交通运输行业深度研究报告

商业模式 Vs 企业行为——疫情影响再评估

推荐（维持）

- **疫情影响再评估：**客流角度，基本判断 2 月或是疫情对出行数据冲击的最大阶段，3 月开始低位修复。**后续客运出行节奏推演。**与 03 年非典冲击集中一个季度不同，海外疫情的扩散成为了不确定性。我们预计国内旅客 6 月基本达到去年同期水平，国际航线预计较国内线复苏延后 4 个月左右。**预计 Q1-4 整体航空客运量增速分别为：-54%、-26%、11.4%、10.6%，全年旅客量下滑 14%。**
- **商业模式 Vs 企业行为：低成本航空的“灵活性+危机意识”与支线航空的“运力采购+相对刚需”。1）我们观察航司执飞率与恢复率，发现不同模式企业的表现出现了明显差异：**华夏航空明显好于其他航司（已经达到 60-70%的水平），春秋好于三大航与吉祥，同时在 2 月中旬到 3 月初的第一轮复工潮中，春秋灵活把握了一轮机遇。**2）低成本航空的灵活性+危机意识。a）灵活性背后的低成本基因**，使得面对危机时，可以停飞更少的航班，可以更快恢复航班，展现更强的运营韧性。特别在低油价背景下，成本曲线会继续下移。**b）灵活性背后的危机意识：现金储备的未雨绸缪。**美西南曾以高水平现金储备的策略在 911 事件中发挥了巨大作用，春秋航空同样未雨绸缪，19Q3 的货币资金达到 82 亿，与行业龙头国航相当，我们测算该现金储备足以应对 4 个月或以上的危机影响。**3）支线航空：运力采购模式及相对刚需。a）运力采购模式下，**公司的理性选择是尽可能保留无限额模式的航线（执飞即可有利润贡献），以及有限额模式下额度较高的航线；同时公司独飞航线比例高达 90%左右，基地市场份额占比相对较高，地方政府推动复工复产，公司相应航线恢复率会达到行业内最高。**4）成本影响再评估（原油价格大幅下跌+一揽子政策扶持+航司控成本）。我们测算**国内航线单次航班成本将降低 20-23%，票价不变的情况下，保本客座率下降 10-15 个百分点，或 50%客座率下，保本票价下降 20-25%。
- **商业模式 Vs 企业行为：顺丰直营制模式下的逆势扩张。1）2 月快递业务量**增速：顺丰（118.9%）>行业（0.2%）>韵达（-13.4%）>圆通（-21.9%）>申通（-37.3%）。顺丰连续 5 个月领跑。**2）逆势扩张背后：直营制模式的加成推动品牌力、执行力的巩固提升。a）**传统假期错峰+直营模式+特惠件下沉推动顺丰逆势扩张。**b）我们认为此后公司电商特惠件会得到更广泛的接受。**电商件的诉求是性价比的趋势不会改变，但客单价与物流配送成本的系数直接影响着商品的物流选择，同时**极端情况下的演绎，会让电商卖家更理解过去被忽视的隐性成本。**如被忽略的物流成本、库存跌价成本，库存管理成本等，这些均是顺丰高品质、高执行、技术优势可以帮助解决的。**c）**随着顺丰特惠件单票成本继续下行，可进一步**拓宽价格带与产品体系，形成良性互动循环。**
- **投资建议：**不同商业模式已经催生了不同的企业行为，我们预计会在接下来疫情从冲击到逐渐消退阶段产生不同分化：**1）预计航空业：**修复顺序为华夏航空>春秋>吉祥与三大航。**综合考虑估值：**三大航 A 股均已在 1 倍 PB，历史底部区域；**春秋航空：**考虑疫情冲击，我们下调 20 年盈利预测至 16.9 亿（原预测 23.9 亿），对应 20-21 年 PE 分别为 18 及 13 倍，21 年估值具备吸引力。**华夏航空：**看好支线航空市场潜力大，公司作为龙头具备一定的成长性，对应 2020 年 PE12 倍，被低估。**2）持续看好顺丰控股：**看好快递业长逻辑，公司直营制模式下，品牌力与执行力得以巩固提升，年内继续关注特惠件发力情况。
- **风险提示：“疫情”冲击超预期，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
华夏航空	11.61	0.84	1.01	1.3	13.82	11.5	8.93	3.28	强推
春秋航空	33.05	2.04	1.84	2.64	16.2	18.0	12.5	2.27	强推
顺丰控股	45.24	1.31	1.39	1.7	34.53	32.55	26.61	5.46	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 03 月 20 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡
电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳
电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

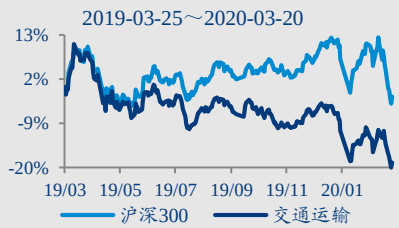
证券分析师：王凯
电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com
执业编号：S0360519090002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	118	3.1
总市值(亿元)	23,073.25	3.7
流通市值(亿元)	15,879.76	3.48

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-9.52	-15.78	-19.42
相对表现	2.44	-8.61	-14.63



相关研究报告

《交通运输行业周报（20200224-20200301）：客运量周环比走升，VLCC 运价升过盈亏线，预计 3 月快递产能可基本恢复》 2020-03-02

《交通运输行业周报（20200302-20200308）：原油市场大幅波动，VLCC 运价连续 2 周升过盈亏线，支持政策连续出台助航空业渡难关》 2020-03-08

《交通运输行业周报（20200309-20200315）：原油价格大跌，双重维度看投资机会：即期运价逼近三十年新高，超级油运超强弹性再现；航空成本有望显著下降》 2020-03-15

未经许可，禁止转载

目 录

一、疫情影响再评估 6
（一）客流角度：基本判断 2 月或是疫情对出行数据冲击的最大阶段，3 月开始处于低位修复 6
（二）从航空、机场上市公司数据进一步看疫情冲击的影响 8
（三）后续客运出行节奏推演 13
1、03 年经验：集中影响一个季度 13
2、2020 年后续推演：预计国内航线 6 月基本达到去年同期水平，全年整体航空客运量下滑 14% 15
二、商业模式 Vs 企业行为：低成本航空的“灵活性+危机意识”与支线航空的“运力采购+相对刚需” 16
（一）执飞率与恢复率看不同模式航空公司的不同表现 16
（二）低成本航空的灵活性+危机意识 18
1、灵活性背后的成本基因 19
2、灵活性背后的危机意识：现金储备的未雨绸缪 21
（三）支线航空：运力采购模式及相对刚需 22
1、运力采购模式带来公司不同的营运策略 22
2、相对刚需的市场，独飞占比高 23
（四）成本影响再评估（原油价格大幅下跌+一揽子政策扶持+航司控成本） 24
三、商业模式 Vs 企业行为：顺丰直营制模式下的逆势扩张 28
（一）2 月快递行业数据：顺丰业务量增速翻倍，市占率逆势扩张 28
（二）逆势扩张背后：直营制模式的加成推动品牌力、执行力的巩固提升 31
1、传统假期错峰结构+直营制模式+特惠件下沉推动顺丰逆势扩张 31
2、极端情况下的表现，我们认为此后电商特惠件会得到更广泛的接受 32
四、投资建议 35
五、风险提示 35

图表目录

图表 1 春运各交通运输方式客运量增速（1/10-2/18）.....6
图表 2 客运量比较.....7
图表 3 行业客运量.....7
图表 4 航空客运量.....7
图表 5 铁路客运量.....7
图表 6 道路客运量.....8
图表 7 高速公路车流量.....8
图表 8 首都机场航班量.....8
图表 9 浦东机场航班量.....8
图表 10 白云机场航班量.....8
图表 11 深圳机场航班量.....8
图表 12 行业旅客人数同比.....9
图表 13 2020 年航空公司 RPK、ASK、客座率表现.....10
图表 14 三大航实际运营机队及 ASK\RPK 增速.....10
图表 15 东方航空客座率.....11
图表 16 南方航空客座率.....11
图表 17 中国国航客座率.....11
图表 18 吉祥航空客座率.....11
图表 19 春秋航空客座率.....11
图表 20 上海机场起降架次.....12
图表 21 上海机场旅客吞吐量.....12
图表 22 白云机场起降架次.....13
图表 23 白云机场旅客吞吐量.....13
图表 24 深圳机场起降架次.....13
图表 25 深圳机场旅客吞吐量.....13
图表 26 航空客运量及增速.....14
图表 27 民航客运量与周转量增速.....14
图表 28 03-04 年不同交通运输方式月度增速.....14
图表 29 03-04 年不同交通运输方式客运增速月度同比.....14
图表 30 航空客运量分月度预测.....15
图表 31 航空客运量预测.....16
图表 32 航空客运量分季度预测.....16
图表 33 各公司执飞率.....17

图表 34 各公司执飞率与恢复率 17
图表 35 上市航司航班执飞比例 17
图表 36 上市航司航班恢复率 18
图表 37 各公司 2 月经营数据降幅比较 19
图表 38 2016-18 年座公里成本均值 19
图表 39 2016-18 年座公里成本比较 20
图表 40 春秋和其他航司盈亏平衡点示意图 20
图表 41 美西南没有撤销航班 21
图表 42 911 事件前美西南的现金储备水平最高 21
图表 43 上市航司货币资金（2019Q3） 21
图表 44 春秋各项为国航比例 21
图表 45 各航司流动比率比较 22
图表 46 各航司现金比率比较 22
图表 47 公司收入结构 23
图表 48 公司收入增速 23
图表 49 公司基地机场市场份额 24
图表 50 公司前十大机场时刻及占公司比重 24
图表 51 航空公司变动成本和固定成本可节省/延缓途径 24
图表 52 疫情下单架次航班成本对比（北京-上海） 26
图表 53 疫情下单架次航班成本对比（上海-乌鲁木齐） 26
图表 54 50%客座率下两类典型航线保本收益 27
图表 55 50%客座率下两类典型航线变动成本保本收益 27
图表 56 相同票价水平下两类典型航线保本客座率 27
图表 57 相同票价水平下两类典型航线变动成本保本客座率 28
图表 58 成本收益变动取曲线 28
图表 59 2020 年 2 月行业增速 29
图表 60 上市公司业务量增速（17 年 10 月-20 年 2 月） 29
图表 61 2020 年 2 月上市公司业市场份额 30
图表 62 快递行业业务量增速（%） 30
图表 63 快递行业单票收入 30
图表 64 2020 年 2 月上市公司业务量及收入增速 31
图表 65 客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试 32
图表 66 使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表 33
图表 67 使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表 33

图表 68 非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析 34
图表 69 顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析 34

一、疫情影响再评估

（一）客流角度：基本判断 2 月或是疫情对出行数据冲击的最大阶段，3 月开始处于低位修复

根据 3 月 19 日中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议中指出：

“目前全国大部分省份已下调了疫情应急响应级别，绝大多数地区已是低风险地区，要以省域为单元全面恢复正常生产生活秩序。”

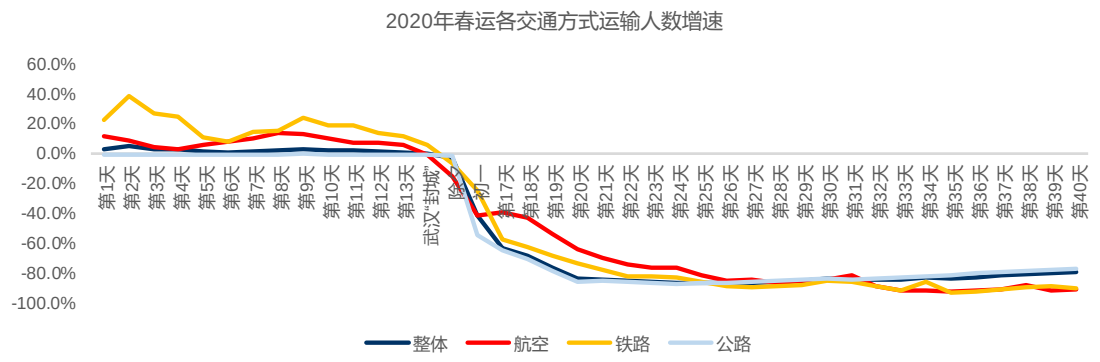
同时指出：“当前境外疫情快速扩散蔓延，我国输入性病例逐渐增多，防控压力持续加大。”

综合疫情防控以及行业出行数据，我们认为 2 月或是疫情对出行最大的冲击。

1、从农历口径来看春运数据：同比下降 50%，后半程降幅 80%

春运 40 天（1 月 10-2 月 18 日），全国共发送旅客 14.76 亿人次，比去年同期下降 50.3%，其中铁路发送旅客 2.10 亿人次，下降 47.3%；道路发送旅客 12.11 亿人次，下降 50.8%；民航发送旅客 3839.0 万人次，下降 47.5%。尤其是春运后半程同比降幅在 80%以上，意味着从 1 月底开始客运量出现了断崖式下降。

图表 1　春运各交通运输方式客运量增速（1/10-2/18）



资料来源：交通运输部，华创证券

2、从公历口径看月度数据：2 月客运量降幅与 03 年 5 月最大阶段相仿，3 月开始低位修复

1）民航局数据显示：2 月航空行业旅客运输量 834 万人次，同比下降 84.5%；1 月为下降 5.3%，1-2 月合计客运量 5894 万人，同比下降 43%。

铁路数据测算：2 月铁路客运量下滑 87%。

2）3 月开始低位修复

从日均水平看：

2 月整体、航空、铁路、道路客运日均分别为 1319、27、130、1155 万人次，

3 月整体、航空、铁路、道路客运日均分别为 1642、45、216、1362 万人次，

3 月环比 2 月日均分别增长 25%、67%、66%及 18%，已有了明显的修复，但同比去年 3 月同期日均仍处于低位，同比分别为-65%、-74%、-76%、-61%。

同时从航班管家第三方数据显示：3 月 20 号，四大机场首都、浦东、白云、深圳机场恢复率分别为 24%、31%、43%、

46%。（注：恢复率=实际执飞/此前计划），较 2 月均有明显提升。

3、我们发现：高速公路车流量同比出现了持续的增长，成为在疫情冲击阶段恢复最早的交通方式。

交通运输部宣布全国收费公路将自 2 月 17 日至疫情防控结束阶段性免费通行。从 3 月 2 号开始，高速公路车流量降幅已经收窄至个位数，3 月 5 号转为同比增长，3 月 5-20 日的 16 天中，仅 2 天同比为负值，多达 9 天增速为两位数。**反应了免费通行政策对促进复工复产，保障经济活动起到了明显的效果。**

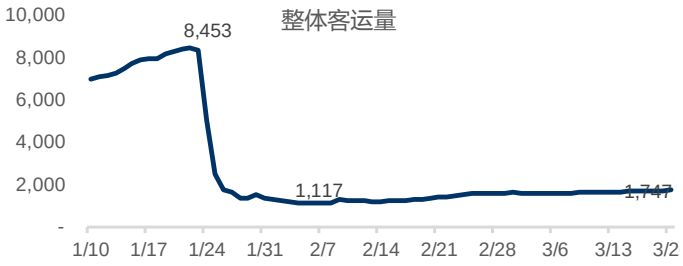
而同时比较其他交通方式的差异，我们认为目前阶段下公共交通的跨省际尚未有明显修复，一方面来自于各地防控措施的要求，另一方面则在于疫情尚未宣布完全控制前大众对于公共交通工具的选择还需要心理过渡期。

图表 2 客运量比较

万人次	整体	航空	铁路	道路
最新值（3/20）	**1,747**	**50**	**261**	**1,412**
20年2月日均	1,319	27	130	1,155
20年3月日均	**1,642**	**45**	**216**	**1,362**
19年3月日均	4,659	173	900	3,475
3月日均环比2月	**24%**	**67%**	**66%**	**18%**
3月日均同比	**-65%**	**-74%**	**-76%**	**-61%**
最新值较19年3月日均	-62%	-71%	-71%	-59%

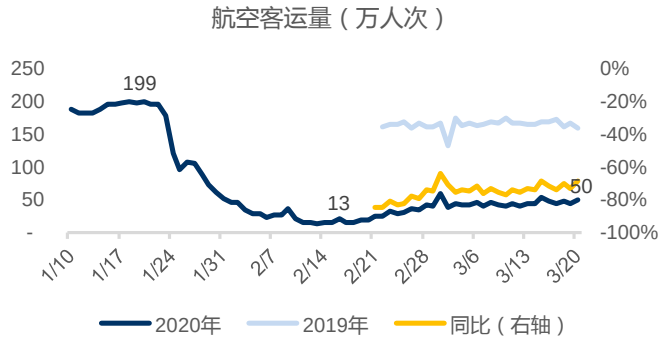
资料来源：交通运输部，华创证券

图表 3 行业客运量



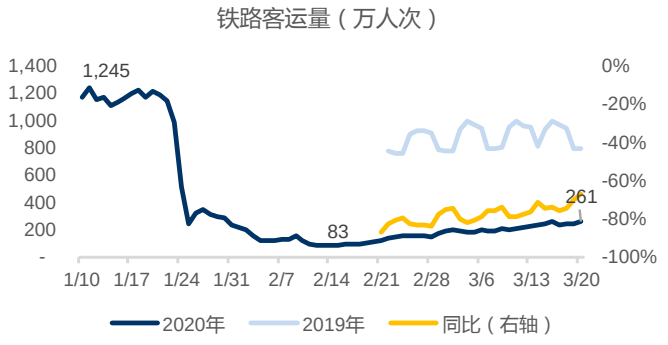
资料来源：交通运输部，华创证券

图表 4 航空客运量



资料来源：交通运输部，华创证券

图表 5 铁路客运量

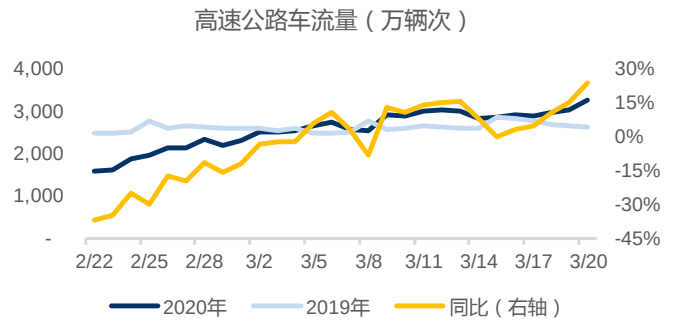


资料来源：交通运输部，华创证券

图表 6 道路客运量

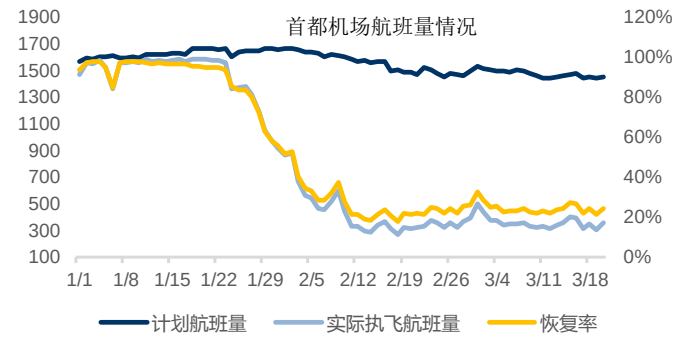
资料来源：交通运输部，华创证券

图表 7 高速公路车流量



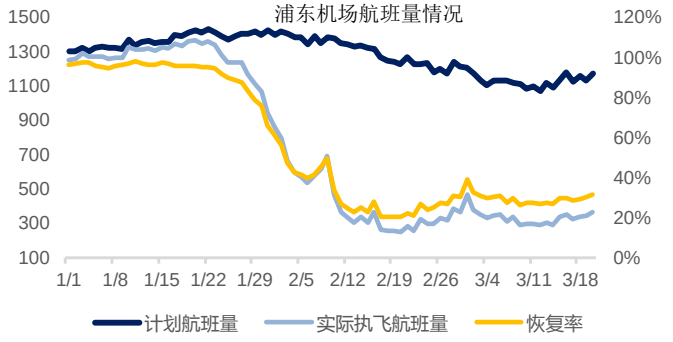
资料来源：交通运输部，华创证券

图表 8 首都机场航班量



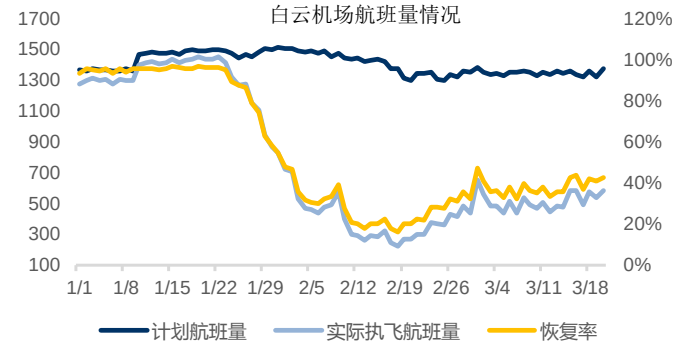
资料来源：航班管家，华创证券

图表 9 浦东机场航班量



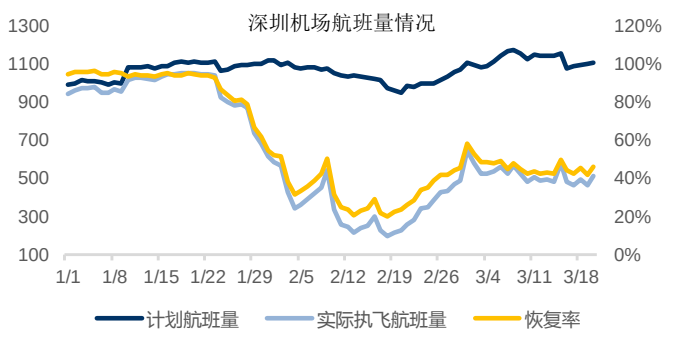
资料来源：航班管家，华创证券

图表 10 白云机场航班量



资料来源：航班管家，华创证券

图表 11 深圳机场航班量



资料来源：航班管家，华创证券

（二）从航空、机场上市公司数据进一步看疫情冲击的影响

1、航空公司：受疫情影响，运力、运量和客座率均大幅下降。

1）2 月运力、运量均大幅下降

三大航： 2 月合计 ASK 增速下降 71.4%，RPK 下降 83.2%，客座率 49.5%，同比下降 35.1 个百分点，

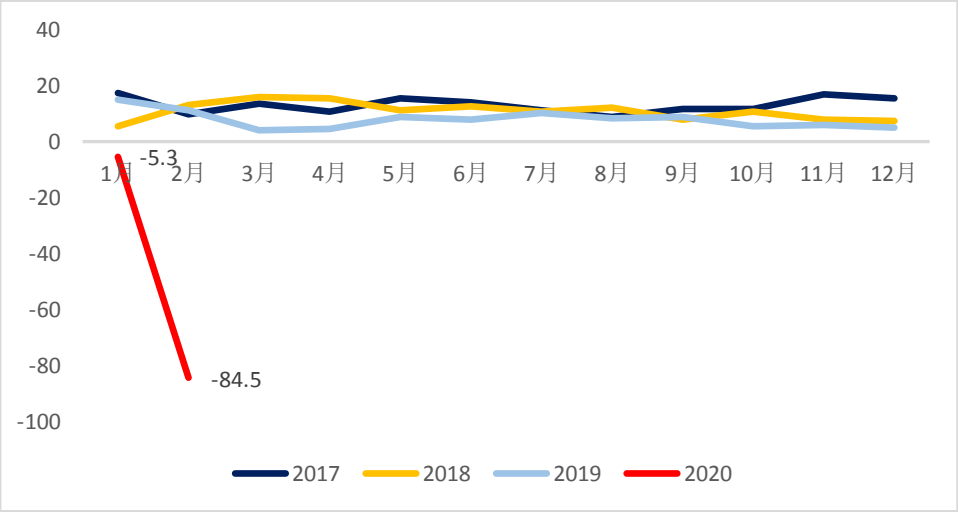
吉祥 ASK 下降 59%、RPK 下降 77%，**春秋** ASK 下降 50%，RPK 下降 66%，两家民营航司降幅小于三大航。

2）客座率绝对值看：春秋维持在 60%左右，其他航司均降至 50%左右水平，春秋（63.7%，-30%）>国航（51.4%，-33%）>东航（50.3%，-34%）>吉祥（49.7%,-37%）>南航(47.1%,-38%)。

3）分区域看：三大航国际线客座率好于国内，春秋吉祥则相反。三大航国际线客座率绝绝对值及降幅均好于国内，尤其东航国际线客座率 56.7%，超过国内 12 个百分点，而春秋国内线客座率 65.2%，超过国际线 5.6 个百分点，吉祥国内好于国际 12 个百分点，预计因 2 月日韩东南亚影响较大，3 月需要关注海外疫情扩散对长航线的影响。

4）1-2 月累计客座率表现：春秋（77.0%，-15.1%）>国航（70.9%，-10.9%）>南航（70.8%，-11.9%）>东航（70.5%，-12.2）>吉祥（68.7%，-16.1%）。

图表 12　行业旅客人数同比



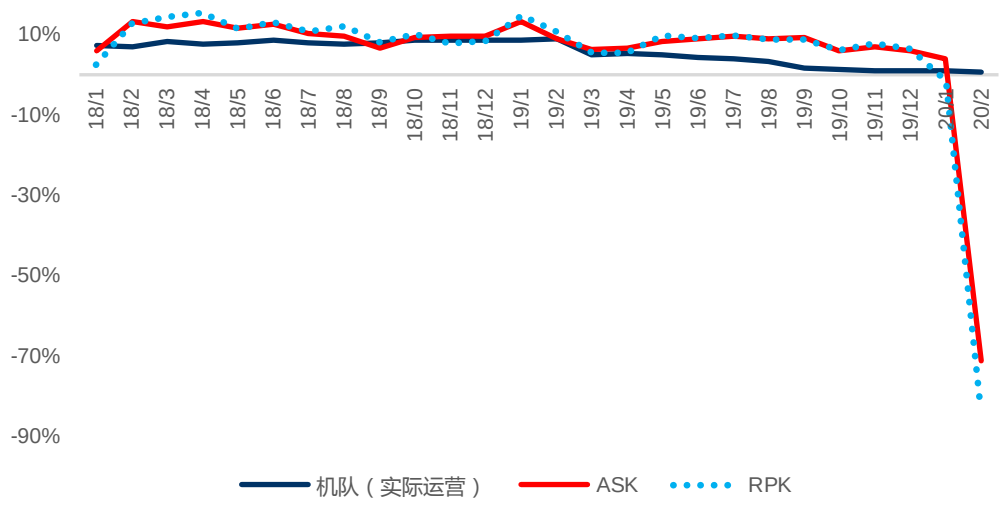
资料来源：民航局、华创证券

图表 13 2020 年航空公司 RPK、ASK、客座率表现

时间	公司	RPK（收入客公里）				ASK（可利用客公里）			
	%	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
2月	南航	-85.1	-86.0	-82.7	-95.9	-73.1	-74.3	-69.3	-91.1
	国航	-80.5	-83.9	-73.2	-92.4	-68.1	-72.4	-59.5	-82.9
	东航	-83.7	-88.5	-73.9	-92.8	-72.7	-78.0	-61.7	-84.2
	春秋	-65.9	-60.1	-75.5	-92.5	-49.7	-42.0	-61.9	-84.6
	吉祥	-76.7	-75.0	-82.4	-94.4	-59.2	-57.5	-63.0	-85.8
2020.1-2	南航	-43.8	-46.0	-37.7	-70.5	-34.3	-36.9	-27.2	-61.8
	国航	-40.9	-43.1	-35.8	-56.3	-31.9	-33.8	-27.4	-45.0
	东航	-42.3	-46.7	-32.4	-60.7	-32.3	-36.8	-22.5	-50.3
	春秋	-29.2	-31.8	-20.9	-52.8	-15.3	-18.7	-5.0	-42.2
	吉祥	-40.4	-42.4	-26.4	-68.6	-26.4	-29.8	-5.7	-56.0
时间	公司	客座率				同比（百分点）			
	%	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
2月	南航	47.1	46.8	47.9	35.0	-38.1	-38.8	-36.9	-41.9
	国航	51.4	50.2	53.4	36.7	-32.6	-35.9	-27.4	-45.7
	东航	50.3	44.8	56.7	36.5	-34.2	-40.8	-26.2	-43.7
	春秋	63.7	65.2	59.6	44.7	-30.4	-29.5	-33.2	-47.4
	吉祥	49.7	51.9	39.5	31.5	-37.3	-36.2	-43.5	-47.8
2020.1-2	南航	70.8	70.4	71.9	58.1	-11.9	-11.9	-12.1	-17.1
	国航	70.9	71.1	71.1	65.3	-10.9	-11.6	-9.3	-16.9
	东航	70.5	69.8	71.8	64.0	-12.2	-13.0	-10.5	-17.1
	春秋	77.0	77.5	76.1	74.8	-15.1	-14.9	-15.2	-16.8
	吉祥	68.7	70.1	64.0	57.1	-16.1	-15.3	-18.0	-23.0

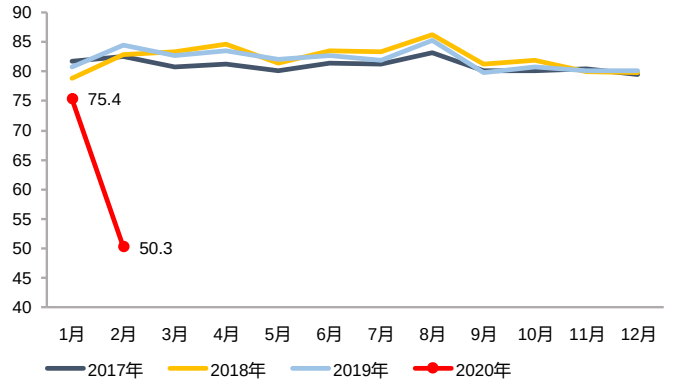
资料来源：公司公告、华创证券

图表 14 三大航实际运营机队及 ASK\RPK 增速



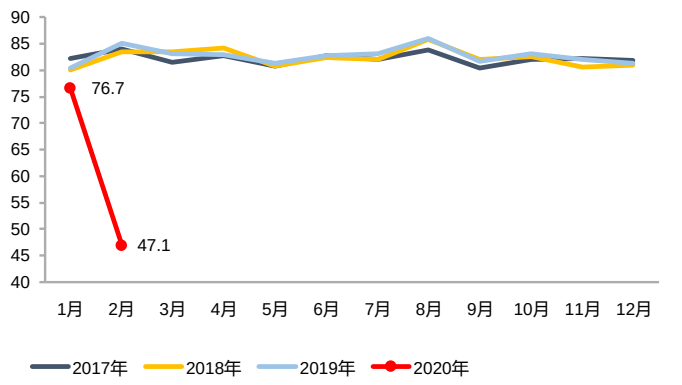
资料来源：公司公告、华创证券

图表 15　东方航空客座率



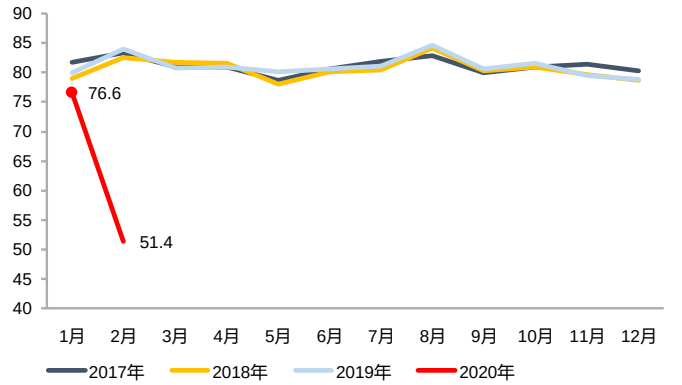
资料来源：Wind，华创证券

图表 16　南方航空客座率



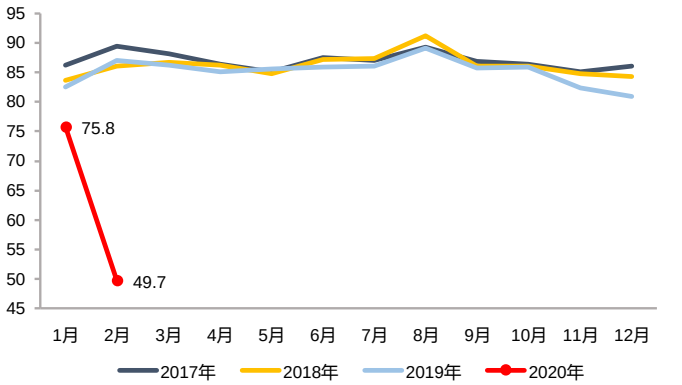
资料来源：Wind，华创证券

图表 17　中国国航客座率



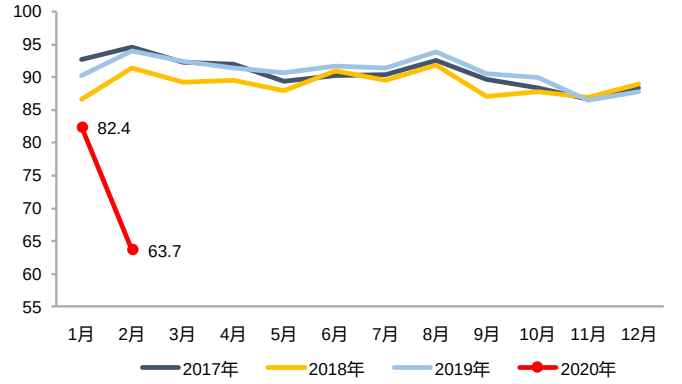
资料来源：Wind，华创证券

图表 18　吉祥航空客座率



资料来源：Wind，华创证券

图表 19　春秋航空客座率



资料来源：Wind，华创证券

2、机场：吞吐量下降与航空趋势一致

上海机场：2 月起降下降 61.7%，旅客下降 81.5%。

1）2 月完成起降架次 1.53 万架次，同比下降 61.72%，旅客吞吐量 113.15 万人次，同比下降 81.53%，其中国际旅客下降 79.34%、地区旅客下降 89.55%，国际+地区旅客 58.13 万人次，占比 51%。

2)1-2 月累计起降架次下降 30.7%，旅客吞吐量下降 42.8%。其中国际+地区旅客同比下降 40.4%，占比提升至 53%，19 年同期为 51%。

白云机场：2 月起降下降 65.6%，旅客下降 83.6%。

1)2 月完成起降架次 1.3 万架次，同比下降 65.6%，旅客吞吐量 98.68 万人次，同比下降 83.6%，其中国际旅客下降 81.3%、地区旅客下降 90.5%，国际+地区旅客 26.66 万人次，占比 27.6%。

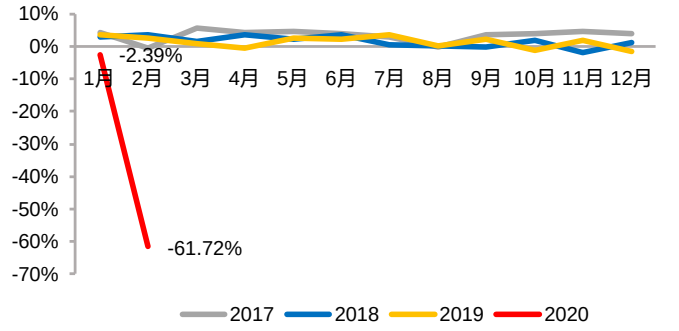
2)1-2 月公司累计起降架次下降 31%，旅客吞吐量下降 44%。其中国际+地区旅客同比下降 38%，占比提升至 27.9%，19 年同期为 25.5%。

深圳机场：2 月起降下降 57.8%，旅客下降 79.5%。

1)2 月完成起降架次 1.23 万架次，同比下降 57.81%，旅客吞吐量 90.2 万人次，同比下降 79.49%，其中国际旅客下降 85.6%、地区旅客下降 88.4%，国际+地区旅客 6.12 万人次，占比 7%。

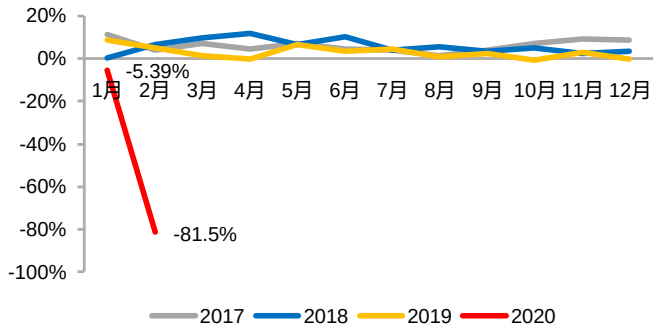
2)1-2 月公司累计起降架次下降 27.7%，旅客吞吐量下降 41.9%。其中国际+地区旅客同比下降 32%，占比提升至 12%，19 年同期为 10%。

图表 20　上海机场起降架次



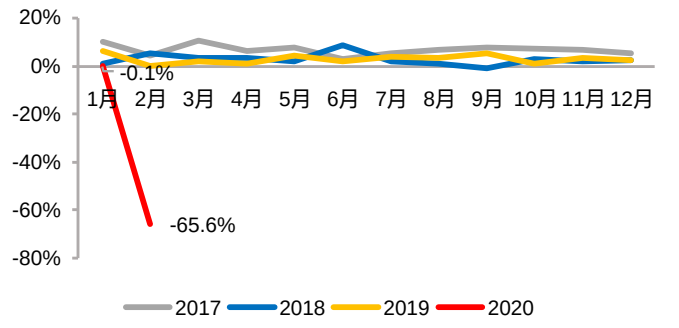
资料来源：Wind，华创证券

图表 21　上海机场旅客吞吐量



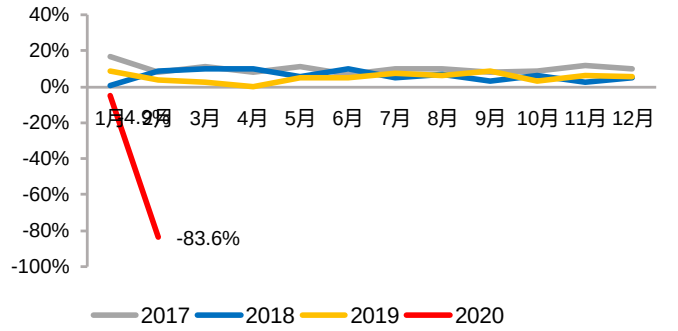
资料来源：Wind，华创证券

图表 22　白云机场起降架次



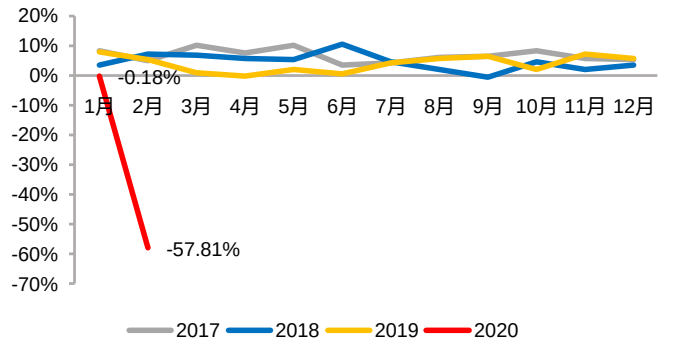
资料来源：Wind，华创证券

图表 23　白云机场旅客吞吐量



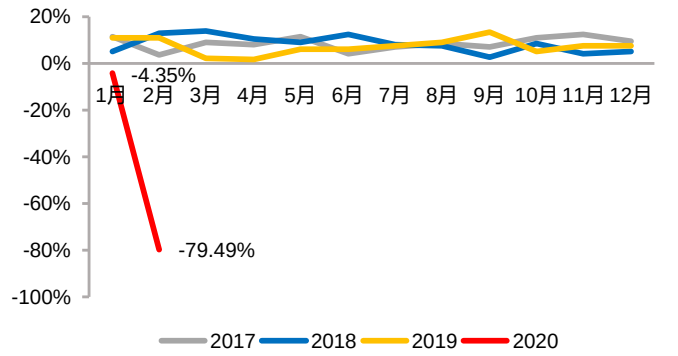
资料来源：Wind，华创证券

图表 24　深圳机场起降架次



资料来源：Wind，华创证券

图表 25　深圳机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华创证券

（三）后续客运出行节奏推演

1、03 年经验：集中影响一个季度

此前复盘 2003 年报告中，我们发现在 03 年“非典”疫情爆发期的二季度对交通运输客运量影响最大。

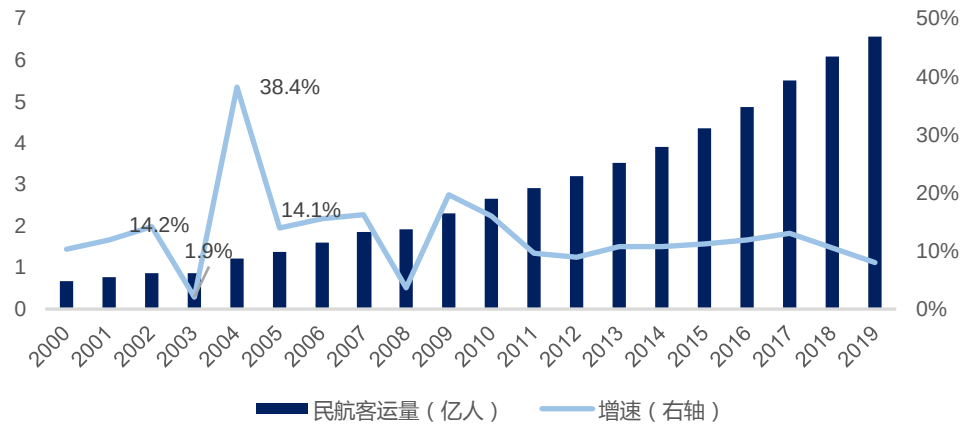
以航空客运量为例，2003 年 4-6 月分别下滑 26%、78%及 43%；7 月航空客运量同比转正，8-12 月月均增速在 20%以上，在次年 04 年 4-6 月中，航空增速 81%、482%、180%;

因此，03 年“非典”疫情导致航空单季度出行增速大幅下降，国际航线影响大于国内，但从客运量占比上，国内航线旅客占比大大 90%，因此全年依旧实现正增长。

2002 年全国民航旅客人数 0.86 亿人次，增速 14.2%，2003 年 0.8 亿人次，增速降至 1.9%，二十年最低增速，但次年 2004 年大幅增长 38%至 1.2 亿人次。

分区域航线看，国内航线客运量增长 4%，国际航线下降 19%，地区航线（港澳台）下降 22%。国际及地区航线受影响明显大于国内。

图表 26 航空客运量及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 民航客运量与周转量增速

亿人公里	民航客运量	国内航线	港澳台地区	国际航线	增速	国内航线	港澳台地区	国际航线
2001年	0.75	0.68	0.04	0.07	11.9%	13.3%	5.1%	0.4%
2002年	0.86	0.78	0.04	0.08	14.2%	13.5%	3.3%	20.9%
2003年	**0.88**	**0.81**	**0.03**	**0.07**	**1.9%**	**4.2%**	**-22.1%**	**-18.6%**
2004年	1.21	1.10	0.05	0.11	38.4%	36.7%	37.5%	57.9%
2005年	1.38	1.26	0.05	0.12	14.1%	14.1%	8.5%	13.7%
亿人公里	**旅客周转量**	**国内航线**	**港澳台地区**	**国际航线**	**增速**	**国内航线**	**港澳台地区**	**国际航线**
2001年	1,091	846	54	245	12.4%	14.7%	6.8%	5.3%
2002年	1,269	972	57	297	16.3%	14.9%	5.7%	21.1%
2003年	**1,263**	**1,015**	**45**	**248**	**-0.5%**	**4.4%**	**-20.7%**	**-16.3%**
2004年	1,782	1,384	64	398	41.1%	36.4%	42.9%	60.3%
2005年	2,045	1,593	71	452	14.7%	15.1%	10.2%	13.6%

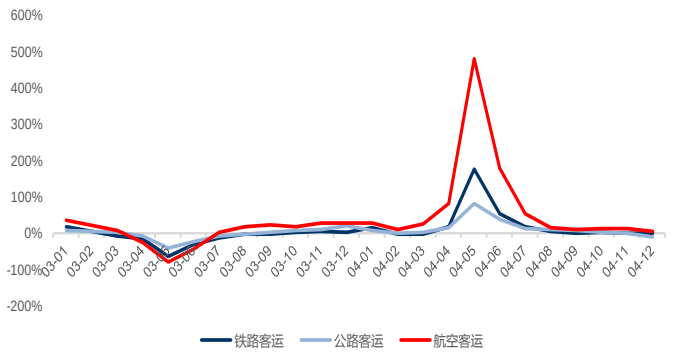
资料来源：Wind，华创证券

图表 28 03-04 年不同交通运输方式月度增速

月度	客运量	货运量	铁路客运	公路客运	航空客运
2003-04	**-7%**	**0%**	**-15%**	**-6%**	**-26%**
2003-05	**-41%**	**-15%**	**-63%**	**-40%**	**-78%**
2003-06	**-22%**	**-4%**	**-31%**	**-22%**	**-43%**
2003-07	-7%	**2%**	-11%	-7%	**2%**
2003-08	-2%	4%	-3%	-2%	19%
2003-09	**3%**	5%	-1%	**4%**	23%
2003-10	8%	6%	**4%**	8%	20%
2004-04	**16%**	**14%**	**18%**	**16%**	**81%**
2004-05	**86%**	**32%**	**177%**	**82%**	**482%**
2004-06	**39%**	**19%**	**54%**	**38%**	**180%**
2004-07	15%	9%	19%	14%	53%

资料来源：Wind，华创证券

图表 29 03-04 年不同交通运输方式客运增速月度同比



资料来源：Wind，华创证券

2、2020 年后续推演：预计国内航线 6 月基本达到去年同期水平，全年整体航空客运量下滑 14%

相较于 2003 年，国际疫情的发酵会更大作用于出行数据的影响。系因虽然结构上看，2019 年国内旅客占比 88%，较 2002 年 90%的占比下降不明显，但体量完全不同。

以航空行业为例，2002 年旅客人数仅 0.86 亿人，2019 年 6.58 亿人次，近 8 倍增长；机队规模从 587 架增加至 3818 架；客座率提升了 19 个百分点至 83%。

我们预计：

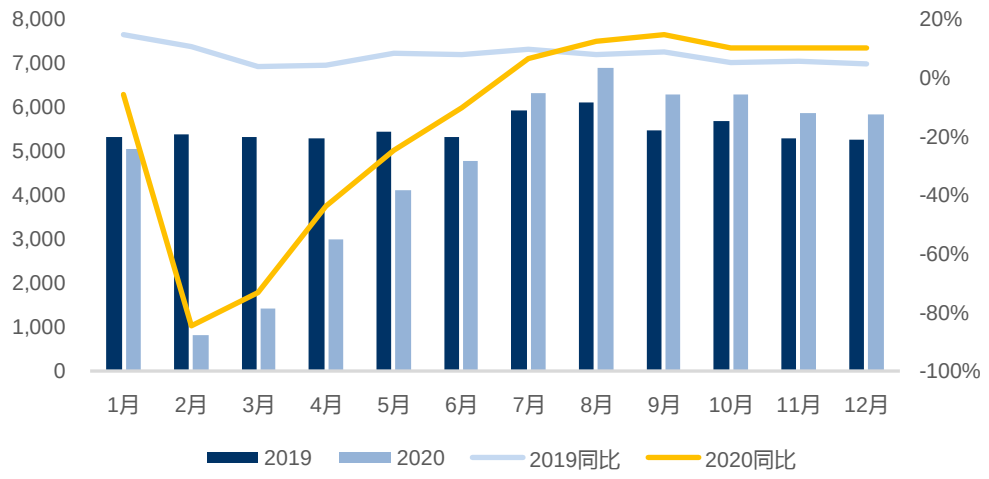
国内旅客增速：4 月较 3 月会有明显复苏，5 月预计可恢复到去年同期 80%左右的水平，6 月基本达到去年同期水平，7 月开始实现同比增长。

国际航线：视海外疫情整体发展来看，但预计较国内线的复苏延后 4 个月左右的水平，预计 8 月会恢复到去年同期接近的水平，9 月开始增长。

由此我们得到的分季度数据：

Q1-4 整体航空客运量增速分别为：-54%、-26%、11.4%、10.6%，全年旅客量下滑 14%。

图表 30　航空客运量分月度预测



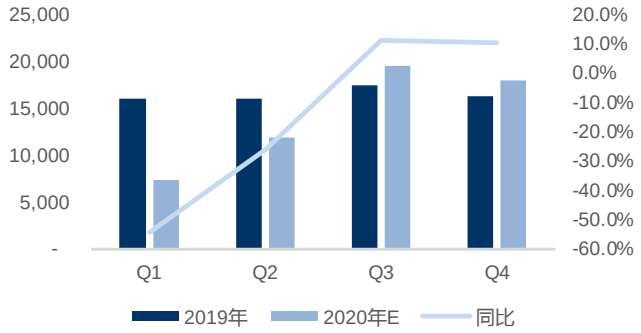
资料来源：Wind，华创证券

图表 31 航空客运量预测

	2019年	2020年E	同比
Q1	16,074	7,325	-54.4%
Q2	16,104	11,925	-26.0%
Q3	17,530	19,525	11.4%
Q4	16,280	17,999	10.6%
全年	65,988	56,774	-14.0%

资料来源：Wind，华创证券

图表 32 航空客运量分季度预测



资料来源：Wind，华创证券

二、商业模式 Vs 企业行为：低成本航空的“灵活性+危机意识”与支线航空的“运力采购+相对刚需”

（一）执飞率与恢复率看不同模式航空公司的不同表现

我们定义两个比率概念

执飞率：实际执行航班数/原计划航班数（疫情前计划数）

恢复率：实际执飞航班数/疫情发酵前日均航班数（1 月 1 日-20 日）

根据航班管家给航司的航班情况，我们做分析：（第三方数据或与实际有出入）

平均执飞率：

2 月：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 24%、39%、33%、35%

3 月：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 41%、46%、37%、48%

最新（3 月 20 日）：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 45%、47%、39%、64%

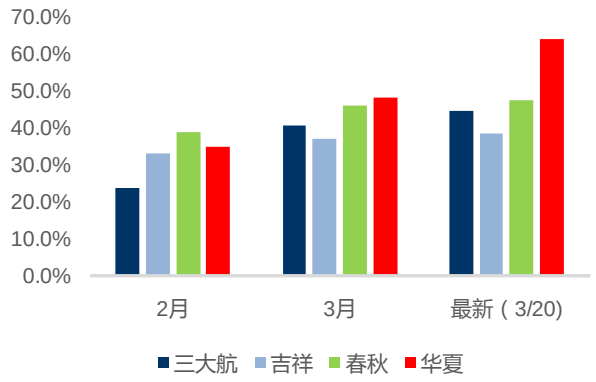
平均恢复率

2 月：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 24%、44%、38%、42%

3 月：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 38、58%、45%、62%

最新（3 月 20 日）：三大航、春秋、吉祥、华夏分别为 42%、59%、47%、76%

图表 33 各公司执飞率



资料来源：航班管家，华创证券

图表 34 各公司执飞率与恢复率

执飞率	三大航	吉祥	春秋	华夏
2月	23.9%	33.3%	39.1%	35.2%
3月	40.8%	37.2%	46.2%	48.2%
最新（3/20)	44.9%	38.5%	47.5%	64.1%
恢复率	**三大航**	**吉祥**	**春秋**	**华夏**
2月	24.3%	38.2%	44.0%	41.8%
3月	38.1%	44.8%	57.8%	61.2%
最新（3/20)	42%	47%	59%	76%

资料来源：航班管家，华创证券

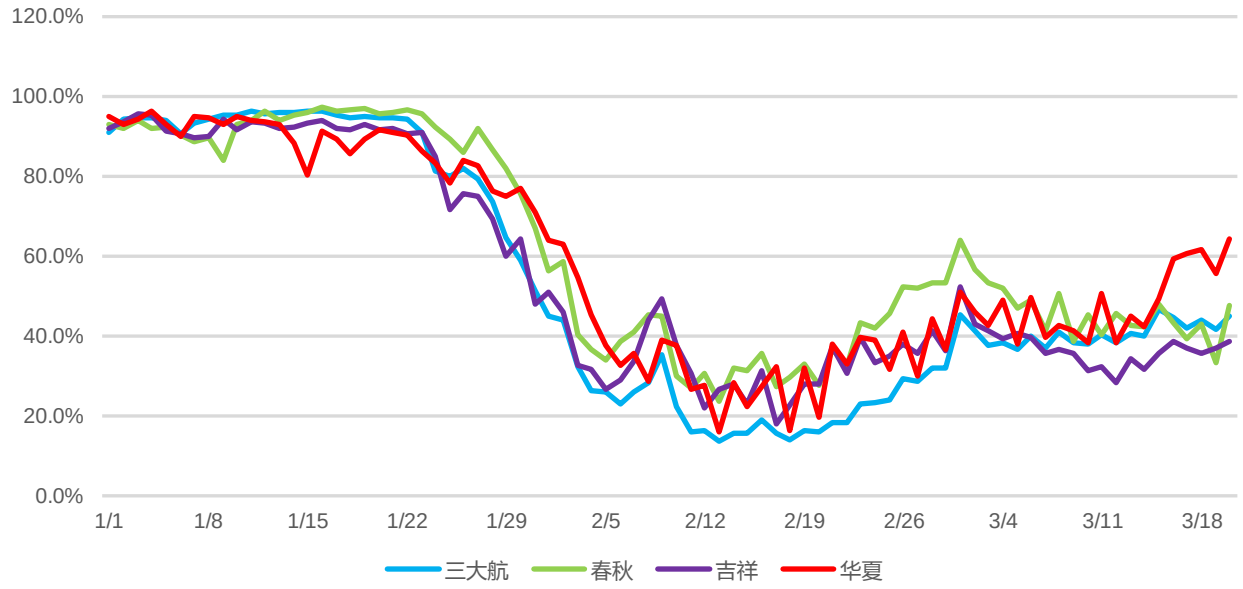
从数据中我们可以发现：

1）2 月中旬以来三大航、春秋、吉祥、华夏航空执飞率与恢复率均从底部开始攀升，与客运量的数据趋势相符

2）华夏航空明显好于其他航司，且处于趋势性向上抬升，春秋好于三大航与吉祥

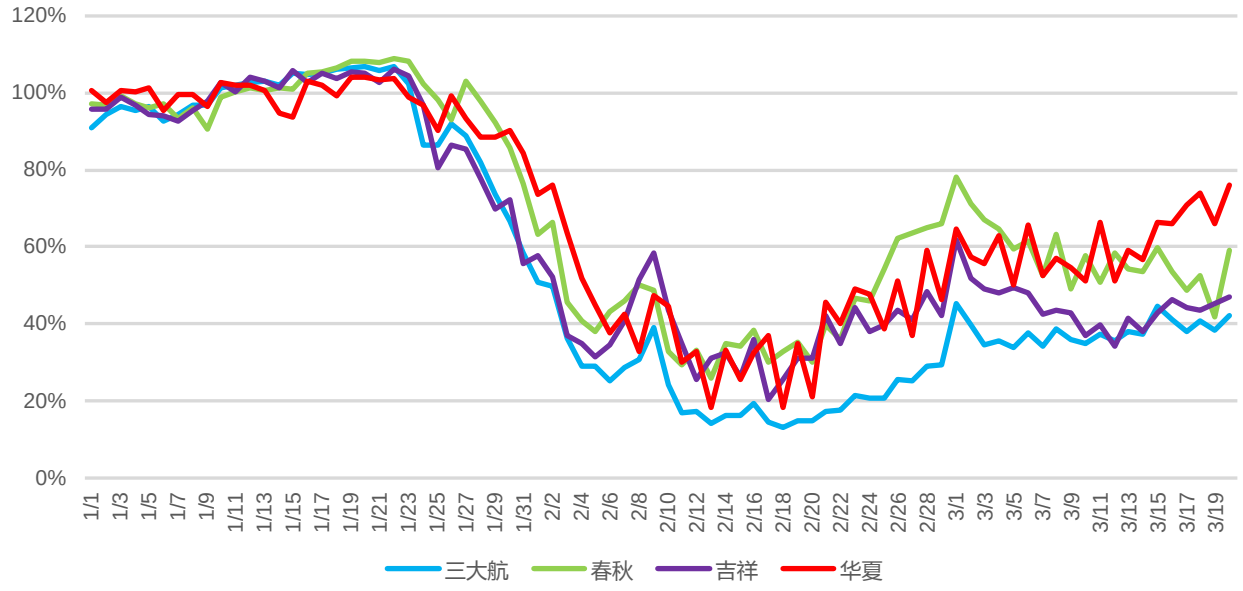
3)在 2 月中旬到 3 月初的第一轮复工潮中，春秋航班执行情况最佳，从 24%提升至 64%，同期三大航是 14%到 45%，吉祥 27%到 52%，华夏 16%到 51%，春秋一波提升了 40 个百分点。

图表 35 上市航司航班执飞比例



资料来源：航班管家，华创证券

图表 36 上市航司航班恢复率



资料来源：航班管家，华创证券

（二）低成本航空的灵活性+危机意识

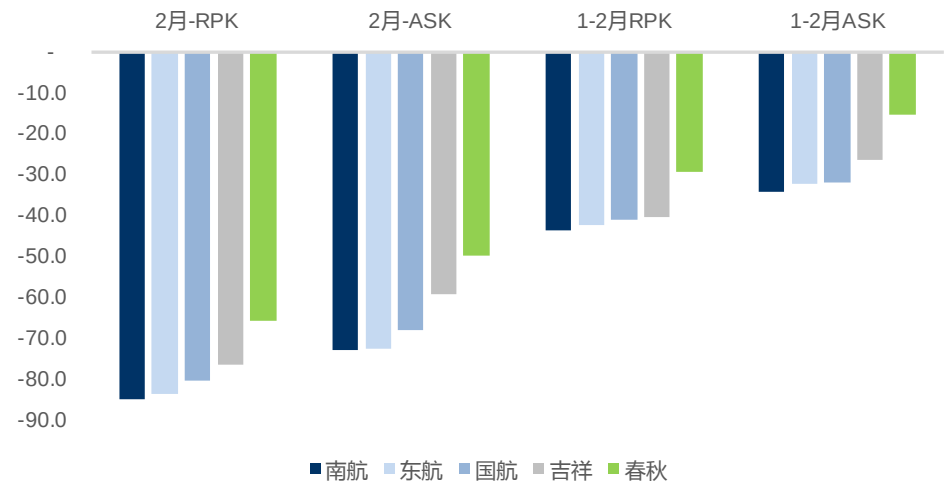
我们认为执飞率与恢复率的差异反应不同商业模式下航空公司企业行为的差异。

从商业模式角度，航空上市公司可划分为全服务航空公司（干线-三大航、吉祥），低成本航空服务（干线-春秋），以及支线航空（支线-华夏航空）。

低成本航空公司因其成本优势，推动了边际灵活性，直观体现在前述 2 月中旬到 3 月初的第一轮复工潮中，春秋航班执行情况最佳，从 24%提升至 64%。

同时在 2 月行业数据中，春秋航空的运力降速最小，ASK 为下降 50%，而三大航降速在 70%左右，同时客座率降低最小，客座率绝对值最高，在 64%，其他公司均在 50%左右。

图表 37　各公司 2 月经营数据降幅比较



资料来源：公司公告，华创证券

1、灵活性背后的成本基因

低成本航空相比较传统全服务航司，其较低的总成本和变动成本降低了公司全成本/运营成本的盈亏平衡点，继而在突发事件来临时，可以停飞更少的航班（对应运力、运量和客座率下滑较少），以及可以更快恢复航班（较低的边际成本和固定成本，使得达到盈亏平衡的复飞运量要求更低），继而体现出公司更强的运营韧性。

特别在低油价背景下，成本曲线下移，会使得对应保本运量前移，低成本航空运营策略可更加灵活。

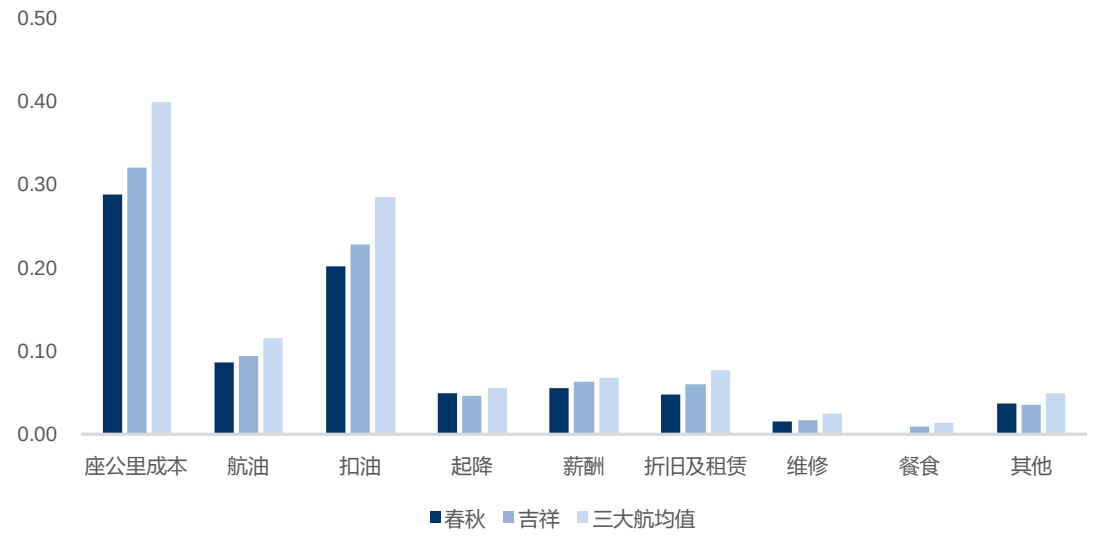
春秋航空作为国内领先的低成本航司，其座公里成本显著低于其他航司，以 2016-2018 年平均数据来看，春秋航空座公里成本相比吉祥平均少 10%，相比三大航均值少 28%；座公里航油成本相比吉祥少 8%，相比三大航少 26%，座公里扣油成本相比吉祥少 11%，相比三大航少 29%。

图表 38　2016-18 年座公里成本均值

	座公里成本	航油	扣油	起降	薪酬	折旧及租赁	维修	餐食	其他
春秋	**0.288**	**0.086**	**0.203**	**0.049**	**0.055**	**0.048**	**0.014**	**-**	**0.036**
吉祥	**0.321**	**0.093**	**0.228**	**0.046**	**0.063**	**0.059**	**0.017**	**0.008**	**0.035**
三大航均值	**0.400**	**0.115**	**0.285**	**0.056**	**0.067**	**0.076**	**0.024**	**0.013**	**0.048**
国航	0.400	0.117	0.283	0.056	0.068	0.080	0.023	0.014	0.043
东航	0.406	0.115	0.291	0.060	0.072	0.075	0.021	0.014	0.051
南航	0.394	0.114	0.280	0.052	0.062	0.074	0.028	0.012	0.052
相对吉祥	**-10%**	**-8%**	**-11%**	**7%**	**-13%**	**-19%**	**-13%**		**2%**
相对三大航均值	**-28%**	**-26%**	**-29%**	**-12%**	**-18%**	**-37%**	**-40%**		**-25%**
相对国航	-28%	-26%	-29%	-12%	-19%	-41%	-38%		-15%
相对东航	-29%	-25%	-31%	-18%	-23%	-36%	-31%		-29%
相对南航	-27%	-25%	-28%	-5%	-11%	-36%	-49%		-30%

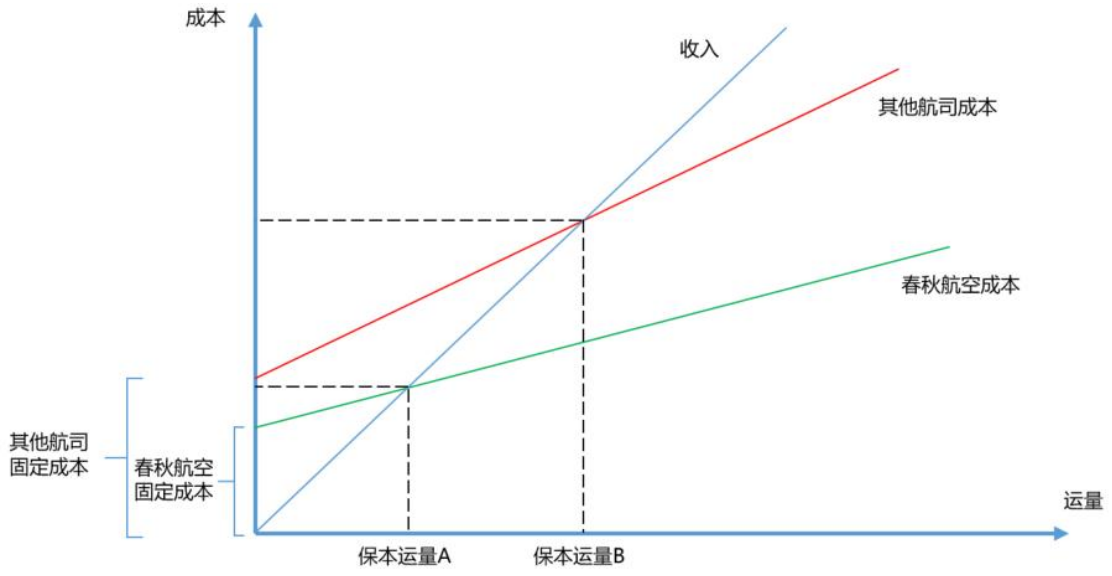
资料来源：公司年报，华创证券

图表 39　2016-18 年座公里成本比较



资料来源：公司年报，华创证券

图表 40　春秋和其他航司盈亏平衡点示意图



资料来源：华创证券整理

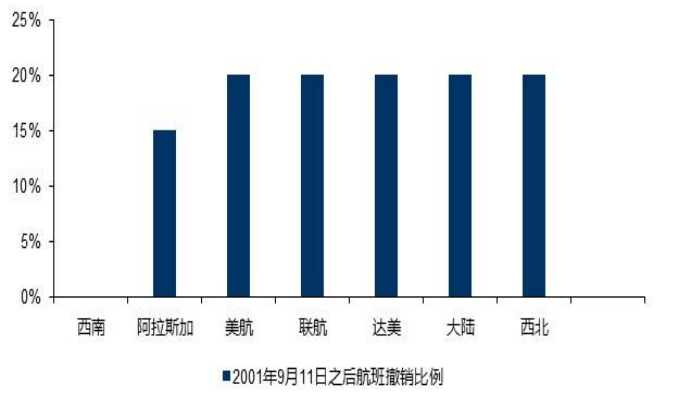
2、灵活性背后的危机意识：现金储备的未雨绸缪

我们在《如何穿越周期——低成本航空深度研究》中提出，低成本航空鼻祖美国西南航空成功经验之一即为高现金储备以应对危机。

如 2001 年的“911”事件对美国航空业带来了巨大损失，面对该事件，美国各主要航空公司在袭击发生的几周内，撤销了 20%的航班，解雇了 16%的员工。

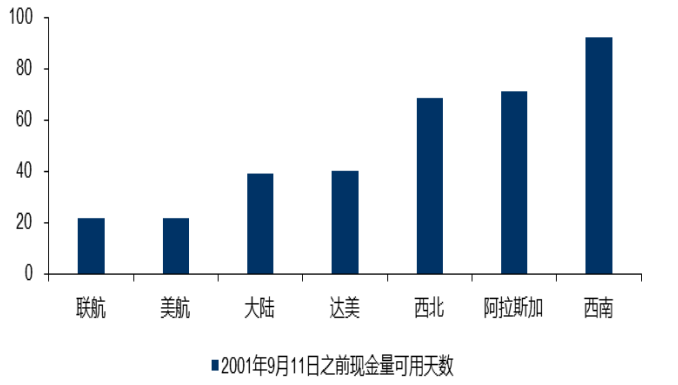
但西南航空既没有撤销航班也没有裁员，反而将这些困难转化为机会，增加露面机会，向公众提供更多的航班产品。究其原因，在于西南航空长期奉行“低水平负债率，高水平现金流”的策略发挥了巨大作用，使之可以做到承受短期财务压力。当时美西南现金可用天数超过 80 天，是行业平均的两倍。

图表 41　美西南没有撤销航班



资料来源：乔迪·霍弗·吉特尔《西南航空模式》，Wind，华创证券

图表 42　911 事件前美西南的现金储备水平最高



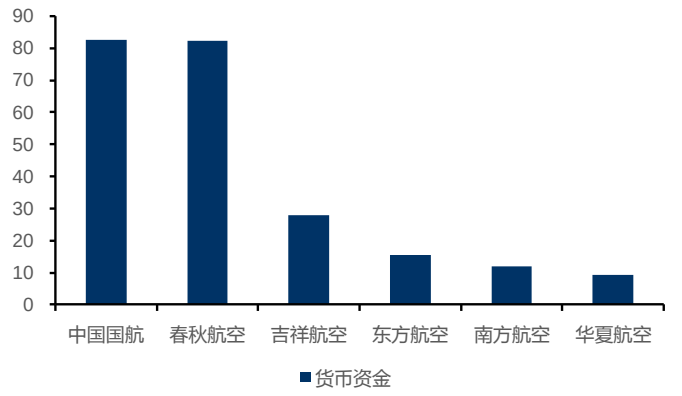
资料来源：乔迪·霍弗·吉特尔《西南航空模式》，Wind，华创证券

作为国内低成本航空的践行者，春秋航空同样未雨绸缪。

公司 2019Q3 的货币资金达到 82.35 亿，几与行业龙头国航相同，而其机队规模和营业收入分别为国航的 14%和 11%。

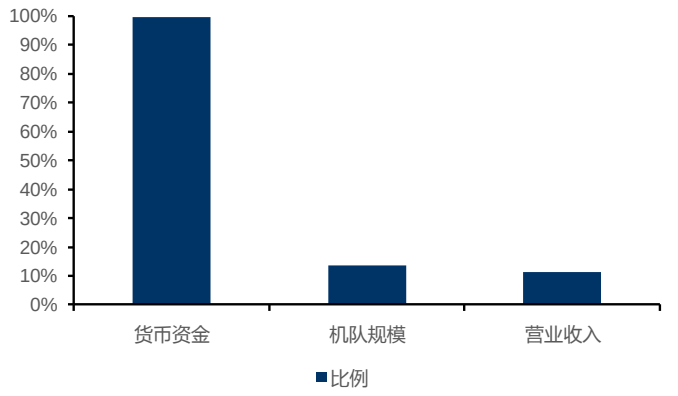
我们测算根据 19Q3 公司的现金储备对应经营活动+融资活动现金流出可达到 130 天，足以应对 4 个月或以上的危机影响。

图表 43　上市航司货币资金（2019Q3）



资料来源：Wind，华创证券

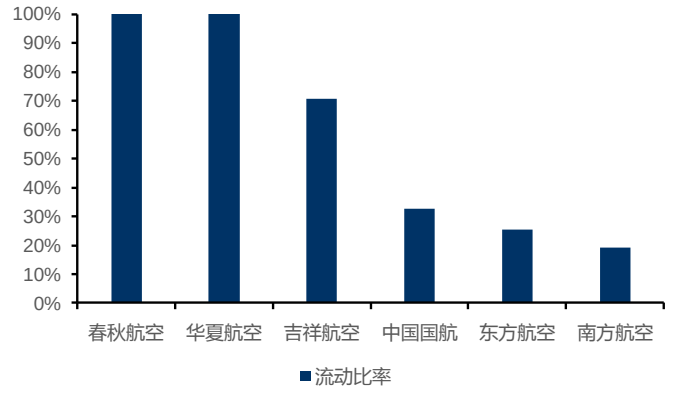
图表 44　春秋各项为国航比例



资料来源：Wind，华创证券

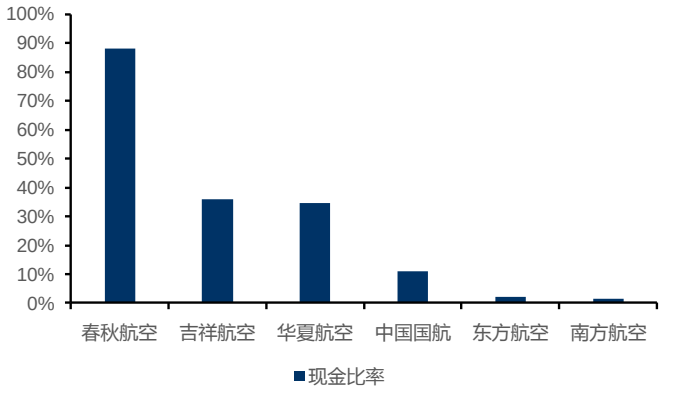
对应的公司偿债能力大幅高于其他航司，此外公司资产负债率也为行业最低，反映出公司相对保守谨慎的经营思路。

图表 45 各航司流动比率比较



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 各航司现金比率比较



资料来源：Wind，华创证券

（三）支线航空：运力采购模式及相对刚需

华夏航空作为支线航空的代表，其运营模式有不同于干线航空的机构运力采购，从收入结构上，划分为客票收入、机构销售-无限额、机构销售-有限额。

在面对疫情冲击的阶段，**公司的理性选择是尽可能保留无限额模式的航线（执飞即可理解为有利润贡献），以及有限额模式下额度较高的航线（带来边际贡献）。**

同时公司独飞航线比例高达 90%左右，在基地市场份额占比相对较高，是连接支线与干线网络交流的重要环节，因此当地方政府推动复工复产，推动公商务活动交流时，公司的相应航线恢复率会达到行业内最高。

1、运力采购模式带来公司不同的营运策略

我们两篇支线航空深度报告中，详细介绍了支线航空与干线航空不同的运营模式，即：机构客户运力采购模式。（详细定义可参考此前报告），而公司带有运力采购合同的航线占比接近 90%（2018 年机构销售收入占收入比约 36%左右，预计随着支线市场的消费潜力不断提升，该部分占比会逐步下降），其中无限额与有限额各占约一半。

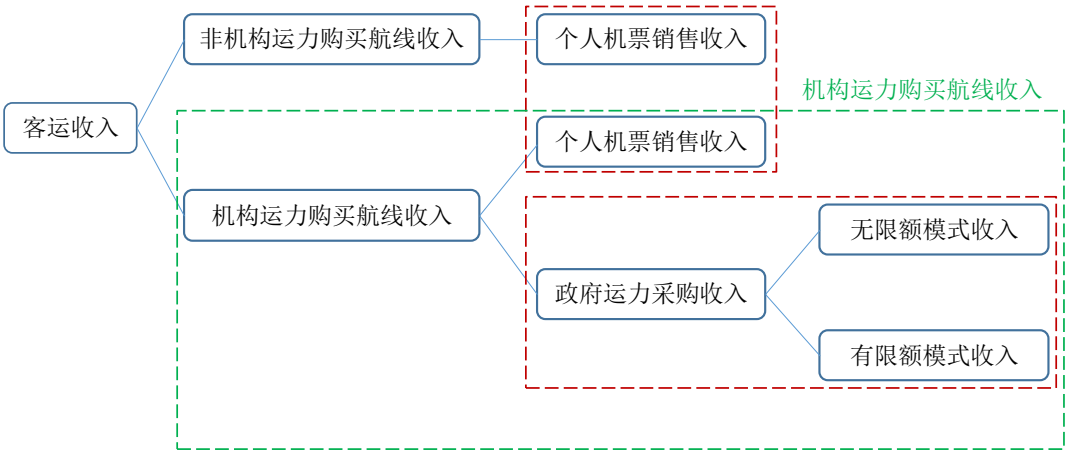
因此从航线性质角度，分为自营、无限额模式运力采购、有限额模式运力采购。

无限额模式：机构客户向公司支付全部的差额。即无限额模式进行运力采购，则**该条航线整体的收入相当于锁定，经营利润取决于公司运营效率及成本端的管控。**由于航空客票的销售具有专业性，实际操作中，机构客户委托公司进行客票的销售，销售流程与其他航空公司流程没有明显差异。在结算流程中，售出的客票收入达不到约定的金额，由机构客户来补足；如果售出的客票收入超过了约定的金额，则理论上由公司退还给机构客户，但实际中，除了春运、暑运等个别阶段外，很少出现该情形。无限额模式通常应用在客流量不足或新拓展航线中。

有限额模式：机构客户向公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额。即相当于在有限额模式下，**该条航线的部分收入锁定**。销售的客票收入归公司自有，也就意味着在有限额模式下，公司的收入是有弹性，但是也承担部分市场波动的风险。通常应用在有些吞吐量比较高、客票收入测算能够覆盖成本增长、有收益弹性的成熟航线。

自营航线：大约 10%的航线是纯自营航线，不带有运力采购合同，主要是连接公司自己基地之间、起到战略性、功能型的航线。

图表 47 公司收入结构



资料来源：华创证券整理

图表 48 公司收入增速

百万元	2015年	2016年	2017年	2018年	复合增速
收入	**1,792**	**2,551**	**3,448**	**4,260**	**33%**
同比		42.4%	35.2%	23.5%	
客运收入	**1,747**	**2,458**	**3,318**	**3,966**	**31%**
同比		40.7%	35.0%	19.5%	
其中：个人销售	1,108	1,549	1,992	2,423	30%
同比		39.7%	28.6%	21.6%	
其中：机构销售	638	909	1,326	1,543	34%
同比		42.5%	45.9%	16.3%	
货运收入	**2.04**	**4.88**	**4.95**	**6.26**	**13%**
同比		138.9%	1.5%	26.5%	

资料来源：Wind，华创证券

在这样的格局之下，公司的理性选择是尽可能保留无限额模式的航线（执飞即可理解为有利润贡献），以及有限额模式下额度较高的航线（带来边际贡献）。当地方政府推动复工复产，推动公商务活动交流时，公司的相应航线恢复率会达到行业内最高。

2、相对刚需的市场，独飞占比高

1）独飞比例占比高，达到约 90%

根据 2019 冬春航季时刻表计算，公司覆盖支线航点（机场）共 82 个，占全国支线航点（185，2018 年）比重 44%。公司共执飞国内航线（中转均为一条航线）154 条，**独飞航线 137 条，占国内航线比重为 89%。**

共飞的 17 条航线，均为干线机场对飞或干线与支线机场连接航线，无支线机场对飞，且无中转航线。

2）基地时刻占比高

基地所在机场公司份额方面：

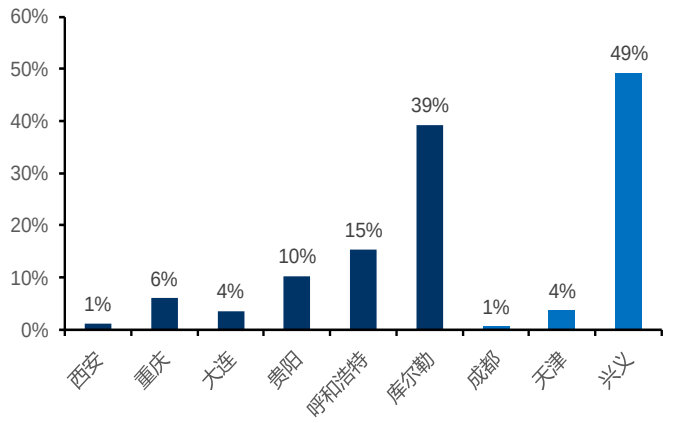
6 大运营基地中有 2 个二线机场（西安、重庆），2 个三线（贵阳、大连）、1 个四线（呼和浩特）和 1 个五线（库尔勒），公司基地份额呈逐级扩大特征。

3 个过夜基地除兴义（五线）占比接近一半，其余两个（成都、天津）占比较小。

目前在库尔勒机场市占率达到 39%，在兴义达到 49%。

公司时刻资源最丰富的 6 个机场均为公司基地（重庆、贵阳、呼和浩特、库尔勒、兴义、天津），总占比近 1/3。

图表 49　公司基地机场市场份额



资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

图表 50　公司前十大机场时刻及占公司比重

基地	区域	机场	市场份额	时刻占比
运营基地	重庆	重庆	6.0%	7.9%
	贵州	贵阳	10.3%	7.7%
	内蒙古	呼和浩特	15.4%	6.4%
	新疆	库尔勒	39.1%	3.8%
	辽宁	大连	3.6%	2.2%
	陕西	西安	1.1%	1.6%
过夜基地	贵州	兴义	49.2%	3.6%
	天津	天津	3.7%	2.8%
	四川	成都	0.6%	0.8%
	贵州	毕节	46.1%	2.7%
	新疆	阿克苏	30.2%	2.5%
	内蒙古	包头	25.2%	2.4%

资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

（四）成本影响再评估（原油价格大幅下跌+一揽子政策扶持+航司控成本）

航空公司成本可分为固定成本和变动成本，

变动成本主要为航油、起降费、人员薪酬（小时薪酬）、餐食、民航发展基金、飞机发动机替换件折旧（工作量法）、部分维修费、空管航路费用等；

固定成本主要为人员固定薪酬、折旧（年限平均法）、飞机租赁费、部分维修费。

结合近期外部环境（油价下跌）以及政策一揽子扶持，各项成本节省/延缓途径有：

图表 51　航空公司变动成本和固定成本可节省/延缓途径

	成本	成本节省/延缓方式
变动成本	航油成本	1、航油价格下降； 2、境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低 8%
	起降费	1、一类、二类机场起降费收费标准基准价降低 10%； 2、免收停场费； 3、实行地面服务费市场调节价的机场减免部分地面服务费用
	人员薪酬	1、轮岗制，减少工作量； 2、减半征收企业养老、失业、工商保险缴费，缓缴住房公积金
	餐食	减少随机配餐数量、降低餐食配给标准

	成本	成本节省/延缓方式
	折旧	部分航司飞机发动机替换件折旧以工作量法计算（如春秋，折旧周期为 27000 小时），停飞可减少该部分成本
	维修费	部分维修费按照飞机工作量计算维修周期，停飞同样可以减少该部分支出
	民航发展基金	自 1 月 1 日起，已免征民航发展基金
	空管航路费用	航路费（飞越飞行除外）收费标准降低 10%。
固定成本	人员固定薪酬	以固定薪酬计算的外籍飞行员，实行 0 薪酬休假
	飞机租金	争取租赁公司延迟支付
	维修费	争取供应商延迟支付
	飞机折旧	存量飞机以年限平均法计算的折旧无法节约。增量部分可推迟飞机引进。

资料来源：公司公告，民航局，华创证券

注：

1）原油价格大幅下跌利于成本端下降。

静态测算以 1 美元/桶油价波动，年化影响三大航 5-6 亿成本，影响春秋、吉祥约 0.6-0.7 亿成本，影响华夏航空 0.2 亿成本。而近期布油跌至 30 美元附近，2019 年均值在 64 美元。

2）航空业近期获一揽子措施，助渡难关，包括降税减费以及资金支持。

a）降税减费：1 月 23 日起，一、二类机场降低起降费标准 10%、免停场费、降航路费 10%；降低境内航司境内航班航空煤油进销差价基准价 8%；民航发展基金 1 月 1 号起免征；阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。

b）资金支持：国际航线中，共飞航班奖励每座公里 0.0176 元，独飞航班奖励每座公里 0.0528 元。

此前深度报告中我们对典型执飞航班做过测算，在疫情影响下，我们对单次飞行成本重新测算：

以国内航线京沪线为代表的短途航线：预计单架次总成本由 6 万元降低至 4.7 万，减少约 20%，座公里成本对应从 0.33 元降至 0.26 元。

对于长途航线来看：预计单架次总成本由 12.6 万元降低至 9.7 万，减少约 23%，座公里成本对应从 0.21 元降至 0.16 元。

具体参数及测算如下：

航油成本：按照当前国际油价计算，同时考虑进销差价降低 8%，预计 4 月起国内综合采购成本下调至 3220 元左右（同比下降 35%）；

折旧/租赁成本：鉴于仅停飞航班部分固定资产为工作量法折旧，该部分暂不考虑下调；租赁成本可能为延期支付而不会减免，故也不予考虑；

维修费：考虑飞机日利用率降低，我们假设当前平均单航班维修成本为此前 80%；

起降费：起降费下调 10%+免停场费，测算单架次共可节省约 600 元；

地面服务费：在 1 类机场为市场调节价，假设减免 10%，约 250 元；

机组成本： 不变；

航路费用： 降低 10%，

进近指挥费： 不变；

餐食成本： 此前按照满员准备餐食，假设当前为此前 70%

民航发展基金： 免征

图表 52 疫情下单架次航班成本对比（北京-上海）

	原始成本	疫情下成本	同比降幅
航油成本	22000	14080	-36.0%
折旧成本	11219	11219	0.0%
维修成本	6600	5280	-20.0%
起降费	9500	8900	-6.3%
地面服务费	2500	2250	-10.0%
机组成本	2070	2070	0.0%
航路费用	421	379	-10.0%
进近指挥费	298	298	0.0%
餐食成本	3300	2310	-30.0%
民航发展基金	1242	0	-100.0%
合计	**59151**	**46787**	**-20.9%**
飞行相关成本	47932	35568	-25.8%
占比	81.0%	76.0%	
单座位成本	**358**	**284**	**-20.9%**
座公里成本	**0.33**	**0.26**	**-20.9%**

资料来源：波音官网、空客官网、民航局、公司公告，华创证券

图表 53 疫情下单架次航班成本对比（上海-乌鲁木齐）

	原始成本	疫情下成本	同比降幅
航油成本	55000	35200	-36.0%
折旧成本	28048	28048	0.0%
维修成本	16500	13200	-20.0%
起降费	9500	8900	-6.3%
地面服务费	2500	2250	-10.0%
机组成本	5175	5175	0.0%
航路费用	1423	1281	-10.0%
进近指挥费	280	280	0.0%
餐食成本	3300	2310	-30.0%
民航发展基金	4196	0	-100.0%

	原始成本	疫情下成本	同比降幅
合计	**125923**	**96644**	**-23.3%**
飞行相关成本	97875	68596	-29.9%
占比	77.7%	71.0%	
单座位成本	**763**	**586**	**-23.3%**
座公里成本	**0.21**	**0.16**	**-23.3%**

资料来源：波音官网、空客官网、民航局、公司公告，华创证券

基于上述测算，

假设客座率为 50%，则两类航线盈亏平衡的客公里收入分别由 0.66、0.42 元降至 0.52 和 0.32 元，即保本票价分别由 713、1533 降至 562、1168 元，分别下降 21%和 24%。

图表 54　50%客座率下两类典型航线保本收益

	座公里成本	保本客收	对应票价		疫情下座公里成本	保本客收	对应票价	降幅
北京-上海	0.33	0.66	713		0.26	0.52	562	-21.2%
上海-乌鲁木齐	0.21	0.42	1533		0.16	0.32	1168	-23.8%

资料来源：华创证券测算

若仅考虑飞行边际变动成本，则同样在 50%客座率下，边际保本票价分别由 581、1186 降至 431、831，分别下降 26%和 30%。

图表 55　50%客座率下两类典型航线变动成本保本收益

	座公里变动成本	保本客收	对应票价		疫情下座公里变动成本	保本客收	对应票价	降幅
北京-上海	0.27	0.54	581		0.20	0.40	431	-25.8%
上海-乌鲁木齐	0.16	0.33	1186		0.11	0.23	831	-29.9%

资料来源：华创证券测算

同样的，也意味着在票价水平不变的情况下，当前保本客座率下移约 10-15 个百分点，即可以更早复飞。

但实际情况要综合考虑价格和客座率的共同变动。

图表 56　相同票价水平下两类典型航线保本客座率

	座公里成本	对应票价	保本客座率		疫情下座公里成本	对应票价	保本客座率	降幅
北京-上海	0.33	540	50%		0.26	713	39.4%	10.6%
上海-乌鲁木齐	0.21	1533	50%		0.16	1533	38.1%	11.9%

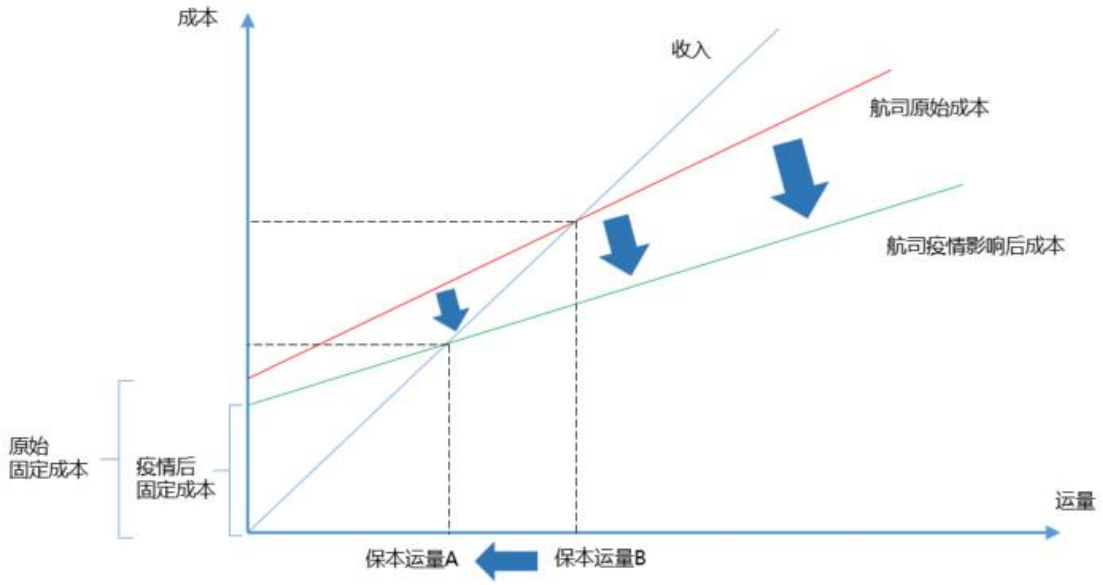
资料来源：华创证券测算

图表 57 相同票价水平下两类典型航线变动成本保本客座率

	座公里变动成本	对应票价	保本客座率		疫情下座公里变动成本	对应票价	保本客座率	降幅
北京-上海	0.27	581	50%		0.20	581	37.1%	12.9%
上海-乌鲁木齐	0.16	1186	50%		0.11	1186	35.0%	15.0%

资料来源：华创证券测算

图表 58 成本收益变动取曲线



资料来源：华创证券整理

三、商业模式 Vs 企业行为：顺丰直营制模式下的逆势扩张

（一）2 月快递行业数据：顺丰业务量增速翻倍，市占率逆势扩张

快递行业 2 月数据：业务量增长 0.2%，单票收入同比提升 3.8%。

1）业务量：2 月完成 27.65 亿件，同比增长 0.2%，其中同城、异地、国际件增速分别为-6.9%、2.1%、-2.9%。（注：受新冠肺炎疫情影响，湖北省有 894 家快递统计调查单位未报）。

1-2 月累计完成 65.46 亿件，同比下降 10.1%。

2）行业收入：2 月收入 364.4 亿元，同比增长 4.1%。1-2 月累计收入 864.9 亿元，同比下降 8.7%。

3）单票收入：2 月 13.18 元，同比增长 3.8%。1-2 月平均单票 13.21 元，同比增长 1.6%。注：单月单票收入连续 5 个月同比提升。

图表 59　2020 年 2 月行业增速

行业数据				
	当月值	同比增速	累计值	累计同比
收入（亿元）	364.4	4.1%	864.9	-8.7%
业务量（亿件）	27.7	0.2%	65.5	-10.1%
同城	5.0	-6.9%	11.7	-19.6%
异地	21.8	2.1%	51.9	-8.1%
国际/港澳台	0.8	-2.9%	1.89	5.3%
单票收入	13.18	3.8%	13.2	1.6%

资料来源：Wind、邮政局、华创证券

上市公司 2 月数据：受春节错峰及疫情影响，通达系普遍复工程度较低，业务量出现了不同程度下降，顺丰则逆势大涨 118.9。

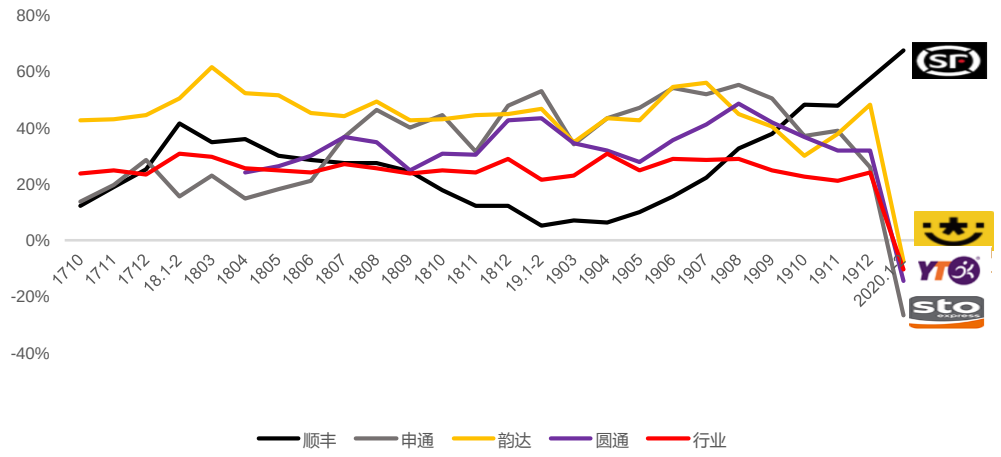
1）2 月业务量增速：顺丰（118.9%）>行业（0.2%）>韵达（-13.4%）>圆通（-21.9%）>申通（-37.3%）。

2）顺丰：连续 5 个月领跑。公司 19 年 5 月推出特惠电商件业务后，效果显著，8 月突破 30%，10-11 月均以接近 50%的增速，12 月接近 60%增长，今年 1-2 月再度逆势大幅增长，已连续 5 个月成为领跑者。

3）1-2 月业务量顺丰（67.9%）>韵达（-7.2%）>行业（-10.1%）>圆通（-14.2%）>申通（-26.5%）。预计 3 月下旬通达系会恢复到去年同期水平。

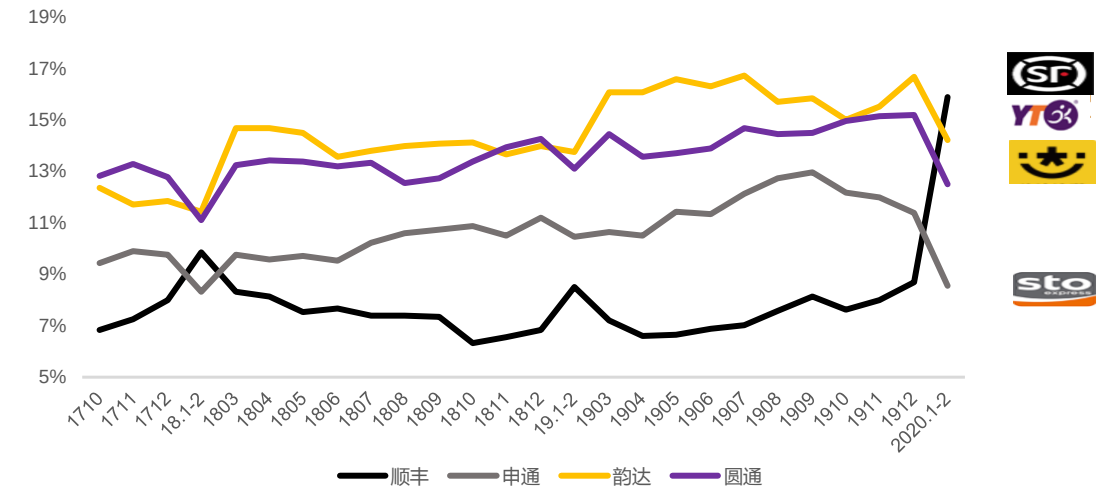
4) 行业集中度：CR8 达 86.4%，同比大幅提升 5.1 个百分点，环比提升 1.6pct。顺丰、韵达、圆通、申通 1-2 月市场份额 15.9%、14.2%、12.5%、8.5%，顺丰显著提升。

图表 60 上市公司业务量增速（17 年 10 月-20 年 2 月）



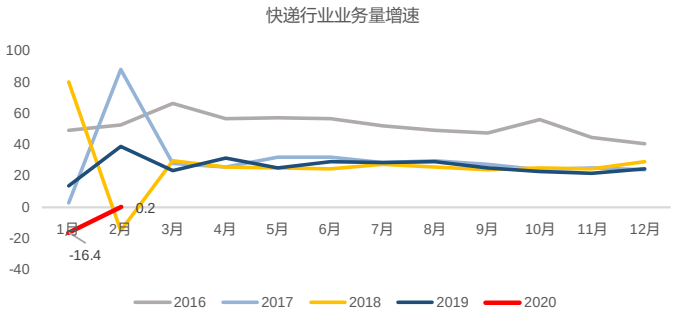
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 61　2020 年 2 月上市公司业市场份额



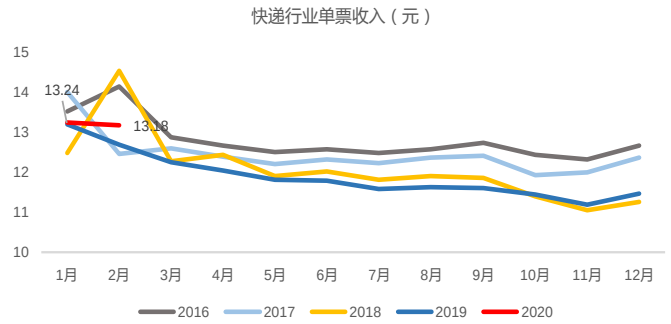
资料来源：Wind、华创证券

图表 62　快递行业业务量增速（%）



资料来源：Wind、邮政局、华创证券

图表 63　快递行业单票收入



资料来源：Wind、邮政局、华创证券

图表 64　2020 年 2 月上市公司业务量及收入增速

公司业务量（亿件）					
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比
顺丰	4.75	17.2%	118.9%	118.7%	67.9%
申通	1.58	5.7%	-37.3%	-37.5%	-26.5%
韵达	2.97	10.7%	-13.4%	-13.6%	-7.2%
圆通	2.33	8.4%	-21.9%	-22.1%	-14.2%
全国	27.7		0.2%		-10.1%
公司单票收入（元/件）					
	当月值	同比	环比	累计	累计同比
顺丰	18.19	-19.0%	-7.7%	19.0	-21.2%
申通	2.97	-16.6%	-10.1%	3.2	-6.9%
韵达	3.02	-15.2%	5.6%	2.9	-18.3%
圆通	2.77	-17.7%	-5.8%	2.9	-15.4%
全国	13.2	0.3%	-0.5%	13.2	1.6%
公司快递业务收入（亿元）					
	当月值	同比	环比	累计收入	累计同比
顺丰	86.4	77.3%	-22.5%	197.9	32.4%
申通	4.7	-47.7%	-64.6%	4.7	-47.7%
韵达	9.0	-26.5%	-50.5%	27.1	-24.1%
圆通	6.5	-35.7%	-62.6%	23.7	-27.4%
全国	364.4	4.1%	-27.2%	864.9	-8.7%

资料来源：Wind、华创证券

（二）逆势扩张背后：直营制模式的加成推动品牌力、执行力的巩固提升

1、传统假期错峰结构+直营制模式+特惠件下沉推动顺丰逆势扩张

顺丰的大幅逆势扩张与通达系业务量在 2 月出现下滑，同时 CR8 集中度提升与其中通达系份额下降，形成了 2 组鲜明对比，**这其中直接的关联在于：**

1）传统的假期错峰结构：顺丰为代表的直营制企业，包括京东与 EMS，春节期间不休息，A 股通达系公司中仅韵达春节不打烊，但其假期中的储备产能弱于顺丰。

2）复工更灵活，执行力更强：交通运输部在 2 月 22 日的发布会上，表示中国邮政、顺丰和京东基本全部复工，其他的主要快递企业整体的复工率也达到 66.7%。背后在于直营制模式的快递企业在推动复工执行力度，以及公司体制内员工用工灵活度上要强于加盟制企业。

3）背后更重要的因素：顺丰特惠件的发力

电商件的高增速支撑我国快递业务量的高景气，如国家邮政局局长所述：我国快递量已超美国、日本和欧洲等发达经济体总和。电商件市场是不可忽视的重要业务战场。

顺丰在过去几年曾介入过电商件市场，但未曾取得特别的成就：

第一次尝试：2013年公司推出相对低价产品，定价约15元左右，明显低于自身标准件（22元左右水平），试图撬动电商件市场，但由于直营制的成本投入，以及装载率不高等因素，导致整体毛利率下降，公司后停止该业务。

第二次尝试：2018年上半年公司再度发力电商件，经济件产品业务在18H1取得了54%的收入增长，但因运力投入较大，装载率下降，公司下半年控制了业务增速。

这两次尝试中公司均在吸取经验，第一次全面和通达系竞争过程中，以直营打低价产品，单票成本很高，会导致亏损严重；于是在第二次吸收经验，做了集收，特点是集中相比较每次上门收件成本更低，可以节约人工成本，但大量的投入使得固定资本开支和运输成本没有办法覆盖。

进一步，2019年5月第三次切入电商件市场，策略性推出针对电商大客户的特惠专配产品（预计单位价格降至5-10元），着力于不新增投入的情形下，充分利用过去的产能，以“填仓件”的模式，提升装载率，从而降低成本。

新产品打破原有产品价格局限，填补价格区间空白，完善了经济产品体系，不断贴近市场竞争。同时，公司过去几年的资源投入以及科技优化，使得大网装载能力明显提升，在装载率不高的情况下，也产生了冗余资源，此时通过精准销售，优化端到端运营模式，如根据客户业务特点和需求，批量集中收件、客户至中转场发货/提货、派件协议到丰巢柜等方式，进一步提升存量资源和运力的利用效率，实现降本增效，同时实现更有弹性的、更具竞争力的报价。

我们认为该产品不仅仅是阶段性产品，而是公司要发力的持续增长点。从公司近期战略看，认为中国快递业的快速增长主要原因在电商件市场，所以特惠专配主要针对这块需求，不会只是短期的填仓产品。

2、极端情况下的表现，我们认为此后电商特惠件会得到更广泛的接受

2018 年我们深度报告《从优秀到卓越，做时间的朋友》中，我们提出顺丰控股具备两项护城河要素：

品牌溢价（成快、准时、安全的口碑，使产品享受超越行业的溢价）；

网络优势“天网+地网+信息网”三网合一。

在行业正常运营的情况下，电商快递更多在比拼性价比，然而在“疫情”这类极端情况下的表现，是进一步巩固提升了顺丰品牌力和执行力，甚至于使得自身电商特惠件可以得到更广泛的认可与接收。

1）电商件的诉求是性价比的趋势不会改变，但客单价与物流配送成本的系数直接影响着商品的物流选择。

物流配送成本高低是相对而非绝对，根据物流总成本和商品毛利率，我们做了“客单价”的敏感性测试。

如：当总物流成本为8元，商品毛利率为12%的情况下，“客单价”至少为67元才能达到盈亏平衡点。当物流总成本下降时，所需盈利的“客单价”也会下降，换而言之，可进入网络渠道的商品越来越多。

图表 65　客单价与物流总成本及商品毛利率的敏感性测试

		物流成本（单位：元）													
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
商品毛利率	4%	50	75	100	125	150	175	200	225	250	275	300	325	350	375
	6%	33	50	67	83	100	117	133	150	167	183	200	217	233	250
	8%	25	38	50	63	75	88	100	113	125	138	150	163	175	188
	10%	20	30	40	50	60	70	80	90	100	110	120	130	140	150
	12%	17	25	33	42	50	58	67	75	83	92	100	108	117	125
	14%	14	21	29	36	43	50	57	64	71	79	86	93	100	107
	16%	13	19	25	31	38	44	50	56	63	69	75	81	88	94
	18%	11	17	22	28	33	39	44	50	56	61	67	72	78	83
	20%	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75
	22%	9	14	18	23	27	32	36	41	45	50	55	59	64	68
	24%	8	13	17	21	25	29	33	38	42	46	50	54	58	63

资料来源：华创证券

顺丰做电商件的优势市场：针对高货值商品的壁垒：安全稳定，保证货值不受损

商品品类整体货值较高，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

为了保证货物安全性，该品类中高端品牌、普通品牌甚至杂牌，均倾向于使用顺丰。

图表 66 使用顺丰快递的典型高货值品类、品牌列表

品类	平均客单价	品牌	使用快递
保健品-冬虫夏草	2000-10000	香港楼上、北京同仁堂、天猫淘宝大量第三方卖家	顺丰
珠宝-钻石	1500-15000	蒂凡尼、I do、珂兰钻石	顺丰
珠宝-黄金、珍珠	500-2500	周生生、周大福、周大生、潮宏基珠宝、六福珠宝、老凤祥珠宝、千叶珠宝	顺丰
珠宝-人造	500-2500	施华洛世奇、通灵珠宝、潘多拉	顺丰
珠宝-普通品牌	300-1000	京润珠宝满1000元发顺丰、卡蒂罗珠宝满300元发顺丰、	顺丰、EMS或通达系快递
服装-国产中高端品牌	2000-10000	宝姿、朗姿、娜尔思、歌力思（圆通、顺丰）、蓝地、雅莹（顺丰或圆通）、诗篇（上海仓申通、深圳仓顺丰）	顺丰
服装-进口中高端品牌	2000-10000	加拿大鹅、MaxMara、Theory、Club Monaco、Massimo Dutti	顺丰
鞋帽-中高端品牌	2000-10000	Stella Luna 、Ecco、 Stuart Weitzman、UGG、BALLY	顺丰
箱包-中高端品牌	2000-20000	LV、巴宝莉、GUCCI、TB、MK、Coach、kadeSpade、Fion、Kipling、tumi(优先使用顺丰、其次为fdx、宅急送、菜鸟物流、EMS)、Furla	顺丰
化妆品-中高端品牌	2000-10000	lamer、 La Prairie、雅诗兰黛、兰蔻、cpb、资生堂、Fresh、dior、chanel	顺丰
小家电-中高端品牌	2000-10000	戴森、Foreo、clarisonic	顺丰

资料来源：华创证券整理

针对高端定位商品的壁垒：

某些品类整体货值不高，但品类中部分品牌定位相对中高端，具备较高毛利率，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

为了得到较高品质的快递服务，匹配品牌定位与使用体验，倾向于使用顺丰。

图表 67 使用顺丰快递的典型高端定位品牌列表

品类	平均客单价	品牌	平均客单价	使用快递
彩妆	100-200	丝芙兰	200-400	顺丰（偏远地区发EMS）
水杯	20-100	星巴克	50-150	顺丰
保健品-蜂蜜	100-300	新西兰康维他蜂蜜	200-500	顺丰
送礼食品-月饼	50-100	美心月饼	150-250	顺丰
送礼食品-茶叶	100-1000	小罐茶、竹叶青满800元发顺丰	400-2000	顺丰（罐装茶顺丰，袋装茶韵达）
送礼日用品	50-200	野兽派	200-800	顺丰（或中通）
墨镜	100-5000	雷朋	500-1000	顺丰
积木	50-200	乐高	300-1500	顺丰（江浙沪发中通）

资料来源：华创证券整理

针对部分快消长尾商品的壁垒：优化库存管理，降低供应链成本

某些商品品类整体货值不高，品类中品牌定位普通

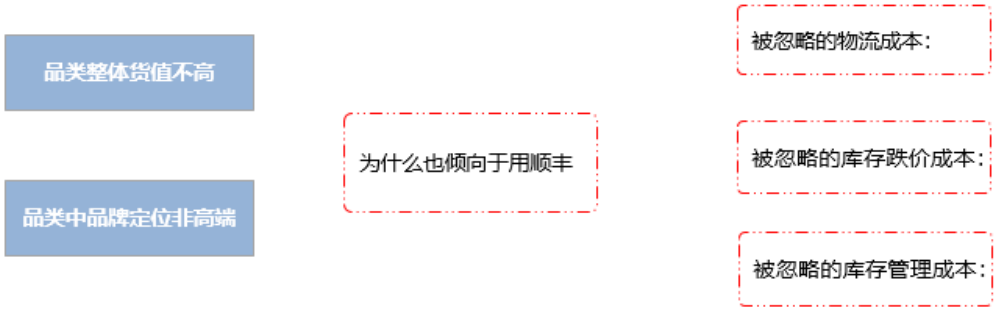
但商品轻薄短小，物流费用天然更低，对物流费用敏感性下降，可以适用顺丰的物流费用。

作为快消长尾商品，库存成本高，对库存管理要求高，顺丰较好的物流指标可以降低退换货率，降低因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本、降低影响二次销售时间导致的库存成本，降低因退换货、错发、延误影响的库存管理成本。此外，顺丰的数据灯塔等服务有助于企业更好管理库存。

典型品牌如：快消类服装：优衣库、ZARA；运动类服装：Nike、Adidas、Under Armour 等。

2）极端情况下的演绎，会让电商卖家更理解过去被忽视的隐性成本

图表 68　非高货值、非高端定位商品使用顺丰的原因分析



资料来源：华创证券

被忽略的物流成本：因错发、破损、遗失、退换货率提升引起的额外物流成本。可以看到，电商卖家的物流成本除，支付的快递成本外，还有电商卖家自身的仓储费用和人工薪酬（出入库操作）。

被忽略的库存跌价成本：因错发、破损、遗失、退换货率提升，影响二次销售时间导致的库存跌价成本。时装新上市VS换机打折之间的巨大价差。

被忽略的库存管理成本：快消长尾商品的库存管理大：品类多、渠道多、时间敏感，流转速度要求快、库存要求尽量少。

而顺丰高品质有助于降低退换货率：

时效快：卖家配送物流速度慢，造成买家没有耐心再等包裹，从而提出退货申请。

破损率低：破损率高，导致需要退换货比例提升。

顺丰数据灯塔服务提高供应链分析能力：除为客户提供仓储、干线运输、配送等服务外，顺丰控股的数据灯塔服务，可以为客户提供销售预测、提前发货、数据分析等服务，提高客户运营效率，帮助客户实现零库存管理。目前公司已经为数千家大中客户提供了物流与商业的标准化数据产品。

图表 69　顺丰中高端电商件与特惠电商件的需求特征分析

资料来源：华创证券

3）顺丰特惠件存在进一步降成本的空间

电商件具备规模优势的特征，随着业务量的大幅提升，单位成本，尤其部分固定环节成本（如折旧，如转载率提升将降低单位运输成本）将会明显摊薄；同时业务量足够规模后，也或将降低中转次数，从而降低其成本。

更重要的是，**成本降低可帮助公司拓宽价格带与产品体系：扬长补短，提升产品性价比，拓宽价格带与产品体系，扩大市场空间，从而形成良性互动循环。**

四、投资建议

1、我们维持此前观点：从历史上看，“疫情”等冲击是一次性突发事件带来的影响，并不会改变行业发展趋势以及公司自身价值，冲击过后反而可能构成投资机会。

2、我们发现不同商业模式已经催生了不同的企业行为，而这样的行为会在接下来疫情从冲击到逐渐消退阶段产生不同的分化，从模式的角度：

我们预计航空行业在影响逐步消退转向复苏阶段中：

修复的顺序为华夏航空（支线运力采购模式+相对刚需结构+基本不受海外疫情影响）>春秋航空（低成本基因+危机意识推动运营更灵活）>吉祥与三大航。

综合考虑估值水平：

三大航 A 股均已在 1 倍 PB，疫情冲击并非持续年度为单位的影响下，或已经在历史底部区域，跌破 1 倍 PB 视为股价估值“黄金坑”。

春秋航空：考虑疫情的冲击，我们预计 2020 年公司 RPK 下降 10%，客座率下降 8%的情况，但同时假设油价 45 美元均价水平（19 年为 64 美元），

我们下调 2020 年盈利预测至 16.9 亿，（原预测为 23.9 亿），调整 2021 年盈利预测为 24.2 亿（原预测为 27.8 亿），同时基于 19Q4 行业需求增速低于此前预测，调整 2019 年盈利为 18.7 亿（原预测为 19.8 亿）。当前估值对应 2020-21 年 PE 分别为 18 及 13 倍。2021 年估值具备吸引力。

华夏航空：我们看好支线航空市场的潜力，公司作为龙头具备一定的成长性，对应 2020 年 PE12 倍，属于被低估的成长性标的。

持续看好顺丰控股：看好快递行业长期逻辑，居家生活培育更多的网购习惯，是推动网购渗透率进一步提升，与新零售更多融合发展的契机。近期成本端亦有相关政策扶持，收费公路阶段性免费通行以及阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。顺丰公司直营制模式在快递人力资源调配、时效保障等方面体现了优势，业务量份额明显提升，品牌力与执行力得以巩固，年内继续关注公司特惠专配业务的发力情况。

3、我们依旧强调机场公司的长期价值：

优质赛道，颜值经济黄金时代受益者。预计精品战略未来将开启上海机场免税红利第二阶段，而料粤港澳机场群格局重塑，将加速释放白云机场免税红利。尤其上海机场对应 2021 年不到 20 倍 PE，具备估值性价比。

五、风险提示

“疫情”冲击超预期，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500