西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

交通运输行业2021年投资策略

流量重构，回归周期

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2020年11月

核 心 观 点

2020年国内“新冠”疫情防控的成功&国际疫情前景不明朗背景下，带来了流量结构重构的时代特征：1）物流端的变化是结构性的，消费线上化趋势加速带来了快递包裹量超预期繁荣；2）客流端的变化是周期性的，总量逐步恢复但国内/国际分化。A股交运上市公司2020Q1-Q3实现主营业务收入19,308亿（同比-1%）和利润总额446亿（同比-71%），行业盈利受冲击触底背后是分化的加剧。2021年自上而下我们精选需求端周期相关性弱的细分板块，精选宽护城河上市公司以期获得超额收益。

快递板块，疫情冲击下快递行业体现出两大趋势：需求端高端消费线上化支撑以顺丰为代表的时效件快递高速增长；供给端加盟制快递竞争加剧，规模优势更高的快递公司单票成本降幅反而更小、行业单件盈利创历史新低。总量上、预计电商件将从2019年的约520亿件增长至2023年的1000亿（CARG=17.5%），全行业件量2023年将达到1190亿件（CARG=17.0%）；节奏上、21年行业整体仍处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，但加盟系快递的出清拐点仍未到来。疫情短期冲击加速了网购渗透率提升的长期趋势，依仗国内需求、无外部风险的快递赛道长期确定性仍属稀缺；中期看，电商件行业单件盈利下行的趋势不变。建议把握直营快递的盈利景气周期，静待加盟制快递竞争格局实质性拐点。

航空板块，航空业RPK增速自19Q4衰退起进入阶段性的周期底部，疫情进一步强化了行业盈利的周期性。疫情高峰过后，航空流量逐步恢复但国内/国际结构分化，9月份三大航国内RPK转正、国际线仅为同期两成水平，预期2021年国际流量恢复至2019年五成水平。供给端，局方暂时放松国内航线准入，而占三大航近3成运力的国际运力转投国内、国内ASK增速可能超过15%。需求端，核心变量在于疫苗上市及大规模接种的时间点，航司力推的“随心飞”系列充分挖掘因私出行需求，与之相对的是公务出行及国际流量恢复的滞后。整体上2021年航空业处于供需结构调整的年份，依然存在行业性亏损的可能，我们更看好具备逆周期、下沉特征的支线航空市场。推荐专注支线航空出行解决方案的华夏航空（002928），关注产能利用率提升的LCA龙头春秋航空（601021）。

风险提示：经济增速下行的风险、消费增速下行的风险、安全生产事故风险。

目　录

2020年行业回顾

2021年行业投资策略

快递：价值集中度 > 件量集中度
航空：支线航空，穿越周期

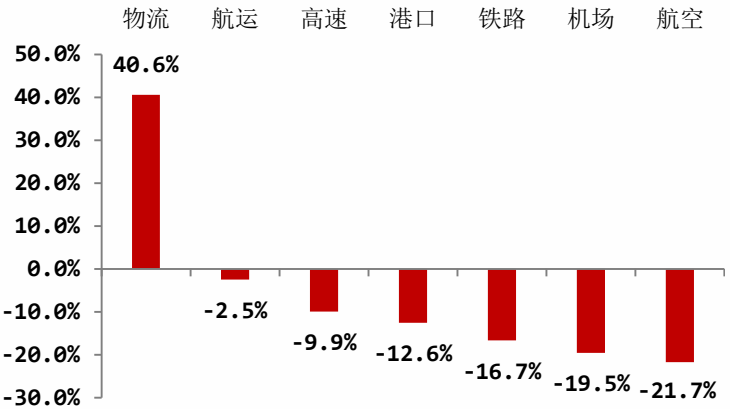
2021年重点推荐投资标的

2020行业回顾：周期下行，跑输大盘

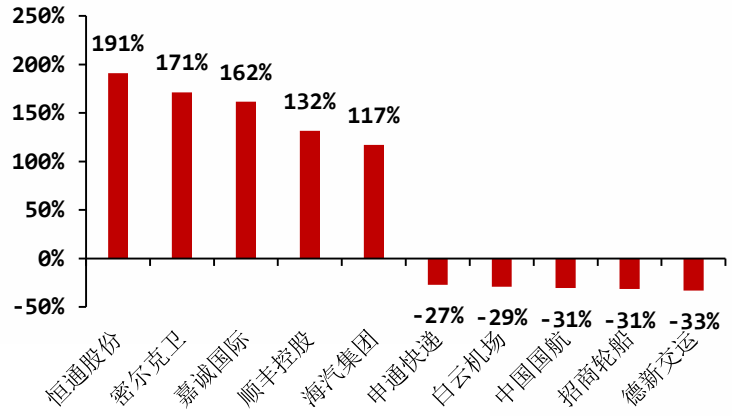
交运指数相对沪深300走势



交运子行业二级市场涨跌幅



交运行业涨跌幅前五个股

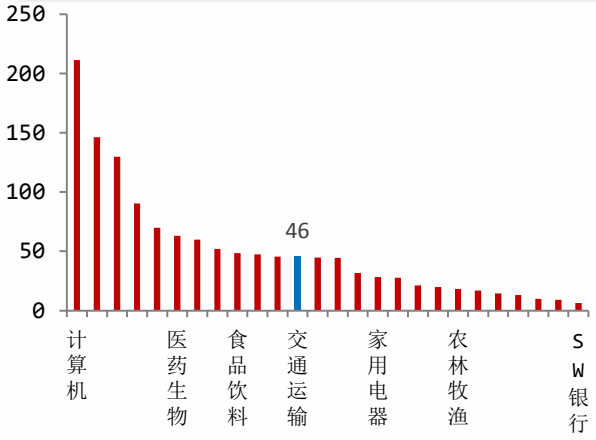


数据来源：Wind，西南证券整理

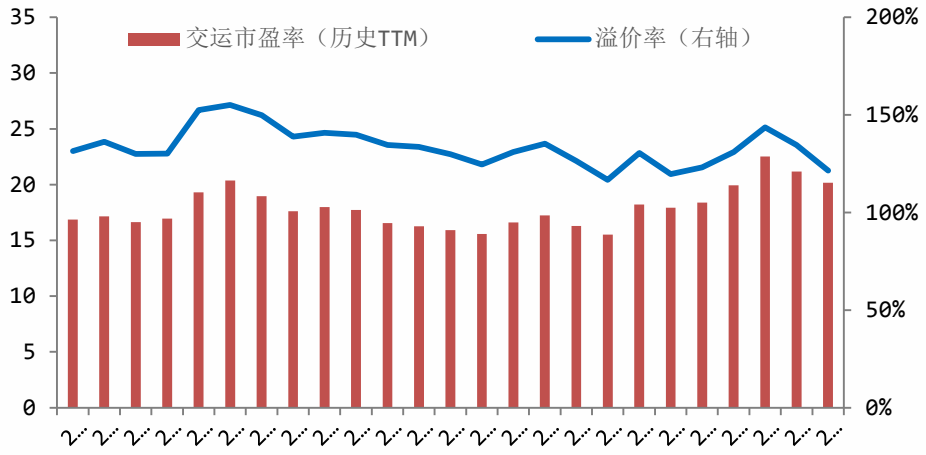
- 2020年初截至10月30日申万交运指数下跌6.0%，跑输沪深300指数约19个百分点。
- 2020年初截至10月30日交运子行业中仅物流板块表现为上涨，涨幅为40.6%，航运、高速、港口、机场、铁路、航空子行业表现为下跌。
- 不考虑2020年上市次新股，期间板块内涨幅最大的为恒通股份（+191%）、密尔克卫（+171%）；跌幅最大的为德新交运（-33%）、招商轮船（-31%）。

2020年行业回顾：周期下行，跑输大盘

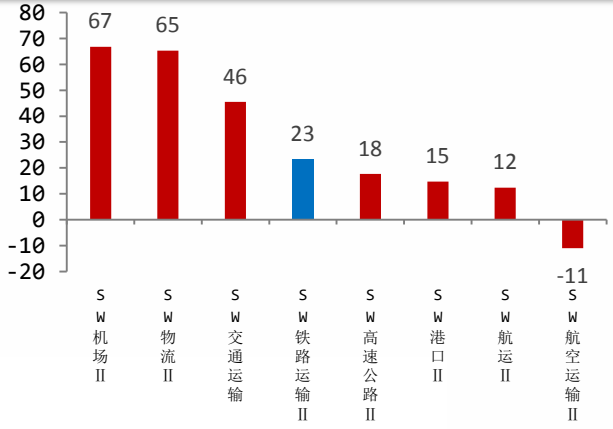
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万交运市盈率及与A股溢价率



申万交运子行业市盈率（TTM整体法）



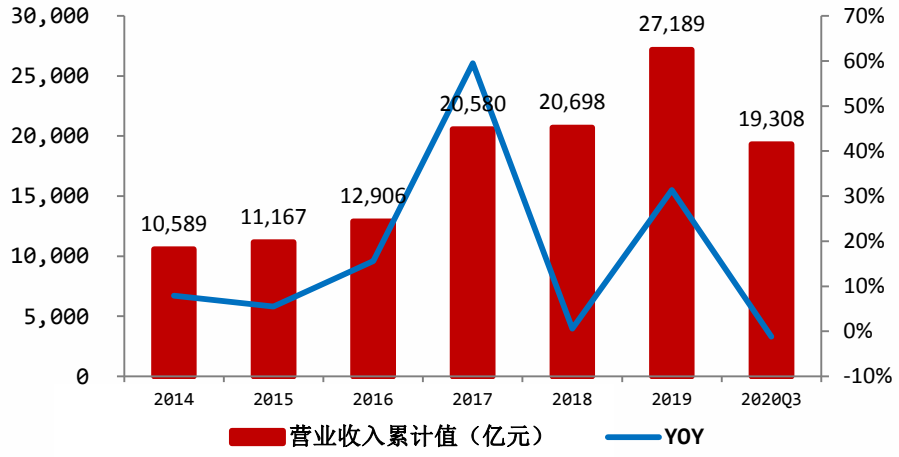
- 横向看：交运行业PE(TTM)为46倍，在申万行业中处于中位数水平。
- 纵向看：交运行业PE环比上涨3.5，估值处于过去2年的较低点；交运行业相对于A股估值溢价率为121%，略有下降。
- 从子行业来看，物流（67倍）的市盈率最高，航运（12倍）和航空（亏损）的市盈率最低。

数据来源：Wind，西南证券整理

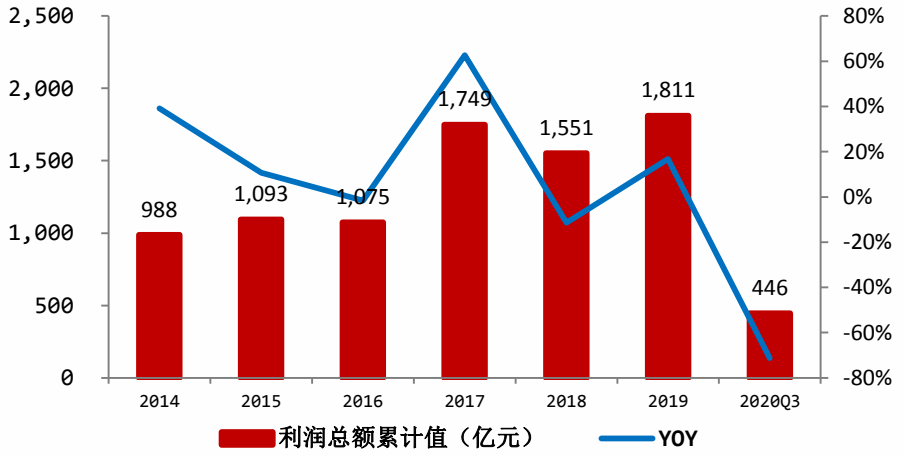
2020年行业回顾： 顺丰控股一枝独秀

- 截至2020年Q3，交运行业上市公司实现主营业务收入19,308亿（同比-1%）和利润总额446亿（同比-71%）。
- 2020年交运行业受到新冠疫情“黑天鹅”极大冲击，航空国际线熔断带来航空板块及机场免税板块几乎失去全部营收（保底条款执行程度有不确定性），另一方面消费的线上化趋势加速带来了快递包裹量增速的超预期繁荣。航空板块底部待反转，快递板块量升价跌，航运板块周期波动，交运基本面整体表现疲软，仅有顺丰控股作为直营快递龙头逆势提升市占率、同时高经营杠杆带来利润水平上台阶，是今年交运板块最大的亮点。

交运行业主营收入及增长率



交运行业利润总额及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2020年行业回顾

2021年行业投资策略

快递：价值集中度＞件量集中度
航空：支线航空，穿越周期

2021年重点推荐投资标的

快递行业投资策略：价值集中度＞件量集中度

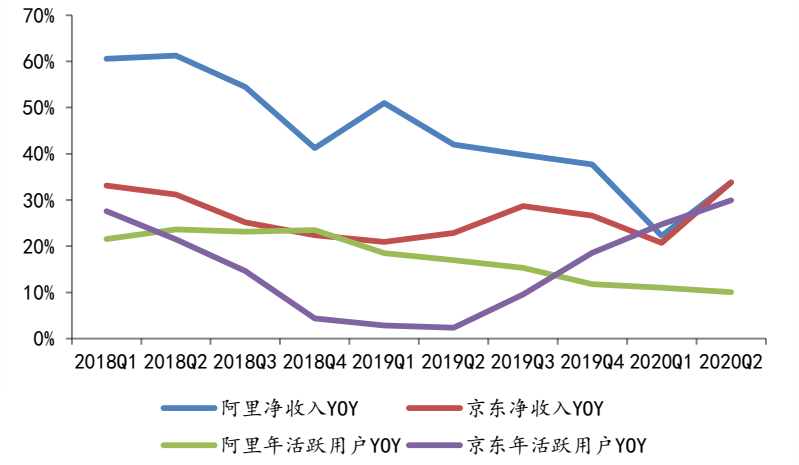
❑ 快递上游电商资本持续发力，需求强劲

1）阿里年活跃用户数增速放缓，Q1/Q2分别达7.26（+11.0%）、7.42（10.1%）亿，但净收入仍然保持较为稳定的增速，2020年上半年达2681亿元，同比增长28.6%，人均消费仍有增长潜力。

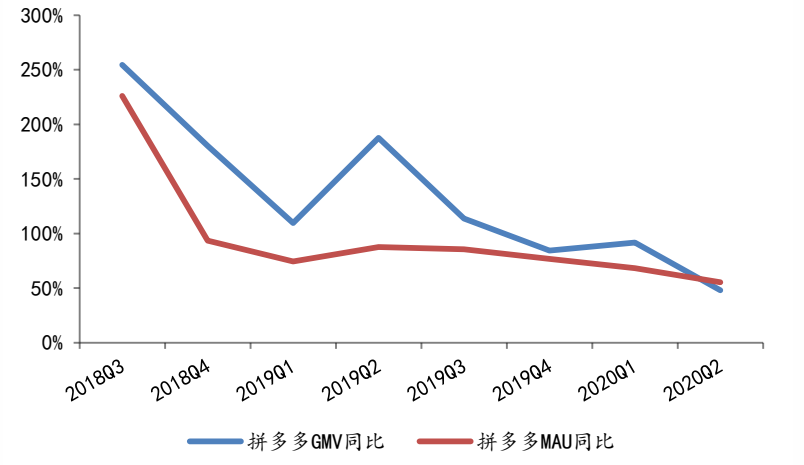
2）京东稳步推进下沉进程，2020年上半年年活跃用户数增长加快，短期获客效果明显，Q1、Q2分别达3.87（+24.8%）、4.17（+29.9%）亿，增幅超阿里。净收入方面增速稳步提升，H1净收入达3473亿元，同比增加28.0%，Q2表现亮眼，净收入达2011亿元，同比提升33.8%。

3）2020年上半年拼多多活跃用户保持强劲增长，截止2020年Q2，月活跃用户数达5.7亿，较去年同期增加55.4%，进一步以高速拉开和京东的距离，逐步逼近阿里的用户规模。在百亿补贴助力下，GMV增长超预期，Q1单季度GMV3148亿元（+91.7%），Q2增速放缓，单季度GMV水平为3441亿元（+47.9%），但月活用户增速高于GMV增速，下沉市场需求仍表现出极强的韧性。

阿里、京东的净收入及活跃用户同比变化



拼多多GMV及活跃用户同比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

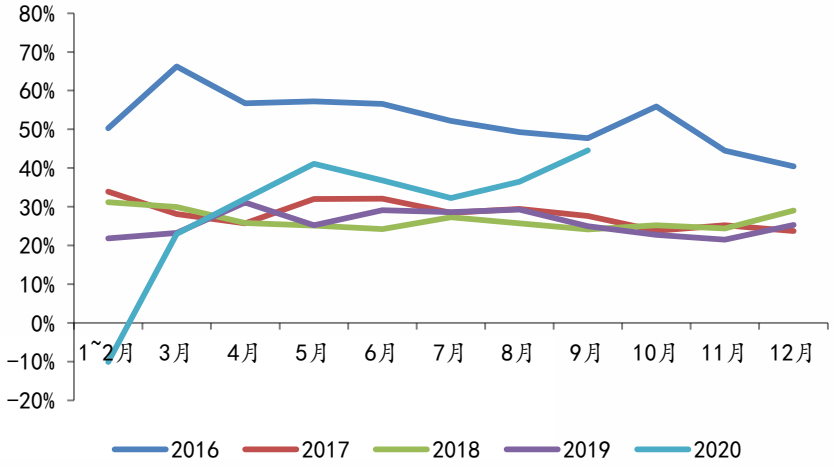
快递行业投资策略：价值集中度＞件量集中度

- **头部快递公司间的市占率也持续分化**：顺丰市占率激增，中通、韵达和圆通亦有上升；百世、申通两家市占率下滑。

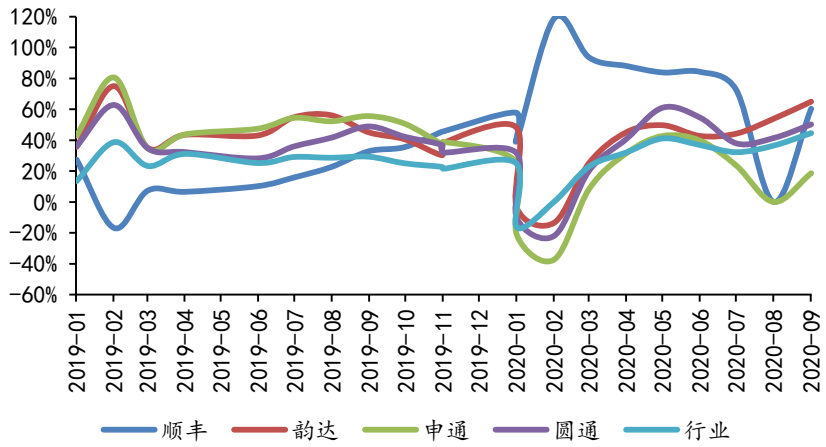
快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量增速YOY(%)			市占率绝对值及同比变化		
	2020Q1	2020Q2	2020H1	2019H1	2020H1	同比变化
中通	4.9%	47.9%	29.8%	19.4%	20.6%	1.2%
韵达	7.1%	45.8%	29.9%	15.6%	16.6%	1.0%
圆通	0.5%	52.5%	29.8%	13.7%	14.6%	0.9%
申通	-12.4%	38.4%	16.8%	10.9%	10.4%	-0.5%
百世	-1.9%	19.3%	10.5%	11.7%	10.6%	-1.1%
顺丰	75.2%	85.3%	80.4%	7.3%	10.8%	3.5%
全行业	3.1%	36.7%	22.0%	-	-	-

全国快递业务量同比增速



快递公司月度快递量增速



数据来源：Wind，西南证券整理

快递行业投资策略：价值集中度＞件量集中度

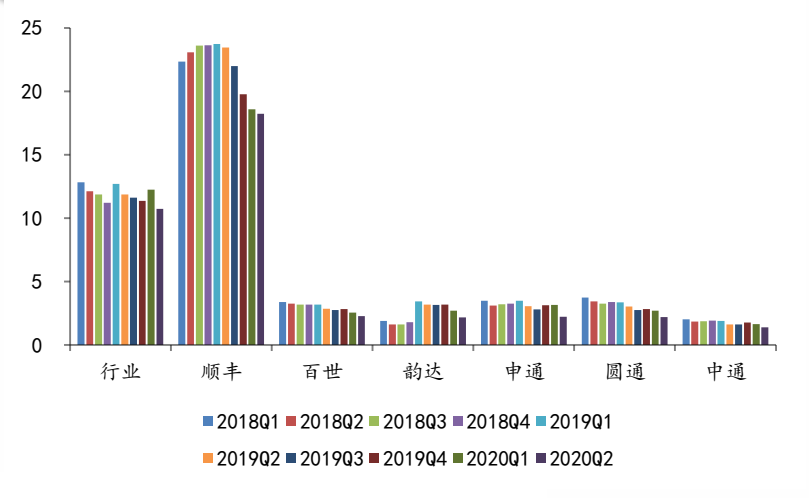
❑ 行业ASP处于下降通道，行业价值加速向头部集中

1）增量市场竞争，头部企业产能充裕，行业整体增量供给＞增量需求

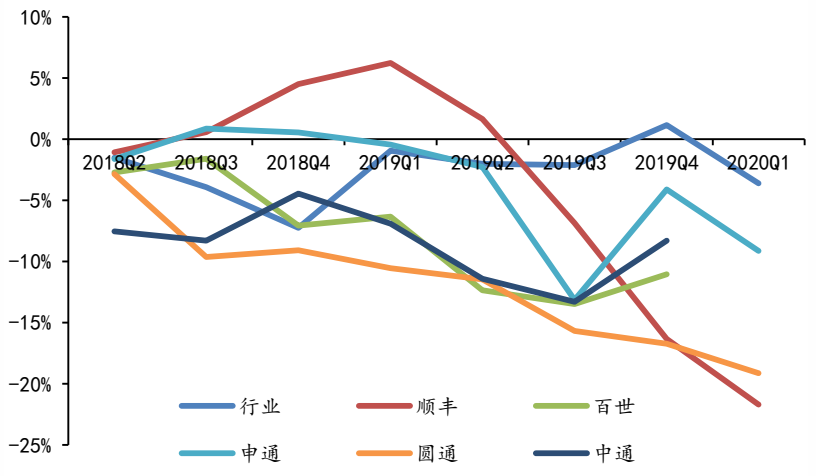
2）成本领先企业在ASP下降期具备更强健的财务水平，以此带来潜在融资能力/成本的分化

3）行业价值集中度＞件量集中度，资本市场定价或将强化这种差异

快递公司快递单价季度变化（元）



快递公司快递单价同比增速

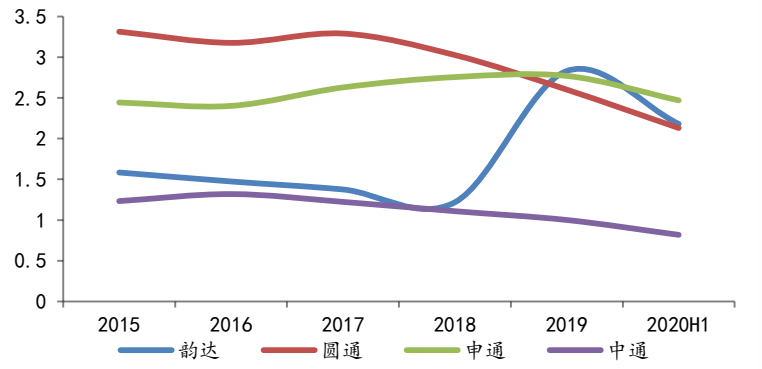


数据来源：公司公告，西南证券整理

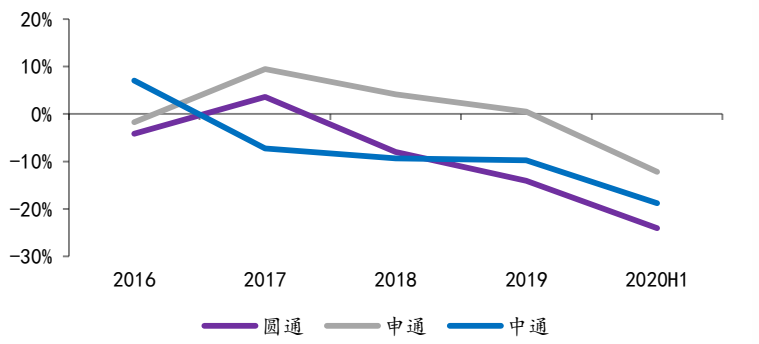
快递行业投资策略：价值集中度＞件量集中度

- 行业整体中转自动化投资高峰过后，成本下降曲线逐渐平摊。

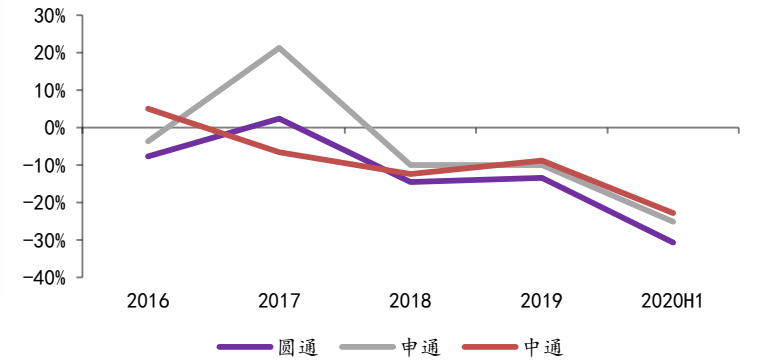
快递公司单票成本变化（元）



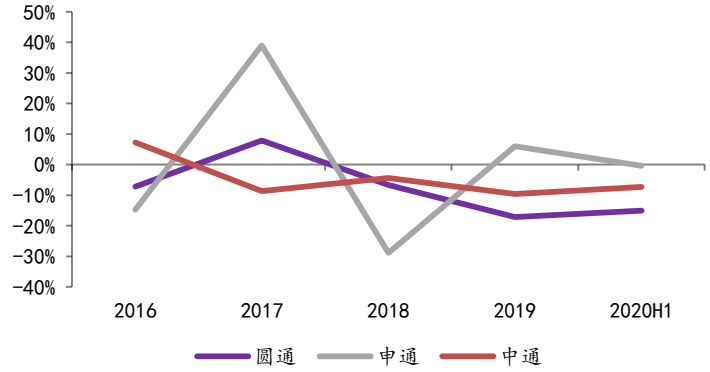
快递公司单票成本同比增速变化



快递公司单票运输成本同比增速变化



快递公司单票中心操作成本同比增速变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

快递行业投资策略：价值集中度＞件量集中度

通达系单票收入成本拆分（半年度、全口径；单位：元/件）

项目	韵达			圆通			申通			中通		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
快递量（亿件）	43.34	56.29	29.9%	38.03	49.36	29.8%	30.11	35.17	16.8%	53.71	69.69	29.8%
市占率	15.6%	16.6%		13.7%	14.6%		10.8%	10.4%		19.4%	20.6%	
单票营业收入	3.59	2.54	-29.1%	3.67	2.95	-19.5%	3.28	2.63	-19.7%	1.86	1.48	-20.5%
单票快递收入	3.30	2.36	-28.5%	3.19	2.36	-26.0%	3.19	2.58	-19.1%	1.74	1.36	-21.9%
面单收入	0.73	0.21	-71.3%				0.53	0.21	-60.4%	0.09	0.07	-23.4%
中转收入	0.96	0.75	-22.6%				1.05	0.94	-10.5%	1.64	1.28	-21.8%
派送收入	1.60	1.40	-12.6%				1.61	1.43	-11.2%			
单票其他收入	0.29	0.19	-35.9%	0.48	0.59	24.0%	0.04	0.06	35.0%	0.13	0.13	-0.1%
单票营业成本	3.05	2.28	-25.0%	3.22	2.61	-18.8%	2.83	2.52	-10.8%	1.30	1.11	-14.5%
单票快递成本	2.83	2.18	-23.0%	2.81	2.13	-24.1%	2.81	2.47	-12.2%	1.01	0.82	-18.8%
面单成本				0.04	0.02	-46.9%	0.05	0.02	-62.4%	0.05	0.03	-48.1%
中转成本				1.47	0.90	-39.0%	1.13	0.98	-13.0%	0.96	0.79	-17.2%
其中：运输				0.74	0.51	-31.3%	0.57	0.43	-25.2%	0.61	0.47	-22.8%
中心操作				0.39	0.33	-15.0%	0.55	0.55	-0.4%	0.34	0.32	-7.3%
补贴				0.34	0.06	-82.6%						
派送成本				1.30	1.21	-6.5%	1.63	1.47	-9.9%			
单票其他成本	0.22	0.10	-52.4%	0.41	0.48	17.1%	0.03	0.05	54.1%	0.29	0.29	0.4%
单票毛利	0.54	0.26	-52.0%	0.45	0.34	-24.1%	0.45	0.11	-75.6%	0.56	0.37	-34.1%
单票快递毛利	0.47	0.18	-62.3%	0.38	0.23	-40.4%	0.38	0.11	-70.9%	0.73	0.54	-26.2%
面单毛利							0.48	0.19	-60.2%	0.04	0.04	6.8%
中转毛利							-0.08	-0.04	-47.9%	0.69	0.49	-28.3%
派送毛利							-0.02	-0.04	80.7%			
单票其他毛利	0.08	0.09	9.4%	0.07	0.12	63.9%	0.01	0.01	-16.6%	-0.22	-0.17	-23.9%
单票三费	0.15	0.10	-30.4%	0.16	0.11	-34.3%	0.09	0.08	-9.3%			
销售费用	0.02	0.02	-20.5%	0.01	0.01	7.6%	0.02	0.02	-5.1%			
管理费用	0.12	0.08	-35.3%	0.14	0.10	-31.1%	0.08	0.07	-10.3%			
财务费用	0.00	0.00	1151.9%	0.01	0.00	-146.9%	-0.01	-0.01	-8.3%			
单票归母净利	0.30	0.12	-59.6%	0.23	0.20	-13.3%	0.28	0.02	-92.8%	0.38	0.26	-32.4%
单票扣非归母净利	0.27	0.10	-63.7%	0.22	0.18	-16.7%	0.26	0.01	-96.1%			
单票经营性净现金流	0.38	0.06	-84.6%	0.29	0.25	-13.6%	0.27	-0.11	-140.8%	0.49	0.20	-59.1%
综合毛利率	**15.1%**	**10.2%**	**-4.9%**	**12.3%**	**11.6%**	**-0.7%**	**13.8%**	**4.2%**	**-9.6%**	**30.3%**	**25.1%**	**-17.2%**
快递业务毛利率	**14.1%**	**7.4%**	**-6.7%**	**12.0%**	**9.6%**	**-2.3%**	**11.8%**	**4.3%**	**-7.6%**	**42.0%**	**39.7%**	**-5.5%**
归母净利率	**8.3%**	**4.8%**	**-3.6%**	**6.2%**	**6.7%**	**0.5%**	**8.4%**	**0.8%**	**-7.7%**	**20.7%**	**17.6%**	**-15.1%**

数据来源：Wind，西南证券整理

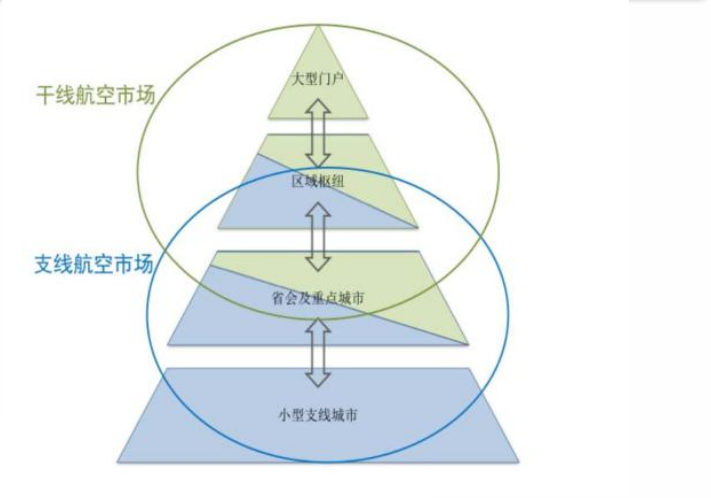
航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

❑ 国内航空业二元分割属性带来差异化竞争机遇

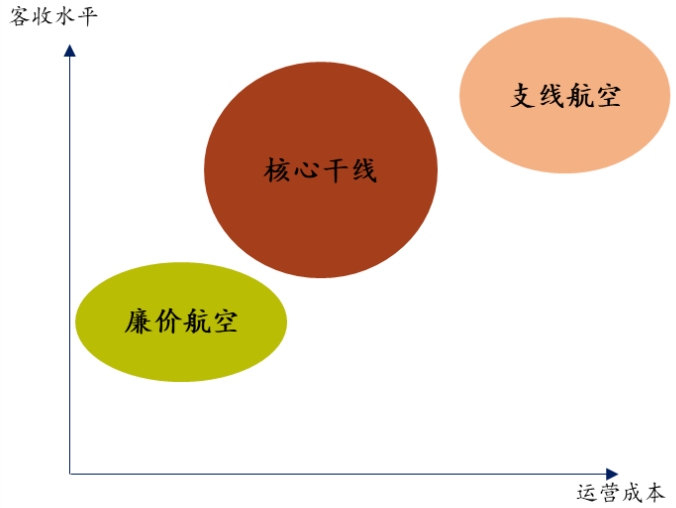
1）核心干线市场，航司之间的竞争主要在于优质时刻的积累，2017年局方115号文出台后干线时刻的增速受限，2019年起随着主要枢纽的陆域产能释放增速有所恢复。干线市场的高收益是题中应有之义，同时高客座率规模效应也带来更低的座公里成本。

2）非干线市场，相对宽松的时刻供给决定了航司的竞争主要在于低运营成本。其中，廉航市场具备高客座率、低票价的典型特征，而由政府机场等机构采购主导的支线航空市场则表现出相对高票价、低客座率的特点。

中国航空市场结构



航空市场盈利的差异化特征



数据来源：公司招股书，西南证券整理

航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

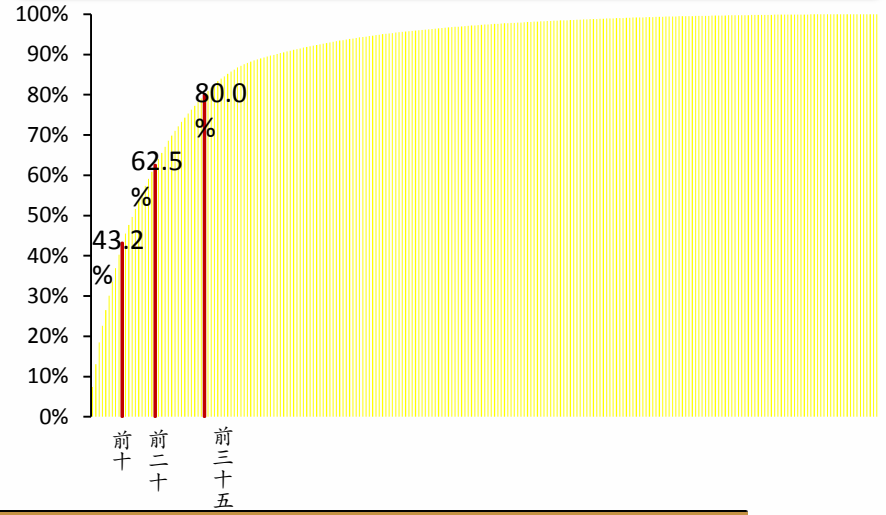
❑ 国内航空业二元分割属性带来差异化竞争机遇

1）中国机场行业的流量格局，其分布的偏态程度更甚“二八分化”

2019年，全部239个机场中前三十五大机场（占比15%）完成了10.8亿人次的吞吐量（占比80%）。

2）近十年的新开机场中，大多数的机场客流量的复合增速超过30%，但是流量增长的波动很大。从整体看，吞吐量的复合增长率为31.4%；整体的高增速和个体的分化是新投产机场群的典型流量特征。

2019年中国机场吞吐量结构
（横轴为机场数量，纵轴为累计吞吐量占比）



2010年新通航机场客流量（单位：人次）

	二连浩特/塞乌苏	鞍山/腾鳌	固原/六盘山	唐山/三女河	博乐/阿拉山口	吐鲁番/交河	淮安/涟水	阿里/昆莎	黔江/武陵山
2010	47, 005	24, 607	5, 283	14, 895	11, 798	1, 224	39, 174	6, 434	1, 258
2011	79, 725	319	28, 828	151, 051	18, 397	8, 424	230, 462	9, 350	21, 686
2012	104, 650	16, 134	17, 126	166, 897	27, 538	19, 417	346, 867	18, 166	83, 832
2013	98, 102	6, 361	25, 633	180, 660	48, 672	18, 876	404, 776	27, 852	95, 602
2014	88, 088	121, 699	35, 464	210, 797	77, 471	9, 011	516, 106	41, 345	119, 557
2015	118, 645	145, 016	55, 963	251, 206	124, 676	26, 921	504, 753	60, 981	142, 649
2016	121, 788	152, 647	107, 358	240, 999	129, 030	55, 373	861, 533	62, 341	153, 443
2017	163, 111	199, 279	157, 183	519, 164	134, 269	147, 653	1, 286, 369	66, 342	288, 749
2018	205, 826	260, 922	226, 235	574, 333	168, 933	193, 069	1, 516, 272	75, 028	409, 902
2019	231, 969	182, 555	379, 418	505, 175	303, 664	341, 953	2, 347, 566	90, 898	498, 128
2019年YOY	12. 7%	-30. 0%	67. 7%	-12. 0%	79. 8%	77. 1%	54. 8%	21. 2%	21. 5%
通航以来CAGR	**14. 3%**	**24. 9%**	**38. 0%**	**16. 3%**	**42. 0%**	**58. 9%**	**33. 7%**	**32. 9%**	**48. 0%**

数据来源：CAAC，西南证券整理

航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

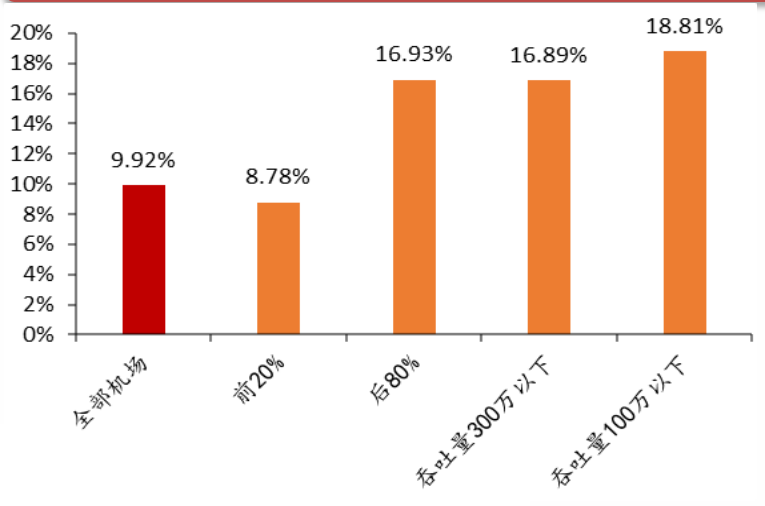
❑ 支线航空市场显著的成长性

1）吞吐量100万以下机场增速是行业平均增速的2倍：以2010年全国175个机场作为考察的起点，十年期间，行业整体吞吐量增速为9.9%，而吞吐量100万以下机场增速为18.8%。

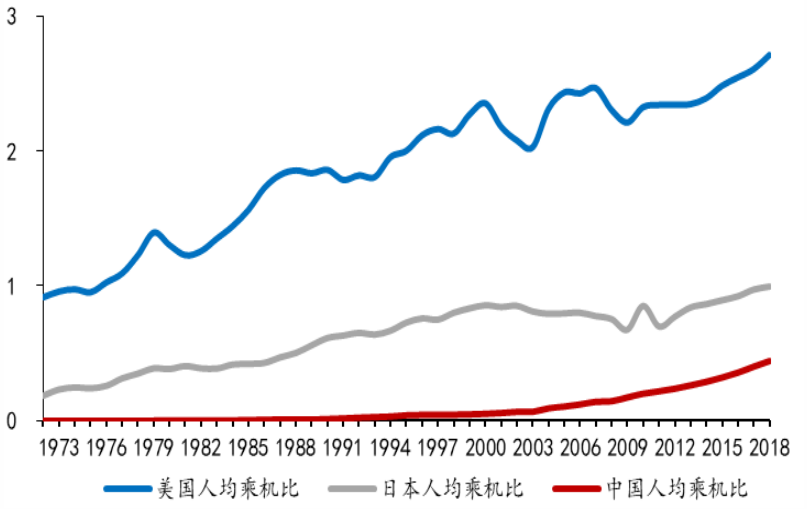
2）中期看，预计到2025年全国民用运输机场规划布局370个，较2019年末的249个增加121个（+48.6%）。

长期看，民航局制定的到2035年力争达成的2个指标：①是航空渗透率指标，人均航空出行次数超过1次，较2019年末的人均乘机数0.47翻倍；②是基础设施指标，预计2035年运输机场数量达到450个左右，在地面100公里覆盖所有县级行政单元，较2019年增长80%。

近10年不同体量机场流量增速



中/美/日人均乘机次数对比

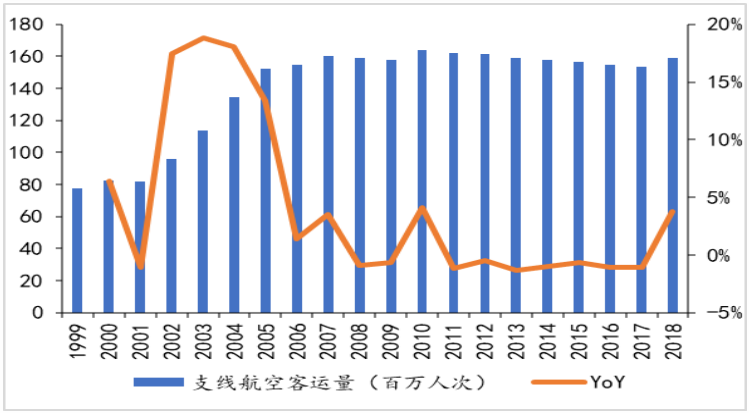


数据来源：Wind，CAAC，西南证券整理

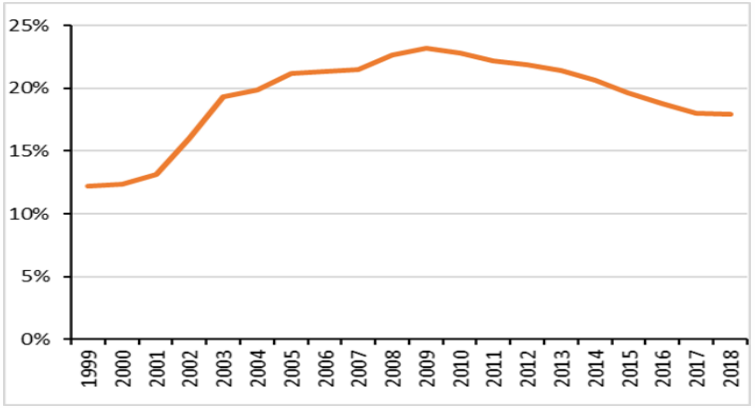
航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

❑ 他山之石：美国支线航空发展

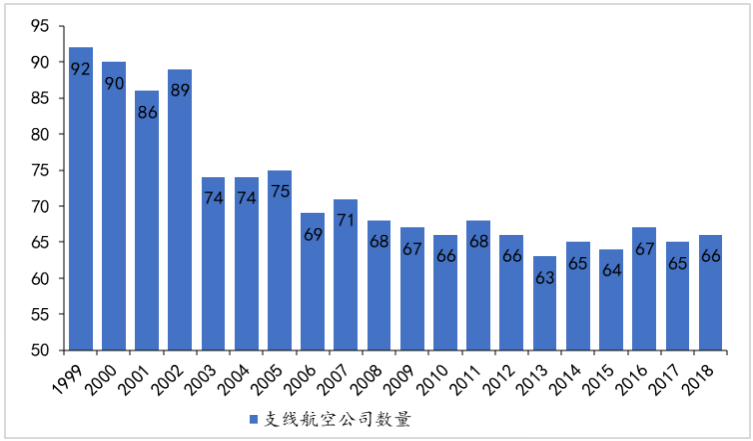
1999-2006美国支线航空量的复合增长率为9%



支线航空旅客量占美国航空业比重



美国近20年支线航空公司数量变化



从客运量的角度美国Top6支线航司

排名	支线航司	乘客数	占比
1	SkyWest Airlines	39,081,950	24.57%
2	Republic Airways	18,665,566	11.73%
3	Mesa Airlines	14,305,640	8.99%
4	Endeavor Air	13,783,358	8.67%
5	Envoy Air	13,677,318	8.60%
6	PSA Airlines	13,640,490	8.58%
All 66 US Regional Airlines		159,059,142	100%

数据来源：RAA，西南证券整理

❑ 他山之石：支线航空市场正外部性

我们不难理解政府补贴与公平市场竞争之矛盾，但是提供抵/离本土的航空服务成本与规模效益及吞吐量相关，而受益则与当地旅游、就业等经济发展相关，具有典型的正外部性。因此从实践上来看，很多国家和也借鉴了美国EAS、采用政府补贴来保障市场化不足的特殊区域、偏远地区的航空服务，形成了名称不一但性质相同、具有普遍公共服务特征的基本航空服务计划。

中美支线航线补贴政策对比

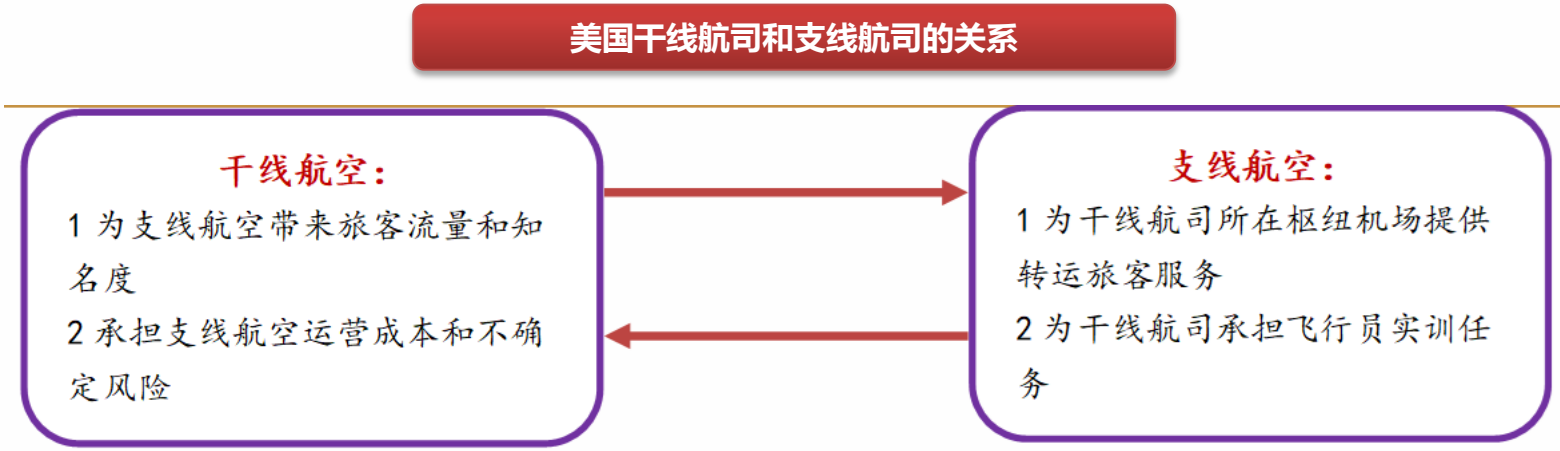
	美国EAS	中国民航局支线补贴
政策目标	保障小社区和偏远地区具有全面又便捷的航空服务	发展支线航空改善干支线航空发展的不平衡状态
补贴范围	明确了补贴的航线为连接偏远社区和交通通达性较好的枢纽机场之间的航线，补贴范围较为稳定	主要依据支线性质，客座率情况，没有明确的航线目录
服务水平	对涉及航空服务水平的因素都设置了最低需要满足的标准	对于具体航线的服务水平没有明确的界限，根据客座率水平的不同提供不同标准的补贴
激励机制	综合考虑承运人的成本收益情况，确保了补贴金额能够保障承运人5%左右的运营利润	同类别的航线补贴的标准只和客座率有关，支线承运人往往还需要地方政府的政策扶持
市场进入和退出	对拟运营的航空公司进行可靠性审核，进入和退出机制较为规范	自行决定进入或退出
主要相关方	国会，承担管理责任的运输部，要求基本航空服务的社区，承运人	民航局，支线航空公司
补贴来源及使用机制	财政拨款为主，支付周期较短	行业自筹，支付周期较长

航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

❑ 他山之石：美国支线航空市场结构系运营-运行分离，供应商属性清晰

1）在支线航线的运营方面，国内的以华夏航空为代表的支线航司运营具备自身的独立性，与大航司的错位竞合的特征突出。

2）美国的支线航司普遍采用了“运营-运行分离”的商业模式：支线航司以各种形式在各州负责飞行、维护等运行工作，并获取当地政府的支持/补贴；在与大型干线航司合作方面，是由干线航司来负责全国性的品牌、售票、客服等运营工作。双方合作协议称为运力购买协议（Capacity Purchase Arrangements，CPA）。



❑ 美国支线航司龙头SkyWest（SKYW.O）与美国4家干线航司达美、美联航、美航和阿拉斯加合作，其相应的品牌分别系Delta Connection、United Express、American Eagle、Alaska Airlines。

航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

❑ 他山之石：美国第一大支线航司SkyWest

2019年末，在Skywest全部544架的机队中，有89%、即483架运力是供应给四家干线航司。

- 1）运力购买协议： 在此协议下，干线航司根据公司完成的航班数量、飞行时间、轮挡时间以及每月投运飞机数等向支线航司支付固定费用。 干线航司承担燃油价格波动风险和其他费用，支线航空公司不承担票价、客座率、燃油价格波动风险/收益。 这种模式的收入在SkyWest 2019年的全部收入中占79.7%。
- 2）收入分成协议： 收益分成协议下，干线航司和支线航司就特定航线的客票收入按公式比例分配。支线航司承担了其中所有成本，同时亦承担票价、客座率、燃油价格波动的风险/收益。

SkyWest机队构成

截至 2019.12.31	CRJ200	CRJ700	CRJ900	E175	总计
达美航空Delta	84	13	43	59	199
美国联合航空United	99	19	–	65	183
美国航空American	7	62	–	–	69
阿拉斯加航空Alaska	–	–	–	32	32
执行定期航班飞机合计	**190**	**94**	**43**	**156**	**483**
转租	4	10	5	–	19
其他（闲置备用）	20	22	–	–	42
总机队	**214**	**126**	**48**	**156**	**544**

2019年SkyWest收入拆分

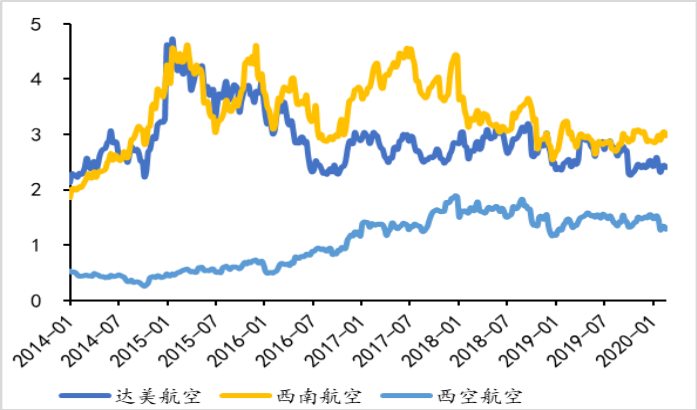
收入分类	金额（千美元）	占总营收比重
协议收入：		
运力购买协议收入：航班运营	1,538,062	51.8%
运力购买协议收入：飞机租赁	830,247	27.9%
分成协议收入	520,956	17.5%
小计	**2,889,265**	**97.2%**
机场客户服务和其他收入		
机场客户服务收入：	45,538	1.5%
经营租赁收入：	37,160	1.3%
小计	**82,698**	**2.8%**
总收入	**2,971,963**	**100.0%**

数据来源：公司年报，西南证券整理

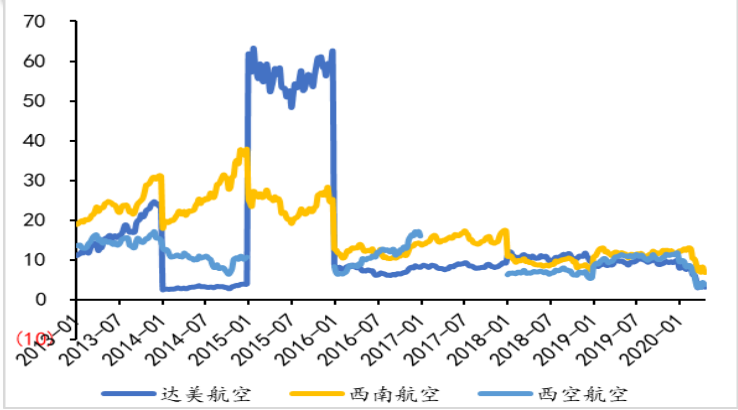
航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

❑ Skywest估值：系统性低于干线航司

达美&西南&西空历史PB（MRQ）



达美&西南&西空历史PE（LYR）



美国核心机场市占率构成

亚特兰大	占比	迈阿密国际	占比	达拉斯国际	占比	丹弗机场	占比	纽约肯尼迪	占比
Delta	**72.66%**	**American**	**67.30%**	**American**	**68.62%**	**Southwest**	**31.25%**	**JetBlue**	**37.25%**
Southwest	11.06%	Delta	12.02%	Envoy Air	8.03%	United	29.88%	Delta	30.21%
American	2.80%	United	6.34%	Mesa	7.39%	Frontier	11.58%	American	14.50%
ExpressJet	2.78%	Frontier	3.46%	Spirit	4.35%	SkyWest	7.50%	Endeavor	9.15%
Endeavor	2.20%	Envoy Air	2.94%	United	2.87%	American	5.65%	Alaska	0.96%
Other	8.50%	Other	7.93%	Other	8.75%	Other	14.14%	Other	7.92%

数据来源：Wind，BTS，西南证券整理

航空行业投资策略：支线航空，穿越周期

中国核心机场市占率构成

广州白云	占比	上海虹桥	占比	北京首都	占比	深圳宝安	占比	上海浦东	占比
南方航空	**48.00%**	**东方航空**	**51.70%**	**中国国航**	**42.20%**	**中国国航**	**36.50%**	**东方航空**	**42.30%**
中国国航	19.50%	南方航空	14.80%	南方航空	22.50%	南方航空	28.70%	南方航空	16.40%
东方航空	13.40%	中国国航	10.70%	东方航空	15.90%	海南航空	11.30%	吉祥航空	12.30%
海南航空	9.40%	春秋航空	8.40%	海南航空	12.70%	东方航空	9.50%	中国国航	10.80%
吉祥航空	2.40%	吉祥航空	8.20%	吉祥航空	0.00%	春秋航空	2.50%	春秋航空	5.70%
春秋航空	1.20%	海南航空	2.20%	春秋航空	0.10%	吉祥航空	1.30%	海南航空	4.40%
其他	6.10%	其他	3.90%	其他	6.60%	其他	10.10%	其他	8.10%

数据来源：Wind，BTS，西南证券整理

- 大航司规模经济的优势在中美航空业是相同的，但是中国支线航空市场的独特优势在于：

①航空下沉需求对应的更高的天花板。

②核心机场干线航司的双寡头、多寡头特征给予支行航司更多的多元合作空间和议价能力。

目　录

2020年行业回顾

2021年行业投资策略

快递：价值集中度 > 件量集中度
航空：支线航空，穿越周期

2021年重点推荐投资标的

华夏航空（002928）：支线航空市场的王者

□ 投资逻辑：

1）公司系机队规模最大的支线航空公司，支线航空市场仍处于20-25%的高速增长阶段，行业龙头仍处于高增长的优质赛道。

2）长期关注公司成长性，公司机构采购占比接近9成以及航线的高独飞率带来的收入端稳定性，投资者能享受民营航司在支线航空市场需求扩张、精细化成本管理带来的超额收益。

3）短期关注低油价环境下的稳健利润，与收入端刚性相对的成本端高弹性，公司已率先从疫情缓和中完成业绩修复。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为5.8亿元、9.2亿元、12.2亿元，对应PE分别为20倍、13倍、10倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

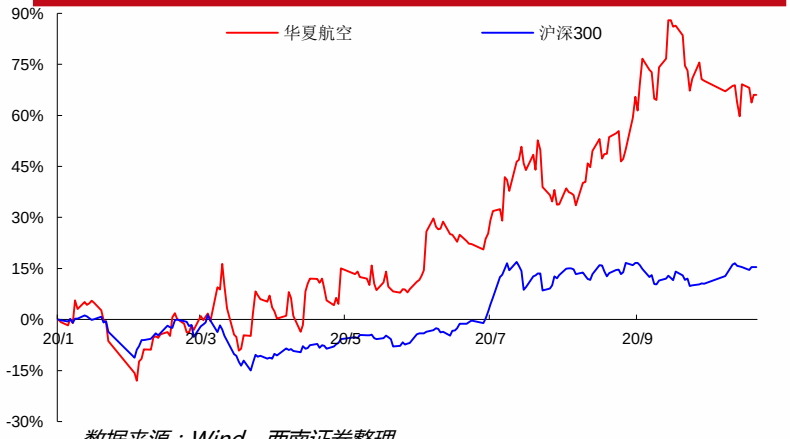
疫情发展超预期、机队引进不及预期、油价大幅上涨的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,407	6,316	8,375
营业收入增长率	26.9%	16.8%	32.6%
归母净利润（百万元）	502	580	916
净利润增长率	103.0%	15.4%	58.1%
EPS（元）	0.5	0.57	0.9
P/E	23.5	20.4	12.9

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

韵达股份（002120）：精耕电商快递，静待利润反弹

□ 投资逻辑：

1）预计电商件将从2019年的约520亿件增长至2023年的1000亿（CARG=17.5%），全行业件量2023年将达到1190亿件（CARG=17.0%），依托内需、无外部风险的快递赛道长期确定性仍属稀缺。

2）公司管理团队长期稳定、精细化管理能力突出、时效及服务口碑在通达系中领跑的，我们看好公司在电商快递领域长期竞争优势。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为19.7亿元、24.0亿元、28.7亿元，对应PE分别为29倍、23倍、20倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

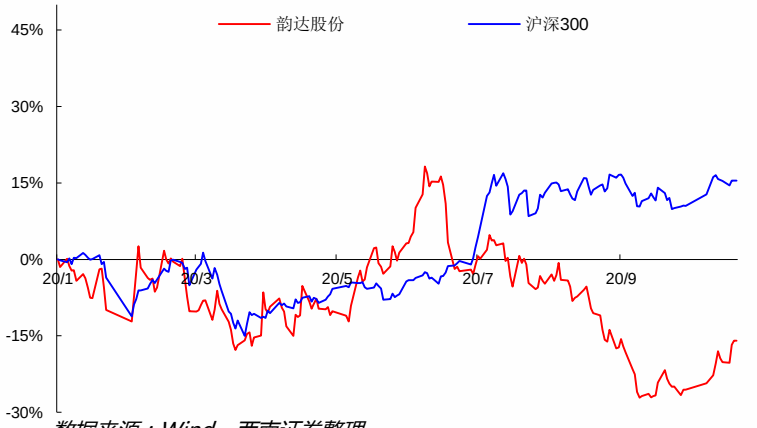
疫情发展超预期、价格战加剧、加盟商管理风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	34,404	34,101	42,881
营业收入增长率	148.3%	-0.9%	25.7%
归母净利润（百万元）	2,647	1,965	2,397
净利润增长率	-1.9%	-25.8%	22.0%
EPS（元）	0.91	0.68	0.83
P/E	21.2	28.5	23.4

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002928	华夏航空	11.63	0.50	0.57	0.90	23.5	20.4	12.9	买入
002120	韵达股份	19.31	0.91	0.68	0.83	21.2	28.5	23.4	买入
600233	圆通速递	13.95	0.53	0.67	0.74	26.3	20.8	18.9	买入
600009	上海机场	66.10	2.61	1.07	2.94	25.3	61.8	22.5	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2020/10/30）

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：陈照林
执业证号： S1250518110001
电话：13916801840
邮箱：chzhl@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn