

行业研究

历尽千辛，岿然不动

——交通运输行业 2022 年中期投资策略

要点

◆**行情回顾：国内外疫情反复，交运各板块大幅波动。**截至 2022 年 5 月 27 日，（中信）交通运输行业指数 2022 年以来跌幅约为 1.58%，小于沪深 300 指数跌幅（19.0%），排名在所有中信一级行业相对靠前，主要原因除了疫情影响外，在大盘整体表现较弱的背景下，交运公司具备一定的防御属性。

◆**新冠疫情边际变化影响减弱，预期变化逐渐成为主要矛盾。**展望 2022 年下半年，市场对于后疫情时代的预期变化正在成为影响相关公司股价波动的主要矛盾，随着市场将对新冠疫情未来演变逐渐形成一致预期，“疫情受益股”与“疫情受损股”的均值回归也将继续兑现。

◆**市场逐渐形成一致预期，推动“疫情受损股”股价修复。**1、2024 年全球航空客运量有望达到并超过疫情前水平；2、航空机场的行业格局并未因疫情发生本质变化；3、盈利预测逐渐趋于一致，疫情后航空机场公司盈利修复是确定性事件，部分公司的盈利能力可能超过疫情前水平。

◆**重点子行业分析。**1) **航空机场：需求有望逐步恢复，股价提前基本面修复。**展望 2022 年下半年，尽管航空机场公司基本面无法完全修复，但随着市场一致预期的逐渐形成，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司目前仍具备配置价值。2) **快递：顺丰探底回升，价格战缓和仍需观察。**展望 2022 年下半年，我们认为疫情的负面冲击将逐渐平复，行业将会重回增长通道，不过整体增速可能会低于 2021 年水平；价格战缓和依然是未来的主要矛盾，也是通达系公司盈利能力能否恢复的最关键因素；而顺丰在经历了 2021 年的低谷之后，随着收购嘉里物流的落地以及未来鄂州机场投产，产品线将进一步扩充，未来成长空间进一步打开，同时传统业务盈利能力也将在前置资源投入后得到进一步的修复。3) **公路铁路：公路公司重回稳定增长，仍具防御价值。**具有区位优势收费公路，在国内疫情逐步缓解的背景下，未来需求将快速恢复，下半年有望重回增长。在股息率投资视角下，部分优质高速公路公司已具备投资价值。

◆**投资建议：**随着疫苗接种/治疗技术的不断推进，新冠疫情的负面影响将边际减弱，“疫情受益股”与“疫情受损股”的均值回归也将逐步兑现。展望 2022 年下半年，疫情的边际变化虽然对交运各子行业基本面继续带来扰动，但对相关公司股价的影响在逐渐减弱，而整个市场对于后疫情时代的预期变化正在成为影响相关公司股价波动的主要矛盾；快递行业虽受疫情冲击，但价格战缓和依然是未来的主要矛盾，也是通达系公司盈利能力能否恢复的最关键因素。我们维持行业“增持”评级，推荐更受益于海外航空需求复苏的上海机场、中国国航（A+H）以及基本面触底反弹的顺丰控股，建议关注中国东航（A+H）、南方航空（A+H）、春秋航空、吉祥航空、白云机场、韵达股份和圆通速递。

◆**风险分析：**宏观经济下行影响上市公司盈利；海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求；中美贸易摩擦以及中美航权争端影响国际航线需求；油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利；机场免税店收入增长缓慢。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元/港元)	EPS (元/港元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600009.SH	上海机场	49.05	-0.89	-0.67	0.55	-	-	89	增持
002352.SZ	顺丰控股	50.08	0.87	1.51	1.96	58	33	26	买入
601111.SH	中国国航	9.60	-1.15	-0.61	0.18	-	-	54	增持
0753.HK	中国国航	5.50	-1.35	-0.72	0.21	-	-	26	增持

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2022-05-27;汇率按 1HKD=0.85CNY 换算,A 股公司股价单位为“元”,H 股公司股价单位为“港元”

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

夯实民航安全基础，推动航司“应飞尽飞”——国内客运航班运行财政补贴政策点评（2022-05-27）

实物网社零售增长，快递行业短期经营承压——快递行业 2022 年 4 月经营数据点评（2022-05-19）

疫情多点散发，航空需求再次探底——航空机场行业 2022 年 4 月经营数据点评（2022-05-17）

疫情反复拖累航司机场业绩，头部快递公司盈利持续修复——交通运输行业 2021 年报及 2022 年一季报业绩综述（2022-05-05）

区位优势仍在，静待海外需求恢复——上海机场（600009.SH）2021 年报点评（2022-04-16）

盈利短期承压，静待海外航线需求恢复——中国国航（601111.SH）2021 年报点评（2022-04-01）

盈利能力逐步回升，配置机会开始显现——顺丰控股（002352.SZ）2021 年报点评（2022-03-31）

柳暗花明，拨云见日——交通运输行业 2022 年投资策略（2021-11-15）

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）

投资聚焦

我们在 2022 年策略报告《柳暗花明，拨云见日》中，通过需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度，初步分析了市场一致预期是如何形成的，并认为航空机场公司尽管在 2022 年基本面无法完全修复，但随着以上三大一致预期的逐渐形成，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现。

进入 2022 年，国内民航业遇到了前所未有的困难，除了国内疫情反复导致需求处于低位外，油汇等也带来负面冲击，困难程度甚至超过了 2020 年疫情期间的水平。在行业基本面如此困难的情况下，航空机场板块在今年上半年表现相对较好，航空机场公司的股价表现出一定的相对收益，核心原因是市场开始逐渐接受航空机场公司未来业绩修复预期的确定性。

我们的创新之处

我们在 2022 年策略报告《柳暗花明，拨云见日》的基础上，通过对需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度的进一步分析，深入探讨了市场一致预期是如何形成的，进而尝试推演“疫情受损股”股价的修复进程。

1、客运需求何时能完全复苏。客运需求复苏节奏与疫情演变密切相关。虽然疫情演变未来仍有不确定性，但随着新冠疫苗/治疗技术的不断发展，解决新冠疫情只是时间问题。我们参考了国内外部分机构的预测，比较主流的观点是认为 2024 年全球航空客运量有望达到并超过疫情前水平。

2、行业格局并未发生本质变化。我们通过对民航业的内生动力、外部竞争格局、内部竞争格局三个维度的分析，得出结论：航空机场的行业格局并未因疫情发生本质变化，这也意味着当航空需求完全复苏的时候，航空机场公司的盈利能力能够快速恢复，头部公司甚至有可能大幅超过疫情前的水平。

3、盈利预测逐渐趋于一致。我们还归纳总结了上市航司机场公司的盈利的一致预期（来自 wind），发现市场对航空机场公司 24 年的盈利都有着较为乐观的预期，大部航空公司甚至超过了 17-19 年的盈利水平。

综上所述，虽然市场认为短期内航空机场公司盈利修复承压，但疫情后盈利修复是确定性事件，部分公司的盈利能力有可能超过疫情前水平。正是在这种乐观预期逐渐被市场接受的背景下，今年以来航空机场公司的股价表现出一定的相对收益，并有可能继续延续。

投资建议

我们沿着需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度，进一步分析得出结论：全球航空客运需求可能要等到 2024 年才能恢复疫情前水平；航空机场公司盈利恢复节奏与客运需求恢复节奏大体一致；但随着市场一致预期的分歧不断缩小，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司目前仍具备配置价值。

目 录

1、 国内外疫情反复，交运各板块大幅波动	6
1.1、 行情回顾：国内外疫情反复，交运各板块大幅波动	6
1.2、 驱动因素分析：新冠疫情边际变化影响减弱，预期变化逐渐成为主要矛盾	7
1.3、 2022 年下半年展望：国内疫情逐步缓解，“疫情受损股”继续完成均值回归	9
2、 市场逐渐形成一致预期，推动“疫情受损股”股价修复	11
2.1、 客运需求何时能完全复苏	11
2.2、 行业格局并未发生本质变化	12
2.3、 盈利预测逐渐趋于一致	15
3、 航空机场：需求有望逐步恢复，股价提前基本面修复	18
3.1、 行情回顾：国内疫情反复，股价波动加剧	18
3.2、 驱动因素分析：多重利空集中出现，航空机场行业至暗时刻	19
3.3、 2022 年下半年行业研判：需求逐步恢复，股价提前基本面修复	21
4、 快递：疫情意外冲击，价格战缓和仍需观察	22
4.1、 行情回顾：通达系出现分化，顺丰继续寻底	22
4.2、 驱动因素分析：通达系盈利恢复，疫情意外冲击	22
4.3、 2022 年下半年行业研判：顺丰探底回升，价格战缓和仍需观察	23
5、 公路铁路：疫情意外冲击，仍具防御价值	24
5.1、 行情回顾：疫情意外冲击，仍有相对收益	24
5.2、 驱动因素分析：预期股息率变动是主因，类固收属性逐步显现	24
5.3、 2022 年下半年行业研判：公路公司重回稳定增长，仍具防御价值	25
6、 投资建议	26
7、 重点公司介绍	27
7.1、 上海机场（600009.SH）-区位优势仍在，静待海外需求恢复	27
7.2、 中国国航（601111.SH & 0753.HK）-疫情受损较重，业绩修复弹性较大	28
7.3、 顺丰控股（002352.SZ）-盈利逐步修复，基本面拐点已确认	29
8、 风险分析	30

图目录

图 1：2022 年至今交运板块跌幅相对较小	6
图 2：2022 年交运各子行业继续分化且波动明显	6
图 3：交运上市公司年度合计营业收入比较	6
图 4：交运上市公司年度合计归母净利润比较	7
图 5：交运各子行业年度合计归母净利润比较（单位：亿元）	7
图 6：交运各子行业第一季度营业收入比较（单位：亿元）	7
图 7：交运各子行业第一季度归母净利润比较（单位：亿元）	7
图 8：海外主要国家新冠新增确诊人数冲高回落（单位：例）	8
图 9：国内新冠新增确诊人数出现反复（单位：例）	8
图 10：全国客运需求在 2022 年 3 月再次探底	8
图 11：全国货运需求增长放缓	8
图 12：海外航线客运量处于低位（单位：万人）	9
图 13：全国港口集装箱吞吐量维持高位（单位：万标准箱）	9
图 14：主要国家新冠疫苗接种剂次不断提高（单位：剂次/百人）	9
图 15：全球新冠疫苗接种剂次国家/地区排名（单位：剂次/百人）	9
图 30：IATA 预计 2024 年全球航空客运量超过疫情前水平	12
图 31：IATA 预计亚太区域航空客运量恢复相对较慢	12
图 18：美国（大于 100 英里）出行人数 2020 年三季度快速恢复（单位：亿人次）	12
图 19：美国机场安检人数 2021 年稳步回升（单位：亿人次）	12
图 20：海南离岛免税人均消费金额增长较慢	13
图 21：海南离岛免税消费者渗透率增长较慢	13
图 22：三大航 2020-2021 年客机机队保持净增长（单位：架）	14
图 23：三大航 2022 年客机机队规划保持净增长（单位：架）	14
图 24：春秋航空、吉祥航空 2020-2021 年客机机队保持净增长（单位：架）	14
图 25：主要上市航司 2020 年以来客机机队增速降幅有限	14
图 26：重点航空机场公司 2020 年整体毛利率转负或下降	15
图 27：重点航空机场公司 2021 年归母净亏损进一步扩大（单位：亿元）	15
图 28：中国东航客运周转量自 2003 年下半年快速恢复（单位：亿客公里）	16
图 29：中国东航 2004 年下半年客运收入、客运周转量增速大幅高于机队规模增速	16
图 30：2021 年 6 月市场对上海机场盈利预测分歧较大（单位：亿元）	17
图 31：2022 年 4-5 月市场对上海机场盈利预测分歧缩小（单位：亿元）	17
图 32：wind 一致预期主要航司 2024 年盈利超疫情前水平（单位：亿元）	17
图 33：wind 一致预期主要机场 2024 年盈利将快速恢复（单位：亿元）	17
图 34：航空公司股价 2022 年上半年出现大幅波动	18
图 35：机场公司股价 2022 年上半年出现大幅波动	18
图 36：国内航线客运量出现大幅波动（单位：万人次）	18
图 37：国内本土新冠新增病例冲高回落（单位：例）	18
图 38：2020-2021 年全民航业营业收入大幅下降（单位：亿元）	19
图 39：2020-2021 年全民航业出现巨额亏损（单位：亿元）	19

图 40: 三大航单月 ASK 增速再次探底.....	20
图 41: 三大航单月客运量增速再次探底.....	20
图 42: 布伦特原油价格高位震荡 (单位: 美元/桶)	20
图 43: 人民币兑美元中间价贬值 (单位: 人民币/美元)	20
图 44: 2022 年上半年快递公司股价走势出现分化	22
图 45: 快递板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较.....	22
图 46: 重点快递公司月度单票收入同比增速持续改善	23
图 47: 快递行业 CR8 开始止跌回升	23
图 48: 全国快递行业业务量出现负增长	23
图 49: 重点快递公司月度单票收入稳中有升 (单位: 元/票)	23
图 50: 2022 年上半年主要公路铁路公司股价表现分化	24
图 51: 2022 年上半年公路铁路个股涨跌幅排名	24
图 52: 重点公路铁路公司股息率仍有吸引力.....	24
图 53: 深高速主要收费公路月度通行费收入受疫情冲击下降 (单位: 万元)	24

表目录

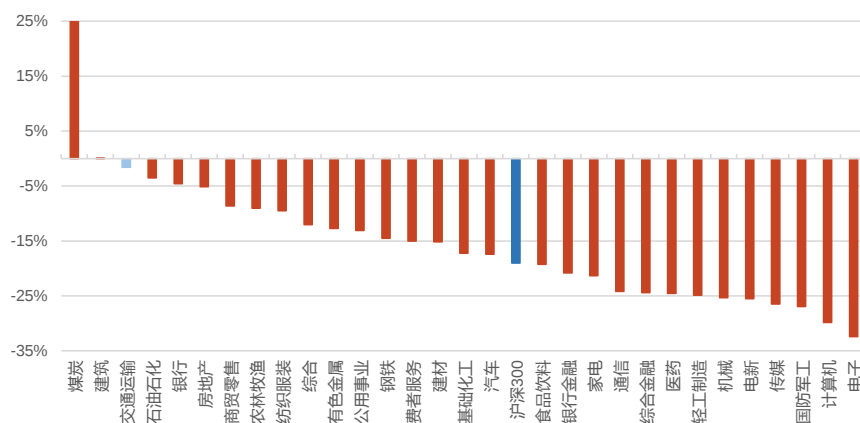
表 1: 中国免税品运营市场规模 (按渠道划分, 单位: 十亿元)	13
表 2: 中国东航 2003 年下半年盈利大幅增长.....	16
表 3: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	26
表 4: 上海机场盈利预测与估值简表	27
表 5: 中国国航盈利预测与估值简表	28
表 6: 顺丰控股盈利预测与估值简表	29

1、国内外疫情反复，交运各板块大幅波动

1.1、行情回顾：国内外疫情反复，交运各板块大幅波动

2022 年上半年交通运输板块行情回顾：截至 2022 年 5 月 27 日，（中信）交通运输行业指数 2022 年以来跌幅约为 1.58%，小于沪深 300 指数跌幅（19.0%），排名在所有中信一级行业相对靠前，主要原因除了疫情影响外，在大盘整体表现较弱的背景下，交运公司具备一定的防御属性。

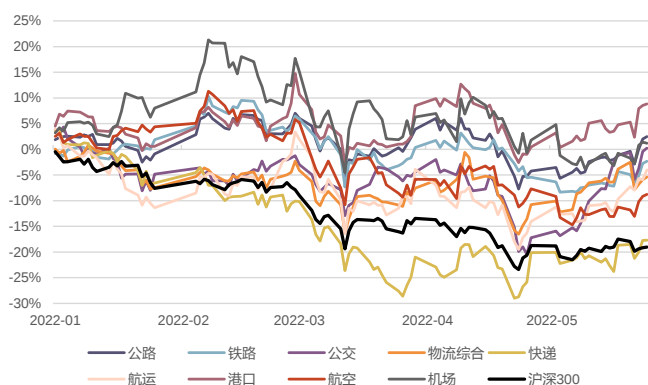
图 1：2022 年至今交运板块跌幅相对较小



资料来源：wind，光大证券研究所，数据采用中信一级行业分类，数据截至 2022 年 5 月 27 日

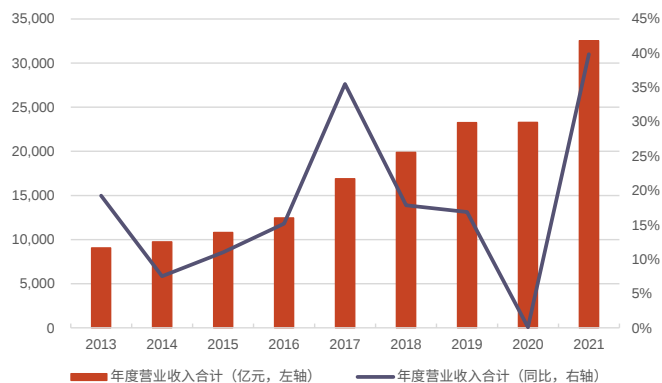
从交运各子行业股价看，不同子行业表现仍有一定分化。截至 2022 年 5 月 27 日，仅港口、公路、机场、公交子行业实现正收益，中信三级行业指数今年以来分别上涨 8.8%、2.5%、1.2%、0.2%；快递、航空、物流综合子行业跌幅最大，中信三级行业指数今年以来分别下跌 17.7%、8.8%、5.4%。大部分子行业今年以来呈现出较大波动，公路、机场、航空、铁路等板块出现冲高回落，而快递板块则出现下跌走势。

图 2：2022 年交运各子行业继续分化且波动明显



资料来源：wind，光大证券研究所，数据采用中信二级行业分类，数据截至 2022 年 5 月 27 日

图 3：交运上市公司年度合计营业收入比较

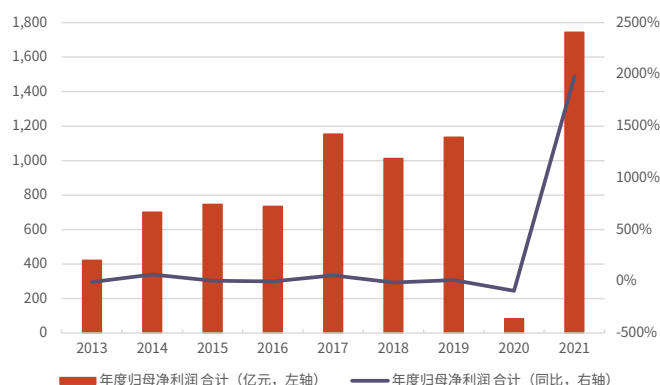


资料来源：wind，光大证券研究所，2021 年中信一级交运成分股剔除外服控股、欧浦退、营口港，纳入东航物流、海程邦达、盛航股份、炬申股份、中谷物流，该图统计口径剔除海航科技

交运各子行业股价表现与其盈利增速变化的关联度有所减弱。2021 全年，（追溯 2020 年海航科技被剔除指数成分股的历史影响），A 股交运上市公司合计实现营业收入约 32,539 亿元，同比增长 39.8%，合计实现归母净利润约 1744.3 亿元，同比增长 1981%。分结构看，净利润贡献前三的子行业分别是航运、港

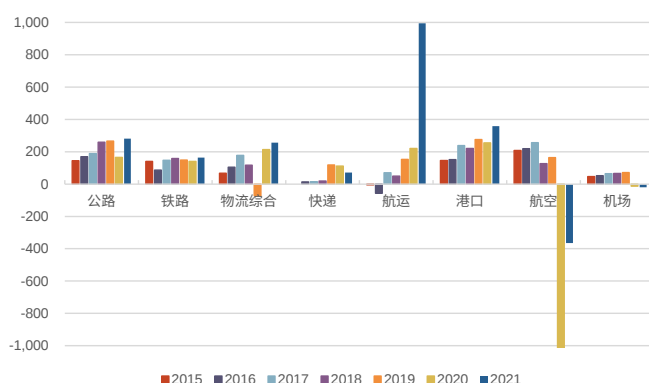
口、公路，分别实现净利润约 993 亿元、358 亿元、280 亿元；航空、机场子行业继续出现亏损，2021 年归母净亏损分别为 365 亿元、20 亿元。

图 4：交运上市公司年度合计归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，2021 年中信一级交运成分股剔除外服控股、欧浦退、营口港，纳入东航物流、海程邦达、盛航股份、炬申股份、中谷物流，该图统计口径剔除海航科技

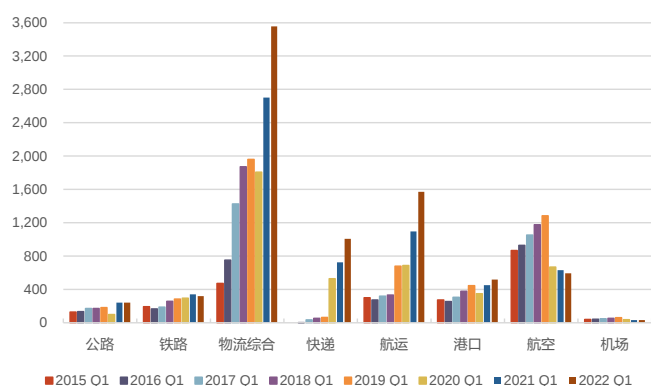
图 5：交运各子行业年度合计归母净利润比较（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

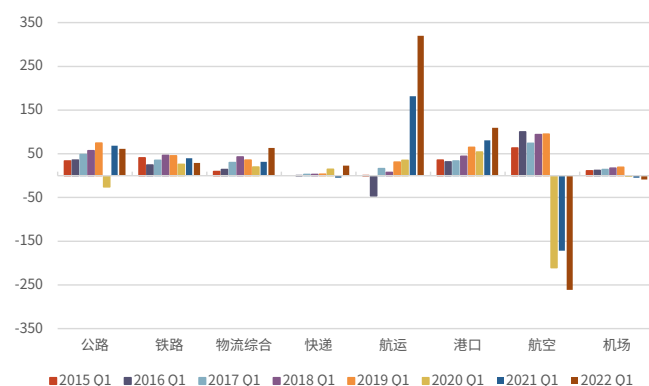
2022 年第一季度，A 股交运上市公司合计实现营业收入约 7,853 亿元，同比增长 25.7%，合计实现归母净利润约 340 亿元，同比增长 53%。分结构看，航空、机场分别亏损 261 亿元、8.8 亿元；其他子行业均实现盈利，其中航运子行业实现归母净利润约 320 亿元，较上年同期增长约 76%，快递子行业实现归母净利润约 23 亿元，较上年同期亏损（4.7 亿元）扭亏为盈。

图 6：交运各子行业第一季度营业收入比较（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

图 7：交运各子行业第一季度归母净利润比较（单位：亿元）



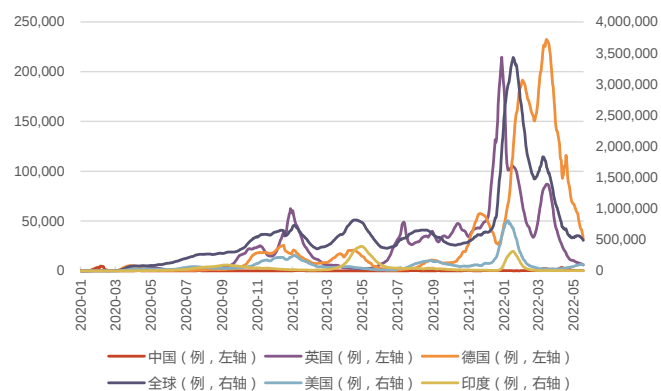
资料来源：wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技

1.2、驱动因素分析：新冠疫情边际变化影响减弱，预期变化逐渐成为主要矛盾

我们在 2022 年策略报告《柳暗花明，拨云见日》提到：在新冠疫情影响下，“疫情受损股”价值重估的主要矛盾，已经集中在市场是否对需求复苏的节奏形成一致预期。我们通过需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度，分析了市场一致预期正在形成，并得出以下结论：尽管航空机场公司 2022 年基本面无法完全修复，但随着以上三大一致预期的逐渐形成，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司仍具备配置价值。

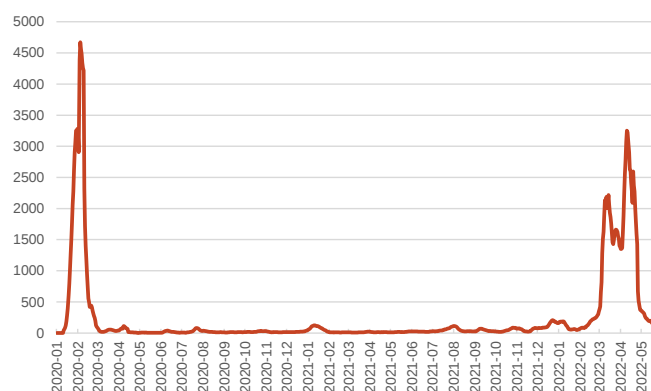
正是由于市场一致预期的形成，航空机场板块在基本面没有改善甚至恶化的情况下，整体走势相对较好，特别是在今年的1月、2月，航空机场板块有明显的相对收益和绝对收益。

图 8：海外主要国家新冠新增确诊人数冲高回落（单位：例）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2022年5月27日，数据采用前7日移动平均值

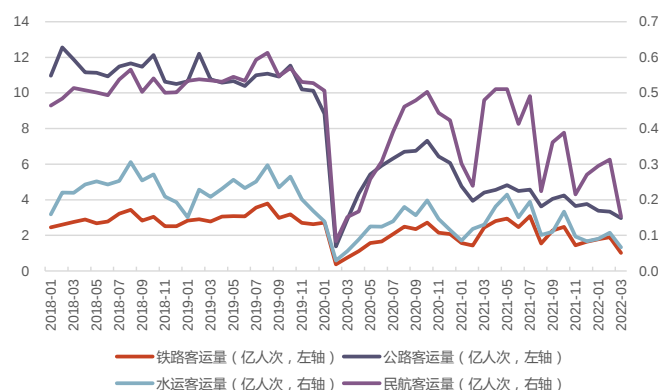
图 9：国内新冠新增确诊人数出现反复（单位：例）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2022年5月27日，数据采用前7日移动平均值

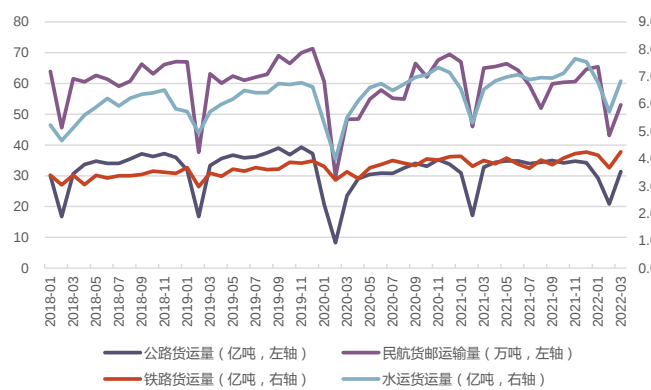
但进入3月以后，国内疫情反复，新冠确诊病例大幅增长，部分地区防控措施升级。与2020年2月不同的是，此次虽不是全国范围的防控升级，但重点防控区域涉及到长三角、珠三角等经济相对发达区域，最终放大了疫情对整体客运需求、货运需求的冲击。从绝对旅客量看，2022年3月全国客运量约4.2亿人次，接近2020年3月（3.9亿人次）的水平；货运需求同时也受到冲击，2022年3月全国货运量约42.5亿吨，同比下降2.2%。

图 10：全国客运需求在 2022 年 3 月再次探底



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2022年3月

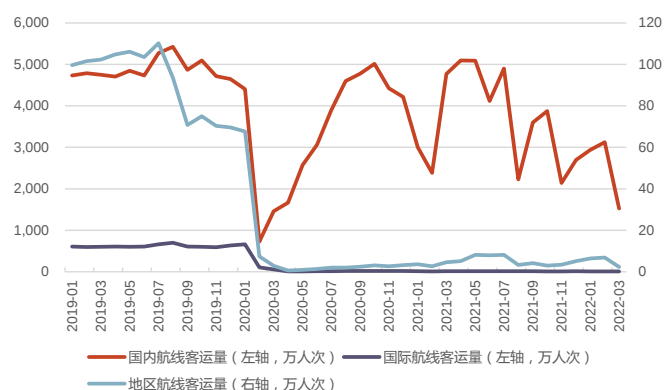
图 11：全国货运需求增长放缓



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2022年3月

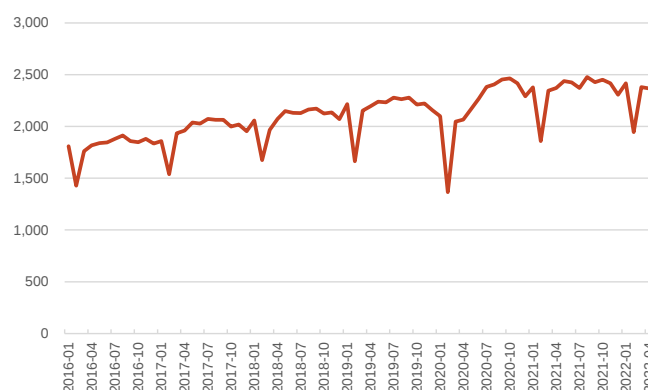
“疫情受益股”方面，全国港口集装箱吞吐量由于去年高基数原因出现增速回落，但依然维持高位运行，中远海控2022年一季度也实现276亿归母净利润（同比增长79%），但由于市场一致预期公司23年、24年会连续两年业绩下滑，进而导致公司股价今年以来出现大幅回调。

图 12：海外航线客运量处于低位（单位：万人）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

图 13：全国港口集装箱吞吐量维持高位（单位：万标准箱）



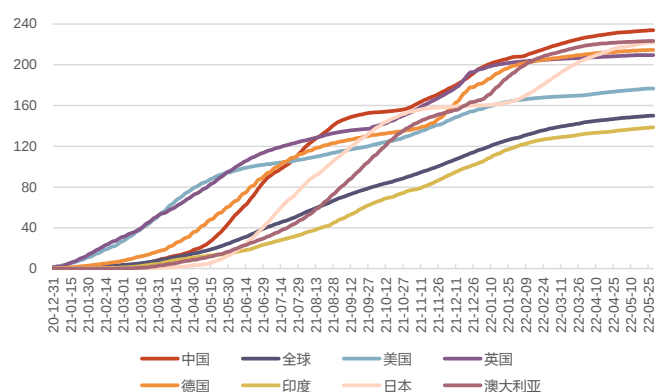
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 4 月

整体来看，疫情的边际变化虽然对交运各子行业基本面继续带来扰动，但对相关公司股价的影响在逐渐减弱，而整个市场对于后疫情时代的预期变化正在成为影响相关公司股价波动的主要矛盾。

1.3、2022 年下半年展望：国内疫情逐步缓解，“疫情受损股”继续完成均值回归

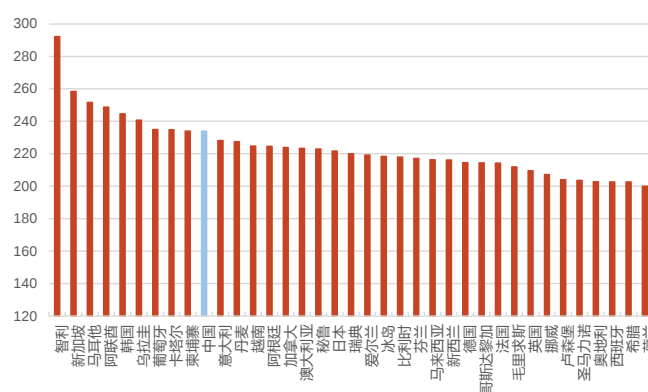
2021 年以来，全球疫苗接种加快推进。截至 2022 年 5 月 29 日，智利每百人接种达到 290 剂以上，领跑全球；日本、英国、法国、德国、澳大利亚每百人接种达到 200 剂以上；中国每百人接种达到 230 剂以上。全球每百人接种达到 150 剂以上。（假设达到群体免疫的接种率是 70%、每人接种需要两剂，理论上一个国家每百人接种达到 140 剂以上即可实现“群体免疫”。）

图 14：主要国家新冠疫苗接种剂次不断提高（单位：剂次/百人）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 29 日

图 15：全球新冠疫苗接种剂次国家/地区排名（单位：剂次/百人）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 29 日，仅列举接种率高于每百人 200 剂次的国家/地区

在欧美主要国家接种率稳步提升的背景下，部分国家/地区已经计划逐步放开入境管制。但由于我国防疫政策与其他国家不同，在坚持“动态清零”的原则下，我国对入境管制的放开将晚于欧美主要国家。

我们在 2022 年策略报告《柳暗花明，拨云见日》提到：展望 2022 年，新冠疫情的边际变化仍然会是大部分交运公司股价变化的主要矛盾，但不同之处在于市场将对新冠疫情未来演变逐渐形成一致预期，而这些预期将逐步反应到股价中来。今年以来交运板块的整体走势已经部分验证了我们的观点，预计今年下半

年整个交运板块依然会继续延续这一走势。而随着国内疫情逐步缓解，“疫情受益股”与“疫情受损股”的均值回归也将继续兑现。

1、“疫情受益股”景气度或将出现拐点。随着海外主要国家新冠疫苗接种的不断推进以及财政补贴政策的退出，海外制造业复工率将逐步提升，集运行业严重供不应求的局面将逐步缓解，集运、跨境供应链、货代等受益于中外疫情分化的交运公司，在 2022 年的景气度或将出现拐点。

2、“疫情受损股”基本面将持续改善。随着欧美主要国家新冠疫苗接种率稳步提升，部分国家已经逐步放开出入境限制。虽然中国放松出入境限制的节奏可能晚于部分欧美国家，但客运需求逐步恢复的大趋势不可逆转。“疫情受损股”将在未来逐步完成估值修复，完成自身的均值回归。

2、市场逐渐形成一致预期，推动“疫情受损股”股价修复

我们在 2022 年策略报告《柳暗花明，拨云见日》中，通过需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度，初步分析了市场一致预期是如何形成的。下面我们将沿这三个维度进一步分析，进而推演“疫情受损股”股价的修复进程。

2.1、 客运需求何时能完全复苏

客运需求复苏节奏与疫情演变密切相关。虽然疫情演变未来仍有不确定性，但随着新冠疫苗/治疗技术的不断发展，解决新冠只是时间问题。我们参考了国内外部分机构的预测，比较主流的观点是认为 2024 年全球航空客运量有望达到并超过疫情前水平。

2.1.1、2022 年我国航空需求仍受海外疫情演变影响

根据民航总局发布的《2021 年民航盈利企业经营状况调研报告》（2022 年 1 月发布），预计 2022 年我国航空整体需求主要仍受海外疫情演变的影响，判断今年全球疫情演变可能存在三种态势，我国民航运输量可能恢复到疫情前的 75%-100%：

一是“外增内稳”，境外疫情仍保持持续增长蔓延态势，我国疫情防控形势稳步向好，但不排除多点散发情况仍然反复出现，并对民航业恢复发展造成一定程度干扰，预计全年生产指标要稍优于去年，旅客运输量恢复到疫情前的 75% 左右；

二是“外平内稳”，境外疫情在快速增长之后出现拐点，感染病例有所回落，但总体仍维持在高位徘徊，国内疫情形势明显好转，尽管仍有一定数量的输入病例，但较长时间内没有出现局部高度聚集、全国多点散发的情况，民航业发展态势“前低后高”，预计全年生产指标明显优于去年，旅客运输量恢复到疫情前的 85% 左右；

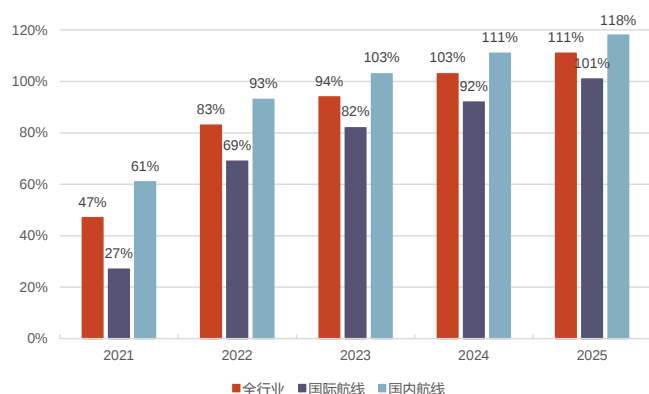
三是“外降内稳”，境外疫情出现拐点后大幅回落，国际入境航班触发熔断机制的案例不断减少，国内疫情基本实现“社会面清零”，此时航空市场需求将会迅速释放，运输生产迎来“报复性”恢复反弹，可能逐步放宽部分疫情管控好、疫苗接种率高的国家或地区的国际航线限制，预计全年生产指标恢复至疫情前的水平（或小幅提升）。

2.1.2、IATA 预测 2024 年全球航空客运量超过疫情前水平

根据 IATA 最新预测（2022 年 3 月 1 日发布），预计 2024 年全球航空客运总量将达 40 亿人次（多程联运旅客按照一人次计算），将超过新冠肺炎疫情前水平，达到 2019 年客运总量的 103%。国际客运量方面，IATA 预测 2021 年恢复至 2019 年水平的 27%，预计 2022 年这一比例将升至 69%，2023 年升至 82%，2024 年升至 92%，2025 年升至 101%。

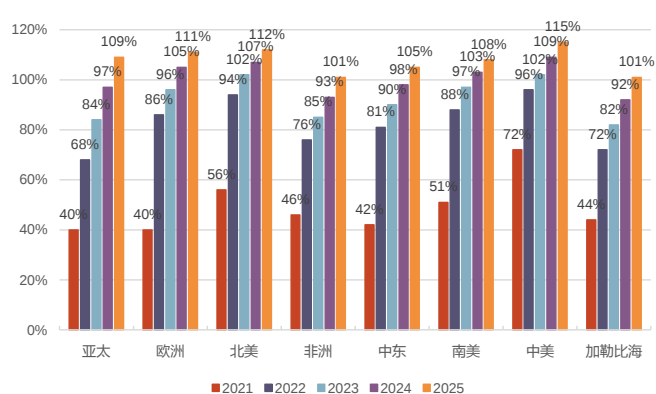
但全球各个区域的复苏节奏并不相同，亚太地区复苏相对较慢，主要原因是在新冠疫情期间，亚太地区国际旅行限制的取消缓慢，国内限制也有可能重新生效。预计 2022 年往返亚太地区和区域内的客运量将仅恢复至 2019 年水平的 68%，是主要地区中复苏最缓慢的。由于亚太地区的国际旅行恢复缓慢，预计 2025 年才有望复苏，达到 2019 年水平的 109%。

图 16: IATA 预计 2024 年全球航空客运量超过疫情前水平



资料来源: IATA/Tourism Economics Air Passenger Forecast, March 2022, 基数为 2019 年同期客运量

图 17: IATA 预计亚太区域航空客运量恢复相对较慢



资料来源: IATA/Tourism Economics Air Passenger Forecast, March 2022, 基数为 2019 年同期客运量

整体来看, 随着新冠疫苗/治疗技术的不断推进, 全球航空客运需求有望逐步恢复; 虽然我国航空客运需求恢复相对较慢, 但 2024 年也有望恢复到接近疫情前水平。随着航空客运需求的不断恢复, 航空机场公司盈利能力也将在此过程中逐渐回升, 在未来达到并超过疫情前水平。

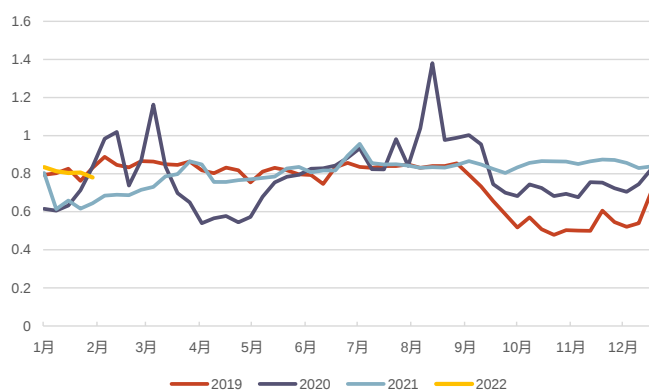
2.2、行业格局并未发生本质变化

我们继续用简短的篇幅, 从民航业的内生动力、外部竞争格局、内部竞争格局三个维度, 再次强调航空机场的行业格局并未因疫情发生本质变化。

2.2.1、居民出行习惯受疫情影响

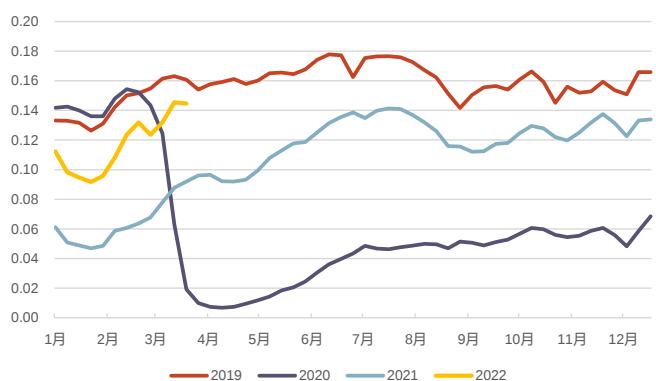
我们此前在多篇报告中, 引用了美国疫情以来出行数据, 用以分析居民的出行习惯是否会发生改变。通过观察我们得出结论, 美国新冠疫情期间, 居民远距离出行需求存在刚性, 所受冲击较小, 只是居民在交通工具的选择上较少选择航空出行, 所以可以合理推断, 未来新冠疫情结束, 至少居民远距离出行习惯不会改变, 而飞机作为居民远距离出行的首要交通工具, 航空客运需求会迅速恢复。

图 18: 美国 (大于 100 英里) 出行人数 2020 年三季度快速恢复 (单位: 亿人次)



资料来源: 美国交通部, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 2 月 5 日

图 19: 美国机场安检人数 2021 年稳步回升 (单位: 亿人次)



资料来源: 美国交通部, 光大证券研究所, 数据截至 2022 年 3 月 27 日

2.2.2、机场免税渠道竞争优势仍在

在此前的报告中，我们也分析了机场免税渠道的竞争优势依然得到保持，主要原因在于口岸免税店、离岛免税店、市内免税店的目标客户群体重合度较低。根据弗若斯特沙利文对中国免税市场的预测，2022 年-2025 年口岸免税店市场规模的复合增速为 48.0%，高于同期离岛免税店的复合增速；虽然 2022 年-2025 年市内免税店市场规模复合增速高于口岸免税店复合增速，但市内免税店市场规模远小于口岸免税店，这也从侧面说明口岸免税店的竞争优势仍能保持。

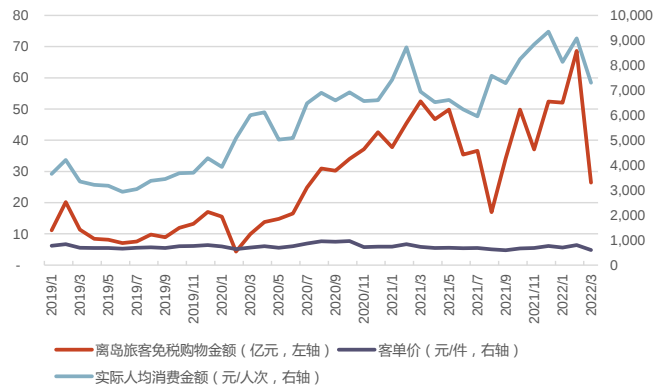
表 1：中国免税品运营市场规模（按渠道划分，单位：十亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	16-19 CAGR	2020 同比	19-22E CAGR	22E-25E CAGR
口岸免税店	15.8	20.3	26.1	34.2	5.7	1.2	14.6	26.5	39.6	47.3	29.4%	-83.2%	-24.7%	48.0%
离岛免税店	6.1	8	10.1	13.5	26	53.1	77.3	106.5	141.4	186.8	30.5%	92.6%	78.9%	34.2%
市内免税店	0.1	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	1.0	3.4	8.9	14.8	65.3%	70.4%	45.0%	145.6%
其他免税店	1.4	1.5	1.6	2.1	0.6	0.2	1.5	2.1	2.8	3.0	11.7%	-67.9%	-10.6%	25.1%
合计	23.4	29.9	38.1	50.1	32.9	55.1	94.4	138.5	192.7	251.9	28.8%	-34.2%	23.5%	38.7%

资料来源：弗若斯特沙利文，摘自中国中免（H01610.HK）港交所聆讯后资料集（2021 年 11 月 22 日公告），其他免税店包括外交人员免税店、运输工具免税店及供船免税店，离岛免税店销售额不包括非离岛海南居民可购买的免税商品，口岸免税店包括线上预订并于随后离开中国内地时线下提货者。

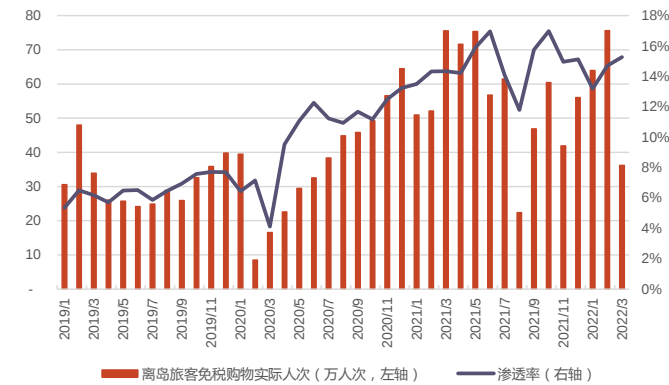
我们进一步观察海南离岛免税销售数据，发现虽然海南离岛免税销售额和离岛免税人均消费金额自 2020 年 7 月以来整体保持上涨趋势，但离岛免税人均消费金额增长相对比较缓慢，仅在春节、国庆等节假日期间有明显上涨，而且离岛免税消费者渗透率依然处于低位，2021 年后实际增长并不快。在口岸免税店几乎没有“合格消费者”的背景下，离岛免税店对“合格消费者”的吸引力依然有限，这也从侧面说明口岸免税店与离岛免税店的“合格消费者”重合度较低，一旦海外客运需求恢复到疫情前水平，口岸免税店的需求也将随之恢复。

图 20：海南离岛免税人均消费金额增长较慢



资料来源：海口海关，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

图 21：海南离岛免税消费者渗透率增长较慢



资料来源：海口海关，wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月，渗透率=离岛旅客购物实际人次/海南旅客吞吐量

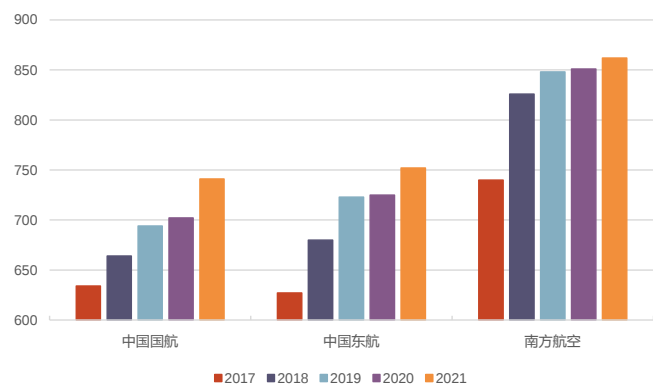
2.2.3、头部航空机场公司产能持续扩张

除了以上两点以外，我们发现疫情以来，我国的航空机场没有发生重大兼并重组，而且头部公司都继续保持扩张产能，这也意味着行业内部竞争格局没有发生本质变化。

实际上疫情发生以来，航司面临严重冲击，经营困难带来现金流匮乏，生存问题凸显，海外已有不少航司破产重组。美国最大的两家廉价航空公司边疆航空（Frontier Airlines）和精神航空公司（Spirit Airlines）在今年 2 月宣布同意合并，合并后将成为美国第五大航空公司（精神航空公司目前仍拒绝捷蓝航空的收购提议）。韩国最大的两家航司大韩航空（Korean Air Lines）与韩亚航空（Asiana Airlines）也计划合并（2022 年 2 月 22 日韩国反垄断机构公平交易委员会宣布

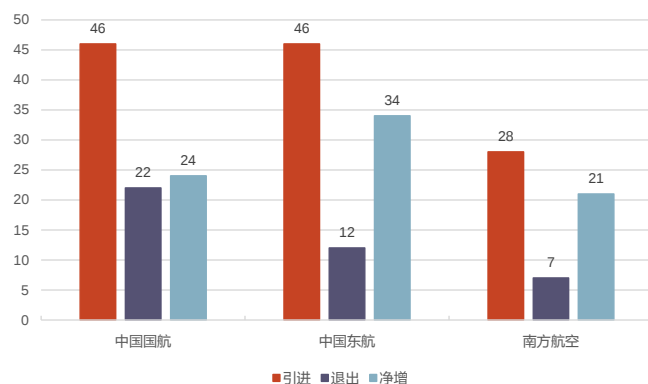
批准大韩航空与韩亚航空有条件合并)。中国航司整体格局较为稳定,海航的重组是解决历史问题,并不是疫情的原因,而且海航重组完成后,航空板块得到完整保留,我国三大航+海航的四大竞争格局没有发生改变。

图 22: 三大航 2020-2021 年客机机队保持净增长 (单位: 架)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 统计口径不包括公务机、全货机

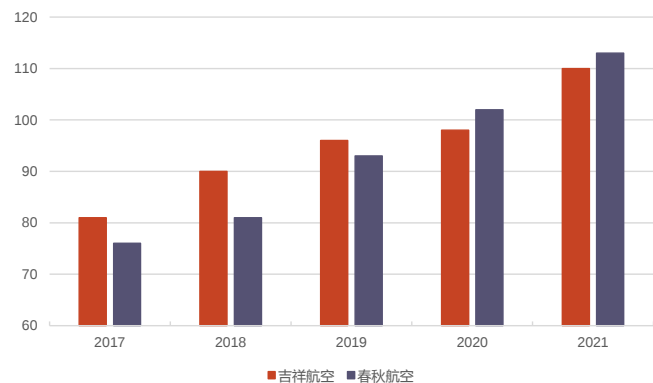
图 23: 三大航 2022 年客机机队规划保持净增长 (单位: 架)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 统计口径不包括公务机、全货机以及 737MAX 系列飞机

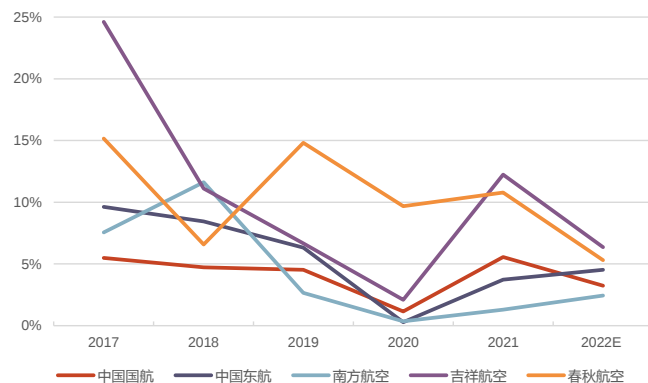
最值得关注的是, 疫情期间我国航司的整体产能也在保持扩张。在 737MAX 无法交付的背景下, 主要上市航司 2020 年、2021 年的机队依然保持正增长, 只是增速有所下滑, 同时在 2022 年也都保持了正增长的机队扩张计划。另外为了保证疫情期间的机队扩张计划, 部分航司推出了再融资计划, 显示了逆势扩张的信心。

图 24: 春秋航空、吉祥航空 2020-2021 年客机机队保持净增长 (单位: 架)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 25: 主要上市航司 2020 年以来客机机队增速降幅有限



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所, 三大航历史统计口径不包括公务机、全货机, 2022 年预计交付统计口径不包含 737MAX 系列飞机; 春秋航空假设 2022 年经营租赁到期的飞机不续租

我国机场公司一般来说不会发生兼并重组的情况, 内部竞争格局也未发生变化。但值得注意的是, 一线机场在疫情期间依然保持了产能扩张。白云机场、深圳机场继续推进扩建工作(白云机场第四跑道、第五跑道、T3 航站楼以及深圳机场第三跑道都计划在“十四五”期间完工), 上海机场则是推动了虹桥机场等资产注入, 为未来浦东机场 T3 航站楼扩建做准备。一线机场的产能扩张不仅进一步巩固了自身的竞争优势, 也为后疫情时代的需求恢复做好了准备。

综上所述, 由于航空机场的行业格局并未因疫情发生本质变化, 这也意味着当航空需求完全复苏的时候, 航空机场公司的盈利能力能够快速恢复, 头部公司甚至有可能大幅超过疫情前的水平。

2.3、盈利预测逐渐趋于一致

无论是需求恢复的分析还是竞争格局的推演，最后都要落到上市公司的盈利修复上。我们通过对新冠疫情和非典疫情期间航空机场公司的运营财务情况，来推演航空机场公司的盈利修复进程，进而分析新冠疫情期间相关市场预期变化趋势。

2.3.1、盈利修复必须依靠航空客运需求全面恢复

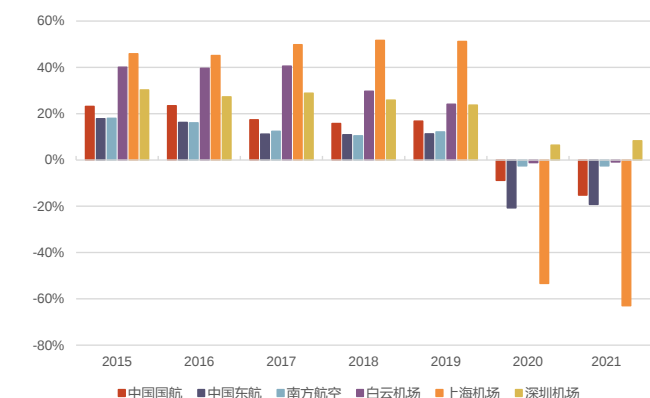
疫情影响下，虽然航空机场公司的变动成本因业务量的缩减而下降明显，但固定成本（折旧及维修成本等）存在刚性，下降幅度有限，导致航空机场公司毛利率转负，带来巨额亏损。

回顾 2020 年以来的市场情况，由于中外疫情出现分化，国内航空客运需求率先恢复，海外航空客运需求仍处于低位，进而导致（疫情前）海外航线占比较低的航空机场公司盈利能力恢复较快，而（疫情前）海外航线占比较高的航空机场公司盈利能力恢复相对较慢。

在国内客运需求逐步恢复的情况下，疫情期间政府出台众多扶持政策（比如减免民航发展基金等）帮助行业降本减亏。根据民航总局数据，纾困政策 2020 年、2021 年为整个民航业降成本近 200 亿元，但相对于全行业的巨额亏损，纾困政策整体帮助有限。

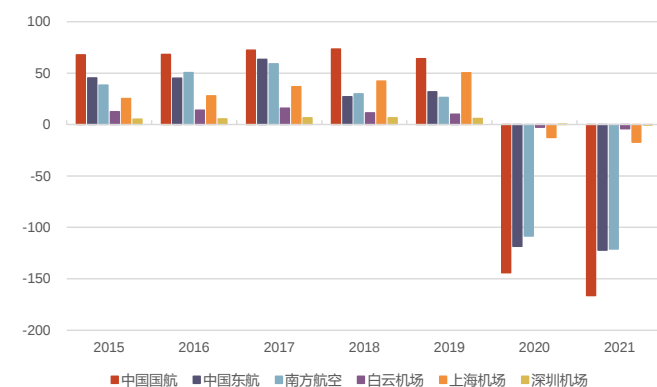
因此，疫情影响下，航空机场公司自身的降本增效以及行业扶持政策大都难以帮助公司把盈利能力恢复到疫情前水平。只有航空客运需求全面恢复（国内航空需求+海外航空需求），航空机场公司盈利能力才能完全恢复。

图 26：重点航空机场公司 2020 年整体毛利率转负或下降



资料来源：wind，光大证券研究所

图 27：重点航空机场公司 2021 年归母净亏损进一步扩大（单位：亿元）

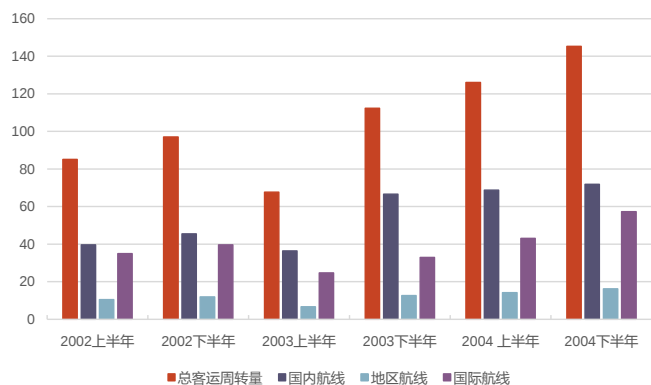


资料来源：wind，光大证券研究所

2.3.2、参考 2003 非典前后经验，疫情结束后航空客运需求快速恢复

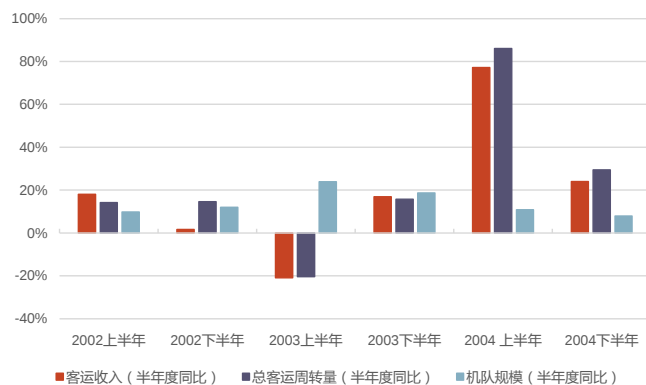
我们参考 2003 年非典前后的行业表现，疫情结束后，航空客运需求得到快速恢复。以中国东航为例，公司在经历了 2003 年上半年短期的负面冲击后，2003 年下半年以及 2004 年全年，客运周转量快速恢复，带动公司客运收入快速恢复。中国东航 2004 年客运收入、客运周转量相对于 2002 年的年复合增速分别为 19%、22%，高于 2002 年的同比增速（分别为 8.8%、14.4%）。

图 28：中国东航客运周转量自 2003 年下半年快速恢复（单位：亿客公里）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 29：中国东航 2004 年下半年客运收入、客运周转量增速大幅高于机队规模增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所，机队仅统计 100 座以上客机

在主营收入恢复的情况下，中国东航盈利能力也得到快速恢复。2004 年公司实现归母净利润约 5.4 亿元，大幅高于 2001、2002 年水平（分别为 1.3 亿元、1.2 亿元）。因此，我们合理推断，在居民出行习惯没有显著改变的情况下，一旦疫情结束，航空客运需求将快速恢复，航空公司的盈利能力不仅能快速回升，而且很有可能超过疫情前水平。

表 2：中国东航 2003 年下半年盈利大幅增长

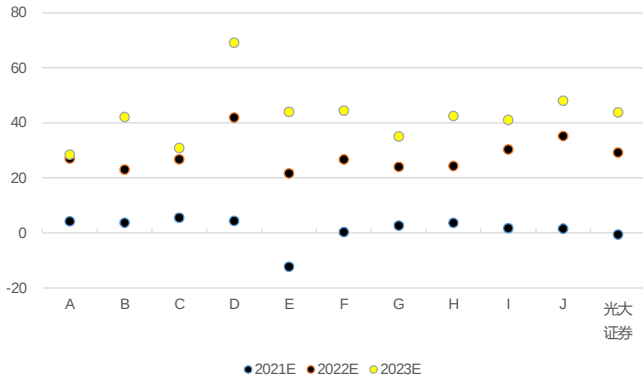
	2002 上半年	2002 下半年	2003 上半年	2003 下半年	2004 上半年	2004 下半年
客运周转量（亿客公里）	85.1	97.0	67.7	112.3	126.0	145.3
国内航线（亿客公里）	39.7	45.5	36.4	66.6	68.8	71.8
地区航线（亿客公里）	10.4	11.9	6.7	12.7	14.2	16.2
国际航线（亿客公里）	35.0	39.6	24.7	33.0	43.1	57.3
客运收入（亿元）	49.1	55.2	38.8	64.5	68.8	80.0
客公里收益（元）	0.577	0.569	0.573	0.574	0.546	0.550
主营业务收入（亿元）	63	71	55	85	92	107
主营业务成本（亿元）	47	56	55	63	73	88
毛利率	25.7%	21.8%	-0.7%	26.6%	20.0%	18.1%
净利润（亿元）	0.54	0.71	-14.21	5.95	5.8	-0.5
机队规模（架）	67	75	83	89	92	96

资料来源：公司公告，光大证券研究所，机队仅统计 100 座以上客机

2.3.3、市场预期的分歧逐渐缩小

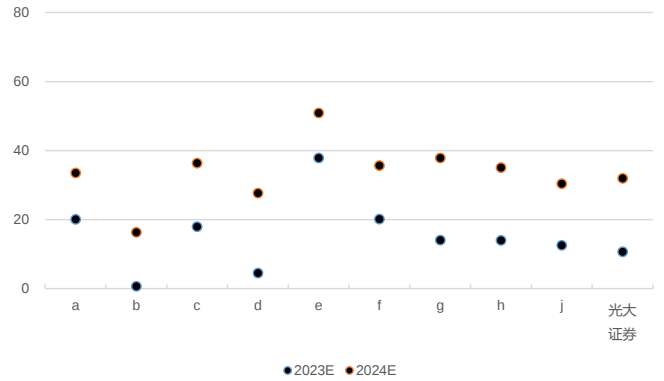
我们在 2021 年中期策略报告《钢筋铁骨，依然如故》中提到，未来疫情变化的不确定性导致上市公司盈利恢复难以形成一致预期。以当时的上海机场为例，wind 显示 2023 年公司盈利预测的最小值为 28 亿元、最大值为 69 亿元（预测时间从 2021 年 6 月 9 日至 2021 年 6 月 28 日，剔除极端值后，大部分盈利预测都落在 30 亿元-50 亿元的区间内），两者差距较大。在市场无法对需求恢复形成一致预期的情况下，即使疫苗接种稳步推进，“疫情受损股”的股价也难以获得提前修复。

图 30：2021 年 6 月市场对上海机场盈利预测分歧较大（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，A-J 分别代表不同券商的预测结果，盈利预测样本选取时间为 2021 年 6 月 9 日至 2021 年 6 月 28 日

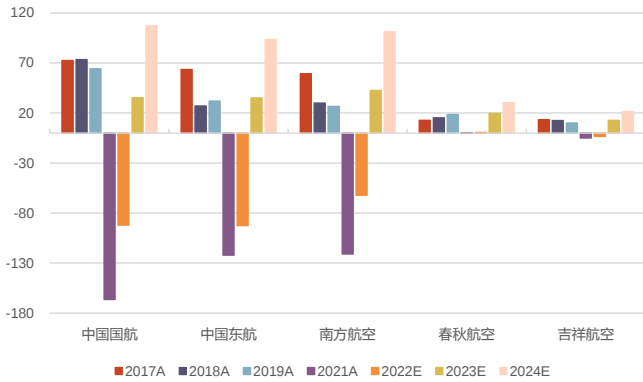
图 31：2022 年 4-5 月市场对上海机场盈利预测分歧缩小（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，a-j 分别代表不同券商的预测结果，盈利预测样本选取时间为 2022 年 4 月 16 日至 2022 年 5 月 13 日

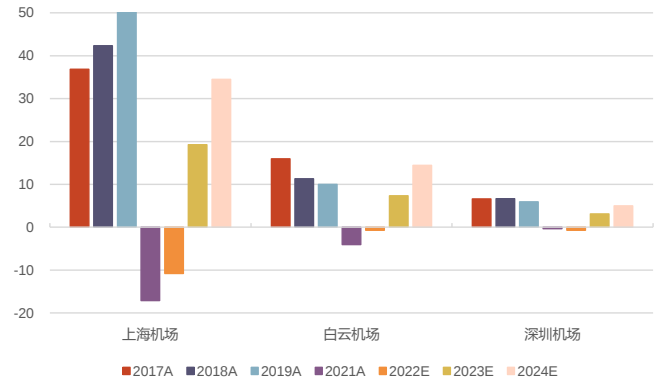
站在目前的时间节点，虽然航空机场的未来盈利预测仍有分歧，但整体预期渐渐趋同，以上海机场为例，2023 年公司盈利预测的最小值为 0.66 亿元、最大值为 38 亿元（预测时间从 2022 年 4 月 16 日至 2022 年 5 月 13 日），但剔除极端值后，我们发现大部分盈利预测都落在 10 亿元-20 亿元的区间内。另外再看 2024 年公司盈利预测，最小值为 16 亿元、最大值为 51 亿元（预测时间从 2022 年 4 月 16 日至 2022 年 5 月 13 日），在剔除极端值后，我们发现大部分盈利预测都落在 30 亿元-40 亿元的区间内。盈利预测逐渐趋同，也说明了市场分歧逐渐缩小，市场一致预期正在逐渐形成。

图 32：wind 一致预期主要航司 2024 年盈利超疫情前水平（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，2022-2024 年归母净利润预测取自 wind 一致预期（2022 年 5 月 20 日）

图 33：wind 一致预期主要机场 2024 年盈利将快速恢复（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，2022-2024 年归母净利润预测取自 wind 一致预期（2022 年 5 月 20 日）

我们还归纳总结了上市航司机场公司的盈利的一致预期（来自 wind），发现市场对航空机场公司 24 年的盈利都有着较为乐观的预期，大部航空公司甚至超过了 17-19 年的盈利水平。因此我们可以得出结论，虽然市场认为短期内航空机场公司盈利修复承压，但疫情后盈利修复是确定性事件，部分公司的盈利能力有可能超过疫情前水平。正是在这种乐观预期逐渐被市场接受的背景下，今年以来航空机场公司的股价表现出一定的相对收益，并有可能继续延续。

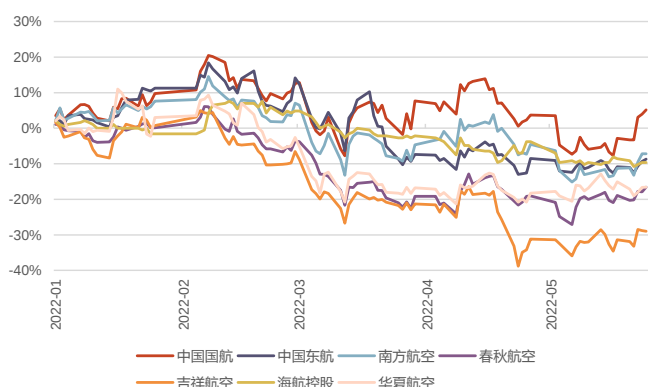
综上所述，我们沿着需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度，进一步分析得出结论：全球航空客运需求可能要等到 2024 年才能恢复疫情前水平；航空机场公司盈利恢复节奏与客运需求恢复节奏大体一致；但随着市场一致预期的分歧不断缩小，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司目前仍具备配置价值。

3、 航空机场：需求有望逐步恢复，股价提前基本面修复

3.1、 行情回顾：国内疫情反复，股价波动加剧

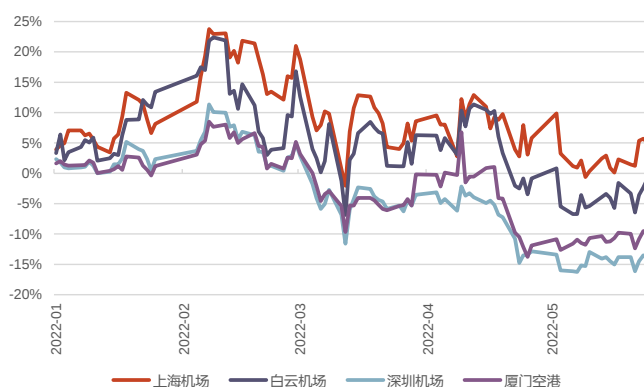
2022 年上半年航空机场板块行情回顾：国内疫情反复，股价波动加剧。航空机场公司作为“疫情受损股”，2021 年仍面临巨额亏损。进入 2022 年后，国内疫情反复叠加油价高企，大部分航空机场公司亏损继续扩大。但航空机场公司的股价却没有完全反映基本面的变化，部分公司在今年一季度甚至实现了正收益。不过随着国内防控措施收紧，进入二季度后大部分航空机场股价都出现一定程度的回调。

图 34：航空公司股价 2022 年上半年出现大幅波动



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

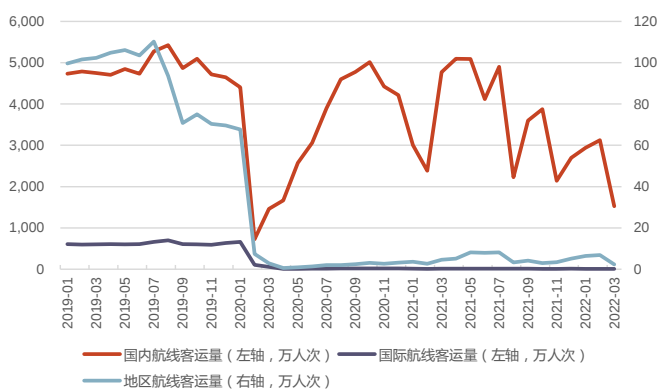
图 35：机场公司股价 2022 年上半年出现大幅波动



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

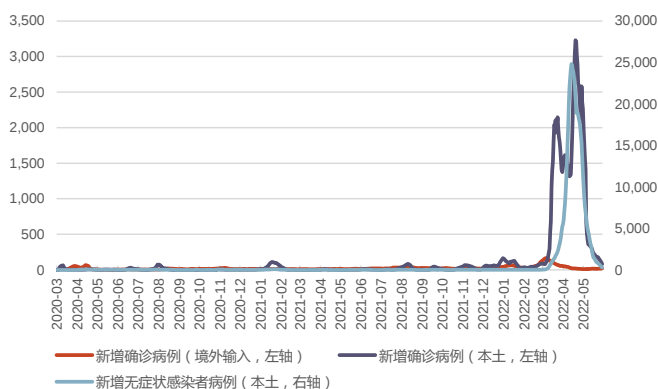
国内疫情反复虽然持续较长时间，但新增病例拐点已现。根据 5 月 16 日上海市新冠肺炎疫情防控新闻发布会通报，上海全市 16 个区已有 15 个区实现社会面清零，封控区总人数降至 100 万人以内，5 月 15 日新增阳性感染者数首次降至 1000 例以内，全市社会面已连续两天无新增阳性感染者报告，疫情得到有效控制，防控取得阶段性成效。5 月 16 日起，上海将分三个阶段恢复正常生产生活秩序，预计于 6 月 1 日至 6 月中下旬，全面恢复全市正常生产生活秩序。随着上海疫情逐渐缓和，下半年国内航空需求有望逐步恢复。

图 36：国内航线客运量出现大幅波动（单位：万人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

图 37：国内本土新冠新增病例冲高回落（单位：例）



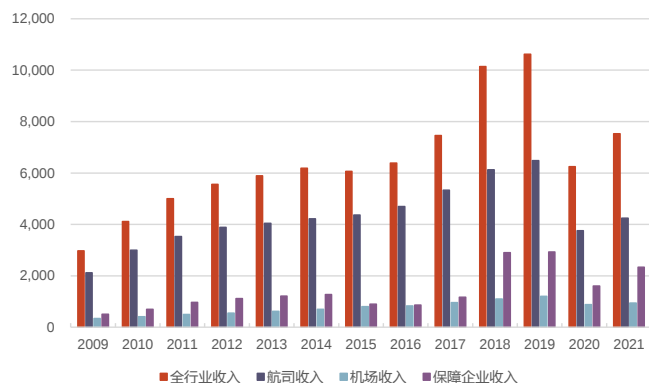
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 29 日，数据采用前 7 日移动平均值

3.2、驱动因素分析：多重利空集中出现，航空机场行业至暗时刻

疫情以来，客运业务为主的公司受负面冲击严重，特别是航空机场公司，2020年以来承受了巨额亏损。根据民航总局统计，2020年全行业利润总额为亏损974亿元（2019年为盈利541亿元），其中航空公司利润总额为亏损794亿元（2019年为盈利261亿元），机场公司利润总额为亏损233亿元（2019年为盈利161亿元），保障企业利润总额为盈利53亿元（2019年为盈利119亿元）。

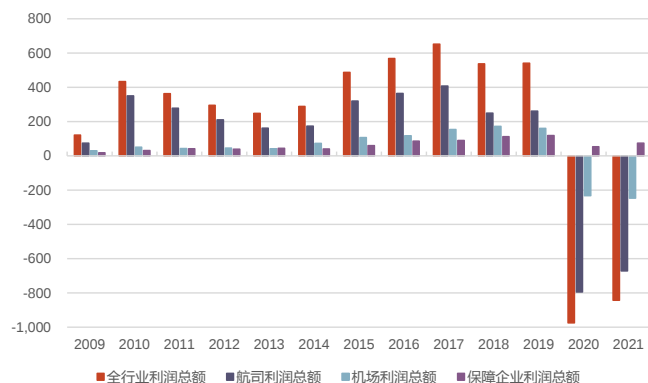
2021年，在疫情反复波动的影响下，我国民航运输生产不及预期，全年行业仍亏损842亿元。其中航空公司亏损671亿元，机场企业亏损246亿元。其中，中国国航、中国东航、南方航空2021年归母净亏损分别为166亿元、122亿元、121亿元，较2020年亏损（分别为144亿元、118亿元、108亿元）都有所增加；上海机场、白云机场、深圳机场2021年归母净亏损分别为17.1亿元、4.1亿元、0.34亿元，亏损幅度较2020年（分别为亏损12.7亿元、亏损2.5亿元、盈利0.28亿元）都有所加大。

图 38：2020-2021 年全民航业营业收入大幅下降（单位：亿元）



资料来源：民航总局，光大证券研究所

图 39：2020-2021 年全民航业出现巨额亏损（单位：亿元）



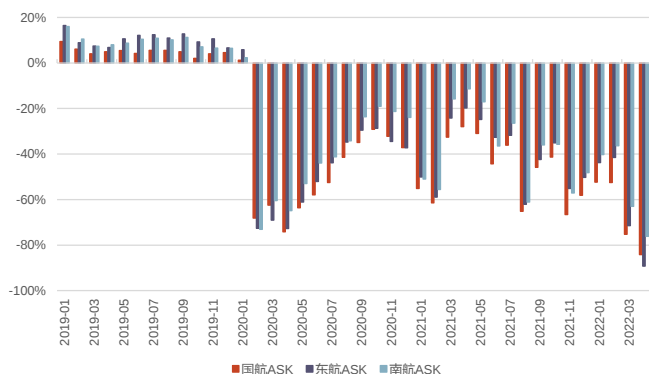
资料来源：民航总局，光大证券研究所

进入2022年，国内民航业遇到了前所未有的困难，除了国内疫情反复导致需求处于低位外，油汇等也带来负面冲击，困难程度甚至超过了2020年疫情期间的水平。民航总局统计：2022年1-2月，全行业亏损达到222亿元。其中，航空公司亏损185亿元，机场企业亏损52亿元；疫情发生以来（截至2022年2月底），民航全行业累计亏损达2111亿元，其中航空公司亏损1706亿元，机场企业亏损540亿元。在行业基本面如此困难的情况下，航空机场公司股价在今年上半年出现较为明显的冲高回落。

3.2.1、国内疫情反复导致需求重回低位

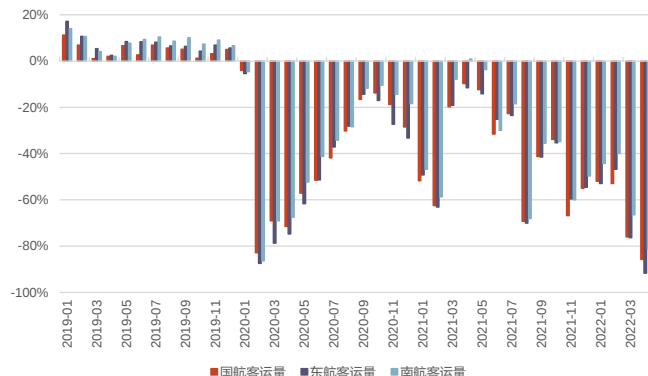
自2022年3月开始，由于国内疫情出现反复，航空需求再次探底。2022年4月，国航、东航、南航ASK较上年同期分别降低78.0%、86.6%、73.1%，环比上月分别降低35.9%、62.9%、36.4%，较2019年同期分别下跌84.2%、89.3%、76.2%；客运量分别同比下降84.2%、90.7%、81.4%，环比上月分别下降41.4%、65.4%、44.9%，较2019年同期分别下跌85.8%、91.8%、81.2%；客座率分别为54.7%、56.9%、57.2%，分别同比减少19.8、17.5、20.0pct，环比上月分别减少4.4、2.5、7.0pct。从客运量绝对数看，三大航2022年4月客运量几乎回到了2020年2月低点。

图 40：三大航单月 ASK 增速再次探底



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 4 月，注：2021 年 2 月（含）开始，同比口径为 2019 年同期数据

图 41：三大航单月客运量增速再次探底



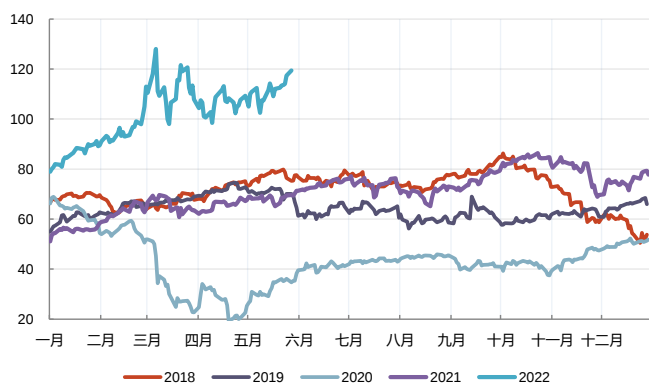
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 4 月，注：2021 年 2 月（含）开始，同比口径为 2019 年同期数据

3.2.2、航司成本端同时受油汇冲击

在需求大幅下跌的情况下，油汇也在航司成本端带来大幅冲击。2021 年布伦特原油均价约 70.9 美元/桶，较 2020 年（43.0 美元/桶）上涨 65%；国内航空煤油出厂均价也从 2020 年的 3097 元/吨上涨 40%至 4325 元/吨。2022 年布伦特原油价格持续上涨，并在 3 月呈高位振荡走势，最高超过 120 美元/桶，2022 年第一季度布伦特原油均价约 97.9 美元/桶，较上年同期均价（61.3 美元/桶）大幅上涨；2022 年第一季度国内航空煤油出厂均价约 5462 元/吨，较上年同期均价（3522 元/吨）大幅上涨。

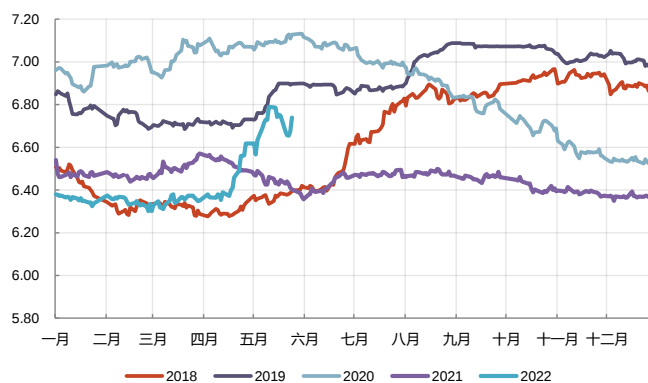
2021 全年人民币兑美元汇率保持相对平稳，六家航空公司的汇兑收益同比大幅减少，财务费用大幅增长。进入 2022 年 4 月后，人民币兑美元出现一定程度的贬值，继续给航司成本带来负面冲击。

图 42：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 2022 年 5 月 27 日

图 43：人民币兑美元中间价贬值（单位：人民币/美元）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 29 日

3.2.3、航空安全事件阶段性冲击

今年航司运营也发生了几次安全事件，包括 3 月东航坠机事件以及 5 月西藏航空中断起飞事件。安全事件发生虽有偶然性，但仍会在短期内冲击旅客信心，降低部分航空出行需求。

3.3、 2022 年下半年行业研判：需求逐步恢复，股价提前基本面修复

2022 年下半年航空机场行业研判：需求逐步恢复，股价提前基本面修复。随着国内疫情逐步缓解，防控措施也将逐步放开，下半年航空需求也将逐步修复，如果暑运期间国内防控效果较好，国内航空需求甚至有望快速恢复到 19 年同期水平。尽管如此，在海外航线供需受限的情况下，航空机场公司盈利能力短期也无法恢复到疫情前水平，三大航依然可能继续承受亏损。

在行业整体困难的背景下，监管也积极出台各项扶持政策。除国务院、地方政府发布了促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策外（暂停航空运输企业预缴增值税一年等），民航局也申请财政资金支持国内客运航班，给国内航司直接的资金补贴。扶持政策虽然整体帮助有限，但依然有着积极的意义，能支撑航空机场公司渡过短期低谷，保证航空机场公司正常运转。

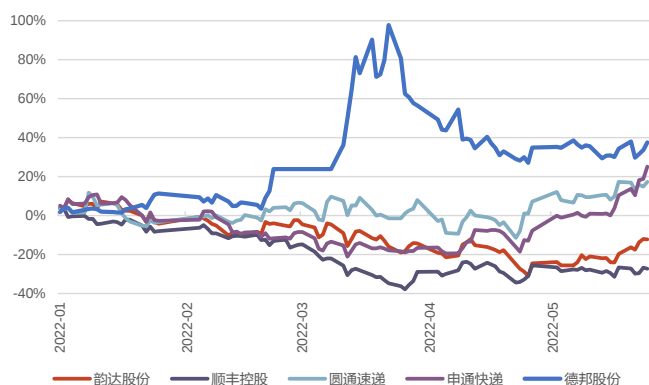
虽然航空机场公司盈利能力仍受到疫情冲击，但正如前文分析，新冠疫情边际变化对航空机场公司股价的影响减弱，预期变化逐渐成为主要矛盾。我们认为，市场已经在需求复苏、行业格局、业绩修复三个维度对整个航空机场业形成了一致预期，我们在 2021 年中期策略报告《钢筋铁骨，依然如故》中讨论了部分航空机场公司估值体系，指出如果按照海外需求恢复后的盈利预测作为参考，三大航、上海机场等股票存在估值提升的空间。展望 2022 下半年，尽管航空机场公司基本面无法完全修复，但随着以上三大一致预期的逐渐形成，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司目前仍具备配置价值。

4、快递：疫情意外冲击，价格战缓和仍需观察

4.1、行情回顾：通达系出现分化，顺丰继续寻底

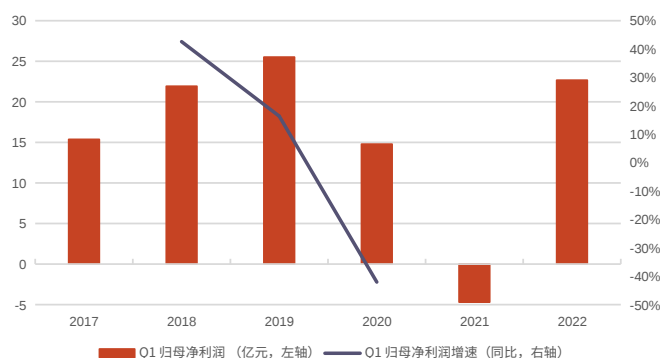
2022 年上半年快递板块行情回顾：通达系出现分化，顺丰继续寻底。2022 年上半年快递板块整体表现相对较弱，主要原因是经历了前期价格战缓和的红利后，春节以及国内疫情反复对行业价格战缓和带来一些扰动。通达系公司中，圆通速递、申通快递因为业绩修复较好，股价走势相对较强；而韵达股份业绩修复较差，股价走势相对较弱。

图 44：2022 年上半年快递公司股价走势出现分化



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

图 45：快递板块主要上市公司一季度合并归母净利润比较



资料来源：wind，光大证券研究所，统计样本包含顺丰控股、韵达股份、圆通速递、申通快递、德邦股份

4.2、驱动因素分析：通达系盈利恢复，疫情意外冲击

2021 年，快递行业最大的变化是监管的介入导致价格战缓和。从 2021 年下半年情况看，通达系快递公司单票收入同比跌幅明显收窄，绝对金额改善趋势明显，促使通达系快递公司盈利快速修复。圆通速递、韵达股份 2021 年归母净利润分别同比增长 19.1%、5.2%，增速大幅高于 2020 年同期水平。2022 年第一季度，圆通速递、韵达股份归母净利润分别同比增长 135%、52.0%，而申通快递也实现了扭亏为盈。

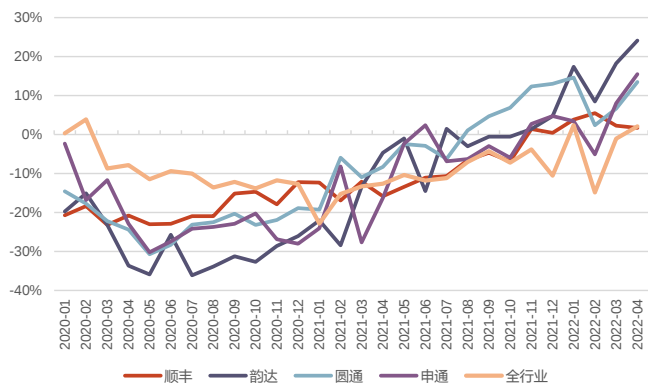
进入 2022 年后，由于春节期间快递供给相对不足，2022 年 1 月、2 月快递行业延续了高单价的惯例，单票收入较 21 年 12 月大幅提高。不过由于通达系继续发力“春节不打烊”，供给释放后导致 2022 年 1-2 月全行业平均单票收入同比下降 4.9%。行业 CR8（累计）指数 2022 年 1 月、2 月分别为 81.9、85.3，高于 2021 年同期水平，低于 2020 年同期水平，侧面反映通达系公司产能在今年春节期间加速释放。

2022 年 3 月-4 月，国内疫情反复对快递行业带来负面冲击，主要体现在以下两个方面：1、消费受到较大冲击，社零出现负增长，2022 年 4 月网上实物社零甚至也出现负增长，快递需求端受到抑制；2、部分地区防控措施升级导致物流效率下降，导致快递行业供给释放受挫。供需两端的冲击导致快递行业整体景气度走弱，2022 年 3 月、4 月，全国快递服务企业业务量分别同比下降 3.1%、11.9%。不过随着未来国内疫情防控效果逐步显现，快递行业供需也将随之恢复。

虽然 3 月、4 月头部快递公司件量增速受到冲击，但全行业平均单价仍实现环比增长。2022 年 4 月，顺丰、韵达、圆通、申通平均单月单票收入分别为 15.40

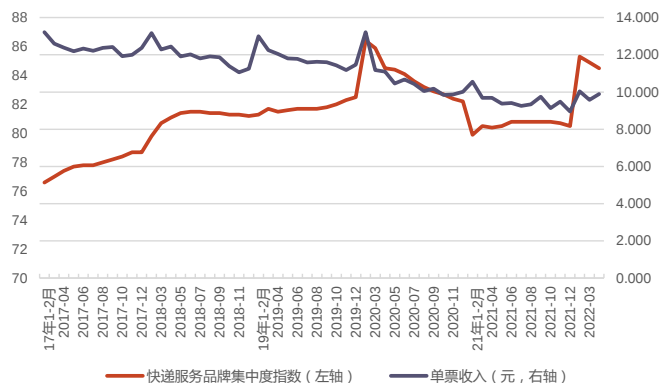
元、2.53 元、2.44 元（调整后）、2.46 元（调整后），较 22 年 3 月分别变化 -0.12、-0.07、+0.04、+0.03 元，同比分别变化-0.43、+0.49、+0.29、+0.33 元。考虑到韵达股份受山西疫情影响较大，圆通速递和申通快递 4 月依然实现环比增长，说明行业价格战继续缓和。

图 46：重点快递公司月度单票收入同比增速持续改善



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 4 月

图 47：快递行业 CR8 开始止跌回升

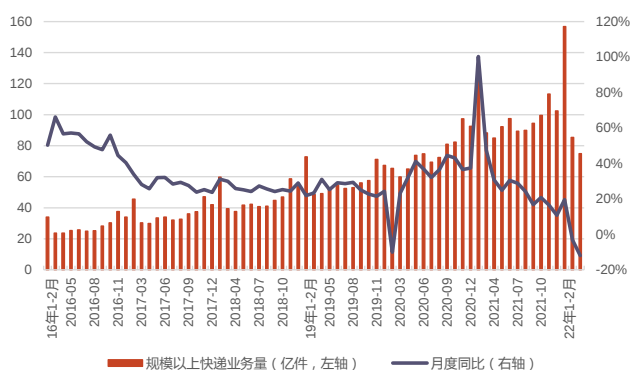


资料来源：wind，光大证券研究所测算，数据截至 2022 年 4 月，单票收入每年 1 月、2 月数据合并统计，快递服务品牌集中度指数为当年各月累计值

4.3、2022 年下半年行业研判：顺丰探底回升，价格战缓和仍需观察

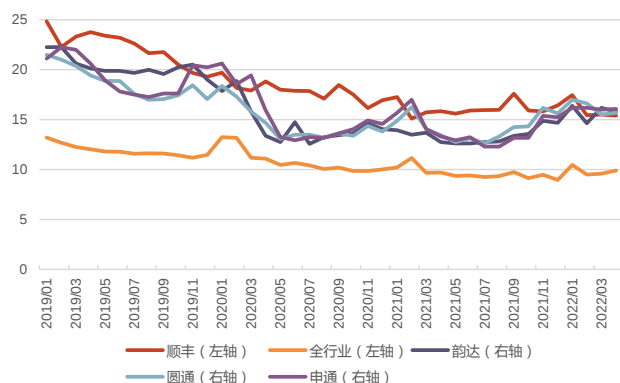
2022 年下半年快递行业研判：顺丰探底回升，价格战缓和仍需观察。展望 2022 年下半年，我们认为疫情的负面冲击将逐渐平复，行业将会重回增长通道，不过整体增速可能会低于 2021 年水平；价格战缓和依然是未来的主要矛盾，也是通达系公司盈利能力能否恢复的最关键因素；而顺丰在经历了 2021 年的低谷之后，随着收购嘉里物流的落地以及未来鄂州机场投产，产品线将进一步扩充，未来成长空间进一步打开，同时传统业务盈利能力也将在前置资源投入后得到进一步的修复。

图 48：全国快递行业业务量出现负增长



资料来源：wind，光大证券研究所，每年 1 月、2 月数据合并统计，数据截至 2022 年 4 月

图 49：重点快递公司月度单票收入稳中有升（单位：元/票）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 4 月

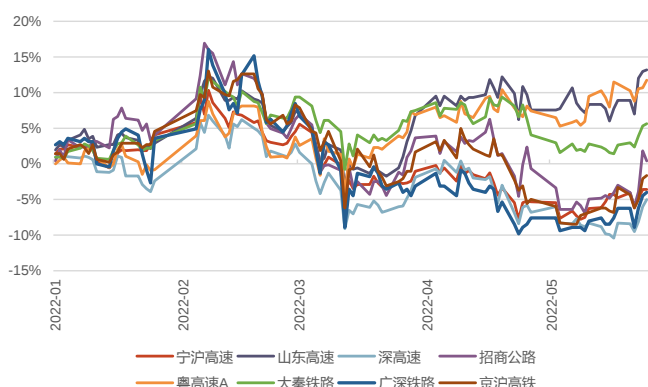
基于以上判断，我们认为 2022 年下半年顺丰控股可能出现较为明确的修复性行情；而快递行业价格战是否会继续缓和，需要在排除疫情扰动因素之后继续观察。

5、公路铁路：疫情意外冲击，仍具防御价值

5.1、行情回顾：疫情意外冲击，仍有相对收益

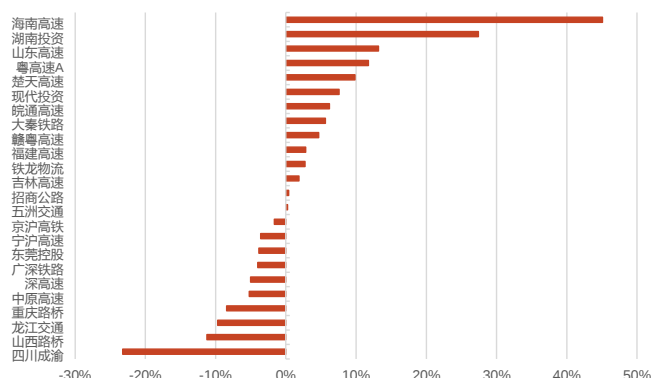
2022 年上半年公路铁路板块行情回顾：疫情意外冲击，仍有相对收益。2022 年 1 月-2 月，公路铁路板块表现较好，部分优质公司甚至有绝对收益。但随后受到国内疫情反复影响，部分公司经营受到一定冲击，股价也出现一定程度的回调。

图 50：2022 年上半年主要公路铁路公司股价表现分化



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

图 51：2022 年上半年公路铁路个股涨跌幅排名

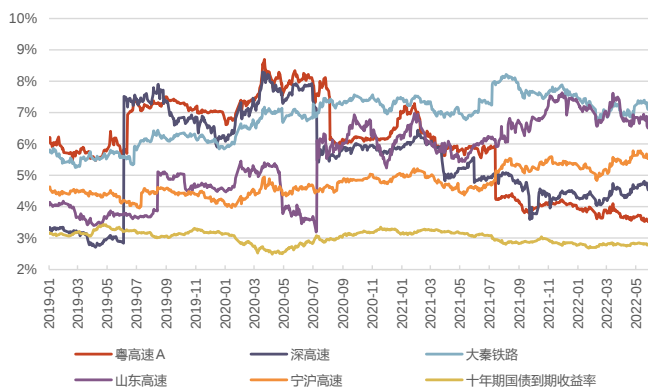


资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

5.2、驱动因素分析：预期股息率变动是主因，类固收属性逐步显现

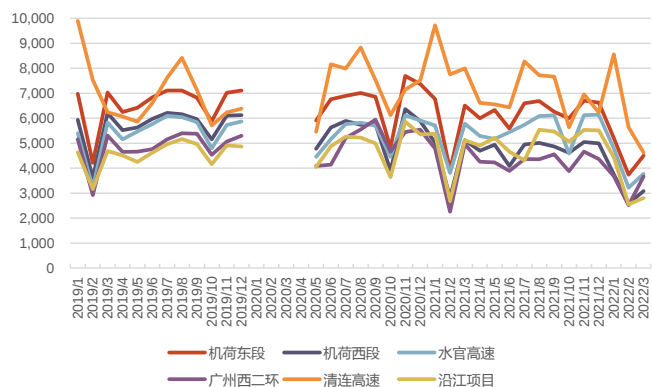
从基本面角度看，疫情影响下公路铁路公司经营受到冲击，特别是主要经营资产地属珠三角、长三角的公司。假设分红率不变的前提下，公路铁路公司盈利下降将直接导致未来分红绝对金额下降，进而导致预期股息率下降。因此，部分公路铁路公司股价在疫情反复后出现一定程度的回调。

图 52：重点公路铁路公司股息率仍有吸引力



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 5 月 27 日

图 53：深高速主要收费公路月度通行费收入受疫情冲击下降（单位：万元）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月，不包含 2020 年 1 月-4 月数据

另一方面，我们也可以看到部分公路铁路公司类固收属性开始逐步显现，在基本面回稳的背景下，已具备投资价值。相较于 A 股其他白马公司，部分公路铁路公司今年以来（截至 2022 年 5 月 27 日）相对收益明显，年初至今也有 14 家公司实现了绝对收益。

5.3、 2022 年下半年行业研判：公路公司重回稳定增长，仍具防御价值

2022 年下半年公路铁路行业研判：公路公司重回稳定增长，仍具有防御价值。A 股上市的高速公路公司大都持有比较优质的路产，特别是布局在北上广区域的收费公路公司（宁沪高速、深高速等），相关收费公路仍具备区位优势。在国内疫情逐步缓解的背景下，未来需求将快速恢复，下半年有望重回增长。在股息率投资视角下，部分优质高速公路公司已具备投资价值。

铁路客运需求的恢复虽然不太受到出入境限制的影响，但依然受到国内“旅客信心”以及整体宏观经济的影响。展望 2022 年下半年，在国内疫情逐步缓解的背景下，铁路客运需求也将逐步回升，进而带动京沪高铁、广深铁路的业绩修复。同时我们也看到京沪高铁票价改革也在逐步推进，长期来看，铁路运价市场化改革将进一步拉动需求，增加铁路公司的业绩弹性。

6、投资建议

随着疫苗接种/治疗技术的不断推进，新冠疫情的负面影响将边际减弱，“疫情受益股”与“疫情受损股”的均值回归也将逐步兑现。展望 2022 年下半年，疫情的边际变化虽然对交运各子行业基本面继续带来扰动，但对相关公司股价的影响在逐渐减弱，而整个市场对于后疫情时代的预期变化正在成为影响相关公司股价波动的主要矛盾；快递行业虽受疫情冲击，但价格战缓和依然是未来的主要矛盾，也是通达系公司盈利能力能否恢复的最关键因素。我们维持行业“增持”评级，推荐更受益于海外航空需求复苏的上海机场、中国国航（A+H）以及基本面触底反弹的顺丰控股，建议关注中国东航（A+H）、南方航空（A+H）、春秋航空、吉祥航空、白云机场、韵达股份和圆通速递。

表 3：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS (元/港元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
601111.SH	中国国航	9.60	-1.15	-0.61	0.18	-	-	54	2.3	2.5	2.4	增持	维持
600115.SH	中国东航	4.71	-0.65	-0.38	0.11	-	-	43	1.7	2.0	1.9	增持	维持
600029.SH	南方航空	6.32	-0.71	-0.34	0.09	-	-	68	1.6	1.7	1.7	增持	维持
0753.HK	中国国航	5.50	-1.35	-0.72	0.21	-	-	26	1.1	1.2	1.2	增持	维持
0670.HK	中国东方航空股份	2.72	-0.76	-0.45	0.13	-	-	21	0.8	1.0	0.9	增持	维持
1055.HK	中国南方航空股份	4.29	-0.84	-0.39	0.11	-	-	39	0.9	1.0	1.0	增持	维持
1848.HK	中国飞机租赁	5.16	0.72	0.90	1.08	7	6	5	0.6	0.6	0.6	增持	维持
601021.SH	春秋航空	47.40	0.04	0.53	1.99	1111	90	24	3.2	3.1	2.7	增持	维持
603885.SH	吉祥航空	12.60	-0.25	-0.06	0.53	-	-	24	2.5	2.4	2.0	增持	维持
600009.SH	上海机场	49.05	-0.89	-0.67	0.55	-	-	89	3.4	3.6	3.5	增持	维持
600004.SH	白云机场	11.95	-0.17	-0.01	0.33	-	-	36	1.5	1.5	1.5	增持	维持
000089.SZ	深圳机场	6.29	-0.02	-0.02	0.17	-	-	37	1.1	1.1	1.1	增持	维持
002352.SZ	顺丰控股	50.08	0.87	1.51	1.96	58	33	26	3.0	2.8	2.5	买入	维持
600233.SH	圆通速递	19.56	0.61	0.87	1.11	32	22	18	3.0	2.7	2.4	增持	维持
002120.SZ	韵达股份	17.95	0.51	0.73	0.97	35	25	19	3.3	2.9	2.6	增持	维持
002468.SZ	申通快递	11.37	-0.59	0.47	0.58	-	24	20	2.2	2.0	1.9	增持	维持
601816.SH	京沪高铁	4.75	0.10	0.19	0.25	48	25	19	1.2	1.2	1.1	增持	维持
601006.SH	大秦铁路	6.76	0.82	0.89	0.93	8	8	7	0.8	0.8	0.7	增持	维持
601333.SH	广深铁路	2.15	-0.14	-0.04	0.04	-	-	55	0.6	0.6	0.6	增持	维持
0525.HK	广深铁路股份	1.39	-0.16	-0.05	0.05	-	-	30	0.3	0.3	0.3	增持	维持
600377.SH	宁沪高速	8.31	0.83	0.91	0.97	10	9	9	1.4	1.3	1.2	增持	维持
600548.SH	深高速	9.48	1.20	1.24	1.31	8	8	7	0.8	0.8	0.7	增持	维持
0548.HK	深圳高速公路股份	8.16	1.41	1.45	1.55	6	6	5	0.6	0.6	0.5	增持	维持
600153.SH	建发股份	13.41	2.13	2.20	2.50	6	6	5	0.8	0.7	0.6	增持	维持
600057.SH	厦门象屿	9.55	1.00	1.19	1.43	10	8	7	1.2	1.1	1.0	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-27；港股公司 EPS、BPS 汇率按 1HKD=0.85CNY 换算；A 股公司股价单位为“元”，H 股公司股价单位为“港元”

7、重点公司介绍

7.1、上海机场（600009.SH）-区位优势仍在，静待海外需求恢复

公司 2021 年营业收入为 37.3 亿元，同比下降 13.4%；归母净亏损 17.1 亿元，较上年亏损（12.7 亿元）增加约 4.4 亿元；扣非归母净亏损 17.2 亿元，较上年亏损（13.8 亿元）增加约 3.4 亿。2022 年第一季度，公司实现营业收入 8.4 亿元，同比下降 2.9%；实现归母净亏损 5.1 亿元，亏损同比增加 0.73 亿元；实现扣非归母净亏损 5.1 亿元，亏损同比增加 0.73 亿元。

公司 2021 年飞机起降架次约 35.0 万架次，较 2020 年同期增长 7.3%，较 2019 年同期下降 31.7%；旅客吞吐量约 3,221 万人次，较 2020 年同期增长 5.68%，较 2019 年同期下降 57.7%，其中国内、地区、国际旅客吞吐量分别较 2019 年同期下降 18.9%、97.5%、86.0%；由于国际客运航班仍受到严格管制，全货机货运需求依然旺盛，公司 2021 实现年货邮吞吐量约 398 万吨，较 2020 年同期增长 8.0%，较 2019 年同期增长 9.6%。2022 年前四月，公司飞机起降架次约 7.8 万架次，同比下降约 34.4%，相当于 19 年同期的 46%；旅客吞吐量约 552 万人次，同比下降约 48.2%，相当于 19 年同期的 22%。

根据修订后的免税经营协议，2021 年公司免税店租金收入为 4.86 亿元，同比下降 58.0%；2022 年第一季度，公司免税店租金收入为 1.17 亿元，同比增加 0.25 亿元。

资产注入短期将增厚公司业绩，长期奠定公司发展基础。虹桥机场公司、物流公司 21 年 1-9 月营业收入分别约 20.2 亿元、13.3 亿元，净利润分别约 0.34 亿元、3.6 亿元。如果虹桥机场等资产注入上市公司，上市公司 2020 年度和 21 年 1-9 月的营业收入分别将增加约 88%和 121%，归母净利润将分别提升 5.8%和 19.8%（提升后分别亏损 11.9 亿元、亏损 10.0 亿元）。长期来看，若本次资产注入完成，将有利于上市公司整合虹桥机场、浦东机场，统筹两场航班航线，提高航线质量，尽快实现上海两大航空枢纽旅客吞吐量达到 1.3 亿人次的目标。

盈利预测和投资建议：疫情影响下公司盈利能力无法恢复，但公司的区位优势 and 竞争优势并未因疫情发生本质变化，随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏和一线机场价值重估是确定性事件。暂不考虑资产重组和大股东注资的影响，我们维持公司 22-24 年净利润预测分别为-12.9 亿元、+10.6 亿元、31.9 亿元；基于浦东机场的区位优势，我们认为公司的竞争壁垒仍在，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；机场小时容量提升缓慢；海外航线旅客吞吐量增长缓慢。

表 4：上海机场盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,303	3,728	4,430	8,224	11,523
营业收入增长率	-60.68%	-13.38%	18.84%	85.64%	40.11%
净利润（百万元）	-1,267	-1,711	-1,290	1,062	3,194
净利润增长率	-125%	-	-	-	201%
EPS（元）	-0.66	-0.89	-0.67	0.55	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	-4.34%	-6.22%	-4.92%	3.89%	10.61%
P/E	-	-	-	89	30
P/B	3.2	3.4	3.6	3.5	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-27

7.2、中国国航（601111.SH & 0753.HK）-疫情受损较重，业绩修复弹性较大

公司 2021 年实现营业收入约 745 亿元，同比增长 7.2%；归母净亏损约 166 亿元，较上年亏损（144 亿元）增加约 22 亿元；扣非归母净亏损约 171 亿元，较上年亏损（147 亿元）增加约 23 亿元。2022 年第一季度，公司实现营业收入 129 亿元，同比下降 11.4%，实现归母净亏损约 89 亿元，亏损同比扩大 27 亿元；实现扣非归母净亏损约 90 亿元，亏损同比扩大 27 亿元。

公司 2021 年 ASK（可用座公里）较 2020 年同期下降 2.3%，较 2019 年同期下降 47.0%，其中国内客运需求恢复较好，2021 年国内航线 ASK 较 2020 年同期上涨 77%，恢复到 2019 年同期的 87%；海外航空供需仍处于低位，2021 年国际航线、地区航线 ASK 仅为 19 年同期的 3.8%、22%。公司 2021 年综合客座率为 68.6%，较 2020 年同期减少 1.74pct，较 19 年同期减少 12.4pct。21 年公司飞机日利用率为 6.28 小时，同比减少 0.06 小时。公司 2021 年 12 月底共运营 746 架客机，较 2020 年底增加 6.3%，高于上年同期增速（1.2%）。2022 年前四月，公司 ASK 同比下降 40%，客运量同比下降 48%，分别相当于 19 年同期的 33.4%、32.8%。

除了国内疫情反复的原因外，油汇波动对公司成本带来负面冲击。2021 年布伦特原油年度均价约 70.9 美元/桶，较 2020 年（43.0 美元/桶）大幅上涨；2022 年布伦特原油价格持续上涨，并在 3 月呈高位振荡走势，最高超过 120 美元/桶。2021 全年人民币兑美元汇率保持相对平稳，公司汇兑收益同比大幅减少，财务费用大幅增长。进入 2022 年 4 月后，人民币兑美元出现一定程度的贬值，继续对成本带来负面冲击。

相对同业公司，中国国航受疫情的负面冲击更严重，主要体现在以下三个方面：1、公司国际航线收入占比高，大量宽体机运能难以转移至国内航线；2、全货机出表无法享受货运红利，在疫情期间航空货运市场火爆的情况下，国货航无法给上市公司贡献收益；3、国泰航空拖累投资收益，2020-2021 年公司确认的国泰航空投资亏损分别为 51.1 亿元、8.6 亿元。如果未来海外需求恢复，公司的盈利弹性也将大于其他同业公司。

盈利预测和投资建议：国内外疫情反复，航空客运需求恢复受负面冲击，我们认为头部航空公司的成长逻辑和区位优势并未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，公司价值重估是确定性事件。我们维持公司 22-24 年净利润分别为-84 亿元、+25 亿元、64 亿元；维持公司 A 股、H 股“增持”评级。

风险提示：新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

表 5：中国国航盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	69,504	74,532	92,816	121,666	142,541
营业收入增长率	-48.96%	7.23%	24.53%	31.08%	17.16%
净利润（百万元）	-14,409	-16,642	-8,421	2,455	6,425
净利润增长率	-325%	-	-	-	162%
EPS（元）	-0.99	-1.15	-0.61	0.18	0.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	-18.57%	-27.10%	-15.94%	4.45%	10.49%
P/E（A 股）	-	-	-	54	21
P/E（H 股）	-	-	-	26	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-27；汇率：按 1HKD=0.85CNY 换算

7.3、 顺丰控股（002352.SZ）-盈利逐步修复，基本面拐点已确认

公司 21 年营业收入约 2,072 亿元，同比增长 34.5%；归母净利润约 42.7 亿元，同比下降 41.7%；扣非归母净利润约 18.3 亿元，同比下降 70.1%；公司 21 年收购嘉里物流对公司归母净利润增加约 3.7 亿元，剔除该影响后，公司 21 年归母净利润约 39.0 亿元，同比下降 46.8%。2022 年第一季度，公司实现营业收入约 630 亿元，同比增长 48%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 9.1 亿元，同比扭亏为盈。

公司 2021 年快件完成量约 105.5 亿票，同比增长约 29.7%，低于行业平均增速 0.2pct；公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为 9.7%，较上年同期占比下降 0.02pct。公司 2022 年前四月快件完成量约 31.8 亿票，同比下降约 3.6%（调整后），低于行业平均增速（4.2%），公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为 10.0%，较上年同期占比减少 0.8pct。

公司 2022 年前四月速运物流业务、供应链及国际业务合计收入约 801 亿元，同比增长 42.31%。2022 年 4 月速运物流业务、供应链及国际业务合计收入同比增长 29.45%，其中：供应链及国际业务收入同比增长 345.39%，增长较快的原因主要为合并嘉里物流的相关业务收入所致；速运物流业务收入同比下降，主要原因有二：一是公司自 2021 年下半年起主动调优产品结构，低毛利产品件量同比减少；二是国内部分城市因疫情实施封控，公司业务量出现波动。

公司盈利能力逐渐改善。公司 2021 年速运分部、快运分部、同城分部、供应链及国际分部分别实现净利润/亏损+38 亿元、-5.8 亿元、-9.0 亿元、+6.2 亿元，其中速运分部 21 年下半年实现净利润约 28 亿元，较 21 年上半年（盈利 9.8 亿）显著改善；快运分部 21 年下半年已达到盈亏平衡，较 21 年上半年（亏损 5.8 亿）显著改善；供应链及国际分部受益于收购嘉里物流，21 年全年实现净利润 6.2 亿元，同比增长 497%。在国内疫情反复的背景下，公司 2022 年第一季度仍然实现同比扭亏为盈，表明公司盈利能力已逐渐恢复。

盈利预测和投资建议：公司四网融通成效开始显现，速运快运业务盈利能力逐步恢复/提升，推动公司盈利恢复；鄂州机场预计年内正式投产，同时公司完成收购嘉里物流，将帮助扩大公司的全球网络布局，加速公司国际业务拓展，打开未来成长空间。我们维持公司 22-24 年净利润预测为分别为 74 亿元、96 亿元、111 亿元；我们认为公司目前整体估值处于较低水平，股价仍低于去年定增发行价，市场过于悲观，未来具有较大估值修复空间，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；募集资金投资项目实施进展低于预期。

表 6：顺丰控股盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	153,987	207,187	268,558	318,454	372,630
营业收入增长率	37.25%	34.55%	29.62%	18.58%	17.01%
净利润（百万元）	7,326	4,269	7,389	9,599	11,125
净利润增长率	26.39%	-41.73%	73.09%	29.90%	15.90%
EPS（元）	1.61	0.87	1.51	1.96	2.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.98%	5.15%	8.37%	9.90%	10.48%
P/E	31	58	33	26	22
P/B	4.1	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-27；公司 2020 年末、2021 年末股本分别为 45.56 亿股、49.06 亿股，最新股本为 48.95 亿股，股本变动原因包括定增及回购，2022-2024 年 EPS 均按最新股本假设计算

8、风险分析

1、宏观经济下行影响上市公司盈利。宏观经济下行会带来全社会客运、货运需求下行，虽然具有区位优势的交通公司受到的冲击较小，但仍可能出现业绩低于预期的情况。

2、海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求。海外疫情持续时间超预期将严重影响海外出行需求的恢复，给航司、机场盈利带来负面影响。

3、油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利。油价上升会提高航空公司运营成本，人民币兑美元贬值会给航空、航运公司带来汇兑损失，直接影响上市公司净利润。

4、机场免税店收入增长缓慢。如果机场海外航线旅客吞吐量、或免税店人均消费金额增长缓慢，机场免税收入增长可能会低于市场预期。

5、公司分红率下降导致股息率大幅下降。铁路公司、高速公路公司可能由于新的资本开支或其他原因而减少未来分红率，进而导致股息率大幅下降。

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE