

攻守兼可选，再谋确定性

—— 交运建筑行业2023年中期策略

行业评级：看好

2023年6月11日

分析师： 匡培钦
邮箱： kuangpeiqin@stocke.com.cn
电话： 13636563134
证书编号： S1230520070003

分析师： 黄安
邮箱： huangan@stocke.com.cn
电话： 13678953681
证书编号： S1230522120001

一、【买入确定性空间】：发展空间明确，股价有空间，搏相对收益

- **快递物流：** 1) 2022年受防疫政策影响末端网络时效，进而影响全网单量。 2) 受益于上游网购需求复苏及履约能力恢复，低基数下单量高弹性增长，预期全年双位数高增，当前预期差仍存，静待复苏。 3) 首推**顺丰控股/韵达股份/圆通速递**。
- **疆煤外运：** 1) 宏观层面讲，规划“十四五”期间新疆煤炭增产1.6亿吨/年至4.6亿吨/年。 2) 微观层面讲，将淖红、兰新、临哈等十四五期间将扩能，全力保疆煤外运。 3) 首推**广汇物流**。
- **城市更新：** 1) 十四五规划明确设立城市更新目标，老旧小区改造成为城市更新发力主向。 2) 我们测算十四五期间山东省老旧小区改造潜在市场规模估计约2086亿元，市场空间巨大。 3) 首推基石业务稳增长，老旧小区改造等新业务打开利润空间的**德才股份**。

二、【配置确定性收益】：低估值稳增长，股息可托底，谋绝对收益

- **公路铁路：** 1) 受益于扰动减少及通行复苏影响，高速公路车流量稳步回暖，经营基本面将确定性向好，高股息特性凸显。 2) 公路高股息优选山东高速、招商公路，铁路优选大秦铁路。
- **枢纽港口：** 1) 量方面，随着进出口增长的常态化及大宗商品贸易的常态化，港口吞吐量整体稳增。 2) 价方面，随着港口整合、费率市场化推进，装卸费率下限已回升理性水平，且具备上行弹性。 3) 量价齐升趋势下核心港口预计优先获益，推荐青岛港、日照港，建议关注上港集团。
- **基建央企：** 1) 基建稳增长主线持续，2022年全年基建投资累计同比稳增9.4%。 2) 政策继续加码订单持续高增，2022年全年，八大建筑央企累计新签合同额15.02万亿元，较去年同期同比高增15.1%。 3) 估值低位，建议关注头部基建央企，首推中国电建/中国能建/中国铁建/中国中铁，关注中国交建、中国中冶等。

核心风险提示

- 1、消费不及预期对快递物流及陆运的风险。
- 2、煤价下跌对疆煤外运的风险。
- 3、政府性资金短缺对城市更新及基建的风险。
- 4、行业测算偏差风险。

目录

CONTENTS

01

【确定性空间，搏相对收益】
发展空间明确，股价已超跌

02

【确定性收益，谋绝对收益】
低估值稳增长，股息可托底

01

【相对收益】
发展空间明确
股价已超跌

1.1 快递物流

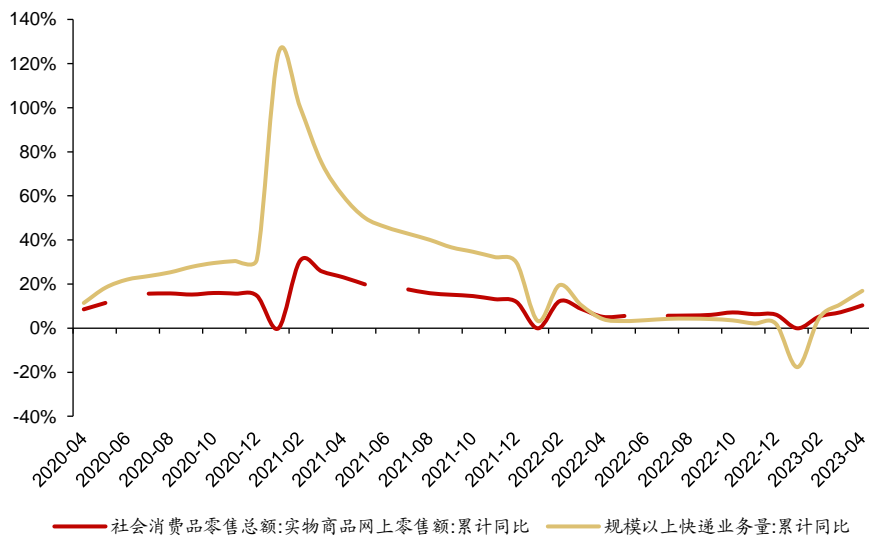
1.2 疆煤外运

1.3 城市更新

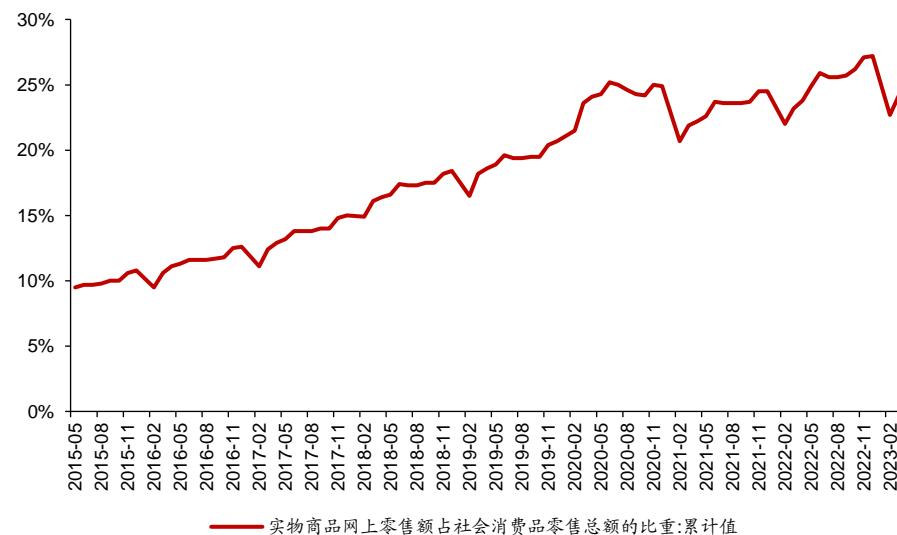
电商快递包裹增速受益于网购需求复苏及履约能力恢复，后续或有较大弹性

- 2023年前4月，实物商品网上零售额3.72万亿元，同比增长10.4%；测算实体网购渗透率24.8%，同比提升1.0pts，环比提升0.6pts。快递履约能力修复后，前4月快递行业包裹量同比增速17.0%，高于实物商品网上零售额6.6pts，自22M3以来时隔一年再度超过实体网购增速。
- 根据2023年政府工作报告提出的年度工作重点，着力扩大国内需求为首项任务，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。因此我们认为电商快递包裹增速受益于网购需求复苏及履约能力恢复，后续或有较大弹性。

图：2023年前4月快递件量累计增速再度超过实体网购



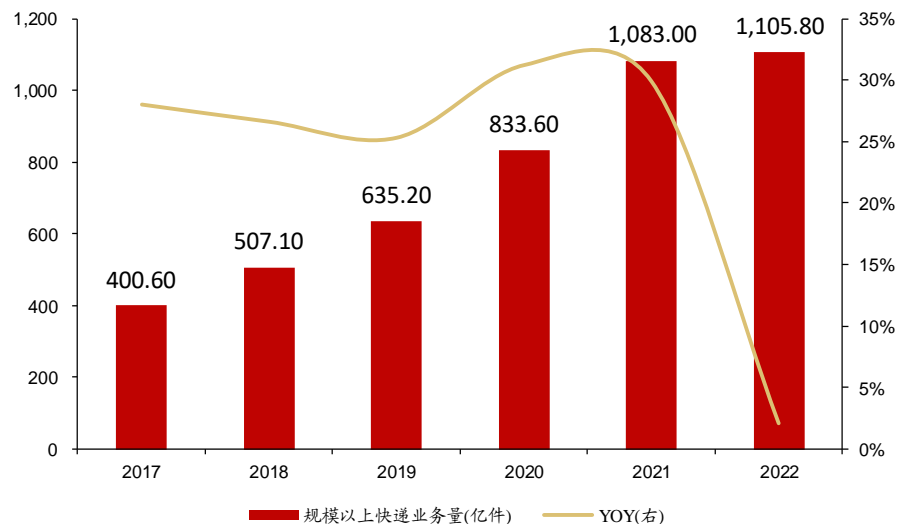
图：2023年4月累计实体网购渗透率24.8%



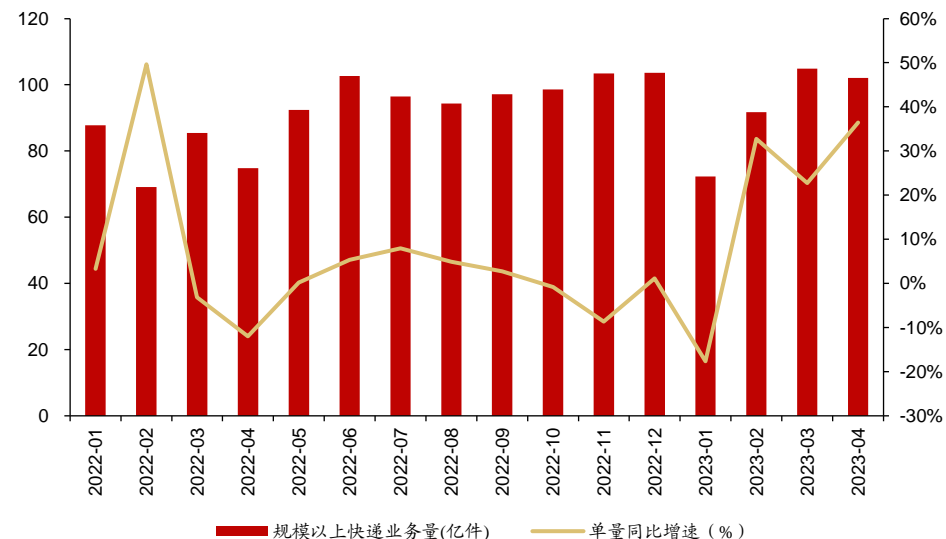
行业件量增速22年下滑，23M3开启反转

- **2022年**：受多方因素扰动，2022年行业件量同比仅增长2.1%，较21年增速下滑27.8pts；
- **2023年**：伴随履约能力修复及经济韧性凸显，2023年前4月行业件量同比增长17.0%至370.97亿件，其中23M1-2、23M3及23M4增速分别4.6%、22.8%、36.5%，逐月改善明显；此外，据国家邮政局最新统计数据，截至5月底全国快递件量已达500亿件，较19年提前155天，较22年提前27天，消费需求加快释放，低基数下再续新高。

图：2022年行业件量同比增长2.1%



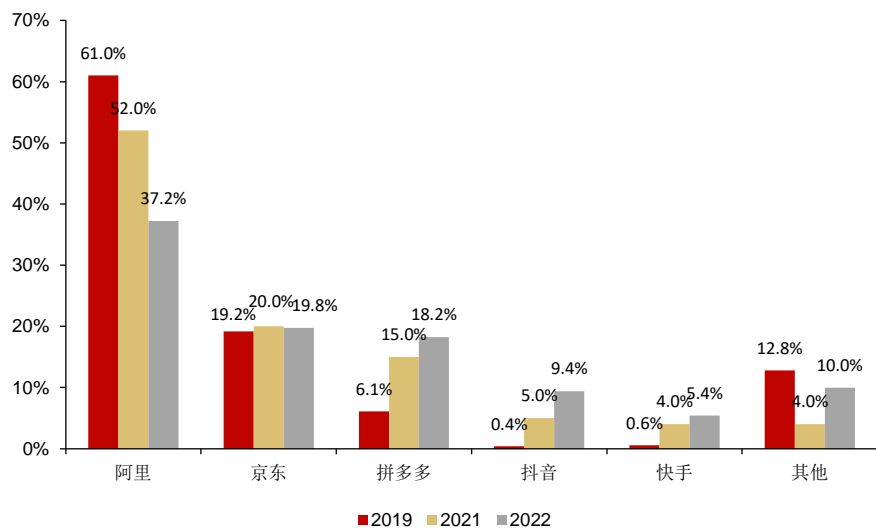
图：2023年单量反转增长



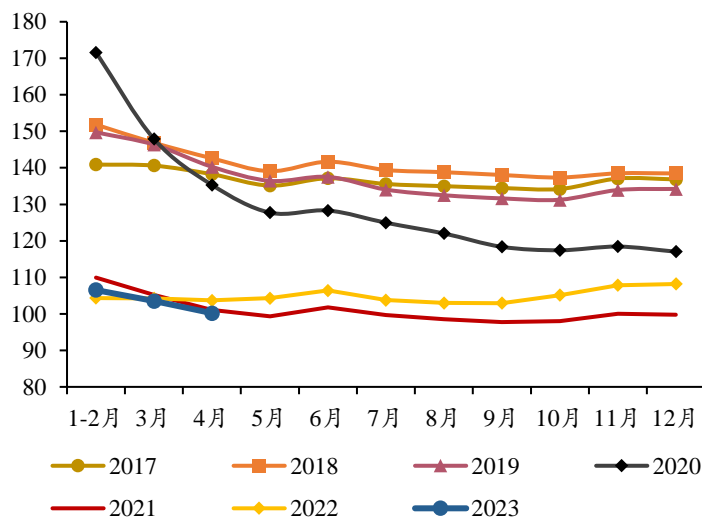
单量：行业总量的增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长

- 线上消费是原始驱动。** 社会零售总额的增长是基础，同时网购渗透率的提升带来线上消费的提振。抖音快手等直播电商的崛起带来网购营销形式创新以及成交额增长新驱动，北京市经济和信息化局、北京市商务局也于22年联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额超过2万亿元（根据网经社21年全国直播电商市场规模2.36万亿元）。
- 单包裹货值下行是增量。** 4M23单位包裹货值同比下降3.4%至100.2元/件，一方面直播电商兴起带动电商平台格局多元化，星图数据统计2022年抖音+快手GMV份额占比已接近15%，另一方面社交电商拼多多无购物车带动结算频次提升、增强“拆包效应”，使得快递包裹增速高于上游网购GMV增速。
- 行业集中度提升，头部快递相对行业或有超额增长。** 尾部中小快递仍在出清过程，由于头部快递成本优势显著，行业CR8由1M17的75.7%持续提升至4M23的84.7%（国家邮政局），叠加行业整合事件的份额外溢，或使头部快递受益。

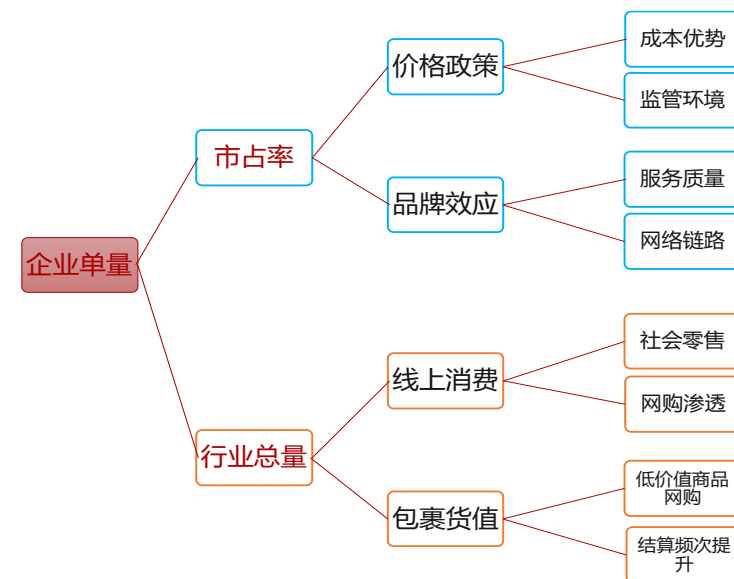
图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显



图：单包裹货值重回下行趋势



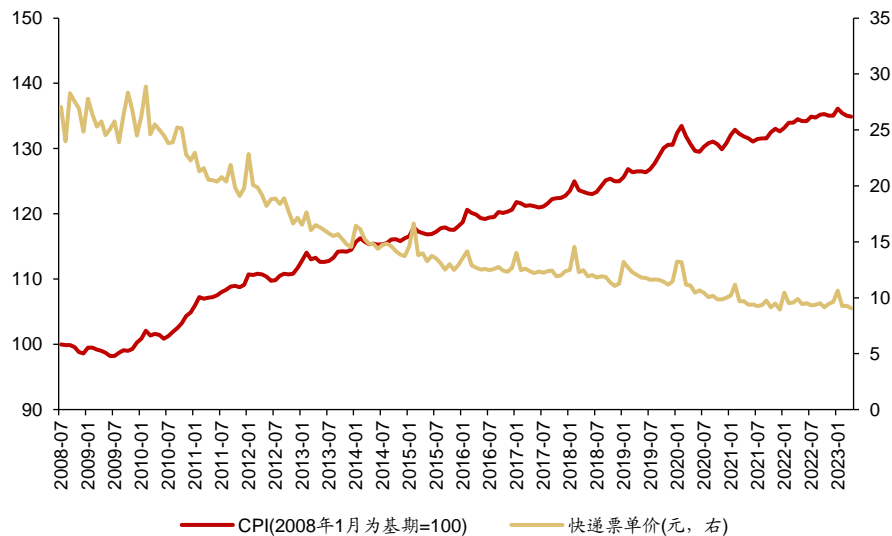
图：快递行业件量分析框架



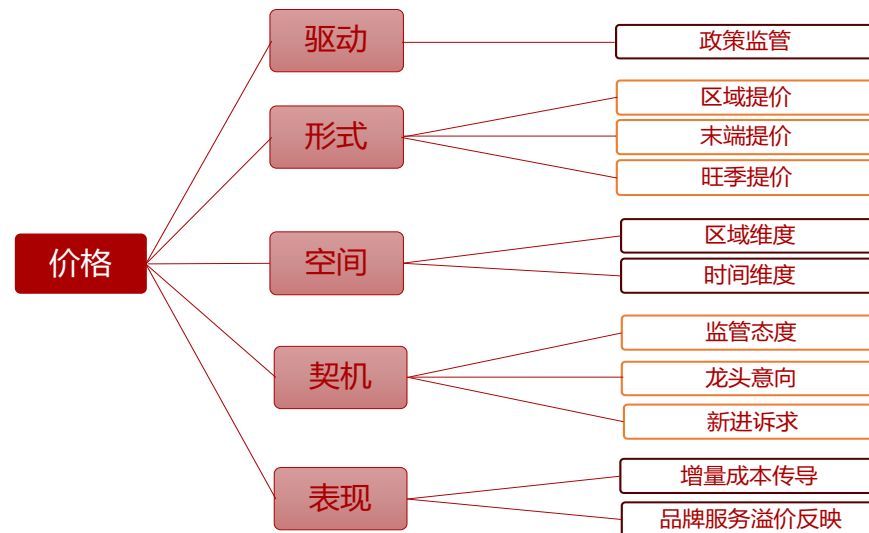
单价：短期价格维稳，长期博弈不再

- 短期看价格维稳。** 1) 韵达：4月单价2.43元，环比-0.10元，同比-0.10元。2) 圆通：4月单价2.37元，环比-0.09元，同比-0.14元。3) 申通：4月单价2.34元，环比-0.07元，同比-0.23元。4) 顺丰：4月单价15.13元，环比-0.03元，同比-0.27元。拟转让丰网事项（已公告）落地后，预计单价中枢或有明显抬升。4月主要公司快递单价同比环比微降，我们认为主要是季节性轻小件占比提升带来货重变化所致，价格秩序无需过度担忧。
- 长期看博弈不在。** 综合考虑监管持续性、龙头发展战略及新进入者诉求，整体价格仍将稳中有升，淡季局部适度的灵活价格杠杆无需过度担忧，整体竞争环境趋于稳定。

图：2008年至今快递行业单价走势与CPI相背离



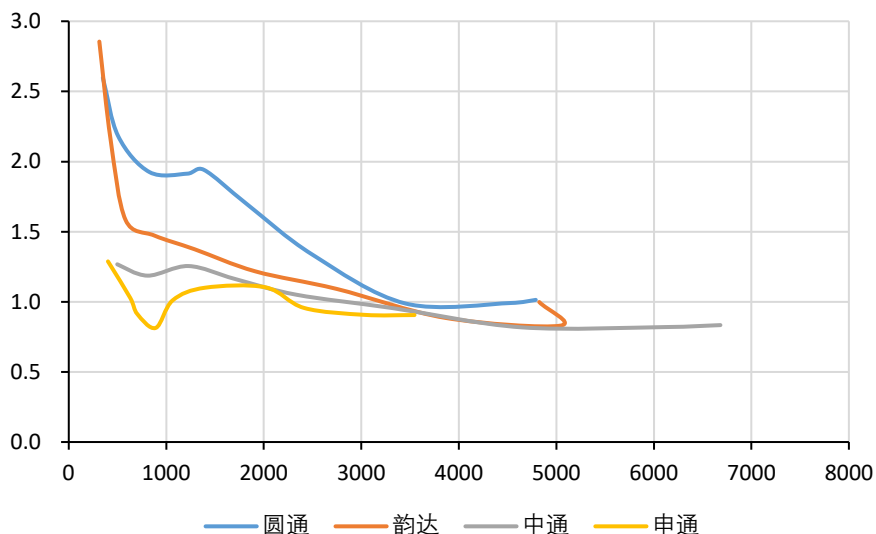
图：快递行业价格分析框架



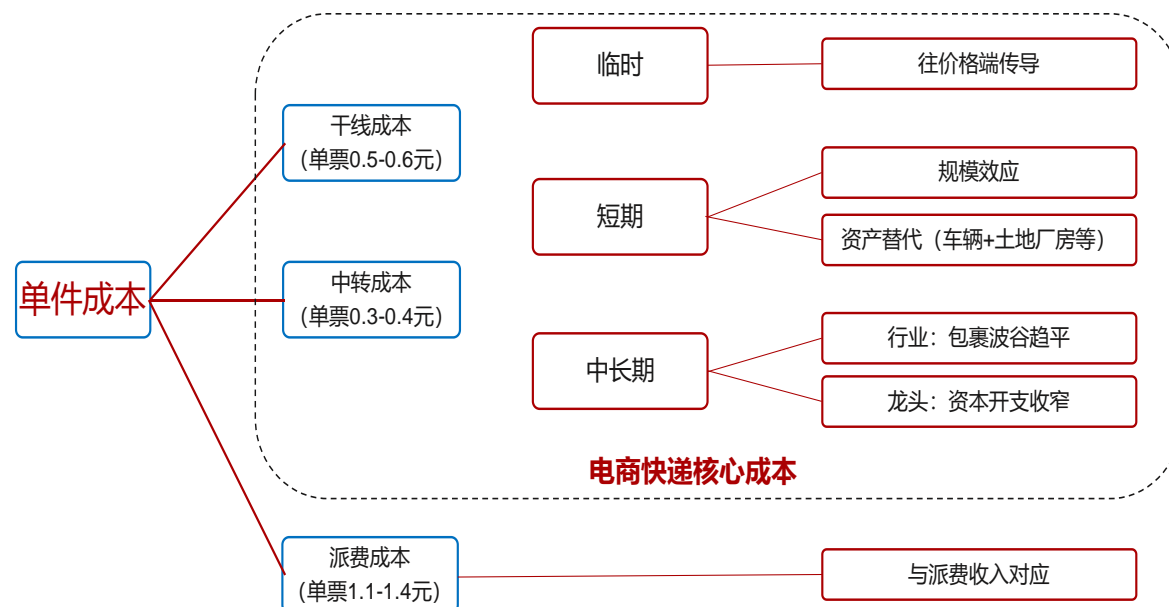
成本：短期具备下行驱动，长期具备优化空间

- 快递行业成本构成主要包括派费成本（对总部盈利影响不大）、干线成本（影响总部盈利）、中转成本（影响总部盈利），其中派费成本及临时性成本可通过价格传导，核心干线及中转成本短长期可有自主优化。
- 短期看，规模效应方面，行业及头部单量还有成长，有望摊低单票成本；车辆替代方面，自有化叠加大型化推进，有望增强成本可控度；土地厂房替代方面，自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本。
- 长期看，行业层面快递包裹波谷趋平，助力产需匹配度提升；公司层面快递龙头2022年资本开支已过阶段性高位，后续预计规模收窄。产能与需求匹配度的提升将带来中长期降本增效的空间。

图：通达系单票剔派后快递成本随日均单量上升而下降
(13-22年)



图：快递行业成本分析框架



弹性看电商快递，对应PE估值具备性价比

- 通达系方面，看好A股电商快递龙头韵达股份，关注圆通速递。
- 考虑未来经营业绩随单量修复及成本费用管控深入优化有望改善，2023年PE仅10倍左右。

顺丰控股利空出尽，中长期价值恢复，对应分部估值空间广阔

- 直营制方面，公司近期公告拟剥离加盟制产品丰网，作为快递物流龙头，新业务改善速度及时效业务利润率回升均有望超预期，将打开价值空间。
- 利润增长及价值拆分关注：1) 时效件利润、2) 经济件利润、3) 快运利润、4) 国际利润、5) 同城等其他。

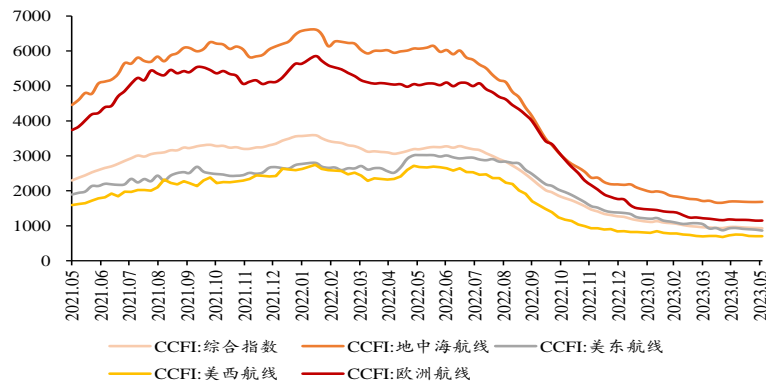
表：重点快递公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)		PE			PB
			2023/6/8	22A	23E	TTM	22A	23E	LF
002120.SZ	韵达股份	买入	292	14.83	28.33	19.56	19.71	10.32	1.70
600233.SH	圆通速递	买入	518	39.20	43.76	13.10	13.22	11.84	1.94
002352.SZ	顺丰控股	买入	2352	61.74	84.85	34.23	38.10	27.72	2.72

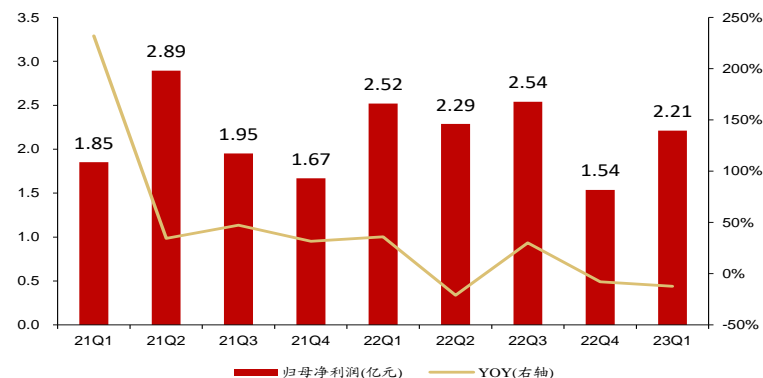
华贸物流：服务盈利逻辑稳步验证

- 受跨境运价大幅波动（23Q1 CCFI综合指数周均同比下降68.3%）及客户结构调整影响，公司23Q1年收入同比-53.2%至29.49亿元，相应营业成本同比下降58.6%至23.28亿元。但直客战略及服务延伸趋势下，23Q1毛利率同比大幅提升10.4pts至21.1%，归母净利润同比-12.2%至2.21亿元，盈利韧性凸显。
- 传统空海货代业务或平稳增长。受疫情扰动减少、运力逐步恢复等影响，以及公司主动调优业务及客户结构等因素，我们预计公司空海运货代业务盈利能力或保持平稳增长。
- 公司持续推行总部直客战略，22年末全链条服务能力已覆盖至500家稳定客户，优质直客超200家，近期新增与天马微电子、迈瑞医疗、三一物流等重要客户的合作。直客比例的提升，有望增强传统货代业务的盈利稳健性，对冲运价波动。
- 公司空海货代基本盘稳健，且跨境电商物流构筑重要第二增长极，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别11.11亿元、13.57亿元、16.48亿元，期待服务延伸及直客提升赋能之下走出 α 曲线。
- 风险提示：国际物流运价大幅波动；跨境电商物流价格竞争超预期；合作进展实际情况不及预期。

图：23Q1中国集装箱综合指数同比大幅下降

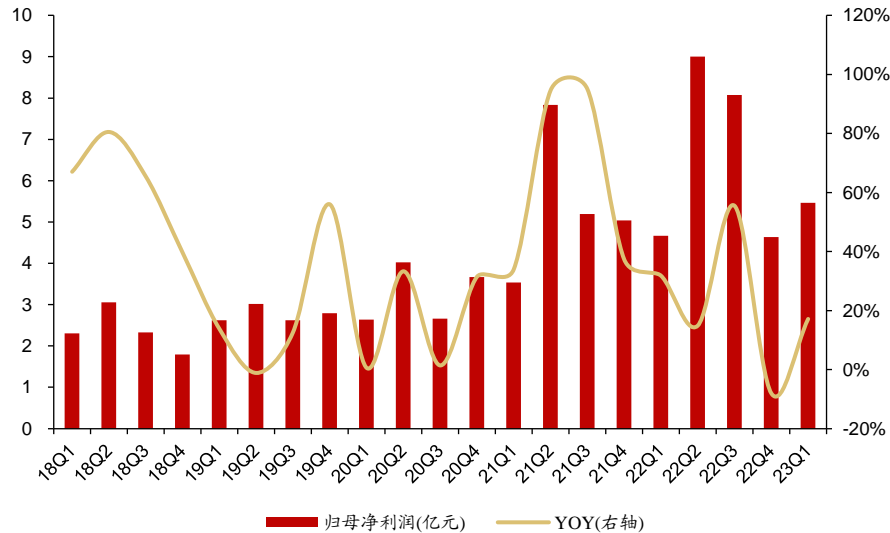


图：华贸物流利润增速稳健

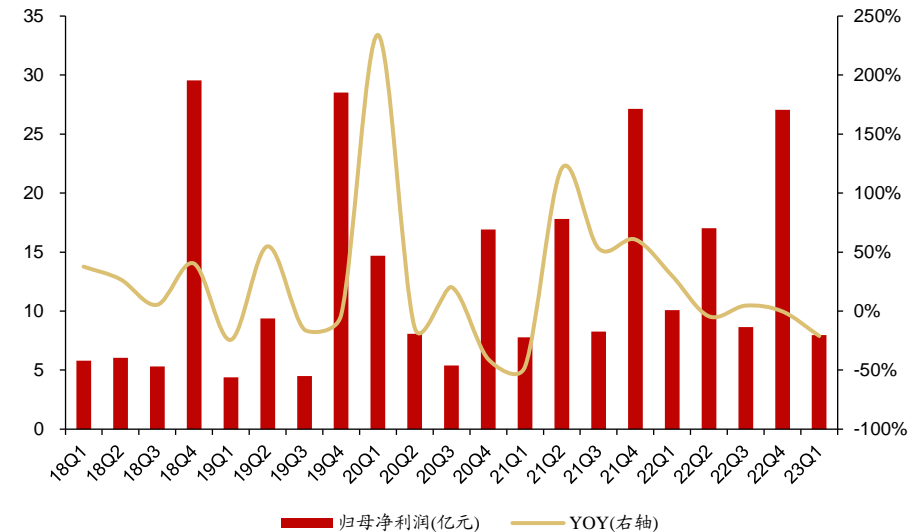


- 厦门象屿：大宗供应链巨头之一，多维优化驱动业绩高增。** 受益于货种结构拓展、客户结构优化以及服务链条延伸，公司盈利稳健穿越大宗价格波动周期，23Q1归母净利润同比+14.5%至5.46亿元。未来叠加招商局集团、山东港口集团战投入股赋能，公司营运能力将得以增加，有望发挥战略协同效应，全面提升公司中长期增长潜力。
- 建发股份：供应链及房地产双主业并行，业绩增长稳健。** 供应链业务方面，大宗商品的“LIFT”供应链服务模式已复制至消费品领域和新能源产业链，拓宽公司服务领域，23Q1归母净利润8.48亿元，同比-8.2%。但剔除去年同期收购建发新胜浆纸并购收益贡献1.15亿元归母净利润后，同比稳增4.8%；房地产业务方面，23Q1归母净利润-0.52亿元，同比下降149.2%，主要为竣工结算规模下降所致，静待未来需求复苏。

图：厦门象屿季度归母净利润

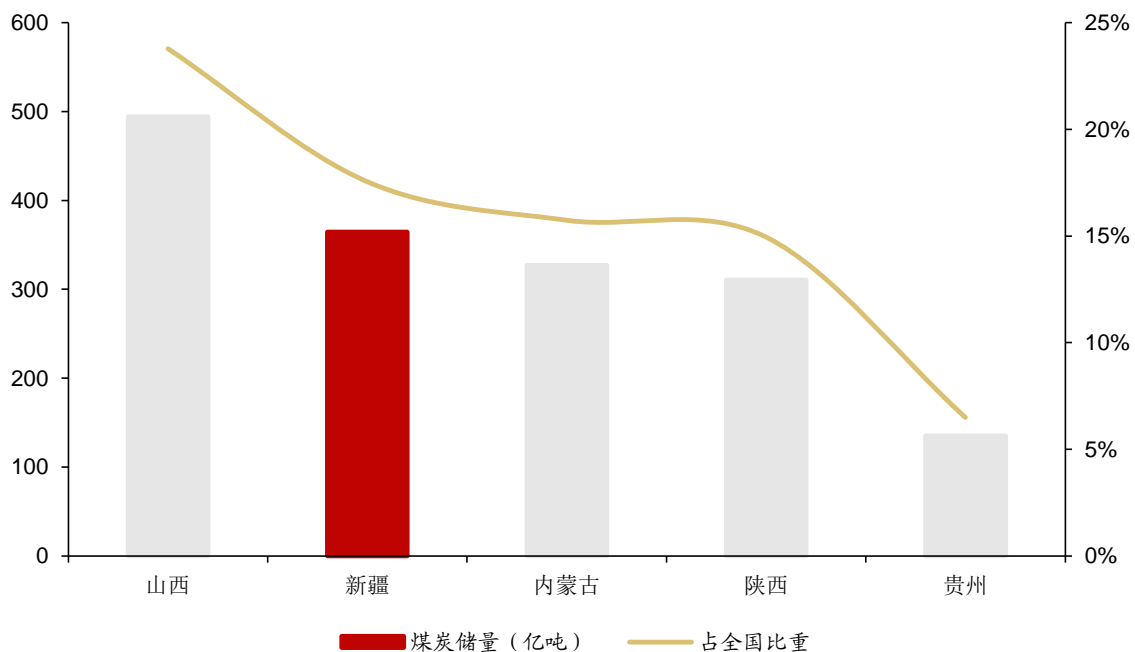


图：建发股份季度归母净利润

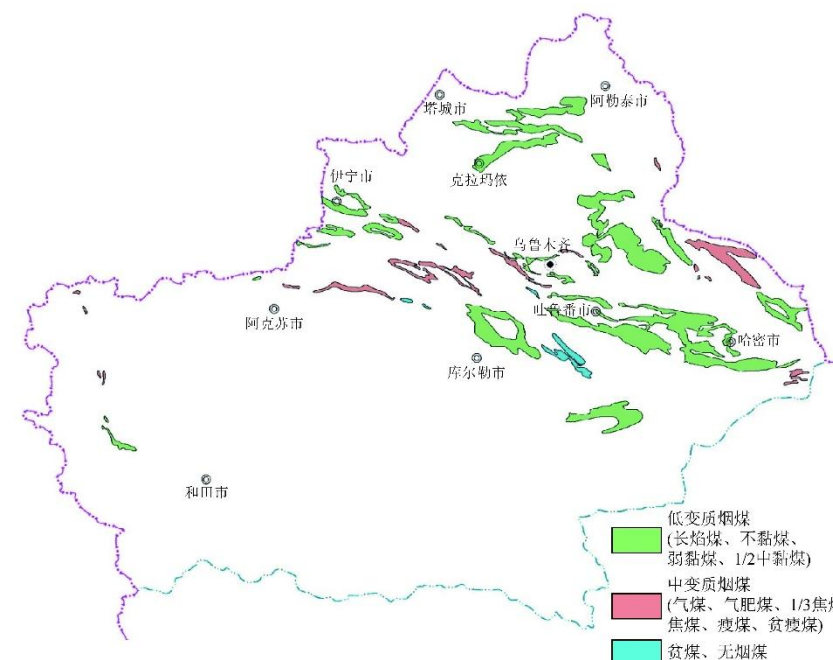


- **新疆已探明煤炭储量丰富。**据自然资源部全国矿石储量报告显示，截至2022年7月，新疆已探明煤炭储备量约364.52亿吨，占全国比重约17.5%，为已探明煤炭资源储备第二丰富的省份。
- **疆内煤炭分布集中。**新疆煤炭资源分布集中,主要分布在准噶尔、吐哈和伊犁3大盆地,其中资源量大、开发条件好的准东、准南、吐哈、伊犁、和什托洛盖和库拜煤田，占全疆煤炭资源总量的95%以上。

图：截至2022年7月，新疆已探明煤炭储备量排全国第二



图：新疆煤炭主要聚集在3大盆地的5大煤田中

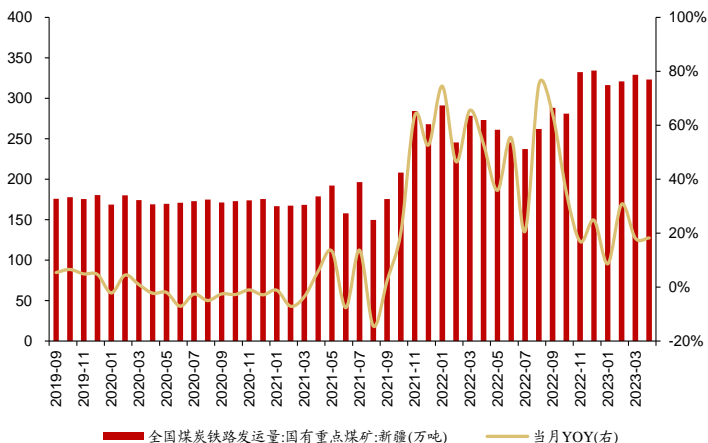


表：十四五期间政策积极扶持新疆煤炭产业发展

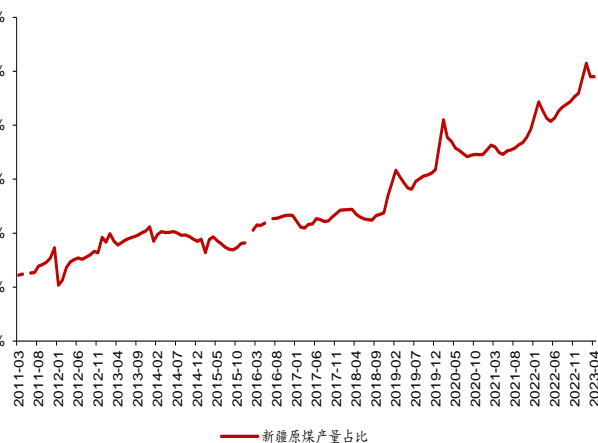
产区	矿产	“十四五”新增产能 (万吨)	分项合计 (万吨)		
准噶尔区	昌吉州	西黑山矿区红沙泉一号露天矿	1000	5860	
		将军戈壁二号露天矿	500		
		中联润世露天矿	400		
		红沙泉二号露天矿	1000		
		五彩湾矿区三号露天矿	600		
		四号露天矿一期	1000		
		大井矿区南露天矿	500		
	塔城地区	塔西河矿区美丰矿井	120		480
		水溪沟矿区水溪沟井田	150		
		淮南煤田资源整合项目	590		
		和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井	120		
		白杨河矿区骆驼包北矿井	120		
		区淮南煤田资源整合项目	240		
		黑山矿区黑山露天矿	300		
吐鲁番市	库木塔格矿区一号露天矿一期	500	2100		
	沙尔湖矿区号露天矿一期	500			
	九号露天矿一期	500			
	克布尔碱矿区十二号矿井	150			
	墨龙煤矿	150			
	吐哈区	大南湖矿区二号露天矿产		300	6500
		淖毛湖矿区白石湖二号露天矿		900	
淖毛湖矿区白石湖三号露天矿		500			
岔哈泉一号露天矿		600			
哈密市		马朗一号煤矿一期	500		
三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期		1000			
石头梅二号矿井		800			
库拜区	阿克苏	库木苏一号矿井	500	250	
		条湖一号矿井	1000		
		条湖七号矿井	400		
		俄布拉克煤矿	100		
伊犁区	伊犁州	阿艾矿区北山中部	150	800	
		伊矿区四号矿井	150		
		二号露天矿	200		
		八号矿一期	300		
其他地区	-	窄梁子矿井	150	430	
		-	-		
合计			16420		

- 近年疆煤产能外溢增速明显。据新疆统计局，2020年新疆全年调出煤炭量约1741.44万吨，2016-2020年新疆调出煤炭量年复合增速达12.4%。据中国煤炭市场网，2023年前4月新疆国有重点煤矿铁路发运量1289万吨，同比增长18.5%。
- 政策加持下疆煤具备扩产潜力。根据22年5月《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，“十四五”期间新疆新增煤炭产能1.6亿吨/年至4.6亿吨/年，哈密市新增产能6500万吨/年，其中淖毛湖矿区新增产能2500万吨/年、三塘湖矿区新增产能3700万吨/年。

图：4M23新疆国有重点煤矿铁路发运量同增18%



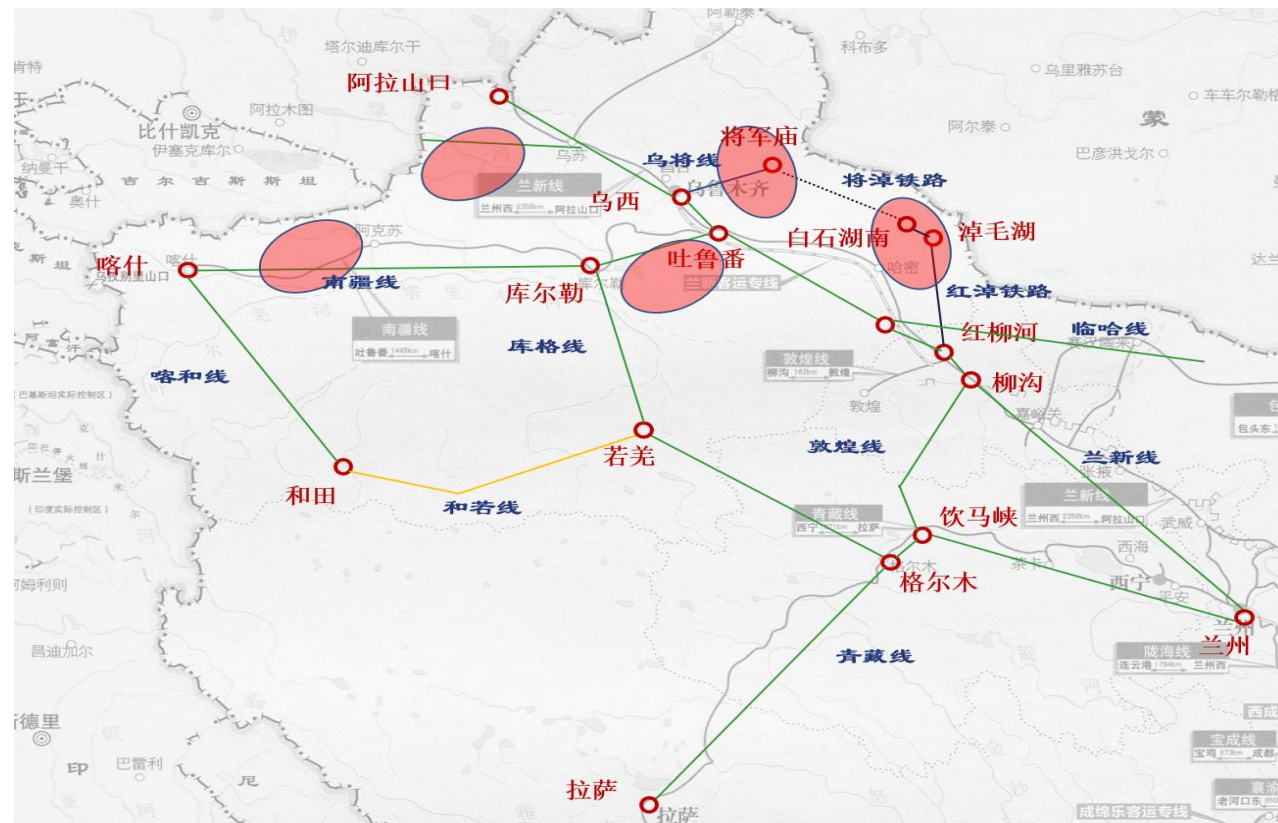
图：新疆原煤产量占全国比重稳步提升



疆煤外运铁路（乌将、将淖红、兰新、临哈）十四五期间均有望进行扩能改造。

- **乌将线完成双线扩容。**据新华网，乌将线铁路2022年8月下旬完成扩能改造，由“单线”变“双线”，年运煤能力将由5000万吨提高至1亿吨左右。
- **将淖红铁路分段改建。**将淖红铁路将淖段，计划于2023年9月通车运营，据公司公告，伴随将淖线开通，过货量开始逐步增加的情况下，或将启动红淖复线建设，将运能进一步提升到1亿吨以上。
- **兰新线或将于十四五期间择机改造。**据甘肃省“十四五”及中长期铁路网发展规划，将择机实施兰新线扩能改造与兰新二线提质改造。
- **临哈线十四五期间迫切需要实施改建。**据内蒙古自治区“十四五”铁路发展规划，临哈铁路的运输能力已无法满足日益增长的货运需求，迫切需要实施扩能改造项目以提升铁路运输能力。项目建成后，临哈铁路运输能力有望提升45%左右。

图：新疆主要煤炭铁路运输线路布局



公司为广汇集团旗下物流平台

- 广汇物流2016年重组上市，为广汇集团旗下唯一现代物流平台。公司收购广汇能源旗下疆煤外运重要资产红淖铁路事项22年10月落地，此外确立“一条铁路、四个物流基地”的战略实施方案，聚焦能源物流主业，有望迎来价值重估。

运量：自上而下看，疆煤外运需求高，红淖铁路货量有望超预期

- 宏观角度：**煤炭供给趋于紧张，我国主体能源对内依赖度提升，政策支持催化疆煤扩产需求。规划预计十四五疆煤增产1.64亿吨/年。
- 微观角度：**红淖铁路卡位重要疆煤矿区，具备区位优势，淖毛湖矿区增产+将淖线开通后增量矿区（将军庙、三塘湖、巴里坤）有望驱动运量超预期。

运价：仍在低位，具备提价条件，有望带来利润弹性

- 有空间：**发改委批复红淖铁路运价0.40元/吨公里，当前实际执行运价0.225元/吨公里，仍有大幅空间未用，测算提价静态利润弹性约1.2倍。
- 有能力：**对于准东矿区，将淖铁路开通后，我们测算将红淖全线相较原乌将-兰新线的煤炭外运铁路成本低约27元/吨，对应提价能力0.035元/吨公里。

盈利预测：我们保守测算公司2023-2025年归母净利润分别11.58亿元、16.56亿元、22.51亿元。对应PE分别10倍、7倍、5倍，22-25年盈利复合增长61%左右。

风险提示：煤价超预期下跌；疆煤增产不及预期；红淖线经营情况不及预期；将淖铁路建设进度不及预期。

1.3 城市更新：“十四五”规划纲要提出实施城市更新行动并明确目标

“十四五”规划纲要中明确设立城市更新目标，老旧小区改造成为城市更新发力主向

- “十四五”期间城市更新目标：完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造。
- 城市更新国策地位确立**：十四五规划、中央经济工作会议、政府工作报告中重点提及，城市更新全面上升至国家重要战略层面。
- 扩内需再次加码**：22年12月中央印发《扩大内需战略规划纲要（22-35年）》，强调加强城镇老旧小区改造和社区建设。

扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造纳入

- 资金方面**：2022年8月31日，国务院常务会议将老旧小区改造纳入政策性开发性金融工具支持领域，带来增量资金。

表：中央及各部委近期多次强调、加快推进城市更新/老旧小区改造

时间	部门	文件名	要点
2019年12月	中央	2019年中央经济工作会议	• 加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造。
2021年3月	中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	• 加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升；同时明确了“十四五”时期的城市更新目标： 完成2000年底前建成的21.9万个城镇老旧小区改造。
2021年11月	住建部	《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》	• 发布城市更新首批试点城市名单，包含北京、南京、苏州、宁波等共21个城市。
2022年3月	中央	2022年政府工作报告	• 政府工作报告提出，有序推进城市更新，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，推进无障碍环境建设和适老化改造。
2022年3月	发改委	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	• 推进城市更新，加快改造城镇老旧小区。
2022年4月	财政部	国新办发布会	• 支持再开工一批城镇老旧小区改造项目，有序推进城市更新。
2022年7月	发改委	《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》	• 对城市老旧资产资源特别是老旧小区改造等项目，可通过精准定位、提升品质、完善用途等丰富资产功能，吸引社会资本参与。
2022年7月	发改委	《“十四五”新型城镇化实施方案》	• 再次提到有序推进城市更新改造，并强调推进老旧小区、厂区、街区、城中村等，防止大拆大建，进一步约束城市更新的改造方式。
2022年8月	国务院	国务院常务会议	• 国常会指出，稳经济接续政策细则9月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。 扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，并尽可能吸引民间投资。
2022年12月	中央	《扩大内需战略规划纲要（22-35年）》	• 强调加强城镇老旧小区改造和社区建设，补齐居住社区设施短板。

1.3 城市更新：山东十四五老旧小区改造或超2000亿元空间

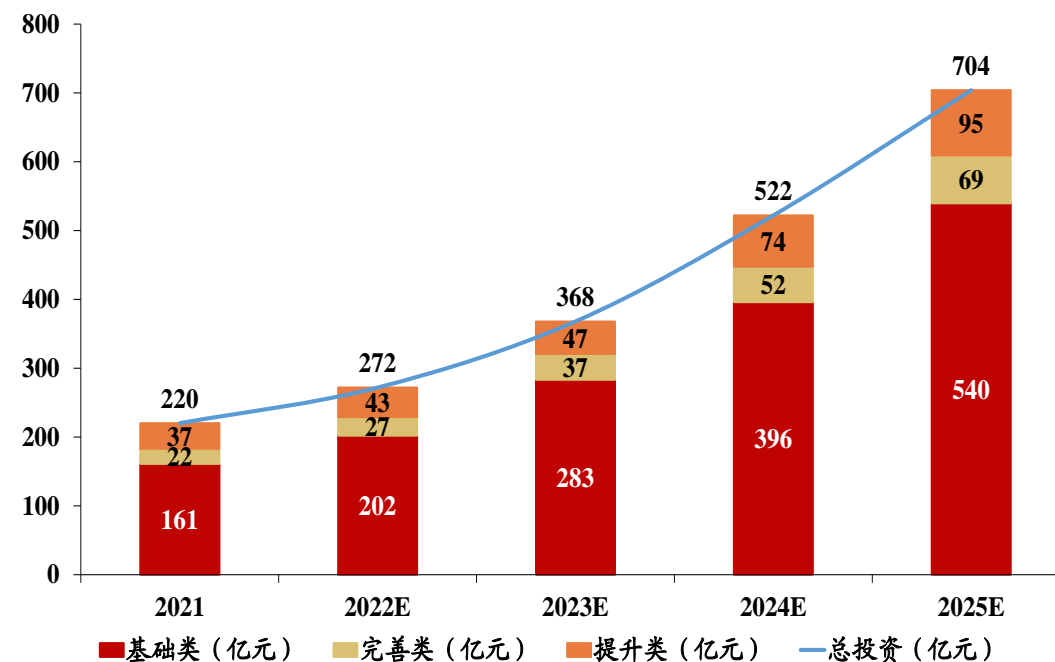
山东省十四五老旧小区改造3.0时期市场规模测算

- **测算依据：**结合《老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》及《山东省关于做好2022年城镇老旧小区改造工作的通知》，按**基础类、完善类、提升类**三类拆分进行单位成本假设改造计划。
- **省内小区旧改“十四五”市场规模测算：**按照省住建厅发布的十四五规划以及技术导则开展测算，我们预计**十四五期间山东省老旧小区改造潜在市场规模估计约2086亿元，市场空间巨大。**

表：“十四五”期间，山东省老旧小区改造潜在市场规模约2086亿元，市场空间巨大

时期	小区数 (万个)	户数 (万户)	建筑面积 (亿平方米)	基础类 (亿元)	完善类 (亿元)	提升类 (亿元)	总投资 (亿元)
2021	3706	63.0	5670	161	22	37	220
2022E	3889	67.1	6465	202	27	43	272
2023E	3898	80.0	8243	283	37	47	368
2024E	5588	95.0	10474	396	52	74	522
2025E	6471	110.0	12977	540	69	95	704
十四五合计	23551.7	415.1	43830	1582	207	296	2086

图：十四五期间山东省老旧小区改造市场规模预计逐年提升



资料来源：省住建厅（2022年1月省住建厅披露2021年山东老旧小区改造完工为63万户），浙商证券研究所测算

个股投资逻辑：被低估的建筑装饰板块全产业链领先者，基本盘稳健增长，新三大引擎打开利润空间拉动业绩高增长



1.3 德才股份：老旧小区改造核心标的，高成长、业绩确定性强

装饰起家，基本盘业务稳健，发力三大新业务，打开利润增长空间

- **营收&净利**：2022年公司实现营收56.4亿元/yoy+11.9%，对应归母净利2.0亿元/yoy+43.1%；归母净利17-22年CAGR+25.2%。
- **业务构成**：以装饰装修为主导，房建、市政和设计构成辅助，四大主业覆盖全建筑产业链，均具备甲（壹）级资质。

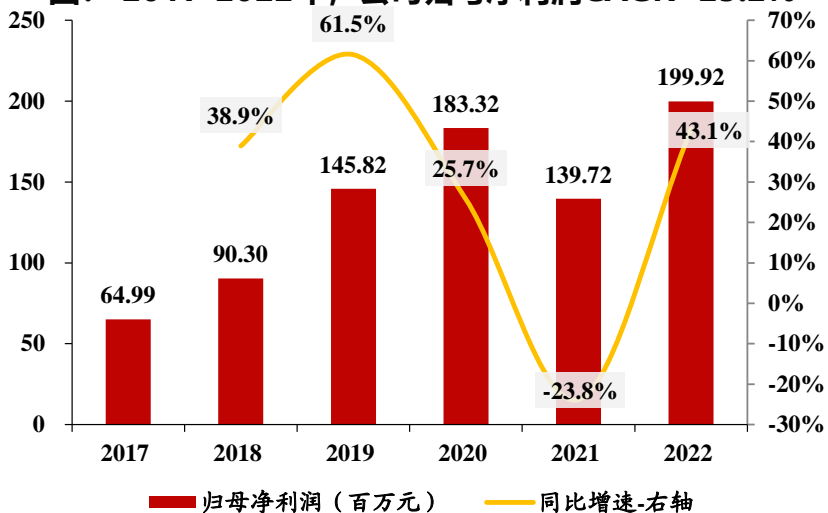
在手&新签订单充裕，未来业绩保障充分，新城建（老旧小区+历史建筑修缮+市政基建）持续发力

- **新签放量/在手充裕**：22年累计新签订单达到101亿元，同比大幅增长47%，装饰装修、房屋建筑、市政类累计分别实现新签合同额35.49、40.22、21.65亿元，同比-16.0%、+183.2%、+148.1%。截至22年末公司在手订单83亿元，成长动能充足。
- **发力新城建领域**：22年老旧小区改造/历史风貌建筑保护修缮/市政基建类新签订单分别实现7.75/7.11/20.55亿元，同比分别增长26.21%/416.92%/144.83%；**三大业务线条累计同比高增122.6%，占总订单比例由2021年23.2%大幅提升至2022年的35.1%，占比提升12pct。**

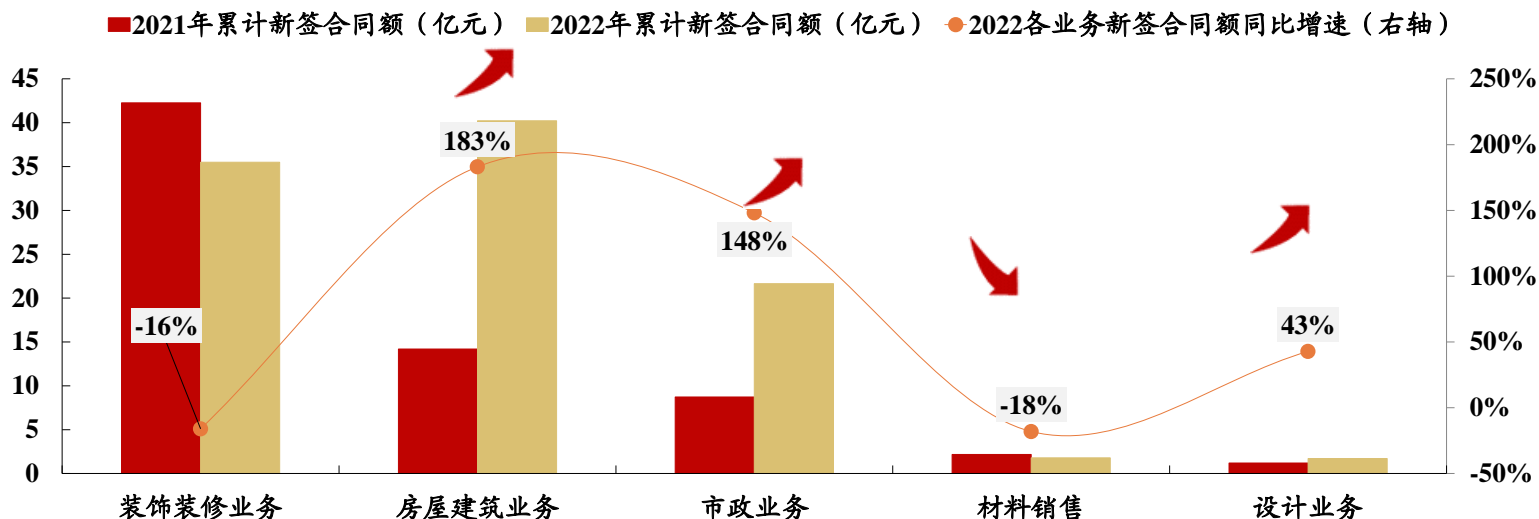
预计2023-2025年归母净利润分别2.65亿元、3.54亿元、4.54亿元，三年CAGR+31%，业绩高增确定性强，维持“买入”评级。

风险提示：在手订单执行不及预期、新业务开展不及预期、未来资产和信用减值风险、资产负债率较高风险。

图：2017-2022年，公司归母净利润CAGR+25.2%



图：2022年公司房建类、市政类、设计类业务新签订单均大幅提升



02

【绝对收益】
低估值稳增长
股息可托底

2.1 公路铁路

2.2 枢纽港口

2.3 基建央企

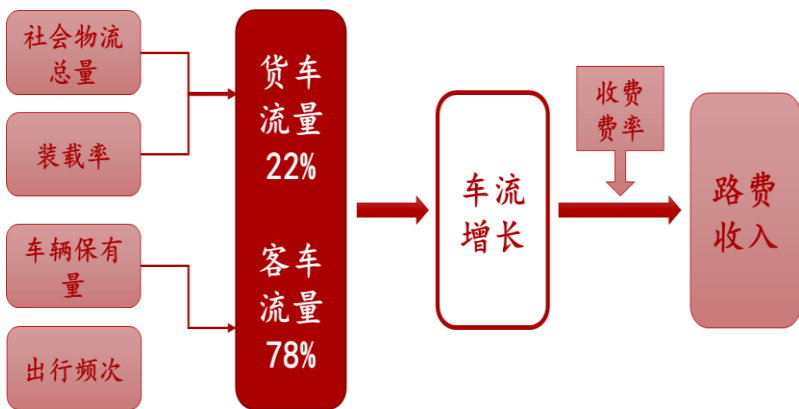
公路板块相对经济具有稳健性

- 客车流量对经济周期敏感度较低，系经济波动主要对居民购车均价存在影响，但对客车流量影响较小。
- 货车流量虽受宏观经济周期影响，但近年来高速公路治超行动不断，单车装载率降低，增加了出车频次。

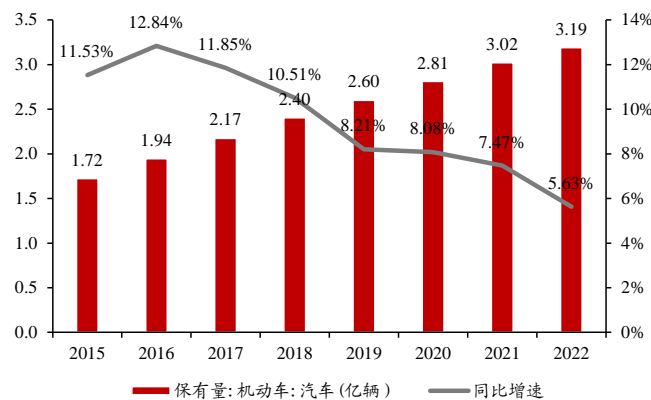
表：近年高速公路治理货车超载相关政策

日期	印发单位	政策	内容
2017.02	发改委、人民银行、交通部等29个部门	《关于对严重违法失信超限超载运输车辆相关责任主体实施联合惩戒的合作备忘录》	是交通运输系统强化事中事后监管、构建以信用为核心新型监管机制的一大重要举措，这对于维护交通运输秩序、净化交通运输环境、保护人民生命财产安全具有重大意义。
2017.11	交通部、公安部	《关于治理车辆超限超载联合执法常态化制度化工作的实施意见（试行）》	主要包括指导思想、工作原则、联合执法工作机制、联合执法纪律要求、保障措施等五个方面内容。
2018.10	国务院办公厅	《推进运输结构调整三年行动计划（2018 - 2020年）》	强化公路货运车辆超限超载治理，到2020年底，各省（区、市）高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过0.5%。
2020.06	交通部	《关于进一步加强全国治理车辆超限超载工作的通知》（交公路函〔2020〕298号）	鼓励各地在未设置超限检测站的公路货运通道、重要桥梁、重要路口等节点位置，设置具备不停车称重检测、视频监控等功能的技术监控设施，解决治超监管盲区问题。

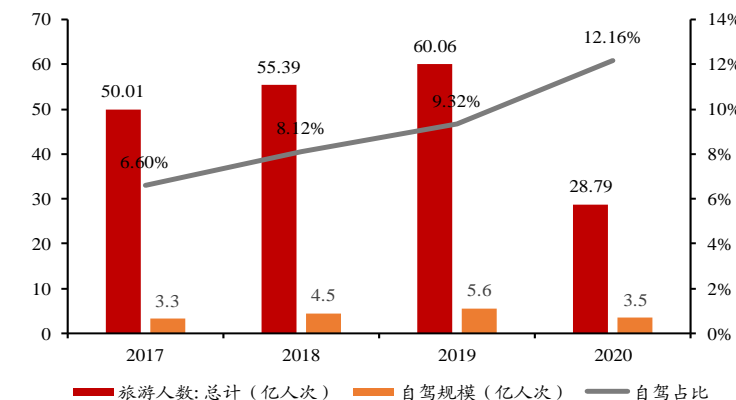
图：客车货车车流增长驱动



图：2015-2022年中国汽车保有量稳步增长



图：2017-2020年中国自驾旅游出行人数占比逐步提升

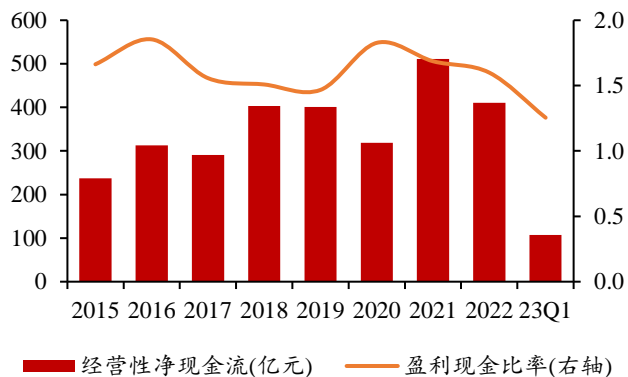


公路板块相对大盘具备稳健性

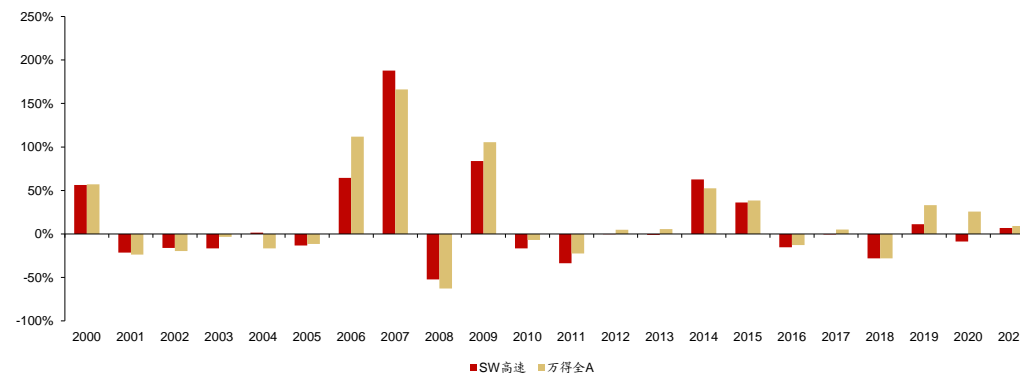
- 高速公路板块分红稳健，相对大市具备防守性。疫情冲击下相对韧性仍在，2022年高速头部标的公司分红比例平均为62%，山东高速、招商公路、粤高速A及深高速2022-2023年仍有较高水平的分红比例规划。

考虑公路成长性及高股息特性，优选山东高速、招商公路。

图：SW高速公路板块盈利现金比率稳定较高



图：2000-2022年大盘11次年度负收益率（后复权），其中公路板块6次相对跑赢



表：A股高速板块头部公司近6年股利支付情况及分红政策

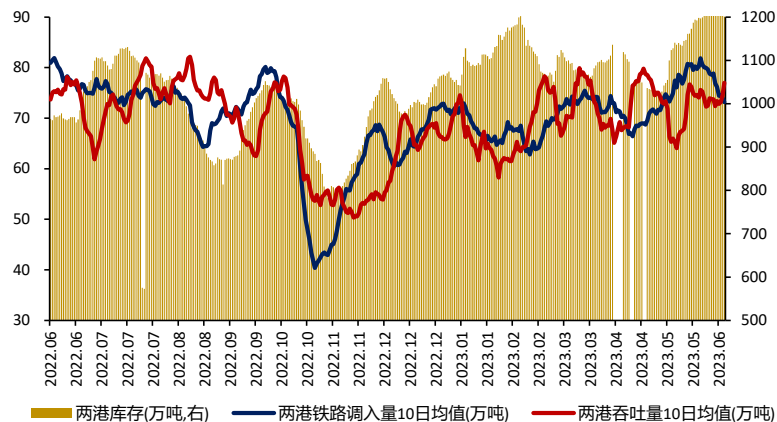
股票代码	公司简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	6年均值	分红政策
600350.sh	山东高速	32%	36%	60%	90%	63%	68%	58%	承诺2020-2024年分红比例60%
001965.sz	招商公路	40%	40%	40%	49%	43%	58%	45%	承诺2022-2024年分红比例55%
000429.sz	粤高速A	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	承诺2021-2023年分红比例70%
600377.sh	宁沪高速	62%	53%	55%	94%	55%	62%	64%	每年每股分红不低于前一年
600548.sh	深高速	46%	45%	45%	46%	52%	50%	47%	承诺2021-2023年分红比例55%
头部5高速企业算术平均		51%	50%	56%	76%	57%	62%	59%	-

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

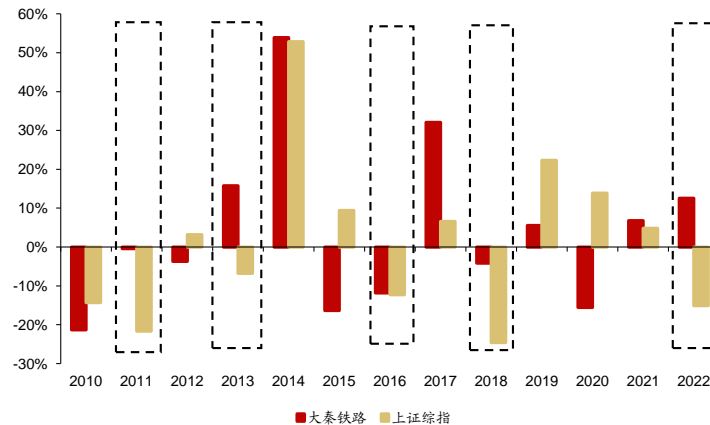
大秦铁路短期春季修影响不改股息价值，中长期仍然稳健

- 短期受春季修影响。**大秦线4月份日均运量102.0万吨，同比下降8.8%，主要系运量受到力度大于常年的春季修影响以及去年同期春季修错期所致。2023年全年看，防疫显著优化后铁路煤炭运输供需三维向好，大秦线运量有望稳健回升。结构上中长期看大秦线运量仍有煤源结构调整、运输结构调整、成本相对优势的“三层安全垫”支撑。
- 高分红托底绝对受益。**公司承诺2020-2022每年DPS不低于0.48元，当前股价对应股息率6.5%。此外，公司当前PB(LF)仅0.87倍左右，估值低位具有安全边际。
- 防御性具备稳健投资价值。**复盘2010-2022年，上证综指年度收益率有6次为负，其中大秦铁路5次跑出超额收益，基于业绩稳增长及股息高防御，建议关注公司在大盘谨慎预期下的稳健配置价值。

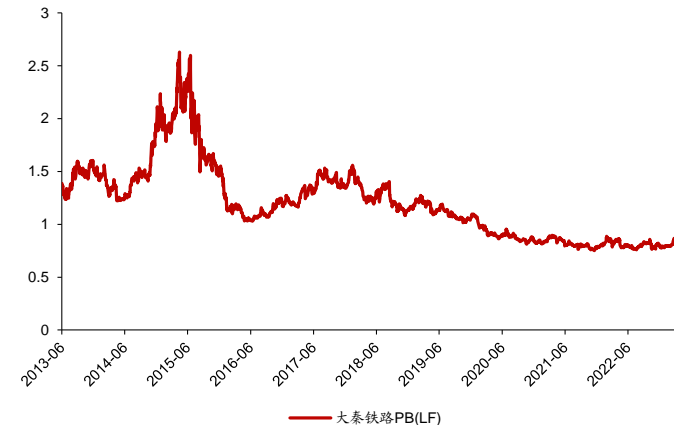
图：两港煤炭铁路调入量稳步回升



图：2010-2022年上证综指年度收益率6次为负，其中大秦铁路5次超额跑赢



图：大秦铁路当前PB (LF) 仅0.87倍



公路板块龙头绝对收益可观

- 宁沪高速：考虑公司历史情况，假设车流修复后每股分红金额稳中有增，23-24年每股分红分别0.50元、0.52元，测算23-24年股息率分别5.1%、5.3%。
- 山东高速：根据公司分红承诺，假设23-24年每年分红比例维持60%，测算23-24年股息率分别6.0%、6.7%。
- 招商公路：根据公司分红承诺，假设23-24年分红比例维持55%，测算23-24年股息率分别5.3%、6.0%。
- 粤高速A：根据公司分红承诺，假设24年对分红比例延续维持70%，测算23-24年股息率分别6.4%、6.9%。
- 深高速：根据公司分红承诺，假设24年对分红比例延续维持55%，测算23-24年股息率分别7.6%、8.3%。

表：A股公路板块高分红标的股息测算统计

项目		600377.SH	600350.SH	001965.SZ	000429.SZ	600548.SH
		宁沪高速	山东高速	招商公路	粤高速A	深高速
2023/6/9收盘市值(亿元)		499	342	581	170	200
2022	归母净利润(亿元)	37.24	28.55	48.61	12.77	20.14
	对应PE	13.39	11.99	11.95	13.33	9.93
	现金分红(亿元)	23.17	19.31	25.61	8.95	10.08
	分红比例	62%	68%	58%	70%	55%
	对应股息率	4.65%	5.64%	4.41%	5.26%	5.04%
2023E	归母净利润(亿元)	43.07	34.46	56.08	15.61	27.57
	对应PE	11.58	9.93	10.36	10.90	7.25
	现金分红(亿元)	25.19	20.68	30.84	10.93	15.16
	分红比例	58%	60%	55%	70%	55%
	对应股息率	5.05%	6.04%	5.31%	6.42%	7.58%
2024E	归母净利润(亿元)	46.62	38.17	62.94	16.87	30.17
	对应PE	10.70	8.97	9.23	10.09	6.63
	现金分红(亿元)	26.20	22.90	34.62	11.81	16.59
	分红比例	56%	60%	55%	70%	55%
	对应股息率	5.25%	6.69%	5.96%	6.94%	8.30%
		2017-2022年分别 0.44元/0.46元/0.46元 /0.46元/0.46元/0.46元	承诺2020-2024年 分红比例60%	承诺2022-2024年分红 比例55%	承诺2021-2023年分红 比例70%	承诺2021-2023年分 红比例55%

港口行业关注吞吐量、装卸费费率

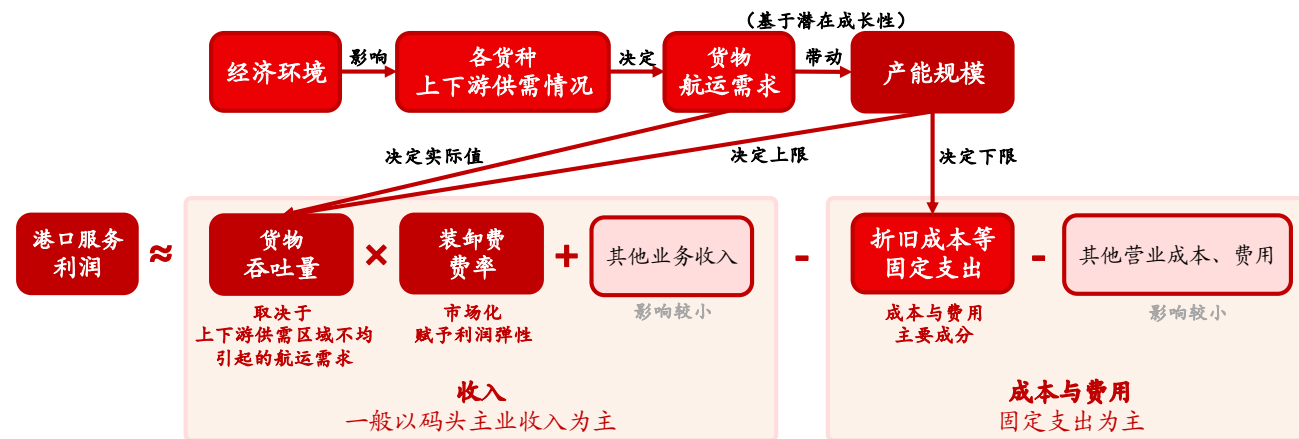
港口盈利机制：利润弹性取决于吞吐量、装卸费费率

- 港口装卸服务的需求取决于腹地中各货种的供需水平，其潜在成长性带动产能规模。
- 产能规模是利润的基础，产能利用率是利润率的基础。
- 利润增量来自货物吞吐量与货物港务费费率上涨。

货种：主要分集装箱、干散货、液体散货三类

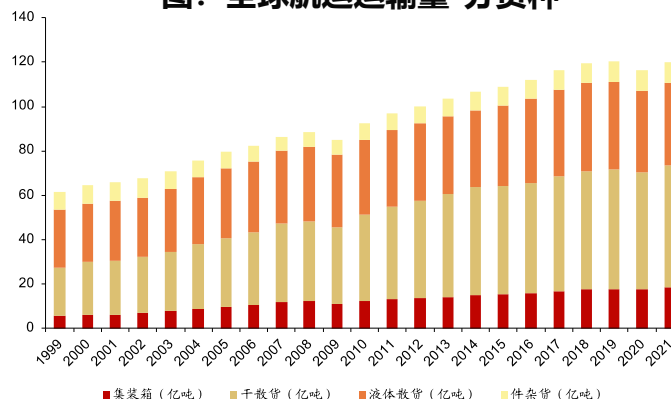
考虑到各货种的装卸作业流程区别，港口普遍设立专业化泊位以提升效率，故专业化泊位的数量基本上决定港口对相应货种的吞吐能力。

图：港口服务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、货物港务费费率三者



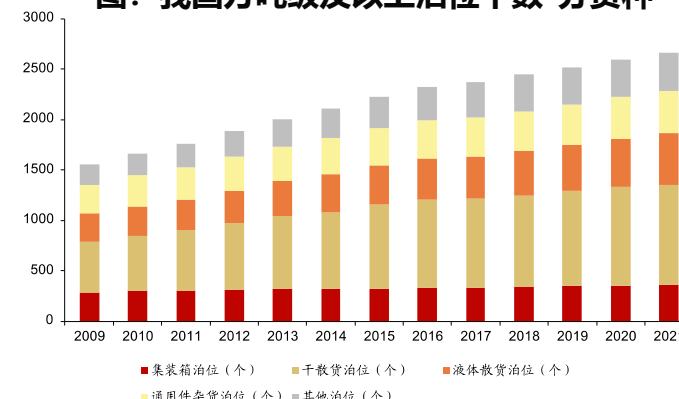
资料来源：浙商证券研究所整理绘制

图：全球航运运输量-分货种



资料来源：UNCTAD联合国贸易和发展会议，浙商证券研究所

图：我国万吨级及以上泊位个数-分货种



资料来源：Wind，浙商证券研究所

吞吐量长期稳增趋势确定

- **集装箱**：外需弱势背景下，预计海外对中国制造的依赖度韧性较强，确保出口集装箱吞吐量稳定增长。
- **干散货**：需求区域结构变化凸显腹地资源价值。
 - **铁矿石**：下游需求韧性强劲，钢企产能结构变化带动增量空间。
 - **煤炭**：“三西”扩产+“公转铁”推进，港口后方铁路资源价值支撑长期上量。
- **液体散货**：出行链、物流支撑用油需求韧性。

近期吞吐量表现：

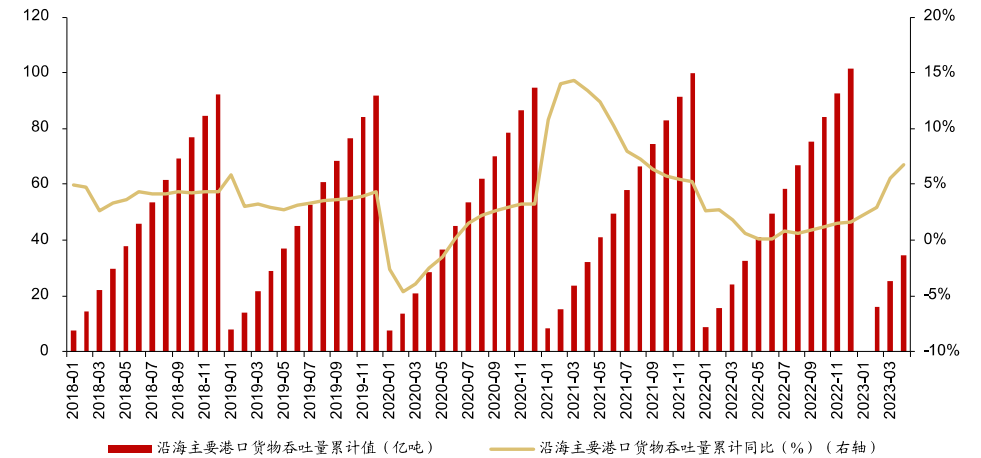
全国沿海主要港口货物吞吐量：

- 2022年：101.31亿吨，同比增长1.6%，2019-2022年复合增长率为3.3%。
- 2023年1-4月：34.62亿吨，同比增长6.8%。

全国沿海主要港口集装箱吞吐量：

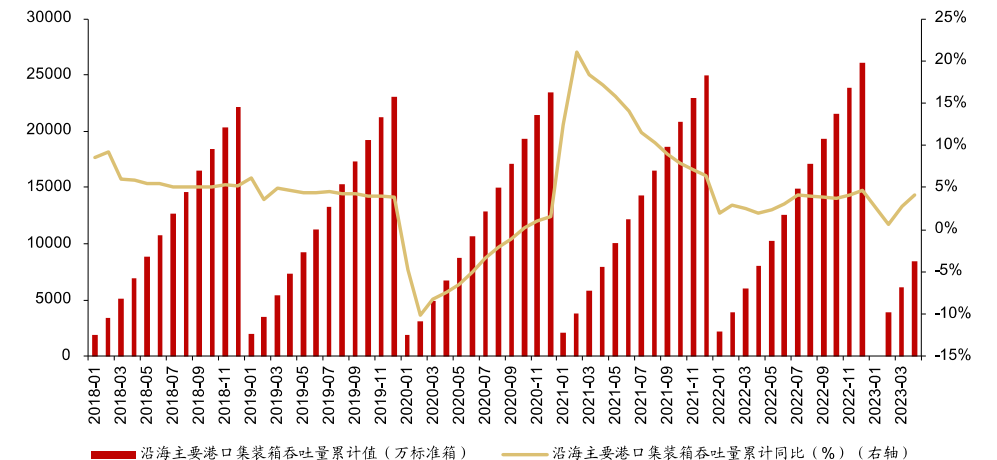
- 2022年：2.61亿标准箱，同比增长4.6%，2019-2022年复合增长率为4.1%。
- 2023年1-4月：8390万标准箱，同比增长4.1%。

图：全国沿海主要港口货物吞吐量2019-2022年复合增长率为3.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：全国沿海主要港口集装箱吞吐量2019-2022年复合增长率为4.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

装卸费率回归理性，且具备上行弹性

港口整合避免同业竞争，带动费率回归理性。

2010年代初起各港口先后降费竞争，但以降价为主要方式的竞争难以持续，区域整合增效的需求趋于迫切。国内港口区域整合在2015年起趋于频繁。2019年，各省基本已设立港口集团，形成“一省一港”态势，以高效协调分配业务资源，竞争格局向好，避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争。

费率市场化趋势已开启，贡献业绩弹性想象空间。

我国港口收费形式主要分为政府定价、政府指导价、市场调节价三种形式，近年来已多次改革，定价市场化的趋势已现，带动业绩上行的想象空间。港口现行收费办法为交通运输部、国家发改委于2019年4月1日起执行的《港口收费计费办法》（第2次修订版），其中降低了部分政府定价收费标准，合并了部分收费项目，并赋予船方拖轮使用自主决定权。

投资建议：重点关注头部枢纽港口低估值稳健增长的绝对收益价值，首推青岛港、招商港口，关注唐山港、日照港、上港集团。

表：港口区域整合事件在2015年起趋于频繁，并逐步形成“一省一港”态势

省份	涉及上市公司	事件年月	港口整合事件
广西壮族自治区	北部湾港 (000582.SZ)	2007/02 2009/12	自治区政府独资成立广西北部湾国际港务集团有限公司 整合钦州、防城港、北海三港，统称“广西北部湾港”
河北省	秦港股份 (601326.SH) 唐山港 (601000.SH)	2009/06 2019/10	河北省国资委出资成立河北省港口集团 唐山市国资委出资成立唐山港口集团，整合唐山港口实业集团及曹妃甸港集团
福建省	厦门港务 (000905.SZ)	2009/11	福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，省内将整合形成福州港、湄洲港、厦门港三大港口群
浙江省	宁波港 (601018.SH)	2015/08 2015/09	浙江省国资委注资180亿元成立浙江省海港集团 宁波港与舟山港集团完成合并
海南省		2016/12	海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》采用“政府推动+市场决定模式”
江苏省	南京港 (002040.SZ)	2017/05	江苏交控与南京、苏州等8市国资企业联合发起设立江苏省港口集团
辽宁省	辽港股份 (601880.SH)	2017/06 2017/11	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》 辽宁省、招商局、大连市、营口市共同发起成立辽宁省港口集团
山东省	青岛港 (601298.SH / 6198.HK) 日照港 (600017.SH)	2018/03 2019/07 2019/08	渤海湾港口集团成立，整合东营港、潍坊港、滨州港 青岛港吸收合并威海港 成立山东省港口集团，在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港，形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局

资料来源：各级政府网站，浙商证券研究所

表：港口收费改革的根本原则是市场化导向，定价逐步市场化的趋势已现

收费项目	政府定价	政府指导价	市场调节价	待定
货物港务费	现行			
装卸作业包干费		2016年前	现行	
引航费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费、围油栏使用费	2016年前	现行		
外贸理货费	1993-2005		现行	2005-2016
船舶代理费	1994-2003		现行	

资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

青岛港 (601298): 领先综合性港口, 量价持续提升条件稳固, 维持“买入”评级。

北方重要综合性港口, 资源丰富支撑领先规模, 2021年货物吞吐量位列世界第4、集装箱吞吐量位列世界第6。

吞吐量增速持续远超行业, 量价持续提升条件稳固。

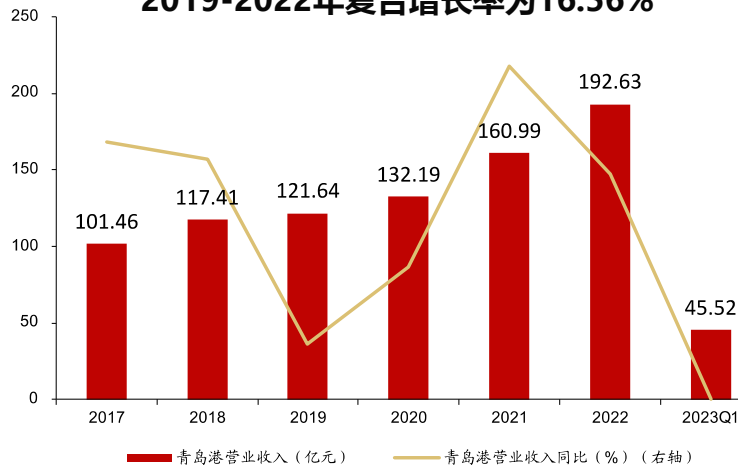
- **吞吐量视角:** 受益于腹地及码头产能释放, 吞吐量稳健增长。2023年第一季度货物吞吐量、集装箱吞吐量增速分别为9.6%、16.6%, 分别领先行业4.1、13.8个百分点。
- **费率视角:** 山东港口整合已基本完成, 避免腹地重叠引起的同业竞争, 且费率市场化趋势已开启, 利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。

盈利预测: 预计2023-2025公司归母净利润分别实现50.84、57.40、64.68亿元, 对应现股价PE分别为8.8、7.8、6.9倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 港口整合推进不及预期; 集装箱航运需求不及预期; 各投资项目收益不及预期。

图: 青岛港营业收入

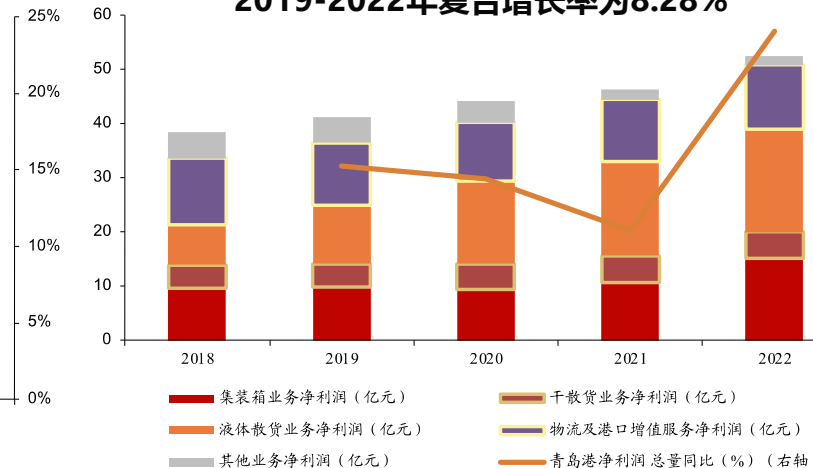
2019-2022年复合增长率为16.56%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

图: 青岛港净利润

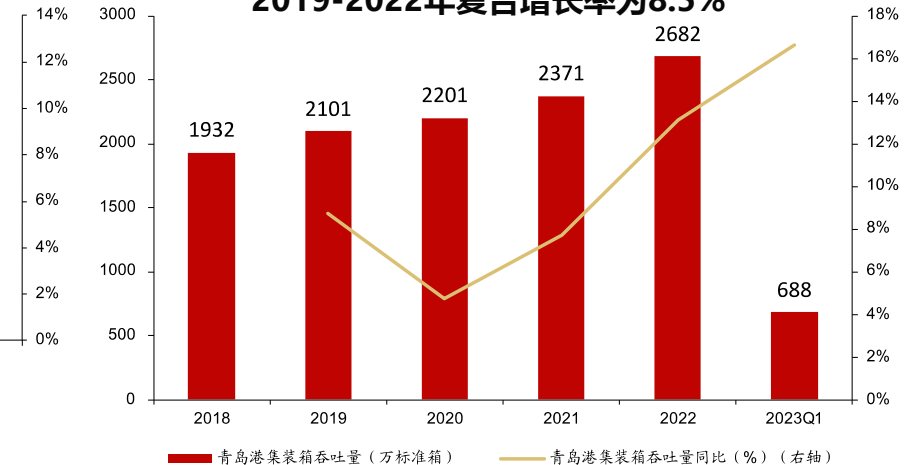
2019-2022年复合增长率为8.28%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

图: 青岛港集装箱吞吐量

2019-2022年复合增长率为8.5%



资料来源: 青岛港公司公告, 浙商证券研究所

招商港口 (001872): 港口网络资源稀缺, 开源节流空间广阔, 维持“增持”评级。

分管招商局集团港口业务, 经营基于投资的控股子公司以及参股联营、合营企业, 投资布局全球, 已形成高度协同的港口网络。公司港口网络布局广泛并高度协同, 且具备持续拓宽业绩来源、提效优化成本的潜力, 有望开源节流凸显资源价值。

开源:

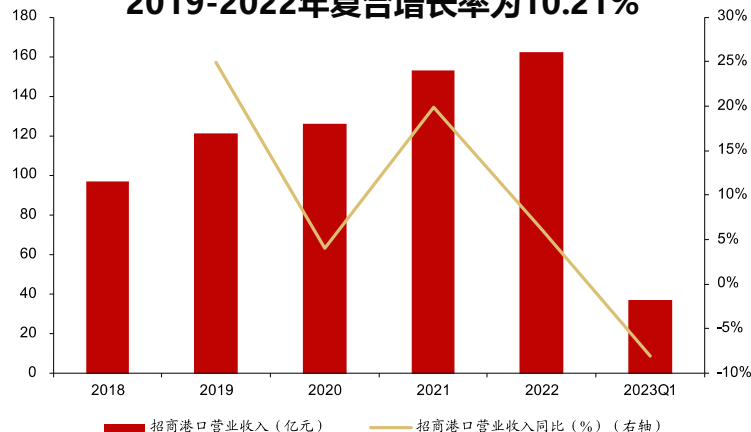
- 推动国家“一带一路”倡议的背景+雄厚的资金实力, 持续扩张港口网络规模的潜力确定
- 得益于“前港-中区-后城”模式经验, 持续培育并绑定腹地资源, 夯实长期竞争力

节流: 管理经验优越+数字化实力深厚, 持续赋能旗下港口降本增效, 奠基利润改善。

盈利预测: 预计2023-2025公司归母净利润分别实现37.07、40.93、45.17亿元, 对应现股价PE分别为11.6、10.5、9.5倍。维持“增持”评级。

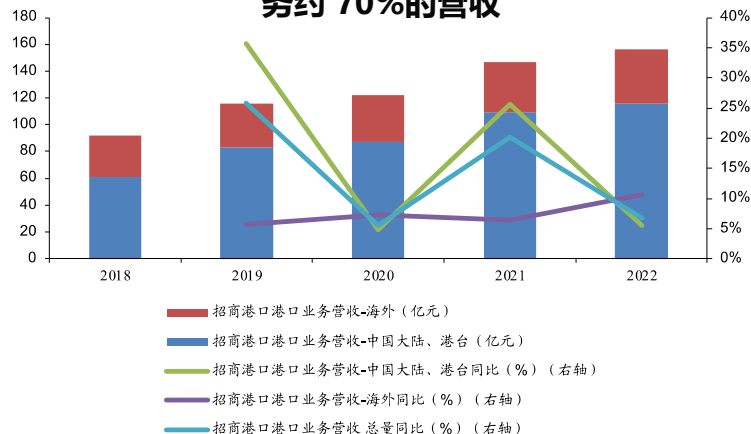
风险提示: 投资项目扩张不及预期; 经营经验、智慧港口技术普及不及预期。

图34: 招商港口营业收入
2019-2022年复合增长率为10.21%



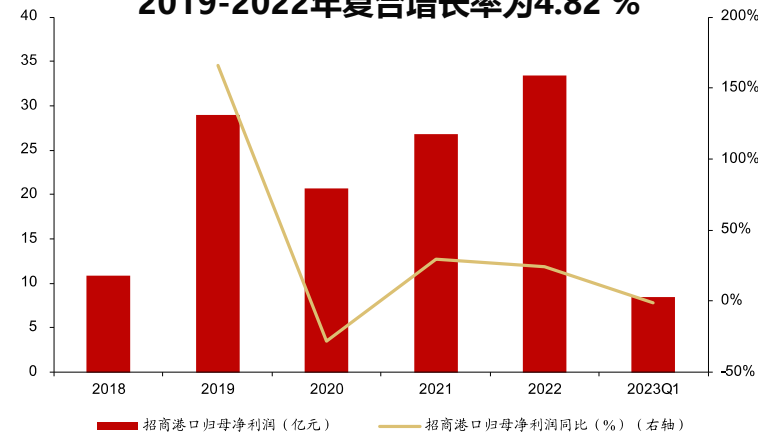
资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图36: 招商港口大中华区持续贡献招商港口港口业务约 70%的营收



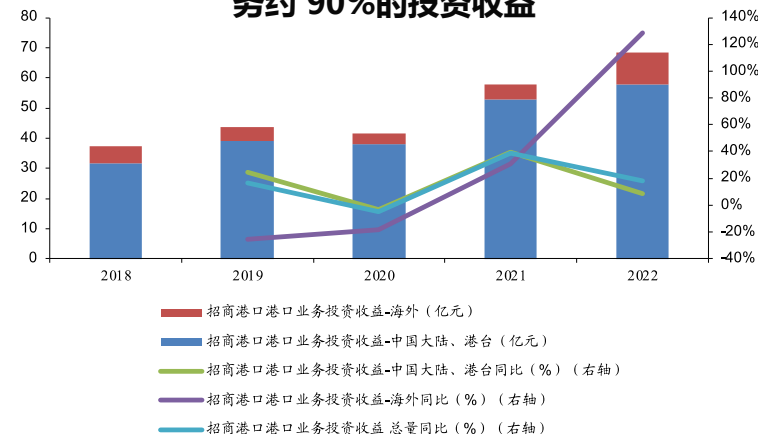
资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图35: 招商港口归母净利润
2019-2022年复合增长率为4.82%



资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

图37: 招商港口大中华区持续贡献招商港口港口业务约 90%的投资收益



资料来源: 招商港口公司公告, 浙商证券研究所

2.3 基建：经济复苏动能不足，基建投资稳增长需求延续向上

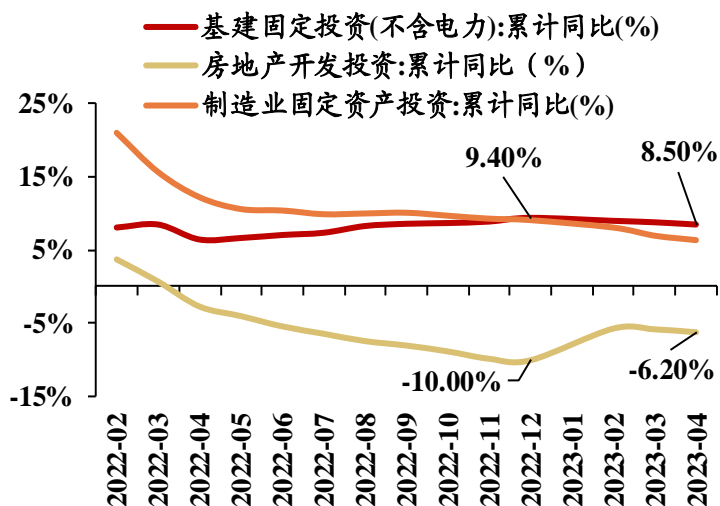
2022年/2023年1-4月基建投资同比稳增9.4%/8.5%，基建投资强度延续

- 在2022年稳增长政策催化下，**基建固投累计同比+9.4%**，系宏观经济稳增长重要抓手。
- 2023年1-4月**基建固投累计同比+8.5%**，基建继续保持强度，在投资端继续发挥重要稳定器作用。

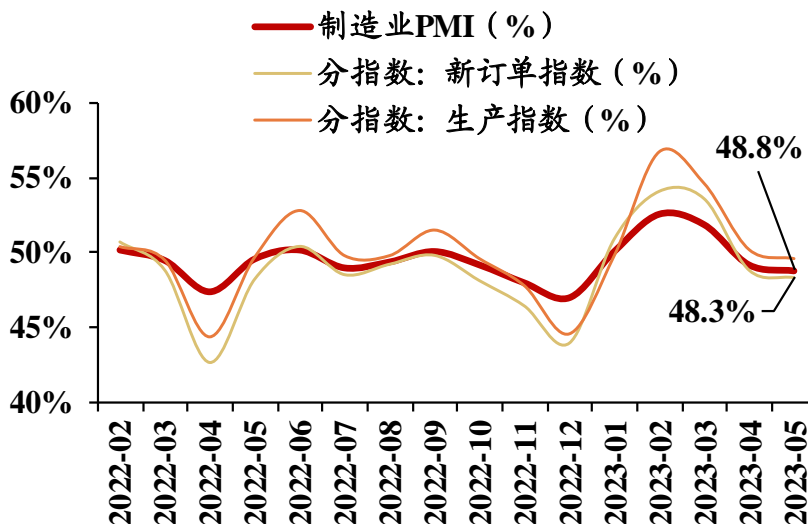
当前经济内生动力不足，呵护政策有望加码，2023H2预期基建投资继续发力

- 2023年4月28日中央政治局会议强调，**恢复和扩大需求**是当前经济持续回升向好的关键所在。
- 当前多经济数据显示国内经济复苏内生动力不足，制造业需求收缩/地产市场偏冷/青年失业率高企，需求侧亟待政策呵护。
- 基建投资作为宏观经济稳增长重要抓手，积极财政政策值得期待，下半年支持基建和新基建的政策性开发性金融工具有望出台；宽松货币政策或将维持，降准或降息预期仍存，**2023H2基建投资稳增长需求延续向上**。

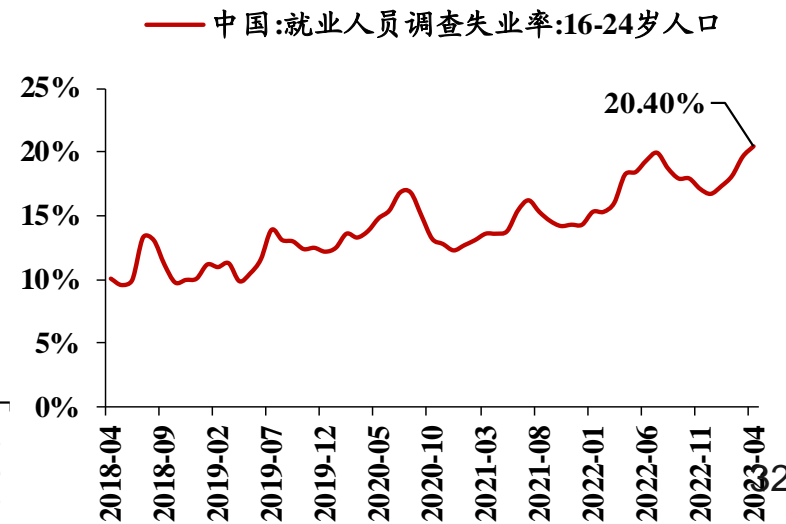
图：22年/23年1-4月基建投资累计同比+9.4%/+8.5%



图：23年5月制造业PMI指数/新订单指数48.8%/48.3%



图：23年4月青年失业率达20.40%



基本面稳健向上：22年/23Q1基建央企订单充沛，信用风险预计收敛，业绩稳增确定性高

- 2022年/2023年Q1八大建筑央企累计新签合同额15.02/3.69万亿元，同比增长15.1%/13.4%，建筑央企订单侧充沛，未来经营动能具有充分保障，板块基本面稳健向上。
- 从业绩角度来看，过去几年由于受到部分房地产行业客户坏账影响，2019年/2020年/2021/2022年八大建筑央企减值损失累计达到-286/-330/-490/-503亿元，拖累当期归母净利润比例达到18.3%/19.9%/24.6%/23.6%。随着2022年11月地产融资端政策的逐步松绑，上游地产商资产负债表有望修复，建筑央企房建业务资产质量提升，信用风险呈现收敛趋势，对利润的拖累预计收窄。

海外经营值得期待：23年系“一带一路”十周年，外事大年有望加速国际工程行业复苏

- 2023年为我国“一带一路”十周年，预计我国将于下半年组织举办第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，在当前中美深度博弈和国际政治经济形势日渐复杂背景下，一带一路沿线国家携手共进趋势明确，国际工程行业有望加速复苏。
- 2022年八大建筑央企新签境外订单达13700亿元，实现营收4977亿元，同比分别增长10.27%和11.10%，我们认为随着我国和平对外事务不断推进，国际工程贸易签约和履约的不确定性因素持续消散，后续行业龙头经营复苏以及中长期业务拓展值得期待。

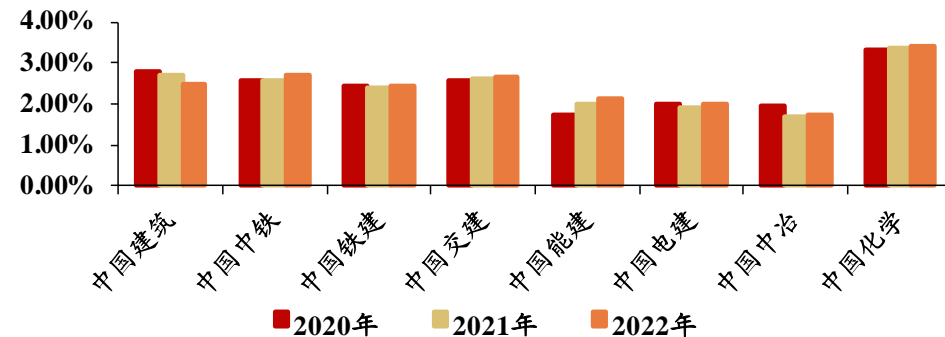
表：八大建筑央企海外经营情况

股票代码	公司名称	2021年							2022年							2023年Q1		
		境外收入 (亿元)	境外收入 占比	境外毛利 (亿元)	境外业务 毛利率	境外毛利 占比	境外订单 (亿元)	境外订单 占比	境外收入 (亿元)	境外收入 占比	境外毛利 (亿元)	境外业务 毛利率	境外毛利 占比	境外订单 (亿元)	境外订单 占比	境外订单 (亿元)	境外订单 占比	境外订单 同比增速
601800.SH	中国交建	948	13.8%	100	10.56%	11.7%	2,160	17.0%	987	13.7%	99	10.05%	11.8%	2,168	14.1%	834	18.0%	35.3%
601668.SH	中国建筑	893	4.7%	102	11.40%	4.8%	1,517	4.9%	1080	5.3%	56	5.14%	2.6%	1,520	4.3%	171	1.6%	1.3%
601669.SH	中国电建	675	15.0%	70	10.41%	11.8%	1,642	21.0%	748	13.1%	71	9.51%	10.2%	1,923	19.1%	545	16.9%	12.9%
601390.SH	中国中铁	548	5.1%	44	8.02%	4.0%	1,517	5.6%	584	5.1%	49	8.42%	4.3%	1,838	6.1%	400	6.0%	1.1%
601186.SH	中国铁建	470	4.6%	44	9.31%	4.5%	2,573	9.1%	541	4.9%	42	7.73%	3.8%	3,061	9.4%	304	5.6%	15.8%
601868.SH	中国能建	463	14.4%	36	7.76%	8.5%	2,172	24.9%	468	12.8%	48	10.37%	10.7%	2,398	22.9%	769	25.8%	28.5%
601117.SH	中国化学	282	20.4%	26	9.12%	18.8%	497	18.4%	339	21.4%	33	9.59%	22.0%	379	12.8%	66	6.3%	-39.2%
601618.SH	中国中冶	201	4.0%	43	21.53%	8.2%	347	2.9%	230	3.9%	37	16.17%	6.5%	414	3.1%	-	-	-

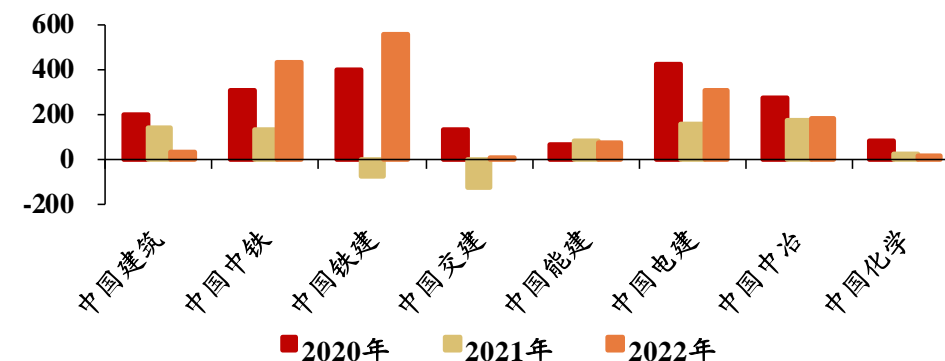
国资委考核要求下，建筑央企经营渐入佳境

- 建筑央企2022年收入/净利润同比增长10.5%/8.7%，2023Q1同比增长7.4%/10.7%，维持稳健增长。2022年12月国资委对央考核指标由“两利四率”调整为“一利五率”，并提出“一增一稳四提升”后，建筑央企也有意识提升其经营效率及现金回款能力。
- 归母净利润率方面，2022年中铁、铁建等七家央企归母净利润率较2021年有所提升，仅有中建受到地产业务拖累有所降低。2023年Q1，中建、中铁等六家央企归母净利润率较2022年Q1有所提升，多数建筑央企盈利能力同比改善，国资委考核指标初见成效。
- 经营性现金流方面，2022年八大建筑央企经营性现金流净额为正向流入1624亿元，较2021年同比多流入1105亿元，其中中铁、铁建回款改善较为明显。2023年Q1八大建筑央企经营性现金流净额同比2022年Q1少流出564亿元。总体回款情况持续好转，经营状况渐入佳境。

图：八大建筑央企归母净利润率



图：八大建筑央企经营性现金流



央企集中度有望持续提升，伴随中特估提振市场情绪，价值复苏可期

- 预期改革：**2022年11月证监会主席指出：“探索建立具有中国特色的估值体系”，“上市公司尤其是国有上市公司，要主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值”。同时年底中央经济工作会提出要深化央国企改革。
- 价值复苏：**近期市场经过调整后，当前建筑央企平均PB仅为0.73，2018年8月以来分位点为36.73%，价值复苏空间较大。考虑到建筑工程行业的商业模式和管理方式，龙头央企的信用优势及技术壁垒有望进一步提升订单集中度，在中特估及国企改革背景下，建筑央企有望获得经营质量提升+价值重估双重催化，行情有望持续演绎。

表：八大建筑央企2020年至今资本运作梳理

公司名称	股权激励	资产置换或重组	再融资（增发&可转债）
中国建筑	<ul style="list-style-type: none"> 2020年9月，发布第四期A股限制性股票计划，2020年12月授予。 	-	-
中国交建	<ul style="list-style-type: none"> 2022年12月，发布2022年限制性股票激励计划，2023年5月授予。 	<ul style="list-style-type: none"> 2021年11月，附属公司一航局、二航局、二公局、中交路建拟引进工银投资、建信投资、交银投资、国寿资产合计增资总规模75亿元。 2021年12月，附属公司四公局、中交城投拟引进工银投资、中银投资、国寿资产合计增资总规模38亿元。 2022年5月，祁连山拟将其持有的祁连山有限100%股权置出，并与中国交建下属公规院100%股权、一公院100%股权、二公院100%股权和中国城乡下属西南院100%股权、东北院100%股权、能源院100%股权中的等值部分进行资产置换。 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年1月，发布关于非公开发行优先股预案的公告，公司拟发行优先股总数不超过3.00亿股，募集资金总额不超过人民币300亿元，2023年6月获得国资委批复。
中国中铁	<ul style="list-style-type: none"> 2021年11月，发布2021年限制性股票激励计划，2022年2月授予。 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年5月，中铁拟以人民币110亿元为对价收购云南省滇中引水工程公司33.54%股权。 	-
中国电建	-	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月，下属间接控股子公司南国置业筹划重大资产重组。 2021年9月，拟将所持房地产板块资产与电建集团持有的优质电网辅业相关资产进行置换。 2023年6月，拟筹划分拆下属控股子公司电建新能源至境内证券交易所上市，并授权公司管理层启动本次分拆上市的前期筹备工作。 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年5月，发布2022年度非公开发行A股股票预案。 2023年1月，向共30名特定对象非公开发行约20.8亿股，募集资金总额约134亿。
中国化学	<ul style="list-style-type: none"> 2022年8月，发布2022年限制性股票激励计划，2022年9月授予。 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年12月，公司全资子公司十一公司、十三公司拟引进工银投资、穗禾基建基金对上述2家标的公司增资实施市场化债转股，合计增资资金规模为人民币10亿元。 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年4月，发布2020年度非公开发行A股股票预案，2021年9月发行。
中国能建	-	<ul style="list-style-type: none"> 2021年10月，下属子公司葛洲坝、易普力与南岭民爆签署《重大资产重组意向协议》，南岭民爆拟以发行股份及/或支付现金方式购买易普力100%股份。 2021年11月，拟分拆所属子公司易普力重组上市，2023年1月完成分拆。 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年2月，发布2023年度非公开发行A股股票预案，2023年5月上交所受理。
中国铁建	-	-	-
中国中冶	-	-	-

板块方面，坚定看好低估值建筑央企

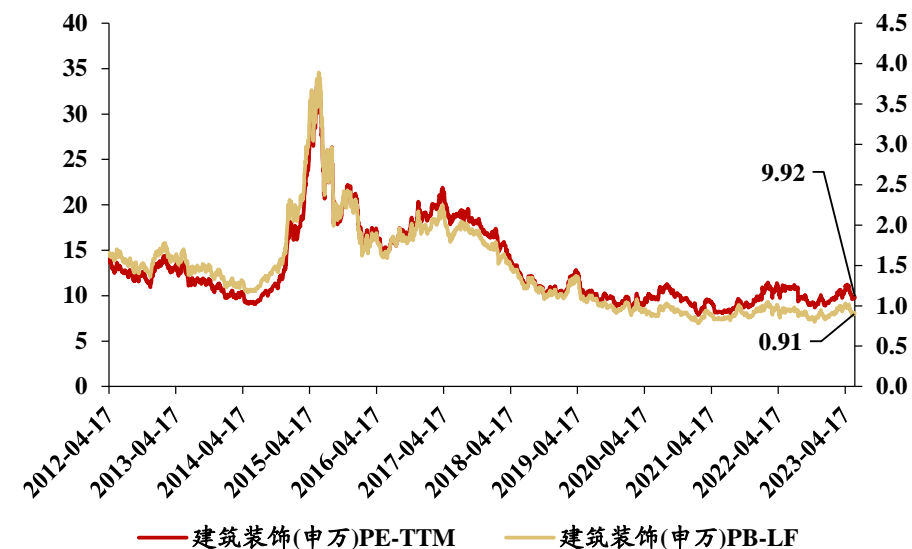
从短期估值修复角度看，截至2023年6月8日收盘：

- 1) PE估值：建筑装饰一级行业PE-TTM为9.92倍，建筑央企所处基建市政工程/房建工程二级行业对应PE-TTM为7.64/5.76倍。
- 2) PB估值：建筑装饰一级行业PB-LF为0.91倍，建筑央企所处基建市政工程/房建工程二级行业对应PB-LF为0.71/0.69倍。

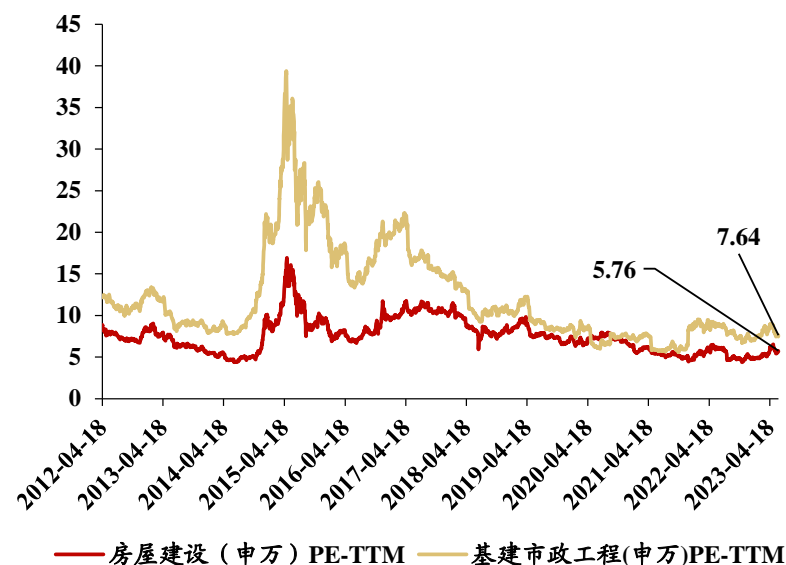
从历史估值分位角度看，截至2023年6月8日收盘：

- 1) 建筑装饰一级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来26.06%、13.92%分位。
- 2) 基建市政工程二级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来16.59%、6.32%分位，仍处估值底部。
- 3) 房建工程二级行业PE估值、PB估值分别处于2012年初以来23.71%、6.05%分位，仍处估值底部。

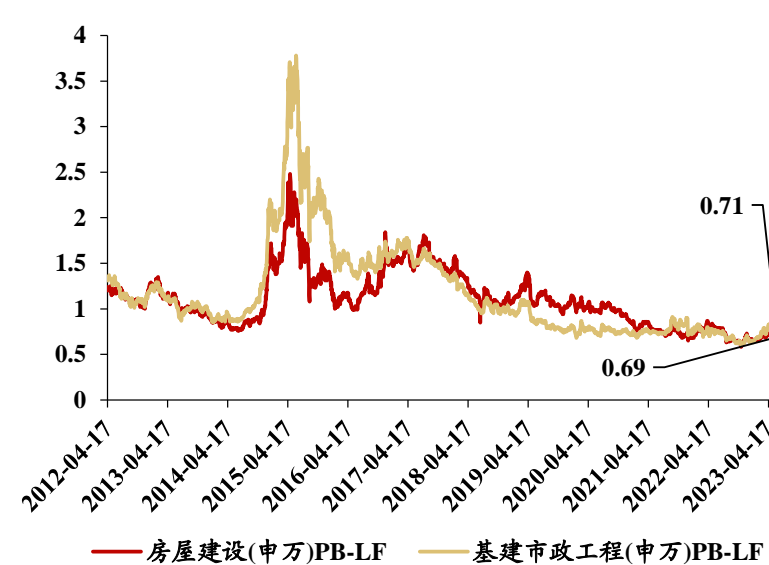
图：6月8日，建筑板块PE/PB对应仅9.92/0.91倍



图：6月8日，基建市政/房建板块PE仅7.64/5.76倍



图：6月8日，基建市政/房建板块PB仅0.71/0.69倍



- (1) 消费不及预期对快递物流及陆运的风险。**消费如果不及预期，影响快递及物流需求，从而使得快递单量物流货量短期减少，同时高速公路等陆运网络车流量将减少，进而影响快递物流及陆运企业业绩。
- (2) 煤价下跌对疆煤外运的风险。**疆煤外运运距相对较长，运输成本高于“三西”区域，如果需求地煤价骤跌至运费及开采成本之下，疆煤外运成本难以覆盖，疆煤外运将无法进行。
- (3) 政府性资金短缺对城市更新及基建的风险。**如果政府性资金短缺，新项目难以开工，基建投资及城市更新类项目或将不及预期，带来基建央企及城市更新业务企业项目结转周期拉长，收入及利润受影响。
- (4) 行业测算偏差风险。**

附表： 交运类重点公司盈利预测及估值汇总 (2023/6/8)

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)				PE					PB
			(亿元)	22A	23E	24E	25E	22A	TTM	23E	24E	25E	LF
600603.SH	广汇物流	买入	88	5.42	11.58	16.56	22.51	16.25	13.06	7.60	5.31	3.91	1.50
002120.SZ	韵达股份	买入	292	14.83	28.33	36.71	44.5	19.71	19.56	10.32	7.96	6.57	1.70
600233.SH	圆通速递	买入	518	39.20	43.76	50.67	57.22	13.22	13.10	11.84	10.22	9.05	1.94
002352.SZ	顺丰控股	买入	2,352	61.74	84.85	114.87	151.36	38.10	34.23	27.72	20.48	15.54	2.72
603128.SH	华贸物流	增持	129	8.88	11.11	13.57	16.48	14.55	15.07	11.63	9.52	7.84	2.15
600057.SH	厦门象屿	买入	216	26.37	31.83	37.31	43.16	8.18	7.94	6.77	5.78	5.00	1.40
600153.SH	建发股份	增持	335	62.82	73.37	83.58	94.26	5.33	5.52	4.57	4.01	3.55	0.72
600350.SH	山东高速	买入	350	28.55	34.46	38.17	41.35	12.26	11.87	10.16	9.17	8.46	1.16
001965.SZ	招商公路	买入	591	48.61	56.08	62.94	70.49	12.15	11.54	10.53	9.38	8.38	1.06
600377.SH	宁沪高速	增持	476	37.24	43.07	46.62	46.69	12.77	12.30	11.05	10.20	10.19	1.54
000429.SZ	粤高速	增持	161	12.77	15.61	16.87	17.98	12.63	13.60	10.34	9.56	8.97	1.80
600548.SH	深高速	增持	185	20.14	27.57	30.17	32.59	9.18	10.26	6.71	6.13	5.67	1.24
601006.SH	大秦铁路	增持	1,171	111.96	132.40	135.33	137.67	10.46	9.85	8.84	8.65	8.50	0.90
601816.SH	京沪高铁	增持	2,775	-5.76	115.00	124.99	135.12	-481.55	194.07	24.13	22.20	20.53	1.49
601298.SH	青岛港	买入	448	45.25	50.84	57.40	64.68	9.90	10.49	8.82	7.81	6.93	1.26
001872.SZ	招商港口	增持	438	33.37	37.07	40.93	45.17	13.12	13.73	11.81	10.70	9.69	0.83
600018.SH	上港集团	增持	1,264	172.24	133.15	143.29	155.39	7.34	8.27	9.50	8.82	8.14	1.09
600017.SH	日照港	增持	94	6.31	7.26	8.26	9.13	14.92	15.61	12.96	11.39	10.31	0.69

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：股价数据截止日期2023/6/8；表中盈利预测为浙商交运建筑团队预测值

附表：建筑类重点公司盈利预测及估值汇总 (2023/6/8)

证券代码	证券简称	评级	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE					PB(LF)
				22A	23E	24E	25E	22A	TTM	23E	24E	25E	
601668.SH	中国建筑	增持	2587	509.50	567.61	627.07	683.83	5.08	4.90	4.56	4.13	3.78	0.66
601390.SH	中国中铁	增持	1985	312.76	358.28	403.19	452.89	6.35	6.29	5.54	4.92	4.38	0.76
601186.SH	中国铁建	买入	1423	266.42	299.33	335.22	371.35	5.34	5.28	4.75	4.25	3.83	0.60
601868.SH	中国能建	增持	1001	78.09	90.58	104.77	121.14	12.81	12.54	11.05	9.55	8.26	1.07
601669.SH	中国电建	增持	994	114.35	131.93	150.78	170.75	8.69	8.50	7.53	6.59	5.82	0.83
601618.SH	中国中冶	增持	839	102.72	118.51	135.47	153.37	8.17	7.66	7.08	6.20	5.47	0.88
002541.SZ	鸿路钢构	买入	206	11.63	15.20	18.92	22.84	17.71	17.21	13.55	10.88	9.01	2.52
600496.SH	精工钢构	买入	76	7.06	8.57	10.26	12.27	10.83	10.81	8.93	7.46	6.23	0.95
605287.SH	德才股份	买入	24	2.00	2.65	3.54	4.54	12.22	11.94	9.22	6.90	5.38	1.40

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：股价数据截止日期2023/6/8；表中盈利预测为浙商交运建筑团队预测值

行业评级与免责声明

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>