

行业研究

钢筋铁骨，依然如故

——交通运输行业 2021 年中期投资策略

要点

◆**海外需求旺盛，货运需求仍能保持较高增速。**截至 2021 年 6 月 30 日，（中信）交通运输行业指数 2021 年以来涨幅约为 1.41%，略微领先于沪深 300 指数涨幅（0.24%），排名位于所有中信一级行业中位数以下。整体来看，疫情的边际变化仍然是影响交运各子行业股价变动的核心因素，其中“疫情受益股”依然持续良好表现；而“疫情受害股”有所修复。展望下半年，新冠疫情的边际变化仍然会是大部分交运公司股价变化的主要矛盾。

◆**疫情对交运核心资产估值带来负面影响。**主要原因如下：1、流量受到直接冲击，公司短期业绩承压；2、行业格局发生变化，长期逻辑或遭破坏；3、疫情演变存在不确定性，需求复苏难以形成一致预期。

◆**交运核心资产价值重估具备必然性。**主要体现在以下三个方面：1、长期逻辑并不因疫情发生本质变化，我们分析认为居民远程出行习惯不会改变，同时机场免税渠道的竞争优势仍能保持；2、区位优势并未发生本质变化，我们认为在国内经济快速恢复和交运基础设施新增产能并未出现边际增长的背景下，主要业务在东部区域的交运公司区位优势并未改变；3、部分核心资产价值被相对低估，我们通过公司/行业历史 PB 估值分位数比较以及公司与茅概念指数涨幅的对比，发现部分交运核心资产估值存在相对低估，未来公司价值存在重估的基础。

◆**航空核心资产价值重估：三大航竞争格局稳定，盈利需求弹性较大。**考虑到居民远程出行需求存在刚性，一旦疫情完全解除，航空需求会快速恢复。如果海外需求恢复到疫情前水平，三大航整体供需处于平衡状态，疫情期间被压制的票价也将回归至正常水平，量价同时上涨将给三大航带来巨大的盈利弹性。

◆**机场核心资产价值重估：免税渠道优势仍在，静待海外需求恢复。**虽然上海机场认为“免税红利难以为继”，但目前离岛免税店、市内免税店的强势更多是因为疫情期间出入境被严格管制的客观结果。考虑到居民远程出行习惯不会改变、机场免税渠道的竞争优势仍能保持；浦东机场周边暂未规划新的国际航空枢纽，而浦东机场自身也有明确的产能扩张计划，我们认为在后疫情时代，随着海外航空需求的恢复，浦东机场的免税业务也将重回增长轨道。

◆**快递核心资产价值重估：正确看待价格战，顺丰竞争优势难以撼动。**虽然顺丰控股第一季度出现较大亏损，但主要原因是公司加大资本性开支投入。公司短期投入成效将在未来显现：公司中转场自动化产能升级预计在今年下半年开始释放规模效益；四网融合预计在今年第三季度初见成效。整体来看，公司目前仍处产能扩张期，全物流产业链布局是公司核心竞争优势（公司多个新业务板块已位列细分领域第一梯队），内部网络资源的有效整合将促进公司未来业绩释放。

◆**投资建议：**虽然疫情对部分交运公司短期业务带来负面冲击，但长远来看部分核心资产创造盈利的潜力没有发生根本性变化，在新冠疫情的冲击下，部分交运核心资产价值被低估。我们维持行业“增持”评级，推荐具备区位优势但价值被相对低估的上海机场、顺丰控股和中国国航，建议关注中国东航、南方航空。

◆**风险分析：**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。

重点公司盈利预测与估值表

| 证券代码 | 公司名称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (X) | | | 投资评级 |
|-----------|------|--------|---------|-------|------|--------|-----|-----|------|
| | | | 20A | 21E | 22E | 20A | 21E | 22E | |
| 601111.SH | 中国国航 | 7.47 | -0.99 | -0.15 | 0.34 | - | - | 22 | 增持 |
| 600009.SH | 上海机场 | 46.35 | -0.66 | -0.03 | 1.51 | - | - | 31 | 增持 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 64.65 | 1.61 | 0.98 | 1.35 | 40 | 66 | 48 | 增持 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-13

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

前置资源投入初见收获，四网融合成效逐渐显现——顺丰控股（002352.SZ）2021 年半年度业绩预告点评（2021-07-13）

完成股改承诺，增厚公司业绩——上海机场（600009.SH）重大资产重组点评（2021-06-10）

国内局部疫情反复，延缓航空需求复苏——航空运输业 2021 年 5 月经营数据点评（2021-06-16）

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业 2020 年报及 2021 年一季报业绩综述（2021-05-05）

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势——顺丰控股（002352.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-23）

国泰航空亏损拖累投资收益，国内需求释放助推业绩修复——中国国航（601111.SH）2020 年报点评（2021-03-31）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业 2021 年春季策略报告（2021-03-04）

东海扬尘，春回大地——交通运输行业 2021 年投资策略（2021-01-14）

把握区位优势，布局核心资产——交通运输行业 2020 年投资策略报告（2019-11-30）

投资聚焦

由于新冠疫情较 03 年非典的波及范围更广、延续时间更长、防控措施更严。在此背景下，市场担心居民出行习惯的改变带来的短期行业格局变化，同时担心短期变化演变为相关公司长期成长逻辑的变化。其中，居民出行习惯是否改变、机场免税渠道是否还具备竞争优势是市场最关注的两大问题。

我们的创新之处

1、我们通过观察美国疫情期间出行数据的变化，来分析疫情是否会彻底改变居民出行习惯。

从美国出行人数和居家人数看，2020 年 3 月美国疫情扩散后，出行人数迅速下降，虽然 2020 年 5 月后出行人数有所反弹，仍然延续下降趋势。进入 2021 年，随着疫苗接种的不断推进，出行人数快速回升，在 2021 年 4 月期间恢复到 19 年同期水平。

分结构看，出行距离小于 1 英里人数在 2020 年疫情期间保持下降趋势，直到 2021 年才开始恢复，并从 2021 年 2 月开始超过 19 年同期水平；但出行距离大于 100 英里人数在 2020 年下半年大部分时间都超过了 19 年同期水平，这说明居民远距离出行需求存在刚性，需求的暂时压抑会在条件成熟后重新释放。

另外，美国机场安检人数自 2020 年疫情发生后一直处于低位，直到 2021 年后才开始快速恢复。我们用美国机场安检人数占美国出行人数（大于 100 英里）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，该占比一直处于低位，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影响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。

2、口岸免税店的“消费者”主要是国内（出入境）居民和海外旅客；离岛免税店的“消费者”主要是国内（非出入境）居民；市内免税店的“消费者”主要是海外旅客，口岸免税店、离岛免税店、市内免税店所面对的“消费者”的重合度并不高。因此在新冠疫情影响逐渐减弱后，离岛免税店、市内免税店对口岸免税店的分流有限。

根据弗若斯特沙利文对中国免税市场的预测，2022 年-2025 年口岸免税店市场规模的复合增速为 27.80%，高于同期离岛免税店的复合增速；虽然 2022 年-2025 年内免税店市场规模复合增速高于口岸免税店复合增速，但市内免税店市场规模远小于口岸免税店，这也从侧面说明口岸免税店的竞争优势仍能保持。

投资建议

虽然疫情对部分交运公司短期业务带来负面冲击，但长远来看部分核心资产创造盈利的潜力没有发生根本性变化，在新冠疫情的冲击下，部分交运核心资产价值被低估。我们维持行业“增持”评级，推荐具备区位优势但价值被相对低估的上海机场、顺丰控股和中国国航，建议关注中国东航、南方航空。

目 录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1、国内外疫情反复，交运各板块分化持续 | 6 |
| 1.1、行情回顾：交运各板块表现分化持续..... | 6 |
| 1.2、驱动因素分析：新冠疫情边际变化仍是主旋律..... | 7 |
| 1.3、下半年展望：疫苗接种持续推进，新冠疫情负面影响将边际减弱..... | 8 |
| 2、疫情对交运核心资产估值带来负面影响 | 10 |
| 2.1、流量受到直接冲击，公司短期业绩承压..... | 10 |
| 2.2、短期行业格局发生变化，市场过度担心长期逻辑遭破坏..... | 11 |
| 2.3、疫情演变存在不确定性，需求复苏难以形成一致预期..... | 12 |
| 3、交运核心资产价值重估具备必然性 | 13 |
| 3.1、天时-长期逻辑并不因疫情发生本质变化..... | 13 |
| 3.2、地利-区位优势并未发生本质变化..... | 15 |
| 3.3、人和-部分核心资产价值被相对低估..... | 16 |
| 4、如何重估交运核心资产 | 17 |
| 4.1、航空：三大航竞争格局稳定，盈利需求弹性较大..... | 17 |
| 4.2、机场：免税渠道优势仍在，静待海外需求恢复..... | 20 |
| 4.3、快递：正确看待价格战，顺丰竞争优势难以撼动..... | 22 |
| 5、投资建议 | 24 |
| 6、重点公司介绍 | 25 |
| 6.1、顺丰控股（002352.SZ）-长期竞争优势无忧..... | 25 |
| 6.2、上海机场（600009.SH）-资产注入将增厚公司业绩..... | 26 |
| 6.3、中国国航（601111.SH）-静待国际航线需求复苏..... | 27 |
| 7、风险分析 | 28 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2021 年上半年交运板块涨幅位于中位数以下..... | 6 |
| 图 2: 2021 年上半年交运各子行业分化明显 | 6 |
| 图 3: 交运上市公司第一季度合计营业收入比较 | 6 |
| 图 4: 交运上市公司第一季度合计归母净利润比较 | 7 |
| 图 5: 交运各子行业第一季度合计归母净利润比较 (单位: 亿元) | 7 |
| 图 6: 海外新冠新增确诊人数仍处于高位 (单位: 例) | 7 |
| 图 7: 国内新冠新增确诊人数出现反复 (单位: 例) | 7 |
| 图 8: 全国客运需求在 2021 年 2 月出现二次探底 | 8 |
| 图 9: 全国货运需求增长放缓 | 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维持高位 (单位: 万标准箱) | 8 |
| 图 12: 主要国家新冠疫苗接种剂次快速提高 (单位: 剂次/百人) | 9 |
| 图 13: 全球新冠疫苗接种剂次国家/地区排名 (单位: 剂次/百人) | 9 |
| 图 14: 主要上市航司合计净利润出现巨额亏损 (单位: 亿元) | 10 |
| 图 15: 主要上市机场公司合计净利润出现大幅亏损 (单位: 亿元) | 10 |
| 图 16: 海南离岛免税销售额快速增长..... | 11 |
| 图 17: 浦东机场海外客流量持续处于低位 | 11 |
| 图 18: IATA 对部分国家国内航线、双边航线需求恢复节奏的预测不尽相同..... | 12 |
| 图 19: 上海机场盈利预测偏差巨大 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 20: 美国日均出行人数 2021 年以来快速恢复 (单位: 亿人次) | 13 |
| 图 21: 美国日均居家人数 2020 年下半年逐渐增加 (单位: 亿人次) | 13 |
| 图 22: 美国 (小于 1 英里) 出行人数大幅减少 (单位: 亿人次) | 13 |
| 图 23: 美国 (大于 100 英里) 出行人数快速恢复 (单位: 亿人次) | 13 |
| 图 24: 美国机场安检人数 2021 年快速回升 (单位: 亿人次) | 14 |
| 图 25: 美国安检人数占比 2021 年稳步回升 | 14 |
| 图 26: 部分省市季度累计 GDP 增速在 2020 年第三季度转正 | 15 |
| 图 27: 中国制造业 PMI 快速恢复 (单位: %) | 15 |
| 图 28: 西部地区公路建设固定资产投资逐渐超过东部地区 (单位: 亿元) | 15 |
| 图 29: 东部地区颁证运输机场数量增长缓慢 (单位: 个) | 15 |
| 图 30: 机场、公路、铁路 PB 估值中位数位于沪深 300 指数 PB 估值中位数以下 | 16 |
| 图 31: 顺丰控股、上海机场年初至今涨幅落后于茅概念指数涨幅..... | 16 |
| 图 32: 三大航客运量受疫情负面冲击严重 (单位: 千人次) | 18 |
| 图 33: 三大航 ASK 投放仍未回到疫情前 (单位: 百万座公里) | 18 |
| 图 34: 春秋航空国内航线 ASK 投放大幅增长 (单位: 万座公里) | 19 |
| 图 35: 吉祥航空国内航线 ASK 投放大幅增长 (单位: 万座公里) | 19 |
| 图 36: 中国国航营业利润很大程度取决于 RPK 完成量 | 19 |
| 图 37: 航空票价恢复受整体客座率影响..... | 19 |
| 图 38: 上市机场公司合计收入占比较高..... | 20 |
| 图 39: 上市机场公司合计利润总额占比较高..... | 20 |

| | |
|---|----|
| 图 40: IATA 预计全球航空旅客量在 2023 年恢复到疫情前水平..... | 21 |
| 图 41: 新冠疫情对航空需求的负面冲击力度更大、周期更久..... | 21 |
| 图 42: 上海机场历史 PE 估值中枢约在 22X..... | 21 |
| 图 43: 实物商品网上零售额增速高于社零增速..... | 22 |
| 图 44: 快递业务量保持快速增长..... | 22 |
| 图 45: 电商渗透率保持上涨趋势..... | 22 |
| 图 46: 全行业快递单票收入保持下降趋势..... | 22 |
| 图 47: 2020 年顺丰控股在国内时效件市场占比遥遥领先..... | 23 |
| 图 48: 顺丰控股时效件收入保持增长..... | 23 |
| 图 49: 顺丰控股其他业务收入保持快速增长 (单位: 百万元)..... | 23 |
| 图 50: 花湖机场辐射全国重点城市群..... | 23 |

表目录

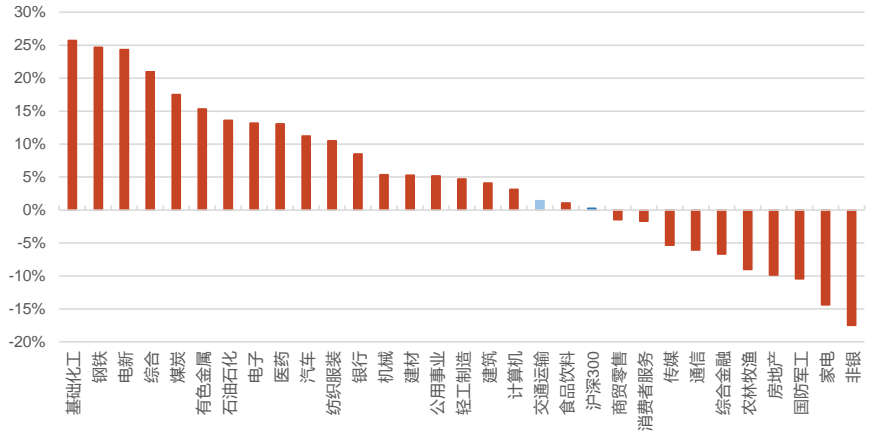
| | |
|--|----|
| 表 1: 多国提出“群体免疫”计划时间表..... | 9 |
| 表 2: 中国免税品运营市场规模 (按渠道划分, 单位: 十亿元)..... | 14 |
| 表 3: 三大航控股、参股地方航司汇总..... | 17 |
| 表 4: 其他国资控股、参股地方航司汇总..... | 18 |
| 表 5: 三大航估值修复潜在空间估算..... | 19 |
| 表 6: 一线机场产能继续扩张..... | 20 |
| 表 7: 顺丰控股分部估值估算..... | 24 |
| 表 8: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级..... | 24 |
| 表 9: 顺丰控股盈利预测与估值简表..... | 25 |
| 表 10: 上海机场盈利预测与估值简表..... | 26 |
| 表 11: 中国国航盈利预测与估值简表..... | 27 |

1、国内外疫情反复，交运各板块分化持续

1.1、行情回顾：交运各板块表现分化持续

2021年上半年交通运输板块行情回顾：截至2021年6月30日，（中信）交通运输行业指数涨2021年以来幅约为1.41%，略微领先于沪深300指数涨幅（0.24%），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业绩的负面冲击仍在延续。

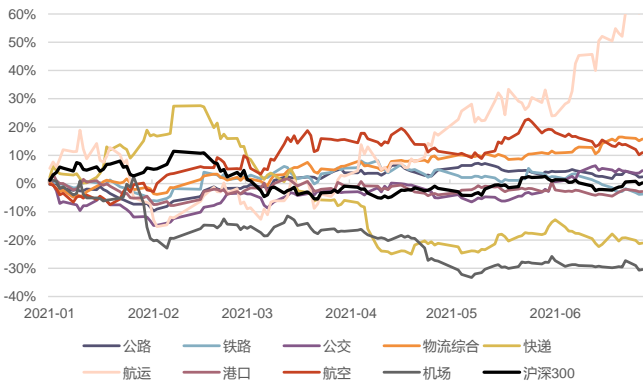
图1：2021年上半年交运板块涨幅位于中位数以下



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2021年6月30日

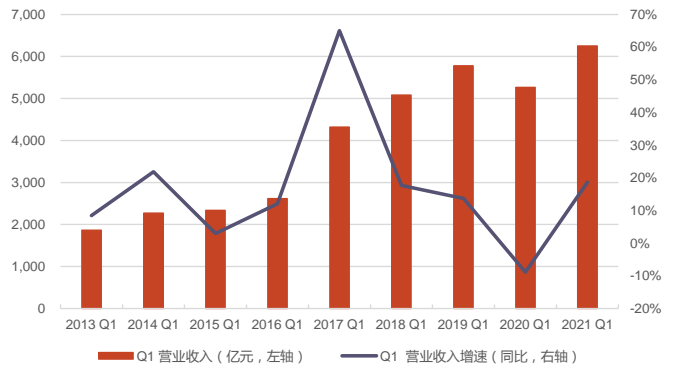
从交运子各行业股价表现看，不同子行业分化明显。截至2021年6月30日，航运、物流综合、航空子行业涨幅最大，中信三级行业指数分别上涨66.43%、15.79%、10.98%；机场、快递子行业跌幅最大，中信三级行业指数分别下跌30.45%、21.07%。

图2：2021年上半年交运各子行业分化明显



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2021年6月30日

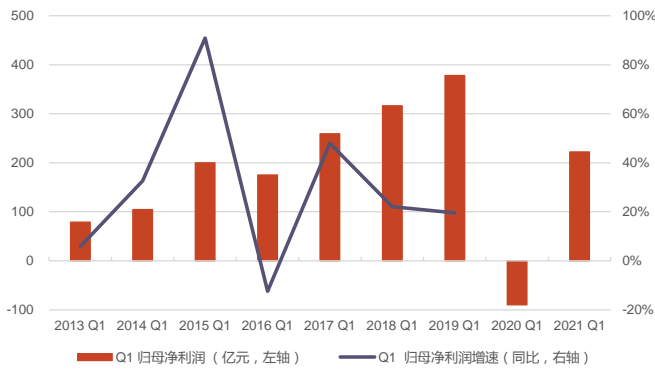
图3：交运上市公司第一季度合计营业收入比较



资料来源：wind，光大证券研究所

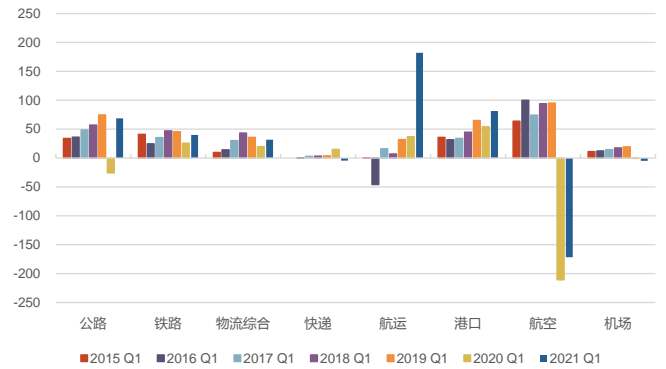
交运各子行业股价表现与其盈利增速变化高度相关。2021年第一季度，A股交运上市公司合计实现营业收入约6,249亿元，同比增长18.7%，合计实现归母净利润约222亿元，较上年同期扭亏为盈。分子行业看，航空、机场、快递分别亏损172亿元、4.94亿元、4.69亿元；其他子行业均实现盈利，其中航运子行业实现归母净利润约182亿元，较上年同期增长约396%。

图 4：交运上市公司第一季度合计归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：交运各子行业第一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

1.2、 驱动因素分析：新冠疫情边际变化仍是主旋律

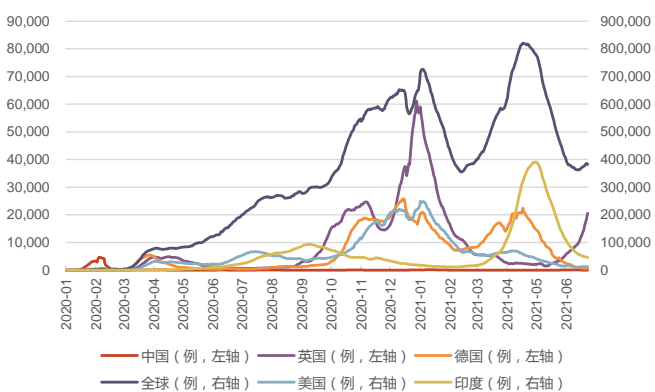
我们在 2021 年策略报告《东海扬尘，春回大地》提到，中外疫情分化对交运各子行业的短期格局带来如下影响：

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。

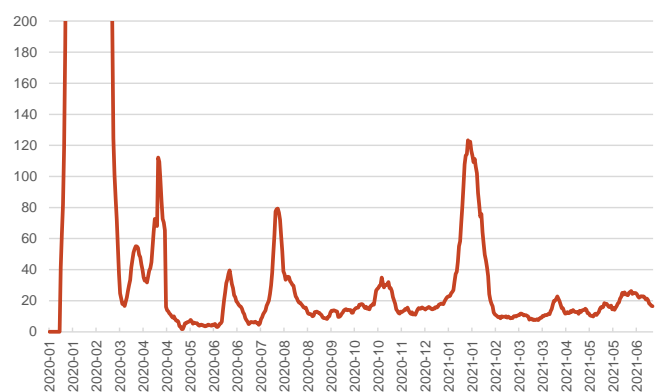
受此影响，涉及海外客运业务的交运公司仍有一定经营压力，特别是航空、机场公司等重资产公司，国内需求的恢复无法完全消化大量的固定成本开支，盈利能力难以恢复；而货运类公司，尤其是经营海外货运业务的集运、供应链、货代等公司，整体保持较高景气度。

图 6：海外新冠新增确诊人数仍处于高位（单位：例）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月 2 日，数据采用前 7 日移动平均值

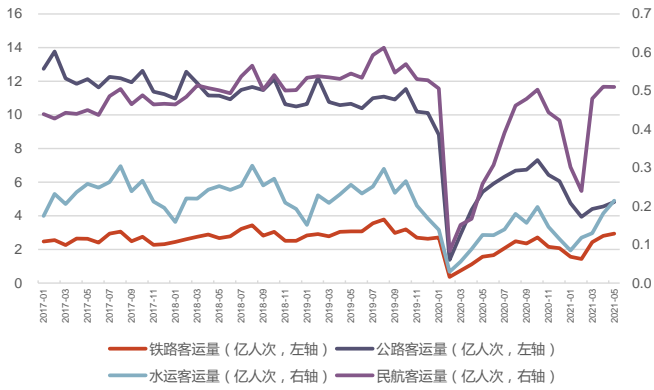
图 7：国内新冠新增确诊人数出现反复（单位：例）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月 2 日，数据采用前 7 日移动平均值

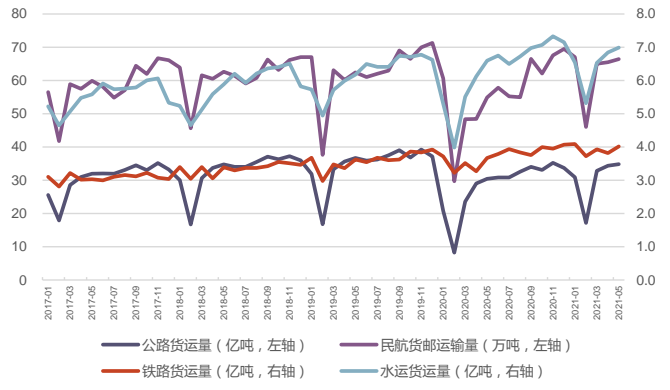
2021 年上半年，中外疫情都出现了不同程度的反复。海外以印度为代表的国家在 3 月后新冠确诊人数大幅增加；国内在 1 月也出现了新冠确诊人数大幅增加的情况，另外 5 月广深地区也出现了本土病例。受此影响，整体客运需求在 2021 年 2 月出现二次探底，随后又快速恢复，但 5 月需求恢复速度开始放缓；整体货运需求虽由于去年基数原因出现增速回落，但仍保持增长趋势。

图 8：全国客运需求在 2021 年 2 月出现二次探底



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

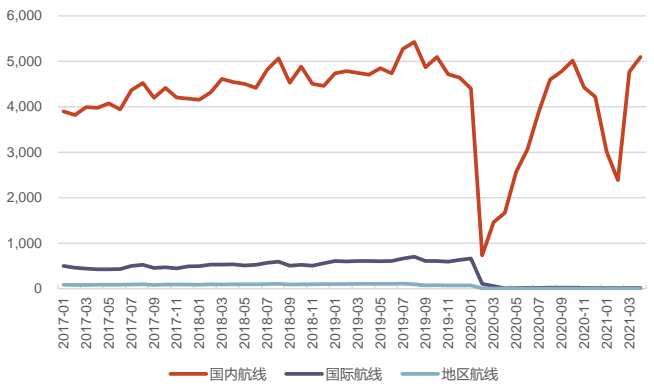
图 9：全国货运需求增长放缓



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

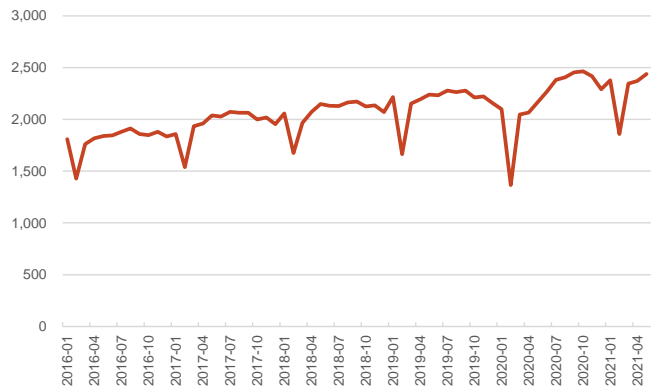
虽然全球新冠疫苗接种稳步推进，但仍未达到“群体免疫”的水平，全球主要国家/地区疫情防控措施仍然存在。受此影响，我国国际航线“五个一”政策未有松动，海外航线客运量仍处于低位；全国港口集装箱吞吐量维持高位，集运仍保持较高景气度。

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 2021 年 4 月

图 11：全国港口集装箱吞吐量维持高位（单位：万标准箱）



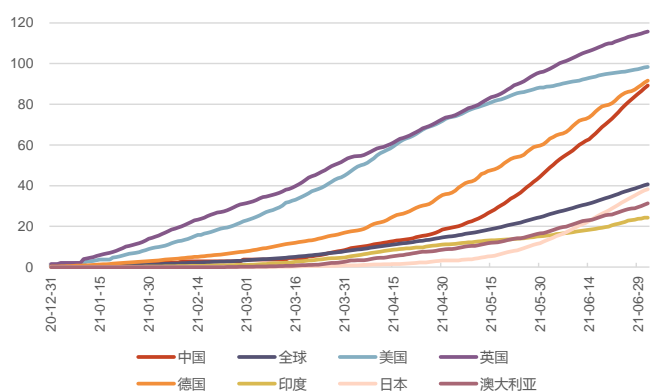
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

整体来看，疫情的边际变化仍然是影响交运各子行业股价变动的核心因素。其中，“疫情受益股”依然持续良好表现；而“疫情受害股”有所修复，部分个股跑赢沪深 300 涨幅。展望下半年，新冠疫情的边际变化仍然会是大部分交运公司股价变化的主要矛盾。

1.3、 下半年展望：疫苗接种持续推进，新冠疫情负面影响将边际减弱

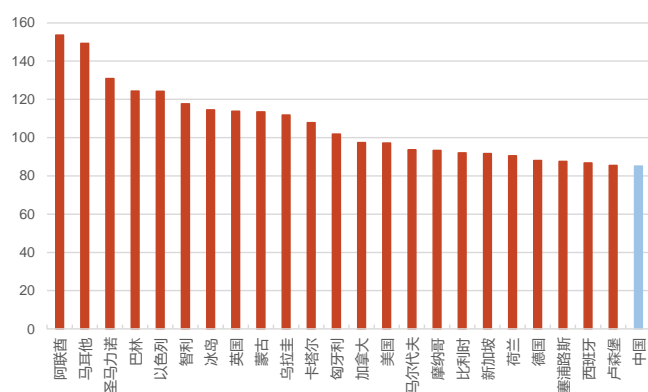
随着新冠疫苗生产制造的加快，全球疫苗接种加快推进。截至 2021 年 6 月 30 日，阿联酋每百人接种达到 150 剂以上，领跑全球；英国每百人接种达到 110 剂以上；美国每百人接种接近 100 剂；德国每百人接种接近 90 剂；中国每百人接种达到 80 剂以上。假设达到群体免疫的接种率是 70%、每人接种需要两剂，理论上一个国家每百人接种达到 140 剂以上即可实现“群体免疫”。

图 12: 主要国家新冠疫苗接种剂次快速提高 (单位: 剂次/百人)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 7 月 2 日

图 13: 全球新冠疫苗接种剂次国家/地区排名 (单位: 剂次/百人)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 6 月 30 日, 仅列举接种率高于中国的国家/地区

参考各国提出的“群体免疫”计划时间表,按当前接种速度,主要发达国家有望在今年三季度实现“群体免疫”,我国有望在 2021 年底实现“群体免疫”。一旦主要国家实现“群体免疫”,当地疫情防控措施将逐步放开,跨国旅行限制也将逐步解除,海外客运需求将逐渐恢复。

表 1: 多国提出“群体免疫”计划时间表

| 国家 | 计划时间 | 接种目标 |
|-----|----------|---|
| 美国 | 7 月 4 日 | 为 70% 的美国成年人接种至少一剂新冠疫苗 |
| 英国 | 7 月 31 日 | 向所有 4500 万名 18 岁以上成年人注射接种第一剂新冠疫苗 |
| 法国 | 夏季结束前 | 向所有希望接种的成年人接种疫苗 |
| 德国 | 7 月 31 日 | 完成对所有愿意接种民众的接种 |
| 欧盟 | 7 月 14 日 | 完成 4.2 亿剂疫苗接种, 足以让所有成员国实现群体免疫 |
| 俄罗斯 | 2021 年底 | 9 月将可确保 60% 的成年人口获得群体免疫; 年底前形成群体免疫 |
| 中国 | 2021 年底 | 到 6 月底新冠疫苗接种率提高到 40% (5.6 亿人), 到 2021 年底疫苗接种率提高到 70%。 |

资料来源: 环球网, 各国政府官网, 光大证券研究所

客观来看,实现“群体免疫”并不意味着新冠疫情的消失,跨境旅行限制也不会达到“群体免疫”目标后立刻完全解除,各国政府依然会根据实际情况来调整疫情防控政策。虽然全球范围内完全放开旅行限制仍需时日,但随着疫苗接种的不断推进,新冠疫情的负面影响将边际减弱,“疫情受益股”与“疫情受害股”的均值回归也将逐步兑现。

2、疫情对交运核心资产估值带来负面影响

我们在 2020 年策略报告《把握区位优势，布局核心资产》提到：交运上市公司主要是运营类企业，这些公司具备的共性是受到的监管约束较大，公司业务布局比较局限，扩张受到较多限制。在这种情况下，在经济发达地区优先布局的运输公司，往往占据优势，能较早形成护城河，而且这种优势会随着公司的发展不断强化。一旦运输公司在局部区域形成竞争优势，也就具备了享受地区经济发展红利的基础。

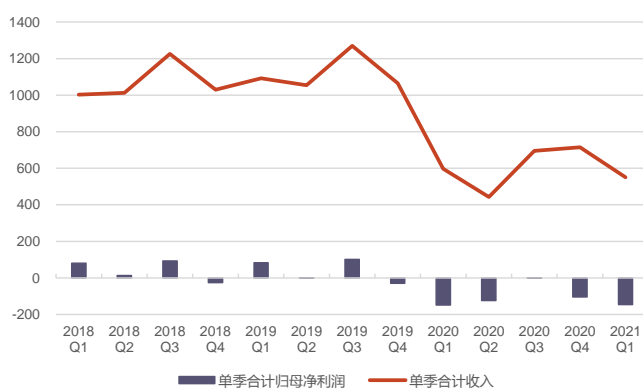
具有区位优势的交运公司，能获取到稳定的客流或货流，进而将他们转化为收入利润。但是新冠疫情对大部分交运公司的流量带来了负面冲击，即使是部分具备区位优势的公司也难以幸免。下面我们从短期业绩、长期逻辑、一致预期等三个维度来分析疫情对交运公司估值的负面影响。

2.1、流量受到直接冲击，公司短期业绩承压

疫情影响下，具备区位优势交运公司的流量受到直接冲击，公司短期业绩承受压力，而对于大部分交运公司来说，客流或货流带来的直接收入是公司收入的主要组成部分。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。

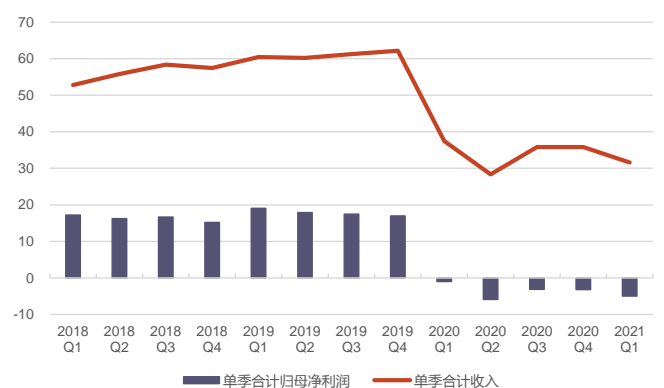
对于客运业务为主的交运公司（航空机场），新冠疫情对流量带来直接冲击且短期难以恢复；航空机场公司在主营业务收入大幅下降的背景下，公司难以削减大量的固定成本。两者共同影响导致客运业务为主的航空机场公司在疫情期间承受巨额亏损，进而驱动股价下跌。

图 14：主要上市航司合计净利润出现巨额亏损（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本含中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空

图 15：主要上市机场公司合计净利润出现大幅亏损（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

2.2、短期行业格局发生变化，市场过度担心长期逻辑遭破坏

由于新冠疫情较 03 年非典的波及范围更广、延续时间更长、防控措施更严。在此背景下，市场担心居民出行习惯的改变带来的短期行业格局变化，同时担心短期变化演变为相关公司长期成长逻辑的变化。其中，居民出行习惯是否改变、机场免税渠道是否还具备竞争优势是市场最关注的两大问题。

1、市场过度担心居民出行习惯会彻底改变

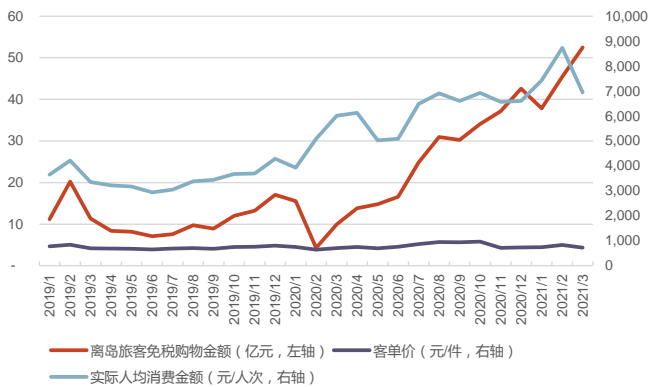
新冠疫情对客运业务的影响在于旅客大幅削减可选出行需求，同时部分刚性出行需求受到抑制。在疫情期间，大部分商务旅行的取消使得劳动者只能在办公室或者家里办公，同时借助 zoom、腾讯会议等线上工具来取代面对面的交流沟通。随着新冠疫情的延续以及线上交流工具的普及，市场越来越担心疫情期间居民的出行习惯会逐渐改变，特别是大量商旅会面被线上交流替代，由此导致未来航空出行需求的下降。在此背景下，客运业务收入为主的航空机场公司即使在客运需求逐步恢复的过程中，股价的修复依然无法反应远期需求恢复的乐观预期。

2、市场过度担心其他免税渠道削弱机场免税渠道的竞争优势

疫情极大限制了国际旅行的需求与供给，导致能够通过机场渠道购买免税品的“合格消费者”数量大幅减少。而与此相对应的是，中免通过开拓线上渠道（日上）和线下渠道（海南离岛免税），大幅增加了免税品“合格消费者”的数量，并在疫情期间实现流量变现，大幅增加了免税收入。

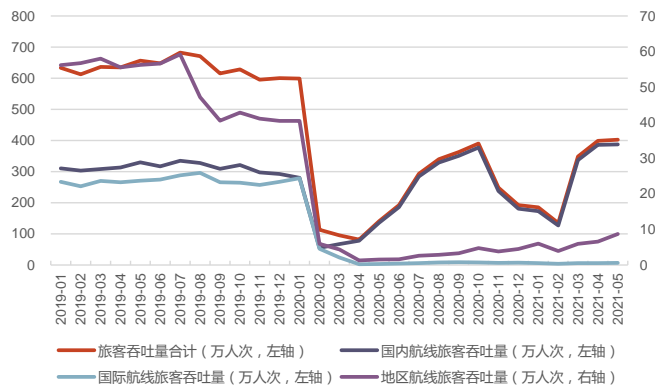
根据海关统计，自 2020 年 7 月海南实施离岛免税新政以来，海南旅客离岛免税市场实现快速增长，2020 年海南旅客离岛免税购物金额达到 275 亿元，同比增长 103.67%；而浦东机场海外客流量自 2020 年 2 月之后持续处于低位，日上上海营业收入从 2019 年的 151 亿元下滑至 2020 年的 137 亿元，而浦东机场免税销售提成从 2019 年的 37.77 亿元下降至 2020 年的 11.56 亿元（修改免税经营协议后），特别是上海机场在 2020 年报中提到“免税红利难以为继”，市场越发担心机场免税渠道竞争力的减弱，机场免税业务未来高成长的逻辑可能不复存在，进而驱动股价进一步下跌。

图 16：海南离岛免税销售额快速增长



资料来源：海口海关，光大证券研究所，数据截至 2021 年 3 月

图 17：浦东机场海外客流量持续处于低位



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

正式由于市场对以上两大问题的过度担忧，加剧了客运业务为主的航空机场公司估值缩水程度，同时也在国内航空需求逐步恢复的情况下，具备区位优势公司的估值修复进程相对缓慢。

2.3、 疫情演变存在不确定性，需求复苏难以形成一致预期

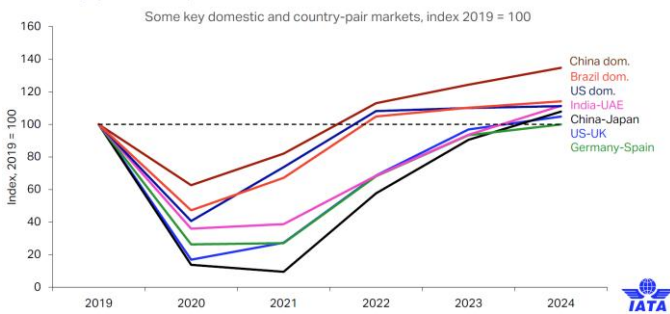
虽然国内客运需求快速恢复部分缓解了航空机场公司的盈利压力，但由于新冠疫情演变存在不确定性，直接影响了部分航空机场公司的估值修复进程。

由于中外疫情的分化以及病毒变异等其他因素带来的疫情反复，全球各地防控效果各不相同，进而导致客运需求复苏的节奏各不相同。根据 IATA 预测，中国、美国、巴西的国内航空市场会在 2022 年恢复到 2019 年的水平，而中日航线、英美航线要在 2024 年才能恢复到 2019 年的水平。而部分大型航司对于未来航空需求的完全恢复时间都预计到 2023 年或更久。

考虑到今年上半年德尔塔（Delta）变异毒株导致海外部分国家/地区出现疫情反复，如果未来出现新的变异毒株也有可能继续放缓客运需求恢复进程。

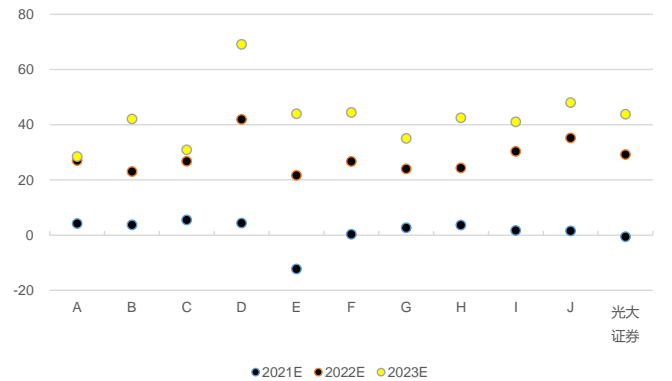
未来疫情变化的不确定性导致市场难以对需求复苏形成一致预期。以上海机场为例，wind 显示 2023 年公司盈利预测的最小值为 28 亿元、最大值为 69 亿元（预测时间从 2021 年 6 月 9 日至 2021 年 6 月 28 日），两者差距较大。在市场无法对需求恢复形成一致预期的情况下，即使疫苗接种稳步推进，“疫情受害股”的股价也难以获得提前修复。

图 18：IATA 对部分国家国内航线、双边航线需求恢复节奏的预测不尽相同



资料来源：IATA Economics using data from Tourism Economic/IATA Air Passenger Forecast, April 2021.

图 19：上海机场盈利预测偏差巨大（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，A-J 分别代表不同券商的预测结果，盈利预测截至 2021 年 6 月 28 日

综上所述，由于部分具备区位优势交运公司无法在疫情冲击下保持“流量”的稳定，导致公司短期业绩承压、长期逻辑出现质疑，同时叠加疫情演变的不确定性，共同影响下部分核心资产公司股价修复进程缓慢。我们认为在疫苗不断推进的大背景下，部分具备区位优势的核心资产价值在一定程度上被低估，资产价值在未来修复的确定性较高。

3、 交运核心资产价值重估具备必然性

公司价值重估的基础在于：公司的成长逻辑没有发生本质变化；公司竞争优势没有发生本质变化；公司的目前价值存在相对低估。下面我们从以上三个角度来分析交运核心资产价值的重估的必然性。

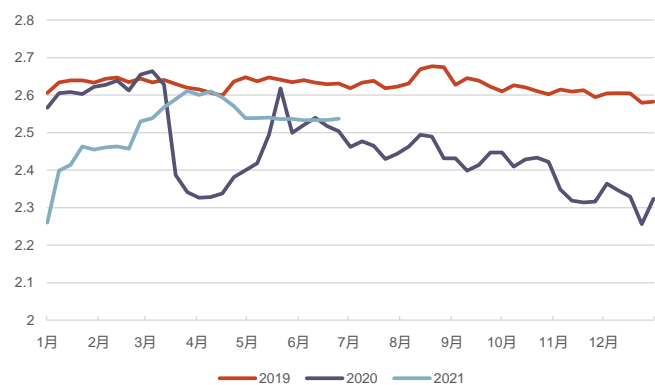
3.1、 天时-长期逻辑并不因疫情发生本质变化

1、 居民远程出行习惯不会改变

我们通过观察美国疫情期间出行数据的变化，来分析疫情是否会彻底改变居民出行习惯。

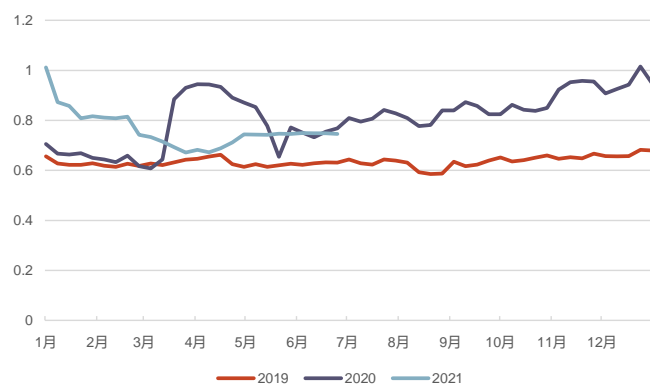
从美国出行人数和居家人数看，2020年3月美国疫情扩散后，出行人数迅速下降，虽然2020年5月后出行人数有所反弹，仍然延续下降趋势。进入2021年，随着疫苗接种的不断推进，出行人数快速回升，在2021年4月期间恢复到19年同期水平。

图 20：美国日均出行人数 2021 年以来快速恢复（单位：亿人次）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 26 日

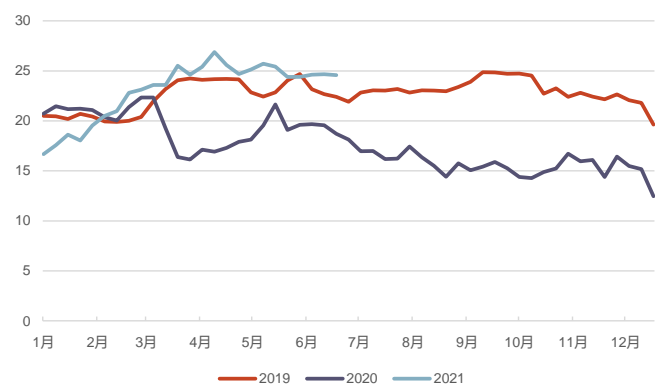
图 21：美国日均居家人数 2020 年下半年逐渐增加（单位：亿人次）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 26 日

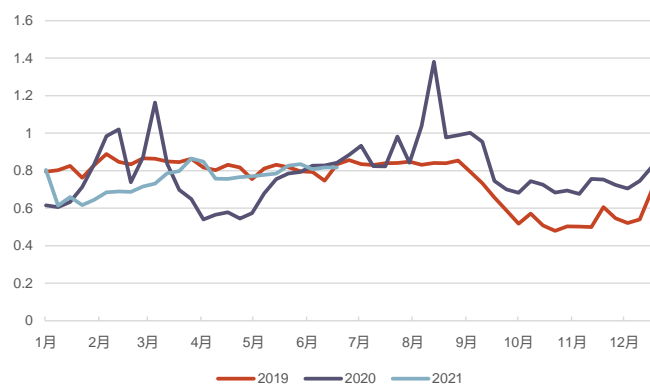
分结构看，出行距离小于 1 英里人数在 2020 年疫情期间保持下降趋势，直到 2021 年才开始恢复，并从 2021 年 2 月开始超过 19 年同期水平；但出行距离大于 100 英里人数在 2020 年下半年大部分时间都超过了 19 年同期水平，这说明居民远距离出行需求存在刚性，需求的暂时压抑会在条件成熟后重新释放。

图 22：美国（小于 1 英里）出行人数大幅减少（单位：亿人次）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 26 日

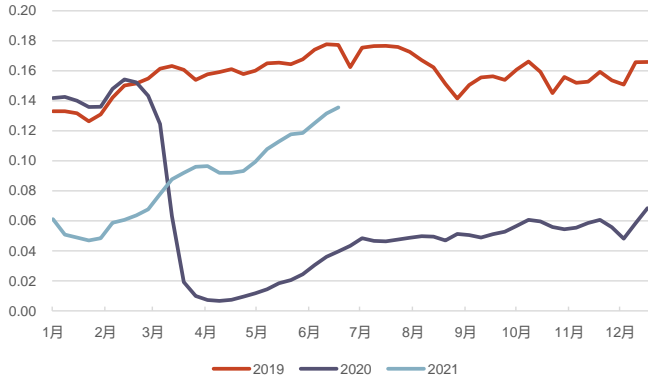
图 23：美国（大于 100 英里）出行人数快速恢复（单位：亿人次）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 26 日

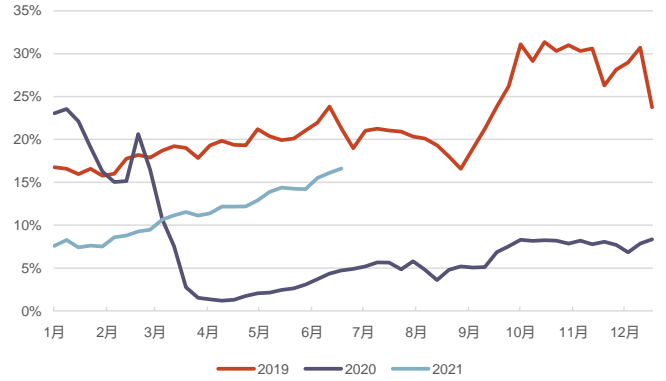
另外，美国机场安检人数自 2020 年疫情发生后一直处于低位，直到 2021 后才开始快速恢复。我们用美国机场安检人数占美国出行人数（大于 100 英里）的比例来分析美国居民远距离出行的交通工具选择，发现 2020 年新冠疫情期间，该占比一直处于低位，与大于 100 英里的出行人数的波动出现较大背离，这说明美国居民在新冠疫情期间的远距离出行选择航空的人数较少，这与美国居民害怕被传染新冠的心态相匹配。

图 24：美国机场安检人数 2021 年快速回升（单位：亿人次）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 26 日

图 25：美国安检人数占比 2021 年稳步回升



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人数（大于 100 英里），数据截至 2021 年 6 月 26 日

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，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。

2、机场免税渠道的竞争优势仍能保持

目前中国的免税销售渠道主要由口岸免税店、离岛免税店、市内免税店组成。其中口岸免税店的销售收入主要由机场口岸免税店贡献。口岸免税店、离岛免税店、市内免税店“合格消费者”的要求并不相同，疫情影响下口岸免税店的“合格消费者”大幅减少，而离岛免税店、市内免税店的“合格消费者”由于门槛较低而大幅增加，进而导致 2020 年离岛免税店、市内免税店销售额大幅增加。

从经验判断，口岸免税店的“消费者”主要是国内（出入境）居民和海外旅客；离岛免税店的“消费者”主要是国内（非出入境）居民；市内免税店的“消费者”主要是海外旅客，口岸免税店、离岛免税店、市内免税店所面对的“消费者”的重合度并不高。因此在新冠疫情影响逐渐减弱后，离岛免税店、市内免税店对口岸免税店的分流有限。

根据弗若斯特沙利文对中国免税市场的预测，2022 年-2025 年口岸免税店市场规模的复合增速为 27.80%，高于同期离岛免税店的复合增速；虽然 2022 年-2025 年市内免税店市场规模复合增速高于口岸免税店复合增速，但市内免税店市场规模远小于口岸免税店，这也从侧面说明口岸免税店的竞争优势仍能保持。

表 2：中国免税品运营市场规模（按渠道划分，单位：十亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 16-19 CAGR | 2020 同比 | 19-22E CAGR | 22E-25E CAGR |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|-------------|--------------|
| 口岸免税店 | 15.8 | 20.3 | 26.1 | 34.2 | 5.7 | 6.5 | 34.5 | 47.3 | 58.5 | 72 | 29.40% | -83.20% | 0.30% | 27.80% |
| 离岛免税店 | 6.1 | 8 | 10.1 | 13.5 | 26 | 46.1 | 56.4 | 68.7 | 83.1 | 100.2 | 30.50% | 92.60% | 61.10% | 21.10% |
| 市内免税店 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 1.4 | 2.9 | 4.2 | 5.9 | 65.30% | 70.40% | 61.30% | 62.20% |
| 其他免税店 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 2.1 | 0.6 | 0.7 | 2.1 | 2.7 | 3.2 | 3.6 | 11.70% | -67.90% | 0.10% | 20.10% |
| 合计 | 23.4 | 29.9 | 38.1 | 50.1 | 32.9 | 53.9 | 94.4 | 121.6 | 149 | 181.7 | 28.80% | -34.20% | 23.50% | 24.40% |

资料来源：弗若斯特沙利文，其他免税店包括外交人员免税店、运输工具免税店及供船免税店，离岛免税店销售额不包括非离岛海南居民可购买的免税商品

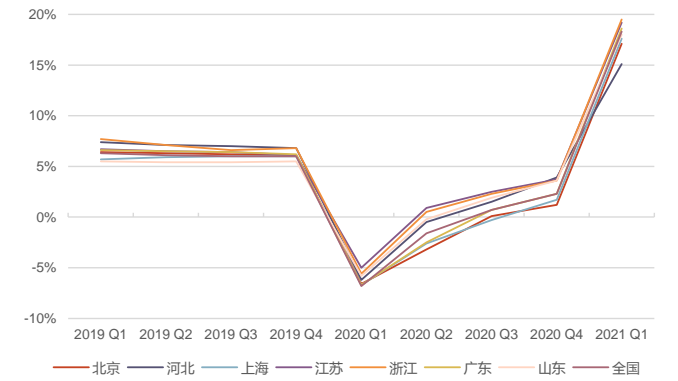
3.2、 地利-区位优势并未发生本质变化

决定交运公司是否具备区位优势主要由以下两方面因素决定：1、业务所在区域的经济 development 情况；2、客流、货流是否会面临新建产能的分流。

1、国内疫情防控效果较好，经济快速恢复。

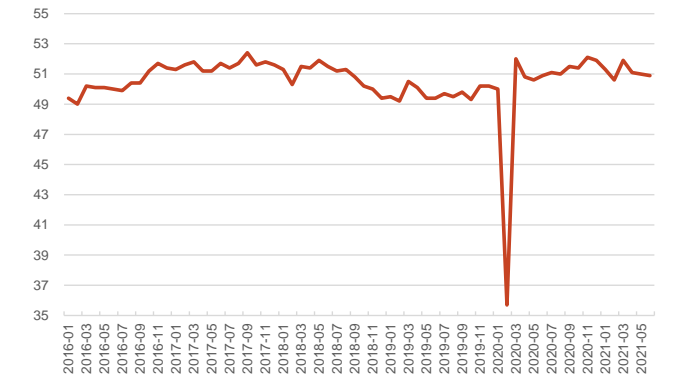
从全国范围看，2020 年第三季度累计 GDP 增速已转正，2020 全年 GDP 增速为 2.3%，其中，江苏、浙江、山东等省 2020 全年 GDP 增速高于全国增速。受益于经济快速恢复，业务位于东部区域的交运公司区位优势仍能保持。

图 26：部分省市季度累计 GDP 增速在 2020 年第三季度转正



资料来源：wind，光大证券研究所

图 27：中国制造业 PMI 快速恢复（单位：%）



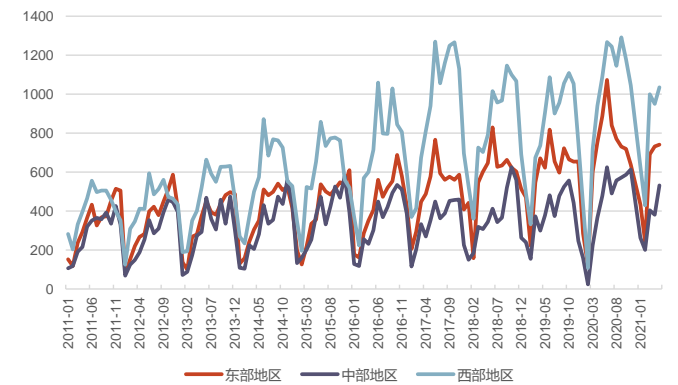
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月

2、东部区域交运基础设施新增产能并未出现边际增长

从基础设施投资角度看，东部区域存量基础设施规模较大，增量规模较小。在 2018 年颁布的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》中明确提到：铁路领域以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络；机场领域重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围。

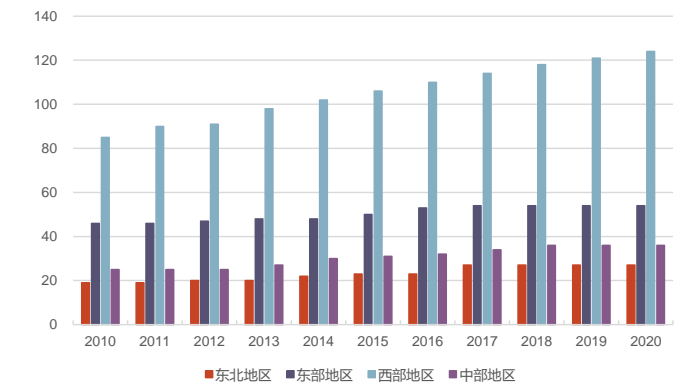
参考公路建设固定资产投资额，2011 年后西部地区投资金额在大部分期间都高于东部地区。参考东部地区的机场数量，2020 年底颁证运输机场数量为 54 座，较 2010 年底仅净增加 8 座机场。由于国内疫情防控效果较好，并未施行大规模经济刺激计划，东部区域交运基础设施新增产能并未出现边际增长。

图 28：西部地区公路建设固定资产投资逐渐超过东部地区（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

图 29：东部地区颁证运输机场数量增长缓慢（单位：个）



资料来源：wind，光大证券研究所

综上所述，我国东部区域受疫情负面冲击较小，经济活力迅速恢复；交运基础设施新增产能也未因疫情出现边际增长，主要业务在东部区域的交运公司的区位优势并未改变。

3.3、人和-部分核心资产价值被相对低估

我们从公司估值的相对位置和股价相对涨跌来分析重点公司的估值是否被相对低估。

1、公司/行业历史 PB 估值分位数比较

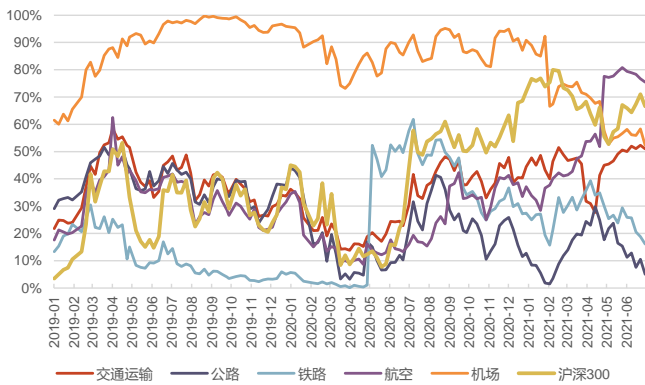
我们比较（中信）航空、机场、铁路、公路二级指数自 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 2 日的 PB 估值，发现目前铁路、公路的 PB 估值均处于 20%分位数以下；机场 PB 估值处于 52%分位数，低于沪深 300 PB 估值的 67%分位数；航空 PB 估值处于 76%分位数，高于沪深 300 PB 估值的 67%分位数。

考虑到上市航司在 2020 年、2021 年第一季度经历了大幅亏损，航司的净资产受到较大负面冲击，PB 估值短期被高估。如果我们参考三大航 2023 年 (E) 的 BPS，以 7 月 2 日收盘价计算，三大航的 PB 估值约在 1.26-1.28，（对比航中信空指数自 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 2 日的 PB 估值，）以上估值目前仍处于 25%中位数以下。

2、重点公司涨幅对比茅概念指数涨幅

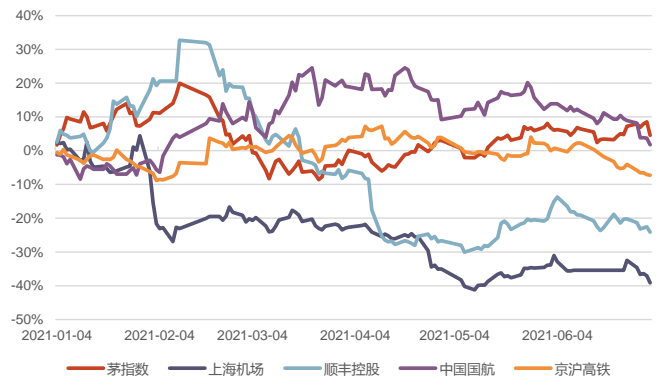
为了比较核心资产股价的相对位置，我们采用 wind 茅概念指数作为参考。截至 2021 年 7 月 2 日，茅概念指数今年以来上涨 4.6%，而交运个股中具备核心资产属性的上海机场、顺丰控股、中国国航、京沪高铁的表现都要弱于茅概念指数。其中上海机场、顺丰控股分别下跌 39%、24%。

图 30：机场、公路、铁路 PB 估值中位数位于沪深 300 指数 PB 估值中位数以下



资料来源：wind，光大证券研究所，样本区间从 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 2 日，PB 估值采取最新财报净资产，交通运输指数采用中信一级行业指数，其他行业指数为中信三级行业指数

图 31：顺丰控股、上海机场年初至今涨幅落后于茅概念指数涨幅



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月 2 日

综上所述，我们分别通过纵向、横向比较，发现部分交运核心资产估值存在相对低估，未来公司价值存在重估的基础。

总结上文，我们认为部分交运核心资产的成长逻辑没有发生本质变化、公司竞争优势没有发生本质变化、公司的目前价值存在相对低估，随着疫苗接种的推进和需求的复苏，资产价值的重估是必然的。

4、如何重估交运核心资产

前面我们分析了交运核心资产短期低估的原因和长期重估的必然性。下面我们将结合不同子行业的区位优势对重点公司进行具体分析。

4.1、航空：三大航竞争格局稳定，盈利需求弹性较大

1、三大航竞争格局稳定

经历过中国民航业的几次兼并重组后，三大航已入股大多数地方航司。以控股合并口径计算，2020年底三大航经营的客机机队共有2278架，预计占全国客机机队总数的61.3%。

表3：三大航控股、参股地方航司汇总

| 国航系航司 | 主要股东 | 东航系航司 | 主要股东 | 南航系航司 | 主要股东 |
|---------------|--|----------------|---------------|----------------|-------------|
| 大连航空有限责任公司 | 国航股份持有 80% | 中国东方航空江苏有限公司 | 东航股份持有 62.56% | 珠海航空有限公司 | 南航股份持有 60% |
| 中国国际航空内蒙古有限公司 | 国航股份持有 80% | 东方航空云南有限公司 | 东航股份持有 90.36% | 汕头航空有限公司 | 南航股份持有 60% |
| 北京航空有限责任公司 | 国航股份持有 51% | 中国东方航空武汉有限责任公司 | 东航股份持有 60% | 贵州航空有限公司 | 南航股份持有 60% |
| 深圳航空有限责任公司 | 国航股份持有 51% | 上海航空有限公司 | 东航股份持有 100% | 中国南方航空河南航空有限公司 | 南航股份持有 60% |
| 昆明航空有限公司 | 深航持有 80% | 中国联合航空有限公司 | 东航股份持有 100% | 重庆航空有限责任公司 | 南航股份持有 60% |
| 澳门航空 | 国航股份持有 66.9% | 一二三航空有限公司 | 东航股份持有 100% | 厦门航空有限公司 | 南航股份持有 55% |
| (客机) 机队合计 | 702 架 | (客机) 机队合计 | 725 架 | 河北航空有限公司 | 厦航持有 99.47% |
| | | | | 江西航空有限公司 | 厦航持有 60% |
| 西藏航空有限公司 | 国航股份持有 31% | 上海吉祥航空股份有限公司 | 东航集团持有 15% | 中国南方航空雄安航空有限公司 | 南航股份持有 100% |
| 山东航空股份有限公司 | 国航股份直接持有 22.8%， 间接持有 20.75%，合计持有 43.55% | 九元航空有限公司 | 吉祥持有 95.24% | (客机) 机队合计 | 851 架 |
| (客机) 机队合计 | 166 架 | (客机) 机队合计 | 98 架 | | |

资料来源：各公司年报，机队数据截至2020年12月底

从三大航控股的地方航司看，三大航的扩张主要基于两个方向：一是提高主基地附近区域市场份额，强化主基地竞争优势；二是尽量布局远离主基地的枢纽机场，以完善航线网络覆盖，扩大影响力。

除了以上地方航司外，还有部分地方航司仍未（完全）纳入三大航体系，其中四川航空最为特殊，三大航对其都有持股；而瑞丽航空、湖南航空、成都航空、奥凯航空等起初均为民营航空，后由于自身经营情况欠佳等原因，也都通过引入了国有资本变身为国企。

除国资控股、参股的航司以外，再剔除海航系公司以及全货运航司，目前国内全民资航司只剩下龙江航空、东海航空、长龙航空、春秋航空和华夏航空。截至2021年6月底，以上公司机队规模分别为4、23、58、108和55架，整体机队规模占比处于较低水平。

表 4：其他国资控股、参股地方航司汇总

| 地方航司 | 股权结构 |
|-------------------------------|--|
| 四川航空股份有限公司 | 四川国资持股 40%，南航持股 39%，山航持股 10%，上航持股 10% |
| 青岛航空股份有限公司 | 青岛国资持股 100% |
| 幸福航空有限责任公司 | 西安国资持股 65% |
| 瑞丽航空有限公司 | 无锡国资持股 57% |
| 湖南航空股份有限公司 (原云南红土航空股份有限公司) | 湖南国资持股 26% |
| 成都航空有限公司 (原鹰联航空有限公司) | 中国商飞持股 48%，川航集团持股 40.97%，成都国资持股 11.03% |
| 多彩贵州航空有限公司 | 贵州国资持股 100% |
| 奥凯航空有限公司 | 股权穿透后大股东为华电集团 |

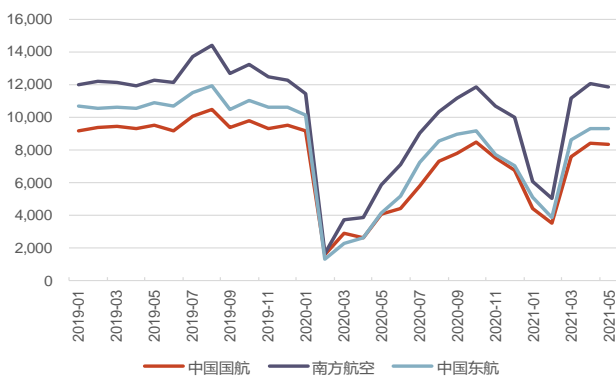
资料来源：各公司网站，数据截至 2021 年 6 月底，统计数据不包含海航系公司

相对于海外航司面临的巨大困难，中国航司的生产经营所受冲击较小，除海航由于历史原因破产重整外，大中型航司生产经营快速恢复，部分航司（东航、厦航等）获得了股东方注资。考虑到海航破产重整期间仍保留独立运营，而且海航对招募的战略投资者明确要求确保海南航空主业不能分割、海航控股及各地方航司一张网管控运营，短期来看国内航空业整体竞争格局并未发生改变。

2、三大航盈利需求弹性较大

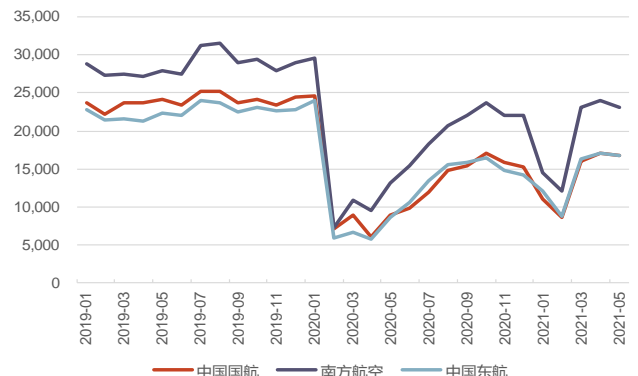
三大航机队规模较大，机队折旧等刚性成本在疫情期间对公司盈利带来巨大负面影响。虽然国内航空需求复苏可以承接部分海外航线运能，但整体上的供大于求压制了票价水平，因而导致三大航盈利能力短期难以恢复。

图 32：三大航客运量受疫情负面冲击严重（单位：千人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

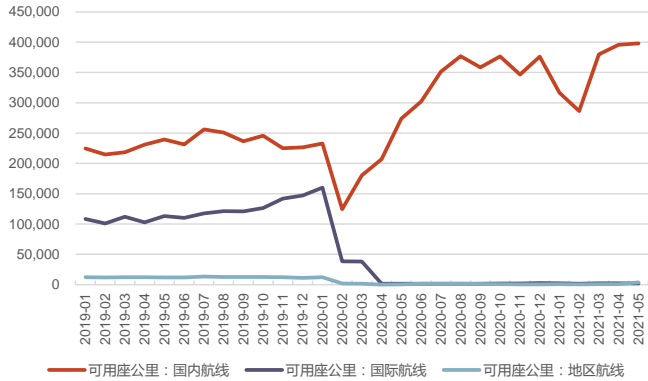
图 33：三大航 ASK 投放仍未回到疫情前（单位：百万座公里）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

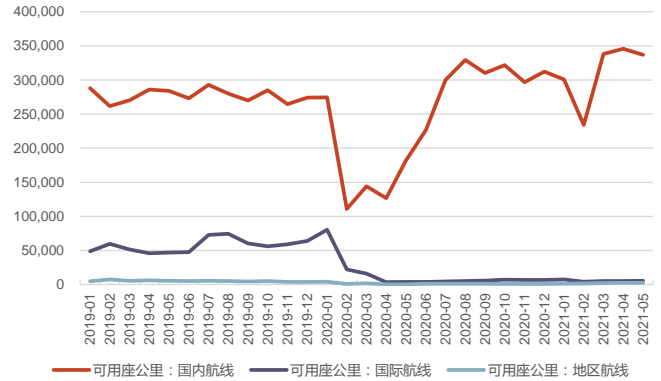
民营航司由于机队规模较小，海外航线占比较低，因此可以在疫情期间采用各家灵活的生产经营方式，降低疫情带来的负面影响。以春秋航空、吉祥航空为例，两家航司最大限度的完成了海外运能向国内运能的转化，国内 ASK 很早就恢复到疫情前水平，并保持快速增长。

图 34: 春秋航空国内航线 ASK 投放大幅增长 (单位: 万座公里)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 5 月

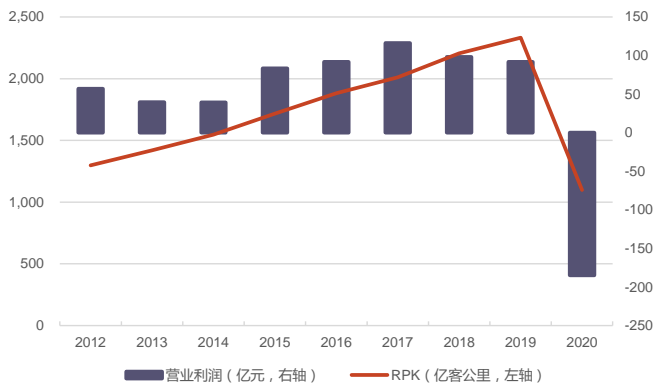
图 35: 吉祥航空国内航线 ASK 投放大幅增长 (单位: 万座公里)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 5 月

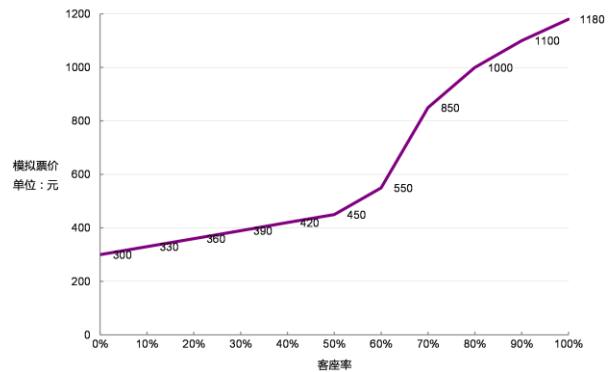
前文我们重点分析了居民远程出行需求存在刚性, 一旦全球实现群体免疫并解除疫情防控措施, 航空需求会快速恢复。如果海外需求恢复到疫情前水平, 三大航整体供需处于平衡状态, 疫情期间被压制的票价也将回归至正常水平, 量价同时上涨将给三大航带来巨大的盈利弹性。而且在全球疫情缓解之后, 被压制的出行需求大概率出现集中释放的场景。

图 36: 中国国航营业利润很大程度上取决于 RPK 完成量



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 37: 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

3、三大航估值修复潜在空间估算

前文我们提到航司的 PB 估值短期被高估, 此处我们参考三大航 2023E 的 BPS 和历史估值中枢来计算未来估值修复的潜在空间。首先通过计算得出 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 2 日, 中信交运一级指数、中信航空三级指数、沪深 300 指数 PB 估值的中位数分别为 1.71、1.70、1.57, 三大航的 BPS 以 wind 一致盈利预测 (2023E) 为基础, 最后计算得出国航、东航、南航估值修复的潜在空间约为 25%、22%、23%。

表 5: 三大航估值修复潜在空间估算

| 公司 | BPS (元) | | | 收盘价 (元) | PB (X) | | | 基于交运指数 PB 中位数估值 (元) | 基于航空指数 PB 中位数估值 (元) | 基于沪深 300 指数 PB 中位数估值 (元) |
|------|---------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|---------------------|---------------------|--------------------------|
| | 2021E | 2022E | 2023E | | 2021E | 2022E | 2023E | | | |
| 中国国航 | 5.13 | 5.56 | 6.05 | 7.62 | 1.49 | 1.37 | 1.26 | 10.34 | 10.26 | 9.50 |
| 中国东航 | 3.29 | 3.52 | 3.92 | 5.03 | 1.53 | 1.43 | 1.28 | 6.69 | 6.64 | 6.15 |
| 南方航空 | 3.97 | 4.21 | 4.66 | 5.95 | 1.50 | 1.41 | 1.28 | 7.96 | 7.90 | 7.31 |

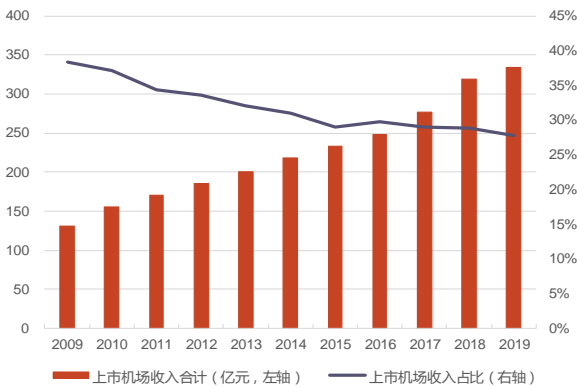
资料来源: BPS 预测来自于 wind 一致预期, 收盘价取自 2021 年 7 月 2 日, 交运指数取自中信一级交运指数, 航空指数取自中信三级航空指数, 交运指数、航空指数、沪深 300 指数样本区间为 2010 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 2 日

4.2、机场：免税渠道优势仍在，静待海外需求恢复

国内民航机场建设布局受到严格监管。机场由于其自身属性，规划、修建、改扩建等都受到严格管制，国内机场规划布局原则上是一个城市最多规划一个民航机场（不包括通航机场），目前国内仅有北京、上海、成都拥有两个民航机场。

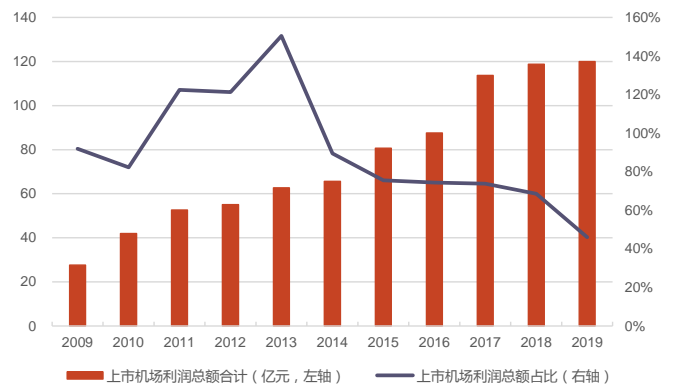
新冠疫情发生以前，航空需求旺盛的北上广深机场大都满负荷运行，而且还在不断的投资扩建。而大部分三四线机场由于航班量较少，盈利状况堪忧。我们统计了六家上市机场的财务数据（首都机场、上海浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门机场、海口美兰机场），2019年度6家上市机场收入总额占机场全行业收入总额的比例为28%，2019年度6家上市机场利润总额占机场全行业利润总额的比例为46%（暂未统计2020年数据，因疫情无法体现真实情况）。

图 38：上市机场公司合计收入占比较高



资料来源：wind，光大证券研究所，上市机场样本统计包括首都机场、上海浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门机场、海口美兰机场，

图 39：上市机场公司合计利润总额占比较高



资料来源：wind，光大证券研究所，上市机场样本统计包括首都机场、上海浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门机场、海口美兰机场

1、一线机场产能继续扩张

基于未来市场发展空间，一线机场也在积极扩张，即时在新冠疫情期间也没有停下脚步。浦东机场已开启 T3 规划；深圳机场第三跑道、卫星厅即将投产；白云机场去年 T2 投产后，现又开始三期扩建工程前期工作，同时广州二机场也在规划之中。

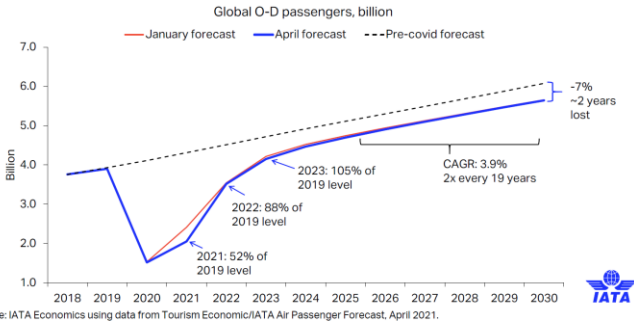
表 6：一线机场产能继续扩张

| 机场 | 跑道数量 | 跑道结构 | 航站楼 | 高峰小时容量 (架次) | 设计旅客容量 (万人次) | 2019 年旅客吞吐量 (万人次) | 备注 |
|------|------|---------|-----------|-------------|--------------|-------------------|--------------------------------------|
| 首都机场 | 3 | 3 宽 | T1、T2、T3 | 88 | 8200 | 10001 | 大兴机场启用后，首都机场 2025 年目标旅客吞吐量 8200 万人次 |
| 浦东机场 | 4 | 2 窄 2 宽 | T1、T2、卫星厅 | 80 | 8000 | 7615 | T3 规划新增旅客吞吐量 5000 万人次 |
| 虹桥机场 | 2 | 2 窄 | T1、T2 | 43 | 4000 | 4564 | |
| 白云机场 | 3 | 2 窄 1 宽 | T1、T2 | 78 | 7000 | 7338 | 三期扩建后（第四、第五跑道，T3）旅客容量达到 1.4 亿人次 |
| 深圳机场 | 2 | 2 宽 | T3 | 54 | 4500 | 5293 | 卫星厅、第三跑道启用后旅客吞吐量增至 8000 万人次，开展 T4 规划 |

资料来源：民航总局，各公司公告，光大证券研究所整理

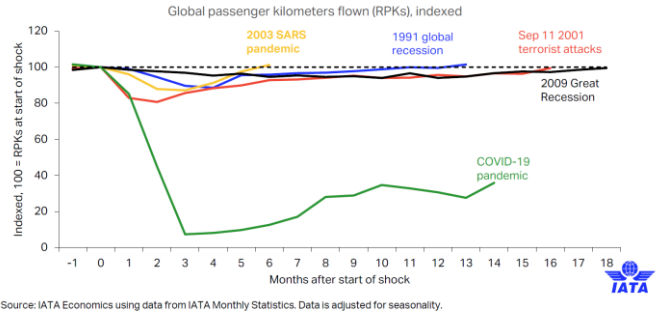
虽然上海机场认为“免税红利难以为继”，但目前离岛免税店、市内免税店的强势更多是因为疫情期间出入境被严格管制的客观结果。前文我们分析得出结论：居民远程出行习惯不会改变、机场免税渠道的竞争优势仍能保持；同时我们也看到浦东机场周边暂未规划新的国际航空枢纽，而浦东机场自身也有明确的产能扩张计划。基于以上信息，我们认为在后疫情时代，随着海外航空需求的恢复，浦东机场的免税业务也将重回增长轨道。

图 40: IATA 预计全球航空旅客量在 2023 年恢复到疫情前水平



资料来源: IATA Economics using data from Tourism Economic/IATA Air Passenger Forecast, April 2021.

图 41: 新冠疫情对航空需求的负面冲击力度更大、周期更长

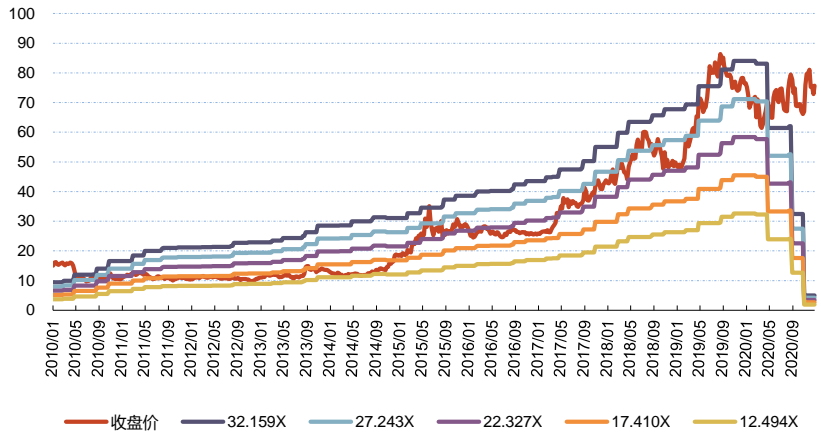


资料来源: IATA Economics using data from IATA Monthly Statistics. Data is adjusted for seasonality

2、上海机场估值修复潜在空间分析

暂不考虑虹桥机场、浦东货站以及第四跑道的注入, 假设 2025 年浦东机场客流量已经完全恢复并实现内生增长, 同时假设 2025 年浦东机场能达到修订后的免税经营协议约定实现保底销售提成 81.48 亿元, 我们预计 2025 年上海机场能实现归母净利润约 59 亿元, 对应 PE 估值约 15X (2021 年 7 月 2 日收盘价)。

图 42: 上海机场历史 PE 估值中枢约在 22X



资料来源: wind, 样本周期从 2010 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, PE 估值采用周线 TTM 规则

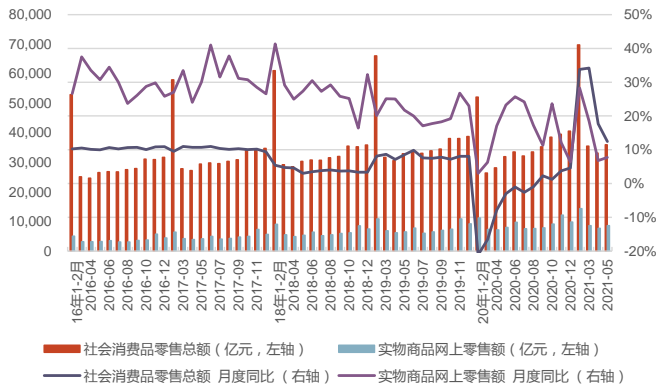
参考疫情前浦东机场 PE 估值长期维持在 20X 以上, 公司估值修复的潜在空间约为 33% (不考虑定增及虹桥机场等资产注入)。考虑到 2025 年现有免税协议到期后将会重新招标, 长期来看上海机场目前所持有的浦东机场相关资产估值仍具备上涨空间。

4.3、 快递：正确看待价格战，顺丰竞争优势难以撼动

1、 快递行业价格战有望缓和

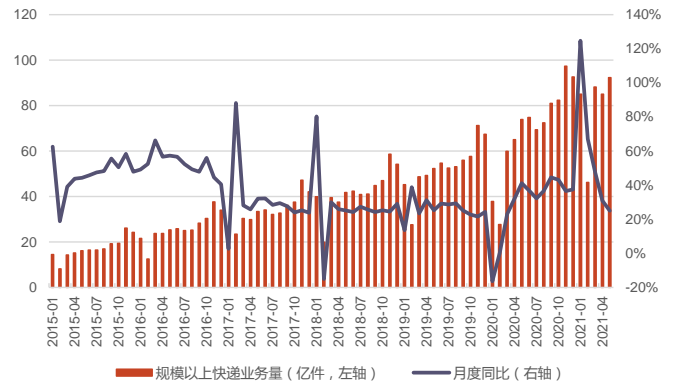
快递行业价格战由来已久，其内在原因如下：1、电商渗透率不断提升，快递需求保持较高增速；2、快递包裹重量较轻、体积较小，可通过规模效应来降低单位成本。

图 43：实物商品网上零售额增速高于社零增速



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

图 44：快递业务量保持快速增长

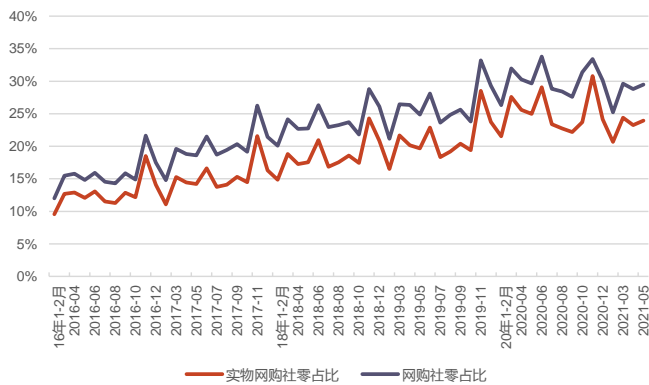


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

从行业竞争格局看，快递企业价格战依然激烈。2020 年下半年以来，在行业单价收入维持下降趋势的情况下，CR8 指数也处于下降趋势。在此背景下，2021 年 4 月浙江省出台《快递业促进条例（草案）》，其中规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；同时因“低价倾销”，百世快递、极兔速递被义乌邮政管理局整治（主要措施是停运部分分拨中心）。随着监管对快递行业的力度不断增加，未来快递行业价格战有望得到缓和。

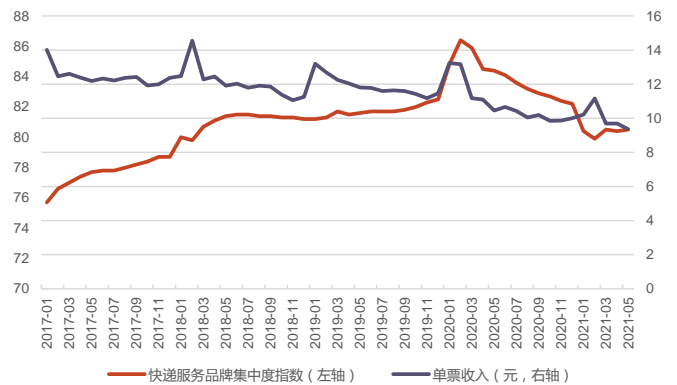
整体来看，行业价格战不断加剧进一步导致各大快递公司继续增加资源投入，行业短期难以出清。行政手段干预市场竞争有利于缓和目前的价格战，但一线快递公司“以价换量”的动力仍在，未来行业内部竞争格局变化依然存在较大不确定性。

图 45：电商渗透率保持上涨趋势



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

图 46：全行业快递单票收入保持下降趋势

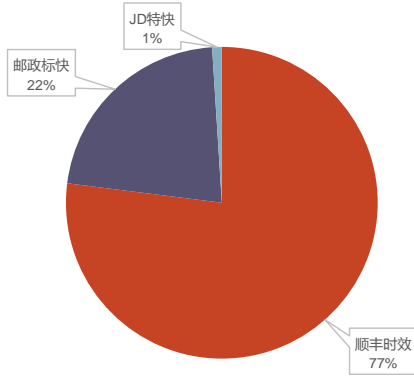


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 5 月

2、顺丰时效件竞争优势明显

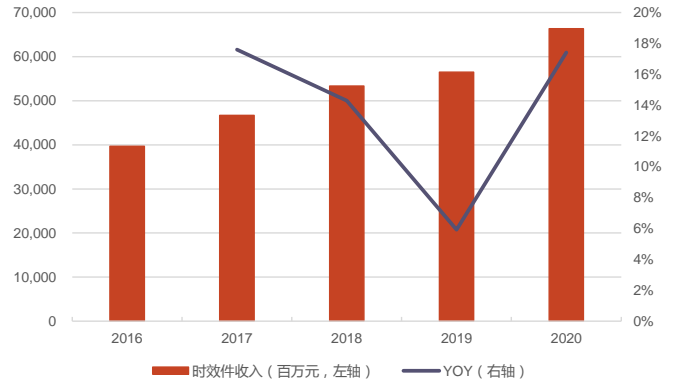
作为快递公司龙头的顺丰控股，在时效件业务竞争优势明显。根据罗戈研究数据，2020年顺丰在时效件市场的市场份额约77%。由于电商件与时效件面对的客户群体不同，电商件领域的价格战虽然对时效件的影响较小，考虑到顺丰控股在时效件领域的品牌优势以及部分高端电商件需求向时效件转化，顺丰的时效件业务收入有望保持稳定增长。

图 47：2020 年顺丰控股在国内时效件市场占比遥遥领先



资料来源：罗戈研究

图 48：顺丰控股时效件收入保持增长

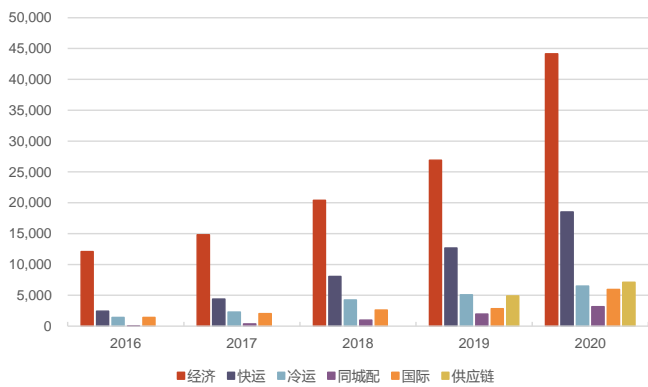


资料来源：公司年报，光大证券研究所

3、顺丰多领域布局拉大竞争对手差距

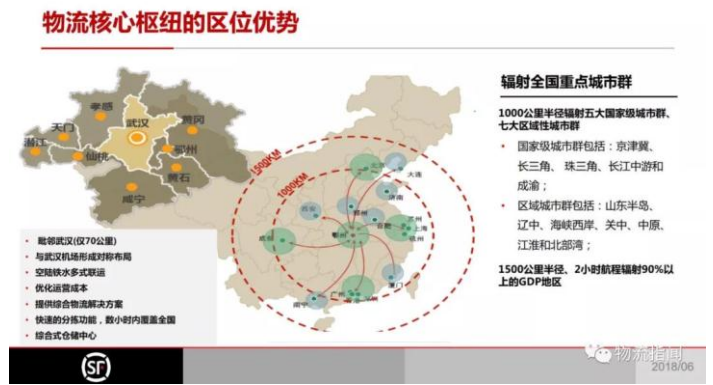
与其他国内快递公司不同，顺丰在稳固时效件业务的同时，大力拓展其他业务，包括快运、同城、冷链、合同物流等业务。公司 2021 年 2 月公告收购嘉里物流部分股权，以拓展海外业务；另外公司投资的鄂州花湖机场预计在明年投产，花湖机场投产后将成为顺丰的物流核心枢纽，公司的整体运营网络将迎来新一轮升级，进而拉大与国内其他竞争对手的差距。

图 49：顺丰控股其他业务收入保持快速增长（单位：百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 50：花湖机场辐射全国重点城市群



虽然顺丰控股第一季度出现较大亏损，但主要原因是公司加大资本性开支投入。公司短期投入成效将在未来显现：公司中转场自动化产能升级预计在今年下半年开始释放规模效益；四网融合预计在今年第三季度初见成效。另外公司今年 4 月推出特快及新标快产品，为时效件增长带来新动能。整体来看，公司目前仍处产能扩张期，全物流产业链布局是公司核心竞争优势（公司多个新业务板块已位列细分领域第一梯队），内部网络资源的有效整合将促进公司未来业绩释放。

4、顺丰估值空间估算

顺丰控股在 2020 年年报拆分了主要业务板块的财务数据。基于各业务板块的营收数据，我们可以采用分部估值法对公司的整体价值进行估值。

顺丰控股主要业务分为速运分部、快运分部、其他分部三部分。其中，速运分部包含了时效、经济、医药及冷运、国际等业务板块；其他分部主要包括同城板块、供应链板块、其他孵化新业务及未分配部分。

公司速运分部 2020 年实现净利润约 89.87 亿元，考虑目前快递板块 PE 估值中位数约 28X（2021E）以及公司在时效件业务的龙头地位，如果给予公司速运分部 20X-30X PE 估值，对应的估值区间为 1797 亿元-2696 亿元。

快运分部还未实现盈利，参考顺丰快运 2020 年 2 月融资方案，当时快运业务整体估值约 30 亿美元，2019 年快运业务收入约 125 亿元，计算得出 PS 估值约 1.68X（按当时美元兑人民币汇率 7.0 计算）。基于以上信息，如果给予公司快运分部 1.5X-2X PS 估值，快运分部对应的估值区间为 290 亿元-387 亿元。

其他分部也未实现盈利，参考顺丰同城 2021 年 3 月的融资方案，2020 年 12 月同城业务完成的 B 轮融资投前估值约 90 亿元，2020 年同城业务营业收入约 48.4 亿元，计算得出 PS 估值约 1.86X。基于以上信息，如果给予公司其他分部 1.5X-2X PS 估值，对应的估值区间为 169 亿元-225 亿元。

以上三部分合计后，公司对应的估值区间为 2256 亿元-3308 亿元（不考虑增发以及收购嘉里物流股权），相较于 7 月 2 日收盘价，公司估值修复的潜在空间约为 9%。

表 7：顺丰控股分部估值估算

| | 2020 年收入 (亿元) | 2020 年净利润 (亿元) | 估值区间下限 (亿元) | 估值区间上限 (亿元) |
|------|---------------|----------------|-------------|-------------|
| 速运分部 | 1233.97 | 89.87 | 1797 | 2696 |
| 快运分部 | 193.37 | -9.08 | 290 | 387 |
| 其他分部 | 112.53 | -11.25 | 169 | 225 |
| 合计 | | | 2256 | 3308 |

资料来源：公司年报，光大证券研究所估算

5、投资建议

我们认为部分交运公司低估与其本身持有的资产价值不相匹配，长远来看核心资产创造盈利的潜力没有发生根本性变化，在新冠疫情的冲击下，部分交运核心资产价值被低估。我们维持行业“增持”评级，推荐具备区位优势但价值被相对低估的上海机场、顺丰控股和中国国航，建议关注中国东航、南方航空。

表 8：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) | EPS(元) | | | P/E(x) | | | P/B(x) | | | 投资评级 | |
|-----------|------|---------|--------|-------|------|--------|-----|-----|--------|-----|-----|------|----|
| | | | 20A | 21E | 22E | 20A | 21E | 22E | 20A | 21E | 22E | 本次 | 变动 |
| 601111.SH | 中国国航 | 7.47 | -0.99 | -0.15 | 0.34 | - | - | 22 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 增持 | 维持 |
| 600009.SH | 上海机场 | 46.35 | -0.66 | -0.03 | 1.51 | - | - | 31 | 3.1 | 3.1 | 2.8 | 增持 | 维持 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 64.65 | 1.61 | 0.98 | 1.35 | 40 | 66 | 48 | 5.2 | 5.0 | 4.6 | 增持 | 维持 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-13

6、重点公司介绍

6.1、顺丰控股 (002352.SZ) -长期竞争优势无忧

公司发布 2021 年上半年业绩预告：预计 2021 年上半年归母净利润为 6.4 亿元-8.3 亿元，同比下降 78%-83%；预计 2021 年上半年扣非归母净利润为 5.3 亿元-4.0 亿元，同比由盈转亏。其中，第一季度归母净亏损为 9.89 亿元，第二季度归母净利润预计为 16.29 亿元-18.19 亿元；第一季度扣非净亏损约 11.3 亿元，第二季度扣非净利润预计为 6.04 亿元-7.34 亿元。报告期非经常性损益项目主要为公司将部分物业资产的权益转让至顺丰房地产投资信托基金的处置收益以及政府补助，其中权益转让完成后预计实现税前收益约 8.5 亿元。

公司 2021 年前五个月快件完成量约 41.8 亿票，同比增长约 40.9%，低于行业平均增速 9.3pct；公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为 10.5%，较上年同期占比下降 0.7pct。公司业务量增速较低的主要原因是去年疫情期间，通达系等公司复工率较低导致行业供给不足，而防疫物资及线上消费品需求增加带动公司时效件高增长；今年通达系等公司在部分区域实施“春节不打烊”，分流了公司部分业务。公司 2021 年 4 月-5 月占全国快递服务企业业务量的比例分别约 9.81%、9.41%，分别同比提升 0.41、0.8pct。

公司短期投入成效将在未来显现，长期竞争优势无忧。公司中转场自动化产能升级预计在今年下半年开始释放规模效益；四网融合预计在今年第三季度初见成效；公司今年 4 月推出特快及新标快产品，为时效件增长带来新动能。整体来看，公司目前仍处产能扩张期，全物流产业链布局是公司核心竞争优势（公司多个新业务板块已位列细分领域第一梯队），内部网络资源的有效整合将促进公司未来业绩释放。鄂州机场计划于 2021 年底前校飞、2022 年正式投产。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。此外公司拟分拆同城业务赴港上市，继续推进多元化布局战略。

盈利预测和投资建议：

前置资源投入初见收获，四网融合成效逐渐显现，公司盈利能力正在逐步恢复。暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响，我们维持公司 21-23 年 EPS 分别为 0.98、1.35、1.72 元；维持公司“增持”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 9：顺丰控股盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 112,193 | 153,987 | 188,029 | 229,634 | 284,861 |
| 营业收入增长率 | 23.37% | 37.25% | 22.11% | 22.13% | 24.05% |
| 净利润（百万元） | 5,797 | 7,326 | 4,468 | 6,133 | 7,832 |
| 净利润增长率 | 27.23% | 26.39% | -39.01% | 37.27% | 27.69% |
| EPS（元） | 1.31 | 1.61 | 0.98 | 1.35 | 1.72 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.66% | 12.98% | 7.57% | 9.53% | 11.03% |
| P/E | 49 | 40 | 66 | 48 | 38 |
| P/B | 6.7 | 5.2 | 5.0 | 4.6 | 4.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-13

6.2、上海机场（600009.SH）-资产注入将增厚公司业绩

公司 2021 年第一季度实现营业收入约 8.66 亿元，同比下降 47.05%；归母净利润亏损约 4.36 亿元，较上年同期（盈利 0.81 亿元）由盈转亏；扣非归母净利润亏损约 4.36 亿元，较上年同期（盈利 0.81 亿元）由盈转亏。

公司 2021 年前五个月完成旅客吞吐量约 1470 万人次，同比增加约 42.8%，其中国内航线旅客吞吐量、地区航线旅客吞吐量、国际航线旅客吞吐量分别为 1411 万人次、31 万人次、28 万人次，分别同比变化+129%、-42%、-92%。

公司近期公告拟发行股份购买上海机场（集团）有限公司（以下简称“上机集团”）持有的上海虹桥国际机场有限公司 100%股权、上海机场集团物流发展有限公司 100%股权及上海浦东国际机场第四跑道相关资产，其中上海虹桥国际机场有限责任公司由上机集团成立，作为上海虹桥国际机场的运营主体；上海机场集团物流发展有限公司由上机集团成立，将持有浦东货运站 51.00%股权（由机场集团无偿划转），主要运营浦东机场货物进出港及相关配套业务。若重组完成，虹桥机场、浦东货站的主要经营性资产将注入上市公司。另外上机集团拟通过定增向上市公司注资 60 亿元。

资产注入将增厚上市公司业绩。19 年虹桥机场旅客吞吐量约 4564 万人次，国内排名第八，落后于浦东机场（旅客吞吐量约 7615 万人次，国内排名第二），19 年虹桥机场公司实现营业收入约 31.3 亿元，实现净利润 5.1 亿元；浦东机场货运站公司 19 年实现营业收入约 16.2 亿元，实现净利润约 5.99 亿元。以上资产注入将增厚上市公司业绩。不过考虑到虹桥机场免税收入占比较低，在海外航空需求恢复的情况下，虹桥机场盈利能力将弱于浦东机场。

根据《上海市综合交通发展“十四五”规划》，上海将推进浦东机场四期扩建（其中 T3 航站楼设计保障能力 5000 万人次），规划 2025 年上海枢纽的航空旅客吞吐量达到 1.3 亿人次以上。此次资产重组将为完成“十四五”规划打下坚实基础。

盈利预测和投资建议：

公司拟注入虹桥机场等资产，将增厚上市公司业绩，为公司长期成长打下坚实基础；随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司最艰难时期已过。暂不考虑资产重组对公司的影响，我们维持公司 21-23 年预测 EPS 分别为-0.03、1.51 元、2.27 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：

新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；海外航线旅客吞吐量增长缓慢；资产重组能否实施尚存在不确定性。

表 10：上海机场盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 10,945 | 4,303 | 6,114 | 10,321 | 12,349 |
| 营业收入增长率 | 17.52% | -60.68% | 42.07% | 68.82% | 19.65% |
| 净利润（百万元） | 5,030 | -1,267 | -55 | 2,919 | 4,377 |
| 净利润增长率 | 18.88% | - | - | - | 49.95% |
| EPS（元） | 2.61 | -0.66 | -0.03 | 1.51 | 2.27 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 15.72% | -4.34% | -0.19% | 9.10% | 12.31% |
| P/E | 18 | - | - | 31 | 20 |
| P/B | 2.8 | 3.1 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-13

6.3、中国国航（601111.SH）-静待国际航线需求复苏

公司 2021 年第一季度实现营业收入约 146 亿元，同比下降 15.5%；归母净利润约 62 亿元，较上年同期亏损增加约 14 亿元；扣非归母净利润约 63 亿元，较上年同期亏损增加约 14 亿元。

公司 2021 年前五个月 ASK 同比上涨 24.5%，客运量同比上涨 57.7%，其中国内航线 ASK 同比上涨 105.7%，国内航线客运量同比上涨 76.2%；2021 年前五个月客座率为 75.5%，同比上涨 2.9pct，其中国内航线客座率为 76.5%，同比上涨 3.2pct。

由于国内部分地区疫情出现反复，旅客出行需求恢复放缓。2021 年 5 月全国旅客客运量环比 4 月上涨 5.2%，增速较上月减少 3pct，其中民航客运量环比下降 0.11%；2021 年 5 月全国旅客周转量环比 4 月上涨约 3.37%，增速较上月同期减少 4.31pct，其中民航客运周转量环比下降 0.38%。2021 年 5 月，全国完成营业性客运量 8.5 亿人，比 2020 年同期增长 15.1%，比 2019 年同期下降 41.7%；36 个中心城市完成公共交通客运量 48.6 亿人，比 2020 年同期增长 38.3%，比 2019 年同期下降 16.5%。整体来看，疫情反复对跨地区客运需求的负面影响要高于市内客运需求，不过随着广深地区疫情逐步缓解，暑期客运需求有望持续恢复。

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 12 月底共持有国泰航空 29.99% 的股份，2020 年公司确认的国泰航空投资收益为亏损 51.09 亿元（19 年确认投资收益 0.67 亿元）。

盈利预测和投资建议：

国内局部疫情缓解，暑期客运需求有望持续恢复；中外疫苗接种不断推进，国际航线“五个一”政策有望在下半年开始松动。我们维持公司 21-23 年 EPS 分别为 -0.15 元、0.34 元、0.48 元；维持公司“增持”评级。

风险提示：

新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

表 11：中国国航盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 136,181 | 69,504 | 100,420 | 129,574 | 141,608 |
| 营业收入增长率 | -0.43% | -48.96% | 44.48% | 29.03% | 9.29% |
| 净利润（百万元） | 6,409 | -14,409 | -2,037 | 4,723 | 6,600 |
| 净利润增长率 | -12.65% | - | - | - | 39.74% |
| EPS（元） | 0.44 | -0.99 | -0.15 | 0.34 | 0.48 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 6.85% | -18.57% | -2.69% | 5.86% | 7.66% |
| P/E | 17 | - | - | 22 | 16 |
| P/B | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-13

7、风险分析

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE