

东海扬尘，春回大地

——交通运输行业 2021 年投资策略

投资观点

◆**行情回顾：疫情影响整体表现，货运相关子行业仍有亮眼表现。**截至2020年12月31日，（中信）交通运输行业指数涨幅约为7.49%，落后于沪深300指数涨幅（27.21%），排名位于所有中信一级行业中位数以下。主要原因是新冠疫情对部分交运上市公司的业绩带来较大负面影响。

◆**中外疫情分化改变短期格局。**涉及海外客运业务的交运公司仍有一定经营压力，特别是航空、机场公司等重资产公司，国内需求的恢复无法完全消化大量的固定成本开支，盈利能力难以恢复；而货运类公司，尤其是经营海外货运业务的集运、供应链、货代等公司，整体保持较高景气度；另外国内疫情期间隔离政策带来的网购需求，也在继续推动快递行业快速增长。

◆**后疫情时代长期格局的变与不变。**疫情带来海外订单回流会部分延续，集运有望保持较高景气度；疫情对消费者网购习惯养成带来的影响更加深远，快递有望直接受益；居民远距离出行习惯不会改变，航空客运需求会迅速恢复。

◆**重点子行业分析。**1) **快递：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧。**快递虽然是疫情受益股，但更多的是依靠电商的内生增长。在国内电商稳步发展的同时，快递行业也将享受相应的红利。随着快递行业价格战的不断加剧，顺丰控股的竞争优势逐步得到确认，未来有望保持稳健增长。2) **航空机场：海外需求逐步复苏，龙头公司弹性较大。**疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在2021年同步发生，疫情受害股基本面将发生反转。在此过程中，海外航线相关收入占比较高的公司盈利弹性较大。3) **公路铁路：公路公司重回稳定增长，铁路客运公司基本面继续修复。**股息率投资视角下，高速公路公司相对较好的投资机会可能在2021年下半年。在旅客信心恢复的情况下，随着国内经济的复苏，铁路客运需求也将逐步回升，进而带动京沪高铁、广深铁路业绩修复。

◆**投资建议：**中外疫情分化改变行业短期格局，未来后疫情时代，行业长期格局也将发生变化：海外订单回流将部分延续；国内网购习惯将部分保留；居民远距离出行习惯不会改变。展望2021年，疫情受益股或将继续延续良好表现，疫情受害股基本面将发生反转。我们维持行业“增持”评级，推荐龙头地位稳固并持续发力物流全产业链布局的顺丰控股；推荐受益于后疫情时代海外出行需求复苏的中国国航（A+H）以及竞争优势已得到充分验证的春秋航空。建议关注持续受益于集运价格上涨的中远海控、支线业务稳定增长的华夏航空以及具备区位优势的上机场。

◆**风险提示：**宏观经济下行影响上市公司盈利；海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求；中美贸易摩擦以及中美航权争端影响国际航线需求；油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利；机场免税店收入增长缓慢；公司分红率下降导致股息率大幅下降。

交通运输仓储 增持（维持）

作者

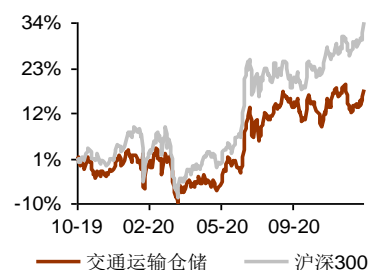
分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

大巧若拙，重剑无锋——飞机租赁行业深度报告（20201218）

顺丰竞争优势明显，静待航空机场海外需求恢复——交通运输行业 2020 年三季度业绩综述（20201107）

边际改善或超预期，市场情绪提升相对估值空间——航空运输业动态跟踪报告（20200715）

否极泰来，需求复苏——交通运输行业 2020 年下半年投资策略（20200620）

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元/港元)	EPS (元/港元)			PE (X)			投资 评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002352.SZ	顺丰控股	90.30	1.31	1.72	2.20	69	53	41	买入
601111.SH	中国国航	7.15	0.44	-0.76	0.43	16	-	17	增持
0753.HK	中国国航	5.82	0.52	-0.92	0.52	11	-	11	增持
601021.SH	春秋航空	53.39	2.01	-0.01	2.15	27	-	25	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-01-13，H 股股价、EPS 为港元（汇率 1HKD=0.83RMB）

投资聚焦

研究背景

疫情给交运各子行业生产经营带来的短期影响是影响公司股价变动的核心因素。整体来看，2020年各交运公司的股价走势直接反映了疫情带来的机遇和冲击，特别是在2020年下半年中外疫情分化的大背景下，疫情受益股与疫情受害股分化的程度不断加剧。

我们的创新之处

此次新冠疫情较03年非典的波及范围更广、延续时间更长、防控措施更严，对全球各国的生产、分配、交换、消费活动的影响更加深远。我们不认为新冠疫情结束后，交运各子行业格局会简单回归，我们从海外订单回流是否延续、国内电商渗透率是否会提升、居民出行方式是否改变三个角度来分析相关子行业的长期格局是否因疫情发生了变化。

1、海外订单回流是否会延续。疫情结束后，海外订单回流是否会延续取决于中国制造业能否保持足够的竞争力。在中国制造业的国际竞争力不断加强的情况下，集运将继续受益于制造业订单回流中国，保持较高景气度。但我们也不能忽视2020年集运运价暴涨的重要原因还包括疫情期间欧美港口疏港效率下降导致部分运能无法及时流转回国内，这部分利好将随着海外疫情的结束而消失。

2、国内电商渗透率是否会提升。从需求端看，标准品网购习惯养成后很难改变，进而带动非标准品的网购需求；从供给端看，网络购物的发展倒逼生产厂商向线上渠道转移。展望未来，我们认为疫情防控带来的电商需求，绝大部分可以保留下来，特别是首次使用电商的消费者中，大部分将成为网络购物的忠实粉丝，未来国内电商渗透率将进一步提升。

3、居民出行习惯是否会改变。我们通过分析美国居民的出行数据，发现2020年新冠疫情期间，美国出行人数显著降低，但大于100英里的出行人数快速恢复，居民远距离出行需求存在刚性，只是居民在交通工具的选择上较少选择航空出行。所以可以合理推断，如果新冠疫情结束，至少居民远距离出行习惯不会改变，而飞机作为居民远距离出行的首要交通工具，航空客运需求会迅速恢复。

投资观点

展望2021年，新冠疫情对行业格局的影响仍然是影响交运公司股价变动的主导因素。不过随着新冠疫苗研发和制造不断推进，2021年全球大范围接种是确定性事件。在新冠疫情逐渐受到控制的预期下，疫情受益股与疫情受害股的分化将边际改善。

1、“疫情受益股”或将继续延续良好表现。考虑到海外各国从疫苗接种到全面复工复产仍需要较长时间，集运、跨境供应链、货代等受益于中外疫情分化的交运公司，仍有较大概率在2021年维持较高景气度。而国内电商借助疫情期间网购需求的拉动，电商渗透率继续提升，快递公司也将持续收益。

2、“疫情受害股”基本面将发生反转。从全球范围来看，虽然从疫苗接种到完全取消限制旅行的防控政策也需要较长时间，但客运相关交运公司的股价修复会在此过程中逐步完成，对于部分海外旅客出行相关收入占比较高的航空和机场公司，在2021年将会有较好表现。

目录

1、 疫情影响明显，或改变行业长期趋势	6
1.1、 行情回顾：疫情影响整体表现，货运相关子行业仍有亮眼表现	6
1.2、 驱动因素分析：中外疫情分化改变行业短期格局	7
1.3、 对未来后疫情时代的思考：行业长期格局是否发生变化	10
1.4、 2021 年投资主线	15
2、 快递：分化继续加剧，龙头地位稳固	16
2.1、 行情回顾：自营加盟冰火两重天	16
2.2、 行业竞争格局剖析：自营加盟到底谁会胜出	17
2.3、 2021 年行业研判：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧	19
3、 航空机场：海外疫情缓解，盈利恢复确定	21
3.1、 行情回顾：整体表现低迷，优质公司逆势走强	21
3.2、 驱动因素分析：短期估值溢价源自对公司长期竞争优势的认可	22
3.3、 2021 年行业研判：海外需求逐步复苏，龙头公司弹性较大	23
4、 公路铁路：疫情影响有限，股价修复滞后	25
4.1、 行情回顾：疫情负面影响有限，股价修复滞后	25
4.2、 驱动因素分析：股息率逻辑导致股价修复落后于基本面修复	25
4.3、 2021 年行业研判：公路公司重回稳定增长，铁路客运公司基本面继续修复	26
5、 投资建议	27
6、 重点公司介绍	28
6.1、 顺丰控股（002352.SZ）-继续发力物流全产业链布局	28
6.2、 中国国航（601111.SH & 0753.HK）-最艰难的时刻已过去	29
6.3、 春秋航空（601021.SH）-监管不断放松，有利于公司竞争优势“变现”	30
7、 风险提示	31

图目录

图 1: 2020 年交运板块涨幅位于中位数以下	6
图 2: 2020 年货运相关子行业涨幅较高	6
图 3: 交运上市公司 2020 年前三季度合计营业收入下降	6
图 4: 交运上市公司 2020 年前三季度合计归母净利润下降	7
图 5: 交运各子行业前三季度合计归母净利润比较 (单位: 亿元)	7
图 6: 全国客运需求恢复较慢	7
图 7: 全国货运需求恢复较慢	7
图 8: 海外新冠累计确诊人数不断上涨 (单位: 例)	8
图 9: 海外新冠新增确诊人数不断上涨 (单位: 例)	8
图 10: 海外航线客运量处于低位 (单位: 万人)	8
图 11: 全国港口集装箱吞吐量创历史新高 (单位: 万标准箱)	8
图 12: 2020 年下半年中国出口金额保持高速增长	10
图 13: 中国新出口订单 PMI 指数快速恢复	10
图 14: 中国制造业开工率快速恢复	11
图 15: 中国制造业 PMI 率先恢复	11
图 16: 网上实物零售额快速恢复	12
图 17: 网上实物零售占比保持上涨	12
图 18: 标准品与非标准品主要区别	12
图 19: 纺织服装电商销售量波动较大	13
图 20: 电子电器电商销售量占比稳定	13
图 21: 主要电商 GMV 保持增长 (单位: 亿元)	13
图 22: 家电销售线上渠道占比提升	13
图 23: zoom 公司收入快速增长	14
图 24: 疫情期间美国居家人数大幅增加 (单位: 万人)	14
图 25: 美国 (1-25 英里) 出行人数大幅减少 (单位: 万人)	14
图 26: 美国 (大于 100 英里) 出行人数快速恢复 (单位: 万人)	14
图 27: 疫情期间美国出行人数大幅减少 (单位: 万人)	15
图 28: 疫情期间美国安检人数占比处于低位	15
图 29: 顺丰控股 2020 年涨幅领跑同业公司	16
图 30: 顺丰控股 2020 前三季度归母净利润增速领跑同业公司	16
图 31: 快递行业及重点快递公司业务量保持较快增长	16
图 32: 快递行业及重点快递公司单件收入继续下降	16
图 33: 顺丰控股时效件收入占比较高	17
图 34: 顺丰控股毛利率较高	17
图 35: 电商渠道手机销售单价不断提高 (单位: 元/件)	18
图 36: 电商渠道手机销售量保持稳定 (单位: 万件)	18

图 37: 顺丰控股单量上涨.....	19
图 38: 顺丰控股经济件收入大幅增长	19
图 39: 顺丰控股单件收入跌幅较低	19
图 40: 顺丰控股快递件量增速较高	19
图 41: 通达系公司快递收入增速较低	20
图 42: 疫情后快递行业 CR8 并未随单件收入的下降继续提升	20
图 43: 华夏航空、春秋航空 2020 年涨幅领跑同业公司	21
图 44: 上海机场 2020 年涨幅领跑同业公司	21
图 45: 国内航空旅客量恢复 (单位: 万人)	21
图 46: 重点航空机场公司 2020 前三季度归母净利润大幅下滑	21
图 47: 春秋航空客公里收益显著低于同业公司 (单位: 元)	22
图 48: 春秋航空国内航线客运量增速领跑同业公司.....	22
图 49: 上海机场海外航线客流量占比显著高于同业公司	23
图 50: 上海机场海外航线客流量显著高于同业公司 (单位: 万人次)	23
图 51: 内地赴澳门旅客量快速恢复 (单位: 万人次)	24
图 52: 日本新冠新增确诊病例不断增加 (单位: 例)	24
图 53: 中国国航国内客运收入占比较低.....	24
图 54: 航空票价恢复受整体客座率影响.....	24
图 55: 大部分重点公路铁路公司 2020 年未实现正收益	25
图 56: 2020 年公路铁路个股涨跌幅排名	25
图 57: 沪宁高速 (江苏段) 车流量快速恢复.....	25
图 58: 大秦线货运量快速恢复	25
图 59: 重点公路铁路公司股息率并无明显优势.....	26
图 60: 宁沪高速 2020 年股息率并无明显优势.....	26
图 61: 高速公路 2020 年第三季度净利润增速恢复	26
图 62: 全国铁路客运量逐渐恢复.....	26

表目录

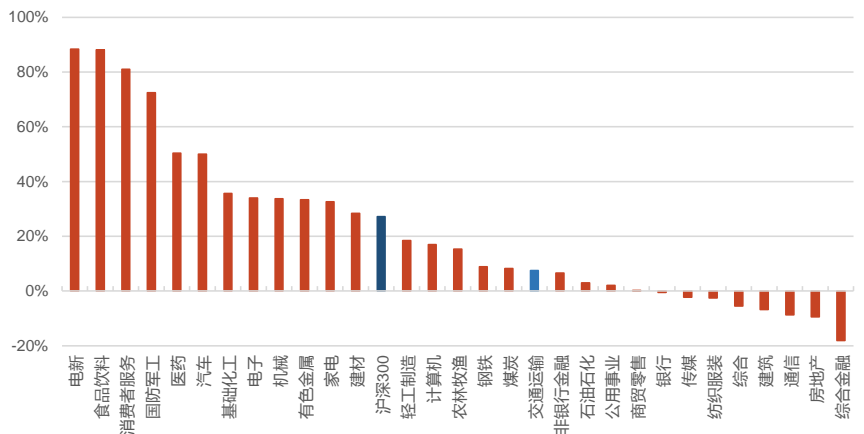
表 1: 主要国家/地区疫苗研发及接种计划.....	10
表 2: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	27
表 3: 顺丰控股财务数据和估值分析	28
表 4: 中国国航财务数据和估值分析	29
表 5: 春秋航空财务数据和估值分析	30

1、疫情影响明显，或改变行业长期趋势

1.1、行情回顾：疫情影响整体表现，货运相关子行业仍有亮眼表现

2020年交通运输板块行情回顾：截至2020年12月31日，（中信）交通运输行业指数涨幅约为7.49%，落后于沪深300指数涨幅（27.21%），排名位于所有中信一级行业中位数以下。主要原因是新冠疫情对部分交运上市公司的业绩带来较大负面影响。

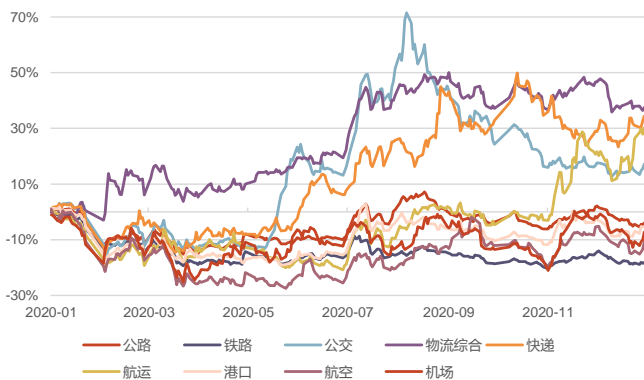
图1：2020年交运板块涨幅位于中位数以下



资料来源：wind，光大证券研究所，数据采用中信一级行业分类，数据截至2020年底

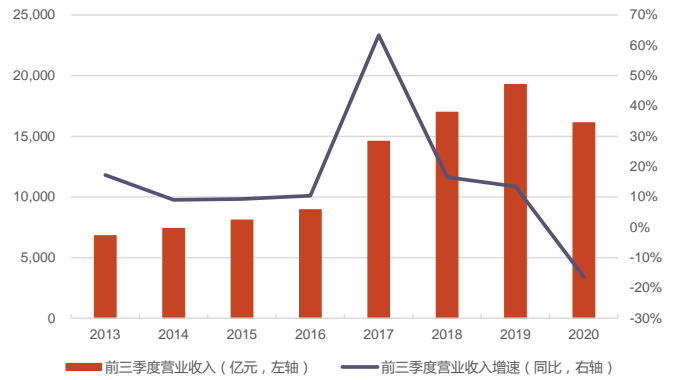
从交运子各行业股价表现看，货运相关子行业表现显著优于客运相关子行业。截至2020年12月31日，物流综合、快递、航运子行业2020年涨幅最大，中信三级行业指数分别上涨37.57%、34.43%、30.12%；铁路、航空、机场子行业2020年跌幅最大，中信三级行业指数分别下跌18.17%、10.83%、7.26%。

图2：2020年货运相关子行业涨幅较高



资料来源：wind，光大证券研究所，数据采用中信二级行业分类，数据截至2020年底

图3：交运上市公司2020年前三季度合计营业收入下降

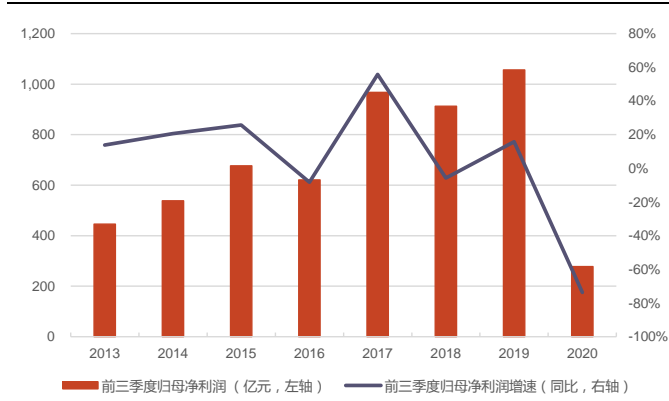


资料来源：wind，光大证券研究所

交运各子行业股价表现与其盈利增速高度相关。2020年前三季度A股交运上市公司合计实现营业收入约16,105亿元，同比下降16.37%，合计实现归母净利润约278亿元，同比下降73.72%。分子行业看，净利润贡献前三的子行业分别是港口、航运、铁路，分别实现净利润约203亿元、169亿元、100亿元，同比2019

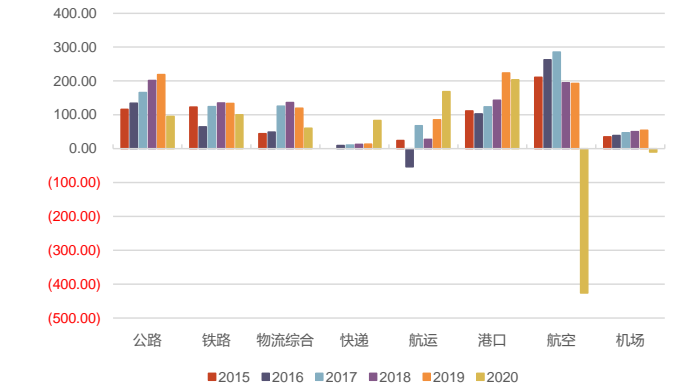
年前三季度分别变化-9.17%、+97.89%、-25.06%；亏损的行业包括航空、机场，2020年前三季度分别亏损426亿元、10亿元，相较2019年前三季度由盈转亏。而物流综合和快递2020年前三季度合计实现净利润约143亿元，较2019年前三季度增加7.50%。整体来看，净利润保持正增长的子行业股价表现较好。

图 4：交运上市公司 2020 年前三季度合计归母净利润下降



资料来源：wind, 光大证券研究

图 5：交运各子行业前三季度合计归母净利润比较（单位：亿元）



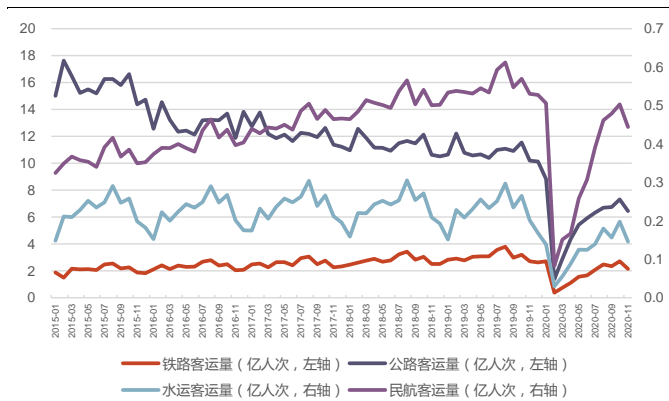
资料来源：wind, 光大证券研究所, 部分子行业统计口径于 2020 年 1 月发生调整。

1.2、 驱动因素分析：中外疫情分化改变行业短期格局

我们在 2020 年中期策略报告《否极泰来，需求复苏》提到，新冠疫情对客运业务的影响在于旅客大幅削减可选出行需求，同时部分刚性出行需求受到抑制；而新冠疫情对货运供给端影响有限，货运需求受社会总需求下降而下降。同时我们从驱动因素、政策反馈、历史经验三个维度展望未来货运、客运需求的恢复路径，认为客运需求的恢复可能需要经历较长时期，而货运需求受疫情的扰动影响较小，恢复要快于客运需求。

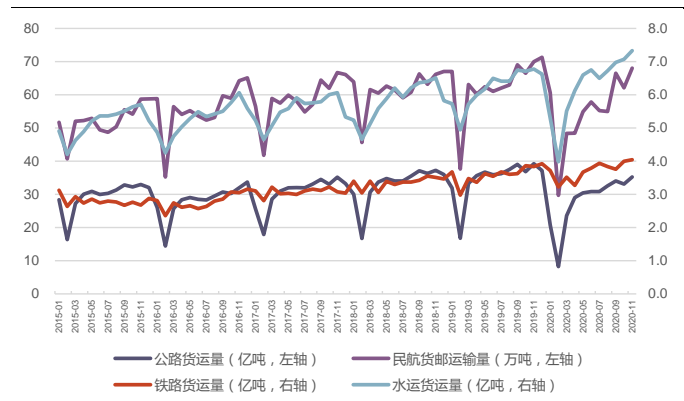
从国内情况来看，客运、货运需求恢复节奏与之前判断一致。2020 年 11 月，全国旅客客运量已接近 19 年同期 7 成的水平；而全国货运量自 2020 年 5 月开始已重回正增长。受此影响，各交运公司的国内业务快速恢复，而国内收入占多数的公司盈利能力也随之恢复，例如宁沪高速等公路公司在 2020 年第三季度已实现盈利的正增长。

图 6：全国客运需求恢复较慢



资料来源：wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 11 月

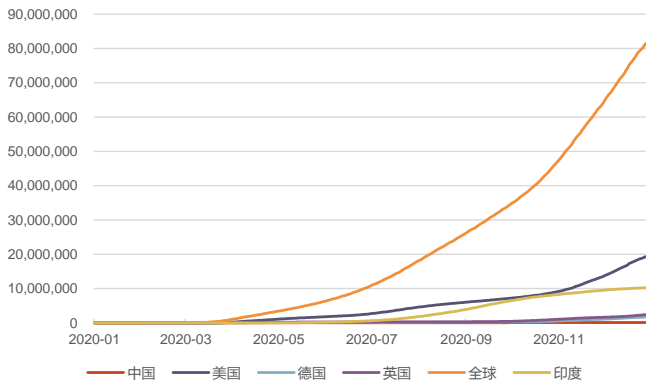
图 7：全国货运需求恢复较快



资料来源：wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 11 月

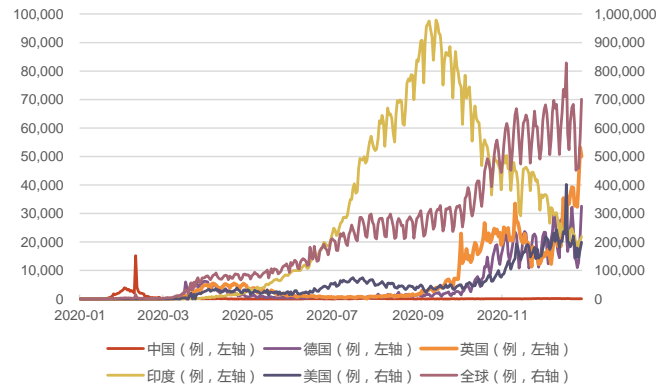
相对国内疫情控制的显著成效，海外疫情在 2020 年下半年不仅没有缓解，反而呈现继续扩散的态势，欧美主要国家由于无法严格执行隔离等防控措施导致新冠新增确诊人数仍在增加。

图 8：海外新冠累计确诊人数不断上涨（单位：例）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 9：海外新冠新增确诊人数不断上涨（单位：例）



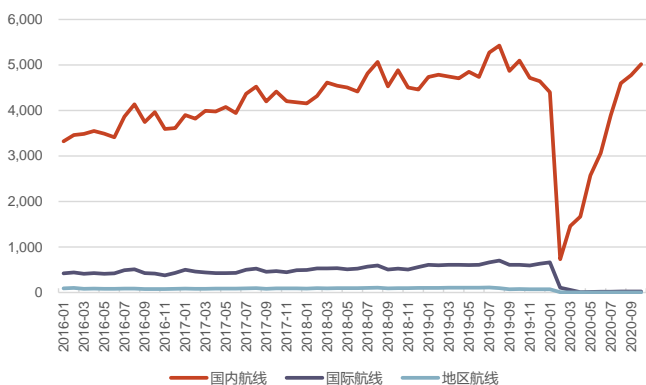
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

中外疫情的分化，对交运各子行业的短期格局带来如下影响：

- 1、客运业务：国内疫情防控得力，国内客运需求显著恢复；海外疫情扩散导致防输入压力仍在，国际客运供需一直处于低位。
- 2、货运业务：国内疫情防控得力，全行业已完成复工复产，国内货运需求快速恢复；海外疫情扩散导致部分制造业订单转移至国内，增加了国内、海外的货运需求。

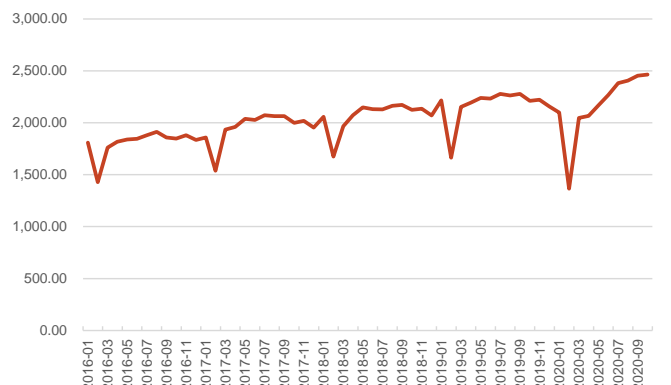
受此影响，涉及海外客运业务的交运公司仍有一定经营压力，特别是航空、机场公司等重资产公司，国内需求的恢复无法完全消化大量的固定成本开支，盈利能力难以恢复；而货运类公司，尤其是经营海外货运业务的集运、供应链、货代等公司，整体保持较高景气度（其中全国港口集装箱吞吐量屡创历史新高）；另外国内疫情期间隔离政策带来的网购需求，也在继续推动快递行业快速增长。

图 10：海外航线客运量处于低位（单位：万人）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 10 月

图 11：全国港口集装箱吞吐量创历史新高（单位：万标准箱）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 10 月

疫情给交运各子行业生产经营带来的短期影响是影响公司股价变动的核心因素。整体来看，2020 年各交运公司的股价走势直接反映了疫情带来的机遇和冲击，

特别是在 2020 年下半年中外疫情分化的大背景下，“疫情受益股”与“疫情受害股”分化的程度不断加剧。

1.3、 对未来后疫情时代的思考：行业长期格局是否发生变化

参考 03 年非典经验，如果新冠疫情在全球范围内消除，交运各子行业格局将恢复到疫情前状态，理论上疫情对交运公司带来短期变化最终将走向均值回归。目前新冠疫苗研发进展顺利，中国、美国、欧洲等已开始新冠疫苗的接种工作，随着全球新冠疫苗研发制造不断推进，2021 年全球进行大范围接种是确定性事件，交运各子行业短期格局也将随之变化。

表 1：主要国家/地区疫苗研发及接种计划

区域	时间	重要事件	接种计划
美国	2020/12/11	FDA 批准辉瑞&BioNtech 新冠疫苗 EUA	2020 年 12 月 11 日后开始接种疫苗；2020 年 12 月底至 2021 年 1 月初，一线医护人员接种； 2021 年 3 月-4 月，大多数普通人接种。
	2020/12/18	FDA 批准 Moderna 新冠疫苗 EUA	
中国	2020/12/9	国药中生灭活疫苗在阿联酋获批上市	“两步走”方案：第一步主要针对部分重点人群；第二步，符合条件的群众都能实现应接尽接，疫苗为全民免费提供。
	2020/12/13	国药中生灭活疫苗在巴林获批上市	
	2020/12/31	国药中生灭活疫苗在国内获批上市	
欧洲	2020/12/2	英国批准辉瑞&BioNtech 疫苗紧急使用授权	2020 年 12 月 27 日，欧洲多国启动疫苗接种，计划为超过 4.5 亿人接种。
	2020/12/21	欧盟药监机构批准 BioNTech 疫苗	
	2020/12/30	英国批准阿斯利康疫苗紧急使用授权	

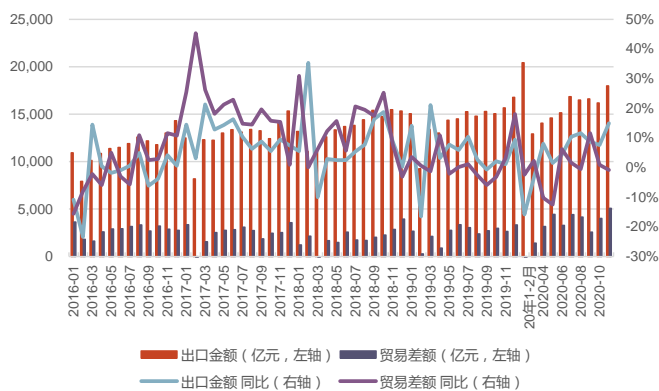
资料来源：网易、搜狐、新浪等，光大证券研究所整理

不过此次新冠疫情较 03 年非典的波及范围更广、延续时间更长、防控措施更严，对全球各国的生产、分配、交换、消费活动的影响更加深远。我们不认为新冠疫情结束后，交运各子行业格局会简单回归，下面我们从海外订单回流是否延续、国内电商渗透率是否会提升、居民出行方式是否改变三个角度来分析相关子行业的长期格局是否因疫情发生了变化。

1.3.1、 海外订单回流是否会延续

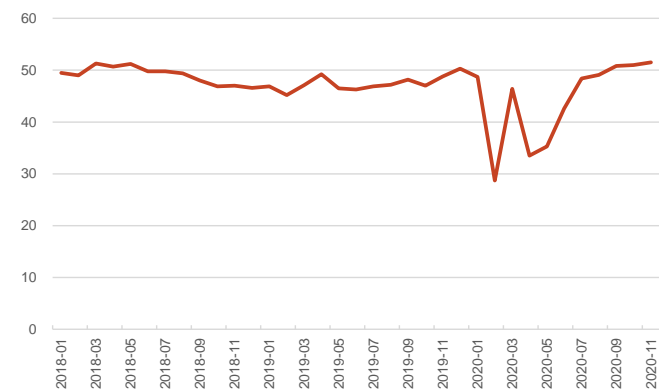
海外疫情扩散后，各国施行的防控措施对制造业生产带来了负面影响；而国内疫情防控得力，企业在短时间内全面实现复工复产。以上两大因素叠加导致部分海外订单回流到国内。中国出口金额自 2020 年 7 月开始保持快速增长，由此带动了货运需求的增加。

图 12：2020 年下半年中国出口金额保持高速增长



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

图 13：中国新出口订单 PMI 指数快速恢复

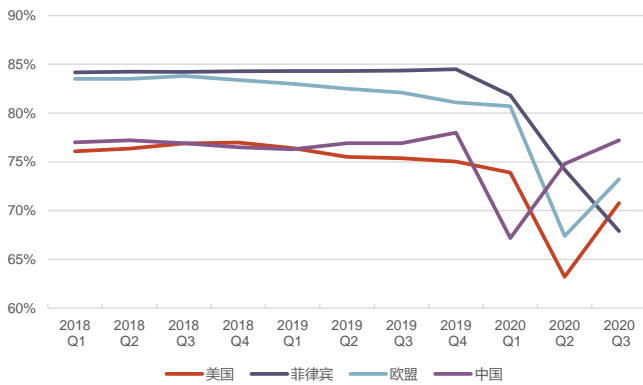


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

中国制造业的核心优势在于全产业链布局、成本效率领先以及充足的劳动力供应。我们认为未来疫情结束后，中国制造业订单的增量可能来自于以下三个方面：

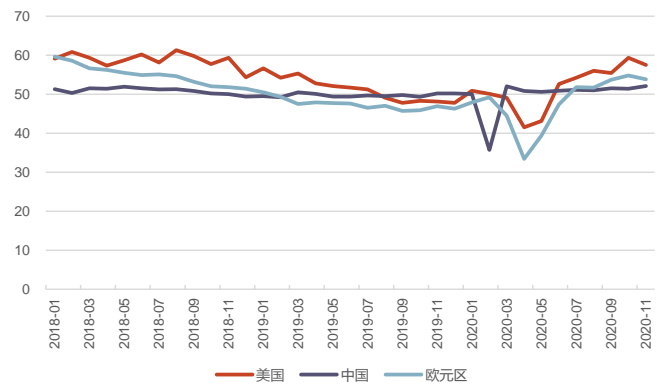
- 1、新冠疫情期间，中国制造业效率优势得到完美体现，会吸引一部分对制造成本有容忍度的订单回流。
- 2、可能吸引部分外资企业增加在中国的投资计划，从而带来新的制造业订单。
- 3、部分国内企业在疫情期间开拓了海外市场，在奠定相应市场地位后，未来会进一步扩张海外市场，带来新的制造业订单。

图 14：中国制造业开工率快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年第三季度

图 15：中国制造业 PMI 率先恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

整体来看，疫情结束后，海外订单回流是否会延续取决于中国制造业能否保持足够的竞争力。在“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”新发展格局下，中国制造业也在向数字化、网络化、智能化转型。中外疫情分化给了中国制造业迎头赶上的机会，相信未来中国制造业的国际竞争力将进一步加强。

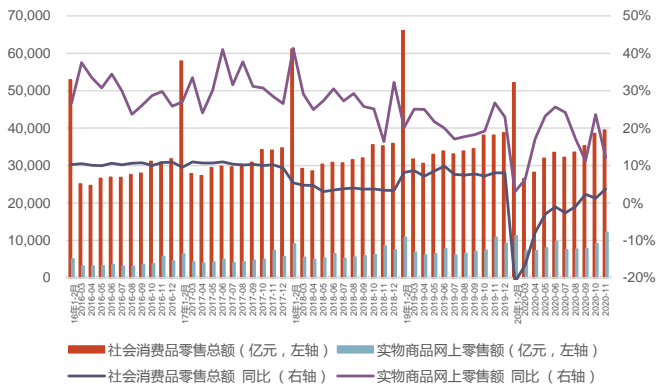
在中国制造业的国际竞争力不断加强的情况下，集运将继续受益于制造业订单回流中国，保持较高景气度，中远海控作为国内集运龙头公司，有望继续受益。但我们也不能忽视 2020 年集运运价暴涨的重要原因还包括疫情期间欧美港口疏港效率下降导致部分运能无法及时流转回国内，这部分利好将随着海外疫情的结束而消失。

1.3.2、国内电商渗透率是否会提升

新冠疫情客观上对提高电商渗透率有着积极作用。站在消费者角度，疫情的防控措施迫使消费者将部分线下消费需求转移到线上，进而提高电商渗透率。站在生产者角度，疫情对提高电商渗透率的积极作用可以结合“内循环”的背景来理解：1、“内循环”场景下，出口转内销的商品必然会增加，零售市场空间会进一步增加；2、对于原本的出口生产企业来说，无论是自建渠道还是利用第三方销售渠道，开发国内市场需要时间和成本，借助网络销售模式能够快速打响产品知名度同时打开国内市场，从而给整个电商市场带来增量。

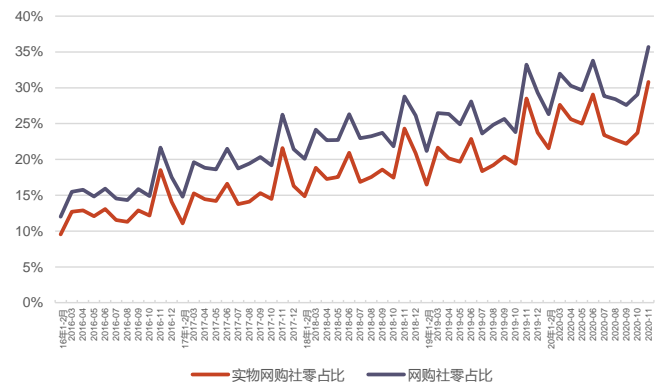
参考电商渗透率相关数据，网上实物零售占比在 2020 年 3 月-5 月的疫情防控期间提升较快，虽然占比数据在 2020 年第三季度出现季节性回落，但随后又继续上涨并创出新高。

图 16: 网上实物零售额快速恢复



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 17: 网上实物零售占比保持上涨



资料来源: wind, 光大证券研究所

展望未来, 我们认为疫情防控带来的电商需求, 绝大部分可以保留下来, 特别是首次使用电商的消费者中, 大部分将成为网络购物的忠实粉丝。下面我们从网购的供需两端来分析疫情对未来电商渗透率的促进作用。

1、标准品网购习惯养成后很难改变, 进而带动非标准品的网购需求。

从消费者购物习惯角度分析, 网购商品的品种中, 标准(产)品由于差异较小导致消费者可以不通过线下挑选来完成购买决策, 只要线上渠道的价格、保修等具有吸引力, 消费者非常愿意通过线上渠道购买标准(产)品。而非标准(产)品需要消费者通过线下挑选才能完成购买决策, 在线上渠道没有明显价格优势的情况下, 消费者基本上不会通过渠道购买非标准(产)品。

图 18: 标准品与非标准品主要区别

标准(产)品	非标准(产)品	定制(产)品
1、商品效用统一 2、无需线下挑选 3、价格相对透明	1、商品效用有区别 2、需要线下挑选 3、价格差异较大	1、商品效用个性化 2、需要线下商谈 3、价格随行就市
主要品类 1、大部分电子产品 2、部分香化产品 3、OTC药品	主要品类 1、大部分纺织服装 2、大部分建材家居 3、部分香化产品	主要品类 1、大部分汽车产品 2、全屋定制、服装定制等产品

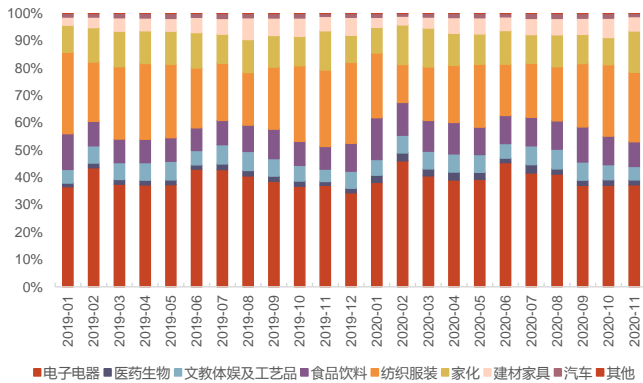
资料来源: 光大证券研究所整理

我们观察天猫及京东平台的线上销售数据, 发现电子电器品类的销量占比一直维持在 50%左右, 而且大幅领先其他品类, 而建材家具、家化、纺织服装的销量占比波动较大, 印证了标准品在线上渠道销售占主导的判断。从不同品类销售额占比数据看, 纺织服装销售额在 2020 年 2 月占比出现大幅下降, 随后在当年 3 月-5 月的占比快速上升, 说明疫情防控导致部分非标准品需求转移至线上。

疫情防控带来的电商需求大部分是标准品需求, 只要网上渠道价格不高于线下渠道, 这部分需求将得以保留。而对于普通消费者来说, 非标准品的需求会出现分

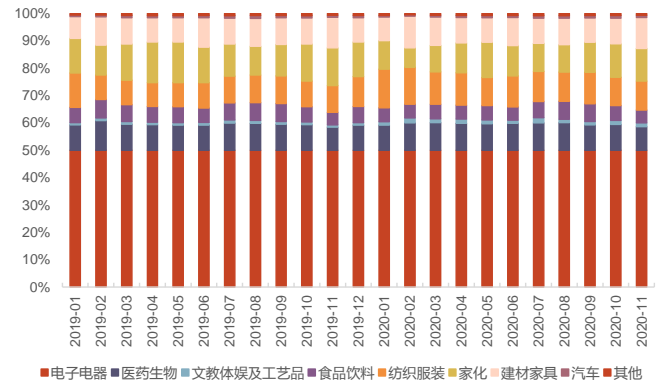
化，当消费者对某些特定非标准品长期使用后，会在未来的消费决策中跳过线下挑选的步骤，直接转向网上下单。

图 19：纺织服装电商销售额波动较大



资料来源：wind，光大证券研究所，统计不同品类每月在天猫及京东平台的线上销售总额和

图 20：电子电器电商销售量占比稳定



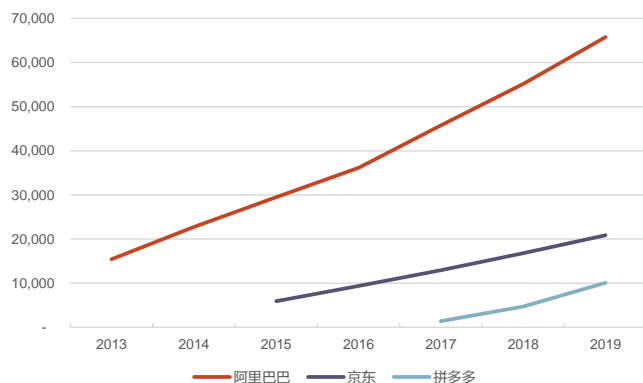
资料来源：wind，光大证券研究所，统计不同品类每月在天猫及京东平台的线上销售量总和

2、网络购物的发展倒逼生产厂商向线上渠道转移。

传统经济模式下，产品从生产者流转到最后消费者手上通常是依靠各生产者的分销网络完成分发。消费者拿到手上的产品经历了，从生产商→各级代理商→终端零售商→消费者，这样一个比较冗长的过程，中间环节的参与者越多，所需要支付的成本就越高。

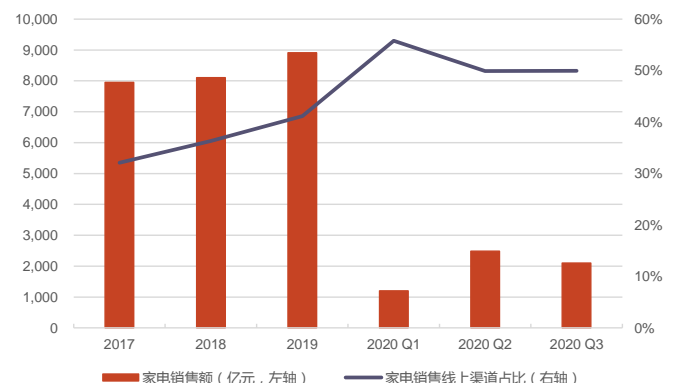
网络购物对于生产者最大的意义在于降低了流通环节的中间成本。如果生产者把线上渠道带来的成本下降与消费者共同分享，可以达到提升销量增厚盈利的目的。而疫情期间带来的网购提升，倒逼生产者将更多产品向线上渠道转移。以家电销售为例，2020 年第一季度家电线上渠道占比创出近两年新高，而在随后的第二季度、第三季度，家电线上渠道占比维持在接近 50%的水平，并未出现明显下降。造成这种情况的核心原因是家电厂商在疫情后越来越重视线上渠道，典型的案例是部分家电厂商的线下门店通过入驻电商平台将专供线下的高端产品带到线上，实现线下向线上的转化。

图 21：主要电商 GMV 保持增长（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，光大证券研究所

图 22：家电销售线上渠道占比提升



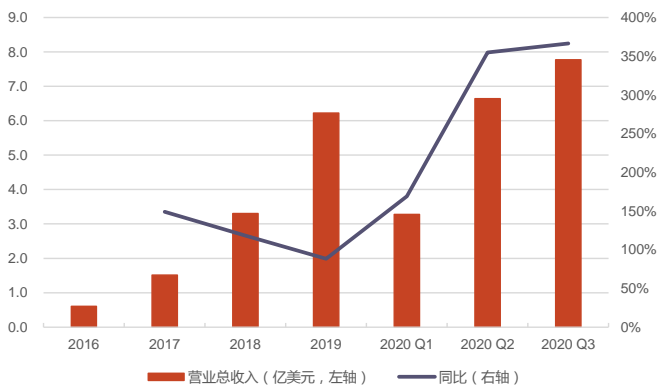
资料来源：中国电子信息产业发展研究院，光大证券研究所整理

综上所述，虽然疫情防控对电商需求短期的刺激效果更加明显，但消费者网购习惯养成带来的影响更加深远，在需求端与供给端的共同作用下，未来电商渗透率将进一步提升。

1.3.3、居民出行习惯是否会改变

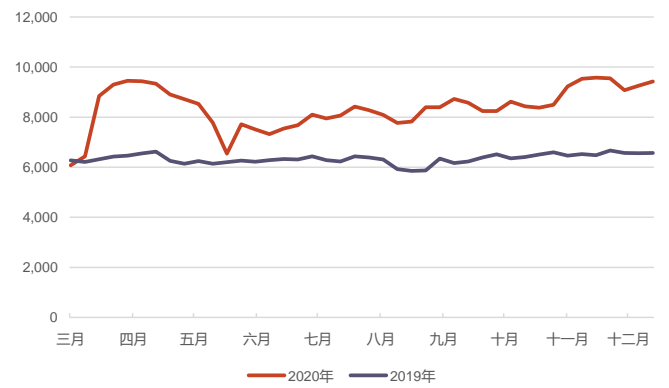
新冠疫情对客运业务的影响在于旅客大幅削减可选出行需求，同时部分刚性出行需求受到抑制。在疫情期间，大部分商务旅行的取消使得劳动者只能在办公室或者家里办公，同时借助 zoom、腾讯会议等线上工具来取代表面对面的交流沟通。随着新冠疫情的延续以及线上交流工具的普及，有人担心疫情结束后居民的出行习惯是否会改变，那些消失的出行需求是否会回来。下面我们通过分析美国居民的出行数据来探讨这个问题。

图 23: zoom 公司收入快速增长



资料来源: wind, 光大证券研究所, 公司财报季由当年 2 月 1 日至次年 1 月 31 日

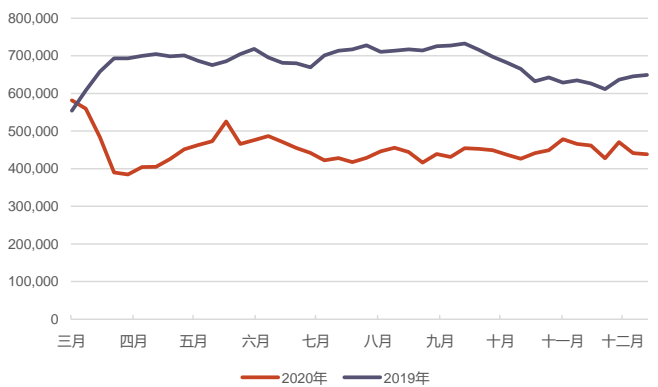
图 24: 疫情期间美国居家人数大幅增加 (单位: 万人)



资料来源: 美国交通部, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 13 日

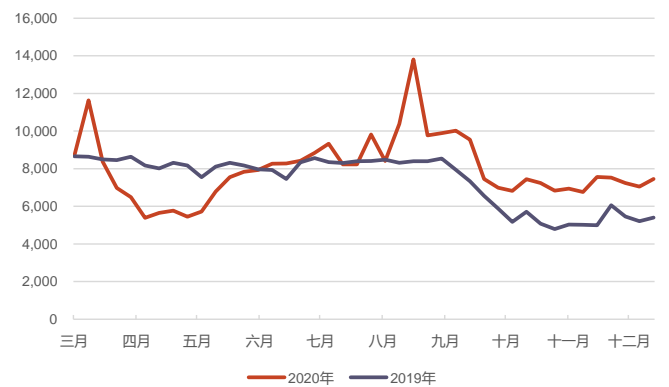
我们观察美国 2020 年 3 月至 12 月居民出行数据, 可以看到 2020 年新冠疫情扩散后, 美国居家人数一直多于 2019 年同期。同时 zoom 公司的收入在 2020 年实现快速增长, 说明线上交流工具部分取代了传统的线下交流。

图 25: 美国 (1-25 英里) 出行人数大幅减少 (单位: 万人)



资料来源: 美国交通部, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 13 日

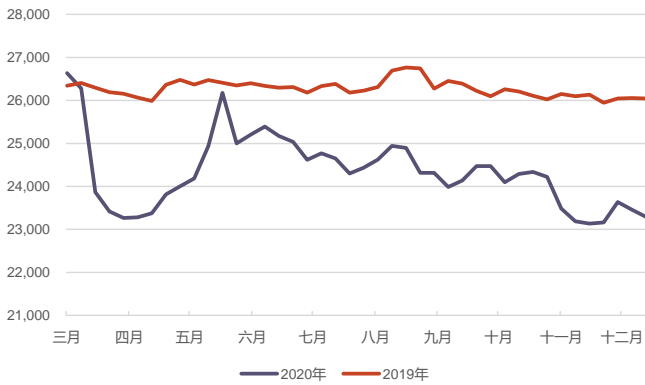
图 26: 美国 (大于 100 英里) 出行人数快速恢复 (单位: 万人)



资料来源: 美国交通部, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 13 日

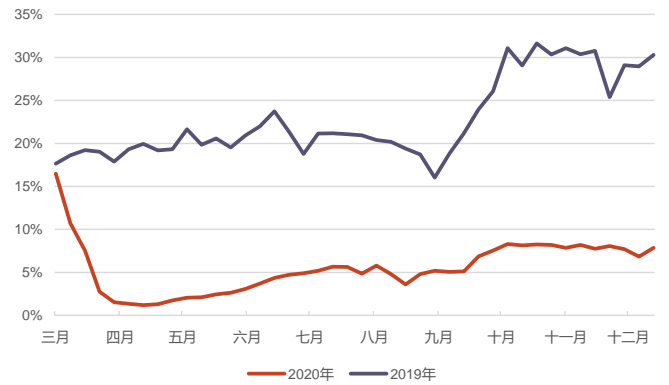
我们观察美国不同出行距离的人数发现, 虽然 1-25 英里的出行人数一直处于低位, 但大于 100 英里的出行人数在 2020 年 8 月出现快速增长, 随后一直高于 19 年同期水平, 这说明居民远距离出行需求存在刚性。被传染新冠的风险也无法阻挡居民的远距离出行热情。

图 27：疫情期间美国出行人数大幅减少（单位：万人）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 13 日

图 28：疫情期间美国安检人数占比处于低位



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，计算方式为美国机场安检人数除以美国出行总人数，数据截至 2020 年 12 月 13 日

我们用美国机场安检人数占美国出行总人数的比例来分析美国居民远距离出行的交通工具选择，发现 2020 年新冠疫情期间，美国机场安检人数占比一直处于低位，与大于 100 英里的出行人数的波动出现较大背离，这说明美国居民在新冠疫情期间的远距离出行选择航空的人数较少，这与美国居民害怕被传染新冠的心态相匹配。

综上所述，美国尽管还处于新冠疫情期间，但居民远距离出行需求存在刚性，所受冲击较小，只是居民在交通工具的选择上较少选择航空出行。所以可以合理推断，如果未来新冠疫情结束，至少居民远距离出行习惯不会改变，而飞机作为居民远距离出行的首要交通工具，航空客运需求会迅速恢复。

1.4、 2021 年投资主线

2020 年的交运公司可以大致划分为两个阵营：“疫情受益股”与“疫情受害股”。以顺丰、中远海控为代表的“疫情受益股”表现亮眼，获得更多超额受益；以中国国航、广深铁路为代表的“疫情受害股”走势较弱。展望 2021 年，新冠疫情对行业格局的影响仍然是影响交运公司股价变动的主导因素。不过随着新冠疫苗研发和制造不断推进，2021 年全球大范围接种是确定性事件。在新冠疫情逐渐受到控制的预期下，“疫情受益股”与“疫情受害股”的分化将边际改善。

1、“疫情受益股”或将继续延续良好表现。考虑到海外各国从疫苗接种到全面复工复产仍需要较长时间，集运、跨境供应链、货代等受益于中外疫情分化的交运公司，仍有较大概率在 2021 年维持较高景气度。而国内电商借助疫情期间网购需求的拉动，电商渗透率继续提升，快递公司也将持续收益。

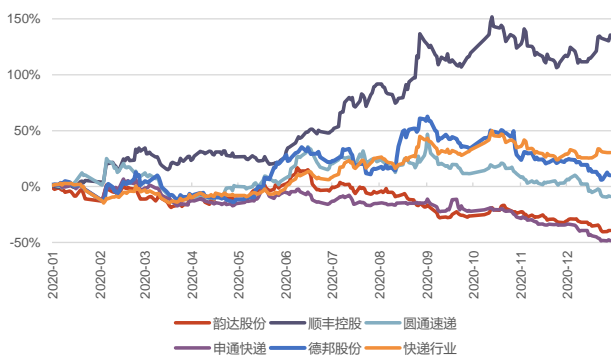
2、“疫情受害股”基本面将发生反转。从全球范围来看，虽然从疫苗接种到完全取消限制旅行的防控政策也需要较长时间，但客运相关交运公司的股价修复会在此过程中逐步完成，对于部分海外旅客出行相关收入占比较高的航空和机场公司，在 2021 年将会有较好表现。

2、 快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.1、 行情回顾：自营加盟冰火两重天

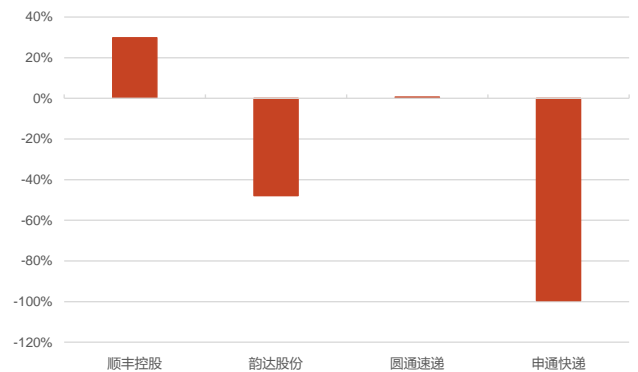
2020年快递板块行情回顾：加盟自营冰火两重天，顺丰超额收益明显。快递作为“疫情受益股”，全年涨幅位居交运各子行业前列。但从结构看，快递板块的主要涨幅由顺丰控股贡献，全年涨幅约135%，而其他通达系公司均实现负收益。个股股价分化明显的原因主要是，激烈的市场竞争下顺丰的盈利能力明显高于其他同行业公司。

图 29：顺丰控股 2020 年涨幅领跑同业公司



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年底

图 30：顺丰控股 2020 前三季度归母净利润增速领跑同业公司

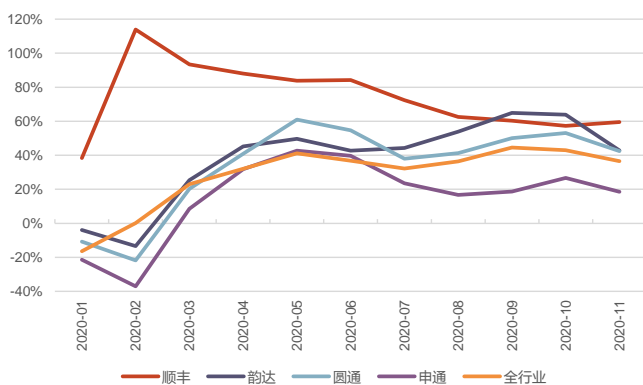


资料来源：wind，光大证券研究所

我们在 2020 年中期策略报告《否极泰来，需求复苏》提到，新冠疫情对快递的影响体现在短期冲击和长期受益两个方面：1、疫情防控政策影响了从业人员复工节奏以及物流效率；2、疫情提高电商渗透率，快递行业享受红利。疫情期间，自营模式为主的顺丰、京东物流、EMS 保持了网络运营，复工节奏较快，加盟模式的通达系则复工节奏较慢。自 2020 年 5 月以后，随着国内疫情的缓解，通达系快递公司生产经营逐渐恢复正常，快递件量重回正增长。

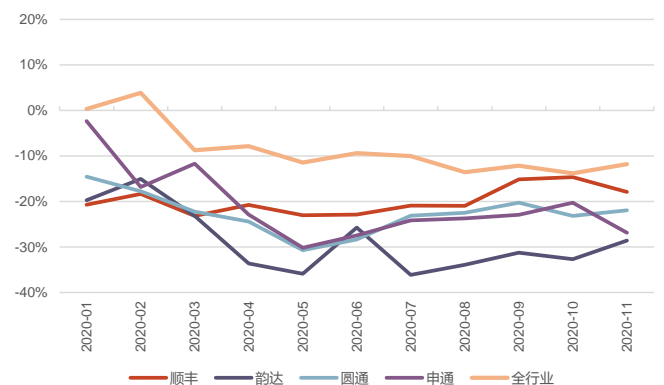
虽然疫情增加了电商需求，但快递行业竞争依然激烈，2020 年各快递公司单价仍然维持较大幅度的下降。在此过程中，顺丰凭借全面高效的服务网络带来的竞争优势，保证了盈利的快速增长。2020 年前三季度，顺丰归母净利润同比增加 29.84%，大幅领先其他同业公司。

图 31：快递行业及重点快递公司业务量同比保持较快增长



资料来源：wind，光大证券研究所

图 32：快递行业及重点快递公司单件收入同比继续下降



资料来源：wind，光大证券研究所

2.2、 行业竞争格局剖析：自营加盟到底谁会胜出

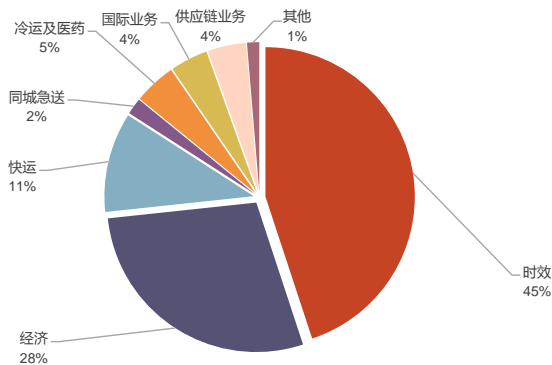
2020 年快递行业竞争的加剧，最主要的原因是顺丰从 2019 年下半年开始大力发展电商特惠件业务，与通达系快递公司展开正面竞争；在 2020 年新冠疫情期间加盟快递公司无法完全复工复产的情况下，顺丰快速抢占市场份额，实现“弯道超车”。如果说新冠疫情对自营快递公司的“利好”具有一定的偶然性，那么在未来的市场竞争中，自营快递公司相对加盟快递公司是否具备长期竞争优势是一个需要思考的问题。

我们认为，剔除疫情等其他偶然因素的影响，自营快递公司在高端市场的竞争优势非常明显，而且高端市场能给快递公司带来更多的盈利贡献。另外对于顺丰来说，物流全产业链布局为自己的高端时效件、高端电商件业务又增加了一重“保险”。

2.2.1、 高端件自营快递公司优势明显

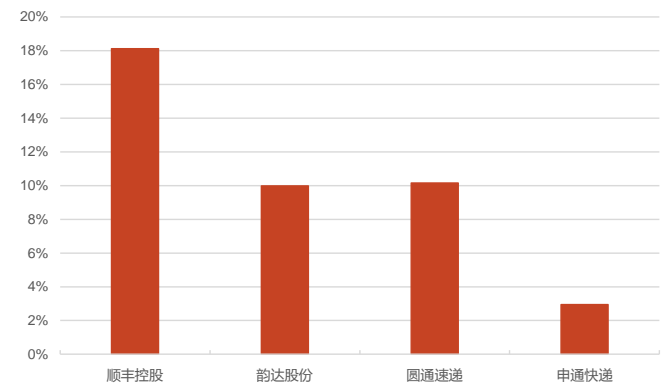
小件快递市场的客户需求大致可分为两类，一类是对运输时效有较高要求的客户，比如合同文件等，这类客户对快递价格的容忍度较高；另一类是对运输时效要求较低同时对快递价格敏感的客户，比如 to C 端的电商包裹。国内时效件的大部分市场由自营快递公司占据，包括顺丰、EMS 等；而通达系等加盟快递公司，主要业务以电商件为主。下面我们通过分析顺丰时效件的竞争优势来比较自营快递公司与加盟快递公司在高端市场的竞争力差别。

图 33：顺丰控股时效件收入占比较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所，数据取自 2020 年上半年度

图 34：顺丰控股毛利率较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所，数据取自 2020 年前三季度

顺丰的时效件为公司贡献了大部分收益，公司未来能否保证时效件的竞争优势非常重要。从竞争对手的业务布局来看，圆通、中通都通过投资全货机来进入高端时效件市场。长期来看，顺丰高端时效件竞争优势明显，主要原因如下：

1、自营快递公司综合服务质量高于加盟快递公司。加盟快递公司仅自持中转中心，收派两端通过加盟商对接终端客户，这种加盟方式使得公司对收派两端的掌控力较弱，几乎无法形成统一的服务标准，很难达到自营快递公司高端时效件的综合服务质量。

2、高端快递产品本来就包含品牌溢价。顺丰的时效件经过多年运营，已经在大部分（潜在）客户心里树立起良好口碑，通达系主要快递业务以价格较低的电商件为主，在品牌定位比较稳定的竞争格局下，通达系只能通过价格优势争取高端时效件用户，但高端时效件本身对快递价格的敏感性较低，有较强的支付能力。

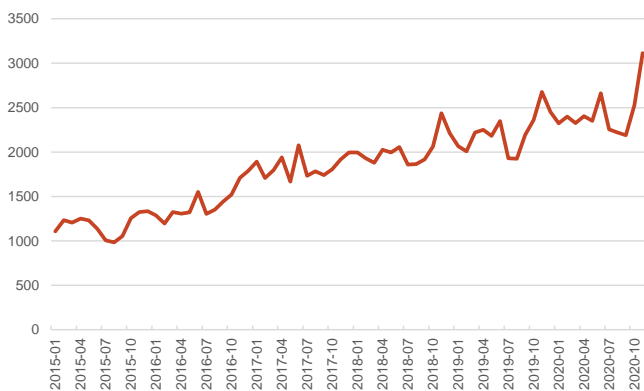
3、顺丰的资本开支仍未停止。除了投资其他新业务，顺丰近期重点投资了鄂州机场。鄂州机场位于中国中南地区，是我国第一个、目前唯一获批建设的专业国际货运枢纽机场。按照计划，鄂州机场将采用“航空货运枢纽+龙头航空物流企业”的国际主导模式，预计在 2021 年底，或 2022 年初投入运行。根据规划，鄂州机场建成后，在 1000 公里半径内、1.5 小时飞行圈可覆盖 5 大国家级城市群，有望实现快递包裹国内 24 小时到达。而加盟快递公司目前仅有圆通、韵达涉足全货机业务，机队规模较顺丰也有较大差距。

2.2.2、 电商消费升级对高端快递价格不敏感

传统意义上的高端时效件，以文件合同为主，这块市场与 GDP 增速密切相关。不过随着居民电商消费水平的提高，部分 c 端客户对于高端电商快递的服务有了更强的支付意愿，特别是购买单件货值较高的电子数据产品。前文提到顺丰在快递市场品牌溢价，在一定程度上可以作为电商吸引 c 端客户的手段，而且 c 端客户有足够的支付意愿，随着居民电商消费水平的提高，消费品时效件的占比会逐渐提升。

在消费品时效快递需求的推动下，顺丰的时效件单量仍能维持较高增速。尽管消费品时效件的单价可能略低于传统意义的时效件，但考虑到时效件运输本来就存在一定的空载率，消费品时效件增加的边际成本也处于较低水平，综合来看消费品时效件的盈利贡献依然可观。

图 35：电商渠道手机销售平均单价不断提高（单位：元/件）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据仅统计天猫及京东平台的线上渠道总和，数据截至 2020 年 11 月

图 36：电商渠道手机销售量保持稳定（单位：万件）



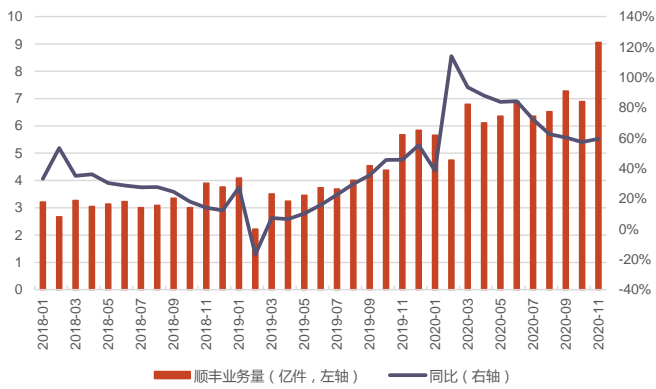
资料来源：wind，光大证券研究所，数据仅统计天猫及京东平台的线上渠道总和，数据截至 2020 年 11 月

2.2.3、 全产业布局维护高端市场优势

顺丰 2020 年最主要的变化在于发力电商特惠件业务。顺丰电商特惠件的运输时间较时效件更长，与通达系的主流产品一致，但价格略微高于通达系公司。由于顺丰的品牌溢价，电商特惠件即使定价较高也具备市场竞争力。在电商特惠件的推动下，2020 年顺丰快递单量保持较高增速，大大超过行业平均水平。

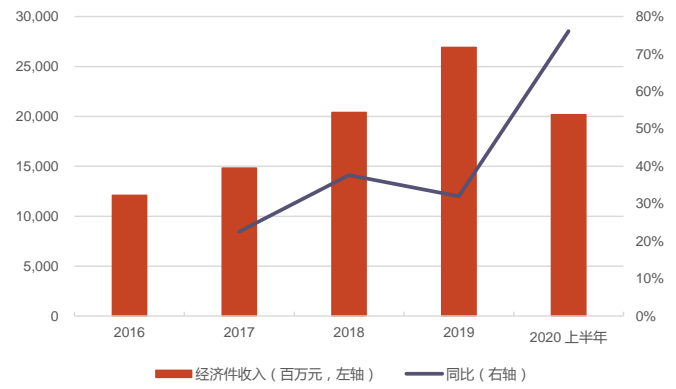
顺丰发力电商特惠件的直接后果是进一步加剧了快递行业价格战。虽然快递行业整体保持较高增速，但单件收入降幅较大，甚至有公司出现了单月收入负增长的情况。那么在电商件价格不断下探的大背景下，通达系公司只能将主要的资源投入在保持和提高整体市场份额，无暇冲击顺丰的高端时效件市场，进而维护顺丰的高端时效件业务收益。

图 37: 顺丰控股单量上涨



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 38: 顺丰控股经济件收入大幅增长



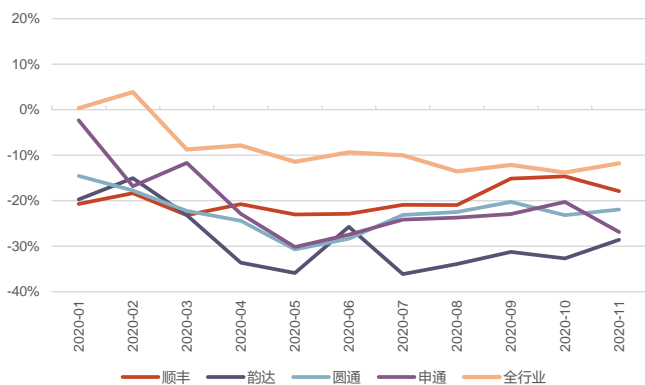
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2.3、 2021 年行业研判：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧

2021 年快递行业研判：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧。展望 2021 年，我们认为快递行业仍将延续 2020 年的竞争格局，行业分化会继续加剧，但对于龙头企业的稳健增长仍可适度乐观。

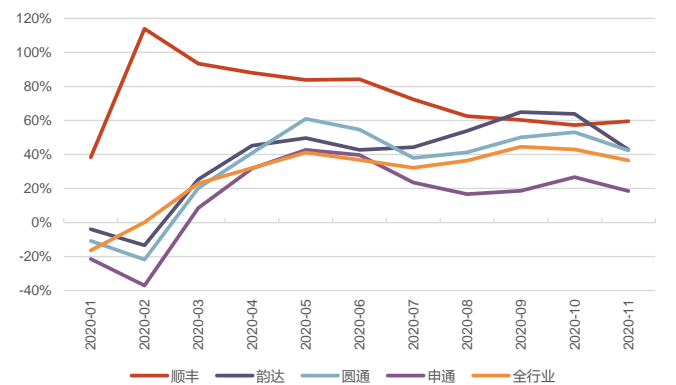
1、顺丰竞争优势明显，龙头地位稳固。按照前文对自营加盟快递分析的逻辑基础，顺丰作为自营快递公司的代表，时效件业务的护城河在不断加深，尽管顺丰的时效件单价也存在下行压力，但公司经营规模扩张带来的规模效应也很明显，由于顺丰绝大多数时效件、特惠件是并网运行，单量的上涨不仅带来了时效件单位成本的下降，同时也分摊了部分特惠件的运输成本。整体来看，随着消费品时效件占比不断提升，2021 年顺丰时效件业务仍能保持较快增速，同时依托电商特惠件以及其他产品的市场下探，顺丰龙头地位依然稳固。

图 39: 顺丰控股单件收入同比跌幅较低



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 11 月

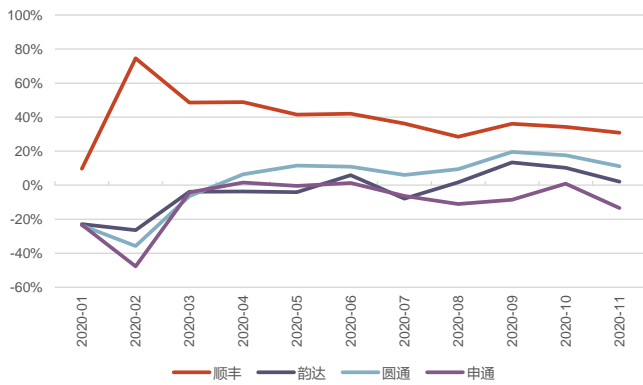
图 40: 顺丰控股快递件量同比增速较高



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 11 月

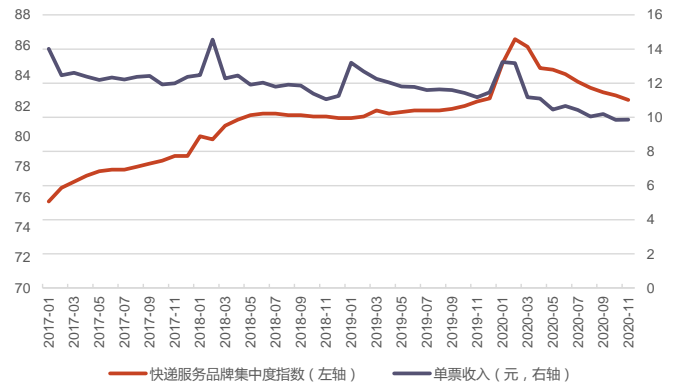
2、通达系分化加剧，行业短期难以出清。由于快递行业保持较高增速，仍吸引新的资本进入（比如极兔速递）。通过观察快递行业 CR8 指数，我们发现除了疫情期间市场集中度有所提升，2020 年 6 月以后 CR8 指数逐月下降。在主要快递公司单价大幅下降的背景下，CR8 指数不升反降，说明市场竞争依然激烈。

图 41：通达系公司快递收入增速较低



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

图 42：疫情后快递行业 CR8 并未随单件收入的下降继续提升



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

但由于阿里与通达系公司都有股权合作，合理推断未来相关通达系公司将承接淘宝天猫的大部分快递业务。在阿里的支持下，未来通达系公司即使出现股权方面的整合，实际产能短期也难以出清。

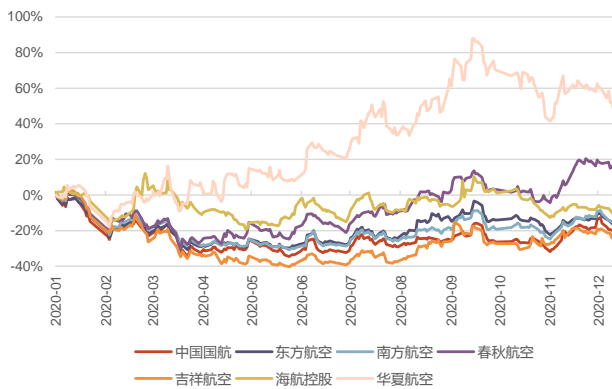
整体来看，快递虽然是“疫情受益股”，但实际上更多的是依靠电商的内生增长。在国内电商稳步发展的同时，快递行业也将享受相应的红利。随着快递行业价格战的不断加剧，顺丰控股的竞争优势逐步得到确认，未来有望保持稳健增长。

3、 航空机场：海外疫情缓解，盈利恢复确定

3.1、 行情回顾：整体表现低迷，优质公司逆势走强

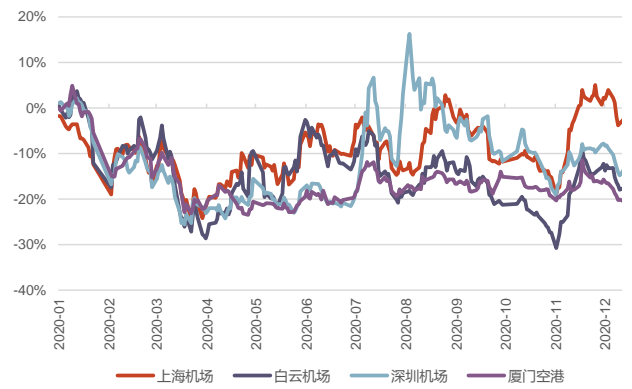
2020年航空机场板块行情回顾：股价整体表现低迷，优质公司逆势走强。航空机场作为“疫情受害股”，2020年全年实现负收益。但分公司看，应对疫情较好的优质公司表现亮眼，其中以国内航线收入为主的华夏航空全年有望实现盈利，具备成本优势的春秋航空运营恢复速度大幅领先其他航司，两家公司2020全年涨幅分别为58.49%、26.94%；机场公司整体表现较弱，区位优势明显的上海机场表现相对较强，2020全年跌幅为2.95%。

图 43：华夏航空、春秋航空 2020 年涨幅领跑同业公司



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年底

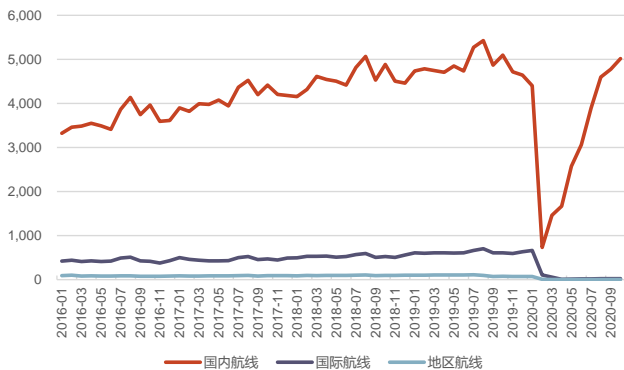
图 44：上海机场 2020 年涨幅领跑同业公司



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年底

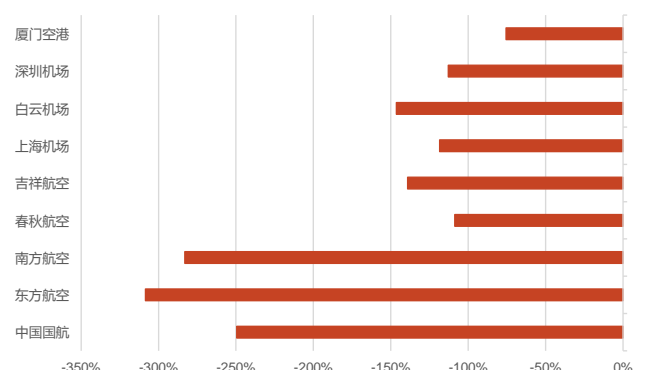
我们在 2020 年中期策略报告《否极泰来，需求复苏》提出客运需求的恢复可能需要经历较长时期，其中客运需求的核心矛盾将转移到“旅客信心”上。从 2020 年暑运以及国庆长假的数据看，国内出行的“旅客信心”已基本恢复，国内航线旅客量恢复较快。但由于 2020 年下半年中外疫情分化，海外航线旅客量持续处于低位。由于航空机场成本端固定资产折旧以及部分运营成本具有刚性，海外航空相关收入占比较高的航空机场公司几乎无法实现盈利。

图 45：国内航空旅客量恢复（单位：万人）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 10 月

图 46：重点航空机场公司 2020 前三季度归母净利润大幅下滑



资料来源：wind，光大证券研究所

3.2、 驱动因素分析：短期估值溢价源自对公司长期竞争优势的认可

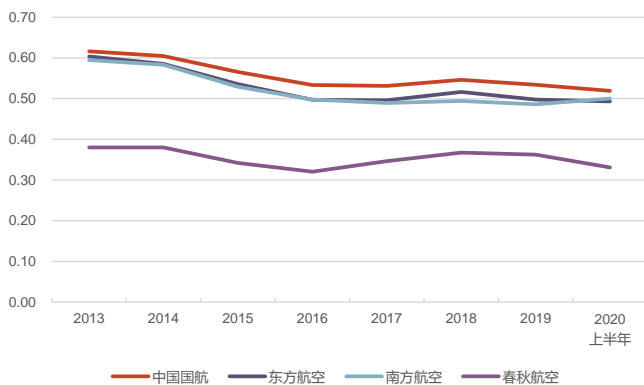
2020 年航空机场涨幅靠前的个股，除了华夏航空盈利恢复较快，春秋航空、上海机场在 2020 年盈利仍有巨大压力，但在海外疫情不断发酵的背景下，春秋航空和上海机场的股价表现非常亮眼。我们认为春秋航空、上海机场目前的估值溢价源自市场对公司长期竞争优势的认可。

3.2.1、 春秋航空-长期竞争优势再确认

春秋航空作为国内低成本航空龙头，依靠出色的成本管控和差异化服务，进而获得价格竞争优势。从乘客的实际体验出发，春秋航空相对于传统航司的服务差距有限，在春秋航空的机票价格有明显优势的情况下，价格敏感的消费者更愿意乘坐春秋航空的飞机。疫情前，春秋航空依靠价格竞争优势，收入盈利保持稳定增长；疫情期间，在其他航司大幅削减运力的情况下，春秋航空依靠低成本优势，在边际贡献定价策略下能够提供更多的运力，进而实现更多的边际收益。

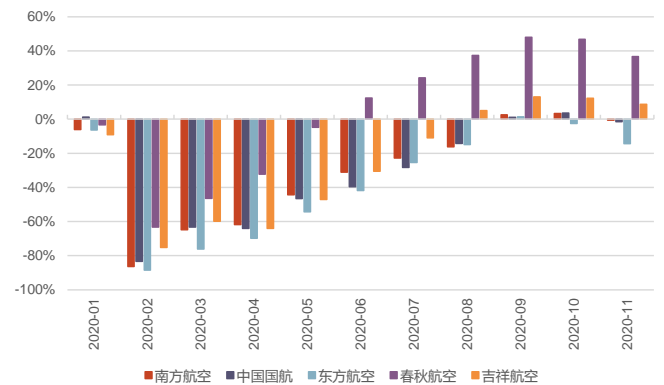
随着国内疫情迅速缓解，春秋航空依托竞争优势，国内航线客运量快速回升，大幅领跑同业公司。在新冠疫情的极端情况下，春秋航空的运营能力得到了进一步验证。基于对公司竞争优势的认可，在公司盈利能力还未完全恢复的情况下，春秋航空 2020 年股价大幅上涨，并突破 2019 年高点。

图 47：春秋航空客公里收益显著低于同业公司（单位：元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 48：春秋航空国内航线客运量增速领跑同业公司



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

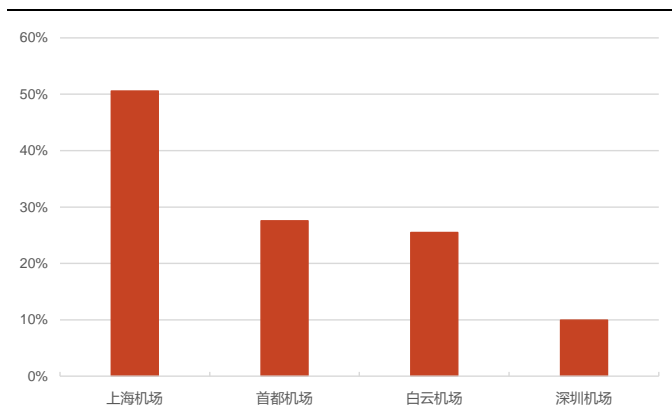
2020 年第三季度，春秋航空已经实现单季盈利。展望 2021 年，海外航空需求复苏是确定性事件。在此过程中，春秋航空有望依靠竞争优势率先抢占市场，进而率先恢复至疫情前的盈利水平。

3.2.2、 上海机场-长期区位优势的认可

上海机场的区位优势主要体现在海外旅客量的高占比以及高消费能力。在疫情前，上海机场可以通过免税业务将高质量海外旅客的流量变现，贡献公司盈利增量。但疫情期间的防控措施导致海外旅客量大幅下滑，免税收入断崖式下跌，而且公司也难以要求日上支付保底租金。在 2019 年卫星厅转固的不利局面下，上海机场 2020 年实现盈利的压力极大。尽管如此，上海机场 2020 年全年仅下跌 2.95%，表现亮眼。

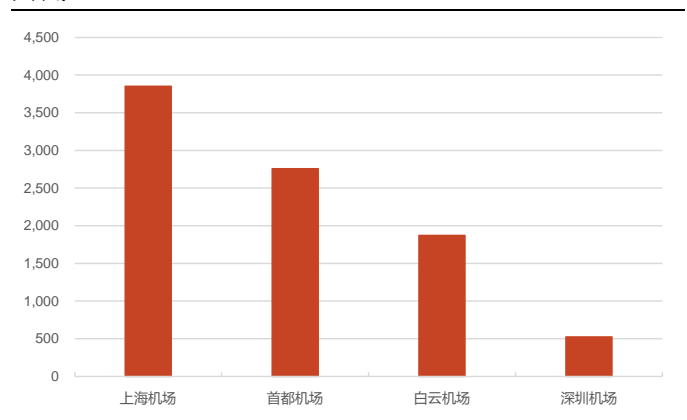
我们在 2020 年度策略报告《把握区位优势，布局核心资产》中提到，交运上市公司的区位优势存续时间较长，竞争格局比较稳定。从实际情况来看，机场的流量变现的能力较强，主要原因是机场旅客消费能力相对较高，对机场的商业零售业务贡献较大，特别是一线机场的海外旅客量占比较高，免税业务带来的盈利增量巨大。虽然疫情期间上海机场的免税业务受到巨大冲击，但新冠疫情结束后，上海机场海外客流量恢复是确定性事件，免税业务也将重回增长。在与日上分成协议不变的前提下，上海机场未来盈利的成长性并未改变，这是 2020 年公司股价领跑同业其他公司的核心原因。

图 49：上海机场海外航线客流量占比显著高于同业公司



资料来源：wind，光大证券研究所，数据取自 2019 年度

图 50：上海机场海外航线客流量显著高于同业公司（单位：万人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据取自 2019 年度

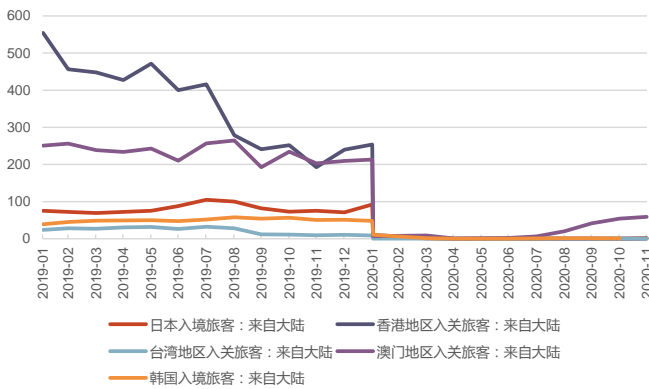
3.3、 2021 年行业研判：海外需求逐步复苏，龙头公司弹性较大

2021 年航空机场行业研判：海外需求逐步复苏，龙头公司弹性较大。展望 2021 年，随着新冠疫苗的全球接种，海外需求将逐步恢复，其中“旅客信心”恢复以及限制旅行措施的解除将逐步兑现，而海外航线收入贡献较高的龙头公司弹性较大。

我们在《边际改善或超预期，市场情绪提升相对估值空间-航空运输业动态跟踪报告》中提到，中国大陆疫情缓解后，客运需求的核心矛盾转移到“旅客信心”上，当时我们认为影响“旅客信心”恢复的三大标志性事件是北京“解禁”、电影院复工、国际航线“五个一”政策停止，其中国际航线“五个一”政策停止关系到海外航空需求的恢复。展望 2021 年，我们认为“旅客海外旅行信心”恢复的三大标志性事件如下：

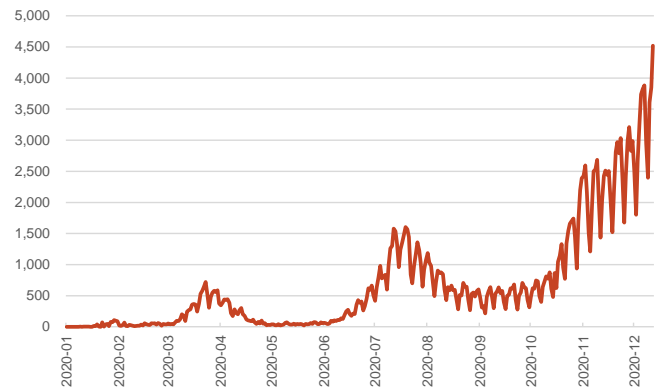
1、香港疫情得到控制并放开旅行限制。澳门地区疫情防控效果较好，2020 年 8 月国家移民管理局逐渐开放了大陆居民赴澳旅游签注，随后大陆居民赴澳人数快速恢复。香港地区由于疫情防控效果较差，至今仍未开放旅行限制。随着新冠疫苗在全球范围接种，香港地区疫情有望率先得到控制，在开放中国大陆与香港地区的旅行限制后，由于地区航线不在民航总局“五个一”政策限制范围内，大陆赴港旅客量有望快速恢复，进而刺激“旅客海外旅行信心”的恢复。

图 51：中国大陆赴澳门地区旅客量快速恢复（单位：万人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

图 52：日本新冠新增确诊病例不断增加（单位：例）



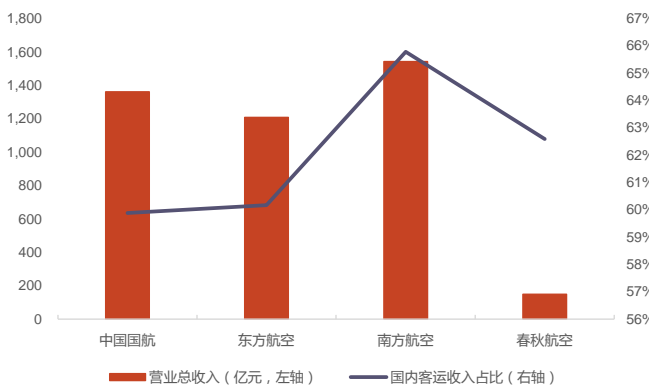
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月底

2、日本疫情得到控制并放开旅行限制。日本一直以来是中国消费者境外出行的热门目的地之一。相对东南亚国家以及欧美国家，日本政府管理能力较强，加上 2020 年奥运会延期至 2021 年举行，日本有望更早控制疫情并放开旅行限制。中国航司在 2019 年冬春航季获得较多中日航权增量，在放开中日旅行限制的前提下，赴日旅游需求有望紧随赴港旅游需求快速恢复。

3、中国入境隔离的差异化对待。在放开海外旅行限制的同时，国内对于入境人员无差别执行（至少）隔离 14 天的政策也将有所变化。对于疫情控制较好国家/地区的入境人员，可能会率先减少或取消集中隔离。一旦入境隔离的差异化政策实施，将进一步激发国内居民海外出行的热情，“旅客海外旅行信心”也将快速恢复。

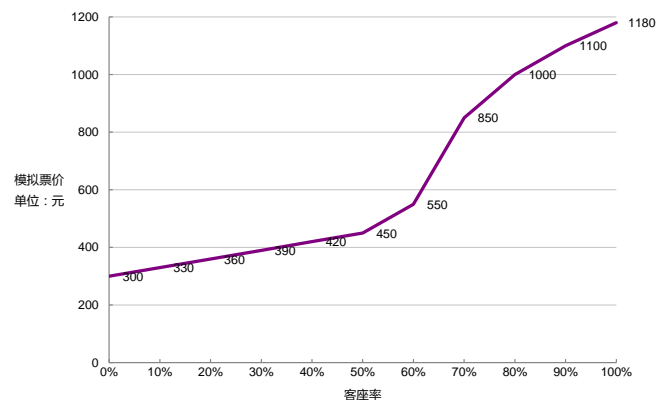
疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在 2021 年同步发生，“疫情受害股”基本面将发生反转。在此过程中，海外航线相关收入占比较高的公司盈利弹性较大。其中上海机场与海外航线旅客量相关的航空性收入以及非航收入都会快速恢复，而中国国航等航司随着海外航线需求恢复，产能利用率将逐步提高，公司整体盈利能力也将逐步恢复。

图 53：中国国航国内客运收入占比较低



资料来源：wind，光大证券研究所，数据取自 2019 年度

图 54：航空票价恢复受整体客座率影响



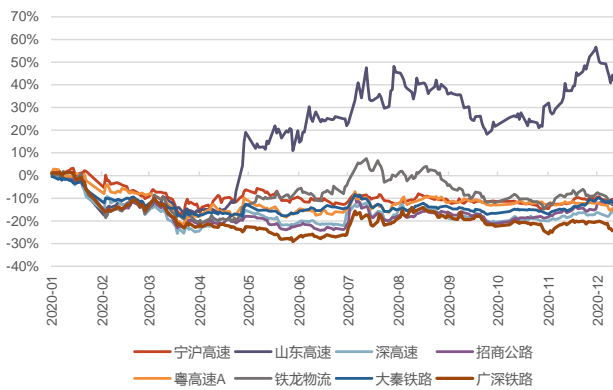
资料来源：光大证券研究所，以上模拟图仅表示机票价格与客座率的相关性，并不代表实际机票价格与客座率的对应关系

4、公路铁路：疫情影响有限，股价修复滞后

4.1、行情回顾：疫情负面影响有限，股价修复滞后

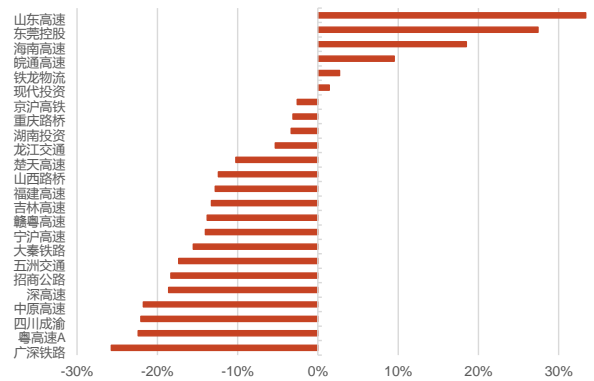
2020年公路铁路板块行情回顾：疫情压制整体表现，股价修复节奏缓慢。公路铁路公司受疫情直接冲击，整体表现不佳。2020年大部分公路铁路实现负收益，仅有个别公司表现亮眼，其中山东高速受益济青高速改扩建后收入提升的原因，2020年全年涨幅位居第一（33.36%）。另外以客运业务收入为主的广深铁路，公司客流量恢复较慢，显著落后于高速公路公司车流量的恢复，导致公司股价2020年全年跌幅最大（25.73%）。

图 55：大部分重点公路铁路公司 2020 年未实现正收益



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年底

图 56：2020 年公路铁路个股涨跌幅排名

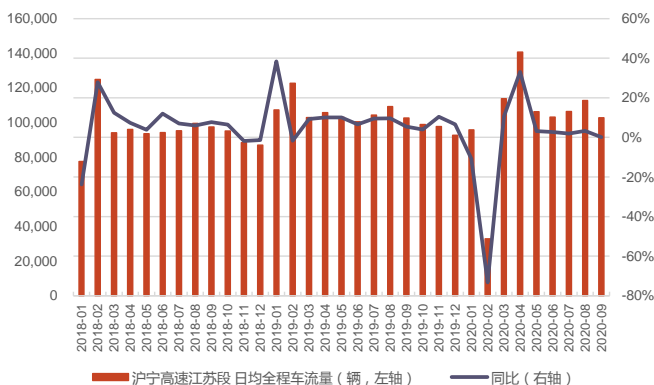


资料来源：wind，光大证券研究所

4.2、驱动因素分析：股息率逻辑导致股价修复落后于基本面修复

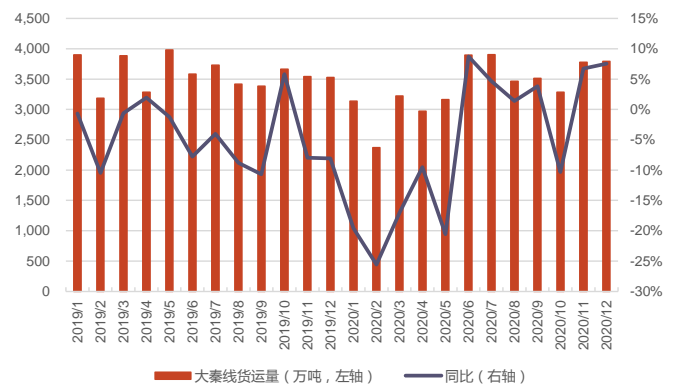
国内疫情防控效果较好，高速公路公司 2020 年下半年车流量显著恢复。但高速公路公司整体股价修复落后于基本面修复。铁路板块中大秦铁路情况与收费公路公司相似，大秦线 2020 年 6 月货运量已实现正增长。

图 57：沪宁高速（江苏段）车流量快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 9 月

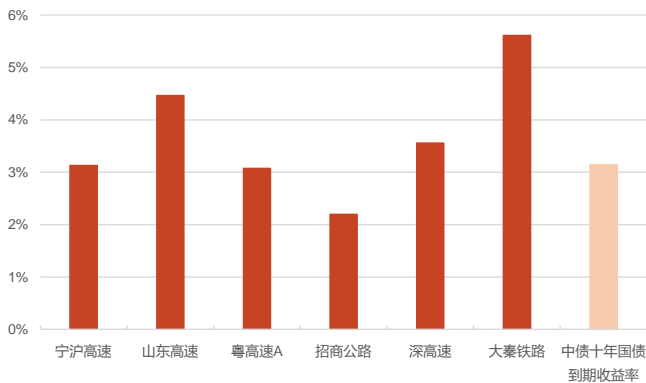
图 58：大秦线货运量快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月

公路铁路公司的类固收属性，导致相关公司投资逻辑的关注点在股息率上。在类固收属性的公路铁路公司 2020 年盈利下滑的情况下，假设分红率不变，相关公司 2021 年股息率的相对吸引力就会下降。我们估算宁沪高速、深高速、山东高速、招商公路、粤高速 A、大秦铁路等公司 2021 年分红后的股息率，公司盈利采取 wind 一致预期，假设分红率与 2019 年年报分红率相同，六家公司股息率较十年期国债无风险收益率并无明显优势。

图 59：重点公路铁路公司股息率并无明显优势



资料来源：wind，光大证券研究所，股价取自 2020 年 12 月 31 日收盘价，2021 年盈利预测取自 wind 一致预期，假设各公司分红率与 2019 年年报分红率相同

图 60：宁沪高速 2020 年股息率并无明显优势

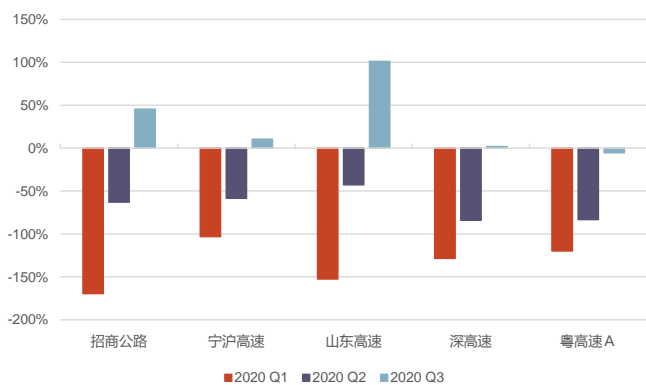


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年底

4.3、 2021 年行业研判：公路公司重回稳定增长，铁路客运公司基本面继续修复

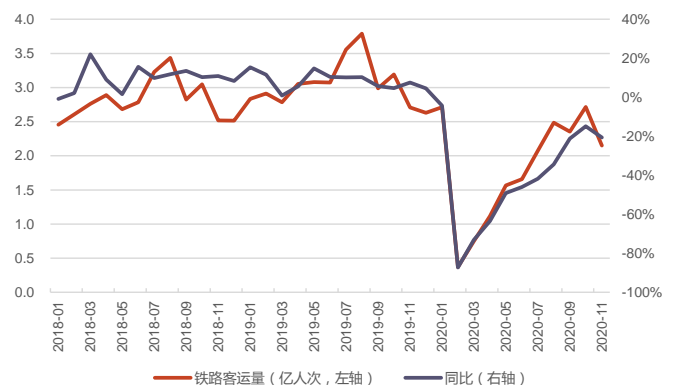
A 股上市的高速公路公司大都持有比较优质的路产，特别是布局在北上广区域的收费公路公司（宁沪高速、深高速等），依托相关收费公路区位优势，需求已基本恢复，2021 年将重回稳定增长。但在股息率投资视角下，高速公路公司相对较好的投资机会可能在 2021 年下半年。

图 61：高速公路 2020 年第三季度净利润增速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所

图 62：全国铁路客运量逐渐恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

铁路客运需求的恢复一方面受到“旅客信心”的影响，同时也受到整体宏观经济的影响。展望 2021 年，在“旅客信心”基本恢复的情况下，随着国内经济的复苏，铁路客运需求也将逐步回升，进而带动京沪高铁、广深铁路的业绩修复。同时我们也看到京沪高铁票价改革也在逐步推进，长期来看，铁路运价市场化改革将进一步拉动需求，增加铁路公司的业绩弹性。

5、 投资建议

2020 年中外疫情分化改变行业短期格局。未来后疫情时代，行业长期格局也将发生变化：海外订单回流将部分延续；国内网购习惯将部分保留；居民远距离出行习惯不会改变。展望 2021 年，“疫情受益股”或将继续延续良好表现，“疫情受害股”基本面将发生反转。我们维持行业“增持”评级，推荐龙头地位稳固并持续发力物流全产业链布局的顺丰控股；推荐受益于后疫情时代海外出行需求复苏的中国国航（A+H）以及竞争优势已得到充分验证的春秋航空。建议关注持续受益于集运价格上涨的中远海控、支线业务稳定增长的华夏航空以及具备区位优势的海机场。

表 2：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元/港元)	EPS(元/港元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
002352.SZ	顺丰控股	90.30	1.31	1.72	2.2	69	53	41	9.6	7.5	6.5	买入	维持
601111.SH	中国国航	7.15	0.44	-0.76	0.43	16	-	17	1.1	1.3	1.2	增持	维持
0753.HK	中国国航	5.82	0.52	-0.92	0.52	11	-	11	0.8	0.9	0.8	增持	维持
601021.SH	春秋航空	53.39	2.01	-0.01	2.15	27	-	25	3.3	3.3	2.9	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-01-13，港股公司股价、EPS 单位为港元，(汇率 1HKD=0.83RMB)

6、重点公司介绍

6.1、顺丰控股（002352.SZ）-继续发力物流全产业链布局

2020年前三季度，公司营业收入为1,096亿元，同比增长39.1%；归母净利润为56.0亿元，同比增长29.8%，扣非归母净利润为51.0亿元，同比增长45.4%。其中第三季度实现收入385亿元，同比增长34.0%；归母净利润为18.4亿元，同比增长51.6%；扣非归母净利润为16.6亿元，同比增长40.5%。

公司20年第三季度快件完成量约20.16亿票，同比增长约64.7%，大幅领先行业增长率（37.9%）；公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为9.06%，较19年同期占比提升1.48pct。公司第三季度业务量增速有所下滑，主要原因是上年基数较高以及2020年暑期洪涝灾害带来的负面影响。

公司2020年发力电商特惠件，公司快递业务量快速增长。同时凭借品牌优势和网络优势，公司时效件业务也保持较快增长，特别是部分高端电商件需求转化为时效件需求，为公司带来盈利增量。

公司2020年下半年对快递业务展开加盟试点（丰网）。丰网的推出将进一步丰富公司的快递产品线，丰网在给与通达系公司竞争压力的同时，客观上能继续强化公司时效件业务的盈利能力，为公司盈利的稳定增长奠定基础。

鄂州机场计划于2021年底或2022年初投产。鄂州机场是公司整合全物流产业链资源的关键一环，也是公司走出国门开拓国际市场的核心保证。虽然鄂州机场投产后给公司短期成本带来一定压力，但公司长期将受益于鄂州机场带来的效率提升和综合成本的下降。

盈利预测和投资建议：

公司电商特惠件、时效件有望保持较快增长；继续发力物流全产业链布局加强公司整体业务竞争力。我们维持公司20-22年eps分别为1.72、2.20、2.71元，维持公司“买入”评级。

风险提示：

1、网络购物增速下滑，导致快递行业增速下滑；2、物流中心爆仓，将带来区域性快递单量减少，及客户流失；3、行业竞争超预期，将导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；4、时效件收入增长低于市场预期。

表3：顺丰控股财务数据和估值分析

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,943	112,193	154,549	190,659	230,995
营业收入增长率	27.92%	23.37%	37.75%	23.36%	21.16%
净利润（百万元）	4,556	5,797	7,855	10,016	12,332
净利润增长率	-4.50%	27.23%	35.51%	27.52%	23.12%
EPS（元）	1.03	1.31	1.72	2.20	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.46%	13.66%	14.37%	15.87%	16.78%
P/E	88	69	53	41	33
P/B	10.9	9.6	7.5	6.5	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-01-13

6.2、 中国国航（601111.SH & 0753.HK）-最艰难的时刻已过去

2020 年前三季度，公司营业收入为 485 亿元，同比下降 52.99%；归母净利润亏损 101 亿元，同比由盈转亏，扣非归母净利润亏损 103 亿元，同比由盈转亏。其中第三季度实现收入 188 亿元，同比下降 50.2%；归母净利润亏损 6.71 亿元，同比由盈转亏；扣非归母净利润为 7.48 亿元，同比由盈转亏。

公司 2020 年前 11 月 ASK 同比下降 46.6%，客运量同比下降 41.3%。2020 年 11 月，公司 ASK 同比下降 32.2%，其中国内航线 ASK 同比提高 8.5%；客运量同比下降 18.8%，其中国内航线客运量同比下降 1.5%。客座率方面，2020 年 11 月客座率为 72.1%，同比下降 7.4pct，其中国内航线客座率为 73.4%，同比下降 7.6pct。

油汇利好叠加国内需求复苏，2020 年三季度大幅减亏。2020 年第三季度布伦特油价维持在 40 美元上方，大幅低于 19 年同期水平；另外人民币兑美元汇率从 7.0 附近升值到 6.7 附近；同时随着国内疫情好转，航空出行需求逐步恢复。在以上三大利好叠加的情况下，公司 2020 年第三季度环比第二季度大幅减亏。

相对同业公司，中国国航 2020 年受疫情的负面冲击更严重，主要体现在以下三个方面：1、公司国际航线收入占比高，大量宽体机运能难以转移至国内航线；2、全货机出表无法享受货运红利，在疫情期间航空货运市场火爆的情况下，国货航无法给上市公司贡献收益；3、国泰航空大额亏损拖累投资收益，公司 2020 年 6 月底共持有国泰航空 29.99% 的股份，仅 2020 年上半年，公司确认的国泰航空投资收益为亏损 23.73 亿元。

盈利预测和投资建议：

疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在 2021 年同步发生，航司基本面将发生反转。在此过程中，中国国航及国泰航空生产经营将继续恢复，相对于其他同业公司，国航盈利弹性较大。我们维持公司 20-22 年 EPS 分别为-0.76、0.43、0.54 元，维持公司 A 股、H 股“增持”评级。

风险提示：

1、新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；2、宏观经济下行影响航空需求下行；3、油价、汇率波动影响航空公司盈利；4、国泰航空亏损超预期。

表 4：中国国航财务数据和估值分析

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	136,774	136,181	75,731	143,212	162,752
营业收入增长率	12.70%	-0.43%	-44.39%	89.11%	13.64%
净利润（百万元）	7,336	6,409	-10,371	5,865	7,446
净利润增长率	1.33%	-12.65%	-261.83%	-156.55%	26.96%
EPS（元）	0.51	0.44	-0.76	0.43	0.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.87%	6.85%	-12.59%	6.65%	7.86%
P/E（A 股）	14	16	-	17	13
P/B（A 股）	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
P/E（H 股）	9	11	-	11	9
P/B（H 股）	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-01-13（汇率 1HKD=0.83RMB）

6.3、春秋航空（601021.SH）-监管不断放松，有利于公司竞争优势“变现”

2020年前三季度，公司营业收入为68.27亿元，同比下降40.96%；归母净利润亏损1.49亿元，同比由盈转亏，扣非归母净利润亏损3.09亿元，同比由盈转亏。其中第三季度实现收入27.8亿，同比下降36.99%；归母净利润为2.59亿元，同比下降70.01%；扣非归母净利润为2.11亿元，同比下降75.55%。

公司2020年前11月ASK同比下降14.57%，客运量同比下降18.5%。2020年11月，公司ASK同比下降8.12%，其中国内航线ASK同比提高53.98%；客运量同比上涨3.85%，其中国内航线客运量同比提高36.68%。2020年11月客座率为80.53%，同比下降5.97pct，其中国内航线客座率为80.69%，环比下降10.76pct。虽然2020年11月全行业需求低迷，但春秋国内航线ASK、客运量依然维持高速增长，继续领跑上市航司。

油汇利好叠加国内需求复苏，2020年三季度实现盈利。2020年第三季度布伦特油价维持在40美元上方，大幅低于19年同期水平；另外人民币兑美元汇率从7.0附近升值到6.7附近；同时随着国内疫情好转，航空出行需求逐步恢复。在以上三大利好叠加的情况下，公司2020年第三季度实现盈利。

民航总局进一步深化“控总量、调结构”。2020年12月，民航总局颁布《中国民航国内航线航班评审规则（征求意见稿）》，相对现行规则，新的征求意见稿的变化主要体现在取消核准航段的航班总量限制、降低中小机场直达北上广航线的准入门槛条件、调整考核指标，凸显考核导向。另外结合民航总局对国内航线运输价格改革的不断推进，民航运营市场化程度不断深入，春秋航空在运营端、成本端的竞争优势将继续帮助公司在未来实现盈利的稳定增长。

盈利预测和投资建议：

凭借运营端、成本端的竞争优势，公司生产经营快速恢复；民航运营市场化程度不断深入，公司未来盈利有望实现稳定增长。我们维持公司20-22年eps分别为-0.01、2.15、2.43元，维持公司“增持”评级。

风险提示：

1、新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；2、宏观经济下行影响航空需求下行；3、油价、汇率波动影响航空公司盈利；4、低成本航空市场竞争激烈，公司客公里收益下降。

表5：春秋航空财务数据和估值分析

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,114	14,804	10,468	17,682	19,418
营业收入增长率	19.54%	12.88%	-29.29%	68.91%	9.82%
净利润（百万元）	1,503	1,841	-12	1,974	2,226
净利润增长率	19.12%	22.50%	-100.63%	-17235.27%	12.77%
EPS（元）	1.64	2.01	-0.01	2.15	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.28%	12.24%	-0.08%	11.77%	11.83%
P/E	33	27	-	25	22
P/B	3.7	3.3	3.3	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-01-13

7、风险提示

1、宏观经济下行影响上市公司盈利。宏观经济下行会带来全社会客运、货运需求下行，虽然具有区位优势的交通公司受到的冲击较小，但仍可能出现业绩低于预期的情况。

2、海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求。海外疫情持续时间超预期将严重影响海外出行需求的恢复，给航司、机场盈利带来负面影响。

3、中美贸易摩擦以及中美航权争端影响国际航线需求。如果中美贸易摩擦以及中美航权争端继续加剧，将中美航线等国际航线需求，给航司、机场盈利带来负面影响。

4、油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利。油价上升会提高航空公司运营成本，人民币兑美元贬值会给航空、航运公司带来汇兑损失，直接影响上市公司净利润。

5、机场免税店收入增长缓慢。如果机场海外航线旅客吞吐量、或免税店人均消费金额增长缓慢，机场免税收入增长可能会低于市场预期。

6、公司分红率下降导致股息率大幅下降。铁路公司、高速公路公司可能由于新的资本开支或其他原因而减少未来分红率，进而导致股息率大幅下降。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳