

交通运输

布局基本面修复资产——2021年中期策略

投资策略：下半年关注三大主线：（1）复苏主线：疫苗接种普及，出行需求增多，推荐景气上行的航空、高铁；（2）防御主线：关注高股息率基本面修复的公路板块；（3）高增长主线：快递维持高增长，关注头部快递公司；物流细分赛道崛起，关注化工物流、跨境电商物流龙头。

航空：国内线恢复良好，静待板块拐点出现。中国疫情控制情况持续领先全球，国内客运航班大幅增加，民营航司恢复速度持续领先。预计 Q3 国内航空市场维持景气上行，看好即将到来的暑运市场；长期看，干线机场时刻增速收缩，伴随需求持续恢复，看好航空市场票价提升。重点推荐吉祥航空、中国国航，建议关注春秋航空。

公路铁路：行情向上，防御投资价值稳健。公路：高速车流稳步增长，基本面向好。2020 年低利润业绩下依旧维持高分红发放，体现优秀的投资回报责任和现金流实力，长期投资价值稳固。推荐深高速、山东高速、宁沪高速。铁路：铁路客运加速恢复，京沪高铁浮动票价机制的效果将随客座率恢复逐渐体现，推荐京沪高铁。

快递：增量不增利致业绩承压，政策监管下价格战趋缓。行业继续维持高增速，同时内部竞争仍然激烈，国内快递单票价格创新低，政策监管下价格战局部趋缓，控价控量措施初见成效。行业规模效应显著，头部加盟快递企业单票利润产生分化，“通达系”中，中通快递的固定资产及资本开支均领先，直营制快递龙头顺丰控股短期业绩承压，但长期价值不改。行业还未出清，建议关注头部快递企业顺丰控股、中通快递、韵达股份。

物流：关注细分赛道龙头，物流、制造深度融合是趋势。建议关注端到端物流能力强，供应链信息技术领先的标的。1）化工物流：监管趋严、物流外包趋势下促进行业集中度提升，推荐先行数字化转型、快速布局化工品贸易的密尔克卫。2）跨境电商物流：需求旺盛+运力紧缺加速行业资源向龙头聚集，建议关注资源整合优势突出、布局跨境电商物流的华贸物流。

机场：国内线、国际线复苏分化，免税议价权或下降。4月部分一线机场国内旅客吞吐量已超过 19 年同期水平，而国际旅客吞吐量恢复程度不及 19 年的 5%。机场盈利弹性靠免税，上海机场重签免税协议导致盈利弹性消失；同时免税渠道竞争格局生变，海南离岛免税政策大幅放宽，机场不再“一家独大”。随着国际客流恢复，机场议价能力有望改善，但仍取决于免税合同的谈判以及免税渠道的竞争格局发展。

风险提示：疫苗普及进程低于预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

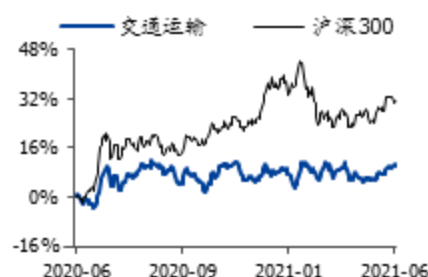
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603885.SH	吉祥航空	买入	-0.24	0.32	0.72	1.06	-47.18	54.24	23.71	16.13
601111.SH	中国国航	买入	-0.99	-0.13	0.32	0.62	-8.62	-65.62	26.66	13.76
601816.SH	京沪高铁	买入	0.07	0.19	0.23	0.26	81.29	29.95	24.74	21.88
600548.SH	深高速	买入	0.94	1.10	1.22	1.34	9.43	8.10	7.30	6.62
603713.SH	密尔克卫	买入	1.75	2.46	3.23	4.11	67.85	48.27	36.76	28.89

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 王凯婕

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 1、《交通运输：京东物流完成上市，顺丰拟分拆同城业务》2021-05-30
- 2、《交通运输：顺丰房托登陆港交所，4家交运资产公募 REITs 开始询价》2021-05-24
- 3、《交通运输：民航客运量创 2020 年以来月度新高》2021-05-17

内容目录

一、航空：国内线恢复良好，静待板块拐点出现	6
1.1 中国疫情控制情况持续领先全球，航空业仍维持二元结构复苏	6
1.2 国内客运航班大幅增加，民营航司恢复速度持续领先	8
1.3 投资建议：航空板块拐点将至，重点推荐吉祥航空、中国国航	10
二、公路铁路：行情向上，防御投资价值稳健	13
2.1 公路：车流增长稳健，夯实防御投资属性	13
2.2 铁路：客运加速恢复，货运维持高景气	15
2.3 投资建议：推荐公路头部企业和京沪高铁	16
三、快递：增量不增利致业绩承压，政策监管下价格战趋缓	16
3.1 行业维持高增速，政策监管下价格战局部趋缓	16
3.2 规模效应显著，头部加盟快递企业单票利润产生分化	21
3.3 投资建议：行业还未出清，建议关注头部快递企业	23
四、物流：关注细分赛道龙头，物流、制造深度融合是趋势	24
4.1 综合物流和供应链是物流业下一阶段发展方向	24
4.2 化工物流：监管趋严，第三方物流持续渗透	28
4.3 跨境电商物流：行业加速整合	30
4.4 投资建议：推荐细分赛道龙头	32
五、机场：国内线、国际线复苏分化，免税议价权或下降	32
5.1 国内、国际复苏分化，国内线为主的机场盈利恢复快	32
5.2 机场盈利弹性靠免税，免税渠道竞争格局变动大	34
5.3 投资建议：盈利有待国际客流恢复，建议关注免税竞争格局	35
风险提示	36

图表目录

图表 1：交运行业分板块投资建议	5
图表 2：全国新冠肺炎新增确诊病例	6
图表 3：全球新冠肺炎新增确诊病例（万例）	6
图表 4：按接种人群数量排名前五的国家（万剂次）	6
图表 5：中国每百人新冠疫苗接种量（剂次）	6
图表 6：2021 年春运期间民航旅客运输量及同比增速（万人，%）	7
图表 7：中国民航客运量（亿人次）	7
图表 8：中国民航旅客周转量（亿人公里）	7
图表 9：三大航国内 RPK 与 ASK 同比 19 年增速	7
图表 10：三大航国际 RPK 与 ASK 同比 19 年增速	7
图表 11：冬春航季国内线客运周航班个数及增速（个）	8
图表 12：夏秋航季国内线客运周航班个数及增速（个）	8
图表 13：21 冬春航季各航司客运国内线周航班个数及增速	8
图表 14：2020 年三大航国内航线客公里收益同比下降明显	9
图表 15：三大航座公里成本高于民营航司（元）	9
图表 16：2021 年 1-4 月各航司 RPK 同比 19 年增速-国内线	9
图表 17：2021 年 1-4 月各航司 RPK 同比 19 年增速	9
图表 18：2021 年 1-4 月各航司客座率	10
图表 19：2021 年 1-4 月各航司客座率同比 19 年恢复情况	10

图表 20: 航空板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化.....	10
图表 21: 航空板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率.....	11
图表 22: 航空板块主要公司年初至今累计收益率.....	11
图表 23: 各航司净增机队架数 (架).....	11
图表 24: 2003 年前后供给与需求同比增速.....	12
图表 25: 2008 年前后供给与需求同比增速.....	12
图表 26: 需求端客运量持续增长.....	12
图表 27: 供给端飞机起降架次增速下降.....	12
图表 28: 公路板块年初以来涨跌幅.....	13
图表 29: 部分高速公路企业年初以来涨跌幅.....	13
图表 30: 全国公路客运量(亿人次).....	13
图表 31: 全国公路货运量 (亿吨).....	13
图表 32: 2021/1/19—2021/3/13 全国高速路网车流量.....	14
图表 33: 近五年部分高速公路企业分红率.....	14
图表 34: 近五年部分高速公路企业股息率.....	14
图表 35: 高速公路主要上市公司路产资产情况 (截至 2020 年).....	15
图表 36: 铁路板块年初以来涨跌幅.....	15
图表 37: 铁路企业年初以来涨跌幅.....	15
图表 38: 铁路客运量 (亿人).....	16
图表 39: 全国铁路货运量 (亿吨).....	16
图表 40: 实物商品网上零售额 (亿元).....	17
图表 41: 实物商品网上零售额/社零总额.....	17
图表 42: 规模以上快递业务收入 (亿元).....	17
图表 43: 规模以上快递业务量 (亿件).....	17
图表 44: 2018-2021E 直播电商市场规模 (亿元).....	18
图表 45: 2018-2021E 在线直播用户规模及预测 (亿人).....	18
图表 46: 2018-2020 年主要电商 GMV 增速.....	18
图表 47: 拼多多包裹量及市场占有率.....	18
图表 48: 城镇与农村互联网普及率比较.....	19
图表 49: 2019 年全国各类农产品网络零售额占比及同比增速.....	19
图表 50: 主要快递企业快递业务量 (亿件).....	19
图表 51: 按业务量口径市场竞争格局.....	19
图表 52: 规模以上国内快递业务单票价格 (元).....	20
图表 53: 规模以上国内快递业务单票价格同比变化.....	20
图表 54: 快递板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化.....	20
图表 55: 2021 年 1-4 月快递业务量前十大城市 (亿件).....	21
图表 56: 2021 年 1-4 月快递业务量份额 (按城市).....	21
图表 57: 加盟制快递公司单票运输成本逐年下降 (元).....	21
图表 58: 加盟制快递公司单票转运中心成本逐年下降 (元).....	21
图表 59: 2020 年中通单票中转成本最低.....	21
图表 60: 各快递公司件量 (亿件, 横轴) 与中转成本 (元, 纵轴) 关系.....	21
图表 61: 2020 年加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元).....	22
图表 62: 2020 年加盟制快递企业资本性开支比较 (亿元).....	22
图表 63: 2020 年主要快递企业单票盈利情况.....	22
图表 64: 顺丰业务量及增速.....	23
图表 65: 顺丰单票收入及增速.....	23

图表 66: 快递板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率.....	23
图表 67: 快递板块主要公司年初至今累计收益率.....	23
图表 68: 物流行业生态.....	24
图表 69: 全国社会物流总额逐年增长.....	24
图表 70: 全国社会物流总费用逐年走高.....	24
图表 71: 发达国家物流发展阶段.....	25
图表 72: 不同国家和地区物流成本占 GDP 比重 (2019)	25
图表 73: 不同国家和地区第三方物流收入占社会物流成本比重 (2019)	25
图表 74: 中国供应链管理服务相关政策.....	26
图表 75: 京东物流的快消品供应链管理解决方案.....	26
图表 76: 日日顺家的家电供应链管理解决方案.....	26
图表 77: 中国一体化供应链物流支出市场.....	27
图表 78: 物流业制造业深度融合创新发展典型案例部分名单 (2021/5/24 发布)	28
图表 79: 中国石化化工规模以上企业主营收入.....	28
图表 80: 中国化学品销售市场持续增长.....	28
图表 81: 第三方化工物流市场规模.....	29
图表 82: 2019-2020 年度中国化工物流行业前十大企业	29
图表 83: CCPMI-采购量指数	29
图表 84: 危险货物道路运输价格指数.....	29
图表 85: 中国进出口额维持向上 (百亿元)	30
图表 86: 中国跨境电商交易规模持续增长.....	30
图表 87: 全球电子商务零售额预测.....	30
图表 88: 中美网络零售渗透率对比.....	30
图表 89: 全球电商商品出口国家占比.....	31
图表 90: 中国在中低货值出口商品较有优势 (2019)	31
图表 91: 跨境电商进出口主要物流模式.....	31
图表 92: 中国出口包裹数量月数据 (万件)	32
图表 93: 按渠道中国出口包裹占比.....	32
图表 94: 一线机场飞机起降架次同比 19 年增速.....	33
图表 95: 一线机场旅客吞吐量同比 19 年增速.....	33
图表 96: 一线机场国内航线旅客吞吐量同比 19 年增速.....	33
图表 97: 一线机场国际航线旅客吞吐量同比 19 年增速.....	33
图表 98: 机场板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化.....	33
图表 99: 机场行业服务分类.....	34
图表 100: 海南离岛旅客免税购物政策.....	35
图表 101: 2019 年中免子公司营业利润率	35
图表 102: 2018 年全球免税零售渠道占比	35
图表 103: 机场板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率.....	35
图表 104: 机场板块主要公司年初至今累计收益率	35

投资聚焦

2021 年下半年交运板块建议自上而下关注三大主线：

（1）复苏主线：重点推荐景气上行的航空、高铁。①**航空：**国内疫情管控良好，居民出行需求增多，预计 Q3 国内航空市场维持景气上行，看好即将到来的暑运市场；随着疫苗普及，国际线有望放开，国内宽体机回到国际市场，国内供给减少票价回升，复盘历史，航空复苏时均出现股价先行现象，判断下半年航空板块会出现上行的拐点；②**高铁：**铁路客运加速恢复，关注浮动票价机制对收益的改善。

（2）防御主线：关注高股息率基本面修复的公路板块。**公路：**高速车流稳步增长，基本面向好。2020 年低利润业绩下依旧维持高分红发放，体现优秀的投资回报责任和现金流实力，夯实了公路防御性投资资产的属性，板块的长期投资价值稳固。

（3）高增长主线：关注头部快递公司，关注化工物流、跨境电商物流龙头。①**快递：**行业维持高增速，1-4 月件量同比增长 60%，预计全年业务量 950 亿件；同时行业内部竞争仍然激烈，单票价格再创新低，前三名市占率未拉开明显差距，但单票利润已出现分化，呈现“强者恒强”，建议关注头部快递公司；②**物流：**物流业市场规模巨大，需求持续增长，物流细分赛道崛起。化工物流仍处于第三方物流发展阶段，行业集中度提升和物流外包是主趋势；外贸维持高景气，中国已成为海外跨境电商的供应主力，跨境电商加速发展，促进跨境电商物流发展。

图表 1：交运行业分板块投资建议

板块	投资建议
航空	重点推荐内生盈利能力强的吉祥航空和具备优质航网的中国国航；建议关注低成本航司龙头春秋航空
铁路	推荐客运恢复、浮动票价机制成效初现的京沪高铁
公路	推荐上调分红、大环保业务扎实扩张的深高速，推荐京台高速德齐段改扩建即将落地的山东高速，推荐资产区位优势、新建路产有待落地的宁沪高速；建议关注收购广惠高速、分红高的粤高速 A，建议关注高速公路投资运营平台招商公路
快递	建议关注头部快递企业顺丰控股、中通快递、韵达股份
物流	推荐先行数字化转型、快速布局化工品贸易的密尔克卫，建议关注资源整合优势突出、布局跨境电商物流的华贸物流

资料来源：国盛证券研究所

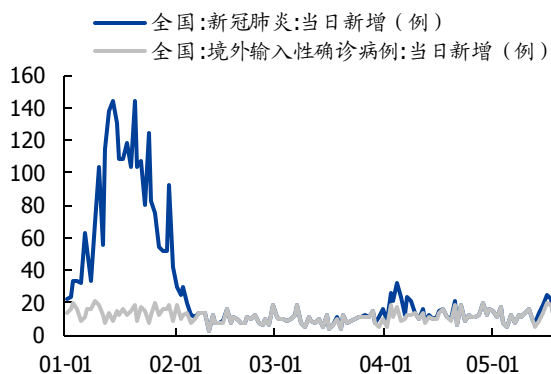
一、航空：国内线恢复良好，静待板块拐点出现

1.1 中国疫情控制情况持续领先全球，航空业仍维持二元结构复苏

中国疫情控制情况持续领先全球。自 2 月初以来国内疫情控制良好，确诊病例主要以境外输入性病例为主，而国际疫情受变异病毒影响，3 月再次出现一波新增病例的波峰，使得国际线恢复预期再次后移。

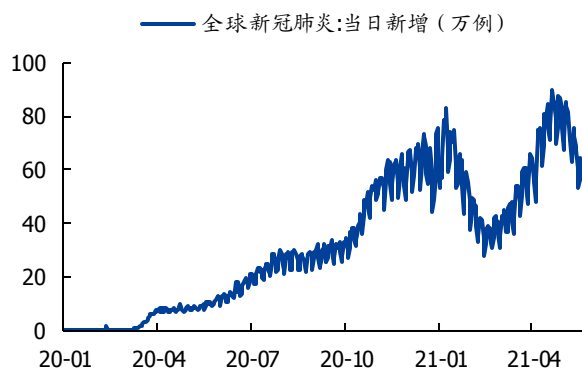
同时，国内新冠疫苗接种量不断增加，在总量上已位居全球第一，达到 5.8 亿剂次，接种率达每百人 39.37 剂次，根据专家预测，今年底全国预计可实现 80% 的接种率，而近 80% 的接种率可实现群体免疫。

图表 2：全国新冠肺炎新增确诊病例



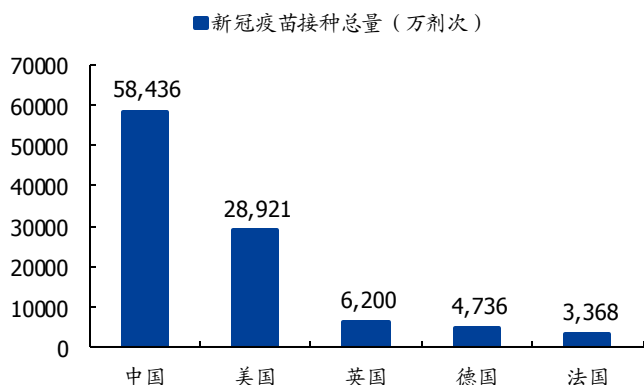
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3：全球新冠肺炎新增确诊病例 (万例)



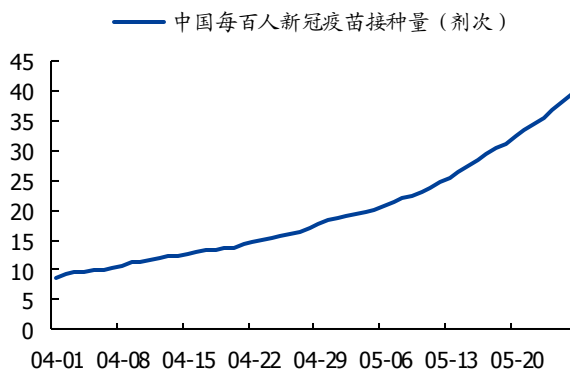
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4：按接种人群数量排名前五的国家 (万剂次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021 年 5 月 27 日

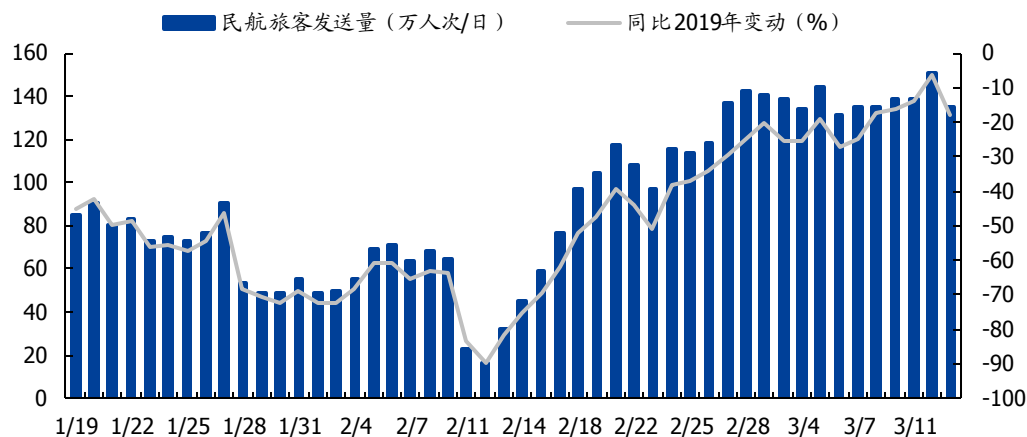
图表 5：中国每百人新冠疫苗接种量 (剂次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021 年 5 月 26 日

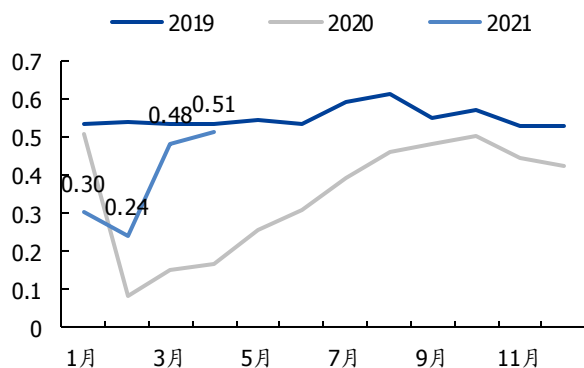
受散发疫情及“就地过年”政策影响，春运初期航班量与民航旅客运输量大幅减少，春运后半程运营数据企稳回升，民航旅客运输量恢复至 2019 年的 80-90%。整体看，1-2 月民航客运量恢复有所放缓，进入 3-4 月民航月度经营数据迅速恢复，4 月客运量和 RPK 均为疫情发生以来月度新高，超过 2020 年旺季 10 月的水平。

图表 6: 2021 年春运期间民航旅客运输量及同比增速 (万人, %)



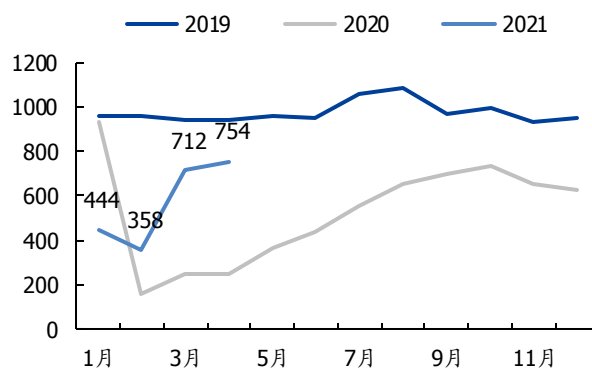
资料来源: wind, 交通运输部, 国盛证券研究所

图表 7: 中国民航客运量 (亿人次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

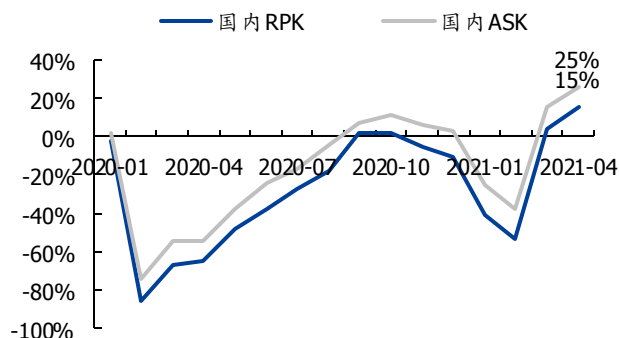
图表 8: 中国民航旅客周转量 (亿人公里)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

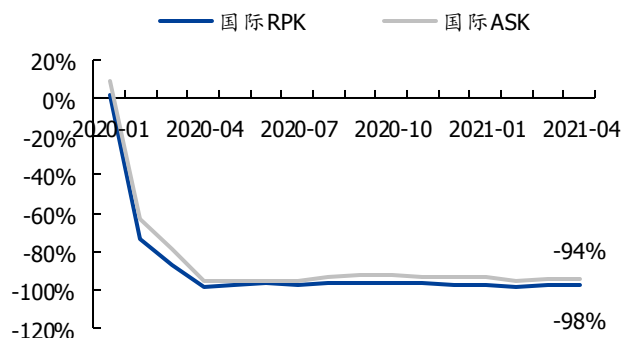
中国航空业仍维持二元结构复苏。当前, 为防止境外病例输入, 我国国际客运航班仍然执行“五个一”、“奖励机制”、“熔断机制”等防控政策, 国际线复苏尚不明朗, 故航空业仍呈现国内国际复苏分化的局面。2021 年 4 月三大航国内航线 ASK、RPK 同比 2019 年分别增加 25%、15%, 而国际航线 ASK、RPK 均仅为 19 年同期的 6%、2%。

图表 9: 三大航国内 RPK 与 ASK 同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 三大航国际 RPK 与 ASK 同比 19 年增速

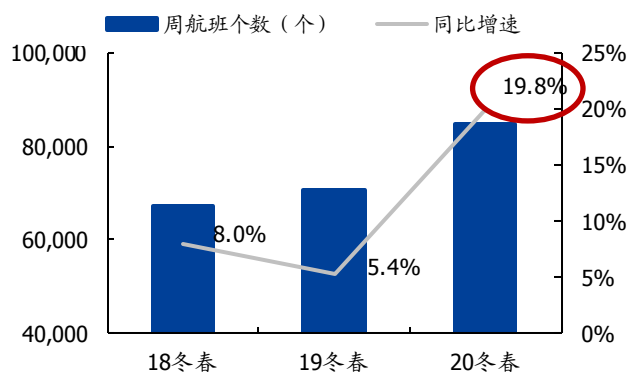


资料来源: wind, 国盛证券研究所

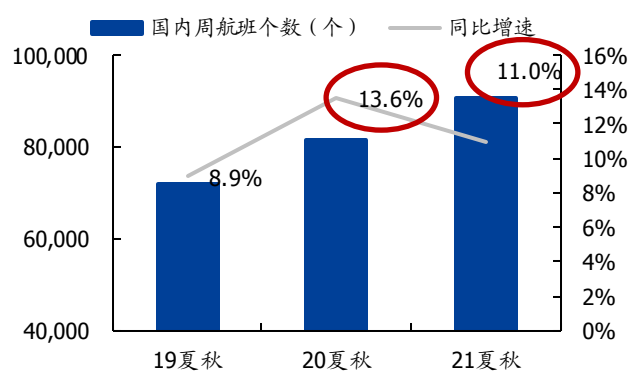
1.2 国内客运航班大幅增加，民营航司恢复速度持续领先

新航季国内客运航班继续保持增长。疫情后的新航季主要包括 20 夏秋、20 冬春和 21 夏秋，国内线方面，客运周航班个数同比分别增长 14%、20%和 11%，增速从个位数大幅提高到双位数。国际线方面，最新的客运周航班为 644 班（322 个往返），同比疫情前（19 冬春）下降 96%。

图表 11: 冬春航季国内线客运周航班个数及增速 (个)



图表 12: 夏秋航季国内线客运周航班个数及增速 (个)

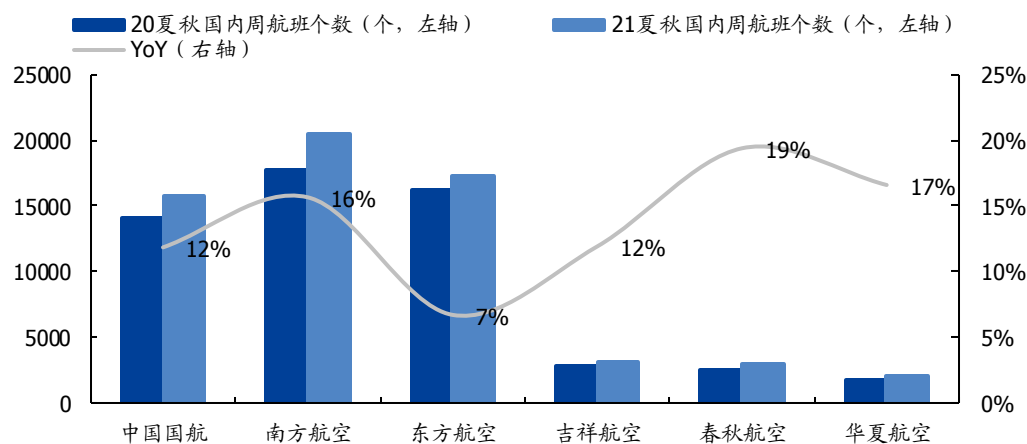


资料来源: preflight, 国盛证券研究所

资料来源: preflight, 国盛证券研究所

尽管 20 夏秋航季国内周航班量同比已是双位数增长，21 夏秋航季各航司国内周航班量仍保持同比增长，其中春秋航空周航班个数达 2,994 个，同比增长 19%，领先于行业，国航、南航、东航、吉祥、华夏分别同比增长 12%、16%、7%、12%和 17%。

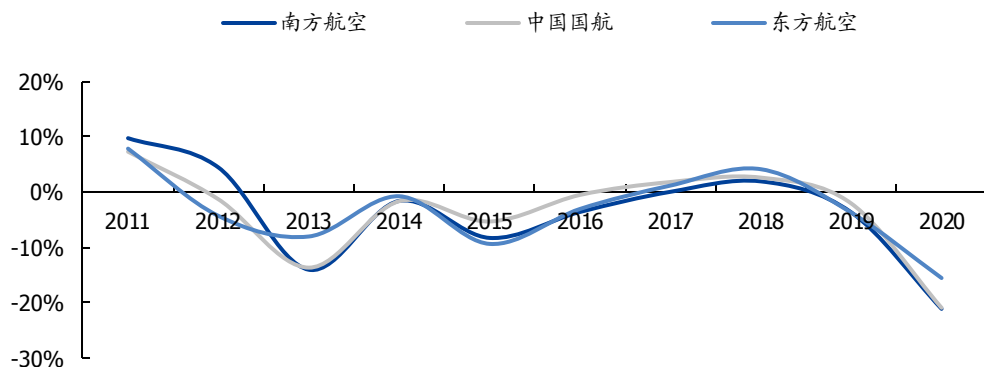
图表 13: 21 冬春航季各航司客运国内线周航班个数及增速



资料来源: preflight, 国盛证券研究所

由于国际航线大量暂停，各航司均将原用于国际线的运力转回国内使用，造成国内运力供给过剩，客票承压。低客票的环境下，疫情对三大航的影响高于民营航司，主要系三大航疫情前海外运力投放较多，且宽体机占比高，宽体机执行国内航线日利用率低，固定成本分摊的压力较大。

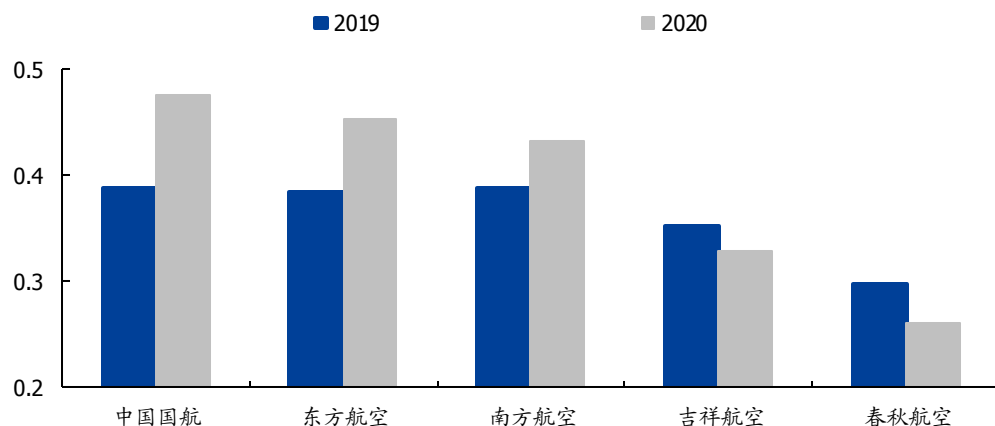
图表 14: 2020 年三大航国内航线客公里收益同比下降明显



资料来源: wind, 国盛证券研究所

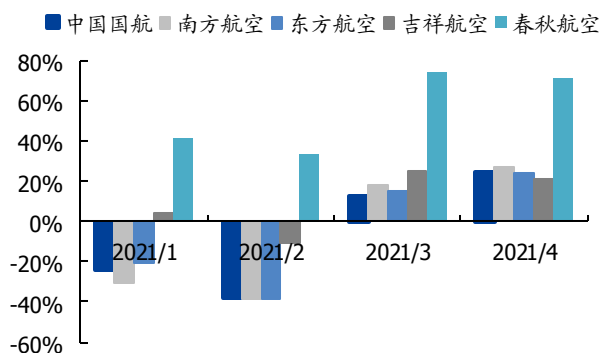
民营航司恢复速度持续领先。疫情期间航司执行“边贡”定价，座公里成本低的航司较快恢复执行航班，春秋航空、吉祥航空、三大航的国内 RPK 也相应依次恢复，从整体看，21 年 3-4 月春秋航空、吉祥航空的 RPK 已超过 19 年同期水平。同期，各航司客座率持续改善，与 19 年相比，吉祥航空、春秋航空的客座率降幅分别收窄到 2.4pct 和 3.1pct。

图表 15: 三大航座公里成本高于民营航司 (元)



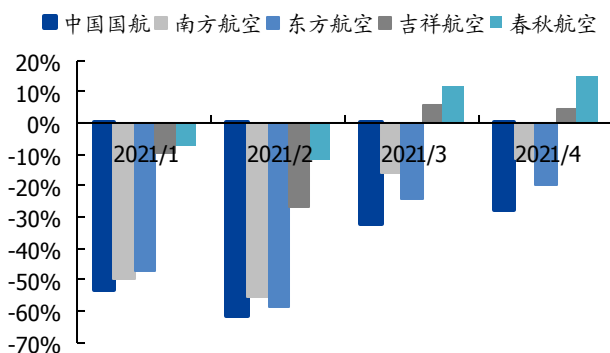
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2021 年 1-4 月各航司 RPK 同比 19 年增速-国内线



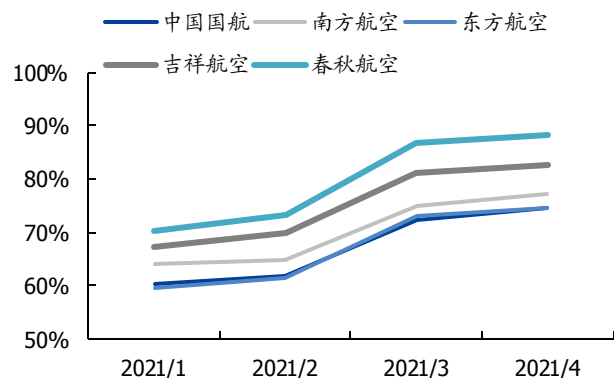
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2021 年 1-4 月各航司 RPK 同比 19 年增速



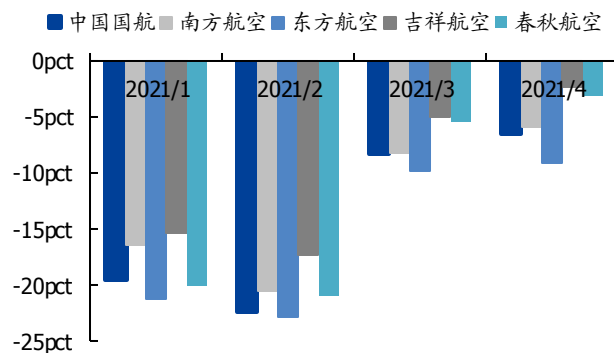
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2021 年 1-4 月各航司客座率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 2021 年 1-4 月各航司客座率同比 19 年恢复情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

航空板块利润表受损严重: (1) 2020 年受疫情影响航空需求萎缩, 飞机利用小时低导致单位成本大增, 主要航司业绩同比大幅亏损, 上市航司中仅华夏航空实现业绩正增长, 主要系机构运力购买模式下收入刚性; 扣除对子公司春秋航空的投资损失及资产减值损失后, 春秋航空实现净利润 1.4 亿元, 显示出低成本航司的韧性; 三大航累计亏损 371 亿元, 其中国航亏损较多主要系计提国泰航空的投资损失, 南航亏损较少主要系货运业务并表贡献利润。(2) 由于 1Q21 实行就地过年政策以及 20 年 1 月高基数影响, 1Q21 各航司业绩同比 20 年减亏幅度有限甚至亏损加剧。

图表 20: 航空板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化

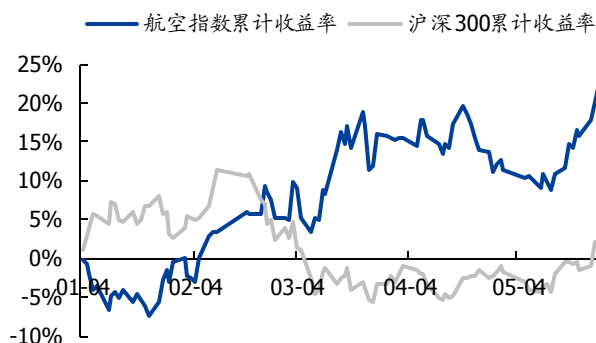
	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
中国国航	-325%	-276%	-1213%	-119%	-1116%	-328%
南方航空	-509%	-299%	-204%	-70%	-137%	-251%
东方航空	-470%	-296%	-7216%	-123%	-133%	-290%
*ST 海航	-11883%	-652%	-768%	-3609%	-70362%	-328%
春秋航空	-132%	-148%	-148%	-70%	-459%	-160%
华夏航空	22%	-212%	90%	-28%	224%	-156%
吉祥航空	-148%	-223%	-203%	-70%	102%	-170%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *2021Q1 为同比 2019Q1 数据

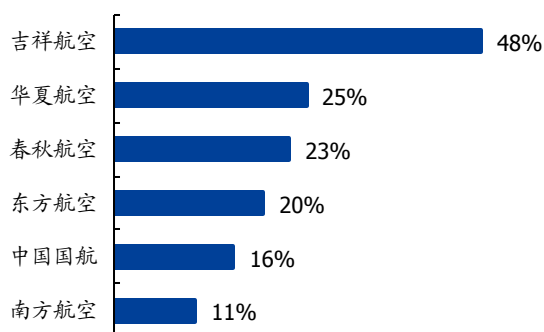
1.3 投资建议: 航空板块拐点将至, 重点推荐吉祥航空、中国国航

市场表现。航空指数年初至今上涨 23%, 跑赢沪深 300 指数 20pct。分航司看, 吉祥航空今年市场表现突出, 累计上涨 48%。

图表 21: 航空板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率



图表 22: 航空板块主要公司年初至今累计收益率

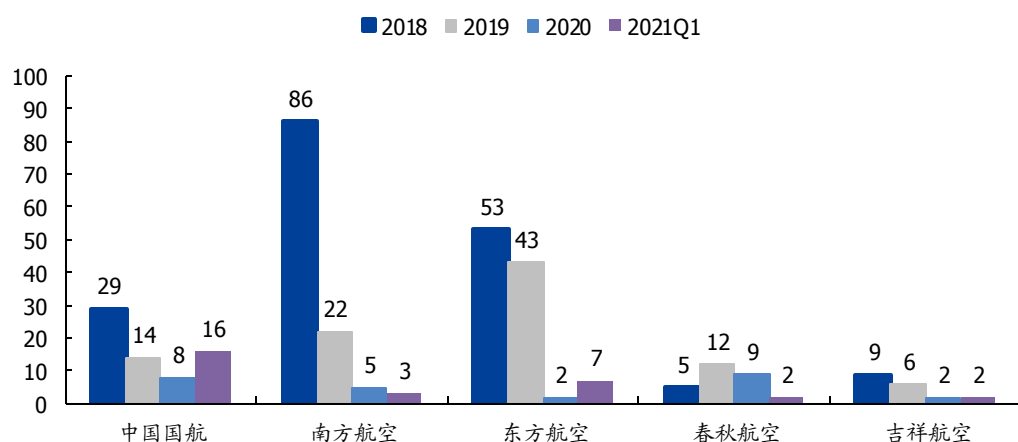


资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021-5-27

资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 截止 2021-5-27

飞机引入速度大幅下降, 国际航线放开后供需改善, 有望重塑航空繁荣周期。受新冠肺炎疫情影响, 2020 年航司飞机引进数量大幅减少, 且由于客运量急剧下降, 大量飞机停场。在国内疫情得到控制、市场复苏后, 飞机引进工作才逐步恢复, 截止 2020 年底, 中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空和吉祥航空的飞机数量较 2019 年底仅净增加 8、5、2、9、2 架, 为近年来最低值。除国航外, 1Q21 飞机引进速度仍然较过去放缓。

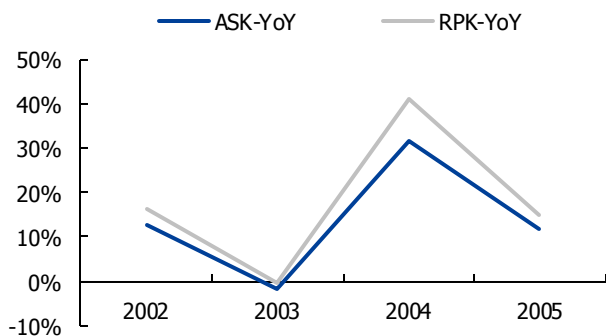
图表 23: 各航司净增机队架数 (架)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

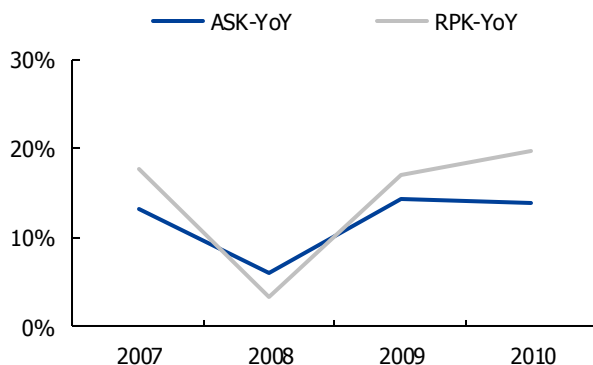
随着疫苗普及, 国际线有望放开, 国内宽体机回到国际市场后, 国内供给减少票价回升, 而复盘历史经验, 03 年非典、08 年金融危机后的 1-2 年, 航空需求同比出现大幅增长, RPK 增速高于 ASK, 我们判断下半年航空板块会出现上行的拐点。

图表 24: 2003 年前后供给与需求同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

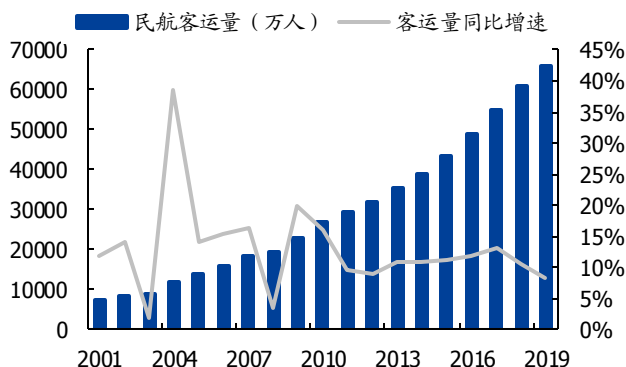
图表 25: 2008 年前后供给与需求同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

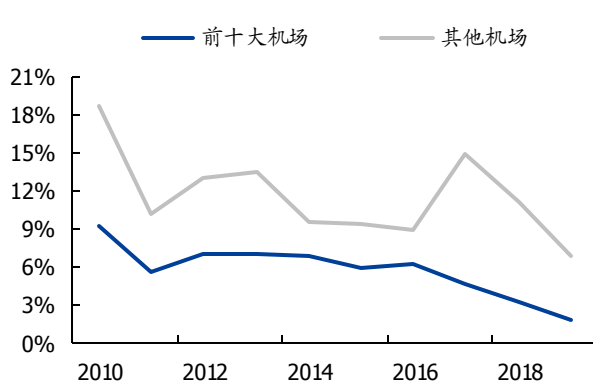
长期看, 航空业供需结构优化, 具备长期的投资价值, 航空消费持续渗透, 需求稳步增长; 供给端干线机场时刻增速持续下行, 产能利用率逐渐饱和, 机场产能释放必须配合空域资源, 而我国空域资源有限, 干线机场的时刻价值凸显, 供需改善带来量价齐升, 我们长期看好航空板块的投资价值。

图表 26: 需求端客运量持续增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 供给端飞机起降架次增速下降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

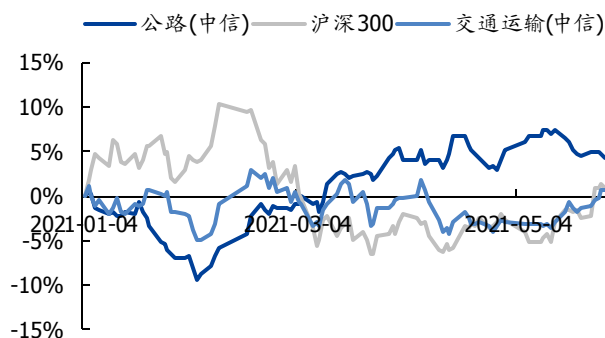
投资建议。我们预计 Q3 国内航空市场维持景气上行, 看好即将到来的 21 年暑运市场; 长期看, 干线机场时刻增速收缩, 伴随需求持续恢复, 看好航空市场票价提升。重点推荐吉祥航空、中国国航, 建议关注春秋航空。①吉祥航空内生盈利能力强, 航网优质, 具备较好的成本管控能力和媲美廉航的恢复速度; 随着干线机场时刻价值凸显, 其客公里收益水平有望提升; ②随着未来航空业逐步复苏, 国航的业绩及估值水平将有望恢复; 基于“祖父原则”, 国航天然拥有最优质的航网, 有望享受航空业供需结构优化, 干线机场票价上行的红利; ③中国低成本航空市场潜力巨大, 随着航空市场化改革的推进, 以及春秋航空自身运力投放的发展变化, 其有望与全服务航司展开更多竞争, 并释放低成本优势, 需关注春秋航空的航网建设及补贴变化。

二、公路铁路：行情向上，防御投资价值稳健

2.1 公路：车流增长稳健，夯实防御投资属性

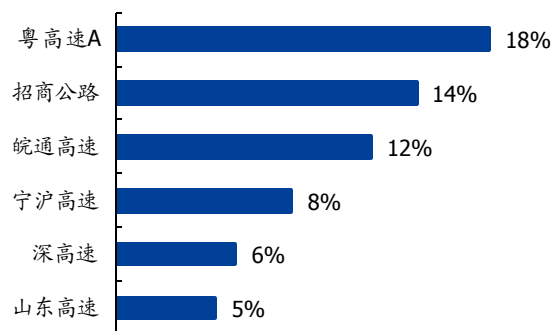
公路板块逆势上涨，防御投资价值显现。公路板块年初至 2021 年 5 月 28 日上涨 4.25%，跑赢沪深 300 指数 3.24pct，跑赢交通运输板块 3.47pct。受春节期间就地过年政策将利空高速车流的预期，节前公路板块持续下跌。随着利空出尽、行情恢复确定性高，以及大盘动荡回调，低估值、基本面改善确定的标的投资偏好增强，公路板块逆势走高。加上 2020 年异常低利润环境下高速公路标的依然维持高分红发放，进一步夯实了其防御性投资资产的属性。

图表 28: 公路板块年初以来涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 *截至 2021/5/28

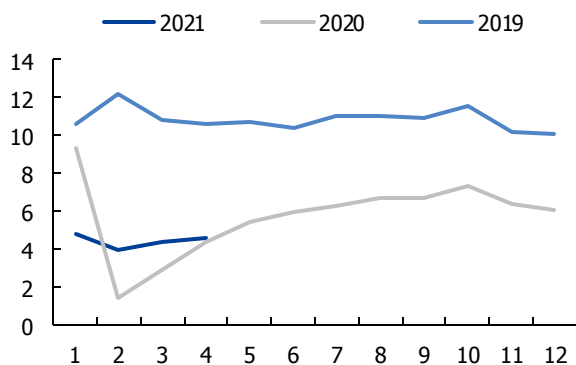
图表 29: 部分高速公路企业年初以来涨跌幅



资料来源: wind, 国盛证券研究所 *截至 2021/5/28

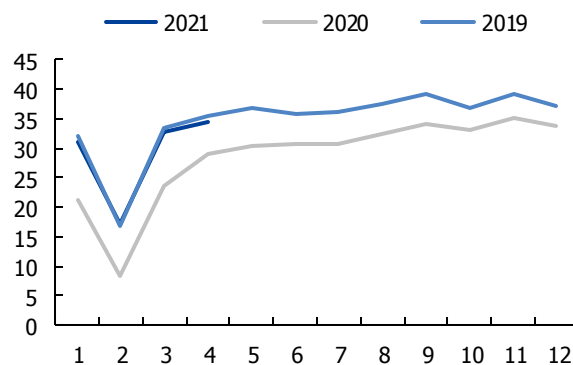
高速车流恢复较快。公路货运行情显著好于客运，2021 年以来公路货运量已与 2019 年持平，而公路客运量仅恢复至 2019 年的 40%-50%，我们依旧能看到疫情对短途出行需求的持续抑制。反观高速车流量则呈现积极的恢复，2021 年春节后至 3 月中旬，高速路网车流量较 2019 年增长约 14%，我们认为一方面经济活跃地区的出行需求较为刚性、反弹较快，另一方面取消省界高速收费站、ETC 普及以及疫情期间免收高速通行费等因素催化更多车辆选择走高速。

图表 30: 全国公路客运量(亿人次)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 全国公路货运量(亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

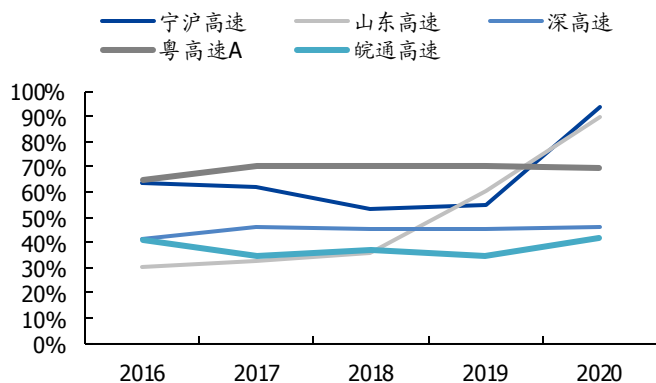
图表 32: 2021/1/19—2021/3/13 全国高速公路网车流量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

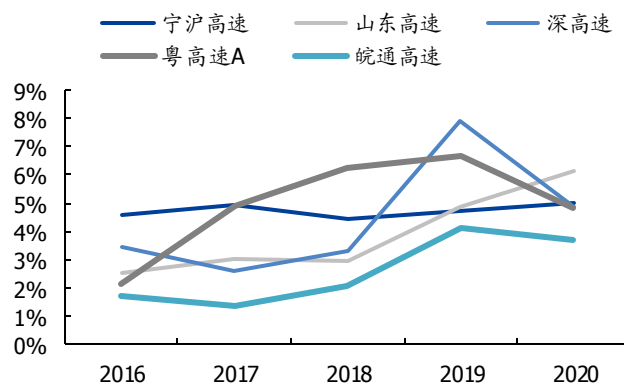
“患难见真情”，低利润下维持高分红发放。2020 年主要受免收高速通行费影响，多数高速公路企业净利润下滑 30%-50%，然而分红水平仍维持高位，宁沪高速和山东高速更是由于维持每股派息额，分红率甚至达到 90%。一方面体现了优质高速公路资产持续稳定贡献现金流的能力，另一方面也体现了企业对投资者的回报责任。山东高速 2020 年 7 月公告未来五年（2020-2024 年）不低于 60% 的分红率，深高速 2021 年 5 月 29 日公告未来三年（2021-2023）不低于 55% 的分红率。高速公路企业作为资产运营平台以及投资平台，稳健的业绩、现金流以及资产背后代表的区位优势，使其成为长期的股债投资标的。

图表 33: 近五年部分高速公路企业分红率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 近五年部分高速公路企业股息率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 高速公路主要上市公司路产资产情况 (截至 2020 年)

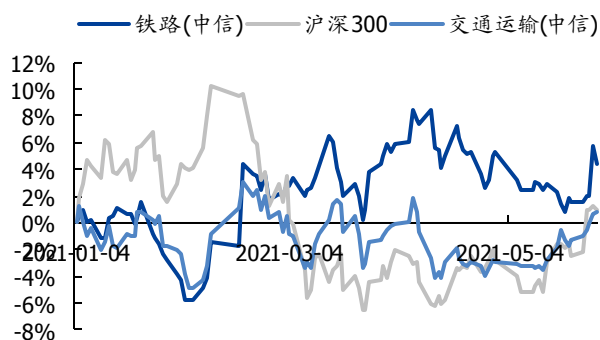
公司	收费里程 (公里)	权益里程 (公里)	收费费率*(元/公里)	2020H2 车 流量(百万 辆)	2020H2 通 行费(亿元)
宁沪高速	858	627	0.45	125.1	66.1
山东高速	1314	1148	0.4/0.5 (2018 年后新 建或改扩建路产)	70.9	43.0
深高速	726	486	0.45 (四车道) / 0.6 (六车道)	-	37.6
粤高速 A	819	296	0.45 (四车道) / 0.6 (六车道)	-	53.8
越秀交通基建	835	532	-	237.3	36.1
浙江沪杭甬	802	723	0.4/0.45 (徽杭高速)	134.7	80.6
皖通高速	557	456	0.45	38.3	12.6
招商公路	880	734	-	44.5	27.9

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所 *收费费率为主要路产所在省份的一类客车收费费率

2.2 铁路: 客运加速恢复, 货运维持高景气

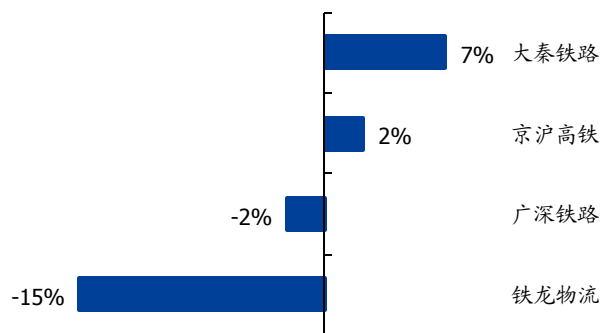
铁路板块年初至 2021 年 5 月 28 日上涨 4.46%, 跑赢沪深 300 指数 3.45pct, 跑赢交通运输板块 3.68pct。行业基本面与公路相似, 铁路货运量受疫情影响较小, 2021 年 4 月货运量同比增长 16.5%。铁路客运起初恢复缓慢, 2020 年底恢复至 2019 年的 80%, 2021 年春节后客运量增长较快, 1-4 月同比 2019 年同期分别 -44.6%/-50.8%/-12.4%/-7.9%, 降幅快速收窄, 五一期间客运量较 2019 年增长 5.5%, 预计 6 月份有望恢复至 2019 年水平。

图表 36: 铁路板块年初以来涨跌幅



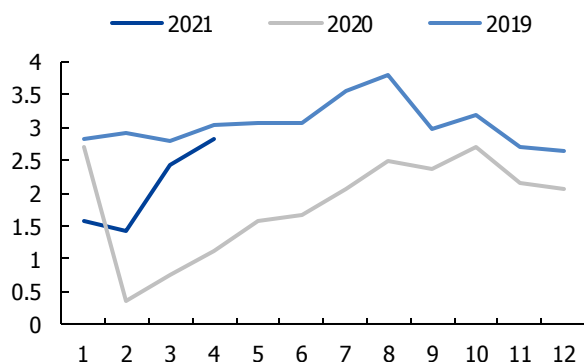
资料来源: wind, 国盛证券研究所 *截至 2021/5/28

图表 37: 铁路企业年初以来涨跌幅



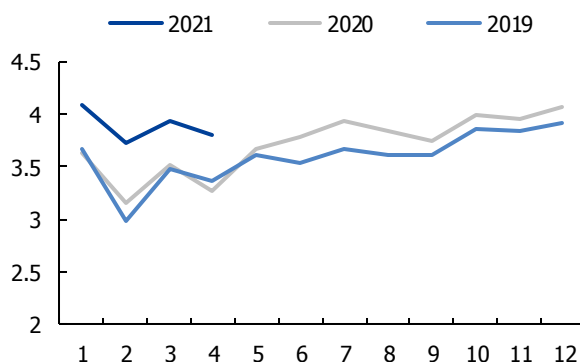
资料来源: wind, 国盛证券研究所 *截至 2021/5/28

图表 38: 铁路客运量 (亿人)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 全国铁路货运量 (亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 投资建议: 推荐公路头部企业和京沪高铁

高速公路行情向好, 关注头部企业。从行情上看, 国内疫情防控扎实, 疫苗接种迅速, 民众出行需求继续释放, Q3 借暑期旺季板块业绩将表现较好。从投资属性上看, 随着近期大盘调整和结构性风格轮动, 整体呈现反弹趋势, 市场恐慌减弱, 认为公路板块的投资偏好有所下降, 推荐中短期有资产增值预期的个股。推荐上调分红、大环保业务扎实扩张的深高速, 推荐京台高速德齐段改扩建即将落地的山东高速, 推荐资产区位优势、新建路产有待落地的宁沪高速。建议关注收购广惠高速、分红高的粤高速 A, 建议关注高速公路投资运营平台招商公路。

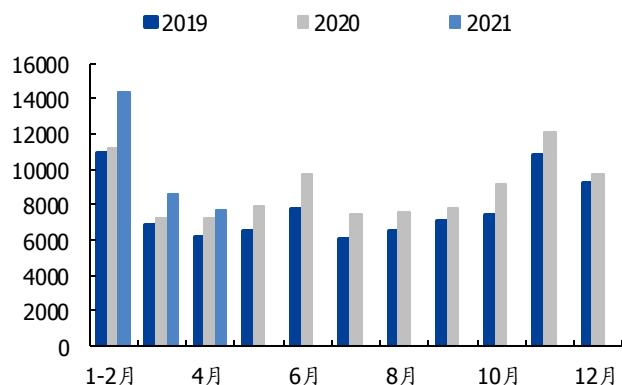
京沪高铁浮动票价机制随客座率恢复将逐渐体现。京沪高铁于 2020 年 12 月 23 日开始实施浮动票价机制, 然而 2021Q1 受疫情和就地过年政策影响导致客座率较低, 票价机制效果未完全体现。随着客流恢复, 高铁出行仍极具性价比, 长期逻辑不改。

三、快递: 增量不增利致业绩承压, 政策监管下价格战趋缓

3.1 行业维持高增速, 政策监管下价格战局部趋缓

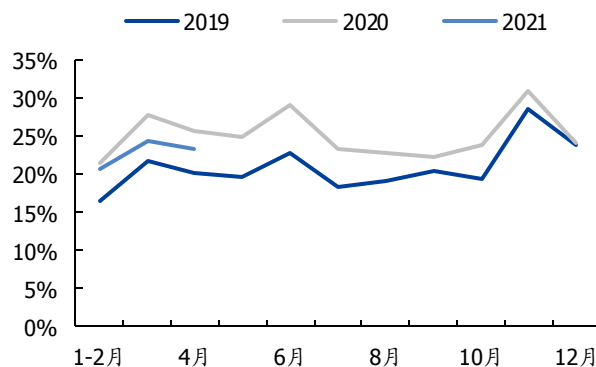
电商件是我国快递件量的主要组成部分, 其增速与实物商品网上零售额相关, 2021 年 1-4 月, 实物商品网上零售额累计为 30,774 亿元, 同比增长 20%。2020 年受疫情影响, 线上消费渗透率 (实物商品网上零售额/社零总额) 提高; 进入 2021 年, 线上消费渗透率同比略有下滑, 1-2 月、3 月、4 月的渗透率分别为 21%、24% 和 23%。

图表 40: 实物商品网上零售额 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

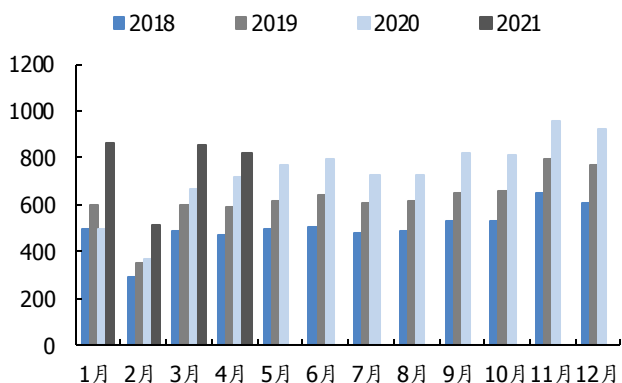
图表 41: 实物商品网上零售额/社零总额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

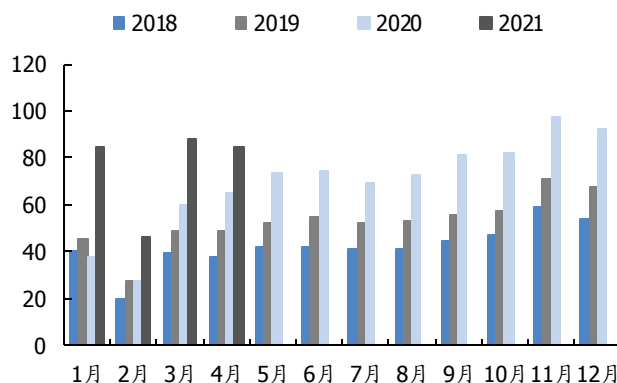
行业维持高增速。2020 年 1-4 月, 快递业务量为 304 亿件, 同比增长 60%, 维持高增长, 系 2020 年初基数较低及 2021 年各快递公司实行“春节不打烊”政策; 同期快递业务收入完成 3062 亿元, 同比增长 36%, 增速不及业务量增速。

图表 42: 规模以上快递业务收入 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 规模以上快递业务量 (亿件)



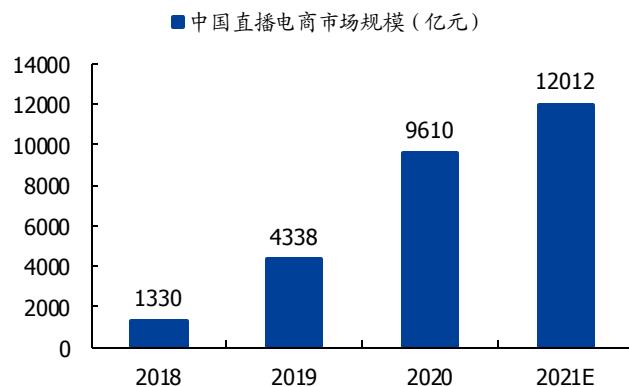
资料来源: wind, 国盛证券研究所

国家邮政局预计, 2021 年全年快递业务量将超过 950 亿件。我们认为, 电商红利是驱动快递行业持续增长的主要因素, 具体表现为:

- (1) 电商业态日益丰富, 直播电商成为新增长动力;
- (2) 电商下沉市场广阔, 以拼多多为代表的低价电商平台 GMV 保持高速增长; 农村电商消费红利待释放, 农产品加速上行推升对生鲜类快递的需求;
- (3) 跨境电商发展迅速, 市场规模大, 带动跨境电商物流发展。

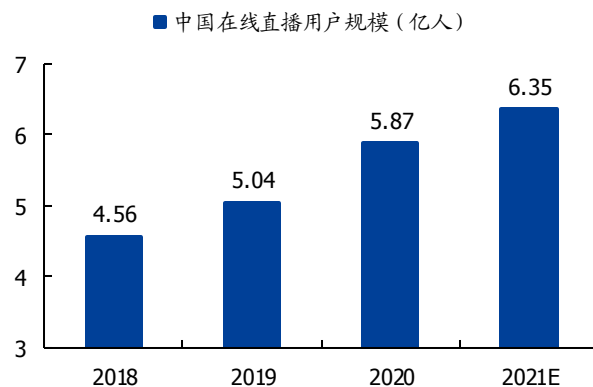
(1) 直播电商规模将超万亿元。直播电商由于能给消费者带来更直观、生动的购物体验, 转化率高, 营销效果好, 逐渐成为电商平台、内容平台的新增长动力, 传统电商如淘宝、天猫、京东以及社交平台如快手、抖音均上线了直播电商功能。2020 年, 中国直播电商 GMV 为 9610 亿元, 预计 2021 年将达到 12012 亿元, 同比增长 25%。中国在线直播用户规模不断上升, 2020 年达到 5.87 亿人, 预计 2021 年将达到 6.35 亿人, 直播电商的潜在用户群体不断扩大。

图表 44: 2018-2021E 直播电商市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

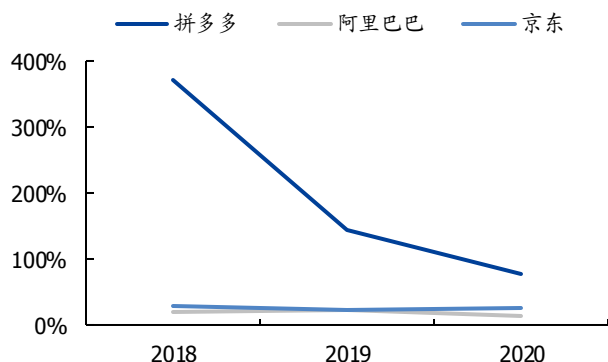
图表 45: 2018-2021E 在线直播用户规模及预测 (亿人)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

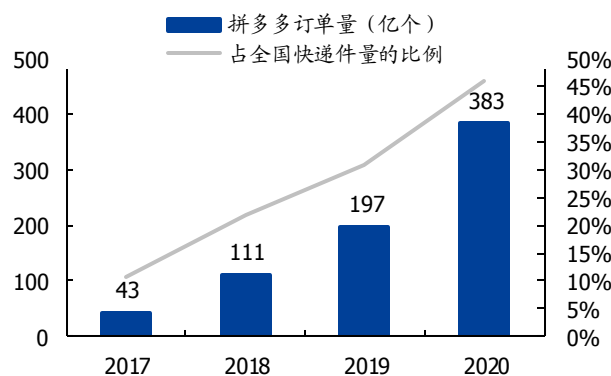
(2) 拼多多 GMV 维持高增长, 是电商件最大的增量来源。2020Q4 拼多多 GMV 为 5551.1 亿元, 同比增长 78%, 高于京东及阿里巴巴。2020 年拼多多包裹量约为 383 亿个, 是电商件最大的增量来源。

图表 46: 2018-2020 年主要电商 GMV 增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 阿里巴巴财年为 Q2 至 Q1

图表 47: 拼多多包裹量及市场占有率

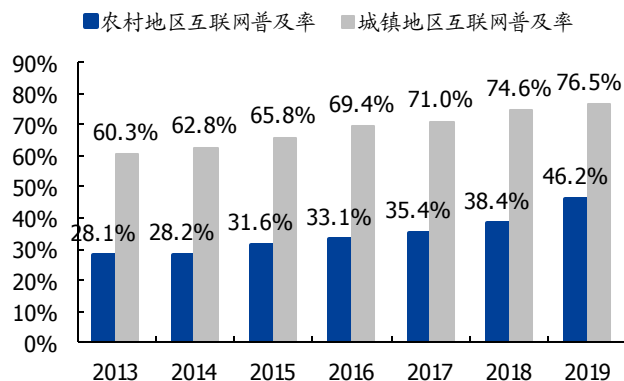


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 假设订单数为包裹数

农村网络普及率存提升空间, 农产品上行保持高速增长。近年来, 中国大力推动农村互联网建设, 截至 2020 年 6 月, 中国网民规模为 9.40 亿人, 其中农村网民规模 2.86 亿人, 占比 30.4%, 较 2019 年底增长 3,083 万人。农村互联网普及率为 46.2%, 与 76.5% 的城镇互联网普及率相比仍有大幅上升空间。

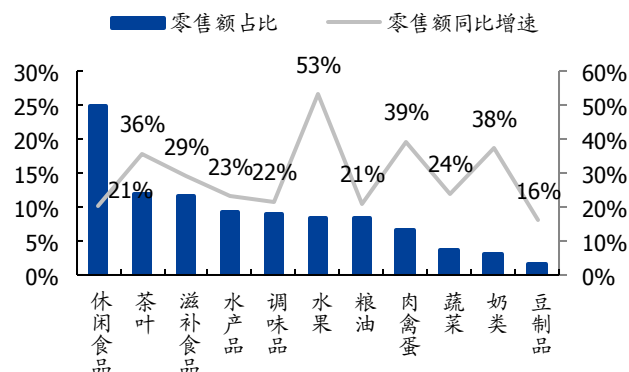
随着农村网络、物流等基础设施的完善, 农民运用电商的意识和能力增强。2019 年, 全国农产品网络零售额达 3975 亿元, 同比增长 27%, 高于全国网上零售额增速 10.6 个百分点, 其中水果零售额增速达 53.2%, 推动了生鲜快递的发展。

图表 48: 城镇与农村互联网普及率比较



资料来源: 中国互联网信息中心, 国盛证券研究所

图表 49: 2019年全国各类农产品网络零售额占比及同比增速



资料来源: 中国互联网信息中心, 国盛证券研究所

(3) 跨境电商的蓬勃发展带动跨境电商物流的高速发展。仅考虑 B2C 模式下的跨境电商市场, 2020 年跨境电商进出口 1.69 万亿元, 其中出口 1.12 万亿元, 进口 0.57 万亿元。假设跨境电商物流成本占比为 30%, 出口端国内市场占比 75%, 进口端国内市场占比 25%, 则计算出国内跨境电商物流市场规模为 2948 亿元。

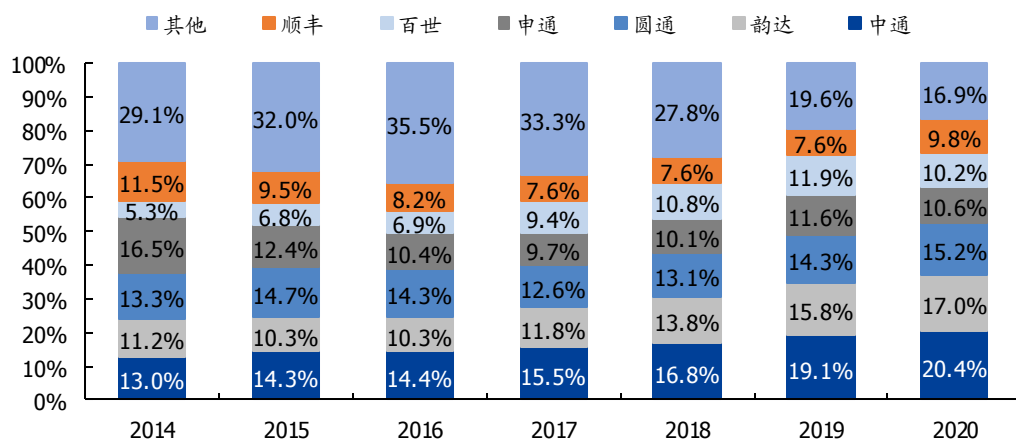
行业高增速发展的同时, 内部竞争仍然激烈, 前三名市占率未拉开明显差距。2020 年按照业务量口径, 中通占比 20.4%、韵达占比 17.0%、圆通占比 15.2%、申通占比 10.6%、百世占比 10.2%、顺丰占比 9.8%, 6 家快递合计占比 83.1%, 较上一年增加 3pct。其中, 申通和百世市场份额相较于 2019 年有所下降, 头部快递企业出现分化。

图表 50: 主要快递企业快递业务量 (亿件)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中通	18.2	29.5	45.0	62.2	85.3	121.2	170.0
韵达	15.7	21.3	32.1	47.2	69.9	100.3	141.4
圆通	18.6	30.3	44.6	50.6	66.6	91.2	126.5
申通	23.1	25.7	32.6	39.0	51.1	73.7	88.2
百世	7.4	14.0	21.7	37.7	54.7	75.8	85.4
顺丰	16.1	19.7	25.8	30.5	38.7	48.3	81.4

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

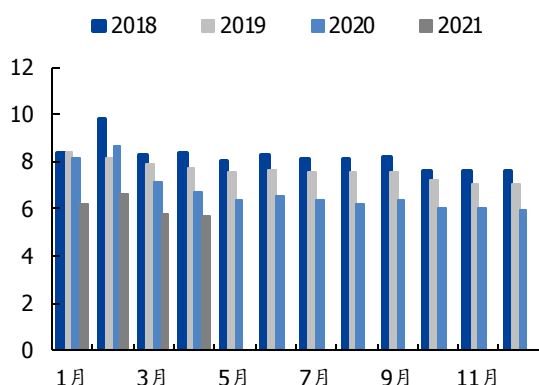
图表 51: 按业务量口径市场竞争格局



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

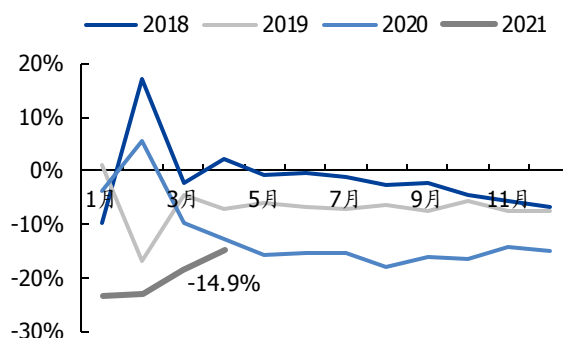
单票价格创新低，降幅缩窄。从价格变化趋势看，2021 年 4 月国内快递（同城+异地）单票价格为 5.7 元，创下快递单票价格月度最低值，同比下降 15%，降幅减少。

图表 52: 规模以上国内快递业务单票价格（元）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: 规模以上国内快递业务单票价格同比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

“通达系”主要承接电商快递业务，服务同质化，价格战是主要竞争手段，但价格下降会直接影响快递员收入，导致末端服务质量受损，带来网点的不稳定。复盘中国快递价格战，2019 年是行业龙头意图拉开与竞争者的差距而发起价格战，2020Q2 为疫情发生后快递公司回补包裹空缺而引发价格战，2021 年为新进入者为抢量而发起的价格战。

2020 年以来价格战尤为激烈，通达系普遍出现“增量不增利”现象。（1）20 年受价格战影响，通达系快递公司普遍业绩下滑，仅圆通速递实现盈利正增长，主要系航空业务及国际业务贡献利润，按 20 年业绩看，盈利差已显现，头部公司分化加速；20 年顺丰及时把握复工复产时机，量能恢复快，同时旗下特惠专配产品增速较快，实现业务量的高速增长及盈利增长。（2）1Q21 价格战持续，在已披露报表的公司中，通达系快递公司同比 20 年业绩仍然下滑，仅圆通实现盈利正增长且高于 19 年水平；顺丰 1Q21 亏损较大，主要系产能不够导致临时资源投入多、补贴创新高以及新业务投入大。

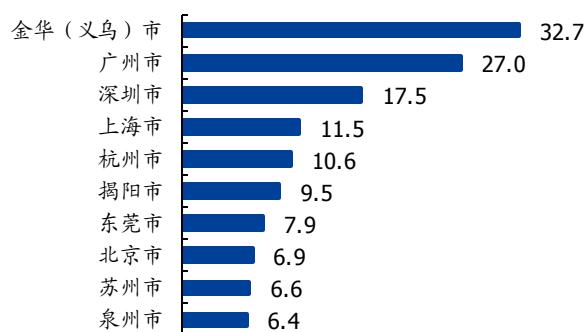
图表 54: 快递板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化

	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
韵达股份	-47%	-41%	-52%	-49%	-44%	-60%
顺丰控股	26%	-28%	55%	52%	16%	-178%
中通快递	-97%	-86%	-97%	-124%	-90%	-122%
圆通速递	6%	-26%	41%	-19%	31%	2%
中通快递	-24%	-45%	7%	-8%	-45%	-
百世集团	-901%	-222%	-26%	-18095%	-1315%	-
德邦股份	74%	-88%	60%	2246%	26%	122%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *2021Q1 为同比 2019Q1 数据

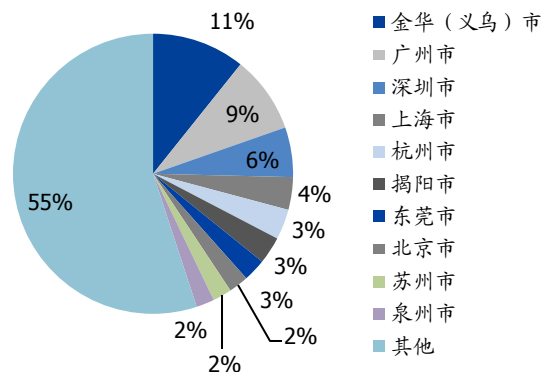
政策监管使得价格战局部趋缓。义乌是快递行业的“产粮区”，2021 年 1-4 月，义乌快递量达 32.7 亿件，占全国快递件量的 11%；同时，义乌也是快递“价格洼地”，根据访谈，4 月义乌地区的终端价格最低达到 0.8 元，过低的价格引发了监管部门的注意，浙江省政府审议通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》，明确提出不得以低于成本的价格提供快递服务，义乌当地也采取了控制价格、控制增量的方式对价格战进行管控。2021 年 5 月，政策监管初见成效，义乌地区揽件价格已回升至 1.4-1.8 元不等。

图表 55: 2021 年 1-4 月快递业务量前十大城市 (亿件)



资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

图表 56: 2021 年 1-4 月快递业务量份额 (按城市)

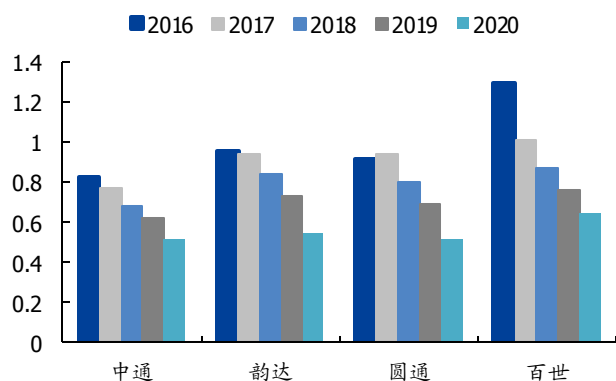


资料来源: 国家邮政局, 国盛证券研究所

3.2 规模效应显著, 头部加盟快递企业单票利润产生分化

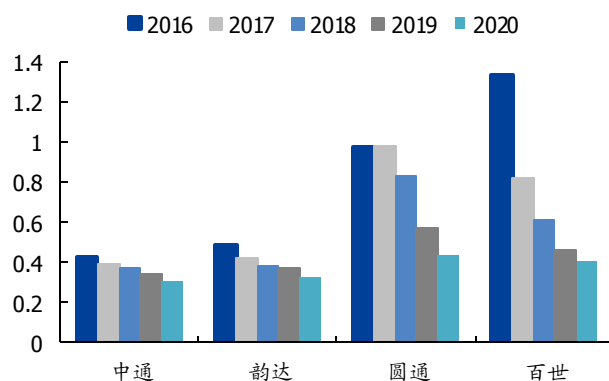
快递行业规模效应明显。纵向看, 随着件量的增多, 各家快递公司的单票运输成本和转运中心成本均逐年下滑; 横向看, 快递件量最多的中通有着行业最低的中转成本 (运输+转运中心成本), 中通、韵达的中转成本均降至 0.9 元以下。

图表 57: 加盟制快递公司单票运输成本逐年下降 (元)



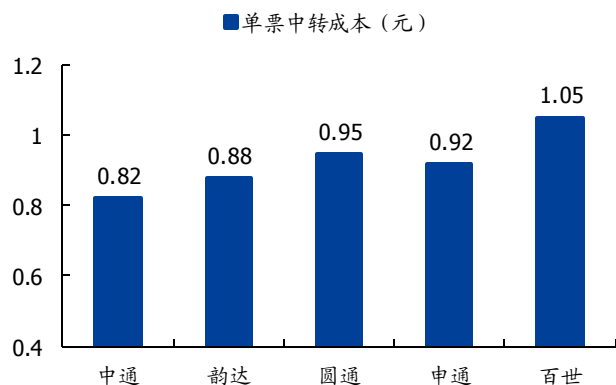
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 中通未披露详细数据

图表 58: 加盟制快递公司单票转运中心成本逐年下降 (元)



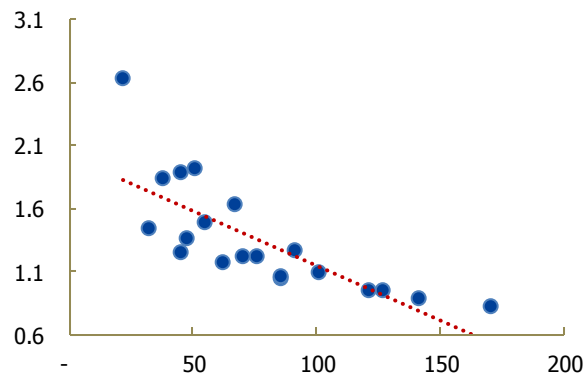
资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 中通未披露详细数据

图表 59: 2020 年中通单票中转成本最低



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 各快递公司件量 (亿件, 横轴) 与中转成本 (元, 纵轴) 关系

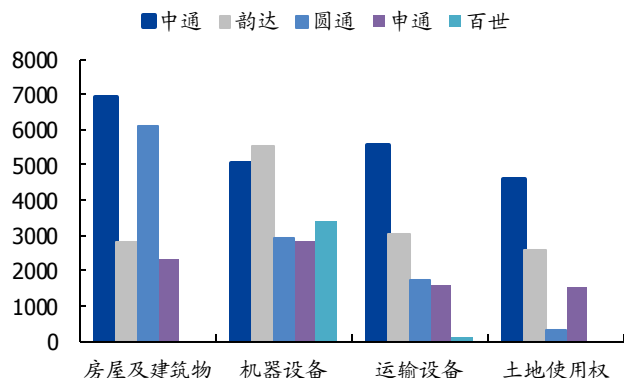


资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 不含申通, 数据来自 16-20 年

快递公司成本下降的方法主要通过提高自有车占比、大运力车占比以及增加自动化设备来实现，先发企业均积累了可观的固定资产。以 2020 年固定资产原值为例，中通在通达系快递中全面领先，其房屋建筑物、机器设备、运输设备、土地使用权的投入较为均衡，韵达侧重于机器设备投入，圆通则侧重于房屋及建筑物投入，百世作为轻资产模式的代表，在机器设备方面投入相对较多。

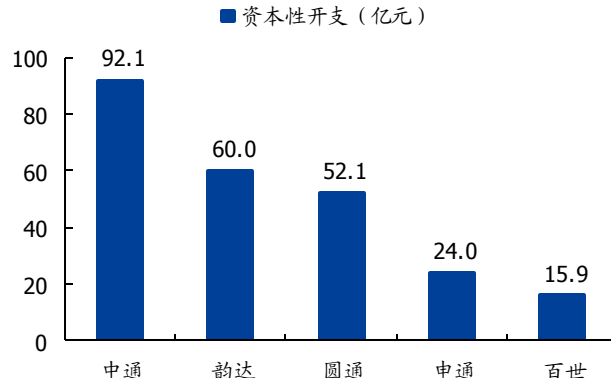
各加盟制快递企业继续加大资本开支投入，2020 年中通资本性开支金额最高，达 92 亿元，紧随其后的为韵达、圆通，资本开支分别为 60 亿元、52 亿元，行业整体呈现强者恒强的局面。

图表 61: 2020 年加盟制快递企业固定资产原值比较 (百万元)



资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 62: 2020 年加盟制快递企业资本性开支比较 (亿元)



资料来源: wind, 公司年报, 国盛证券研究所

更多的件量可提高装载率，降低单票运输成本，同时也可摊薄转运中心的固定成本；更高的资本开支使得公司在旺季时减少对第三方运力和人工的采购，降低额外成本。测算 2020 年主要快递企业单票盈利情况，中通盈利能力最强，达到单票 0.47 元，其次是韵达 0.17 元，圆通 0.14 元，约为中通的 1/3，申通 0.06 元，百世 -0.01 元，加盟快递企业的单票利润已出现分化。

图表 63: 2020 年主要快递企业单票盈利情况

主要快递数据	中通	韵达	圆通	申通	百世
业务量 (亿件)	170.0	141.4	126.5	88.2	85.4
单票收入 (元)	1.29	2.24	2.27	2.39	2.27
单票成本 (元)	0.82	2.06	2.13	2.33	2.28
单票毛利 (元)	0.47	0.17	0.14	0.06	-0.01
统计口径	不含派费	含派费	含派费	含派费	含派费

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 仅统计快递业务

直营制快递龙头顺丰进入下沉市场。2019 年 5 月，顺丰通过进一步提升存量资源和运力的利用效率，用冗余的资源推出“特惠专配”产品，起初定位于“填仓”功能，对于件量特别大的客户，采用“集收集发”的模式，减少中转次数。该业务迅速起量，帮助顺丰在 2020 年提高市占率 2.2pct，但也降低了公司单票收入水平。

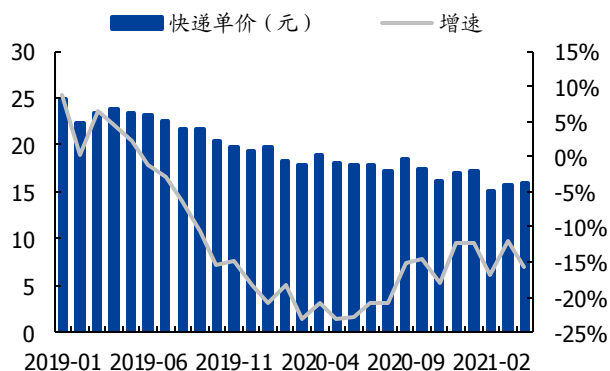
随着件量的增加，“填仓”功能逐渐饱和，产生新的资本开支或费用，多种因素作用下，2021Q1 公司亏损，主要系：(1) 积极拓展新业务，加大快运、丰网、同城急送、仓网的网络建设，四网融通过程中存在资源平行叠加；(2) 由于快递业务量高速增长，Q1 持续增加固定资产及临时资源投入，带来折旧及成本增加；(3) 春节给予在岗人员补贴近 10 亿元，较预期高 3-4 亿元，同时今年疫情相关的社保减免取消；(4) 去年高基数及今年“通达系”春节分流散单的影响下，我们测算高毛利率的时效件收入增速为个位数，同时下沉市场电商需求旺盛，低毛利率的经济件增长较快，对整体毛利率造成压力。

图表 64: 顺丰业务量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 顺丰单票收入及增速



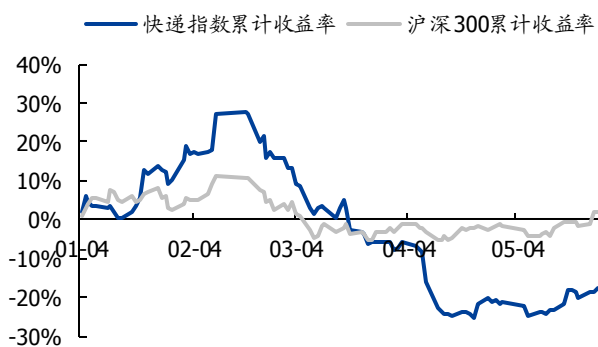
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为尽管顺丰短期业绩承压, 但长期价值不改: (1) 基本盘时效件品牌优势突出, 4 月推出特快及新标快产品带来增长新动能, 鄂州机场投产有望进一步提高服务时效, 拉开与同行的差距; (2) 时效件、电商件和丰网可承接“高中低”全量快递需求, 潜在市场扩容, 网络融合后成本有望降低; (3) 积极布局新业务, 已在多个细分板块(快运、冷链)处于领先地位, 有望实现协同效应。随着前置投入的固定资产逐步到位, 临时资源的投入将逐渐减少, 伴随业务量的扩大, 预计下半年规模效应将开始释放。

3.3 投资建议: 行业还未出清, 建议关注头部快递企业

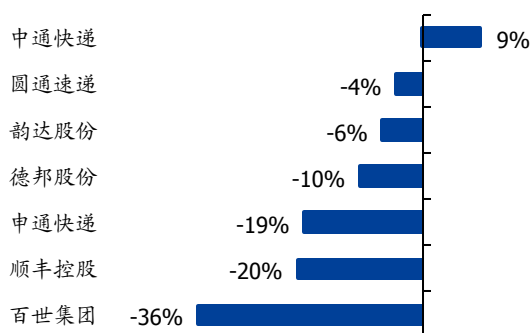
市场表现。机场指数年初至今下跌 18%, 跑输沪深 300 指数 20pct。主要系顺丰一季度业绩亏损程度超出市场预期, 以及市场对加盟制快递价格战的担忧。

图表 66: 快递板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 快递板块主要公司年初至今累计收益率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

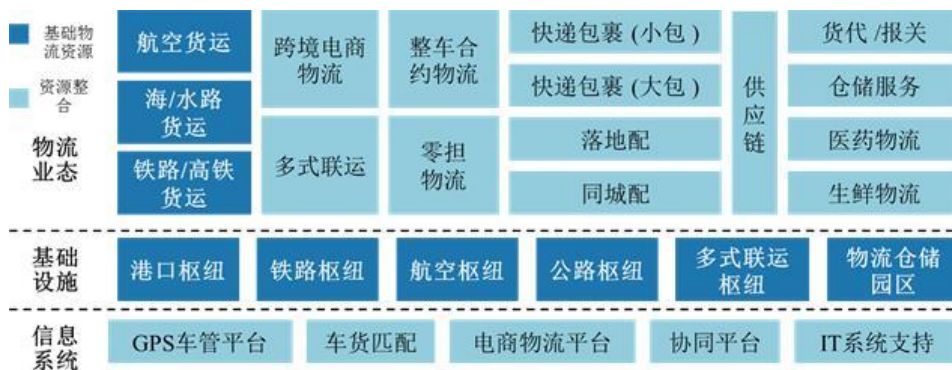
投资建议。政策监管下价格战局部趋缓, 但加盟制快递产品同质、B 端电商卖家发货量大价格敏感, 使得价格战是末位者出清的有效方式。参照国际经验, 美国快递行业 CR3 (USPS+UPS+FedEx) 超过 90%, 中国快递行业还未出清。顺丰控股短期看面临“时效件+特惠件+丰网”的融合、供应链业务整合等挑战, 盈利能力承压; 长期看基本盘依然稳固, 多元化的业务将产生协同效应, 参照国际快递巨头, 其为客户提供贯穿快递、快运、供应链的综合物流服务, 我们看好其长期发展。**建议关注头部快递企业顺丰控股、中通快递、韵达股份。**

四、物流：关注细分赛道龙头，物流、制造深度融合是趋势

4.1 综合物流和供应链是物流业下一阶段发展方向

2013 年发布的《物流企业分类与评估指标》将物流企业分为三类：运输型、仓储型和综合物流型。前两者业务功能主要涉及运输、仓储等单个物流环节服务集成，如国货航、大秦铁路、宏川智慧等；综合服务型物流企业可以为客户制定整合物流资源的运作方案，并提供运输、货运代理、仓储、配送等多种物流服务，如顺丰、密尔克卫、华贸物流等。运输和仓储型物流企业多以物流基础设施为竞争壁垒，而综合物流企业则对资源整合能力提出更高要求，对于物流企业的发展形态可以简单概括为：提供物流基础设施和服务—整合物流资源—整合供应链资源。

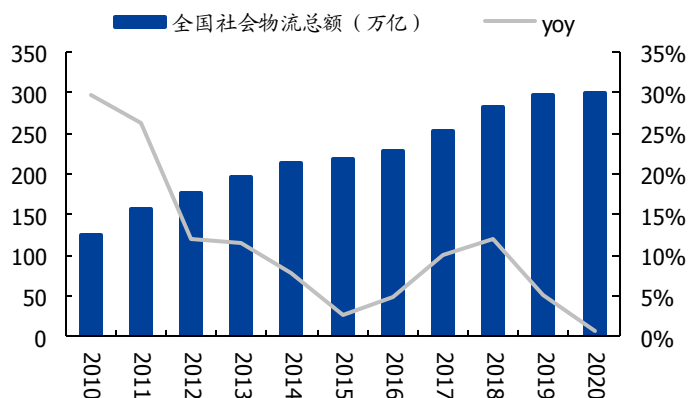
图表 68：物流行业生态



资料来源：东航物流招股书，国盛证券研究所

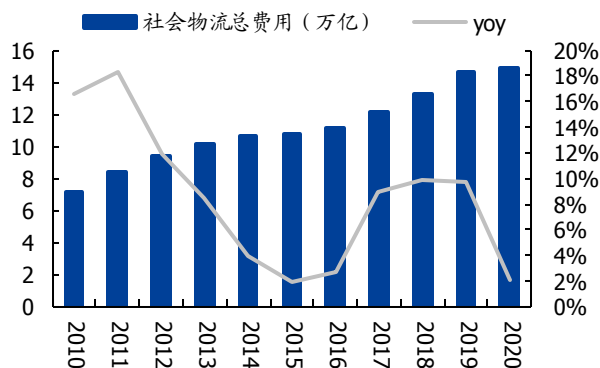
物流业市场巨大，社会发展对物流需求持续增长。随着中国经济增长，制造业以及电商等新业态的快速发展，2010-2019 年社会物流总额和总费用复合增速分别达 10% 和 8%，2020 受疫情影响增长有所滞缓，社会物流总额达 300 万亿，社会物流总费用达 15 万亿。

图表 69：全国社会物流总额逐年增长



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 70：全国社会物流总费用逐年走高



资料来源：wind，国盛证券研究所

从物流发展阶段看，中国正处于第三方物流发展和供应链管理服务发展的过渡阶段，由传统物流向现代物流的转型阶段。相较于发达国家，中国物流业起步较晚但发展较快，但规模的迅速扩张也带来基础设施薄弱、低效、行业集中度低等问题。

图表 71: 发达国家物流发展阶段

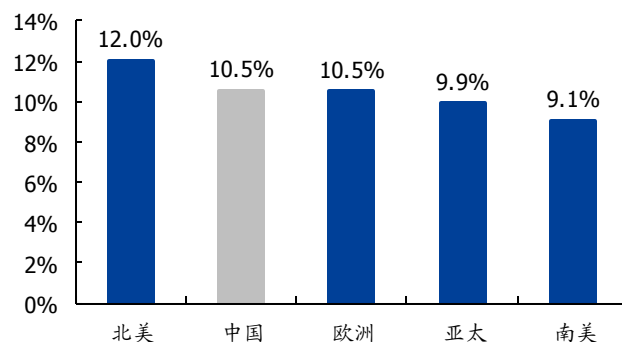
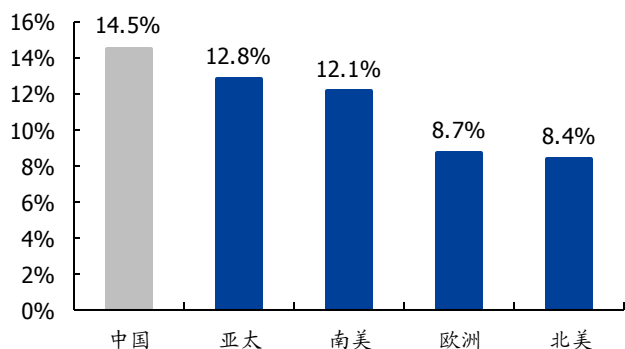
时期	发展阶段	发展特点
1950-1970	物流管理的实践与推广阶段	第一方、第二方物流发展成熟，其主要特点是基于仓储、成本控制理论，货物的配送、仓储在企业内部，通过自身的物流部门实现
1975-1990	第三方物流发展阶段	3PL 发展迅速，企业将非核心的销售、采购、生产物流外包，物流向协作化和专业化方向发展
1990-至今	供应链管理服务发展阶段	第四方物流蓬勃发展。更多轻资产模式的物流企业出现，依托信息技术和第三方物流，为客户提供业务流程再造与供应链整体解决方案

资料来源：东航物流招股书，国盛证券研究所

中国近五年物流发展：社会化、专业化，鼓励物流外包。《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》中，发展重点包括降低物流成本、提升物流企业规模化、集约化水平、加强物流基础设施网络建设。这一阶段主要解决的是社会物流成本高、效率低以及基础设施滞后的问题。主要解决途径包括提高第三方物流渗透，物流基础设施的完善和资源整合如综合型物流园区的建立、多式联运、仓干配一体化，以及信息化、装备现代化、技术标准。2019 年中国物流成本占 GDP 比重为 14.5%，仍远高于欧美，降成本依旧是未来主题之一。第三方物流蓬勃发展，年复合增速达 9%，2019 年第三方物流收入占社会物流总成本的 10.5%，渗透率已接近欧美国家，物流外包已成产业趋势。

图表 72: 不同国家和地区物流成本占 GDP 比重（2019）

图表 73: 不同国家和地区第三方物流收入占社会物流成本比重（2019）



资料来源：wind，国盛证券研究所

资料来源：wind，国盛证券研究所

下一阶段物流的发展：专业化、信息化、供应链一体化。《国民经济行业分类》中，供应链管理是指基于现代信息技术对供应链中的物流、商流、信息流和资金流进行设计、规划、控制和优化，将单一、分散的订单管理、物流管理、资金融通、数据管理、贸易商务等进行一体化整合的服务。中国物流业正逐渐从末端服务行业上升为引导生产和促进消费的先导行业，定位从降低企业物流成本转换为降低企业整体生产流通成本，这也是深化供给侧结构性改革的一部分。从相关政策指导来看，2017 年明确了供应链发展的指导思想和目标，之后开展体系、理念、模式等的探索和落实。2019 年首次有了先进制造业和现代服务业“两业融合”实施意见，而 2020 年也明确了要促进物流业和制造业协同联动和跨界融合。因此我们可以总结：现代物流业的发展趋势是与制造业融合发展，而非仅提供单向、单一的末端服务；延伸服务产业链的供应链模式是现代物流的重要形态，且要培养出优秀的全球供应链服务企业。

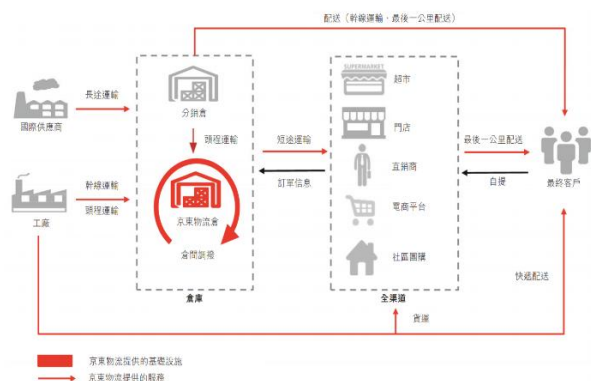
图表 74: 中国供应链管理相关政策

时间	政策名称	相关内容
2016 年 7 月	《“互联网+”高效物流实施意见》	提升物流业信息化、标准化、组织化、智能化水平；鼓励物流企业依托互联网向供应链上下游提供延伸服务
2017 年 10 月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	明确供应链创新与应用的指导思想 ，提出打造大数据支撑、网络化共享、智能化协作的智慧供应链体系，目标到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育 100 家左右的全球供应链领先企业
2018 年 4 月	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	提出 落实 国务院关于推进供应链创新与应用的决策部署，完善产业供应链体系
2018 年 6 月	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	要求通过 推广 现代供应链新理念、新技术、新模式，培育一批有影响的供应链重点企业，探索一批成熟可复制的经验模式，形成一批行之有效的重要标准
2019 年 10 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	现代物流业属于鼓励类产业，其中包括现代供应链创新与应用、物流信息技术、应急物流、逆向物流、绿色物流等。
2019 年 11 月	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	继工业化与信息化“两化融合”之后， 中国首次有了先进制造业和现代服务业“两业融合”实施意见 ，先进制造业和现代服务业融合是顺应新一轮科技革命和产业变革和增强制造业核心竞争力、培育现代产业体系、实现高质量发展的的重要途径。
2020 年 9 月	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》	随着新一轮科技革命发展，“制造业服务化、服务业制造化”趋势越来越明显。 《方案》 明确 促进物流业制造业协同联动和跨界融合，延伸产业链，稳定供应链，提升价值链，并提出培育国际供应链服务商。

资料来源：日日顺招股书，国盛证券研究所

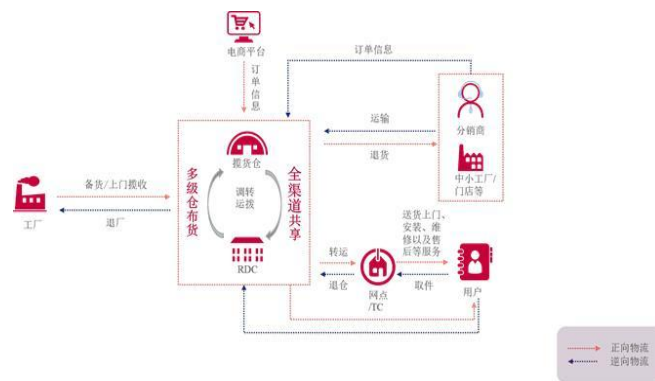
物流企业切入供应链服务的形态：端到端物流+定制化服务。为促进特定类型企业供应链的高效运转和成本优化，端到端物流模式用来实现客户从需求到供应交付全流程的统筹管理，并且通常需要服务商与客户建立紧密的战略合作关系。在此基础上，服务商可以深度参与客户供应链运行并挖掘提效降本空间，进一步提供定制化服务，通过与客户绑定决策体系、数据体系、物流资产和定制化服务经验等来形成客户粘性。而这些都需要服务商拥有先进的供应链信息技术，如 5G、人工智能、大数据、云计算和物联网等，在此基础上以物流网络为载体，可以做到销售预测、运输规划等供应链网络优化。

图表 75: 京东物流的快消品供应链管理解决方案



资料来源：京东物流招股书，国盛证券研究所

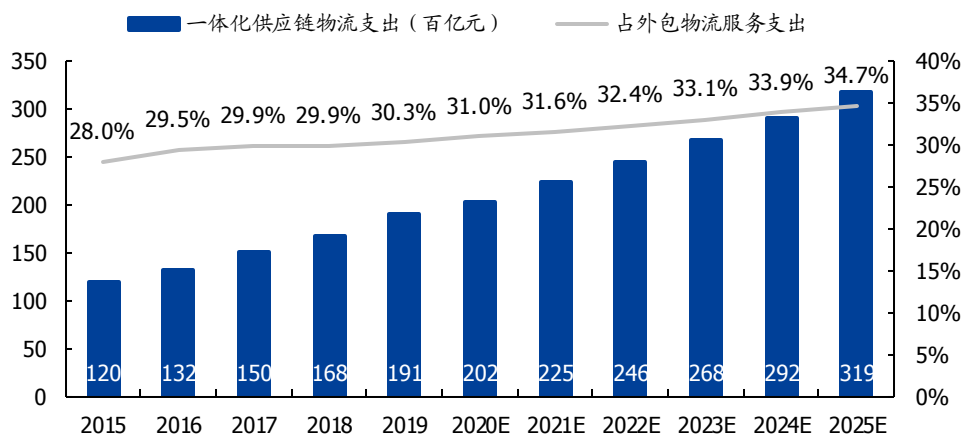
图表 76: 日日顺家的家电供应链管理解决方案



资料来源：日日顺招股书，国盛证券研究所

一体化供应链物流市场：整合空间和难度都很大。据灼识咨询，2019 年中国一体化供应链物流支出达 1.9 万亿元，至 2025 年年均增速在 9.5%。从竞争格局看市场高速分散，按 2020 年收入计，前十大一体化供应链企业市占率合计 9%，第一名京东物流市占率 2.7%。市场整合空间和难度都巨大，因为面临跨行业和跨地区的扩张，对企业的行业信息，服务经验，资产规模、区位等都提出更高要求。

图表 77: 中国一体化供应链物流支出市场



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

物流业制造业深度融合是大趋势，企业在行动。顺丰在 2020 年度报告中强调自己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，依托丰富的产品体系及国内外网络底盘，向产业链上下游延伸，为行业客户提供数字化、一体化的供应链服务。京东物流的愿景是成为全球最值得信赖的供应链基础设施服务商，招股书更是提到 572 次“供应链”。密尔克卫作为国内领先的专业化工供应链综合服务商，旨在打造“化工亚马逊”，基于全球专业化工交付应用能力的产业互联网电商平台，打通物流、交易、环保全供应链，为全球客户提供高标准的供应链服务。海尔旗下的日日顺供应链科技有限公司于 5 月 12 日向创业板递交招股书申报稿。

图表 78: 物流业制造业深度融合创新发展典型案例部分名单 (2021/5/24 发布)

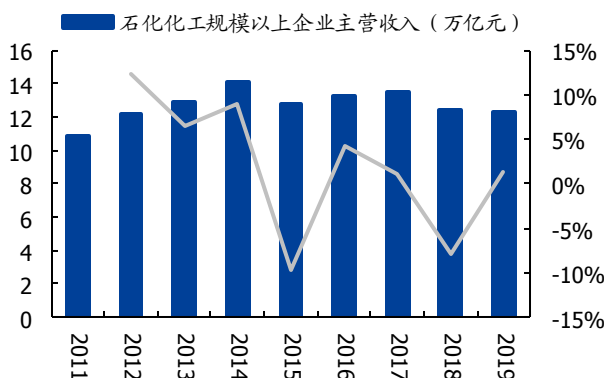
案例名称	申报企业	地区
智能网联(新能源)重卡物流园产前物流一体化融合创新案例	深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司	广东
深化高效物流打造产业集群推动制造业物流业融合案例	普洛斯企业发展(上海)有限公司	上海
智慧物流引擎升级与先进制造业深度融合创新案例	日日顺供应链科技股份有限公司	山东
线上线下一体化服装行业与快递快运融合创新案例	德邦物流股份有限公司	上海
"一带一路"沿线铁路运输组织模式创新自主品牌车企与跨境物流企业深度融合案例	北京长久物流股份有限公司	北京
依托集装箱多式联运平台推动煤化工物流融合创新案例	中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 新疆天业(集团)有限公司	辽宁
仁宝信息厂内物流规划与运营管理创新案例	昆山新宁物流有限公司	江苏
智慧物流助力智能制造一体化数字科技供应链服务创新案例	江苏海晨物流股份有限公司	江苏
仓储智能化管理升级智能制造与智慧物流协同一体化创新案例	江苏飞力达国际物流股份有限公司	江苏
智能物流平台服务生产资料高效流转助力制造企业降本增效创新案例	传化智联股份有限公司	浙江
实践"五全"新模式助力块状经济转型升级创新案例	浙商中拓集团股份有限公司	浙江
坚持客户导向专业铸造价值深耕制造业精益物流助力两业深度融合创新案例	厦门中远海运物流有限公司	福建
自动化码头自主创新与智慧物流协同发展案例	青岛港(集团)有限公司	山东
"供应链+产业链+价值链"三链合一家电成品智能供应链一体化创新案例	广州市嘉诚国际物流股份有限公司	广东

资料来源:发改委,国盛证券研究所

4.2 化工物流: 监管趋严, 第三方物流持续渗透

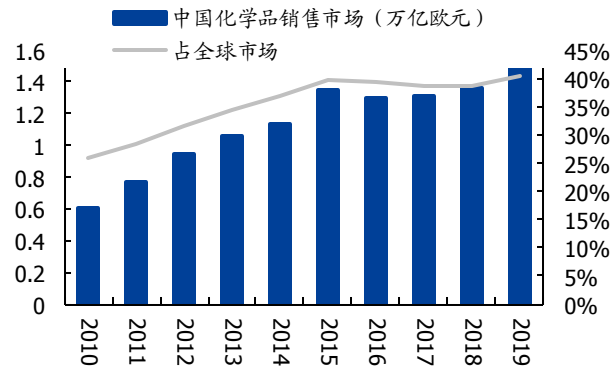
中国的化学品销售市场规模全球第一。据欧洲化学工业理事会数据,2019 年中国化学品销售达 1.5 万亿欧元,占全球的 41%,销售规模是美国和欧盟的近 3 倍,近十年年均复合增速为 10%。中国多数化学品产能已居世界第一,全球化学品销售市场的主要增量也将来自中国。

图表 79: 中国石化化工规模以上企业主营收入



资料来源:中国石油和化学工业联合会,国盛证券研究所

图表 80: 中国化学品销售市场持续增长



资料来源: cefic, 国盛证券研究所

化工物流仍处于第三方物流发展阶段,行业集中度提升和物流外包是主趋势。2020 年化工物流市场规模达 2 万亿,第三方物流渗透率为 30%。化工产业分散,物流跨度大,货

源需求、运力动态信息不透明等因素导致化工物流行业集中度低。2020 年度密尔克卫为中国第三大化工物流企业，但按营收计算的市占率仅为 0.57%。2020 年中国化工物流费用率为 11.3%，美国为 5%，日本为 3%，行业效能提升空间大，行业整合需求大。行业风险高，监管趋严、政策收紧、化工产业趋于聚集，对高质量外包物流服务的需求趋势明显。

图表 81: 第三方化工物流市场规模

	2018	2019	2020
化工物流市场规模（万亿）	1.4	1.87	2
第三方物流的渗透率	25%	25%	30%
第三方化工物流市场规模（亿元）	3500	4675	6000

资料来源：中物联危化品物流分会，国盛证券研究所

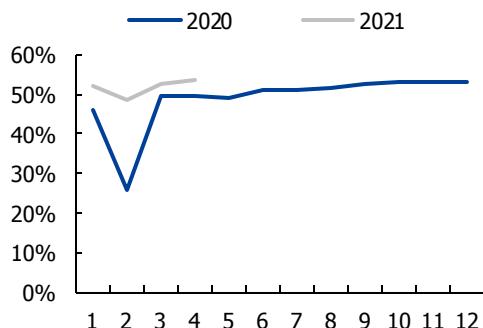
图表 82: 2019-2020 年度中国化工物流行业前十大企业

排名	公司
1	上海君正物流有限公司
2	正本物流集团有限公司
3	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司
4	中外运化工国际物流有限公司
5	山东京博物流股份有限公司
6	镇海石化物流有限责任公司
7	中远海运化工物流有限公司
8	希杰荣庆物流供应链有限公司
9	永泰运化工物流股份有限公司
10	浙江荣通物流有限公司

资料来源：中物联危化品物流分会，国盛证券研究所

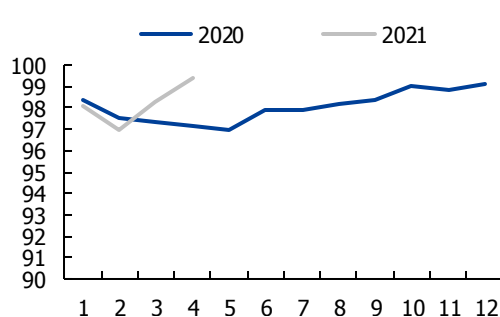
化工物流行情维持乐观。以中国化工行业采购经理指数（CCPMI）-采购量指数作为化工物流上游景气度参考，该指数 2020 年下半年以来保持荣枯线以上，2021 年 4 月小幅上升，运价也是保持稳步上升趋势。全球经济向好，印度等亚太多国疫情爆发增长，但欧美经济复苏较好，油价高位震荡，OPEC 没有对产出政策作出调整。下半年判断国内化工工业需求偏中性，供给偏乐观，化工物流景气整体向上。

图表 83: CCPMI-采购量指数



资料来源：中物联危化品物流分会，国盛证券研究所

图表 84: 危险货物道路运输价格指数

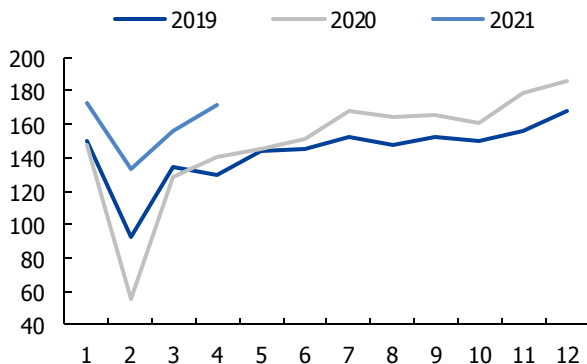


资料来源：中物联危化品物流分会，国盛证券研究所

4.3 跨境电商物流：行业加速整合

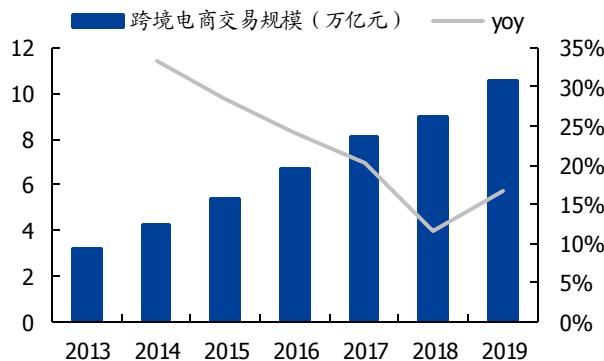
外贸维持高景气，跨境电商加速发展。海外疫情扩散超预期，中国率先控制疫情、恢复生产，出口景气度持续旺盛。2020 年下半年以来在出口主要拉动下进出口额持续走高，2021 年 4 月进出口额 1.7 万亿元，同比增长 22%，维持强劲增长。跨境电商近年快速发展，据网经社，2019 年中国跨境电商交易规模达 10.5 万亿，同比增长 16.7%，7 年年均增速 22.2%。2020 年海关总署完善了跨境电商统计，海关口径下跨境电商进出口 1.69 万亿元（仅包含 B2C 交易），同比增长 31.1%。

图表 85：中国进出口额维持向上（百亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

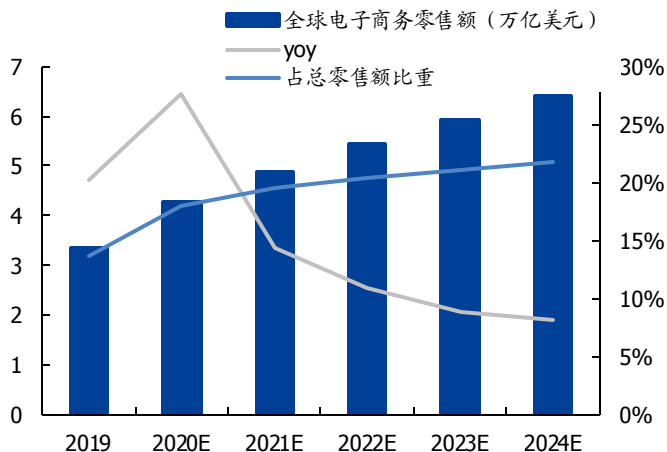
图表 86：中国跨境电商交易规模持续增长



资料来源：网经社，国盛证券研究所

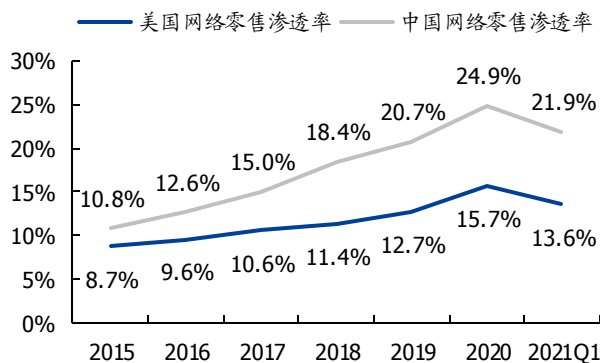
疫情加速海外线上零售渗透。据 eMarketer，预计 2020 年全球电子商务零售额达 4.28 万亿美元，同比增长 27.6%，占全球总零售额的 18%。之后随着线下实体零售的恢复，电子商务增速缓慢，至 2024 年零售额达 6.39 万亿美元，占全球零售额的 21.8%。以美国为例，2020 年疫情下网络零售渗透率快速上升 3pct 至 15.7%，2021Q1 虽有所回落但整体渗透率仍在上升通道。

图表 87：全球电子商务零售额预测



资料来源：eMarketer，国盛证券研究所

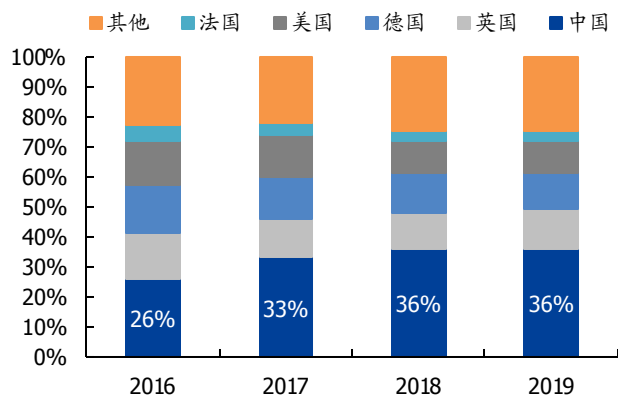
图表 88：中美网络零售渗透率对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

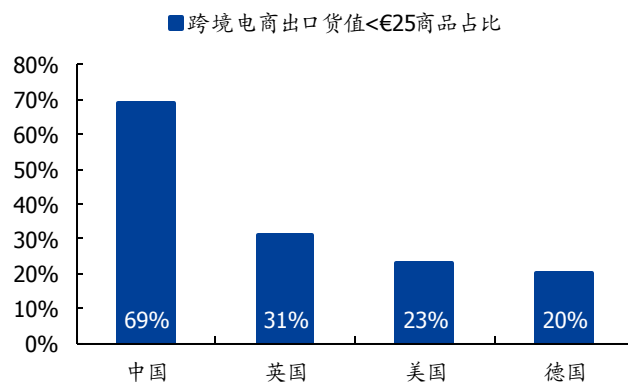
从全球电商商品出口国家占比看，中国已成为海外跨境电商的供应主力，2019年贡献占比36%。根据中国制造业特点，中国在中低货值出口商品较有优势，约69%的出口商品货值在25欧元及以下。

图表 89: 全球电商商品出口国家占比



资料来源: 国际邮政公司, 国盛证券研究所

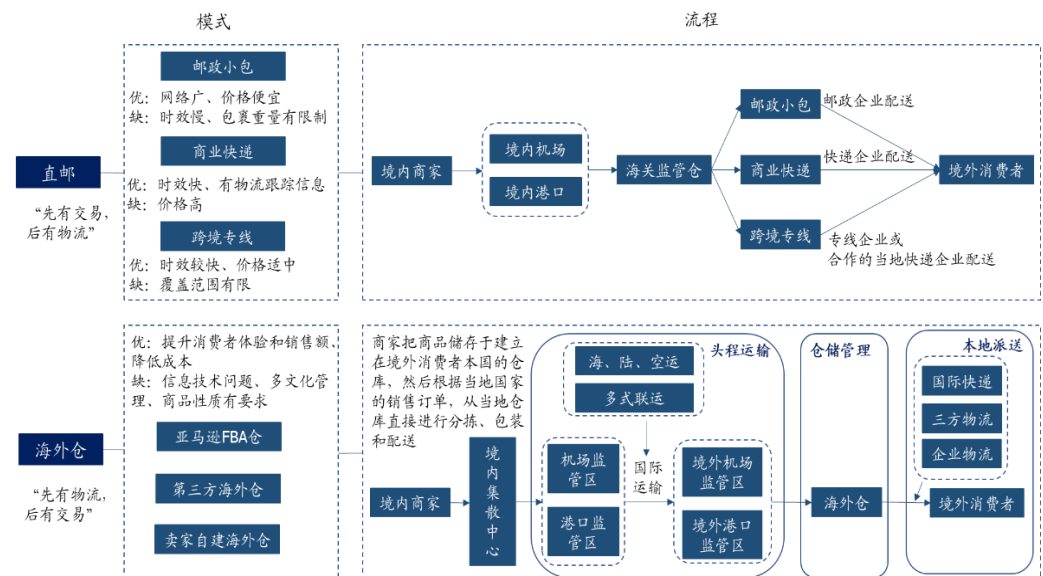
图表 90: 中国在中低货值出口商品较有优势 (2019)



资料来源: 国际邮政公司, 国盛证券研究所

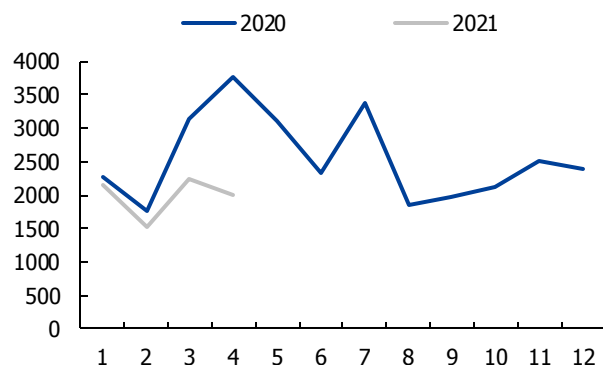
跨境电商物流向端到端供应链发展。由于跨境电商物流链环节多，涉及跨国运输和报关清关，中小卖家需求分散等导致运营环境复杂，全流程供应链企业较少，市场参与者分散在集货、货运代理、干线运输、海外仓、末端配送等环节，这也导致行业分散、效能较低。从2021年前4月中国出口包裹占比看，超50%来自中国邮政，接着是跨境专线物流为主的云途物流（15.3%）和燕文物流（9.6%），四大快递合计占比10.2%，顺丰占比1.4%。

图表 91: 跨境电商进出口主要物流模式



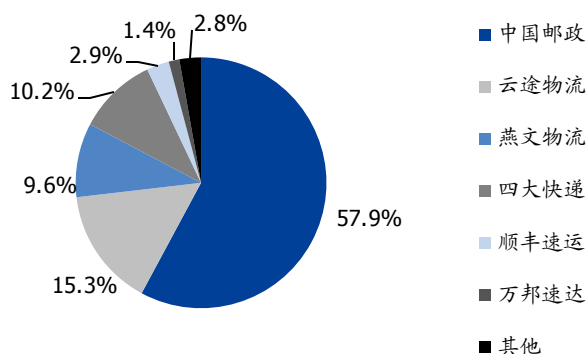
资料来源: 运联智库, 国盛证券研究所

图表 92: 中国出口包裹数量月数据 (万件)



资料来源: 17TRACK, 国盛证券研究所

图表 93: 按渠道中国出口包裹占比



资料来源: 17TRACK, 国盛证券研究所 *选取 2021 年前 4 月数据

4.4 投资建议: 推荐细分赛道龙头

化工物流智能化进程滞后, 推荐先行数字化转型的密尔克卫。由于化工物流市场相对传统封闭, 国内危化品物流企业长期面临成本高、效率低、过程管理难、数据化程度低、信息共享难等诸多痛点, 更由于对安全要求的特殊性, 在智能化进程中暂时落后于时代发展水平。因此, 较早数字化转型有助于企业建立先发优势, 密尔克卫已经建立先进的信息及智能化管理体系, 广泛运用于仓库管理、运输管理、车辆控制及订单处理等方面, 不仅自主研发业务系统, 还创建了全国首家数字化危险品无人仓 (2C 防爆等级)。密尔克卫下一步将目光放在化工品贸易市场, 旨在打造“化工亚马逊”。

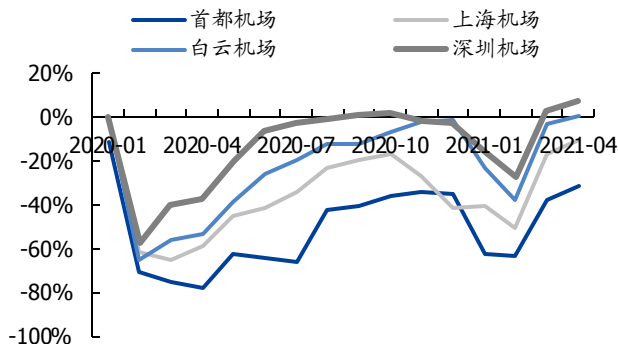
建议关注资源整合优势突出、布局跨境电商物流的华贸物流。在当下出口需求旺盛叠加运力紧缺的行情下, 稳定、高效、低成本的物流服务可以解决跨境电商卖家的痛点。端到端物流仍是跨境电商物流的发展趋势, 我们认为资源整合优势较强的货代企业如华贸物流具备优势, 华贸物流 2019 年收购华安润通和华大国际后成为中国邮政的国际邮件运输代理供应商之一; 2021 年 2 月公告拟收购佳成国际 70% 股权, 完善前端集货能力。2021 年 3 月收购深创建 33.5% 股权, 提升保税港区的口岸通关能力。

五、机场: 国内线、国际线复苏分化, 免税议价权或下降

5.1 国内、国际复苏分化, 国内线为主的机场盈利恢复快

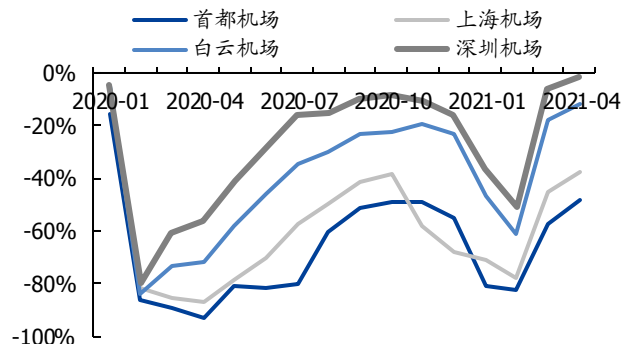
2021 年 1-2 月, 受散发疫情及就地过年政策影响, 机场运营情况同比 19 年有较大下滑, 3-4 月起迅速恢复, 起降架次的恢复程度好于旅客吞吐量, 系航空货运未受疫情影响。分航司看, 国际线占比较少的深圳机场、白云机场恢复较快, 4 月飞机起降架次同比 19 年已有增长; 而国际线占比较多的上海机场、首都机场恢复较慢。

图表 94: 一线机场飞机起降架次同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

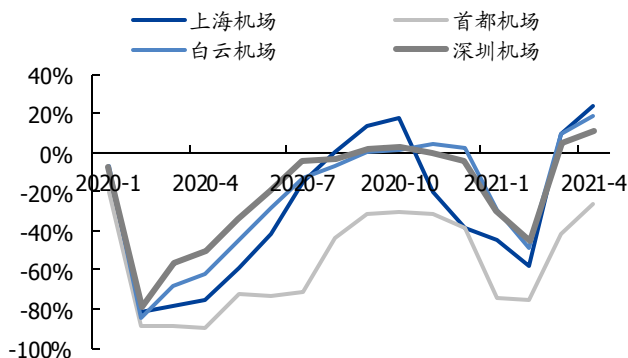
图表 95: 一线机场旅客吞吐量同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

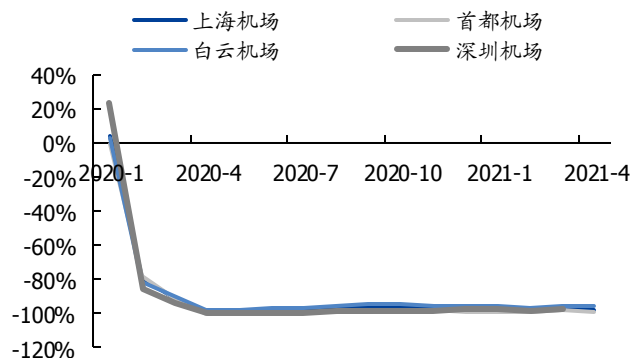
与航空类似, 机场亦呈现二元结构复苏。除首都机场外, 2021 年 4 月一线机场国内旅客吞吐量已超过 2019 年同期水平, 而国际旅客吞吐量恢复程度不及 2019 年的 5%。

图表 96: 一线机场国内航线旅客吞吐量同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 97: 一线机场国际航线旅客吞吐量同比 19 年增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

国际线为主的机场利润表受损更严重: (1) 20 年受疫情影响, 机场上市公司普遍业绩下滑, 其中国际航线占比较高的机场如上海机场、北京首都机场股份及白云机场业绩亏损, 国际航线占比较低的深圳机场业绩下滑但维持盈利。(2) 1Q21, 综合 21 年春节就地过年及 20 年 1 月高基数影响, 深圳机场业绩扭亏为盈但仍大幅低于 19 年水平, 而白云机场及上海机场的亏损额扩大, 主要系国际航班未能恢复。由于免税收入占国际机场收入的比重大, 上海机场和白云机场的盈利修复有待国际线放开。

图表 98: 机场板块重点公司 2020 和 2021Q1 归母净利润同比变化

	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
深圳机场	-95%	-170%	-122%	-48%	-21%	-71%
白云机场	-125%	-128%	-152%	-191%	-88%	-169%
上海机场	-125%	-94%	-136%	-127%	-151%	-131%
首都机场	-184%	-	-	-	-	-

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *2021Q1 为同比 2019Q1 数据

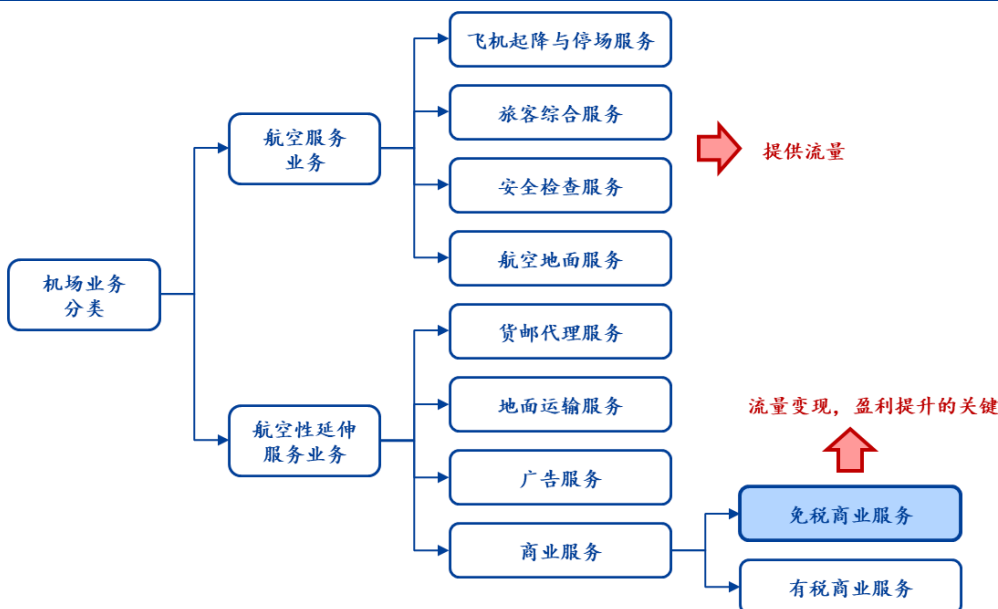
5.2 机场盈利弹性靠免税，免税渠道竞争格局变动大

机场盈利弹性靠免税，上海机场重签免税协议导致盈利弹性消失。作为基础设施，机场具备一定公益性质，民航局和发改委对航空服务业务的收费标准进行管控和调整，该板块的收入主要依靠机场流量而增长，其中国际航线的各项收费高于国内航线。

非航业务为市场定价，毛利率普遍高于航空服务业务，其中又以免税商业服务的盈利贡献较大。以上海机场为例，过去几年上海机场的主要业绩弹性来自于免税业务的持续增长，17-19 年公司免税租金分别为 26 亿元、37 亿元，和 52 亿元，占当年营收的比重分别为 32%、40%和 48%。

2021 年初，中免和上海机场签订了新的免税协议，改为：当月国际客流 \leq 19 年月均的 80%时，以 19 年人均免税收入为基准计算免税收入；当月国际客流 $>$ 19 年月均的 80%时，按国际客流量大小取相应的保底销售提成，不再有额外提成（扣点）。该免税合同调整低于预期，原来的保底收入变为了封顶收入，疫情恢复后至 2025 年，免税收入向上的弹性消失，造成上海机场议价能力减弱。

图表 99: 机场行业服务分类



资料来源: wind, 国盛证券研究所

免税渠道竞争格局生变，海南离岛免税政策大幅放宽。财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。与此前政策相比，该政策更加宽松，增加了电子消费产品等 7 类消费者青睐的商品，仅限定化妆品、手机和酒类产品的单次购买数量。相较于机场出入境仅 8000 元的免税购物额度限制，离岛免税更能满足消费者的购物需求。同时，机场 35%-42%的高扣点影响了渠道利润率，以 2019 年中免子公司利润率为例，日上中国（经营首都机场为主）和日上上海（经营浦东机场和虹桥机场为主）的营业利润（5~8%）低于市内免税店（18%）。

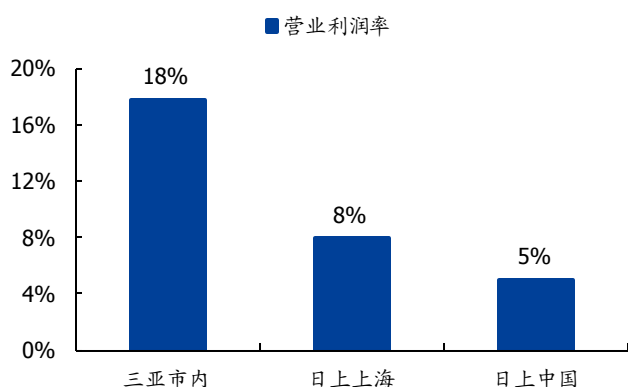
机场免税和离岛免税是免税行业的两大渠道，根据瑞典研究机构 Generation Research，机场渠道占免税销售额的 53%，市内占 41%，均为重要的渠道。海南离岛免税新政后，整个免税行业的竞争格局发生改变，机场不再“一家独大”，尽管坐拥最优质的客源，枢纽机场获取流量成本低，但其议价能力或难以恢复疫情前水平。

图表 100: 海南离岛旅客免税购物政策

序号	调整内容
1	免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元。
2	离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种。
3	取消单件商品 8000 元免税限额规定。
4	以额度管理为主, 大幅减少单次购买数量限制的商品种类。
5	鼓励适当竞争, 具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。
6	加强事中事后监管, 明确参与倒卖、走私的个人、企业、离岛免税店将承担的法律

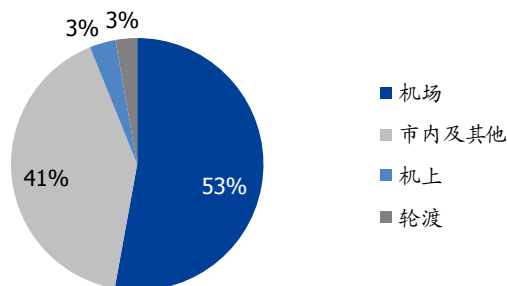
资料来源: 国家税务总局, 国盛证券研究所

图表 101: 2019 年中免子公司营业利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 19 年海免尚未纳入中免体内

图表 102: 2018 年全球免税零售渠道占比

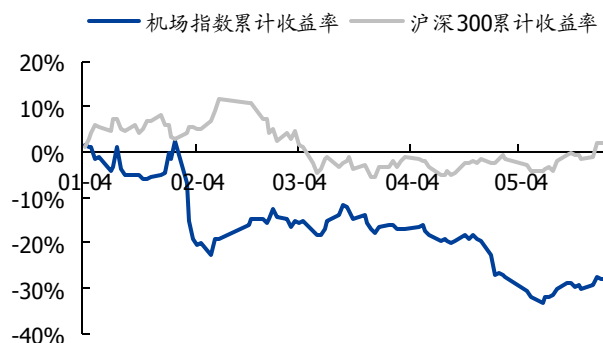


资料来源: Generation Research, 国盛证券研究所

5.3 投资建议: 盈利有待国际客流恢复, 建议关注免税竞争格局

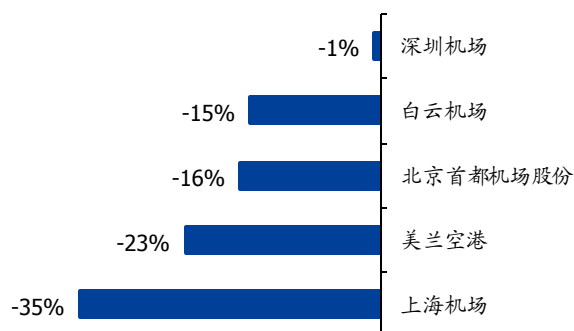
市场表现。机场指数年初至今下跌 28%, 跑输沪深 300 指数 30pct, 主要系上海机场与中免重签免税协议后股价回调, 拖累整体板块表现。

图表 103: 机场板块 vs 沪深 300 年初至今累计收益率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 104: 机场板块主要公司年初至今累计收益率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资建议。机场免税议价的关键在于国际客流量，目前国际线放开不确定，考虑到机场成本固定，短期看主要机场的业绩仍将承压，长期看机场客流是优质的免税消费客群，机场仍是免税的重要渠道，随着国际客流恢复，机场的议价能力有望改善，但仍取决于免税合同的谈判以及免税渠道的竞争格局发展。另一方面，需关注白云机场三期扩建工程对 ROE 的影响，以及上海机场四期扩建工程的进展。

风险提示

- 1、疫苗普及进程低于预期风险。**疫苗普及进程与出入境限制政策放开有密切关系，若进程低于预期，则运输相关企业恢复将低于预期。
- 2、宏观经济增速低于预期风险。**物流业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则物流亦会承压。
- 3、人民币汇率贬值风险。**航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值则影响航司利润水平。
- 4、油价大幅上涨风险。**物流、航空行业成本主要是燃油，如果油价持续上行则会影响相关企业利润水平。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
