

# 航空修复行情持续，快递板块龙头加速崛起

## ——交运行业2021年中期策略报告



### 行业评级

交运 强于大市（维持）

### 证券分析师

张功 投资咨询资格编号：S1060518110001  
邮箱：ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

### 证券分析师

严家源 投资咨询资格编号：S1060518110001  
邮箱：YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

2021年6月16日

# 投资逻辑

	需求	供给	展望	
			2021	远期
<p>★★★★★</p> <p><b>航空公司</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 客运：国内回暖、国际需求依赖官方政策</li> <li>□ 货运：需求增长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 国内供给增加</li> <li>□ 国际供给开始修复</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注修复行情</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注细分领域长期成长价值</li> </ul>
<p>★★★</p> <p><b>机场</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 客运：需求回暖</li> <li>□ 货运：需求增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 机场改扩建工程持续投入，产能扩张尚未停滞</li> <li>□ 空域改革增加航线容量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注修复行情</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注核心资产区位优势价值和国家战略定位价值</li> </ul>
<p>★★★★★</p> <p><b>物流&amp;快递</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 物流：需求增长</li> <li>□ 快递：关注线上消费</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 物流：智能设备提高效能</li> <li>□ 快递：产能扩张加速</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注头部企业市场份额提升情况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注龙头企业业务壁垒优势。</li> </ul>
<p>★★★</p> <p><b>高速</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 自驾出行成长潜力巨大</li> <li>□ “治超”成果显著，高速公路货车通行量增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 优质路段供给有限</li> <li>□ REITs加快新项目建设进度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注车流量增长</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 关注路产资源区位优势明显的公司</li> </ul>

航空公司运力供给和运输量影响机场需求

推荐指数 ★

# 投资要点

## ➤ 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动

国内疫情控制较好，疫苗接种加速，国内航线市场需求复苏明确，2021年暑期机票价格好于往年，预计航空公司三季度可实现盈利，当前股价处于历史低位，航空公司经营风险已显著降低，建议关注需求回暖带来的估值反弹行情。

## ➤ 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧

区域垄断、经济发达、持续扩容是枢纽机场核心价值体现，疫情局部地区短时间爆发不会对需求情况造成长期影响，建议关注拥有持续扩容潜力且非航价值具备挖掘潜力的公司。

## ➤ 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现

疫情催动线上经济快速发展，网购带来的快递增长在后疫情时代也将保持一定延续性，当前“以价换量”的竞争格局并非行业稳态，随着集中度提升，龙头企业有望迎来“赢者通吃”局面。

## ➤ 公路&铁路：“自驾”引领公路增长，REITS重塑商业模式

疫情对于出行方式的改变日趋显著。作为REITs试点重点行业之一，未来有望通过成熟项目的资产证券化，一方面提前回收现金流以加快新项目的开发，另一方面降低资产和负债以打造轻资产、重品牌的新型商业模式。

## ➤ 投资建议：

航空板块，推荐南方航空、中国东航和春秋航空；快递板块，推荐顺丰控股；机场板块，推荐深圳机场；高速板块，推荐招商公路、宁沪高速。

## ➤ 风险提示：政策风险；宏观经济风险；油价、汇率等风险；安全风险；疫情影响超出预期。

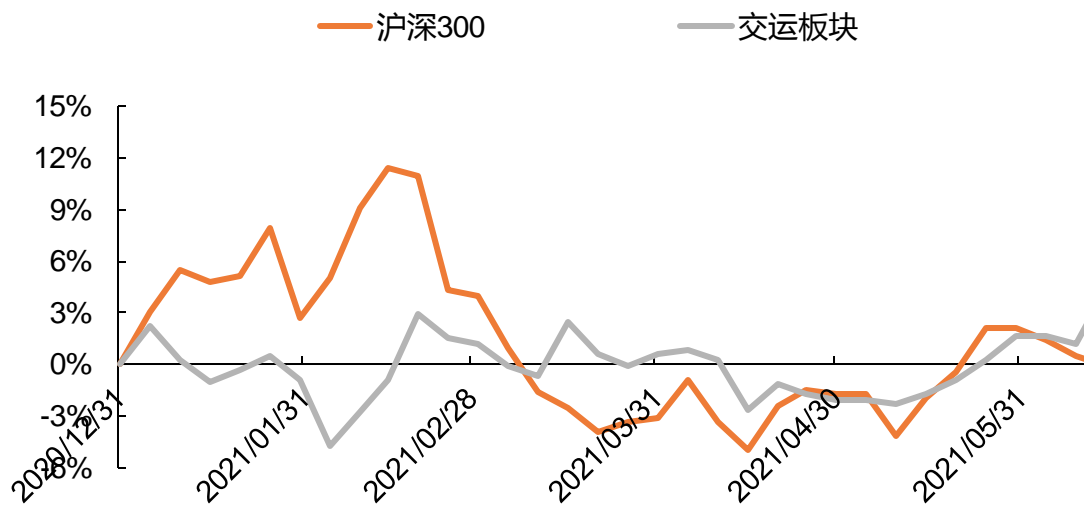
## 目录 CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示

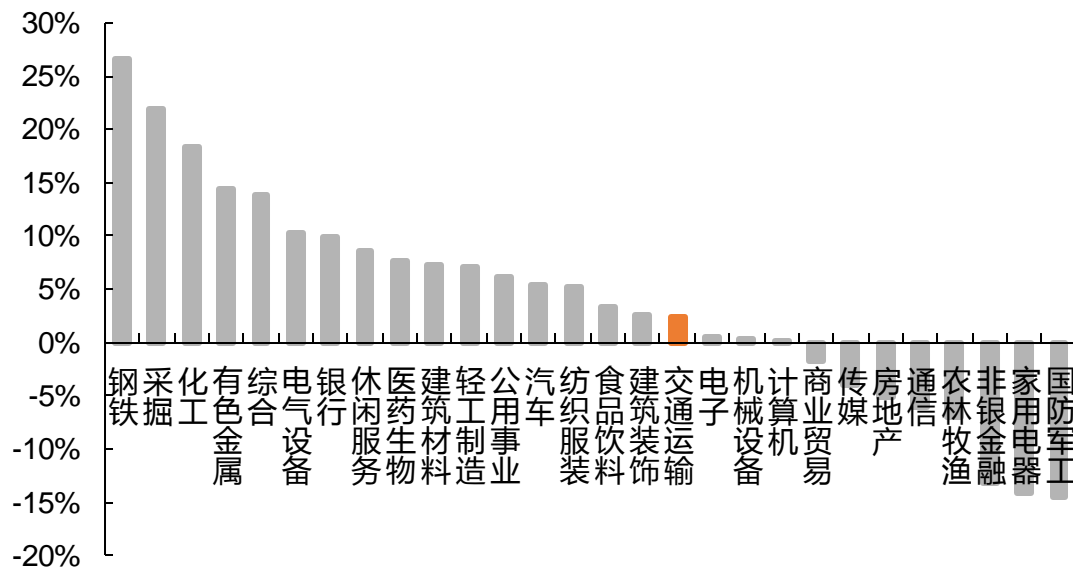
# 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升

➤ **交运板块走势偏弱**：截至2020年6月11日，沪深300上涨0.26%，申万交运板块整体上涨2.45%，位居28个申万一级行业的第17位，跑赢沪深300指数2.19个百分点，表现明显回升，与2020年相比，行业排名上升明显。

● 市场指数与行业指数走势



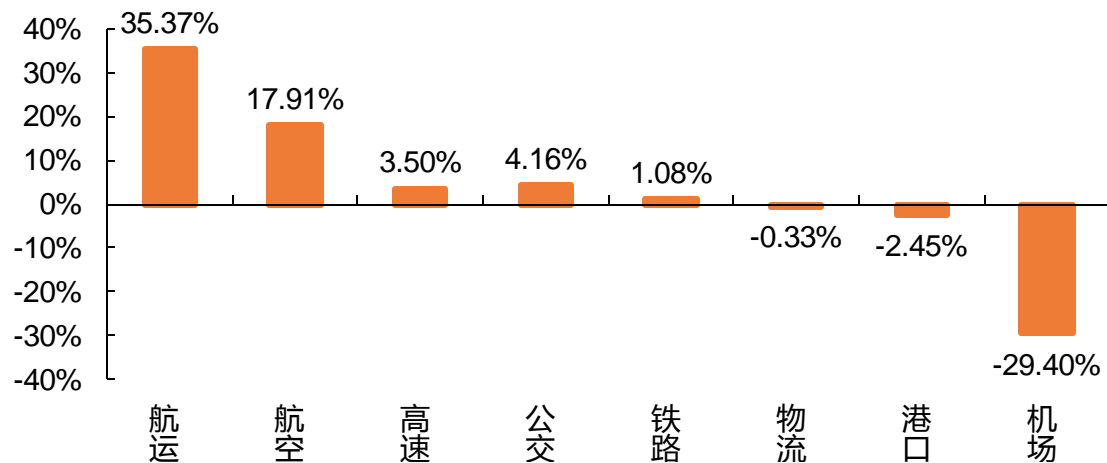
● 2021年各板块涨跌幅 (截至2021.6.11)



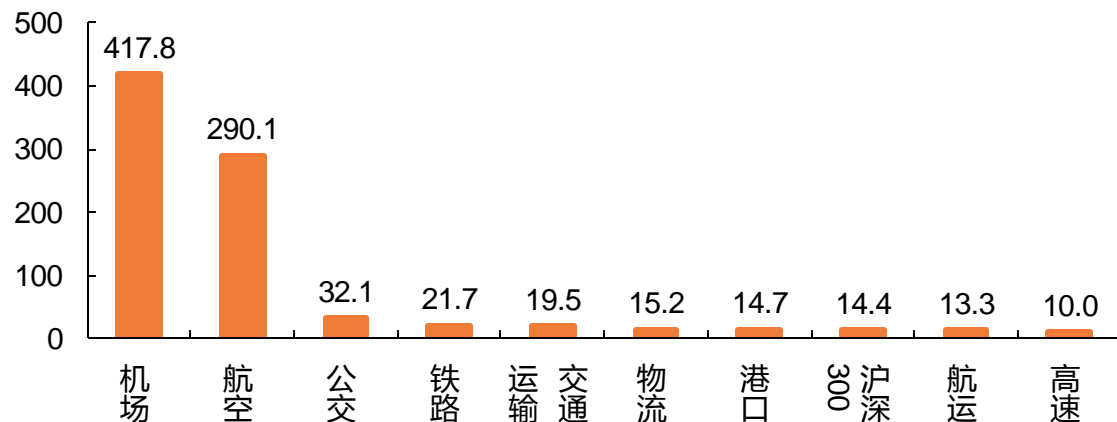
## 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升

- **航运、航空板块领跑，机场板块走势较差：**截至2021年6月11日，交运申万二级行业中，航运板块上涨35.37%，航空板块上涨17.91%，涨幅较大，机场板块受国际航线持续管控以及上海机场免税合同修改影响，下跌29.40%。
- **航空板块关注民营公司：**主要上市航空公司中，民营航空表现相对优于国企，其中吉祥航空上涨48.46%，涨幅最大。
  - **机场板块关注非航收入下行风险：**上海机场免税合同修改后，非航收入成长逻辑受限，股价下跌明显，下降35.43%。
  - **物流板块关注单价下行：**“量增价减”的趋势得到全社会关注，单价下行风险拖累快递板块表现，A股四家快递公司股价均出现明显下跌，其中申通快递下跌20.44%，降幅最大。

◎ 交运主要子行业股价涨跌幅



◎ 交运申万二级行业市盈率 (ttm) 一览



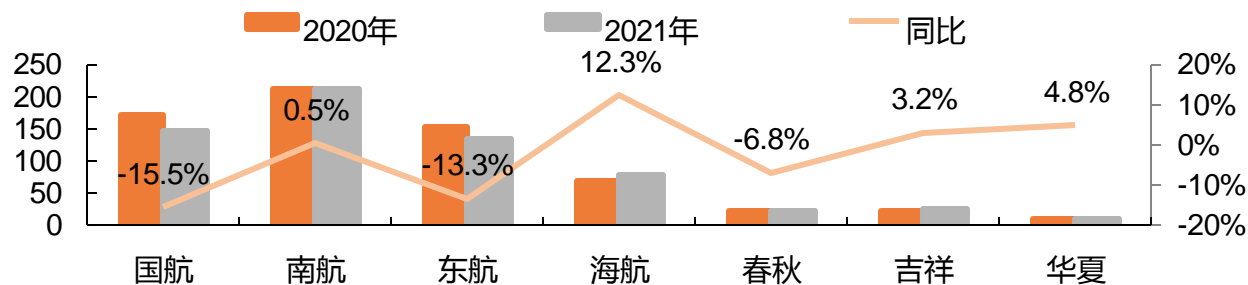
## 目录 CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示

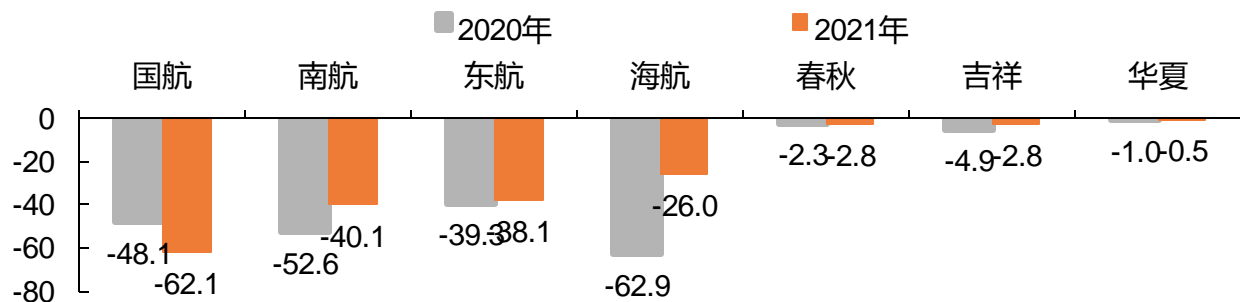
# 航空：“就地过年”政策影响航空公司一季度业绩

➤ 2021年一季度：“就地过年”政策影响下，春运客流较2019年下降7成，导致航空公司一季度持续出现亏损。主要上市航空公司中，除国航和春秋以外，归母净利润亏损幅度同比有所收窄。

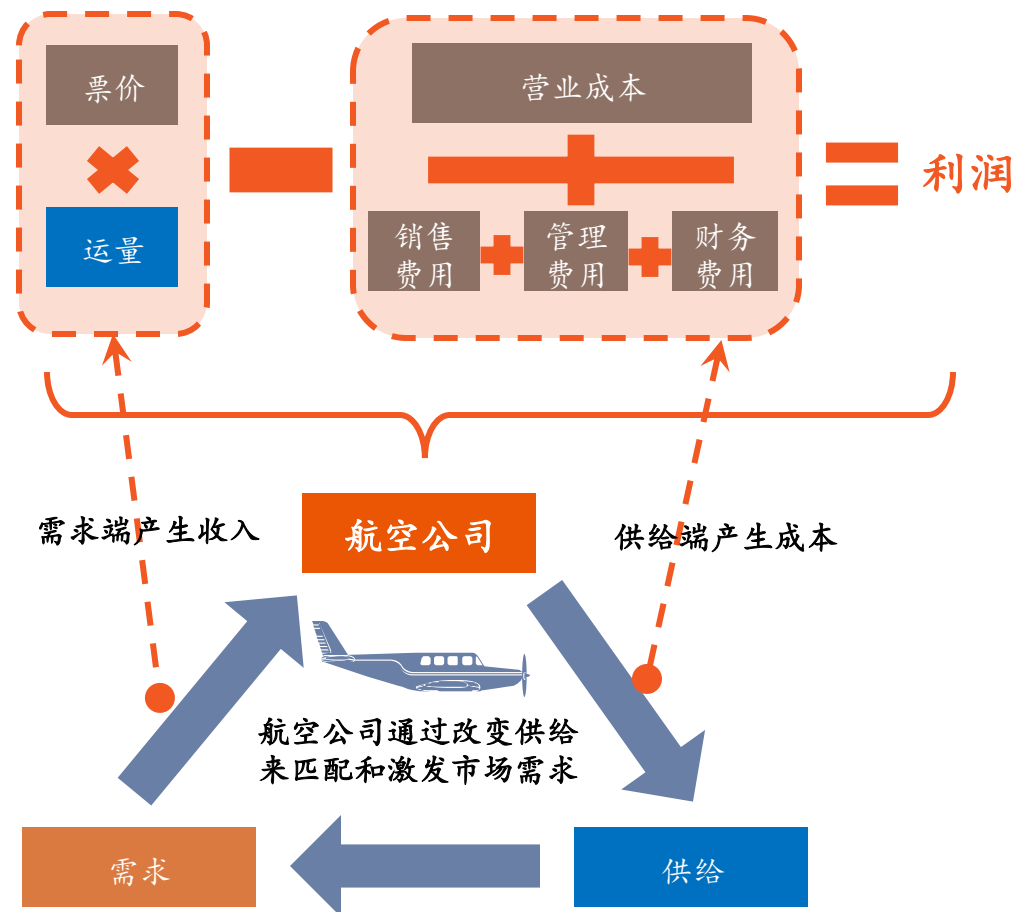
2021Q1主要上市航空公司营业收入（亿元）



2021Q1主要上市航空公司归母净利润（亿元）



航空公司盈利框架图





# 航空：疫情防控对行情影响减弱，需求和业绩的预期逐步成为主导

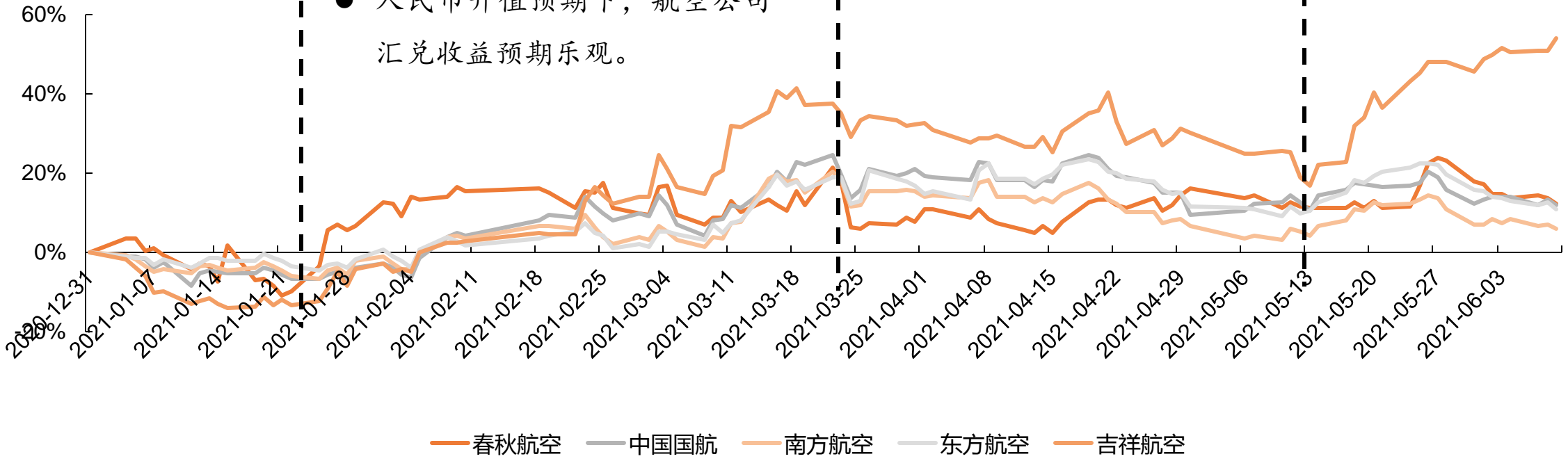
● “就地过年”政策带来的短时下跌。

● 业绩预告发布会，预期落地，市场开始关注国内需求改善情况。

● 人民币升值预期下，航空公司汇兑收益预期乐观。

● 印度疫情带来短暂下跌，此后行情逐步修复。

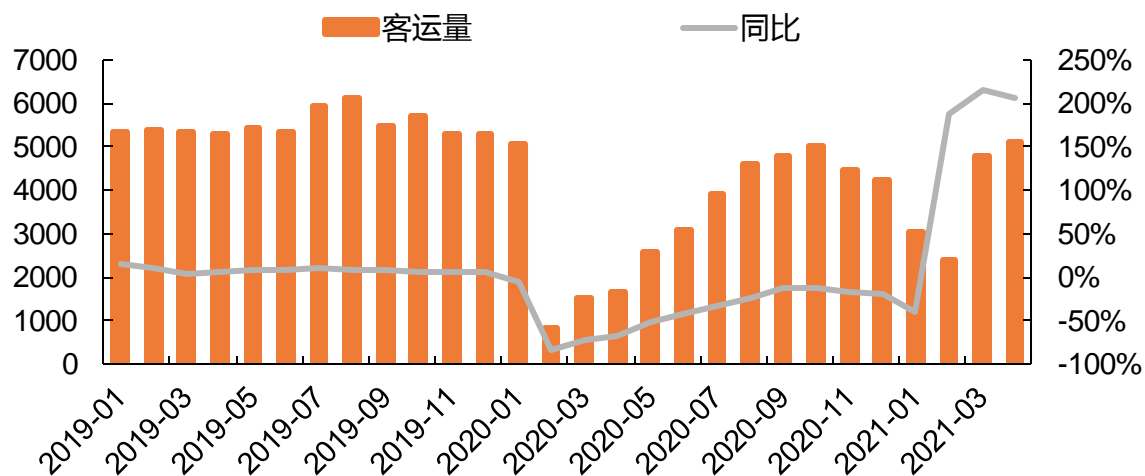
● 海航重组消息刺激吉祥航空股价持续走高。



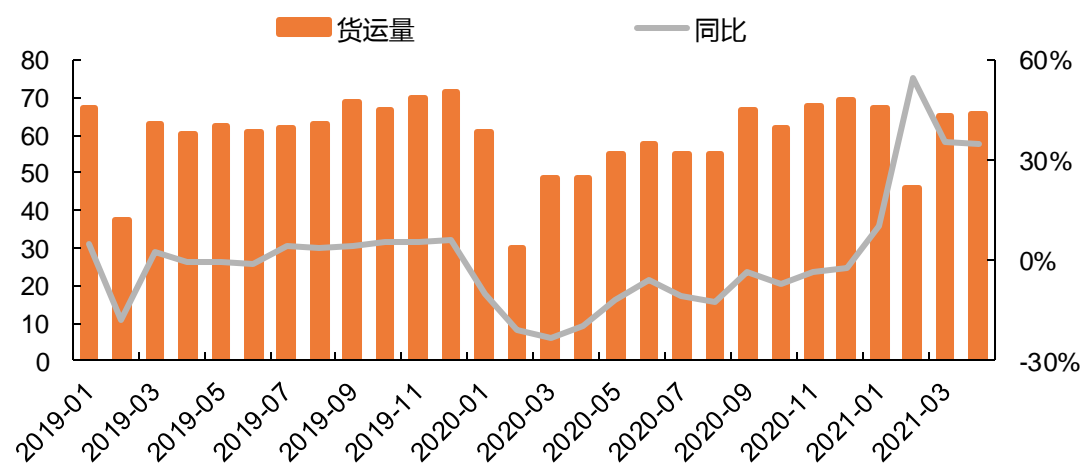
# 航空：需求持续回暖，客运恢复9成以上，货运超越疫情前水平

- **客运接近疫情前水平：**受疫情管控形势良好影响，4月民航运输整体持续保持回暖趋势，全行业完成总运输周转量92亿吨公里，同比增长133%，相当于2019年同期的88%，其中单月客运量超过5100万人次，同比增长206%，实现疫情以来新高，相当于疫情前的96%。
- **货运连续超越疫情前同期：**4月民航业实现货运吞吐66万吨，同比增长35%，较2019年同期增长8.9%，同比2019年连续3个月实现正增长。

全国每月航空客运量（万人次）



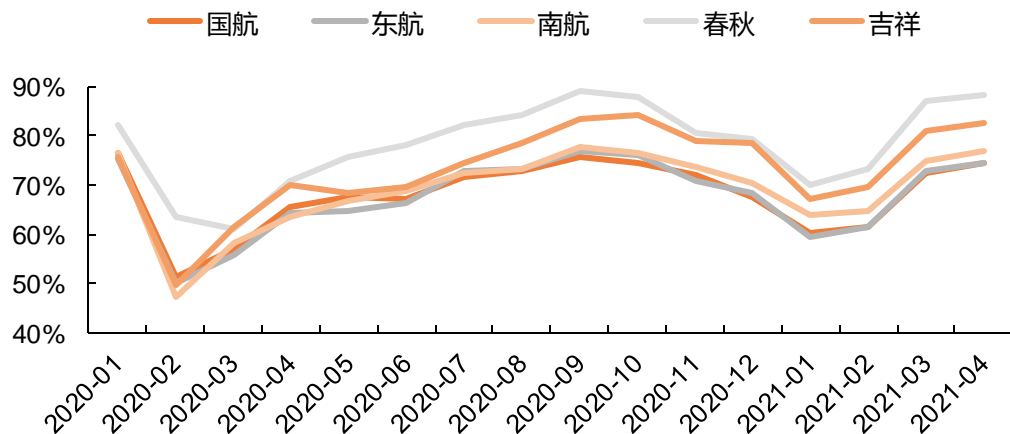
全国每月航空货邮运输量（万吨）



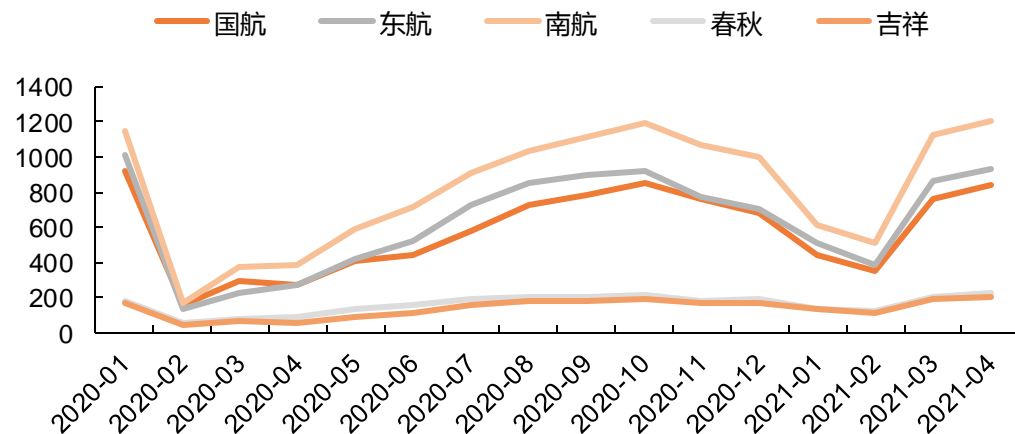
## 航空：航空公司经营数据环比持续改善

- 客座率水平接近疫情以来最好水平：**国航、东航、南航、春秋和吉祥主要5家上市航空公司自2月起客座率情况环比持续改善，持续创出年内新高，4月份，5家公司客座率分别达到74.5%、74.4%、77.1%、88.2%和82.7%，与疫情期间最好水平2020年9月份相比，相差1个百分点左右。
- 4家公司客运量创疫情以来新高：**4月份，国航、东航、南航、春秋和吉祥分别实现客运量844、931、1205、222和200万人次，其中，除国航以外，其他4家公司的客运量均为疫情以来的最高值，三大航空集团中，南航成为首个单月客运量同比2019年实现正增长公司。

主要航空公司客座率



主要航空公司客运量 (万人次)



# 航空：暑期出行需求旺盛，航空公司三季度盈利前景乐观

- 携程数据显示，截至6月8日，今年暑期（7月1日-8月31日）机票均价已达到1150元，相比2020年、2019年同期分别上涨94%、25%。随着暑期的临近，未来一个月机票和各类旅游产品价格有望再度上涨。
- 马蜂窝旅游数据显示，今年暑期，亲子游主要以一、二线城市为主，其中研学游、博物馆等成为热门产品。今年恰逢建党100周年，北京、重庆、西安、长沙等红色旅游著名城市关注度较高。此外，传统避暑旅游知名目的地城市今年的热度涨幅较大，预计通往该区域航班将有较好的收益。

## 2021年暑期旅游热门目的地

排名	省市	目的地
1	北京	北京
2	四川	成都
3	重庆	重庆
4	上海	上海
5	陕西	西安
6	湖南	长沙
7	海南	三亚
8	山东	青岛
9	浙江	杭州
10	福建	厦门

## 2021年暑期旅游热门目的地热度涨幅

排名	省市	目的地	热度涨幅
1	内蒙古	呼伦贝尔	171%
2	甘肃	白银	137%
3	内蒙古	锡林郭勒	129%
4	新疆	博尔塔拉	125%
5	新疆	哈密	115%
6	河北	承德	113%
7	山东	威海	112%
8	内蒙古	乌兰察布	103%
9	黑龙江	伊春	101%
10	青海	果洛	100%

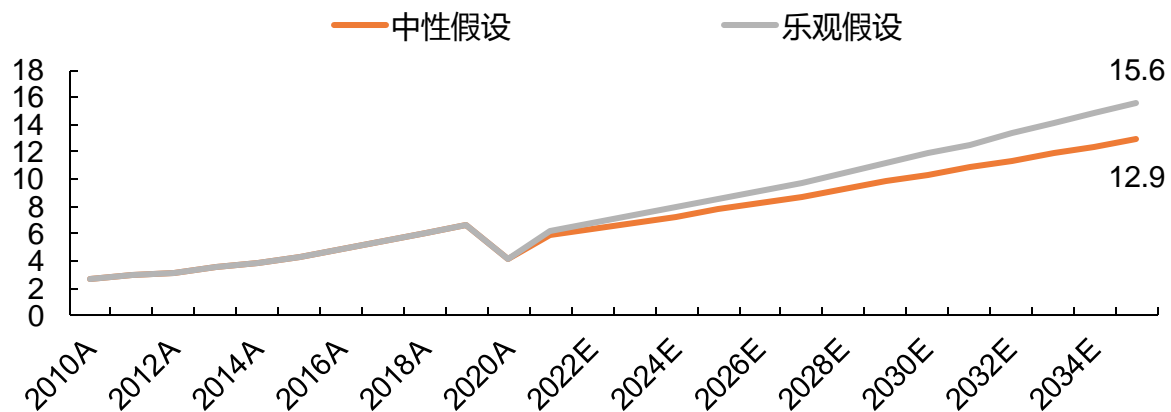
## 民航局暑运政策

- 鼓励在新疆、内蒙古、东北、西北等地区安排暑运航班时刻增量；
- 鼓励航空公司在繁忙航线使用宽体机。

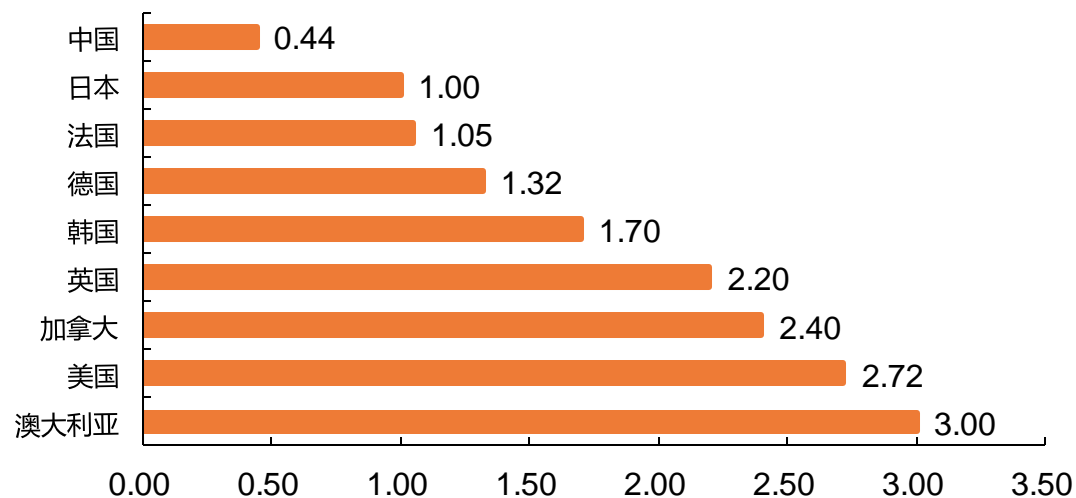
## 航空：疫情不改航空运输长期增长趋势

- **全国每年仅1.5亿至2亿人坐飞机：**2019年我国民航运输总量6.6亿人次，参考航空出行存在往返（2次）的规律，在每人不重复乘机的前提下，2019年乘机人数应该在3.3亿人，考虑约30%~40%的公商务旅客在年内多次乘机的情况，推测2019年内坐过飞机的国人应该在1.5亿至2亿人，因此判断**我国还存在大量从未坐过飞机的人群**。
- **疫情不影响航空运输增长大势：**2018年11月发布的《新时代民航强国建设行动纲要》中确定了至2035年我国年人均乘机次数超过1次的目标，即达到每年约15亿人次，与2019年6.6亿人次相比，增幅超过120%，我们认为疫情不会改变行业长期发展目标。

全国民航客运总量（亿人次）



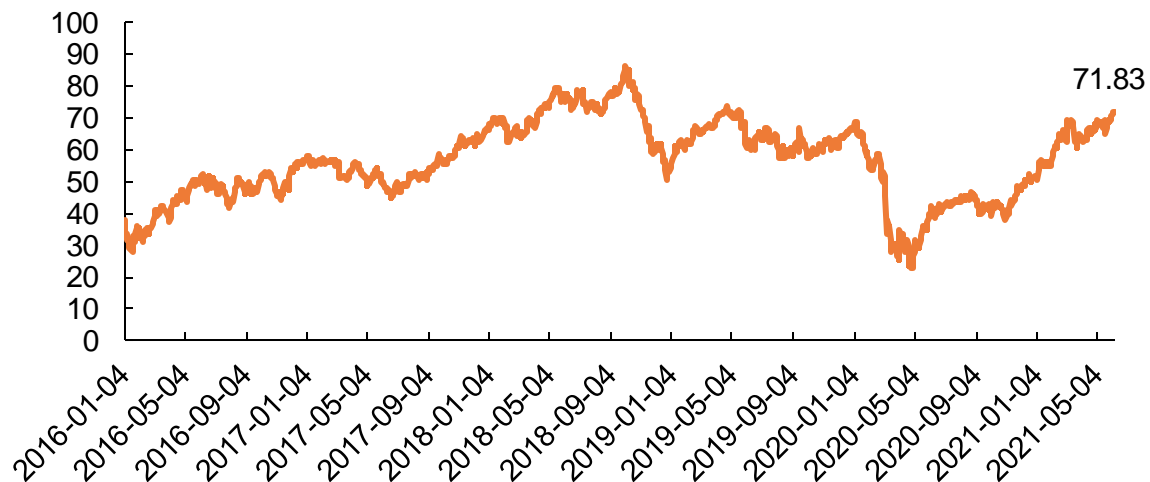
2018年各国人均乘机次数（次/人）



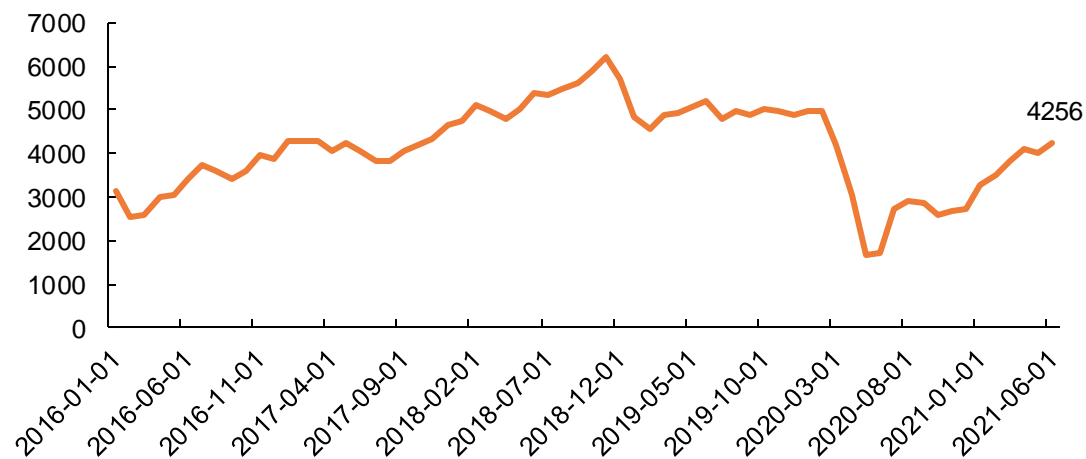
## 航空：油价上涨，但距离高点仍有较大空间

- **原油价格上涨导致航煤价格上行**：2021年6月7日布伦特原油达到71.83美元/桶，相比年初的50.67美元上涨41.8%，受此影响，1-6月国内航空煤油价格持续走高，6月航空煤油出厂价（含税）达到4256元/吨，较1月的3262元/吨上涨30.5%。
- **航煤价格尚未触发燃油附加费收取条件**：2021年1-6月，国内航空煤油均价为3817元/吨，低于2017-2019年的平均水平，与2016年下半年相当，距离2018年触发燃油附加费时期的5000-6500元区间尚有一段距离。从目前的油价水平来看，尚不会对航空公司的业绩造成明显负面冲击，但一定程度上确实会拖累公司业绩复苏速度。

● 布伦特原油价格（美元/桶）



● 国内航空煤油出厂价（元/吨）



# 航空：航空煤油定价机制

## ➤ 航空煤油定价机制

- 根据发改委的规定，国内航空煤油出厂价每个月调整一次，其定价公式为：
- 新加坡市场航空煤油离岸价×汇率×吨桶比（7.9）×（1+1%的关税）×（1+17%的增值税率）+港口费（50元人民币每吨）+海上运保费（2美元）+贴水。
- 即新加坡航空煤油离岸价，加上运费、税率等费用，再折算为人民币的价格。
- 新加坡航空煤油价格与布伦特油价走势基本一致，新加坡航油离岸价均价样本期为上月25日到本月的24日。
- 国内航空煤油出厂价的调整日则为每月1日，随着上月国际油价的动态变化而变动。

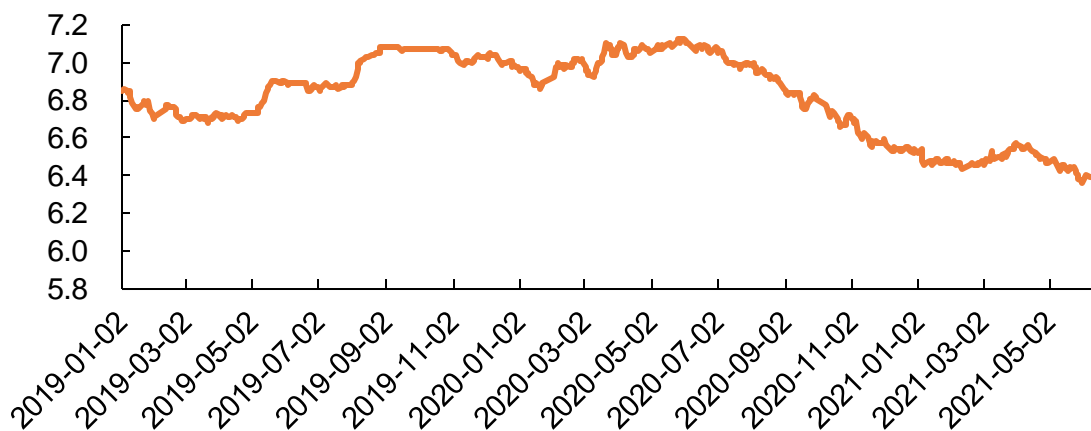
## ➤ 燃油附加费

- 燃油附加以航线为单位、区分长短航线分两档定额计算。其中：800公里（含）以下短途航线，燃油附加最高标准统一按800公里计算；800公里以上长途航线，统一按1500公里计算。
- 根据2015年3月24日国家发改委公布的最新国内线燃油附加最高标准公式：
  - 800公里（含）以下航线燃油附加最高标准为 $0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本}-5000) \times 800$ ；
  - 800公里以上航线燃油附加最高标准为 $0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本}-5000) \times 1500$ ，征收标准最小单位为10元，不足10元按四舍五入计。

## 航空：人民币升值利好航空公司利润情况

- **人民币升值：** 2020年下半年人民币进入升值通道，截至2021年6月11日，美元兑人民币中间价为6.39，较年初下降2.13%。
- **汇兑收益预计对三大航业绩表现产生积极影响：** 2020年全年，人民币兑美元升值幅度达到6.47%，国航、东航和南航分别实现汇兑收益36.0亿、24.9亿和34.9亿元。考虑到2021年初至今的汇率状况，若当前人民币兑美元汇率维持至年底，则全年三大航可实现汇兑收益总额约35-40亿元，改善全年业绩水平。

● 汇率：美元兑人民币中间价



● 2019-2020年三大航汇兑收益情况 (亿元)

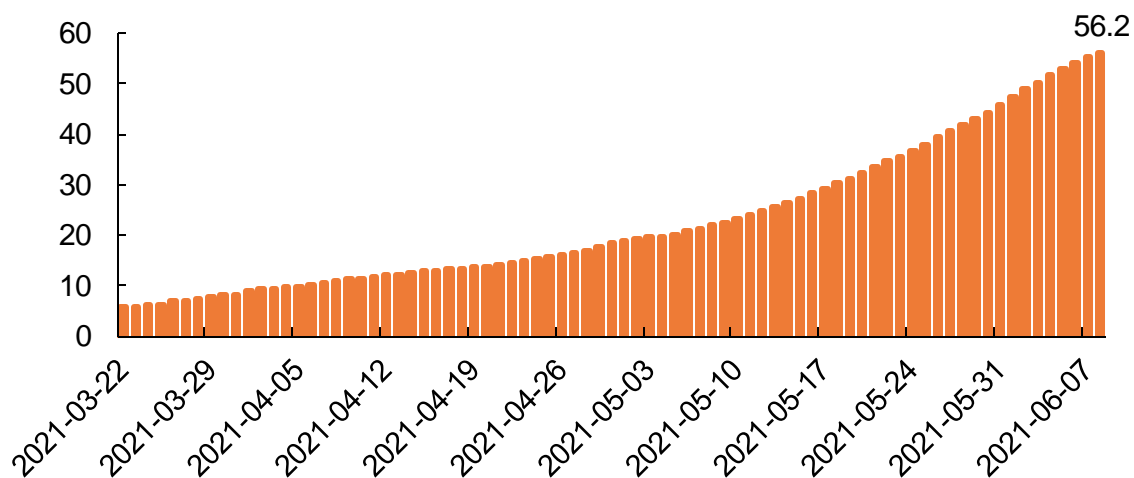
时段	人民币兑美元升值幅度	国航	东航	南航
2019年	-1.65%	-12.1	-9.9	-14.7
2020年	6.47%	36.0	24.9	34.9



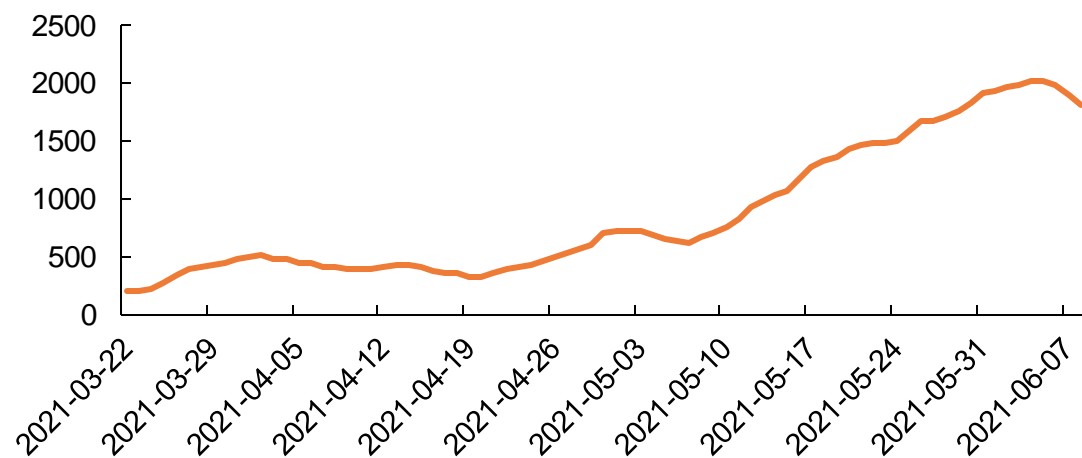
## 航空：疫苗接种进度和暑期需求情况有望刺激反弹行情

- 疫苗接种进度加速，国内疫情防控前景乐观：**5月起，我国疫苗接种加速，本轮广州疫情的推动作用尤为明显，目前我国每日疫苗接种量维持在1800万至2000万之前，截止6月8日，我国每百人新冠疫苗接种量突破56剂次，预计随着疫苗接种的进一步普及，人们对出行的顾虑将进一步降低。
- 修复行情已经启动：**在清明和五一两个假期航空需求修复情况较好的带动下，航空股年内修复行情已经启动，目前中国东航和南方航空的PB在1.4-1.7的区间内波动，距离历史高位尚有较大空间，预计随着暑期客运回暖预期的逐步落地，中国东航和南方航空的估值有望持续修复。

我国每百人新冠疫苗接种量（剂次）



我国每日新冠疫苗接种量（万剂次）

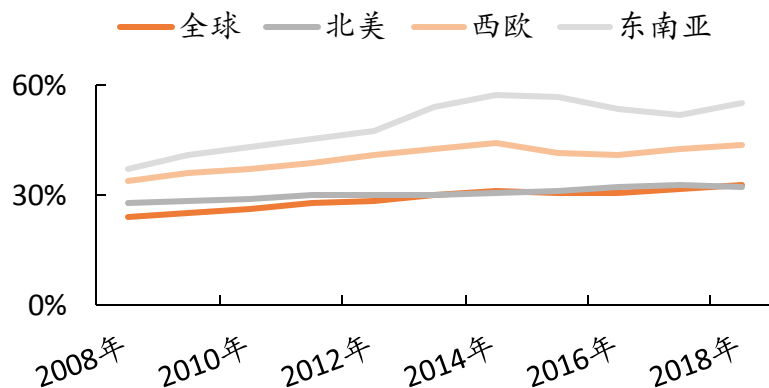


# 航空：重点推荐

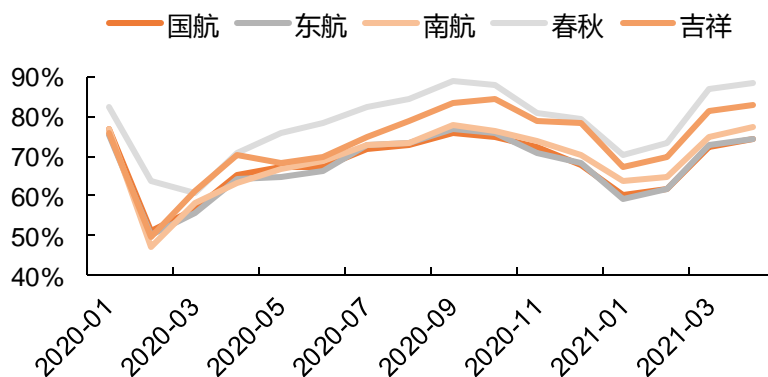
## ➤ 春秋航空：国内低成本航空龙头

- **目标客群增长可期：**客群定位自费出行旅客的低成本航空模式在当下的成长能力已经在全全球多个地区得到验证，目前我国低成本航空市场份额不足10%，远低于全球平均的30%，成长空间巨大。
- **成本控制行业领先：**2020年，公司单位成本为0.26元，较2019年同期下降12.1%，其中三季度单位成本更是下降至0.24元，创开航以来新低，管理费用和销售费用也明显低于可比国内上市公司。得益于良好的成本管控，公司2020年Q2即实现了经营净现金流转正，缓解了公司可能的流动性风险。
- **运力运量恢复情况较好：**公司目前运力和运量已经超越2019年同期，客座率也回升至88%以上，运力和运量恢复情况均领跑行业。

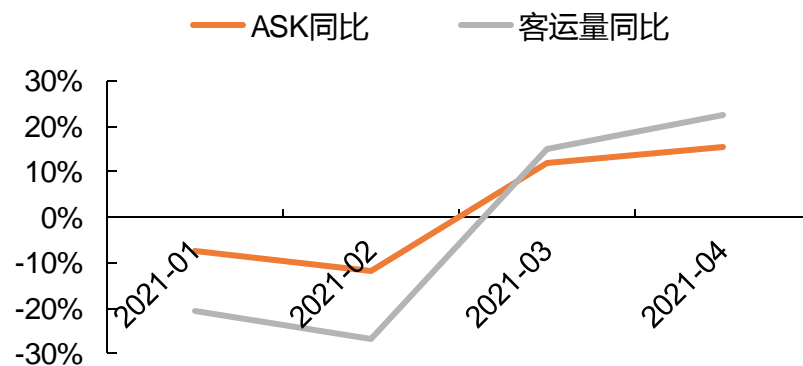
● 低成本航空市场份额



● 春秋航空客座率领跑行业



● 春秋航空运力和运量情况（同比2019年）

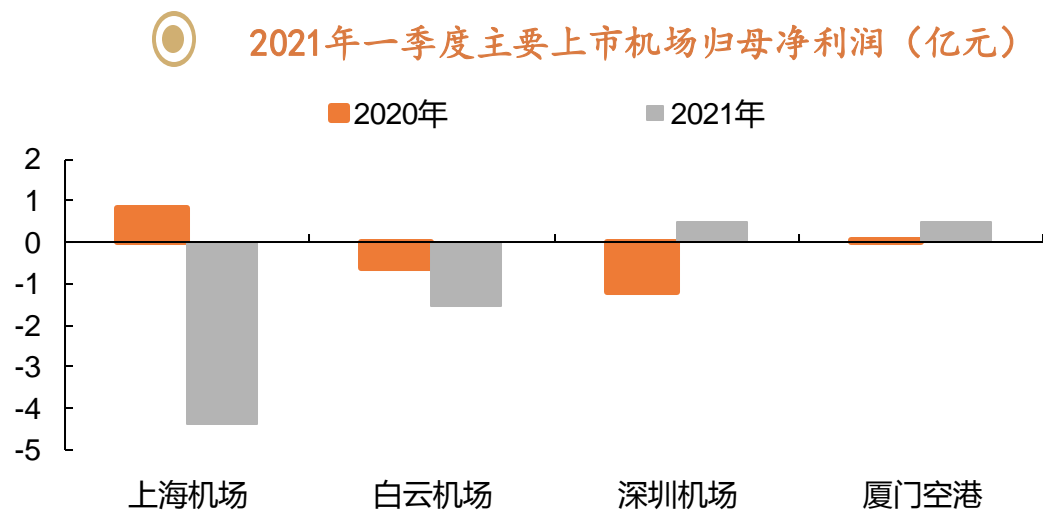
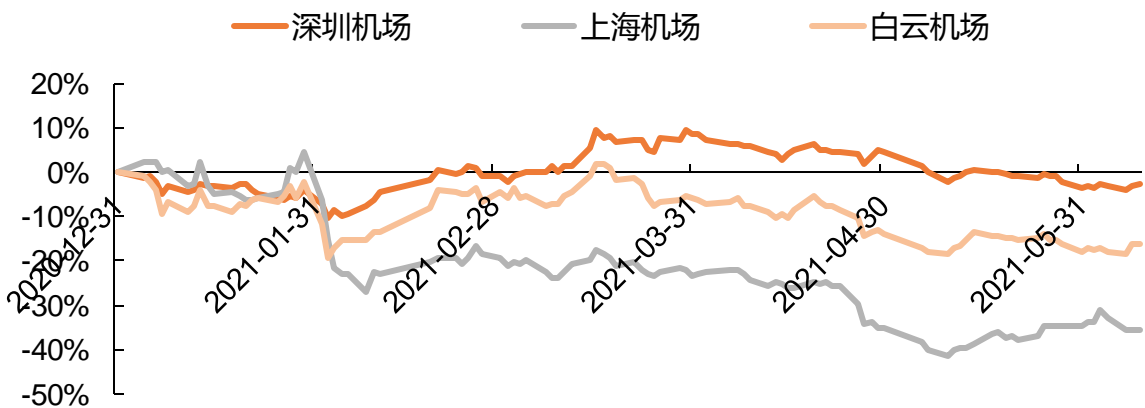
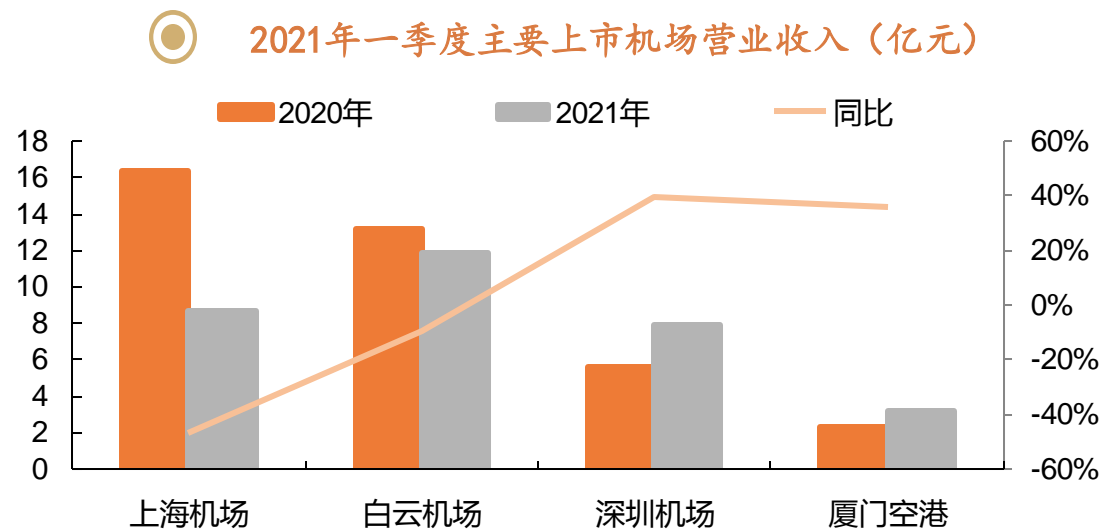


## 目录 CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示

# 机场：免税逻辑调整导致行业龙头股价持续走弱

- **“就地过年”影响机场整体业绩：**“就地过年”带来的需求低迷是一季度机场行业业绩较差的重要原因之一。深圳机场凭借3月份迅速反弹的国内需求，一季度实现扭亏。
- **免税合同修订导致机场龙头股价重挫：**国际航班管控措施依旧严格导致上海机场业绩难以改善，叠加公司免税租赁合同修订，公司非航收入预期大幅下降，公司上半年股价持续走弱。



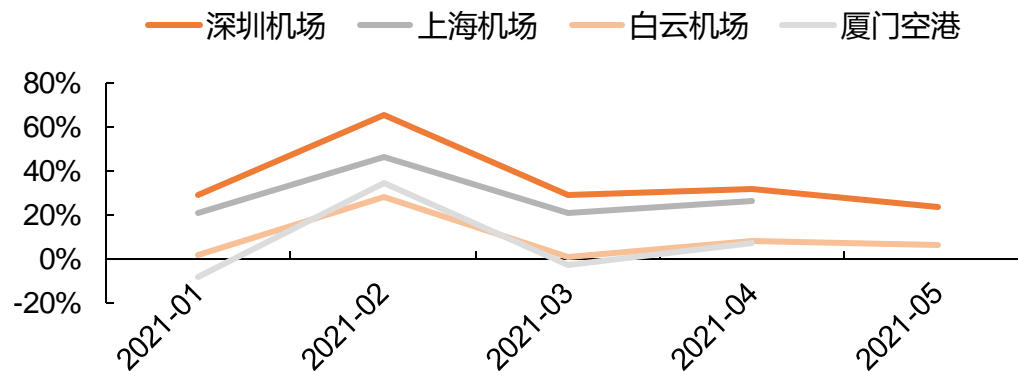
# 机场：航空货运成经营亮点，机场业绩持续分化

- **货运超越2019年同期水平：**1-5月，国内主要上市机场货邮吞吐量持续增长，整体上超越疫情前同期水平，其中深圳机场货邮增长情况领跑行业。
- **国内客运航线主导上半年复苏格局：**国际航线管制情况下，国内航线仍然主导机场行业的业绩复苏，4月，疫情前国际占比较低的深圳机场和厦门空港，客运量复苏领跑。

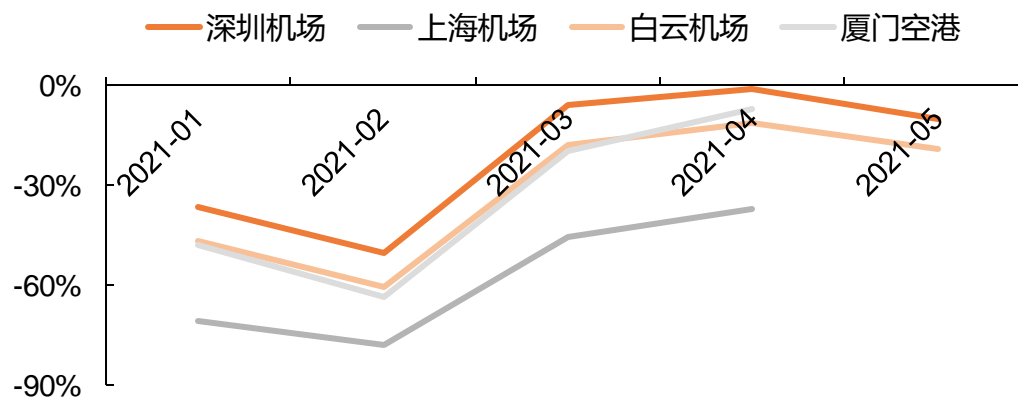
2019年国际航线旅客占比

	国际旅客吞吐量 (万人次)	国际占比
上海机场	3240	42.6%
白云机场	1794	24.4%
深圳机场	526	9.9%
厦门空港	255	9.3%

1-5月机场货邮吞吐量同比2019年



1-5月机场旅客吞吐量同比2019年



## 机场：广东省疫情防控影响省内机场复苏

- **疫情防控持续升级：**自5月21日报告一例本地新冠肺炎确诊病例以来，广州确诊病例持续增加，周边城市也出现确诊病例，受此影响，广东省主要机场均采取管控措施，对出港旅客进行一定的防疫要求。
  - 广州白云机场：6月7日12时起，出港旅客须持48小时核酸阴性证明。
  - 深圳宝安机场：6月7日12时起，乘机离深须持绿码和有效核酸检测阴性证明。
  - 湛江机场：6月7日12时起，离粤旅客需出示核酸阴性证明。
  - 揭阳潮汕机场：6月8日18时起，出港旅客需72小时内核酸证明。
  
- **广州市客流降幅明显，白云机场降幅超60%：**6月6日，广州市疫情防控例行新闻发布会举行，广州市交通运输局副局长沈颖表示，14号通告执行后，广州市各主要交通枢纽合计发送旅客每天9.1万人次，比通告发布前（5月31日）下降63.6%。其中，铁路枢纽下降61.7%，白云机场下降64%，公路客运站下降78.4%。此外，根据航班管家数据，6月3日起白云机场每日进出港航班量下降至400架次以下，与本轮疫情之前的日均近1300架次相比，降幅非常明显。

# 机场：吞吐量是核心评价指标，非航收入需要旅客买单

- ▶ **吞吐量是机场发展核心评价指标：**机场的收入主要分为航空业务收入和非航业务收入，其中航空业务收入标准是政府定价，非航业务收入标准是市场定价，但承载两者的核心仍然是机场吞吐量。
- ▶ **市场关注点聚焦免税消费：**2018年起随着机场免税业务的公开招标，机场免税消费价值得到市场发掘，免税业务成为机场业绩实现高速增长的重要因素。

## 航空旅客特点



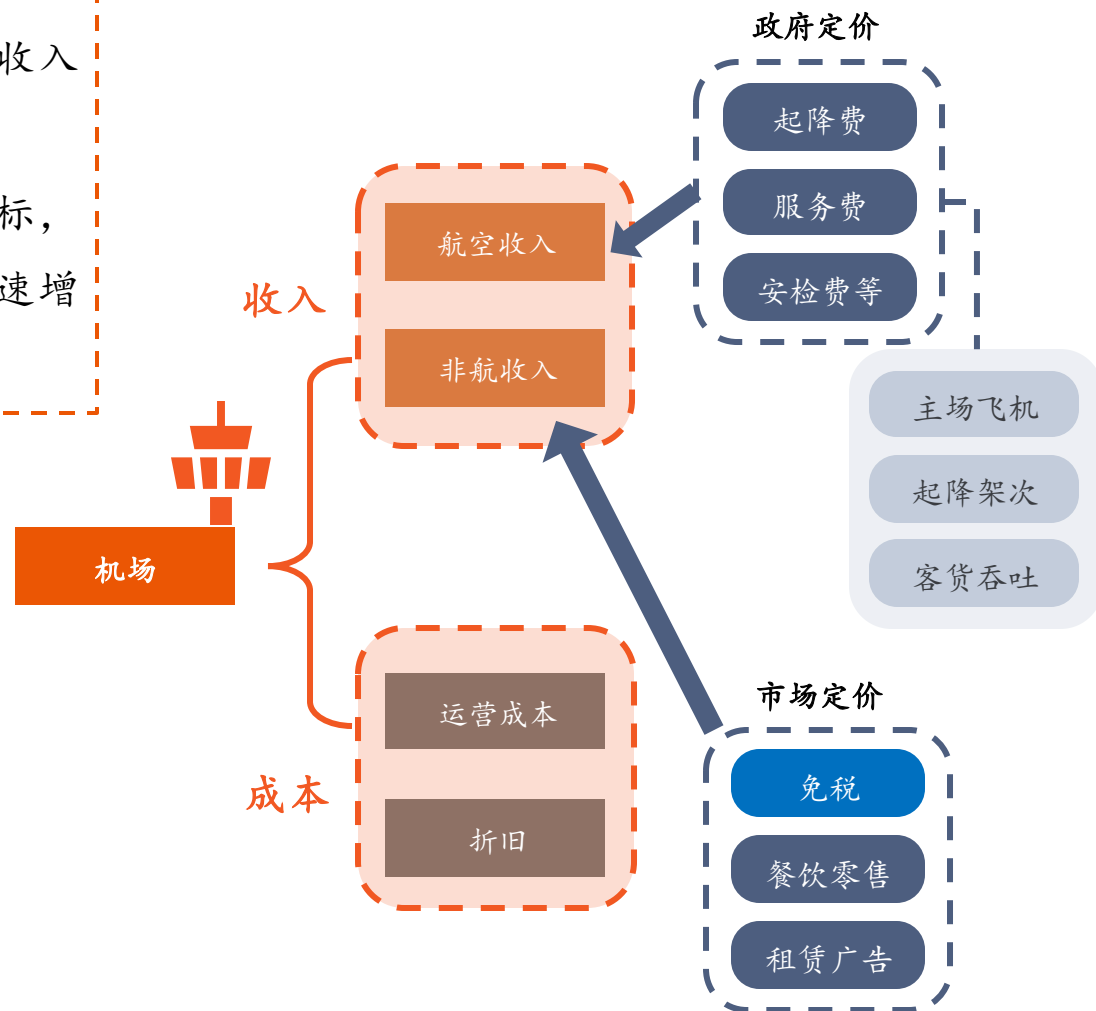
- 中高收入群体占比高
- 消费意愿强
- 预留等待时间长

## 免税商品特点



- 品牌高端、品质较好
- 渠道放心、商品保真
- 价格便宜

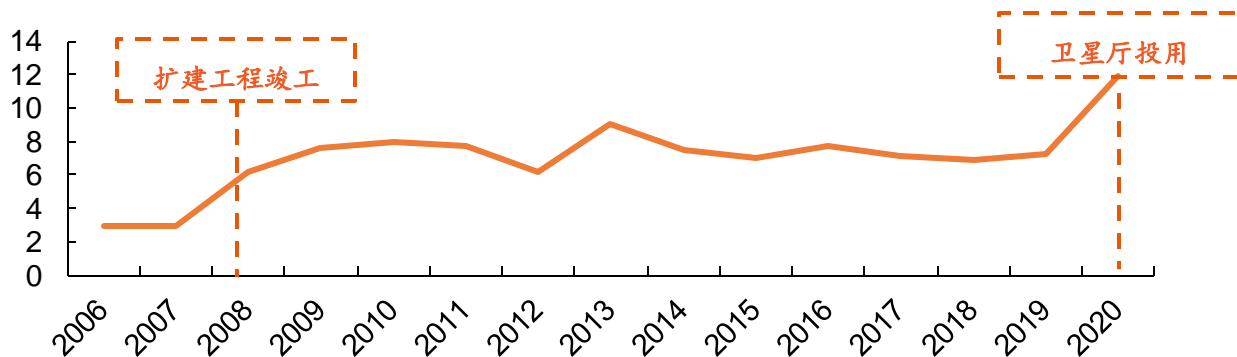
## 机场盈利框架图



# 机场：持续扩容是吞吐量增长的重要保障

- **持续扩容确保未来发展空间：**目前，国内主要的枢纽机场大部分都有持续的改扩建计划，随着这些计划的逐步落地和完成，机场的旅客吞吐量上限、货邮吞吐量上限和起降航班架次上限均会有不同程度的提高。
- **关注机场产能释放周期：**重大项目竣工投用后，机场固定资产折旧将大幅增加，而产能爬坡通常需要2-3年，期间机场业绩会受到一定影响。

上海机场固定资产折旧情况（亿元）



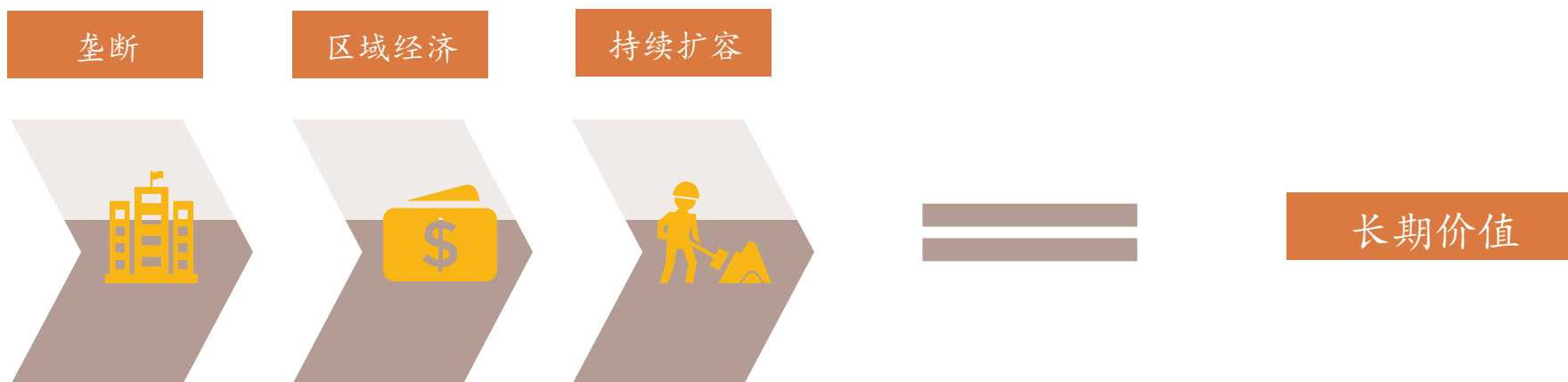
主要机场改扩建计划

机场	建设计划	建设期	总投资
上海机场	卫星厅S1、S2	2015-2019年	204亿元
	T3航站楼	2035年建成	
白云机场	T3航站楼	2025年建成	544亿元
	4/5跑道		
深圳机场	T4航站楼	2020-2025年	123.3亿元
	3跑道		
	卫星厅		



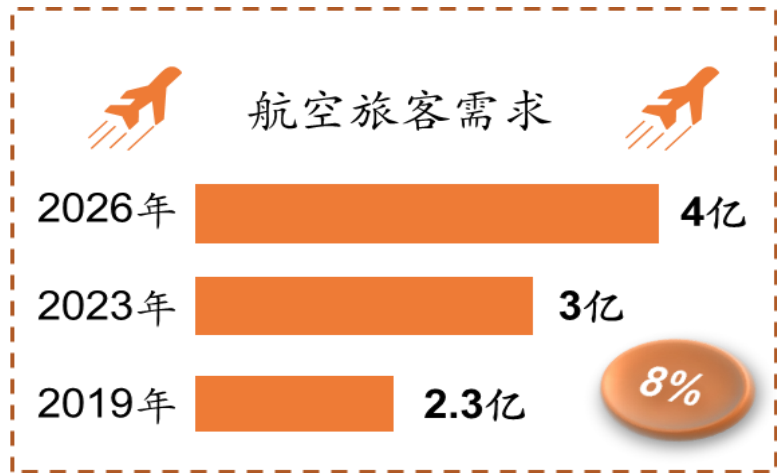
## 机场：核心资产定位，具备长期成长价值

- **在我国机场具备天然垄断性：**1) 机场具有天然的区域垄断性，机场新建有严格的行政审批链条，因此在一定区域内，没有竞争对手；2) 机场规模难复制，机场发展定位取决于国家战略，不同定位机场的适配资源重合性较低，一般机场不具备追赶枢纽机场的可能。
- **机场发展速度与所在区域经济发展密切相关：**枢纽机场容易诞生于两个地方：1发达城市群；2区域核心城市。因此可以判断，机场长期发展的天花板主要取决于所在地区的经济发展情况。
- **持续建设的枢纽机场具备长期价值：**上海机场、白云机场、深圳机场仍然处于持续扩建时期，根据规划：上海机场将启动浦东机场T3航站楼建设并与新建高铁站相连接形成综合交通枢纽；白云机场将启动T3航站楼和第四第五跑道建设；深圳机场将启动三跑道建设和T4航站楼工程。上述项目建成能够进一步提高机场设计吞吐量上限，打开机场长期成长空间。



## 重点推荐：深圳机场

- ▶ **深圳机场：高产能利用率时期，量变到质变的中间阶段**
- **区位优势突出：**深圳机场地处粤港澳大湾区核心位置，能够充分享受大湾区发展红利，我们预测，至2023年大湾区内航空客运的年需求量将超过3亿人次，2026年将超过4亿人次，机场有持续增长的旅客需求。
- **2025年国际旅客占比超过20%：**先试示范区建设《意见》中多次提出要支持深圳本土企业国际化发展、支持外国企业引进和国际人才交流、支持举办国际重大活动等，对深圳机场国际化发展有重大利好，预计深圳机场国际旅客占比同比每年提高至少1.5个百分点，预计2025年国际旅客量占比突破20%。
- **国际流量提高机场流量变现价值：**国际航班和国际旅客在提高航空主业收入方面优于国内航线，因此国际吞吐量占比提高能够显著提高机场流量变现能力。此外，国际航线旅客在机场消费意愿和消费能力也明显高于国内航线旅客，能够有效提高机场非航收入水平。



深圳机场入境免税店预计保底收入

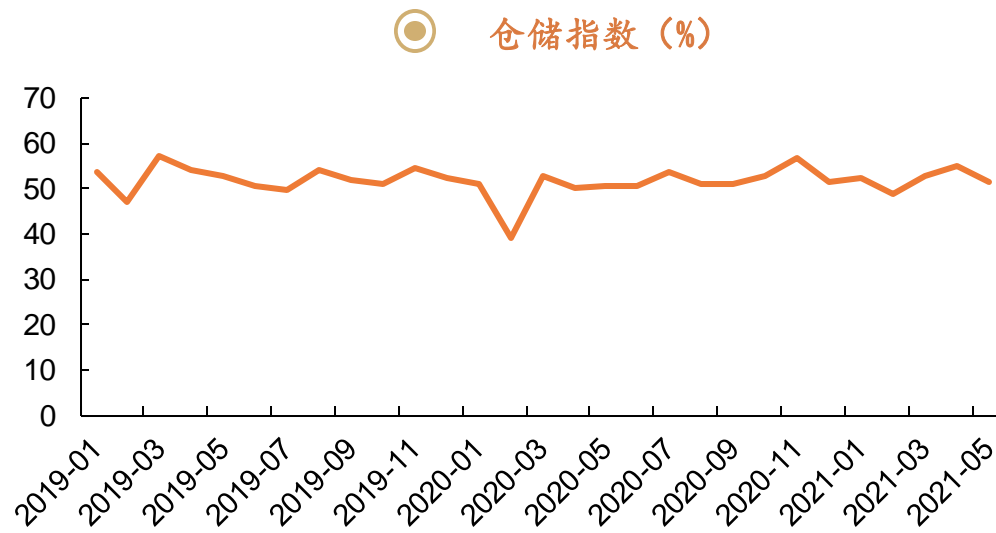
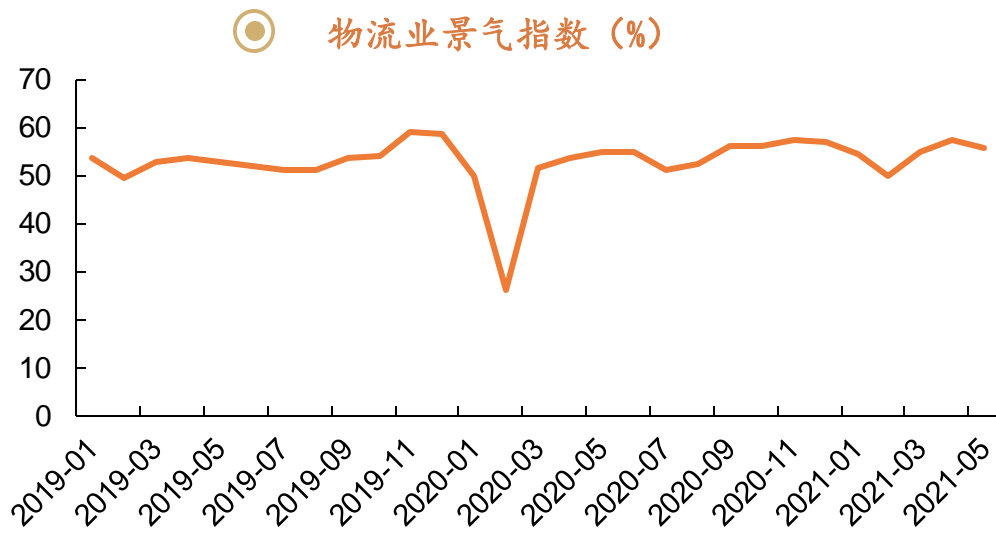
本协议营业收入期间	本协议预计租金收益金额 (万元)
2017.8-2017.12	1902
2018.1-2018.12	5007
2019.1-2019.12	5506
2020.1-2020.12	6053
2021.1-2021.12	6656
2022.1-2022.8	3050
合计	28174

## 目录CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示

## 物流&快递：物流行业整体处于高景气阶段

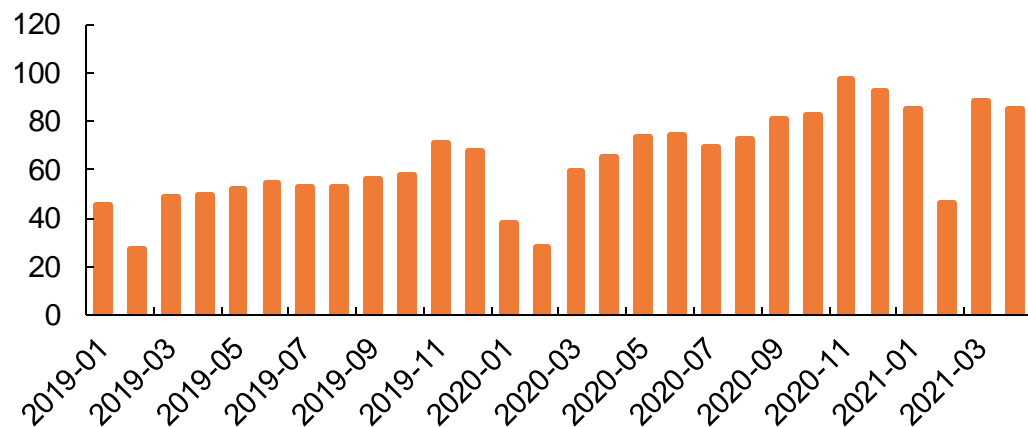
- **物流行业整体走出疫情影响：**1-4月份，全国社会物流总额97.4万亿元，按可比价格计算，同比增长20.0%。受去年同期复工复产加快、基数抬高影响，增速比一季度回落4.2个百分点。综合来看，社会物流总额两年平均增长7.2%，仍保持平稳较快增长。规模、增速均超过2019年同期水平，基本恢复至疫情前正常水平。
- **物流行业仍然维持高景气区间：**2021年5月份中国物流业景气指数为55.8%，较上月回落1.5个百分点，但景气度依然较高，全国物流活动依然活跃。中国仓储指数为51.3%，较上月下降3.7个百分点。



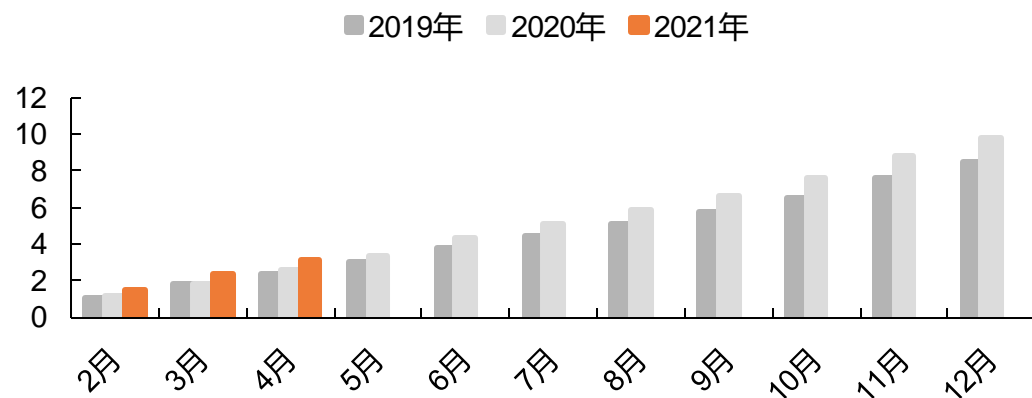
## 物流&快递：全国快递业务量前5月突破400亿件

- 快递业务量突破400亿件：**国家邮政局数据显示，截至6月1日，我国今年快递业务量已突破400亿件，接近2017年全年水平，日均业务量超2.66亿件，日均服务用户超5亿人次。此外，国家邮政局预计，今年全年快递业务量将超过950亿件。
- 网购依然是快递行业重要推手：**1-4月份，单位与居民物品物流总额同比增长22.6%，年内均维持20%以上的高速增长。其中，网络购物依然增势强劲，全国实物商品网上零售额同比增长23.1%。6月份，随着上半年网购季的到来，预计快递行业6月份业务总量将突破90亿件。

快递行业维持高增速（亿件）



实物商品网上零售额累计值（万亿）



## 物流&快递：价格战依旧持续，快递行业下沉加速

- **快递有效用户扩大是业绩高增基础：**在疫情影响下，线下购物人群往线上转移带来快递潜在客户群体比较大幅度的增长，除非快递价格发生较大变化，潜在客户快递使用习惯一旦形成很难发生改变，因此我们认为，2021年快递行业业务量还将保持20%以上的增速。
- **运输效率提升，时效件与经济件边界逐渐模糊：**快递行业在国内一直有比较清晰的品牌边界，即时效件选EMS和顺丰、经济件选通达系，但是随着全国性快递企业在物流网络、智能物流设备等方面的投入，经济件为主的公司运输时效件的能力大幅提高，时效件为主的公司运输开始利用剩余运力扩展经济件领域业务，时效件与经济件的传统品牌边界正在缓慢发生改变。
- **持续投入，但量增价低：**2020年快递企业日均快件处理量超2.3亿件，同比增长35.3%；最高日处理量达6.8亿件，同比增长25.9%。行业增长远超预期。全年快递业务收入完成8795.4亿元，同比增长17.3%。数据表明，全行业的运营能力仍在增长，企业持续增加投入，但行业的竞争也日趋加剧，呈现件量增长、单价走低的运行特点。
- **中部地区崛起，快递下沉加速：**2020年，中部地区业务量同比增长35.2%，比全国增速高4个百分点，在全国业务量中的比重达13.3%，同比提升0.4个百分点。省会城市和一线城市快递业务量外移明显，同比增长19.3%，低于全国增速11.9个百分点，在全国业务量中的比重为36.5%，首次跌破40%。数据表明，随着网购在全国范围内普及以及快递行业末端网络建设逐渐成效，快递行业向三四线城市的下沉速度正在加速。

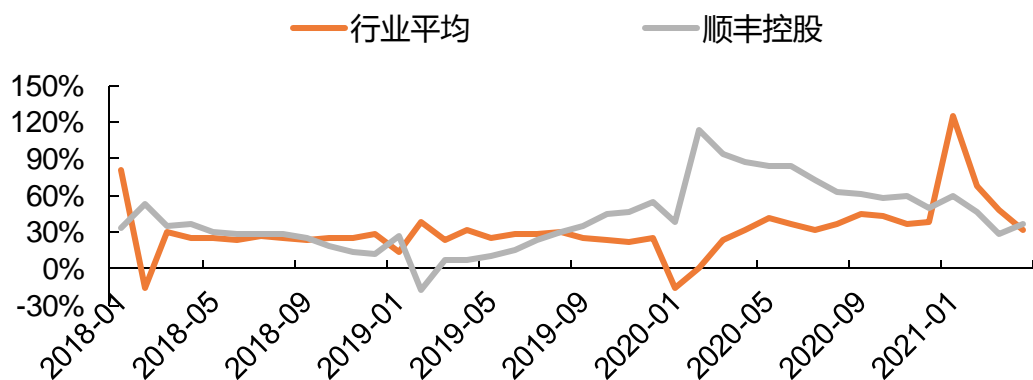
## 重点推荐：顺丰控股

➤ 顺丰控股：时效快递龙头，日渐成型的综合物流服务提供商

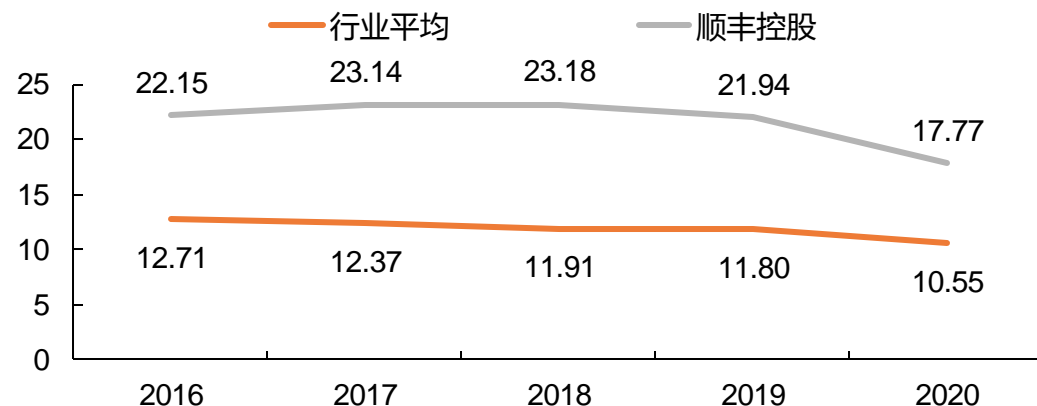
**传统业务持续稳健增长：**公司凭借时效件优势以及多年积攒的品牌美誉，成功完成时效件领域增长动能从商务件向高端电商件的转变。2020年公司完成业务量81.4亿票，同比增长68.5%，远超行业整体增速的31.2%，市占率提升至9.76%，较上年提升2.15个百分点。

**新业务布局超前，发展迅速：**公司提前布局和深耕快运、冷运、国际航空货运、供应链等新业务领域，近两年迎来收获，目前在快运、冷运、国际货运等领域均处于国内企业第一梯队，随着这些领域的发展和整合，公司能够获得超过行业平均的发展速度，为公司业绩长期发展提供保障。

● 快递业务量月度同比情况



● 顺丰快递单票收入高于行业平均（元）





## 目录CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示



# 公路&铁路：货运修复好于客运，铁路恢复好于公路

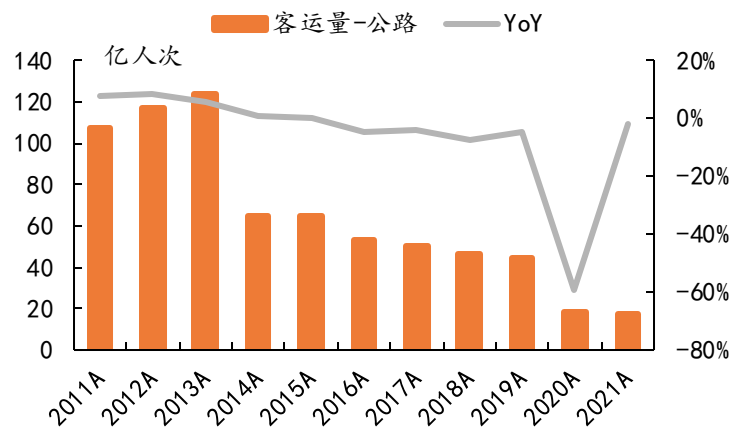
## ■ 公路：

- 1-4月完成客运量17.66亿人次，同比下降2.0%，比2019年同期下降60.1%；完成客运周转量1238.50亿人公里，同比增长0.3%，比2019年同期下降58.8%。
- 1-4月完成货运量115.24亿吨，同比增长40.6%，比2019年同期下降2.0%；完成货运周转量20454.30亿吨公里，同比增长42.2%，比2019年同期下降3.7%。

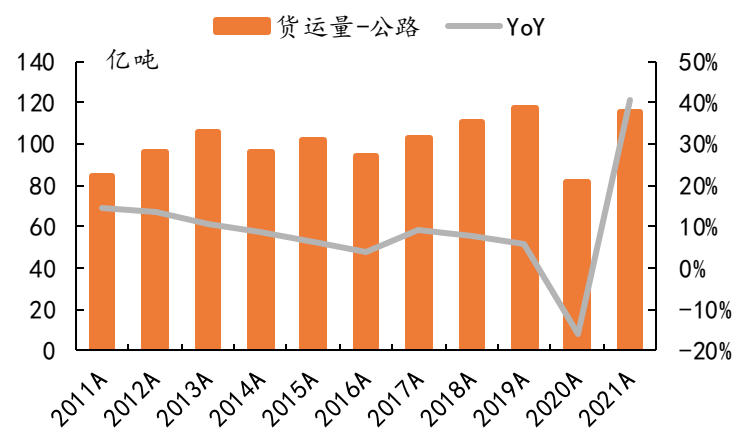
## ■ 铁路：

- 1-4月完成客运量8.25亿人次，同比增长66.7%，比2019年同期下降28.8%；完成客运周转量3037.34亿人公里，同比增长40.7%，比2019年同期下降37.4%。
- 1-4月完成货运量15.55亿吨，同比增长14.5%，比2019年同期增长15.3%，两年CAGR为7.4%；完成货运周转量10878.02亿吨公里，同比增长20.3%，比2019年同期增长15.4%，两年CAGR为7.4%。

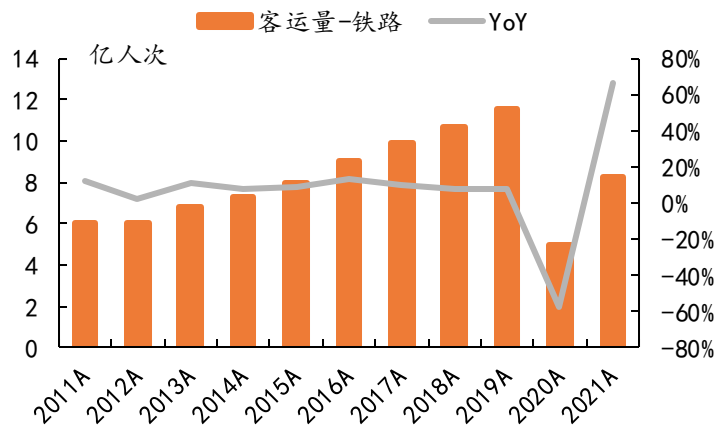
2021年1-4月公路客运量同比下降2.0%



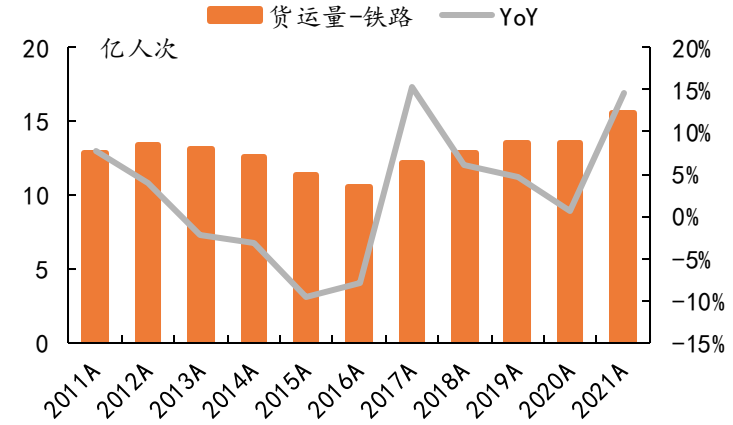
2021年1-4月公路货运量同比增长40.6%



2021年1-4月铁路客运量同比增长66.7%



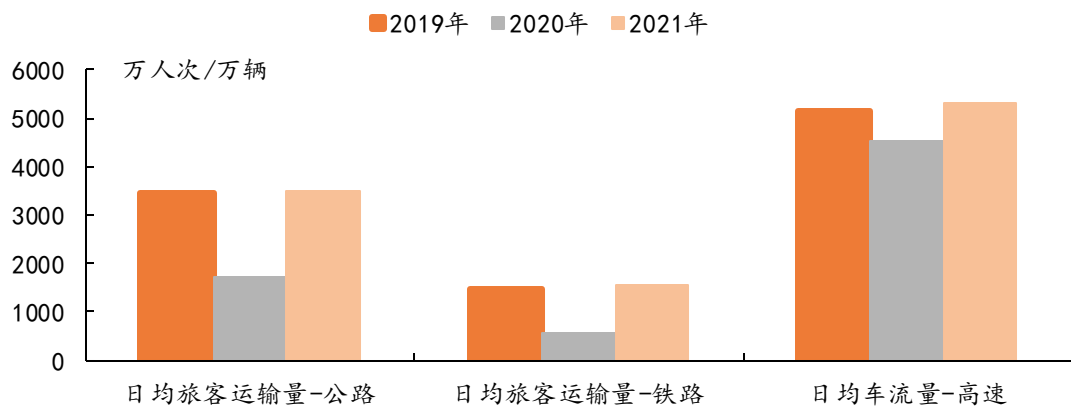
2021年1-4月铁路货运量同比增长14.5%



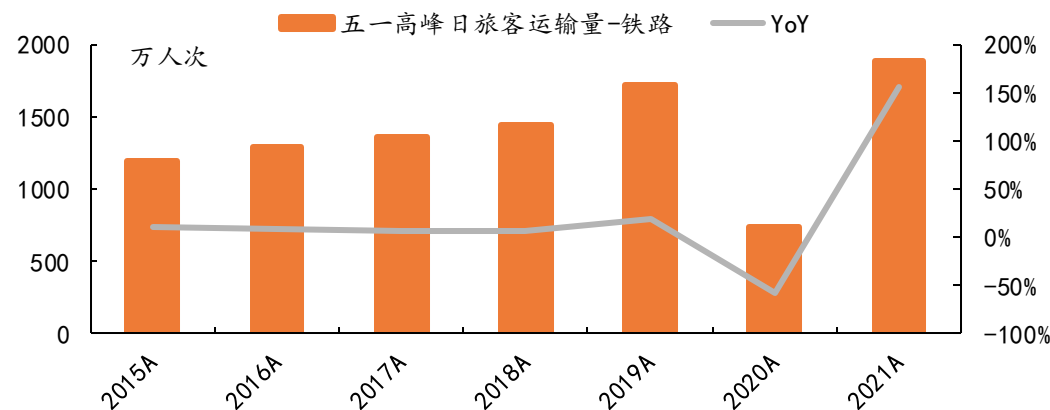
# 公路&铁路：五一完全恢复元气

- 假期公、铁日均客运量比2019同期增长1.5%、5.5%：根据交通运输部统计数据，今年五一的5天假期中，全国公路、铁路共发送旅客1.75亿、7850万人次，日均旅客运输量3492、1570万人次，同比增长102.7%、177.4%；比2019年五一的3天假期日均客运量增长1.5%、5.5%。
- 假期高速日均车流量比2019同期增长2.8%：五一期间全国高速公路总流量大2.65亿辆，日均车流量5292万辆，同比增长16.9%，比2019年同期增长2.8%。
- 返程日铁路运量增速达30%：值得关注的是，5月1日全国铁路发送旅客1882.6万人次，较2019年同期增长9.2%，创下单日旅客发送量新高；5月5日发送旅客1720万人次，较2019年同期增长30%。

五一期间公路、铁路、高速运量对比



五一铁路高峰日运量对比



# 公路&铁路：首批REITs完成募集

## ■ 首批高速REITs询价结果出炉：

- 沪杭甬杭徽REITs询价区间为8.27-9.51元/份，询价结果为8.72元/份；
- 广州广河询价区间为12.47-13.26元/份，询价结果为13.02元/份。认购倍数分别为5.19、4.56倍。

## ■ 高速公路行业前景展望：

- 在2035国家综合立体交通网的70万公里实体线网包括16万公里国家高速，与2019年底通车里程相比，16年间将增长47%，CAGR约2.5%。
- 未来结合V2X等相关新型交通基础设施建设，有望大幅提高道路通行效率、提高车流量水平；路桥运营企业也可通过提供设备使用、差异化增值服务等方式增加单车收费水平。
- 通过成熟项目的资产证券化，一方面可以提前回收现金流，加快新项目的开发；另一方面可以降低资产和负债，打造轻资产、重品牌的新型商业模式。

## ◎ 高速公路REITs重点关注指标

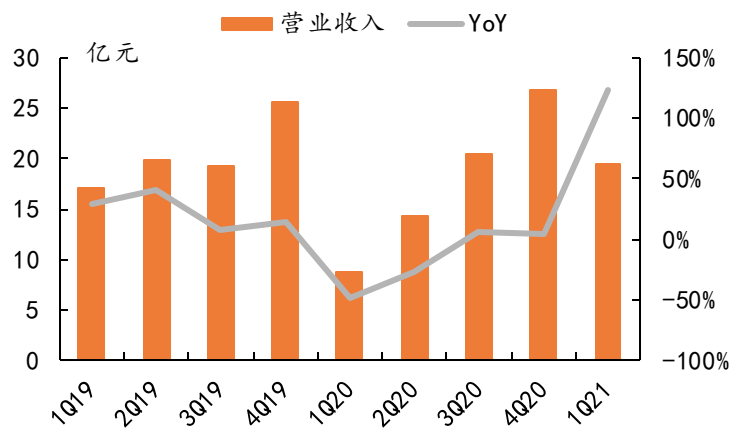
项目名称	杭徽高速（浙江段）	广河高速（广州段）
起止点	杭州市留下镇杭州绕城高速-浙皖省界昱岭关	春岗立交-九龙江大桥
所属路段	G56	S2
车道数	双向四车道	双向六车道
收费里程（km）	留汪段：18.298，汪昌段：67.41，昌昱段：36.537，合计：122.245	70.754
特许经营权期限	留汪段：2006/12/26-2031/12/25 汪昌段：2006/12/26-2031/12/25 昌昱段：2004/12/26-2029/12/25	2011/12/17-2036/12/16
日均车流量-2019（pcu/d）	21468	48386
通行费收入-2019（万元）	66015	70039
车流量复合增长率（预测）	中性7年6.09%，11年5.11%	16年复合增长6.05%
现金分派率（预测）	2021-2022年分别为12%和10.5%	2021-2022年分别为6.19%和7.2%

# 重点推荐：招商公路

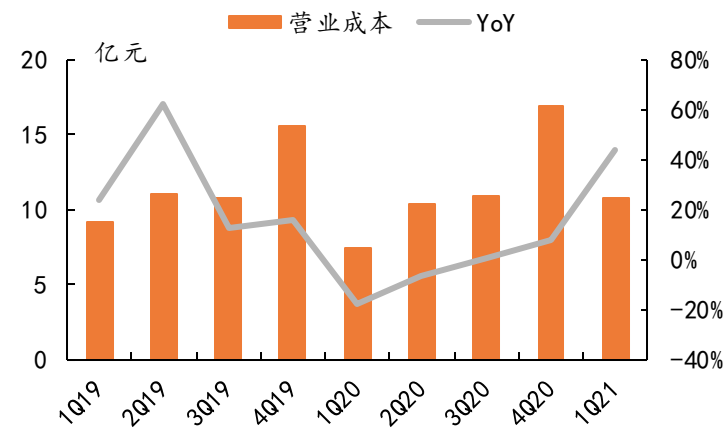
## 招商公路：看好主动管理转型

- REITs发行启动：公司计划以安徽亳阜高速的特许经营权开展基础设施公募REITs的申报发行工作。通过发挥自身行业龙头优势和投资判断能力，以产业基金模式引入长线资金开展路产投资、以联合舰队模式整合同业资源出海、以REITs等融资模式盘活存量资产，凸显主动管理能力。
- 投资建议：公司作为全国性路产龙头，2020年受到冲击在所难免，业绩下滑程度符合预期。但公司正处于从中国公路ETF向全球基建PE转型的过程中，未来还将受益于REITs试点推进和智慧公路建设。

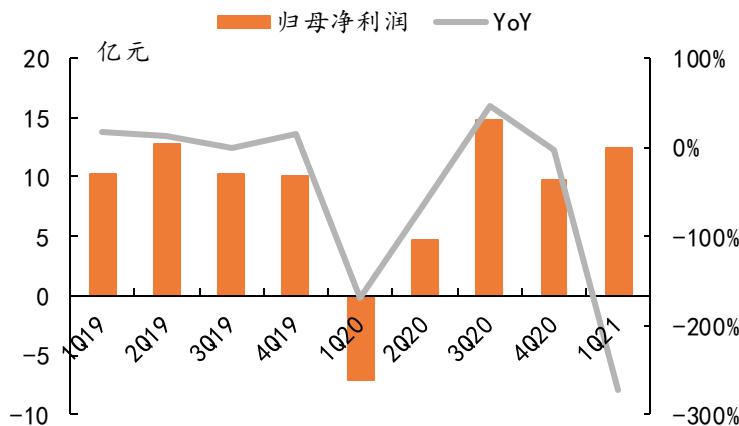
1Q21招商公路营业收入同比增长120.6%



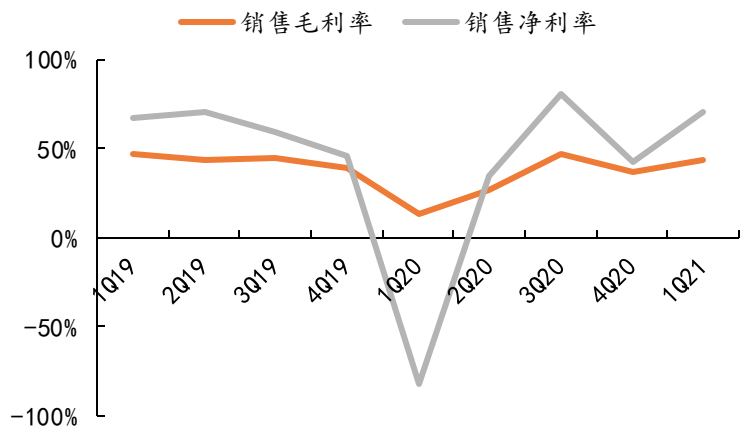
1Q21招商公路营业成本同比增长44.3%



1Q21招商公路归母净利润同比扭亏为盈



1Q21招商公路毛利率、净利率同比提高



## 目录CONTENTS

- 行情回顾：国内“疫情”形势趋稳，交运板块触底回升
- 航空：需求回暖抵消疫情影响，修复行情已经启动
- 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧
- 物流&快递：景气度持续处于高位，龙头企业优势显现
- 公路&铁路：货运修复好于客运，首批REITs完成募集
- 投资建议和风险提示

# 投资建议

- **行业评级：**进入疫情常态化防控时期，国内需求逐步回暖，长期来看交运行业运输总量保持增长的基础仍然存在，因此我们维持行业“强于大市”评级。
- **航空板块：**首推估值反弹空间较大的南方航空和中国东航，其次推荐成本控制比较出色，长期成长价值明显的春秋航空。
- **机场板块：**推荐处于高产能利用时期，预计年内迎来扩容机遇的深圳机场。
- **物流&快递板块：**推荐时效件领域优势明显，业务量增速领跑行业，多业务条线同步成长，长期发展潜力大的顺丰控股。
- **公路板块：**首批REITs募集结束，后续项目有望持续推进，有利于高速运营企业盘活存量资产、提高投资效率，推荐转型主动管理的招商公路和坐拥长三角黄金通道的宁沪高速。

# 投资建议

股票简称	股票代码	6月11日	EPS				PE				评级
		收盘价	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
东方航空	600115.SH	5.24	-0.72	0.11	0.20	0.34	-7.3	47.4	26.4	15.5	推荐
南方航空	600029.SH	6.27	-0.71	0.26	0.29	0.40	-8.9	24.2	21.4	15.7	推荐
春秋航空	601021.SH	61.06	-0.64	0.80	2.02	2.45	-95.1	76.5	30.3	24.9	推荐
深圳机场	000089.SZ	7.91	0.01	0.28	0.35	0.51	577.8	28.4	22.8	15.4	推荐
顺丰控股	002352.SZ	71.03	1.61	1.18	1.99	2.91	44.2	60.1	35.6	24.4	推荐
招商公路	001965.SZ	7.89	0.36	0.73	0.76	0.80	21.9	10.8	10.4	9.9	推荐
宁沪高速	600377.SH	10.23	0.49	0.86	0.88	0.95	20.9	11.9	11.6	10.8	推荐

# 风险提示

- **政策风险。**行业主管部门通过发布政策控制交运各个子行业发展规模和发展方向的目的。因此政策调整的不确定性将带来政策风险。
- **宏观经济风险。**交运行业主要是依托整体经济环境，因此当前宏观经济环境可能导致市场需求出现变化，影响公司盈利水平。
- **油价、汇率等风险。**航空公司营业成本中燃油成本占比最高，此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价，因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。
- **安全风险。**安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。
- **疫情影响超出预期。**未来如果疫情蔓延超出预期，运输需求持续低迷，政府管控措施长期持续，将对行业产生较大影响。



## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。