交通运输

报告原因：投资策略

交通运输行业 2021 年度投资策略

拨云见日，布局龙头

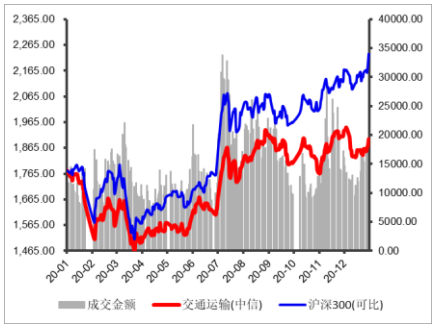
维持评级

中性

2021 年 1 月 7 日

行业研究/投资策略

行业近一年市场表现



分析师：

张　湃

执业登记编码：S0760519110002

电　话：0351-8686797

邮　箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

行情回顾：2020 年初至 12 月 31 日交通运输行业涨幅 7.49%，跑输大盘 19.72pct，市场表现整体弱于 2019 年同期。子行业（中信三级）来看，物流综合、快递、航运、公交板块上涨，公路、港口、机场、航空、铁路板块下跌。

快递板块：行业维持高景气度，格局优化聚焦龙头。受益于我国电商的巨大红利，快递行业件量维持高增速。2020 年 1-11 月，我国规上快递业务量达 741.04 亿件，同比增长 30.49%，12 月 21 日突破 800 亿件，2020 年快递业务量增速重回 30%以上的基调已经确定。一方面，网购渗透率不断提升、拼多多主导的下沉市场消费电商化、直播电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力，2020 年疫情造成消费进一步向线上转移，**快递行业业务量增长超预期，并有望维持高速增长。另一方面，2020 年快递行业价格战超预期，**后续来看，**一是**龙头主导价格下行，在马太效应下，龙头市场份额变得更加稳定，行业加速向寡头转变；**二是**龙头无论在资产储备、网络强度还是成本方面都更具优势，随着价格战的深入，行业利润不断受到侵蚀，落后者率先出现亏损，无力再打价格战，而龙头的优势一方面是成本管控能力和品牌溢价带来更高的毛利率，同时强大的融资能力不断输血为其托底，有望导致决胜阶段剩者成功晋升寡头；**三是** 2020 年极兔、众邮、丰网等新玩家逆势入局，短期对市场份额的争夺必然会加速价格战进度。因此，**2021 年价格战预计强度不减**。

航空板块：需求修复确认，行业复苏在望。疫情期间，低成本的民营航司受到冲击相对较小，大航空公司由于固定成本刚性支出损失较为惨重，但由于我国疫情管控保持良好态势，居民出行信心增加，国内航空出行需求持续改善，内线占比较高的航空公司已率先扭亏为盈。展望 2021，中期来看，虽然目前疫苗研制已取得突破性进展，但国际航线在疫苗大规模接种的前提下才会逐步放开，根据 IATA 预测，新冠肺炎疫苗在 2021 年下半年前将不会得到大范围接种，因此我们认为**短期航空需求仍以国内为主，冬春航季国内时刻放量，春运旺季需求叠加温和的油汇环境驱动航司进一步修复业绩，IATA 预计中国航空企业有望在 2021 年实现盈利**。

投资建议：2021 年，交通运输行业应当重点关注业务量增长确定性较强的快递板块和内线持续修复的航空板块。**快递板块**选股建议遵循两条主线：1、主打中高端市场，产品结构完善、服务质量突出的直营制综合物流服务商；2、市场份额持续领先、资产规模较大、成本优势显著的加盟制快递龙头。**航空板块**选股建议遵循两条主线：1、运量恢复快、较早扭亏的低成本民营航空；2、注内线占比较高、业绩弹性大的大型航空公司。**建议关注：**顺丰控股、韵达股份、春秋航空、华夏航空、南方航空。

风险提示：宏观经济下行；行业政策大幅调整；竞争恶化，价格战超预期；末端网点退网；疫苗落地进度不及预期；海外疫情反复；境外输入病例控制不力；油价上涨；汇率大幅波动。

目录

一、市场回顾 6

（一）行情：行业跑输大盘，细分行业分化显著 6

（二）估值：估值持续分化，细分板块多数位于估值高位 7

二、快递板块：行业维持高景气度，格局优化聚焦龙头 8

（一）电商红利持续，件量维持高增速 8

（二）行业格局加速演变，壁垒加固聚焦龙头 12

1. 价格战超预期，一线快递公司开启整合 12

2. 龙头壁垒加固，决胜阶段剩者为王 15

3. 新玩家加速价格下行，电商平台入局整合资源 19

三、航空板块：需求修复确认，行业复苏在望 22

（一）内线持续修复，疫苗增强国际客流恢复确定性 22

（二）刚性支出拖累业绩，民营航空损失相对较小 23

（三）油汇环境利好，对冲部分疫情损失 28

（四）供需改善周期向上，行业复苏在望 30

四、行业评级及投资策略 32

（一）投资策略 32

（二）标的推荐 33

1、顺丰控股（002352.SZ）：时效件重回高增速，特惠件持续放量 33

2、韵达股份（002120.SZ）：行业地位稳固，有望成为寡头 33

3、春秋航空（601021.SH）：低成本航空公司，运量恢复领跑行业 34

4、华夏航空（002928.SZ）：支线细分行业龙头，未来盈利可期 34

5、南方航空（600029.SH）：内线占比较高，业绩弹性大 34

五、风险提示 35

图表目录

图 1：中信一级行业 2020 年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 12 月 31 日）.....6
图 2：子行业（中信三级）2020 年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 12 月 31 日）.....6
图 3：最近一个交易日行业 PE(TTM)对比.....8
图 4：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况.....8
图 5：子行业最近一个交易日 PE(TTM)情况.....8
图 6：2011 年以来全国规上快递业务量情况（亿件，%）.....9
图 7：2020 年单月规上快递业务量情况（亿件，%）.....9
图 8：实物商品网上零售额增长（%）.....10
图 9：网购渗透率（%）.....10
图 10：直播电商市场规模（万亿，%）.....10
图 11：直播电商渗透率.....10
图 12：电商平台月活人数（亿）.....11
图 13：拼多多过去 12 个月 GMV（亿元，%）.....11
图 14：农村网络零售规模快速增长.....12
图 15：行业业务量月度数据（亿件，%）.....13
图 16：行业单票价格变化（元，%）.....13
图 17：快递公司业务量市场份额 CR6.....15
图 18：快递行业及公司单季度件量增速.....15
图 19：2020H1 通达系主要固定资产账面价值（亿元）.....16
图 20：2020H1 通达系转运中心数量及自营率.....17
图 21：2020H1 通达系干线运输车辆数量及自营率.....17
图 22：主要快递公司毛利率情况对比（%）.....18

图 23：主要快递公司单票扣非净利润（元） 18
图 24：各快递公司筹资活动净现金流（亿元） 19
图 25：极兔速递网络搭建情况 20
图 26：一线快递公司格局 21
图 27：民航客运量及增速（亿人，%） 23
图 28：国内航线客运量及增速（万人，%） 23
图 29：国际航线客运量及增速（万人，%） 23
图 30：2020 年各航司 RPK 增速 24
图 31：南方航空 H1 成本变化（亿元） 24
图 32：中国国航 H1 成本变化（亿元） 24
图 33：东方航空 H1 成本变化（亿元） 25
图 34：春秋航空 H1 成本变化（亿元） 25
图 35：中国国航盈利情况 25
图 36：东方航空盈利情况 25
图 37：南方航空盈利情况 26
图 38：春秋航空盈利情况 26
图 39：吉祥航空盈利情况 26
图 40：华夏航空盈利情况 26
图 41：2020 年各航司 RPK 增速 27
图 42：2020 年各航司国内航线 RPK 增速 27
图 43：航空公司单季度归母净利润（亿元） 28
图 44：2019 及 2020 年布油价格（美元/桶） 29
图 45：美元兑人民币中间价 30

图 46：冬春航季日均航班量及增速（次，%） 31

图 47：供需增速差（RPK-ASK） 32

表 1：交通运输板块涨跌前十的个股（数据截至 2020 年 12 月 31 日） 7

表 2：2020 年 1-10 月主要城市数据 14

表 3：2020 年前三季度快递上市公司经营情况 14

表 4：通达系主要固定资产账面价值（亿元） 16

表 5：极兔速递发展重要历程 20

表 6：阿里对通达系重要入股事件 21

表 7：2020 航油成本变化静态估算（亿元） 29

表 8：航空公司汇率敏感性（人民币升值 1%利润增加） 29

表 9：航空公司运力引进情况（架） 31

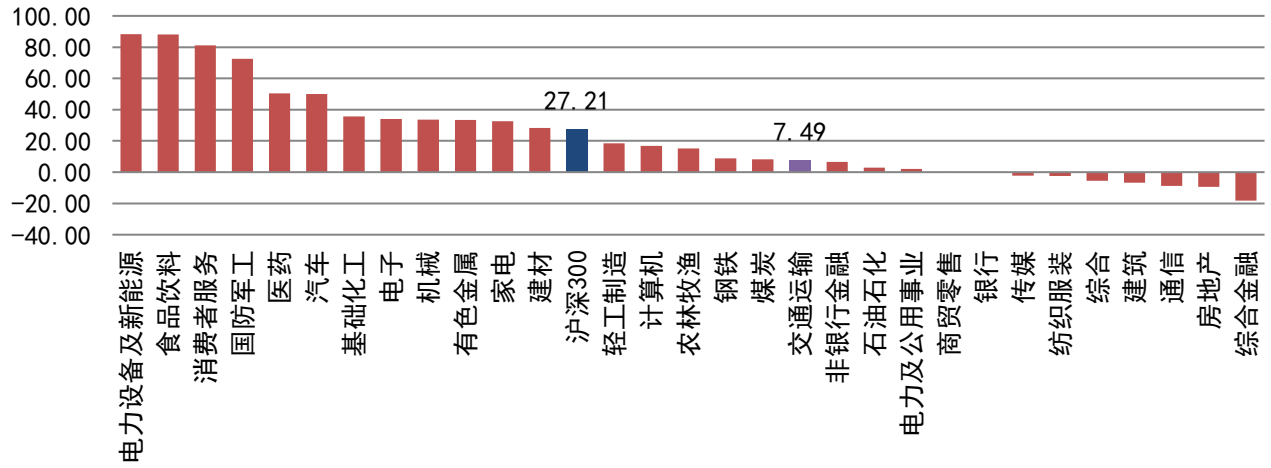
表 10：公司盈利预测、估值及投资评级 35

一、市场回顾

（一）行情：行业跑输大盘，细分行业分化显著

回顾 2020 年初至 12 月 31 日的行情：二级市场表现整体弱于 2019 年同期，沪深 300 涨跌幅为 27.21%，落后于去年同期 8.86pct；中信一级 29 个行业涨跌不一，其中电力设备及新能源行业以 88.34%的涨幅领涨，综合金融行业以 18.11%的跌幅领跌；交通运输行业落后于大盘，涨幅为 7.49%，位于第 19 位。

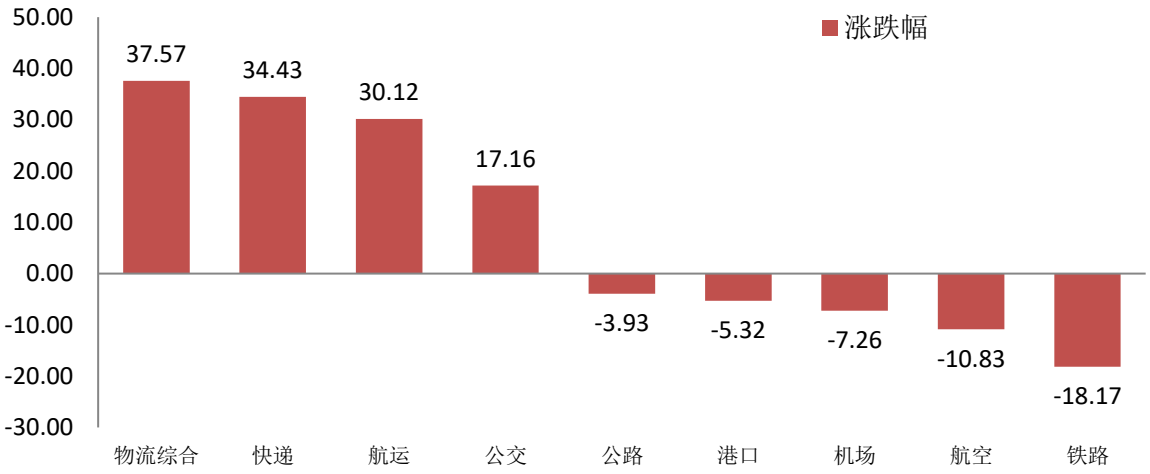
图 1：中信一级行业 2020 年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

从细分行业看，交通运输行业 9 个子行业（中信三级）涨跌幅差异较大，其中物流综合、快递、航运、公交板块上涨，公路、港口、机场、航空、铁路板块下跌，物流综合行业以 37.57%的涨幅领涨，铁路行业以 18.17%的跌幅领跌。

图 2：子行业（中信三级）2020 年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

从个股来看，2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，交通运输板块涨幅领先的 5 只个股分别为密尔克卫、蔚蓝锂芯、恒通股份、顺丰控股、嘉诚国际，涨幅分别为 227.76%、218.16%、198.26%、138.55%、137.11%，分别领先交通运输板块涨幅 220.27 pct、210.67pct、190.77pct、131.07pct、129.63pct。

表 1：交通运输板块涨跌前十的个股（数据截至 2020 年 12 月 31 日）

	代码	简称	涨跌幅	领先板块	所属行业（中信三级）
涨幅前十	603713.SH	密尔克卫	227.76	220.27	物流综合
	002245.SZ	蔚蓝锂芯	218.16	210.67	物流综合
	603223.SH	恒通股份	198.26	190.77	物流综合
	002352.SZ	顺丰控股	138.55	131.07	快递
	603535.SH	嘉诚国际	137.11	129.63	物流综合
	601919.SH	中远海控	131.69	124.20	航运
	603069.SH	海汽集团	121.85	114.36	公交
	600662.SH	强生控股	95.04	87.56	公交
	603128.SH	华贸物流	91.67	84.18	物流综合
	002930.SZ	宏川智慧	72.25	64.76	物流综合
	代码	简称	涨跌幅	领先板块	所属行业
跌幅前十	002468.SZ	申通快递	-48.01	-55.49	快递
	002711.SZ	*ST 欧浦	-38.89	-46.37	物流综合
	002120.SZ	韵达股份	-38.32	-45.80	快递
	603032.SH	德新交运	-32.97	-40.46	公交
	002010.SZ	传化智联	-31.29	-38.78	物流综合
	601872.SH	招商轮船	-30.39	-37.87	航运
	002800.SZ	天顺股份	-30.19	-37.68	物流综合
	900945.SH	海控 B 股	-29.67	-37.16	航空
	603565.SH	中谷物流	-28.61	-36.09	物流综合
	900903.SH	大众 B 股	-28.01	-35.50	公交

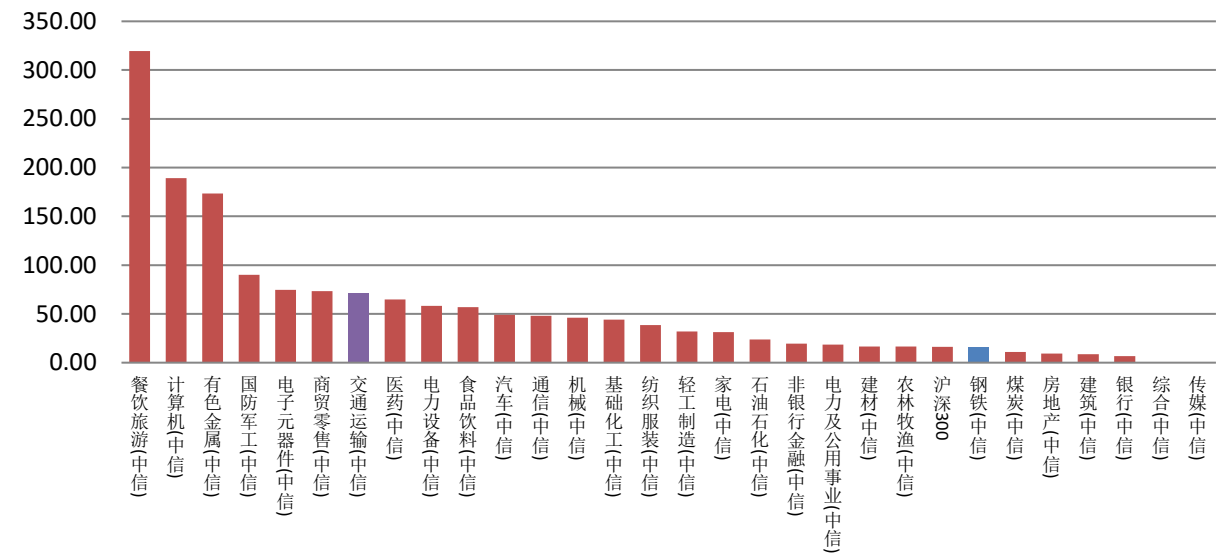
资料来源：wind，山西证券研究所

（二）估值：估值持续分化，细分板块多数位于估值高位

就交通运输行业估值情况来看，横向对比，2020 年最后一个交易日（2020 年 12 月 31 日），各行业 PE（TTM）差异较大，交通运输行业排名第七，在中信一级行业中排在中高位。纵向对比行业估值近五年的历史数据，交通运输行业 PE 位于历史高位。

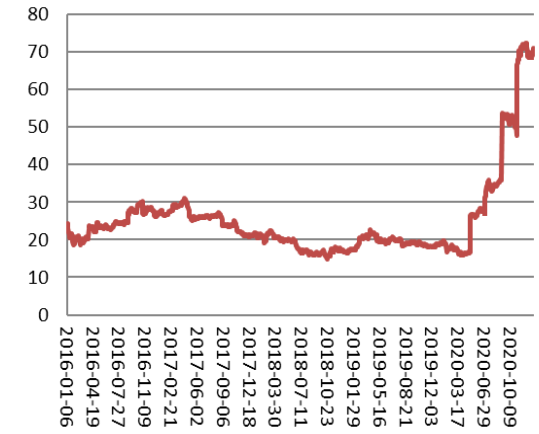
就子行业估值情况来看，子行业估值分化较为显著，剔除物流综合、航空行业数据，快递、航运、港口板块 PE(TTM)位于历史中低位，其余板块位于历史中高位。

图 3：最近一个交易日行业 PE(TTM)对比



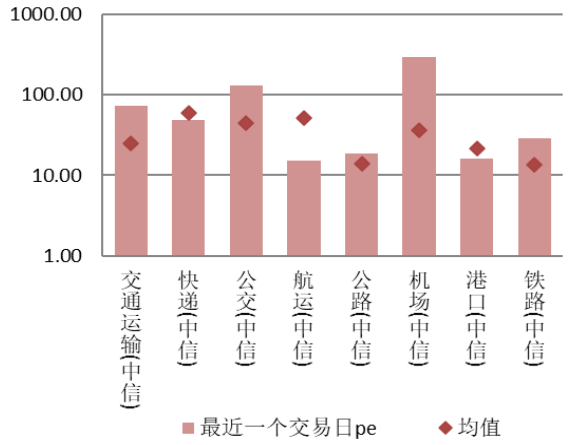
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：子行业最近一个交易日 PE(TTM)情况



资料来源：wind，山西证券研究所

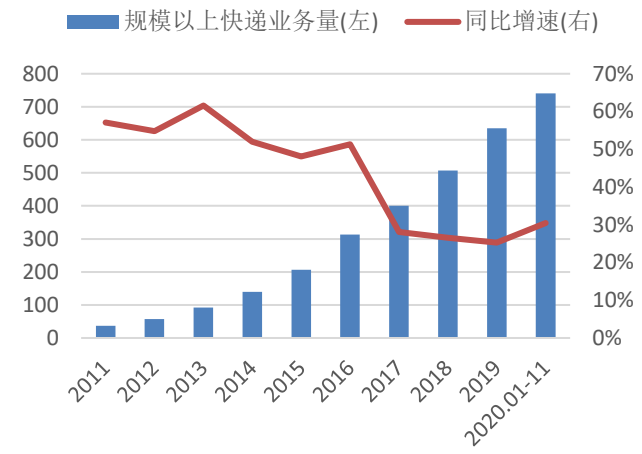
二、快递板块：行业维持高景气度，格局优化聚焦龙头

（一）电商红利持续，件量维持高增速

2020 年快递业务量维持高增长。2020 年 1-2 月，受疫情及春节因素影响，我国规模以上快递业务量同比大幅下降，累计规上快递业务量为 65.46 亿件，同比下降 10.11%。后续，随着国内疫情防控形势逐步好转，复工复产稳步推进，以及电商件高速增长、下沉市场释放活力等因素影响，国内规上快递业务件量稳步恢复，4-11 月，单月规上快递业务件量同比增速均超过 30%。2020 年 1-11 月，我国规上快递业务量达

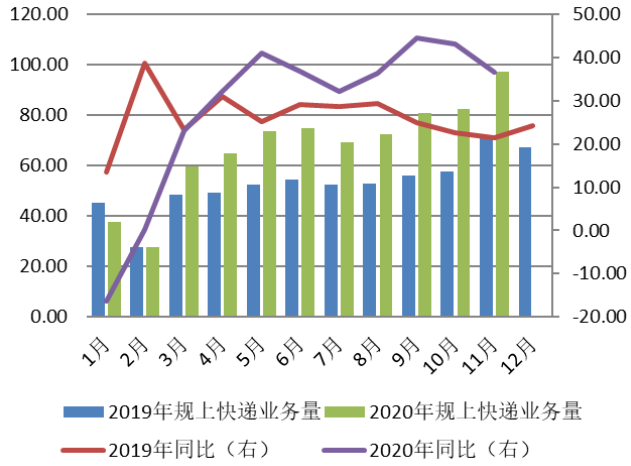
741.04 亿件，同比增长 30.49%。此外，根据国家邮政局披露数据我国规模以上快递业务量于 12 月 21 日突破 800 亿件，2020 年快递业务量增速重回 30%以上的基调已经确定。

图 6：2011 年以来全国规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

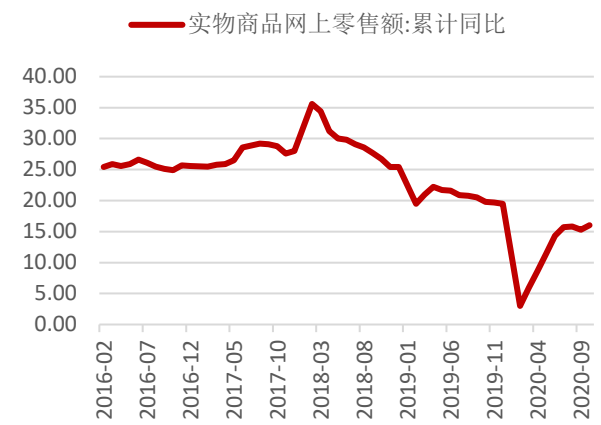
图 7：2020 年单月规上快递业务量情况（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

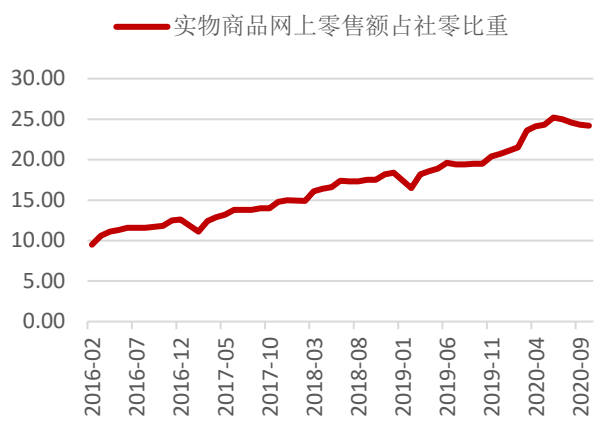
疫情加速消费向线上转移，网购渗透率继续提升。一方面，我国电商行业持续高景气度，网购渗透率整体提升。《2019 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019 年我国全年实物商品网上零售额 85,239 亿元，同比增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，较上年提高 2.3 个百分点。2020 年，疫情加速消费向线上转移，网购渗透率进一步提升，6 月时实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重曾达到 25.2%，截至 10 月网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.2%。根据星图数据，2020 年双十一大促期间（11.1-11.11）全网销售额高达 8403 亿元，同比增长 29%，其中，天猫平台双十一期间累计 GMV4928 亿元，同比增长 26.1%。另一方面，**直播电商兴起，进一步刺激网购需求释放。2020 年市场规模有望达万亿。**2019 年，直播电商市场规模达到 4338 亿元，同比增长 210%，在电商市场中渗透率（直播电商成交额占电商总成交额）4.1%。毕马威联合阿里研究院预测，2020 年直播电商市场规模将突破万亿，渗透率达到 8.6%，2021 年有望接近 2 万亿，渗透率达 14.3%。**电商件是目前快递业务量的重要来源**，后续来看，**网购需求表现出较强的增长潜力，电商行业有望持续高景气度，进而为快递业务提供持续增量。**

图 8：实物商品网上零售额增长（%）



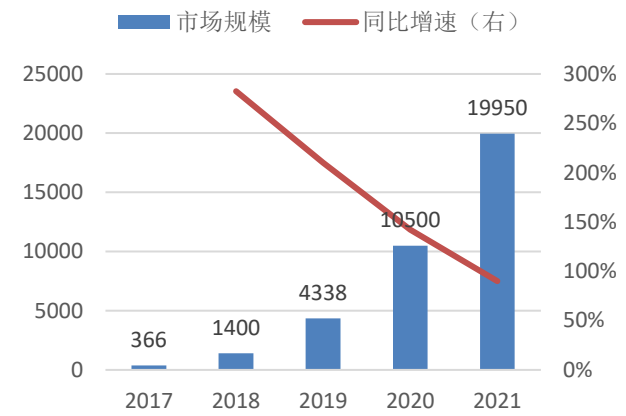
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：网购渗透率（%）



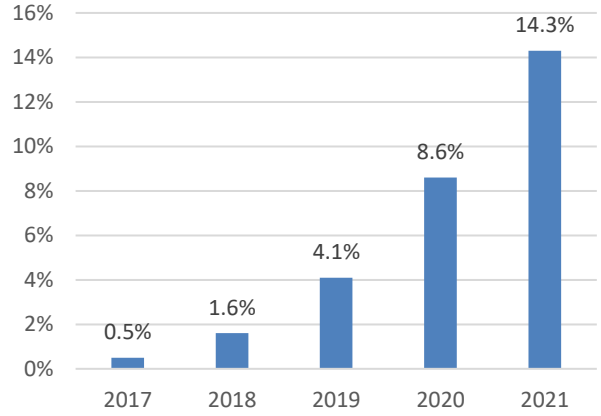
资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：直播电商市场规模（万亿，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

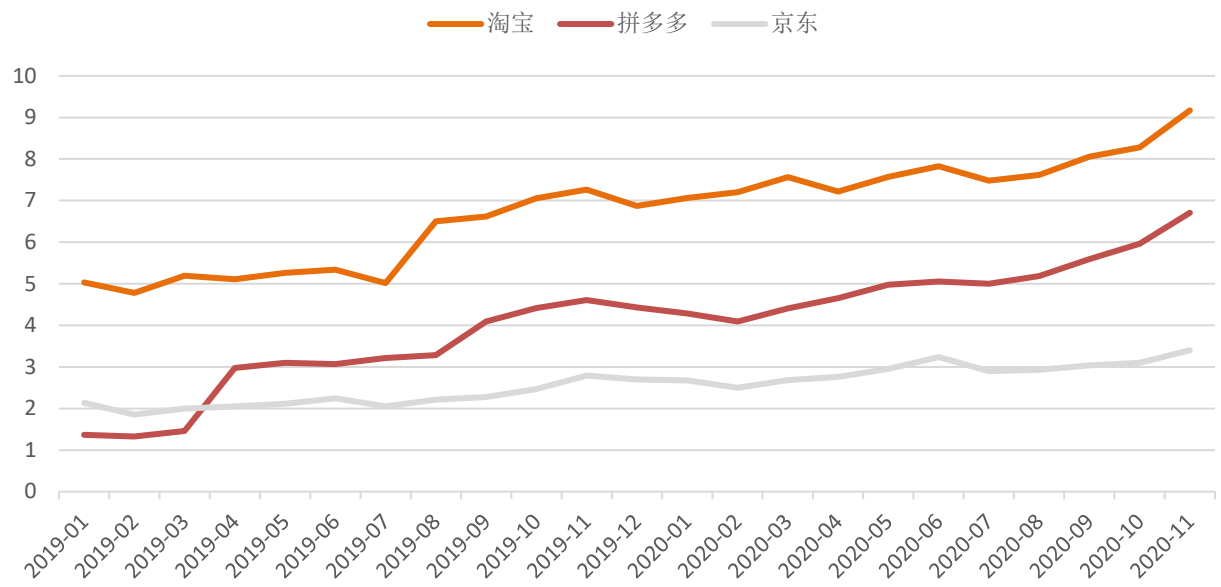
图 11：直播电商渗透率



资料来源：wind，山西证券研究所

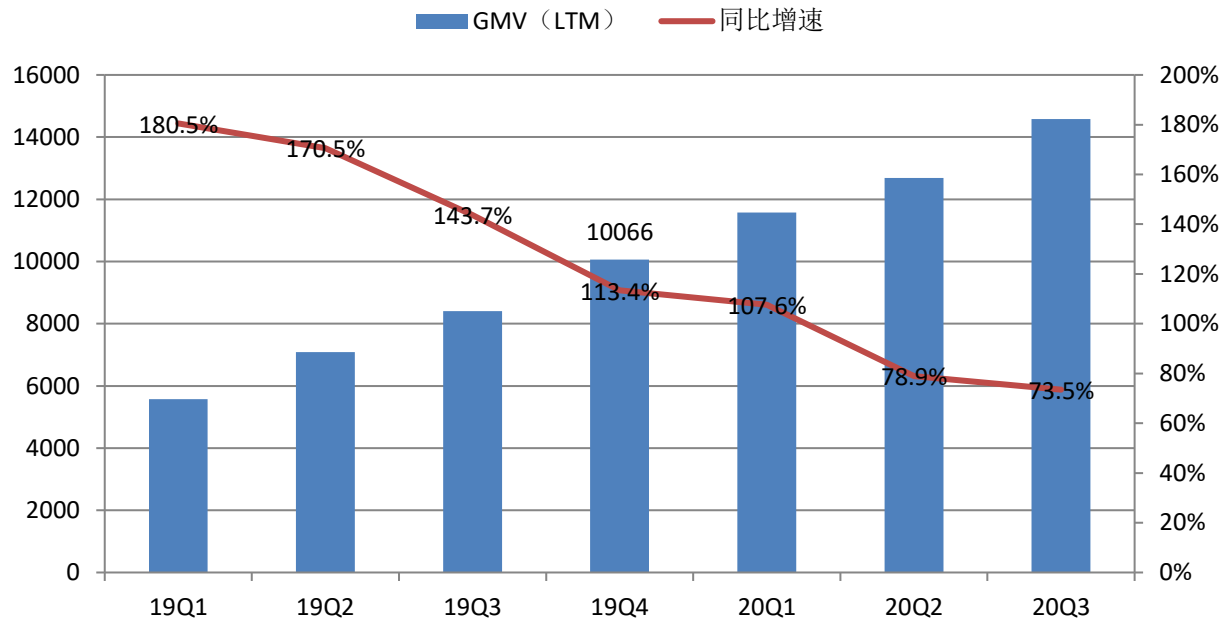
拼多多的崛起为快递行业提供巨大增量。拼多多凭借“低价拼购+社交”的模式爆发式增长，2019 年月活人数超越京东，并不断向淘宝逼近。2019 年拼多多成交额突破万亿大关，全年实现 GMV10066 亿元，同比增长 113%；平台产生快递业务量 197 亿单，同比增长 77%，远高于快递行业业务量 25%增速，边际贡献率高达 67%，是快递业务最大的增量来源。截至 2020 年 9 月底拼多多过去 12 个月 GMV 为 14576 亿元，同比增长 74%，继续为快递行业提供巨大增量。

图 12：电商平台月活人数（亿）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：拼多多过去 12 个月 GMV（亿元，%）

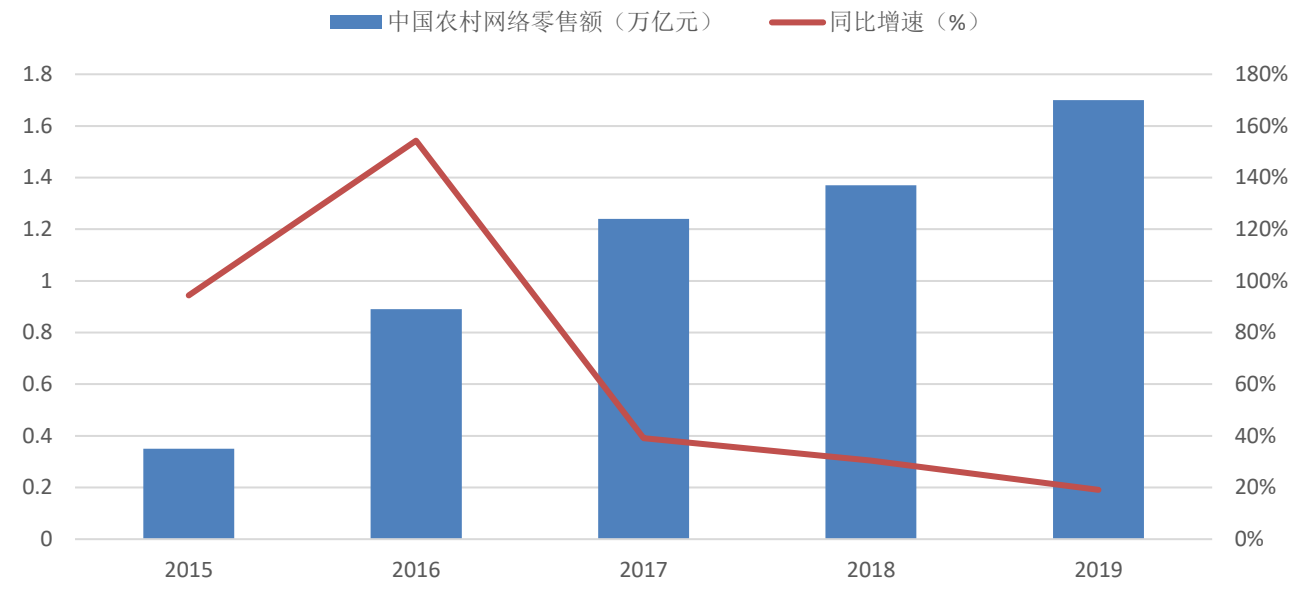


资料来源：公司公告，山西证券研究所

农村网络零售额快速增长，下沉市场潜力释放。商务大数据监测显示，2019 年全国农村网络零售额达 1.7 万亿元，占全国网络零售总额的 16.1%，较上年略有提升，同比增长 19.1%，高于全国网络零售 2.6 个百分点。其中，农村实物商品网络零售额为 13320.9 亿元，占全国农村网络零售额的 78.0%，同比增长 21.2%。2020 年上半年，全国农村网络零售额达 7668.5 亿元，同比增长 5%；其中实物商品网络零售额 6999 亿元，

同比增长 7.3%。随着互联网加速渗透三线以下城市，下沉市场成为中国消费潜力最大的主体，未来有望持续释放红利，支撑快递业务量高速增长。

图 14：农村网络零售规模快速增长



资料来源：商务大数据，山西证券研究所

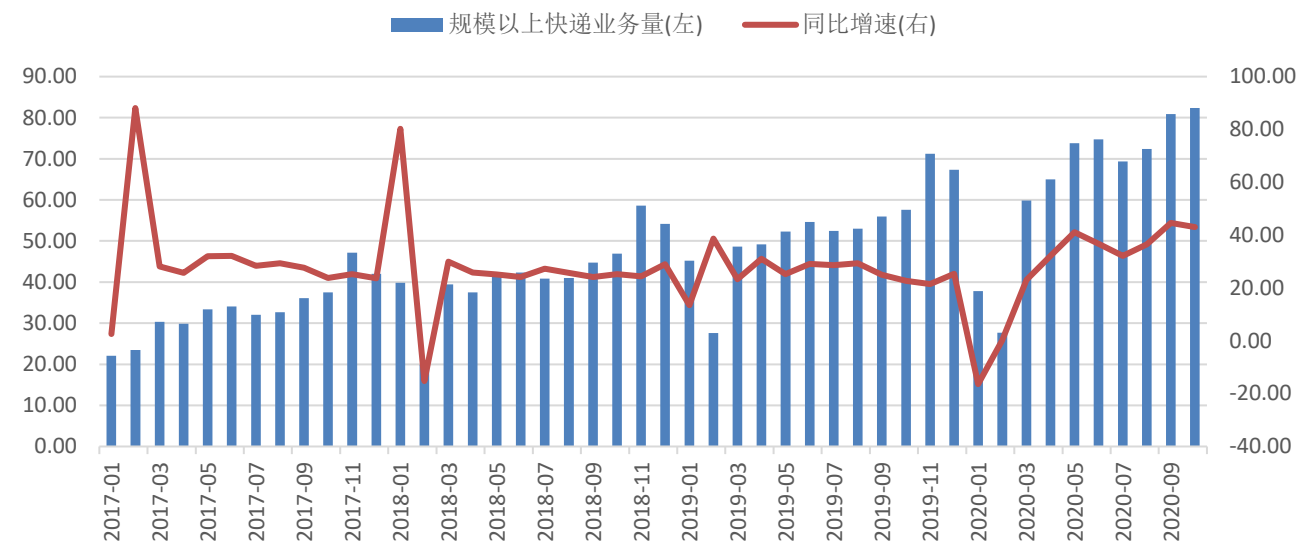
总体来看，受益于我国电商的巨大红利，快递行业在未来一段时间仍将维持高景气度，网购渗透率不断提升、拼多多主导的下沉市场消费电商化、直播电商等新增长点将持续为快递行业提供驱动力。

（二）行业格局加速演变，壁垒加固聚焦龙头

1. 价格战超预期，一线快递公司开启整合

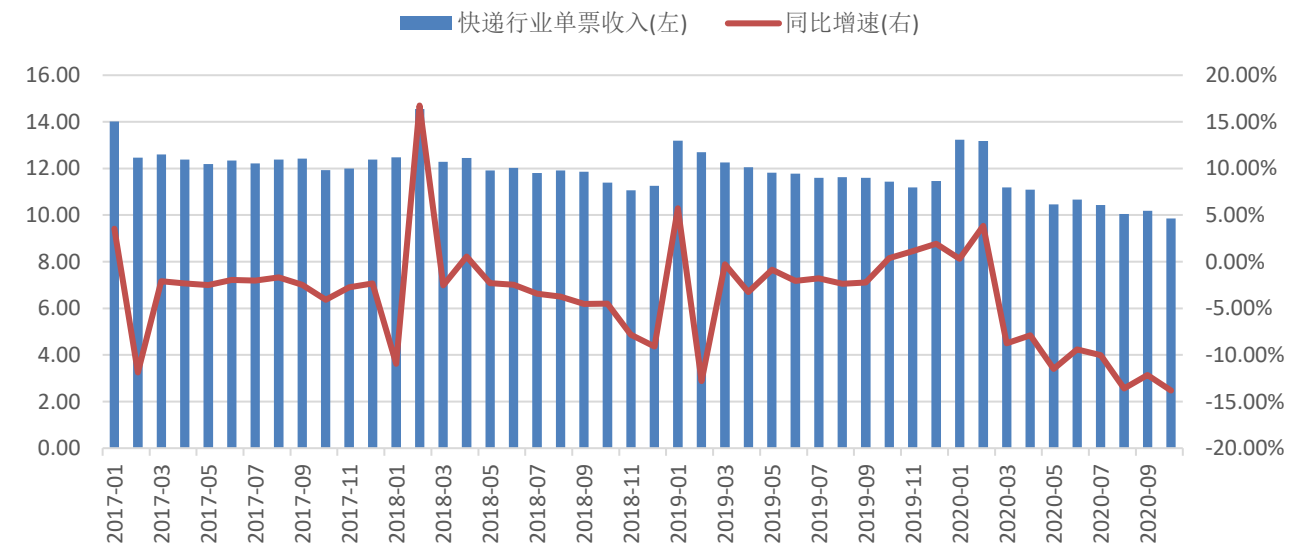
疫情之后，行业量价背离扩大。2020 年 1、2 月份，行业件量受疫情影响较大，价格略有回升，疫情过后行业业务量增速恢复甚至超过近几年同期水平，但 5 月以来价格跌幅超预期。我们认为价格战超预期主要是两个方面的原因：一是通达系希望争夺疫情期间停工带来的件量损失，二是从 2 月 17 日起全国收费公路免收通行费，使得快递企业运输成本大幅下降，进而拥有了更多的降价空间，虽然 5 月份公路恢复收费，但龙头引领价格战、促使行业出清的脚步并未停歇。

图 15：行业业务量月度数据（亿件，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：行业单票价格变化（元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

主要产粮区价格战激烈。由于主要产粮区业务量较大，件量占比较高，更容易发挥规模效应，进而带动全网成本下行，因此是各家开展价格战最重要的战场。2020 年 1-10 月，快递业务量排名前十的城市业务量合计占比 47.2%，其中义乌在今年超过广州，成为产粮区第一名，在全国的业务量占比超过 10%，同时，义乌也是单票价格最低的城市，今年前 10 个月单票收入仅 3.2 元，且单价仍在快速下降，相比去年同期降幅达 16.1%。此外，业务量排名第二、第三位的广州市和深圳市单价同比降幅也分别达到 9.5%、9.4%。

表 2：2020 年 1-10 月主要城市数据

排名	2020 年 1-10 月	业务量（万件）	全国占比	业务收入（万元）	单票收入（元）	单票收入同比
1	金华（义乌）市	690939.1	10.7%	2214497.9	3.2	-16.1%
2	广州市	595515.0	9.3%	5484805.9	9.2	-9.5%
3	深圳市	436496.6	6.8%	5319406.3	12.2	-9.4%
4	上海市	259963.7	4.0%	11129997.9	42.8	7.5%
5	杭州市	227651.4	3.5%	2833640.5	12.4	1.4%
6	北京市	192526.6	3.0%	2707965.4	14.1	-6.8%
7	揭阳市	185459.8	2.9%	1117140.3	6.0	-16.1%
8	东莞市	162414.2	2.5%	1971438.6	12.1	-6.1%
9	苏州市	160090.4	2.5%	1824924.1	11.4	-10.7%
10	泉州市	130107.7	2.0%	882875.2	6.8	-14.3%
	前 10 名合计	3041164.5	47.2%			
	全国	6437798				

资料来源：国家邮政局，山西证券研究所

龙头主导价格战，加速行业整合。在高速的件量增长下，通达系快递业务收入增速不增反降，韵达、申通 2020 年前三季度的收入分别同比减少 3.55%、8.79%。虽然超预期的价格战对通达系的业绩已造成了明显冲击，但龙头公司依然坚定推动价格战，因为只有行业加速完成整合才能尽可能缩短阵痛期。中通今年发展战略全面转向抢占市场份额，今年前三季度业务量增速 51.18%，而韵达时刻紧盯中通，两家龙头件量领跑的同时也走在降价的最前列，韵达前三季度单票收入降幅达到 30.65%，成为行业之最。

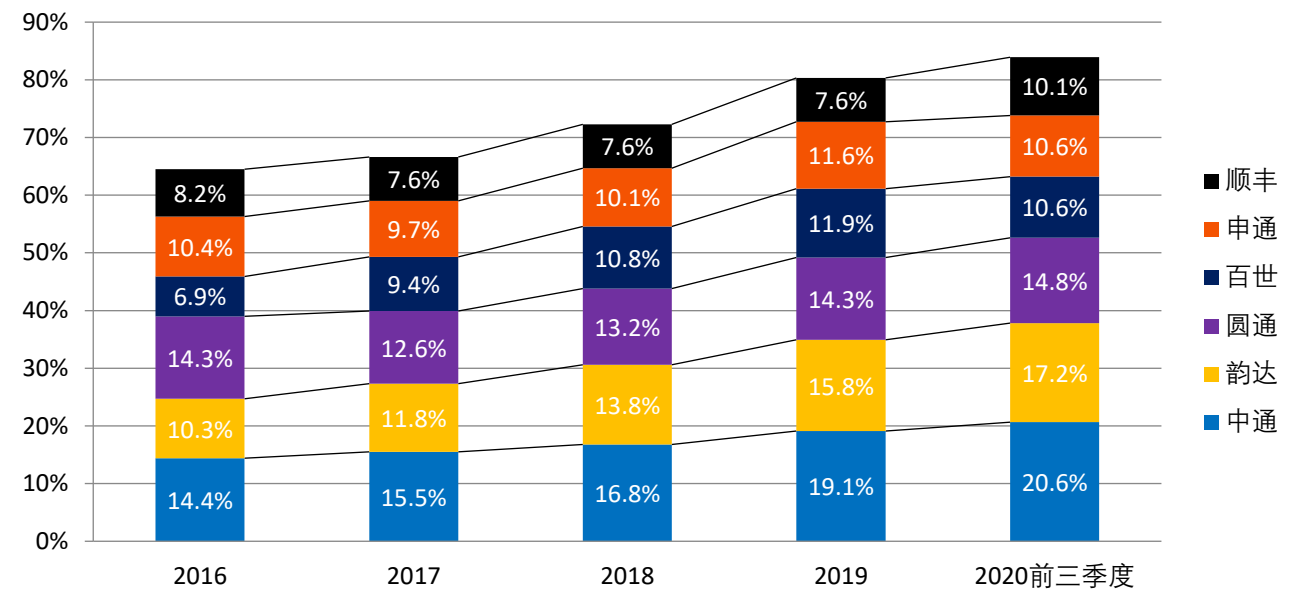
表 3：2020 年前三季度快递上市公司经营情况

	顺丰	中通	韵达	圆通	申通
快递业务收入(亿元)	1032.01	147.27	216.92	189.05	140.63
同比增速	38.15%	9.10%	-3.55%	1.91%	-8.79%
快递业务量(亿票)	56.72	115.92	96.42	83.01	59.52
同比增速	74.47%	51.18%	39.07%	34.95%	17.93%
单票收入(元)	18.19	1.27	2.25	2.28	2.36
同比增速	-20.82%	-27.83%	-30.65%	-24.49%	-22.66%

注：中通收入不含派费
资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

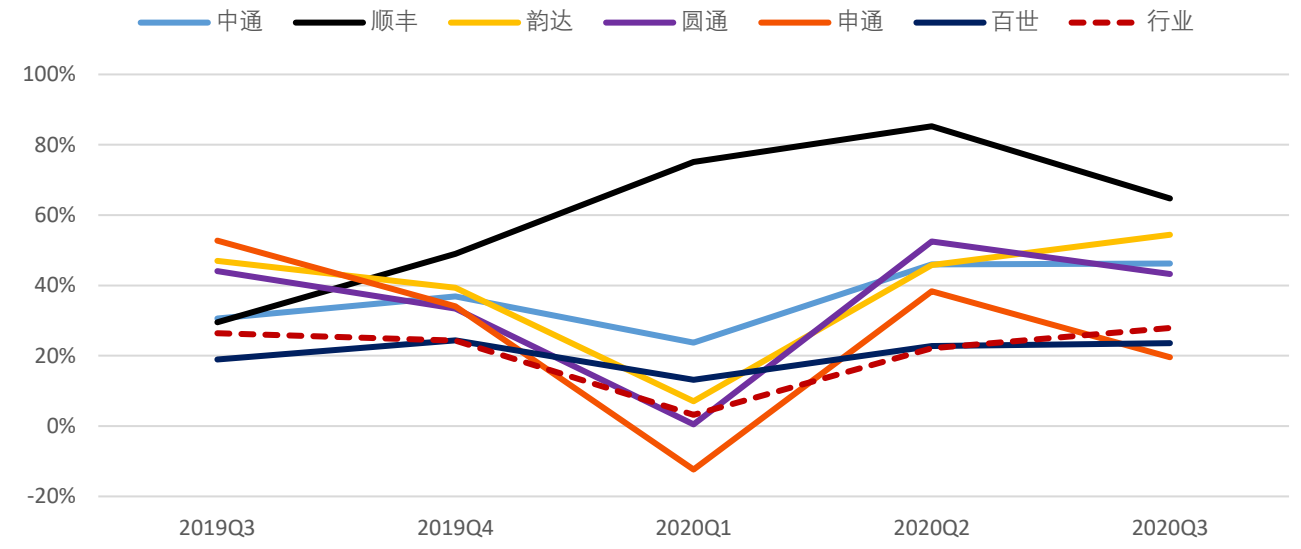
马太效应下，一线快递公司开启行业洗牌。2020 年前三季度，行业业务量 CR6 达到 83.9%，相比 2019 年提升 3.6pct，中通、韵达、圆通、顺丰市占率进一步提升，但申通和百世近年来首次出现市占率下滑，在 2019 年二线快递企业先后出清后，行业的整合进度已在一线企业中展开，2020Q3，申通和百世快递业务量增速分别落后行业平均增速 8.2%、4.3%，行业整合速度加快。

图 17：快递公司业务量市场份额 CR6



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 18：快递行业及公司单季度件量增速



资料来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2. 龙头壁垒加固，决胜阶段剩者为王

尽管激烈的价格战导致企业利润不断下滑，但在分出胜负前，行业“降价-获取份额-加大资产投入-产生规模效应-降价”的循环始终不会停歇。龙头公司不断加大固定资产投入，提升规模效应，确保市场份额向头部公司集中，在马太效应下行业壁垒不断加固，落后者越来越无力追赶。对比通达系固定资产，中通

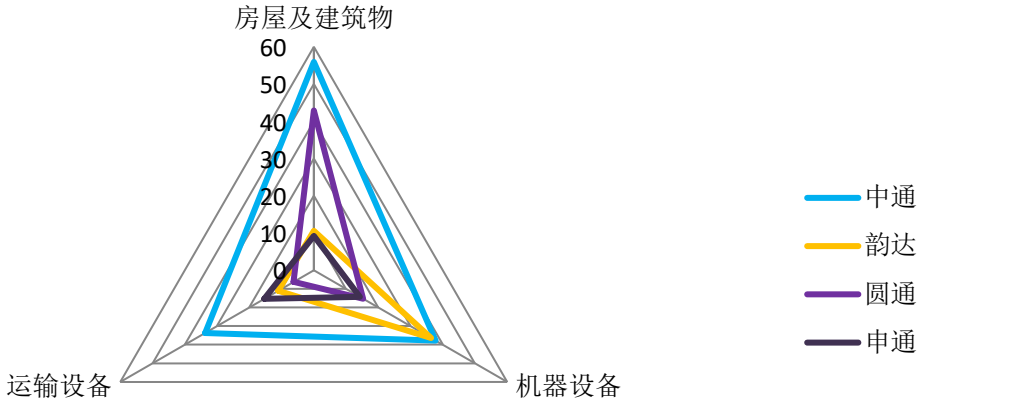
房屋、机器设备、运输设备三项均行业领先，产能储备充足；韵达注重自动化设备投入，机器设备账面价值突出，但由于转运中心数量处于劣势，房屋及建筑物资产较少；圆通的自营转运中心数量达到 73 个，房屋及建筑物账面价值较高，公司也将自动化升级改造作为重点发展战略，随着自动化程度的不断提高，转运成本降低存在空间。

表 4：通达系主要固定资产账面价值（亿元）

	年份	房屋及建筑物	机器设备	运输设备	固定资产合计
中通	2017	26.97	13.00	15.46	64.73
	2018	35.87	24.76	23.19	90.36
	2019	55.94	37.79	33.67	124.71
	2020H1	-	-	-	-
韵达	2017	7.46	12.41	6.99	28.20
	2018	8.55	25.08	10.09	47.17
	2019	10.58	36.39	11.00	64.41
	2020H1	10.33	35.59	12.19	64.14
圆通	2017	20.75	4.18	1.17	29.40
	2018	32.17	8.91	5.55	53.13
	2019	42.90	15.31	6.26	72.18
	2020H1	43.46	15.42	7.39	73.90
申通	2017	5.42	1.56	5.26	12.95
	2018	6.91	8.32	10.47	26.67
	2019	9.22	14.31	15.35	39.92
	2020H1	8.08	13.28	15.01	37.20

资料来源：公司年报，山西证券研究所

图 19：2020H1 通达系主要固定资产账面价值（亿元）

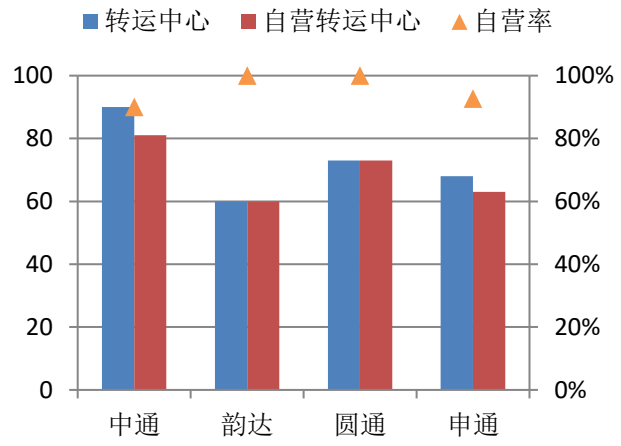


注：中通未披露 2020H1 相关数据，取期初数据

资料来源：公司年报，山西证券研究所

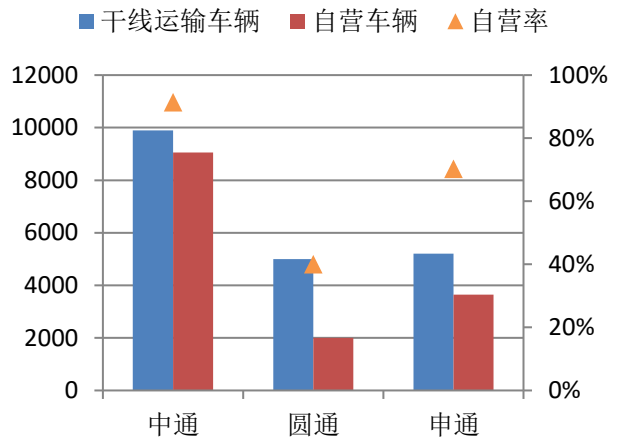
网络铺设方面，主流企业各有优劣。中通在全国转运中心数量达到 90 个，其中自营转运中心 81 个，自营率 90.00%；圆通拥有 73 个转运中心，全部为自营；韵达的转运中心数量在落后于可比公司，但自营率 100%，韵达在分拣设备自动化方面投入了大量资金，截至 2019 年 12 月 31 日，公司募集资金累计使用 35.17 亿元，其中转运中心自动化升级项目 20 亿元，占比达 56.9%，高于行业内其他公司。干线运输车辆方面，中通同样在行业中处于领先地位，自营车辆 6450 辆，自营率高达 87.76%。

图 20：2020H1 通达系转运中心数量及自营率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

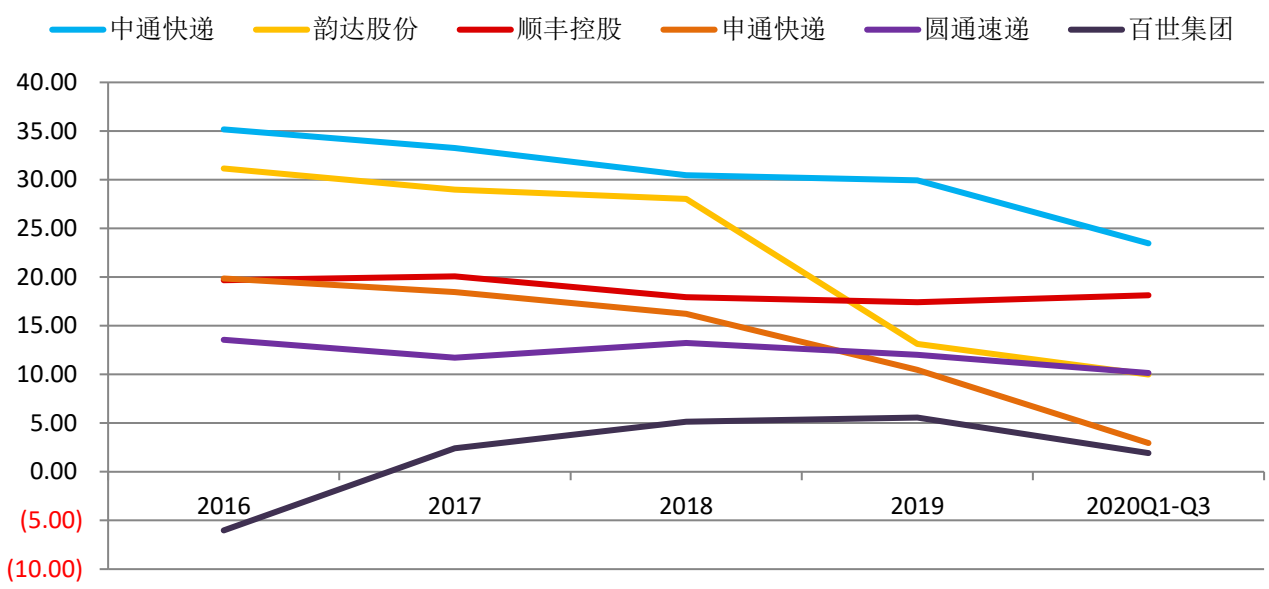
图 21：2020H1 通达系干线运输车辆数量及自营率



资料来源：公司公告，山西证券研究所

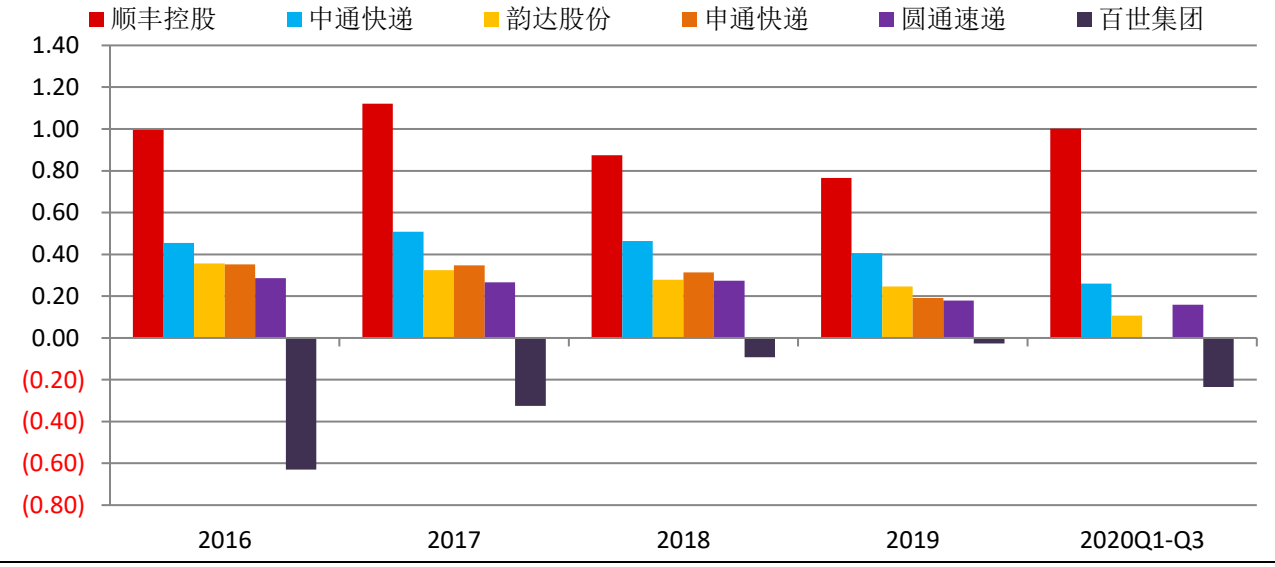
价格战下，一线快递企业之间利润分化。从盈利水平来看，龙头公司一方面成本具有优势，另一方面拥有一定产品溢价，因此毛利率水平相对较高。具体来看，中通的毛利率和单票扣非净利润始终保持领先；韵达自 2019 年起为保住市场份额，降价幅度一直较大导致了利润的牺牲；百世在 2019 年前单票扣非净利润正不断改善，但今年价格战导致了其亏损扩大；此外，申通 Q3 单票扣非净利-0.03 元，首次出现亏损情况。总体来看，近几年行业利润受价格战影响整体均在下滑，而通达系公司毛利率、单票扣非净利润排名基本与其市场份额排名一致。

图 22：主要快递公司毛利率情况对比（%）



资料来源：公司年报，山西证券研究所

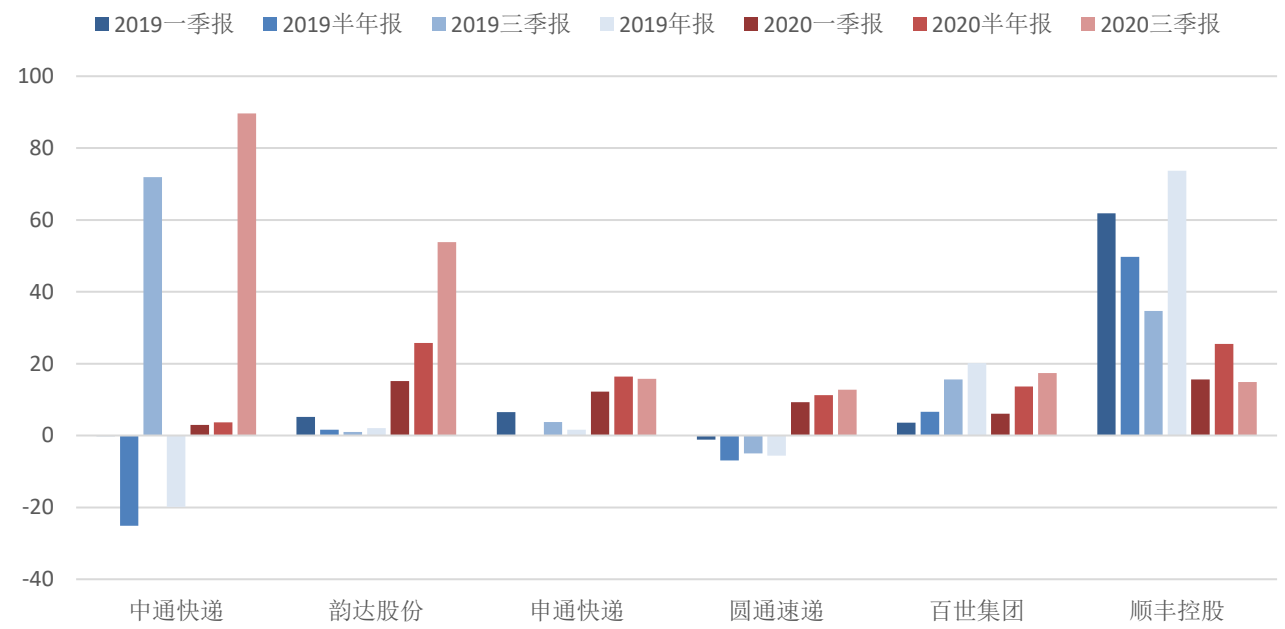
图 23：主要快递公司单票扣非净利润（元）



资料来源：wind，山西证券研究所

未来价格战深入将更加考验企业融资能力。行业价格战正在不断消耗企业现金，通达系为争夺市场份额进行产能扩张，对资金的需求强烈，因此各家积极进行外部融资，截至 2020 年 9 月底，中通、韵达、申通、圆通、百世筹资活动净现金流分别为 89.66 亿元、53.80 亿元、15.81 亿元、12.77 亿元、17.38 亿元，其中中通于 9 月进行港股 IPO 募集资金 96.75 亿港元，韵达在 2020 年陆续发行短融中票 21 亿人民币以及 5 亿美元境外债券，圆通拟定增 37.90 亿元用来建设网络以及补充流动资金，龙头的融资能力或成为其在价格战中笑到最后的重要因素。

图 24：各快递公司筹资活动净现金流（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 新玩家加速价格下行，电商平台入局整合资源

在 2019 年行业经历了大量的二三线企业出清后，2020 年仍有不少新玩家进入。其中，以极兔、众邮、丰网为代表的三家快递公司在行业价格战白热化阶段加入战局，背后是三大电商平台对物流资源领域的重点布局。极兔 2015 年在印尼成立，主要覆盖东南亚地区快递业务，成为东南亚第二大快递品牌，2020 年 3 月进入中国市场以来发展势头迅猛，5 月全网日单量就突破 100 万件，7 月平均日单量超 500 万单，8 月日均超过 700 万单，双十一当天突破 1600 万单。由于极兔创始人也是 OPPO 印尼的创始人，极兔起网前期大部分一级加盟商也是 OPPO 和 vivo 渠道商，且极兔订单大部分由拼多多贡献，据极兔加盟商表示，目前派送的快件中超过 90%都是来自拼多多的商品，因此极兔很可能与拼多多的物流战略布局有关。众邮快递是京东物流的子板块，业务量主要来自于自家的京东、京喜平台，近期有多家媒体报道众邮快递即将更名为京喜快递，更名后直接归属调整后的京喜事业群。京喜作为京东旗下的社交电商平台，承担着京东争夺电商下沉市场份额的重任，众邮便是京东为配合下沉市场商流而部署的物流资源。此外，由于电商特惠件的成功，顺丰开始进一步筹划搭建电商件网络，据了解顺丰在 2020 年 9 月初开启快递加盟网的招商工作，如今内部电商快递项目团队已增至将近 50 人，并已经开始在华东、华南部分地区试点运行，若试点顺利可能很快进行大规模起网。

表 5：极兔速递发展重要历程

时间	事件
2015.8	J&T Express 在印尼成立，借助 OPPO 网点起网。
2017.11	J&T express 印尼收件量突破三十万票/天，成为当地排名第二的快递公司。
2017.11	J&T Express 越南、马来西亚成立。
2018.6	J&T Express 菲律宾、泰国成立。
2019.9	J&T Express 收购上海龙邦速运，获得国内快递经营许可证。
2020.3	J&T 极兔速递在国内起网。
2020.4	龙邦速运更名上海极兔速递有限公司。
2020.9	J&T 极兔速递网络实现全国省市覆盖。

资料来源：公司官网，根据新闻整理，山西证券研究所

图 25：极兔速递网络搭建情况



资料来源：公司官网，山西证券研究所

电商巨头加大物流资源整合，快递行业格局愈发清晰。随着三线快递继续边缘化，二线快递公司出清，一线快递公司开启整合，快递行业的整合也由于电商巨头的入局逐渐分出了阵营，目前的几大阵营分别是目前相对独立的顺丰速运、阿里参股或控股的通达系、京东自建物流及旗下众邮快递以及依靠拼多多极速增长的极兔速递。

图 26：一线快递公司格局



资料来源：公司官网，山西证券研究所

快递行业竞争升级为电商平台之争。近年来，京东、阿里均加大了自身在物流资源储备方面的布局，2020 年阿里进一步加强了对通达系的掌控，阿里在 2020 年 4 月入股韵达，实现对通达系的全面持股，并在 6 月和 9 月先后增持了百世和圆通。2020H1，阿里已对申通中高层进行换血，并大力投入建设，同时阿里持有申通未来 31.35%股份认购权，大概率进一步实现控股，而增持百世后，阿里持股比例达到 33.0%，大大增加了阿里对通达系的掌控程度。而在各大电商平台不断深入整合资源的背景下，电商巨头在快递领域摩擦不断，快递企业之间的竞争也上升到电商平台层面。2020 年 7 月，京东发布公告称，由于与部分物流服务商合约到期，京东将与其暂停合作，其中包括申通快递在内，这是京东在与百世结束合作后，再次与通达系公司终止合作。此外，京东在公告中表示与通达系中通、韵达、圆通仍保持正常合作，并在公告中提及众邮快递。由此看来，快递行业竞争正随着电商巨头的参与升级到平台之间的竞争，尤其是平台掌控下的公司，更容易因受排挤而导致订单量的下降。

表 6：阿里对通达系重要入股事件

时间	快递公司	事件	最新持股比例
2018.5	中通	阿里与菜鸟 13.8 亿美元入股中通，持股约 10%。	8.7%
2019.3	申通	阿里 46.6 亿元持股申通股东，间接持股 14.65%。	14.7%
2019.7	申通	阿里获得自 12 月 28 日起三年内对申通 31.35%股份的购股权，总行权价格约为 99.82 亿元。	14.7%
2020.4	韵达	阿里进入韵达前十大股东。	2.0%

2020.6	百世	阿里增持 2400 万 A 类股。	33.0%
2020.9	圆通	圆通向阿里网络协议转让 12%股份。	22.5%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

新玩家入局，进一步加速行业价格战。极兔之所以在国内竞争白热化的快递行业异军突起，原因是其与拼多多“百亿补贴”如出一辙的抢占市场策略，无论是对商家和用户的寄件优惠，还是对快递员的派费、工资补贴，极兔都优于通达系，这使得利润本就受价格战侵蚀的通达系价格下行压力进一步加大。此外，众邮和丰网进入后对业务量的诉求也会加速价格战。

2020 年疫情造成消费进一步向线上转移，快递行业业务量增长超预期的同时也伴随着价格战超预期，一是龙头主导价格下行，在马太效应下，龙头市场份额变得更加稳定，行业加速向寡头转变；**二是**龙头无论在资产储备、网络强度还是成本方面都更具优势，随着价格战的深入，行业利润不断受到侵蚀，落后者率先出现亏损，无力再打价格战，而龙头的优势一方面是成本管控能力和品牌溢价带来更高的毛利率，同时强大的融资能力不断输血为其托底，有望导致决胜阶段剩者成功晋升寡头；**三是** 2020 年极兔、众邮、丰网等新玩家逆势入局，短期对市场份额的争夺必然会加速价格战进度。因此，**我们预计明年价格战强度不减**。

三、航空板块：需求修复确认，行业复苏在望

（一）内线持续修复，疫苗增强国际客流恢复确定性

至暗时刻已过，国内需求率先回暖。回顾 2020 年航空行业运行状况，2 月疫情对行业的冲击最为严重

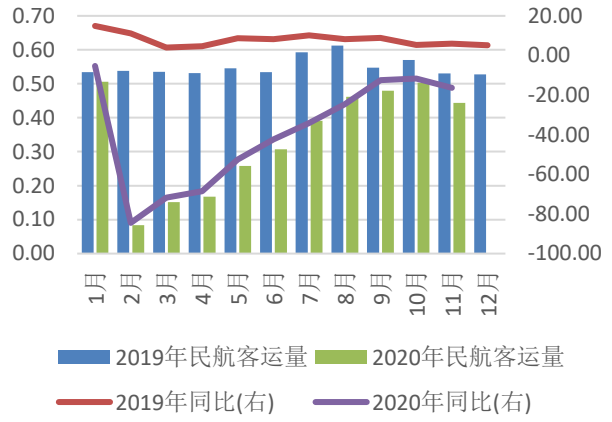
2 月民航客运量 0.08 亿人，仅为上年同期的 15.5%，其中国内客运量 728.8 万人，同比下降 84.8%。由于一开始就采取了严格的防控手段，国内疫情防控形势较好，同时外防输入的效果良好，国内航线客运量持续恢复，根据民航局 12 月新闻发布会数据，截至 11 月底，我国民航客运量 4441.2 万人次，恢复至去年同期的 83.7%。

海外疫情蔓延，国际航线恢复缓慢。由于国际疫情蔓延较国内相对滞后，2 月份国内疫情爆发时，民航国际客运量 105.20 万人，同比下降 82.39%，但仍未达到最低值。3 月国际疫情大规模蔓延，为防疫情境外输入，民航局于 3 月 26 日下发《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，要求国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班，即“五个一”政策。政策实施后，我国国际航班数量骤减，4 月国际客运量 7.7 万人，相比去年同期下降 98%以上。

随后，民航局于 6 月 4 日发布《关于调整国际客运航班的通知》：自 6 月 8 日起，对于未列入“第 5 期”

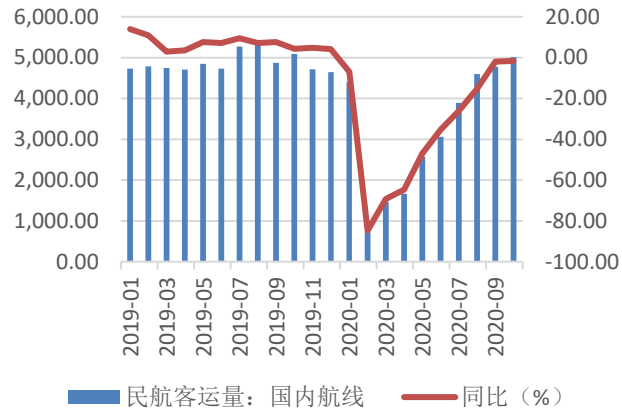
航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市，每周运营 1 班国际客运航线航班；依据入境核酸检测阳性人数及航班落地城市能否出具“接收函”，实施奖励和熔断机制。而后“五个一”政策逐步转向“一国一策”，尽管政策有所放松，但国际客运量并未有明显改观，同比降幅依然保持在 96%以上。

图 27：民航客运量及增速（亿人，%）



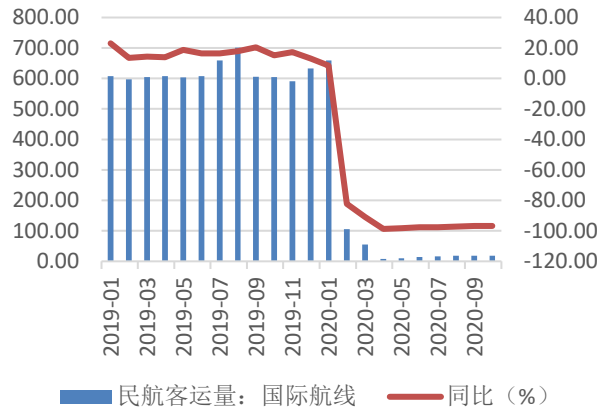
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：国内航线客运量及增速（万人，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：国际航线客运量及增速（万人，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

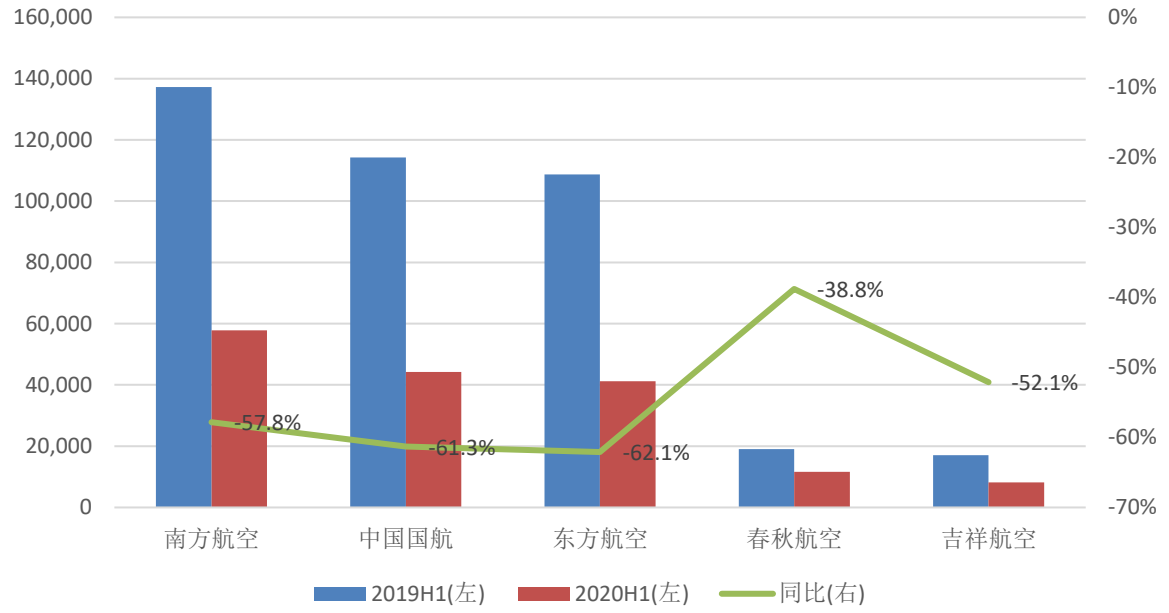
三期疫苗效果超预期，或加速国际客运恢复。11 月 9 日，复星新冠疫苗全球合作伙伴德国生物技术公司拜恩泰科（BioNTech）及美国辉瑞（Pfizer）宣布，其合作研发的 mRNA 疫苗有效性超 90%，效果超出预期。疫苗取得突破性进展大大增加了国际客流恢复的确定性，若 2021 年疫苗能够大规模接种，国际航线有望加速恢复。

（二）刚性支出拖累业绩，民营航空损失相对较小

航司可变成本降幅与 RPK 一致，但固定成本刚性支出拖累了整体业绩。2020H1，南方航空、中国国

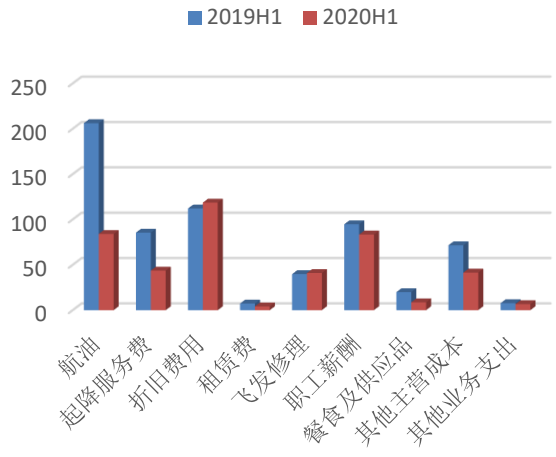
航、东方航空 RPK 分别同比下滑 57.8%、61.3%、62.1%，三大航可变成本中占比最大的航油成本分别下降 59.3%、61.3%、62.0%，与 RPK 几乎吻合，起降停机费、餐食及供应品降幅也基本一致，但折旧及租赁费用、职工薪酬等固定成本支出相对较为刚性，因此拖累了航司的业绩。

图 30：2020 年各航司 RPK 增速



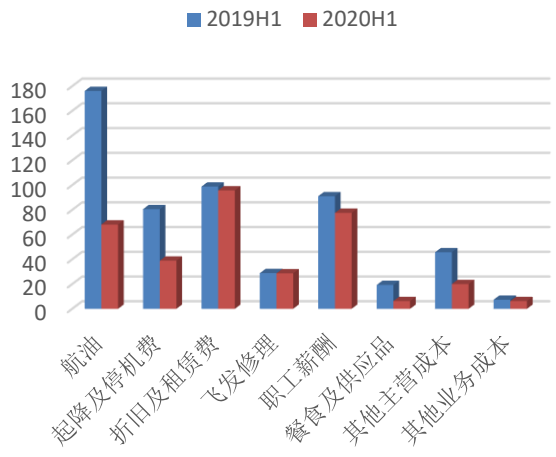
资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：南方航空 H1 成本变化（亿元）



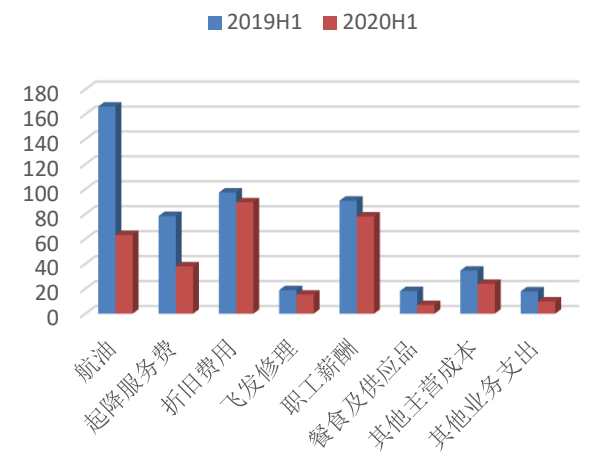
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：中国国航 H1 成本变化（亿元）



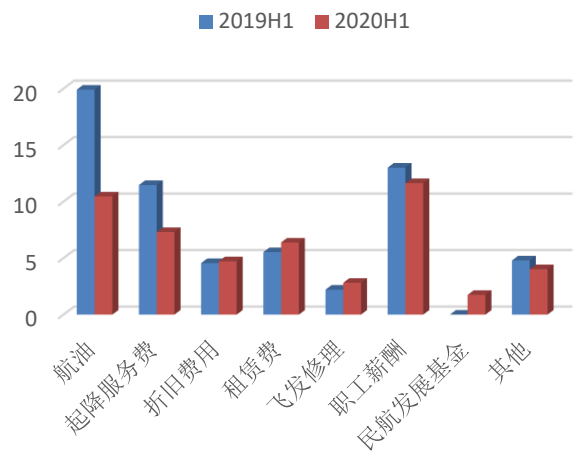
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：东方航空 H1 成本变化（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

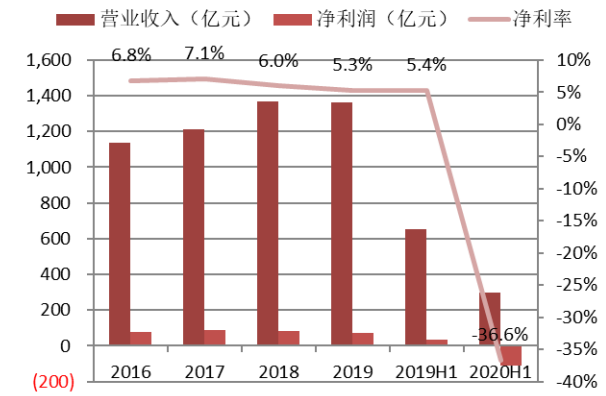
图 34：春秋航空 H1 成本变化（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

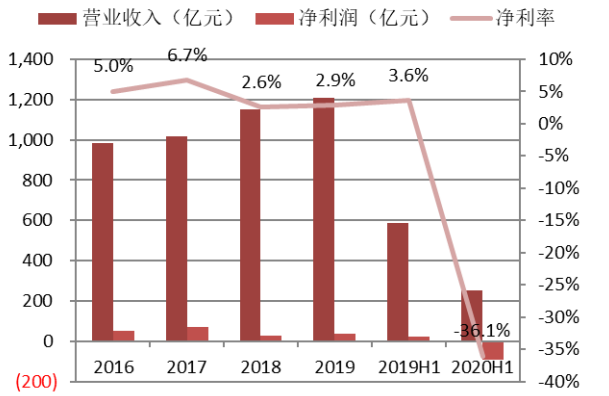
民营航空损失相对较小，疫情造成的损失无需太长时间便可弥补，三大航则需要更长的时间来消化。相比三大航，春秋、吉祥等民营航空本身规模较小，固定支出较少，因此收入大幅下降带来的损失也相对有限。民航业是高杠杆行业，投入高、营业收入高，但利润率低。三大航净利率通常在 7%以下，中国国航净利润多年保持行业领先。2019 年全年，国航、东航和南航净利润分别为 72.52 亿元、34.83 亿元、30.95 亿元，而 2020H1 半年的净亏损就分别达到了 108.62 亿元、90.72 亿元、94.76 亿元，这样的损失正常情况下可能需要 2-3 年甚至更长的时间来弥补。民营航空公司在疫情冲击下显示出了较强的生命力，春秋、吉祥航空 2020H1 净亏损分别为 4.10 亿元和 6.84 亿元，运量完全恢复的情况下，大概半年至一年时间便可修复。而华夏航空主营国内支线航空，营业收入几乎全部来自国内，受疫情影响较小，是上半年唯一实现盈利的民航上市公司。

图 35：中国国航盈利情况



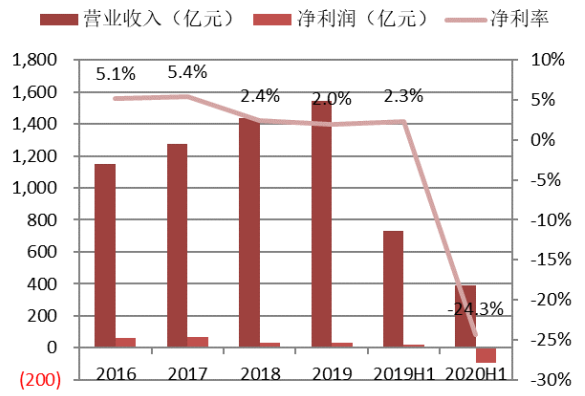
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：东方航空盈利情况



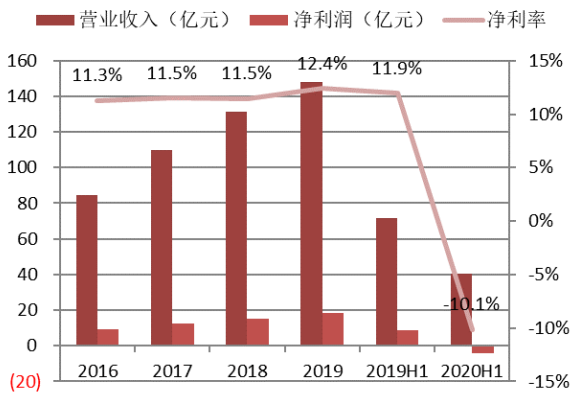
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：南方航空盈利情况



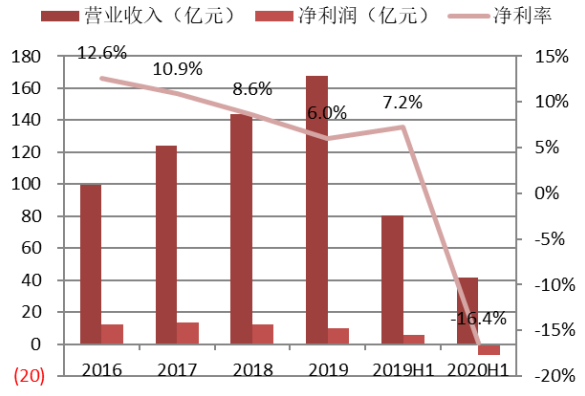
数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：春秋航空盈利情况



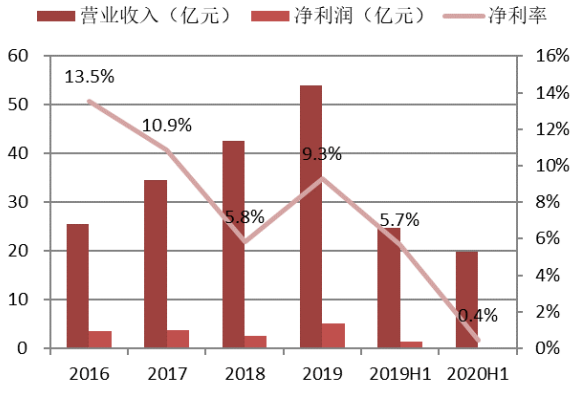
数据来源：wind，山西证券研究所

图 39：吉祥航空盈利情况



数据来源：wind，山西证券研究所

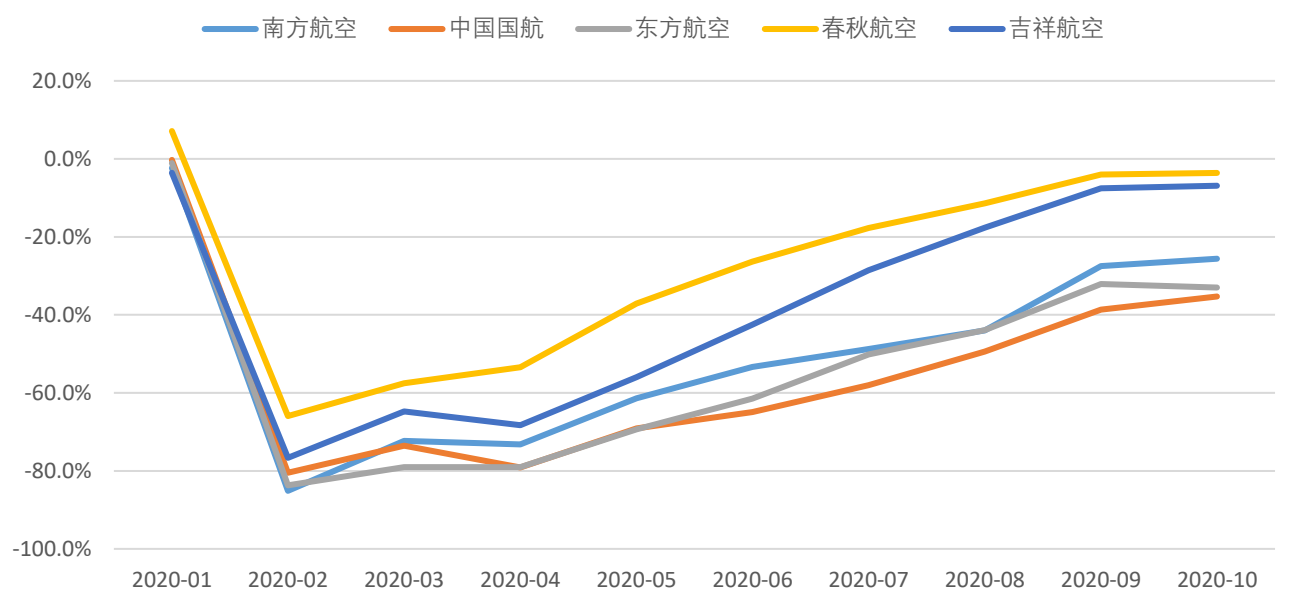
图 40：华夏航空盈利情况



数据来源：wind，山西证券研究所

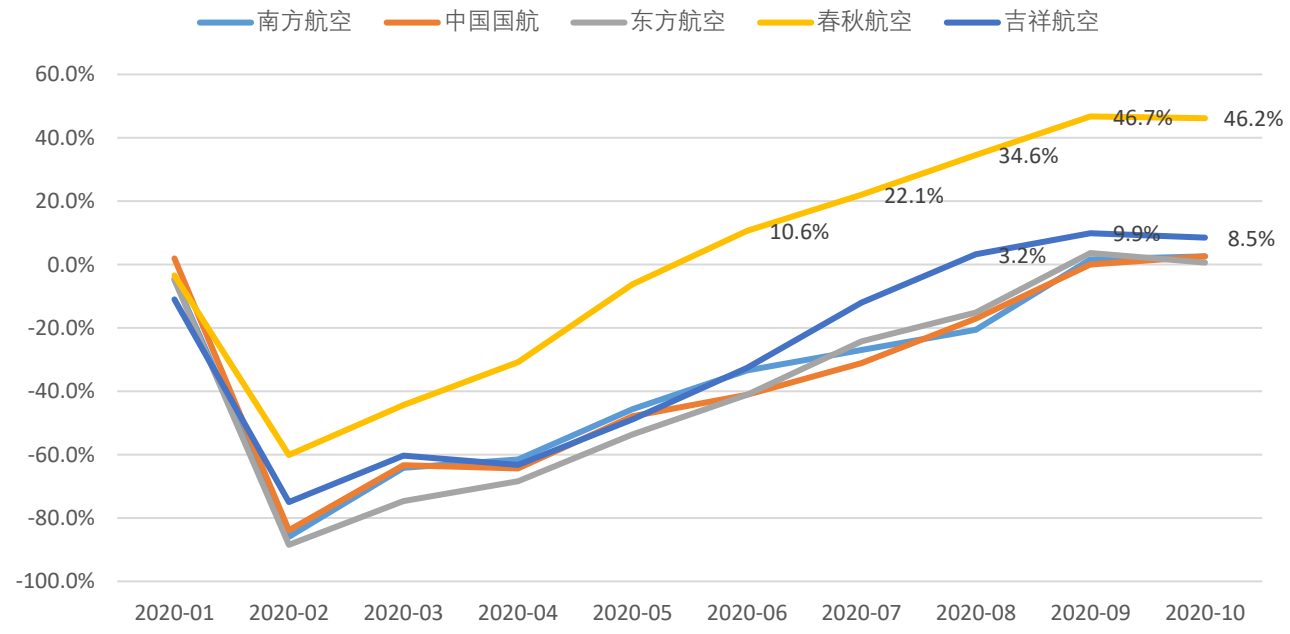
民航局调整时刻政策，短期民营航空表现亮眼。在海外疫情愈演愈烈，国际和地区航线大幅减少的背景下，民航局制定了夏秋航季的时刻临时管理模式，允许航司根据疫情变化和实际需求灵活调整航班计划，支持将国际和地区航班时刻转为国内航班。春秋、吉祥、华夏等民营航空公司率先实现了运量的恢复，虽然春秋航空在疫情前国际收入占比高于其他航司，但由于将较大比重国际运力撤回国内并投放在各重点战略发展基地，2020 年 6 月起便实现国内 RPK 同比转正，随后连续大幅增长，9、10 月旺季 RPK 同比增速均超过 40%。10 月，几家上市公司国内 RPK 均同比转正，其中春秋、吉祥在国内旅客周转量带动下，整体 RPK 恢复超九成，领跑全行业。

图 41：2020 年各航司 RPK 增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 42：2020 年各航司国内航线 RPK 增速



资料来源：wind，山西证券研究所

我们认为，民航业最坏的时刻已经过去。在内线需求大幅回暖的趋势下，航司利润大幅反弹。2020Q3 南方航空、春秋航空和吉祥航空扭亏为盈，归母净利润分别为 7.11 亿元、2.59 亿元和 1.96 亿元，南方航空成为三大航率先实现扭亏的公司，或是国内线占比较高所致，华夏航空继 Q2 后净利润持续增长，Q3 归母净利润环比增长 56.15%。

图 43：航空公司单季度归母净利润（亿元）



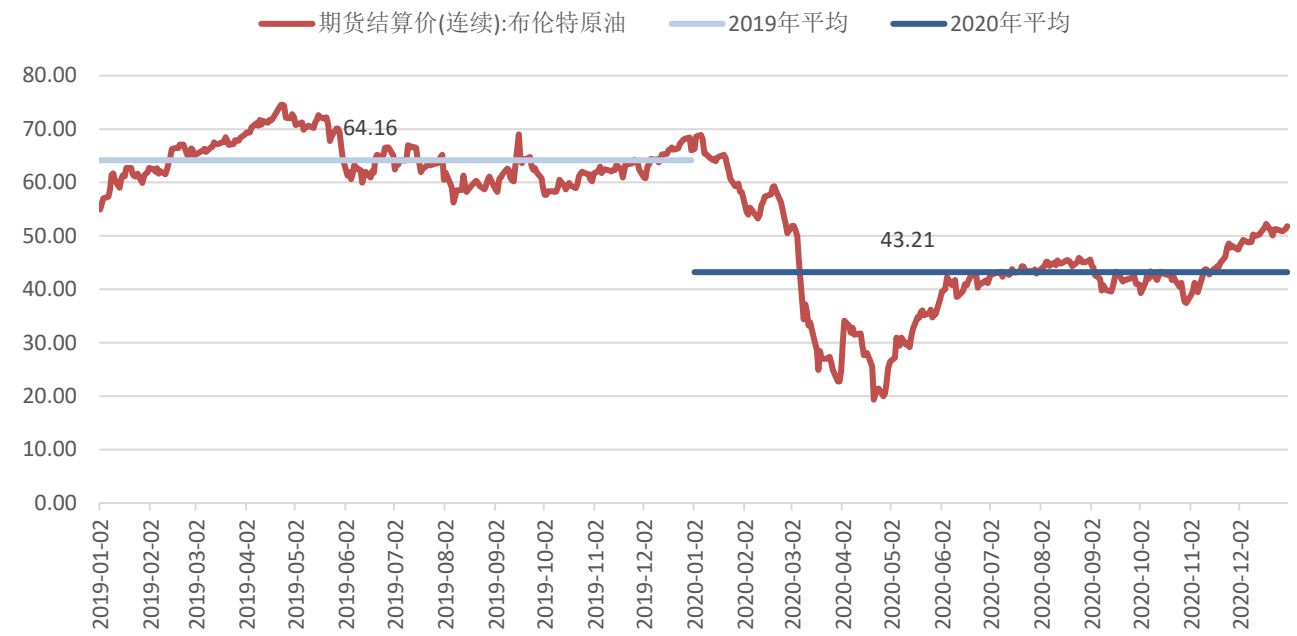
资料来源：wind，山西证券研究所

（三）油汇环境利好，对冲部分疫情损失

由于疫情对全球范围宏观经济造成的冲击，短期内原油需求难以提振。新冠疫情冲击下世界各国经济下滑，石油需求受到重创。3 月 6 日 OPEC 与俄罗斯减产谈判破裂，随后沙特掀起原油价格战，国际油价一度跌至 19.00 美元/桶。随着全球复工复产推进和 OPEC+减产计划成功实施，油价有所反弹，目前布油仍在 40 美元/桶附近波动。由于短期内疫情对全世界经济造成的影响还难以消除，原油需求持续疲软，我们认为油价在未来一段时间或将维持在相对稳定区间。

2019 年上市航司航油成本均占三成以上，作为航空公司成本中的占比最大的部分，油价持续低位可为全行业都带来较为可观的减负。截至 2020 年 12 月底，布油平均 43.21 元/桶，较 2019 年均价 64.16 元/桶降幅达到 32.65%。由于国内航油出厂价与布油联动，仅仅在时间上滞后一个月左右，因此我们分别假设全年油价平均下降 30%和 35%的情况下，对航油节约成本分别进行了静态估算（与 2019 年用油量相同），但考虑到疫情导致航空公司航班量的大幅下降，油价下跌最终带来的成本减负将小于静态估算值。

图 44：2019 及 2020 年布油价格（美元/桶）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 7：2020 航油成本变化静态估算（亿元）

	南方航空	中国国航	东方航空	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
2019 年航油成本	428.14	359.65	341.91	41.66	43.58	14.77
油价下降 30%	-128.44	-107.90	-102.57	-12.50	-13.07	-4.43
油价下降 35%	-149.85	-125.88	-119.67	-14.58	-15.25	-5.17

数据来源：公司年报，山西证券研究所

人民币进入升值通道，航司汇兑收益有望对冲部分损失。进入 6 月以来，美元兑人民币汇率一路下跌至 6.5 附近，目前人民币仍处在升值通道中。航司负债以美元为主，且经租进表后航司汇率敏感性进一步提升，人民币对美元升值有望产生汇兑收益来增厚航司利润，对冲疫情造成的损失。

料三大航将产生更多汇兑收益，民营航空受益相对较小。三大航由于美元债务规模高，对汇率的敏感性较高，而民营航空公司相对来说对汇率敏感性较低。春秋航空虽然美元债务高于吉祥航空，但由于自身持有较多美元资产，对冲了大部分汇率波动带来的影响。

表 8：航空公司汇率敏感性（人民币升值 1%利润增加）

	南方航空	中国国航	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2019 年美元债务（亿元）	709.39	603.57	465.42	12.90	4.56
2019 年敏感性（百万元）	434	444	328	0.20	14.04
2020H1 敏感性（百万元）	414	433	318	0.39	21.99

数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 45：美元兑人民币中间价



数据来源：wind，山西证券研究所

（四）供需改善周期向上，行业复苏在望

从供给角度来看，飞机交付延迟，运力增速放缓导致供给收缩。受疫情影响，一方面波音、空客由于未能全面复工复产，另一方面航司大规模亏损现金流压力较大，双方都有意愿减缓飞机交付/引进进度，截至 2020 年 10 月底，南方航空、东方航空、吉祥航空运力净引进均为负，由于疫情带来的冲击，航司均与供应商协商延迟了原计划交付飞机的引进进度。同时，因未来疫情发展以及行业恢复情况依然有不确定性，航司均表示未来年度飞机引进退出计划根据实际情况适时调整。

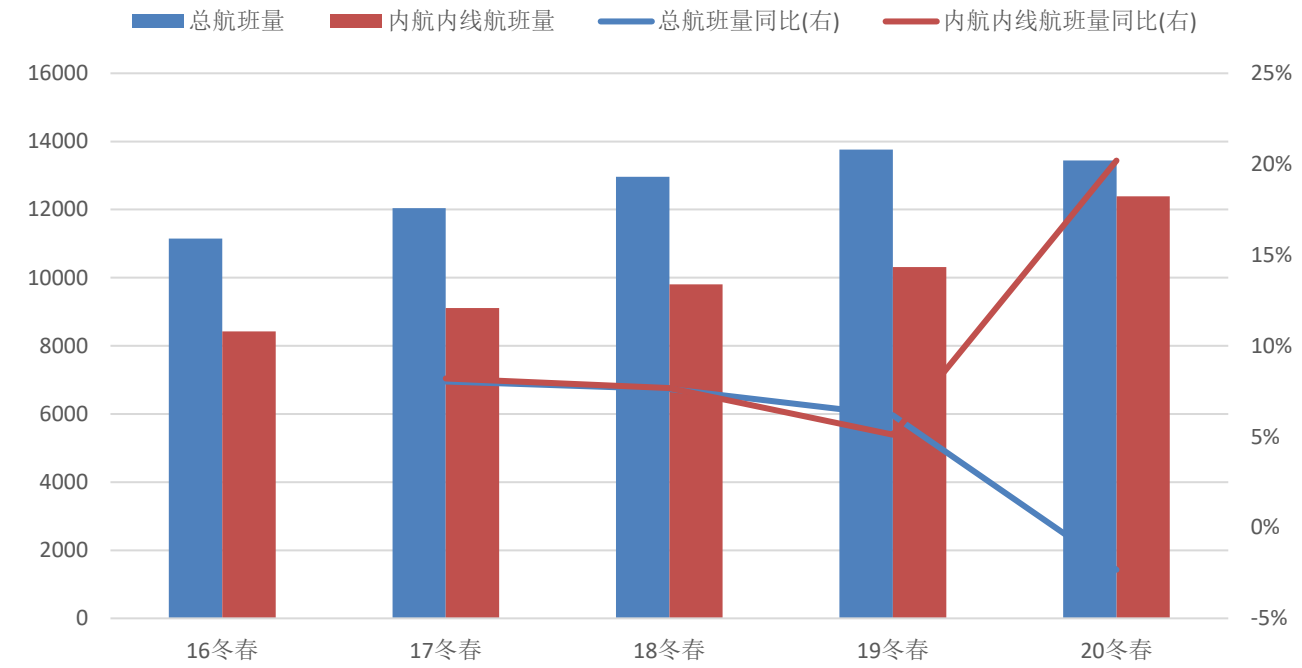
从需求角度来看，短期内需求恢复仍以内线为主。从 10 月 14 日公布的 2020 年冬春航季航班时刻表来看，由于国际航班大幅减少，新航季航班时刻总量同比小幅下滑，但闲置国际时刻转入内线导致国内航司国内航线日均航班量同比大幅增长。**同时，国内航班放宽准入政策，短期或促进国内航空消费。**9 月 15 日，民航总局宣布调整和优化国内航线航班管理政策，一是放开国内 49 条核准航线每周最大航班量限制，二是放宽涉及“北上广”三大机场支线航线转入限制：此次调整后，2019 年旅客吞吐量在 100-200 万之间的 32 个机场至北上广航线将不受通航点数量准入门槛限制。此次放开政策可能意在将部分国际航线时刻转移至国内，满足支线转入枢纽机场的同时促进国内航空出行需求。

表 9：航空公司运力引进情况（架）

	现有机队			原扩张计划			2020 中报扩张计划		
	2019 年	2020.10	净引进	2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
南方航空	862	856	-6	49	69	51	-	-	-
中国国航	699	703	4	33	46	6	13	55	15
东方航空	723	721	-2	45	7	5	10	35	31
春秋航空	97	97	0	10	8	1	-	-	-
吉祥航空	96	94	-2	5	-	-	-	-	-

资料来源：公司年报、半年报，山西证券研究所

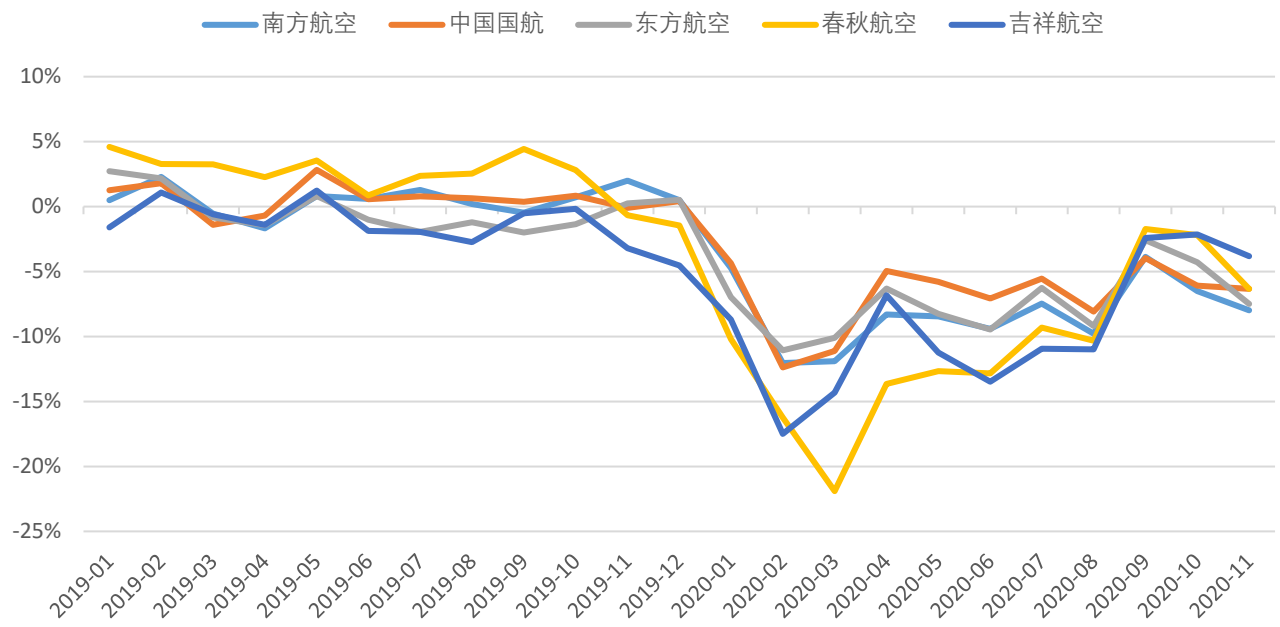
图 46：冬春航季日均航班量及增速（次，%）



数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，山西证券研究所

供给端承压+国内需求处于上升通道，旺季供需结构有望进一步优化。随着内线客运的逐步回暖，航司的供需增速差不断收窄，国庆中秋双节期间，南方航空、中国国航、东方航空、春秋航空、吉祥航空供需增速差分别收窄至-4.9%、-6.0%、-4.9%、-4.9%、-5.1%，11 月受局部零星疫情影响，增速差有所扩大。我们认为，春运旺季的刚性需求下供需增速差有望转正。

图 47：供需增速差（RPK-ASK）



数据来源：wind，山西证券研究所

总体来看，疫情期间，低成本的民营航司受到冲击相对较小，大航空公司由于固定成本刚性支出损失较为惨重，但由于我国疫情管控保持良好态势，居民出行信心增加，国内航空出行需求持续改善，内线占比较高的航空公司已率先扭亏为盈。展望 2021，中期来看，虽然目前疫苗研制已取得突破性进展，但国际航线在疫苗大规模接种的前提下才会逐步放开，根据 IATA 预测，新冠肺炎疫苗在 2021 年下半年前将不会得到大范围接种，因此我们认为短期航空需求仍以国内为主，冬春航季国内时刻放量，春运旺季需求叠加温和的油汇环境驱动航司进一步修复业绩，IATA 预计中国航空企业有望在 2021 年实现盈利。

四、行业评级及投资策略

（一）投资策略

综上所述，我们认为 2021 年，交通运输行业应当重点关注业务量增长确定性较强的快递板块和内线持续修复的航空板块，具体来看：

1）快递板块选股建议遵循两条主线：

- 一是**主打中高端市场，产品结构完善、服务质量突出的直营制综合物流服务商**：

①疫情下高端电商需求爆发，中高端市场单票毛利更高，时效件高增长大幅增厚利润；

②产品结构完善，层次丰富，受低端市场价格战影响相对较小，可以通过差异化的产品提高服务质量，建立品牌效应，进而拥有长期竞争优势。

➢ 二是**市场份额持续领先、资产规模较大、成本优势显著的加盟制快递龙头**：

①对产品同质化严重、价格敏感度高的电商快递行业而言，获票能力是关键，目前通达系市场份额座次已基本稳定，强者恒强；

②龙头在资产规模、成本、资金方面兼具优势，通过坚决推动价格战加高行业壁垒，当落后者不断亏损，无力跟进价格战时，龙头自然晋升寡头。

2）航空板块选股建议遵循两条主线：

➢ 一是**运量恢复快、较早扭亏的低成本民营航空**：

①规模相对较小，折旧费用、职工薪酬等占成本比重较大固定支出较少，运量大幅下降的情况下，亏损程度较少，较早实现盈利；

②自身业务构成中国内航线收入占比更高，受到海外疫情影响较小；或是由于机型统一，能灵活调整航线结构，将原本海外的运力投放至国内，运量恢复较快。

➢ 二是**注内线占比较高、业绩弹性大的大型航空公司**：

伴随旺季供需改善叠加油汇环境相对友好，盈利状况有望得到大幅改善。

（二）标的推荐

1、顺丰控股（002352.SZ）：时效件重回高增速，特惠件持续放量

业绩回顾：2020 年前三季度，实现营业收入 1095.94 亿元，同比增长 39.13%；归属于上市公司股东的净利润 55.98 亿元，同比增长 29.84%。

投资逻辑：作为中高端市场龙头，时效件业务收入一直是公司最重要的收入来源，今年疫情加速了中高端电商消费向线上转移，驱动公司时效件重回高增速，公司上半年时效件板块收入大幅增长 19.4%，增速为近 3 年之最，随着未来高端电商线上渗透率不断上升，顺丰时效件收入有望稳定增长。其次，公司特惠专配产品持续放量，下沉战略效果出色，带动公司业务量市场份额大幅提高。此外鄂州机场有望在 2021 年度投入使用，这将全面加强顺丰的天网，继续巩固顺丰在高端市场的龙头地位。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.61、2.08 元/股，对应 PE 分别为 54.95、42.33 倍，维持公司“买入”评级。

2、韵达股份（002120.SZ）：行业地位稳固，有望成为寡头

业绩回顾：2020 年前三季度，实现营业收入 230.87 亿元，同比下降 4.81%；归属于上市公司股东的净利润 10.2 亿元，同比下降 47.83%。

投资逻辑：公司是通达系 A 股龙头，业务量持续高增长，2018 年以来，公司市占率稳居行业第二位，

仅次于中通。公司作为 A 股快递公司中自动化程度最高、转运成本最低者，拥有稳定的成本优势，单票价格始终保持在行业最低水平，同时公司产能投放速度紧随中通，未来有望在价格战中胜出，成为行业寡头。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 0.46、0.72 元/股，对应 PE 分别为 33.78、27.76 倍，维持“增持”评级。

3、春秋航空（601021.SH）：低成本航空公司，运量恢复领跑行业

业绩回顾：2020 年前三季度，公司营业收入 68.27 亿元，同比-40.96%；归属于上市公司股东的净利润-1.49 亿元，同比-108.68%。

投资逻辑：春秋航空作为国内首家低成本航空公司，“两单”、“两高”和“两低”的经营模式造就了公司的低成本、高效率，销售、管理费用远低于行业可比上市公司，面对疫情冲击，公司发挥单一机型调配灵活的优势，将将较大比重国际运力撤回国内并投放在各重点战略发展基地，在国内运量的带动下 RPK 恢复领跑全行业。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年每股收益分别为-0.50 元、2.18 元/股，对应 PE 分别为-111.78、25.37 倍，维持公司“买入”评级。

4、华夏航空（002928.SZ）：支线细分行业龙头，未来盈利可期

业绩回顾：2020 年前三季度，实现营业收入 33.25 亿元，同比-17.57%；归属于上市公司股东的净利润 1.71 亿元，同比-53.18%。

投资逻辑：区别于干线航空的主要经营模式，公司与干线航空公司联合建立中国主要城市与三、四线城市之间的航空网络，目前处于支线航空运输领先地位。一方面由于公司海外航线较少，因此受海外疫情影响很小；另一方面，公司独飞航线占比高，旅客出行相对为刚需，且由于国内疫情很快得到控制，华夏航空受到疫情带来的冲击程度最低，成为上半年同行上市公司中唯一实现盈利的公司；此外，公司独特的运力购买模式为业绩提供了保障，今年上半年，华夏航空的 1.99 亿元政府补助中，航线补贴达到了 1.54 亿元。未来随着公司对干线市场的不断开发，公司盈利有望进一步增长。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 0.44、0.69 元/股，对应 PE 分别为 28.63、18.35 倍，维持公司“买入”评级。

5、南方航空（600029.SH）：内线占比较高，业绩弹性大

业绩回顾：2020 年前三季度，公司实现营业收入 653.50 亿元，同比减少 43.98%；归属于上市公司股东的净利润-74.63 亿元，同比减少 283.01%。

投资逻辑：南方航空 2019 年国内航线占比客运收入占比达 73.74%，高于中国国航和东方航空，在民航国内需求快速恢复下公司受益明显。作为中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，南航业绩弹性大，Q3 成为三大航中最先实现净利润转正的公司。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为-0.81、0.29 元/股，对应 PE 分别为-7.40、20.45 倍，维持公司“买入”评级。

表 10：公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002352. SZ	顺丰控股	88. 23	1.27	1.61	2.08	69.35	54.95	42.33	买入
002120. SZ	韵达股份	15. 70	0.91	0.46	0.57	17.19	33.78	27.76	增持
601021. SH	春秋航空	55. 43	2.01	-0.50	2.18	27.59	-111.78	25.37	买入
002928. SZ	华夏航空	12. 65	0.50	0.44	0.69	25.53	28.63	18.35	买入
600029. SH	南方航空	5. 96	0.17	-0.81	0.29	34.46	-7.40	20.45	买入

注：基于 2020 年 12 月 31 日收盘价

数据来源：Wind，山西证券研究所

五、风险提示

1）宏观经济下行；

2）行业政策大幅调整；

3）竞争恶化，价格战超预期；

4）末端网点退网；

5）疫苗落地进度不及预期；

6）海外疫情反复；

7）境外输入病例控制不力；

8）油价上涨；

9）汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5～20%

中性：相对市场表现在-5%～+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

http://www.i618.com.cn

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336