

## 交通运输

报告原因：年报及一季报综述

2021年6月3日

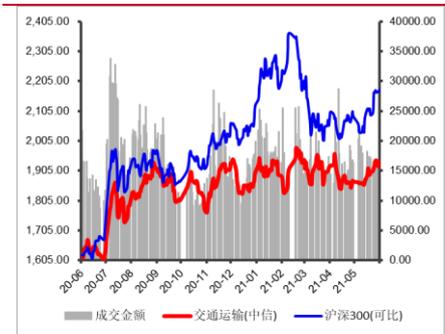
## 2020 年报及 2021 年一季报综述

快递行业量涨价跌，客运需求有望逐步修复

中性

行业研究/深度报告

行业近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

**行业整体业绩：**2020 年，交通运输行业实现营业收入 22588.39 亿元，同比 +0.62%；实现归母净利润 597.21 亿元，同比 -51.95%。2021Q1，行业合计营业收入 6082.07 亿元，同比 +40.25%，较 2019 年同期 +25.02%；合计归母净利润 241.68 亿元，同比 +864.62%，较 2019 年同期 -34.14%。

**公路板块：**2020 年，疫情冲击致公路运量显著下滑，后续随着疫情防控形势好转，运量逐步恢复，且受需求支撑，货运恢复情况显著好于客运，上半年的免收通行费政策给行业收入端、利润端均带来一定下行压力，5 月 6 日随着公路车辆收费恢复，压力逐步缓解。2021Q1，板块营收、归母净利润均同比大幅增长，利润率同比恢复，公路货运量规模恢复 19 年同期水平，但公路客运量规模仍然显著低于 19Q1，利润规模、利润率均低于 19Q1。

**快递板块：**2020 年 1 月，受疫情影响，快递业务量同比增速下滑，但疫情带动购物需求由线下向线上转移，2 月月度规上快递业务量及规上快递业务收入同比均转正，后续快递业务量快速恢复。2020 年，规上快递业务收入、规上快递业务量同比分别增长 17.31%、31.23%，板块年度营收持续同比高增长，但归母净利润同比下降。2021Q1，规上快递业务收入、规上快递业务量同比分别增长 45.87%、75.02%，板块及子公司营收较 2020Q1、2019Q1 均实现增长，归母净利润转负。

**航空板块：**2020 年疫情对于航空客运冲击影响明显大于货运。虽然国内航线客运恢复较快，但受“五个一”政策限制，国际和地区航线客运仍未显著修复，导致航司收入端承压，板块整体亏损。21Q1 民航客运量同比 19Q1 下降 36.46%，板块营业收入同比 2019Q1 下降 49.50%，亏损程度较 2020Q1 略有收窄。在 2021 年 2 月民航客运量“二次探底”后，国内客运需求重回上升通道，暑运旺季恢复确定性强。

**机场板块：**一方面，航班减少导致架次相关收入减少；另一方面，旅客吞吐量大幅下降，导致免税业务、商业餐饮等相关收入均大幅减少，板块航空性业务和非航空性业务均受到较大负面影响，收入端压力较大。2020 年，机场旅客吞吐量大幅下降，疫情防控支出费用增加，叠加机场成本中有包括人工、折旧在内的一部分刚性支出，进而导致机场成本端压力加大，板块整体发生亏损，2021Q1 亏损环比扩大。

➤ **投资策略：**目前，国内疫情防控形式显著好转，宏观经济持续向好，建议关注三条主线：1) 快递板块：一是线上消费潜力不断释放，下沉市场持续为行业提供增量，行业规模稳定高增长，二是行业竞争加剧，市场份





额持续向头部集中，建议关注市场份额领先、布局充分的快递龙头，如顺丰控股、圆通速递、韵达股份；2）航空板块：一是国内疫情常态化，民航客流量持续复苏态势确定性较强，二是疫苗接种进度持续推进，有望带动国际航线逐步回暖，建议重点关注成本优势凸显的春秋航空、主营国内支线的华夏航空，以及国内航线占比较高的南方航空；3）公路板块：一是交通固定资产投资持续高速增长，路网不断完善，高速公路业绩颇具稳健性，二是货运规模已经基本恢复至疫情前水平，客运规模稳步修复，且疫苗接种进度持续推进，营业性客运量有望持续修复，建议关注区位优势显著的宁沪高速、主辅业并进且股息回报较高的招商公路和山东高速。

**风险提示：**人民币汇率大幅波动；油价上涨；宏观经济下行；行业政策大幅调整；海外疫情持续蔓延。

## 目录

1. 行业整体业绩概况 .....	7
1.1 样本说明 .....	7
1.2 业绩概况 .....	7
2. 公路板块 .....	10
2.1 路网持续完善，货运规模基本恢复疫情前水平 .....	10
2.2 免收通行费加大 20 年收入端压力，后续逐步好转 .....	11
2.3 利润端面临下行压力，Q1 盈利能力显著修复 .....	12
3. 快递板块 .....	13
3.1 件量持续高速增长，价格战致单票收入下行 .....	13
3.2 2020 年业绩分化，21Q1 利润端压力加大 .....	15
4. 航空板块 .....	16
4.1 国际航线受阻，国内旺季恢复确定性强 .....	16
4.2 冬季疫情反复，Q1 盈利表现不佳 .....	19
5. 机场板块 .....	21
5.1 机场吞吐量大幅缩减，收入端持续承压 .....	21
5.2 刚性成本加大成本压力，板块盈利表现分化 .....	23
5.投资策略及重点标的 .....	25
6.风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：交运板块年度营业收入（亿元，%） .....	9
图 2：交运板块单季度营收情况（亿元，%） .....	9
图 3：交运板块年度归母净利润情况（亿元，%） .....	9
图 4：交运板块季度归母净利润情况 .....	9

图 5： 交运板块年度利润率情况（%） .....	9
图 6： 交运板块季度利润率情况（%） .....	9
图 7： 全国公路里程运营情况（万公里，%） .....	10
图 8： 公路密度逐年提升（公里/百平方公里） .....	10
图 9： 年度公路客运量情况（亿人，%） .....	11
图 10： 年度公路货运量情况（亿吨，%） .....	11
图 11： 月度公路客运量情况（亿人，%） .....	11
图 12： 月度公路货运量情况（亿吨，%） .....	11
图 13： 公路板块年度营收情况（亿元，%） .....	12
图 14： 公路板块单季度营业收入情况（亿元，%） .....	12
图 15： 公路板块年度归母净利润情况（亿元，%） .....	12
图 16： 公路板块季度归母净利润情况（亿元，%） .....	12
图 17： 公路板块利润率情况（%） .....	13
图 18： 公路板块费用率情况（%） .....	13
图 19： 年度规上快递业务收入情况（亿元，%） .....	13
图 20： 月度快递业务收入情况（亿元，%） .....	13
图 21： 年度规上快递业务量情况（亿件，%） .....	14
图 22： 月度规上快递业务量情况（亿件，%） .....	14
图 23： 快递业务年度平均单价（元/件，%） .....	14
图 24： 单票收入月度运行状况（元/件，%） .....	14
图 25： 快递板块年度营收情况（亿元，%） .....	15
图 26： 快递板块季度营收情况（亿元，%） .....	15
图 27： 快递板块年度归母净利润情况（亿元，%） .....	15

图 28: 快递板块季度归母净利润情况（亿元，%） .....	15
图 29: 我国民航客运量情况（亿人，%） .....	17
图 30: 我国民航货运量情况（亿吨，%） .....	17
图 31: 航空板块年度营收情况（亿元，%） .....	18
图 32: 航空板块单季度营收情况（亿元，%） .....	18
图 33: 不同航线客运量情况对比（万人，%） .....	18
图 34: 不同航线旅客周转量情况对比（万人公里，%） .....	18
图 35: 航空板块年度归母净利润情况（亿元，%） .....	20
图 36: 航空板块单季度归母净利润情况（亿元，%） .....	20
图 37: 航空板块利润率情况（%） .....	20
图 38: 航空板块费用率（%） .....	20
图 39: 航空板块经营性现金流净额（亿元） .....	21
图 40: 航空板块资产负债率情况（%） .....	21
图 41: 各机场年度旅客吞吐量（万人） .....	22
图 42: 各机场一季度旅客吞吐量（万人） .....	22
图 43: 各机场年度货邮吞吐量（万吨） .....	22
图 44: 各机场一季度货邮吞吐量（万吨） .....	22
图 45: 机场板块年度营收情况（亿元，%） .....	23
图 46: 机场板块单季度营收情况（亿元，%） .....	23
图 47: 机场板块年度归母净利润（亿元，%） .....	24
图 48: 机场板块单季度归母净利润（亿元，%） .....	24
图 49: 机场板块利润率情况（%） .....	24
图 50: 机场板块费用率（%） .....	24

表 1：报告选取样本标的及所属行业 .....	7
表 2：交运板块 2020 年业绩概况（亿元，%） .....	8
表 3：交运板块 2021 年一季度业绩概况（亿元，%） .....	8
表 4：部分上市公司年度快递业务收入及业务量情况 .....	14
表 5：快递板块 2020 年&2021 年部分业绩指标 .....	16
表 6：快递板块 2020 年&2021 年部分利润率及费用率指标 .....	16
表 7：航空板块上市公司营收情况 .....	19
表 8：航空板块个股归母净利润情况 .....	19
表 9：航空板块个股利润率情况（%） .....	19
表 10：机场板块上市公司营收情况 .....	23
表 11：机场板块个股归母净利润情况 .....	24
表 12：航空板块个股利润率情况（%） .....	25

## 1. 行业整体业绩概况

### 1.1 样本说明

我们以中信行业分级为基础，剔除：1) B股，2) ST股、\*ST股，3) 2020年4月30日以后上市的个股，剔除原因缺乏足够的可比数据，共统计交通运输行业108个上市公司作为样本，截止2021年5月30日，合计市值约25165.40亿元。

表1：报告选取样本标的及所属行业

行业	标的简称
公路	盐田港、粤高速 A、湖南投资、山西路桥、东莞控股、城发环境、海南高速、现代投资、招商公路、皖通高速、中原高速、福建高速、楚天高速、重庆路桥、赣粤高速、山东高速、五洲交通、宁沪高速、深高速、四川成渝、龙江交通、吉林高速
铁路	铁龙物流、大秦铁路、广深铁路
公交	富临运业、宜昌交运、江西长运、大众交通、锦江在线、强生控股、申通地铁、海汽集团
航运	长航凤凰、海峡股份、中远海能、中远海特、宁波海运、中国外运、中远海发、招商轮船、中远海控、招商南油、渤海轮渡
港口	珠海港、北部湾港、厦门港务、招商港口、南京港、恒基达鑫、日照港、上港集团、锦州港、重庆港九、天津港、唐山港、连云港、宁波港、广州港、青岛港、秦港股份、辽港股份
航空	中信海直、华夏航空、南方航空、东方航空、春秋航空、中国国航、吉祥航空
机场	深圳机场、白云机场、上海机场、厦门空港
快递	韵达股份、顺丰控股、申通快递、圆通速递、德邦股份
物流综合	西部创业、传化智联、怡亚通、蔚蓝锂芯、普路通、天顺股份、东方嘉盛、宏川智慧、新宁物流、飞力达、华鹏飞、厦门象屿、长江投资、建发股份、安通控股、瑞茂通、中储股份、保税科技、音飞储存、万林物流、华贸物流、恒通股份、上海雅仕、嘉诚国际、长久物流、畅联股份、密尔克卫、原尚股份、嘉友国际、中创物流

资料来源：wind，山西证券研究所

### 1.2 业绩概况

**2020年：行业业绩承压，利润率整体下滑。**2020年，交通运输行业实现营业收入22588.39亿元，同比增长0.62%，增速较2019年收窄10.94pct；实现归母净利润597.21亿元，同比下降51.95%，增速较2019年下降55.91pct；毛利率、净利率分别为8.71%、3.26%，同比分别下降4.18pct、3.181pct。细分行业来看，2020年，子板块仅公交板块营收同比下降，归母净利润仅航运板块和物流综合板块同比下降，毛利率仅航运板块同比提升，净利率仅航运板块和物流综合板块同比提升。

**2021Q1：板块业绩分化，整体业绩回暖。**2021Q1，行业合计营业收入6082.07亿元，同比增长40.25%，较2019年同期增长25.02%；合计归母净利润241.68亿元，同比增长864.62%，较2019年同期下降34.14%；板块毛利率、净利率分别为9.94%、4.66%，较2020Q1分别提升3.31pct、5.27pct，较2019Q1分别下降4.56pct、

3.81pct。细分行业业绩分化显著，2021 年一季度：1) 机场板块、快递板块营收同比 2020Q1、2019Q1 均下降，铁路板块、共较板块营收同比正增长，但较 2019Q1 同比下降，其余子板块营收同比 2020Q1、2019Q1 均增长；2) 航空、机场、快递板块归母净利润均为负，且同比 2019Q1 均大幅下降，公路、铁路、公交板块归母净利润为正，且同比大幅增长，但不及 2019Q1，航运、港口、物流综合板块同比 2020Q1、2019Q1 均增长。

表 2：交运板块 2020 年业绩概况（亿元，%）

	营业收入		归母净利润		毛利率		净利率	
	2020 年	同比	2020 年	同比	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
公路	850.68	1.42%	164.50	-37.99%	44.47%	33.81%	33.05%	20.98%
铁路	1038.38	-11.60%	107.38	-27.80%	17.65%	12.87%	13.94%	11.69%
公交	131.77	-23.50%	6.23	-56.11%	17.98%	12.51%	9.02%	5.15%
航运	3255.03	12.43%	220.40	45.37%	11.75%	14.45%	6.68%	7.94%
港口	1638.55	-6.02%	255.10	-3.71%	25.27%	27.20%	19.73%	19.52%
航空	2464.64	-45.22%	-373.17	-336.13%	13.42%	-8.24%	3.87%	-16.41%
机场	137.50	-43.66%	-13.17	-118.45%	37.58%	-13.80%	30.57%	-8.54%
快递	2714.64	19.71%	110.98	-6.29%	14.47%	13.06%	5.15%	3.99%
物流综合	10357.20	20.24%	118.96	136.31%	5.56%	4.65%	1.02%	1.55%
<b>交运行业</b>	<b>22588.39</b>	<b>0.62%</b>	<b>597.21</b>	<b>-51.95%</b>	<b>12.90%</b>	<b>8.71%</b>	<b>6.45%</b>	<b>3.26%</b>

资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：交运板块 2021 年一季度业绩概况（亿元，%）

	营业收入			归母净利润		
	2021Q1	同比增速	同比 2019 年同期增速	2021Q1	同比增速	同比 2019 年同期增速
公路	239.05	143.25%	29.86%	68.57	366.27%	-8.32%
铁路	281.47	16.47%	-0.41%	36.47	62.17%	-19.31%
公交	33.70	29.52%	-17.94%	1.12	138.18%	-86.02%
航运	1095.44	59.57%	61.96%	181.74	415.26%	481.38%
港口	450.53	33.53%	11.55%	81.02	58.22%	33.14%
航空	553.42	-7.74%	-49.50%	-145.96	1.33%	-274.60%
机场	31.60	-15.72%	-47.75%	-4.94	-391.22%	-125.91%
快递	725.43	37.41%	53.89%	-4.69	-131.70%	-118.37%
物流综合	2671.44	49.96%	62.00%	28.35	27.36%	51.85%
<b>交运行业</b>	<b>6082.07</b>	<b>40.25%</b>	<b>25.02%</b>	<b>241.68</b>	<b>864.62%</b>	<b>-34.14%</b>
	毛利率			净利率		
	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
公路	52.36%	5.77%	44.82%	42.59%	-27.74%	31.25%
铁路	21.55%	12.01%	17.79%	17.39%	10.16%	14.50%
公交	16.45%	4.31%	14.44%	20.79%	-11.49%	4.31%
航运	12.34%	11.91%	23.53%	5.41%	5.70%	18.85%
港口	25.79%	27.90%	31.20%	19.88%	17.92%	21.56%
航空	15.53%	-14.07%	-21.37%	8.47%	-27.70%	-28.46%
机场	39.47%	-0.64%	-14.31%	32.82%	-1.71%	-14.76%
快递	15.44%	13.43%	7.59%	5.34%	2.64%	-0.84%

物流综合	5.26%	5.01%	4.18%	1.29%	1.84%	1.17%
交运行业	14.50%	6.62%	9.94%	8.47%	-0.60%	4.66%

资料来源：wind，山西证券研究所

图 1：交运板块年度营业收入（亿元，%）



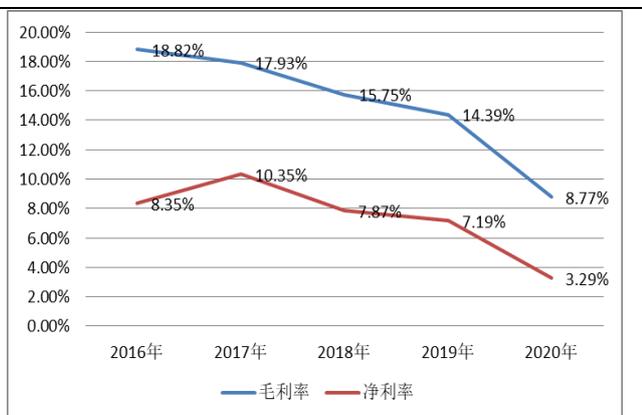
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：交运板块年度归母净利润情况（亿元，%）



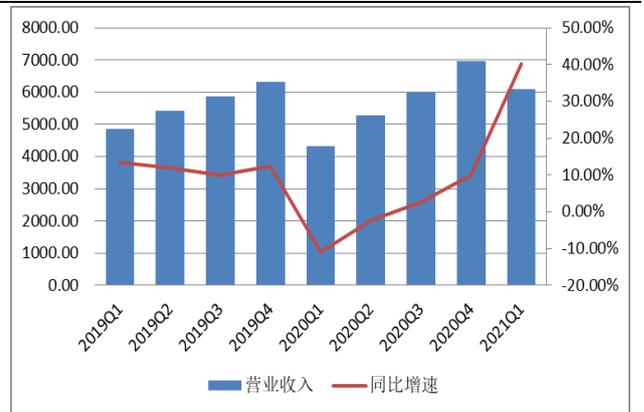
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：交运板块年度利润率情况（%）



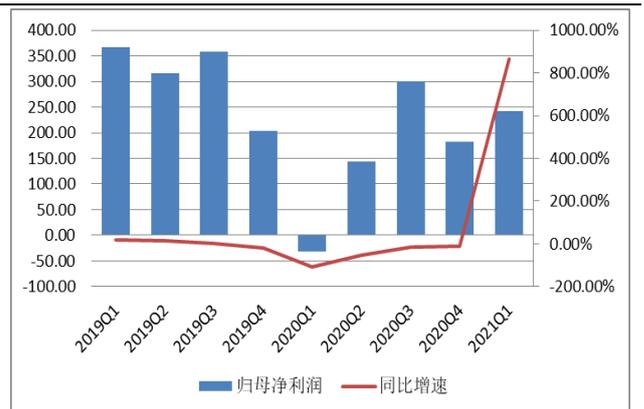
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：交运板块单季度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：交运板块季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：交运板块季度利润率情况（%）



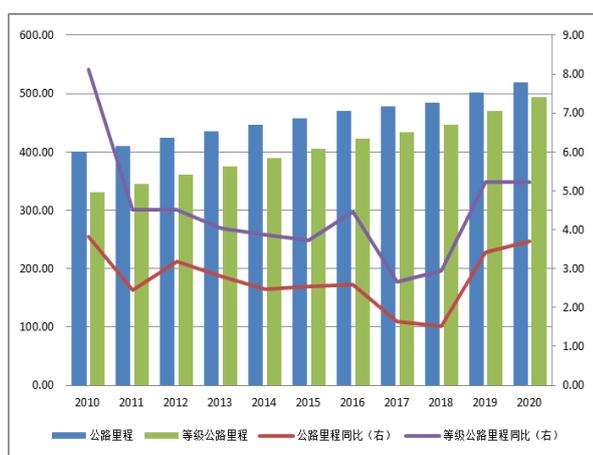
资料来源：wind，山西证券研究所

## 2. 公路板块

### 2.1 路网持续完善，货运规模基本恢复疫情前水平

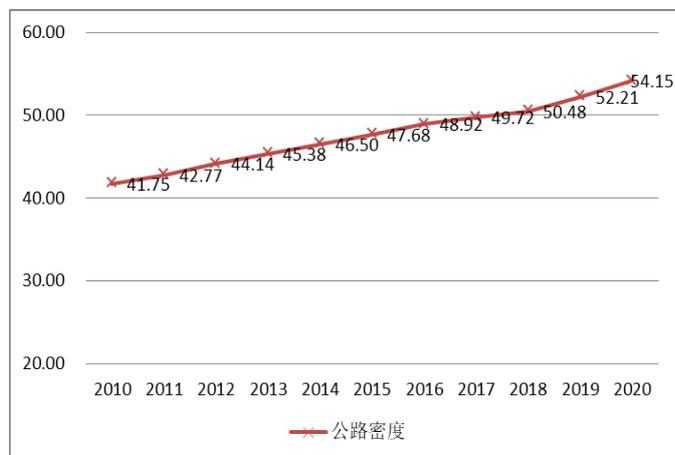
路网持续完善，运输结构进一步优化。截止 2020 年底，全国公路里程达 519.81 万公里，等级公路里程达 494.45 万公里，较 2019 年底分别增长 3.70%、5.23%，等级公路里程占公路总里程的比值达 95.12%，较 2019 年底提升 1.38pct；公路密度达 54.15 公里/百平方公里，较 2019 年底提升 1.94 公里/百平方公里。

图 7：全国公路里程运营情况（万公里，%）



资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

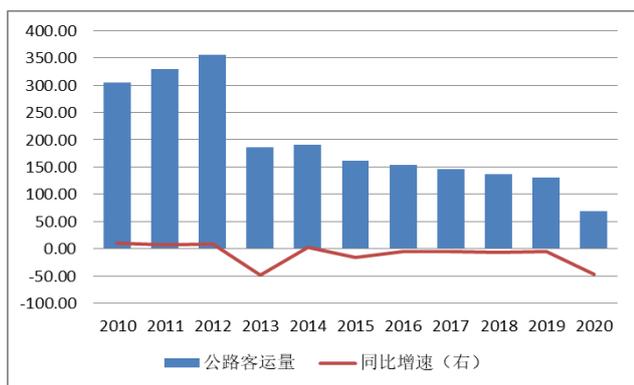
图 8：公路密度逐年提升（公里/百平方公里）



资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

2020 年主要受疫情影响运量下滑，目前货运规模基本恢复至疫情前水平。2020 年疫情爆发，交通运输行业受到较大冲击，公路运量显著下滑，后续随着疫情防控形势好转，运量逐步恢复，且受需求支撑，货运恢复情况显著好于客运。2020 年，全年公路客运量和货运量分别为 68.94 亿人、342.64 亿吨，同比分别下降 47.02%、0.26%，同比较 2019 年分别-42.34pct、+12.91pct。2020 年 4 月以来，客货运量同比持续好转，且同比增速分别于 2021 年 2 月、2020 年 5 月转正，并自转正后均持续同比正增长。然而对比单月数据，2021 年 1-4 月，月度客运量规模均与 2019 年同期相差较大，月度货运量规模均超过 2019 年同期，客货累计运量规模分别是 2019 年同期的 47.58%、101.71%。

图 9：年度公路客运量情况（亿人，%）



资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

图 11：月度公路客运量情况（亿人，%）



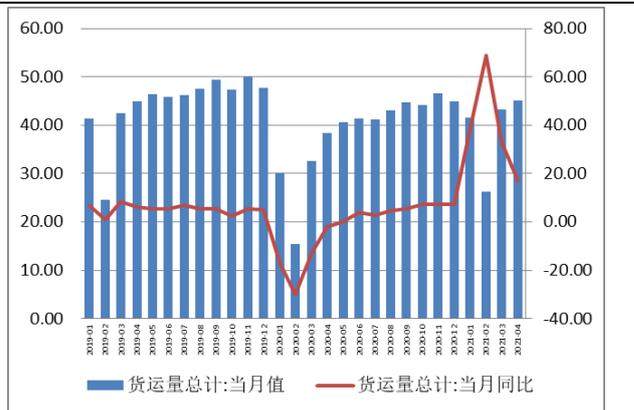
资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

图 10：年度公路货运量情况（亿吨，%）



资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

图 12：月度公路货运量情况（亿吨，%）



资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

## 2.2 免收通行费加大 20 年收入端压力，后续逐步好转

**2020 年：免收通行费，加大行业收入端压力。**2020 上半年，因新冠肺炎疫情防控，交通运输部两次延长小客车免收通行费的时限，并发布了免收收费公路车辆通行费的通知，免费时间从 2 月 17 日 0 时至 5 月 6 日 0 时，加大板块收入端压力，5 月 6 日随着公路车辆收费恢复，收入端压力缓解。2020 年，板块合计营业收入 850.68 亿元，同比增长 1.42%，同比较 2019 年-4.17pct。分季度看，2020Q1-Q4，板块营业收入分别为 98.27 亿元、180.42 亿元、256.68 亿元、314.91 亿元，同比分别-46.61%、-16.30%、+20.89%、+38.86%。

**2021Q1：营收同比大幅增长，且收入规模超过 19 年同期。**2021 年一季度，板块合计营业收入为 239.05 亿元，同比增长 143.25%，较 2019 年同期增长 29.86%，主要系运量恢复带动通行费用相关收入增长。

图 13：公路板块年度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：公路板块单季度营业收入情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

## 2.3 利润端面临下行压力，Q1 盈利能力显著修复

**2020年：归母净利润同比下降，利润端整体承压。**主要系免收通行费用和疫情因素影响，2020年公路板块利润端面临较大下行压力。全年，板块合计归母净利润164.50亿元，同比下降37.99%，增速较2019年-40.16pct；板块毛利率、净利率分别为33.81%、20.98%，分别较2019年下降10.67pct、12.07pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.80%、2.96%、9.84%，期间费用率为13.60%，较2019年提升1.05pct。

**2021Q1：利润端压力缓解，但盈利能力仍不及19年同期。**2021年一季度，板块合计归母净利润68.57亿元，同比增长366.27%，较2019Q1下降8.32%；板块毛利率、净利率分别为44.82%、31.25%，同比分别提升39.05pct、58.99pct，较2019Q1分别-7.55pct、-11.34pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.58%、2.14%、8.90%，期间费用率11.62%，较2020Q1、2019Q1分别-14.64pct、-1.27pct。

图 15：公路板块年度归母净利润情况（亿元，%）



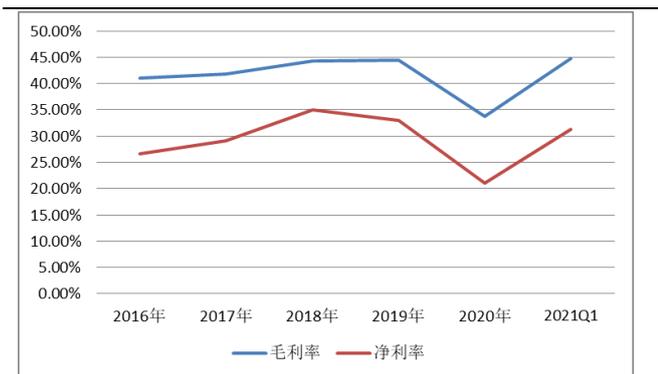
资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：公路板块季度归母净利润情况（亿元，%）



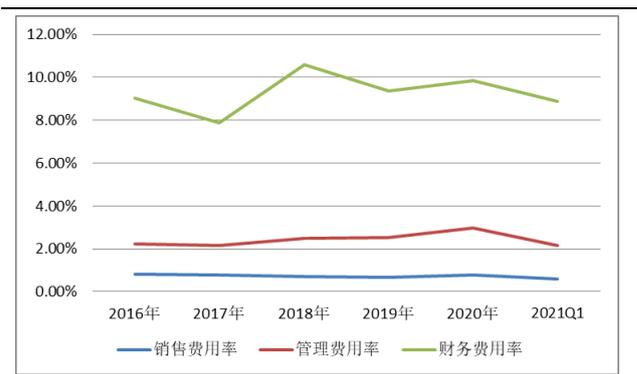
资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：公路板块利润率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：公路板块费用率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

### 3. 快递板块

#### 3.1 件量持续高速增长，价格战致单票收入下行

业务量快速修复，且持续同比高速增长。2020年1月，春节因素新冠肺炎疫情影响，快递业务量同比增速下滑，但疫情带动购物需求由线下向线上转移，2月月度规上快递业务量及规上快递业务收入同比均转正，后续快递业务量快速恢复，2020年3月至2021年4月均两项指标单月同比均超过20%。2020年，全年实现规上快递业务收入8795.40亿元，规上快递业务量833.60亿件，同比分别增长17.31%、31.23%。2021Q1，累计实现规上快递业务收入2237.70亿元，规上快递业务量219.31亿件，同比分别增长45.87%、75.02%。

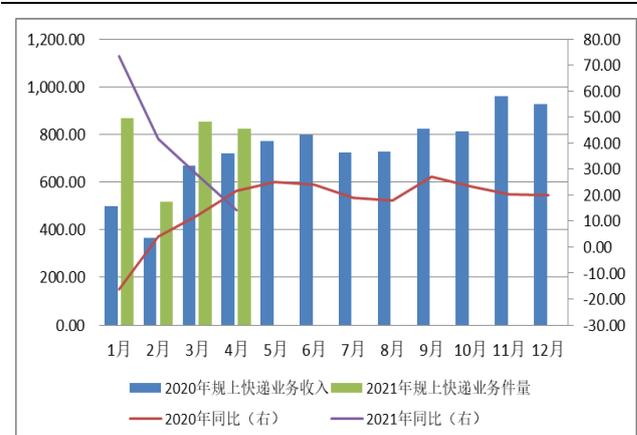
后续来看：一方面，消费者消费习惯的转变，导致实物商品网上零售额在社零总额中占比持续提升，网购需求有望为快递业务提供持续增量；另一方面，中西部地区业务量与东部地区存在较大差距，拼多多等电商加大下沉市场布局，有望带动中西部地区业务量增长。网购需求叠加市场下沉，快递业务增长确定性较强。

图 19：年度规上快递业务收入情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：月度快递业务收入情况（亿元，%）



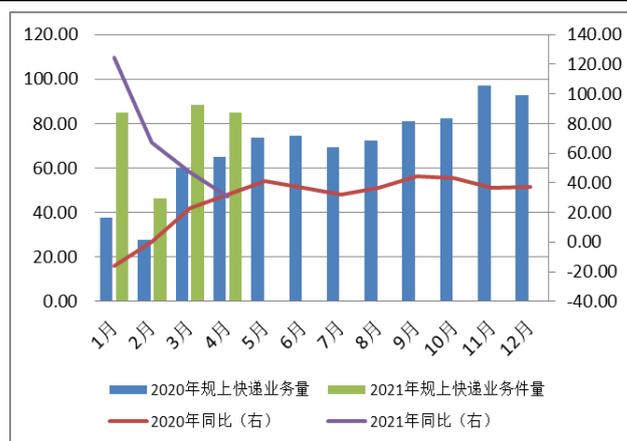
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：年度规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

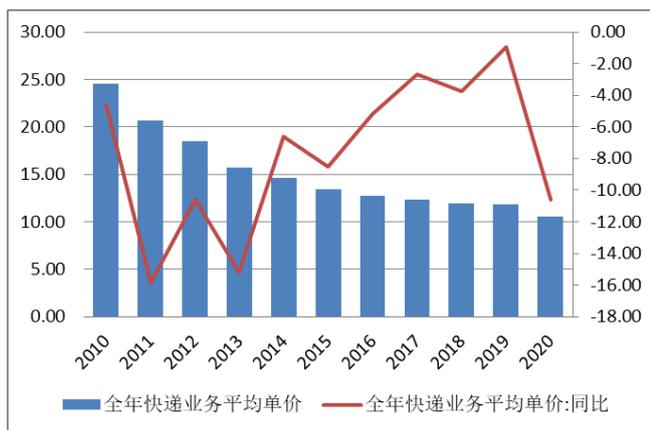
图 22：月度规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

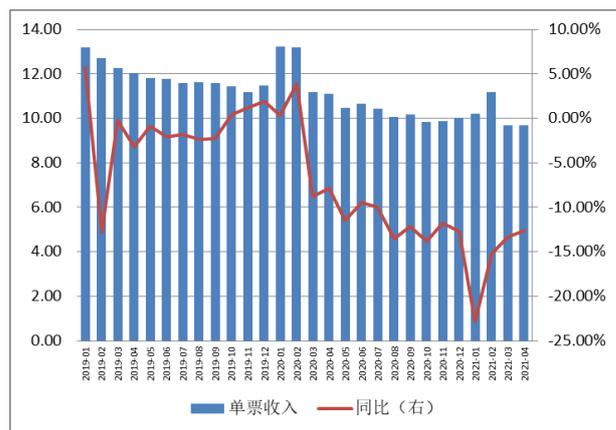
价格战加剧，单票收入整体下行。年度指标来看，快递业务平均单价 2010 年至今持续下行，2020 年全年快递业务平均单价为 10.55 元/件，同比下降 10.59%。月度指标来看，2020 年 3 月至今，单票收入同比均较大幅度下降，月度同比降幅均超过 10%。

图 23：快递业务年度平均单价（元/件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：单票收入月度运行状况（元/件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：部分上市公司年度快递业务收入及业务量情况

	快递服务业务收入				快递业务量			
	2019 年		2020 年		2019 年		2020 年	
	收入 (亿元)	同比 (%)	收入 (亿元)	同比 (%)	业务量 (亿票)	同比 (%)	业务量 (亿票)	同比 (%)
顺丰控股	1,061.43	18.36	1,446.39	36.27	48.41	25.12	81.37	68.09
韵达股份	18.36	323.40	36.27	319.47	25.12	100.30	68.09	141.82
圆通速递	323.40	168.34	319.47	-1.22	100.30	43.59	141.82	41.40
申通快递	168.34	269.30	-1.22	285.68	43.59	91.15	41.40	126.48

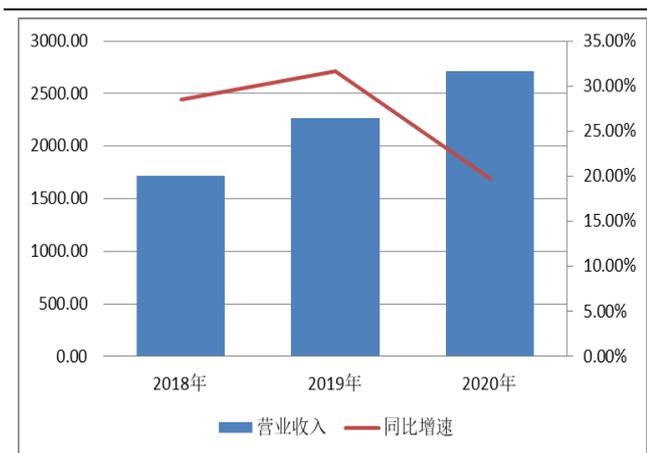
资料来源：wind，山西证券研究所

### 3.2 2020 年业绩分化，21Q1 利润端压力加大

**2020 年：业绩整体分化，营收同比持续高增长。**2020 年，板块合计营业收入 2714.64 亿元，同比增长 19.71%，板块年度营收持续同比高增长，同比增速较 2019 年收窄 11.89pct；合计归母净利润 110.98 亿元，同比下降 6.29%，分公司看，韵达股份、申通快递年度营收、归母净利润同比增长，顺丰控股、圆通速递、德邦股份年度营收、归母净利润同比下降。

**2021Q1：营收同比均增长，归母净利润转负。**2021 年一季度，板块合计营业收入 725.43 亿元，同比增长 37.41%，较 2019 年一季度增长 53.89%，且子公司营收较 2020Q1、2019Q1 均实现增长；板块合计归母净利润-4.69 亿元，同比下降 131.70%，较 2019 年一季度下降 118.37%，其原因主要包括：1）价格战导致利润端承压；2）顺丰控股新业务拓展，拖累板块整体业绩，分公司看仅圆通速递同比 2020Q1、2019Q1 均增长，其余上市公司同比 2020Q1、2019Q1 均下降。

图 25：快递板块年度营收情况（亿元，%）



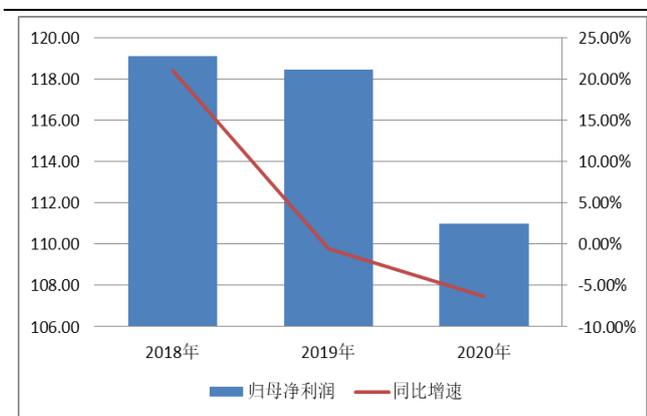
资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：快递板块季度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：快递板块年度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：快递板块季度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2020年及2021年一季度，利润率及费用率均同比下降。2020年，板块毛利率、净利率分别为13.06%、3.99%，同比分别-1.41pct、1.16pct，分公司看仅德邦股份利润率同比提升；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.82%、4.71%、0.25%，同比分别下降0.27pct、1.28pct、0.06pct。2021年一季度，板块毛利率为7.59%，较2020Q1、2019Q1分别下降5.84pct、7.85pct；板块净利率-0.84%，较2020Q1、2019Q1分别下降3.48pct、6.19pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.76%、4.23%、0.33%，期间费用率5.33%，较2020Q1、2019Q1分别下降0.91pct、3.00pct。

表5：快递板块2020年&2021年部分业绩指标

	2020年				2021年一季度					
	营业收入	同比增速	归母净利润	同比增速	营业收入	同比增速	同比2019Q1	归母净利润	同比增速	同比2019Q1
韵达股份	335.00	-2.63%	14.04	-46.94%	83.30	48.10%	24.61%	2.29	-31.57%	-59.67%
顺丰控股	1,539.87	37.25%	73.26	26.39%	426.20	27.07%	77.38%	-9.89	-209.01%	-178.29%
申通快递	215.66	-6.60%	0.36	-97.42%	52.62	47.28%	16.76%	-0.90	-253.39%	-122.09%
圆通速递	349.07	12.06%	17.67	5.94%	89.60	61.91%	39.04%	3.71	36.69%	1.51%
德邦股份	275.03	6.10%	5.64	74.39%	73.70	63.13%	34.58%	0.11	-111.66%	-121.97%

资料来源：wind，山西证券研究所

表6：快递板块2020年&2021年部分利润率及费用率指标

	2020年					2021年一季度				
	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
韵达股份	9.50	4.25	0.68	3.62	0.13	10.17	2.81	0.83	4.67	0.76
顺丰控股	16.35	4.50	1.46	8.66	0.55	7.16	-2.71	1.50	8.47	0.62
申通快递	3.37	0.23	0.67	2.92	-0.08	2.74	-1.75	0.88	2.87	0.52
圆通速递	9.04	5.29	0.29	2.98	-0.04	8.27	4.34	0.28	2.84	-0.04
德邦股份	11.66	2.05	1.76	8.13	0.36	9.74	0.15	1.71	8.70	0.65

资料来源：wind，山西证券研究所

## 4. 航空板块

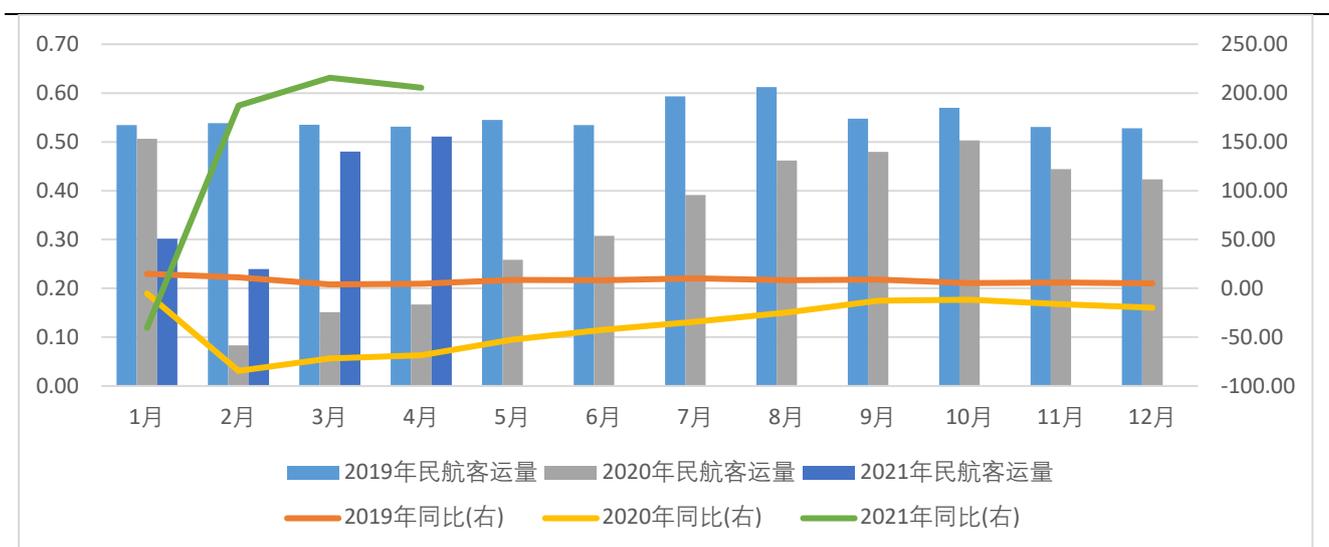
### 4.1 国际航线受阻，国内旺季恢复确定性强

国内客运恢复较快，“五个一”政策下国际航线受阻。2020年，疫情爆发给航空运输业带来较大冲击，航空需求大幅下滑，其中，航空客运受到影响明显高于货运。2020年，民航业完成客运量4.18亿人次，货邮运输量675.56万吨，同比分别下降36.71%、10.28%。由于国内疫情防控效果显著，国内航线客运恢复较快，2020年10月时国内航线客运量恢复至最高点，同比降幅1.60%。但海外疫情尚未得到有效控制，受“五个一”政策限制，国际和地区航线客运仍未显著修复，导致航司收入端承压，2020年板块实现营业收入

2464.64 亿元，同比下降 45.22%。

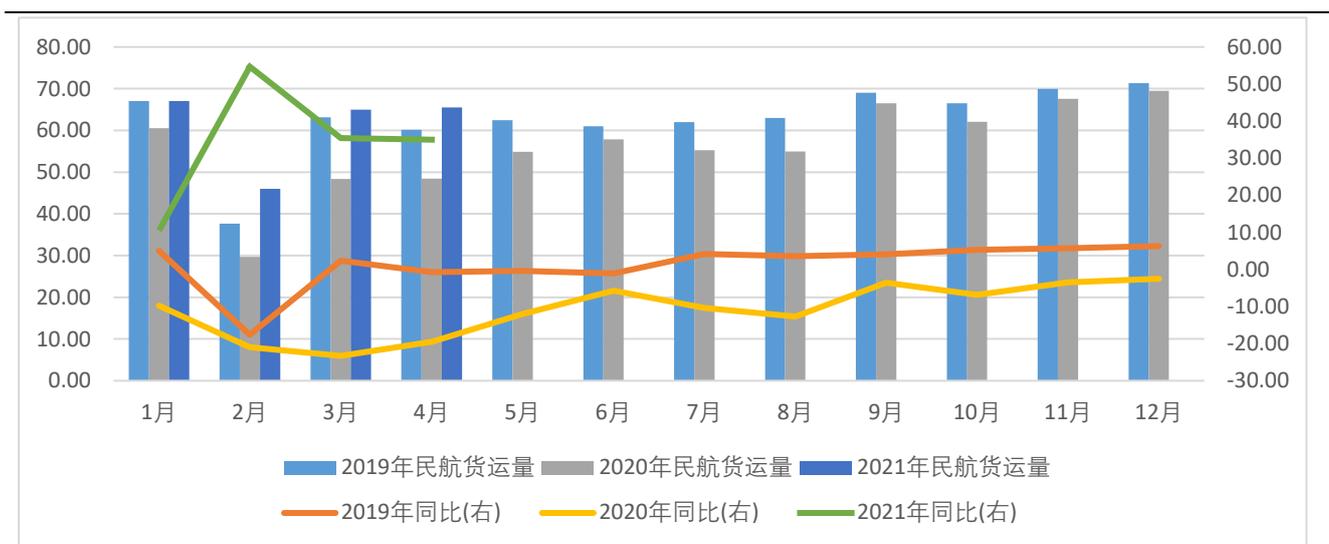
冬季疫情反复压抑 Q1 需求，旺季客运需求有望释放。2021 年，行业货运恢复增长，Q1 货运量同比增长 28.38%，同比 2019Q1 增长 6.11%。由于 2020 年底国内局部地区疫情反复导致“就地过年”政策出台，航空客运受到较大影响，Q1 民航业实现客运量 1.02 亿人次，同比增长 37.83%，同比 2019Q1 下降 36.46%。在此影响下，航空板块 Q1 营业收入 553.42 亿元，同比下降 7.74%，同比 2019Q1 下降 49.50%，除主营业务为通用航空的中信海直外，6 家上市公司营业收入较 2019 年同期均下降。在 2021 年 2 月民航客运量“二次探底”后，国内客运需求重回上升通道，暑运旺季恢复确定性强。

图 29：我国民航客运量情况（亿人，%）



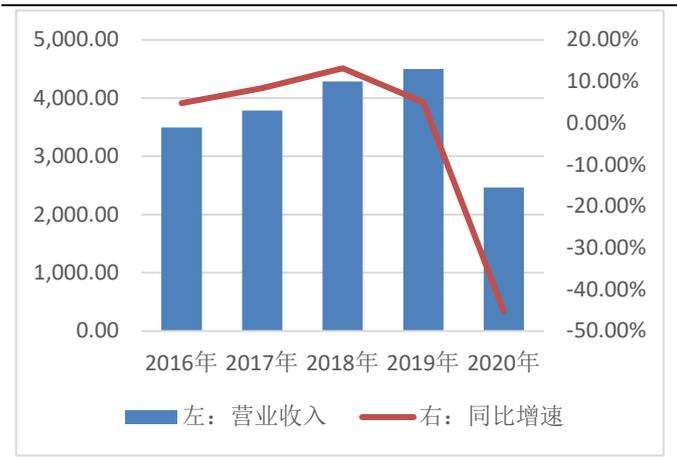
资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：我国民航货运量情况（亿吨，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：航空板块年度营收情况（亿元，%）



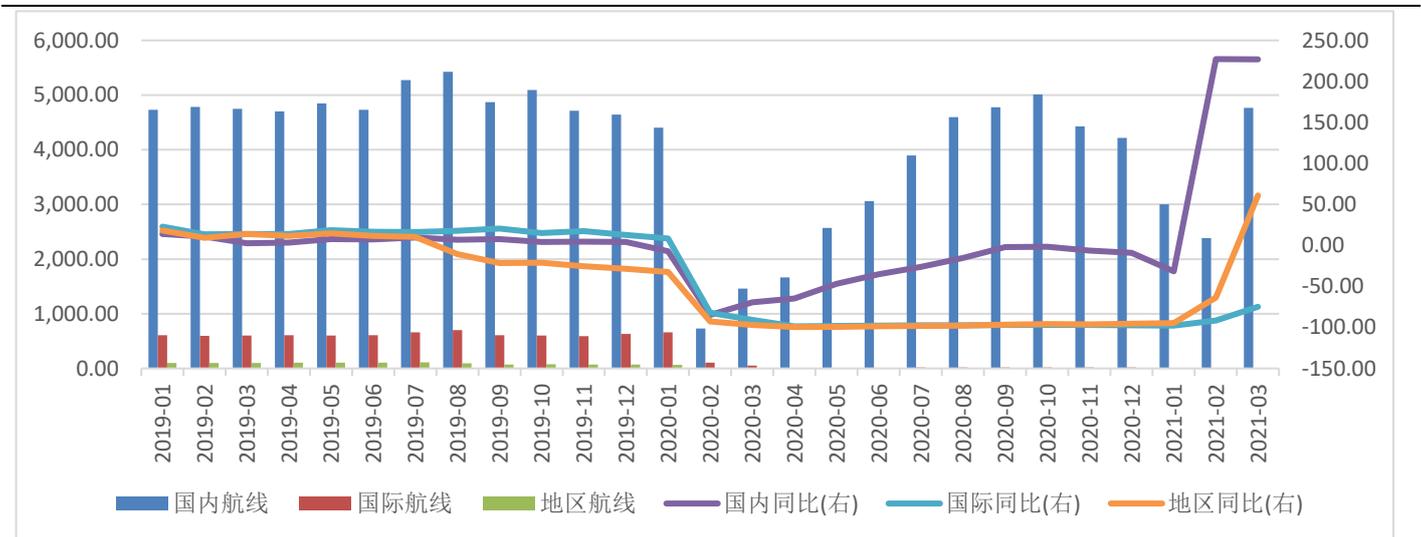
资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：航空板块单季度营收情况（亿元，%）



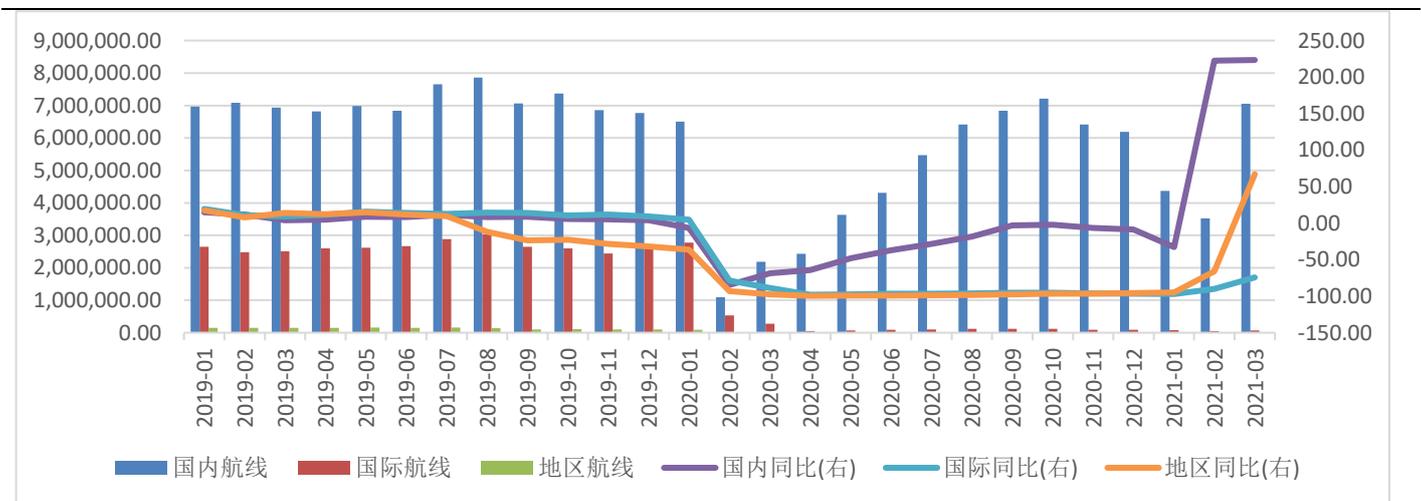
资料来源：wind，山西证券研究所

图 33：不同航线客运量情况对比（万人，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：不同航线旅客周转量情况对比（万人公里，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：航空板块上市公司营收情况

证券代码	证券简称	2020 年		2021 年一季度		
		营业收入	同比增速	营业收入	同比增速	同比 2019Q1
000099.SZ	中信海直	15.58	-0.57%	3.32	4.67%	0.11%
002928.SZ	华夏航空	47.28	-12.56%	11.01	4.84%	-11.91%
600029.SH	南方航空	925.61	-40.02%	212.53	0.53%	-43.53%
600115.SH	东方航空	586.39	-51.48%	133.95	-13.32%	-55.43%
601021.SH	春秋航空	93.73	-36.68%	22.23	-6.75%	-38.92%
601111.SH	中国国航	695.04	-48.96%	145.81	-15.50%	-55.21%
603885.SH	吉祥航空	101.02	-39.69%	24.57	3.25%	-40.53%

资料来源：wind，山西证券研究所

## 4.2 冬季疫情反复，Q1 盈利表现不佳

冬季疫情反复致航司 Q1 普遍亏损。主要受疫情冲击影响，航空出行需求大幅下滑，板块整体亏损，除销售、管理费用率增长，盈利指标下行。2020 年，板块合计归母净利润-373.17 亿元，同比下降 336.13%%，板块毛利率、净利率分别为-11.74%、-39.58%，分公司看仅中信海直、华夏航空归母净利润为正，且毛利率、净利率均为正；2021Q1，板块合计归母净利润-145.96 亿元，亏损程度较 2020Q1 略有收窄，毛利率、净利率分别为-21.08%、-29.64%，分公司看，仅中信海直归母净利润同比增长，且毛利率、净利率为正，板块其余上市公司均亏损。

表 8：航空板块个股归母净利润情况

证券代码	证券简称	2020 年		2021 年一季度		
		归母净利润	同比增速	归母净利润	同比增速	同比 2019Q1
000099.SZ	中信海直	2.18	3.26%	0.34	47.20%	55.14%
002928.SZ	华夏航空	6.13	22.03%	-0.48	-50.11%	-156.13%
600029.SH	南方航空	-108.42	-508.98%	-40.06	-23.87%	-251.23%
600115.SH	东方航空	-118.35	-470.42%	-38.05	-3.25%	-289.68%
601021.SH	春秋航空	-5.88	-131.96%	-2.85	25.28%	-160.02%
601111.SH	中国国航	-144.09	-324.85%	-62.08	29.19%	-327.99%
603885.SH	吉祥航空	-4.74	-147.64%	-2.78	-43.36%	-169.52%

资料来源：wind，山西证券研究所

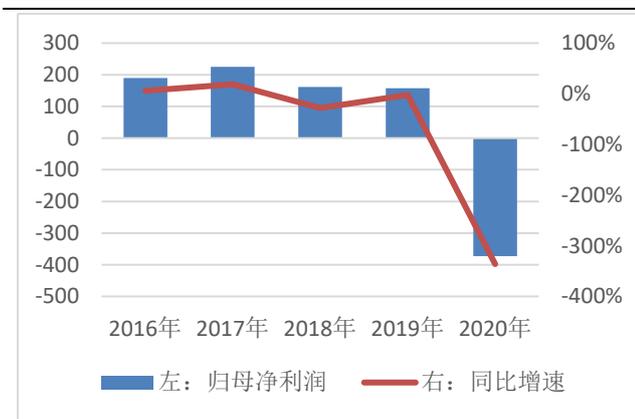
表 9：航空板块个股利润率情况（%）

证券代码	证券简称	毛利率			净利率		
		2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
000099.SZ	中信海直	25.63	29.00	22.68	13.47	13.70	9.74
002928.SZ	华夏航空	12.86	13.83	9.51	9.29	12.96	-4.36
600029.SH	南方航空	12.09	-2.53	-10.39	2.01	-12.77	-19.36
600115.SH	东方航空	11.30	-20.74	-33.15	2.88	-21.41	-30.71

601021.SH	春秋航空	11.41	-6.43	-18.35	12.42	-6.31	-12.83
601111.SH	中国国航	16.84	-8.82	-31.96	5.33	-22.76	-47.65
603885.SH	吉祥航空	14.02	-1.70	-11.84	6.04	-4.81	-11.29

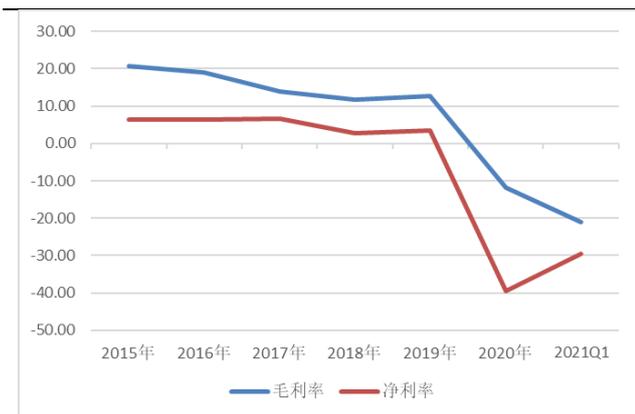
资料来源：wind，山西证券研究所

图 35：航空板块年度归母净利润情况（亿元，%）



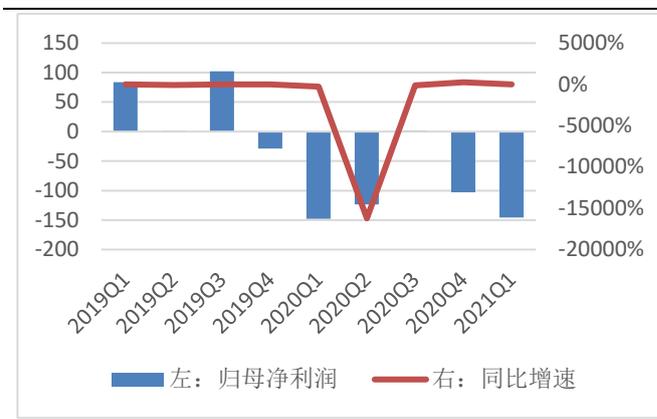
资料来源：wind，山西证券研究所

图 37：航空板块利润率情况（%）



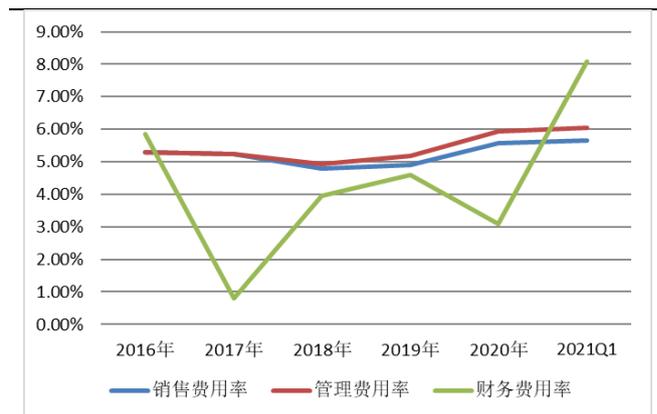
资料来源：wind，山西证券研究所

图 36：航空板块单季度归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 38：航空板块费用率（%）

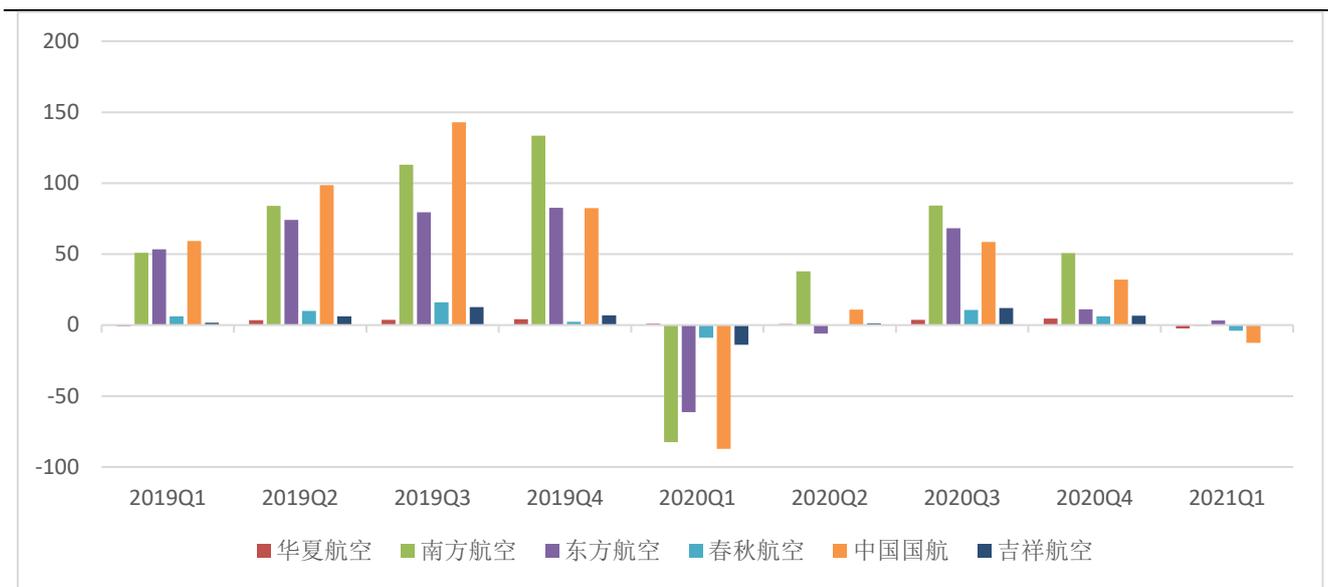


资料来源：wind，山西证券研究所

**2020H2 板块现金流改善，2021Q1 东方、吉祥经营性净现金流为正。**2020 年下半年，6 家民航上市公司经营性现金流净额全部转正，三大航展现出较大的业绩弹性。2020 年一季度，受疫情反复影响，除东方航空、吉祥航空外，4 家民航上市公司经营性现金流均为负值，航空板块合计经营性现金流为-12.94 亿元。

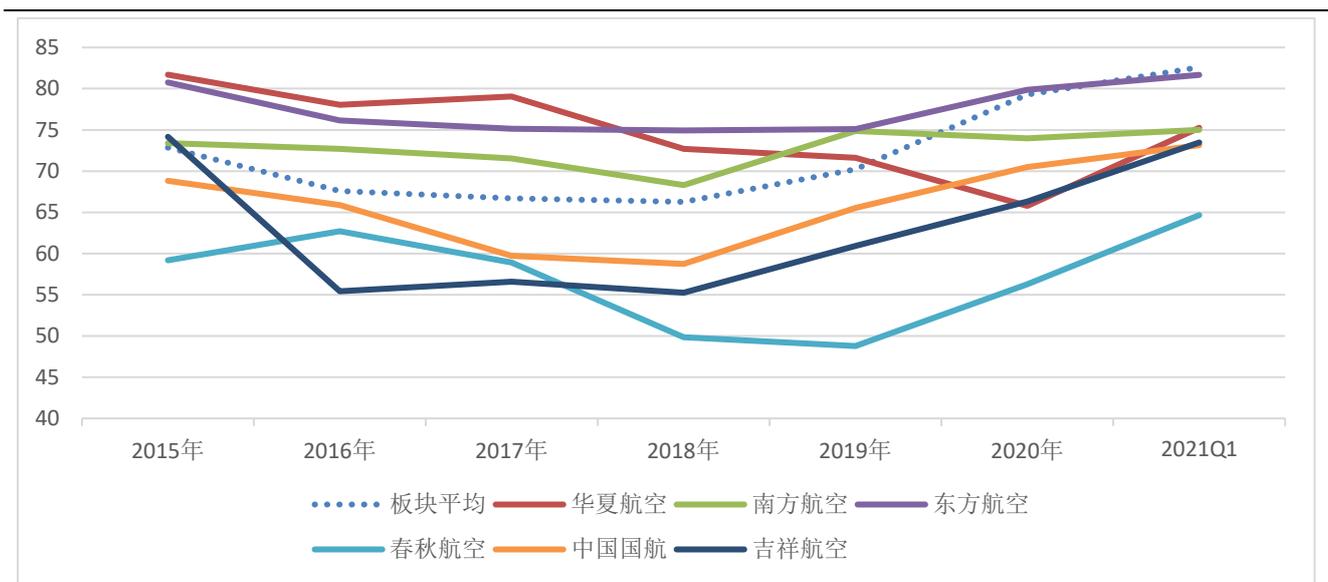
**板块资产负债率环比上升，高于历史水平。**就资产负债率指标来看，2020 年板块平均资产负债率为 79.28%，较 2019 年增加 9.07pct；2021Q1 板块平均资产负债率进一步上升至 82.59%。分公司看，2020 年华夏航空、南方航空资产负债率环比下降，其余 4 家上市公司资产负债率环比、同比均增长，且高于历史水平；2021Q1 各家上市公司资产负债率均环比增长，除南方航空外，5 家上市公司资产负债率均同比上升，处于历史高位。

图 39：航空板块经营性现金流净额（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 40：航空板块资产负债率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

## 5. 机场板块

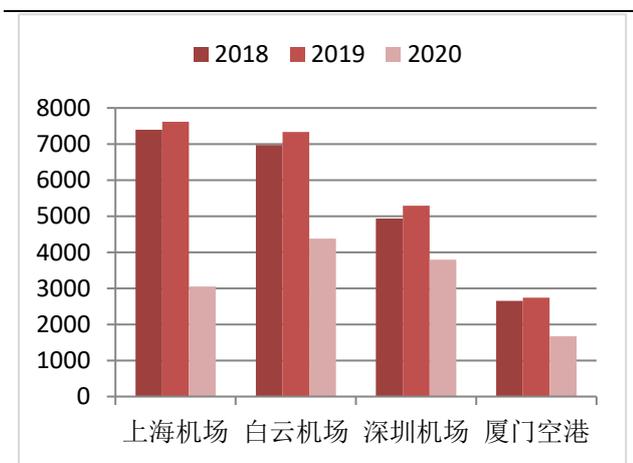
### 5.1 机场吞吐量大幅缩减，收入端持续承压

疫情对客运冲击较大，货运表现分化。2020 年，新冠肺炎疫情对民航产业带来较大冲击，国内机场旅客吞吐量大幅缩减，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港旅客吞吐量分别为 3,047.64 万人、4,376.81 万人、3,791.60 万人、1,671.02 万人，分别同比下降 59.98%、40.36%、28.37%、39.04%；货邮吞吐量整体

受到影响较小，各机场表现分化，上海机场、深圳机场货邮吞吐量分别为 368.75 万吨、139.79 万吨，分别同比增长 1.47%、8.96%，白云机场和厦门空港货邮吞吐量同比下降。

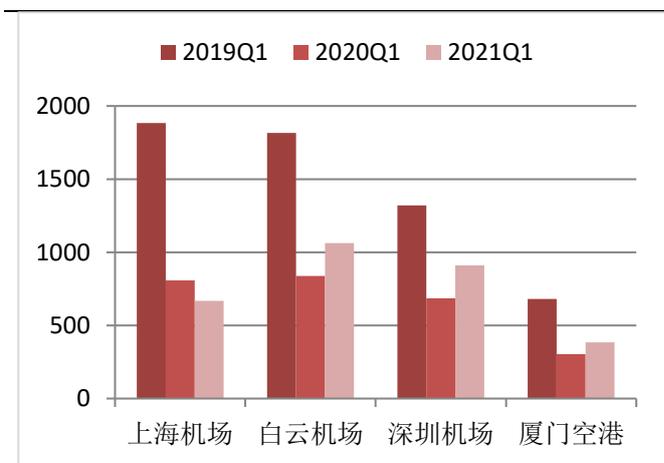
**Q1 客运表现不佳，货运相对疫情前实现增长。**2021 年一季度，受疫情反复影响，各机场旅客吞吐量恢复进程受阻，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港旅客吞吐量同比增速分别为-17.25%、26.79%、32.90%、26.84%，同比 2019Q1 分别-64.50%、-41.40%、-31.08%、-43.61%；货邮吞吐量相较疫情前均实现增长，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比增速分别为 37.79%、31.09%、40.54%、30.42%，相对 2019Q1 同比增速分别为 27.35%、7.86%、37.12%、3.60%。

图 41：各机场年度旅客吞吐量（万人）



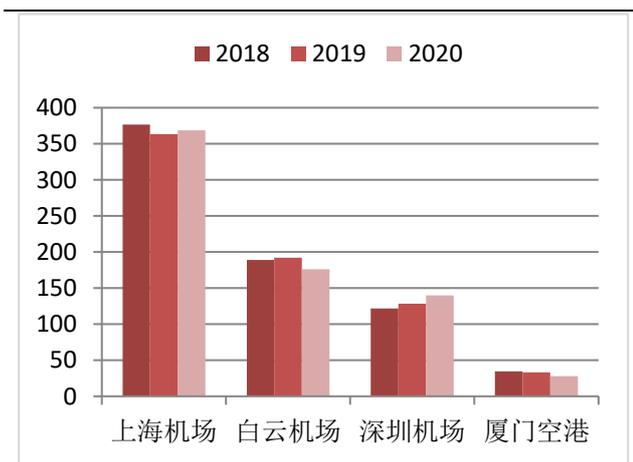
资料来源：wind，山西证券研究所

图 42：各机场一季度旅客吞吐量（万人）



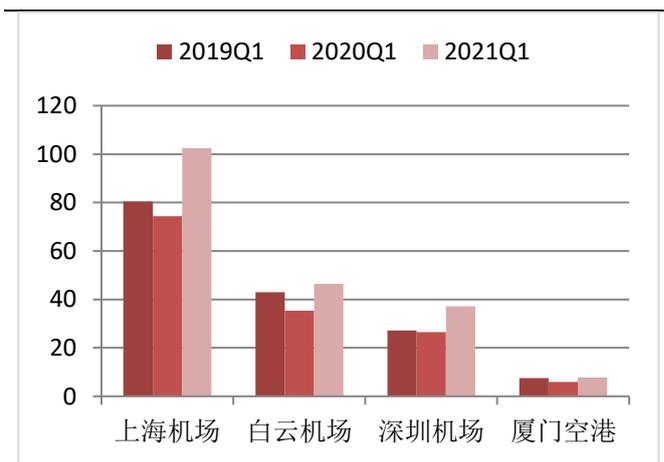
资料来源：wind，山西证券研究所

图 43：各机场年度货邮吞吐量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 44：各机场一季度货邮吞吐量（万吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

**航空及非航业务营收双降，收入端持续承压。**一是航班减少导致架次相关收入减少，二是旅客吞吐量大幅下降，导致免税业务、商业餐饮等相关收入均大幅减少，板块航空性业务和非航空性业务均受到较大负面影响，收入端压力较大。2020 年机场板块营收均同比大幅下降，板块实现营业收入 137.50 亿元，同比

下降 43.66%，4 家上市公司营收同比降幅较大；2021Q1，板块实现营业收入 31.60 亿元，同比下降 15.72%，同比较 2019Q1 下降 47.75%。

图 45：机场板块年度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：机场板块单季度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 10：机场板块上市公司营收情况

证券代码	证券简称	2020 年		2021 年一季度		
		营业收入	同比增速	营业收入	同比增速	同比 2019Q1
600009.SH	上海机场	43.03	-60.68%	8.66	-47.05%	-68.77%
600004.SH	白云机场	52.25	-33.61%	11.85	-9.80%	-38.19%
000089.SZ	深圳机场	29.97	-21.27%	7.87	39.76%	-13.96%
600897.SH	厦门空港	12.25	-31.37%	3.21	36.25%	-27.05%

资料来源：wind，山西证券研究所

## 5.2 刚性成本加大成本压力，板块盈利表现分化

板块整体亏损，Q1 亏损环比扩大。2020 年，机场旅客吞吐量大幅下降，疫情防控支出费用增加，叠加机场成本中有包括人工、折旧在内的一部分刚性支出，进而导致机场成本端压力加大，板块整体发生亏损，深圳机场、厦门空港由于规模相对较小，成本较低，最终实现小幅盈利。2020 年，板块归母净利润为-13.17 亿元，同比下降 118.45%，分公司看，上海机场、白云机场均亏损，归母净利润分别为-12.67 亿元、-2.50 亿元，深圳机场、厦门空港实现盈利，归母净利润分别为 0.28 亿元、1.71 亿元；2021Q1，板块归母净利润为-4.94 亿元，同比增长 391.22%，同比 2019Q1 下降 125.91%，分公司看，上海机场、白云机场持续亏损，深圳机场和厦门空港分别实现归母净利润 0.50 亿元、0.47 亿元。

图 47：机场板块年度归母净利润（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：机场板块单季度归母净利润（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 11：机场板块个股归母净利润情况

证券代码	证券简称	2020 年		2021 年一季度		
		归母净利润	同比增速	归母净利润	同比增速	同比 2019Q1
600009.SH	上海机场	-12.67	-125.18%	-4.36	-641.63%	-131.37%
600004.SH	白云机场	-2.50	-125.03%	-1.55	145.56%	-169.20%
000089.SZ	深圳机场	0.28	-95.27%	0.50	-141.24%	-71.11%
600897.SH	厦门空港	1.71	-66.93%	0.47	1454.65%	-60.17%

资料来源：wind，山西证券研究所

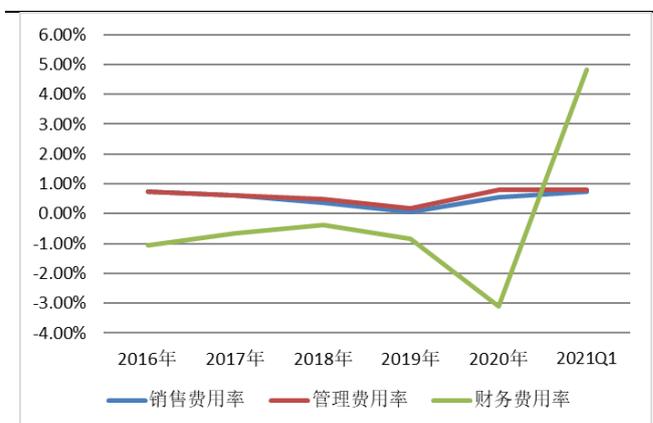
**利润率下降，费用率增加。**由于机场成本较为刚性，在营业收入大幅下降的情况下，利润率下降，费用率整体增加。2020 年，板块毛利率、净利率分别为-13.80%、-8.54%，与 2019 年相比大幅下降，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.56%、0.80%、-3.10%；2021Q1，板块毛利率、净利率分别为-14.31%、-14.76%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.74%、0.79%、4.83%。

图 49：机场板块利润率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：机场板块费用率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 12：航空板块个股利润率情况（%）

证券代码	证券简称	毛利率			净利率		
		2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
600009.SH	上海机场	51.21	-53.38	-70.15	48.07	-27.15	-48.55
600004.SH	白云机场	24.11	-1.16	-3.35	13.43	-4.44	-12.88
000089.SZ	深圳机场	23.72	6.38	14.69	15.91	1.28	6.74
600897.SH	厦门空港	42.93	21.94	24.79	30.09	15.32	16.78

资料来源：wind，山西证券研究所

## 5.投资策略及重点标的

目前，国内疫情防控形式显著好转，宏观经济持续向好，建议关注三条主线：

1) **快递板块**：一是线上消费潜力不断释放，下沉市场持续为行业提供增量，行业规模稳定高增长，二是行业竞争加剧，市场份额持续向头部集中，建议关注市场份额领先、布局充分的快递龙头，如顺丰控股、圆通速递、韵达股份；

2) **航空板块**：一是国内疫情常态化，民航客流量持续复苏态势确定性较强，二是疫苗接种进度持续推进，有望带动国际航线逐步回暖，建议重点关注成本优势凸显的春秋航空、主营国内支线的华夏航空，以及国内航线占比较高的南方航空；

3) **公路板块**：一是交通固定资产投资持续高速增长，路网不断完善，高速公路业绩颇具稳健性，二是货运规模已经基本恢复至疫情前水平，客运规模稳步修复，且疫苗接种进度持续推进，营业性客运量有望持续修复，建议关注区位优势显著的宁沪高速、主辅业并进且股息回报较高的招商公路和山东高速。

## 6.风险提示

- 1) 人民币汇率大幅波动；
- 2) 油价上涨；
- 3) 宏观经济下行；
- 4) 行业政策大幅调整；
- 5) 海外疫情持续蔓延。

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

