

交通运输

报告原因：中报综述

2021年9月2日

2021 中报综述

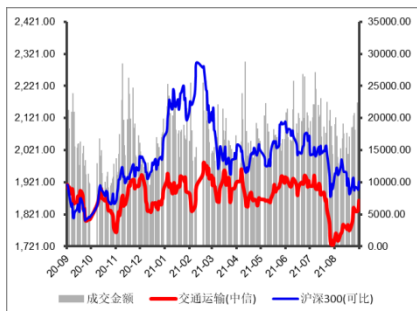
公路板块盈利能力改善, 快递行业价格战趋于缓和

维持评级

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: 2021H1, 交通运输行业实现营业收入14225.70亿元, 同比+46.29%, 较2019H1+36.24%; 归母净利润818.98亿元, 同比+591.86%, 较2019H1+11.33%; 毛利率11.36%, 同比+3.70pct, 较2019H1低2.82pct。

公路板块: 2021H1, 随着疫情防控形势整体好转, 客货运规模均呈修复态势, 叠加通行费减免政策退出, 板块收入端压力逐步缓解, 盈利能力显著改善, 营收、归母净利润均实现同比高速增长, 毛利率同比提升, 经营性现金流改善, 资产负债率整体平稳。2021Q2, 板块营收、归母净利润均同比大幅增长, 但增速环比收窄, 板块毛利率为40.75%, 同比提升12.39pct, 较2019Q2低2.53pct。

快递板块: 2021H1, 规上快递业务量及业务收入均持续同比高速增长, 板块营收板块持续同比高速增长。然而, 但是价格战加剧叠加上年同期基数影响, 板块利润端压力加大, 板块归母净利润、毛利率同比均下降。2021Q2, 板块及上市公司同比增速均处于高位区间, 但归母净利润同比均下降; 板块毛利率10.41%, 同比-5.75pct, 环比+2.83pct。

航空板块: 2021上半年, 受新疫情影响, 全球航空运输产业不均衡复苏, 国内航线航空客运、货运均显著修复, 二季度客货运规模均超过19年同期, 但国际和地区航线客运仍未显著修复, 航司收入端承压。2021H1, 板块营业收入较2019H1低35.71%, 归母净利润同比减亏, 经营性现金流整体改善。2021Q2, 板块营业收入同比+86.35%, 较2019Q2低21.43%, 归母净利润亏损程度环比显著收窄, 毛利率转正。

投资策略: 1. **快递板块:** 一是线上消费潜力不断释放, 下沉市场及新零售持续为行业提供增量, 行业规模稳定高速增长, 二是监管政策强化, 行业价格战趋缓, 快递企业盈利有望改善, 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:** 虽然短期国内疫情反复冲击暑运旺季, 但长期民航客流量复苏态势确定性较强, 随着疫苗接种进度持续推进, 国际航线有望逐步回暖, 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	5
1.1 样本说明	5
1.2 业绩概况	5
2. 公路板块	7
2.1 货运规模基本恢复常态，收入端压力显著缓解	7
2.2 盈利能力好转，经营性现金流改善	8
3. 快递板块	10
3.1 件量持续高速增长，价格战趋于缓和	10
3.2 营收规模扩大，利润端压力加大	11
4. 航空板块	13
4.1 国际航空运输业不均衡恢复，短期国内疫情反复冲击暑运旺季	13
4.2 板块同比减亏，现金流情况改善	16
5. 投资策略及重点标的	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：交通运输板块营收情况（亿元，%）	6
图 2：交通运输板块归母净利润情况（亿元，%）	6
图 3：年度公路客运量情况（亿人，%）	7
图 4：年度公路货运量情况（亿吨，%）	7
图 5：月度公路客运量情况（亿人，%）	7
图 6：月度公路货运量情况（亿吨，%）	7
图 7：公路板块上半年营收情况（亿元，%）	8
图 8：公路板块单季度营业收入情况（亿元，%）	8

图 9：公路板块上半年归母净利润情况（亿元，%）	8
图 10：公路板块季度归母净利润情况（亿元，%）	8
图 11：公路板块毛利率情况（%）	9
图 12：公路板块费用率情况（%）	9
图 13：公路板块单季度毛利率情况（%）	9
图 14：公路板块单季度费用率情况（%）	9
图 15：公路板块经营活动现金流量净额情况（亿元）	9
图 16：公路板块平均资产负债率（%）	9
图 17：年度规上快递业务收入情况（亿元，%）	10
图 18：月度快递业务收入情况（亿元，%）	10
图 19：年度规上快递业务量情况（亿件，%）	10
图 20：月度规上快递业务量情况（亿件，%）	10
图 21：快递业务年度平均单价（元/件，%）	11
图 22：单票收入月度运行状况（元/件，%）	11
图 23：快递板块部分上市公司 21H1 快递业务量（亿票，%）	11
图 24：快递板块部分上市公司 21H1 快递服务业务收入（亿元，%）	11
图 25：快递板块上半年营收情况（亿元，%）	12
图 26：快递板块季度营收情况（亿元，%）	12
图 27：快递板块上半年归母净利润情况（亿元，%）	12
图 28：快递板块季度归母净利润情况（亿元，%）	12
图 29：快递板块上半年毛利率情况（%）	12
图 30：快递板块季度毛利率情况（%）	12
图 31：我国民航总周转量情况（亿吨公里，%）	14

图 32：我国民航客运量情况（亿人，%）	14
图 33：我国民航货运量情况（亿吨，%）	15
图 34：不同航线客运量情况对比（万人，%）	15
图 35：不同航线货邮运输量情况对比（吨，%）	15
图 36：航空板块上半年营收情况（亿元，%）	16
图 37：航空板块单季度营收情况（亿元，%）	16
图 38：航空板块年度归母净利润情况（亿元，%）	17
图 39：航空板块单季度归母净利润情况（亿元，%）	17
图 40：航空板块上半年毛利率情况（%）	17
图 41：航空板块单季度毛利率情况（%）	17
图 42：航空板块经营性现金流净额（亿元）	18
图 43：航空板块资产负债率情况（%）	18
表 1：报告中行业对照样本	5
表 2：交运子板块 2021H1 业绩表现（亿元）	6
表 3：交运子板块 2021Q2 业绩表现（亿元）	6
表 4：快递板块 2021H1 部分业绩指标	13
表 5：快递板块 2021Q2 部分业绩指标	13
表 6：航空板块上市公司营收情况（亿元，%）	16
表 7：航空板块个股归母净利润情况（亿元，%）	16

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，选取交通运输行业（中信一级）标的，并剔除：1）B股，2）ST股、*ST股，剩余公司合计109家，截止2021年6月30日，合计资产49679.44亿元，同比增长12.87%。

表1：报告中行业对照样本

		样本
航运 港口	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
公路 铁路	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、京沪高速
	公交	富临运业、三峡旅游、江西长运、大众交通、锦江在线、强生控股、申通地铁、海汽集团
航空 机场	航空	华夏航空、南方航空、东方航空、春秋航空、中国国航、吉祥航空、中信海直
	机场	深圳机场、白云机场、上海机场、厦门空港
物流	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：山西证券研究所

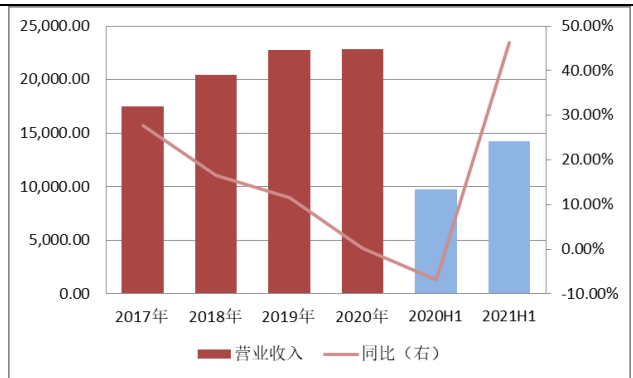
1.2 业绩概况

2021H1：整体业绩修复，子行业表现分化。2021H1，交通运输行业实现营业收入14225.70亿元，同比增长46.29%，较2019H1增长36.24%；实现归母净利润818.98亿元，同比增长591.86%，较2019H1增长11.33%；毛利率为11.36%，同比提升3.70pct，较2019H1低2.82pct。细分行业来看，2021H1：1）机场板块营收同比2020H1、2019H1均下降，铁路板块、公交板块、航空板块营收同比增长，但较2019H1下降，其余板块营收同比2020H1、2019H1均增长；2）机场板块、快递板块归母净利润同比2020H1、2019H1均下降，公路板块、铁路板块、公交板块、航空板块归母净利润同比增长，但较2019H1下降，其余板块归母净利润同比2020H1、2019H1均增长；3）港口板块、航运板块毛利率同比2020H1、2019H1均提升，机场板块、快递板块、物流综合板块毛利率同比2020H1、2019H1均下降，其余板块毛利率同比提升，但仍然低于2019H1。

2021Q1：板块业绩分化，整体业绩回暖。2021Q2，行业合计营业收入8086.19亿元，同比增长51.53%，

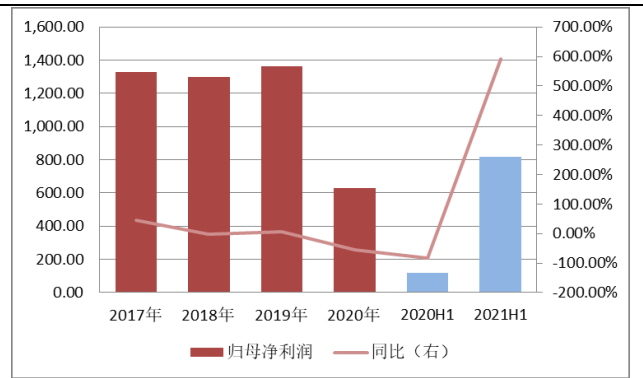
较 2019 年同期增长 47.10%；合计归母净利润 574.08 亿元，同比增长 291.21%，较 2019 年同期增长 66.41%；板块毛利率为 12.35%，环比、同比分别提升 2.28pct、3.97pct，较 2019Q2 下降 1.12pct。细分行业来看，2021 年二季度：1) 子板块营收同比不同程度增长，但铁路、公交、机场、航空板块营收同比 2019Q2 仍下降；2) 快递板块归母净利润同比 2020Q2、2019Q2 均下降，铁路、机场、航空板块归母净利润同比增长，但仍然低于 2019Q2，其他板块同比 2020Q2、2019Q2 均增长。

图 1：交通运输板块营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：交通运输板块归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：交运子板块 2021H1 业绩表现（亿元）

	总资产	营业收入	营收同比增速	归母净利润	归母净利润同比增速	毛利率
港口	7,886.14	972.35	32.37%	199.08	62.48%	29.62%
航运	6,892.50	2,379.48	59.36%	440.69	315.88%	26.81%
公路	6,499.93	507.35	82.04%	149.67	1881.29%	42.66%
铁路	5,444.69	724.50	21.27%	104.18	81.14%	22.51%
公交	466.10	67.27	13.36%	4.75	5953.00%	15.54%
机场	1,046.46	65.24	-0.93%	-9.16	-32.53%	-14.59%
航空	10,094.90	1,385.38	32.41%	-164.37	39.48%	-6.24%
快递	2,261.69	1,519.55	25.68%	17.21	-69.47%	9.06%
物流综合	9,087.03	6,604.59	55.78%	76.93	63.57%	3.92%
交通运输	49,679.44	14,225.70	46.29%	818.98	591.86%	11.36%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：交运子板块 2021Q2 业绩表现（亿元）

	营业收入		归母净利润		毛利率	
	营收	同比	归母净利润	同比	Q1	Q2
港口	521.83	31.38%	118.07	65.54%	31.20%	28.26%
航运	1,284.04	59.18%	258.95	266.29%	23.53%	29.60%
公路	268.30	48.70%	81.10	143.48%	44.82%	40.75%
铁路	385.60	26.69%	64.49	102.88%	18.92%	25.66%
公交	33.57	0.74%	3.63	27.08%	14.44%	16.65%
机场	33.64	18.62%	-4.22	28.52%	-14.31%	-14.86%
航空	831.95	86.35%	-18.41	85.12%	-21.37%	3.83%
快递	794.11	16.59%	21.90	-47.36%	7.59%	10.41%

物流综合	3,933.15	59.99%	48.59	96.10%	4.18%	3.75%
交通运输	8,086.19	51.53%	574.08	291.21%	10.07%	12.35%

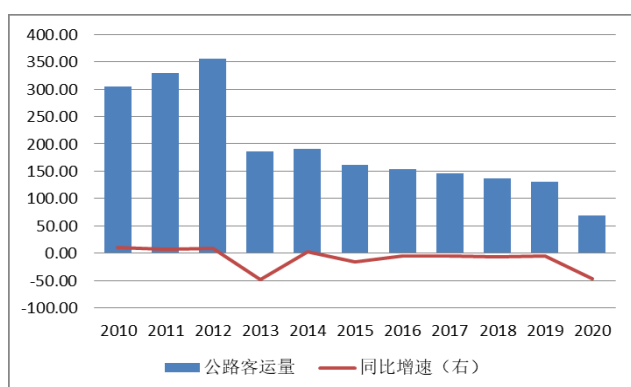
数据来源：wind，山西证券研究所

2. 公路板块

2.1 货运规模基本恢复常态，收入端压力显著缓解

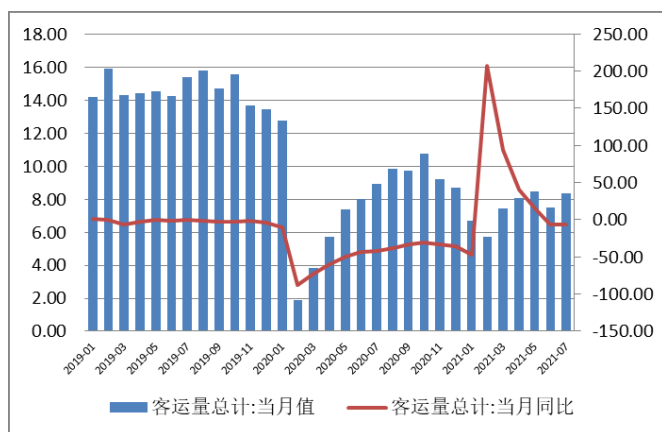
疫情反复扰动客运恢复节奏，货运规模基本恢复常态。长期因素来看，高铁及私家车普及程度提升，导致公路客运量持续下降，“公转铁”政策推进，导致公路货运需求下滑，公路运量需求整体趋弱。短期因素来看，随着疫情防控形势整体好转，客货运规模均呈修复态势，客货运量同比增速分别于 2021 年 2 月、2020 年 5 月转正，一是需求影响，二是近期部分地区疫情反复，对公路客运恢复带来一定程度负面影响，货运恢复情况整体优于客运，货运量同比自转正后持续正增长，客运量同比于 2021 年 6 月再次转负。2021 年 1-7 月，客货累计运量规模分别是 2019 年同期的 50.81%、101.71%。

图 3：年度公路客运量情况（亿人，%）



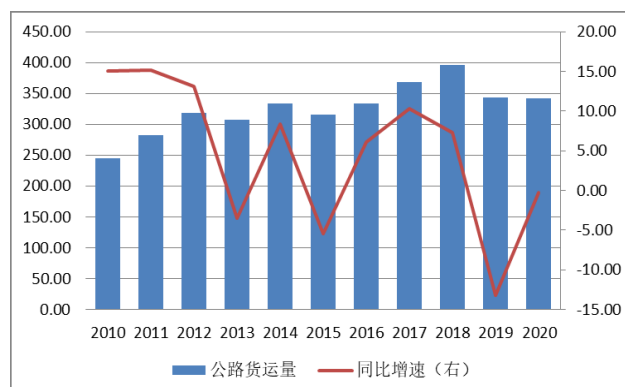
资料来源：wind，《2020 年交通运输行业发展统计公报》，山西证券研究所

图 5：月度公路客运量情况（亿人，%）



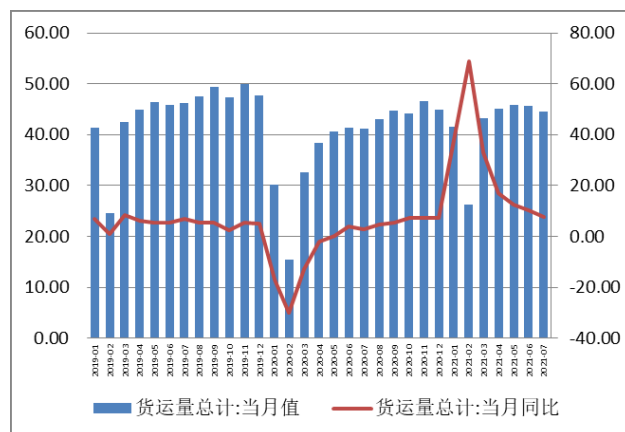
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：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

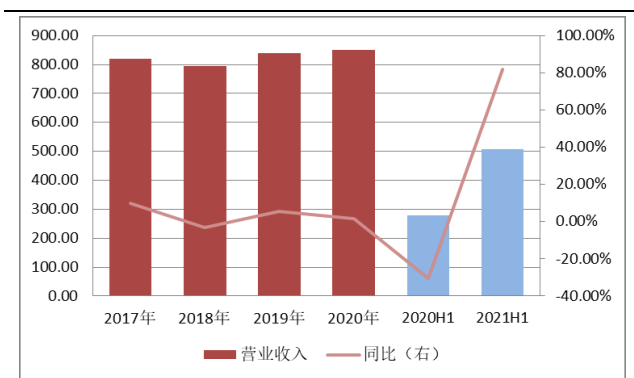
图 6：月度公路货运量情况（亿吨，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

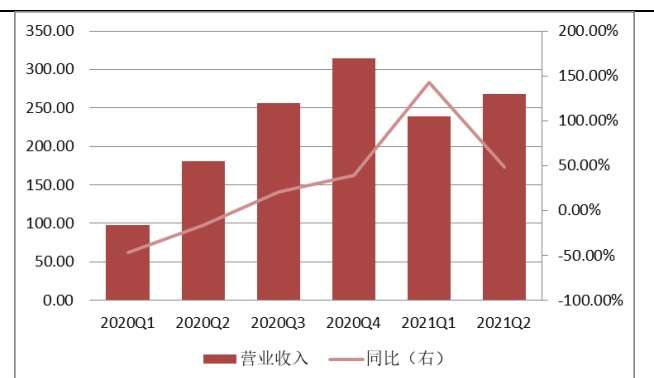
21H1 板块营收同比高速增长，Q2 同比增速收窄。一方面，2020 上半年，新冠肺炎疫情爆发，叠加交通运输部两次延长小客车免收通行费的时限，并发布了免收收费公路车辆通行费的通知，免费时间从 2 月 17 日 0 时至 5 月 6 日 0 时，导致上年同期板块营收基数偏低，21H1 板块营收实现同比高速增长。另一方面，客货运规模整体修复，叠加通行费减免政策退出，板块收入端压力逐步缓解。2021H1，板块营业收入为 507.35 亿元，同比增长 82.04%；2021Q2，板块营业收入为 268.30 亿元，同比增长 48.70%，同比较 2019Q2 增长 65.01pct，较 2021Q1 收窄 94.55pct。

图 7：公路板块上半年营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公路板块单季度营业收入情况（亿元，%）

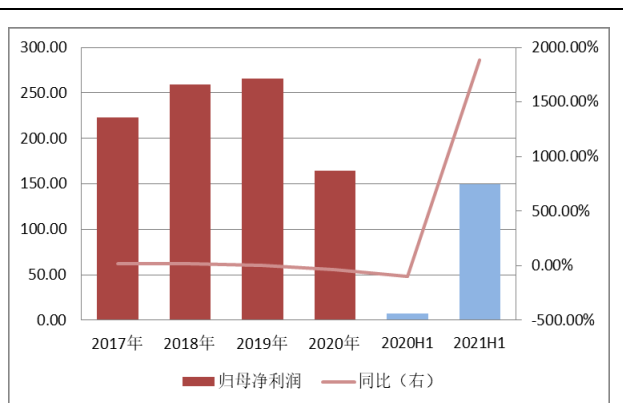


资料来源：wind，山西证券研究所

2.2 盈利能力好转，经营性现金流改善

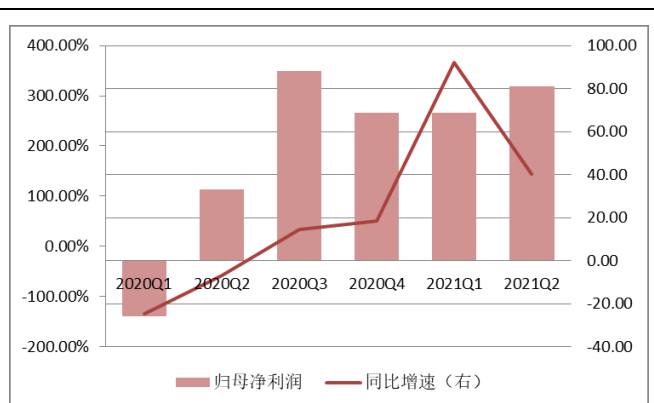
H1 归母净利润同比高速增长，Q2 归母净利润规模高于 19 年同期。2021H1，板块合计归母净利润 149.67 亿元，同比增长 1881.29%，较 2019 年下降 2.51%。2021Q2，板块合计归母净利润 81.10 亿元，同比增长 143.38%，较 2019Q2 增长 3.00%。

图 9：公路板块上半年归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：公路板块季度归母净利润情况（亿元，%）

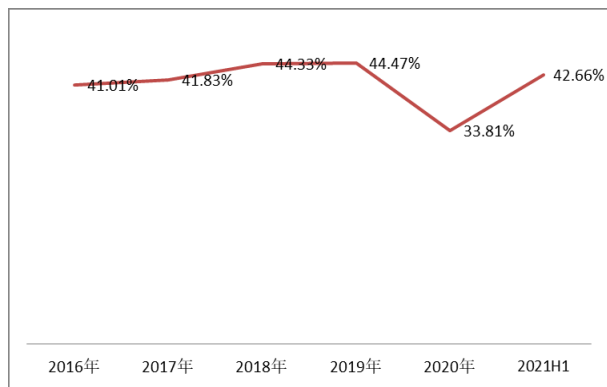


资料来源：wind，山西证券研究所

毛利率同比显著回升，费用管控能力增强。2021H1，板块毛利率为 42.66%，同比+22.27pct，较 2019H1 低 4.79pct；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.62%、3.67%、8.38%，同比分别下降 0.34pct、

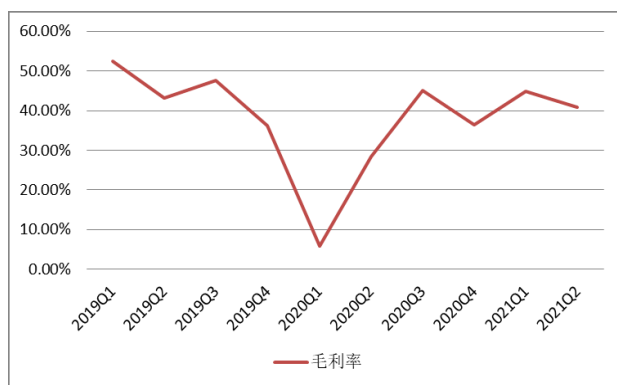
1.99pct、7.13pct。2021Q2，板块毛利率为 40.75%，同比提升 12.39pct，较 2019Q2 低 2.53pct；板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.66%、3.48%、7.89%，合计 12.03%，同比、环比分别下降 5.96pct、1.35pct，较 2019Q2 下降 1.28pct。

图 11：公路板块毛利率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

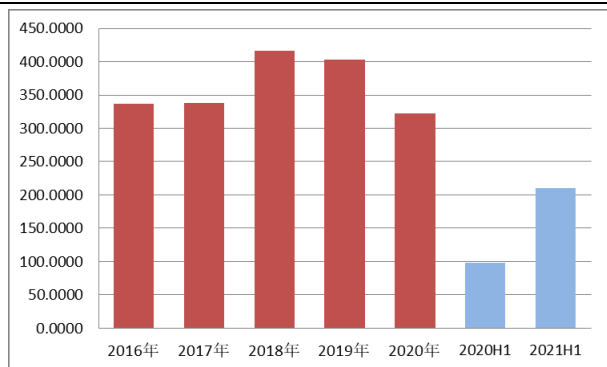
图 13：公路板块单季度毛利率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

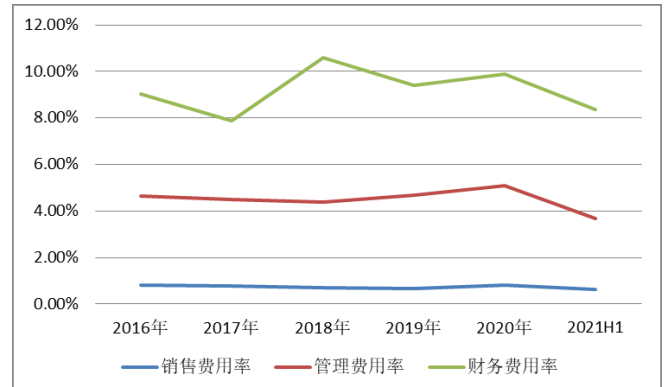
经营性现金流改善，资产负债率整体平稳。2021H1，公路板块多数上市公司经营活动现金流改善，板块合计经营活动现金流量净额为 210.44 亿元，同比+115.63%。此外，近几年，板块平均资产负债率表现较为平稳，基本维持在 45%-47%区间内波动，2021H1，板块平均资产负债率为 45.13%，同比下降 1.74pct。

图 15：公路板块经营活动现金流量净额情况（亿元）



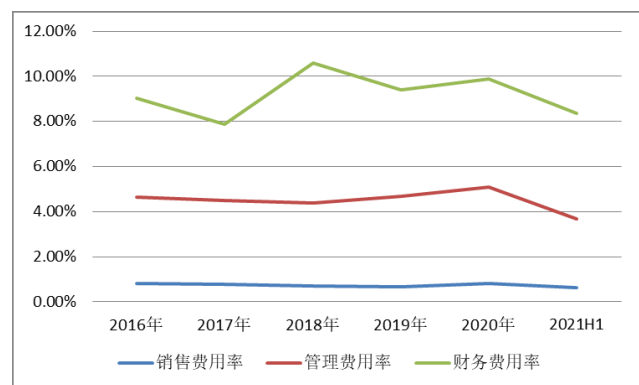
资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：公路板块费用率情况（%）



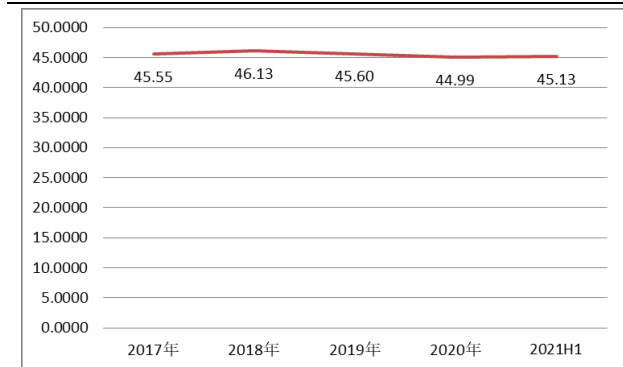
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：公路板块单季度费用率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：公路板块平均资产负债率（%）



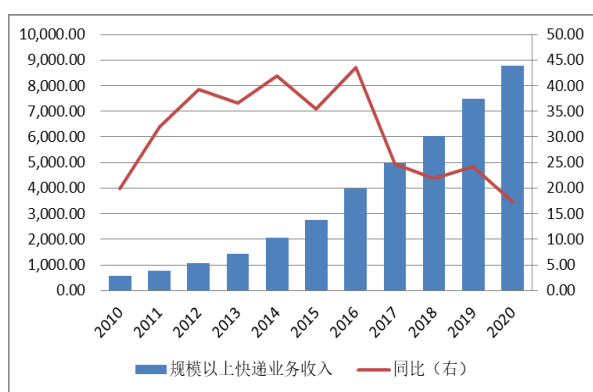
资料来源：wind，山西证券研究所

3. 快递板块

3.1 件量持续高速增长，价格战趋于缓和

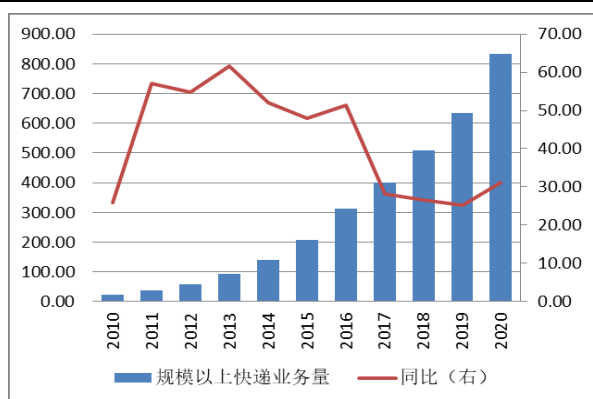
业务量持续同比高速增长。2021年初以来，月度规上快递业务收入、规上快递业务量均持续同比高速增长，但是随着疫情环境下的低基数逐步消退，Q2同比增速较Q1显著收窄。2020年，全年实现规上快递业务收入8795.40亿元，规上快递业务量833.60亿件，同比分别增长17.31%、31.23%。2021H1，累计实现规上快递业务收入4842.10亿元，规上快递业务量493.95亿件，同比分别增长26.63%、45.79%。后续来看：一方面，电商平台多元化发展，以及直播带货快速发展进一步刺激网购需求释放，而疫情环境推动消费者消费场景、消费习惯发生转变，网购需求有望持续放量，进而为快递业务提供持续增量；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 17：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

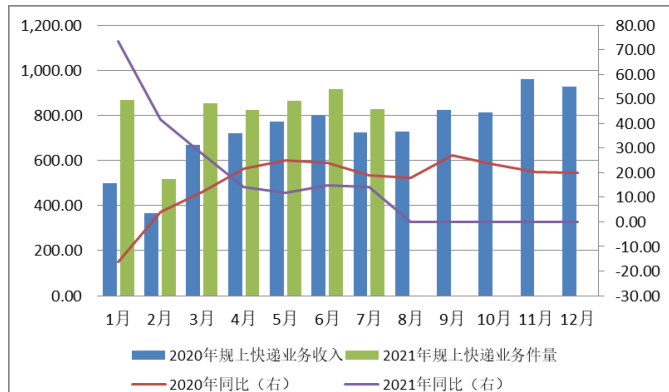
图 19：年度规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

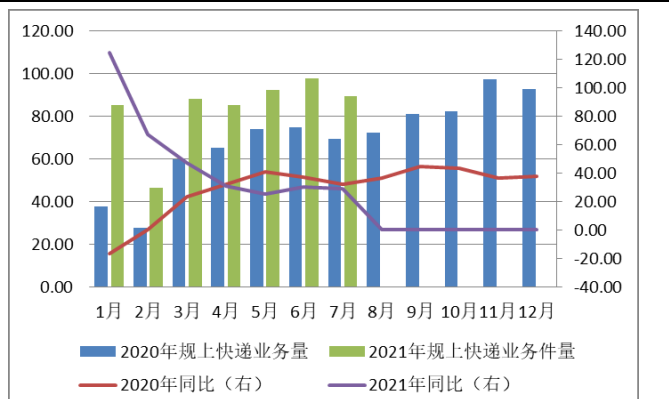
价格战加剧，单票收入整体下行。年度指标来看，快递业务平均单价2010年至今持续下行，2020年全年快递业务平均单价为10.55元/件，同比下降10.59%。月度指标来看，2020年3月至今，单票收入同比均

图 18：月度快递业务收入情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

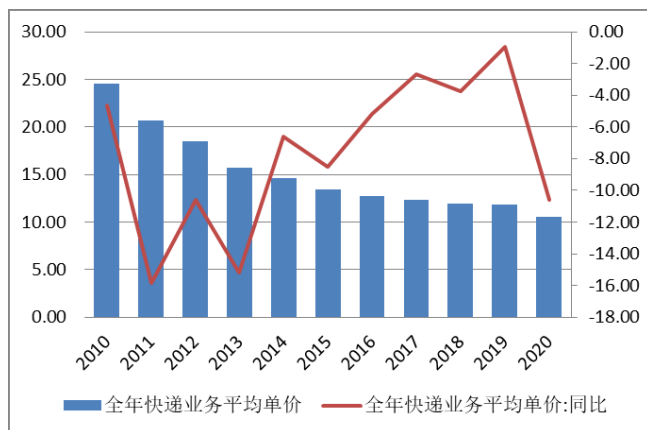
图 20：月度规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

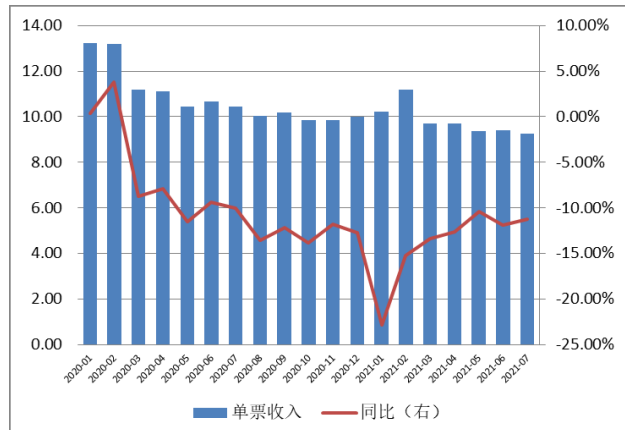
较大幅度下降，月度同比降幅均超过 10%。目前，行业监管趋严，且中通、圆通、韵达等多家主流快递企业均确认上调派费，价格战趋于缓和。

图 21：快递业务年度平均单价（元/件，%）



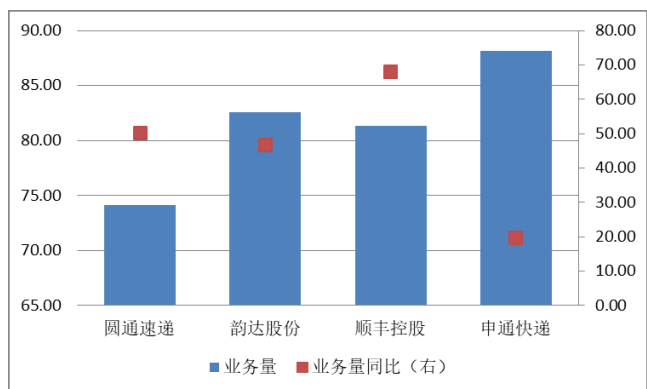
资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：单票收入月度运行状况（元/件，%）



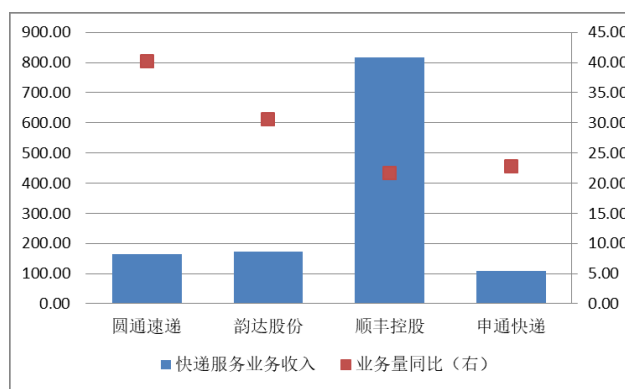
资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：快递板块部分上市公司 21H1 快递业务量（亿票，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：快递板块部分上市公司 21H1 快递服务业务收入（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

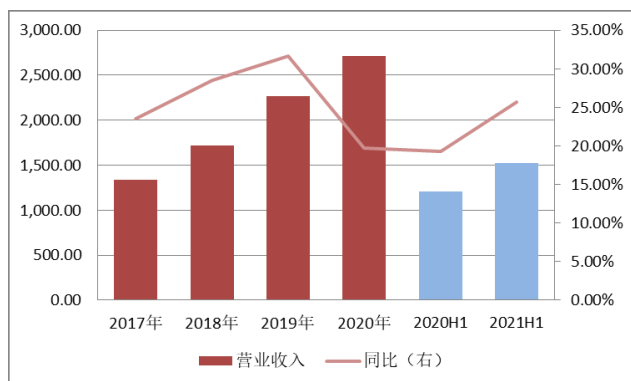
3.2 营收规模扩大，利润端压力加大

H1 营收同比高速增长，上市公司营收同比皆增。2021H1，我国物流行业维持较高景气度，快递业务量及业务收入均持续高速增长，板块营收持续同比高增长，板块合计营业收入 1519.55 亿元，同比增长 25.68%，同比增速较 2020H1 提升 6.38pct，且快递板块 5 家上市公司营业收入同比不同程度增长，且增速均超过 15%。2021Q2，板块合计营业收入为 794.11 亿元，同比增长 16.59%，同比增速环比收窄 20.83pct，5 家上市公司营收同比均增长，但增速环比不同程度收窄，其主要原因是疫情因素导致 20Q1 基数偏低，板块及上市公司 Q2 同比增速均处于高位区间。

利润端承压，利润同比下滑。一是经济快递产品快速增长及价格战加剧，加大利润端压力，二是随着行业信息化、智能化、数字化提升，公司布局趋向于全链路、高科技，前期投入较大，三是上年同期受疫

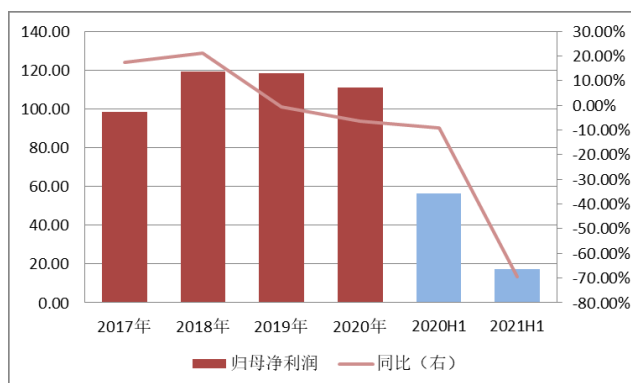
情影响，免收收费公路车辆通行费、税收优惠政策以及油价影响，成本较低，上半年板块利润端压力加大，2021H1 及 Q2 归母净利润同比均下降，但 Q2 降幅较 Q1 收窄。2021H1，板块合计归母净利润 17.21 亿元，同比下降 69.47%；毛利率 9.06%，同比-5.90pct。2021Q2，板块合计归母净利润 21.90 亿元，同比-47.36%，降幅环比收窄 84.34pct；毛利率 10.41%，同比-5.75pct，环比+2.83pct。分公司看，2021H1 及 Q2 板块上市公司归母净利润同比不同程度下降。

图 25：快递板块上半年营收情况（亿元，%）



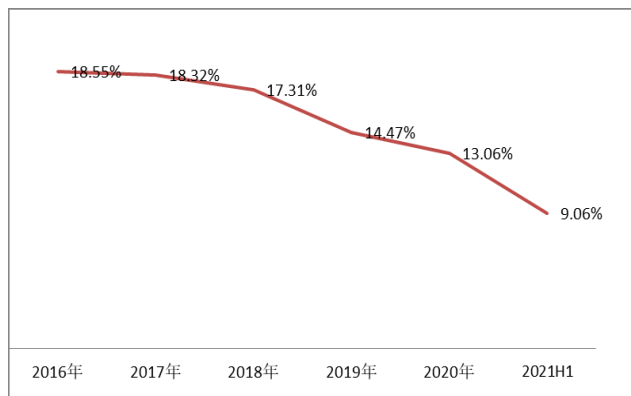
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：快递板块上半年归母净利润情况（亿元，%）



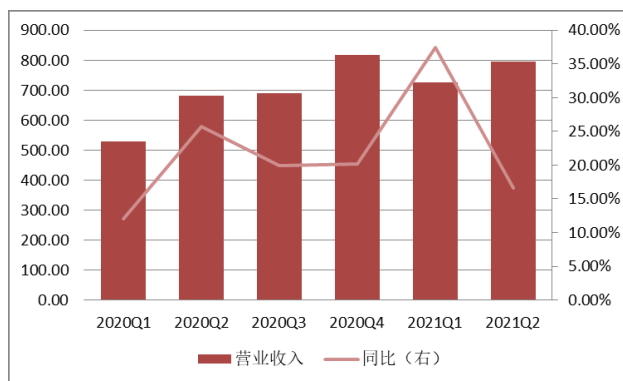
资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：快递板块上半年毛利率情况（%）



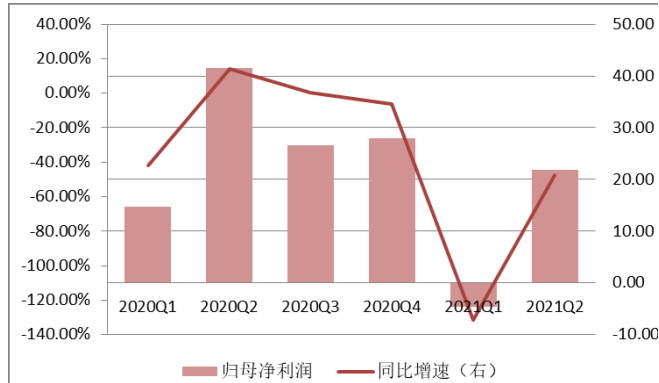
资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：快递板块季度营收情况（亿元，%）



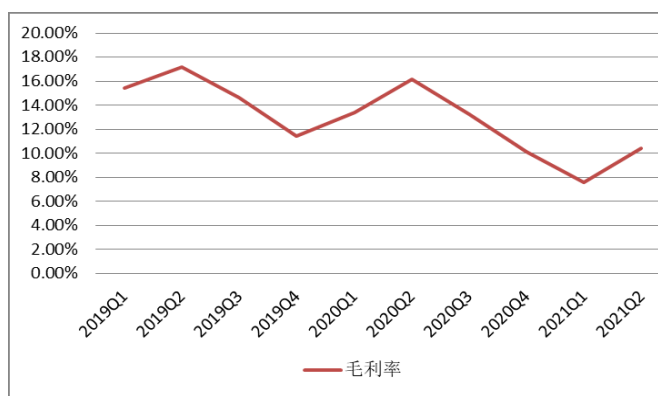
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：快递板块季度归母净利润情况（亿元，%）



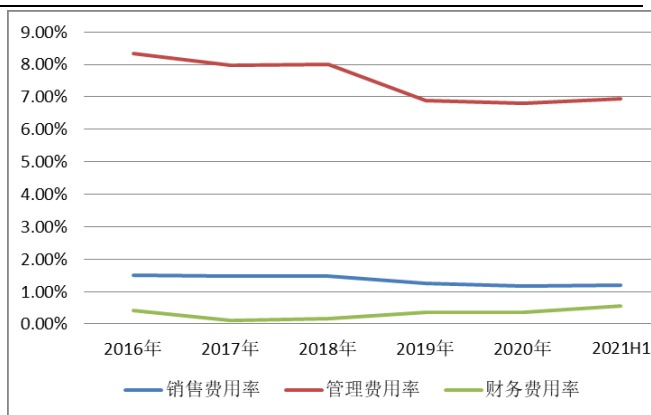
资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：快递板块季度毛利率情况（%）



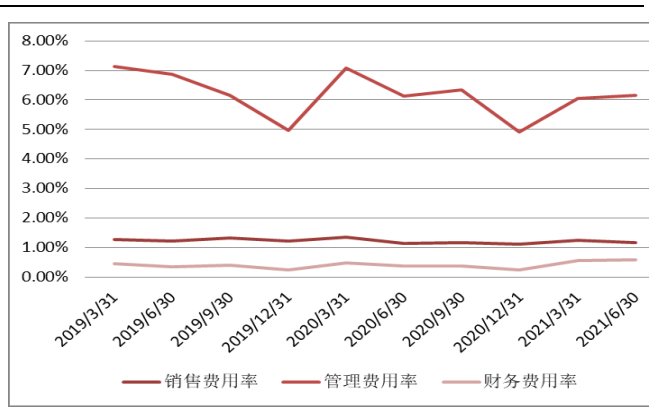
资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：快递板块上半年费用率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：快递板块季度费用率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：快递板块 2021H1 部分业绩指标

	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归母净利润（亿元）	同比增速（%）	毛利率（%）
韵达股份	182.09	27.18	4.46	-34.45	9.50
顺丰控股	883.44	24.20	7.60	-79.80	10.10
申通快递	110.18	19.00	-1.46	-306.99	2.20
圆通速递	194.95	33.70	6.46	-33.50	7.04
德邦股份	148.89	28.16	0.16	-89.88	10.11

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：快递板块 2021Q2 部分业绩指标

	营业收入（亿元）	同比增速（%）	归母净利润（亿元）	同比增速（%）	毛利率（%）
韵达股份	98.79	13.64	2.18	-37.21	8.82
顺丰控股	457.24	21.65	17.49	-38.73	58.69
申通快递	57.55	1.23	-0.57	-560.96	0.98
圆通速递	105.35	16.45	2.75	-60.69	6.32
德邦股份	75.19	5.90	0.05	-98.02	7.87

资料来源：wind，山西证券研究所

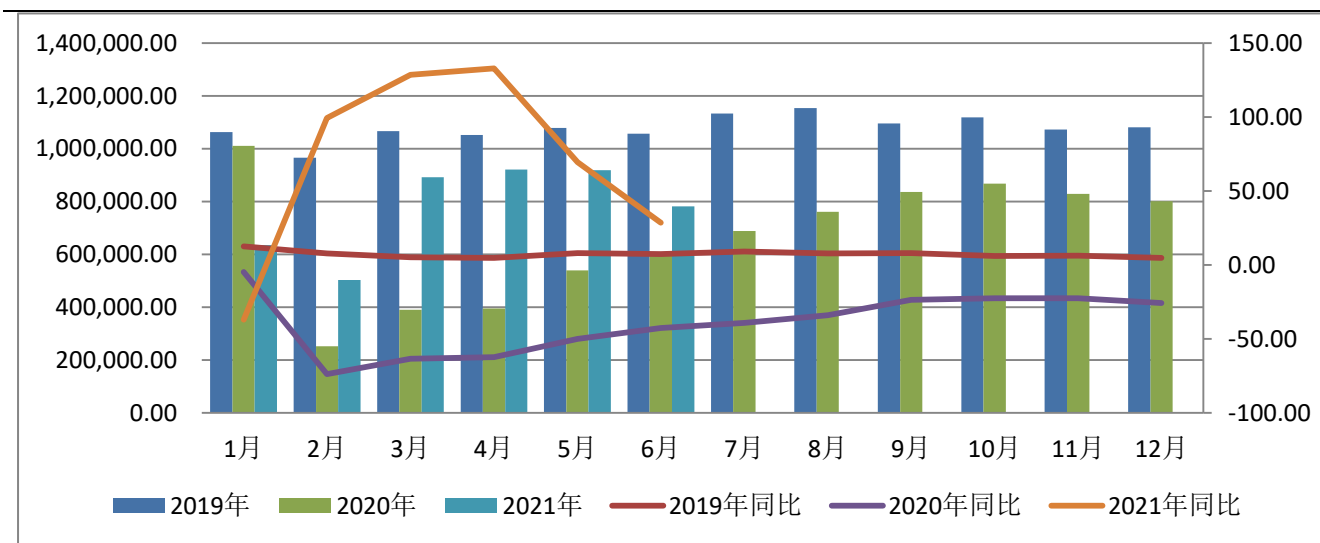
4. 航空板块

4.1 国际航空运输业不均衡恢复，短期国内疫情反复冲击暑运旺季

国际航空运输业不均衡恢复，Q2 国内客运规模超 19 年同期。2021 上半年，受新疫情影响，全球航空运输产业不均衡复苏。需求支撑下，航空货运市场恢复较好。受益国内疫情防控形势显著好转，以及国民经济整体向好，疫苗接种逐步推进，国内航线航空客运、货运均显著修复，二季度客货运规模均超过 19 年同期。然而，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。2021 上半年，民航总周转量为 464.9 亿吨公里，同比增长 45.69%，是 2019H1 的 74.05%，

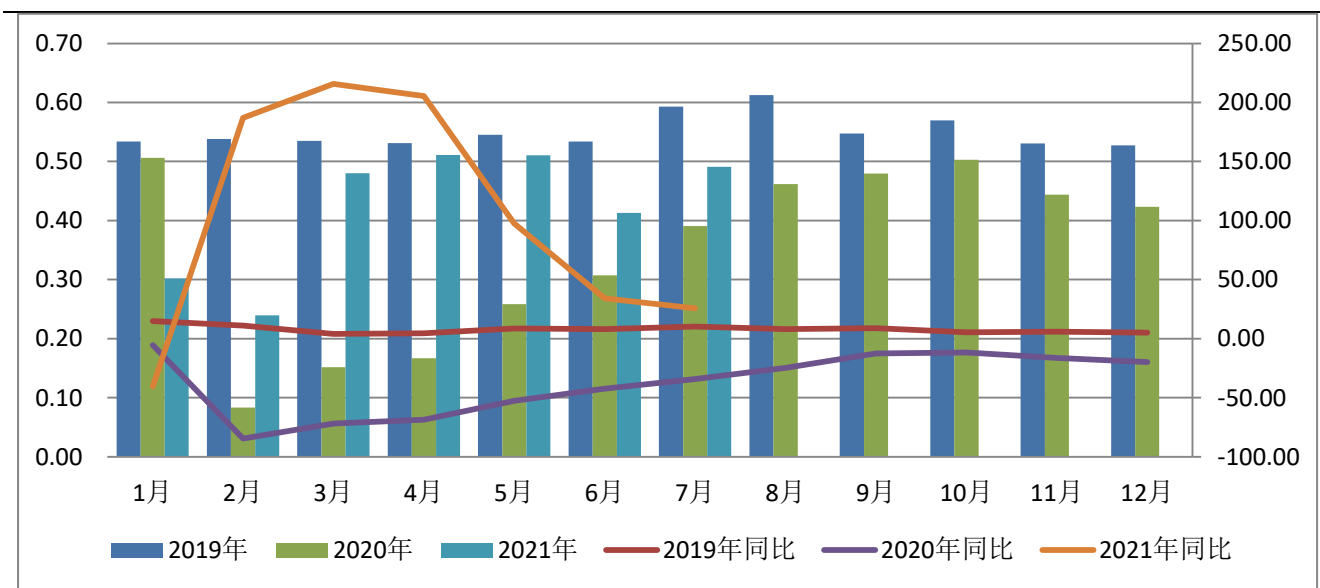
其中客运量 2.46 亿人次，货邮运输量 374.20 亿吨，同比分别增长 66.60%、24.82%，客货运规模分别是 2019 年同期的 76.31%，106.53%；板块营业收入 1385.38 亿元，同比+32.41%，较 2019H1 低 35.71%。2021Q2，国内、国际、地区航线客运量分别较 2019 年同期+0.12%、-97.87%、-93.29%，货运量分别较 2019 年同期 +1.13%、+17.85%、-8.62%；合计营业收入 831.95 亿元，同比+86.35%，较 2019Q2 低 21.43%。后续来看，短期国内疫情反复冲击暑运旺季，但长期民航客流量复苏态势确定性较强，随着防控形势逐步好转，以及疫苗接种进度持续推进，国际航线有望逐步回暖，进而带动航空板块收入端改善。

图 31：我国民航总周转量情况（亿吨公里，%）



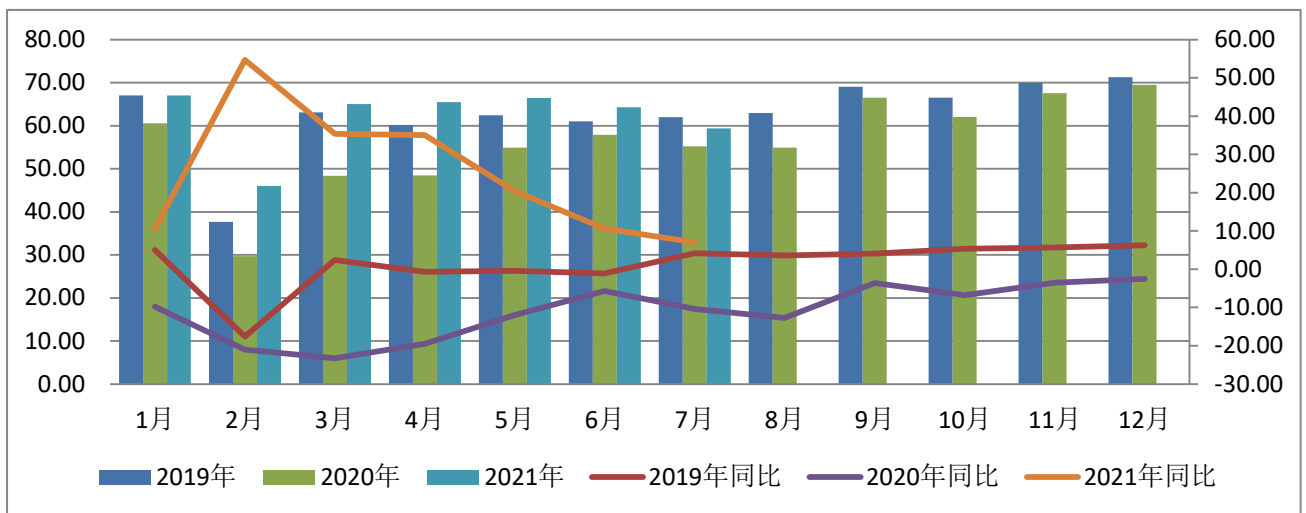
资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：我国民航客运量情况（亿人，%）



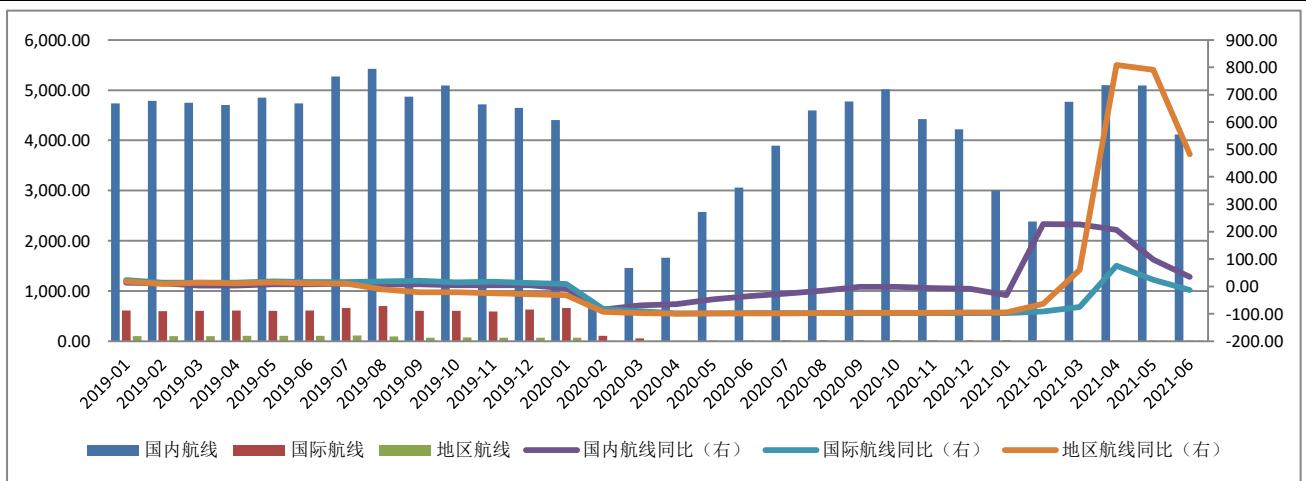
资料来源：wind，山西证券研究所

图 33：我国民航货运量情况（亿吨，%）



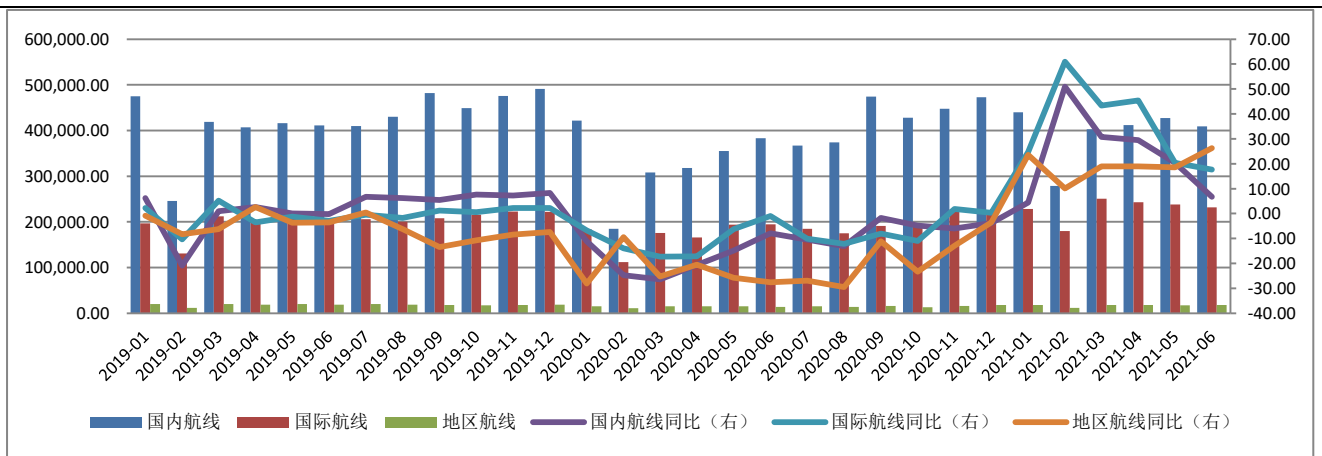
资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：不同航线客运量情况对比（万人，%）



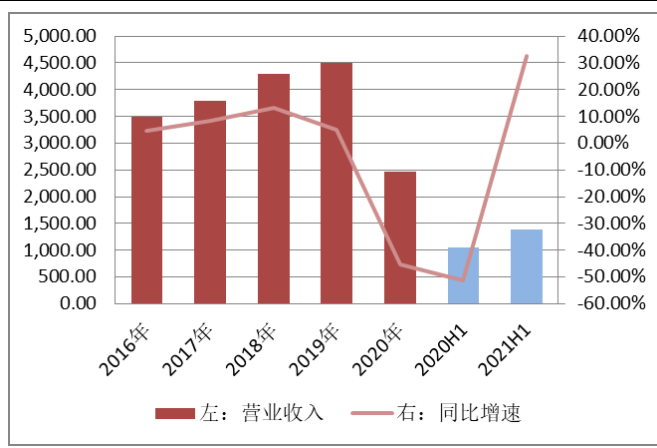
资料来源：wind，山西证券研究所

图 35：不同航线货邮运输量情况对比（吨，%）



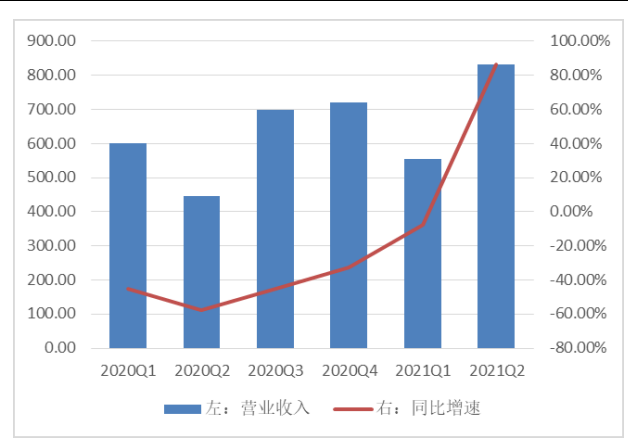
资料来源：wind，山西证券研究所

图 36：航空板块上半年营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 37：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

表 6：航空板块上市公司营收情况（亿元，%）

证券代码	证券简称	2021H1		2021 年二季度		
		营业收入	同比增速	营业收入	同比增速	同比 2019Q2
000099.SZ	中信海直	7.56	9.50	4.2357	13.6131	0.58
002928.SZ	华夏航空	23.29	17.41	12.2800	31.5422	-0.05
600029.SH	南方航空	515.76	32.37	303.2300	70.1341	-14.11
600115.SH	东方航空	347.10	38.13	213.1500	120.3101	-25.81
601021.SH	春秋航空	54.54	34.82	32.3098	94.4816	-7.94
601111.SH	中国国航	376.64	27.05	230.8313	86.3043	-29.54
603885.SH	吉祥航空	60.49	45.08	35.9176	100.7054	-8.60

资料来源：wind，山西证券研究所

4.2 板块同比减亏，现金流情况改善

H1 板块同比减亏，Q2 毛利率转正。2021H1，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，但同比减亏；板块合计归母净利润-164.37 亿元，同比+39.48%，分公司看中信海直、华夏航空、春秋航空、吉祥航空归母净利润为正；板块毛利率为-6.24%，同比+9.94pct，较 2019H1-19.32pct。分公司看，中信海直、华夏航空、吉祥航空毛利率为正，其中中信海直、华夏航空毛利率较 2019H1 提升。2021Q2，板块合计归母净利润-18.41 亿元，亏损程度环比显著收窄，毛利率为 3.83%。分公司看，归母净利润仅南方航空、东方航空、中国国航归母净利润为负，毛利率仅东方航空为负。

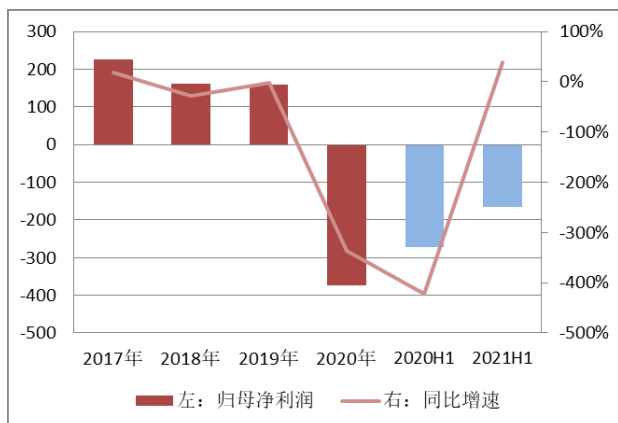
表 7：航空板块个股归母净利润情况（亿元，%）

证券代码	证券简称	2021H1			2021 年二季度			
		归母净利润	同比增速	毛利率	归母净利润	同比增速	同比 2019Q1	毛利率
000099.SZ	中信海直	1.20	69.06	28.87	0.87	79.39	25.23%	33.72
002928.SZ	华夏航空	0.12	41.71	12.07	0.60	-42.88	8.45	14.36

600029.SH	南方航空	-46.88	42.65	-0.56	-6.82	76.58	28.88	6.33
600115.SH	东方航空	-52.08	39.03	-14.24	-14.03	69.56	-2126.98	-2.36
601021.SH	春秋航空	0.10	102.55	-4.09	2.95	262.83	-22.22	5.72
601111.SH	中国国航	-67.86	28.12	-10.59	-5.78	87.53	-238.73	2.90
603885.SH	吉祥航空	1.02	115.12	5.08	3.81	306.80	113.39	16.65

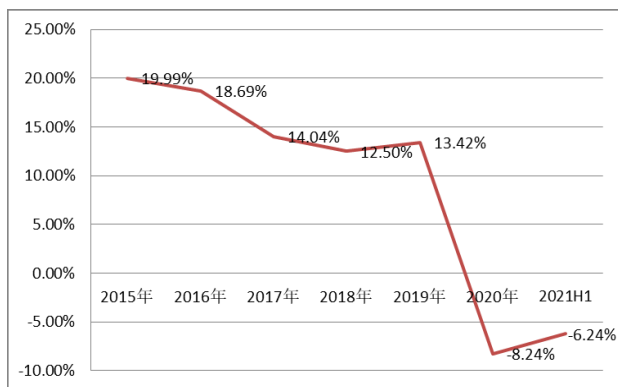
资料来源：wind，山西证券研究所

图 38：航空板块年度归母净利润情况（亿元，%）



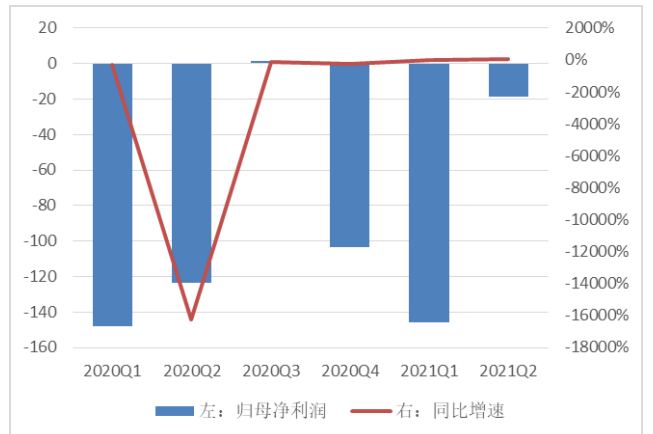
资料来源：wind，山西证券研究所

图 40：航空板块上半年毛利率情况（%）



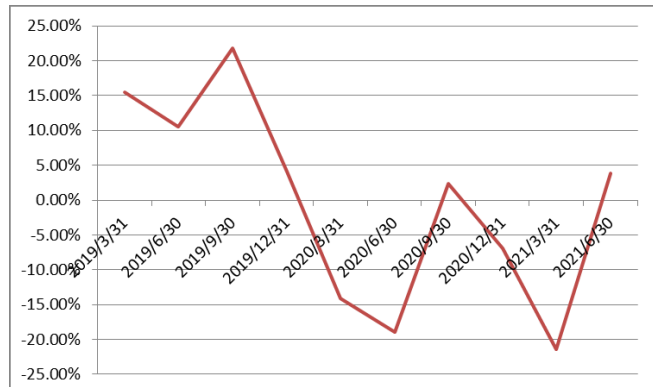
资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：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

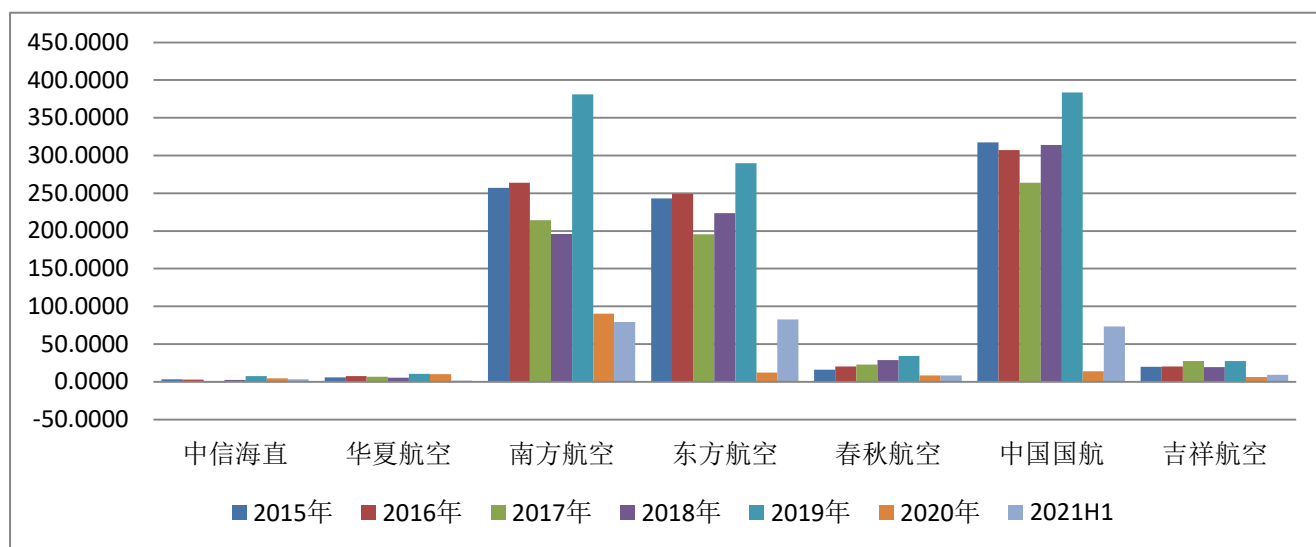
图 41：航空板块单季度毛利率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

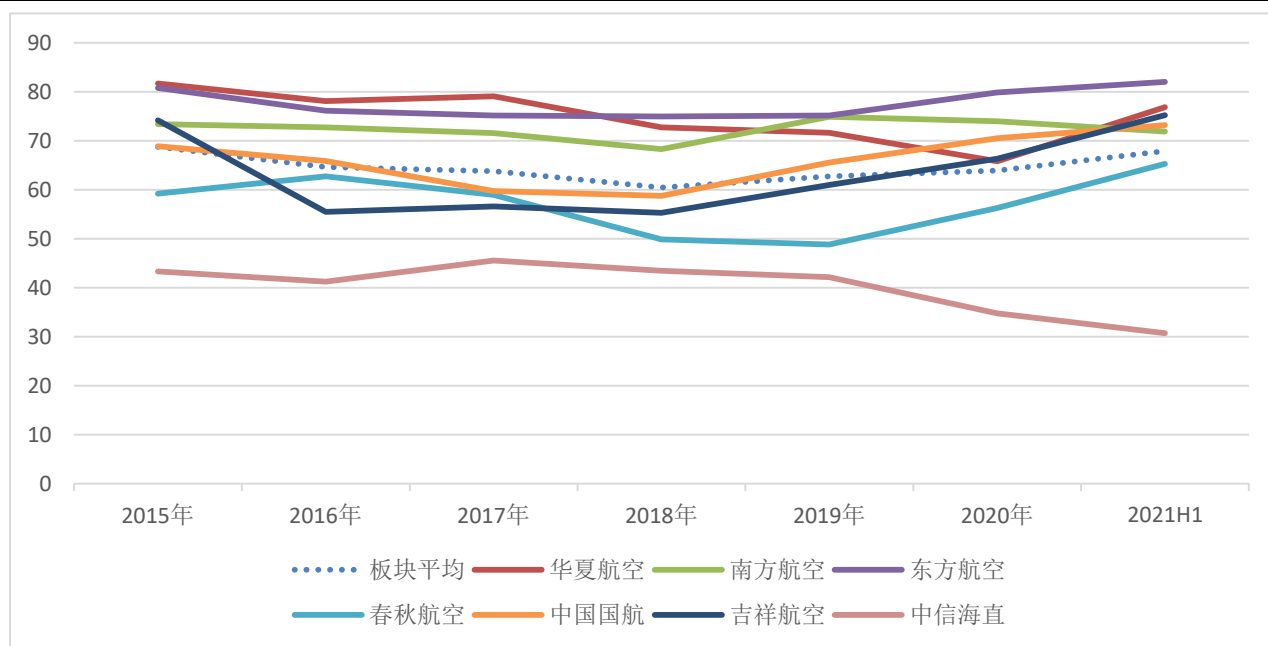
H2 板块现金流改善，板块资产负债率环比上升。就现金流而言，2021 上半年，仅中信海直经营性现金流量净额为负，板块合计经营活动现金流量净额为 257.60 亿元，上年同期板块合计经营活动现金流量净额为-202.46 亿元，板块经营性现金流显著改善。就资产负债率指标来看，2021H1，板块平均资产负债率为 67.87%，同比增加 2.42pct。分公司看，中信海直、南方航空资产负债率同比下降，其余 5 家上市公司资产负债率、同比均增长。

图 42：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 43：航空板块资产负债率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

5. 投资策略及重点标的

1) **快递板块**：一是线上消费潜力不断释放，下沉市场及新零售持续为行业提供增量，行业规模稳定高速增长，二是监管政策强化，行业价格战趋缓，快递企业盈利有望改善，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:**虽然短期国内疫情反复冲击暑运旺季,但长期民航客流量复苏态势确定性较强,随着疫苗接种进度持续推进,国际航线有望逐步回暖,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

