

推荐 (维持)

高速驶向未来，航空绝处逢生

2020年05月27日

交通运输行业2020年中期策略报告

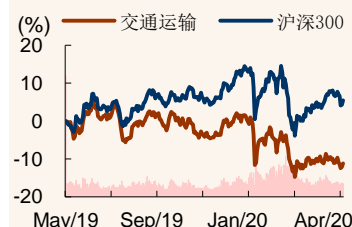
上证指数 2837

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	116	3.0
总市值 (亿元)	21152	3.6
流通市值 (亿元)	15916	3.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.1	-8.1	-9.4
相对表现	-4.1	-7.7	-17.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商交运物流周报—高速公路是刚性内需，将率先复苏》2020-05-17
- 2、《招商交运物流周报—OPEC+否认减产协议，B端物流将迎大发展》2020-04-06
- 3、《招商交运物流周报—VLCC 运价企稳抬升，国际货运受政策支持》2020-03-30

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

- **投资策略：**基于当前疫情形势，我们认为国内市场将率先复苏，首推攻防兼备的公路铁路；另外，快递仍是景气度最佳的行业，看好快递龙头中长期的成长性；航空机场行业至暗时刻已过，三四季度国内需求复苏加快，板块有望整体反弹；油运运价仍然具有支撑，预计中远海能 Q2 业绩亮眼。**推荐组合：山东高速、京沪高铁、韵达股份、春秋航空、华夏航空、南方航空、上海机场、中远海能。**
- **公路：**路产至暗时刻已过，政策端补偿免费政策的不利影响。高速于 5 月 6 日开始重新收费，收入端最大的利空已出清。伴随经济活动的重启，车流量开始加快恢复。同时部分省市上调收费标准，收入端边际转好趋势将持续。政策端利好也有望从中长期增厚路产长期价值。首推核心路产改扩建投产，基本面重新改善的**山东高速**，其估值水平较低，兼具攻防性。
- **铁路：**客运改善空间大，长期兼具稳定性及成长性。铁路客运受疫情冲击更强烈，边际改善的空间更大。5 月铁路单日客运量同比降幅已显著收窄。长期来看，铁路业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用高估值进行反馈。首推优质线路**京沪高铁**，短期客流和车次恢复带来的业绩改善确定性高，中长期看业绩及现金流兼具稳定性及成长性。
- **快递：**快递仍是景气度最佳的行业，一线快递加速分化。电商需求维持景气，Q2 单量增速有望达 30%+，全年行业增速看向 20%。在行业价格战持续，竞争格局充满变数的背景下，我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐单票成本具有优势，市占率快速增长的**韵达股份**，中通快递 (ZTO.N)；中长期来看，中通、韵达有望成为电商快递领域的绝对龙头。
- **航空机场：**至暗时刻已过，静待航空客流复苏。短期来看，航空业至暗时刻已过，三四季度国内市场复苏将加快，届时航司现金流将出现明显改善。中期来看，21 年客流有望超过疫情前水平。长期来看，疫情过后，航空业集中度将得到提升，竞争格局将更加明晰。重大危机时期往往就是航空股的最佳投资时点，当前航空股 PB 估值处于历史低点 (约 0.9x)，未来估值将逐步修复至 1.2-1.5x。从机场角度来看，我们仍然看好一线机场产能扩张带来的流量变现。另外，香化消费升级+海外免税回流仍将持续支撑免税收入维持较快增长。重点推荐**春秋航空、华夏航空、南方航空、上海机场**。
- **风险提示：**宏观经济下滑、疫情扩散超预期、油价大幅上涨等

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
山东高速	5.93	0.63	0.49	0.74	12.1	8.0	1.0	强烈推荐-A
京沪高铁	6.20	0.29	0.21	0.26	29.2	23.6	1.7	强烈推荐-A
韵达股份	33.41	1.19	1.27	1.60	26.3	20.9	5.4	强烈推荐-A
春秋航空	34.68	2.01	0.83	2.53	41.9	13.7	2.2	强烈推荐-A
华夏航空	13.24	0.84	0.94	1.33	14.0	10.0	3.2	强烈推荐-A
南方航空	5.04	0.22	(0.25)	0.49	(20.4)	10.3	1.0	强烈推荐-A
上海机场	68.38	2.61	1.35	2.80	50.7	24.4	4.1	强烈推荐-A
中远海能	6.38	0.11	0.77	0.69	8.3	9.2	0.9	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、疫情影响下，交运板块受明显冲击	5
1. 市场表现.....	5
2. 板块观点.....	7
3. 重点公司业绩汇总以及估值对比	8
二、航空：至暗时刻，静待曙光.....	9
三、机场：利空出尽，反转将至	13
四、快递：龙头分化，格局将变	15
五、公路、铁路：高分红稳增长，静待边际改善	20
1. 免费通行结束，高速公路走出至暗时刻	20
2. 铁路客运业务自 5 月起开始加快恢复.....	23
六、油运：油运龙头，王者归来	24
七、投资建议	26
八、风险提示	27

图表目录

图 1：申万交运及沪深 300 涨跌幅（截至 2020/05/27）	5
图 2：2020 年以来交运子板块涨跌幅.....	5
图 3：交运行业营业收入情况（单位：亿元）	5
图 4：交运行业细分板块营业收入情况对比	5
图 5：交运行业归母净利润情况（单位：亿元）	6
图 6：交运行业细分板块归母净利润情况对比.....	6
图 7：交运行业子板块 PE 估值（截至 2020/05/27）	6
图 8：交运行业子板块 PB 估值（截至 2020/05/27）	6
图 9：全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况	10
图 10：五家航司 ASK 月度增速对比	10
图 11：五家航司 RPK 月度增速对比	10
图 12：五家航司客座率月度增速对比	10
图 13：各航空公司货币资金/短期债务比例	11
图 14：各航司登机数（百万）及同比变化（5.1-5.22）	12
图 15：各航司座公里（亿）及同比变化（5.1-5.22）	12

图 16: 各航司座公里收入（元）及同比变化（5.1-5.22）	12
图 17: 各航司客座率及同比变化（5.1-5.22）	12
图 18: 枢纽机场飞机起降架次同比增速	13
图 19: 枢纽机场旅客吞吐量同比增速	13
图 20: 枢纽机场货邮吞吐量同比增速	13
图 21: 2020 年 Q1 快递业务量增长 3.2%	15
图 22: 2020 年 Q1 快递业务收入下降 0.6%	15
图 23: 2020 年 Q1 快递单票收入下降 3.62%	15
图 24: 截至 2020 年 4 月，快递业 CR8 为 84.5	15
图 25: 主要快递上市公司业务量（2020Q1）	16
图 26: 主要快递上市公司净利润（2020Q1）	16
图 27: 主要快递上市公司营业收入（2020Q1）	16
图 28: 主要快递上市公司营业成本（2020Q1）	16
图 29: 主要快递上市公司单票收入（2020Q1）	16
图 30: 主要快递上市公司单票成本（2020Q1）	16
图 31: 主要快递上市公司单票毛利（2020Q1）	17
图 32: 主要快递上市公司单票扣非净利（2020Q1）	17
图 33: 主要快递公司业务量情况（20 年 4 月）	17
图 34: 主要快递公司单票收入情况（20 年 4 月）	17
图 35: 加盟制快递业 CR4 变化猜想	18
图 36: 公路当月客运量走势（2019.1-2020.4）	20
图 37: 公路当月客运周转量走势（2019.1-2020.4）	20
图 38: 公路当月货运量走势（2019.1-2020.4）	21
图 39: 公路当月货运周转量走势（2019.1-2020.4）	21
图 40: 高速公路公司 Q1 归母净利	21
图 41: 高速公路每日通行量	21
图 42: 高速公路板块通常在熊市时具备超额收益	22
图 43: 板块内各标的 2019 每股分红及股息率	22
图 44: 铁路当月客运量走势（2019.1-2020.4）	23
图 45: 铁路当月客运周转量走势（2019.1-2020.4）	23
图 46: 铁路当月货运量走势（2019.1-2020.4）	23

图 47: 铁路当月货运周转量走势 (2019.1-2020.4)	23
图 48: 铁路运输公司 Q1 归母净利.....	24
图 49: 铁路每日通行量	24
图 50: VLCC-TD3CTCE 运价走势 (单位: 美元/天)	25
图 51: 布伦特原油价格走势 (单位: 美元/桶)	25
图 52: 交通运输行业历史 PEBand	27
图 53: 交通运输行业历史 PBBand	27
表 1: 重点公司 2020 年第一季度业绩汇总	8
表 2: 重点公司 19-21 年盈利预测与估值对比表 (截至 2020/05/27)	9
表 3: 上市航司 2020 年一季报业绩对比	11
表 4: 20 年一季度机场经营数据跟踪	14
表 5: 上海机场、白云机场 4 月经营数据汇总.....	14
表 6: 上市机场 2020 年一季报业绩对比	14
表 7: 集齐“四通”, 阿里布局物流业.....	18

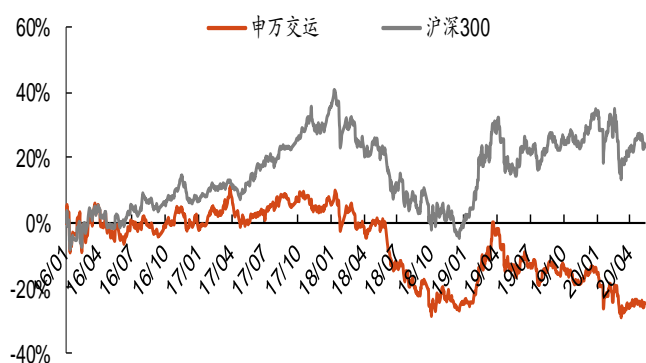
一、疫情影响下，交运板块受明显冲击

1. 市场表现

市场受疫情冲击明显，航空首当其中。2020 年以来，市场在春节前夕保持较强增长态势，但 2 月份受疫情影响出现明显下跌。随后，国家出台严格的防疫措施，国内疫情得到明显控制，3 月份以来，市场出现复苏。交运板块由于其行业特性，在疫情冲击下受到影响最为明显。从子板块涨跌来看，航空今年累计跌幅最大，为 24.7%，其次为航运，累计跌幅达 18.5%；物流、公交板块受到影响较小。

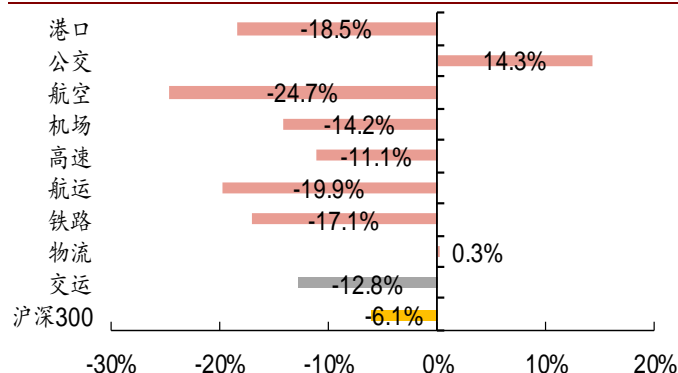
2020 年第一季度，交运板块业绩受疫情影响较大，实现收入 5237 亿元，同比仅增 1.97%；实现归母净利润-90 亿元，同比下降 124%。其中净利润降幅较大的子板块包括航空（-327%YOY）、公交（-137%YOY）、高速（-136%YOY），归母净利润出现增幅的板块只有航运，同比+29%。

图 1：申万交运及沪深 300 涨跌幅（截至 2020/05/27）



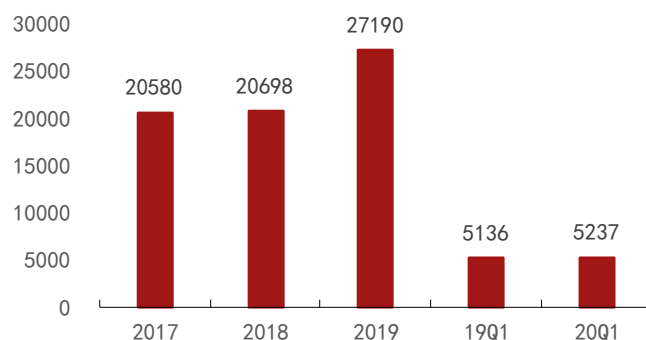
资料来源：Wind、招商证券

图 2：2020 年以来交运子板块涨跌幅



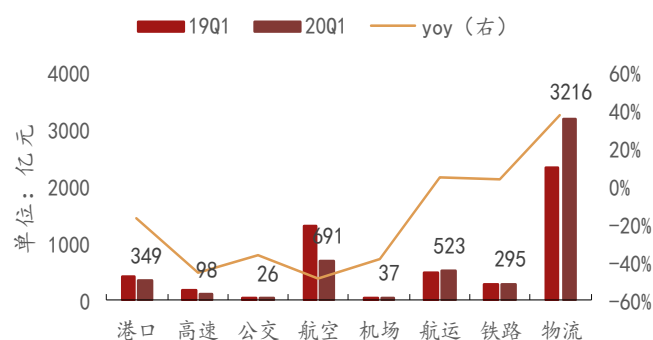
资料来源：Wind、招商证券

图 3：交运行业营业收入情况（单位：亿元）



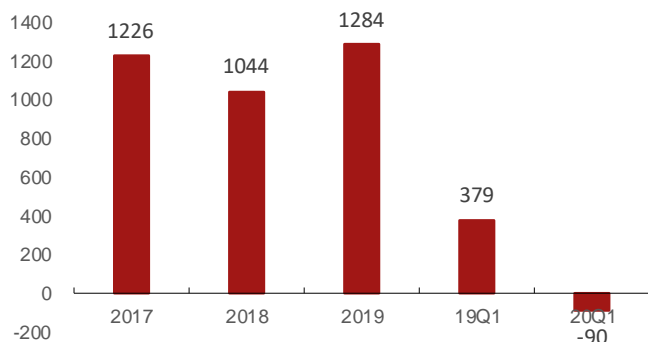
资料来源：Wind、招商证券

图 4：交运行业细分板块营业收入情况对比



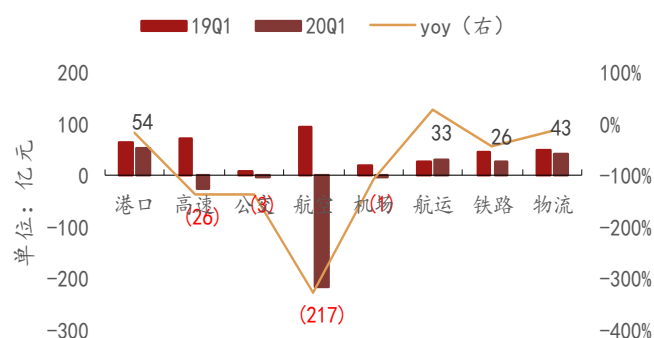
资料来源：Wind、招商证券

图 5: 交运行业归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

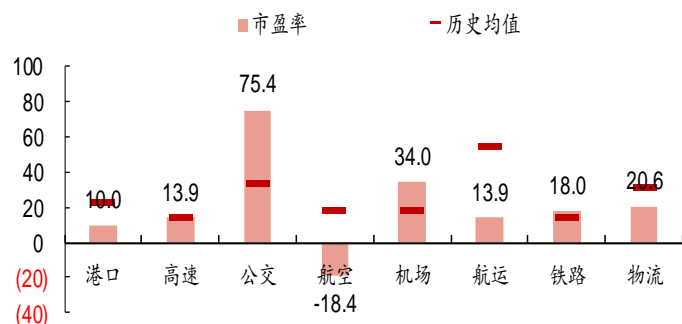
图 6: 交运行业细分板块归母净利润情况对比



资料来源: Wind、招商证券

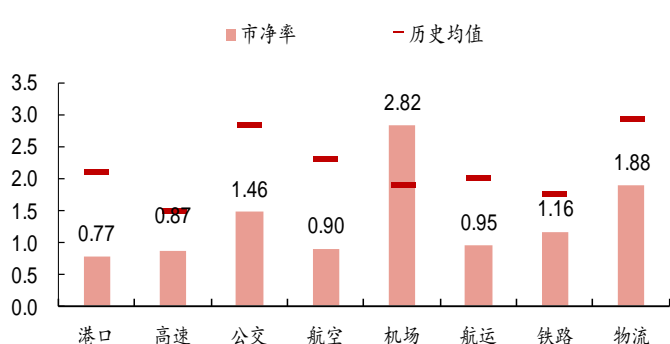
从估值角度来看, 机场板块仍具有较强的防御性, 航空、港口、高速、航运 PB 值都跌入 1 以内。当前机场处于历史高位, 而其余子版块位于中枢值偏低区域。截至 2020 年 5 月 27 日, 机场板块 PE 为 34, PB 为 2.82; 历史 PE 均值为 19.5, PB 均值为 1.89。

图 7: 交运行业子板块 PE 估值 (截至 2020/05/27)



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 交运行业子板块 PB 估值 (截至 2020/05/27)



资料来源: Wind、招商证券

重点细分板块 20Q1 业绩概况:

航空: 新冠疫情冲击下, Q1 航空客流锐减, 国际航空出行受到更加严格的限制。航空板块整体营收达 691 亿元, 同比-48%, 归母净利润为亏损 217 亿元, 同比-327%。三大航一季度亏损均值达 47 亿元。春秋航空由于成本管控较好, 亏损幅度较小; 运力采购模式为华夏航空提供了业绩的安全垫, Q1 仅亏损 1 亿元; 宽体机 (计划投入国际航线) 停飞使得吉祥航空的成本负担增加, 与同规模的春秋航空相比亏损幅度较大。

机场: 机场板块受疫情冲击也同样明显, Q1 整体营业收入达 37 亿元, 同比-38%; 同时机场的成本相对刚性, 因此利润降幅较大, Q1 机场板块归母净利润为亏损 1 亿元, 同比下降 105%。枢纽机场旅客吞吐量均出现 30% 以上的下降, 航空业务以及非航业务 (免税+广告+有税) 均受到明显冲击。上海机场盈利不到 1 亿元, 白云机场、深圳机场分别亏损 0.6 亿元、1.2 亿元。

快递: 疫情下快递板块也受到相应的冲击。但随着复工复产加快, 电商积极促销, 3 月以来业务量实现快速恢复, 预计 Q2 整体单量增速将超 30%。总体来看, Q1 物流板块营收为 3216 亿元, 同比+38%; 归母净利润为 43 亿元, 同比+12%, 下降幅度相对较

小。上市公司中，顺丰控股在疫情期间竞争优势凸显，单量快速增长，但是成本端也有较大增长，Q1 扣非利润同比基本维持不变；通达系在疫情期间业务量锐减，韵达、圆通、申通 Q1 分别盈利 3.3 亿元（同比-41%），2.7 亿元（同比-26%），申通 0.6 亿元（同比-86%）。

公路：疫情引发的隔离措施致使高速公路车流量遭遇负面冲击，同时免收通行费政策（2 月 17 日至 5 月 6 日）致使通行费收入归零，Q1 板块营业收入为 97.1 亿元，同比-47.7%；成本因折旧摊销、养护成本等相对刚性，但部分公司新投路产拉高板块总体营业成本，Q1 板块营业成本达到 91.9 亿元，同比+7.8%。总体而言，高速公路板块在 Q1 表现不佳，仅重庆路桥、龙江交通、东莞控股保持微利，其余均陷入亏损，板块整体归母净利润为-25.9 亿元，同比-136%。行业龙头宁沪高速、招商公路、山东高速分别亏损 0.3/7.1/3.2 亿元。

铁路：疫情对铁路客运影响较大，2 月开始铁路客运量下降 80%以上，至 3 月末方才收窄至 70%以内，Q1 客运量、客运周转量分别同比-55.1%、-69.3%。相对而言，货运受到影响较小，Q1 货运量、货运周转量分别同比-18.4%、-13.6%。铁路运输板块 Q1 营业收入、成本分别为 295.1、254.5 亿元，同比+3.7%、+14.1%；归母净利润为 26.2 亿元，同比-42.1%。由于对客运和货运的负面影响存在一定差异，上市公司的盈利走势出现一定分化，以货运为主的标的明显好于客运，虽大秦线因煤炭下水需求疲软致使 Q1 运量下降约 20.4%，但盈利降幅 35.8%优于广深铁路的 218.4%和京沪高铁的 86.3%。

航运：受疫情以及多方综合因素影响，油价出现明显下跌，原油运输需求出现明显上升。即期油运运价 Q1 均值为 7.5 万美元/天，达到历史高位。中远海能外贸油运收入增幅较大，受制裁影响下 Q1 净利润仍然达到 6.3 亿元，同比+47%。

2. 板块观点

航空（推荐）：最差的时期已经过去，静待航空客流复苏。

此次新冠疫情扩散程度远超 03 年，对全球航空业的冲击也更大。短期来看，航空业至暗时刻已过，三四季度国内市场复苏节奏将加快，航司现金流将出现明显改善。中期来看，21 年客流有望超过疫情前水平。长期来看，疫情过后，航空业集中度将得到提升，在此次冲击下生存下来的航司将迎来更好的竞争环境。重大危机时期往往就是航空股的最佳投资时点，当前航空股 PB 估值处于历史低点（约 0.9x），我们坚信未来估值将逐步修复至 1.2-1.5x。重点推荐春秋航空（复苏较快，现金流改善明显）、华夏航空（支线市场率先复苏）、南方航空（弹性较大）。

机场（推荐）：旅客吞吐量短期锐减，但中长期价值影响有限

机场拥有交运基础设施行业最好的赛道，护城河明显，抗风险能力强。随着复工复产，预计 Q2 机场旅客吞吐量将恢复至疫情前的 60%，预计下半年将逐季改善。我们判断 20 年为业绩低点，21 年业绩将有明显复苏；中长期仍然看好一线机场产能扩张带来的流量变现。另外，香化消费升级+海外免税回流仍将持续支撑免税收入维持较快增长。重点推荐上海机场。

快递（推荐）：快递仍是景气度最佳的行业，一线快递加速分化

电商需求维持景气，Q2 单量增速有望达 30%+，全年行业增速看向 20%。在行业价格战

持续，竞争格局充满变数的背景下，我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐单票成本具有优势，市占率快速增长的韵达股份，中通快递（ZTO.N）。中长期来看，中通、韵达有望成为电商快递领域的绝对龙头。

公路（推荐）：路产至暗时刻已过，政策端补偿免费政策的不利影响

高速公路于5月6日开始重新收费，收入端最大的利空已经出清。伴随经济活动的重启，车流量开始加快恢复。最新的高频数据显示，全国高速公路车流量已同比转正。同时部分省市上调收费标准，收入端边际转好趋势将持续。在成本端较为稳定的情形下，预计高速公路板块业绩有望逐季改善。政策端给予补贴或延长经营期限的补偿也有望从中长期增厚路产长期价值。首推核心路产改扩建投产，基本面重新改善的山东高速，其估值水平在行业中相对低估，且高分红政策有望延续，兼具攻防性。

铁路（推荐）：客运改善空间大，长期兼具稳定性及成长性

相较于铁路货运，客运受疫情冲击更强烈，但随之而来边际改善的空间也更大。截至5月21日，铁路单日发送客运量同比降幅已收窄至42.6%，较2月时90%左右出现了明显改善，且该趋势仍在持续。长期来看，铁路行业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用高估值进行反馈，可关注相关的资本运作可能。首推优质线路京沪高铁，短期客流和车次恢复带来的业绩改善确定性高，中长期看业绩及现金流兼具稳定性及成长性。

油运（推荐）：4月运价均值超17万美元，中远海能Q2业绩将超预期

展望全年，我们仍然预计20年VLCC供需差将达到4个百分点，全年运价均值有望突破7万美元/天。虽然下半年可能迎来去库存周期，但老船逐步拆解（目前15+船龄船舶占比达23%）+新船交付较少（前期在手订单运力占比约7%）将平衡市场运力，全年运价仍有较强支撑。重点推荐中远海能。受制裁情况下中远海能Q1业绩仍表现亮眼，如全部参与运营，能够多贡献约3亿元利润，预计Q2释放业绩弹性。另外，公司也有望在高位寻求期租提前锁定全年利润。基于前期运价数据，考虑到航线运输周期，我们预计Q2公司VLCC整体运价均值为11万美元/天，Q2净利润有望达到20亿元。

3. 重点公司业绩汇总以及估值对比

表1：重点公司2020年第一季度业绩汇总

板块	公司	营收 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	扣非净利润 (亿元)	同比
航空	南方航空	211.4	-44%	-52.6	-299%	-53.5	-318%
	东方航空	154.5	-49%	-39.3	-296%	-40.5	-309%
	中国国航	172.6	-47%	-48.1	-276%	-48.8	-284%
	春秋航空	23.8	-34%	-2.3	-148%	-2.9	-164%
	华夏航空	10.5	-16%	-1.0	-212%	-1.0	-221%
	吉祥航空	23.8	-42%	-4.9	-223%	-5.5	-269%
机场	白云机场	13.1	-35%	-0.6	-126%	-1.9	-180%
	上海机场	16.4	-41%	0.8	-94%	0.8	-94%
	深圳机场	5.6	-38%	-1.2	-170%	-1.2	-169%
航运	中远海能	40.7	6%	6.3	47%	6.3	48%
	中远海特	19.9	1%	0.0	-85%	0.0	-86%
	中远海控	361.1	3%	2.9	-58%	0.8	-86%
	大秦铁路	161.7	-18%	25.7	-36%	25.7	-36%

铁路公路	广深铁路	37.7	-26%	-4.6	-218%	-4.6	-220%
	山东高速	7.4	-54%	-3.2	-152%	-3.4	-156%
	京沪高铁	51.4	-36%	3.2	-86%	4.3	-83%
	宁沪高速	9.6	-59%	-0.3	-103%	-0.4	-104%
物流	韵达股份	56.2	-16%	3.3	-41%	2.6	-48%
	申通快递	35.7	-21%	0.6	-86%	0.2	-94%
	圆通速递	55.3	-14%	2.7	-26%	2.3	-34%
	顺丰控股	335.4	40%	9.1	-28%	8.3	0%
	嘉友国际	6.1	-36%	0.5	-31%	0.5	-28%
	传化智联	35.9	-25%	0.2	-91%	0.0	-98%
	建发股份	674.6	25%	14.7	234%	10.3	179%
	铁龙物流	42.3	24%	1.4	14%	1.3	6%
	上港集团	54.0	-34%	16.7	-13%	15.6	-16%
	华贸物流	21.8	5%	0.6	-17%	0.6	-19%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：重点公司 19-21 年盈利预测与估值对比表（截至 2020/05/27）

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E			
南方航空	5.04	0.22	-0.25	0.49	-11%	-220%	298%	22.9	-20.4	10.3	1.04	-9.0%	649
中国国航	6.45	0.47	-0.16	0.52	-13%	-135%	431%	13.7	-41.3	12.5	1.05	-1.3%	937
春秋航空	34.68	2.01	0.83	2.53	23%	-59%	206%	17.3	41.9	13.7	2.17	7.8%	318
吉祥航空	9.07	0.54	-0.12	0.76	-19%	-124%	719%	16.8	-74.2	12.0	1.77	1.0%	178
白云机场	15.01	0.48	0.10	0.56	-11%	-75%	436%	31.3	150.4	26.8	1.88	4.3%	311
上海机场	68.38	2.61	1.35	2.80	19%	-48%	107%	26.2	50.7	24.4	4.11	11.6%	1318
深圳机场	7.65	0.29	0.18	0.32	-11%	-36%	73%	26.4	42.5	23.9	1.31	2.5%	157
中远海能	6.38	0.11	0.77	0.69	311%	746%	-10%	59.6	8.3	9.2	0.90	1.9%	304
中远海特	2.93	0.05	0.06	0.07	17%	28%	23%	62.3	48.8	39.5	0.65	0.8%	63
中远海控	3.17	0.56	0.12	0.21	450%	-79%	78%	5.7	26.9	15.1	1.08	17.8%	389
大秦铁路	6.81	0.92	0.77	0.91	-6%	-17%	18%	7.4	8.9	7.5	0.87	10.5%	1012
广深铁路	2.20	0.11	0.10	0.22	-5%	-5%	31%	20.0	21.8	10.0	0.54	-0.4%	156
宁沪高速	9.89	0.83	0.40	0.92	-4%	-52%	130%	11.9	24.7	10.8	1.79	11.3%	498
韵达股份	33.41	1.19	1.27	1.60	-2%	7%	26%	28.1	26.3	20.9	5.39	17.5%	744
申通快递	18.38	0.92	0.99	1.13	-31%	7%	14%	20.0	18.6	16.3	3.06	11.5%	281
圆通速递	13.12	0.59	0.66	0.73	-12%	25%	10%	22.2	19.9	18.1	2.57	9.8%	415
顺丰控股	44.53	1.32	1.51	1.73	27%	15%	14%	33.7	29.5	25.7	4.63	12.5%	1966
嘉友国际	28.62	2.19	1.40	1.84	27%	-11%	31%	13.1	20.4	15.6	2.34	16.8%	45
建发股份	9.06	1.65	1.73	1.85	0%	5%	7%	5.5	5.2	4.9	0.79	17.5%	257
上港集团	4.00	0.39	0.38	0.42	-12%	-2%	9%	10.2	10.4	9.6	1.10	10.5%	927
传化智联	5.65	0.49	0.42	0.50	96%	-16%	19%	11.5	13.5	11.3	1.27	10.0%	184
华夏航空	13.24	0.84	0.94	1.33	103%	13%	41%	15.8	14.0	10.0	3.21	11.9%	80
京沪高铁	6.20	0.29	0.21	0.26	16%	-13%	24%	21.4	29.2	23.6	1.66	5.4%	3045
山东高速	5.93	0.63	0.49	0.74	3%	-23%	51%	9.4	12.1	8.0	0.96	6.6%	285

资料来源：公司数据、招商证券 注：标红公司的数据源于招商证券预测，其余公司的数据源于 Wind 一致预期。

二、航空：至暗时刻，静待曙光

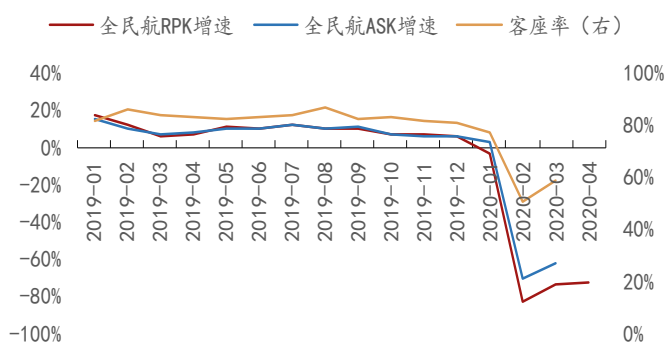
疫情下航空业遭受重大打击，3 月份客流开始缓慢复苏。2020 年 1 月下旬，新冠疫情

在国内进入迅速发展阶段，每日新增病例在2月中旬达到高峰。与此同时，国家采取严格的防疫措施，3月份后疫情基本得到良好控制，新增病例出现明显下降。与疫情相对应，2月份全民航ASK同比下降71%，RPK同比下降83%，客座率仅有50%；3月份，运力出现环比提升，ASK同比下降63%，RPK同比下降74%，客座率提升至58.6%。

国内疫情基本好转，但国外疫情状况仍较为复杂。因此从结构上看，国内民航需求逐步复苏，但是国际线需求仍存在较大压力。虽然国内疫情得到明显控制，较多区域已经无新增病例。但是国外疫情扩散仍然迅速，截至北京时间5月27日14时，国外现存确诊人数超296万人。目前我国防疫重点仍然是严防境外输入，民航局仍然坚持“五个一”政策：国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留1条，且每条航线每周运营班次不得超过1班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留1条，且每周运营班次不得超过1班。

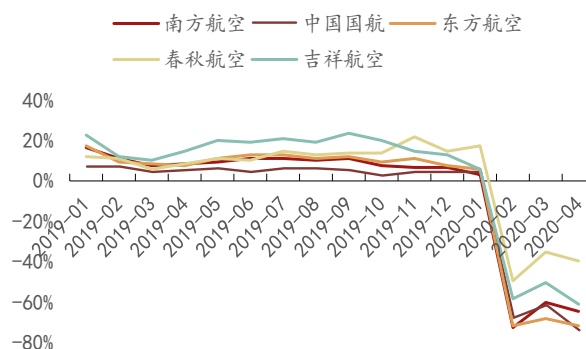
从上市五家航司的经营数据来看，春秋航空恢复情况相对较好，而三大航受国际航线拖累恢复节奏相对滞后。国内低成本龙头春秋航空在疫情下具备较强的抗风险能力，积极迎合复工复产需求，把国际线运力转投国内，3-4月份ASK已经恢复至疫情前的60-65%，客座率已经提升至70.7%。三大航由于国际长航线占比较高（其中国航占比最高），月度经营数据恢复较慢，3月份南航、国航、东航ASK增速分别为-60%/-62%/-69%，客座率分别为58%/57%/56%；4月份南航、国航、东航ASK增速-65%/-74%/-73%，客座率分别为63%/65%/64%。

图 9：全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况



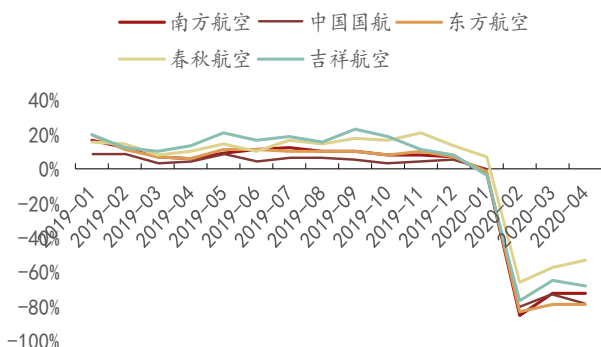
资料来源：Wind、招商证券

图 10：五家航司 ASK 月度增速对比



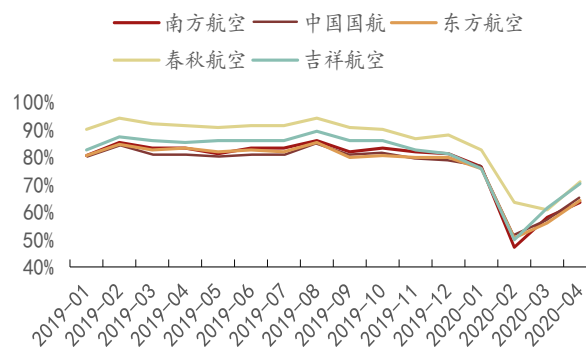
资料来源：Wind、招商证券

图 11：五家航司 RPK 月度增速对比



资料来源：Wind、招商证券

图 12：五家航司客座率月度增速对比



资料来源：Wind、招商证券

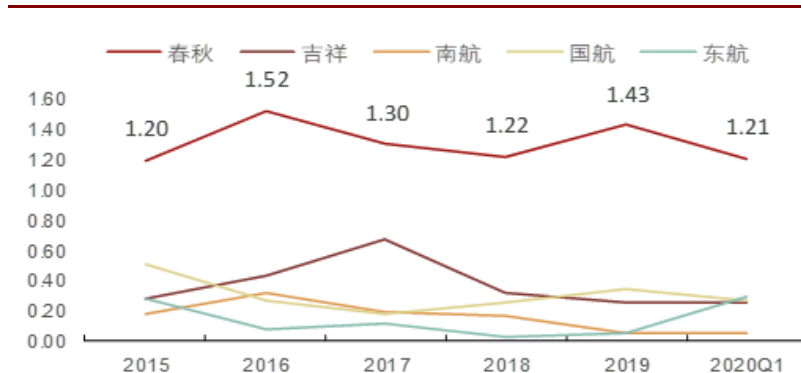
从上市五家航司的财务数据来看，三大航普遍出现较大亏损（30 亿元以上）；民营航空中春秋航空成本控制较为出色，亏损幅度小于预期。从流动性角度来看，春秋航空短期流动性充沛。

表 3：上市航司 2020 年一季度业绩对比

单位：亿元	营业收入	同比	归母净利润	同比	货币资金
国航	182.1	-45.2%	-48.1	-276%	112.0
东航	217.7	-42.9%	-52.6	-299%	18.4
南航	165.4	-46.9%	-39.3	-296%	70.4
春秋	23.8	-34.5%	-2.3	-148%	83.2
吉祥	23.8	-42.4%	-4.9	-223%	20.8
华夏	10.5	-16.1%	-1.0	-212%	15.3

资料来源：公司公告、招商证券

图 13：各航空公司货币资金/短期债务比例

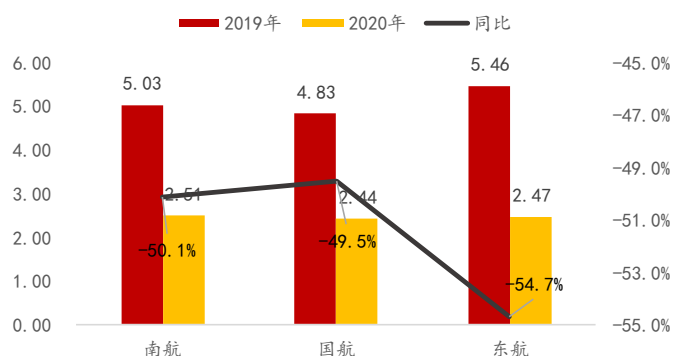


资料来源：公司公告、招商证券

短期来看，国内航空需求将率先复苏，国际航空需求将滞后。

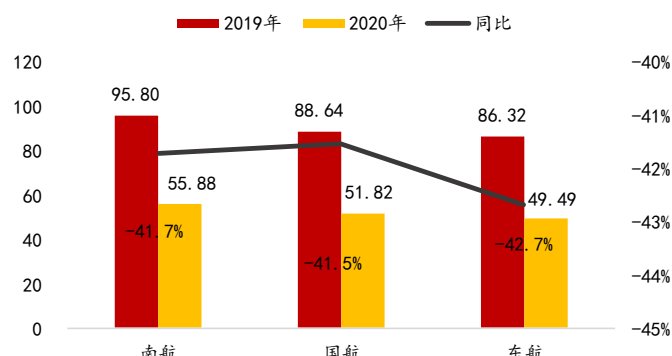
- 1) 国内商务旅客将率先复苏，同时复学潮即将来临，预计 6-8 月份国内航空需求迎来爬坡期，三四季度国内 ASK 有望恢复至疫情前的 80-90%。据中航信高频数据，5 月前三周座公里同比下降约 42%，客座率有所改善，接近 67%，但票价同比仍维持下滑趋势。
- 2) 国际线转投国内，国内市场竞争加剧，全民航票价端仍有较大压力。今年航司业绩仍然受到较大冲击。
- 3) 国际航线恢复情况仍然需要关注疫情扩散情况，今年年底有望出现转机。
- 4) 疫情导致全球客运航班锐减，客机腹仓运力缺失，全球航空货运供应链受到较大冲击。短期来看，多家航司仍将延续“客改货”政策，以期改善现金流。

图 14: 各航司登机数 (百万) 及同比变化 (5.1-5.22)



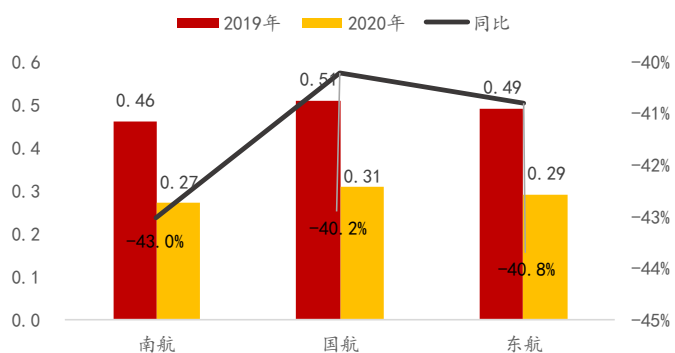
资料来源: 中航信、招商证券

图 15: 各航司座公里 (亿) 及同比变化 (5.1-5.22)



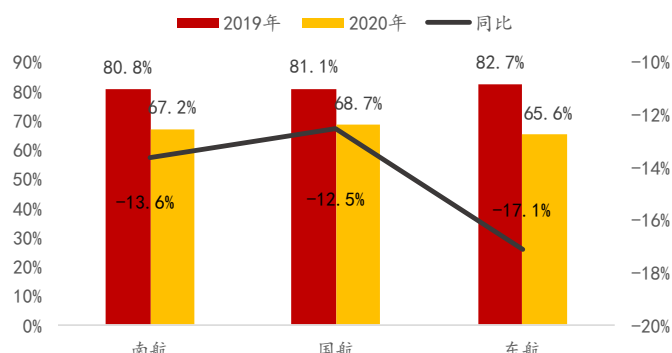
资料来源: 中航信、招商证券

图 16: 各航司座公里收入 (元) 及同比变化 (5.1-5.22)



资料来源: 中航信、招商证券

图 17: 各航司客座率及同比变化 (5.1-5.22)



资料来源: 中航信、招商证券

中长期来看, 疫情将对航空业产生深远的影响。重大危机往往有助于重塑民航业竞争格局, 也有利于国内航司重新审视发展自身战略。我们认为民航业可能有以下发展方向:

- 1) **渗透率逻辑仍然支撑航空长期景气度。**我国 19 年人均乘机次数仅为 0.47 次, 远低于美国 (近 3 次)。我们判断未来城镇化和大众化航空出行是需求增长的核心动力。未来三四线航空出行需求将崛起, 民航渗透率仍有巨大提升空间。
- 2) **远程通信技术的发展有可能永远消解部分航空商务需求, 航司应该重新审视结构性的需求变化。**远程办公软件的使用率在疫情期间得到快速提升, 这有可能导致部分航空商务出行需求的永久消失。但是因私航空出行需求 (例如旅游、探亲、求学等) 仍具有较强的稳定性, 随着人均可支配收入不断增长, 旅游消费需求仍有较大提升空间。中长期来看, 航司应该重新审视结构性的需求变化, 完善的未来航线网络布局。
- 3) **重大危机往往有助于重塑民航业竞争格局。**在此次疫情下, 全球众多航司将面临严重的流动性危机, 部分中小航司可能会破产或者被兼并重组。疫情过后, 航空业供给侧将出现明显缩减, 在重大危机下生存下来的航司有望迎来更加有利的市场竞争环境。
- 4) **重大危机有助于各航司加强自身的成本管控以及现金流管理, 提升风险应对能力。**各航司应该制定科学的机队引进计划, 避免运力盲目扩张和恶性竞争。

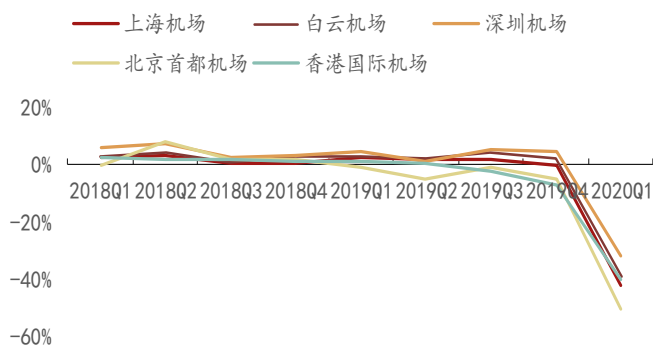
投资建议：重点推荐春秋航空（复苏较快，现金流改善明显）、华夏航空（支线市场率先复苏）、南方航空（弹性较大）。此次新冠疫情扩散程度远超 03 年，对全球航空业的冲击也更大。短期来看，航空业至暗时刻已过，三四季度国内市场复苏节奏将加快，航司现金流将出现明显改善。中期来看，21 年客流有望超过疫情前水平。长期来看，疫情过后，航空业集中度将得到提升，在此次冲击下生存下来的航司将迎来更好的竞争环境。重大危机时期往往就是航空股的最佳投资时点，当前航空股 PB 估值处于历史低点（约 0.9x），我们坚信未来估值将逐步修复至 1.2-1.5x。

三、机场：利空出尽，反转将至

与航空板块相似，疫情下机场板块也遭受较大打击。2020 年 Q1 上海机场、白云机场、深圳机场起降架次同比分别下降 43%/40%/32%，旅客吞吐量同比分别下降 57%/54%/48%；但是货邮吞吐量影响较小，三机场同比分别下降 8%/18%/2%。从区域来看，

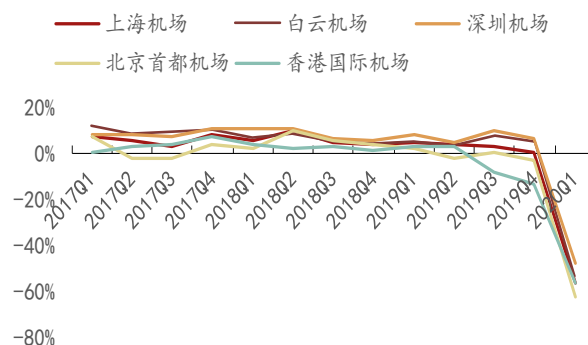
从财务数据角度来看，机场板块业绩下降幅度小于航空公司，整体抗风险能力更强。虽然机场航空收入显著减少，但是 Q1 免税扣点收入仍然维持稳定，因此整体业绩相对航司来说下降幅度较少。枢纽机场防疫压力较大，Q1 毛利率下降较为明显，利润受到较大冲击。Q1 上海机场、白云机场、深圳机场营业收入同比分别下降 41%/34%/37%，归母净利润分别为 0.8/-0.6/-1.2 亿元。

图 18：枢纽机场飞机起降架次同比增速



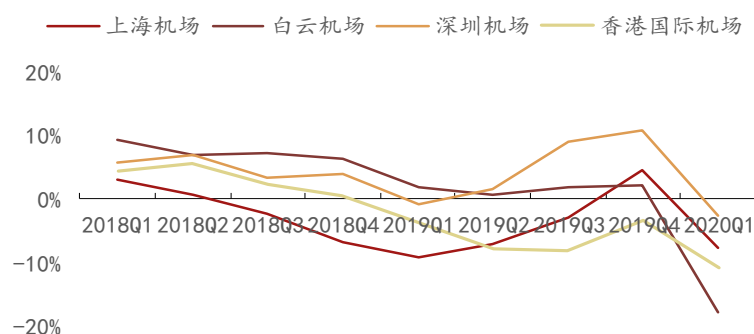
资料来源：Wind、招商证券

图 19：枢纽机场旅客吞吐量同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 20：枢纽机场货邮吞吐量同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 20 年一季度机场经营数据跟踪

	起降架次 (万次)	同比	旅客吞吐量 (万人)	同比	货邮吞吐量 (万吨)	同比
首都机场	7.30	-51%	933	-63%	-	-
浦东机场	7.30	-43%	808	-57%	74.4	-8%
白云机场	7.33	-40%	839	-54%	35.4	-18%
深圳机场	6.25	-32%	684	-48%	26.5	-2%
香港机场	6.33	-40%	817	-57%	98.8	-11%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 上海机场、白云机场 4 月经营数据汇总

	飞机起降架次 (架次)		旅客吞吐量 (万人次)		货邮吞吐量 (万吨)	
	实际	同比	实际	同比	实际	同比
上海机场	17242	-59%	81.3	-87%	32.4	10%
国内	7872	-64%	77.5	-75%	1.7	-36%
国际	7570	-54%	2.6	-99%	27.3	16%
地区	1100	-67%	1.3	-98%	3.5	7%
白云机场	18097	-54%	164.5	-72%	12.4	-22%
国内	15137	-47%	162.1	-62%	3.8	-37%
国际	2795	-72%	2.5	-98%	8.1	-13%
地区	165	-58%	0.01	-100%	0.4	1%
深圳机场	18200	-37%	182.6	-56%	10.6	-22%
国内	-	-	182.6	-51%	7.1	-37%
国际	-	-	0.0	-100%	3.1	1%
地区	-	-	0	-100%	0.5	-13%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 上市机场 2020 年一季度业绩对比

单位: 亿元	营业收入	同比	归母净利润	同比	货币资金
上海机场	16.4	-41%	0.81	-94%	95.6
白云机场	13.1	-34%	-0.63	-126%	16.5
深圳机场	5.6	-37%	-1.21	-170%	23.7

资料来源: 公司公告、招商证券

短期来看: 随着疫情基本得到控制, 国内航空需求将率先复苏, Q2 枢纽机场国内旅客吞吐量同比增速有望恢复至疫情前的 5-6 成, 三四季度国内需求复苏有望加快。同时, 国际航空市场有望在年底出现转机, 免税营业额也将出现相同变化趋势。20 年枢纽机场的免税扣点收入还需要关注其与国旅最终的协商。

中长期来看: 航空需求必将复苏, 中长期仍然看好一线机场产能扩张带来的流量变现。另外, 香化消费升级+海外免税回流仍将持续支撑免税收入维持较快增长。

投资建议: 重点推荐上海机场、积极关注白云机场。 机场拥有交运基础设施行业最好的赛道, 护城河明显, 抗风险能力强。随着复工复产学, 预计 Q2 机场旅客吞吐量将恢复至疫情前的 60%, 三四季度国内需求复苏有望加快。我们判断 20 年为业绩低点, 21 年业绩将有明显复苏, 中长期免税收入仍有较大成长空间。

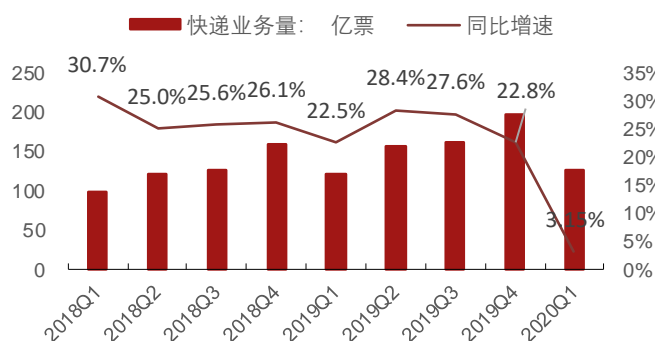
四、快递：龙头分化，格局将变

疫情导致 2020 年 1-2 月单量增速明显下滑，但随着快递业复工复产逐步推进，3、4 月行业单量增速明显复苏。

进入 3 月份，行业内价格战依然明显（义乌地区较为激烈），单票收入持续走低。从集中度来看，1-2 月由于国内疫情形势严峻，只有少数快递企业复工，CR8 攀升至 86.4；但随着疫情得到控制，各家快递企业陆续复工，CR8 环比稍有下降。但预计全年集中度仍然呈上升态势。

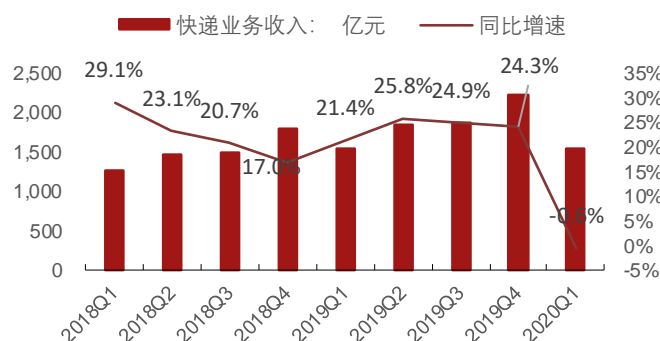
20 年 Q1，快递单量累计达 125.3 亿件，同比+3.2%，业务收入 1534 亿元，同比-0.6%。Q1 的 CR8 为 85.9，较 1-2 月下降 0.5。2020 年 4 月份，全国快递服务企业业务量完成 65 亿件，同比增长 32%；业务收入完成 364.4 亿元，同比增长 4.1%。快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 84.5，较前三月上升下降 1.4。

图 21：2020 年 Q1 快递业务量增长 3.2%



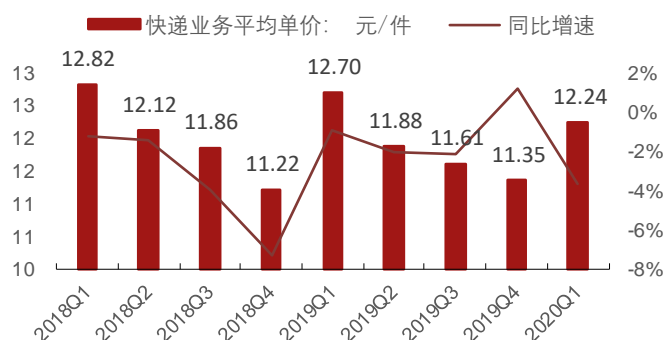
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 22：2020 年 Q1 快递业务收入下降 0.6%



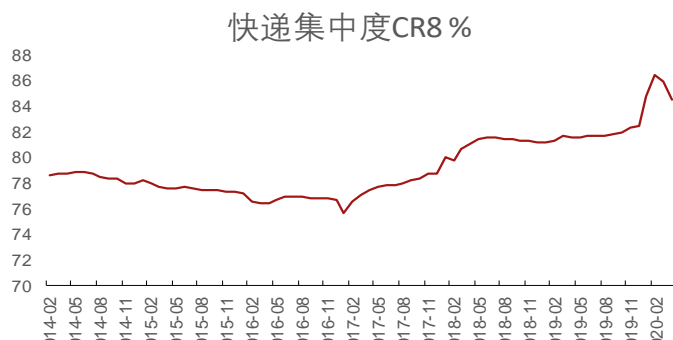
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 23：2020 年 Q1 快递单票收入下降 3.62%



资料来源：国家邮政局、招商证券

图 24：截至 2020 年 4 月，快递业 CR8 为 84.5



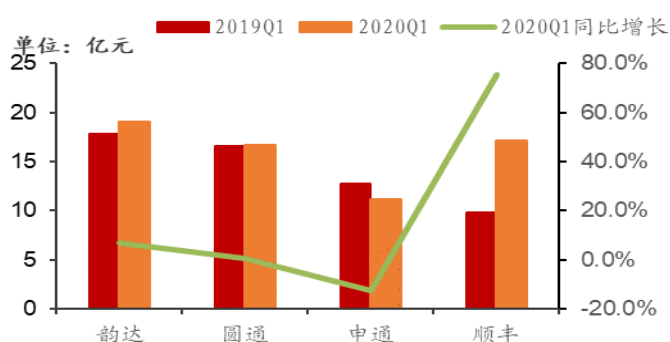
资料来源：国家邮政局、招商证券

各家快递一季度表现：顺丰逆势扩张业务，通达系业绩下滑明显。

2020Q1 受疫情影响，加盟制快递公司业务增长率放缓，同时 3 月开始面临价格战的重启，造成通达系公司收入端普遍下滑 10%-20%；仅直营体制的顺丰保持全线运转，且在疫情期间获得政府许可运送物资，实现业务量和市场份额逆势大增；产能利用率较低的情况下，固定成本对总成本的拖累逐渐显现，在成本降幅不及收入端的情况下压缩毛利空间，通达系业绩出现大幅下降；仅顺丰在业务大增的情形下扣非业绩勉强持平。总

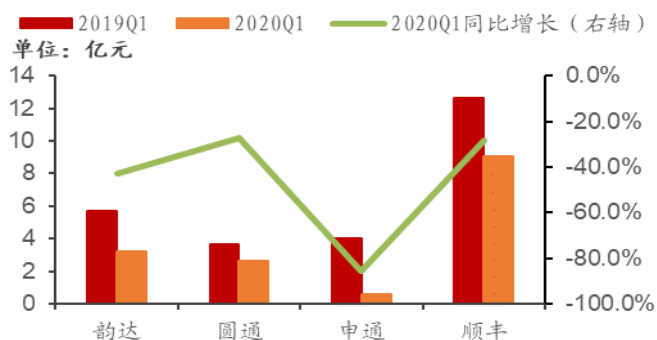
体而言，快递公司 Q1 业绩表现不佳。

图 25：主要快递上市公司业务量（2020Q1）



资料来源：国家邮政局、招商证券

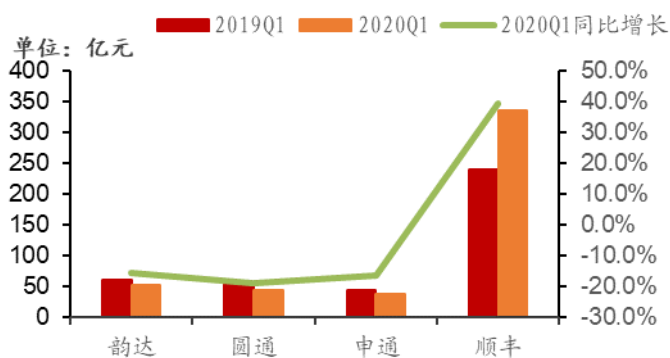
图 26：主要快递上市公司净利润（2020Q1）



资料来源：国家邮政局、招商证券

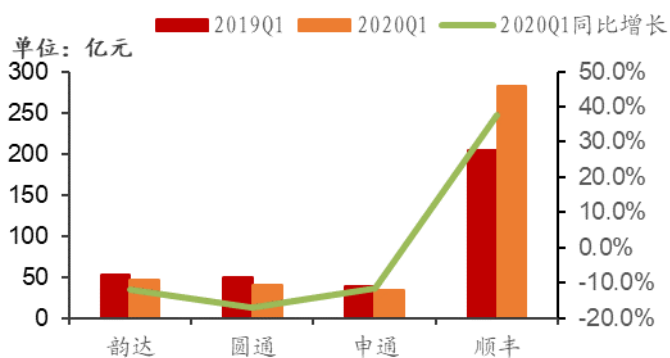
疫情期间通达系业务增速放缓，韵达增速回落至 7.1% 个位数，圆通勉强为正，申通下降 12.4%；仅直营体制的顺丰保持全线运转，且在疫情期间获得政府许可运送防疫物资和生活用品，实现业务量逆势大增 75%，市场份额大幅提升 5.6PCT。

图 27：主要快递上市公司营业收入（2020Q1）



资料来源：国家邮政局、招商证券

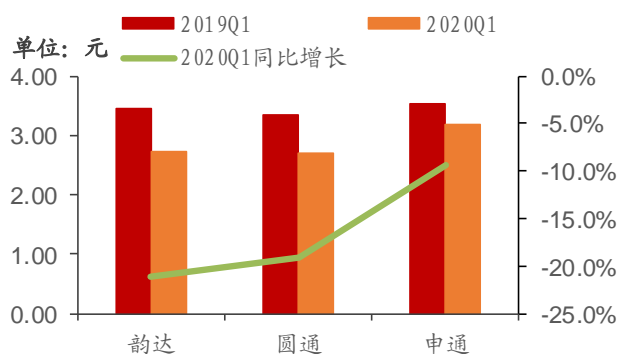
图 28：主要快递上市公司营业成本（2020Q1）



资料来源：国家邮政局、招商证券

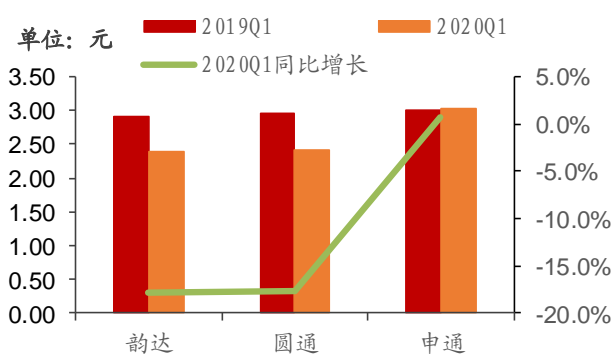
虽 2020Q1 受到高速公路自 2 月 17 日开始免收通行费的利好，同时油价在 3 月开始快速下跌，但相对刚性的成本如折旧、租赁、职工薪酬等在业务量放缓的情形下对业绩形成较大拖累，通达系公司扣非净利普遍下滑 30% 以上，仅顺丰勉强持平。

图 29：主要快递上市公司单票收入（2020Q1）



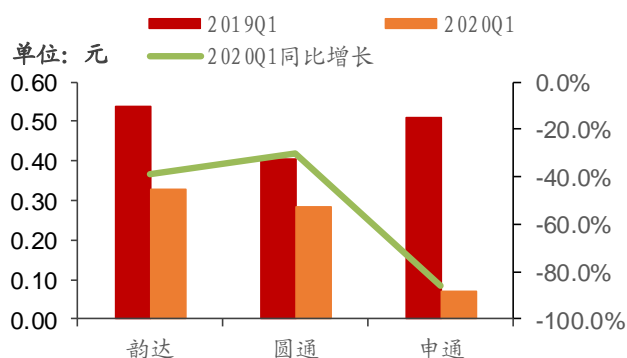
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 30：主要快递上市公司单票成本（2020Q1）



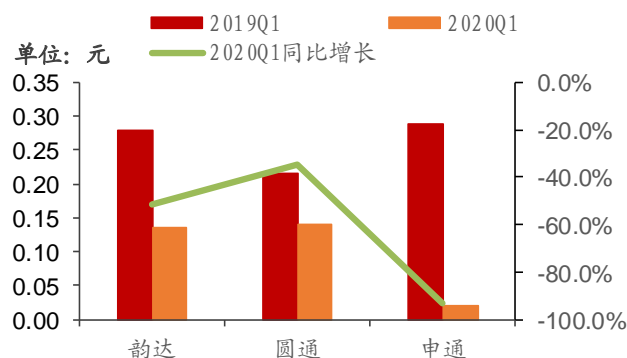
资料来源：国家邮政局、招商证券

图 31: 主要快递上市公司单票毛利 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

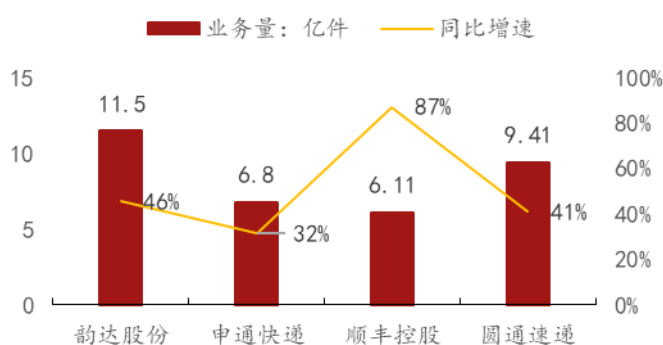
图 32: 主要快递上市公司单票扣非净利 (2020Q1)



资料来源: 国家邮政局、招商证券

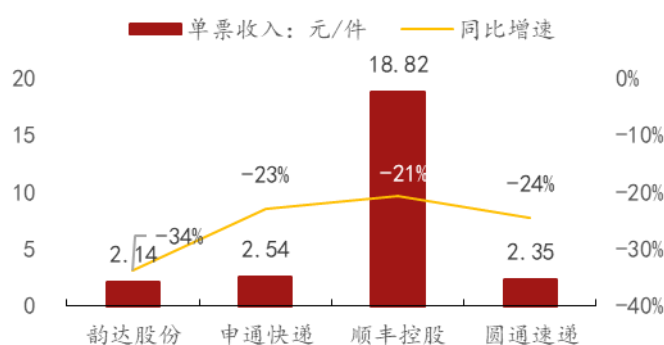
4月各家快递经营数据分析: 通达系单量增速达30%-40%，顺丰延续高增长。快递价格战仍然激烈，上市快递单票收入降幅达20%以上。受益于时效、特惠专配、同城、快运等新业务，顺丰实现快速起量，4月单量增速达88%，供应链+速运物流收入达120.4亿元，营收增长超47%。我们仍然看好顺丰在综合物流领域的强大竞争实力，未来3年利润有望得到释放。通达系中，韵达和圆通单量增速达40%以上，继续延续抢占市场份额的目标，而申通增速为30%，略低于行业均值；从市占率来看，韵达20年累计市占率扩大至16%（19年15.8%），圆通下滑至13.7%（19年14.4%），申通下滑至9.46%（19年11.6%）。

图 33: 主要快递公司业务量情况 (20年4月)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 34: 主要快递公司单票收入情况 (20年4月)



资料来源: 公司公告、招商证券

需求: 电商需求维持景气, Q2单量增速有望达30%+, 全年单量增速有望达到20%。

随着疫情逐步好转, 多举措下3、4月行业单量增速明显复苏。

1) 电商新业态支持经济线上加速转型。快递企业不断拓展新的服务模式, 协同网红经济、直播带货刺激线网上网购物需求。

2) 政府推动刺激消费需求。“双品网购节”期间业务量增速保持50%以上。

3) 湖北快速复工复产, 4月份湖北地区网点开工率近100%, 业务量恢复至疫情前水平。

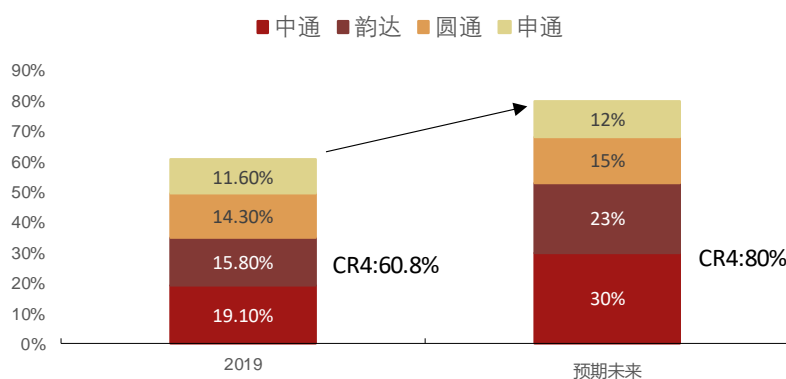
结合邮政局业绩指引, 预计5月快递单量增速仍将超30%, Q2单量增速有望达30%以上。总体来看, 预计全年电商需求维持景气, 全年快递单量增速有望达到20%。

竞争格局：行业价格战持续，二线快递出清结束，一线快递出现分化。

当前快递行业价格战仍然激烈。短期来看，受高速公路恢复收费影响，5月份多家快递上调价格，预计Q2价格战将阶段性企稳，但Q3仍有延续态势。在目前市场竞争激烈的条件下，快递单票价格可能出现较大波动，各家市占率排名也将出现波动。

中期来看，二线快递基本出清结束，CR8的提升空间已经有限，目前进入存量竞争的阶段，一线快递加速分化。我们认为电商快递中成本优势最突出，市占率最高的中通将进一步扩大市占率达到30%，韵达有望达到23%，圆通达15%，申通占12%。

图 35：加盟制快递业 CR4 变化猜想



资料来源：公司公告，招商证券

外部因素：电商布局快递，未来行业整合情况仍有变数。

目前，民营快递行业四大公司“四通一达”（中通、圆通、申通、百世（更名前为百世汇通）、韵达）已全部接受了阿里巴巴的投资。

表 7：集齐“四通”，阿里布局物流业

时间	事件	阿里系持股比例
2010 年	投资百世快递并收购汇通	27.79%
2015 年	联合旗下云锋基金投资圆通	11.06%
2018 年	联合菜鸟等投资中通	8.43%
2019 年	追加投资，入局申通	14.65%
2019	入局韵达	2%
2019-2022 年	有可能继续追加投资，控股申通	有可能达到 46%

资料来源：公司公告、招商证券 注：阿里与申通实控人签署的《购股权协议》当前并未行权，未来仍存在不确定性

疫情期间阿里电商平台物流受阻，阿里对物流环节的控制意图越发强烈。展望未来，我们认为阿里将进一步加大快递行业的股权投入，加速加盟制快递企业整合。至于整合结果如何，我们拭目以待。另外，极兔速递也在积极入局电商快递市场，并且有望与拼多多加强合作。虽然短期内暂时不及通达系快递，但是对行业格局仍然有一定的影响。

投资建议：电商需求维持景气，Q2 单量增速有望达 30%+，全年行业增速看向 20%。在行业价格战持续，竞争格局充满变数的背景下，我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐单票成本具有优势，市占率快速增长的韵达股份，中通快递（ZTO.N）。中长期来看，中通、韵达有望成为电商快递领域的绝对龙头。

1. 韵达股份：Q2 业务量快速修复，成本管控下业绩大概率正增长

收入端：预计 Q2 快递服务收入为 86.2 亿元，同比增长 5.9%。

我们预计 Q2 业务量增长为 30%，达到 33.4 亿件。依据国家邮政局预计，5 月快递单量增速有望超 30%。在此情景下，考虑到韵达股份对市场份额的加速占取和近年来由于行业水平的表现，预计 Q2 业务量增速应在 35-40% 的水平。

公司 Q1 分拣中心等产能利用率仅为 40%，目前已恢复至 70% 左右。若依此推算，则 Q2 业务量有望达到 33.4 亿件，同比增速为 31%。

预计公司 Q2 单票收入为 2.58 元，环比下滑 5%，同比下滑 19.1%，延续 19 年下行节奏。价格方面，通达系在高速公路免收通行费的情形下纷纷下调单票价格，且在 3 月下旬逐渐重启价格竞争，公司亦延续此前给予加盟商让利的行为，可比口径下 Q1 单票收入为 2.72 元（含派费收入），下调 21.1%，在行业中降幅较为突出。展望 Q2，行业价格战时有挑起，但高速公路在 5 月 6 日开始收费压制下行空间。

成本端：油价下调、固定成本摊薄有望助力成本严管控，预计 Q2 单票成本为 2.25 元，同比降 19.6%，环比降 5.8%。

公司于 2018 年起进入资本开支的高峰，在 2018-2019 两年就分拣中心分别投入 18.2、32.1 亿元，机器及运输设备转固分别为 20.5、23.2 亿元，产能扩张显著。受制于疫情影响业务难以充分放量，分拣中心等装备设施折旧对单票成本产生不利影响。另一方面，职工薪酬、租赁费用等相对刚性，制约 Q1 成本下行空间，但高速公路通行费减免为公司赢得获利空间，测算 2020Q1 单票营业成本为 2.39 元，同比下降 17.9%，但降幅不及收入端。

展望 Q2，伴随业务放量增长，相对刚性的支出对成本的拖累有望大幅降低，同时油价明显下行有望对冲高速公路通行费征收带来的影响。

- 固定资产增加 17.3 亿元，按 8 年折旧计算，则单季增加折旧 1.9 亿元，对比 Q1、Q2 业务量，则 Q2 单票折旧摊销环比降低 0.043 元；
- 办公及租赁、职工薪酬较为刚性，按业务量计算，Q2 分别环比降低 0.025 元、0.023 元；
- 运输成本中过路费与油费之比约为 4:6，假定高速公路占比为 30%，过路费 Q2 受收费时间更长环比提升 0.023 元，但油费 Q2 环比下滑 15%，则降低单票成本达 0.074 元。

盈利：预计 Q2 毛利同比增长 10.3%，净利增长 15%。

预计韵达股份 Q2 单票毛利为 0.33 元，环比持平，但同比降 15.8%。计入业务量的收据后，测算 Q2 快递服务的毛利为 11.0 亿元，同比增长 10.3%，环比大增 76.3%。若假定费用端同比无变化，考虑 25% 所得税率，则归母净利增量为 1.1 亿元，增幅为 15.0%。

2. 中通快递：预计 Q2 单量同比增速达 40%，调整后利润达 15 亿元

公司发布 20 年一季报：一季度营收 39.2 亿元（同比-14.4%），其中快递服务收入 34.1 亿元（同比-16.1%）。净利润 3.71 亿元（同比-45.6%），调整后净利润 6.35 亿元（同比-34.3%）。

复工复产加速,3月以来单量增速恢复明显。20年Q1公司实现业务量23.7亿件(+4.9%),市占率达18.9%,比去年同期上升0.3个百分点。1-2月份受疫情影响,公司单量增速下降明显;但3、4月份快递行业基本实现复工,电商持续较快发展,中通3月业务量增速为23%,4月提升至32%,预计Q2市占率将进一步提升。受市场竞争以及对合作伙伴补贴增加的影响,剔除物料销售收入和跨境业务,一季度单票快递收入下降至1.43元(19年均值为1.62元)。

Q1单票运输成本下降明显,但分拨成本受疫情影响有所上升。受益于高速通行费减免、油价下跌以及自有车队规模持续扩大,Q1单票运输成本持续下降,一季度单票运输成本0.55元,同比-0.15元。但疫情期间产能利用率较低,单票分拨成本上升至0.41元,同比+0.02元。

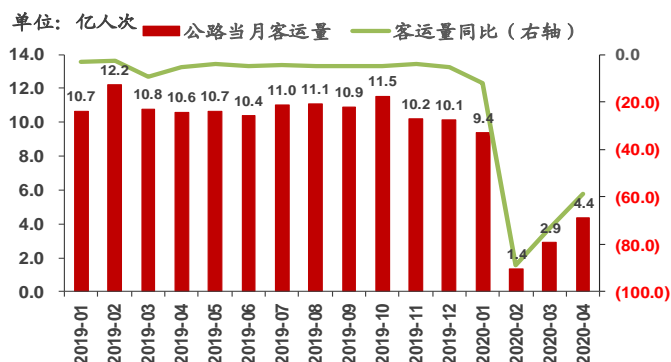
展望:结合公司业绩指引以及电商快递发展趋势,我们预计中通2020年单量达163亿,增速将达35%(行业平均增速约为20%),市占率有望提升至21.5%。考虑到价格战以及公司降本增效的情况,预计20年快递单票收入(剔除物料以及跨境收入)降至1.44元,单票运输成本比19年下降6分钱,单票分拨成本下降3分钱,单票中转成本合计下降约9分钱。快递业务单票毛利达0.39元。整体来看,全年调整后利润有望达到58亿元,同比增速约为10%以上。预计20年Q2单量同比增速达40%,利润达到15亿左右。

五、公路、铁路：高分红稳增长，静待边际改善

1. 免费通行结束，高速公路走出至暗时刻

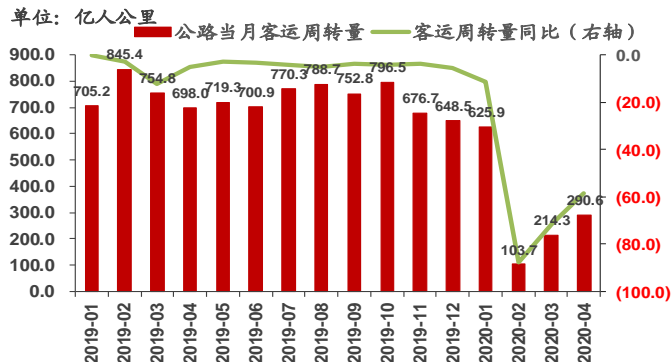
公路客运业务受疫情冲击更为严重。疫情对公路行业的影响在春节开始凸显,隔离措施如限制出行致使客运业务出现明显收缩,客运量及客运周转量在2-3月均出现70%以上的同比下滑,在疫情出现大幅缓解的4月,降幅方才收缩至60%以内。相比而言,隔离措施“对人不对物”及免收通行费政策致使公路货运受到的不利影响明显低于客运,货运量及货运周转量在2月同比下降40%,自3月开始快速修复,4月当月已开始持平。

图 36: 公路当月客运量走势 (2019.1-2020.4)



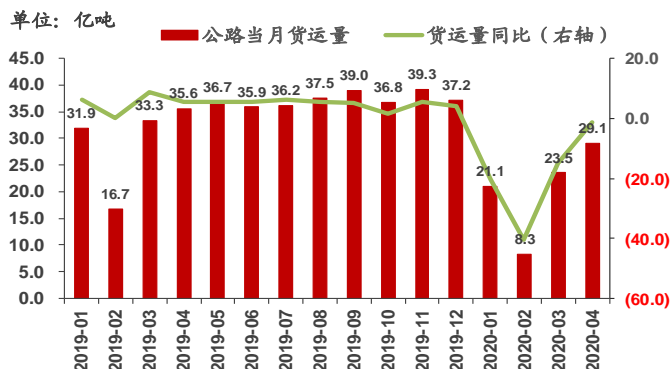
资料来源: Wind、招商证券

图 37: 公路当月客运周转量走势 (2019.1-2020.4)



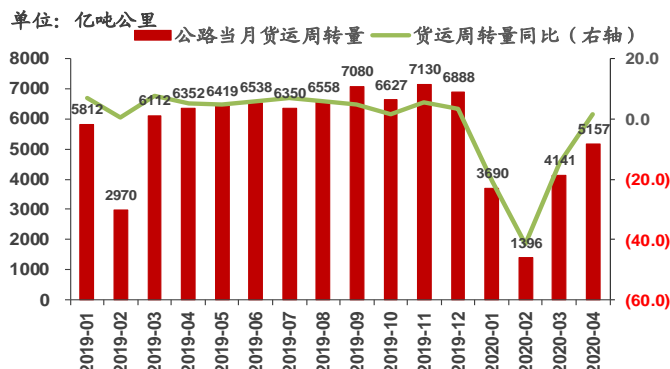
资料来源: Wind、招商证券

图 38: 公路当月货运量走势 (2019.1-2020.4)



资料来源: Wind、招商证券

图 39: 公路当月货运周转量走势 (2019.1-2020.4)

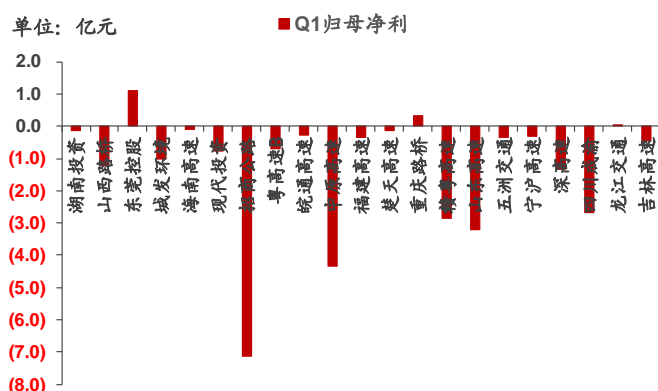


资料来源: Wind、招商证券

最新高速公路车辆日通行量已同比回正。我们也可从高速公路通行的高频数据更为直观地考量公路运输受到的影响。2-4月（其中2月为部分天数统计）的平均单日通行量为1984/2962/3649万辆、同比变化-23.7%/10.3%/25.2%。其中虽然有免收通行费对通行量的正向刺激，但从走势来看，高速公路运输业务量自2月开始不断修复的趋势是较为确定的。我们观察具备更大参考意义的5月6日恢复收费以来的每日车流量情况，已从同比下降10%逐渐回升至持平甚至微增长，印证需求端的恢复是可持续的。我们预计在接下来的时间，单日的车流量的同比增速有望回升至6%以上。

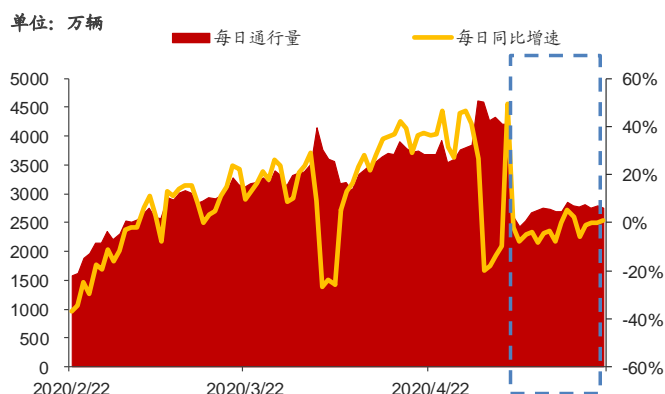
高速公路行业至暗时刻已经过去，业绩逐季改善确定性高。针对疫情的高速公路免收通行费政策施行时间为2月17日至5月6日，在此期间通行费收入归零，而成本及费用端由于折旧摊销、财务费用较为刚性，各上市公司的业绩受到明显冲击，尤其在影响时间较长的Q1，普遍表现为大幅亏损。进入Q2，免收通行费政策影响时间为36天，较Q1的55天（计入春节）有所下降，同时车流量已恢复至较为正常的水平，高速公路行业至暗时刻已经过去，业绩逐季改善的确定性较高。

图 40: 高速公路公司 Q1 归母净利润



资料来源: Wind、招商证券

图 41: 高速公路每日通行量



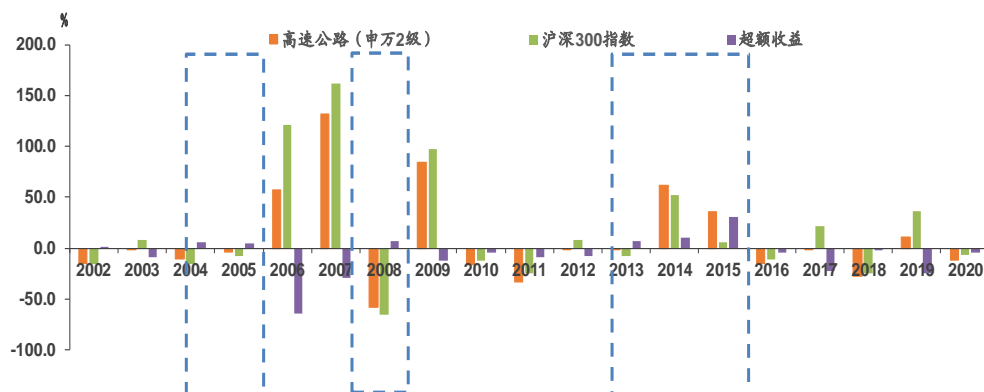
资料来源: 交通部、招商证券

政策补偿增厚板块中长期价值。依据《收费公路管理条例（修订草案）》规定，基于公共利益需要，政府政策给经营型公路造成损失的，应当通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿。目前全国性的补偿方式仍未确定，但考虑到当前各级政府的财政压力较大，预计延长经营期限是较为可行的方式。从未来现金流折现的角度来看，政策补偿将增厚板块中公司的投资价值。

估值已处历史低位，向上修复空间较大。疫情冲击使板块估值回落较大，由 1.0xPB 回落到当前 0.88x，对应历史分位 0.2% 的绝对低位。疫情叠加免费通行政策对板块仅仅是短期冲击，对长期现金流贴现价值影响较小，且政策补偿确会体现在板块内在价值上，整体的投资价值并未遭遇大幅变动。因此，板块估值存在向上修复的合理性。

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

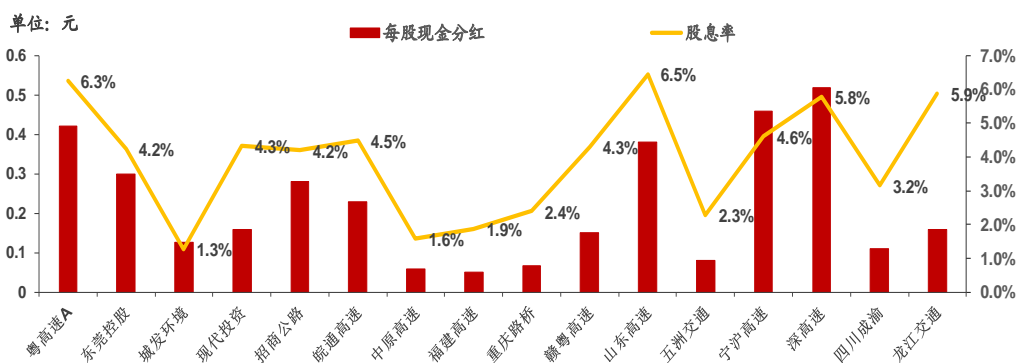
图 42：高速公路板块通常在熊市时具备超额收益



资料来源：wind，招商证券

分红具备吸引力。高速公路经营现金流较为充沛，具备较强的分红能力。2019 年板块内 21 家公司有 16 家宣告进行现金分红，分红比例大部分超过 30%，其中行业龙头宁沪高速、招商公路、山东高速派息比例分别达到 55%、60%、40%。当前受疫情冲击板块股价出现回落，测算整体股息率已达 4.2%，处于历史分位 96.7% 的水平；其中宁沪高速、招商公路、山东高速股息率分别达到 4.6%、4.2%、6.5%，具备突出的吸引力。

图 43：板块内各标的 2019 每股分红及股息率



资料来源：wind，招商证券

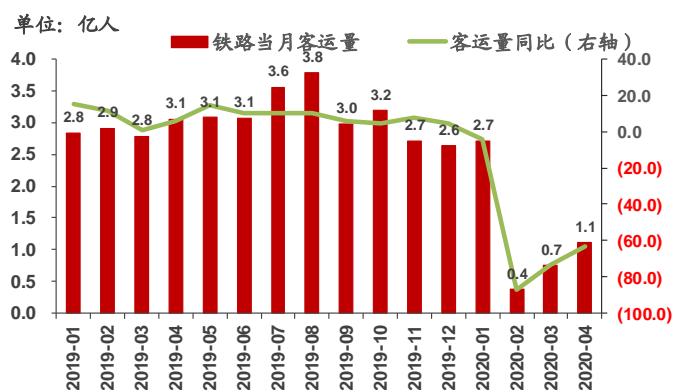
投资建议：首推基本面改善明显、分红比例大幅提升的山东高速。公司为行业龙头标的，坐拥山东省内重要高速干线，核心路产济青高速改扩建于 2019 年底完成，2020 年车流量预计较历史高峰增长 30%，推动公司路产开启新一轮业绩成长期。公司已逐步出

清房地产业务，同时将压减财务性投资，回归路产主业，打消市场对其发展方向的担忧。股权激励方案出台、分红比例大幅提升（由 30% 提高到 60%）表明公司对市场回报的高度重视。行业属性叠加公司基本面改善使公司攻防兼备，加之估值在板块内处于偏低水平（破净），配置价值凸显。

2. 铁路客运业务自 5 月起开始加快恢复

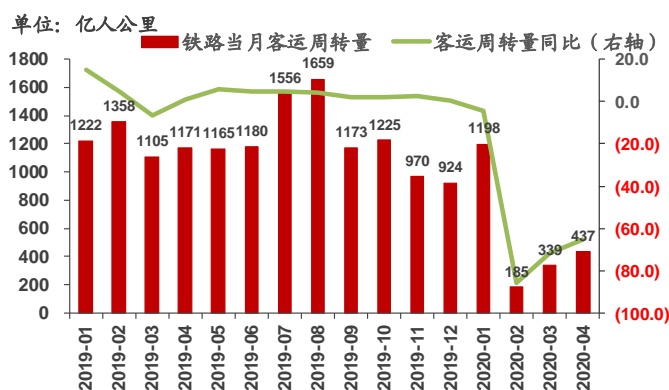
铁路客运业务在 5 月恢复速度超过公路。与公路受疫情冲击较为一致，铁路客运较货运业务恶化更为严重。由于疫情初步缓解的 3-4 月仍对人员跨省流动限制较多、大宗商品需求表现疲软，铁路客运、货运业务的恢复均慢于公路。进入 5 月，伴随疫情进一步缓解，两会确定召开时间等积极因素出现，铁路客运恢复开始赶超公路。从最新的高频数据来看，单日发送旅客人次同比降幅已收窄至 50% 左右，且向好趋势仍在持续。

图 44：铁路当月客运量走势（2019.1-2020.4）



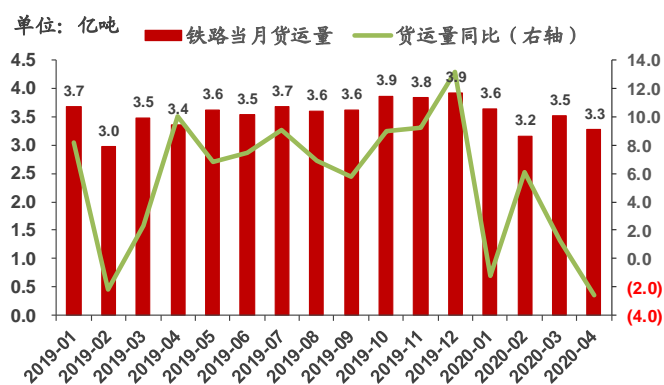
资料来源：Wind、招商证券

图 45：铁路当月客运周转量走势（2019.1-2020.4）



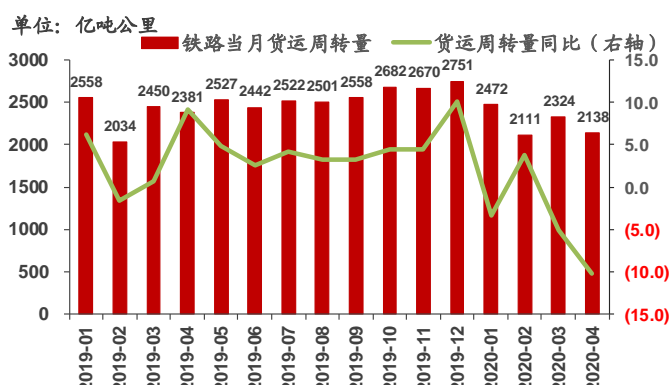
资料来源：Wind、招商证券

图 46：铁路当月货运量走势（2019.1-2020.4）



资料来源：Wind、招商证券

图 47：铁路当月货运周转量走势（2019.1-2020.4）

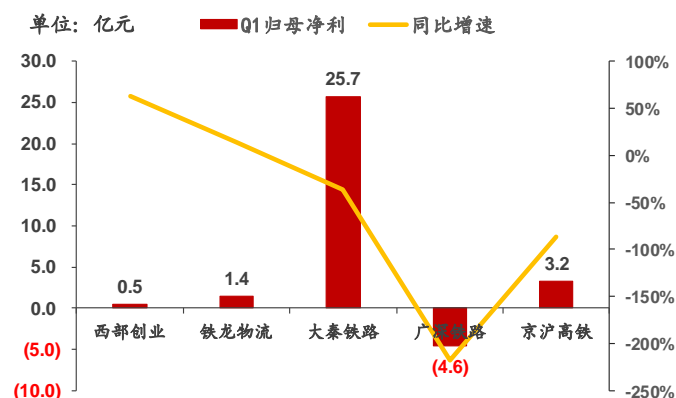


资料来源：Wind、招商证券

铁路客运业务环比改善空间较大。不同于高速公路公司作为基础设施在通行费上难以单独面向客运或货运，铁路运输公司呈现比较明显的业务分化。由于 Q1 客运业务受到冲击明显大于货运，以客运为主的标的京沪高铁、广深铁路的业绩表现明显不及以货运为主的大秦铁路等。然而伴随经济活动重启，铁路客运业务已度过至暗时刻，有望跟随人员流动放开启环比加速改善，预期京沪高铁、广深铁路应存在较大的业绩环比改善空间。

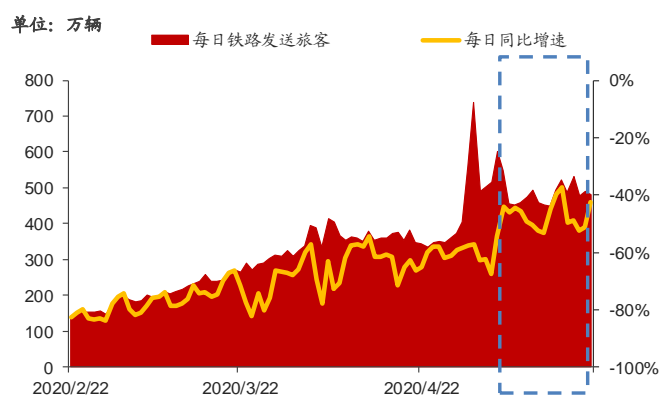
间。

图 48: 铁路运输公司 Q1 归母净利润



资料来源: Wind、招商证券

图 49: 铁路每日通行量



资料来源: 交通部、招商证券

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

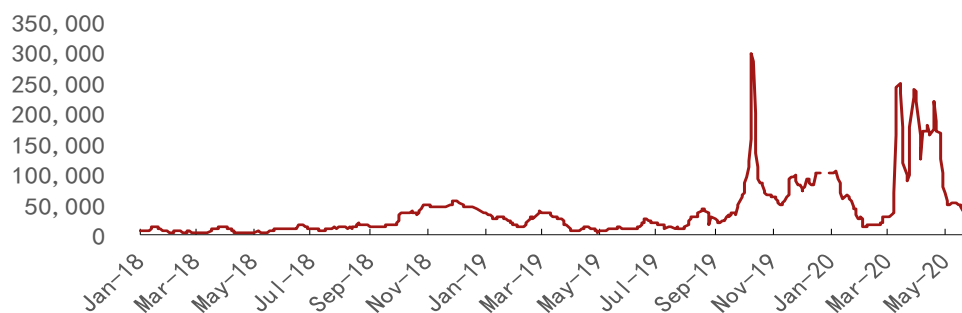
京沪高铁自上市以来，在其较为稳定的盈利下，仍能获得 30xPE、1.5PB 以上的估值，表明优质铁路资产是可以得到市场高度认可的。究其原因，一是高铁资产主要面向 C 端（消费者），列车车次（本线及跨线）、运能、票价的提升也从客观条件上给予其业绩成长的空间；二是京沪高铁相对“轻资产”的运营模式（依托线路资源委托运输服务、提供跨线路网服务）在运营效率及业绩上体现充分，而其坐拥的黄金线路资源价值已被充分认知。展望未来，有京沪高铁珠玉在前，优质的铁路资产有望借其东风，加快证券化的脚步。

投资建议：首推受益客运业务环比明显改善的高铁运输龙头标的京沪高铁。公司坐拥国内最优质的京沪高铁线路资源，为高铁运输龙头标的。疫情引发的隔离措施对铁路客运业务打击沉重，但伴随经济活动重启，出行需求已开启明显改善，公司经营的寒冬时刻已经过去，业绩环比提升的弹性逐渐被释放。长远来看，疫情的冲击仅仅是暂时的，公司作为核心资产仍然兼具成长性和稳定性，其长期竞争力及内在价值不改。

六、油运：油运龙头，王者归来

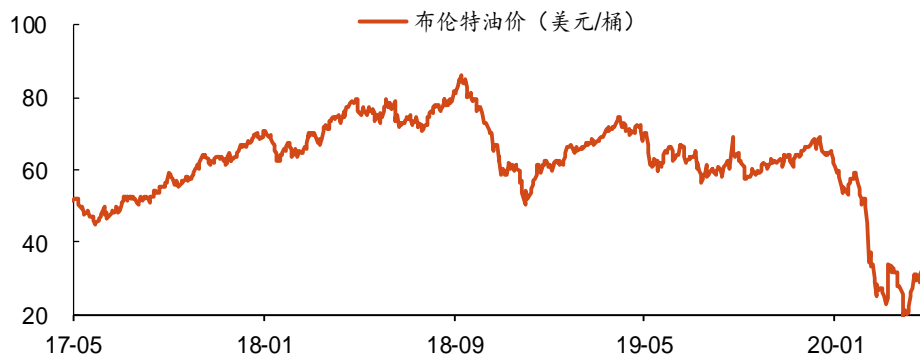
4 月 VLCC 运价均值超 17 万美元/天；进入 5 月，运价回落至 4-5 万美元/天。受疫情影响，原油需求明显下降。截至 5 月 26 日，布伦特原油报收 36.2 美元/桶。截至 5 月 26 日，VLCC-TD3TCE 即期运价目前达 4.1 万美元/天，一年期租运价保持在 4.7 万美元/天。

图 50: VLCC-TD3CTCE 运价走势 (单位: 美元/天)



资料来源: 克拉克森、招商证券

图 51: 布伦特原油价格走势 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind、招商证券

OPEC+减产不足以改变原油供需逻辑。目前产油国达成了970万桶/天规模的减产协议,但大国仍存在执行低于预期的可能,无法改变原油供给过剩的根本局面。前期补库存活动叠加需求低迷,陆上原油库存紧张,4月浮仓储油需求上升。据克拉克森,20年初全球VLCC储油运力为60多艘,合计约1980万载重吨,占比为7.9%。截至4月29日,全球共有80艘储油VLCC,运力占比提升至9.86%(基本符合我们此前判断)。

展望全年,我们仍然预计20年VLCC供需差将较为明显,全年运价均值有望突破7万美元/天。虽然下半年可能迎来去库存周期,但老船逐步拆解(目前15+船龄船舶占比达23%)+新船交付较少(前期在手订单运力占比约7%)将平衡市场运力,全年运价仍有较强支撑。

投资建议:重点推荐中远海能。受制裁情况下中远海能Q1业绩仍表现亮眼,如全部参与运营,能够多贡献约3亿元利润,预计Q2释放业绩弹性。另外,公司也有望在高位寻求期租提前锁定全年利润。基于前期运价数据,考虑到航线运输周期,我们预计Q2公司VLCC整体运价均值为11万美元/天,Q2净利润有望达到20亿元。

七、投资建议

交通运输行业总体投资策略：基于当前疫情形势，我们认为国内市场将率先复苏，首推攻防兼备的公路铁路板块；另外，快递行业仍是景气度最佳的行业，看好快递龙头中长期的成长性；航空机场行业至暗时刻已过，三四季度国内需求复苏加快，板块有望整体反弹；油运运价仍然具有支撑，预计中远海能 Q2 业绩亮眼。

投资策略组合：山东高速、京沪高铁、韵达股份、春秋航空、华夏航空、南方航空、上海机场、中远海能。

公路（推荐）：路产至暗时刻已过，政策端补偿免费政策的不利影响。

高速于 5 月 6 日开始重新收费，收入端最大的利空已出清。伴随经济活动的重启，车流量开始加快恢复。同时部分省市上调收费标准，收入端边际转好趋势将持续。政策端利好也有望从中长期增厚路产长期价值。首推核心路产改扩建投产，基本面重新改善的山东高速，其估值水平较低，兼具攻防性。

铁路（推荐）：客运改善空间大，长期兼具稳定性及成长性。

铁路客运受疫情冲击更强烈，边际改善的空间更大。5 月铁路单日客运量同比降幅已显著收窄。长期来看，铁路业投融资模式仍需优化，大量优质的高铁资产存有上市的可能，且市场愿意用高估值进行反馈。首推优质线路京沪高铁，短期客流和车次恢复带来的业绩改善确定性高，中长期看业绩及现金流兼具稳定性及成长性。

快递（推荐）：快递仍是景气度最佳的行业，一线快递加速分化。

电商需求维持景气，Q2 单量增速有望达 30%+，全年行业增速看向 20%。在行业价格战持续，竞争格局充满变数的背景下，我们认为具备较强竞争优势的行业龙头有望突出重围。重点推荐单票成本具有优势，市占率快速增长的韵达股份，中通快递（ZTO.N）；中长期来看，中通、韵达有望成为电商快递领域的绝对龙头。

航空机场（推荐）：至暗时刻已过，静待航空客流复苏。

短期来看，航空业至暗时刻已过，三四季度国内市场复苏将加快，届时航司现金流将出现明显改善。中期来看，21 年客流有望超过疫情前水平。长期来看，疫情过后，航空业集中度将得到提升，竞争格局将更加明晰。重大危机时期往往就是航空股的最佳投资时点，当前航空股 PB 估值处于历史低点（约 0.9x），未来估值将逐步修复至 1.2-1.5x。从机场角度来看，我们仍然看好一线机场产能扩张带来的流量变现。另外，香化消费升级+海外免税回流仍将持续支撑免税收入维持较快增长。重点推荐春秋航空、华夏航空、南方航空、上海机场。

油运（推荐）：4 月运价均值超 17 万美元，中远海能 Q2 业绩将超预期

展望全年，我们仍然预计 20 年 VLCC 供需差将较为明显，全年运价均值有望突破 7 万美元/天。虽然下半年可能迎来去库存周期，但老船逐步拆解（目前 15+ 船龄船舶占比达 23%）+新船交付较少（前期在手订单运力占比约 7%）将平衡市场运力，全年运价仍有较强支撑。重点推荐中远海能。受制裁情况下中远海能 Q1 业绩仍表现亮眼，如全部参与运营，能够多贡献约 3 亿元利润，预计 Q2 释放业绩弹性。另外，公司也有望在高位寻求期租提前锁定全年利润。基于前期运价数据，考虑到航线运输周期，我们预计 Q2 公司 VLCC 整体运价均值为 11 万美元/天，Q2 净利润有望达到 20 亿元。

八、风险提示

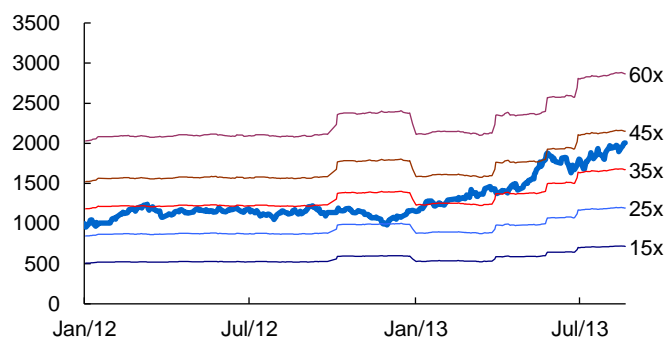
宏观经济超预期下滑：交运行业发展与宏观经济发展联系密切，如果宏观经济持续下滑，势必影响大多数公司经营业绩。

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

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

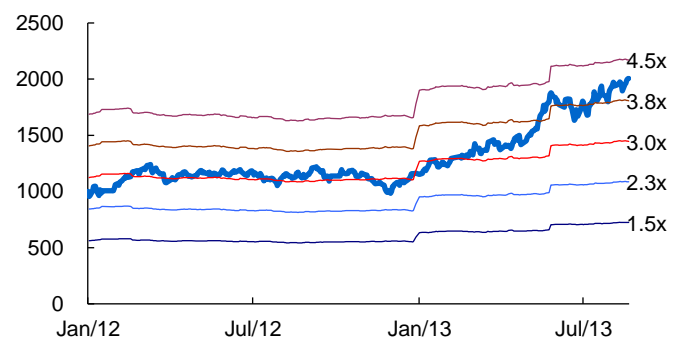
快递公司价格战超预期恶化：价格战将侵蚀网点利润，如果程度加深或者时间拉长，网点亏损将显著拖累总部利润。

图 52: 交通运输行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 53: 交通运输行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

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

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。