

2021年三季度航空出行受压制， 未来国际航线复航预期改善信号强烈

——2021年三季度报前瞻报告

交通运输行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **民航客运：积极布局把握边境开放下，航空客运 2022 年国际业务逐步复苏机会。**未来国际航线复航预期改善增强。9月20日美国白宫表示将在11月放宽包括中国在内的33个国家入境禁令，重新开放边境。10月12日据新加坡联合早报报道，泰国将向中国已接种新冠疫苗游客开放边境；10月13日据美国消费者新闻与商业频道（CNBC）报道显示，将于11月取消美国与加拿大、墨西哥的边境旅行限制。与此同时，中国疾病预防控制中心主任高福在最近的一次采访中提到，如果2022年初疫苗接种率超过85%，中国将考虑开放边境。可见，随着新冠疫情好转及各国应对经验和措施丰富，2022年开放边境的概率大幅提升，利好航司国际业务。推荐国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），推荐低成本航司春秋航空（601021.SH）、全服务型民营航司龙头吉祥航空（603885.SH）。
- **综合物流：继续关注综合物流龙头的中长期配置价值。**顺丰控股“四网融通”战略推进下，时效快递及快运产品提速降本成为可能。考虑到当前公司业绩在底部符合预期，而2021年底过后，鄂州机场投入运营，嘉里物流的业绩贡献显现，同时立体布局物流细分赛道后，数字供应链发展成效有望逐步体现，业绩爆发值得期待。推荐顺丰控股（002352.SZ）的中长期配置价值。
- **网络货运：高度关注公路货运数字化的高成长逻辑。**我国公路货运市场具有万亿级空间，但质量效率仍未被充分挖掘，延续呈现出低集中度、低同质化的属性。在此背景下，网络货运赛道被赋予了高速成长的潜力，行业增速近50%，渗透率仅为26%，具备大幅提升空间。继续推荐致力推进公路货运数字化的传化智联（002010.SZ）。
- **跨境物流：长期关注跨境电商物流赛道成长性。**长期来看，跨境电商行业增量空间广阔，跨境电商物流需求具备高成长性，但考虑到国际航空客运2022年复航概率相对较大，客机腹舱运力将逐步恢复，航空货运价格可能会出现回落。在此背景下，我们认为2021年跨境电商物流可以出现量价齐升的局面；2022年航空货运价格可能回调，但跨境电商业务量或呈现上涨趋势。建议关注跨境电商物流赛道重点标的华贸物流（603128.SH）的阶段性机会。
- **电商快递：新竞争格局下快递一线龙头迎来价值重估机会。**建议关注韵达股份（002120.SZ）、中通快递（2057.HK）、圆通速递（600233.SH）等通达系头部公司。
- **风险提示：**新冠疫苗接种进度不及预期等产生的风险，快递价格战持续进行产生的风险，各国边境开放进度不及预期，交通运输需求下降的风险，交通运输政策法规的风险。

分析师

王靖添

☎：8610-80927665

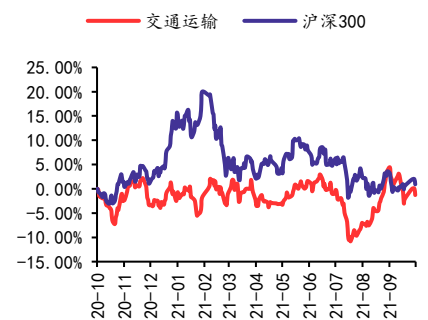
✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢：宁修齐

相对表现图

2021-10-13



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河交通王靖添团队】《数智物流，复苏出行——2021年交通运输行业投资策略》，2020年12月14日。

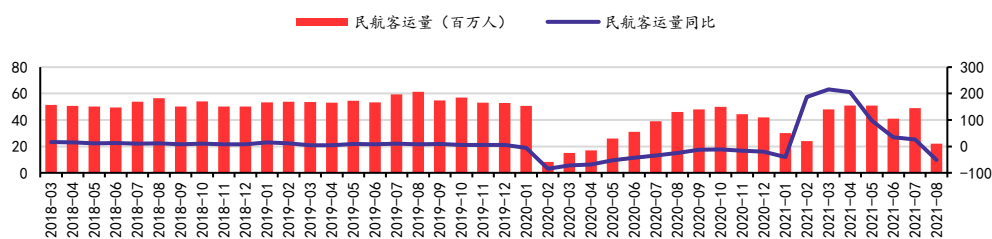
一、民航客运：Q3 航空出行受压制，未来国际航线复航预期改善信号强烈

民航客运：2021 年三季度南京疫情反复压制出行需求。今年 Q1-Q2，随着国内生产生活逐渐回归常态化轨道，我国民航客运市场需求呈现持续修复态势。进入 7-8 月，因我国南京禄口机场爆发疫情，而后带来黑龙江、新疆等地的疫情波动反复，人员流动管控趋严，暑运及国庆假期出游需求均受到抑制，国内民航客流恢复情况不及预期。虽然 Q4 为民航业传统淡季，考虑到随着国内疫情逐步得到有效控制，淡季票价有望诱导刺激出行需求，同时，经济在新常态化运行下，一线及一二线城市互飞需求或将持续稳健释放，预计 Q4 国内航线的需求将逐步恢复。

未来国际航线复航预期改善增强。9 月 20 日美国白宫表示将在 11 月放宽包括中国在内的 33 个国家入境禁令，重新开放边境。10 月 12 日据新加坡联合早报报道，泰国将向中国已接种新冠疫苗游客开放边境；10 月 13 日据美国消费者新闻与商业频道（CNBC）报道显示，将于 11 月取消美国与加拿大、墨西哥的边境旅行限制。与此同时，中国疾病预防控制中心主任高福在最近的一次采访中提到，如果 2022 年初疫苗接种率超过 85%，中国将考虑开放边境。可见，随着新冠疫情好转及各国应对经验和措施丰富，2022 年开放边境的概率大幅提升，利好航司国际业务。

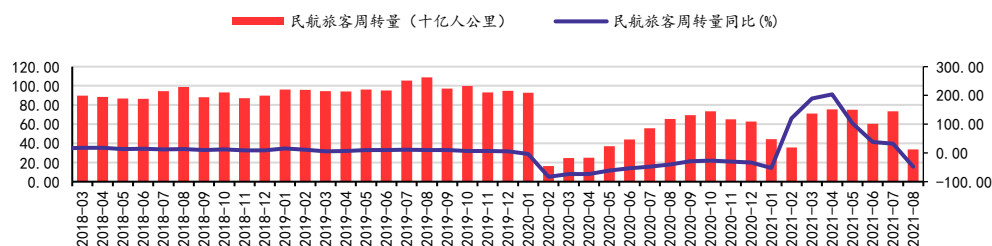
投资建议：积极布局把握边境开放下，航空客运 2022 年国际业务逐步复苏机会。推荐国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），推荐低成本航司春秋航空（601021.SH）、全服务型民营航司龙头吉祥航空（603885.SH）。

图 1：民航客运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：民航客运周转量月度变化



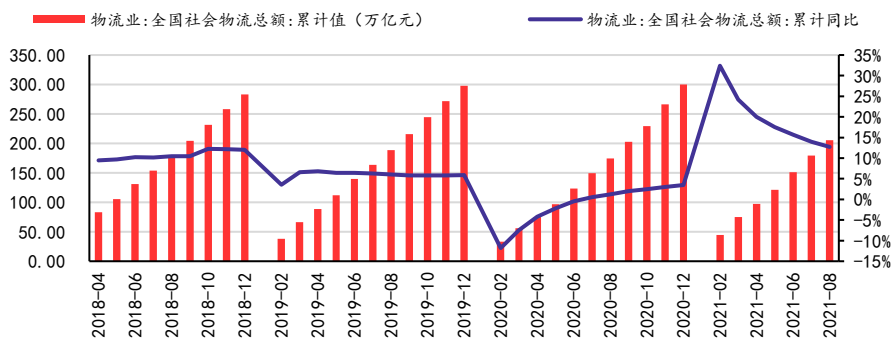
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、综合物流：物流行业平稳增长，顺丰立体布局细分物流赛道

综合物流：前三季度物流行业继续加速整合发展，龙头顺丰战略转型成效逐步显现。物流总额方面，2021年1-8月，社会物流总额为205.2万亿元，累计同比+12.7%，社会物流总需求继续呈现稳定增长。2021上半年，顺丰控股实现营收883亿元，同比+24.2%，归母净利润7.6亿元，同比-79.8%。因2020四季度开始公司战略转型，加大资本开支，2021年Q1业绩承受了压力，但Q2业绩已经呈现出扭亏为盈的信号。根据公司发布Q3业绩预告，实现净利润10-11亿元，环比逐步改善。根据我们的预测结果，2021全年，公司或将实现归母净利润35亿元，年底前公司业绩预期向好。

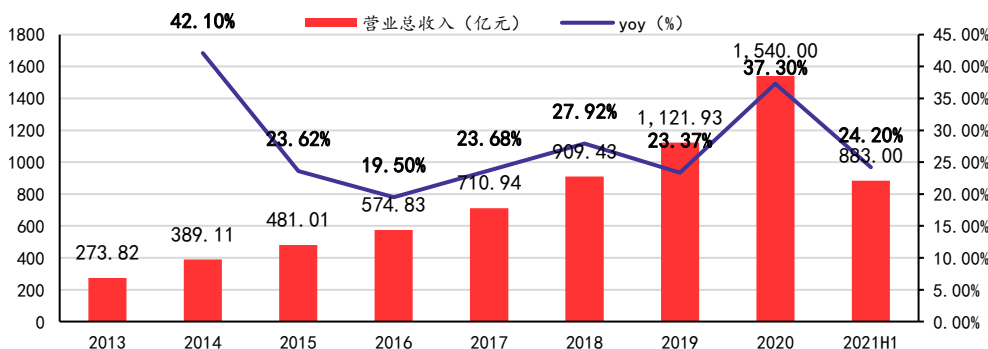
投资建议：推荐综合物流龙头顺丰控股的中长期配置价值。考虑到下半年旺季效应催化下，综合物流需求进一步释放，公司核心业务时效性或继续呈现向好的表现，为公司盈利底盘带来稳健支撑。“四网融通”战略持续推进下，公司底层资源得到优化完善，时效快递及快运产品提速降本的可能性逐步被验证，随着其前置资本投入继续摊薄，“四网融通”带来的后续盈利贡献潜力是具备确定性的。考虑到当前公司业绩在底部符合预期，而2021年底过后，公司鄂州机场投入运营，嘉里物流的业绩贡献显现，同时“四网融通”及数字供应链发展战略的布局成果进一步兑现，公司的业绩回升值得期待，推荐顺丰控股(002352.SZ)的中长期配置价值。

图 3：社会物流总额月度变化



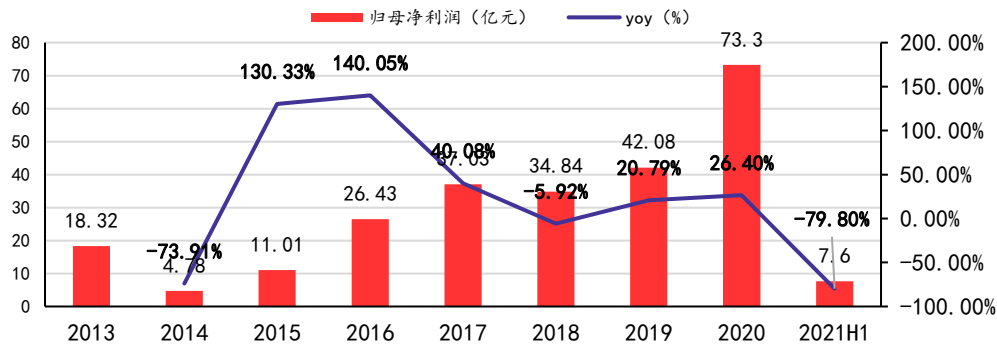
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：2013-2021H1 年顺丰营业收入及同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2013-2021H 年顺丰归母净利润及同比变动



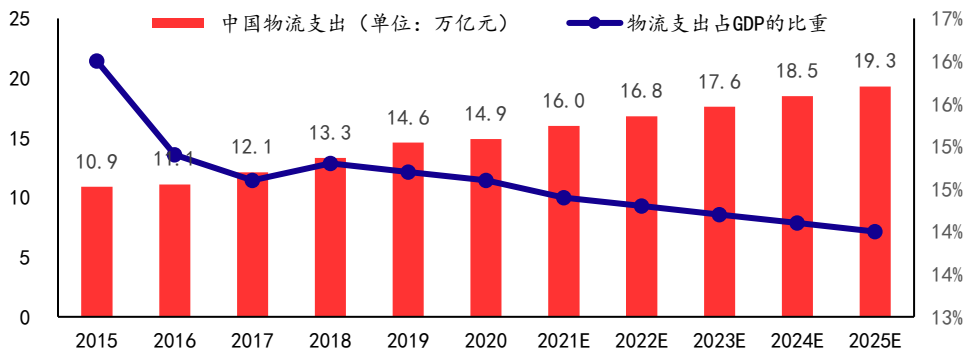
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、网络货运：行业增速近 50%，渗透率仍有提升空间

网络货运：2021 年上半年业务量增速近 50%，三季度有望延续高景气趋势。根据交通运输部数据显示，2021 年上半年，网络货运企业完成 2844 万单，同比增长 46.6%；实现交易额 738.7 亿元，同比增长 39.7%。公司层面，传化智联 2021 年上半年网络货运平台业务板块实现营收 71.34 亿元，同比+439%。目前网络货运行业整合货车渗透率约为 26%，仍具备较大的提升空间。

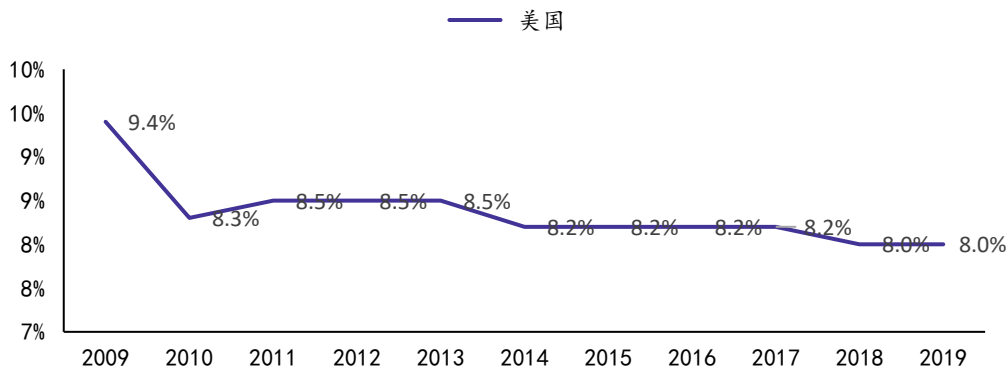
投资建议：继续关注公路货运数字化的高成长逻辑。我国公路货运市场具有万亿级空间，但当前仍未被充分挖掘，延续呈现出低集中度、低同质化的属性。在此背景下，网络货运赛道被赋予了高速成长的潜力。传化智联深耕公路港园区业务多年，资源底盘构筑坚实，在此基础上公司切入网络货运高成长赛道，面临着估值切换机会。且其“线下+线上”公路货运服务模式独特性强，为后续市占率拓展带来了有利优势。2021 上半年，传化智联实现营收 159.48 亿元，同比+83.08%，归母净利润 5.46 亿元，同比+12.76%。公司业绩总体呈现稳健，其中网络货运板块表现亮眼，有巨大的发展潜力。继续推荐深耕“线上+线下”公路货运数字化的传化智联（002010.SZ）。

图 6：2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重



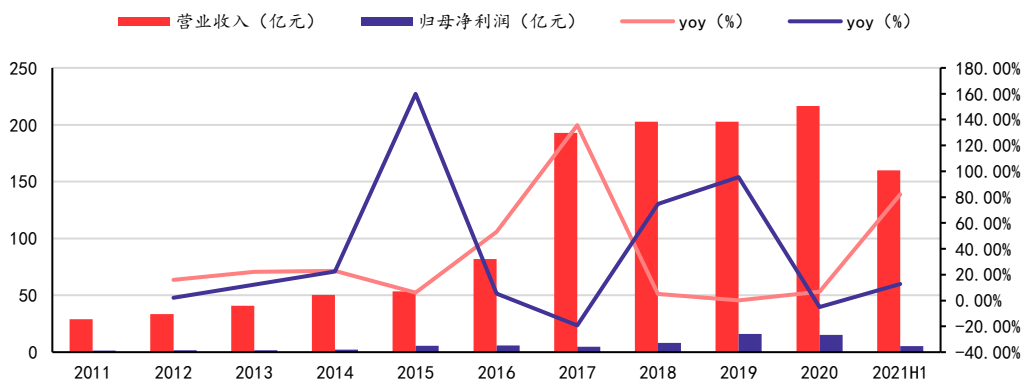
资料来源：国家统计局，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 7：美国社会物流成本用占 GDP 占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：2011-2021H1 传化智联营收及归母净利润



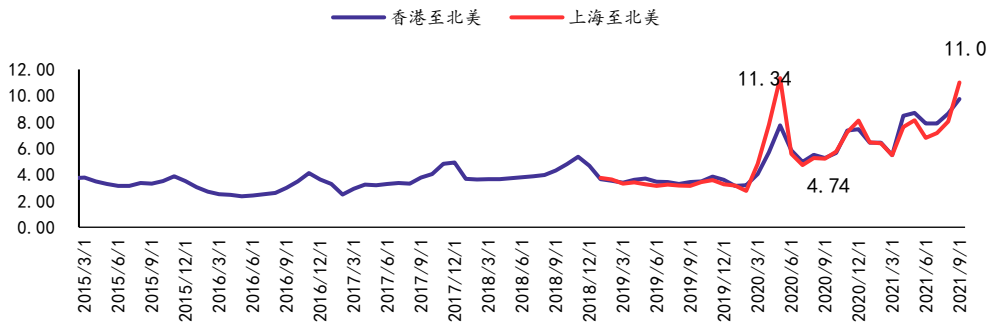
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、跨境物流：航空货运价格阶段性新高，集运价格上涨趋势有所缓和

跨境物流：三季度航空货运价格创新高，集运价格上涨趋势有所缓和。2021 年 Q3，航空货运价格继续高位上行，上海-北美航线价格重回 11 美元/公斤，超过 2020 年 4 月峰值水平。Q3 集装箱运价持续上涨，突破 4600 点高位，进入 10 月上涨趋势有所缓和。考虑到 Q4 年底圣诞节将至，跨境电商物流将迎来旺季，2021 年跨境物流市场维持繁荣。

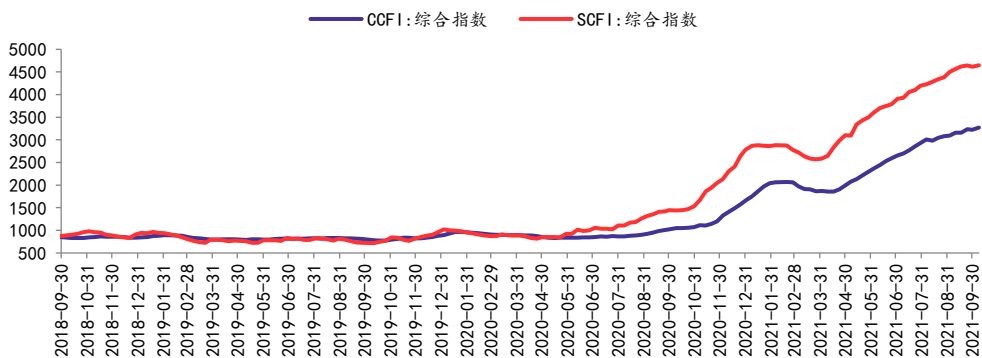
投资建议：长期关注跨境电商物流赛道成长性。目前苏伊士运河堵塞及盐田港停摆事件产生的蝴蝶效应仍在，且因印度德尔塔变异病毒蔓延，也持续加剧运力供给紧张的局面，2021 年航空货运及集装箱运价高运价行情得到了维持。长期来看，跨境电商行业增量空间广阔，跨境电商物流需求具备成长性，但考虑到国际航空客运 2022 年复航概率相对较大，客机腹舱运力将逐步恢复，航空货运价格可能会出现回落。在此背景下，我们认为 2021 年跨境物流出现量价齐升的局面，但 2022 年航空货运价格、集运价格可能出现回调，但跨境电商业务量将呈现上涨趋势。因此，建议长期关注布局跨境电商物流的华贸物流 (603128.SH)。

图 9：2015 年初以来亚太至北美航空货运月度价格指数（美元/公斤）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 10：2018. 1. 1-2021. 10. 8 CCFI、SCFI 综合指数（周）



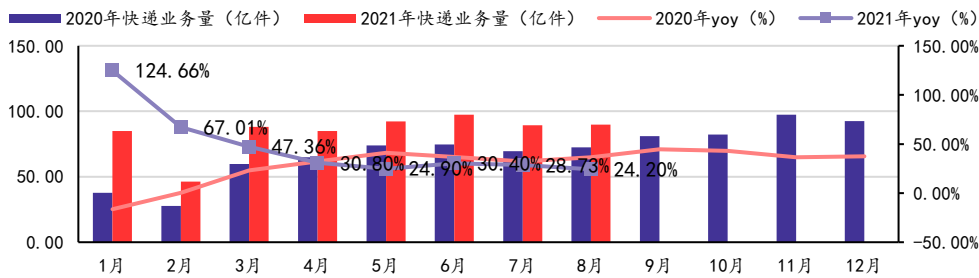
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、电商快递：Q3 行业依旧呈现高成长性，价格竞争暂缓

电商快递：2021 前三季度快递业高景气度持续，价格战趋于放缓。根据国家邮政局发布信息显示，预计 2021 年 Q3 快递行业件量或将达到 277.15 亿票，较 2020 年 Q3（222.7 亿票）同比+24.45%，行业高景气逻辑继续呈现。通达系单票价格继续立于 2 元水平，同比降幅低于-10%，价格战呈现出放缓的趋势。截至 2021 年 Q3，快递业 CR8 维稳于 80%，随着价格监管政策持续生效、极兔影响弱化，一线头部公司份额回归稳固。总体来说，三季度快递板块的表现符合预期。

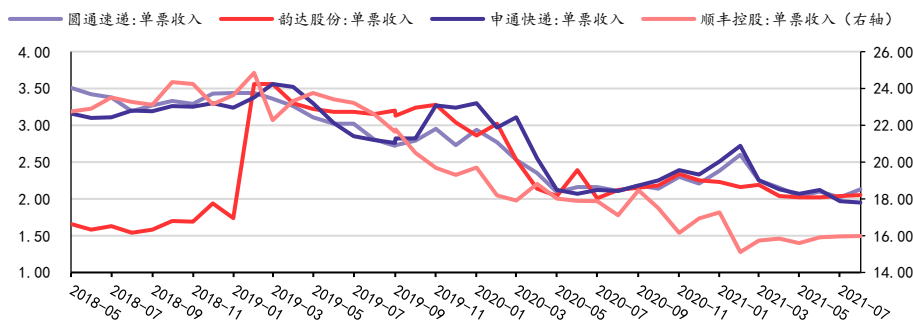
投资建议：新竞争格局下，电商快递一线龙头迎来价值重估机会。近期多重政策面因素利好下，快递业拉锯近 2 年的价格战或临拐点，未来快递公司的服务水平提升、用户体验改善将成为竞争重点。在此背景下，行业有望迎来盈利修复、价值重估的新局面。而快递一线龙头公司因具备更为扎实的资源底盘、网络规模，以及更高的运送时效、服务水平，伴随着新竞争格局到来，或将成为最大受益者。叠加考虑进入 Q4 货运物流旺季催化，短期内一线快递公司股价有进一步上升潜力。推荐韵达股份(002120.SZ)、中通快递(2057.HK)、圆通速递(600233.SH)等通达系一线头部公司作为电商快递赛道价值投资的选择。

图 11：2020.01-2021.08 快递业务量及其同比变动（月）



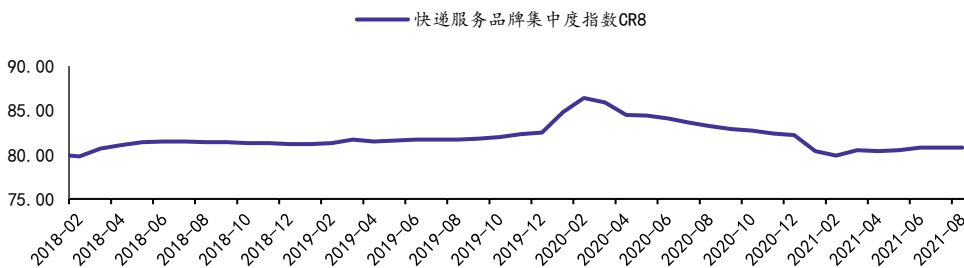
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：2018 年初以来主要快递公司单票价格（月）



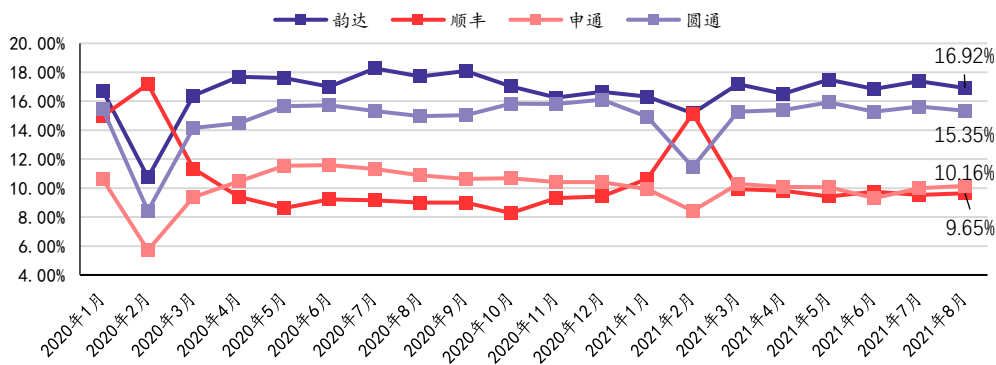
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：2018 年初以来快递品牌服务集中度指数 CR8（月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：2020 年以来主要快递公司市场占有率（月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：重点公司 2021 年 3 季度业绩预测

公司	归母净利润（亿元）		归母净利润同比（%）	
	2021Q3E	2021E	2021Q3E	2021E
顺丰控股	10.56	35.62	-42.48%	-51.38%
韵达股份	4.08	12.46	20.35%	-11.25%
圆通速递	4.17	16.23	0.48%	-5.9%
华贸物流	2.23	9.55	67.67%	79.97%
传化智联	3.61	20.74	100.56%	36.36%
中谷物流	4.57	20.14	85.77%	97.64%

资料来源：中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn