

行业研究

8月客运需求大幅下降，国庆客运需求未回到去年水平

——交通运输行业周报 20211010

要点

◆**国内疫情反复，8月客运需求大幅下降。**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9月非制造业 PMI 指数环比上涨 5.7pct 至 53.2%，上升明显，此前连续 3 个月下降态势中止，其中服务业商务活动指数回升明显（9 月为 52.4%，高于上月 7.2 个百分点），重返景气区间，主要受到国内疫情缓解以及双节假期的影响，出行相关服务业活动大幅回暖；2021 年 8 月社零同比上涨 2.5%，与 19 年同期相比 8 月社零增速为 3%，大幅低于 7 月的 7.3%，也低于年初（疫情冲击下，2 月社零增速 6.4%），展望未来，消费数据有望出现反弹，但疫情反复、居民收入不均衡等问题会拖累消费复苏的步伐；受消费不振等原因影响，2021 年 8 月免税品进出口金额同比下降 23.1%；港台地区、日本的中国内地旅客 2021 年 8 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 9 月制造业 PMI 指数下降至 49.6%，环比回落 0.5 个百分点，降至临界点以下，2016 年以来制造业 PMI 第一次出现连续 6 个月回落的情况，主要原因是国内能耗双控措施升级，同时外需指数连续 5 个月处于荣枯线以下，后续出口难言乐观；2021 年 8 月工业增加值同比增速为 5.3%（前值为 6.4%），比 2019 年同期增长 11.2%，两年平均增长 5.4%（前值为 5.6%）；2021 年 1-8 月固定资产投资累计增速为 8.9%（前值为 10.3%），与 2019 年同期相比 8 月固定资产投资单月增速 8.8%，相比于 7 月的 5.6% 小幅反弹，但反弹高度低于二季度（单月约在 11% 左右）；2021 年 8 月进出口金额同比增长 28.8%，环比 7 月增速增加 5.7pct，比 2019 年同期增长 34.2%，两年平均增长 15.9%，主要原因是 Delta 毒株扰动全球经济修复，中国制造替代效应继续显现。

◆**人民币兑美元汇率保持平稳，原油价格大幅上涨。**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；布伦特原油价格持续上涨，已突破 80 美元/桶。

◆**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；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空客运需求必将逐步恢复，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，如果电商将快递选择权交给消费者可能带来快递行业格局重塑。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、顺丰控股、圆通速递。

◆**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。

交通运输仓储 增持（维持）

作者

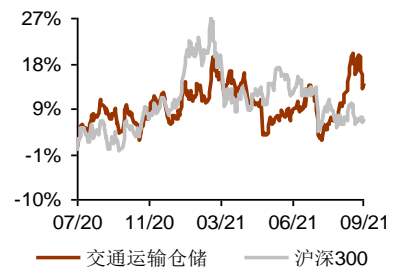
分析师：程新星

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，一线机场航司仍具配置价值——航空运输业 2021 年 8 月经营数据点评（2021-09-17）

国内需求复苏帮助航司减亏，监管加码促使快递价格战缓和——交通运输行业 2021 年中报业绩综述（2021-09-05）

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（2021-09-05）

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）

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）

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	7.89	-0.99	-0.58	0.09	-	-	98	增持
600029.SH	南方航空	6.07	-0.71	-0.31	0.11	-	-	53	增持
600115.SH	中国东航	4.90	-0.72	-0.41	0.10	-	-	48	增持
002120.SZ	韵达股份	19.75	0.48	0.62	0.68	41	32	29	增持
603885.SH	吉祥航空	15.55	-0.24	0.21	0.56	-	73	28	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-08

1、周报观点

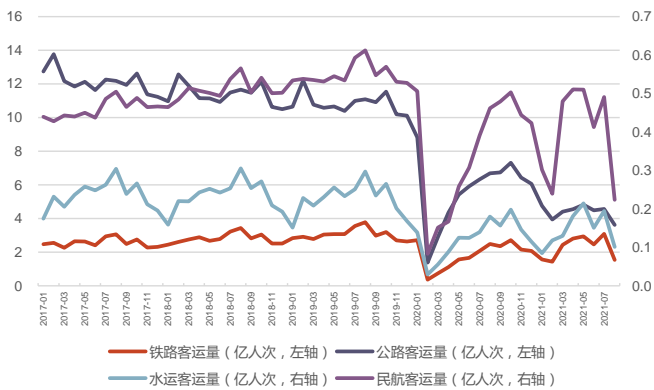
1.1、国内疫情反复，8月客运需求大幅下降

2021年8月，全国旅客客运量同比下降约44.1%，其中，铁路、公路、水运、民航客运量分别同比下降约38.0%、45.9%、43.8%、51.5%，相当于19年同期水平的41%、33%、34%、37%。

2021年8月，全国旅客周转量同比下降约41.7%，其中，铁路、公路、水运、民航客运周转量分别同比下降34.1%、47.3%、40.7%、48.2%，相当于19年同期水平的36%、31%、24%、31%。

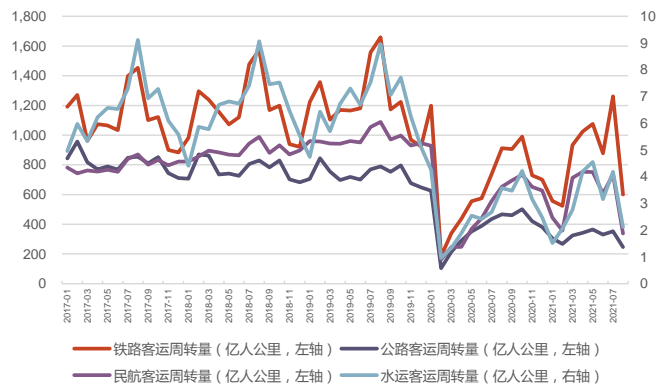
由于7月国内出现局部疫情，防控措施升级导致8月旅客出行需求下降。2021年8月全国旅客客运量环比下降约34.2%，增速较上月由正转负，其中铁路、公路、水路、民航客运量分别环比下降50.0%、20.7%、48.0%、54.4%；2021年8月全国旅客周转量环比下降约49.6%，增速较上月由正转负，其中铁路、公路、水路、民航客运周转量分别环比下降52.4%、30.5%、49.3%、54.0%。

图1：2021年8月公路、铁路、水路、民航客运量环比下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年8月

图2：2021年8月公路、铁路、水路、民航客运周转量环比下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年8月

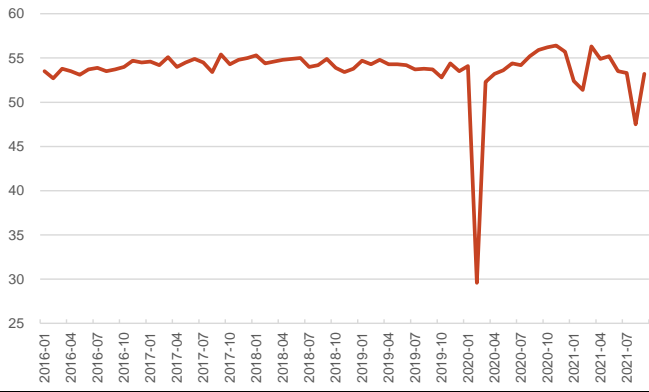
2021年8月全国36个中心城市完成公共交通客运量40.0亿人，同比下降5.9%，两年平均下降15.9%。分方式看，公共汽电车、轨道交通、巡游出租车和轮渡客运量分别完成17.2亿人、17.0亿人、5.7亿人和252万人，同比分别下降8.5%、1.7%、9.0%和32.8%。2021年前8月，全国36个中心城市完成公共交通客运量352.5亿人，同比增长39.3%，两年平均下降10.9%。

由于国内局部疫情仍在，今年国庆客运需求没有恢复到19年同期水平。10月1日至7日，全国预计共发送旅客4.03亿人次，日均5750万人次，比2019年同期（国庆7天假期）日均下降33.9%，比2020年同期（中秋国庆8天假期）日均下降7.5%。其中，铁路预计发送旅客8307.3万人次，日均1186.8万人次，比2019年同期日均下降19.3%，比2020年同期日均下降2.9%；公路预计发送旅客3.04亿人次，日均4340万人次，比2019年同期日均下降36.7%，比2020年同期日均下降8.3%；水路预计发送旅客631.2万人次，日均90.2万人次，比2019年同期日均下降53.3%，比2020年同期日均下降7.4%；民航预计发送旅客931万人次，日均133万人次，比2019年同期日均下降26.9%，比2020年同期日均下降19.7%。

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9月非制造业PMI指数环比上涨5.7pct至53.2%，上升明显，此前连续3个月下降态势中止，其

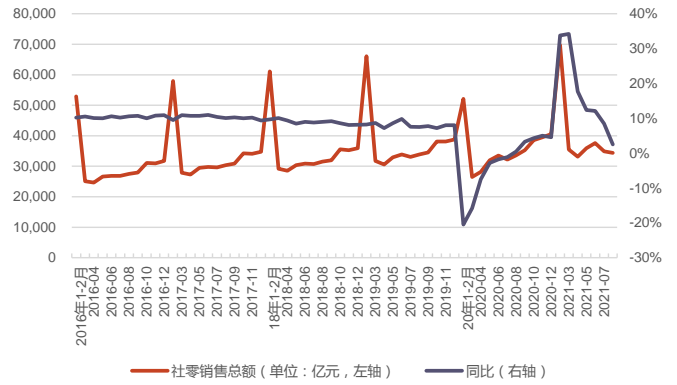
中服务业商务活动指数回升明显（9月为52.4%，高于上月7.2个百分点），重返景气区间，主要受到国内疫情缓解以及双节假期的影响，出行相关服务业活动大幅回暖，分行业情况看，上月受疫情冲击较为严重的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业，商务活动指数均大幅回升至临界点以上，业务总量呈现出较为明显的恢复性增长，从市场预期来看，企业对近期服务业市场恢复普遍保持乐观；2021年8月社零同比上涨2.5%，与19年同期相比8月社零增速为3%，大幅低于7月的7.3%，也低于年初（疫情冲击下，2月社零增速6.4%），8月社零环比增速-1.6%，大幅低于历史同期的2.6%（2016年至2019年），展望未来，消费数据有望出现反弹，但疫情反复、居民收入不均衡等问题会拖累消费复苏的步伐；受消费不振等原因影响，2021年8月免税品进出口金额同比下降23.1%；港台地区、日本的中国内地旅客2021年8月入境（关）人次继续维持在一万人次（以下）低位，2021年8月内地居民赴澳人数为36.9万人次，环比下降49.0%。

图3：2021年9月非制造业PMI指数环比大幅恢复（单位：%）



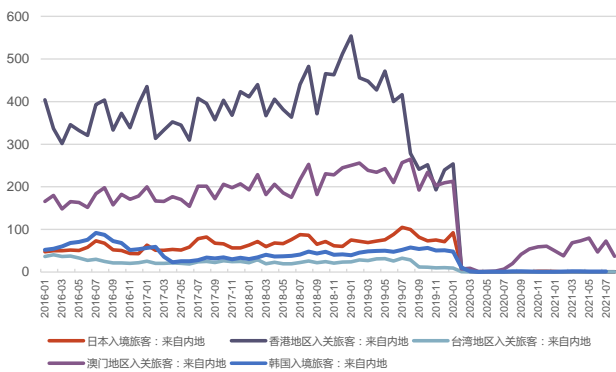
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年9月

图4：2021年8月社会消费品零售总额增速继续回落



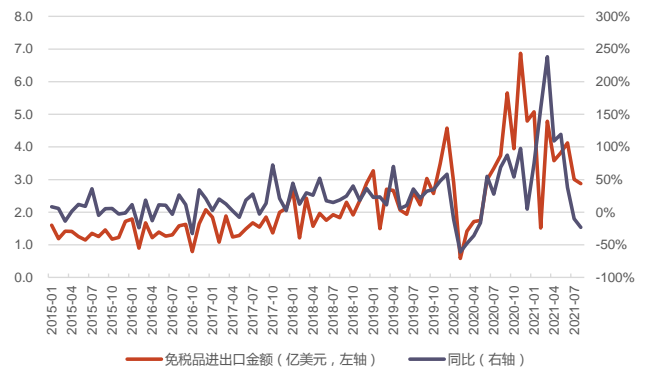
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年8月

图5：2021年8月澳门地区中国内地游客入关人次环比下降（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8月，韩国数据截至2021年7月

图6：2021年8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8月

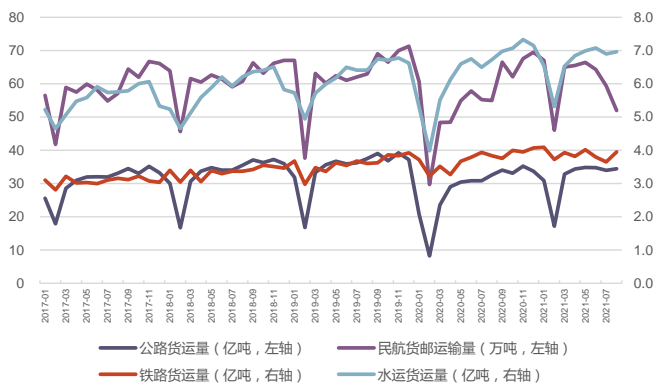
1.2、 外需指数持续回落， 出口下行压力将凸显

2021年8月，全国货运量同比上涨约5.2%，增速环比上月下降2.6pct，其中民航货运量同比下降5.6%，环比上月增速由正转负；铁路、公路、水路货运量分别同比上涨2.9%、5.8%、3.6%，环比上月增速分别变化+10.1pct、-4.3pct、-2.5pct。

2021年8月，全国货运周转量同比上涨约6.4%，环比上月增速增加2.0pct，其中铁路货运周转量同比上涨4.7%，环比上月增速由负转正；公路、水路、航空货运周转量分别同比上涨4.7%、7.3%、6.3%，环比上月增速分别变化-1.1pct、+1.0pct、-9.0pct。

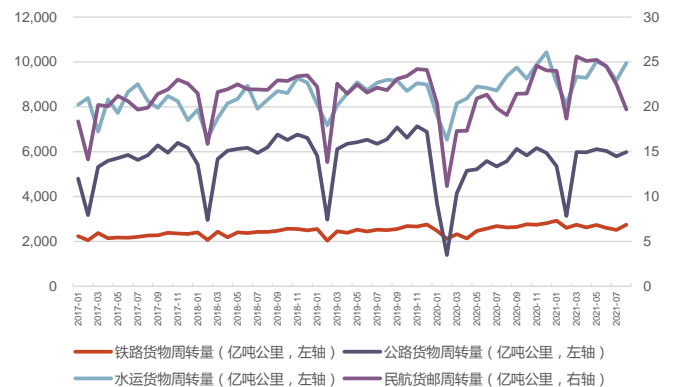
2021年8月全国港口完成货物吞吐量13.5亿吨，同比增长4.9%、增速较7月加快3.9个百分点，两年平均增长6.1%。其中，内、外贸吞吐量同比分别增长6.2%和2.0%。完成集装箱吞吐量2478万标箱，同比增长3.0%，两年平均增长4.7%。

图7：2021年8月民航货运量同比下降



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年8月

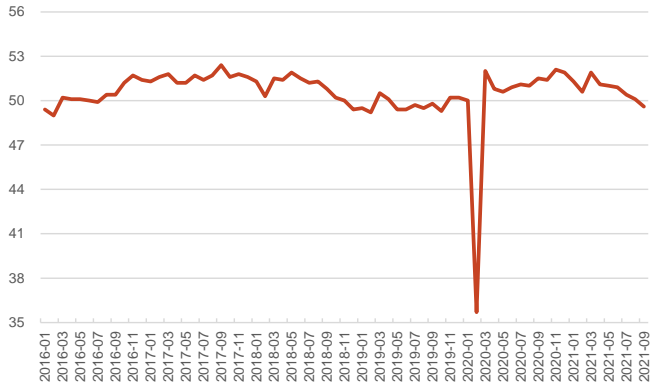
图8：2021年8月铁路货运周转量同比回升



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年8月

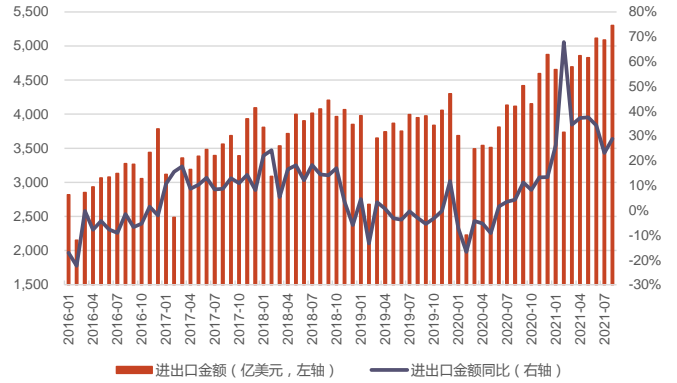
我们通过跟踪制造业PMI指数、进出口增速、工业增加值增速、固定资产投资增速来观察未来货运量的变化趋势。2021年9月制造业PMI指数下降至49.6%，环比回落0.5个百分点，降至临界点以下，2016年以来制造业PMI第一次出现连续6个月回落的情况，主要原因是国内能耗双控措施升级，部分地区在目标约束下大幅限电限产，对短期工业生产造成较大影响，同时外需指数连续5个月处于荣枯线以下，后续出口难言乐观；2021年8月工业增加值同比增速为5.3%（前值为6.4%），比2019年同期增长11.2%，两年平均增长5.4%（前值为5.6%）；2021年1-8月固定资产投资累计增速为8.9%（前值为10.3%），与2019年同期相比8月固定资产投资单月增速8.8%，相比于7月的5.6%小幅反弹，但反弹高度低于二季度（单月约在11%左右），其中房地产继续回落，制造业和基建反弹；2021年8月进出口金额同比增长28.8%，环比7月增速增加5.7pct，比2019年同期增长34.2%，两年平均增长15.9%，主要原因是Delta毒株扰动全球经济修复，中国制造替代效应继续显现。

图 9：2021 年 9 月制造业 PMI 指数降至临界点以下（单位：%）



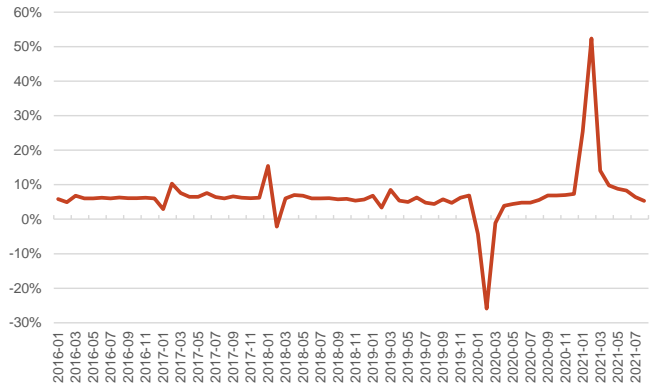
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 9 月

图 10：2021 年 8 月进出口增速环比回升



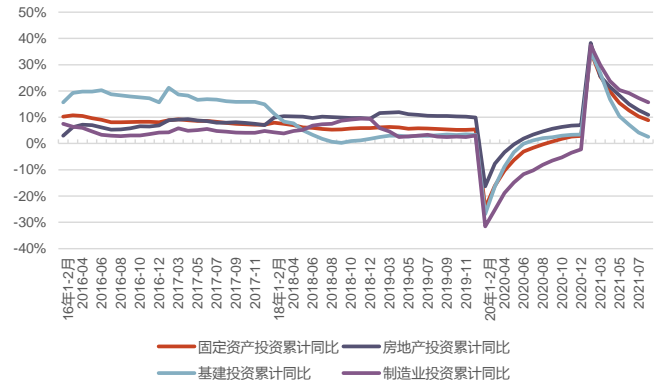
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 11：2021 年 8 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 8 月

图 12：2021 年 1-8 月固定资产投资（累计）增速环比下降

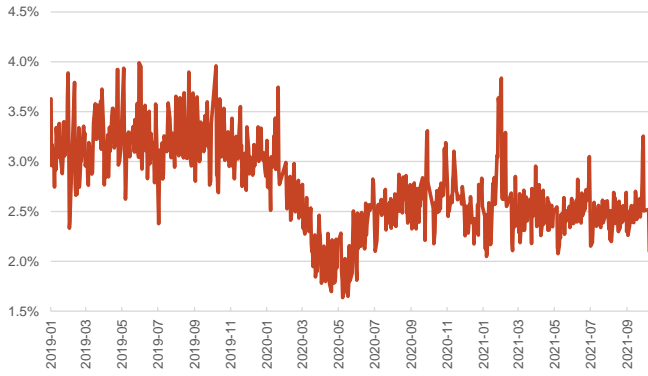


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

2、 交运公司成本端重要数据跟踪

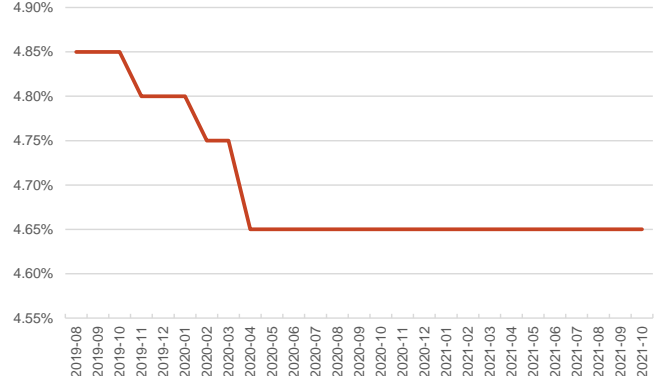
基于交运公司成本结构，我们跟踪 7 天回购利率、五年期 LPR、美元汇率来观察财务费用的变化趋势；跟踪油价来观察运营成本的变化趋势。整体来看，7 天回购利率窄幅振荡，五年期 LPR 在 2021 年 8 月没有调整；人民币兑美元汇率保持平稳；布伦特原油价格持续上涨，已突破 80 美元/桶。

图 13：7 天回购利率小幅振荡



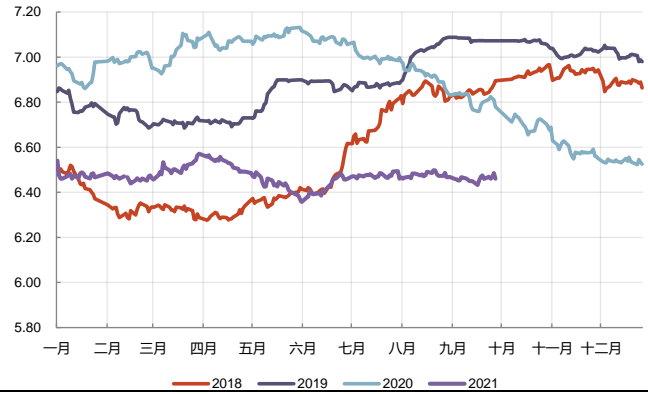
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月 9 日

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 10 月 9 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 10 月 8 日

图 16：布伦特原油价格持续上涨（单位：美元/桶）

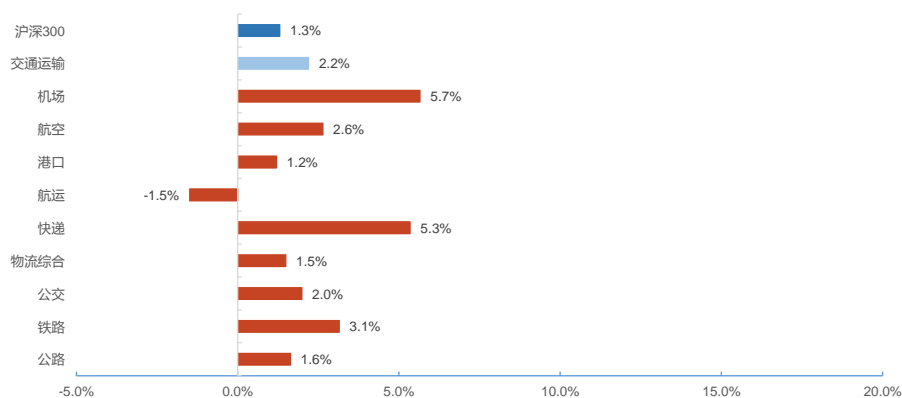


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月 8 日

3、行情回顾

2021 年第四十一周，沪深 300 指数上涨 1.3%，交通运输行业指数上涨 2.2%，跑赢沪深 300 指数 0.9 个百分点。分子行业看，机场、快递、铁路涨幅居前，分别上涨 5.7%、5.3%、3.1%；子行业中仅航运下跌 1.5%。

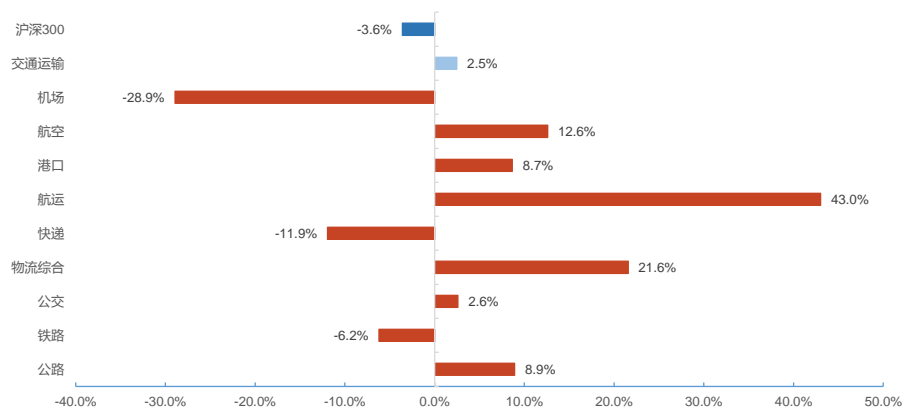
图 17：交运子行业周度涨跌幅



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 年前四十一周，沪深 300 指数下跌 3.6%，交运行业指数上涨 2.5%，跑赢沪深 300 指数 6.1 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 43.0%、21.6%、12.6%；机场、快递、铁路跌幅居前，年初至今分别下跌 28.9%、11.9%、6.2%。

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；随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进，航空客运需求必将逐步恢复，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，如果电商将快递选择权交给消费者可能带来快递行业格局重塑。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