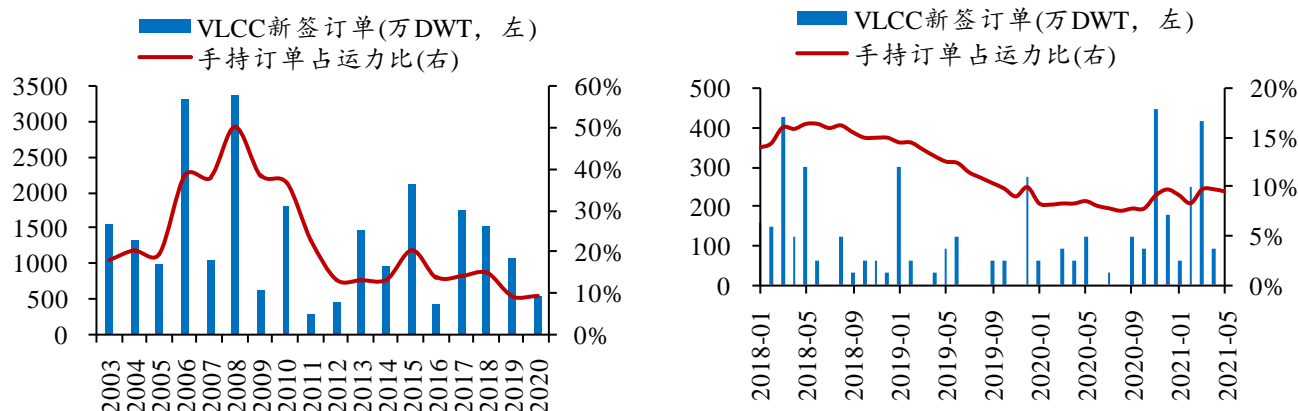
资料来源：Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 78 -

2021 年前 5 月 VLCC 累计新签订单 818 万 DWT (占年初运力的 3.2%), 同比增长 146%。截止 2021 年 5 月底, VLCC 存量订单 2466 万 DWT (占年初运力的 9.6%)。

图表 170、VLCC 新签订单及存量订单占运力比例 (万 DWT)



资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.2.4、油运市场供求预测

供给预测, 根据 Clarksons 存量订单数据, 假设每年新船按期交付率为 70%, 预计 2021-2023 年 VLCC 新船交付 840、1022、830 万 DWT, 假设 2021-2023 年拆船 500、500、500 万 DWT, 预计 2021-2023 年 VLCC 运力增速为 1.3%、2.0%、1.2%。

需求预测, 2020 年受疫情影响, 原油消费低迷, 主要产油国下半年开始大幅减产, 导致原油运输需求下降, 需求的恢复进度取决于 OPEC 的产量政策。我们参考 Clarksons 的预测, 预计 2021-2022 年油运需求增速 3.2%、3.8%, 假设 2022 年需求增速 2.0%, 预计 2021-2023 年油运需求增速 3.2%、3.8%、2.0%。

图表 171、油运 VLCC 市场供求预测表 (2021.6)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 海上原油周转量 (十亿吨英里) | 8838 | 9236 | 8981 | 8981 | 9088 | 9708 | 10248 | 10554 | 10589 | 9819 | 10133 | 10521 | 10732 |
| % Change | 0.7% | 4.5% | -2.8% | 0.0% | 1.2% | 6.8% | 5.6% | 3.0% | 0.3% | -7.3% | 3.2% | 3.8% | 2.0% |
| VLCC 船队规模 (百万吨) | 177 | 188 | 190 | 194 | 200 | 215 | 226 | 228 | 248 | 257 | 260 | 265 | 268 |
| % Change | 7.3% | 6.2% | 1.1% | 2.1% | 3.1% | 7.5% | 5.1% | 0.9% | 8.6% | 3.6% | 1.3% | 2.0% | 1.2% |
| 新船交付 (百万吨) | 19 | 15 | 9 | 8 | 6 | 14 | 15 | 12 | 21 | 11 | 8 | 10 | 8 |
| 占年初运力比 | 11.5% | 8.5% | 4.8% | 4.2% | 3.1% | 7.0% | 7.0% | 5.3% | 9.2% | 4.6% | 3.3% | 3.9% | 3.1% |
| 拆解 (百万吨) | 3.3 | 2.7 | 5 | 2.4 | 0.5 | 0.6 | 3.9 | 9.2 | 1.1 | 1.2 | 5 | 5 | 5 |
| 占年初运力比 | 2.0% | 1.5% | 2.7% | 1.3% | 0.3% | 0.3% | 1.8% | 4.1% | 0.5% | 0.5% | 1.9% | 1.9% | 1.9% |
| 新签订单 (百万吨) | 3 | 5 | 15 | 10 | 21 | 4 | 17 | 15 | 11 | 12.6 | | | |
| 占年初运力比 | 1.8% | 2.8% | 8.0% | 5.3% | 10.8% | 2.0% | 7.9% | 6.6% | 4.7% | 5.1% | | | |

资料来源: Clarksons、兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、投资建议

● 集运行业:

- ✓ 短期来看, 2021 年上半年集运需求旺盛, 且海外疫情导致的行业有效供给受限的情况延续, 2021 年 3 月底苏伊士运河搁浅事件又使得 4-5 月行业的有效供给进一步受限, 集运市场高度景气, 持续时间超预期, 不过若海外疫情得到有效控制, 供应链逐步恢复正常, 目前极高的运价水平将难以维持, 届时市场有回调的压力;
- ✓ 中长期来看, 集运行业市场集中度提升带来市场结构改善, 此轮海外疫情导致的行业有效供给受限也凸显了集运行业的重要性, 若新船订单能够保持在理性水平且全球贸易需求维持正常, 集运行业的盈利中枢有望较疫情前明显提升, 投资者可关注 中远海控。

● 油运行业:

- ✓ 短期来看, 2021 年上半年 OPEC 维持减产影响, 油运市场极度低迷, 若下半年 OPEC 原油产量能够逐步恢复, 市场有望低位回升;
- ✓ 中长期来看, 油运行业供给端优化空间较大, 新船订单处于历史低位, 而潜在可拆解的老旧船舶较多, 预计 2021 年以后供给增速将明显放缓, 若 OPEC 恢复产量, 油运需求恢复正常, 市场有望重新向上, 投资者可关注 中远海能、招商轮船。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 80 -

图表 172、重点公司估值表 (2021.6.15)

| 代码 | 公司 | 评级 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE | | | | PB |
|--------|------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|
| | | | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 601919 | 中远海控 | 审慎增持 | 26.10 | 0.81 | 2.45 | 1.15 | 1.22 | 26 | 11 | 23 | 21 | 4.1 |
| 600026 | 中远海能 | 审慎增持 | 6.06 | 0.5 | 0.19 | 0.39 | 0.48 | 12 | 32 | 16 | 13 | 0.8 |
| 601872 | 招商轮船 | 审慎增持 | 5.20 | 0.27 | 0.23 | 0.39 | 0.48 | 20 | 23 | 13 | 11 | 1.3 |

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

五、重点公司分析

顺丰控股：一季度业绩波动是多重因素共振结果，具有一定偶然性，我们预计二季度随着公司投资节奏调整、临时外协成本回归常态，盈利会明显边际改善，但全年仍要关注传统时效件业务需求端的变化。长期战略上，依赖丰富的产品线和浓厚的科技文化，公司致力于成为独立第三方行业解决方案的数据科技服务公司，战略定位引领行业，有望发展成为科技型企业。业务上，公司竞争壁垒高，高毛利时效件业务市场地位稳固，直营网络和航空资源难以复制，鄂州机场或将改变行业和公司格局。股价已经充分体现了公司短期扩产能带来的盈利压力，未来市场有望重新关注公司长期发展空间和竞争壁垒。预计 21-23 年 EPS 分别为 1.48/1.85/2.39 元/股，6 月 15 日股价对应 PE 为 47/38/29 倍，维持“审慎增持”评级。

韵达股份：公司以精细化管理见长，但 2020 年的疫情，使得冗余资源不充分的公司面临一定挑战。随着疫情影响逐步消除，快递行业价格监管政策落地，公司作为行业龙头有望利用历史沉淀的资源、能力缓慢扩大竞争优势和市场份额。今年公司最大的看点在产品分层的开拓、与德邦协同发展的进展以及价格竞争减缓后公司主业盈利能力的改善。预计 21-23 年 EPS 分别为 0.59/0.69/0.85 元/股，6 月 15 日股价对应 PE 为 23/20/16 倍，维持“审慎增持”评级。

京沪高铁：受益于疫苗接种不断推广，公司运量预计也将于 2021 年下半年恢复至 19 年同期正常水平。票价改革进展超预期，打开公司收入增长的天花板，浮动空间继续上升可期，打开业绩增长想象空间。预计 21-22 年 EPS 分别为 0.23/0.25 元/股，6 月 15 日股价对应 PE 为 25/23 倍，维持“审慎增持”评级。

春秋航空：短期，公司供需恢复显著快于行业，今年二季度有望淡季恢复盈利。中期，受疫情预期影响，行业运力增速下降，春秋航空运力引进稳定，市占率将不断提升。同时三-五年内将有大批新增机场产能建成投产，公司时刻获取有望加速。长期看，2017-2019 年遭遇行业强监管周期，公司蛰伏等待，2020-2025 年十四五期间政策导向扩大内需、时刻放量，优质民营航企有望迎来爆发期，春秋将在十四五期间实现估值和业绩双升。春秋航空作为国内低成本龙头，长期有充分的想象空间（渗透率提升+规模增速快+政策放松+低成本竞争优势），我们认为春秋航空仍处于 α 能力不断验证的初期，成本差异化、运力/时刻剪刀差，运营能力和模式仍将得到市场肯定，未来随 α 的持续验证和 β 弹性的率先爆发，黄金期才

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

刚刚开始。预计 21-23 年春秋航空 EPS 分别为 0.93、2.23、2.91 元/股，对应 6 月 15 日股价 PE 分别为 65/29/22 倍，维持“买入”评级。

吉祥航空：Q1 大幅减亏，中短期弹性将率先显现，恢复盈利、稳定扩张将打消市场疑惑，吉祥有望否极泰来。展望未来，国际线回归后，收益水平将再上台阶，与此同时，若公司成功参与投资航空实体企业，目标公司的机队、时刻将为公司提供丰富的想象空间。吉祥航空此时股价仍被低估，未来胜率高。预计 21-23 年 EPS 为 0.22、0.99、1.22 元/股，对应 6 月 15 日股价 PE 分别为 75/17/14 倍，维持“买入”评级。

华夏航空：华夏航空增长趋势明确、业绩稳定性强，阿尔法属性突出。中国辽阔的疆域和庞大的人口基数决为支线航空细分市场的增长提供了长期支撑；中期公司运力增速确定性加强，同时一二线机场产能释放、时刻放松，三大航将持续撤出更多低线市场的运力，利好华夏航空所处的细分市场供需好转，业绩增长有保证；短期来看，补贴+运力采购保障业绩，受公共卫生事件影响较小，全年业绩逆势增长。预计华夏航空 21-23 年 EPS 分别为 0.78、0.95、1.17 元/股，对应 6 月 15 日股价 PE 为 19/15/13 倍，维持“审慎增持”评级。

招商公路：招商公路手持优质核心资产，业绩兼具稳健性及成长性，21 年一季度业绩反弹力度超同行；重视公司治理及股东回报，推出股权激励计划，分红率存在提升可能性。预计 21-22 年 EPS 分别为 0.81/0.90 元/股，6 月 15 日股价对应 PE 为 10/9 倍，维持“买入”评级。

中远海控：公司是中国大陆唯一从事全球性集装箱航运的企业，运力规模全球第四，行业地位领先。短期来看，目前集运行业处于景气高点，公司大幅受益，但若海外疫情得到有效控制，供应链逐步恢复正常，届时市场或有回调的压力；中长期来看，行业格局明显改善，若新船订单能够保持在理性水平且全球贸易需求维持正常，行业盈利中枢有望较疫情前明显提升，投资者可关注其中的投资机会。预计公司 21-23 年 EPS 为 2.45、1.15、1.22 元/股，对应 6 月 15 日股价 PE 分别为 11/23/21 倍，维持“审慎增持”评级。

图表 173、重点公司盈利预测与估值表（6 月 15 日）

| 代码 | 公司 | 评级 | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE | | | | PB |
|--------|------|------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 002352 | 顺丰控股 | 审慎增持 | 3167 | 1.61 | 1.48 | 1.85 | 2.39 | 43 | 47 | 38 | 29 | 5.6 |
| 002120 | 韵达股份 | 审慎增持 | 395 | 0.48 | 0.59 | 0.69 | 0.85 | 28 | 23 | 20 | 16 | 2.7 |
| 601816 | 京沪高铁 | 审慎增持 | 2789 | 0.07 | 0.23 | 0.25 | - | 81 | 25 | 23 | - | 1.5 |
| 601021 | 春秋航空 | 买入 | 551 | -0.64 | 0.93 | 2.09 | 2.73 | -94 | 65 | 29 | 22 | 4.1 |
| 603885 | 吉祥航空 | 买入 | 326 | -0.24 | 0.22 | 0.99 | 1.22 | -69 | 75 | 17 | 14 | 3.0 |
| 002928 | 华夏航空 | 审慎增持 | 149 | 0.64 | 0.78 | 0.95 | 1.17 | 23 | 19 | 15 | 13 | 3.9 |
| 001965 | 招商公路 | 买入 | 485 | 0.35 | 0.81 | 0.9 | - | 22 | 10 | 9 | - | 1.0 |
| 601919 | 中远海控 | 审慎增持 | 2951 | 0.81 | 2.45 | 1.15 | 1.22 | 32 | 11 | 23 | 21 | 5.4 |

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示:

- 1、 汇率、油价大幅波动。汇率对交通运输企业收入成本有重大影响性，油价是交通运输行业的主要成本之一，两者的大幅变动将对交通运输企业的经营管理、业绩表现等造成较大影响。
- 2、 疫情冲击后需求恢复速度低于预期。交通运输业作为服务业，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交通运输企业的业绩表现。
- 3、 电商增速下滑。电商需求是快递需求的主要来源。电商需求的下降将对快递市场需求造成较大影响，并对快递企业的业绩表现造成影响。
- 4、 全球经济及贸易形势恶化。交通运输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交通运输业的需求，对交通运输企业的业绩表现造成影响。

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注册为证券分析师，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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户

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。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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 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：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 84 -