

行业研究

疫情反复延缓客运需求复苏，外需指数回落出口压力显现

——交通运输行业周报 20210905

要点

◆**国内疫情反复，暑期客运需求难以恢复到 19 年同期水平。**我们通过跟踪非制造业 PMI 指数、社零增速、主要国家中国游客入境人次、免税品进出口金额来观察未来客运需求的变化趋势。2021 年 8 月非制造业 PMI 指数环比下降 5.8pct 至 47.5%，连续 3 个月下降，且回落的速度明显加大，主要原因是服务业商务活动指数下降明显，年内首次降至临界点以下，主要受到了 7 月下旬以来，疫情在国内多点散发的影响；2021 年 7 月社零同比上涨 8.5%，与 2019 年同期相比，7 月社零增速 7.2%，低于 3 月至 6 月的表现（8.9%以上），略高于 1-2 月（6.4%），7 月社零环比增速-5.3%，大幅低于历史同期的-1.1%（2016 年至 2019 年），三季度内，疫情反复可能会持续影响居民消费恢复的节奏；受去年高基数影响，2021 年 7 月免税品进出口金额同比下降 10.1%；港台地区、日本的中国内地旅客 2021 年 7 月入境（关）人次继续维持在一万人次（以下）低位。

◆**外需指数持续回落，出口下行压力将进一步凸显。**我们通过跟踪制造业 PMI 指数、进出口增速、工业增加值增速、固定资产投资增速来观察未来货运量的变化趋势。2021 年 8 月制造业 PMI 指数下降至 50.1%，环比回落 0.3 个百分点，并低于近 3 年同期均值，创下 2020 年 3 月以来新低，其中 8 月新出口订单指数为 46.7%，低于上月 1.0 个百分点，连续 5 个月出现回落，全球疫苗加速接种，海外供给逐步恢复，出口动能持续走弱；2021 年 7 月工业增加值同比增速为 6.4%（前值为 8.3%），比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%；2021 年 1-7 月固定资产投资累计增速为 10.3%，基数效应带来的高增速数值仍较为明显；2021 年 7 月进出口金额同比增长 23.1%，环比 6 月增速下降了 11.1pct，出口下滑压力开始显现，由于海外供需缺口逐步收敛，对于中国产能的依赖也会持续下滑，不过欧美供应链的复苏也并非是一蹴而就的，因此出口在三季度犹有支撑，四季度随着美国大流行病失业补贴停止发放，出口下行压力将进一步凸显。

◆**人民币兑美元汇率保持平稳，原油价格高位震荡。**基于交运公司成本结构，我们跟踪 7 天回购利率、五年期 LPR、美元汇率来观察财务费用的变化趋势；跟踪油价来观察运营成本的变化趋势。整体来看，7 天回购利率窄幅振荡，五年期 LPR 在 2021 年 8 月没有调整；人民币兑美元汇率保持平稳；布伦特原油价格高位震荡，目前维持在 70 美元/桶上方。

◆**投资建议：**国内疫情反复，航空客运需求恢复受负面冲击，我们认为一线机场公司、航空公司的成长逻辑和区位优势都没有因疫情发生本质变化，部分个股短期超跌，市场情绪过于悲观；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空需求必将逐步恢复，一线机场公司、航空公司价值重估是确定性事件；监管持续加码，快递行业价格战有所缓和。我们维持行业“增持”评级，推荐南方航空、中国国航、中国东航、吉祥航空和韵达股份，建议关注春秋航空、白云机场、深圳机场、圆通速递、顺丰控股。

◆**风险分析：**新冠疫情持续时间超出市场预期；宏观经济大幅下滑导致行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

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	7.56	-0.99	-0.58	0.09	-	-	84	增持
600029.SH	南方航空	6.01	-0.71	-0.31	0.11	-	-	55	增持
600115.SH	中国东航	4.85	-0.72	-0.41	0.10	-	-	49	增持
002120.SZ	韵达股份	17.69	0.48	0.62	0.68	37	29	26	增持
603885.SH	吉祥航空	15.50	-0.24	0.21	0.56	-	74	28	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-03

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

疫情反复不改需求恢复趋势，注资推动业务稳健发展——中国东航（600115.SH）2021 年中报点评（2021-08-31）

基本面逐步改善，静待海外需求复苏——中国国航（601111.SH）2021 年中报点评（2021-08-30）

国内需求复苏，毛利率有望转正——南方航空（600029.SH）2021 年中报点评（2021-08-30）

航空需求恢复短期承压，机场航司布局正在当下——航空运输业 2021 年 7 月经营数据点评（2021-08-17）

国内疫情防控措施逐步升级，暑运需求恢复受负面冲击——交通运输行业周报 20210808（2021-08-08）

疫情反复不改需求恢复趋势，定增帮助提升盈利水平——吉祥航空（603885.SH）2021 年中报点评（2021-08-03）

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业 2021 年中期投资策略（2021-07-15）

广深两地相继“解封”，暑期客运需求有望持续恢复——航空运输业 2021 年 6 月经营数据点评（2021-07-15）

国内局部疫情缓解，暑期客运需求有望持续恢复——交通运输行业周报 20210703（2021-07-03）

1、周报观点

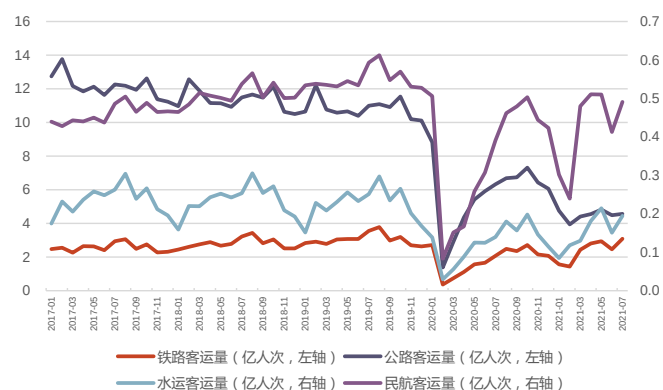
1.1、国内疫情反复，暑期客运需求难以恢复到 19 年同期水平

2021 年 7 月，全国旅客客运量同比下降约 6.6%，其中，铁路、公路、水运、民航客运量分别同比变化+49%、-28%、+39%、+26%，分别恢复至 19 年同期水平的 87%、42%、77%、83%。

2021 年 7 月，全国旅客周转量同比上涨约 36%，其中，铁路、公路、水运、民航客运周转量分别同比变化约+71%、-19%、+57%、+32%，分别恢复至 19 年同期水平的 81%、46%、56%、70%。

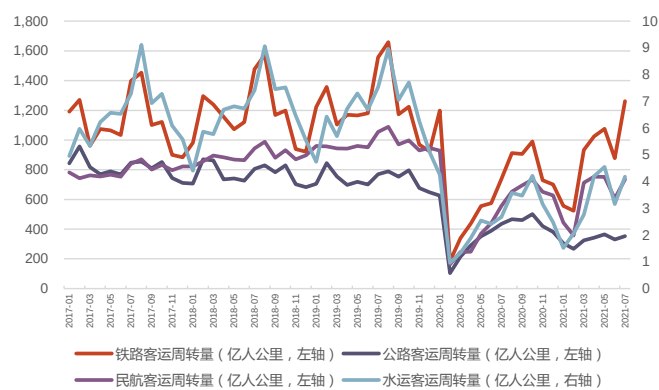
由于 7 月中上旬国内疫情防控效果较好，旅客出行需求有所恢复。2021 年 7 月全国旅客客运量环比上涨 11.0%，增速较上月由负转正，其中铁路、公路、水路、民航客运量分别环比上涨 25.4%、1.8%、29.0%、19.0%；2021 年 7 月全国旅客周转量环比上涨约 29.6%，增速较上月由负转正，其中铁路、公路、水路、民航客运周转量分别环比上涨 43.8%、7.0%、32.4%、21.4%。

图 1：2021 年 7 月公路、铁路、水路、民航客运量环比上涨



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

图 2：2021 年 7 月公路、铁路、水路、民航客运周转量环比上涨



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

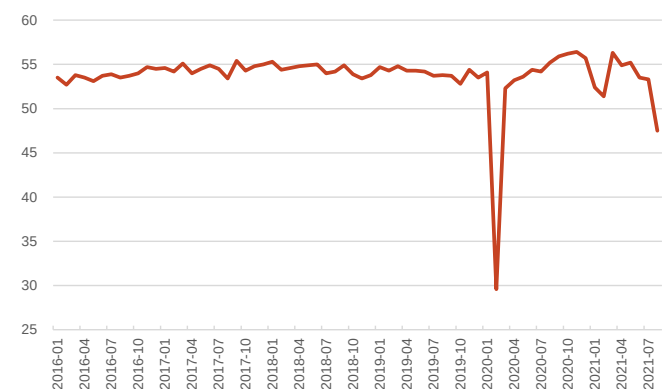
在国内疫情防控效果较好的背景下，受暑期国内游带动，我国 7 月中上旬营业客运量有所恢复，7 月下旬以来，国内疫情多点散发，使得 7 月份营业性客运量受到一定程度的影响，整个 7 月营业性的客运量是 8.3 亿人次，比 2020 年同期下降 6.9%，比 2019 年同期下降 46.0%，两年平均下降 26.5%。全国 36 个中心城市完成公共交通客运量 47.3 亿人次，比 2020 年同期增长 15.3%，比 2019 年同期下降 18.7%，两年平均下降 9.8%。

由于国内新冠疫情出现反复，零星散发疫情的情况较多，防控措施逐渐升级，我们预计今年暑运需求难以恢复到 19 年同期水平。不过根据国内经验，在防控措施延续两到三个潜伏期后，疫情能够基本得到控制。截至自 9 月 4 日零时，上海市中风险地区清零，全国还有 4 个中风险地区。如果国内局部疫情在 9 月能得到控制，国庆航空需求有望快速恢复。

我们通过跟踪非制造业 PMI 指数、社零增速、主要国家中国游客入境人次、免税品进出口金额来观察未来客运需求的变化趋势。2021 年 8 月非制造业 PMI 指数环比下降 5.8pct 至 47.5%，连续 3 个月下降，且回落的速度明显加大，主要原因是服务业商务活动指数下降明显（8 月为 45.2%，比 7 月低 7.3 个百分点），年内首次降至临界点以下，主要受到了 7 月下旬以来，疫情在国内多点散发的影响，从行业情况看，疫情抑制了聚集型服务行业需求的释放，交通运输、住宿餐

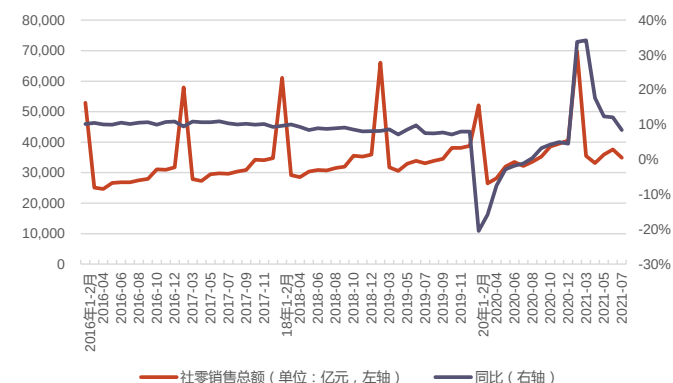
饮、商务服务以及文化体娱等行业 PMI 均降至临界点以下，业务活动明显减少；2021 年 7 月社零同比上涨 8.5%，与 2019 年同期相比，7 月社零增速 7.2%，低于 3 月至 6 月的表现（8.9%以上），略高于 1-2 月（6.4%），7 月社零环比增速-5.3%，大幅低于历史同期的-1.1%（2016 年至 2019 年），三季度内，疫情反复可能会持续影响居民消费恢复的节奏；受去年高基数影响，2021 年 7 月免税品进出口金额同比下降 10.1%；港台地区、日本的中国内地旅客 2021 年 7 月入境（关）人次继续维持在一万人次（以下）低位，2021 年 7 月内地居民赴澳人数为 72.4 万人次，环比上涨 53.5%。

图 3：2021 年 8 月非制造业 PMI 指数环比大幅下降（单位：%）



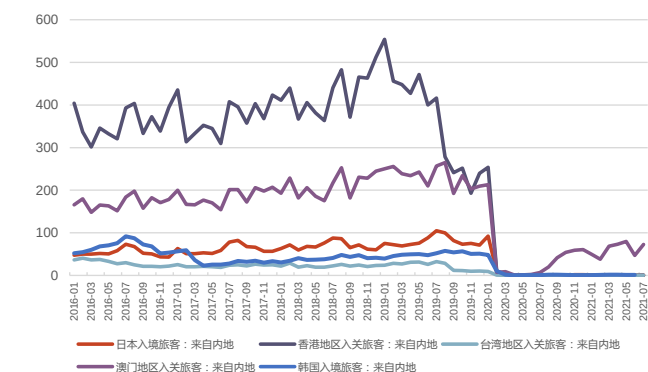
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 4：2021 年 7 月社会消费品零售总额增速回落



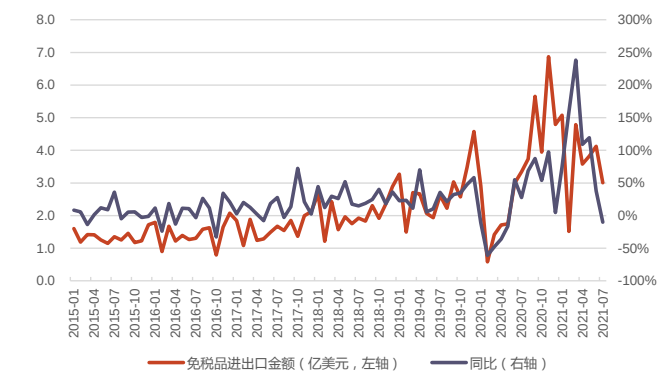
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

图 5：2021 年 7 月澳门地区中国内地游客入关人次环比回升（单位：万人）



资料来源：wind，光大证券研究所，港澳台地区、日本数据截至 2021 年 7 月，韩国数据截至 2021 年 6 月

图 6：2021 年 7 月免税品进出口金额同比下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

1.2、外需指数持续回落，出口下行压力将进一步凸显

2021 年 7 月，全国货运量同比上涨约 7.8%，增速环比上月下降 2.5pct，其中铁路货运量同比下降 7.2%，环比上月增速由正转负；公路、水路、航空货运量分别同比上涨 10.1%、6.1%、7.0%，环比上月增速分别变化-2.7pct、+1.3%、-3.6pct。

2021 年 7 月，全国货运周转量同比上涨约 4.4%，环比上月增速下降 4.0pct，其中铁路货运周转量同比下降 6.5%，环比上月增速由正转负；公路、水路、航空货运周转量分别同比上涨 8.4%、5.3%、11.8%，环比上月增速分别变化 +0.4pct、-5.6pct、-1.5pct。

2021年7月,全国完成营业性货运量44.5亿吨,比2020年同期增长7.8%,比2019年同期增长10.9%,两年平均增长5.3%;全国完成港口货物吞吐量12.7亿吨,比2020年同期增长1.0%,比2019年同期增长7.1%,两年平均增长3.5%,完成集装箱吞吐量2371万标箱,比2020年同期下降0.4%,比2019年同期增长4.2%。整体来看,货运需求7月货运需求出现环比下滑,随着海外供应链的复苏以及补贴政策的退出,出口下行压力逐步凸显。

图7: 2021年7月铁路货运量同比下降

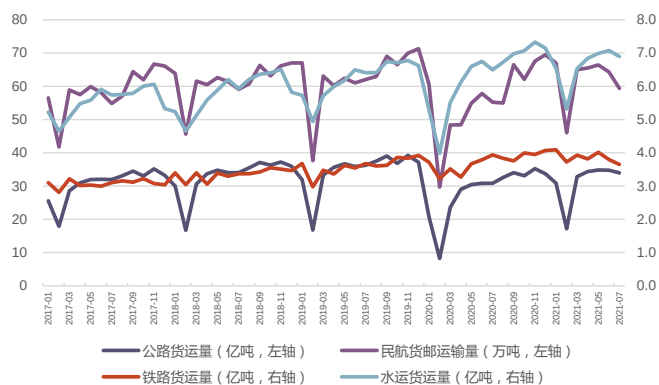
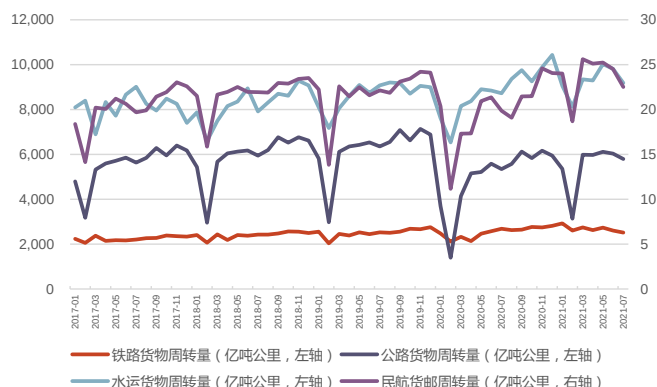


图8: 2021年7月铁路货运周转量同比下降



我们通过跟踪制造业PMI指数、进出口增速、工业增加值增速、固定资产投资增速来观察未来货运量的变化趋势。2021年8月制造业PMI指数下降至50.1%，环比回落0.3个百分点，并低于近3年同期均值，创下2020年3月以来新低，其中8月新出口订单指数为46.7%，低于上月1.0个百分点，连续5个月出现回落，全球疫苗加速接种，海外供给逐步恢复，出口动能持续走弱；2021年7月工业增加值同比增速为6.4%（前值为8.3%），比2019年同期增长11.5%，两年平均增长5.6%；2021年1-7月固定资产投资累计增速为10.3%（前值为12.6%），基数效应带来的高增速数值仍较为明显（2020年1-7月固定资产投资累计增速为-1.6%）；2021年7月进出口金额同比增长23.1%，环比6月增速下降了11.1pct，出口下滑压力开始显现，由于海外供需缺口逐步收敛，对于中国产能的依赖也会持续下滑，不过欧美供应链的复苏也并非是一蹴而就的，因此出口在三季度犹有支撑，四季度随着美国大流行病失业补贴停止发放，出口下行压力将进一步凸显。

图9: 2021年8月制造业PMI指数环比小幅下降（单位：%）



图10: 2021年7月进出口增速环比回落

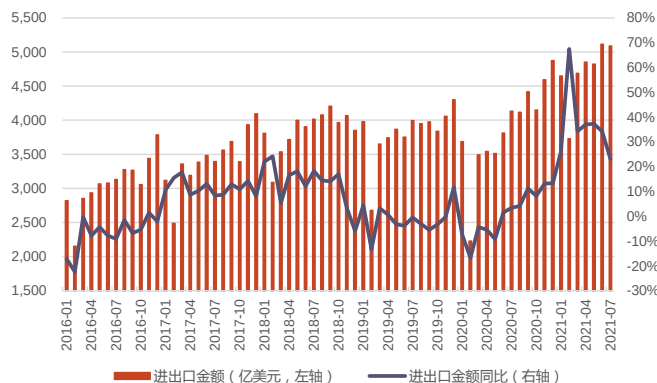
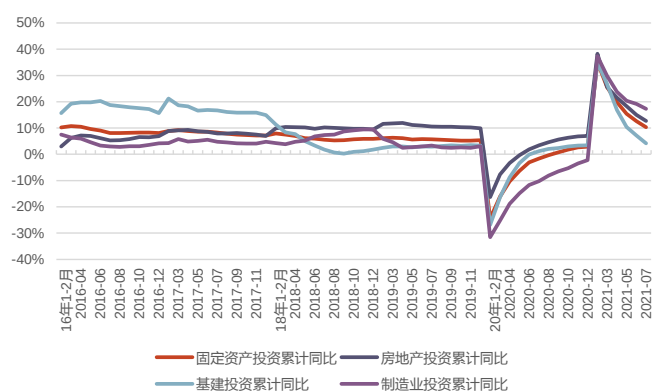


图 11：2021 年 7 月工业增加值增速环比下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

图 12：2021 年 1-7 月固定资产投资（累计）增速环比下降

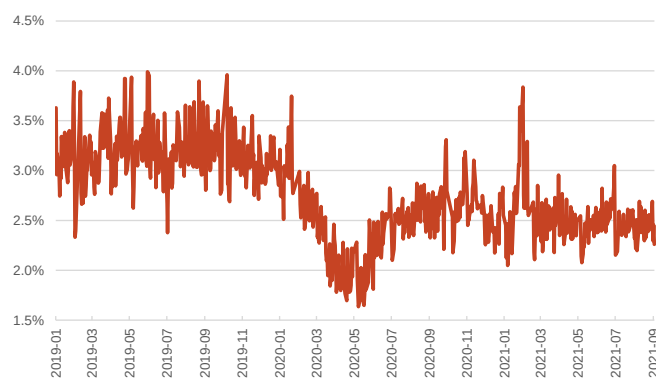


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 7 月

2、交运公司成本端重要数据跟踪

基于交运公司成本结构，我们跟踪 7 天回购利率、五年期 LPR、美元汇率来观察财务费用的变化趋势；跟踪油价来观察运营成本的变化趋势。整体来看，7 天回购利率窄幅振荡，五年期 LPR 在 2021 年 8 月没有调整；人民币兑美元汇率保持平稳；布伦特原油价格高位震荡，目前维持在 70 美元/桶上方。

图 13：7 天回购利率小幅振荡



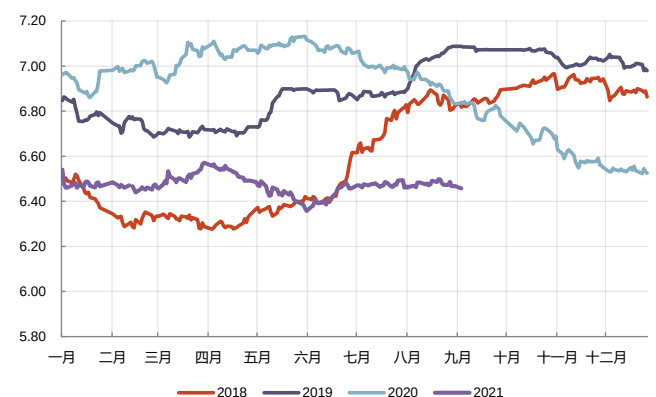
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月 3 日

图 14：五年期 LPR 保持平稳



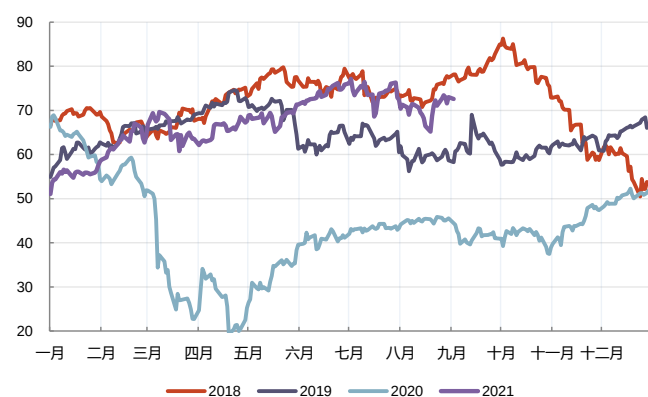
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月 3 日

图 15：人民币兑美元汇率保持平稳（单位：人民币/美元）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月 3 日

图 16：布伦特原油价格高位震荡（单位：美元/桶）

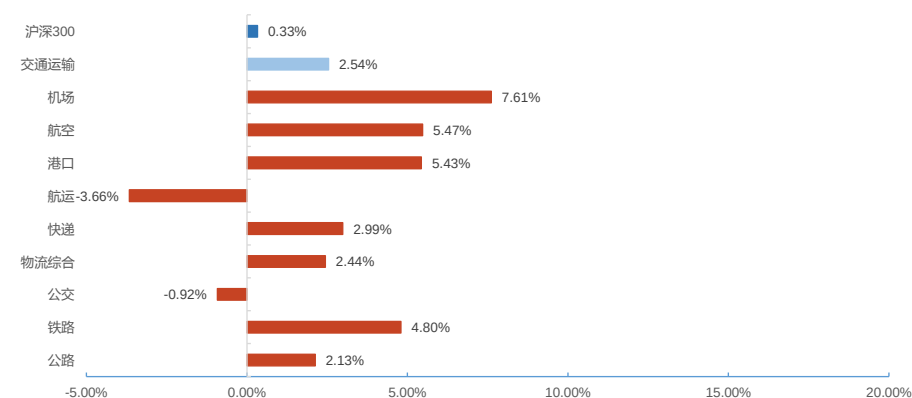


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月 3 日

3、行情回顾

2021 年第三十六周，沪深 300 指数上涨 0.33%，交通运输行业指数上涨 2.54%，跑赢沪深 300 指数 2.21 个百分点。分子行业看，机场、航空、港口涨幅居前，分别上涨 7.61%、5.47%、5.43%；航运、公交跌幅居前，分别下跌 3.66%、0.92%。

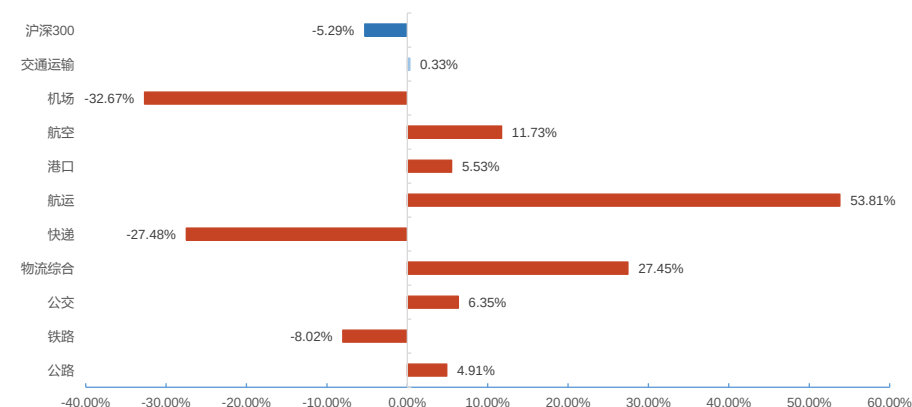
图 17：交运子行业周度涨跌幅



资料来源：wind，光大证券研究所，子行业采取中信三级行业分类

2021 年前三十六周，沪深 300 指数下跌 5.29%，交运行业指数上涨 0.33%，跑赢沪深 300 指数 5.62 个百分点。分子行业看，航运、物流综合、航空涨幅居前，年初至今分别上涨 53.81%、27.45%、11.73%；机场、快递、铁路跌幅居前，年初至今分别下跌 32.67%、27.48%、8.02%。

图 18：交运子行业 2021 年初至今涨跌幅



资料来源：wind，光大证券研究所，子行业采取中信三级行业分类

4、投资建议

国内疫情反复，航空客运需求恢复受负面冲击，我们认为一线机场公司、航空公司的成长逻辑和区位优势都没有因疫情发生本质变化，部分个股短期超跌，市场情绪过于悲观；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空需求必将逐步恢复，一线机场公司、航空公司价值重估是确定性事件；监管持续加码，快递行业价格战有所缓和。我们维持行业“增持”评级，推荐南方航空、中国国航、中国东航、吉祥航空和韵达股份，建议关注春秋航空、白云机场、深圳机场、圆通速递、顺丰控股。

5、风险分析

新冠肺炎疫情持续时间超出市场预期；宏观经济大幅下滑导致行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

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的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所载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