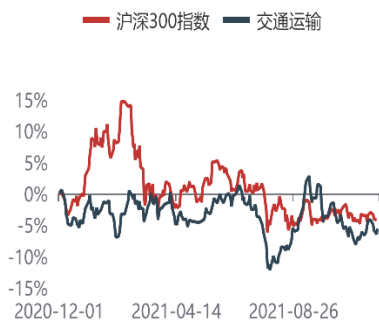


交通运输行业 2022 年度策略报告

关注物流高质量发展，珍惜航空左侧机遇

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《交运动态报告：航空公司业绩修复主线——专注国内市场》 2021-09-08

《机场行业系列研究（一）——扩容是机场发展的永恒主题》 2021-11-25

证券分析师

张功 投资咨询资格编号
S1060521020003
ZHANGGONG687@pingan.com.cn



平安观点：

- **行情回顾：**截至 2021 年 12 月 6 日，沪深 300 下跌 6.11%，申万交运板块整体下跌 1.08%，位居 28 个申万一级行业的第 16 位，跑赢沪深 300 指数 5.04 个百分点，与 2020 年相比，表现明显回升，行业排名上升明显。
- **物流：快递子行业迎来拐点。**我们认为在政策持续影响下，物流行业的健康发展和良性竞争已经成为监管要求和行业共识，快递板块的竞争已经从单一价格战转向品质和能力的综合比拼，叠加快递单价上行预期，行业有望实现业绩与估值的双提升。
- **航空：行业处于左侧配置时机。**我们认为疫情发展形势仍然是航空运输能否进一步复苏，大部分航空公司能否实现扭亏的最重要因素，若疫情持续反复，我们认为航空运输行业的关注点仍然聚焦于国内航线的需求修复情况以及油价、汇率等影响因素对公司业绩的影响；若疫情持续转好，那航空运输行业的焦点则转向国际航线的复航情况以及中短期供小于求带来的票价弹性，可以提前布局反弹空间较大的标的。
- **机场：疫情持续下，关注产能释放。**国内主要枢纽机场都处于产能持续扩张时期，在核心区域内受政策和地域的绝对保护，核心资产特征明显，疫情持续反复下，我们认为机场业绩仍将依赖国内航线复苏筑底，关注国内占比较高的枢纽机场。
- **投资建议：**国内需求逐步回暖，部分子版块公司已经基本摆脱疫情影响，长期来看交运行业运输总量保持增长的基础仍然存在，因此我们维持行业“强于大市”评级。展望 2022 年，物流板块我们关注时效件领域优势明显、品牌美誉度较高的**顺丰控股**以及市场份额稳定、受益于单价上涨的**韵达股份**；航空板块疫情持续影响下，我们建议参考国外情况关注成本控制出色、主攻中短途市场的航空公司，若 2022 年疫情出现明显好转，我们建议关注弹性较大的**中国国航**、**中国东航**和**南方航空**。机场板块我们建议关注枢纽机场长期成长价值，建议关注**深圳机场**。
- **风险提示：**1) 政策风险，行业主管部门通过发布政策控制交运各个子行业发展规模和发展方向，因此政策调整的不确定性将带来政策风险。2) 宏观经济风险，交运行业主要是依托整体经济环境，因此当前宏观经济环境可能导致市场需求出现变化，影响公司盈利水平。3) 油价、汇率风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生较大影响。4) 安全风险，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，影响行业发展。5) 疫情影响超出预期，未来如果疫情蔓延超出预期，运输需求持续低迷，政府管控措施长期持续，将对行业产生较大影响。

| 股票名称 | 股票代码 | 股票价格 | | EPS | | | P/E | | | 评级 | |
|------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | | 2021-12-06 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | | 2023E |
| 顺丰控股 | 002352 | 62.19 | 1.61 | 0.83 | 1.42 | 2.03 | 38.6 | 74.9 | 43.8 | 30.6 | 推荐 |
| 深圳机场 | 000089 | 7.17 | 0.01 | 0.05 | 0.16 | 0.26 | 717.0 | 143.4 | 44.8 | 27.6 | 推荐 |
| 中国国航 | 601111 | 8.17 | -0.99 | -0.63 | 0.24 | 0.59 | -8.3 | -13.0 | 34.0 | 13.8 | 中性 |
| 中国东航 | 600115 | 4.75 | -0.72 | -0.43 | 0.17 | 0.39 | -6.6 | -11.0 | 27.9 | 12.2 | 中性 |
| 南方航空 | 600029 | 6.16 | -0.71 | -0.36 | 0.23 | 0.46 | -8.7 | -17.1 | 26.8 | 13.4 | 中性 |
| 韵达股份 | 002120 | 20.36 | 0.48 | 0.49 | 0.66 | 0.83 | 42.4 | 41.6 | 30.8 | 24.5 | 未评级 |

注：上述公司选取 Wind 一致预期。

正文目录

| | | |
|----|--|----|
| 一、 | 板块整体回暖，疫情影响部分消退..... | 6 |
| 二、 | 物流：景气度持续处于高位，快递行业迎来拐点..... | 7 |
| | 2.1 物流行业整体维持高景气阶段 | 7 |
| | 2.2 快递：服务品质和综合物流能力或将成为行业竞争新战场 | 8 |
| | 2.3 仓储：REITS 带来仓储行业新发展 | 11 |
| 三、 | 航空：需求修复低于预期，行业仍然处于左侧配置时期 | 13 |
| | 3.1 下半年疫情主导航空股走势，疫情反复对航空公司业绩带来较大冲击 | 13 |
| | 3.2 疫情持续下，海外市场更关注中短途市场的航空公司 | 14 |
| | 3.3 市场需求短期受损，共同富裕支撑航空运输长期增长逻辑 | 15 |
| | 3.4 多种因素影响航空公司业绩修复 | 16 |
| 四、 | 机场：免税逻辑受挫，但机场核心优势依旧..... | 18 |
| | 4.1 机场板块公司业绩出现明显分化 | 18 |
| | 4.2 吞吐量是核心评价指标，非航收入是枢纽机场的业绩亮点 | 20 |
| | 4.3 核心资产定位，具备长期成长价值 | 21 |
| 五、 | 投资建议 | 22 |
| 六、 | 风险提示 | 22 |

图表目录

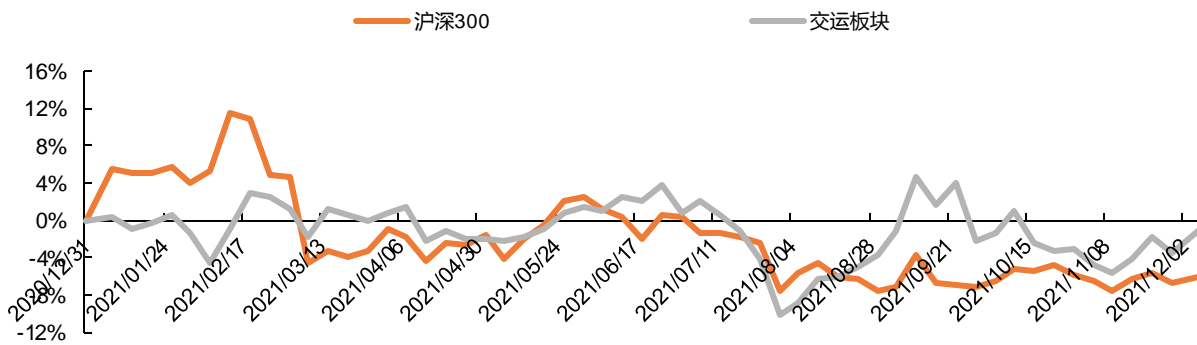
| | | |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 1 | 市场指数与行业指数走势..... | 6 |
| 图表 2 | 2021 年各板块涨跌幅（截 2021.12.6）..... | 6 |
| 图表 3 | 交运主要子行业股价涨跌幅..... | 7 |
| 图表 4 | 交运主要子行业市盈率..... | 7 |
| 图表 5 | 物流行业投资逻辑图..... | 7 |
| 图表 6 | 物流业景气指数(LPI) (%)..... | 8 |
| 图表 7 | 我国全社会物流总额（万亿元）..... | 8 |
| 图表 8 | 物流板块 47 家公司 2021 年三季度报归母净利润变化情况..... | 8 |
| 图表 9 | 实物商品网上零售额（万亿元）..... | 9 |
| 图表 10 | 快递行业年业务量（亿件）..... | 9 |
| 图表 11 | 快递行业品牌集中度 CR8..... | 9 |
| 图表 12 | 快递行业单价变化情况（元）..... | 9 |
| 图表 13 | 快递行业月度单价情况（元）..... | 10 |
| 图表 14 | 快递企业月度单价情况（元）..... | 10 |
| 图表 15 | 快递企业的资本开支（亿元）..... | 10 |
| 图表 16 | 快递企业单票成本（元）..... | 10 |
| 图表 17 | 快递企业年末资产规模（原价）(亿元)..... | 10 |
| 图表 18 | 对仓储的依赖贯穿多种零售模式..... | 11 |
| 图表 19 | 高标仓与普通仓的对比..... | 11 |
| 图表 20 | 仓储物流项目的 4 个关键指标..... | 12 |
| 图表 21 | 仓储物流公募 REITs 项目对比..... | 12 |
| 图表 22 | 航空&机场投资逻辑..... | 13 |
| 图表 23 | Q1-Q3 主要上市航空公司营业收入（亿元）..... | 14 |
| 图表 24 | Q1-Q3 主要上市航空公司归母净利润（亿元）..... | 14 |
| 图表 25 | 下半年疫情发展形势再次占据主导..... | 14 |
| 图表 26 | 国外主要航空股表现情况..... | 15 |
| 图表 27 | 民航月度客运量（万人次）..... | 15 |
| 图表 28 | 民航月度货运量（万吨）..... | 15 |
| 图表 29 | 全国民航客运总量（亿人次）..... | 16 |
| 图表 30 | 2018 年各国人均乘机次数（次/人）..... | 16 |
| 图表 31 | 国内航空煤油出厂价（元/吨）..... | 16 |
| 图表 32 | 主要航空公司燃油成本（亿元）..... | 17 |
| 图表 33 | 美元兑人民币中间价..... | 17 |

| | | |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图表 34 | 2019-2020 年三大航汇兑收益情况（亿元） | 18 |
| 图表 35 | 航空公司其他收益（主营业务相关的政府补贴）情况（亿元） | 18 |
| 图表 36 | Q1-Q3 主要上市机场营业收入（亿元） | 19 |
| 图表 37 | Q1-Q3 主要上市机场归母净利润（亿元） | 19 |
| 图表 38 | Q3 主要上市机场营业收入（亿元） | 19 |
| 图表 39 | Q3 主要上市机场归母净利润（亿元） | 19 |
| 图表 40 | 主要上市机场经营净现金流（亿元） | 20 |
| 图表 41 | 主要机场改扩建计划 | 20 |
| 图表 42 | 上海机场固定资产折旧情况（亿元） | 21 |
| 图表 43 | 免税消费的特点 | 21 |
| 图表 44 | 机场具备长期价值 | 22 |

一、 板块整体回暖，疫情影响部分消退

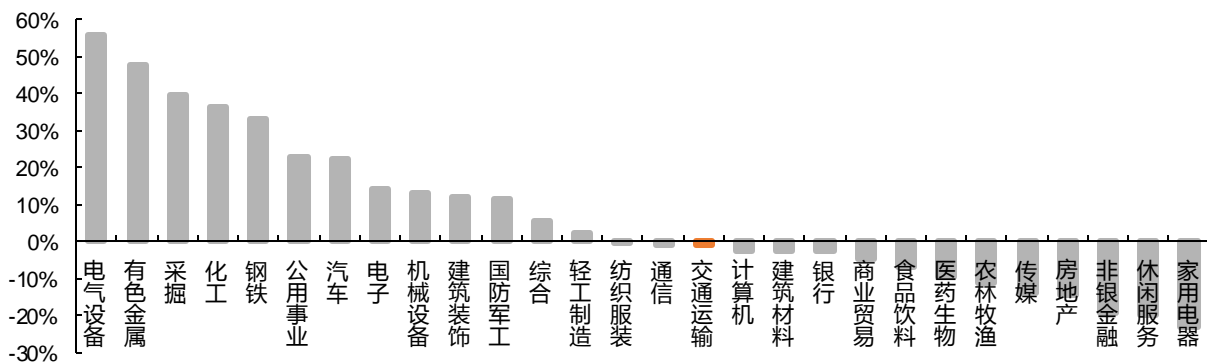
交运板块走势回升：截至 2021 年 12 月 6 日，沪深 300 下跌 6.11%，申万交运板块整体下跌 1.08%，位居 28 个申万一级行业的第 16 位，跑赢沪深 300 指数 5.04 个百分点，与 2020 年相比，表现明显回升，行业排名上升明显。

图表1 市场指数与行业指数走势



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表2 2021 年各板块涨跌幅 (截 2021.12.6)

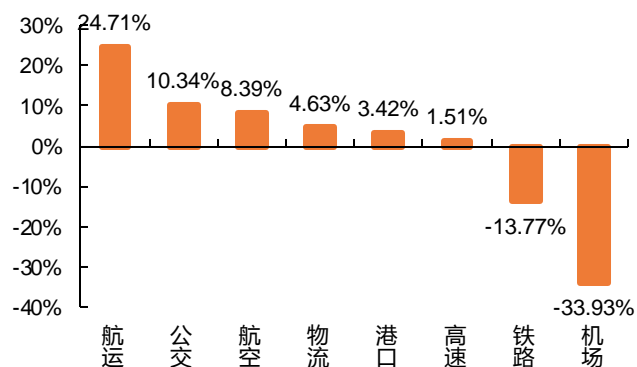


资料来源：Wind、平安证券研究所

航运板块领跑，机场板块走势较差：截至 2021 年 12 月 6 日，交运申万二级行业中，航运板块上涨 24.71%，公交板块上涨 10.34%，航空板块上涨 8.39%，涨幅靠前，机场板块受国际航线持续管控以及上海机场免税合同修改影响，下跌 33.93%。

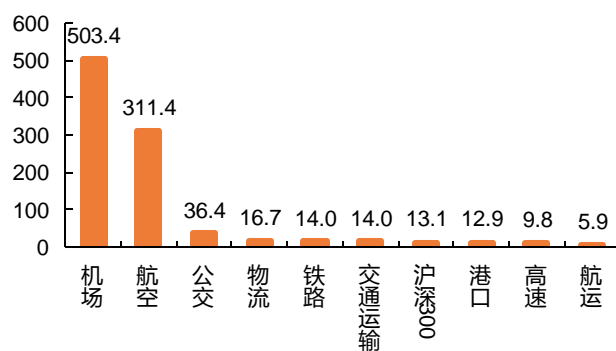
- **航空板块关注民营公司：**主要上市航空公司中，民营航空表现相对优于国企，其中吉祥航空上涨 29.69%，涨幅最大。
- **机场板块关注非航收入下行风险：**上海机场免税合同修改后，非航收入成长逻辑受限，股价下跌明显，下降 39.58%。
- **物流板块关注单价上涨：**在国家政策影响，快递行业极端价格战得到缓解，电商快递头部企业韵达股份和圆通速递上涨明显，分别上涨 30.11%和 46.21%。

图表3 交运主要子行业股价涨跌幅



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表4 交运主要子行业市盈率



资料来源: Wind、平安证券研究所

二、物流：景气度持续处于高位，快递行业迎来拐点

物流板块投资展望：2021年，受益于国内良好的疫情防控形势，工业品物流和消费品物流需求两旺形势下，我国物流行业增速超越疫情前同期水平，板块内企业2021年前三季度业绩表现较好，多数企业走出疫情影响，盈利实现正增长。展望2022年，我们认为在政策持续影响下，快递板块的竞争已经从低价转向优质，叠加快递单价上行预期，行业有望实现业绩与估值的双提升，建议关注；仓储板块在新消费模式刺激下逐步从后台走向前台，公募REITs项目的成功发行让优质仓储标的能够提前收回投资，加速行业优胜劣汰的发展进程，建议关注。

图表5 物流行业投资逻辑图



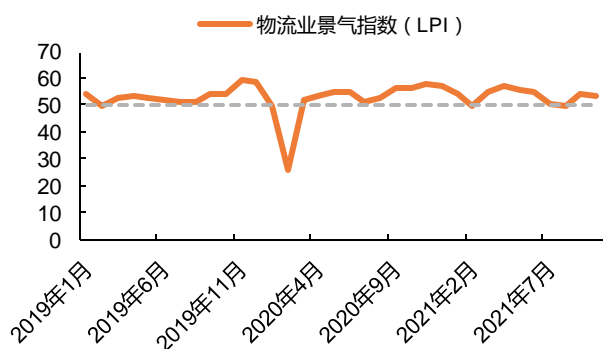
资料来源: 平安证券研究所

2.1 物流行业整体维持高景气阶段

物流行业整体增速已经超越疫情前水平：1-10月，全国社会物流总额261.8万亿元，同比增长10.5%，增速比上年同期提高8.0个百分点，两年年均增长6.5%，增速好于2019年同期水平。1-10月，工业品物流总额同比增长10.9%，两年平均增长为6.3%，高于疫情前水平。单位与居民物品物流总额同比增长13.0%，两年平均增长13.4%，延续较快增长趋势。

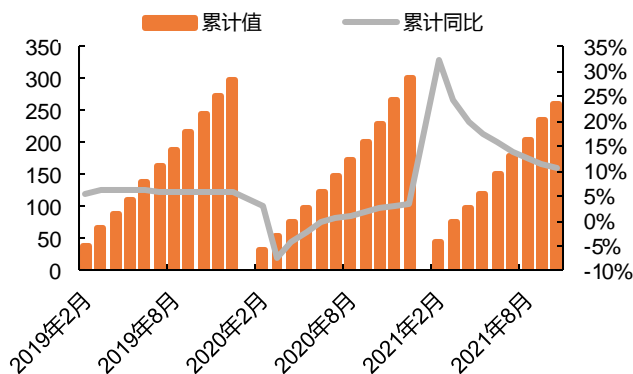
物流行业维持高景气区间：2021年10月份中国物流业景气指数为53.5%，较上月回落0.5个百分点，但景气度依然较高，全国物流活动依然活跃。

图表6 物流业景气指数(LPI) (%)



资料来源: 同花顺、中物联、平安证券研究所

图表7 我国全社会物流总额 (万亿元)



资料来源: 同花顺、中物联、平安证券研究所

盈利增长成板块主流趋势: 在当前疫情防控形势下, 我国复工复产速度良好, 2021年全国物流需求持续稳步增长, 得益于此, 前三季度申万物流板块47家上市公司中, 有45家实现归母净利润盈利, 其中32家实现正增长, 占比达到68%, 盈利增长成为板块主流趋势。

第三季度业绩表现出现波动: 今年第三季度受到工业生产放缓影响, 物流行业需求出现波动, 板块公司业绩水平相比于前三季度累计值出现下降, 其中归母净利润实现盈利的公司为42家, 较前三季度减少3家, 实现正增长的公司为26家, 较前三季度减少6家, 实现由盈转亏的公司3家, 较前三季度增加2家。

图表8 物流板块47家公司2021年三季报归母净利润变化情况

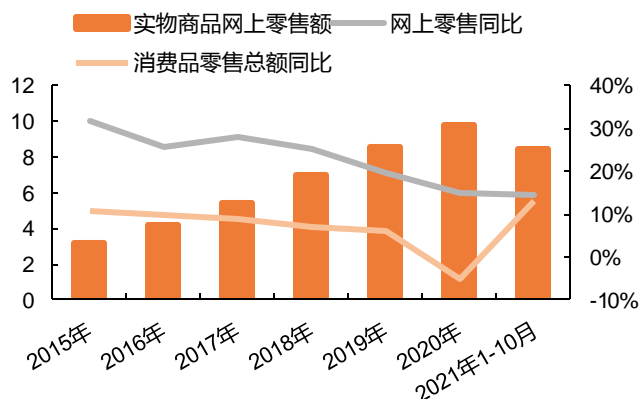
| 统计时段 | 类别 | 数量 (家) |
|-------------|----------|--------|
| 2021年前三季度同比 | 净利润为正 | 45 |
| | 净利润正增长 | 32 |
| | 亏损幅度收窄公司 | 1 |
| | 净利润同比减少 | 14 |
| | 由盈转亏 | 1 |
| 2021年第三季度同比 | 净利润为正 | 42 |
| | 净利润正增长 | 26 |
| | 扭亏为盈 | 2 |
| | 亏损幅度收窄公司 | 1 |
| | 净利润同比减少 | 18 |
| | 由盈转亏 | 3 |

资料来源: 公司公告、Wind、平安证券研究所

2.2 快递: 服务品质和综合物流能力或将成为行业竞争新战场

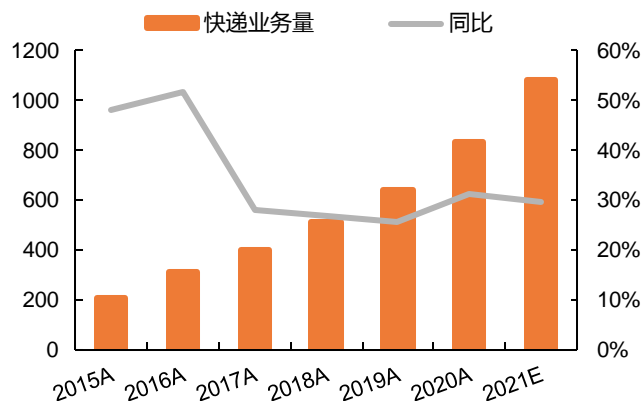
线上消费推动快递行业高速发展: 在消费线上化趋势下, 我国实物网上零售额增速远高于消费品零售总额增速, 网购人群的规模也持续扩大, 至2021年三季度, 阿里、京东和拼多多的活跃买家分别达到8.63亿、5.52亿和8.67亿, 受此影响, 我国快递行业业务规模也处于高速增长阶段。当前我国快递业务中超过80%是终端消费产生的快递, 今年1-10月, 全国快递业务量累计完成867.2亿件, 同比增长34.7%, 业务收入累计完成8339.8亿元, 同比增长20.7%, 我们预计2021年快递行业全年业务量有望超过1000亿件, 业务规模增速连续两年超过30%。

图表9 实物商品网上零售额(万亿元)



资料来源: 国家统计局、Wind、平安证券研究所

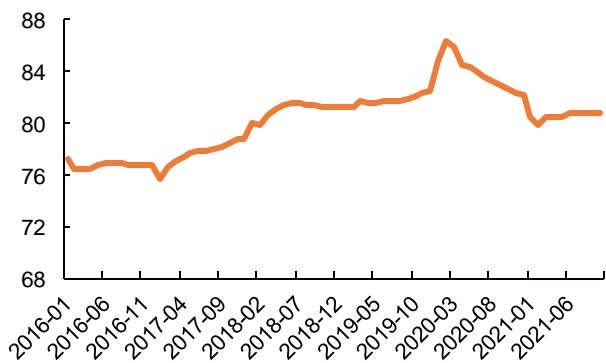
图表10 快递行业年业务量(亿件)



资料来源: 国家统计局、Wind、平安证券研究所

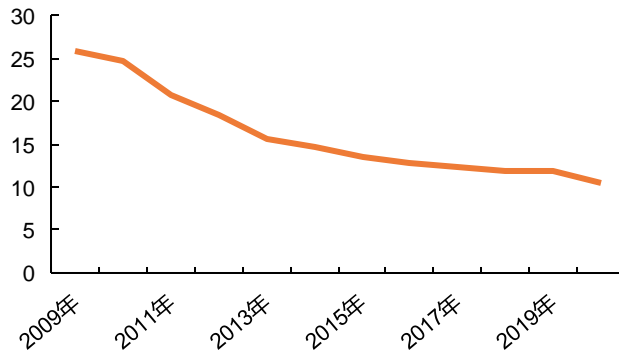
单价持续下降, 行业格局出现波动: 2009年我国发布了《快递业务经营许可管理办法》, 标志着行业野蛮生长结束, 快递管控时代的到来, 快递企业纷纷建立, 为了扩大规模, 许多企业参与了烧钱抢占市场的初期阶段, 品牌集中度从 2009年的 83.7% 下降到了 2016年的 76.7%, 快递均价从 25.8 元下降至 13.4 元, 降幅高达 48.1%。2016年起, 随着头部快递企业纷纷上市, 价格下降趋势略有放缓, 行业进入成长期, 市场集中度持续提升, 至 2019年末上升至 82.5%。极兔速递于 2020年 3月进入中国市场, 利用“直营+加盟”的模式快速扩张, 背靠拼多多这一庞大流量平台, 极端低价攻占市场, 于 2020年下半年引动新一轮价格战, 致使市场格局发生变化, 行业集中度一度下探至 80%以下。

图表11 快递行业品牌集中度 CR8 (%)



资料来源: 国家邮政局、Wind、平安证券研究所

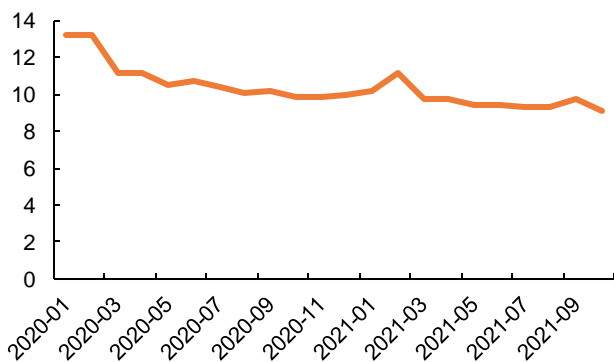
图表12 快递行业单价变化情况(元)



资料来源: 国家邮政局、Wind、平安证券研究所

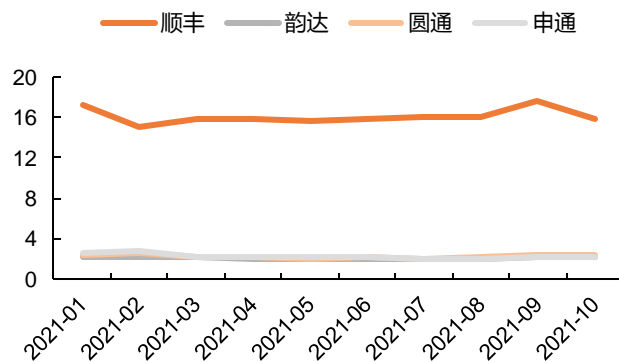
政策托底, 单票价格底部回升: 10月全国快递平均单价为 9.14 元, 环比下降 0.61 元, 连续两个月出现环比上升后再次出现下降。今年 3月随着义乌市快递业协会率先出手, 行业极端价格战得到广泛关注, 随后国家市场监督管理总局和国家邮政局等部门纷纷出台文件确保行业有序健康发展, 9月出台的《浙江省快递业促进条例》成为全国首部以促进快递业发展为主题的地方性法规, 至此, 停止超低价竞争成为行业共识, 快递公司开始主动上调揽件价格。10月, 顺丰、韵达、圆通和申通单票收入分别为 15.92 元、2.17 元、2.29 元和 2.11 元, 较年内最低值均有明显提升, 其中韵达股份连续 4个月环比正增长, 表明行业企业已经开始新一轮涨价, 在 11月初开启的本年度快递旺季中, 预计快递企业有望实现量价齐增。**快递行业的竞争有望从比拼价格向比拼质量转变。**

图表13 快递行业月度单价情况（元）



资料来源：国家邮政局、Wind、平安证券研究所

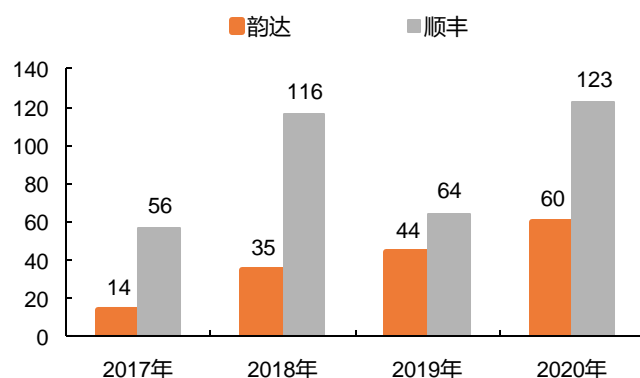
图表14 快递企业月度单价情况（元）



资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

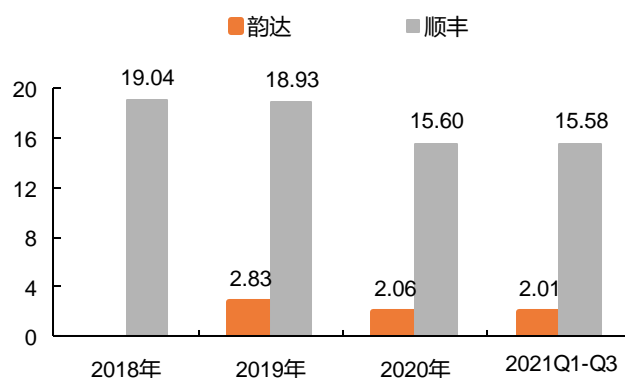
快递企业资本开支增加，运输、中转等多项能力持续提升：为应对连续多年的业务高速增长和价格战，头部企业普遍加大企业硬件投入，特别是快递旺季带来的峰值考验，逼迫快递公司加快智能装备的更新，主要快递公司顺丰和韵达近三年来维持对电子设备和机器设备的高投入，受此影响，公司单票成本也持续下降，运输效能明显提升。

图表15 快递企业的资本开支（亿元）



资料来源：国家邮政局、Wind、平安证券研究所

图表16 快递企业单票成本（元）



注：2021年前三季度数据采用营业成本推算

资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

图表17 快递企业年末资产规模（原价）（亿元）

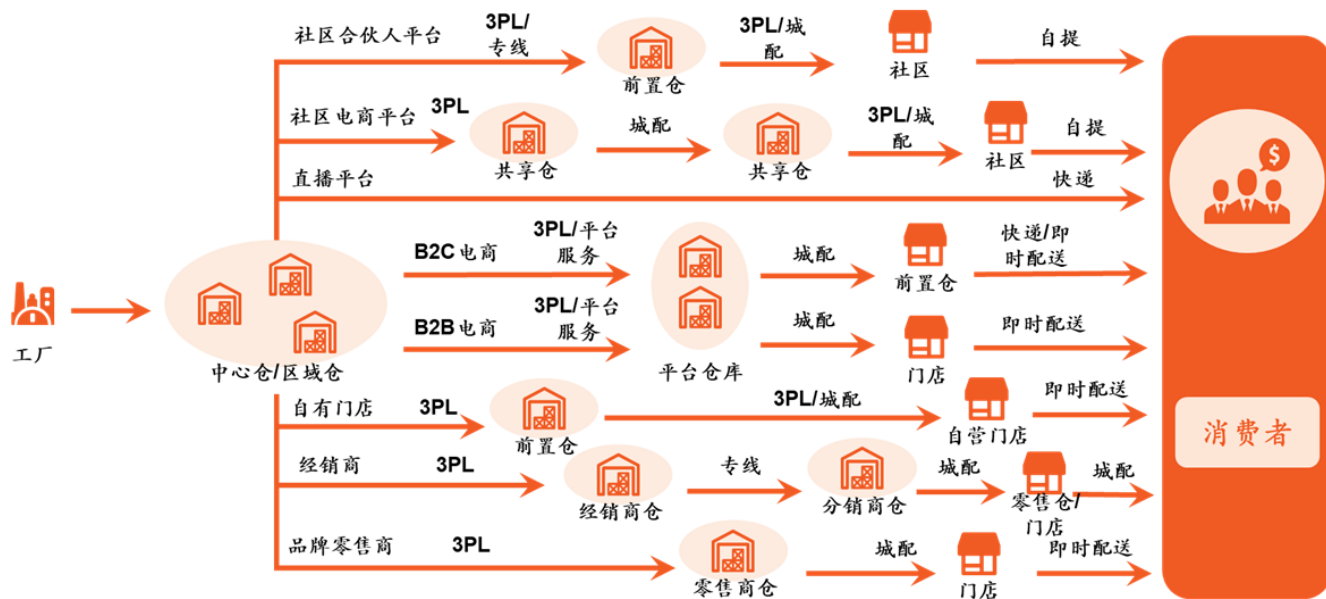
| 时间 | 顺丰控股 | | | 韵达速递 | | |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 房屋及建筑物 | 39 | 74 | 77 | 10 | 13 | 28 |
| 运输工具 | 52 | 51 | 55 | 16 | 21 | 30 |
| 电子设备 | 28 | 32 | 36 | 6 | 10 | 14 |
| 机器设备 | 23 | 31 | 45 | 28 | 41 | 55 |

资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

2.3 仓储：REITS 带来仓储行业新发展

行业规模大，但人均仓储面积较小：根据世界银行提供的数据，中国仓储物流设施总库存（含高标库和非高标库）约 10 亿平，低于美国（12.5 亿平），但高于日本（5 亿平）、德国（0.7 亿平）和澳大利亚（0.4 亿平）等国。从人均仓储物流设施面积的角度，中国人均仓储物流设施面积不及 1 平方米，仅相当于美国和日本的 20% 左右。

图表 18 对仓储的依赖贯穿多种零售模式



资料来源：罗戈网、平安证券研究所

新零售使得仓储行业更受重视：随着新零售模式的普及，贯穿零售全部环节的仓储更加受到重视，以 2021 年双十一为例，按首轮预售从 10 月 20 日凌晨来算，整个双 11 活动长达 20 天之久，长达 10 天的预售不仅增加了消费量，还给予商家提前部署和应对时间，按需多点储备库存，平缓运输压力，提高物流效率。

优质高标仓需求增加：高标仓拥有空间利用率高、布局灵活、多功能合一、自动化水平高等特点，契合当前电商物流灵活存储和高效转运的要求，因此伴随着我国电商规模的扩张，仓储规模也不断增加，截至 2020 年末，全国 66 个城市高标仓存量共计 7505 万平方米（未包含电商自建仓库）。2010 年至 2020 年期间，高标库存量复合增长率约 26%。

图表 19 高标仓与普通仓的对比

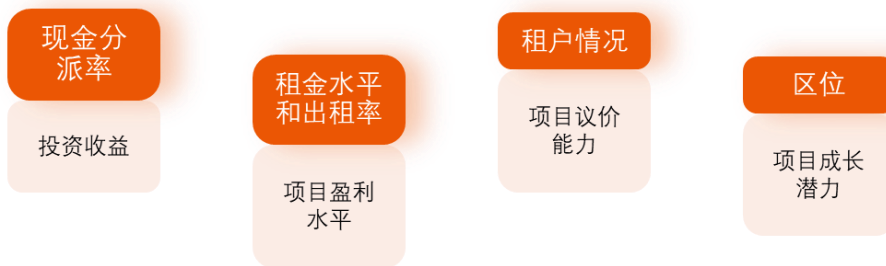
| | 高标仓 | 普通仓 |
|------|---------------------------------|----------------------|
| 结构 | 单层：高品质钢结构 多层：混凝土/钢结构，附带坡道或电梯 | 非标准混凝土/钢结构 多层：无通道 |
| 面积 | ≥1 万平方米 | < 8000 平方米 |
| 层高 | 单层：≥9 米 多层：首层≥8 米 | 4 米至 7 米 |
| 立柱间距 | ≥12 米 | < 12 米 |
| 地面 | 耐磨性环氧树脂/金刚砂耐磨地坪 | 非标准，如水泥地面或者素填土 |
| 监控 | 24 小时安保及集中监控服务 | 保卫室或无该设备 |

| | | |
|------|-----------------------------|---------|
| 装卸功能 | 卸货平台每层高度 1.3 米 仓储、分拣、装配等 | 无 仓储 |
|------|-----------------------------|---------|

资料来源：REITs 基金招募说明书、罗戈网、平安证券研究所

公募 REITs 帮助优质仓储提前收回投资：2021 年 6 月，随着仓储物流行业首批公募 REITs 基金中金普洛斯 REIT 和红土盐田港 REIT 的成功发行，标志着我国仓储行业迎来一种全新的“投资-运营-退出”投资模式，该模式下，通过将优质仓储标的打包成 REITs 产品并向投资者出售，仓储物流企业能够提前收回土地购置和仓库建设的资金投入，从而使企业一定程度上缓解持续购置重资产拖累发展速度的问题，实现行业优胜劣汰，加速行业发展。

图表20 仓储物流项目的 4 个关键指标



资料来源：REITs 基金招募说明书、平安证券研究所

图表21 仓储物流公募 REITs 项目对比

| | 红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金 | 中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金 |
|------------------|--|--|
| 项目区位 | 深圳市盐田区盐田综合保税区北片区 | 北京、苏州、广州和佛山 |
| 租金水平 (元/平米/月) | 仓储部分：盐田港集团 37.5、独立第三方 39 配套部分：盐田港集团 50、独立第三方 50 | 北京：空港 63.3、通州 74.4 苏州：望亭 33.6、昆山 25.2 广州：保税 25.2、增城 39.9 佛山：顺德 33.0 |
| 出租率 | 100% | 北京：空港 97%、通州 100% 苏州：望亭 100%、昆山 97% 广州：保税 100%、增城 100% 佛山：顺德 100% |
| 现金分派率 (发行价预测) | 2021-2022 年分别为 4.08%、4.10% | 2021-2022 年分别为 4.25%、4.52% |
| 租户 | 盐田港集团（关联方、原始权益人）占 44%， 前十大租户占比超过 90% | 前十大租户占比 58.3%、关联租户占比 5.7% |

资料来源：REITs 基金招募说明书、平安证券研究所

三、 航空：需求修复低于预期，行业仍然处于左侧配置时期

航空展望：2021 年内疫情防控和国内需求回暖的博弈成为民航运输主导因素，由于疫情局地散发导致民航运输行业的复苏经历了多次反复，“就地过年”和“暑运提前结束”对行业全面复苏带来较大冲击，预计全年民航运输修复程度将显著低于年初修复至疫情前 80% 的目标，因此国内大部分航空公司仍然处于亏损状态，但亏损幅度有所收窄。展望 2022 年，我们认为疫情发展形势仍然是航空运输能否进一步复苏，大部分航空公司能否实现扭亏的最重要因素，若疫情持续反复，我们认为航空运输行业的关注点仍然聚焦于国内航线的需求修复情况以及油价、汇率等影响因素对公司业绩的影响；若疫情持续转好，那航空运输行业的焦点则转向国际航线的复航情况以及中短期供小于求带来的票价弹性，可以提前布局反弹空间较大的标的。长期而言，我国航空运输持续增长的逻辑仍然成立，在共同富裕的目标下，各个细分领域均有长足发展空间，具备长期成长价值。

图表22 航空&机场投资逻辑

| | 关键假设 | 供需 | 重点关注 | 展望 | |
|-------|-----------------------------------|----------------------------------|---|--------------|---------------------------------|
| | | | | 2022 | 远期 |
| 航空&机场 | ★★★★★ > 疫情局地零星散发 > 国内清零政策不变 | □ 关注国内航线供给与需求的匹配情况 □ 关注机场扩建进度 | □ 航空：关注油汇等因素对业绩的影响 □ 机场：固定资产折旧对业绩的影响 | > 关注国内市场修复情况 | > 锁定核心资产，关注左侧机会 > 关注细分领域成长价值 |
| | > 疫情逐步消退 > 出行限制放宽 ★★★★★ | □ 关注国际航线修复情况 □ 部分市场供不应求 | □ 航空：高票价带来高盈利 □ 机场：非航收入回升 | > 提前布局高弹性标的 | > 关注细分领域长期成长价值 |

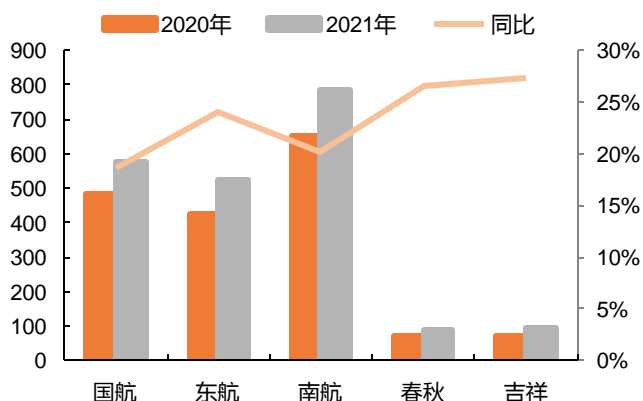
资料来源：平安证券研究所

3.1 下半年疫情主导航空股走势，疫情反复对航空公司业绩带来较大冲击

前三季度营收稳步修复，春秋航空盈利同比转正：今年前三季度，受益于国内市场需求的修复，主要航空公司营业收入同比均实现正增长，其中民营航空修复速度最快，春秋航空和吉祥航空同比分别增长 26.5%和 27.3%。在归母净利润方面，A 股 6 家干线航空公司中仅国航的亏损幅度同比扩大，春秋航空实现归母净利润 1.6 亿元，实现扭亏。

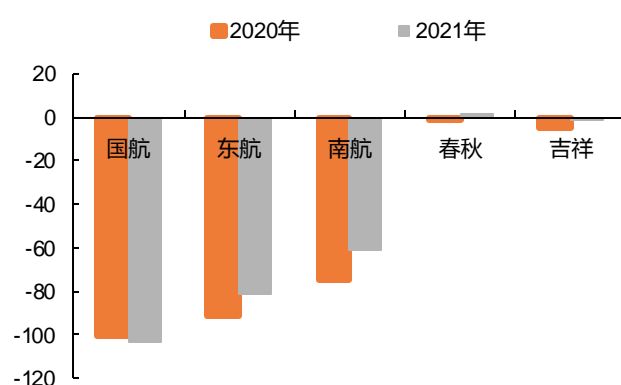
第三季度疫情散发致使航空公司盈利恶化：第三季度 A 股干线航空公司营业收入同比均实现正增长，其中春秋航空和海航分别增长 14.5%和 9.7%，增幅领先。由于南京疫情导致暑运提前结束，航空公司普遍受到较大冲击，干线运输航空公司归母净利润亏损幅度普遍扩大，其中南航和吉祥同比由盈转亏，仅春秋航空单季度实现盈利，实现归母净利润 1.5 亿元，同比减少 42.7%。

图表23 Q1-Q3 主要上市航空公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

图表24 Q1-Q3 主要上市航空公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

行情走势主导因素年内出现较大变化：2021 年上半年行情走势主要受政策和市场需求主导，在“就地过年”倡导发出后，航空股普遍下跌至年内低位，二季度国内市场需求全面回暖，叠加小长假的旅游出行热，航空公司盈利状况大幅好转，股价也随之反弹；下半年，在暑运旺季开局大好的情况下，疫情开始在国内局地散发，国内防疫政策开始趋严，受此影响，市场需求出现较大反复，市场信心明显受挫，疫情发展情况成为航空股行情主导因素。

图表25 下半年疫情发展形势再次占据主导



资料来源：Wind，平安证券研究所

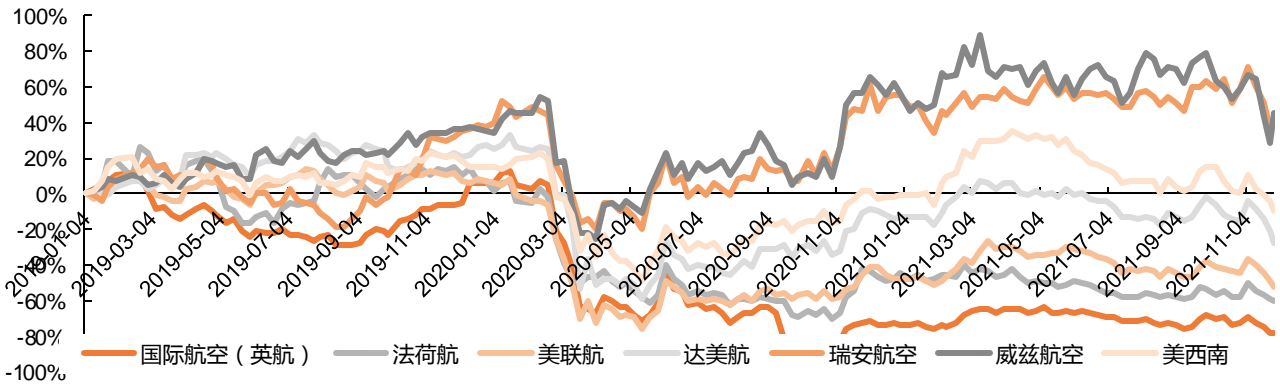
3.2 疫情持续下，海外市场更关注中短途市场的航空公司

防控政策较松的中短途市场帮助航空公司业绩复苏获得市场认可：新冠疫情全球蔓延后全球航空运输受到重创，各国上市航空股均出现明显的下跌，进入 2021 年，由于各国防疫政策出现调整 and 分化，例如美国放开了国内管制和部分国际入境管制、欧盟主要成员国之间人员流通限制放宽等，各地区航空运输市场开始逐步复苏。

从航空股市场表现来看，聚焦中短途航线的低成本航空复苏业绩最受市场认可，例如欧洲的瑞安和威兹航空以及美国的西南

航空；其次是拥有较强国内市场的全服务航空公司，例如美联航和达美航空，即使国际航线仍然受限，也能凭借国内需求实现单季度盈利；最后是聚焦中远程国际航线的航空公司，例如英航为主体的国际航空集团和法荷航，目标市场持续受限，业绩很难修复。

图表26 国外主要航空股表现情况



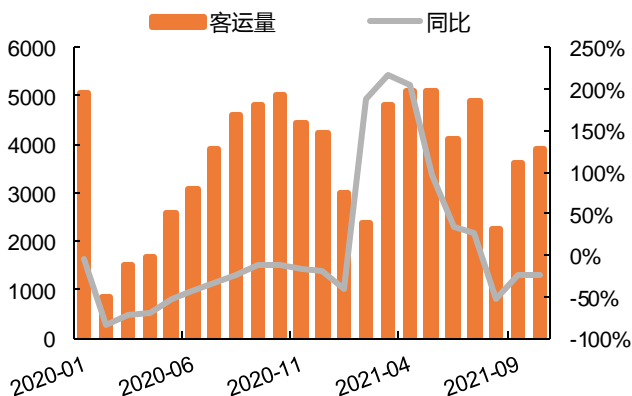
资料来源: Wind、平安证券研究所

3.3 市场需求短期受损，共同富裕支撑航空运输长期增长逻辑

疫情反复，航空市场需求明显受挫：相比于2020年的持续复苏，2021年航空市场出现了明显的反复，年初的“就地过年”和暑运的提前结束，给航空客运市场需求带来了较大的负面冲击，持续散发的疫情一定程度上抑制了旅客的航空出行意愿，最近2个月，民航单月旅客运输量维持在3500~4000万人次，与疫情前的5000~5500万人次存在较大差距，**1-10月行业完成旅客运输3.92亿人次，仅为2019年同期的71%，低于年初行业修复至疫情同期80%的预期，复苏节奏减缓。**

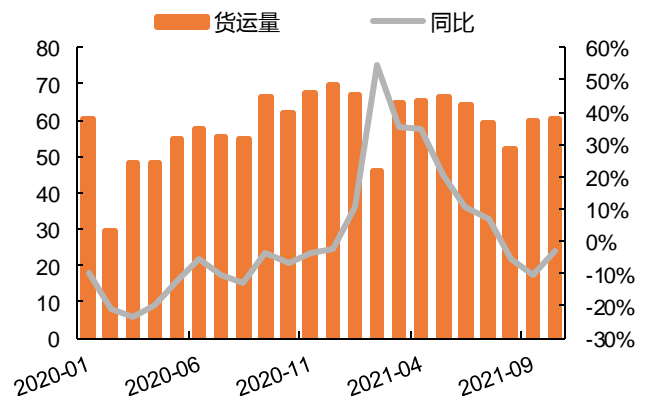
航空货运下半年增速放缓：今年下半年，受防疫物资需求减少、全货机供给有限等因素影响，航空货运的增速明显回落，其中8-10月连续三个月出现下跌的状况，**预计全年货运总量与2019年持平。**

图表27 民航月度客运量（万人次）



资料来源: 公司公告、Wind、平安证券研究所

图表28 民航月度货运量（万吨）

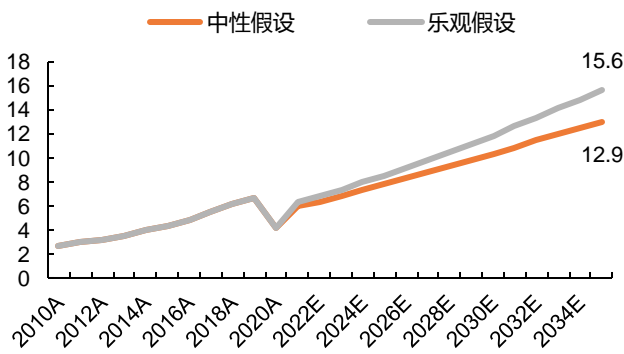


资料来源: 公司公告、Wind、平安证券研究所

全国每年仅1.5亿至2亿人坐飞机：2019年我国民航运输总量6.6亿人次，参考航空出行存在往返（2次）的规律，在每人重复乘机的前提下，2019年乘机人数应该在3.3亿人，考虑约30%~40%的公商务旅客在年内多次乘机的情况，推测2019年内坐过飞机的国人应该在1.5亿至2亿人，因此判断我国还存在大量从未坐过飞机的人群。

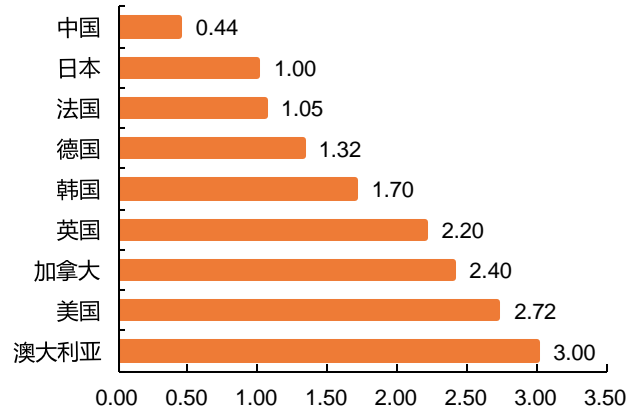
疫情不影响航空运输增长大势：2018年11月发布的《新时代民航强国建设行动纲要》中确定了至2035年我国年人均乘机次数超过1次的目标，即达到每年约15亿人次，与2019年6.6亿人次相比，增幅超过120%。此外，在共同富裕目标下，随着人们收入水平的持续提升，将产生越来越多的因私航空出行需求，因此在潜在需求群体持续扩大的情况下，我们认为疫情不会改变行业长期发展趋势。

图表29 全国民航客运总量（亿人次）



资料来源：政府公告，IATA，平安证券研究所

图表30 2018年各国人均乘机次数（次/人）



资料来源：政府公告，IATA，平安证券研究所

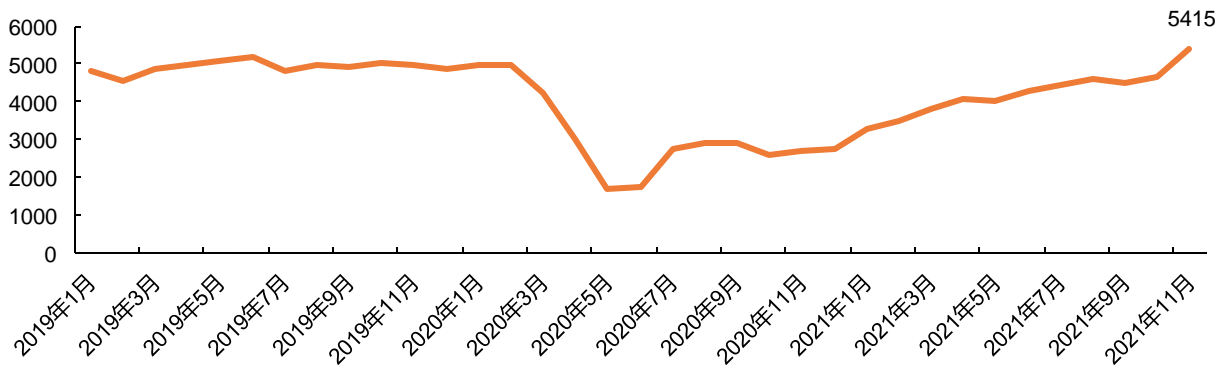
3.4 多种因素影响航空公司业绩修复

3.4.1 油价：油价持续上涨，拖累航空公司业绩复苏进程

航空煤油价格突破 5000 元/吨：2021 年受原油价格上涨影响，航空煤油价格持续走高，11 月份国内航空煤油出厂价格突破至 5400 元/吨，1-11 月的平均油价约为 4230 元，较 2020 年全年提高约 36.6%，根据测算，2021 年 6 家上市航空公司因油价上涨导致的燃油成本额外增加合计在 200 至 250 亿元，明显拖累了航空公司业绩复苏节奏。

燃油附加费作用有限：目前国内航空公司开始重新征收燃油附加费，根据燃油附加费征收标准，国内航空公司从 11 月 5 日起开始恢复征收燃油附加费，800 公里（含）以下航段每位旅客收取 10 元，800 公里以上航段每位旅客收取 20 元，但是考虑到目前航空公司整体客座率水平较低，燃油附加费对抵消高油价的影响明显弱于疫情以前。

图表31 国内航空煤油出厂价（元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表32 主要航空公司燃油成本(亿元)

| | 2019年 | | 2020年 | |
|----|-------|--------|-------|--------|
| | 燃油成本 | 占总成本比例 | 燃油成本 | 占总成本比例 |
| 国航 | 360 | 31.8% | 148 | 19.6% |
| 东航 | 342 | 31.9% | 138 | 19.6% |
| 南航 | 428 | 31.6% | 188 | 19.8% |
| 海航 | 202 | 30.2% | 62 | 15.0% |
| 春秋 | 42 | 31.8% | 23 | 23.0% |
| 吉祥 | 44 | 30.3% | 22 | 21.2% |

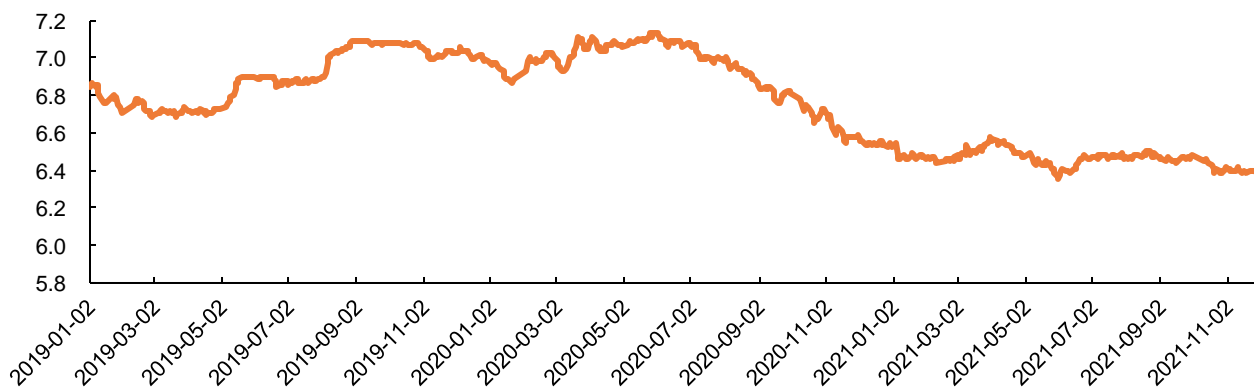
资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

3.4.2 汇率：人民币升值利好航空公司利润情况

人民币升值：2020年下半年人民币进入升值通道，截至2021年11月29日，美元兑人民币中间价为6.38，较年初下降2.23%。

汇兑收益预计对三大航业绩表现产生积极影响：2020年全年，人民币兑美元升值幅度达到6.47%，国航、东航和南航分别实现汇兑收益36.0亿、24.9亿和34.9亿元。考虑到2021年初至今的汇率状况，若当前人民币兑美元汇率维持至年底，则全年三大航可实现汇兑收益总额约35-40亿元，改善全年业绩水平。

图表33 美元兑人民币中间价



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表34 2019-2020年三大航汇兑收益情况(亿元)

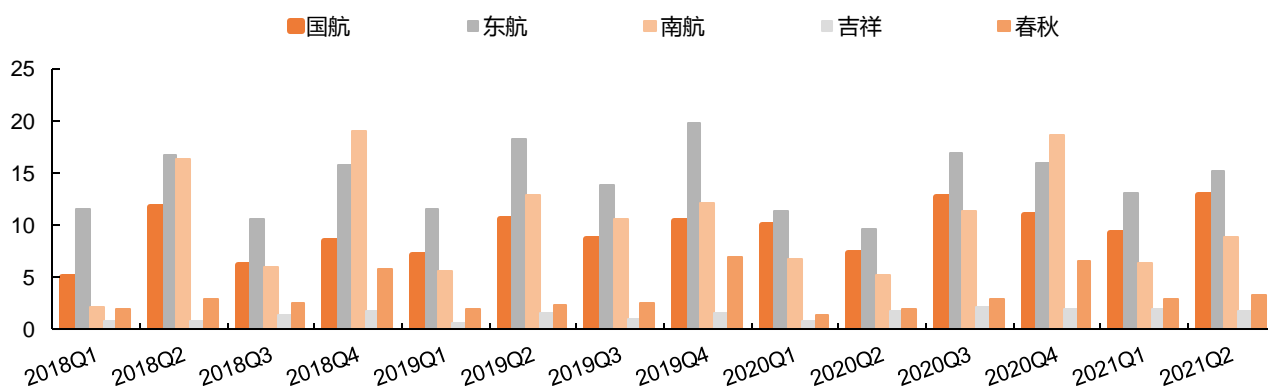
| 时段 | 人民币兑美元升值幅度 | 国航 | 东航 | 南航 |
|-------|------------|-------|------|-------|
| 2019年 | -1.65% | -12.1 | -9.9 | -14.7 |
| 2020年 | 6.47% | 36.0 | 24.9 | 34.9 |

资料来源:公司公告、平安证券研究所

3.4.3 补贴:与主营业务相关的补贴并未因疫情而减少

补贴力度并未减少:中央支线航线补贴与地方政府航线补贴一直是国内航空公司重要利润贡献之一,2021H1,国航、东航、南航、吉祥和春秋五家公司合计实现其他收益74.88亿元,同比增长34.41%,相比2019年同期增长4.21%。考虑到支线补贴规则相对固定,我们认为,疫情期间地方政府的航线补贴力度不减反增,中小机场做大吞吐量的需求仍然存在,预计补贴力度还将延续较长时间。

图表35 航空公司其他收益(主营业务相关的政府补贴)情况(亿元)



资料来源:公司公告、Wind、平安证券研究所

四、机场:免税逻辑受挫,但机场核心优势依旧

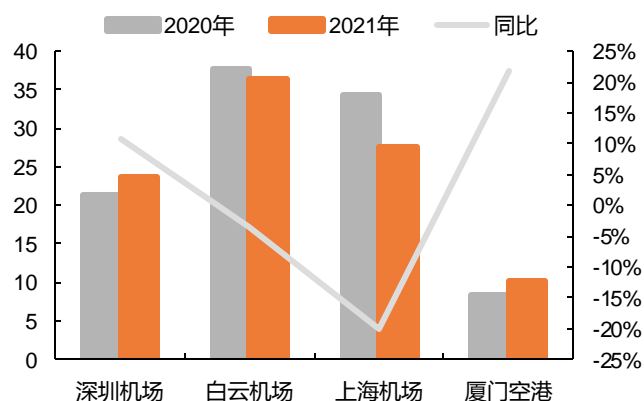
机场展望:2021年,由于国际航线持续管制的影响,机场免税消费逻辑受到重创,板块整体表现较弱。展望2022年,与航空运输相似,我们认为疫情发展形势仍然是机场行业能否复苏的最重要因素,若疫情持续反复,我们认为主要上市机场业绩仍将受到较大影响,依赖国内航线复苏筑底;若疫情持续转好,随着国际航线复航,国际客流的增多,机场非航收入的修复将再次成为热点。长期而言,我国主要枢纽机场都处于产能持续扩张时期,市场需求持续增长的逻辑依然存在,在核心区域内受政策和地域的绝对保护,核心资产特征明显。

4.1 机场板块公司业绩出现明显分化

疫情反复爆发下,大型国际枢纽机场业绩修复难度较大:今年前三季度,机场板块整体业绩表现低于预期,由于当前疫情防控政策下,国内航线成为民航修复的主要市场,加之国际和港台航线的航班供给受到较大限制,因此疫情前国际航线占比较高的大型国际枢纽业绩修复相对困难。A股上市机场中,上海机场和白云机场两个机场的营业收入同比减少,且归母净利润亏损幅度同比扩大;深圳机场和厦门空港的营业收入同比增加,其中深圳机场实现归母净利润由负转正,厦门空港归母净利润同比正增长。

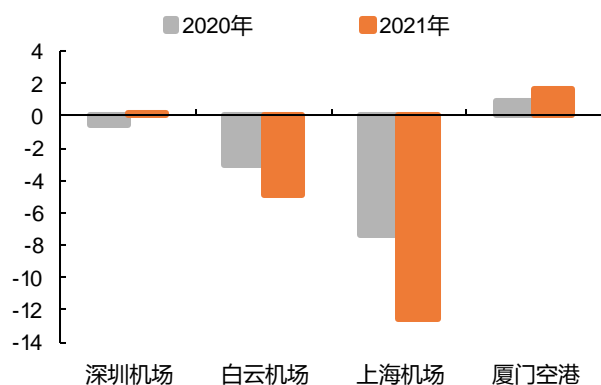
三季度业绩表现差于 2020 年同期：今年三季度受南京疫情防控影响，A 股上市 4 家机场业绩表现均差于 2020 年同期，营业收入均出现了同比负增长，仅厦门空港实现归母净利润为正，但同比减少 78%。

图表36 Q1-Q3 主要上市机场营业收入（亿元）



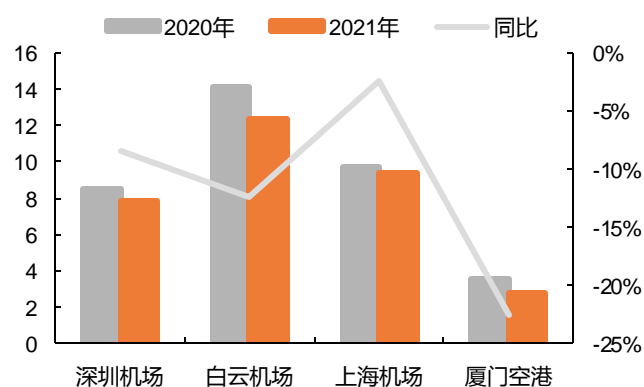
资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

图表37 Q1-Q3 主要上市机场归母净利润（亿元）



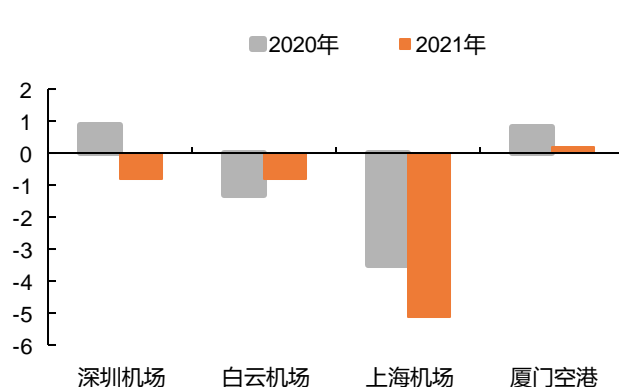
资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

图表38 Q3 主要上市机场营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

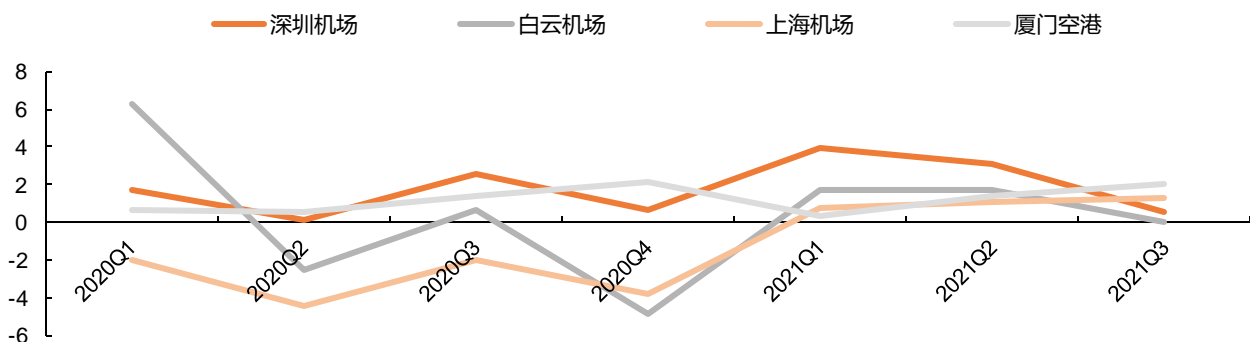
图表39 Q3 主要上市机场归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，平安证券研究所

2021 年经营现金流明显改善：进入 2021 年，受益于国内航空市场的修复，上市机场的经营净现金流情况明显好于 2020 年，其中白云机场和上海机场的经营净现金流状况大幅改善，持续稳健经营的压力明显减小。

图表40 主要上市机场经营净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

4.2 吞吐量是核心评价指标，非航收入是枢纽机场的业绩亮点

吞吐量是机场发展核心评价指标：机场的收入主要分为航空业务收入和非航业务收入，其中航空业务收入标准是政府定价，非航业务收入标准是市场定价，但承载两者的核心仍然是机场吞吐量。

持续扩容确保未来发展空间：目前，国内主要的枢纽机场大部分都有持续的改扩建计划，随着这些计划的逐步落地和完成，机场的旅客吞吐量上限、货邮吞吐量上限和起降航班架次上限均会有不同程度的提高。

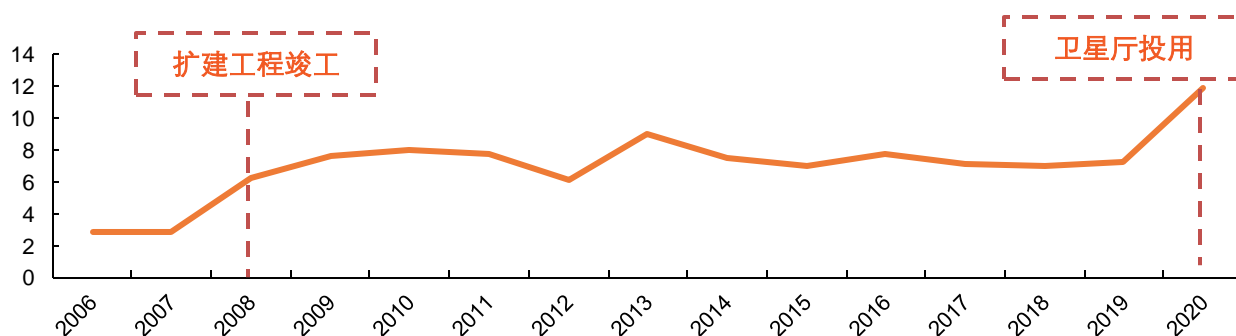
图表41 主要机场改扩建计划

| 机场 | 建设计划 | 建设期 | 总投资 |
|------|-----------|-------------|----------|
| 上海机场 | 卫星厅 S1、S2 | 2015-2019 年 | 204 亿元 |
| | T3 航站楼 | 2035 年建成 | |
| 白云机场 | T3 航站楼 | 2025 年建成 | 544 亿元 |
| | 4/5 跑道 | | |
| 深圳机场 | T4 航站楼 | 2020-2025 年 | 123.3 亿元 |
| | 3 跑道 | | |
| | 卫星厅 | 2021 年建成 | 109.4 亿元 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

关注机场产能释放周期：重大项目竣工投用后，机场固定资产折旧将大幅增加，而产能爬坡通常需要 2-3 年，期间机场业绩会受到一定影响。

图表42 上海机场固定资产折旧情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

非航空性业务以零售、广告、商铺租赁为主，相较于航空性业务具有较高的自主性；非航业务体现了机场作为商业地产模式的消费属性，可以理解为“流量经济”，即通过航空主业带来客流，航空性业务收入长期覆盖公司成本，而非航业务则将流量转化为收入和利润。对于国际知名的大型航空枢纽，非航收入一般都占机场总收入的 60%以上，个别机场能够达到 90%。

市场关注点聚焦免税消费：2018 年起随着机场免税业务的公开招标，机场免税消费价值得到市场发掘，免税业务成为机场业绩实现高速增长的重要因素。

图表43 免税消费的特点



资料来源：平安证券研究所

从疫情前上市机场收入结构来看，上海机场以免税为主的非航收入占比达 63%。疫情期间，由于客流量下降，机场免税店、商户等的租户营业额受到冲击，且部分机场为受损租户提供免租、减租政策，一定程度上影响非航空性收入。2020 年上海机场非航收入同比下降 62.45%，其中商业餐饮收入（含零售、广告）同比下降 76.80%。

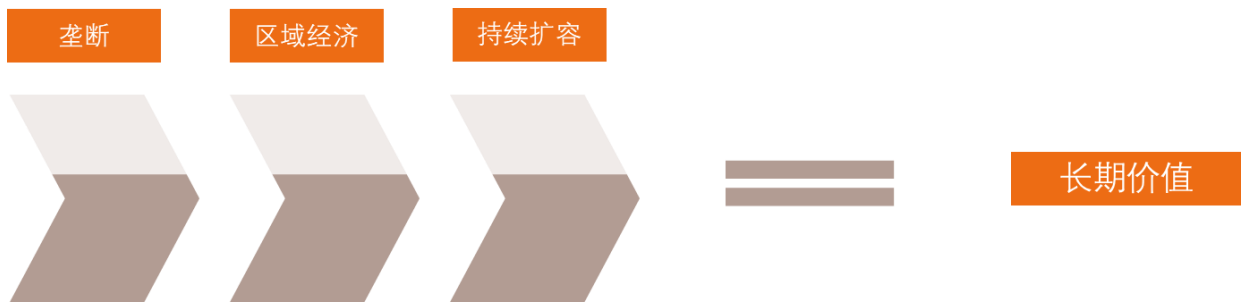
4.3 核心资产定位，具备长期成长价值

在我国机场具备天然垄断性：1) 机场具有天然的区域垄断性，机场新建有严格的行政审批链条，因此在一定区域内，没有竞争对手；2) 机场规模难复制，机场发展定位取决于国家战略，不同定位机场的适配资源重合性较低，一般机场不具备追赶枢纽机场的可能。

机场发展速度与所在区域经济发展密切相关：枢纽机场容易诞生于两个地方：1 发达城市群；2 区域核心城市。因此可以判断，机场长期发展的天花板主要取决于所在地区的经济发展情况。

持续建设的枢纽机场具备长期价值：上海机场、白云机场、深圳机场仍然处于持续扩建时期，根据规划：上海机场将启动浦东机场 T3 航站楼建设并与新建高铁站相连接形成综合交通枢纽；白云机场将启动 T3 航站楼和第四第五跑道建设；深圳机场将启动三跑道建设和 T4 航站楼工程。上述项目建成能够进一步提高机场设计吞吐量上限，打开机场长期成长空间。

图表 44 机场具备长期价值



资料来源：平安证券研究所

五、 投资建议

行业评级：进入疫情常态化防控时期，国内需求逐步回暖，部分子版块公司已经基本摆脱疫情影响，长期来看交运行业运输总量保持增长的基础仍然存在，因此我们维持行业“强于大市”评级。

物流：受益于良好的复工进度，物流行业持续处于高景气时期，当前我国快递行业处于巨头竞争时期，价格战暂停使得行业竞争从一维转向多维，品牌美誉度、运输效率、服务态度、服务能力、员工忠诚度等都可能成为决定企业长期生存的关键。我们建议关注时效件领域优势明显、品牌美誉度较高的**顺丰控股**以及市场份额稳定、受益于单价上涨的**韵达股份**。

航空板块：2021 年内疫情反复导致航空复苏节奏受到拖累，在当前疫情防控政策下，国际航线复航存在较大不确定性，建议持续关注疫情发展情况。疫情持续影响下，我们建议参考国外情况关注成本控制出色、主攻中短途市场的航空公司，若 2022 年疫情出现明显好转，我们建议关注弹性较大的**中国国航**、**中国东航**和**南方航空**。

机场板块：我国主要枢纽机场均有持续扩张产能的计划和潜力，随着产能瓶颈的打开，我们认为这些机场收入增长是必然趋势，而且从行业发展趋势来看，收入增长的速度将领先与业务量的增速。我们建议关注枢纽机场长期成长价值，建议关注**深圳机场**。

六、 风险提示

1、政策风险。行业主管部门通过发布政策控制交运各个子行业发展规模和发展方向。因此政策调整的不确定性将带来政策风险。

- 2、**宏观经济风险。**交运行业主要是依托整体经济环境，因此当前宏观经济环境可能导致市场需求出现变化，影响公司盈利水平。
- 3、**油价、汇率等风险。**航空公司营业成本中燃油成本占比最高，此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价，因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。
- 4、**安全风险。**安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。
- 5、**疫情影响超出预期。**未来如果疫情蔓延超出预期，运输需求持续低迷，政府管控措施长期持续，将对行业产生较大影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033