

交通运输行业 2021 年中期策略

后疫情时代，全球复苏错位或成板块投资关键变量

核心观点：

- **交通运输行业是国民经济运行的血脉。后疫情时代，全球不均衡的复苏现象明显，或引致板块不同细分行业景气度明显分化。**
- **快递：静待时效件市场需求回暖，加盟制快递行业关注监管政策传导路径。**疫情催化电商市场渗透率进一步提升，带动时效件 2020 年高增长。受疫后经济“错位复苏”和疫情带来短期预防性储蓄倾向上升等因素影响，短期制约高端电商需求恢复。往后看，在限额以下消费、乡村消费改善，预防性储蓄继续下降等线索下，消费仍有较明显的改善空间，静待下半年需求回暖。竞争格局而言，看好顺丰时效件产品提速、业务体系层次化以及对仓配模式的拓展，公司有望进一步提升在高端电商快递市场的市占率。低端电商快递市场，监管对于行业竞争的态度趋严、极兔等黑马公司竞争策略的改变等因素短期有望推动通达系竞争格局边际改善，长期仍需关注中通的竞争策略和阿里等电商平台对物流领域的战略定位两大关键变量。重点推荐：顺丰控股。
- **集运：行业景气度持续高位，看好中长期格局优化。**全球不均衡的复苏下，物流任一环节或任一国的拥堵往往会对全球产生溢出效应，供应的刚性使供应链问题具有一定的传导性和持续性。考虑美国等国家补库存周期或将持续，集装箱流转放缓导致有效供给收缩，供需错配加剧，集运行业高景气度或将持续至下半年。中期看，新船订单比例历史低位，需求与环保政策不确定抑制运力扩张，供需关系或持续趋紧，中长期供需改善或有望带来运价中枢的上移。端到端战略的直接价值提高陆端运输能力，从而降低综合成本。建议关注：中远海控。
- **航空：等待行业 2022 年复苏。**疫情反复导致行业亏损持续，由于国际航线一直处于严格控制中，尽管国内需求逐步复苏，但国际运力转投国内造成供需严重失衡，航司票价和利润同比大幅下滑。我们认为国际航线复苏将取决于我国国内新冠疫苗的普及速度，考虑到新冠极高的传染系数使得只要我国没有通过疫苗接种完成全民免疫，那么入境旅客隔离 14 天可能会很难取消。我们预计 2021 年国际航线的需求将比 2019 年下降 90% 左右，在我国实现疫苗全民接种前，我国国际航线的恢复可能较为缓慢。供给端，2021 年及之后运力引进速度取决于我国 737MAX 复飞进度。我们预计 2021 年和 2022 年行业运力分别同比增长 6-7% 和 9-10% 左右。综合供需情况，我们判断航空行业 2021 年预计延续大幅亏损，等待行业 2022 年的复苏。2021 年的 β 投资机会仍需等待，关注疫情中表现出较强抗风险能力的 α 品种，建议关注：华夏航空、春秋航空。
- **风险提示。**海外疫情波动；行业过度竞争；成本膨胀。

行业评级

买入

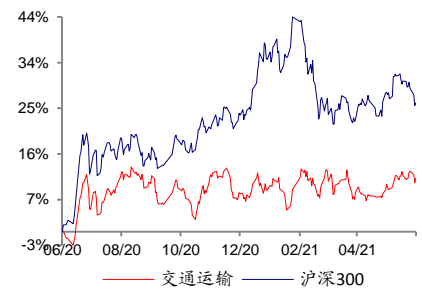
前次评级

买入

报告日期

2021-06-18

相对市场表现



分析师：

徐君



SAC 执证号：S0260520100003



021-38003620



xjun@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

请注意，徐君并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

交通运输行业：滴滴出行：网 2021-06-14

约车领域龙头地位稳固，多

元化探索建生态

交通运输行业：政策约束会对 2021-04-25

加盟制快递行业竞争格局产

生实质性影响吗？

交通运输行业：3 月三大航国 2021-04-18

内 RPK 超 19 年同期，春秋

客座率大幅改善

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
顺丰控股	002352.SZ	CNY	67.00	2021/5/12	增持	79.39	1.40	1.82	47.86	36.81	28.14	31.30	10.5	12.0
圆通速递	600233.SH	CNY	10.10	2020/8/30	增持	15.34	0.59	0.69	17.12	14.64	16.85	14.95	9.8	10.2
韵达股份	002120.SZ	CNY	13.17	2020/9/1	买入	24.00	0.55	0.69	23.95	19.09	14.25	11.12	10.2	11.5
春秋航空	601021.SH	CNY	59.61	2020/3/31	买入	71.80	1.17	3.12	50.95	19.11	136.04	18.44	7.0	15.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、快递行业：静待时效件市场需求回暖，加盟制快递行业关注监管政策传导路径	7
（一）高基数及短期消费需求恢复偏慢影响时效件需求回暖	7
（二）高端与低端市场在位者的交叉渗透：层次化的产品设计是关键	10
（三）监管：关注监管政策的传导路径	13
二、集运行业：行业景气度持续高位，看好中长期格局优化	19
（一）行业回顾：疫情下运力流转放缓降低有效供给，需求超预期引发供需错配 ..	19
（二）中长期格局新秩序：或从“囚徒博弈”走向“合作共赢”	24
（三）中长期供需关系确定性改善，有望催化行业景气度上行	28
（四）盈利中枢整体上移，龙头公司的产业链话语权提升	30
三、航空行业：等待行业 2022 年复苏	33
（一）疫情反复导致行业亏损持续	33
（二）行业需求展望：国际航线的复苏预计最快要到 2022 年	36
（三）行业运力供给展望：运力增速取决于我国 737MAX 的复飞进度	39
（四）行业景气分析：预计 2021 年延续大幅亏损，等待 2022 年复苏	40
四、风险提示	42

图表索引

图 1: 2019-2020 年, 消费类在顺丰时效件产品中的占比明显提升	7
图 2: 粮油食品、通讯器材同比的错位脉冲	9
图 3: 央行储蓄问卷调查“更多储蓄占比”(%)	9
图 4: Nike 集团分渠道销售额情况	9
图 5: 周大生分渠道销售额情况	9
图 6: 2017-2020 年雅诗兰黛集团销售收入按渠道拆分	10
图 7: 2020 年传统商务件市场份额占比情况	10
图 8: 2020 年电商件市场空间与结构测算(亿件)	12
图 9: 单转运中心日均处理量和单件分拣成本	15
图 10: 单线日均运量和单件干线运输成本	15
图 11: 通达实际单票运输成本(元/每票)	15
图 12: 通达实际单票运输成本(元/每票)	15
图 13: 2014-2020 年通达公司市占率变化情况	16
图 14: 2016-2020 年通达公司净利率变化情况	16
图 15: 主要加盟制快递公司 2020 年 7-12 月有效申诉率对比(单位: 申诉件数/百万件快件业务量)	17
图 16: 小船型中非营运船东的占比较高	19
图 17: 小船平均租赁期限较短	19
图 18: CCFI、SCFI 运价指数自 6 月起止跌回升, 2020 年上半年均价同比+6.8%、+12.0%	20
图 19: 集装箱船租金率指数 2020 年 7 月起快速攀升	20
图 20: 美线需求暴增产生的运力虹吸带动全球各主要航线市场运价呈现梯度式上涨(美元/TEU)	21
图 21: 马士基去程利用率远高于往返, 且起往返装载率下降、去程上升	22
图 22: 马士基集装箱周转低于前两年同期	22
图 23: 名义供给虽高, 但受缺箱等因素制约使得实际有效运力并未充分释放	22
图 24: 三大联盟到离港准班率持续下降(%)	23
图 25: 三大联盟收发货准班率持续下降(%)	23
图 26: 上海港集装箱舱位利用率 6 月起持续保持高位	23
图 27: 洛杉矶港进口箱量持续保持高位(万 TEU)	23
图 28: CR10 自 15 年的 65%左右提升至 20 年的 85%	24
图 29: 东西向干线市场有效运力份额集中在三大联盟	24
图 30: 集运行业 1996 年以来经历过三波大范围的行业整合, 集中度持续提升	25
图 31: 主要班轮公司整体 Capex 水平降低至低位	25
图 32: 主要船公司穆迪评级较低且面临评级下降压力	25
图 33: 东西干线、南北航线箱运量增势趋缓	26
图 34: IMO 要求到 2030 年全球船队的碳强度比 2008 年减少 40%	26
图 35: 被调查者对未来经济与环保监管的担忧最大且准备最不充足	26
图 36: 被调查者认为新冠对全球经济将产生长远影响	27

图 37: 马士基 2023 年目标将高毛利物流服务 EBIT 占比大幅提升	27
图 38: 马士基向端到端“ALL THE WAY”综合集装箱物流服务商战略转型	27
图 39: 新船订单比例 7.9%处于历史低位且持续下滑	28
图 40: 2021-2022 年运力净增量有限	28
图 41: 主要班轮公司自有船运力情况 (截至 2021 年 6 月 16 日)	29
图 42: 头部班轮新船订单主要以优化运力结构为主 (截至 2021 年 6 月 17 日)	29
图 43: 前十大班轮公司运力结构分布 (截至 2021 年 6 月 17 日)	29
图 44: 美国进出口贸易额持续高位 (亿美元)	30
图 45: 美国库存销售比降至 14 年以来的最低位置 (%)	30
图 46: 主要航运数据机构预计 2021 年集运供给-需求差将同比改善	30
图 47: 反映即期和长协的 CCFI 运价中枢上移	31
图 48: 反映即期的 SCFI 运价中枢上移	31
图 49: 马士基 2021-2022 年累计资本开支预算 45-55 亿美元, 预计仍将投入产业链收购整合	31
图 50: 中远海控的端到端战略结合自身资源禀赋, 以多式联运为抓手稳步推进	32
图 51: 1995-2016 年集装箱海运段 ROIC 低于产业链其他环节	33
图 52: 集装箱运输行业 CR3 远低于国际快递和美国国内航空	33
图 53: 2020 年以来我国航空业国内国际需求增速 (%)	34
图 54: 2019 年以来航空业客座率变化情况 (%)	34
图 55: 2019、2020 年和 2021Q1 季度三大航营收同比变化	34
图 56: 2019、2020 年和 2021Q1 三大航扣非扣汇净利润 (亿元)	34
图 57: 2020 年 ASK、客座率、客收水平下降对三大航客运收入下降的影响	35
图 58: 2020 年三大航 RPK、ASK 同比变化	35
图 59: 2020 年三大航客公里收益同比变化	35
图 60: 2019-2020 年三大航航线结构 (RPK 口径)	35
图 61: 2021 年一季度三大航客公里收益同比变化	36
图 62: 2002-2004 年月度航空需求增速	36
图 63: 2004 年相对于 2002 年民航需求复合增速	36
图 64: 海外部分欧美国家及全球总体每百人新冠疫苗接种量 (剂/百人)	38
图 65: 2021 年民航需求同比 2019 年增速预测	38
图 66: 2022 年民航需求同比 2019 年增速预测	38
图 67: 2018 年 4 月我国航空公司 737max 停飞数量 (架)	39
图 68: 三大航 2018 年年报披露 737 引进计划 (架)	39
图 69: 2021 年我国航空运力增速预测 (不含 737max)	40
图 70: 2022 年我国航空运力增速预测 (含 737max)	40
图 71: 2019 年我国国际国内航线旅客周转量占比	40
图 72: 2021 年对比 2019 年民航供需情况预测	40
图 73: 2010 年以来国航股价与人民币汇率走势对比	42
图 74: 中国与美国航空股公司目前股价对应 2019 年盈利的 PE 估值对比	42

表 1: 200 元以上不同品类的商品在 2017-2020 年以及 2020H2 半年度、20Q1、21Q1 季度销量增速情况	8
--	---

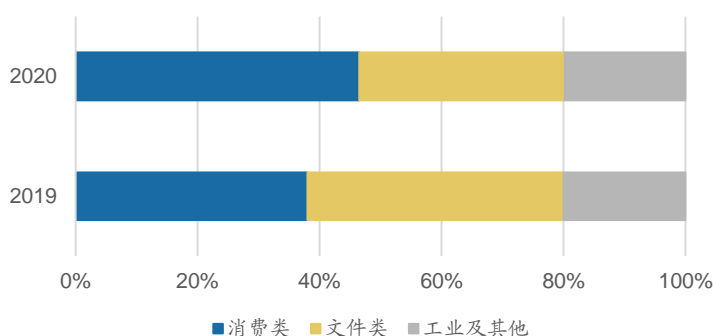
表 2: 2020 年中国快递市场结构测算 (亿件)	11
表 3: 阿里对通达系持股情况	13
表 4: 浙江省快递业促进条例 (草案)	14
表 5: 宁波市邮政管理局采取五项措施维护行业市场秩序稳定	14
表 6: 极兔的设备与网点建设情况	16
表 7: 通达百的加盟商网点运维成本测算 (假设日派件 805 件)	17
表 8: 洛杉矶港集装箱未来三周当地交付和堆场内外铁路运输量依旧保持在高位	24
表 9: 赫伯罗特 2020 战略中对于利润率、杠杆率、现金流以及服务质量、端到端、数字化均有特定目标	28
表 10: 进入 III 期临床试验厂商新冠疫苗技术路线及规划产能	37

一、快递行业：静待时效件市场需求回暖，加盟制快递行业关注监管政策传导路径

（一）高基数及短期消费需求恢复偏慢影响时效件需求回暖

疫情催化电商件市场渗透率进一步提升，带动时效件快递市场2020年业务量的高增长。2019年到2020年，从顺丰时效件的产品构成看，文件类产品的比例从42%下降至34%。在时效件的件量结构中，消费类（电商快递）逐渐成为增长的主要驱动力。

图1：2019-2020年，消费类在顺丰时效件产品中的占比明显提升



数据来源：公司年报，《顺丰控股 2020 年度业绩发布会材料》，广发证券发展研究中心

通过数据挖掘，我们统计了淘宝等电商平台单个商品客单价在200元以上的商品销量的情况。数据表明：从销量增速的情况来看，21Q1季度的销量增速仍然处于相对较快的状态，但若进一步考虑到去年一季度的基数较低的情况，环比来看，增速较去年下半年仍有小幅放缓。

表1: 200元以上不同品类的商品在2017-2020年以及2020H2半年度、20Q1、21Q1季度销量增速情况

类别	客单均价 (元)	2017-2020 年复合增长率 (%)	20Q1	21Q1	2020H2
电脑硬件/显示器/电脑周边	223	29.3%	-25%	37%	32%
女鞋	224	32.0%	-11%	141%	55%
运动服/休闲服装	225	29.3%	-13%	69%	41%
保健食品/膳食营养补充食品	242	29.1%	1%	36%	38%
乐器/吉他/钢琴/配件	243	33.7%	-8%	56%	43%
酒类	396	30.0%	-5%	3%	36%
手表	540	33.2%	-20%	83%	65%
珠宝/钻石/翡翠/黄金	743	30.2%	-11%	17%	53%
平板电脑/MID	1,543	25.5%	-15%	38%	38%
品牌台式机/品牌一体机/服务器	2,279	32.4%	-2%	66%	36%
数码相机/单反相机/摄像机	2,460	31.0%	-5%	6%	44%
DIY 电脑	2,665	28.1%	-16%	45%	32%
笔记本电脑	3,752	24.0%	2%	40%	41%

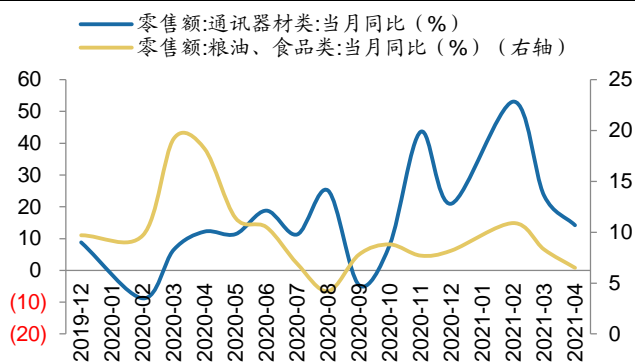
数据来源: 淘宝网等电商平台, 广发证券发展研究中心

短期来看, 后疫情时代的消费恢复偏慢可能是制约高端电商快递需求增速偏慢的主要原因之一。参考广发宏观此前已发报告《为什么消费恢复相对偏慢》, 受疫后经济的“错位复苏”因素影响, 2020年一季度以来先后经历必需消费品、可选消费、服务类消费的修复。以食品为例, 在2020年3-5月的补偿性消费脉冲带来环比动能透支和高基数; 通讯器材在2020年三四季度也经历两轮上行脉冲, 后续将进入高基数期。

此外, 疫情带来的短期预防性储蓄倾向上升可能也是制约短期需求恢复的影响因素。从央行“城镇储户问卷调查”中“更多储蓄占比”项看, 2020年上半年储蓄意愿确实出现一轮跳升, 下半年开始下行, 2021年一季度进一步下降, 但仍高于疫情前。同样收入之下, 储蓄倾向偏高对应消费倾向偏低。

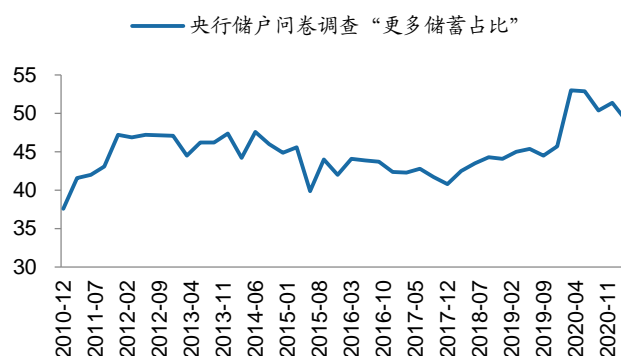
往后看, 特别是在限额以下消费、乡村消费改善, 预防性储蓄继续下降等线索下, 消费仍有较明显的改善空间。但约束力量也依然存在, 一是地产销售仍面临政策压力, 环比很难升温, 而去年三四季度可选消费存在较高的基数; 二是在当前全球疫情特征下, 口罩和常态化防控措施短期很难被取代, 生活半径等影响仍较为直接, 改善注定是一个渐进过程。

图2: 粮油食品、通讯器材同比的错位脉冲



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 央行储蓄问卷调查“更多储蓄占比”(%)

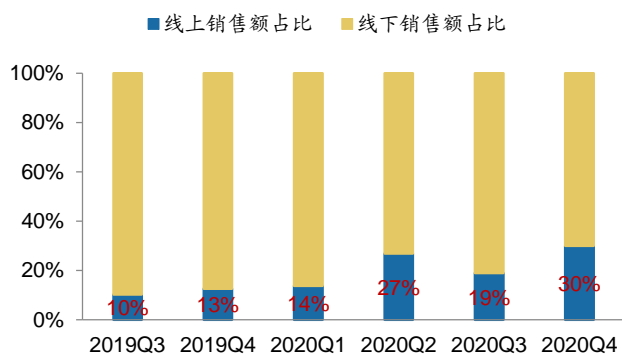


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

长期看, 高端品牌的线上渗透率提升大势所趋。3C、高端鞋服、奢侈品等品类, 是贡献高价格带的电商产品增速提升的主要部分。近年来, 不少品牌商对于渠道的调整方向亦是向线上渠道不断转化的趋势。

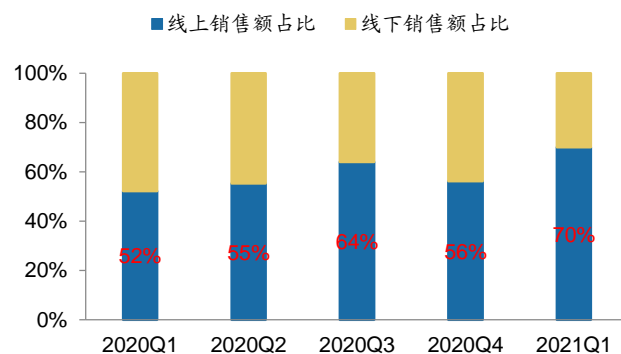
举例来看, 周大生早在2016年就开始试水淘宝直播, 积极布局线上。在20Q1季度线下销售严重下滑时, 线上渠道为整体销售提供有力支撑, 且保持持续的增长态势。耐克在2020年Q1和Q2季度, 线上业务的营收同比增长83%和84%; 20Q4季度, 首次占其总收入的30%。电商业务比此前公司在2018财年定下的目标(到2023财年, 线上业务的销售占比要达到30%, 长期的数字化业务将会达50%)提前三年完成。

图4: Nike集团分渠道销售额情况



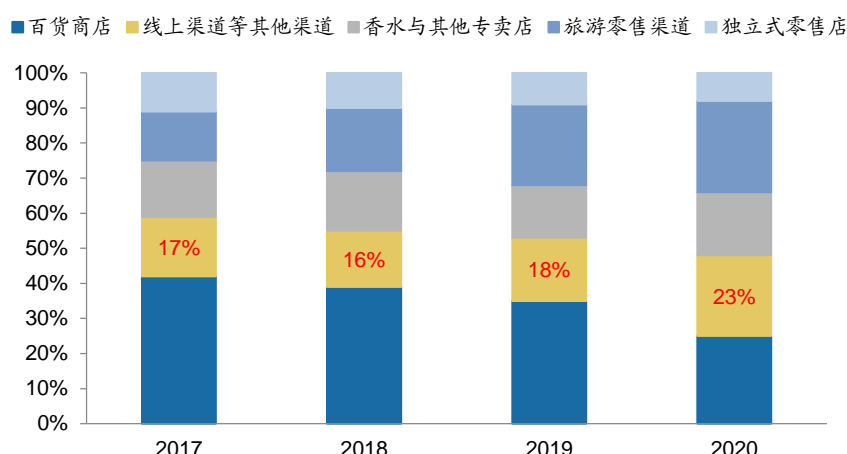
数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图5: 周大生分渠道销售额情况



数据来源: Wind, 公司季报, 广发证券发展研究中心

图6：2017-2020年雅诗兰黛集团销售收入按渠道拆分

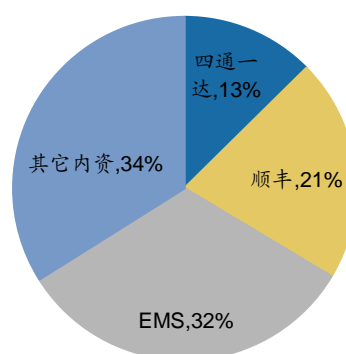


数据来源：雅诗兰黛公司官网，广发证券发展研究中心

（二）高端与低端市场在位者的交叉渗透：层次化的产品设计是关键

在传统的商务件市场（公文、函件等），主要的参与者为顺丰和EMS。近年来，这部分市场的竞争格局相对稳定。假设顺丰和EMS的商务件业务占各自时效件业务的25%和70%，四通一达商务件业务占各自业务的2%。粗略估计，顺丰和EMS在2020年的商务件市场份额各自为21%、32%，四通一达在商务件市场份额为13%。

图7：2020年传统商务件市场份额占比情况



数据来源：Wind，国家邮政局，广发证券发展研究中心

电商件主要由四通一达为代表的加盟快递以及电商自建物流包揽。近年来，随着品牌商线上渗透率的提升，高端电商件逐渐成为时效件市场的需求增量。我们重点讨论顺丰的网络快递和京东仓配模式在高端电商市场的竞争情况。

在《如何看待未来5年中国时效件快递市场的空间与竞争格局？》中，我们对高端电

商快递的业务量规模做分析，测算2019年客单价在200元以上电商品类（有望纳入时效件快递市场的商品部分）销量在104亿件左右。假设年化增速为20%，那么2020年对应的销量空间为125亿件左右。

京东物流官网显示，截至2020年12月31日，90%的京东线上零售订单实现当日和次日达。考虑这一因素，我们将京东物流的包裹量均纳入到时效件市场的计算范围内。在《京东物流：仓配模式物流服务商，向消费行业综合物流供应商迈进》中，我们对京东物流的件量规模做模拟测算，预计2019年京东物流的订单总数为34.15亿件。2017-2019年京东物流的总单量的CAGR为24.08%，粗略以25%的增速估算，则2020年京东物流的订单数为43亿件左右。

参考顺丰2020年披露的时效件产品结构，我们预计在公司的时效件产品中，电商类商品的规模在15亿件左右，业务量规模预计占高端电商件品类的12%左右。

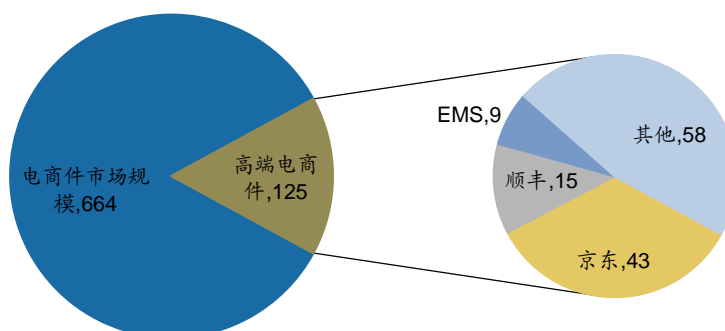
长期而言，我们认为随着顺丰时效件产品提速、业务体系层次化以及对仓配模式的拓展，公司有望进一步提升在高端电商快递市场的市占率。

表2：2020年中国快递市场结构测算（亿件）

	单量			市场份额				假设占各自快递量比		
	电商件	商务件	个人件	电商件	商务件	个人件	合计	电商占比	商务占比	个人占比
韵达	130	3	7	20%	6%	14%	22%	93%	2%	5%
圆通	115	3	6	17%	7%	13%	20%	93%	2%	5%
申通	81	2	4	12%	4%	9%	14%	93%	2%	5%
中通	155	3	6	23%	9%	12%	26%	93%	2%	5%
百世	79	2	4	12%	3%	9%	13%	93%	2%	5%
四通一达	560	12	28	85%	13%	44%	96%			
顺丰	53	20	12	8%	21%	19%	13%	65%	25%	10%
EMS	6	32	6	1%	32%	9%	5%	20%	70%	10%
其它内资	40	33	3	5%	34%	5%	13%			
内资快递	658	97	65					80%	12%	8%

数据来源：Wind，公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

图8: 2020年电商件市场空间与结构测算(亿件)



数据来源: Wind,《顺丰控股 2020 年度业绩发布会材料》,《20210216JD Logistics, Inc. 申请版本(第一次呈交)全文档案》,广发证券发展研究中心

另一方面,对于中国的快递行业,市场的另一个疑问是:加盟制快递公司是否会进入时效件市场成为新的搅局者?

实际上,对于加盟制快递行业,众邮快递、极兔速递等新进入者的快速崛起是电商快递行业的另一明显变化,背后反映的是电商企业越来越倾向于强化对物流的掌控力度。无论是打造定位下沉市场和高性价比包裹的众邮快递,还是依托独特的“代理合伙人机制”和“OV”经销商体系的极兔速递,都兼具产业资本和商流优势。

这一现象,一定程度上源于电商平台企业之间的竞争日益激烈,而物流价格对平台的竞争力举足轻重。由于电商商家对物流费用的敏感性很高,较低的物流成本是吸引更多商家的重要优势。那么,电商企业对其投资的电商物流企业的战略诉求,或许并非完全出于财务回报的角度来考虑。其次,若拼多多等其他电商平台企业加大对物流行业的投资力度,可能会进一步使菜鸟加大对申通、百世等公司的支持力度,强化自身平台的低物流成本优势。

商流的过度介入,无疑延缓了加盟制快递行业竞争格局的优化。对加盟制快递公司而言,如何在加盟制赛道上夯实自身规模优势的同时,投入一定的资源去进攻时效件快递市场可能是需要平衡的问题。

表3: 阿里对通达系持股情况

公司	阿里持股情况
百世集团	2020 年末持有 37%为最大股东
申通快递	2021Q1 持有 25%为最大股东
圆通速递	2021Q1 持有 21.9%为第二大股东
中通快递	2020 年末持有 8.7%为第三大股东
韵达股份	2020Q1 持有 2%为第六大股东

数据来源: Wind, 百世集团 20 年年报, 申通快递 21 年一季报, 圆通速递 21 年一季报, 中通快递 20 年年报, 韵达股份 20 年一季报, 广发证券发展研究中心

(三) 监管: 关注监管政策的传导路径

2021年4月22日, 浙江省政府第70次常务会议审议通过《浙江省快递业促进条例(草案)》。草案规定, 快递经营者不得以低于成本价格提供快递服务; 电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务; 平台型快递经营者不得禁止或附加不合理条件限制其他经营者进入。

表4: 浙江省快递业促进条例（草案）

发展目标	主要内容
快递监管体系	县级以上人民政府应当制定快递业促进政策，邮政管理机构负责促进快递业发展和监督管理工作。考虑到全省快递业发展不平衡、监管需求地域分布不均的现实，在县级设置派出机构或者委托县（市、区）交通运输部门负责实施监督管理工作。
量化指标	从规划、用地、车辆通行、投递服务、“两进一出”、从业者权益等方面作相关保障规定。将快递业促进工作纳入国民经济和社会发展规划，省邮政管理机构应当制定本省快递业发展规划；将快递相关基础设施建设用地纳入国土空间规划，将末端服务设施、场所纳入公共服务设施相关规划；依法给予从事快递服务的机动车辆城市通行和停靠作业的便利；明确新建、改建住宅区、商业区等应当同步设计、建设末端服务设施、场所，鼓励共建、共享末端服务设施、场所；规定支持快递经营者入驻各类园区，加快推进农村地区快递产业发展，推动快件便捷通关和国际快件进出境通关一体化，培育国际快递骨干企业，推动境外快件分拨和海外仓建设； 规定快递经营者应当依法参加工伤保险等社会保险，同时规定快递经营者对灵活从业人员，可以通过单险种参加工伤保险，为其提供工伤保险待遇，要求各级政府为快递从业人员提供配套服务。
快递经营管理	快递经营者的分支机构和末端网点开办实行备案制；在同一县（市、区）申请设立分支机构实行“一照多址”。将快件投递到智能信包箱等末端服务设施的，应当征得收件人同意，并及时告知投递情况及收费标准。加强从业人员规范化管理，实施从业人员信用管理制度，完善职业教育培训制度，落实公共卫生安全防范措施。用户可以对服务质量投诉和申诉；投诉和申诉不成立的，不纳入服务质量评价管理。五是规定快递经营者因从业人员过错给其造成损失要求其赔偿的，应当提前告知并说明理由。快递经营者应当建立并执行实名收寄、收寄验视、安全检查制度，对电子运单中的个人信息作匿名化处理。 快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。
数字快递	推动快递业数字化发展，加强数字快递基础设施建设，促进快递业新业态和新模式发展；支持快递业及相关领域应用数字化技术和终端设备；支持相关企业加大研发投入，应用数字化技术，推进快递业整个作业链和上下游产业链供应链的标准化、数字化、网络化、智能化；规定要推动快递业数据资源的汇集整合，促进与公共数据的融合应用，引导和鼓励数字化平台建设和整合，支持共建共享、融合创新；规定依法探索无人驾驶工具的应用。同时，草案对数字监管治理和数字统计分析作了规定。
绿色快递	快递经营者要建立绿色经营管理制度，加强全流程的绿色治理；规定要强化快件绿色包装治理，强化上下游协同，明确禁止、限制使用的包装物；对快件包装的减量化和可循环快件包装作了明确规定，同时要求强化快件包装废弃物回收；明确快递业生产经营过程中的绿色作业要求；规定应当引导和支持相关企业加大对绿色快递相关技术、设备、材料和产品的研发等。

数据来源：《如何促进快递业发展？浙江将专门立法》，澎湃新闻，广发证券发展研究中心

2020年6月9日，宁波市邮政管理局官网亦发布消息称，宁波局高度重视市场秩序整顿工作，市场秩序稳定与否，事关快递行业长远发展、事关末端网点稳定、事关快递小哥合法权益，在省局统一指挥协调下，宁波局主动作为、迎难而上，采取约谈整改、立案查处、调研反馈等多种形式，确保市场秩序稳定、市场价格合理。

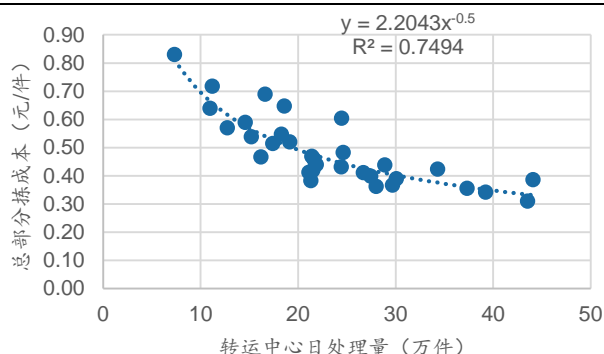
表5: 宁波市邮政管理局采取五项措施维护行业市场秩序稳定

事项	主要内容
总体要求	立即停止乱下指标、乱降派费、乱罚款、低价竞争等影响行业健康发展的乱象
收费	各品牌统一派费标准，义务、广东件的派费不得低于1元并不低于二年前的派费标准
考核指标	下达的指标不得高于30%的增长
整改期限	3天内完成整改，并将下达月度增长指标、派费标准、义务、广东的派费标准以书面形式报管局
跨区取件执法	赴慈溪横河、观海卫等地开展跨区取件执法，依法查处一起慈溪申通本地快递企业用上海面单在当地揽收快递的未发行为

数据来源：宁波市邮政管理局，广发证券发展研究中心

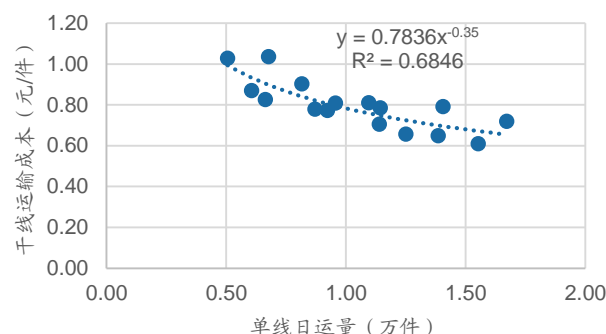
干网的规模效应边际递减，行业价格战向末端传导、影响快递小哥就业和末端派送稳定性是此次引发各地邮政监管的主要原因。从快递业务的全流程来看，干线运输和中转分拣的规模效应最强。伴随日均处理规模的提升，单位分拣成本逐渐下降，而该负相关效应边际递减。类似的关系也在单线路日运量和单位干运成本上存在，上述两个回归方程均具有较高的拟合优度（R方高于0.6）。从图形上看，0.3元和0.6元分别是单件分拣和干运成本的瓶颈线。

图9：单转运中心日均处理量和单件分拣成本



数据来源：公司季报、中报，广发证券发展研究中心

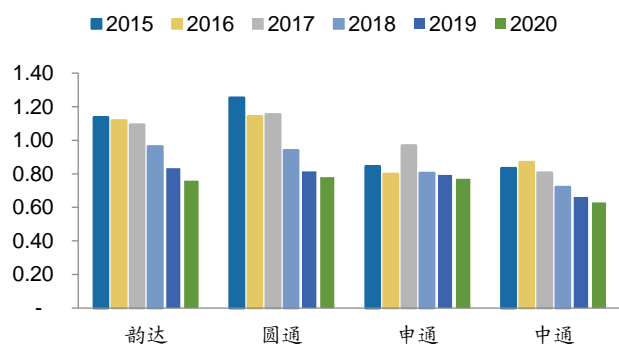
图10：单线日均运量和单件干线运输成本



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

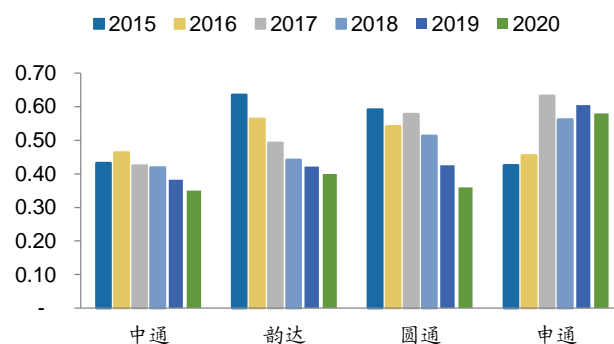
由于行业具备明显的规模效应和学习效应，近年来，通达系的单票中转和单票运输成本趋于收敛。而其中，行业龙头公司中通快递的成本效率已经达到较高水平，干线的边际优化空间已经不大。

图11：通达实际单票运输成本（元/每票）



数据来源：Wind,公司年报，广发证券发展研究中心

图12：通达实际单票中转成本（元/每票）



数据来源：Wind,公司年报，广发证券发展研究中心

此外，行业黑马“极兔速递”依靠对加盟商较高的补贴和通达百的加盟商代派快速崛起也是引起竞争日益激烈的重要原因。根据极兔速递官网披露，公司成立于2015年8月，是东南亚首家以互联网配送为核心业务的科技型快递公司，业务涉及快递、快运、仓储及供应链等多元化领域，业务类型涵盖同城、跨省及国际件。截至2021年1月，极兔在全球拥有超过240个大型转运中心。

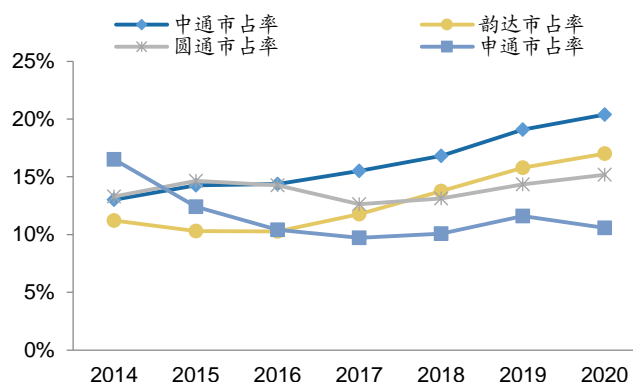
表6: 极兔的设备与网点建设情况

	转运中心	服务网点	运输干线
情况介绍	极兔在全力打造高效、智能的分拣体系，最大化地缩短快件的中转时长。	极兔已初步建立覆盖全国的服务网络，高密度的网点，有效保障极兔能够在最短时间内将服务触达客户。	全国的支线与干线能够无缝衔接，特色产品区域可以重点保障。灵活、立体化的线路能够保障极兔速递服务，做到时效优先。
量化指标	77个转运中心，350+组自动化矩阵，500+套DWS智能扫描设备。	100%全国省、市覆盖率。	2500+干线运输车辆，2000+运输干线，100%省际联通率。

数据来源：极兔速递官网，广发证券发展研究中心

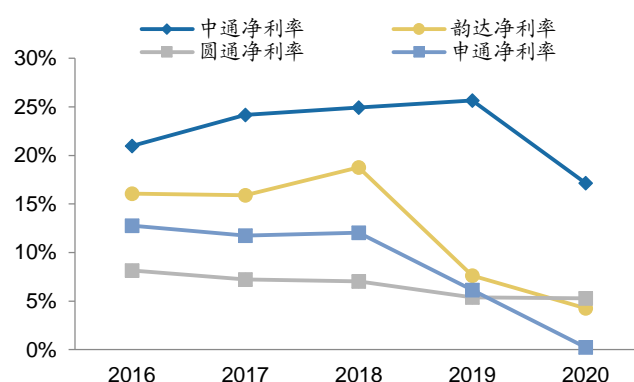
竞争的日益激化，对主要公司的盈利水平产生了负面影响。以2019年为拐点，2019年之后通达系的净利率水平基本呈下降趋势。

图13: 2014-2020年通达公司市占率变化情况



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图14: 2016-2020年通达公司净利率变化情况



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

展望下半年，监管对于行业竞争的态度趋严、极兔竞争策略的改变等因素短期有望推动行业竞争格局边际改善。

据《中国经营报》消息，2020年12月1日，极兔速递调降快递员底薪和派费，目前直营网点快递员的薪资结构依旧是底薪+派费，但底薪已调整为2980元，派费降低为1.35元/票。据了解，2020年以来，极兔速递快递员经历两次底薪调整，由最初的5000元降至3580元，再由3580元降至2980元。与此同时，派费由1.5元/票降低至目前的1.35元/票。

对于通达等其他快速公司的代派，参考我们此前已发报告《全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》，对于加盟商而言，为了辅助末端揽派，加盟商需要**运维网点**。假设每个网点面积为80平米，那么单件网点运维成本约为0.61元，其中单件客服人工0.19元、单件租金成本0.42元，叠加单件揽派成本1.49元，合计为2.10元。换言之，通过通达等其他快速公司的代派，极兔可以省去自身建设网点的运维成本。

但如果进一步考虑到加盟商的业务主要包括揽件、支线运输、理货、派件四个环节，其中理货和派件占据了大部分时间。理货时间一般是早上6点-9点，下午2点-3点，白天其他时段主要为派件，两个环节目前都主要依靠人工，几乎集中了加盟商绝大部分人力。运输、操作人员的平均工资每年以8%左右的速度增长，用工难确实是加盟商成本管控的痛点。但自动化降本的基础是规模足够大，这是末端所不具备的。

表7：通达百的加盟商网点运维成本测算（假设日派件805件）

	日均成本	单件成本
合计（元）		0.61
工资（元）	147	0.19
租金（元）	341	0.42
设备折旧（元）	5	0.01
人工	1	人
店铺面积	80	平方米
设备	1	万
实际日单量	805	日单量
工资	4567	每人每月
房租	12.5	万/年

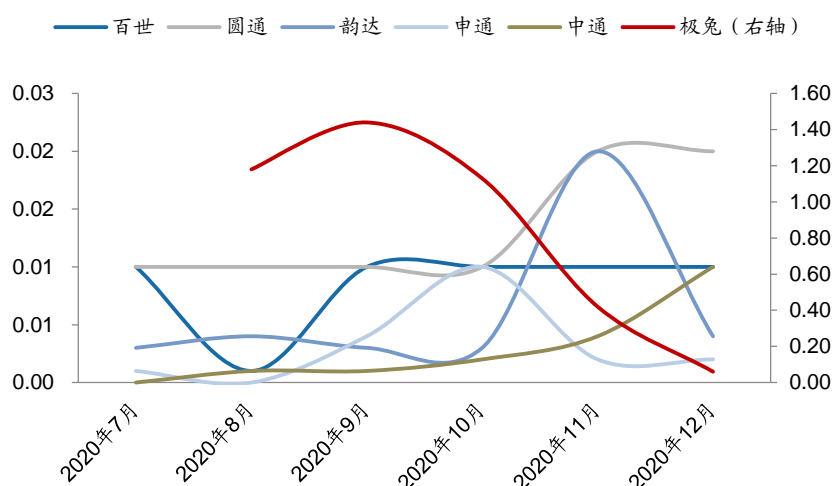
数据来源：公司年报，中国邮政快递报，广发证券发展研究中心

注：房租参考全国百城商铺平均租金 4.26 元/平/月计算（用快递量加权）；

测算和实际情况可能存在误差，供参考

因此，对极兔而言，随着其规模的不断扩大，在不同区域的件量平衡、服务质量的改善以及末端资产投入可能会是下一阶段发展的重点。随着成本管控的进一步提升和规模优势的增强，使其全网（尤其是加盟商）具备自我造血能力不可或缺。

图15：主要加盟制快递公司2020年7-12月有效申诉率对比(单位：申诉件数/百万件快件业务量)



数据来源：国家邮政局，广发证券发展研究中心

注：有效申诉率是指每百万件量中界定为企业责任的申诉件数，有效申诉率=界定为企业责任的申诉件数÷总件数×100万。

对于行业的监管政策，短期来看，我们认为有望推动行业竞争的激烈态势边际上有所改善。而长期来看，政策旨在引导行业良性疾病和改普服务质量，实际落地效果仍需观察。原因在于，加盟制快递行业的商业模式的一大重要特征，即在于总部和加盟商之间的信息不对称（总部难以掌握各个加盟商的实际盈利情况），加盟商对除去上交总部的费用以外的利润拥有“剩余索取权”。因此，政策对“成本价格”将如何界定以及全国不同地区的加盟商的监督落实效果，或仍需观察。

此外，需求端直接面向B端（电商商家）进行交易、供给端产品同质化程度高、价格敏感性高、产品不可存储等特性，使得即使政策监管落地，行业盈利能力的改善仍需以竞争格局的优化为前提。尽管政策监管旨在引导快递公司高质量竞争，但加盟制快递行业标准化程度高、规模经济明显、个性化溢价空间相对较小等特质，使得价格战是末位者出清的有效方式。美国快递1982、1992年的两轮价格战均由UPS发起并由其终止，耗时10年CR3达70%。价格战结束后，龙头提价大多由于人工成本、燃油成本端的压力导致的被动提价，低成本、低利润率是阻挡竞争对手进入的护城河。快递行业标准化程度高、规模经济明显，薄利多销的商业模式，决定了超额收益的获取需要良好竞争格局的支撑。

总结来说，长期而言，我们认为，电商快递行业的投资机会需要观察两个核心变量：一是阿里等电商平台对物流领域的战略定位；二是电商快递的龙头公司中通快递的竞争策略。

我们的推演如下：

首先，由于电商商家对物流费用的敏感性很高，较低的物流成本是吸引更多商家的重要优势。那么，电商企业对其投资的电商物流企业的战略诉求，或许并非完全出于财务回报的角度来考虑。其次，若拼多多等其他电商平台企业加大对物流行业的投资力度，可能会进一步使菜鸟加大对申通、百世等公司的支持力度，强化自身平台的低物流成本优势。

中通的竞争策略有两种可能性：第一是通过继续加码价格战的方式提高市占率，并加速行业出清。我们预计，这一策略可能会通过降低末端配送成本的方式展开。参考我们此前已发研报《全链路视角下的快递成本优化——结构与空间》，我们预计通过末端直链和服务化，加盟制快递企业全链路下的单件成本有潜力降至3.43元。

若彼时落后企业出现严重亏损，导致商流对其持续补贴的难度极大，行业或将实现竞争格局的优化。

第二种可能性是中通改变竞争策略，在低端电商件领域保持市占率和利润率平衡的竞争策略，同时逐渐加码高端电商件市场。目前，中通、韵达已经基本完成网络化、自动化的转变，干网的成本优势明显；而其他公司仍处在自动化转变中，末端正成为快递加速降本的新航线，成本竞争的空间还很大，落后企业弯道超车概率虽小，但并未完全不可能。

在这种情形下，我们认为进入高端电商件、冷链物流、跨境电商件等细分市场可能是龙头公司新的业务增长点。

二、集运行业：行业景气度持续高位，看好中长期格局优化

（一）行业回顾：疫情下运力流转放缓降低有效供给，需求超预期引发供需错配

我们先来复盘自2020年以来集运市场的供需变化，大致可以划分为三个阶段：

第一阶段：2020上半年需求下滑，航运公司主动调节运力。疫情对全球进出口贸易造成显著冲击。需求大幅下滑的情况下，班轮公司均采取了停航、退租等方式控制运力。

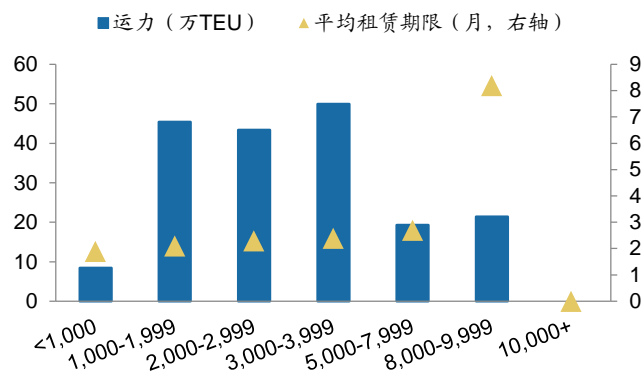
此外，班轮公司对大型集装箱的采购大多通过自购/融资租赁的方式，小船通过经营性租赁的方式进行采购，为运力调节提供灵活空间。因此班轮公司能够将一部分闲置成本通过退租的方式转嫁至非营运船东（NOO），而另一部分自有船舶的闲置则体现为折旧等固定成本，这些运力的调控措施在一定程度上导致前三季度航运公司的经营性现金流明显好于净利润。及时的运力调节保障了在运船舶较高的舱位利用率，对运价形成支撑。CCFI、SCFI运价指数自6月起止跌回升，2020年上半年均价同比+6.8%、+12.0%。

图16：小船型中非营运船东的占比较高

Teu Range	Units idle	Trend	of which,Units	NOO%	*Scrubbers
500-999	19	↓	15	79%	0
1,000-1,999	23	↓	20	87%	1
2,000-2,999	17	↓	9	53%	0
3,000-5,099	10	↓	6	60%	0
5,100-7,499	10	↑	1	10%	1
7,500-12,499	5	↓	1	20%	3
12,500&over	8	↑	0	0%	3
Total units	92	↓	52	57%	8

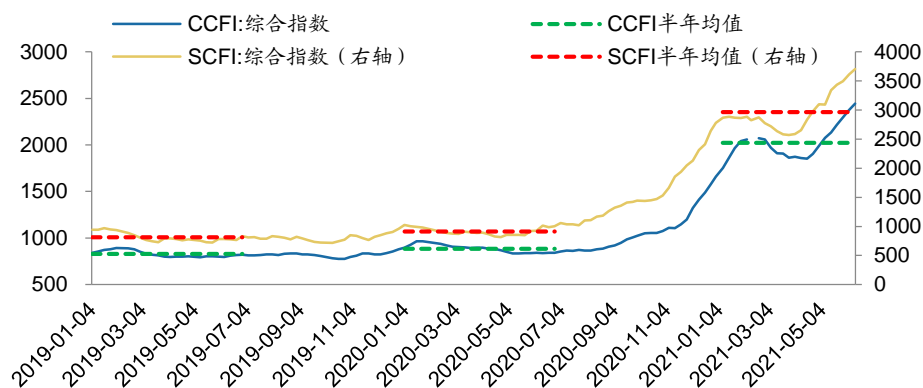
数据来源：《Weekly Newsletter No.46-2020》，Alphaliner，广发证券发展研究中心

图17：小船平均租赁期限较短



数据来源：《Container Forecaster 3Q 2020》，Drewry，广发证券发展研究中心

图18: CCFI、SCFI运价指数自6月起止跌回升, 2020年上半年均价同比+6.8%、+12.0%

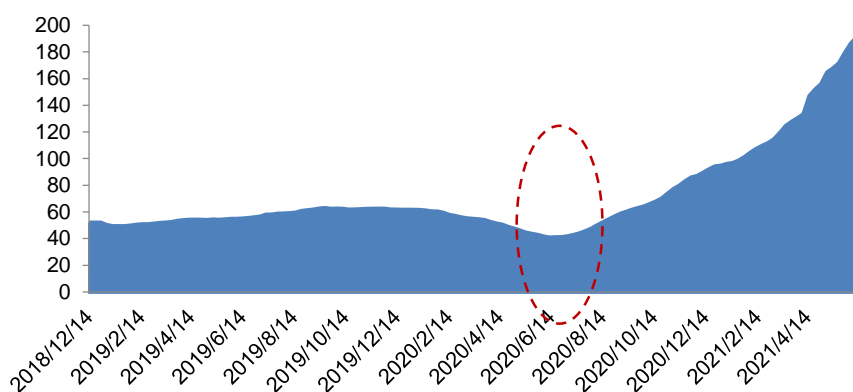


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

第二阶段: 2020年第三季度后行业需求恢复超预期, 行业供需错配推动运价梯度式上涨。6月起, 中国疫情稳定、复工复产, 同时欧美疫情爆发, 防疫物资、生活必需品、“宅经济”产品需求爆发, 进口量大增。

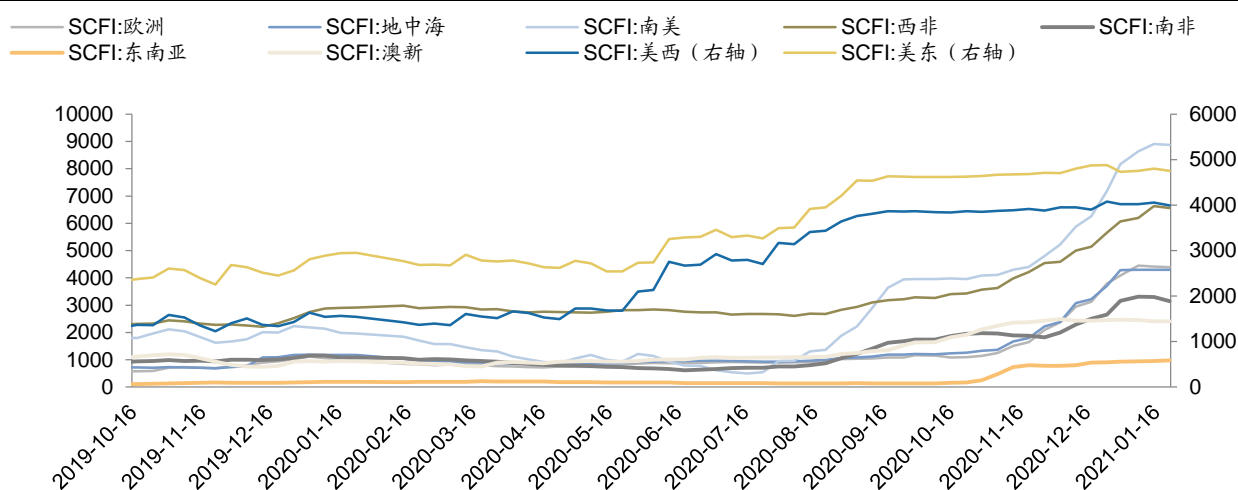
亚洲-北美箱运量增速由2020年5月-14%提升至7月11%, 达到194万TEU, 为近6年来最高。由于此前船东受疫情影响对下半年市场预期悲观, 运力投放审慎, 行业格局呈现供需错配的态势, 催化运价大涨; 同时美线最初的暴涨推动船东将运力投向美线, 形成美西—美东—欧洲—南美—非洲—东南亚的“运力虹吸效应”, 造成全球各区域市场运力陆续紧张, 各航线运价出现梯度式上涨。2020年Q3起航企加速运力投放, 集装箱船租金快速攀升, 但依旧难抵强劲需求。

图19: 集装箱船租金率指数2020年7月起快速攀升



数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

图20: 美线需求暴增产生的运力虹吸带动全球各主要航线市场运价呈现梯度式上涨 (美元/TEU)



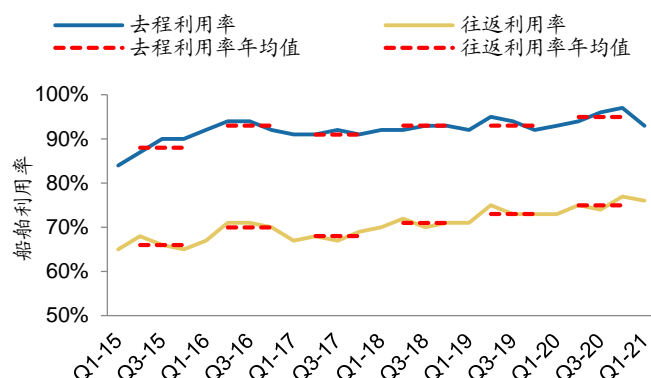
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

第三阶段: 2021年春季后, 需求持续高增长叠加疫情影响港口正常运营, 集装箱周转继续放缓, 进一步加剧供需错配。由于至欧美的航线箱量去多回少, 集装箱卸至欧美后, 一部分再由欧美至南美、非洲、中东等地区周转后回到远东, 也有一部分空箱会直接返回, 过程由航企进行灵活调配。

而在疫情的影响下, 集装箱的常规流转过程受到扰乱, 具体表现为: (1) 远东-欧美来回箱量不平衡加剧; (2) 欧美港口受到封锁、罢工、集卡司机紧张等因素, 作业效率明显下降, 集装箱周转缓慢、产生积压; (3) 欧美与其他地区之间的贸易收缩, 原本的流转闭环被打破, 从而产生了“中国缺箱、欧美塞满箱”的特殊状态 (并非集装箱名义总量的短缺)。集装箱的流转变慢导致集运有效供给进一步下降, 加剧供需错配, 进一步带动运价上涨。

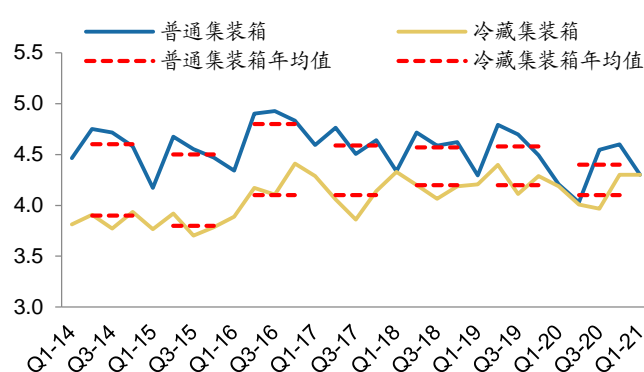
从目前看, 运价或将持续维持高位走势。不断加剧的供需紧张使得行业趋向于牛鞭效应中的配给和短缺博弈 (Rationing and shortage gaming), 即舱位供应短缺促使出货人就会提前出货、额外加大订舱, 从而导致舱位进一步紧张, 运价持续走高。我们认为, 背后的原因很大程度上源于集运产品的需求曲线非弹性, 即高运价落到集装箱内的每一件物品的货值时, 物流费用率较低, 客户对保障供应链的关心远高于价格, 为运价的持续上涨提供基础。

图21: 马士基去程利用率远高于往返, 且起往返装载率下降、去程上升



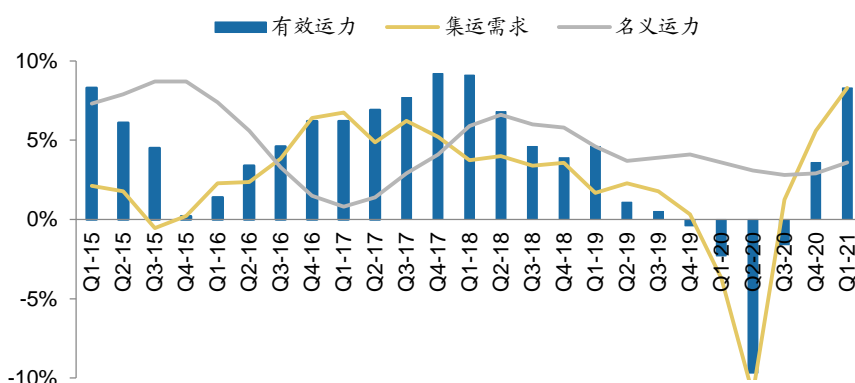
数据来源: 马士基 2021 年 Q1 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

图 22: 马士基集装箱周转低于前两年同期



数据来源: 马士基 2021 年 Q1 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

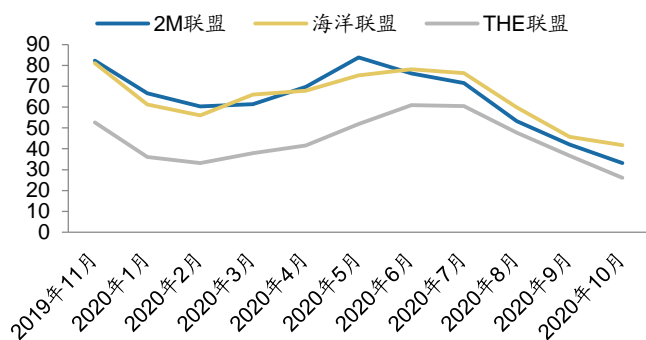
图23: 名义供给虽高, 但受缺箱等因素制约使得实际有效运力并未充分释放



数据来源: 马士基 2021 年 Q1 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

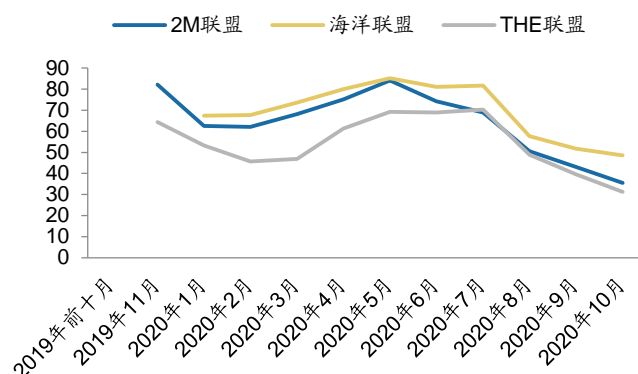
我们认为以下三个指标对运价的持续性有一定参考意义。第一是准班率, 疫情影响下, 港口周转缓慢是当前班轮公司准班率明显下滑的主要原因, 三大联盟准班率水平由以往的60%-70%下滑至30%-40%。第二是装载率, 可供参考的指标主要为上海航交所的舱位利用率, 目前上海至欧美航线的的装载率基本接近满载, 美线回程约30%-40%。

图24: 三大联盟到离港准班率持续下降 (%)



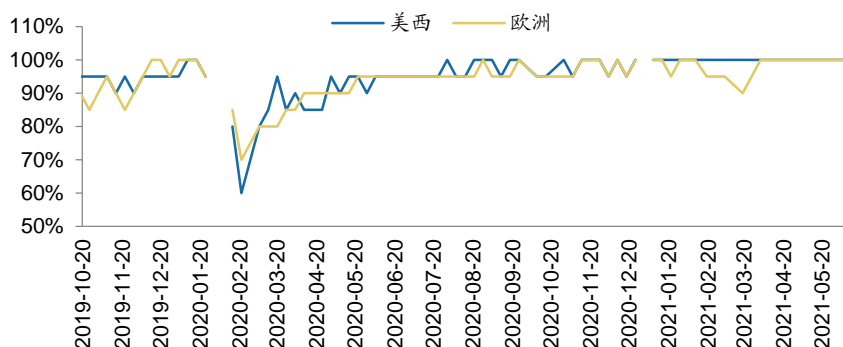
数据来源: 上海航交所, 广发证券发展研究中心

图25: 三大联盟收发货准班率持续下降 (%)



数据来源: 上海航交所, 广发证券发展研究中心

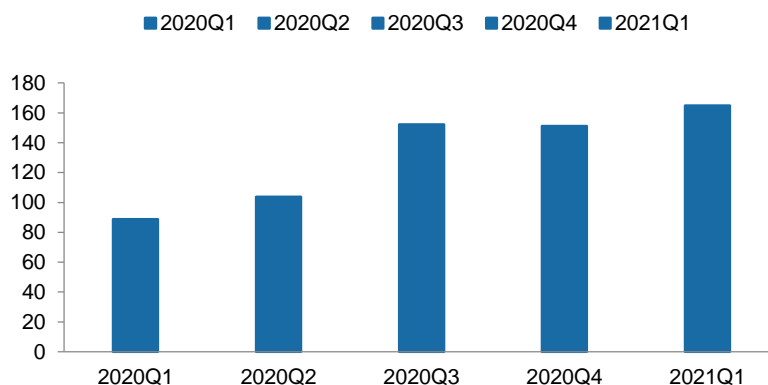
图26: 上海港集装箱舱位利用率6月起持续保持高位



数据来源: 上海航交所, 广发证券发展研究中心

第三是美线需求。美线是引爆本轮运价行情的根源, 可追踪的高频数据是洛杉矶港口箱量。洛杉矶港月度进口箱量旺季以来均保持40-50万TEU的高位, 同时洛杉矶港集装箱未来三周的当地交付和堆场外铁路运输量同样保持在高位。

图27: 洛杉矶港进口箱量持续保持高位 (万TEU)



数据来源: 《Signal Page Daily Report-2020-05-01》, The port of LA, 广发证券发展研究中心

表8: 洛杉矶港集装箱未来三周当地交付和堆场内外铁路运输量依旧保持在高位 (TEU)

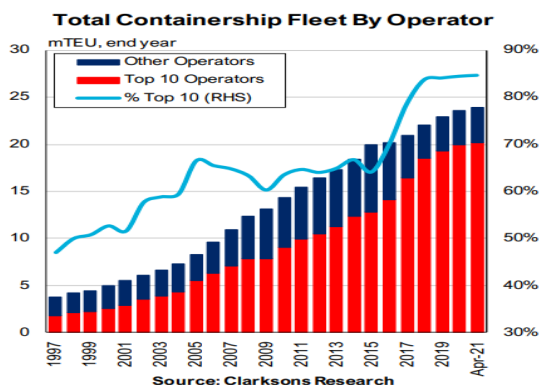
	6.13-6.19 (第 24 周)			6.20-6.26 (第 25 周)			6.27-7.03 (第 26 周)		
	当地交付 (Local Delivery)	码头内铁路 运输 (On- Dock Rail)	码头外铁路 运输 (Off- Dock Rail)	当地交付 (Local Delivery)	码头内铁路 运输 (On-Dock Rail)	码头外铁路运 输 (Off-Dock Rail)	当地交付 (Local Delivery)	码头内铁路 运输 (On- Dock Rail)	码头外铁路 运输 (Off- Dock Rail)
20FT	6920	2752	945	7269	2895	992	7546	3007	1034
40FT	38286	15298	5287	45165	18047	6239	26971	10776	3724
45FT	806	306	101	1406	543	181	938	367	124
其他	101	-	-	1565	-	-	688	-	-
合计	46113	18356	6333	55405	21485	7412	36143	14150	4882

数据来源: 《Signal Page Daily Report-2021-06-11》, The port of LA, 广发证券发展研究中心

(二) 中长期格局新秩序: 或从“囚徒博弈”走向“合作共赢”

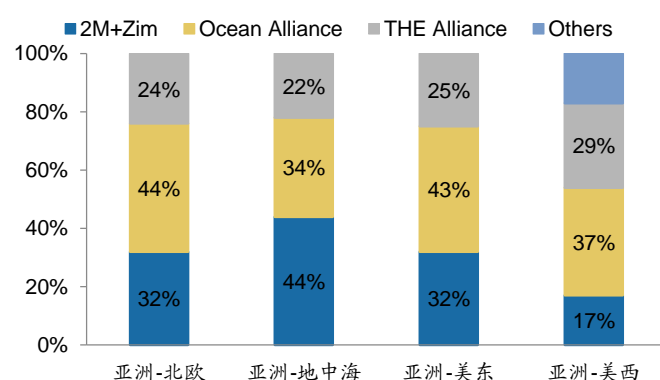
实际上, 2020年上半年在行业需求明显弱势的情况下, 行业达成高度协同、一致进行运力的有效控制, 背后的核心原因在于行业经过几轮的兼并整合, 竞争格局出现了明显优化。集运行业经历1996-2000、2005-2008、2014-2018年三轮兼并重组后, 集中度持续提升。最新一轮整合源自于需求疲软叠加船舶大型化加剧运力过剩, 供需严重失衡下运价持续走低, 行业大面积亏损引发兼并重组潮, 主要体现为: (1) 龙头通过收购强化主干航线地位或进入地区航线, 如达飞-东方海皇、赫伯罗特-阿拉伯轮船、马士基-汉堡南美; (2) 班轮公司间的“抱团取暖”, 如中远-中海-东方海外、日本ONE; (3) 韩进海运破产后, CR10运力份额达到85%, CR5干线份额超70%, 主要东西向航线份额基本集中在三大联盟, 对于其他班轮公司来说进入壁垒极高。此外, 目前排名靠后的班轮公司背景为出口型导向经济体政府或历史悠久的家族企业, 头部公司之间进一步整合的空间有限。

图28: CR10自15年的65%左右提升至20年的85%



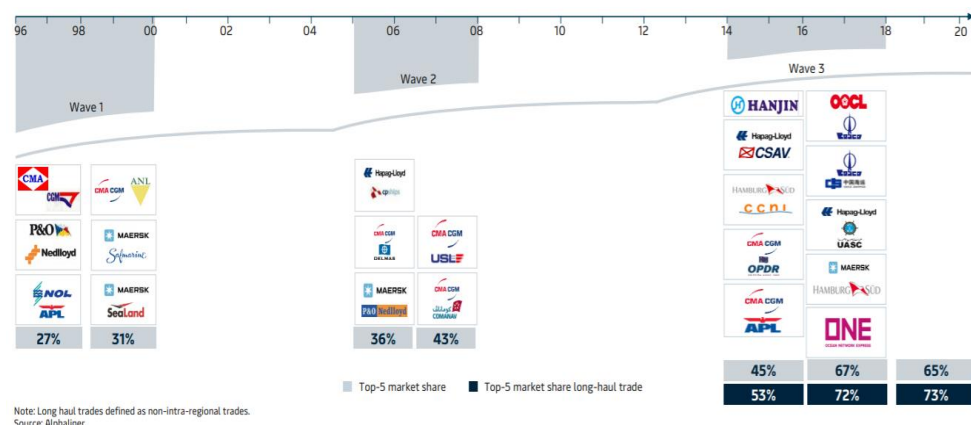
数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

图29: 东西向干线市场有效运力份额集中在三大联盟



数据来源: Drewry, 广发证券发展研究中心

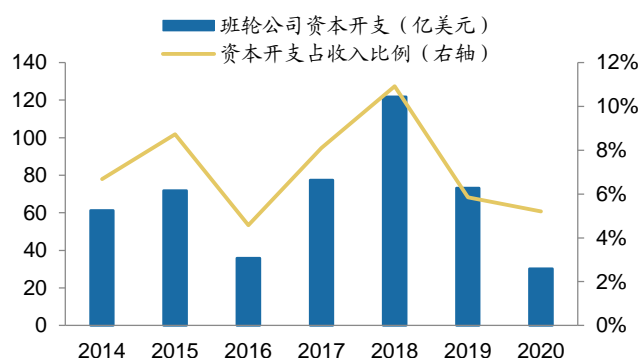
图30: 集运行业1996年以来经历过三波大范围的行业整合, 集中度持续提升



数据来源：马士基 2021 一季度业绩会材料，Alphaliner，广发证券发展研究中心

我们认为，未来约束行业整体不理性扩张的因素主要包括：（1）**短期份额扩张战略**制约源于**负债端压力抑制大规模资本开支**。近年来，主要船公司债务水平逐级上升，穆迪评级水平均处于A级以下，龙头马士基也面临跌落（Non-investment grade speculative）的压力，班轮公司资本开支占收入比由18年的11%左右下滑至20年的5%左右，近七年中仅略高于16年行业最低谷时期。

图31: 主要班轮公司整体Capex水平降低至低位



数据来源: Drewry, 广发证券发展研究中心

图 32: 主要船公司穆迪评级较低且面临评级下降压力

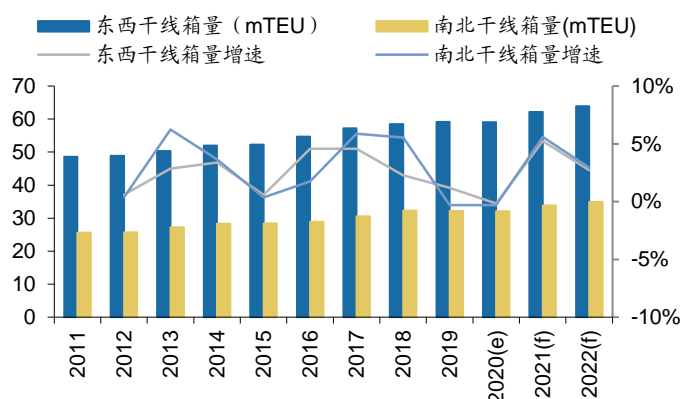
Grade	Classification	End 2019	H1 2020	H2 2020
Baa1 Baa2 Baa3	Lower medium grade			
		A.P.Moller-Maersk	A.P.Moller-Maersk (Stable->negative outlook)	A.P.Moller-Maersk (negative->positive)
Ba1 Ba2 Ba3	Non-investment grade speculative	NYK Group	Wan Hai (Stable->negative)	
		MOL Group Wan Hai	MOL Group (Stable->negative)	NYK Group (stable)
				MOL Group (stable) Hapag-Lloyd(stable)
B1 B2 B3	Highly speculative	Hapag-Lloyd	Hapag-Lloyd (Stable->negative)	
		CMA CGM	CMA CGM (Stable -> negative->under review)	CMA CGM (under review -> negative -> positive)
		Global Ship Lease		Global Ship Lease (stable ->positive)

数据来源: Alphaliner, Moody's, 广发证券发展研究中心

（2）当前运力扩张的性价比偏低，干线市场趋于饱和。由于东西主干航线、南北航线的集装箱运输量增势趋缓，运力基本已经饱和。而Global Maritime Issue的调查也比较有代表性地表明了船东/承运商对近期经济增长的担忧，即贸易需求中长期低迷客观上不需要更多的船舶运力，任何大规模运力投放都将加剧市场运力过剩，压制整体运价，任何价格战的结果可能都是重演13-16年的“伤敌一千，自损八百”的结果。

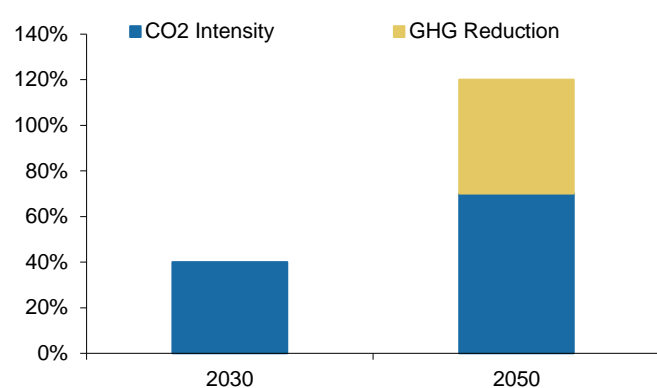
(3) IMO碳中和目标明确,但具体规则未定,环保政策风险抑制新船投资意愿。IMO MEPC75明确提出到2030年全球船队的碳强度比2008年减少40%,强制实行A-E船舶评级系统,激励船东提高碳效率。新规最早到2022年底生效,但考虑到行业监管对脱碳规则、船舶燃料技术的要求尚未明确,当前大规模订新船对船东来说存在较大的技术风险。

图33: 东西干线、南北航线箱运量增势趋缓



数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

图 34: IMO 要求到 2030 年全球船队的碳强度比 2008 年减少 40%



数据来源: IMO, 中国船东协会, 广发证券发展研究中心

（4）对未来经济增长和环保监管的担忧抑制船东中长期运力扩张的意愿。Global Maritime Issues的调查显示，受访的船东/承运商高管认为未来10年最有可能对行业产生重大影响的是经济危机与环保监管政策，且调查者对全球经济危机可能性的看法从2018年的2.88分上升到今年的3.59分（满分为4分）。

我们认为短期内欧美补库存产生的贸易需求高涨、运价波动不会改变船东对于中长期贸易需求低增速、能源转型、环保监管要求不确定性的预期。在未来需求预期整体偏于悲观、脱碳规则不明晰的情况下，投资寿命长达20年以上的船舶资产存在很大风险，当前进行大规模运力扩张的潜在成本较大。

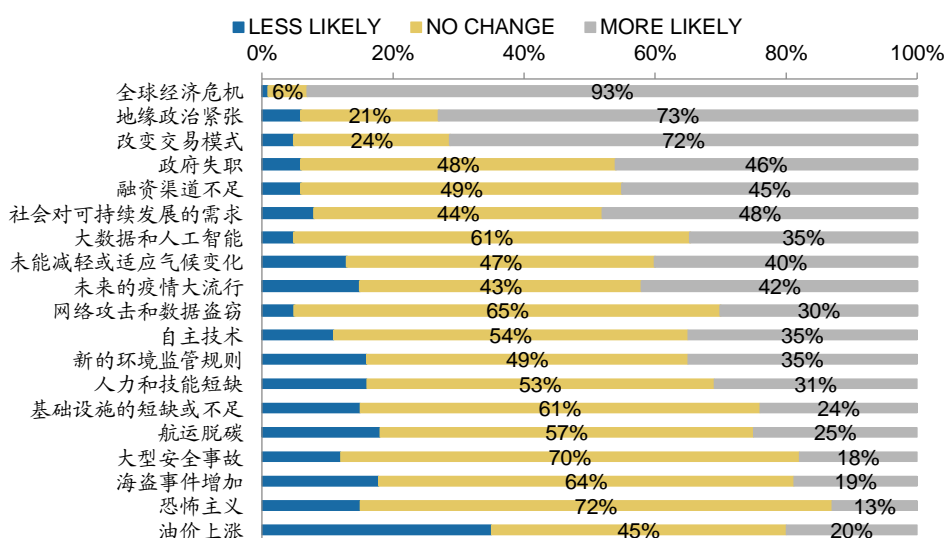
图35: 被调查者对未来经济与环保监管的担忧最大且准备最不充分



数据来源: Global Maritime Forum, 广发证券发展研究中心

注: 气泡越大表示被调查者对该项准备越不充分，被调查者主要为船东/海事机构的高管

图36: 被调查者认为新冠对全球经济将产生长远影响

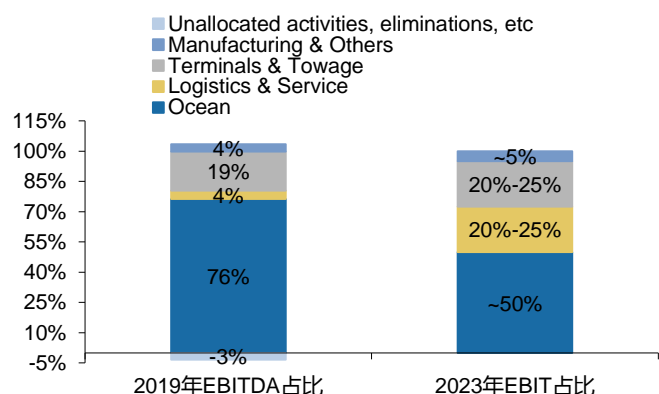


数据来源: Global Maritime Forum, 广发证券发展研究中心

注: 被调查者主要为船东/海事机构的高管

而正是由于这些因素的制约, 我们观察到龙头公司的效益导向目标明晰, 战略转型有迹可循。近年来, 马士基、赫伯罗特等龙头公司财报披露中, 多次提及 capex discipline, strong cash flow 等效益导向指标。马士基通过大手笔收购货代、报关行等产业链其他主体, 转型集装箱综合物流服务提供商。马士基提出, 2023年ocean业务的EBIT比例压低至50%, 陆运物流业务比例提升, 并全力推进“ALL THE WAY”端到端服务”。无独有偶, 赫伯罗特针对2023年战略, 对EBITDA、净负债、现金储备, 以及服务质量、端到端、数字化建设等指标也提出了明确具体的指引。

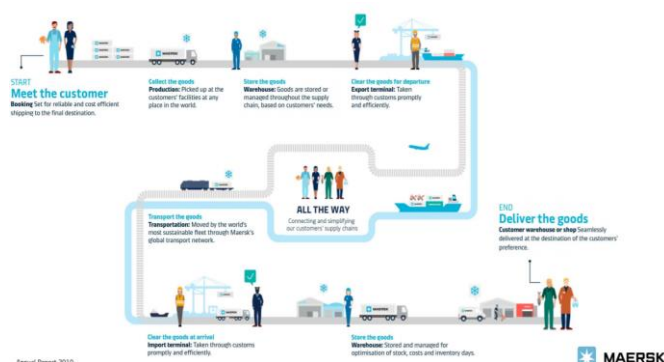
图37: 马士基2023年目标将高毛利物流服务EBIT占比大幅提升



数据来源: 马士基 2018 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

注: 2019 分业务仅披露 EBITDA, 故以此代替

图 38: 马士基向端到端 “ALL THE WAY” 综合集装箱物流服务商战略转型



数据来源: 马士基 2018 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

表9: 赫伯罗特2020战略中对于利润率、杠杆率、现金流以及服务质量、端到端、数字化均有特定目标

2023 战略	目标
盈利能力	ROIC > WACC , 即 EBITDA margin ~ 12%
去杠杆	Net Debt / EBITDA ≤ 3.0x
股东权益	Equity ratio > 45%
流动性	流动资金储备 ~ 11 亿美元
质量	Net Promoter Score (NPS) 最高分, 提高时效
出色的陆端运输能力	到 2023 年门到门服务比例提升至 40%以上
高效益市场	在特定的具备吸引力的市场提升箱量, 2023 年在冷柜市场 (不包括亚洲区域内) 市场份额达到 10%
环保	遵循或超额完成 IMO 环保监管
数字化	2023 年在线平台订箱量比例达到 15%

数据来源: 赫伯罗特 2018 业绩会材料, 广发证券发展研究中心

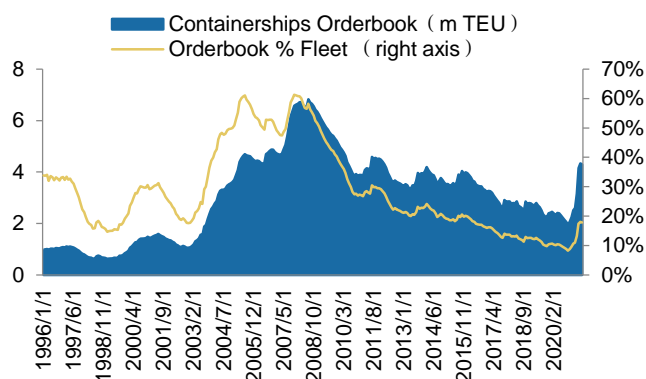
行业新秩序: 龙头间低博弈成本, 运力管控纪律性与统一性提升。竞争格局的优化, 使得头部班轮公司对于运力的管控能力明显提升, 我们观察到闲置运力比例与月度集装箱贸易量增速 (逆序) 之间的拟合度较高, 即班轮公司对于需求波动反应较为及时, 且头部公司之间的博弈成本较整合前明显降低, 运力管理的一致性和及时性得以增强。运力控制保障了较高的舱位利用率, 避免亏舱导致航次利润大幅受挫。对比2016年同样因为需求持续低迷而产生的运力闲置, 今年上半年的运力管理在及时性、统一性上实际都要明显要好于2016年。

一定程度上, 疫情对集运格局改善的逻辑进行了充分的检验, 我们认为集运行业过往“赚一年亏一年靠天吃饭”的局面大概率不会再出现了, 格局对运价形成一定程度上的“托底”。

(三) 中长期供需关系确定性改善, 有望催化行业景气度上行

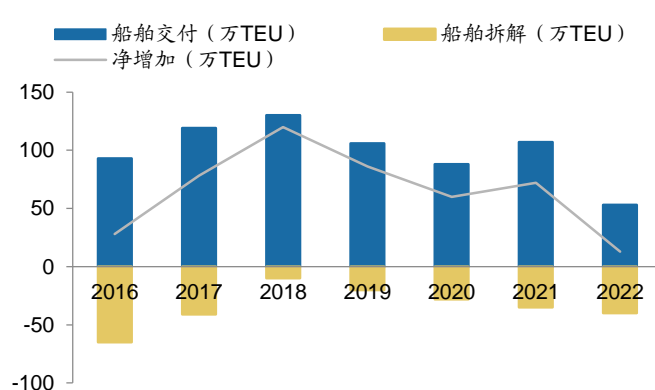
存量订单低位保障未来2-3年供给低增速。目前新船订单比例7.9%处于历史最低位置, 且呈现持续下滑的趋势, 下半年运价改善并未能改变这一趋势。在不考虑拆解量、新船按年平均交付的情况下, 2020-2022年运力增速预计保持在2%-3%的较低区间。此外, 闲置运力同样回归到低位, 我们预计未来2-3年行业运力供给增长有限。

图39: 新船订单比例7.9%处于历史低位且持续下滑



数据来源: Clarksons, 广发证券发展研究中心

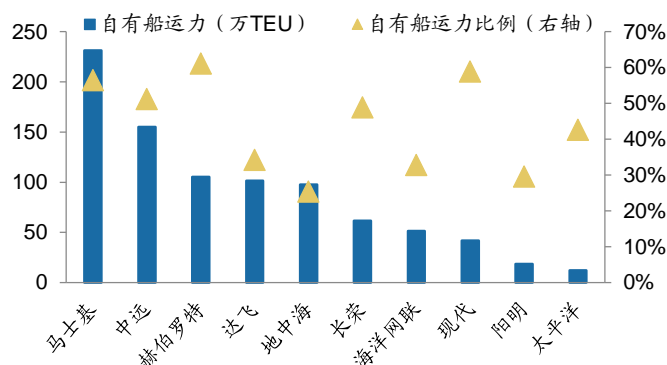
图 40: 2021-2022 年运力净增量有限



数据来源: 中远海控 2020 三季度业绩会材料, Alphaliner, 广发证券发展研究中心

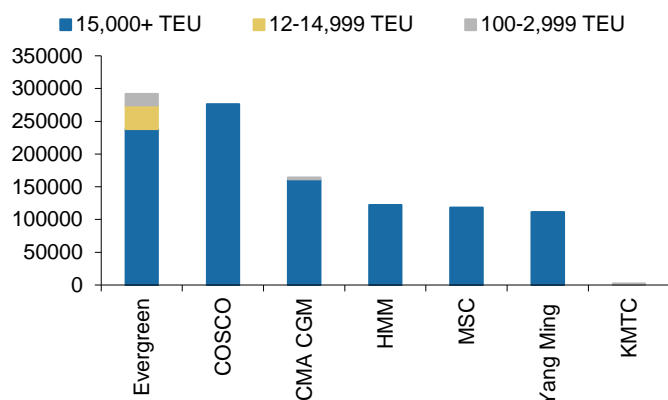
头部班轮公司新船订单以优化运力结构为主，并非军备竞赛。从主要班轮公司中期运力扩张的动机来看，大船比例较低的Evergreen、CMA CGM、HMM、Yang Ming新船订单主要是为了补足15000+TEU集装箱船配备，自有船比例较低的MSC除了大船配置外也将部分租赁运力转为自有；OOCL新签12艘大船目的在于加强欧线配置。我们认为未来船公司军备竞赛式的运力扩张较难出现，更多是运力替换、运力优化。

图41：主要班轮公司自有船运力情况（截至2021年6月16日）



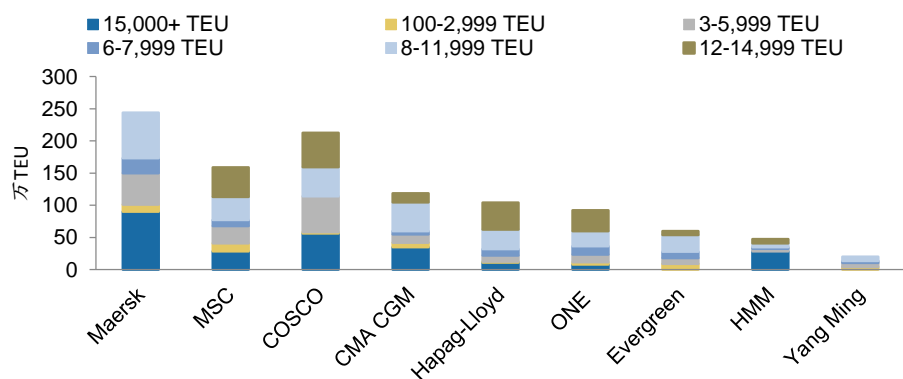
数据来源：Alphaliner，广发证券发展研究中心

图42：头部班轮新船订单主要以优化运力结构为主（截至2021年6月17日）



数据来源：Clarksons，广发证券发展研究中心

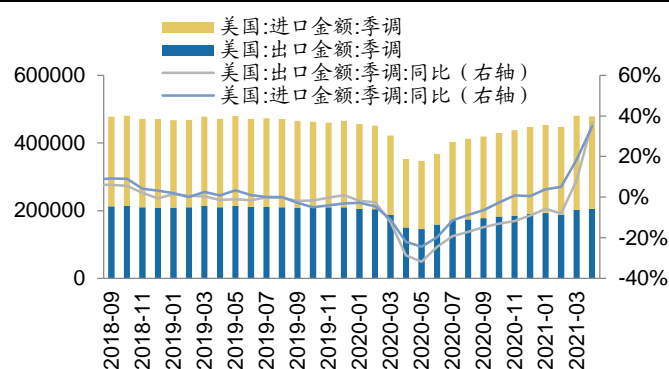
图43：前十大班轮公司运力结构分布（截至2021年6月17日）



数据来源：Clarksons，广发证券发展研究中心

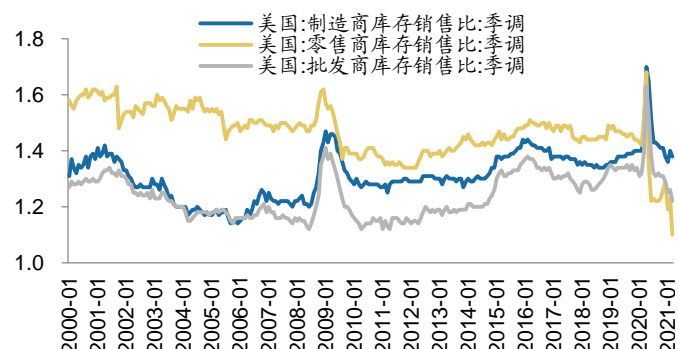
我们预计2021年对外贸易有望持续复苏，未来至少半年内集运需求将维持高增长。综合考虑到：（1）补库存的需求，当前美国库存销售比仍处于低位，预计补库存周期将持续。同时疫情或许让部分行业货主反思极限库存法的弊端，例如汽车行业，是否还会较大幅度采用准时制物流（just-in-time logistics），如果未来货主开始选择加大库存安全缓冲垫，这部分补库存或成为增量需求。（2）海外复工复产、经济复苏带来的贸易需求回暖，当前仅是补库存需求，未来疫情稳定后欧美全面复工复产，经济复苏对于贸易有进一步的刺激。参考三大主要航运数据机构的预测情况，预计2021年集运供需差（名义）或有望转正。

图44: 美国进出口贸易额持续高位 (亿美元)



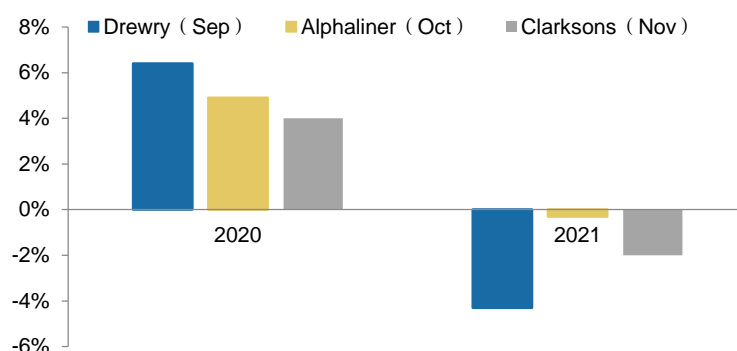
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 美国库存销售比降至14年以来的最低位置 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46: 主要航运数据机构预计2021年集运供给-需求差将同比改善

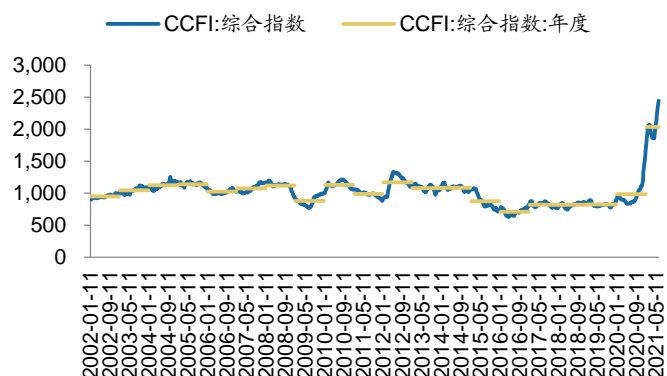


数据来源: Drewry, Alphaliner, Clarkson's, 广发证券发展研究中心

（四）盈利中枢整体上移，龙头公司的产业链话语权提升

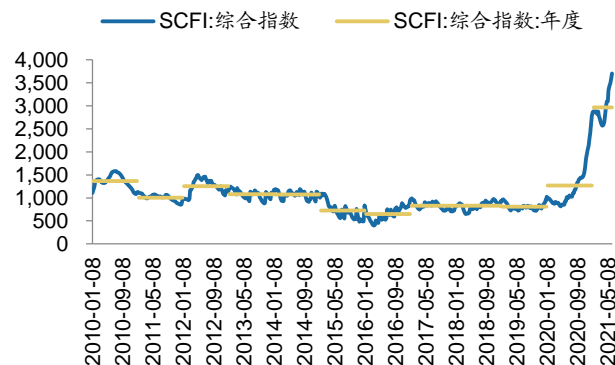
长协量价向好，运价中枢有望逐步上移。短期高运价的持续存在一定的不确定性，但中长期供需改善或有望带来运价中枢的上移。我们认为当前集运行业格局决定运价下限，需求决定运价上限。班轮公司应对需求波动进行运力管控的能力明显提升，或能够及时平抑需求导致的运价大幅下挫，运价向下的波动幅度将较以往收窄，即下限有望抬升；而中长期供需关系向好有利于运价中枢延续16年以来的稳步上移趋势。

图47：反映即期和长协的CCFI运价中枢上移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图48：反映即期的SCFI运价中枢上移



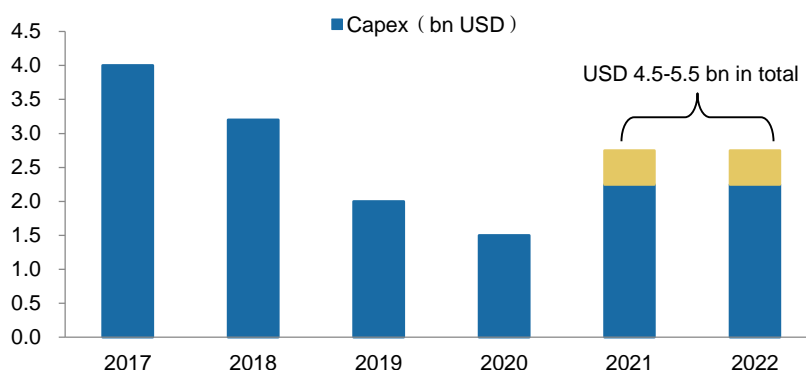
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

长期而言，数字化建设是班轮公司中长期最重要的经营策略之一，目前已逐步摸索出切实利好公司经营的可实现场景，提升综合实力。

龙头方式转型集装箱综合物流服务商，提升产业链话语权。实际上，不同头部班轮公司的端到端战略路径，需要以公司自身资源禀赋为抓手。端到端的产业链延伸已是大势所趋，而不同公司对于端到端布局的理解也各不相同，核心要素在于公司自身在背景、资本、实物资产等方面的差异，例如马士基快节奏的产业链纵向整合可能不适用于股东为德国物流巨头的赫伯罗特。

马士基：以投资、收购为主整合产业链其他环节。马士基提出“Assets + Service + Technology = Uniqueness”的理念，端到端战略的实施路径主要是以集运巨头的身份、依托海运段的利基市场和资本积累，收购、参股、投资建设集装箱物流产业链的各个主体进行上下游垂直整合，追求各环节实物资产、数据资源的实质掌控。从最新的资本开支计划来看，马士基整合进程仍将持续。

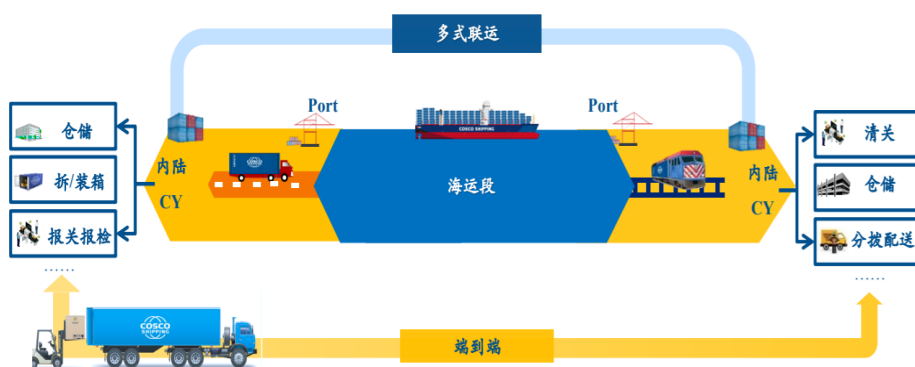
图49：马士基2021-2022年累计资本开支预算45-55亿美元，预计仍将投入产业链收购整合



数据来源：马士基 2020 年三季度业绩会材料，广发证券发展研究中心

中远海控以港口码头为核心节点、以多式联运为抓手，稳步推进端到端服务。公司同样在全球范围内对集装箱物流核心资产投资布局，以港口码头以及配套仓储为主，围绕港口节点开展中欧陆海快线、中欧班列等差异化服务，公司将端到端业务收入比例作为业务考核可见一斑。

图50：中远海控的端到端战略结合自身资源禀赋，以多式联运为抓手稳步推进

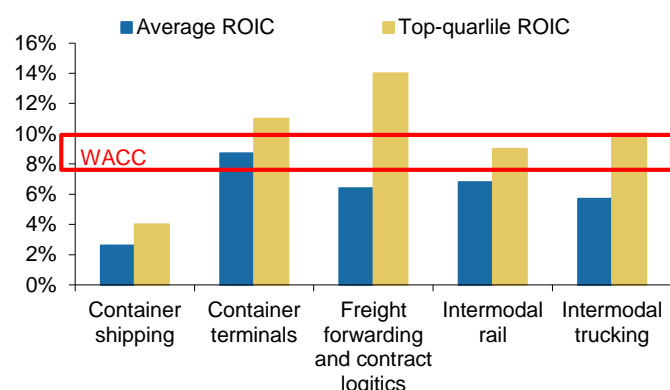


数据来源：中远海控 2018 年度业绩会材料，广发证券发展研究中心

端到端战略的直接价值提高陆端运输能力，从而降低综合成本。集装箱海运段1995-2016年平均ROIC远低于产业链其他环节，龙头公司通过端到端产业链延伸具有现实意义，最直接的就是高利润率的陆上业务比例提升，提升综合利润率；同时陆端运输环节以自主掌控的方式相比借助第三方，更有助于协同海运，降低整体成本，进一步增强盈利能力。

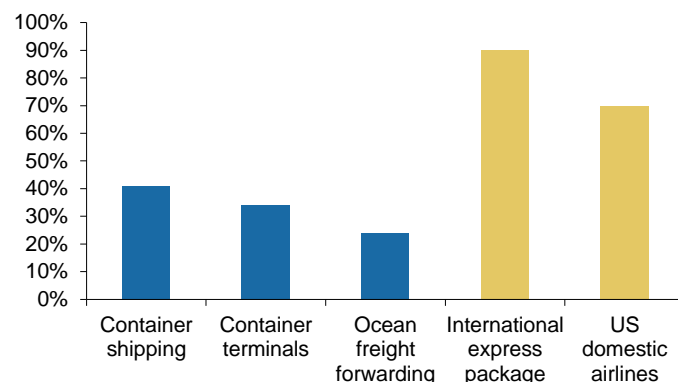
远期刊来看，马士基对货代、报关行的收购并不仅仅是对下游业务的涉足，更多的是看中这些主体在货主、海关、陆端物流商之间的数据接口价值，是掌握产业链不同场景商流/信息流的关键。头部班轮公司内部同质化竞争空间已经颇为有限，但行业前三家巨头的整体集中度要低于其他物流领域的龙头公司的，我们难以判断其他物流巨头、甚至电商巨头（亚马逊持续布局供应链平台，已具备中国海运货代及NVOCC资质）是否会冲击集装箱产业链，但龙头班轮公司基于端到端综合成本优势、数据资源优势，或许其更长远的价值在于需要能够在集装箱物流领域掌握话语权，抵御潜在的外部冲击。

图51：1995-2016年集装箱海运段ROIC低于产业链其他环节



数据来源：《Brave new world——Container Transport in 2043》TT Club, McKinsey, 广发证券发展研究中心

图52：集装箱运输行业CR3远低于国际快递和美国国内航空



数据来源：《Brave new world——Container Transport in 2043》TT Club, McKinsey, 广发证券发展研究中心

总结：格局上，行业整合后趋于稳态，资产负债水平、中长期贸易低增速、环保监管不确定等因素共同制约了班轮公司股份扩张战略，龙头开始转向效益增长策略，发力数字化建设、端到端服务，通过产业链延伸提升综合话语权。**供需上**，短期需求高增、集装箱流转放缓导致有效供给收缩，下半年业绩或超预期；中期看，新船订单比例历史低位，需求与环保政策不确定抑制运力扩张，供需关系或持续趋紧。我们认为集运格局决定运价下限，需求决定上限，中长期供需向好+班轮公司运力管理纪律性明显提升，未来运价中枢有望稳步上移。建议关注两轮整合后综合实力明显提升，依托产业链资源差异化服务能力突出的全球第三大班轮巨头**中远海控**。

三、航空行业：等待行业 2022 年复苏

（一）疫情反复导致行业亏损持续

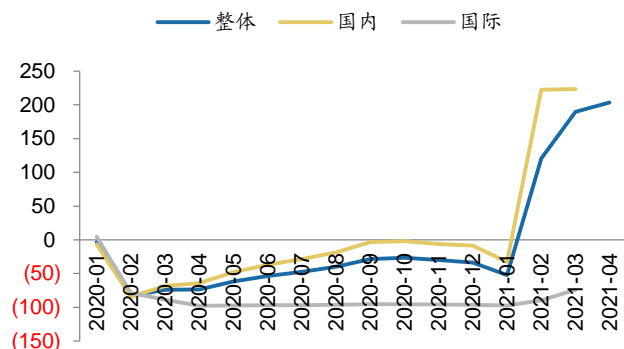
尽管从2009年以来我国航空业实现了持续盈利，但航空行业从本质上来说仍没有改变其盈利的脆弱性——高固定成本带来的高经营杠杆、叠加高负债率带来的高财务杠杆，这在今年航空行业在新冠影响下表现得淋漓尽致。

2020年以来，新冠疫情导致国内国际需求都大幅下降，导致航空行业竞争激烈，航空公司票价水平同样出现明显下降，但航空公司成本相对刚性（高经营杠杆），导致航空公司出现巨幅亏损。尽管2020年三季度之后随着国内疫情得到有效控制，国内航线需求逐步复苏，甚至在去年10月份出现同比正增长。

从今年需求端的表现来看，受益于国内疫情的良好控制，行业的客座率表现较去年略有改善。但**由于国际航线一直处于严格控制中，国际运力投向国内导致国内供需严重失衡，国内航线客座率和票价水平同比仍出现明显下降，使得航空公司利润**

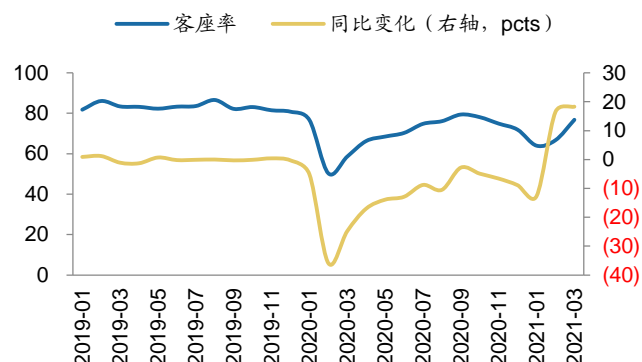
同比仍大幅下滑，几个主要航空公司都出现大幅亏损。

图53: 2020年以来我国航空业国内国际需求增速 (%)



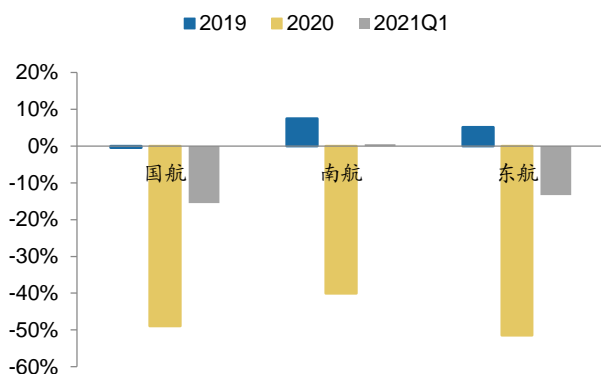
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图54: 2019年以来航空业客座率变化情况 (%)



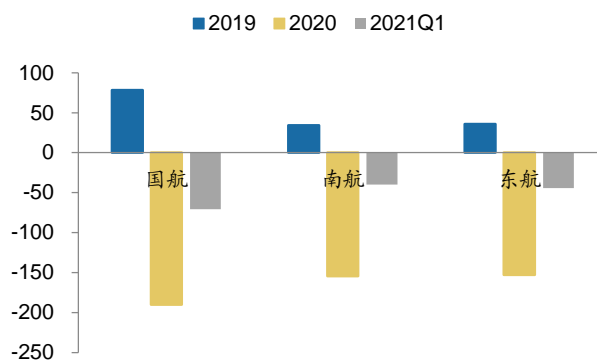
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图55: 2019、2020年和2021Q1季度三大航营收同比变化



数据来源: Wind, 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

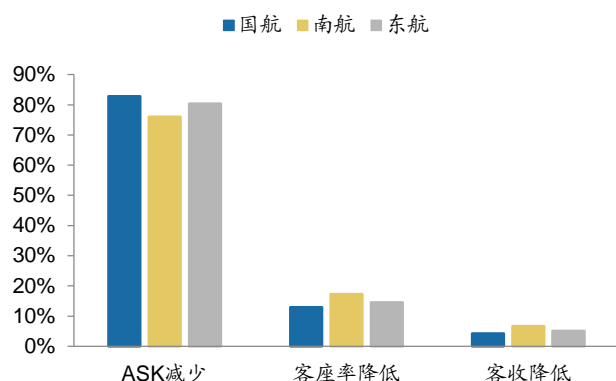
图56: 2019、2020年和2021Q1三大航扣非扣汇净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

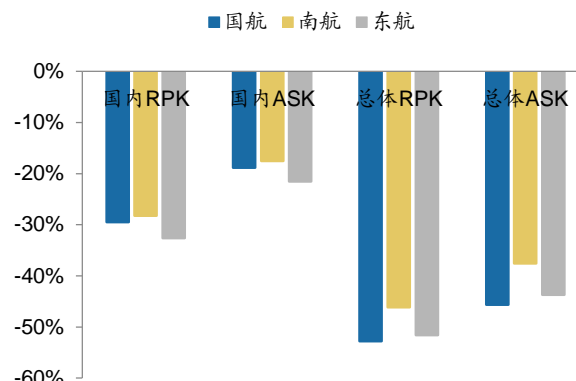
我们以2020年三大航航空客运收入做拆分讨论，发现ASK的下降导致的客运收入下降占据收入总体下降幅度的80%左右，客座率降低、客公里收益水平下降导致的收入减少大概占据15%、5%左右。这也说明行业运力投放及客座率的下降实际上主要是受国际运力投向国内导致国内供需严重失衡导致的。

图57：2020年ASK、客座率、客收水平下降对三大航客运收入下降的影响



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

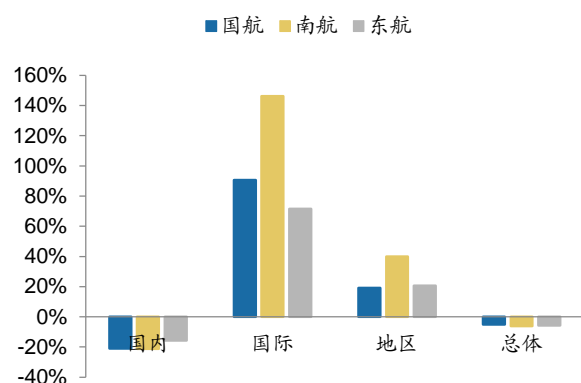
图58：2020年三大航RPK、ASK同比变化



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

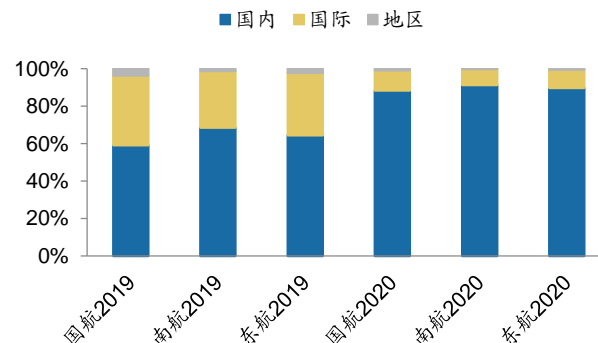
票价方面，2020全年的国际航线票价大幅增长，而国内航线票价承压。航线结构的调整使得国内航线占比提高，但需求被压制导致总体票价水平受到国内航线拖累维持低位。从2021年一季度的情况看，受基数和国内疫情控制较好的影响，三大航国内客收水平明显改善，但由于国际和地区的收益并未见明显改善，总体客收的表现一般。

图59：2020年三大航客公里收益同比变化



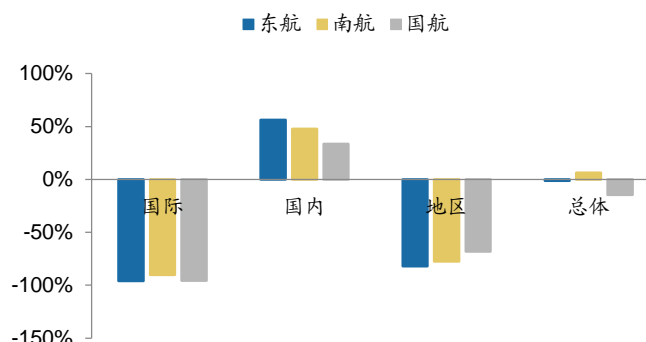
数据来源：Wind，中国国航、南方航空、东方航空2019-2020年年报，广发证券发展研究中心

图60：2019-2020年三大航航线结构（RPK口径）



数据来源：Wind，中国国航、南方航空、东方航空2019-2020年年报，广发证券发展研究中心

图61：2021年一季度三大航客公里收益同比变化



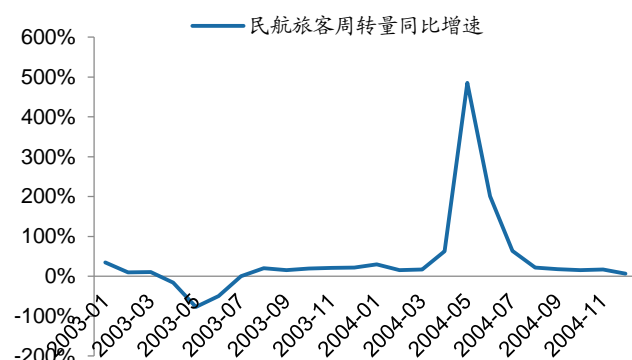
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）行业需求展望：国际航线的复苏预计最快要到2022年

如果疫情没有持续时间太长，对经济没有产生破坏性影响，那么疫情导致的短暂需求抑制大概率会在疫情缓解后得到释放，行业需求将很快回到其正常增长轨道上，我们可以对应来看2003年非典对航空需求数据的影响。

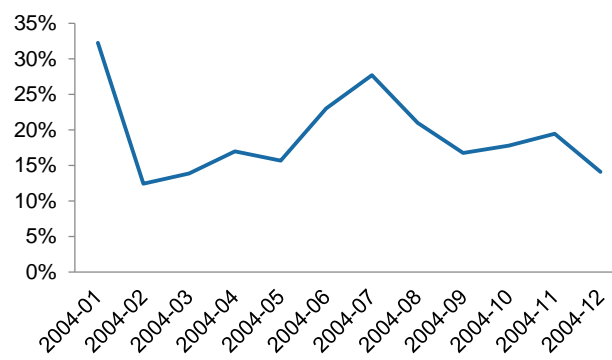
2003年二季度航空受非典的影响出现大幅负增长，在我国迅速扑灭疫情后，航空需求在当年8月就开始出现回升，然后在2004年增速更加明显，如果我们熨平波动，我们可以看到2004年相对2002年，航空需求增速要平稳很多，年度复合增速达到19%左右。

图62：2002-2004年月度航空需求增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图63：2004年相对于2002年民航需求复合增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于我国经济整体虽然有所减速，但GDP增速仍在比较合理的区间，我们可以近似用2018-2019年的航空行业复合增速来作为近年来行业的自然增长速度，增速大概为10-11%。由于2020年数据波动太大，为了更好地测算未来两年的行业供求关系，

我们将以2019年为基数，来测算2021年以及2022年的需求增速。

美国等国家疫苗接种的节奏加快，可能会使得市场对于中国航空行业的复苏预期有所抬升，但我们需仍旧要强调的是：国际航线的复苏将取决于我国国内新冠疫苗的普及速度和全球疫情防控进程。考虑到即使欧美国家完成全民疫苗接种，也很难完全避免新冠病毒携带者进入中国，而且很多发展中国家都还没完成疫苗接种，而新冠极高的传染系数使得只要我国没有通过疫苗接种完成全民免疫，那么入境旅客隔离14天的政策可能会很难取消，在我国实现疫苗全民接种前，我国国际航线的恢复可能都较为缓慢。

由于我国目前疫情控制情况良好，疫苗的紧迫性相对较低，我国可能会更加从容观察各种新冠疫苗的安全性与有效性，然后才会进行全民接种，而且由于我国人口众多，需要的疫苗产能庞大，所以最终完成时间点很难判断。

首先，国内新冠疫苗产能到2020年底能达到6.1亿剂，预计2021年产能至少达18亿剂。据国务院官方披露，国内到2020年底疫苗产能达6.1亿剂。进入III期临床试验的4家企业公布的2021年预产能合计18亿剂，包括国药中生10亿剂、科兴中维3亿剂、康希诺2亿剂和智飞生物3亿剂。国药集团、科兴生物和智飞生物的疫苗需接种2剂，可供8亿人；康希诺的疫苗仅须接种1剂，可供2亿人。其中，国药中生和科兴中维已经完成今年的产能建设任务，并通过多部门联合组织的生物安全检查，已经具备规模化生产的各项条件。近日，科兴中维称二期建成后疫苗2021年产能有望达到6亿剂。随着更多疫苗陆续取得进展，产能有望进一步提升。

表10：进入III期临床试验厂商新冠疫苗技术路线及规划产能

研发机构	技术路线	规划产能
国药中生北京所/武汉所	灭活疫苗	2020年底3亿剂，年产能10亿剂
科兴中维	灭活疫苗	2020年底1亿剂，年产能3亿剂
康希诺	腺病毒载体疫苗	年产能2亿剂
智飞生物	重组蛋白疫苗	年产能3亿剂

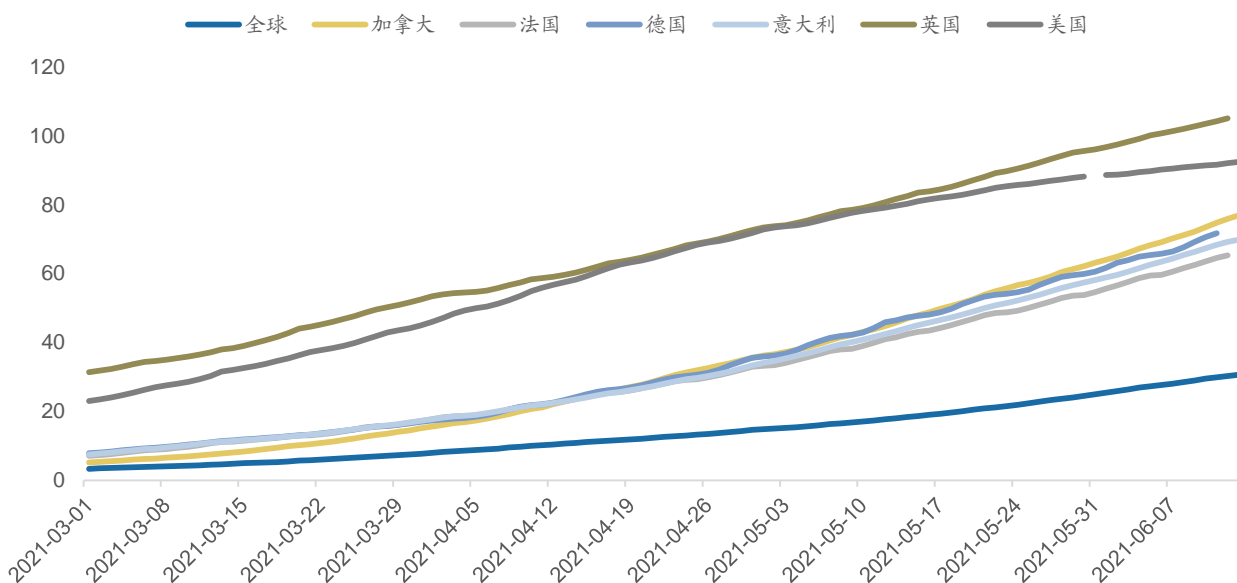
数据来源：国务院联防联控机制，21世纪经济报导，广发证券发展研究中心

由于偶发性输入病例不断存在，我们观察到国内航线的需求在2021年上半年还存在着比较大的压力，2021年上半年国内需求预计仅实现同比2019年小幅正增长。欧美可能会在2021年三季度普及新冠疫苗，而且随着天气转暖，输入性病例有望明显减少，下半年国内航线的需求将开始逐步恢复，以2019年为基数预计恢复到15%左右的增长。

而国际航线的复苏将取决于我国国内新冠疫苗的普及速度。即使欧美国家完成全民疫苗接种，也很难完全避免新冠病毒携带者进入中国，而且很多发展中国家都还没完成疫苗接种，而新冠极高的传染系数使得只要我国没有通过疫苗接种完成全民免

疫，那么入境旅客隔离14天的政策可能会很难取消，在我国实现疫苗全民接种前，我国国际航线的恢复可能都较为缓慢。但由于我国目前疫情控制情况良好，疫苗的紧迫性相对较低，我国可能会更加从容观察各种新冠疫苗的安全性及有效性，然后才会进行全民接种，而且由于我国人口众多，需要的疫苗产能庞大，所以最终完成时间点很难判断。我们假设我国比欧美晚半年左右，或有望在2021年年底到2022年年初完成全民疫苗接种。

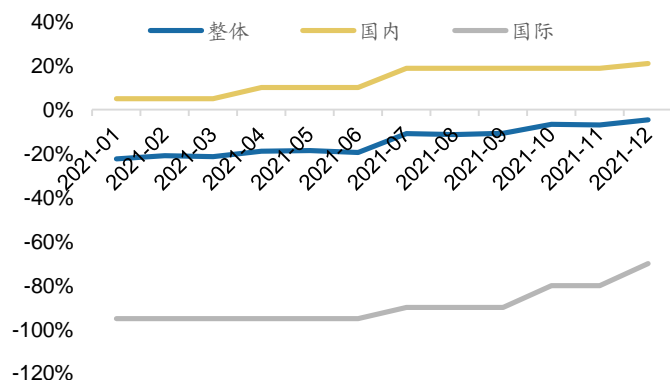
图64：海外部分欧美国家及全球总体每百人新冠疫苗接种量（剂/百人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

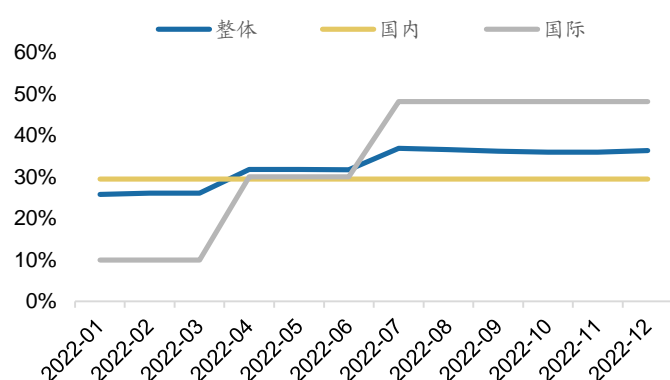
因此我们预计2021年国际航线的需求将比2019年下降90%左右，可能下半年会有所缓解，但预计下降幅度仍然会非常大。随着2021年年底完成全民接种，2022年国际航线有望迎来恢复，参考我们此前章节对非典的数据分析，2022年下半年将可能迎来恢复式增长。当然，由于非典的持续时间非常短，但新冠疫情的持续时间很长而且对经济的影响也明显大于非典，行业是否能够实现这种线性回归也还是有一定的不确定性，需要进一步观察。

图65：2021年民航需求同比2019年增速预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图66：2022年民航需求同比2019年增速预测



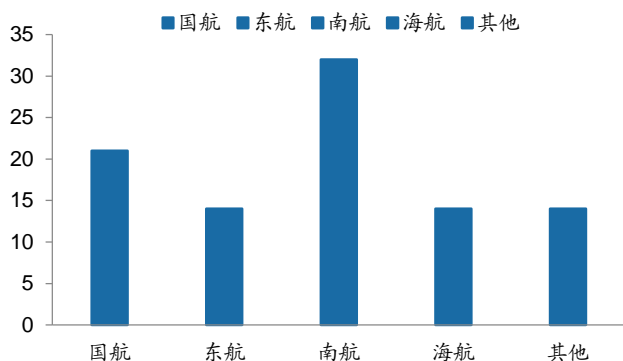
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）行业运力供给展望：运力增速取决于我国 737MAX 的复飞进度

对于2021年及之后的运力引进速度仍有非常大的不确定性，最主要的原因是737max是否能够获批引进中国。2020年11月18日，在经过复飞评估以及安全性审查后，美国联邦航空管理局（FAA）已经宣布正式批准波音737Max复飞，预计欧盟也将在明年1月份批准复飞。

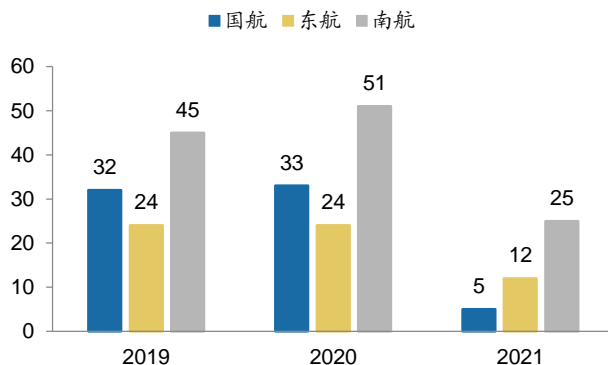
由于波音737max在2019年持续生产，但于2020年1月停产，而且我国也基本很少取消波音订单，我们预计一旦中国批准，波音737max可能按照以前的订单顺延交付。由于我国对于飞行安全的高标准以及中美关系的复杂性，我们预计中国批准复飞的时间大概率会晚于美国，再加上目前由于疫情影响，国际航线基本停滞，导致国内航线整体运力供给过剩，航空公司对于复飞的积极性预计也不高，我们预计中国批准复飞的时间可能会晚半年到一年的时间，再加上航空公司飞行员培训也尚需时日，所以我们倾向于认为2021年737max不会复飞也不会引进，而2022年将可能全面复飞且按之前已有订单顺延引进，届时预计新冠疫情的影响也趋于结束，航空公司也有新增运力需求。

图67：2018年4月我国航空公司737max停飞数量（架）



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图68：三大航2018年年报披露737引进计划（架）

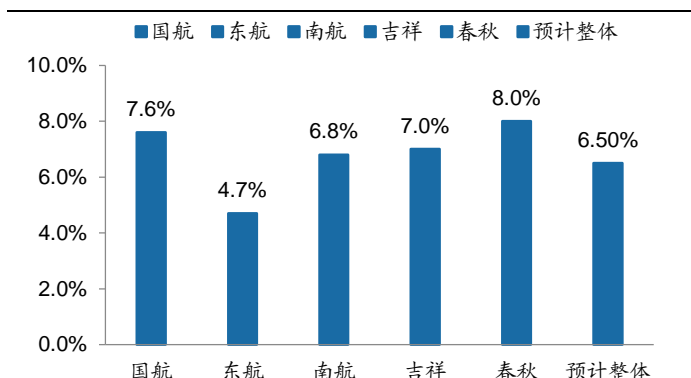


数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

按照这一假设，我们根据各个航空公司披露的运力引进及退出计划，在此基础在2021年剔除737max的引进计划，而在2022年加上737max的顺延引进（以之前2019年预计交付数为基准），来测算2021-2022年行业的运力增长情况。

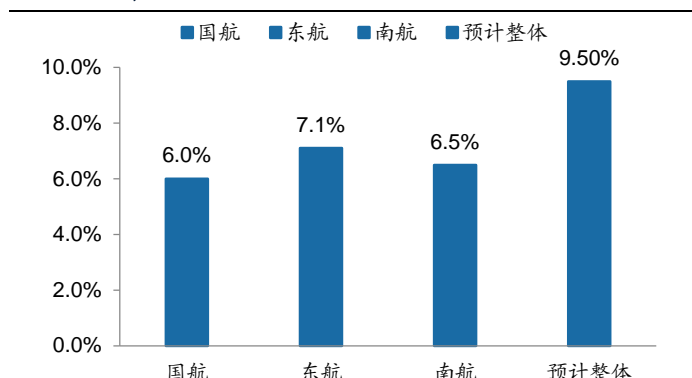
从目前公布的数据看，各个航空公司对于运力引进都相对谨慎，三大航运力同比增长大概为6-7%左右。我们没有看到海南航空的数据，但由于海南航空的重点由以前的规模扩张转为精细化管理，其他小航空公司运力在疫情影响下也偏谨慎，我们预计行业竞争格局在未来两年偏稳定，预计三大航运力增速与行业运力增速相当。因此，我们预计2021年行业运力同比增长6-7%，而2022年加上737max的引进，飞机数量大概增速也差不多6-7%，但2022年还有存量的737max可能要复飞，因此我们预计2022年行业实际运力同比增长将达到9-10%左右。

图 69: 2021 年我国航空运力增速预测 (不含 737max)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 70: 2022 年我国航空运力增速预测 (含 737max)

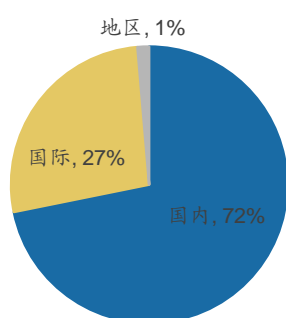


数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

(四) 行业景气分析: 预计 2021 年延续大幅亏损, 等待 2022 年复苏

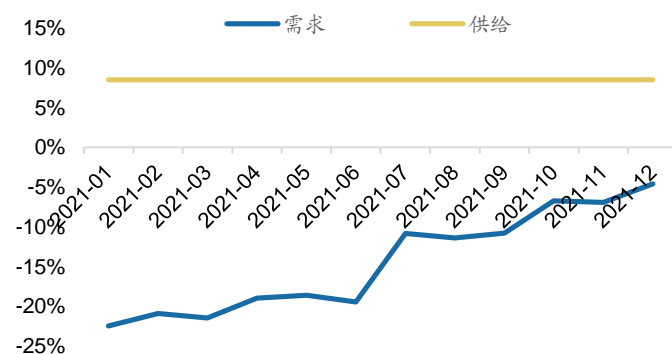
综合上述分析, 我们预计 2021 年行业运力增长仍有 6-7%, 再加上 2020 年 2% 左右的运力增长, 也就是相对于 2019 年, 行业运力增长大概为 8-9%, 但是对于需求, 我们预计国内航线将逐步恢复正增长, 但由于国外疫情受变异毒株影响, 使得我国不得不对输入病例进行严防死守, 国际航线同比持续下降 90% 以上。由于 2019 年我国国际及地区行业占比达到 28% 左右, 国际航线的大幅下降使得我国航空的总体需求预计 2021 年比 2019 年仍将下降 15% 左右, 预计下降幅度前高后低, 到 2021 年四季度仍将比 2019 年下降 10% 左右。

图 71: 2019 年我国国际国内航线旅客周转量占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 72: 2021 年对比 2019 年民航供需情况预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

对于 2021 年下半年国内航线的景气展望: 国际航线需求大幅下降, 大量原来投放国际航线的运力只能投放于国内航线, 导致国内航线运力供给出现严重的过剩, 虽然需求恢复增长, 但客座率和票价水平预计仍将延续 2020 年大幅下降的情形, 虽然航

航空公司会适当减少飞机利用小时，但我们预计2021年国内航线客座率仍将比2019年下降6-7%，由于国内航线运力的严重过剩，航空公司竞争仍将处于非常激烈的水平，历史上票价水平波动幅度往往是客座率波动水平的2倍左右，所以国内航线票价水平将可能比2019年仍将下降10-15%。

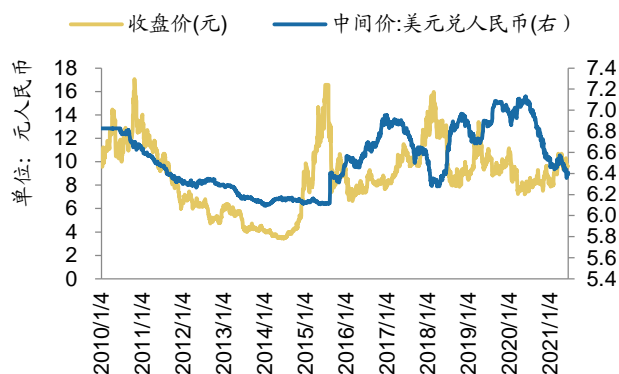
对于2021年下半年国际航线的景气展望：下半年随着欧美普及疫苗，欧美发病率或许会迎来大幅下降，国际航线的输入病例预计将减少，一些刚性的国际航线商务出行可能出现恢复，而且这将使得国际航线预计下半年将可能放宽座位限制，国际航线客座率有望大幅提升，但国内疫苗没有普及使得我国国际旅客入境隔离措施预计将延续，预计这将大幅减少旅游旅客的出行需求，国际航线在2021年下半年将有望出现需求继续比2019年大幅负增长、但同时高客座率高票价的现象。虽然国际航线的盈利有望出现明显改善，但由于国际航线的大幅下降，使得占我国航空旅客的比重大幅下降（不到10%），对于国内航线的大幅亏损仍旧是杯水车薪。

由于占比超过90%的国内航线供需严重失衡，带来的客座率和票价水平大幅下降，我们预计2021年行业仍将出现大幅亏损，除了三季度旺季预计盈利可能能够打平外，预计其他几个季度三大航的每个季度的亏损仍将可能达到20-30亿，**2021年全年三大航航空主业亏损每家仍将可能达到50-70亿元。**至于其他航空公司，在行业激烈价格战之下，我们预计春秋和华夏有望分别受益于低成本逆势扩张和更稳健的政府采购运力模式而实现一定的业绩增长。

另外，虽然2021年人民币有望继续出现升值，但人民币升值对于航空股价表现向来是锦上添花而不是雪中送炭，航空基本面强劲时人民币升值往往成为催化剂，但景气下降时人民币升值对股价影响不大。

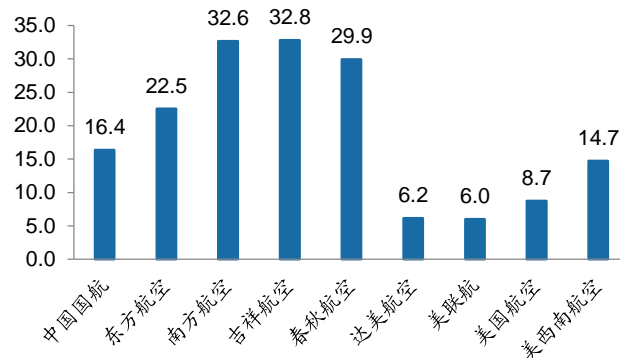
总结来看，如果欧美能够在2021年二季度普及新冠疫苗，而且随着天气转暖，输入性病例有望明显减少，那么今年下半年国内航线的需求将开始逐步恢复。但国内疫苗没有普及使得我国国际旅客入境隔离措施预计将延续，这将大幅减少旅游旅客的出行需求，预计今年国际航线的需求将比2019年下降90%左右。我们预计2021年和2022年行业运力分别同比增长6-7%和9-10%左右。综合供需情况，我们预计航空行业2021年继续延续亏损，2022年复苏可期，建议关注航空板块复苏进程。

图73：2010年以来国航股价与人民币汇率走势对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图74：中国与美国航空股公司目前股价对应2019年盈利的PE估值对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：数据统计日期为2021年6月15日收盘价

四、风险提示

海外疫情波动。若疫情加剧，可能致使航空等相关行业的相关需求面临萎缩的风险。

行业过度竞争。集运、快递等行业同质化程度较高，若价格战激化，可能致使相关行业业绩不及预期。

成本膨胀。原油、人工是多数交运公司的重要成本项，若成本快速抬升，可能致使相关行业业绩不及预期。

广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。

徐 君：高级分析师，南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。