

交通运输

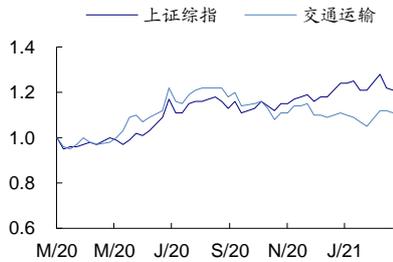
交运&中小盘行业周报

超配

(维持评级)

2021年03月08日

一年该行业与上证综指走势比较



行业周报

小盘股关注度提升, 布局顺周期及一季报品种

相关研究报告:

《交运&中小盘行业周报: 京东加快 IPO 布局, 嘉诚签约海南重点项目》——2021-03-01
 《事件点评: 韵达与德邦的合纵战略落地, 看好物流龙头的成长性》——2021-02-02
 《事件点评: “宅经济”再度来袭, 新冠疫苗带来运输需求》——2021-01-25
 《2020年12月快递行业数据点评: 快递需求维持高景气, 继续看好高端龙头顺丰》——2021-01-19
 《快递&机场航空 2021 年投资策略: 柳暗花明又一村》——2020-12-03

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 黄盈

E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010003

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060003

板块周度回顾: 上证综指报收 3501.99 点, 环比下跌 0.2%; 深证成指报收 14412.31 点, 环比下跌 0.66%; 交运指数基本与指数同步, 环比下跌 0.79%, 相比沪深 300 指数跑赢 0.60pct。

航运港口: 集运 SCFI 报 2722 点, 环比下降 1.9%, 主要航线地中海航线环比跌 1.7%, 报 4078 美元/TEU, 欧线环比跌 2.0%, 报 3966 美元/TEU。全球疫苗接种有望促进经济持续复苏, 继而导致集运需求高位运行, 预计中远海控一季报维持亮眼表现。

航空机场: 伴随疫苗接种, 国内外疫情有望持续改善, 民航需求将持续复苏。2020 年民航飞机引进增速仅为 1% 左右, 2021 年飞机计划引进增速或不足 5%, 连续两年的低供给增速为行业重回高景气创造条件, 一旦国门逐步开放消化积压的运力, 民航有望迎来周期反转, 推荐国航、春秋, 关注南航、东航、吉祥、华夏。若国际客流恢复乃至超越疫情前的水平, 在居民消费升级及国家大力发展免税吸引消费回流的大背景下, 机场的议价能力回归预期将导致板块估值修复, 推荐上海机场, 关注北京首都机场股份、白云机场、深圳机场、美兰空港。

快递: 由于去年疫情以及春节错期影响, 今年 1 月快递行业业务量增长表现略超预期。考虑到电商继续向低线城市和农村渗透、线上销售模式不断创新、疫情加强了大众线上消费习惯, 我们预计 2021 年业务量增速有望超过 20%; 短期伴随春节假期结束、一线员工逐步复工, 近期价格战有所激化, 中期来看, 竞争格局有望在未来 1 年发生重大变革。而对于中高端快递市场, 2021 年顺丰通过持续投入产能、推进兼并收购等会继续强化竞争壁垒, 寡头地位仍然稳固。考虑到一季度快递企业业绩增长有望表现较优且龙头公司业绩稳定性更强, 维持顺丰控股的买入评级, 关注中通快递、韵达股份的投资机会以及京东物流的上市进度。

物流: 季报季即将来临, 重点推荐一季度有望体现突出成长的物流个股, 推荐密尔克卫、嘉诚国际, 关注华贸物流。

投资建议: 伴随前期抱团股的回落, 市场更为看好中小盘股中的低估值、高增速品种, 全年疫情环节及经济复苏是主旋律, 短期则关注一季报确定性增长及前期超跌品种, 推荐: 密尔克卫、先惠技术(中小盘)、嘉诚国际、顺丰控股、中国国航、春秋航空、上海机场、华贸物流, 关注中远海控、中通韵达。

风险提示: 宏观经济复苏不及预期, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动

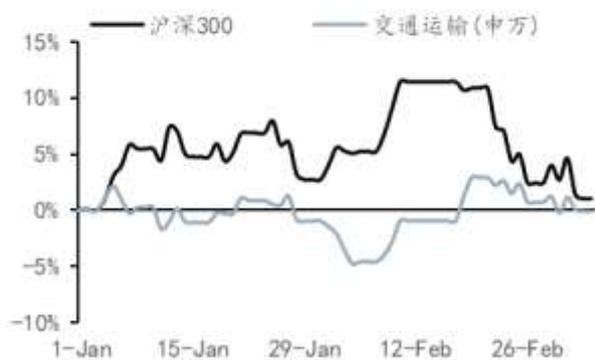
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1 本周回顾

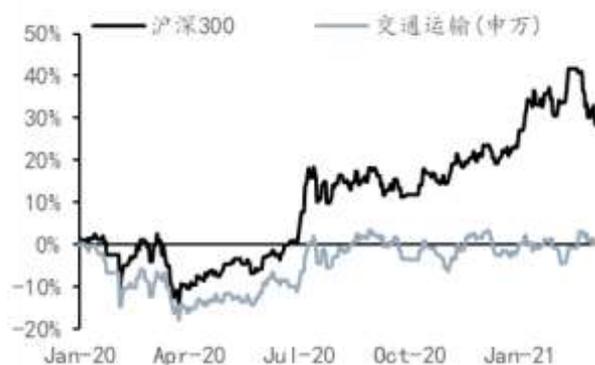
本周 A 股加剧震荡，小幅收跌，上证综指报收 3501.99 点，环比下跌 0.2%；深证成指报收 14412.31 点，环比下跌 0.66%；创业板指报收 2871.97 点，环比下跌 1.45%；沪深 300 指数报收 5262.80 点，环比下跌 1.39%。本周交运指数基本与指数同步，环比下跌 0.79%，相比沪深 300 指数跑赢 0.60pct，情绪上伴随前期抱团股的回落，市场更为关注小盘股中的低估值、高增速品种。

图 1：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

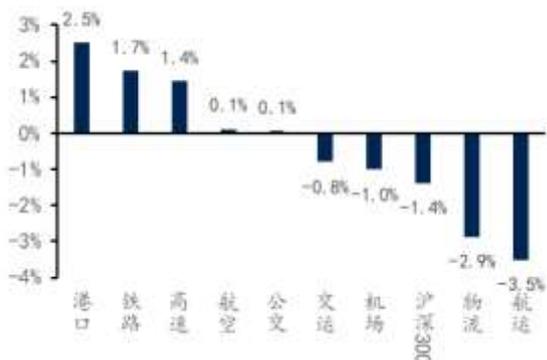
图 2：2020 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

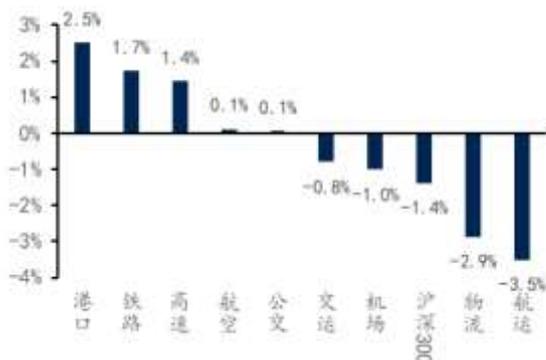
本周交运子板块最为强势的为港口板块，周涨幅 5.3%，其次是铁路、高速板块，涨幅分别为 1.7%、1.4%；个股方面，涨幅前五名为宁波海运（+11.6%）、海峡股份（+9.6%）、中谷物流（+8.6%）、北部湾港（+7.7%）、山西路桥（+7.4%）；跌幅榜前五名为中远海控（-15.7%）、申通地铁（-15.1%）、海晨股份（-10.6%）、西部创业（-7.9%）、顺丰控股（-7.5%）。

图 3：本周各子板块表现（2021.3.1-2021.3.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：本月各子板块表现（2021.3.1-2021.3.5）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
-------	------	------	------	-----	-----	-----

1	600798.SH	宁波海运	4.53	11.6%	11.6%	-12.0%
2	002320.SZ	海峡股份	8.89	9.6%	9.6%	-2.4%
3	603565.SH	中谷物流	34.10	8.6%	8.6%	49.5%
4	000582.SZ	北部湾港	10.39	7.7%	7.7%	-1.0%
5	000755.SZ	山西路桥	3.33	7.4%	7.4%	-3.8%
月涨幅前五						
	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600798.SH	宁波海运	4.53	11.6%	11.6%	-12.0%
2	002320.SZ	海峡股份	8.89	9.6%	9.6%	-2.4%
3	603565.SH	中谷物流	34.10	8.6%	8.6%	49.5%
4	000582.SZ	北部湾港	10.39	7.7%	7.7%	-1.0%
5	000755.SZ	山西路桥	3.33	7.4%	7.4%	-3.8%
年涨幅前五						
	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603565.SH	中谷物流	34.10	8.6%	8.6%	49.5%
2	603128.SH	华贸物流	12.83	-1.7%	-1.7%	38.1%
3	002010.SZ	传化智联	6.24	1.5%	1.5%	32.5%
4	002928.SZ	华夏航空	16.20	4.0%	4.0%	28.1%
5	603885.SH	吉祥航空	13.23	3.8%	3.8%	16.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 本周个股跌幅榜

	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	601919.SH	中远海控	10.65	-15.7%	-15.7%	-12.8%
2	600834.SH	申通地铁	9.35	-15.1%	-15.1%	-0.5%
3	300873.SZ	海晨股份	41.68	-10.6%	-10.6%	-2.3%
4	000557.SZ	西部创业	4.19	-7.9%	-7.9%	6.6%
5	002352.SZ	顺丰控股	97.10	-7.5%	-7.5%	10.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2 投资观点综述

2.1 交运板块

航运:

本周集运 SCFI 报 2722 点, 环比下降 1.9%, 地中海航线环比跌 1.7%, 报 4078 美元/TEU, 欧线环比跌 2.0%, 报 3966 美元/TEU。全球疫苗接种有望促进经济持续复苏, 继而导致集运需求高位运行, 预计中远海控一季报维持亮眼表现。

航空板块:

两会召开, 民航旅客量相比 2019 年同期降幅逐步收窄。随着敏感人群大面积完成疫苗接种, 国内疫情再度反复的概率大幅降低。春运接近尾声, 鉴于我国已经连续多日无本土确诊病例, 出行的隐性限制有望逐步解除, 民航需求将持续复苏, 并有望在清明、五一、暑运连续迎来客流高峰。2020 年民航飞机引进增速仅为 1% 左右, 2021 年飞机计划引进增速或不足 5%, 连续两年的低供给增速为行业重回高景气创造条件, 一旦国门逐步开放消化积压的运力, 民航有望迎来周期反转, 重回景气区间。推荐国航、春秋, 关注南航、东航、吉祥、华夏。

机场板块:

白云机场披露 2 月运营数据, 当月起降架次 2.37 万, 同比增长 81.8%, 当月旅客吞吐量 231.5 万, 同比增长 139.5%, 后续客流有望进一步回升。免税层面, 我们认为上海机场免税租金合约的修正是在疫情肆虐, 机场国际客流几乎归零,

后续国门全面打开的时点尚不明确的情况下，机场方议价能力阶段性显著下降造成的权益之举。我们认为疫情终将消退，如国际客流恢复乃至超越疫情前的水平，在居民消费升级及国家大力发展免税吸引消费回流的大背景下，机场的议价能力有望全面回归，获取其应得的利益。推荐上海机场，关注北京首都机场股份、白云机场、深圳机场、美兰空港。

快递板块:

从行业增长角度来看，由于去年疫情以及春节错期影响，今年 1 月快递行业业务量实现了 125% 的高速增长，达到 85 亿件，需求表现略超预期。其中，韵达、圆通和申通的 1 月快递业务量同比增速均超过 110%，略超预期；我们估算顺丰控股 1 月时效快递件量增速接近 20%，考虑到 1 月商务快递需求受到疫情反复影响，顺丰时效快递增长趋势仍然良好。考虑到（1）电商继续向低线城市和农村渗透，根据国家邮政局数据，我们可以看到目前三四五线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市；（2）自 2014 年微商和跨境进口电商兴起到 2018 年拼多多兴起再到 2020 年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类；（3）疫情其实进一步加强了大众线上消费习惯，我们认为中期内我国快递需求仍然将维持较景气的增长态势，我们预计 2021 年行业业务量规模有望超过 1000 亿件，增速有望超过 20%。

一季度是传统淡季，且受春节影响，行业价格战环比有所缓和；2 月天天快递公告将转型聚焦最后一公里，打造仓配一体、店配一体、送装一体、共享一体等创新服务为主体的服务网络。天天快递这次转型意味着二线快递已经基本全部从传统快递红海竞争中退出。3 月 1 日中通快递也举办了投资者交流会，明确指出 2021 年将坚持科技为本、运营降本、品质稳定以及业务创新，可以看出一线快递企业均在不断地与时俱进、尽力不掉队。根据最近调研情况，随着春节假期结束、一线员工逐步复工，近期价格战有所激化，中短期来看，中低端市场一线快递龙头之间的恶性价格战尚未结束，但是中低端市场的竞争格局有望在未来 1 年发生重大变革，届时将看到价格战结束的拐点。而对于中高端快递市场，2021 年顺丰通过持续投入产能、推进兼并收购等会继续强化竞争壁垒，寡头地位仍然稳固，同时也会面临低端市场的价格挑战，维持顺丰控股的买入评级，关注中通快递、韵达股份的投资机会以及京东物流的上市进度。

物流板块:

季报季即将来临，重点推荐一季度有望体现突出成长的物流个股，推荐密尔克卫、嘉诚国际，关注嘉诚国际。

嘉诚国际拟正在海南建设多功能数智物流中心，预计该物流中心总投资额约 6 个亿，建成后面积不小于 10.1 万平。项目将定位服务于离岛免税、本岛免税、跨境电商综合供应链服务客户将覆盖中免、深免、海发控、海垦等海南离岛与本岛免税主体，阿里旗下天猫、菜鸟电商物流平台。本次项目的落地意味着公司的消费物流业务将从原先的广州进一步拓展至海南区域，同时业务类型也在跨境电商的基础上增加了本岛、离岛免税物流，且覆盖当前海南 5 家离岛免税运营主体的 3 家；公司已拥有广州南沙保税区内 15 万平方米建筑面积的自有仓库，预计在 2023 年总计仓储产能约为 120 万平，伴随产能释放和国人海外消费不断被引导回流，嘉诚持续增长的稳定性和确定性显著高于板块其它标的；

密尔克卫近期随市场有所调整，但公司基本面优质，我们持续看好长期前景。

公司披露拟通过公开摘牌方式现金收购上海港口化工物流有限公司 100% 股权，交易价格不低于 8388 万人民币。监管从严，我们预计公司中期业务开发和外延收购提速，未来三年有望延续高增长，维持买入评级。

华贸物流方面，公司将受益于跨境电商邮政小包的放量以及国际航空货运价格的高企，预计季报成长较快，远期逻辑上，疫情有望带来货代行业集中度的提升，强者恒强，建议关注。

2.2 中小盘

重点推荐先惠技术：

■ 长期成长赛道，尽享行业红利

全球新能源车销量处于快速成长黄金期：预计 2020-2025 年间全球销量复合增速达到 35.1%，从而带动全球动力电池需求旺盛，预计 2020-2025 需求复合增速接近 45%。整车厂与电池厂均存在极强的设备产线采购需求。

■ 好赛道中的好公司，自动化水平高于同行

公司快速切入新能源车智能生产设备赛道，新能源车相关收入占比持续提升，2020 年已接近 75%，19-20 年新能源车相关收入增速分别为 80%、32%。公司拳头产品为高自动化水平的动力电池模组与 PACK 产线，模组与 PACK 产线是当前锂电池生产中自动化水平较低的环节，但随着全球范围内新能源车销售渗透率的提升，下游车企快速释放产量，高自动化水平产线在规模效应、良率等方面领先传统产线，且能够有效缓解当前土地与人力资源紧张的局面。

■ 获得头部整车厂与电池厂双向认可，订单不断验证公司实力

公司主要客户涵盖戴姆勒、大众、宁德时代、孚能等头部整车厂与电池厂，2021 年 1 月，公司已披露宁德时代 2.01 亿、孚能科技 3.43 亿元订单，均在 2021 年体现，以上金额已超过 2020 年总收入。公司过去增长瓶颈在于产能，当前生产场地 2.2 万平，上市后，公司将分别在 2021 武汉、2022 长沙、2022 上海继续各投入 4 万平方米生产面积，完工后产能面积远胜当前，在下游需求旺盛的当下，我们认为公司扩产后的订单无虞，且周转有望加速。

■ 首次覆盖给予“买入”评级

采用相对估值法，公司合理价格 106-122 元，相对目前股价 30% 空间。行业景气度与公司扩产周期双击，公司将进入的快速成长期。我们预计公司 21-23 年每股收益 2.66/4.07/5.79 元，利润增速分别为 231.9%/52.7%/42.3%，首次覆盖给予“买入”评级。

3 行业数据概览

图 5: BDI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: BPI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: BCI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: BSI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: CDFI 煤炭运价指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 螺纹钢期货价格



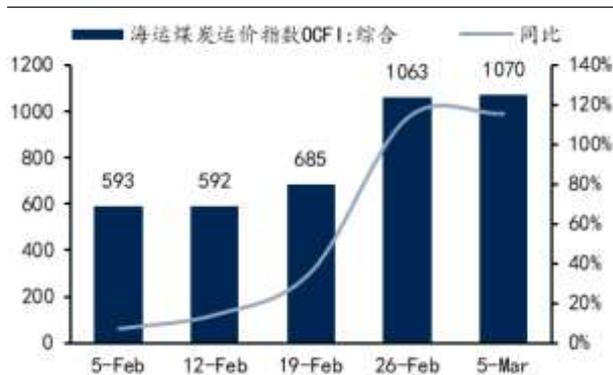
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 新加坡燃料油价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



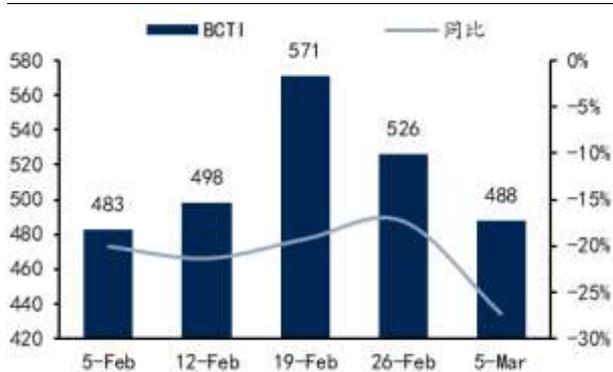
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 原油运输指数(BDTI)



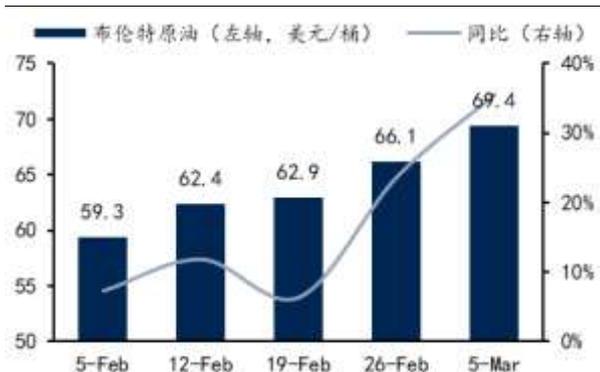
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 成品油运输指数(BCTI)



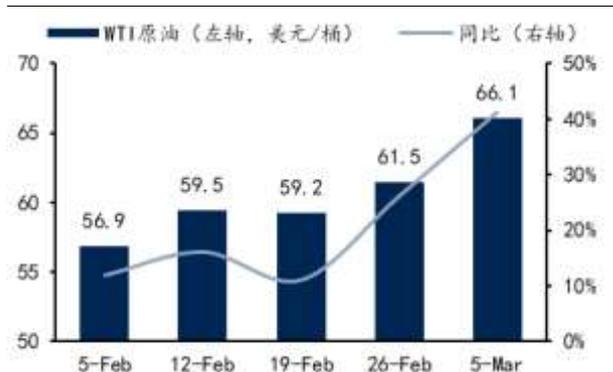
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 国际油价——布伦特原油



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 国际油价——WTI 原油

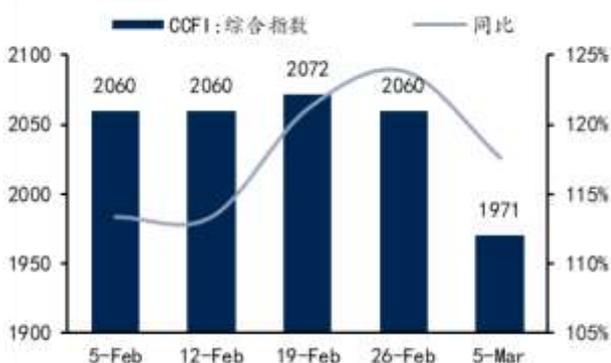


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

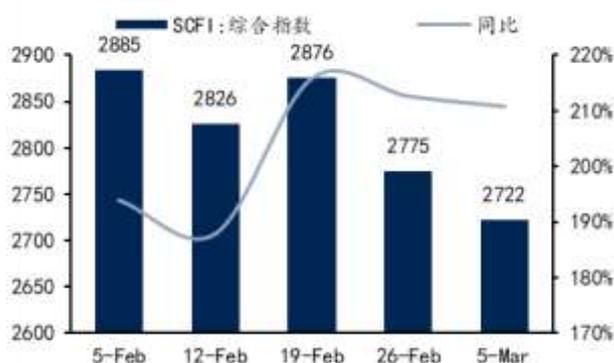
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17: CCFI 综合指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18: SCFI 综合指数



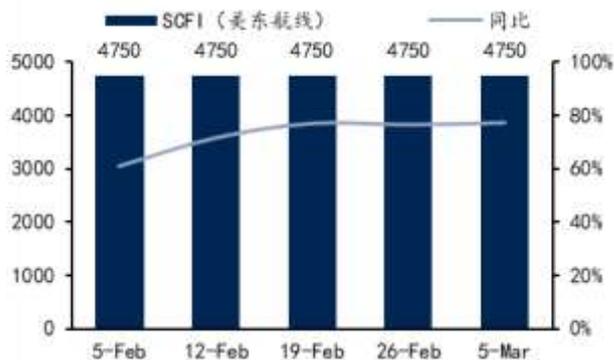
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19: SCFI (地中海航线)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20: SCFI (美东航线)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21: SCFI (美西航线)

图 22: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4 本周行业重大事件及重点公司公告

表 3: 本周交运公司重点公告

子板块	公告内容	公告日期
航运	海峡股份间接控股股东公司间接控股股东中国远洋运输有限公司(以下简称“中远集团”)将所持本公司间接控股股东中远海运香港 100%股权无偿划转至中海集团。本次无偿划转不会导致公司实际控制人变更。	2021/3/2
	中远海发拟确定以 2021 年 5 月 6 日作为预留股票期权的授予日,向本次董事会审议确定的 19 名激励对象授予剩余 8,847,445 份股票期权。	2021/3/6
港口	珠海港截至 2021 年 2 月 28 日通过集中竞价交易方式回购公司 A 股股份 8,040,000 股,占公司总股本的比例为 0.86%,购买的最高价为 5.75 元/股,最低价为 5.08 元/股。	2021/3/2
	广州港发布 2 月运营数据。	2021/3/3
	厦门港务实控人变更为福建国资委。	2021/3/2
	北部湾港发布 2 月运营数据。	2021/3/4
航空	宁波港发布 2 月运营数据。	2021/3/4
	吉祥航空截至 2021 年 2 月 28 日,公司已累计回购股份 5,383,040 股,占公司总股本(1,966,144,157 股)的比例为 0.27%,购买的最高价为 9.98 元/股、最低价为 9.01 元/股。	2021/3/3
机场	白云机场发布 2 月运营数据。	2021/3/6
物流	中通快递董事长代行董事会秘书职责。	2021/3/6
	福然德发布 2020 年报,营业收入 68.9 亿,同比增长 22.0%,实现归母净利润 3.07 亿,同比增长 10.0%,拟每 10 股派发现金红利 2.2 元(含税)	2021/3/1
	蔚蓝锂芯可转债停止交易及转股。	2021/3/1
	蔚蓝锂芯收到股东澳洋集团出具的《关于减持计划减持数量过半的告知函》,截至 2021 年 3 月 1 日,减持计划数量已过半,	2021/3/3
	畅联股份股东上海自贸区畅联投资中心减持计划完成,累计减持占公司总股本的 1.02%。	2021/3/1
	嘉诚国际于海口综合保税区管委会签订战略协议,并取得海南多功能数智物流中心土地使用权暨项目。	2021/3/2
	厦门象屿控股股东象屿集团于 2021 年 3 月 2 日与中垦基金签订《战略投资及合作协议》,约定中垦基金通过大宗交易方式受让象屿集团所持上市公司 2.00%股份,此次股权转让后,中垦基金成为上市公司战略投资者。	2021/3/3
	华贸物流拟收购深圳市深创建供应链有限公司 33.5%股权。	2021/3/3
	瑞茂通截至 2 月 28 日尚未实施回购。	2021/3/3
	原尚股份发布非公开发行预案。	2021/3/3
公路	海晨股份发布 2020 年报,实现营业收入 10.74 亿,同比增长 16.9%,实现归母净利润 1.95 亿,同比增长 51.7%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.5 元。	2021/3/3
	畅联股份发布 2020 年业绩快报,实现营业收入 15.2 亿,同比增长 17.1%,实现归母净利润 1.11 亿,同比下降 6.03%	2021/3/4
	蔚蓝锂芯发布 2021 年非公开发行预案。	2021/3/6
	密尔克卫拟通过公开摘牌方式收购上海港口化工物流有限公司 100%股权。	2021/3/6
铁路	山西路桥发布非公开发行预案修订稿。	2021/3/1
	招商公路发布减持公告,中新壹号 3 月 1-4 日减持公司股票为公司股本的 0.12%。	2021/3/5
公交	四川成渝全资子公司牵头联合体中标芦山县龙门至宝盛至大川旅游公路工程 PPP 项目。	2021/3/5
	大秦铁路发布 2 月运营数据,并公告公司控股股东减持可转债总量的 10%。	2021/3/4
公文	宜昌交运非公开发行获得证监会发审委审核通过。	2021/3/2
	德新交运可能被实施退市风险提示公告。	2021/3/2
	大众交通回购股份计划完成。	2021/3/3

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

5 近期重点报告回顾

5.1 先惠技术：拐点来临，被低估的锂电后段设备龙头

长期成长赛道，尽享行业红利

全球新能源车销量处于快速成长黄金期：预计 2020-2025 年间全球销量复合增速达到 35.1%，从而带动全球动力电池需求旺盛，预计 2020-2025 需求复合增速接近 45%。整车厂与电池厂均存在极强的设备产线采购需求。

好赛道中的好公司，自动化水平高于同行

公司快速切入新能源车智能生产设备赛道，新能源车相关收入占比持续提升，2020 年已接近 75%，19-20 年新能源车相关收入增速分别为 80%、32%。公司拳头产品为高自动化水平的动力电池模组与 PACK 产线，模组与 PACK 产线是当前锂电池生产中自动化水平较低的环节，但随着全球范围内新能源车销售渗透率的提升，下游车企快速释放产量，高自动化水平产线在规模效应、良率等方面领先传统产线，且能够有效缓解当前土地与人力资源紧张的局面。

获得头部整车厂与电池厂双向认可，订单不断验证公司实力

公司主要客户涵盖戴姆勒、大众、宁德时代、孚能等头部整车厂与电池厂，2021 年 1 月，公司已披露宁德时代 2.01 亿、孚能科技 3.43 亿元订单，均在 2021 年体现，以上金额已超过 2020 年总收入。公司过去增长瓶颈在于产能，当前生产场地 2.2 万平，上市后，公司将分别在 2021 武汉、2022 长沙、2022 上海继续各投入 4 万平方米生产面积，完工后产能面积远胜当前，在下游需求旺盛的当下，我们认为公司扩产后的订单无虞，且周转有望加速。

首次覆盖给予“买入”评级

采用相对估值法，公司合理价格 106-122 元，相对目前股价 30% 空间。行业景气度与公司扩产周期双击，公司将进入的快速成长期。我们预计公司 21-23 年每股收益 2.66/4.07/5.79 元，利润增速分别为 231.9%/52.7%/42.3%，首次覆盖给予“买入”评级。

5.2 嘉诚国际：10 万仓容 7 大业务，全面切入海南免税物流市场

事件：公司公告其全资子公司“嘉诚国际科技供应链（海南）”和海南综保区管委会旗下全资平台“海口保税建设发展有限公司”签署合同，主要内容如下：

海口保税建设以 3195.6 万人民币转让 80 亩土地给嘉诚用于建设多功能数智物流中心，预计该物流中心总投资额约 6 个亿，建成后面积不小于 10.1 万平。

项目将定位服务于离岛免税、本岛免税、跨境电商综合供应链服务和全球采购、制造业综合物流，客户将覆盖中免、深免、海发控、海垦等海南离岛与本岛免税主体，阿里旗下天猫、菜鸟电商物流平台以及相关领域的供应商。

国信交运观点：本次项目的落地意味着公司的消费物流业务将从原先的广州进一步拓展至海南区域，同时业务类型也在跨境电商的基础上增加了本岛、离岛免税物流，且覆盖当前海南 5 家离岛免税运营主体的 3 家；公司已拥有广州南沙保税区内 15 万平方米建筑面积的自有仓库，预计在 2023 年总计仓储产能约为 120 万平，伴随产能释放和国人海外消费不断被引导回流，嘉诚持续增长的稳定性和确定性显著高于板块其它标的；盈利预测方面，考虑公司当前产能扩张迅速，资本开支较大可能带来财务费用增长，我们将 2020-2021 年归母净利润预测由 1.9、3.8 亿调低至 1.7、3.5 亿，并维持 2022 年 5.5 亿净利润预测（本次海南物流中心暂不计入），最新预测对应 EPS 为 1.15/2.34/3.69 元，对应当前股价 PE 为 37/18/11X，我们认为公司未来成长天花板尚远，且中期业绩的成长性与确定性双高，维持“买入”评级。

5.3 中国国航：周期探底，凤凰启航

民航市场有望迎来中期景气

疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创，经营压力下各航司供给投放相当谨慎，且 2021 年也无快速扩张机队规模，供给有望阶段性紧张。民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，民航中期景气可期。

高品质航线促成国航较高的利润水平

国航是我国的载旗航空公司，国内航线以北京、深圳、成都、上海为核心构造四角菱形航线网络，业务集中于我国经济相对发达的地区，公商务旅客占比高，收益品质领先；国际线中，亚洲航线运力集中于日韩等市场，洲际航线上，欧美发达国家地区航线投放力度较大。公司领先的收益品质促成了较高的盈利能力，净利润率及扣汇利润总额水平领跑三大航。

围绕首都打造堡垒枢纽，运价市场化放大景气周期业绩弹性

未来公司将依托首都机场打造堡垒枢纽，进一步提升在北京市场的话语权，而运价改革的逐步突破有望在后续的景气周期为公司带来更大的运价弹性。当前公司 PB 估值处于历史底部区域，而回顾从 2016 年后三大航两轮显著的涨跌周期，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021 年全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，公司股价很可能持续活跃。

投资建议

2021 年 1 月底公司公布 2020 年业绩快报，全年归母净利润亏损 135-155 亿元，但我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设 2021 年下半年起国际航线逐步恢复，2022 年起国内运价明显回升，基于油价 55-60 美金/桶，美元兑人民币汇率中枢 6.4 的假设基础，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 -136.2 亿、2.7 亿、116.0 亿，EPS 分别 -0.94 元、0.02 元、0.80 元。考虑到公司历史盈利正常之时的 PE 估值中枢为 15X 左右，给予“买入”评级及目标价 12 元，目标价对应 2022 年 EPS 的 PE 估值为 15X。

5.4 春秋航空：挖掘航空市场中的确定性，坚定推荐低成本航空龙头

疫情之下春秋凸显阿尔法属性

2020年的新冠疫情再度让市场认识到航空公司的高度波动性，而在高度不确定的航空市场中，市场追求的是底部反转过程中的贝塔，但与此同时，市场的复苏过程中市场也深刻的认识到了低成本航空龙头的高度确定性，凸显了航空公司中难得的阿尔法。

供给紧张需求复苏，民航将迎来中期景气

2020年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且2021年也无快速扩张机队规模，即便年内B737MAX复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

疫情冲击并未全面重塑市场格局，唯有机制的成本管控方可突出重围

长周期看，本轮疫情暂未促进市场集中度全面提升，这也意味着竞争强化、市场下沉仍将是民航的发展趋势。当竞争依旧激烈之时，唯有成本管控卓越，盈利优势突出的航空公司方可突出重围，实现长远发展。

直面竞争，独到的经营模式实现穿越周期

春秋航空是我国民营干线航司翘楚，与大航差异化竞争，以“两单”、“两高”、“两低”的经营模式实现了从单价劣势到单位利润优势的跨越，盈利能力是我国干线航司中独一档的存在，按照扣汇利润总额/营业收入的指标衡量，2019年的利润率水平相比三大航高11.3%。2020年疫情冲击下虽未能独善其身，但在疫情逐步消退之时率先复苏，仍然实现经营盈利，长期看有望穿越周期，实现持续成长，逐步缩小与大航间的规模差距。

投资建议

春秋航空已披露2020年业绩快报，全年归母净利润-5.38至-6.29亿元，扣除投资损失后归母盈利1.02-1.62亿。我们认为民航有望在中期迎来景气区间，公司运价及客座率有望持续恢复，因此基于2021-2022年国际油价55-60美金/桶区间，美元兑人民币汇率均值6.4左右的假设，预计2020-2022年公司归母净利润分别为-5.81亿、17.81亿、30.86亿，EPS分别为-0.63元、1.94元、3.37元。考虑到公司具备穿越周期的稳健盈利能力及较快的规模成长速度，给予目标价67.4元，目标价对应公司2022年EPS的PE估值为20倍。

5.5 大国崛起，顺势而为，顺丰加速布局国际业务

重点事项：

1) 公司拟通过全资子公司 Flourish Harmony，向联交所主板上市公司嘉里物流联网有限公司的合格股东及购股权持有人发出部分要约和购股权要约，以现金方式收购目标公司 931,209,117 股股份（约占标的公司已发行股本的 51.8%），每股要约价格为港币 18.8 元（对价 175 亿港元）。标的公司及其全资

子公司将出售持有的香港仓库公司，出售对价为 135 亿港元，与香港仓库出售相关的特殊分红金额为每股港币 7.28 元，考虑到该特殊分红，考虑到该特殊分红，就标的公司各股东而言，合计每股总价值为港币 26.08 元。

(2) 公司境外全资子公司 SF Holding Limited 拟向美国摩根大通银行或其关联机构牵头筹组的银团申请本金金额合计不超过 240 亿港元，该笔贷款将主要用于支付收购嘉里物流联网有限公司部分股权交易对价款以及相关费用。

(3) 本次非公开发行的募集资金总额不超过 220 亿元，募集资金主要用于自动化设备、鄂州机场转运中心等。

国信交运观点：

1) 在全球化、“一带一路”推进以及各行各业龙头出海的背景下，物流龙头企业走出国门是势在必行，全球疫情期间正好是我国物流企业加速布局国际业务的重要节点。伴随中国崛起，在中国物流企业中，顺丰依托自身品牌、运营能力、机场和飞机等，最有可能成为国际性巨头。

2) 顺丰拟通过收购嘉里物流加速布局国际网络、加速拓展国际客户，根据我们估算，以 2019 年核心纯利为基数，此次嘉里物流的收购对价（每股总价值为港币 26.08 元，总对价约 470 亿元）对应的 PE 约为 30-35 倍，考虑到顺丰和嘉里物流未来有较强协同效应，我们认为收购对价属于合理水平。

3) 收购嘉里物流成功后，对顺丰的影响主要体现在：a. 货代能力，可以有效补充大中华、北亚、东南亚、南亚地区等重点关注国际区域的货代覆盖网络；b. 国际航空运输能力，整合航空货量，利用规模效应获取更低的运价并提高运输装载率；c. 海外快递能力，嘉里物流在泰国和越南的本土快递运营经验和资源，与本公司在快递行业的判断力和科技能力形成互补，可共同在东南亚快速搭建一张高度协同的快递网络；d. 双方在中国大陆的运输网络和客户资源也可以形成很好的协同。

4) 公司融资能力很强，此次收购所需的资金（175 亿港元）主要来源于外资银行的贷款，同时公司还拟通过 A 股非公开发行融资 220 亿元，用于自动化设备、鄂州机场转运中心等资产购置和建设，此次非公开发行股票数量不超过本次非公开发行前公司总股本的 10%，摊薄即期回报的风险可控。

5) 投资建议：盈利预测维持不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 76/91/109 亿元同比增速 30%/20%/21%，当前股价对应 PE 为 64/54/44x。我们采用分部估值法对公司进行估值，认为公司中短期的合理估值为 5900 亿元，对应目标价 130 元，还有 22% 的上升空间，公司具有长期投资价值，维持“买入”评级。

5.6 韵达与德邦的合纵战略落地，看好物流龙头的成长性

重点事项：

2021 年 2 月 1 日，发审委审核通过了德邦股份的定增申请，德邦股份拟向战略投资者韵达股份发行 66,739,130 股，募集资金 61,400 万元。发行完成后，韵达股份将持有德邦股份 6.5% 股份，成为其第二大股东。

国信交运观点：

(1) 韵达和德邦分别为快递市场和快运市场的龙头企业，两者之间并没有直接的竞争关系，目标市场、竞争优势、市场定位等方面不存在冲突：韵达作为加盟式快递商，专注于轻小件电商快递市场，服务对象偏低端；而德邦的直营网

络主要服务快运及大件快递的偏高端市场，这次以股权为基础的战略合作将实现双方的优势互补。

(2) 此次战略投资给韵达和德邦带来的好处主要体现在三方面：一是双方可以实现交叉销售，从而韵达的末端触角范围扩宽，有利于抢占轻小件快递市场份额；二是双方可以共享转运中心、运输车辆等网络资源，意味着韵达的路由规划变量里增加了德邦网络，有望实现进一步降本增效；三是双方可以集中采购设备和材料，有利于实现规模化集采降本。

(3) 此外，此次德邦是 2020 年 7 月“窗口指导”全面叫停战略投资者参与上市公司锁价定增以来，第一个通过发审委审核的战略投资者参与上市公司的锁价定增项目。经过严格的审核流程，我们认为该战略投资未来的业务合作和协同效果非常可期，双方实现互利互惠的确定性进一步加大。

投资建议：快递市场目前正处于龙头竞争的关键期，建议更多地关注企业的真正经营实力和市占率，给予短期利润波动更大的容忍度，静待竞争格局变革带来的投资机会；快运市场发展进度慢于快递市场，正处于行业集中度提升的早期阶段，我们预计未来 2-3 年将陆续有更多的快运公司进行 IPO 上市，随着越来越多的快运龙头公司上市，快运行业将进入集中度提升的加速阶段，看好具有核心竞争力的快运公司。重点推荐：顺丰控股、中通快递、韵达股份。

6 投资建议

全年疫情环节及经济复苏是主旋律，短期则关注一季报确定性增长及前期超跌品种，推荐：嘉诚国际、先惠技术、顺丰控股、密尔克卫、中国国航、春秋航空、上海机场、华贸物流，关注中远海控、中通韵达。

7 风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
603535	嘉诚国际	买入	38.96	0.85	1.14	2.34	45.6	34.1	16.6	3.7
002352	顺丰控股	买入	97.10	1.23	1.71	2.05	78.7	56.7	47.4	10.4
603713	密尔克卫	买入	116.78	1.27	1.97	2.81	92.1	59.3	41.5	12.2
601111	中国国航	买入	8.00	-0.94	0.02	0.50	-8.5	435.2	16.0	1.2
601021	春秋航空	买入	60.60	-0.63	1.94	2.01	-95.6	31.2	30.2	3.7
600009	上海机场	增持	60.68	-0.63	0.23	2.73	-95.8	261.3	22.2	3.6
002120	韵达股份	买入	16.45	0.90	0.72	0.90	18.2	22.7	18.4	3.5

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032