

# 交通运输行业中期策略：左侧配置出行链与快递，高股息板块攻守兼备

2023年7月6日

看好/维持

交通运输 | 行业报告

分析师 | 曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

## 投资摘要：

### 行业回顾：基本面内需修复外需偏弱，高股息板块强势

今年上半年，由于从疫情中快速走出，交运行业整体基本面有比较明显的恢复。如果再细分一下，可以发现行业表现为内需显著修复，外需偏弱的状态。股价方面，上半年各子板块的股价走势分化明显：低估值高股息板块明显走强，主要系疫后盈利复苏、部分资金风险偏好的下降以及上半年“中特估”行情的催化；航空机场以及快递板块走弱，其中航空机场板块主要受限于前期股价较高，以及今年以来国际航线恢复进度低于预期；快递板块走弱主要是由于市场担心价格战再次兴起。对行业盈利造成负面影响。

### 快递：龙头兼具高确定性与低估值，推荐左侧布局

基本面方面，目前不同快递公司经营策略的分化表现出的是行业竞争维度的多元化。经过多年的发展，电商客户对于快递公司的服务要求早已不满足于“送到”。除了更便宜之外，更快，更稳定，以及能否提供针对性的服务成为了客户选择快递公司时的考察重点，价格竞争虽然重要，但早已不是唯一途径。股价方面，投资者已经逐步接受目前竞争格局会较长时间存在的事实，不再把重点放着市场份额，转而重点考察上市公司的盈利能力是否达标。

今年以来板块个股股价普遍大幅下挫，包含的是价格战对盈利造成明显负面影响的预期。但我们判断，一方面行业通过业务量的增长和成本摊薄可以冲淡价格下行的压力；另一方面，行业的价格竞争主要集中在低价件领域，对于以服务质量和稳定性见长的行业龙头来说，所受影响相对可控。

经过这一轮股价的回调，通达系 PE 估值已经普遍处于较低水平，估值最低的圆通 PE-TTM 降至 12 倍左右，是公司上市以来最低水平。我们认为目前的股价调整已经较为充分的反映了行业的悲观预期，是左侧布局的较好时机。

### 航空：疫后复苏需要循序渐进，关注暑运价格弹性

今年以来，航空板块呈现明显复苏的态势。特别是进入二季度后，国内和国际航线的旅客周转量指标都有明显的好转，但也必须承认，目前的客座率水平与疫情前还有一定差距。航司能够实现减亏的关键在于在低客座率的情况下实现了相对高的票价，这是因为经历了连续 3 年的巨亏之后，航司间价格竞争的意愿明显减弱，都采取了盈利为优先的定价策略，这是目前行业具备较强盈利弹性的最关键原因之一。

从市值表现来看，三大航今年经历了较大幅度的调整，主要是因为年初市场对行业复苏给予了过高的预期。但在市场重回理性之后，我们认为有必要重新审视当前航空股的价值。得益于航司盈利优先的定价策略，航司有望在今年旺季以及明年国际航线全面恢复后获得远超往年的价格弹性和盈利水平，以弥补之前 3 年的巨额亏空。三大航目前市值对应 24 年 PE 约 8 倍左右，处于较低水平。今年暑运是验证航空业价格弹性的重要窗口，在股价大幅下挫的情况下，目前是进行配置的较好时点。

### 高股息板块：重点推荐受益于改扩建逻辑的公路板块

今年低估值高股息板块股价明显跑赢大盘。我们认为除了市场风格出现转变外，与板块相关公司本身更加重视股东回报有很大的关系。以高速公路为例，2021 年之后行业 PE-TTM 与股息率同向提升，是比较罕见的现象。但通过对相关个股的复盘，我们发现单纯的稳定性与防御性很难构成投资者配置高股息资产的理由。长期来看，高股息率提供的是 PE 估值的锚；当股息率符合一定标准后，最优先考虑应该是公司的内生增长能力，而并非是直接对比各个公司的股息率高低。

我们认为受益于改扩建逻辑的高速公路相关公司会具备较强的成长性。一方面，上市公司通过路产改扩建能够大幅延长主力

---

路产的收费年限，公司的长期经营能力得到加强，年限问题对公司的估值压制也将显著缓解；另一方面，改扩建项目大部分都符合成本小，见效快的特点，通车就能增厚业绩。我们认为这将是未来高速公路板块的重点投资方向。

### **投资策略总结：重视确定性增长，敢于左侧配置**

针对上半年的情况，我们将下半年行业的配置重点总结以下三块：

第一是我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，很可能是长期趋势。投资者对上市公司股东回报的要求会持续提升，因此会持续利好高股息板块。我们选取了内生成长性较强的高速公路板块进行推荐，其中涉及改扩建概念的相关公司，如皖通高速值得重点关注、山东高速也明显受益于改扩建业务。

第二是对于市场预期较为悲观，上半年跌幅最大的快递板块，我们认为左侧布局的较好机会。对于龙头公司来说，目前有多种方式来对冲价格战对盈利造成的影响，实际利润表现可能会明显好于市场预期，盈利最为稳定的中通值得重点关注，圆通也同样受益。

第三是对于基本面持续改善的航空板块，我们较为看好今年暑运的盈利弹性。航司间弱竞争的环境以及以盈利为导向的定价模式会持续较长的时间，用以修补之前 3 年疫情带来的巨额亏损，为后续盈利的超预期创造了良好的条件随着股价回调，板块出现了左侧布局的机会。

**风险提示：**行业政策变化、宏观经济增速下滑，疫情持续时间超预期，地缘政治风险等。

## 目 录

<b>1. 行业回顾与展望：低估值高股息板块表现亮眼体现的是确定性溢价</b> .....	<b>5</b>
1.1 上半年行业基本面表现为内需显著修复，外需偏弱 .....	5
1.2 市场风险偏好下降，低估值及高确定性板块更加强势 .....	6
1.3 下半年展望：高股息依旧攻守兼备，确定性强的快递与估值底部的航空值得重点关注 .....	6
<b>2. 快递板块：通达系龙头兼具高确定性与低估值，推荐左侧布局</b> .....	<b>7</b>
2.1 行业盈利能力稳健，价格战可控，且逐步表现出竞争维度的多元化 .....	7
2.2 去年低基数基础上，今年行业可以通过件量提升带动盈利增长 .....	8
2.3 行业龙头估值处于历史较低水平 .....	9
<b>3. 航空板块：疫后复苏循序渐进，关注暑运价格弹性</b> .....	<b>10</b>
3.1 板块上半年复苏趋势明显，股价下行主要系前期预期过高 .....	10
3.2 暑期旺季航空业盈利弹性较以往更大，大概率实现盈利 .....	11
3.3 行业预期估值调整至合理偏低水平，值得关注 .....	13
<b>4. 高股息板块：重点推荐受益于改扩建逻辑的公路板块</b> .....	<b>14</b>
4.1 相关板块越发重视股东回报是受到市场关注的重要原因 .....	14
4.2 配置高股息板块同样需要重点考虑个股成长性 .....	15
4.3 受益于改扩建逻辑的高速公路公司会具备攻守兼备的特质 .....	16
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>相关报告汇总</b> .....	<b>17</b>

## 插图目录

<b>图 1： 2 季度以来航空与铁路客运量略超 19 年水平（万人）</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2： 23 年以来快递业务量同比明显增长</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3： 进出口增速放缓（亿美元）</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4： 集装箱航运运价（SCFI 指数）降至疫情前水平</b> .....	<b>5</b>
<b>图 5： 港口公路铁路等高股息板块上半年涨幅较亮眼（以年初数值为 100）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6： 航空机场及快递板块上半年表现较弱（以年初数值为 100）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7： 异地件单价降幅可控（元/件）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8： 行业 CR8 维持稳定</b> .....	<b>7</b>
<b>图 9： 上市公司去年单件收入稳定，今年有所下降（元/件）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 10： 通达系上市公司扣非归母净利润处于较高水平（亿元）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 11： 快递行业 23 年业务量增速明显回升（亿件）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 12： 头部公司市场份额持续提升</b> .....	<b>8</b>
<b>图 13： 通达系单件盈利分化较为明显（元/件）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 14： 通达系上市公司单票市值（元/件）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 15： 圆通与韵达上半年股价整体走弱（以年初为 100）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 16： 圆通速递的 PE-band 降至历史较低水平</b> .....	<b>9</b>
<b>图 17： 国内航线旅客周转量已经高于 19 年同期（万人公里）</b> .....	<b>10</b>

图 18: 国际航线旅客周转量恢复到 19 年 30%左右 (万人公里) .....	10
图 19: 国内航线客座率已经较为接近疫情前水平 .....	10
图 20: 国际航线客座率较疫情前还有差距 .....	10
图 21: 三大航一季度减亏明显 (亿元) .....	11
图 22: 今年以来股价下行较明显 .....	11
图 23: 部分航线市场化调价前与当前全价票价格对比 (元) .....	12
图 24: 航空业量价曲线 (示意图, 非实际数据) .....	12
图 25: 三大航机队引进依旧缓慢 .....	12
图 26: 宽体机增长缓慢, 窄体机增量 737max 占很大比重 .....	12
图 27: 出入境政策在持续放宽, 国际航线需求将持续释放 .....	13
图 28: 三大航市值变化 (亿元) .....	13
图 29: 各航司估值对比 .....	13
图 30: 高速公路板块的估值长期来看是走平甚至下行的, 但股息率对板块估值有很强的托底作用 .....	14
图 31: 高速公路公司越发重视股东回报 .....	15
图 32: 高速公路公司高股息标的一览 .....	15
图 33: 宁沪高速在业绩增长放缓后股价也走弱 .....	16
图 34: 皖通高速近几年股价随业绩增长而增长 .....	16

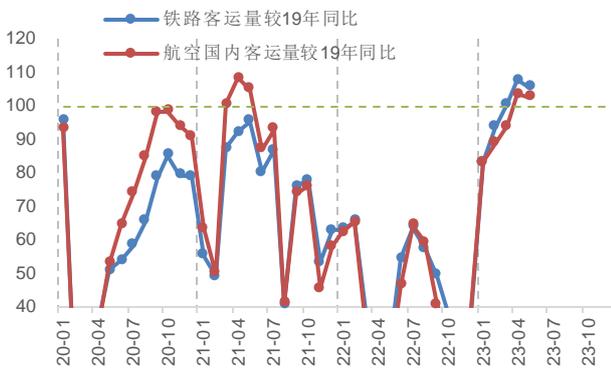
## 1. 行业回顾与展望：低估值高股息板块表现亮眼体现的是确定性溢价

### 1.1 上半年行业基本面表现为内需显著修复，外需偏弱

今年上半年，由于从疫情中快速走出，交运行业整体基本面有比较明显的恢复。如果再细分一下，可以发现行业表现为内需显著修复，外需偏弱的状态。

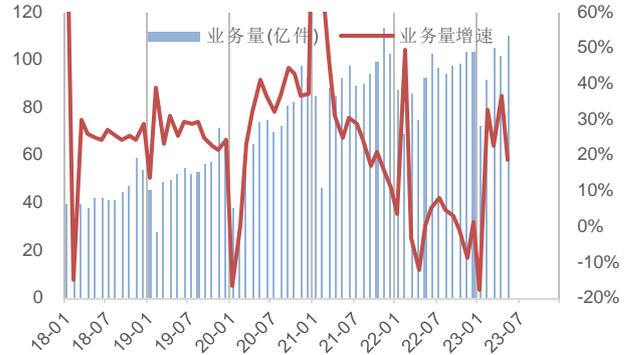
内需方面，客运恢复最为明显。以铁路与国内航空客运为例，进入二季度后，客运量都超过了19年同期，且预计后期还会继续增长。国内货运方面，快递板块由于去年疫情低基数，今年上半年增速较为亮眼。应该说，行业基本面在疫情消退后有明显改善。

图1：2季度以来航空与铁路客运量略超19年水平（万人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

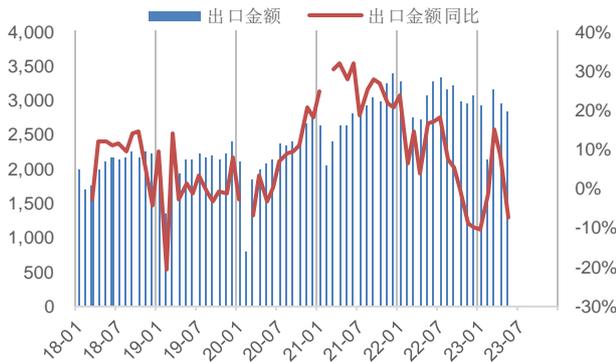
图2：23年以来快递业务量同比明显增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

与内需相对的，行业外需方面走弱。去年下半年开始，我国出口金额增速就有明显放缓，反映在交运板块，集装箱航运运价去年下半年开始走弱，今年运价基本跌回了疫情前的水平。

图3：进出口增速放缓（亿美元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：集装箱航运运价（SCFI指数）降至疫情前水平



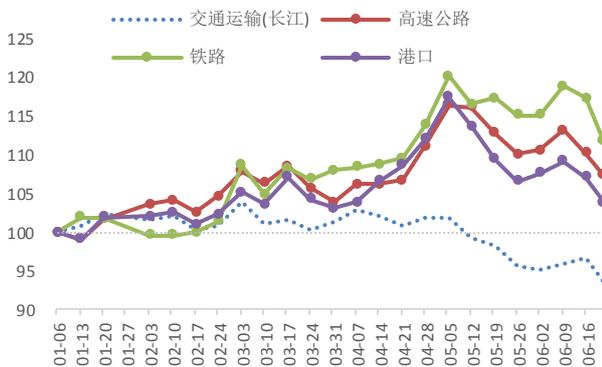
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 1.2 市场风险偏好下降，低估值及高确定性板块更加强势

股价方面，上半年各子板块的股价走势与基本面情况并不一致。疫后恢复是确定性事件，但恢复到什么程度存在预期差异，这造成了各子板块上半年股价走势的分化。

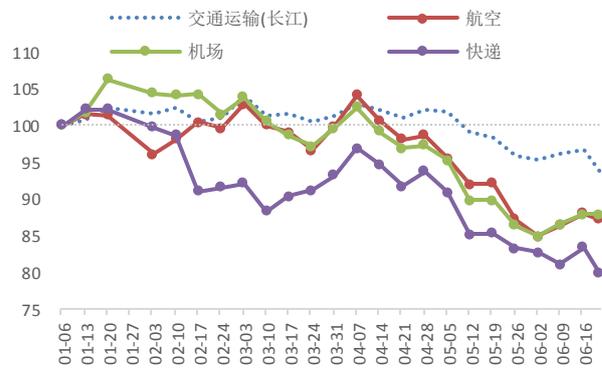
交运板块上半年走势最强的是低估值高股息的相关板块，主要为铁路、高速公路及港口。我们认为疫情后板块盈利的复苏、部分资金风险偏好的下降以及上半年“中特估”行情的催化共同构成了上半年的高股息板块行情。

图5：港口公路铁路等高股息板块上半年涨幅较亮眼（以年初数值为100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：航空机场及快递板块上半年表现较弱（以年初数值为100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

上半年走势较弱的是航空机场以及快递板块。其中航空机场板块主要受限于前期股价较高，以及今年以来国际航线恢复进度低于预期。快递板块走弱主要是由于市场担心价格战再次兴起。对行业盈利造成负面影响。

## 1.3 下半年展望：高股息依旧攻守兼备，确定性强的快递与估值底部的航空值得重点关注

针对上半年的情况，我们认为下半年行业的配置重点主要分为三块：

第一是我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，很可能是长期趋势。投资者对上市公司股东回报的要求会持续提升，因此会持续利好高股息板块。高速公路板块中涉及改扩建概念的相关公司，如皖通高速由于在具备较高确定性的同时还具备较好的成长性，在本轮股价上涨中最值得关注，山东高速等具备改扩建业务的公司也将同样受益。

第二是对于市场预期较为悲观，上半年跌幅最大的快递板块，我们认为目前是左侧布局的较好机会。盈利稳定的中通值得重点关注，圆通也同样会受益于目前的行业竞争趋势的改变。

第三是对于基本面持续改善的航空板块，我们较为看好今年暑运的盈利弹性。

在下面的部分我们会对这三点进行更详细的叙述。

## 2. 快递板块：通达系龙头兼具高确定性与低估值，推荐左侧布局

### 2.1 行业盈利能力稳健，价格战可控，且逐步表现出竞争维度的多元化

快递行业从 21 年下半年开始进入了价格稳定期，期间快递单价降幅持续收窄，通达系总部单件收入明显回升，这一情况一直持续到了去年年末。

图7：异地件单价降幅可控（元/件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

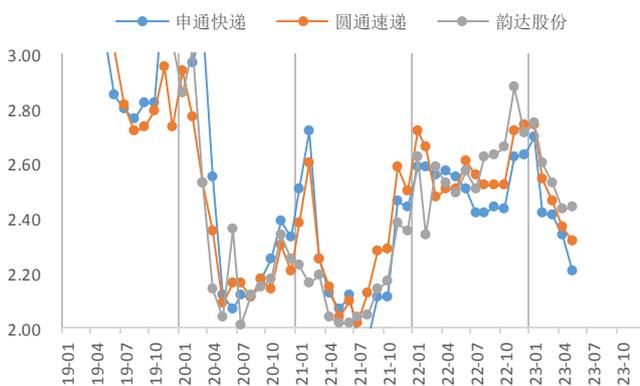
图8：行业 CR8 维持稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

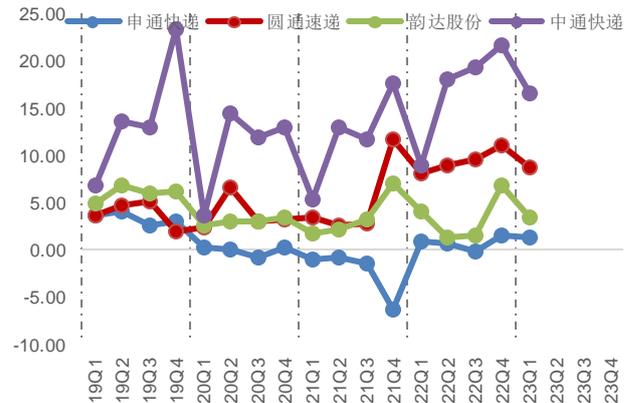
今年以来快递价格竞争较去年有所加剧，邮政局口径的异地件单价及通达系总部口径的单件收入都有较明显的下行趋势。但我们认为，目前的价格竞争依旧处于监管认可的良性竞争范围内，行业不太可能再被卷入类似 20-21 年那样的恶性价格战中。

图9：上市公司去年单件收入稳定，今年有所下降（元/件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：通达系上市公司扣非归母净利润处于较高水平（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们的判断主要出于几个理由：

一是快递属于同质化较强的行业，价格竞争天生就无法避免。行业进入淡季后，本身竞争压力就比较大；

二是疫情消退后的业务量快速增长，规模效应下行业单件成本有所下降。由于此前价格一直处于较高水平，盈利空间的打开使得企业具备了降价竞争的底气。企业是在有利润空间的情况下进行价格竞争，而不是透支现金流的恶性竞争。

三是可以发现竞争更多集中在低价件领域。从上市公司的量价表现看，如果不追求明显高于行业均值的的增长，则企业的快递单价降幅是可以控制在一个较低的水平，比如目前经营较为稳健的圆通，以及正处于业务结构调整期的韵达；但业务量高增长的申通表现出明显的单价下降。因此可以推测，申通与极兔等对市场份额有要求的企业目前在低价件领域展开了较为激烈的价格竞争。反之，相对高端的业务领域，价格战的影响预计并不明显。

目前不同快递公司经营策略的分化表现出的是行业竞争维度的多元化。在行业发展初期，企业间竞争的最主要手段就是价格，竞争维度单一。但经过多年的发展，电商客户对于快递公司的服务要求早已不满足于“送到”。除了更便宜之外，更快，更稳定，以及能否提供针对性的服务成为了客户选择快递公司时的考察重点。

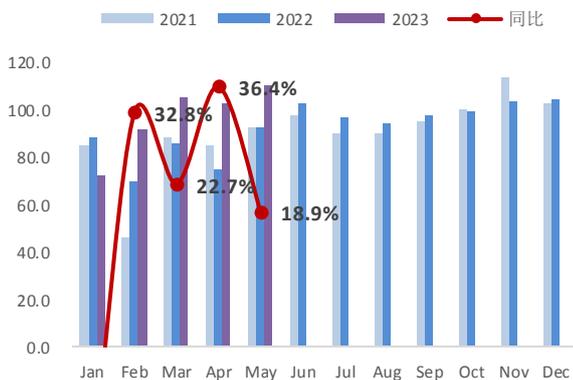
以行业龙头中通为例，依靠优质服务带来的溢价，中通的单件盈利在 21 年之前明显高于圆通、韵达和申通。21 年之后圆通改革成效渐显，也逐渐从价格竞争的赛道转向服务竞争的赛道，单件盈利明显提升。

在目前的情况下，虽然价格竞争烈度加剧，但通达系龙头凭借服务优势获得的客户普遍价格敏感度较低（愿意以更高的价格购买更优质的服务），因此存量业务受价格战的影响比较有限。也就是说，对于中通、圆通这样的快递龙头公司，行业价格战对其业绩的负面影响很可能没有市场预期那么悲观。

## 2.2 去年低基数基础上，今年行业可以通过件量提升带动盈利增长

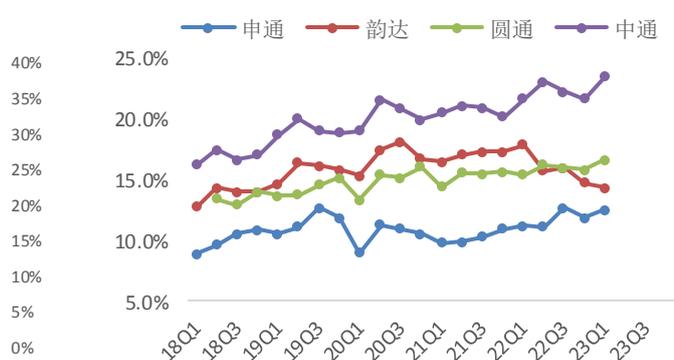
虽然今年价格竞争较去年更加激烈，企业很难指望利润率的提升，但我们认为业务量的提升依旧可以带动行业实现盈利的同比增长。

图 11：快递行业 23 年业务量增速明显回升（亿件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 12：头部公司市场份额持续提升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

由于去年疫情导致低基数的原因，今年以来快递业务量增速有明显回升，前 5 个月业务量同比增长达到 17.4%。在行业基建投资基本到位，资本开支逐步压缩的大背景下，行业业务量的增长会直接带来存量资产产能利用率的提升，规模效应将得到充分的释放，并降低单位成本。

因此，虽然市场比较担心今年的价格战对行业单件盈利造成明显的负面影响，但如果考虑到成本的摊薄，那么对于拥有大量优质存量客户的行业龙头来说，今年行业单件盈利的下降幅度是较为可控的。龙头公司依旧

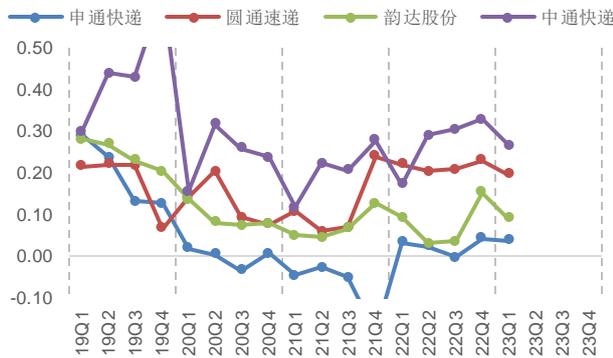
可以依靠业务量增长来拉动业绩的提升。此外，越是此前单件盈利高的公司越能够受益于业务量的增长，因此相比于韵达和申通，中通和圆通受价格战的影响会更小。

### 2.3 行业龙头估值处于历史较低水平

从 20 年开始，快递板块公司的市值排序逐渐从市场份额排序切换为盈利能力排序，这意味着市场逻辑对于行业是否会进一步并购整合的关注度下降，已经逐步接受目前竞争格局会较长时间存在的事实，转而重点考察上市公司的盈利能力是否达标。

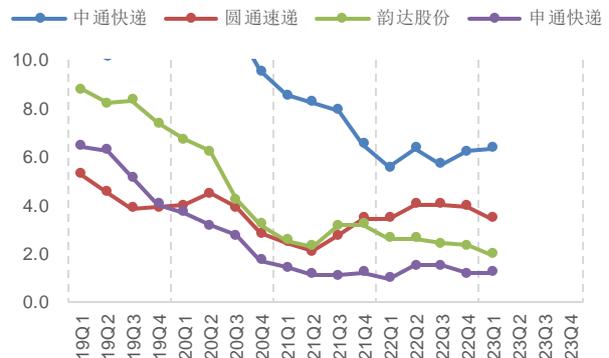
我们从企业的单件盈利走势和单票市值走势的对比上也可以看出端倪。19 年时，各企业单票盈利差距还不明显，但单票市值差异较大，当时市场份额领先的中通与韵达在单票市值上明显高于圆通和申通。2020-2021 年间，行业单票盈利拉开差距，市值走势也出现分化，圆通单票市值快速超越韵达。

图13：通达系单件盈利分化较为明显（元/件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

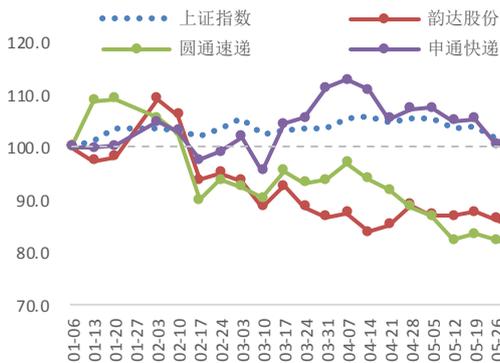
图14：通达系上市公司单票市值（元/件）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

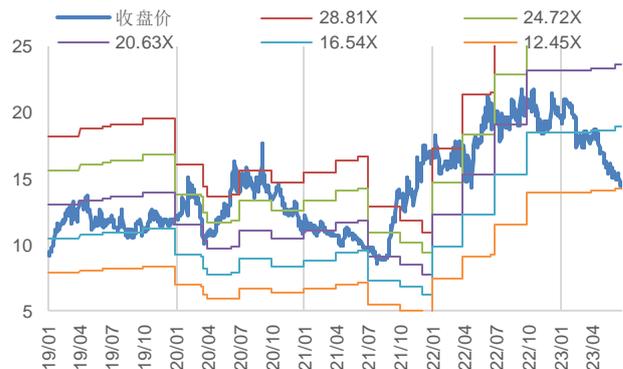
进入到今年后，行业股价普遍大幅下调，包含的是价格战对盈利造成明显负面影响的预期。但我们判断，一方面，行业通过业务量的增长和成本摊薄可以冲淡价格下行的压力；另一方面，行业的价格竞争主要集中在低价件领域，对于以服务质量和稳定性见长的行业龙头来说，所受影响相对可控。

图15：圆通与韵达上半年股价整体走弱（以年初为100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：圆通速递的 PE-band 降至历史较低水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

经过这一轮股价的回调，通达系 PE 估值已经普遍处于较低水平，圆通 PE-TTM 估值降至 12 倍左右，是公司上市以来最低水平。我们认为目前的股价调整已经较为充分的反映了行业的悲观预期，是左侧布局的较好时机。

### 3. 航空板块：疫后复苏循序渐进，关注暑运价格弹性

#### 3.1 板块上半年复苏趋势明显，股价下行主要系前期预期过高

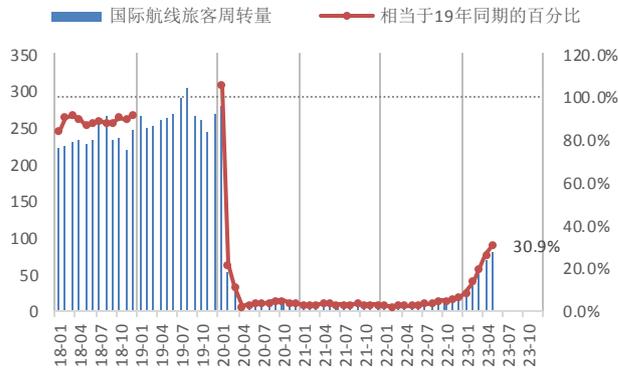
今年以来，航空板块呈现明显复苏的态势。特别是进入二季度后，国内和国际航线的旅客周转量指标都有明显的好转。国内方面，旅客周转量已经稳定高于疫情前的 19 年，目前大约相当于 19 年同期的 108%。国际方面，3 月末航空换季后旅客量明显提升，目前旅客周转量提升至 9 年同期的 31% 左右。应该说国内已经基本恢复，国际航线的恢复还需要循序渐进。

图17：国内航线旅客周转量已经高于 19 年同期（万人公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

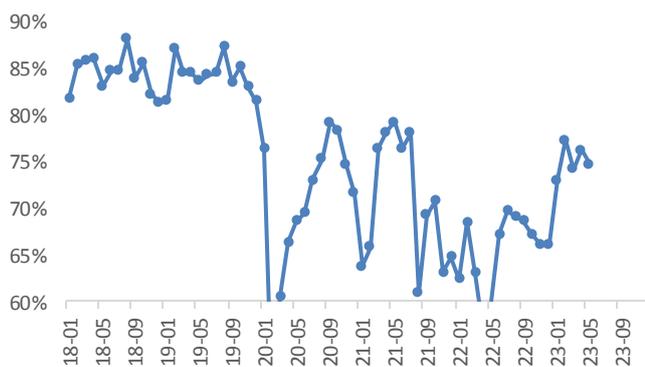
图18：国际航线旅客周转量恢复到 19 年 30% 左右（万人公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

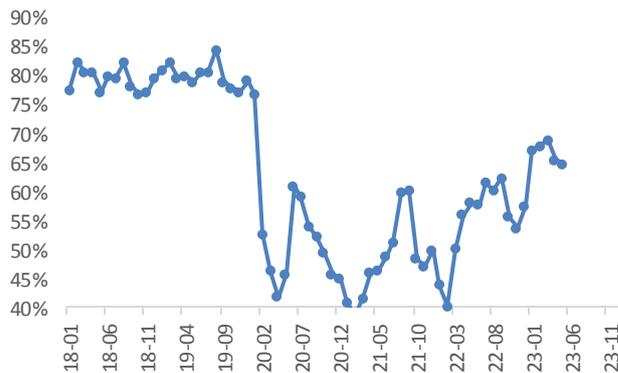
但在旅客量恢复的同时，也必须承认，目前的客座率水平与疫情前还有一定差距。疫情前，国内航线客座率在 80%-85% 区间波动，而疫情后目前恢复至 75% 左右。国际航线差距更大，客座率较疫情前还有 10 个百分点以上的差距。

图19：国内航线客座率已经较为接近疫情前水平



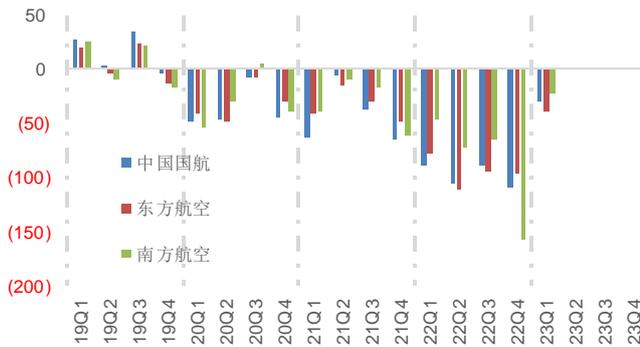
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：国际航线客座率较疫情前还有差距

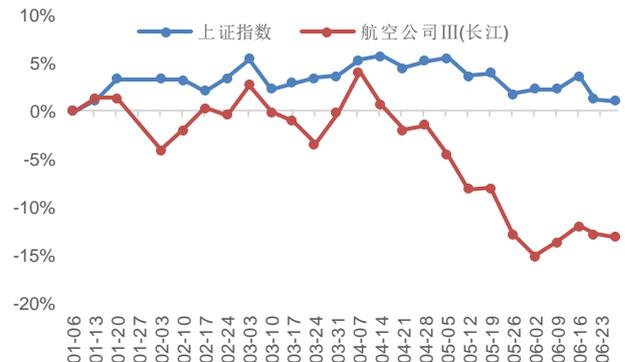


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但即使如此，航空业也实现了非常明显的减亏。今年一季报，三大航亏损都收缩至 30 亿左右。在国内航线尚未完全恢复，国际航线刚开始复苏的情况下取得这样的减亏成绩，说明航空业并没有延续以往的低客座率导致低票价的情况，而是在低客座率背景下实现了较高的票价水平。

**图21：三大航一季度减亏明显（亿元）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图22：今年以来股价下行较明显**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

今年航空公司能够实现“低客座率+高票价”的原因在于经历了连续 3 年的巨亏之后，航司间价格竞争的意愿明显减弱，都采取了盈利为优先的定价策略，我们认为这是目前行业具备较强价格弹性的最关键原因之一。

值得注意的是，今年以来的股价的走势与基本面变化趋势出现分歧。在基本面明显修复的情况下，航空板块股价有明显下挫。我们认为这与前期市场预期过高有比较大的关系，后面的部分会具体分析。

### 3.2 暑期旺季航空业盈利弹性较以往更大，大概率实现盈利

我们认为航空板块今年的看点主要在于暑运。我们看好暑运的主要原因在于暑运需求旺盛，是最能够体现航空板块价格弹性的时间端。

正常情况下，航空公司的票价与客座率曲线可以分为三段来看：

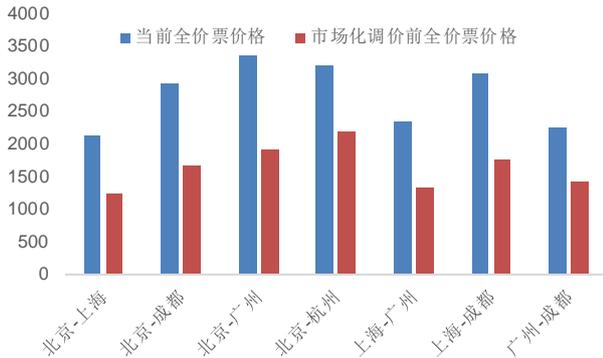
第一段是客座率较低时的票价曲线，这一阶段票价随着客座率提升而提升，但提升斜率低，因为市场主要呈现为买方市场，需求不足导致航司间激烈竞争，航司缺乏议价能力。因此在低客座率下，行业表现出低价格弹性。一般来说，这一段曲线比较适用于淡季或部分需求并不旺盛的航线。

第二段曲线是客座率较高时的票价曲线，这一阶段票价同样随着客座率提升而提升，斜率明显变高，因为需求旺盛，市场从买方市场逐渐切换为卖方市场，航司获得了定价权，行业表现出高价格弹性。这段曲线比较适用于旺季或需求旺盛的航线。

第三段曲线是需求非常旺盛时的曲线，此时由于受到全价票上限的限制，票价在接近全价票时无法再继续提升，导致曲线又逐渐走平。

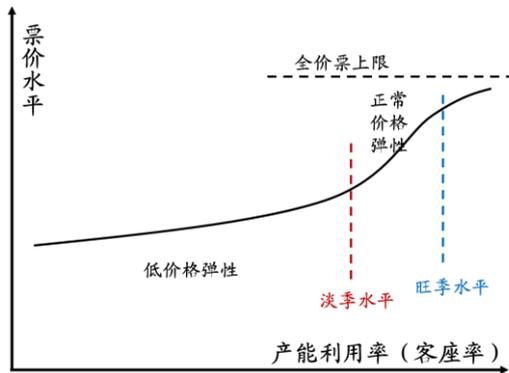
而今年航司的特殊性在于，航司间竞争的弱化使得航空公司的票价弹性进一步放大，量价曲线整体性上移。同时，由于我国 18 年开始逐步放开对全价票的价格管制，允许航司每年选取部分航线逐步上调价格，从 18 年至今，我国最主要航线的全价票上限都实现了大幅度的上调（比如我们熟知的北京-上海航线全价票从 18 年初的 1240 元提升至目前的 2150 元），这使得全价票上限对于热门航线机票价格的压制有明显缓解，进一步提升了航司的票价弹性。

图23：部分航线市场化调价前与当前全价票价格对比（元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

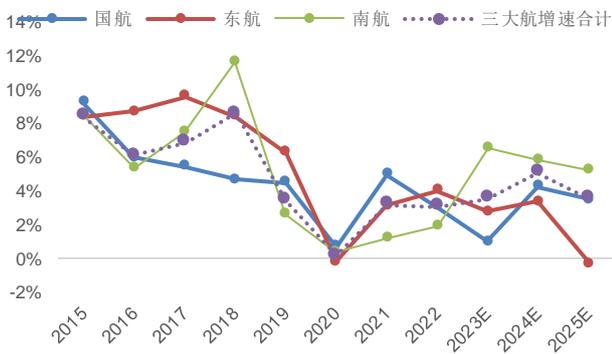
图24：航空业量价曲线（示意图，非实际数据）



资料来源：自行绘制，东兴证券研究所

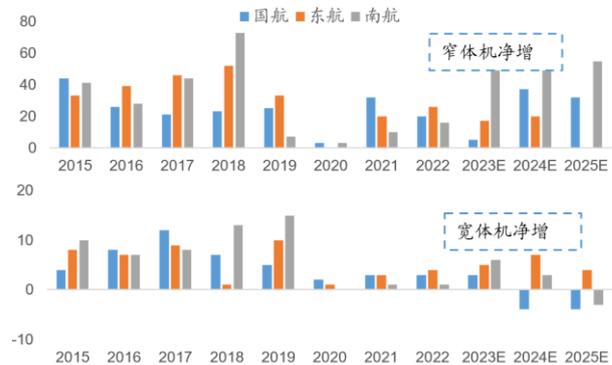
供给端，航司对于飞机，特别是宽体机的引进依旧谨慎。虽然 23-25 年的三大航运力供给增速合计都在 4% 左右，但很大程度上是由于疫情前累积的 737Max 订单于疫情后集中交付，这也是南航供给增速明显高于国航和东航的主要原因。如果不考虑 737Max 的交付问题，航司对飞机的采购实际上基本用于满足自然的新老更替，还是相当谨慎的。因此不需要对于后续供给过剩有太大的担忧，随着需求的逐步恢复，行业供需关系必然是向好的。

图25：三大航机队引进依旧缓慢



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图26：宽体机增长缓慢，窄体机增量 737max 占很大比重



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

国际航线方面，目前的恢复进度略低于市场预期。从政策端看，我国对于国际航线的重开在持续松绑，今年以来不断出台政策恢复国际航线往来。但国际航线的重开与国内航线重开不同，涉及更多的限制条件。

以签证为例，疫情 3 年导致大量的签证过期，重新补充需要时间，这导致日韩及欧美航线的恢复进度明显不及可以落地签的部分东南亚国家。但我们认为，时间会解决大部分的问题。随着签证数量的恢复，日韩及欧美方向的求学、旅游和商务出行需求都将有持续的回升。我们依旧认为，除了受国际局势影响的部分地区，我国与大部分国家的国际航线会在 24 年恢复到疫情前水平。

**图27：出入境政策在持续放宽，国际航线需求将持续释放**

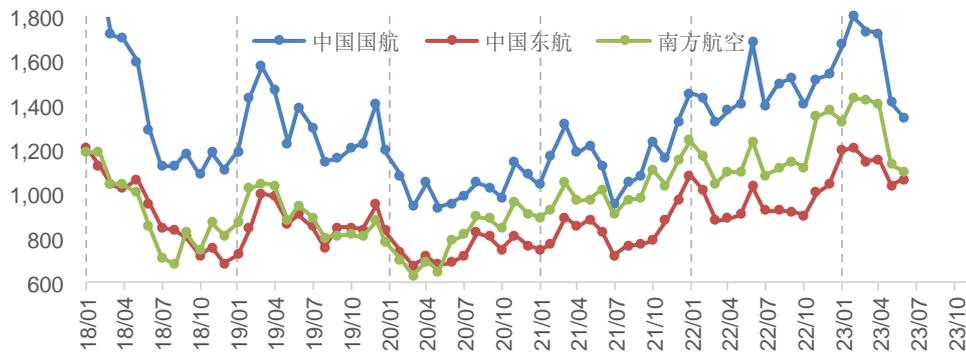
时间	政策名称	政策调整
2022年12月	对新冠病毒感染实施乙类乙管总体方案的通知 恢复国际客运航班的若干措施	乙类乙管，取消入境全员检测和集中隔离 取消“五个一”及客座率限制
2023年1月	关于中外人员往来暂行措施	海外来华人员无需申领健康码 来华阳性者无需集中隔离
2023年2月	第一批恢复出境团队游国家名单	恢复了20个国家团队出境游
2023年3月	第二批恢复出境团队游国家名单	进一步增加了40个国家
2023年4月		航空公司不再查验登机前检测证明
2023年5月	关于进一步调整优化 若干出入境管理政策措施的公告	全面恢复内地居民赴港澳团队旅游签注全国通办 恢复口岸快捷通关

资料来源：国家出入境管理局公告、国家卫生健康委员会公告，东兴证券研究所

### 3.3 行业预期估值调整至合理偏低水平，值得关注

从市值表现来看，三大航今年经历了较大幅度的调整，市值从历史较高水平调整至正常水平。可以看出市场在年初确实对于航空业复苏给予了非常高的期望值，以至于在航空股业绩处于谷底的情况下，市值达到了18年以来的峰值。由于基本面与估值的错配，上半年的下跌我们认为是较为合理的。

**图28：三大航市值变化（亿元）**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在市场重回理性之后，我们认为有必要重新审视航空股的价值。得益于航司盈利优先的定价策略，航司有望在今年旺季以及明年国际航线全面恢复后获得远超往年的价格弹性和盈利水平，以弥补之前3年的巨额亏空。

**图29：各航司估值对比**

	市值 (A股股价*总股本)	净利润			PE TTM	PE	
		2022A	2023E	2024E		2023E	2024E
中国国航	1367.3	(386.2)	33.2	171.0	(4.2)	41.2	8.0
南方航空	1114.4	(326.8)	32.6	139.5	(3.7)	34.2	8.0
东方航空	1081.1	(373.9)	19.9	127.1	(3.2)	54.3	8.5
春秋航空	571.4	(30.4)	20.3	36.4	(25.5)	28.2	15.7
吉祥航空	353.4	(41.5)	14.1	28.4	(10.3)	25.1	12.5

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从市场一致预期角度，三大航目前市值对应 24 年 PE 约 8 倍左右，春秋与吉祥对应 24 年 PE 在 15.7 倍与 12.5 倍，都处于较低水平。今年暑运是验证航空业价格弹性的重要窗口，在股价大幅下挫的情况下，目前是进行配置的较好时点。

## 4. 高股息板块：重点推荐受益于改扩建逻辑的公路板块

高股息板块中我们重点选取了高速公路板块进行分析与推荐。我们认为高速公路板块目前兼具了很强的稳定性与一定的成长性，属于攻守兼备的板块。

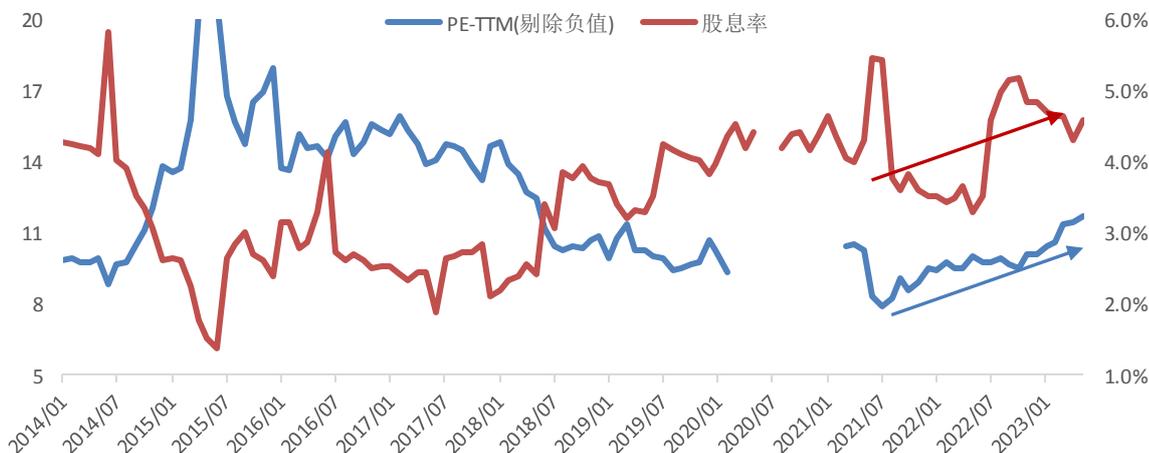
高速公路板块的稳定性市场有较为充分的认识，但对于成长性的理解不够充分。我们认为高速板块的成长性主要由于其改扩建预期提供，这是独属于高速公路板块的特殊机制，我们会在后文详细阐述。

### 4.1 相关板块越发重视股东回报是受到市场关注的重要原因

今年低估值高股息板块股价明显跑赢大盘。我们认为除了市场风格出现转变外，与板块相关公司本身更加重视股东回报有很大的关系。

以高速公路为例，在我们可以看到，行业整体的股息率水平在过去的 5 年里是有明显提升的。这一部分是由于股价本身下降导致的股息率提升，但并不完全，毕竟行业整体股息率从 17 年左右最低水平的 2% 左右提升至目前接近 5% 的水平，股息率提升近 2.5 倍，而 PE 估值的下降并不明显。

图30：高速公路板块的估值长期来看是走平甚至下行的，但股息率对板块估值有很强的托底作用



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

因此，除了估值的下降外，股息率的提升还取决于企业分红比例的大幅提升。自 16 年粤高速 A 发布公告将分红比例提升至 70% 后，后续不断有高速公路公司跟进调高自身的分红比例。截至目前为止，发布分红规划明确未来分红比例不低于 50% 的高速公路公司主要有粤高速 A、皖通高速、山东高速、深高速、招商公路，以及虽然没有明确比例，但上市以来分红始终稳定的宁沪高速。

近年来，高速公路公司提升自身分红比例被证明实现了投资者与上市公司的双赢。投资者获得了更多的分红，上市公司的估值则明显高于调整分红前。一般来说，股息率与行业 PE-TTM 呈反向趋势，但 2021 年之后，行业 PE-TTM 与股息率同向提升，也就是说，提升分红比例的行为起到了抬升相关公司的 PE 估值的效果。

**图31：高速公路公司越发重视股东回报**

	分红规划发布时间	具体内容
粤高速	2021.3	未来3年分红率不低于70%
皖通高速	2023.4	若收购六武高速交易顺利完成，则未来3年分红率不低于70%
山东高速	2020.7	未来5年分红率不低于60%
深高速	2021.5	未来3年分红率不低于55%
招商公路	2023.4	未来3年分红率不低于55%
宁沪高速	-	上市以来每股分红单调递增 正常年份分红率在50%-60%之间波动

资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

目前高速公路板块主要的高股息率上市公司 2023 年预期盈利对应的股息率在 5%-7% 之间，而 24 年预期盈利对应的股息率有多家已经超过了 7%，我们认为即使经历了之前较大的涨幅，当前的股息率依旧是具备吸引力的。

**图32：高速公路公司高股息标的一览**

	市值 (A股股价*总股本)	净利润			PE			分红率 (假设)	股息率	
		2022A	2023E	2024E	TTM	2023E	2024E		对应2023年	对应2024年
招商公路	593.8	48.6	55.8	61.0	11.6	10.6	9.7	55.0%	5.2%	5.7%
宁沪高速	496.7	37.2	43.9	47.4	12.1	11.3	10.5	每股0.48元	4.9%	4.9%
山东高速	314.7	28.6	34.7	37.0	10.7	9.1	8.5	60.0%	6.6%	7.1%
深高速	197.4	20.1	24.5	27.6	9.7	8.1	7.1	55.0%	6.8%	7.7%
皖通高速	177.1	14.5	17.7	19.3	11.8	10.0	9.2	70.0%	7.0%	7.6%
粤高速A	162.7	12.8	16.0	17.2	12.9	10.1	9.4	70.0%	6.9%	7.4%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 4.2 配置高股息板块同样需要重点考虑个股成长性

除了板块整体的分析，我们对板块内部的个股也进行了分析，发现同板块间不同个股的走势差异很大。对相关个股复盘后发现，单纯的稳定性与防御性很难构成投资者配置高股息资产的理由，只有以高股息为基础，叠加一定的业绩增长，才能为投资者创造超额收益。

以我们重点跟踪的宁沪高速和皖通高速为例，可以看到高股息个股的股价走势长期来看还是与净利润挂钩。宁沪高速在 16-19 年业绩快速增长，股价也持续提升；进入 20 年后盈利增长放缓，股价也进入下跌周期。皖通高速在 19 年之前业绩增长缓慢，股价基本走平，但 20 年起业绩明显增长，带动股价持续提升。

图33：宁沪高速在业绩增长放缓后股价也走弱



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图34：皖通高速近几年股价随业绩增长而增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

长期来看，高股息率提供的是基础的分红收益以及股价下跌时的强力支撑，是 PE 估值的锚，但股价的增长更重要的还是业绩的增长。因此对于投资者来说，即使是考虑配置高股息个股，当股息率符合一定标准后，最优先考虑也应该是公司的内生增长能力，而并非是直接对比各个公司的股息率高低。

### 4.3 受益于改扩建逻辑的高速公路公司会具备攻守兼备的特质

从上面的逻辑出发就会发现，我们在高股息板块中推荐高速公路板块的原因并非因为其股息率高，而是因为其内生增长性更强。而这种增长能力，我们认为主要是来源于其路产改扩建的周期。

由于政策限制，大部分高速公路改扩建后的年限核定都是以改扩建完成为时间点开始重新计算 25 年。在这一规则下，改扩建对于收费年限的实际延长效果随着时间向后推移而逐渐提升。2010 年之前就完成改扩建的高速公路通过改扩建实际延长的年限都不超过 10 年，但 2015 年及以后改扩建的案例，实际收费年限的延长能够达到甚至超过 15 年。由于收费年限大幅延长，公司的长期经营能力得到加强，年限问题对公司的估值压制也将显著缓解。

另一方面，改扩建项目大部分都符合成本小，见效快的特点。成本方面，由于主干线路在初始建设四车道高速时就会预留部分土地用于可能的改扩建，因此改扩建项目重新征地压力较小，建设成本会低于在当地新建四车道高速；见效快是指改扩建路产通车时即是成熟路产，不用经历新建路产车流量从无到有的培育过程，一般通车就能增厚业绩。

因此，对于目前主力路产还未进行改扩建或已经通过改扩建实现了收费年限大幅延长的高速公路企业，有必要重点关注。此前山东高速、皖通高速等案例都对高速公路改扩建逻辑进行了验证，我们认为这也将是未来高速公路板块的重点投资方向。

## 5. 风险提示

行业政策变化、宏观经济增速下滑，地缘政治风险等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	【东兴交运】快递 5 月数据点评：件量稳健增长，淡季价格竞争加剧	2023-06-27
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 5 月数据点评：国际线运力投放增长放缓，暑运重点关注客座率提升	2023-06-20
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 4 月数据点评：换季后国际航线放量明显，国内旅客量超 19 年同期	2023-05-18
行业普通报告	【东兴交运】快递 3 月数据点评：业务量增长符合预期，单票价格略降	2023-04-24
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 3 月数据点评：淡季国内客座率下滑，关注五一小长假需求弹性	2023-04-17
行业普通报告	【东兴交运】快递 2 月数据点评：业务量增速略低预期，主要产区价格战强度受控	2023-03-21
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 2 月数据点评：国内航线客座率显著提升，短途国际航线恢复超预期	2023-03-17
行业普通报告	【东兴交运】快递 1 月数据点评：春节扰动影响件量，单价稳中有增	2023-02-23
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 1 月数据点评：需求明显好转，短途国际航线率先恢复	2023-02-17
行业普通报告	【东兴交运】快递 12 月数据点评：件量重回正增长，顺丰与韵达市场份额变化明显	2023-01-20

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，7年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526