疫情重塑需求曲线，子行业冰火两重

2020 年交通运输行业下半年策略

分析日期 2020 年 06 月 05 日

行业评级： 标配

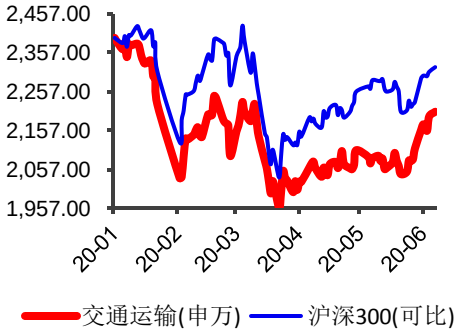
证券分析师：朱雨潇

执业证书编号：S0630519020001

电话：021-20333691

邮箱：zhuyux@longone.com.cn

行业走势图



行业研究逻辑

历史回顾	•受疫情影响，交运子行业呈现冰火两重天状态。 •看好需求火爆、偏重国内运输的子板块
基本面研究	•快递价值凸显，行业需求疯长。 •航空需求遭重创，关注国内支线航线发展
投资策略	•关注需求增速高、成本管理力强的快递龙头 •关注支线航空

◎投资要点：

◆2020 年上半年交运板块跑输沪深 300 指数。截至 6 月 5 日，沪深 300 指数报收 4001.25 点，较年初下跌 2.33%，申万交运指数报收 2192.08 点，较年初下跌 7.95%，跌幅多于沪深 300 指数 5.62 个百分点，在申万 28 个子行业中排名第 23。截止 2020 年 6 月 5 日，申万交运板块的 PE（TTM）估值为 21.28 倍、PB（LF）估值为 1.37 倍，排名均为第 18 位，估值水平在 A 股各行业中属中下水平，排名较上年提升了两名。

◆疫情冲击交通运输，行业难躲负面影响。新冠病毒造成的市场停摆重创国内外经济。2020 年中国一季度 GDP 同比下降 6.8%，环比下降 9.8%；美国一季度 GDP 同比增长 0.5%，环比下降 4.8%。在各行业中，交通运输行业受到的负面冲击较重。一季度，交通运输、仓储和邮政业 GDP 增速、全国客运量增速和全国货运量增速分别为-14%、-88.30%和-29.90。疫情属于短期高强度冲击，一季度的负面影响在所难免，但目前行业已有回暖迹象。截至 5 月 23 日，在建重点项目复工率达到 99.7%，运输企业复产率达到 98.4%。

◆快递价值凸显，行业需求疯长。疫情期间，快递行业承担起人们生活物资保障的重任，需求火爆。截至 6 月 5 日，邮政企业、快递企业承运、寄递疫情防控物资累计 47.03 万吨、包裹 3.88 亿件，发运车辆 8.41 万辆次，货运航班 760 架次。在此次危机之中，快递行业不仅体现了自身的价值，还使得快递这种消费行为进一步融入了老百姓的生活。快递需求的火爆程度也从数据上体现出来。2020 年 5 月中国快递发展指数为 344.2，同比增长 73.5%。品牌集中度逐步提高，各公司积极发展智能化资产，不断提高服务质量。

◆疫情重创航空行业，需求遭断崖式下跌。随着疫情蔓延，超过 60 个国家举国“封城”，大量国际航空客运线被迫停运。民航客运需求遭到断崖式下跌，2020 年 4 月，国内市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 72.10%、86.90%；国际市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 95.10%、98.40%。然而 5 月以来，数据不断修复，平均客座率已接近 70%。总体看，航空行业受疫情影响最严重的时期已经过去，客流开始有序恢复，其中，国内线恢复更快。各航空公司也积极布局“客转货”对冲损失。国家发布各项补贴，重点布局国内航空运输能力，支持国内支线航空发展。

◆投资策略：从疫情恢复的相对确定性来看，下半年国内的交通运输大概率会迅速恢复，而国际运输的恢复情况则取决于国外疫情、中美贸易战等多种因素，不确定性较高，因此，内贸相关度高的交运子行业有望强于外贸相关度高的子行。因此，在交运子板块中，我们重点关注快递以及支线航空相关个股。

◆风险提示：宏观经济疲软，全球贸易摩擦升级；政策改革低于预期；油价汇率暴涨或暴跌

正文目录

1. 2020 年上半年交运行业表现回顾 5
1.1. 走势回顾 5
1.2. 估值回顾 6
2. 疫情冲击交通运输，行业难躲负面影响 8
2.1. 新冠肺炎影响国内外经济活动 8
2.2. 本次疫情对交运行业的影响 10
2.3. 疫情短期冲击较高，恢复情况重点看外贸 12
2.4. 下半年对交运的展望 14
3. 需求火爆：快递 15
3.1. 快递价值凸显，行业需求疯长 15
3.2. 价格战不能持久，政府支持物流项目 17
3.3. 业务向中西部蔓延，低线城市提供增量 18
3.4. 服务质量提升显著，布局智能化资产 19
4. 需求遇冷：航空 20
4.1. 疫情重创航空行业，需求遭断崖式下跌 20
4.2. 积极布局“客改货”，政策补贴支线航空 22
4.3. 沙特引爆原油价格战，汇率在高位震荡 24
5. 投资策略及重点关注公司 26
5.1. 快递 26
5.2. 航空 26
6. 风险提示 26

图表目录

图 1 交运板块指数走势（2020/1/1-2020/6/5） 5
图 2 交运子版块指数涨跌幅（2020/1/1-2020/6/5） 5
图 3 申万一级行业涨跌幅对比(2020/1/1-2020/6/5，%） 6
图 4 PE 估值：沪深 300 指数 V.S.申万交运指数 7
图 5 PB 估值：沪深 300 指数 V.S.申万交运指数 7
图 6 申万二级行业剔除负值后 PE(TTM，整体法)和 PB(MQR)涨跌幅（2020/1/1-2020/6/5,%） 7
图 7 申万二级行业涨跌幅及行业 PE（TTM）对比(2020/1/1-2020/6/5，%） 8
图 8 申万二级行业涨跌幅及行业 PB（MQR）对比(2020/1/1-2020/6/5，%） 8
图 9 **国内**：近三个月的新增确诊病例趋势 9
图 10 **国外**：近三个月的新增确诊病例 9
图 11 中国 2020 年一季度 GDP 同比增速 9
图 12 中国近年 GDP 一季度同比增速和环比增速 9
图 13 美国一季度 GDP 增速及新增非农就业人数 10
图 14 美国近年一季度实际 GDP 与名义 GDP 环比折年率 10
图 15 2020 年一季度国内各行业 GDP 增速（季度同比，%） 10
图 16 2020 年春运客运量变化（同比，%） 11
图 17 2020 年一季度国内各交运细分行业客运量增速（当月同比，%） 11
图 18 2020 年一季度交运子版块涨跌幅（%） 12
图 19 2020 年一季度交运子版块营收同比增长（%） 12
图 20 2020 年一季度交运子版块归母净利润增速（%） 12
图 21 2020 年一季度交运子版块营业成本增速（%） 12

图 22 非典前后：交通运输、仓储和邮政业 GDP 变化 13
图 23 新冠前后：交通运输、仓储和邮政业 GDP 变化 13
图 24 非典前后：全国交通运输业客运量变化 13
图 25 新冠前后：全国交通运输业客运量变化 13
图 26 非典前后：全国交通运输业货运量变化 13
图 27 新冠前后：全国交通运输业货运量变化 13
图 28 非典期间：出口金额变化（亿美元，%）) 14
图 29 新冠期间：出口金额变化（亿美元，%） 14
图 30 新冠复工后：进出口货运量增速变化（当月同比，%） 14
图 31 近八年：进出口货运量增速变化（当月同比，%） 14
图 32 新冠复工后：进出口金额增速变化（当月同比，%） 14
图 33 近八年：进出口金额增速变化（当月同比，%） 14
图 34 新冠复工后:不同交通工具进出境数据变化（%） 15
图 35 近三年：不同交通工具进出境增速变化（%） 15
图 36 2018-2020 中国物流业景气指数(LPI)业务总量 16
图 37 2018-2020 中国物流业景气指数(LPI)新订单 16
图 38 2018-2020 年中国快递发展指数 16
图 39 2020 年中国快递发展指数中的细分指数变化 16
图 40 规模以上快递业务量及增速（万件，%） 17
图 41 规模以上快递业务收入及增速（亿元，%） 17
图 42 各上市公司快递业务量恢复快（当月值，亿票） 17
图 43 移动 APP 活跃用户数（当月值，万人） 17
图 44 每年政府补助金额增加（万元） 18
图 45 快递单票收入下降的同时政府补助在上涨 18
图 46 通达系：每月快递服务单票收入及增速 18
图 47 直营系：每月快递服务单票收入及增速 18
图 48 东中西部快递业务量增速（%） 19
图 49 2020 年东中西快递业务量增速区别（%） 19
图 50 2019 年快递业务量前十五城市情况 19
图 51 快递服务品牌集中度提升 20
图 52 中国快递发展指数:服务质量指数 20
图 53 各个快递公司固定资产账面价值逐年攀升 20
图 54 各上市公司快递自营运转中心数量 20
图 55 国内市场增速：ASK v.s. RPK 21
图 56 国际市场增速：ASK v.s. RPK 21
图 57 民航正班客座率（当月值及同比） 21
图 58 民航旅客周转量（当月值及同比） 21
图 59 民航货邮运量（当月值及同比） 21
图 60 民航客运量（当月值及同比） 21
图 61 2020 年以来，民航总周转量当月同比（%） 22
图 62 国际市场与国内市场的收费客公里增速比较（%） 22
图 63 中国国航：客运和货运的供需变化 23
图 64 南方航空：客运和货运的供需变化 23
图 65 东方航空：客运和货运的供需变化 23
图 66 春秋航空：客运和货运的供需变化 23
图 67 吉祥航空：客运和货运的供需变化 23
图 68 民航客运量和货邮运量增速（当月同比，%） 23
图 69 2020 年以来，各个航空公司货运需求增速（收入货运吨公里:累计值同比，%） 24

图 70 2020 年支线航空补贴预算合计金额及占比 24
图 71 华夏航空：支线补贴预算以及占当年预算的比例 24
图 72 国内航空煤油出厂价及增速(元/吨，%，%) 25
图 73 2020 年油价从 60 元暴跌至 10 元再涨回 30 元 25
图 74 期货结算价(连续):布伦特原油(2018-2020) 25
图 75 期货结算价(连续):WTI 原油（2018-2020） 25
图 76 中间价：美元兑人民币走势(2013-2020) 26
图 77 中间价：美元兑人民币走势(2020 年初以来) 26

表 1 2020 年上半年交运行业个股涨跌幅排行（2020/1/1-2020/6/5，%） 6

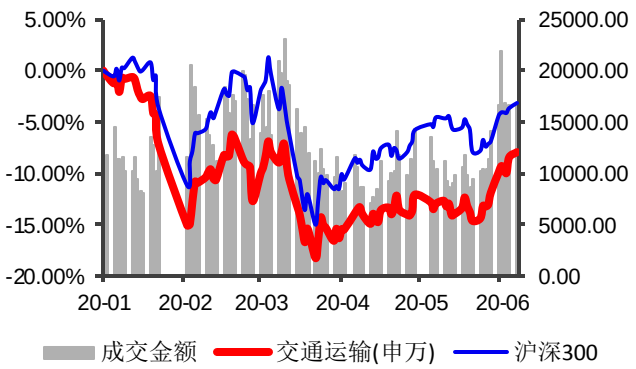
1.2020 年上半年交运行业表现回顾

1.1.走势回顾

2020 年上半年交运板块指数跑输沪深 300 指数。今年疫情大幅影响了股市走势，春节假期过后，大盘开盘大跌，3 月反弹 4 月再度下跌，后于低位区间震荡。交运指数与大盘走势基本同步，但交运板块整体跌幅更深。截至 6 月 5 日，沪深 300 指数报收 4001.25 点，较年初下跌 2.33%，申万交运指数报收 2192.08 点，较年初下跌 7.95%，跌幅多于沪深 300 指数 5.62 个百分点，在申万 28 个子行业中排名第 23。

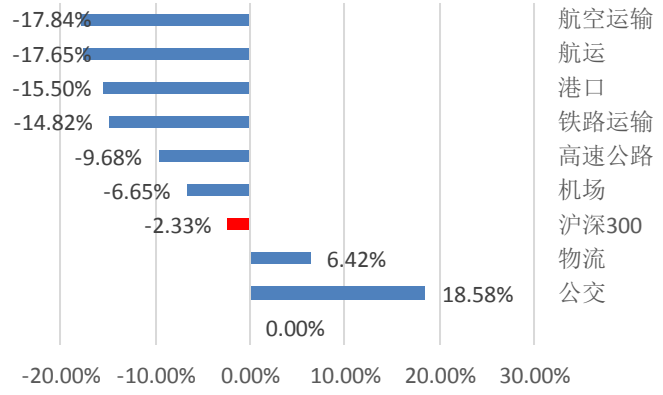
子板块方面，主要是需求火爆的物流板块以及有国资重组预期的公交板块涨幅表现优于沪深 300，其他子行业均表现较为惨淡。交通运输行业非常依赖于整体经济景气度，为了控制疫情，停工停课直接削减了行业需求和供给。叠加近两年国外政治事件频发，中美之间的贸易战也增强了交运行业的不确定性。尤其是航空行业，需求结构被改变，客运方面几乎停摆，货运需求节节攀升，行业盈利大幅下滑难以避免。而物流板块在疫情期间需求暴涨，特别是快递行业承担起人们生活物资保障的重任，行业上行动力较强；港口整体供大于求，叠加需求不景气；航运行业也处于供大于求的状态，在国际油价暴跌的影响下，油运有所好转，但干散货航运依旧表现不佳。而公交板块本身业绩增速小，且需求在疫情中削减，主营业务下行压力较大，但公交板块拥有良好现金流，收购优质企业的预期值得关注。

图 1　交运板块指数走势（2020/1/1-2020/6/5）



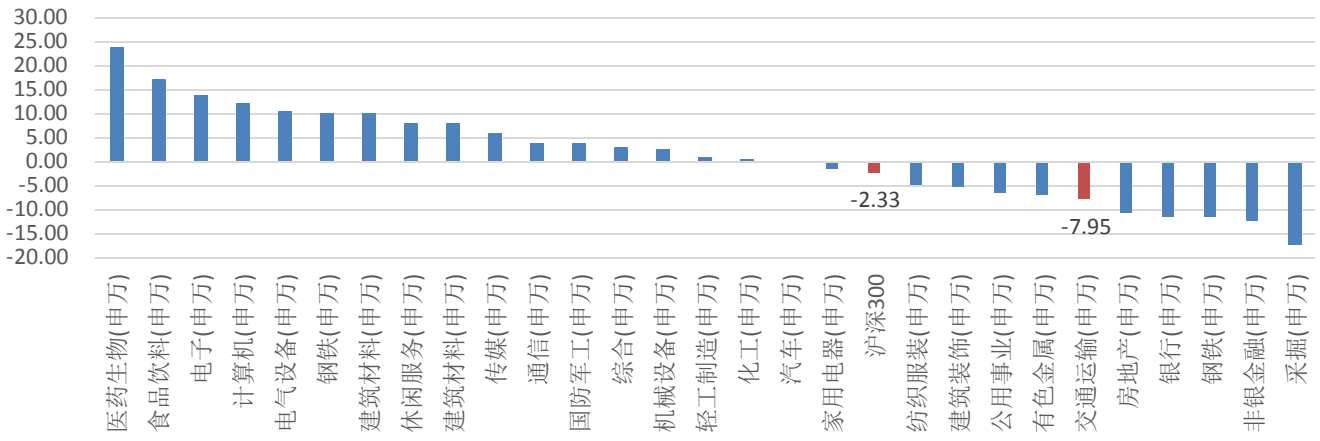
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 2　交运子版块指数涨跌幅（2020/1/1-2020/6/5）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 3 申万一级行业涨跌幅对比(2020/1/1-2020/6/5，%)



资料来源： Wind，东海证券研究所

个股方面，从年初至 2020 年 6 月 5 日，申万交通运输板块一共 133 只股票，有 26 只上涨，107 只下跌，没有停牌个股。2020 年疫情对交运板块整体造成较大负面影响，不过个股与个股之间差异较大，板块中有 6 只个股涨幅超过 40%、6 只个股跌幅超过 30%。

表 1 2020 年上半年交运行业个股涨跌幅排行（2020/1/1-2020/6/5，%）

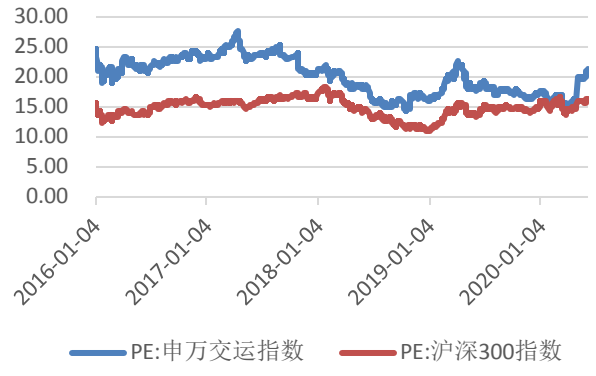
涨幅榜	代码	简称	涨跌幅	主要推动因素	跌幅榜	代码	简称	涨跌幅
1	603713.SH	密尔克卫	130.44%	化工危险品运输龙头，货运受疫情影响较小	1	002711.SZ	*ST 欧浦	-38.89%
2	600834.SH	申通地铁	115.93%	参股国内 EDA 龙头，受益于 EDA 概念	2	601919.SH	中远海控	-35.48%
3	600662.SH	强生控股	84.14%	国资重组，获上海外服借壳	3	603885.SH	吉祥航空	-33.81%
4	603223.SH	恒通股份	68.78%	LNG 天然气运输龙头	4	300013.SZ	新宁物流	-33.15%
5	002320.SZ	海峡股份	47.69%	海南省航运骨干企业	5	900952.SH	锦港 B 股	-31.82%
6	600057.SH	厦门象屿	47.46%	整合粮食、原料的南北运输供应链	6	900903.SH	大众 B 股	-30.98%
7	000557.SZ	西部创业	38.26%	川宁地区物流企业，“西部大开发”相关资源	7	200152.SZ	山航 B	-29.43%
8	002352.SZ	顺丰控股	36.22%	高端快递龙头	8	601872.SH	招商轮船	-29.18%
9	002928.SZ	华夏航空	25.78%	A 股唯一支线航空	9	002711.SZ	*ST 欧浦	-38.89%
10	603056.SH	德邦股份	25.38%	快运领域龙头之一	10	601919.SH	中远海控	-35.48%

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.估值回顾

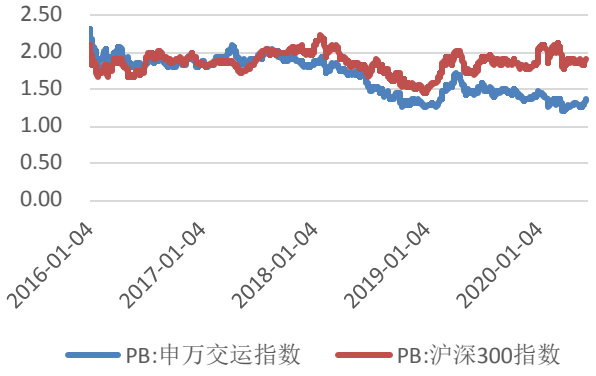
估值方面：横向比较，截止 2020 年 6 月 5 日，申万交运板块的 PE（TTM）估值为 21.28 倍、PB（LF）估值为 1.37 倍，排名均为第 18 位，估值水平在 A 股各行业中属中下水平，排名较上年提升了两名。根据申万 A 股指数和申万交运指数的估值数据，交运板块的 PE 估值与 A 股的 PE 估值相似度高，而交运板块的 PB 估值一直低于 A 股的 PB 估值，表示出交运板块是相对重资产型的行业。

图 4 PE 估值：沪深 300 指数 V.S.申万交运指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

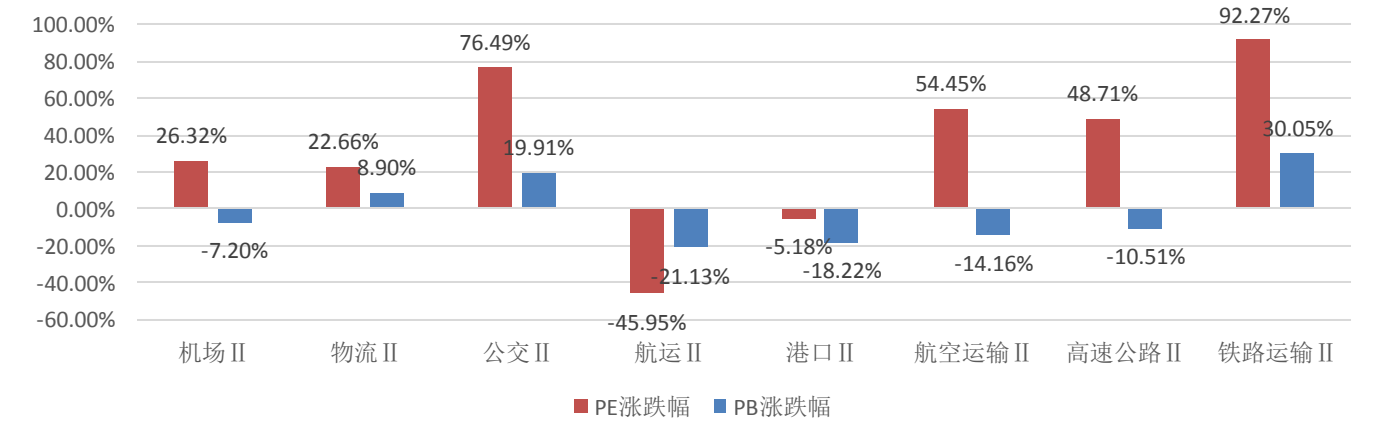
图 5 PB 估值：沪深 300 指数 V.S.申万交运指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

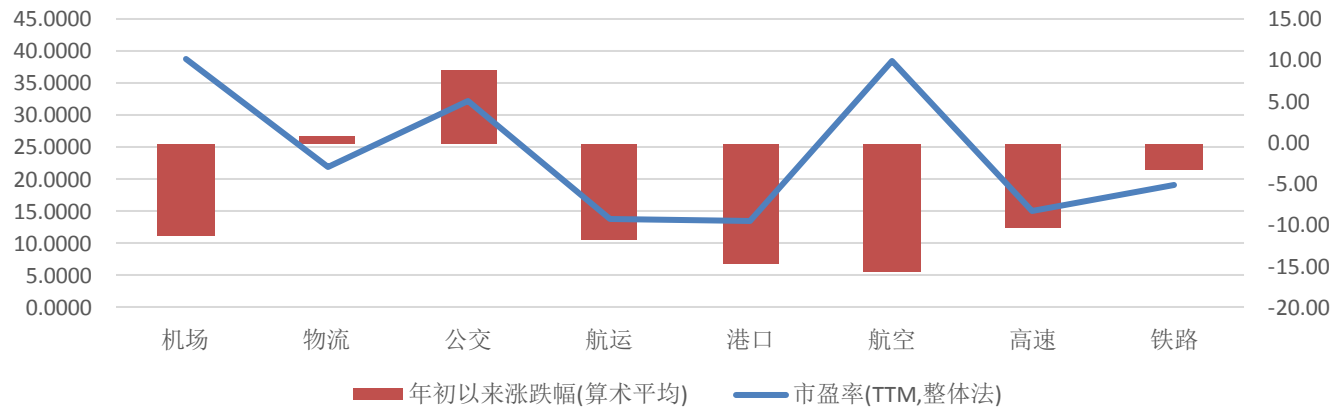
估值方面，纵向比较，2020 年交运子板块估值涨跌不一。疫情在国内爆发后，引发了一系列非常态的估值表现。整体而言，PE 估值的涨幅要高于 PB 估值的涨幅，我们认为主要是因为交运板块拥有固定资产较高，PB 的跌幅相对较小，而疫情大幅影响上半年交运市场运行，利润下跌的幅度高于股价下跌的幅度，导致 PE 估值涨幅较高。

图 6 申万二级行业剔除负值后 PE(TTM，整体法)和 PB(MQR)涨跌幅（2020/1/1-2020/6/5,%）



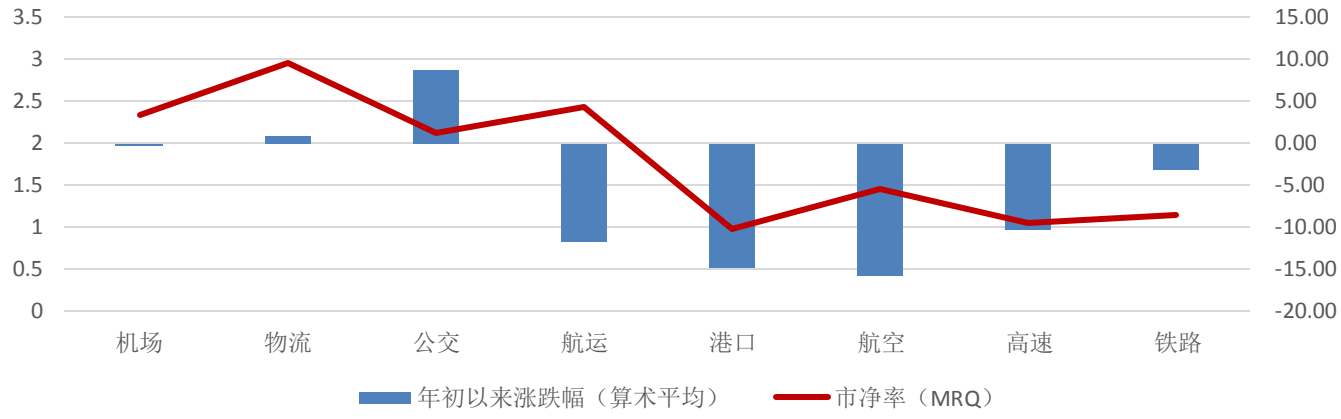
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 7 申万二级行业涨跌幅及行业 PE（TTM）对比(2020/1/1-2020/6/5，%)



资料来源： Wind，东海证券研究所

图 8 申万二级行业涨跌幅及行业 PB（MQR）对比(2020/1/1-2020/6/5，%)



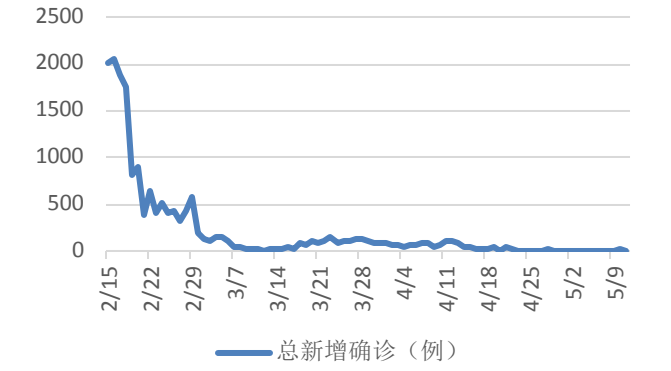
资料来源： Wind，东海证券研究所

2.疫情冲击交通运输，行业难躲负面影响

2.1.新冠肺炎影响国内外经济活动

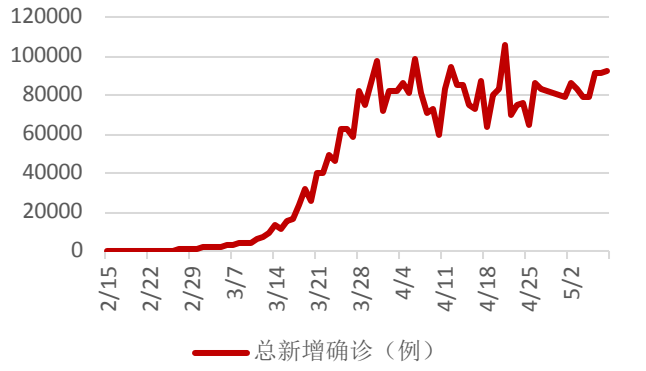
从 2019 年 12 月开始，湖北省武汉市部分医院陆续发现了多例有华南海鲜市场暴露史的不明原因肺炎病例，后被证实为新型冠状病毒感染引起的急性呼吸道传染病。随后疫情逐渐蔓延，不仅在中国国内，世界多地区发现该病症，爆发了跨大洲式的疫情流行。世界卫生组织命名该肺炎为“2019 冠状病毒（COVID-19）”。截至 2020 年 6 月 7 日，根据美国约翰斯·霍普金斯大学发布的实时统计数据显示，全球累计确诊新冠肺炎病例超 680 万例，累计死亡超 36 万例。根据目前的疫情数据来看，国内疫情于 2 月 10 日抵达峰值，随后新增病例逐步减少，而国外疫情从 3 月初开始迅速增加，直至目前新增病例数量仍然高居不下。此次疫情造成长时间经济停滞，企业停工、交通封锁、学校停课等一系列抗疫措施在减缓疫情传播的同时也在削弱经济市场上的供给和需求。

图 9 **国内**：近三个月的新增确诊病例趋势



资料来源：国家卫健委，东海证券研究所

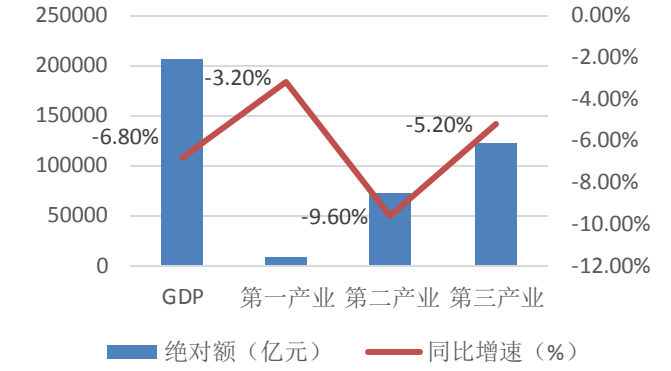
图 10 **国外**：近三个月的新增确诊病例



资料来源：国家卫健委，东海证券研究所

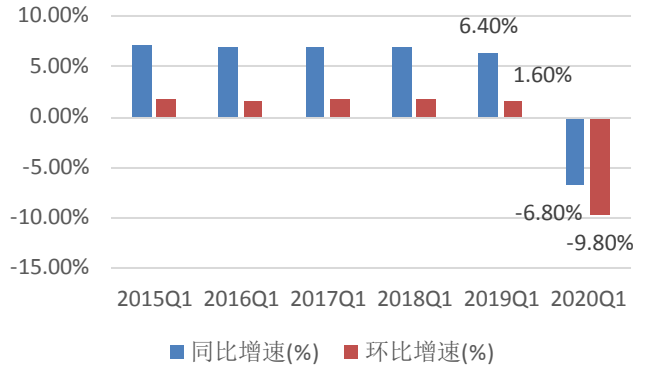
企业停工切断了供给，人们没法上班没有收入锐减了需求。新冠病毒造成的经济停摆重创 2020 年的一季度 GDP。国家统计局在 2020 年 4 月 18 日发布的第一季度国内生产总值（GDP）以及大类产业的初步核算结果，一季度国内生产总值达 206504 亿元，同比下降 6.8%，环比下降 9.8%。分产业看，第一产业增加值同比下降 3.2%；第二产业增加值同比下降 9.6%；第三产业增加值同比下降 5.2%。

图 11 中国 2020 年一季度 GDP 同比增速



资料来源：统计局，东海证券研究所

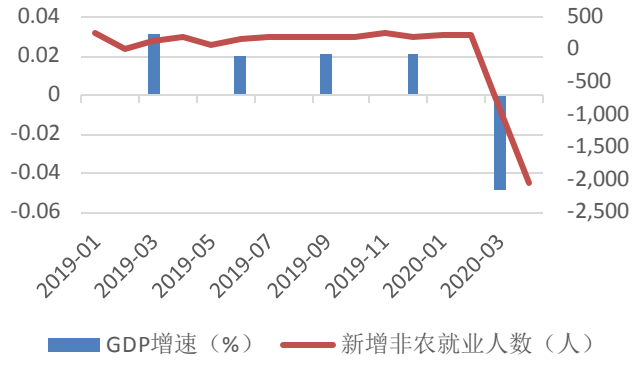
图 12 中国近年 GDP 一季度同比增速和环比增速



资料来源：统计局，东海证券研究所

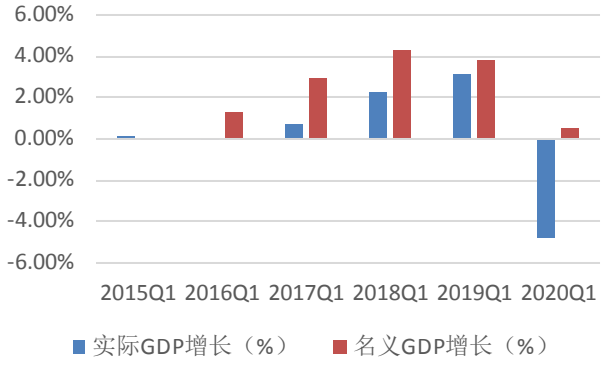
美国在本次疫情中也难以幸免，3 月、4 月和 5 月非农新增就业人数分别为-87 万人、-2050 万人和 250 万人，3 月至 5 月美国净增失业人数将近 2000 万人。美国商务部在 2020 年 4 月 29 日公布，美国 2020 年第一季度的实际国内生产总值约为 5.26 万亿美元，剔除物价因素，同比增长 0.5%，环比折年率为-4.8%。其环比折年率创 2008 年第四季度以来最大降幅。由于美国疫情始于第一季度的最后三个星期，一季度数据并不能完全反映所有的负面影响，新冠肺炎带来的经济停滞可能延续至二季度。国外疫情爆发于一季度中后期，而国内疫情贯穿整个一季度，造成中国一季度 GDP 增速成为六强国家之中降幅最大的。不过，我们率先从疫情中恢复过来，并在此次危机中呈现出较强任性，未来恢复状况值得期待。

图 13 美国一季度 GDP 增速及新增非农就业人数



资料来源：wind，东海证券研究所

图 14 美国近年一季度实际 GDP 与名义 GDP 环比折年率

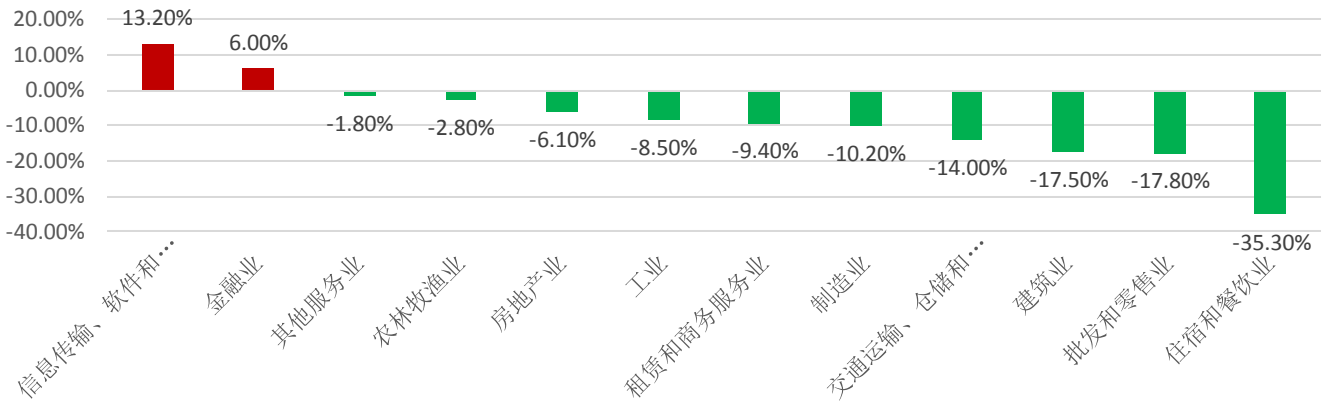


资料来源：wind，东海证券研究所

2.2.本次疫情对交运行业的影响

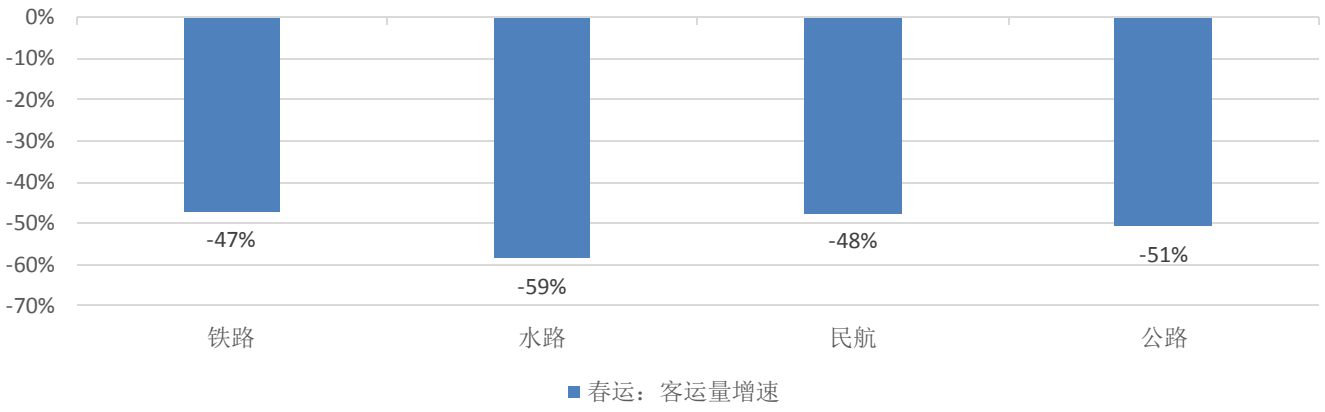
在各行业中，交通运输行业受到的负面冲击较重。比较中国 2020 年第一季度 GDP 数值和 2019 年第一季度 GDP 数值的同比增长率，我们看到，第三产业（服务业）中的住宿和餐饮业（-35.3%），批发和零售业（-17.8%），以及交通运输、仓储、邮政业（-14.0%）同比下降幅度最大，而金融业（6.0%）和信息技术服务业（13.2%）同比正增长。今年春运期间减少了近半的客运量，其中水路、公路、民航和铁路的客运量增速分别为-59%、-51%、-48%和-47%。一季度中，2 月和 3 月受停工停课影响最为严重，2 月份减少近八成的客运量。

图 15 2020 年一季度国内各行业 GDP 增速（季度同比，%）



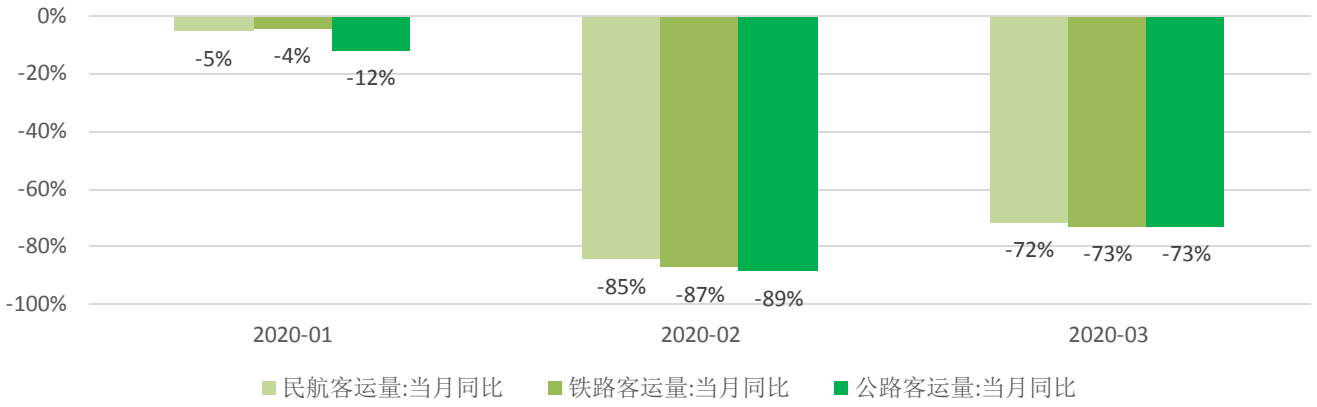
资料来源：统计局，东海证券研究所

图 16　2020 年春运客运量变化（同比，%）



资料来源：wind，东海证券研究所

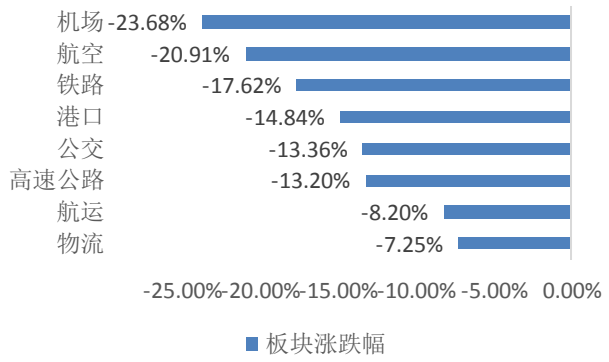
图 17　2020 年一季度国内各交运细分行业客运量增速（当月同比，%）



资料来源：wind，东海证券研究所

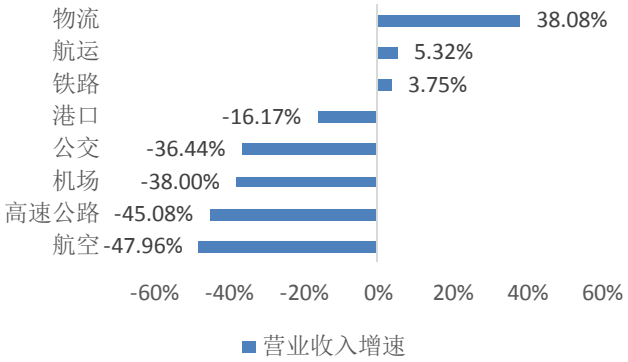
今年一季度期间，交通运输行业各个子版块呈现出冰火两重天的营收状况，物流火爆而航空遇冷。从一季度营收增速来看，物流、航运和铁路板块分别同比增长 38.08%、5.32%和 3.75%，而航空、高速公路、机场、公交和港口分别同比下降 47.96%、45.08%、38.00%、36.44%和 16.17%。从归属母公司净利润的增速来看，只有航运板块同比增长了 29.11%，主要原因是海上运输周期较长，很多一季度的订单在年前已经锁定，并不能完全反映出疫情带来的影响。运输周期比较短、对客运需求依赖高的行业在此次疫情中损失惨重，机场、高速公路、公交和航空板块的一季度净利润同比跌幅均超过 100%，而航空板块的净利润跌幅甚至达到 327.4%。

图 18 2020 年一季度交运子版块涨跌幅（%）



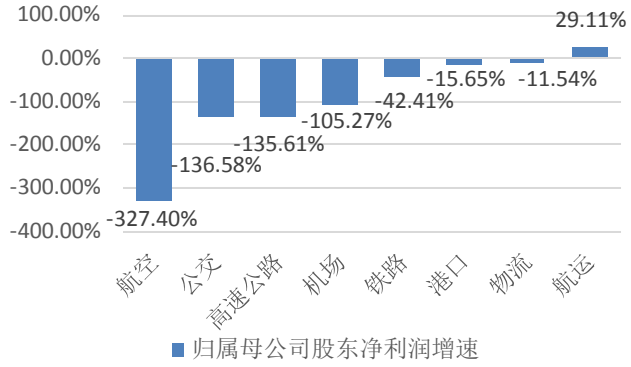
资料来源：wind，东海证券研究所

图 19 2020 年一季度交运子版块营收同比增长（%）



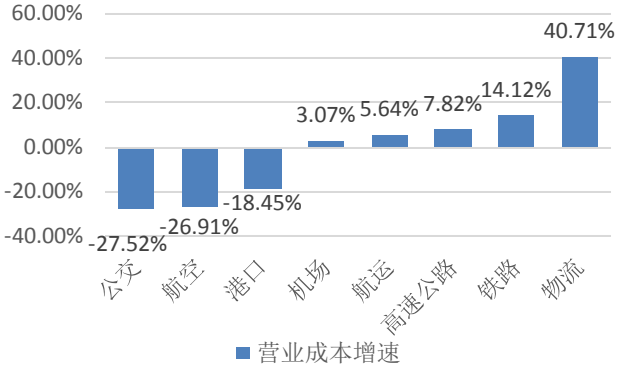
资料来源：wind，东海证券研究所

图 20 2020 年一季度交运子版块归母净利润增速（%）



资料来源：wind，东海证券研究所

图 21 2020 年一季度交运子版块营业成本增速（%）



资料来源：wind，东海证券研究所

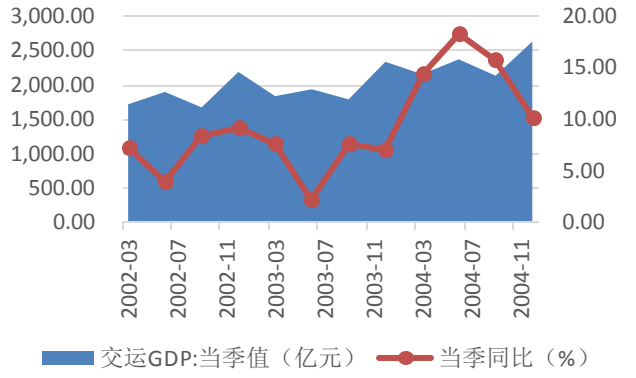
2.3.疫情短期冲击较高，恢复情况重点看外贸

尽管中国经济受到重创，但由于先于其他国家面对疫情，且率先采取了一系列有针对性的货币措施和财政手段，以辅助企业复工、促进经济复苏。因此，经过疫情直接影响的一季度时间窗口后，二、三季度国内有望迎来较快的产业修复。

回顾非典时期的交运数据，来推测此次新冠肺炎可能的恢复情况。就中国国内情况而言，非典是曾经经历过最类似的情况，对现在的恢复情况有可借鉴的地方。交通运输、仓储和邮政业 GDP 增速、全国客运量增速和全国货运量增速在非典时期分别为 3.90%、-41.20%和-15.20%，在新冠时期分别为-14%、-88.30%和-29.90。从现有的数据上看，新冠肺炎造成的行业冲击大于非典，但两者的影响力均属于短期的、高强度的伤害。根据非典后期的恢复情况来看，疫情对当年的经济影响微乎其微，后期经济走势仍然延续原有趋势稳步向上。

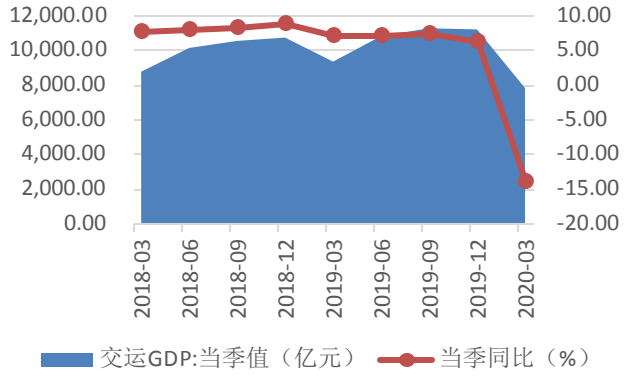
根据交通运输部的最新统计，交运行业目前回暖明显。截至 5 月 23 日，在建重点项目复工率达到 99.7%，运输企业复产率达到 98.4%，其中客运企业复产率达到 97.6%，货运企业复产率超 99%。与此同时，货运运行明显回暖，与去年同期相比实现了正增长。

图 22 非典前后：交通运输、仓储和邮政业 GDP 变化



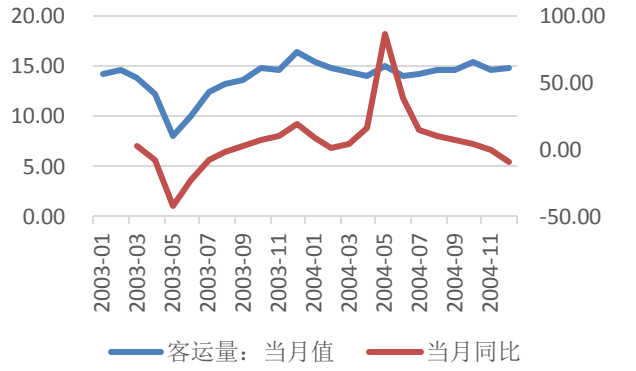
资料来源：wind，东海证券研究所

图 23 新冠前后：交通运输、仓储和邮政业 GDP 变化



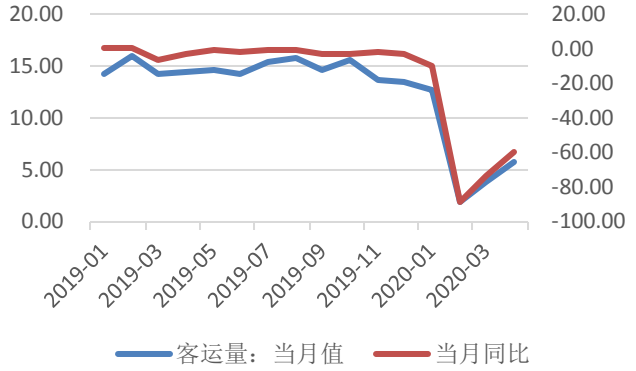
资料来源：wind，东海证券研究所

图 24 非典前后：全国交通运输业客运量变化（亿人，%）



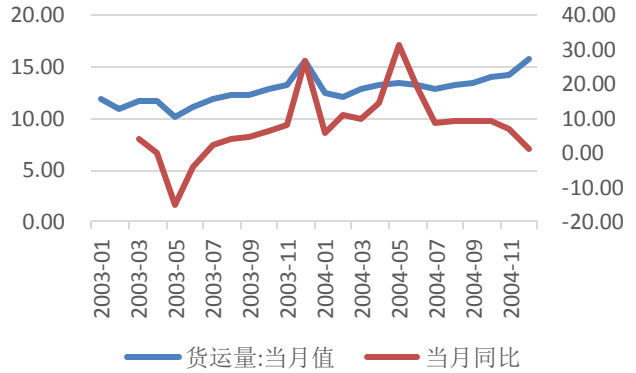
资料来源：wind，东海证券研究所

图 25 新冠前后：全国交通运输业客运量变化（亿人，%）



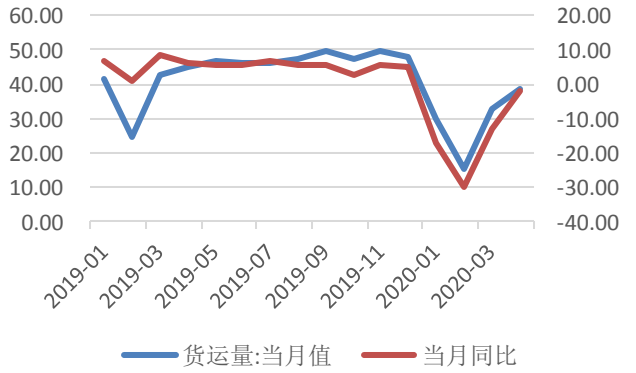
资料来源：wind，东海证券研究所

图 26 非典前后：全国交通运输业货运量变化（亿吨，%）



资料来源：wind，东海证券研究所

图 27 新冠前后：全国交通运输业货运量变化（亿吨，%）



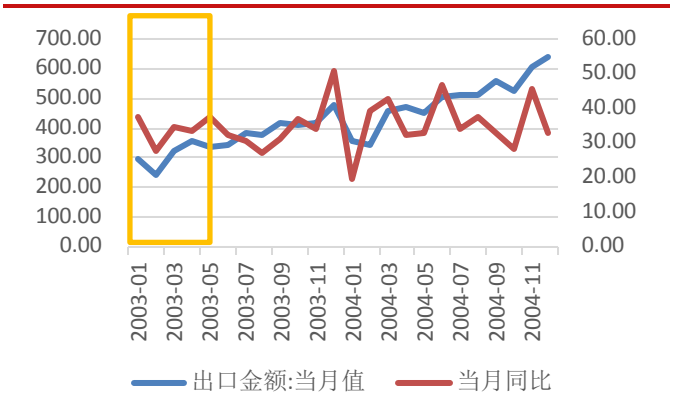
资料来源：wind，东海证券研究所

与非典时期不同的是，从数据上来看，此次疫情在进出口方面的负面影响更显著。有两方面原因：1）国外的疫情发展超预期。2）中美两国间的贸易战超预期。2020 年一季度，货物进出口总额 65742 亿元，同比下降 6.4%。其中，3 月份进出口总额 24459 亿元，同比下降 0.8%，降幅比 1-2 月份收窄 8.7 个百分点。进出口相抵，贸易顺差 983 亿元。

不过，我们把数据周期拉长，看近八年的进出口货运量增速和进出口金额变化，可发现，本次疫情并没有对外贸造成冲击性影响，且进出口金额的跌幅远超进出口运量的跌幅。

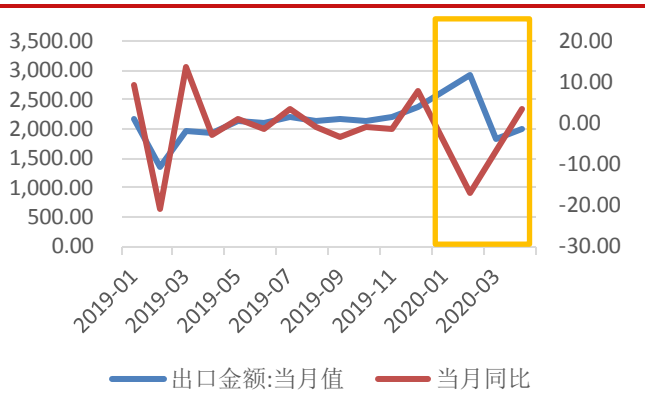
我们认为，外贸货运量的走势主要取决于国际经济趋势以及贸易战激烈程度，与疫情相关度不高。

图 28 非典期间：出口金额变化（亿美元，%））



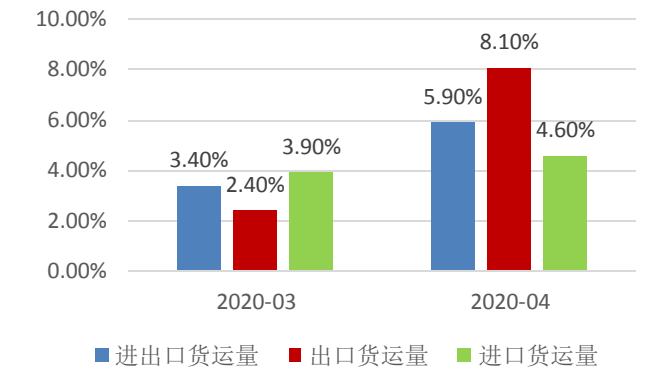
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 29 新冠期间：出口金额变化（亿美元，%）



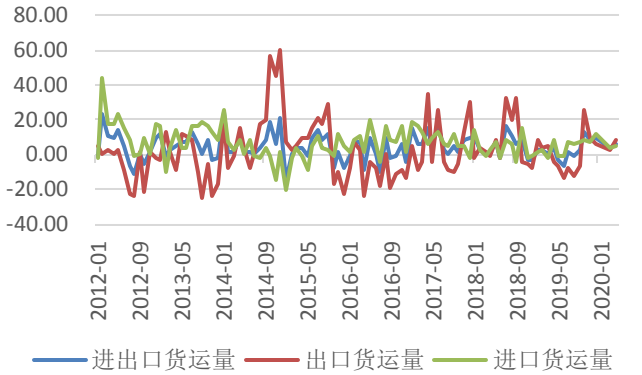
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 30 新冠复工后：进出口货运量增速变化（当月同比，%）



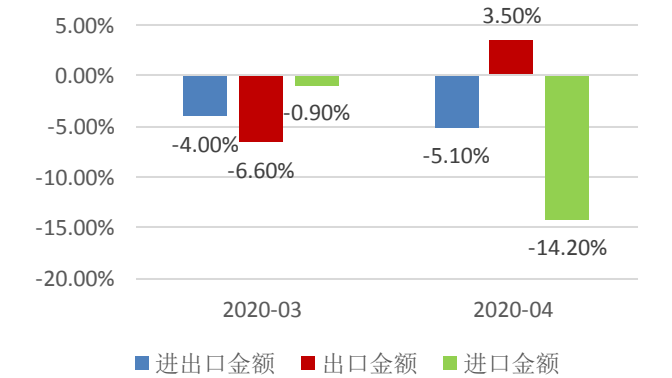
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 31 近八年：进出口货运量增速变化（当月同比，%）



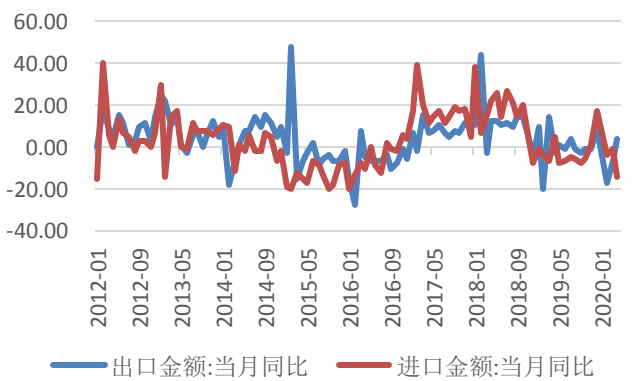
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 32 新冠复工后：进出口金额增速变化（当月同比，%）



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 33 近八年：进出口金额增速变化（当月同比，%）



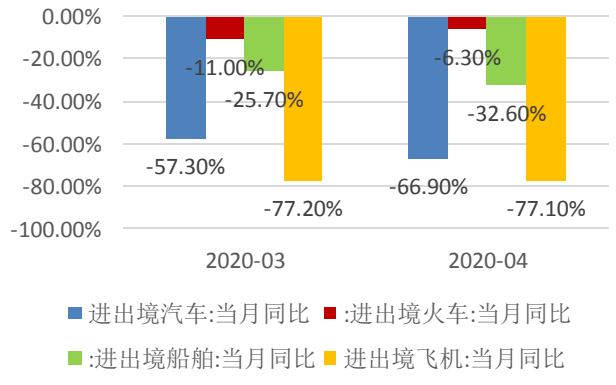
资料来源：海关总署，东海证券研究所

2.4.下半年对交运的展望

从恢复确定性来看，下半年国内的交通运输大概率会迅速恢复，而国际运输的恢复情况则取决于国外疫情、中美贸易战等多种因素，不确定性较高，因此，内贸相关度高的交运子行业有望强于外贸相关度高的子行业。根据最新交通运输部公布的数据，5 月中旬，交通运输行业完成营业性客运量 2.18 亿人次，已恢复至去年同期的 47.1%。从进出境数据来看，疫情期间，不同的交通工具受影响程度不同。火车、船舶的进出境增速影响较小，而飞机进出境增速影响最大，跌幅达到 77.20%。

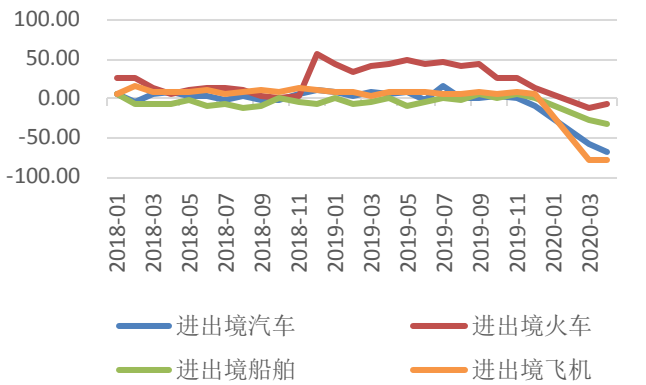
下半年而言，我们主要看好内贸相关交运行业，考虑到疫情仍有复发的可能性，在内贸中货运比客运更有确定性，因此，在交运子板块中，我们重点关注快递以及航空物流。

图 34 新冠复工后:不同交通工具进出境数据变化（%）



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 35 近三年：不同交通工具进出境增速变化（%）



资料来源：海关总署，东海证券研究所

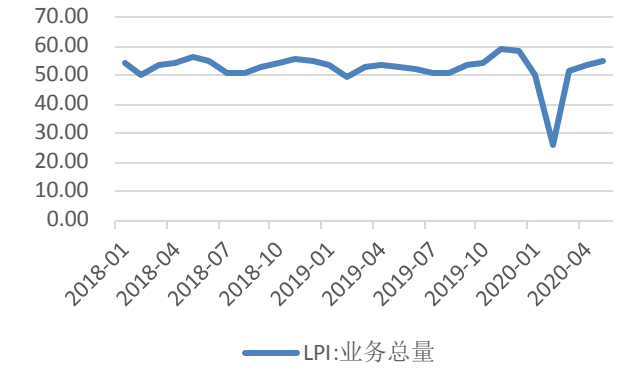
3.需求火爆：快递

3.1.快递价值凸显，行业需求疯长

疫情期间，千家万户关门闭户时，快递行业承担起人们生活物资保障的重任，让中国人们平稳度过艰难时刻。在国务院发布的《抗击击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书中，四次提及“快递”，点赞邮政快递业在运输防疫物资和服务民生中所发挥的作用。截至 6 月 5 日，邮政企业、快递企业承运、寄递疫情防控物资累计 47.03 万吨、包裹 3.88 亿件，发运车辆 8.41 万辆次，货运航班 760 架次。

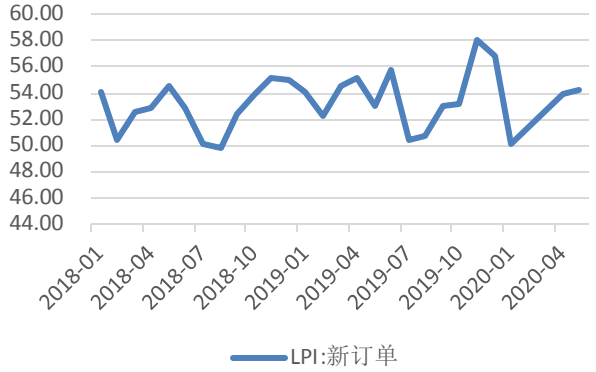
在此次危机之中，快递行业不仅体现了自身的价值，还使得快递这种消费行为进一步融入了老百姓的生活。快递需求的火爆程度也从数据上体现出来。2020 年 5 月中国快递发展指数为 344.2，同比增长 73.5%，其中，发展规模指数、服务质量指数、发展能力指数和发展趋势指数分别为 291.1、622.4、202.4 和 94.0，快递业增速加快、质量提升，呈现扩容提质的发展态势。而我国的快递业务体量早已攀升至全球第一，对全球快递业务增长的贡献超过 50%。中国快递也从野蛮发展时代转入服务升级的新阶段。

图 36 2018-2020 中国物流业景气指数(LPI)业务总量



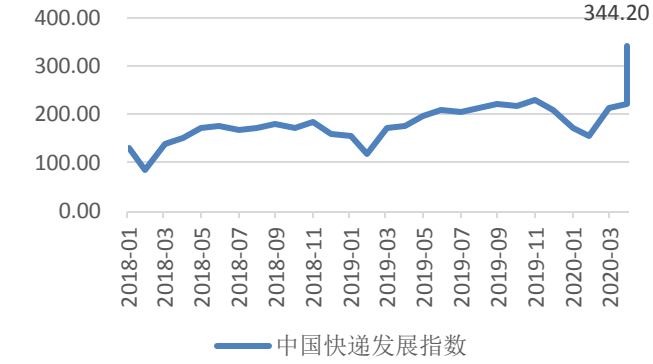
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 37 2018-2020 中国物流业景气指数(LPI)新订单



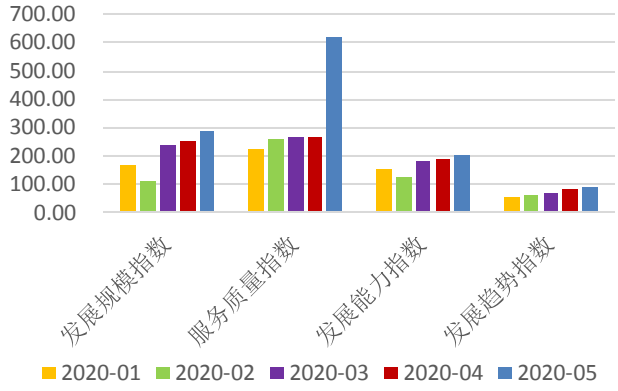
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 38 2018-2020 年中国快递发展指数



资料来源： Wind，东海证券研究所

图 39 2020 年中国快递发展指数中的细分指数变化

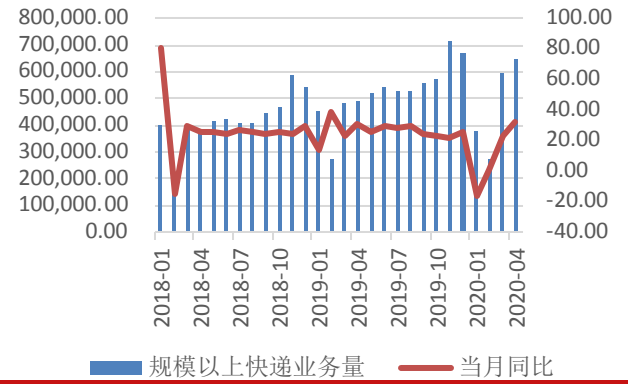


资料来源：Wind，东海证券研究所

快递的发展规模离不开网购市场的支撑。特别是在疫情防控常态化的形势下，消费者对线下购物仍有顾虑，大量消费需求转为线上，急剧释放快递业发展动能，各大网购 APP 活跃用户数逐步攀升，日均快递业务量更接近 2.5 亿件。今年 5 月，快递发展规模指数为 291.1，同比增长 37.1%。从分项指标看，快递业务量预计完成 73.0 亿件，同比增长 39.6%；快递业务收入预计完成 810.0 亿元，同比增长 31.0%。而疫情之后，快递业恢复迅速，并且在 5 月获得了高速增长态势主要得益于线上购物的需求火爆。

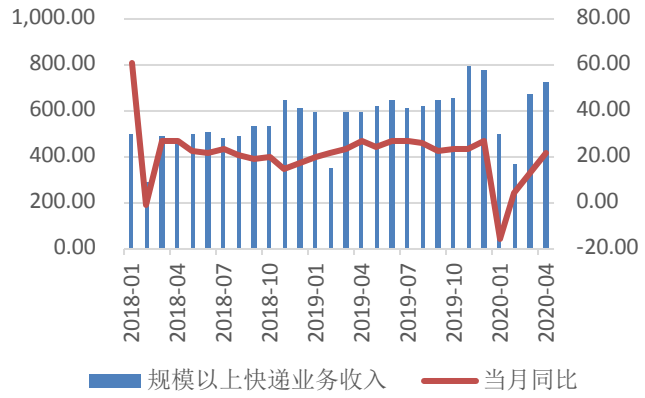
商务部、工业和信息化部、国家邮政局与中国消费者协会共同组织了第二届“双品网购节”。在 4 月 28 日至 5 月 10 日期间，双品网购节总销售额达 1825.1 亿元人民币，带动实物商品网络零售额超 3800 亿元，同比增长 33.3%。活动带动同期全国网络零售额超 4300 亿元，同比增长 20.8%；同期，全国农村网络零售额同比增长 40%，其中国家级贫困县网络零售额增长超 50%。在线上购物的带动下，五一假期期间，全国邮政快递业共揽收包裹 11.02 亿件，同比增长 41.8%。

图 40 规模以上快递业务量及增速（万件，%）



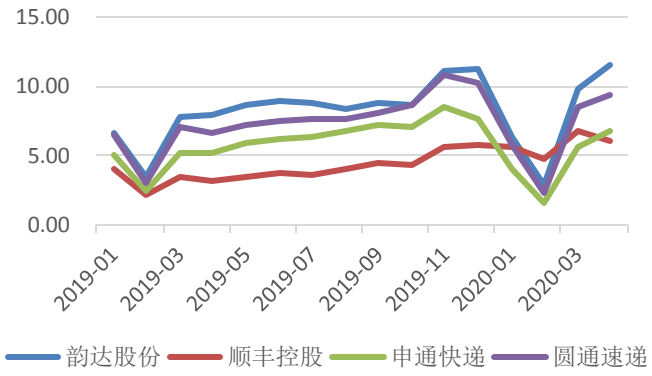
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 41 规模以上快递业务收入及增速（亿元，%）



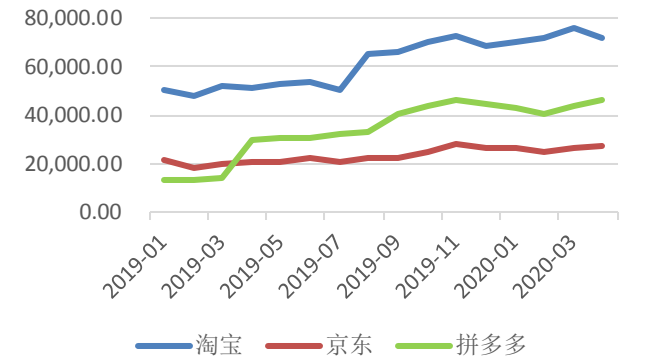
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 42 各上市公司快递业务量恢复快（当月值，亿票）



资料来源： Wind，东海证券研究所

图 43 移动 APP 活跃用户数（当月值，万人）

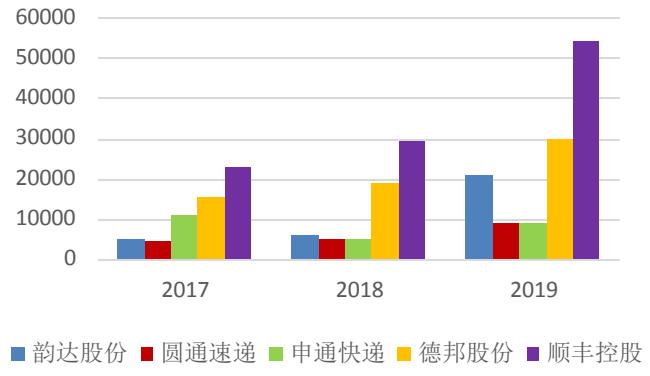


资料来源： Wind，东海证券研究所

3.2.价格战不能持久，政府支持物流项目

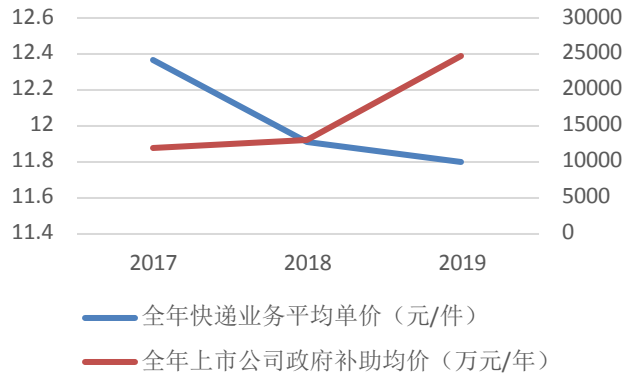
快递行业一直处于高速增长状态，依靠高增速、低毛利的盈利模式争取更多市场份额，因此，价格战始终是行业内的无法避免的一个问题。无论是加盟制快递（韵达股份、申通快递和圆通速递等），还是直营系（顺丰控股、德邦股份等）都面临因杀价竞争和市场扩容而导致的客单价下降以及毛利率下降的情况。而我们认为，价格战不会影响整个行业发展的步伐。原因有二，第一价格不可能一直打下去，最终行业会进入存量博弈中，提升服务质量并提供公司的可持续发展能力。第二国家注重社会物流的结构优化，致力于物流降本增效，支持货运枢纽建设。近期，交通运输部综合规划司发布关于对拟投资补助的货运枢纽（物流园区）项目的公告，拟安排投资补助资金的新建山西穗华物流园、龙岩公路港物流园、顺丰天津电商产业园等 9 个货运枢纽（物流园区）项目予以公示。

图 44 每年政府补助金额增加（万元）



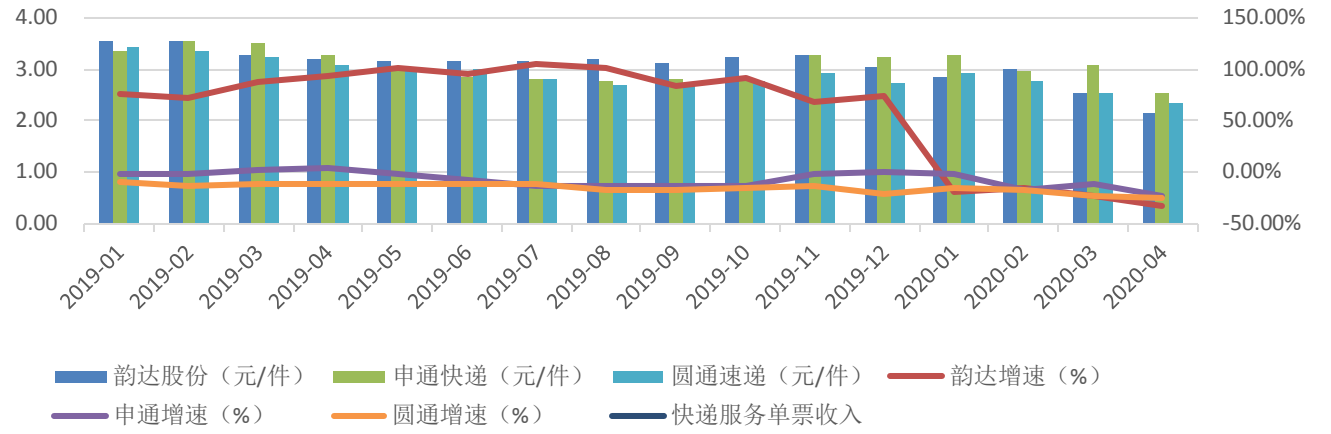
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 45 快递单票收入下降的同时政府补助在上涨



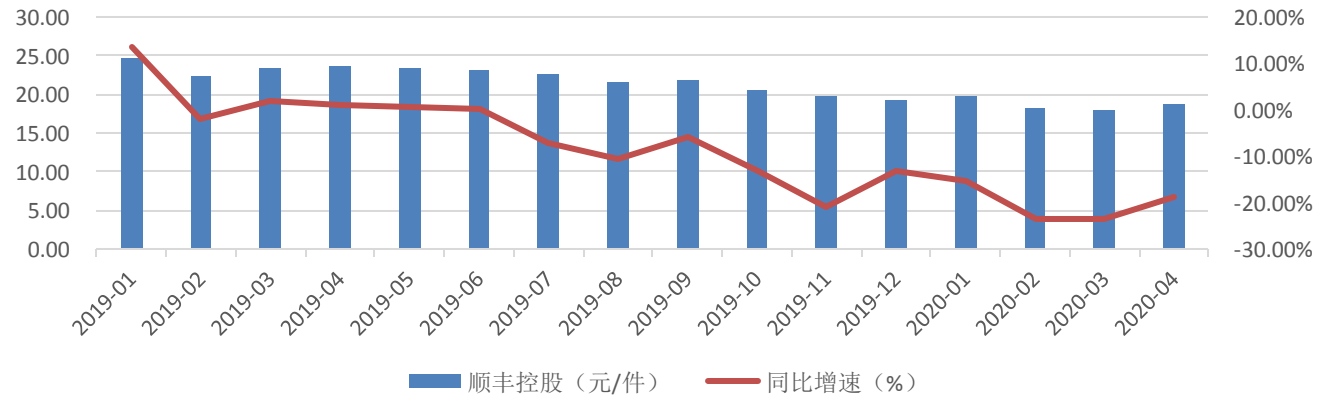
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 46 通达系：每月快递服务单票收入及增速



资料来源： 公司公告，东海证券研究所

图 47 直营系：每月快递服务单票收入及增速



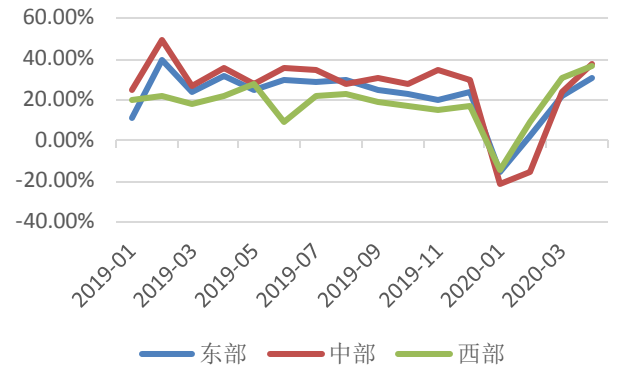
资料来源： 公司公告，东海证券研究所

3.3.业务向中西部蔓延，低线城市提供增量

快递市场需求一直以东部地区为主，其业务收入和业务量占比均达到八成左右。伴随中西部经济的快速崛起及低线城市电商渗透率快速提升，目前快递需求有逐步向中、西蔓

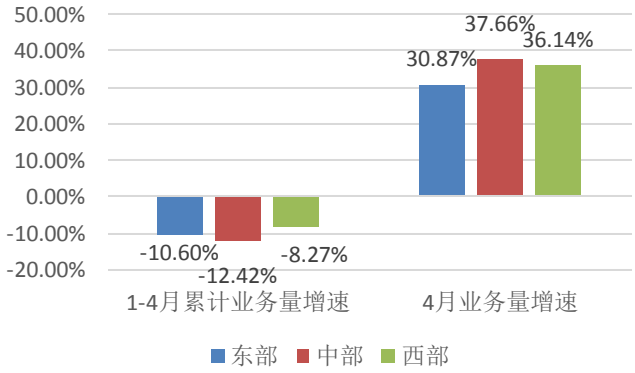
延的趋势。受疫情拖累，2020 年 1-4 月期间，东、中、西部快递业务量增速分别为-10.60%、-12.42%及-8.27%，其中 4 月数据更能体现疫情后各地区的恢复情况，中部和西部 4 月快递业务量增速超过东部地区。从快递业务量排名城市来看，2019 年快递业务量排名前五位的城市依次是广州、金华（义乌）、深圳、上海和杭州，其快递业务量合计占全部快递业务量的比重达到 56.5%，比上年同期 67.5%的比重下降了 11 个百分点，其他地区的上升空间大。电商需求仍将保持中高速增长，农村市场潜力进一步释放，行业将呈上扬态势。

图 48 东中西部快递业务量增速（%）



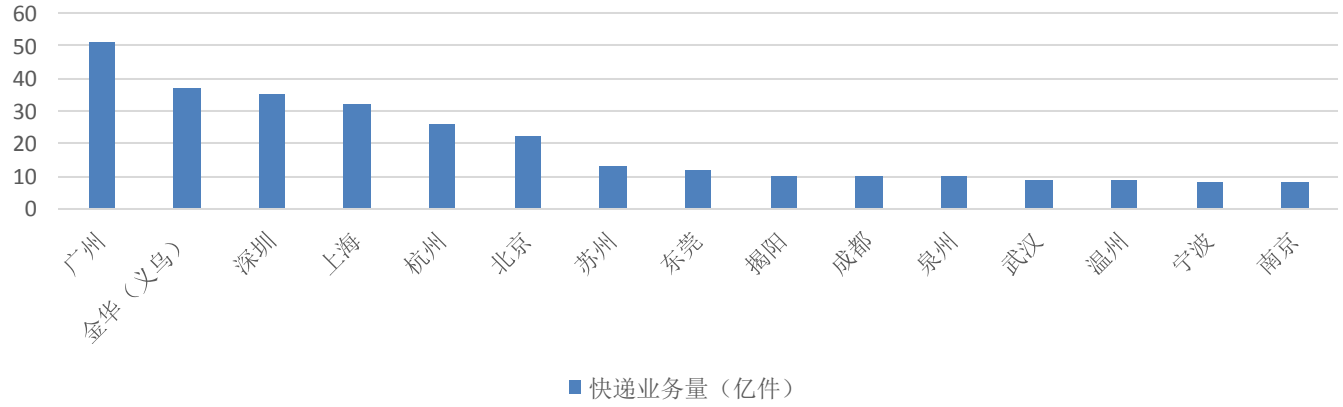
资料来源： Wind，东海证券研究所

图 49 2020 年东中西快递业务量增速区别（%）



资料来源： 国家邮政局，东海证券研究所

图 50 2019 年快递业务量前十五城市情况

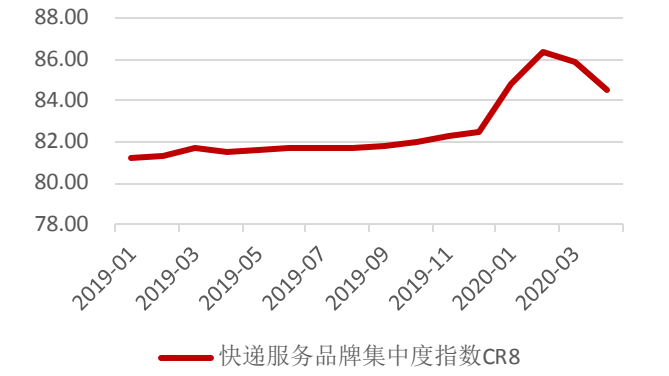


资料来源： 国家邮政局，东海证券研究所

3.4. 服务质量提升显著，布局智能化资产

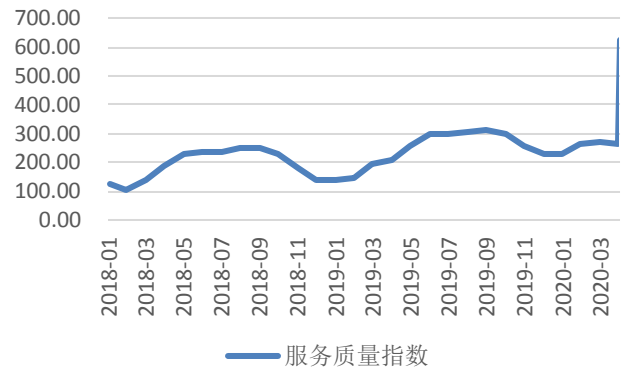
近年来随着菜鸟裹裹的数据化、智能化发展，以及快递企业自身的成长，行业普遍实现了对个人快递市场的覆盖和服务完善。即便是“天猫双 11”等个人快递业务集中爆发的时间节点，快递企业也已能够从容应对。在疫情期间，快递服务品牌集中度提升显著，突出了物流基础设备的重要性。拥有更好的物流硬实力才能占据更多市场空间。各快递企业不断深耕细分领域，提升个性化服务水平，依托仓群网络、供应链一体化、库存管理,在寄递服务基础上丰富增值服务，进一步提升末端服务价值。综合运输能力持续增强。例如，申通购置 200 台牵引车头和 140 台半挂车，着力增强陆运能力；中通进一步配置了东盟跨境（南宁）智慧物流产业园、陕北（延安）快递产业园、贵州黔北分拨中心、供应链创新中心；百世快运布局了湖南分拨中心；圆通启动建设北方总部基地。

图 51 快递服务品牌集中度提升



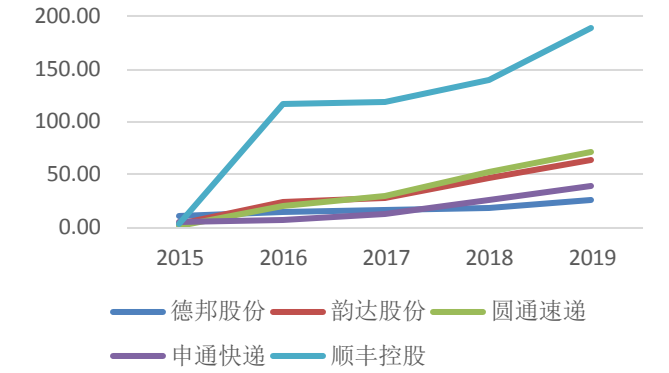
资料来源： 国家邮政局，东海证券研究所

图 52 中国快递发展指数:服务质量指数



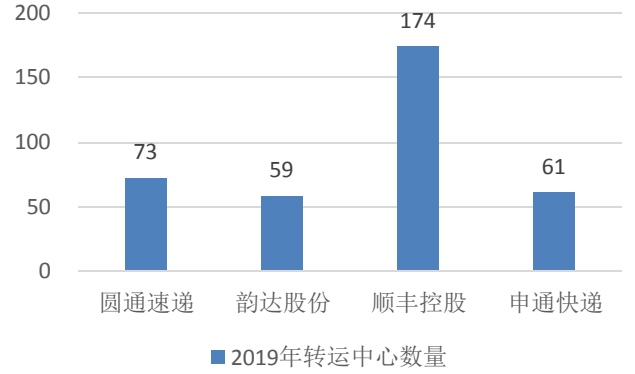
资料来源： wind，东海证券研究所

图 53 各个快递公司固定资产账面价值逐年攀升（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 54 各上市公司快递自营运转中心数量（个）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

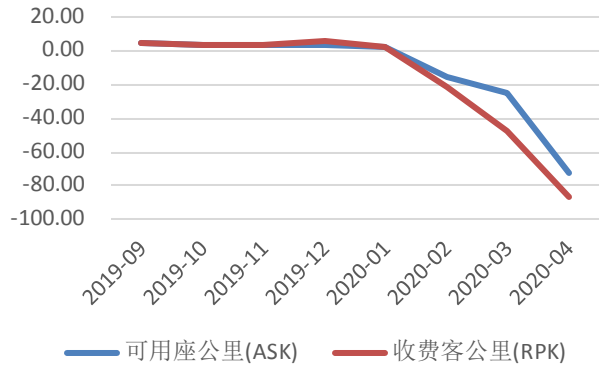
4.需求遇冷：航空

4.1.疫情重创航空行业，需求遭断崖式下跌

今年以来，受新冠肺炎疫情影响，航空需求与往年相比明显下滑。疫情暴发之前，春运期间民航日均飞行 1.73 万班，单日最大运输旅客量近 200 万人次，自 1 月 23 日起，民航旅客运输量和航班量急剧下降，在 2 月 13 日跌至最低谷，单日运输旅客量仅为 13.29 万人次，单日飞行班次降至 3931 班，仅为正常时期的约 7.5%、23%。

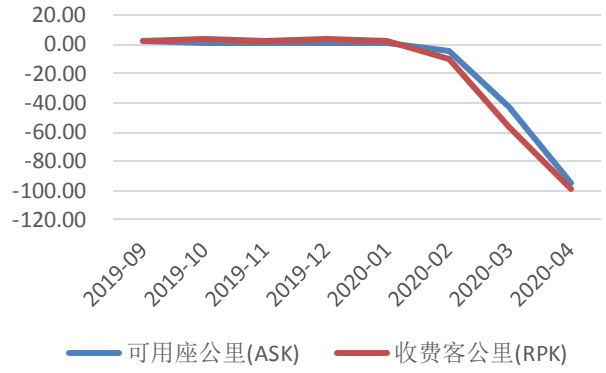
民航客运需求遭到断崖式下跌，2020 年 4 月，国内市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 72.10%、86.90%；国际市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 95.10%、98.40%。国内疫情防控形势逐渐向好，进入 5 月后民航运输恢复速度明显加快，5 月日均运输旅客 78.58 万人次，日均飞行班次 9487 班；6 月 1 日至 5 日，民航日均运输旅客达到 93.52 万人次，日均飞行班次达到 10570 班，分别恢复至去年同期的 57.4%、66.11%。航班量增加的同时，客座率也在逐步回升，平均客座率达到近 70%。总体看，航空行业受疫情影响最严重的时期已经过去，客流开始有序恢复，其中，国内线恢复更快。

图 55 国内市场增速：ASK v.s. RPK



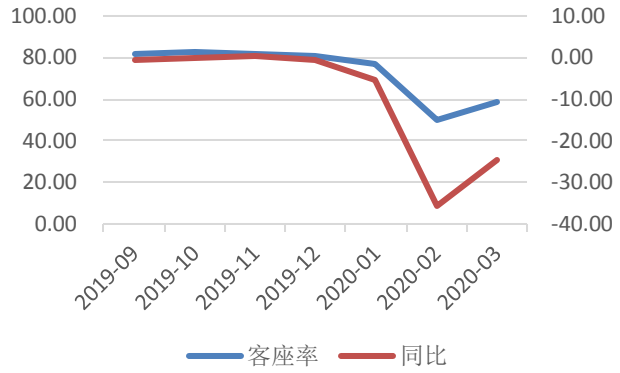
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 56 国际市场增速：ASK v.s. RPK



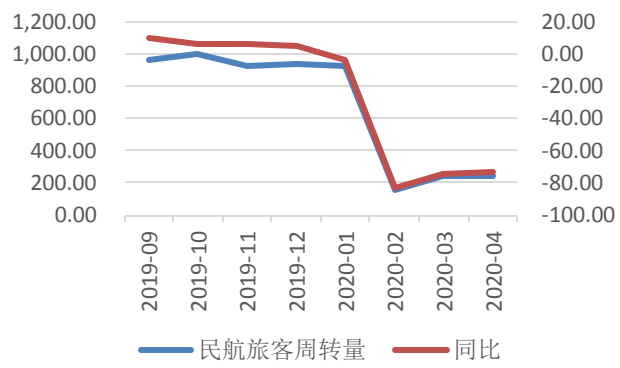
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 57 民航正班客座率（当月值及同比，%，%）



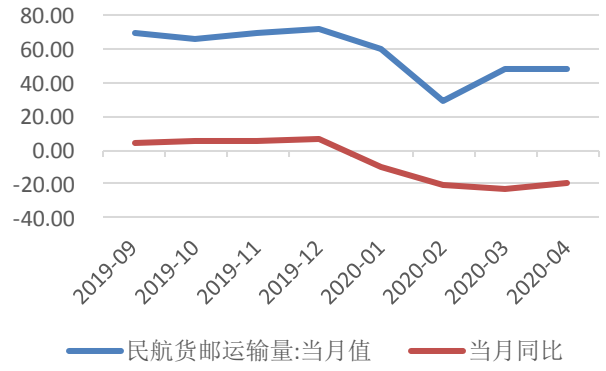
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 58 民航旅客周转量（当月值及同比，亿人公里，%）



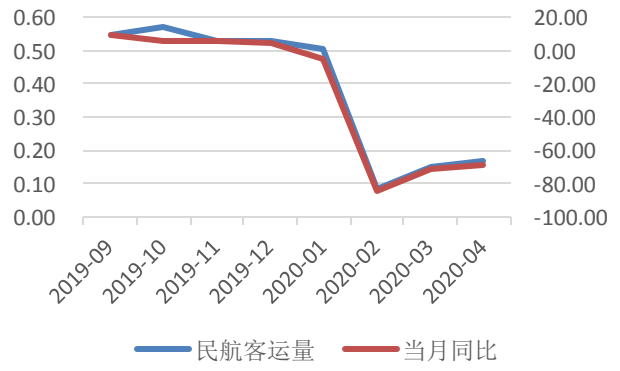
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 59 民航货邮运量（当月值及同比，万吨，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 60 民航客运量（当月值及同比，亿人，%）

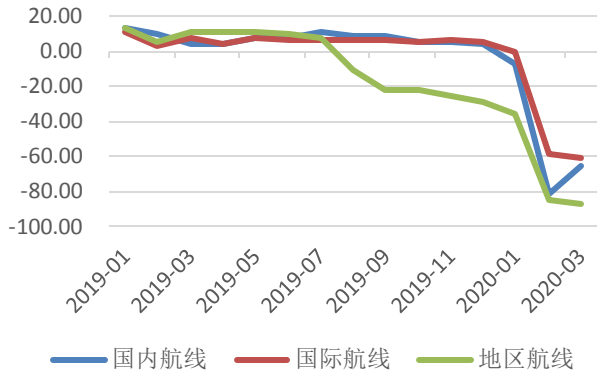


资料来源：Wind，东海证券研究所

对比国内航线，国际航线受制更严重。近期民航局开始调整国际航班政策，国际客流拐点或将到来。为了从源头上最大限度遏制了境外疫情通过航空口岸输入的风险，中国民航局自 3 月 29 日开始执行国际航班“五个一”政策，即“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”的砍国际航班政策。目前参与“五个一”航班运营的有国内 19 家航空公司和 28 家外国航空公司，入境旅客从日均 2.5 万人以上降至 3000 人左右。美国方面对该政策十分不满，因为目前符合规定的中美航线中，只有新冠疫情暴发以来从未断航的四家中

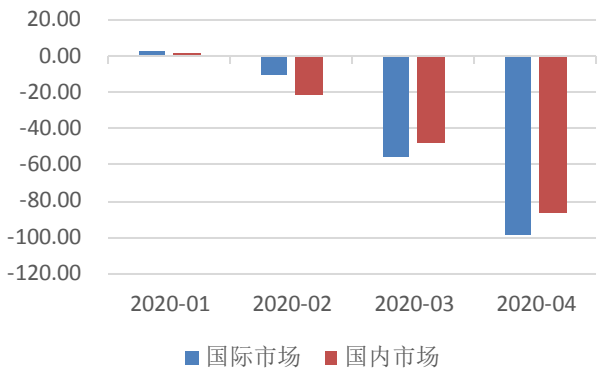
国航司（国航、东航、南航、厦航）可以每周飞一班。6 月 4 日，美国交通部发布通告计划禁止中国载客航班飞往美国，中美之间将无直飞航班。该行动倒逼中国民航局调整国际航班政策，宣布自 2020 年 6 月 8 日起，所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市，每周运营 1 班国际客运航线航班。

图 61　2020 年以来，民航总周转量当月同比（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 62　国际市场与国内市场的收费客公里增速比较（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

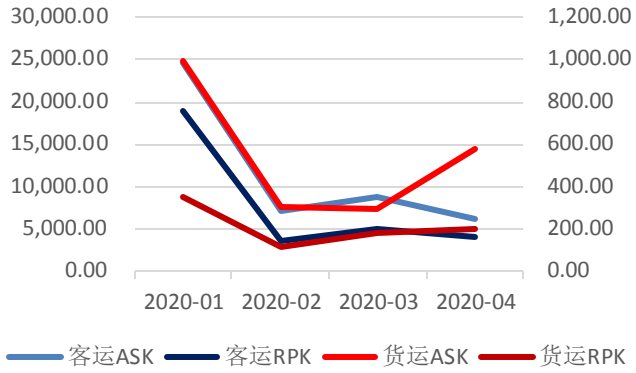
4.2.积极布局“客改货”，政策补贴支线航空

随着疫情蔓延，超过 60 个国家举国“封城”，大量国际航空客运线被迫停运。而航班大规模停飞又导致货运紧张，叠加防疫物资运输需求高涨，部分线路的运费一度涨至原先的几倍，突破 200 元人民币/千克的历史纪录。为了自救，航空公司纷纷选择将闲置客机拆除乘客座椅，改用于货物运输。

今年 2-4 月，全国民航货运量同比下跌约 20%，而客运量的跌幅几乎是货运量跌幅的四倍。各个航空公司积极布局“客改货”。从上市公司公布的运营数据来看，货运的 ASK 与 RPK 增速均高于客运的 ASK 与 RPK 增速。2020 年 1-4 月，中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空和春秋航空的货运 ASK（可用货运吨公里）累计同比分别为-42.49%、-26.73%、-43.21%、-28.52%和-29.93%；RPK（收入货运吨公里）累计同比分别为-43.39%、-13.85%、-33.81%、9.77%和 35.80%。

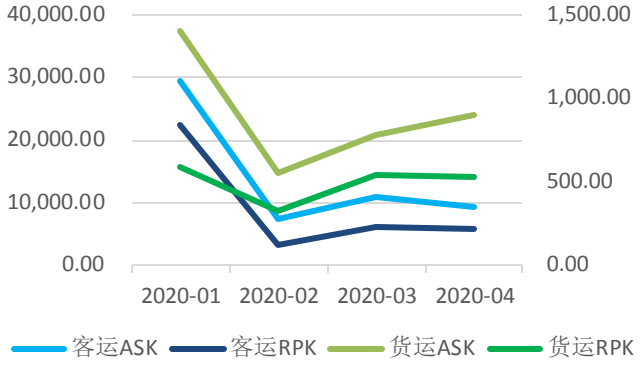
此外，国家在政策上也支持民航飞机“客改货”。财政部 5 月 27 日发布通知，对疫情期间受到影响的中外航空运输企业，中央财政安排资金予以支持。支持对象包括两类，一类为客舱内装货改装项目，另一类是从 2020 年 4 月 1 日起中外航司执飞的不载客国际货运航班。对客舱内装货改装项目，中央财政按照改造成本的 80%予以补助。单通道飞机每架最高补助 80 万元，双通道飞机每架最高补助 145 万元。政策执行期限为 2020 年 4 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日。

图 63 中国国航：客运和货运的供需变化



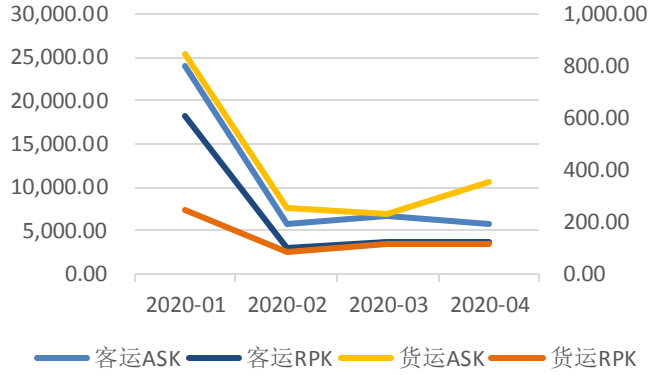
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 64 南方航空：客运和货运的供需变化



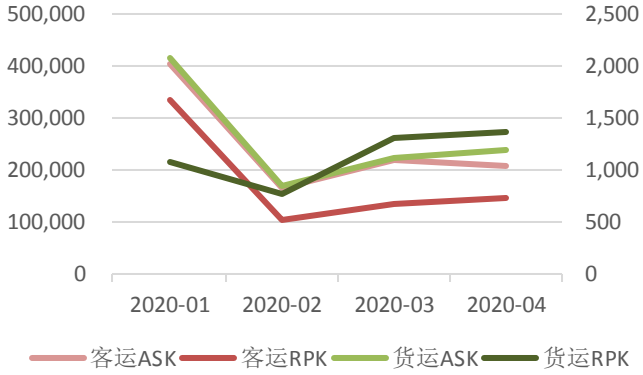
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 65 东方航空：客运和货运的供需变化



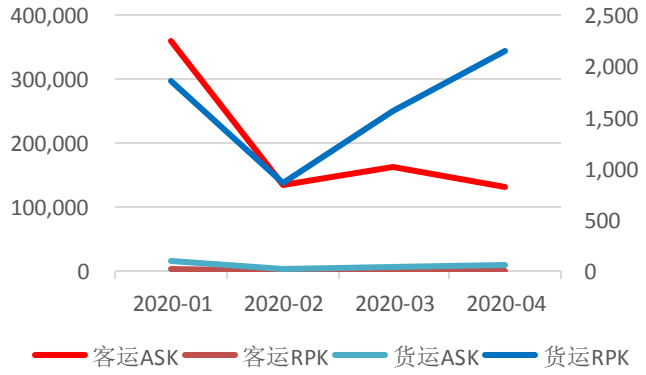
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 66 春秋航空：客运和货运的供需变化



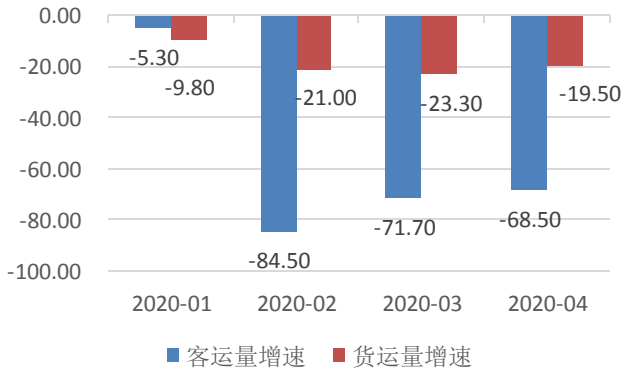
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 67 吉祥航空：客运和货运的供需变化



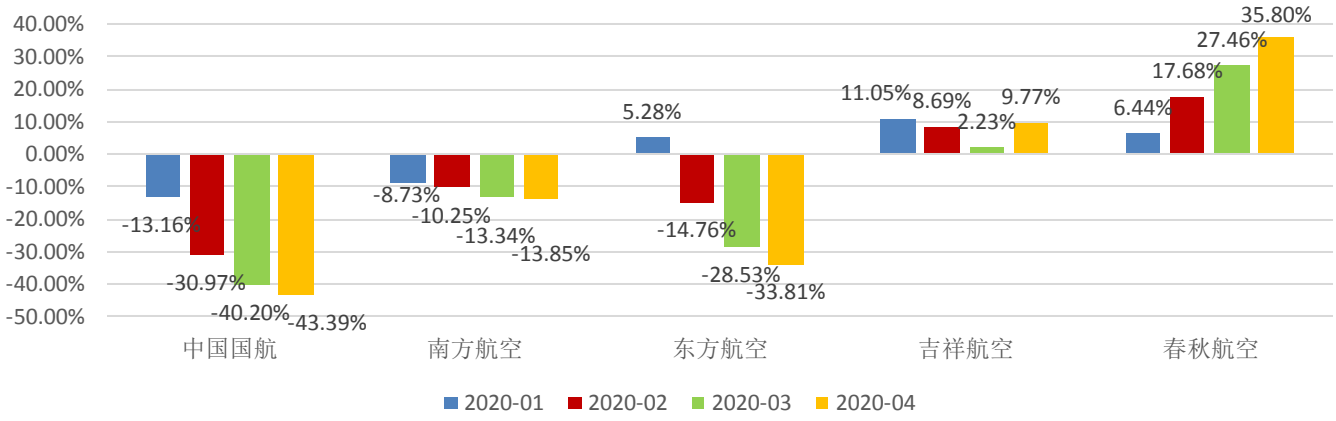
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 68 民航客运量和货邮运量增速（当月同比，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

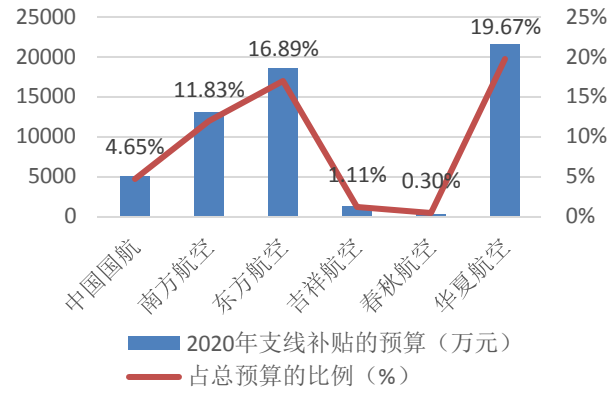
图 69　2020 年以来，各个航空公司货运需求增速（收入货运吨公里:累计值同比，%）



资料来源：　国家邮政局，东海证券研究所

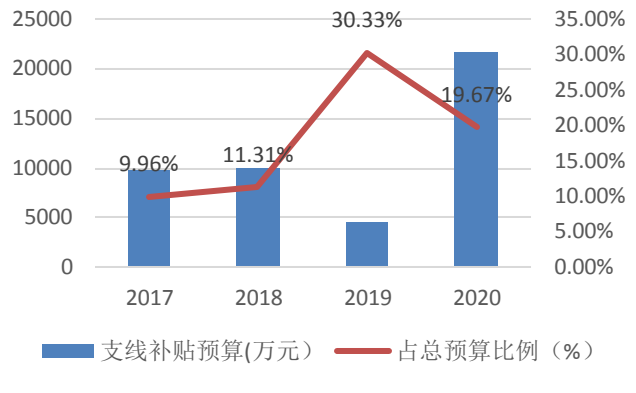
政策上，国家还大力支持支线航空，发展国内民航运输能力。根据《2020 年民航支线航空补贴预算方案》,有 49 家通航企业获得 2020 年支线航空补贴预算共计 110,196 万元。其中，中国国航获得 5,119 万元、南方航空获得 13,039 万元，东方航空获得 18,608 万元，吉祥航空获得 1227 万元，春秋航空获得 328 万元，华夏航空获得 21,673 万元。作为 A 股唯一一家以支线航空为主的公司，华夏航空从该政策补贴中受益最高。

图 70　2020 年支线航空补贴预算合计金额及占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 71　华夏航空：支线补贴预算以及占当年预算的比例



资料来源：Wind，东海证券研究所

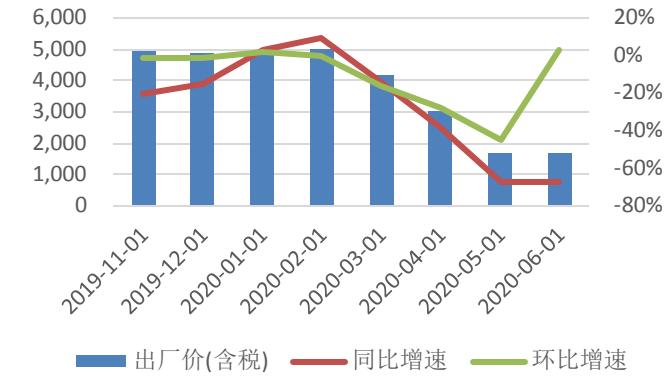
4.3.沙特引爆原油价格战，汇率在高位震荡

油价：2020 年 3 月 8 日，沙特宣布大幅降低售往欧洲、远东和美国等市场的原油价格，折扣幅度创 20 年来最大，正式打响原油价格战。全球油价应声下跌，沙特宣战当日油价最大跌幅便达到 31%。随后，疫情蔓延全球，原油需求被砍断，油价在弱需求和价格战的双重夹击下，于 4 月 20 日创造了历史上首个负值的原油结算价。当日 WTI 原油期货收盘价跌至-37.63 美元/桶。现货市场上，全球基准布伦特原油每桶交易价格也从年初的 60 美元一路狂泻至 4 月底的 12 美元。

理论上，油价下跌有望大幅减少航空业的运营成本，利好公司收入。然而，国内航油价格是每月调整一次，采价期为上月 25 日至本月 24 日，航空公司无法立即享受到油价大

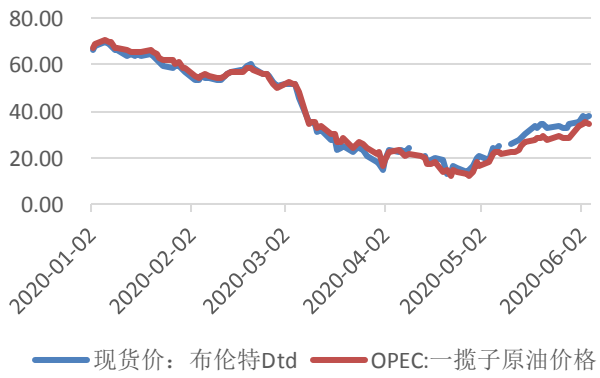
跌的福利。此外，航空公司的变动成本下降，需要高运量配合，才能提升边际收益。疫情恰恰影响了航空飞行数量，因此低油价带来的边际收益将十分有限。

图 72 国内航空煤油出厂价及增速(元/吨，%，%)



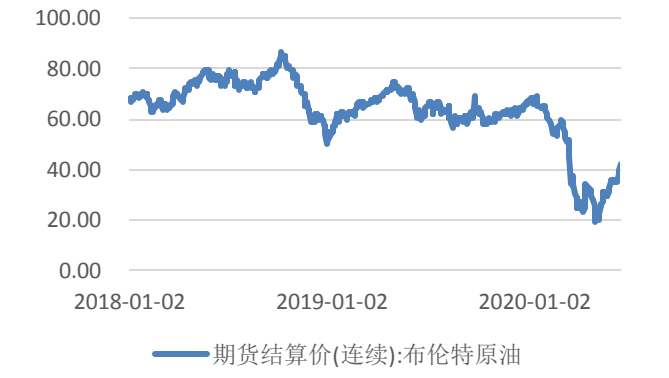
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 73 2020 年油价从 60 元暴跌至 10 元再涨回 30 元



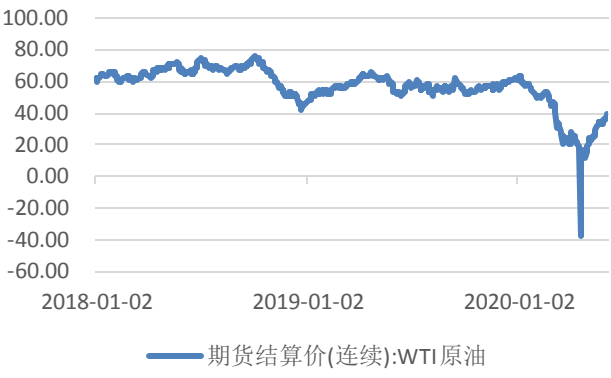
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 74 期货结算价(连续):布伦特原油(2018-2020)



资料来源：Wind，东海证券研究所

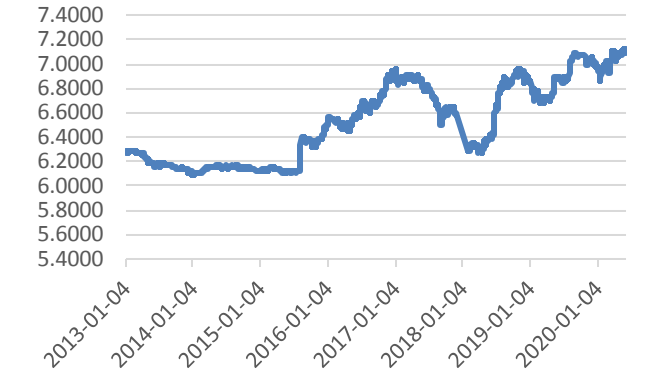
图 75 期货结算价(连续):WTI 原油（2018-2020）



资料来源：Wind，东海证券研究所

汇率：自从 2019 年 8 月，美元兑人民币汇率“破 7”后，汇率始终处于窄幅震荡状态。截止 2020 年 6 月 5 日，美元兑人民币汇率收报于 7.0965，较年初上浮 1.72%。市场情绪总体冷静，外汇收支表现基本稳定。

图 76 中间价：美元兑人民币走势(2013-2020)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 77 中间价：美元兑人民币走势(2020 年初以来)



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.投资策略及重点关注公司

5.1.快递

疫情期间，快递行业承担起人们生活物资保障的重任，需求火爆。上半年，邮政企业、快递企业承运、寄递疫情防控物资累计 47.03 万吨、包裹 3.88 亿件，发运车辆 8.41 万辆次，货运航班 760 架次。在此次危机之中，快递行业不仅体现了自身的价值，还使得快递这种消费行为进一步融入了老百姓的生活。品牌集中度逐步提高，各公司积极发展智能化资产，不断提高服务质量。

需求上涨动力强，行业景气度高，重点关注高端快递龙头标的，顺丰控股；以及成本管控能力有优势或管理改善明显的快递标的，韵达股份和申通快递。

5.2.航空

随着疫情蔓延，超过 60 个国家举国“封城”，大量国际航空客运线被迫停运。民航客运需求遭到断崖式下跌，2020 年 4 月，国内市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 72.10%、86.90%；国际市场的民航 ASK、RPK 同比下跌 95.10%、98.40%。然而 5 月以来，数据不断修复，平均客座率已接近 70%。总体看，航空行业受疫情影响最严重的时期已经过去，客流开始有序恢复，其中，国内线恢复更快。各航空公司也积极布局“客转货”对冲损失。国家发布各项补贴，重点布局国内航空运输能力，支持国内支线航空发展。

国内航线强于国外航线，小航公司的资本负累小于大航公司，重点关注支线航空龙头标的，华夏航空；以及票价弹性相对高的低成本航空龙头，春秋航空。

6.风险提示

宏观经济疲软，全球贸易摩擦升级；政策改革低于预期；油价汇率暴涨或暴跌

分析师简介：

朱雨潇，美国密西根州立大学供应链管理专业，两年以上证券行业研究经验，主要研究交通运输板块和钢铁板块。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089