

交通运输

交运&中小盘 3 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 03 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略



相关研究报告:

《交运&中小盘 20 年和一季度业绩前瞻: 小盘股关注度提升, 布局顺周期及一季报品种》——2021-03-09  
 《交运&中小盘行业周报: 小盘股关注度提升, 布局顺周期及一季报品种》——2021-03-08  
 《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

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

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

布局疫情后时代航空及物流成长股

2021 年以来美债攀升、通胀预期及流动性边际偏紧一定程度会对大盘及交运子板块形成估值压制, 全球新冠疫情的消退及需求的复苏将会是板块布局的核心考量因子, 子版块具体来看:

**航运港口:** 本周集运 SCFI 报 2637.53 点, 环比下降 3.1%, 其中地中海航线环比跌 1.4%, 报 4020 美元/TEU, 欧线环比跌 6.4%, 报 3712 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:** 疫情对航空的冲击毕竟是暂时的, 随着疫苗接种形成全民免疫带来需求的迅速复苏, 供给的刚性限制及需求的韧性有望促成民航的景气区间。投资标的来看, 民营航司盈利率先恢复, 近水楼台先得月, 大航则在全球互通重启之时具备后发先至的潜力。推荐吉祥航空、春秋航空、中国国航、东方航空, 关注南方航空, 华夏航空。民航需求复苏拉动机场业务量不断回升, 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:** 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, 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%。百世发布了 2020 年财报, 全年快递包裹量同比增长 12.7%, 低于行业整体 31% 的增速; 全年净利润亏损 20.3 亿元, 业绩表现为通达系里最差; 整体来说, 在恶性价格战的背景下, 成本劣势、不够稳定的网络以及不够充裕的现金储备导致百世业务量增速和业绩表现明显掉队。近期, 快递价格战又有所加剧, 今年通达系竞争态势仍然不容乐观, 利润增长会继续承压, 但是领先者的规模和经营能力会继续和落后者加速拉开差距, 竞争格局有望在未来 1 年发生重大变革。考虑到去年一季度的基数低以及今年一季度快递需求旺盛、价格战整体可控, 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, 首推估值安全、成长迅速的嘉诚国际, 关注华贸物流, 长期看好密尔克卫的成长前景。

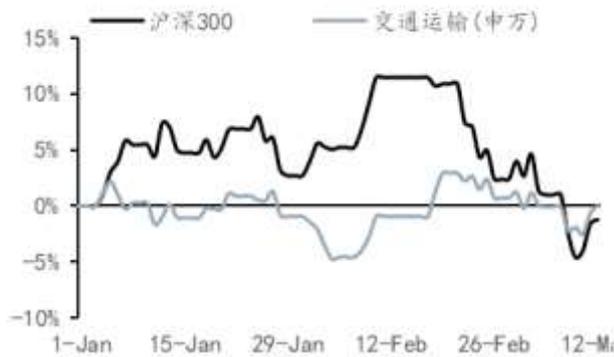
**投资建议:** 伴随前期抱团股的回落, 市场更为看好中小盘股中的低估值、高增速品种, 全年疫情环节及经济复苏是主旋律, 短期则要关注一季报确定性增长及持续改善的航空股, 推荐: 密尔克卫、先惠技术(中小盘)、嘉诚国际、春秋航空、吉祥航空、中国国航、顺丰控股、华贸物流, 关注中远海控、中通韵达。

**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

## 1 行情回顾

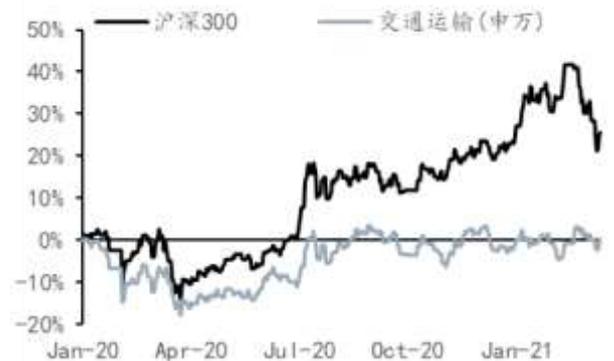
近期，A股先抑后扬，但仍小幅收跌。本周，上证综指报收 3453.08 点，环比下跌 1.4%；深证成指报收 13897.03，环比下跌 3.58%；创业板指报收 2756.81 点，环比下跌 4.01%；沪深 300 指数报收 5146.38 点，环比下跌 2.21%。交运指数明显跑赢市场，环比涨 0.11%，相比沪深 300 指数跑赢 2.32%。

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

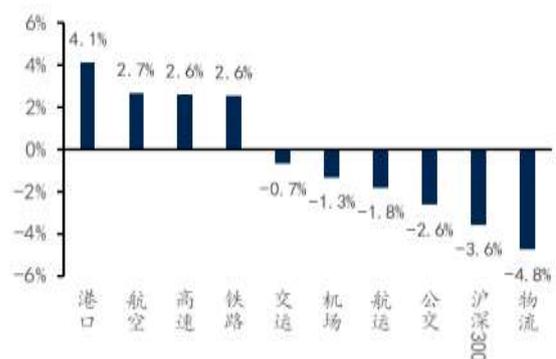
近期，交运子板块最为强势的为航空板块。本周涨幅 2.5%，其次是航运、港口板块，涨幅分别为 1.7%、1.6%；个股方面，涨幅前五名为传化智联 (+16.8%)、\*ST 飞马 (+15.7%)、吉祥航空 (+12.8%)、华贸物流 (+10.4%)、恒通股份 (+9.6%)；跌幅榜前五名为中谷物流 (-10.6%)、飞力达 (-7.1%)、海汽集团 (-6.6%)、申通快递 (-6.4%)、蔚蓝锂芯 (-6.1%)。

图 3：本周各子板块表现 (2021.3.8-2021.3.12)



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 (2021.3.1-2021.3.12)



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	002010.SZ	传化智联	7.29	16.8%	18.5%	54.8%
2	002210.SZ	*ST 飞马	2.66	15.7%	13.7%	23.7%

3	603885.SH	吉祥航空	14.93	12.8%	17.1%	31.3%	
4	603128.SH	华贸物流	14.17	10.4%	8.6%	52.5%	
5	603223.SH	恒通股份	22.20	9.6%	9.5%	18.0%	
<b>月涨幅前五</b>		<b>证券代码</b>	<b>证券简称</b>	<b>周收盘价</b>	<b>周涨幅</b>	<b>月涨幅</b>	<b>年涨幅</b>
1	002010.SZ	传化智联	7.29	16.8%	18.5%	54.8%	
2	603885.SH	吉祥航空	14.93	12.8%	17.1%	31.3%	
3	600798.SH	宁波海运	4.66	2.9%	14.8%	-9.5%	
4	002210.SZ	*ST飞马	2.66	15.7%	13.7%	23.7%	
5	603223.SH	恒通股份	22.20	9.6%	9.5%	18.0%	
<b>年涨幅前五</b>		<b>证券代码</b>	<b>证券简称</b>	<b>周收盘价</b>	<b>周涨幅</b>	<b>月涨幅</b>	<b>年涨幅</b>
1	002010.SZ	传化智联	7.29	16.8%	18.5%	54.8%	
2	603128.SH	华贸物流	14.17	10.4%	8.6%	52.5%	
3	002928.SZ	华夏航空	16.91	4.4%	8.6%	33.7%	
4	603565.SH	中谷物流	30.48	-10.6%	-2.9%	33.6%	
5	603885.SH	吉祥航空	14.93	12.8%	17.1%	31.3%	

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	603565.SH	中谷物流	30.48	-10.6%	-2.9%	33.6%
2	300240.SZ	飞力达	5.23	-7.1%	-3.0%	-7.9%
3	603069.SH	海汽集团	15.78	-6.6%	-3.7%	-31.1%
4	002468.SZ	申通快递	9.55	-6.4%	-6.0%	-5.3%
5	002245.SZ	蔚蓝锂芯	9.73	-6.1%	-4.1%	-25.0%

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 2637.53 点, 环比下降 3.1%, 其中地中海航线环比跌 1.4%, 报 4020 美元/TEU, 欧线环比跌 6.4%, 报 3712 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:

中国疾控中心主任高福表示, 按照当前疫苗产量, 中国应该能在今年年底至明年年中时达到 70%-80% 的新冠疫苗接种率。与此同时, 两会结束, 旅客进京不再面临多次安检及多次查看核酸阴性证明的繁琐流程。春运结束, 旅客流量呈现前低后高的走势, 3 月 12 日民航旅客量 150.0 万人次, 相比 2019 年同期下降 6.3%, 说明国内旅客量已经完全恢复至疫情前水平。目前清明假期将近, 去哪儿网订票数据显示清明假期订票量同比 2020 年增长 4.5 倍, 五一假期订票量已经超过 2019 年同期水平, 需求持续复苏。

我们认为疫情的冲击毕竟是暂时的, 随着疫苗接种形成全民免疫带来需求的迅速复苏, 供给的刚性限制及需求的韧性有望促成民航的景气区间。投资标的来看, 民营航司盈利率先恢复, 近水楼台先得月, 大航则在全球互通重启之时具备后发先至的潜力。推荐吉祥航空、春秋航空、中国国航、东方航空, 关注南方航空, 华夏航空。

### 机场板块:

民航需求复苏拉动机场业务量不断回升。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:

快递板块: 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,3月5日的政府工作报告也提出要健全城乡流通体系,加快电商、快递进农村;(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%。

本周,百世发布了2020年财报,全年快递包裹量同比增长12.7%,低于行业整体31%的增速;全年净利润亏损20.3亿元,业绩表现为通达系里最差;整体来说,在恶价格战的背景下,成本劣势、不够稳定的网络以及不够充裕的现金储备导致百世业务量增速和业绩表现明显掉队。面临巨大的竞争挑战,百世已经于去年11月调整了战略计划,退出亏损的店加业务,将优势资源投入到快递、快运和供应链三大主营业务。但是该战略调整仅是缓兵之计,如果无法继续推出新的根本性措施,公司今年可能会逐步被边缘化。近期,根据申通投资者交流会调研内容,我们认为在快递龙头竞争愈发激烈的背景下,公司将加速寻找新的业务突破口,除了稳定经营传统网络化快递业务外,还会加大与阿里的合作(菜鸟裹裹、猫超仓等)以及拓展新业务(社区团购等)。根据最近调研情况,随着春节假期结束,一线员工逐步复工,近期价格战又有所激化。中短期来看,中低端市场一线快递龙头之间的恶价格战尚未结束,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,但是未来也将不断面临新的挑战,京东物流2月16日已经在港交所正式提交了招股书。

投资建议上,2021年是高端市场寡头顺丰积极开拓业务、业绩稳健增长的一年;2021年中低端市场的快递龙头利润增长会继续承压,但是领先者的规模和经营能力会继续和落后者加速拉开差距。考虑到去年一季度的基数低以及今年一季度快递需求旺盛、价格战整体可控,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,首推估值安全、成长迅速的嘉诚国际,关注华贸物流,长期看好密尔克卫的成长前景。

嘉诚国际为跨境电商物流龙头,当前市值60亿,对应2021年估值不足20倍,

具有相当强的安全边际。公司短期催化包含一季度业绩以及公司在海南区域的业务探索。从短期的一季度业绩看，我们预期公司在跨境电商市场延续景气度之下，公司一季度同比增长将非常亮眼。3月1日，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，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。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；给予公司2020-2021年归母净利润预测1.7、3.5、5.5亿（本次海南物流中心暂不计入），对应当前股价PE为35/17/11X，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。

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，公司在跨境电商领域不断加强布局，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

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



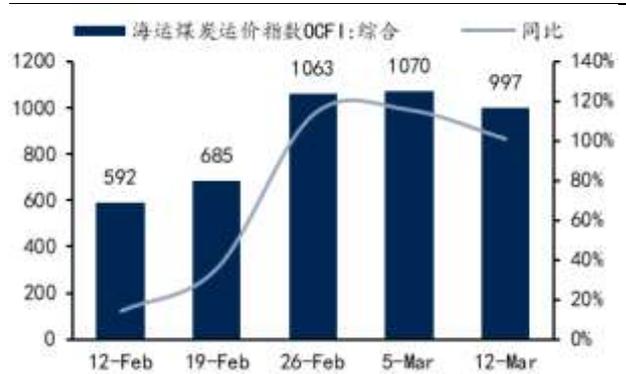
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 新加坡燃料油价格



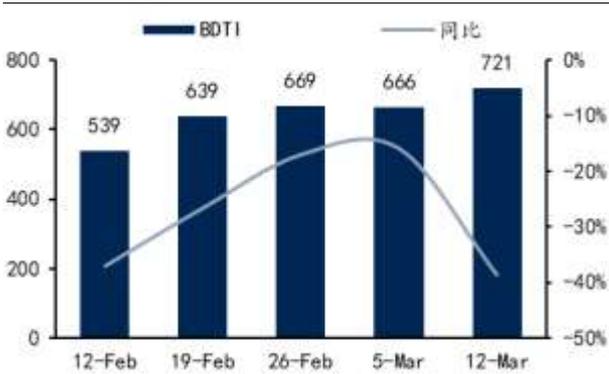
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

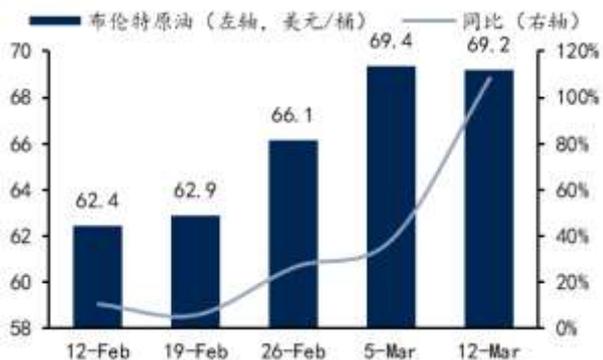
图 14: 成品油运输指数(BCTI)



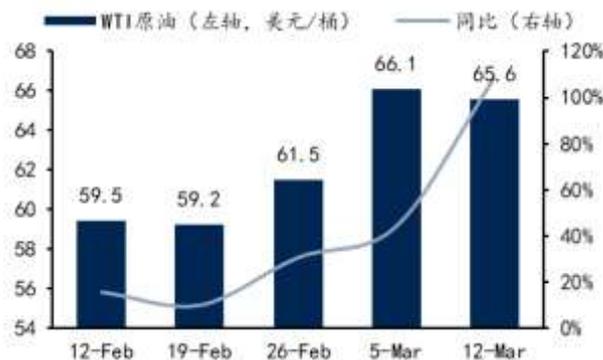
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 国际油价——布伦特原油

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

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



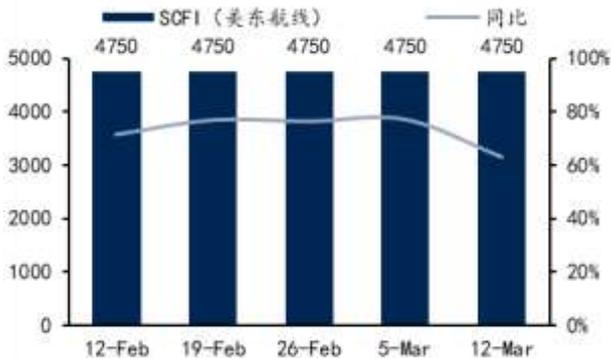
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 4 近期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	渤海轮渡控股股东辽渔集团尚未减持公司股票。	2021/3/11
	中远海特披露 2 月运营数据。	2021/3/11
港口	连云港非公开发行申请获证监会核准批复。	2021/3/9
	北部湾港披露业绩快报, 2020 年实现营业收入 53.7 亿, 同比增长 12.0%, 归母净利润 10.68 亿, 同比增长 8.5%。	2021/3/9
航空	华夏航空拟开展外汇、利率、原油套保。	2021/3/10
	深圳机场披露 2 月运营数据。	2021/3/13
机场	蔚蓝锂芯可转债完成全部转股, 即将摘牌。	2021/3/9
	中储股份限制性股权激励计划获得国务院国资委批复。	2021/3/11
物流	华鹏飞修正 2020 年业绩预告, 2020 年预计盈利 3900-5500 万元 (修正前为盈利 750-1100 万元)。华鹏飞控股子公司宏图创展通过高新技术企业重新认定。	2021/3/12
	恒通股份聘任总经理。	2021/3/12
公路	中国外运拟公开发行不超过 40 亿元公司债券。	2021/3/13
	深高速斥资 15.6 亿购买办公物业。	2021/3/9
公交	中原高速选举董事长、副董事长, 聘任总经理。	2021/3/11
	吉林高速总经理辞职。	2021/3/12
公交	赣粤高速披露 2 月车辆通行服务收入数据。	2021/3/13
	宜昌交运非公开发行申请获得证监会批复。	2021/3/13

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增长黄金期: 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 吉祥航空：民营航司翘楚，周期探底梦旅生花

### 民航供需反转，景气可期

2020年民航飞机增速仅在1%左右，远低于过去十年10%左右的供给增速中枢，且2021年机队扩张仍有望压缩在5%以内，为民航重回景气创造了条件。需求端，我国重点人群已经全面接种疫苗，疫情再度反复的概率大幅降低。疫苗终将在全球范围内逐步控制疫情，民航有望迎来全球范围的复苏。长周期看，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，民航有望迎来周期反转，景气可期。

### 民营航司翘楚，盈利能力较强

吉祥航空是我国民营干线航空公司之一，实现高速扩张。公司立足上海开辟航线，国内线以华东市场为核心，国际线则主要为日本及泰国航线。公司低成本全服务的模式及九元航空的低成本探索使公司收益品质低于大航，高于春秋，成本管控能力同样折中，费用管控良好，利润水平介于大航和春秋航空之间。

### 引入宽体机延续高速发展，与大航股权协作优化竞争格局

公司引入宽体客机开展洲际航线探索，当前行业处于周期底部位置，后续复苏确定性高，宽体机的投入在景气区间有望放大公司的盈利弹性，如国际航线全面复苏且运营得当，公司将进一步提升运营能力、盈利能力、国际知名度及市场影响力。此外，公司与东航股权协作重塑上海乃至华东区域的竞争格局，全方位合作利于公司发展。疫情之下，得益于盈利能力的先发优势及机队调配的灵活性，民营航司率先复苏，市占率明显提升。未来公司将延续高速成长的趋势，伴随着体量不断扩大，未来公司市占率有望进一步提升，在局部市场话语权有望持续增强。

### 投资建议

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，暂不考虑增发，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-4.8亿、5.9亿、18.5亿，EPS分别为-0.24元、0.30元、0.94元。公司在疫情前的估值中枢为20X左右，因此给予目标价18.8元，目标价对应2022年EPS的PE估值为20X。

## 5.4 东方航空：周期复苏，东方燕来

### 供给紧张需求复苏，民航有望迎来景气区间

目前国内疫情管控已经接近尾声，春节大考全面胜利，居民生产生活逐步回归正轨。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年我国民航供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且2021年也无力快速扩张机队规模，即便年内B737MAX复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，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。

### 立足上海拓展航线，均衡发展不断扩张

东方航空是我国国有三大航空公司之一，立足上海浦东、虹桥两大枢纽机场，

国内市场主要集中在北京及我国中南部市场，国际及地区航线方面日韩泰及港澳台航线相对发达。近年来由于民航竞争加剧，市场下沉等影响，公司运价水平有所下滑，叠加油价于 2014-15 年探底后显著反弹，公司盈利能力受到拖累。相对而言，公司利润率介于国航和南航之间，略高于南航，但低于国航。

### 改革排头兵，引领行业潮流

公司是我国民航改革破局的排头兵，15-16 年先后引进达美和携程作为战略投资者全面铺开合作，17 年剥离东航物流专注客运主业，20 年创新推出“随心飞”产品刺激需求恢复，引领业内潮流。未来东航明确要扭住供给侧结构性改革，在需求端加快产品创新，围绕飞机提供更丰富的产品，围绕出行做强产业链周边，围绕生活做大航空生态圈，进一步提升公司业务丰度及长期经营质量。

### 投资建议

伴随着周期反转复苏，民航运价改革的突破将锦上添花，且前公司股价对应的 PB 估值处于历史底部区域，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。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 -110.6 亿、3.6 亿、77.7 亿，EPS 分别 -0.67 元、0.02 元、0.47 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 7.05 元，目标价对应 2022 年 EPS 的 PE 估值为 15X

## 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 亿港币）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

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持续改善的航空股，推荐：密尔克卫、先惠技术（中小盘）、嘉诚国际、春秋航空、吉祥航空、中国国航、顺丰控股、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
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
603535	嘉诚国际	买入	39.00	0.85	1.14	2.34	45.6	34.1	16.7	3.7
002352	顺丰控股	买入	91.82	1.23	1.71	2.05	74.4	53.6	44.8	9.9
603713	密尔克卫	买入	110.61	1.27	1.97	2.81	87.2	56.2	39.3	11.6
601111	中国国航	买入	8.31	-0.94	0.02	0.50	-8.9	452.1	16.6	1.2
601021	春秋航空	买入	61.07	-0.63	1.94	2.01	-96.4	31.4	30.4	3.7
600009	上海机场	增持	60.15	-0.63	0.23	2.73	-94.9	259.0	22.0	3.6

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