

京沪高铁披露 IPO 招股说明书， “高铁+”模式或成为公司未来发展策略

——2019年10月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 交通运输行业景气度总体平稳，客货运增速略有回落。2019年9月，中国运输生产指数（CTSI）为175.7点，同比增长4.3%。CTSI客运指数为166.4点，同比增长2.4%，增速较8月放缓2.8个百分点；CTSI货运指数为181.0点，同比增长5.3%，增速较8月放缓0.2个百分点。

2) 交通运输子行业运行分析：2019年9月，暑期高峰后客运量回调符合预期。铁路方面，9月客运市场总体呈现稳定态势，客运量在暑期高峰后有小幅回调；公路方面，9月营运性客运量持续下降；航空方面，客运市场出现旺季后小幅回调，但总体保持平稳。

3) 交通运输行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011年以来，交通运输行业营业收入逐年上升。2018年行业营业收入为24734.12亿元，是2011年的2.58倍，同比增长14.48%，增速有所放缓。2018年归母净利润为1143.34亿元，同比下降11.73%。2019上半年，交通运输行业实现营业收入12334.05亿元，同比增长10.08%，实现归母净利润709.64亿元，同比增长14.38%。

4) 京沪高铁披露 IPO 招股说明书，“高铁+”模式可能成为未来发展策略。京沪高铁为我国高速铁路网的“黄金线路”，采用委托运输管理模式，核心业务为旅客运输服务和路网清算服务。京沪高铁营收和净利润逐年提升，盈利能力领先同类上市公司。2016年-2018年营收复合增长率10%，净利润复合增长率达16%。未来公司可能发挥高速铁路客运超级平台作用，将收购优质路产、多元化经营等“高铁+”业务模式作为发展策略。

5) 2019年四季度建议持续把握消费交通板块投资机会。目前我国交通规模位居全球领先地位，但交通运输服务品质仍有持续提升空间。受益于交通服务品质提升的需求，消费型交通需求有望稳步提升，物流（快递）、航空、机场、高速公路子行业利好。

● 投资建议

重点推荐组合为招商公路（001965.SZ）、深圳机场（000089.SZ）和南方航空（600029.SH）。

● 核心组合

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
001965.SZ	招商公路	2019/1/2	9.36%
000089.SZ	深圳机场	2019/1/2	33.44%
600029.SH	南方航空	2019/4/3	-24.87%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（组合个股权重均等）

● 风险提示

交通运输需求下降的风险，交通运输政策法规的风险。

交通运输行业

推荐 维持评级

分析师

刘兰程

☎：8610-83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

联系人

王靖添

☎：8610-66568837

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

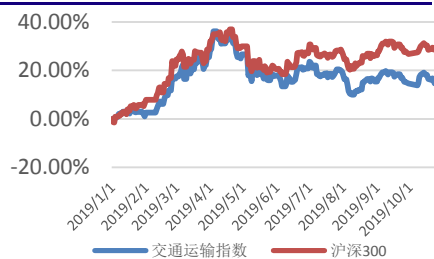
宁修齐

☎：8610-66568837

✉：ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

行业数据

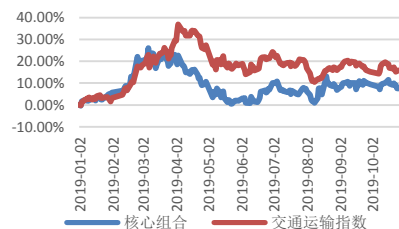
2019.10.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.10.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河交通】《交通强国纲要正式发布，“高品质交通”将成为行业未来投资逻辑主线——2019年9月行业动态报告》

目 录

一、交通运输行业景气度总体平稳，客货运增速有所下降	3
(一) 交通运输发展成效显著，交通强国纲要描绘未来蓝图.....	3
1. 基础设施网络规模稳居世界前列.....	3
2. 运输服务规模处于全球领先水平.....	3
3. 交通运输行业治理体系逐步完善.....	3
(二) 中国运输生产指数平稳，客货运环比增速回落.....	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性.....	4
2. 交通运输行业总体平稳，客运增幅有所回落.....	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析.....	5
1. 国庆假期客流量增速回落趋稳，高铁、飞机和自驾的稳定出行格局已形成.....	5
2. 建设铁路专用线破解运输结构调整“最后一公里”瓶颈，多式联运板块迎利好.....	5
3. 京沪高铁披露 IPO 招股说明书，“高铁+”模式可能成为未来发展策略.....	6
(四) 交通运输行业财务分析：营收平稳上升，净利润有所波动.....	8
1. 行业营收平稳上升，归母净利润有所波动.....	8
2. 净资产收益率处于合理区间.....	9
3. 行业资产负债结构仍保持合理水平.....	10
4. 交通运输行业营收及净利润增幅预测.....	11
二、交通运输子行业运行分析：9月暑期高峰后客运量回调符合预期	12
(一) 铁路：9月客运增幅回调符合预期，货运增幅保持平稳.....	12
(二) 公路：9月营运性客运持续回落，货运维持稳定增长趋势.....	17
(三) 水路：9月港口吞吐量稳定增长，航运指数有所分化.....	20
(四) 航空：9月航空客运正常回调，客座率保持平稳.....	22
(五) 物流快递：9月快递业务维持高增，规模质量整体提升.....	24
(六) 新业态：探索可持续发展路径，进入规范化发展时代.....	27
三、行业面临的问题及建议	29
(一) 面临的问题.....	29
1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升.....	29
2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大.....	29
3. 部分交通领域改革仍需深化，交通运输新业态管理面临挑战.....	29
(二) 建议对策.....	29
1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质.....	29
2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通.....	29
3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态.....	30
四、交通运输业在资本市场中的发展情况	31
(一) A股交通运输上市公司发展情况.....	31

(二) 交通运输行业估值水平分析.....	32
1. 国内交通运输行业估值分析.....	32
2. 与市场相比, 行业估值水平中等偏低.....	32
3. 与国外(境外)估值比较.....	32
(三) 国内外重点公司分析比较.....	33
五、投资建议.....	36
(一) 最新观点: 持续把握消费交通板块投资机会.....	36
(二) 核心组合.....	37
(三) 核心组合表现.....	37
六、风险提示.....	37

一、交通运输行业景气度总体平稳，客货运增速有所下降

(一) 交通运输发展成效显著，交通强国纲要描绘未来蓝图

交通运输是国民经济中基础性、先导性、战略性产业，是重要的服务性行业。经过 40 多年改革发展，中国的综合交通运输网络体系正在形成。据交通运输部 2019 年公开发布的《2018 年交通运输行业发展统计公报》相关数据显示，多项指标位居全球第一。

1. 基础设施网络规模稳居世界前列

截至 2018 年底，铁路营业里程达到 13.1 万公里，高速铁路里程突破 2.9 万公里，超过世界高铁总里程的三分之二，位居世界第一。公路总里程达到 484.65 万公里，全国 99.99% 的乡镇和 99.98% 的建制村通了公路，高速公路里程达 14.26 万公里，跃居世界首位。内河航道通航里程达 12.71 万公里，比上年增加 108 万公里。规模以上港口万吨级泊位达 2444 个，位居世界第一。颁证民航运输机场达 235 个，全国取证通用机场已达 209 个，2018 年，全国乡镇快递网点覆盖率进一步提升，目前已超过 90%。

2. 运输服务规模处于全球领先水平

2018 年，全社会客、货运输量分别达 179.4 亿人次和 506.3 亿吨。铁路旅客周转量、货运量居世界第一，高铁旅客周转量超过全球其他国家和地区总和。客运服务水平持续提升，铁路、民航客运量年均增长率达到 10% 左右；高铁动车组累计发送旅客突破 70 亿人次；公共交通年客运量超过 900 亿人次。全国 29 个省、90% 以上二级道路客运站初步实现省域联网售票；旅客联程运输加快发展。港口货物和集装箱吞吐量连续 10 多年保持世界第一；航空货邮运量比 2012 年增加 23%。邮政业市场规模超过全球份额五分之一，年服务用户超过 1000 亿人次，年支撑国内网购交易额突破 5 万亿元；快递业务量稳居世界第一。

表 1 中国交通运输行业部分指标在全球排名情况

领域	高速公路里程	港口货物 吞吐量	高速铁路里程	民航客运量	快递业务量
全球排名	第一	第一	第一	第二	第一

资料来源：中国银河证券研究院整理

3. 交通运输行业治理体系逐步完善

目前我国综合交通运输管理体制机制基本形成，国家层面“一部三局”架构基本建立，省级层面已有 17 个省(区、市)基本建立了综合交通管理体制或运行协调机制。法治政府部门建设持续深化；完成了交通运输法治政府部门建设顶层设计，综合交通立法统筹推进，《航道法》《国内水路运输管理条例》和《铁路安全管理条例》制定出台，188 件部门规章颁布实施，综合交通运输法律体系初步形成；行业放管服改革成效显著，简政放权力度不断加大。行政审批事项大幅精简，交通运输部本级取消下放幅度达 61.5%。行业社会共治格局日趋完善，行业信用体系建设有序推进。2019 年 9 月，中共中央、国务院正式印发《交通强国建设纲要》，提出到 2035 年基本建成交通强国，形成“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快物流圈”。

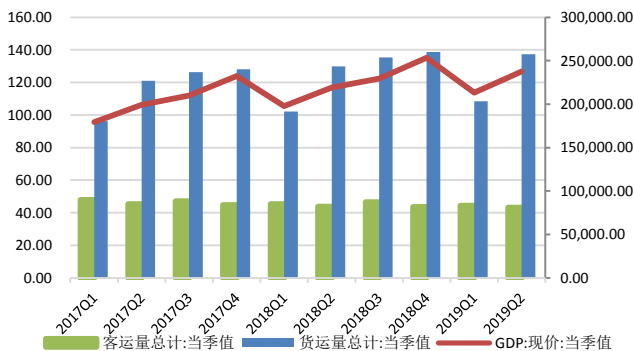
(二) 中国运输生产指数平稳，客货运环比增速回落

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

根据世界银行等研究机构的研究结果显示客货运量、客运货运周转量与国内生产总值 GDP、人口总数、城镇化率、人均 GDP、产业结构等因素均有密切关系，其中与 GDP 的回归关系最为明显。

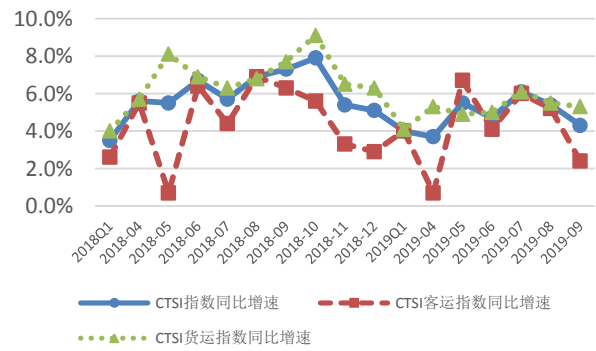
2019 年上半年国内生产总值 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%，总体平稳运行。国内生产总值 GDP 与交通运输客货运量及周转量有着紧密的联系。

图 1 我国 GDP 与客货运周转量变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2 中国运输生产指数 (CTSI) 及构成指数同比增速



资料来源: 交通运输部, 中国银河证券研究院整理

2. 交通运输行业总体平稳，客运增幅有所回落

(1) 中国运输生产指数 (CTSI) 是反映交通运输行业总体运行状况综合指标。中国运输生产指数简称 CTSI，于 2018 年 12 月首次发布，是从综合交通角度出发，以铁路、公路、水路、民航各种运输方式的客货运量为基础指标，加权合成的用来反映交通运输行业总体运行状况的综合性指数。该指数以 2010 年为基期，基准值为 100 点，由综合指数和客运、货运两个分项指数构成。

(2) 2019 年 9 月 CTSI 指数同比增长 4.3%，交通运输行业平稳增长。2019 年 9 月，中国运输生产指数 (CTSI) 为 175.7 点，同比增长 4.3%，增速较 8 月降低 1.1 个百分点。总体来看，9 月交通运输生产仍保持平稳增长态势。

(3) 暑运期间旅客出行需求较为旺盛，一定程度释放了部分 9 月出行需求。由于 7-8 月暑期出行需求旺盛，一定程度释放了部分 9 月的客运需求，客运指数为 166.4 点，同比增长 2.4%，增速较 8 月降低 2.8 个百分点。

(4) 9 月货运增速保持平稳，客运增幅回落符合预期。2019 年 9 月，CTSI 货运指数为 181.0 点，同比增长 5.3%，连续 6 个月保持在 5% 左右的较快增长区间，总体平稳。9 月中国运输生产指数 (CTSI) 增速较 8 月有所放缓，主要受 CTSI 客运指数增速放缓影响。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 国庆假期客流量增速回落趋稳，高铁、飞机和自驾的稳定出行格局已形成

据交通运输部公布最新数据显示，2019年国庆假期，铁路、道路、民航客运按各自统计口径的累计旅客发送量分别达1.38亿人次、4.8亿人次、1280万人次，同比分别增长5.4%、-2.4%、4.7%。

我们的观点：

(1) 全国铁路旅客发送总量增速有所回落，但高铁出行客流量增速超10%。铁路旅客运输自9月28日至10月7日，共10天。客流量方面，2019年国庆期间，全国铁路旅客发送总量为1.38亿人次，创历史新高，较去年1.31亿，同比增加708.7万人次，增5.4%，增幅较去年的9.17%收窄。具体来看，全国铁路客流量分布呈现“首尾高，中间低”，即10月1日为出行高峰，6日、7日为探亲及返程高峰，其中，1日客流量达1713.3万人次，创单日历史新高，较去年同期1625万，同比增加88.6万人次，增5.5%，增幅较去年的8.3%收窄。我们认为，铁路运量增幅的收窄，或与该行业正从快速成长期向成熟期过渡有关。发车量方面，随着铁路出行需求上行，发车量同步增加，由于国庆假期期间累计加开8633列车，日均开行列车数达9458列，同比增加1024列，增12.1%。高铁动车方面，由于高铁具备速度快、安全性强、舒适度高优势，客流量呈现显著上升，国庆期间动车组旅客发送量达日均851万人次，同比增加90.4万人次，增速逾10%。

(2) 营运性道路客运量同比降低，高铁、私家车分流效应显著。道路旅客运输自10月1日至10月7日，共7天。客流量方面，总体来看，随着铁路、私家车逐渐成为假期中短距离出行的首选方式，2019年国庆假期，全国道路旅客发送总量为4.8亿人次，较去年4.92亿，同比下降1200万人次，降2.4%。具体来看，国庆期间，全国道路交通客流量分布亦呈现“首尾高，中间低”，10月1日、2日、6日、7日为流量高峰日。车流量方面，国庆期间，全国收费公路车流量达37040.5万辆，较去年35503.5万，同比增加1537万辆，增4.3%，增幅较去年的5.7%收窄。我们认为，道路车流量增加主要系全国范围内机动车保有量增长所致，而其增幅放缓也一定程度上与其他客运方式的分流效应有关。

(3) 民航客运量同比增速不及预期。民航旅客运输自10月1日至10月7日，共7天。总体来看，2019年国庆假期，全国民航旅客发送总量为1280万人次，较去年1222.7万，同比增加57.3万人次，增4.7%，增幅较去年的7.9%收窄。实际飞行航班数共计114,445班，较去年110,092班，同比增加3535班，增3.19%，增幅较去年的15.5%收窄。平均客座率为84.9%，平均航班正常率为92.16%，同比基本持平。

2. 建设铁路专用线破解运输结构调整“最后一公里”瓶颈，多式联运板块迎利好

近期，国家发展改革委等五部门联合发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，全面推动铁路专用线建设。

我们的观点：

(1) 铁路专用线建设旨在解决铁路运输“最后一公里”问题，促进实现运输结构调整。

《意见》中指出在 2019 年到 2020 年优先推动实施一批铁路专用线重点项目，包括北京亦庄市郊铁路、唐山松汀钢铁有限公司铁路专用线、连云港徐圩港区铁路专用线等 127 个项目，线路长度合计达 1586 公里。2018 年铁路部门制定《2018-2020 年货运增量行动方案》表示，到 2020 年，全国铁路货运量将达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长三成，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在 90% 以上。但长期以来受限“铁路最后一公里”问题，运输效率相对受限，专用线建设将为实现增加铁路货运量，推进运输结构调整发挥积极作用。

(2) 铁路专用线建成后有助于提高铁水联运量，利好多式联运发展。

目前铁水联运量逐年稳步上升，2014-2017 年，海铁联运箱在我国主要港口的吞吐量年均复合增长率达到 22.57%。《意见》提出到 2020 年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大兴工矿企业、新建物流远去铁路专用线接入比例均达到 80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。随着“最后一公里”问题逐步解决，公铁、铁水等多式联运将更加高效。

(3) 铁路专用线建设将助力铁路投资保持适当规模。

2013 至 2015 年期间，中国铁路货运投资一直保持高规模，2016 年经历大幅下滑，2016-2017 年铁路运输投资额处于低位。《意见》明确提出梳理 150 万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区名单，明确项目重点建设项目清单，铁路专用线建设将拉动政府和社会铁路投资。铁路专用线建设成本通常比普通货运线路略高，每公里约 0.7 亿~1.5 亿元。预计目前确定的 2019~2020 年推动实施的 127 个项目总投资将在千亿元左右。

3. 京沪高铁披露 IPO 招股说明书，“高铁+”模式可能成为未来发展策略

2019 年 10 月 27 日，京沪高铁股份有限公司披露《首次公开发行股票招股说明书》。

我们的观点：

(1) 京沪高铁为我国高速铁路网的“黄金线路”，采用委托运输管理模式，核心业务为旅客运输服务和路网清算服务。京沪高速铁路由北京南站至上海虹桥站，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，全长 1318 千米，设 24 个车站，设计的最高速度为 380 千米/小时，总投资约 2209 亿元。根据国家统计局 2018 年数据，京沪高速铁路所经省（直辖市）的行政区域面积约占全国陆地总面积的 6.5%，拥有全国 27.32% 的常住人口，并创造了全国 35.20% 的 GDP，具有独特的区位优势。2018 年，京沪高速铁路营业里程约占全国铁路总营业里程的 1%，全线发送旅客 19,197.06 万人次，占铁路行业总发送旅客人次的 5.69%；客运周转量完成 885.86 亿人公里，占铁路行业客运周转量的 6.26%。

京沪高铁采用委托运输管理模式。京沪高铁将涉及运输组织、运输设施设备管理、运输移动设备、运输安全生产和铁路用地等旅客运输业务委托给沿线铁路局集团公司属地化管理。该模式下客票收入归属高速铁路公司，高速铁路公司根据委托内容的工作量及产生的费用向路局缴纳委托运营管理费用。京沪高铁的委托管理局为上海局、北京局、济南局。

公司的客运业务和路网服务贡献主要收入。客运业务主要指京沪高铁公司担当列车运输旅

客；路网服务业务指京沪高铁公司非担当列车，提供路网服务，服务对象为担当列车的其他铁路运输企业，服务类别为铁路使用服务、接触网使用服务、车站旅客服务、售票服务、车站上水服务等。2019年1-9月，旅客运输业务收入比例占比48.16%，路网清算业务占比50.96%，旅客运输与路网清算业务收入占比大致相当。

(2) 京沪高铁营收和净利润逐年提升，盈利能力领先同类上市公司。根据招股说明书数据显示，2016年-2018年及2019年1-9月的营收分别为262.58亿元、295.55亿元、311.58亿元和250.02亿元，净利润为79.03亿元，90.53亿元，102.48亿元和95.20亿元。2016年-2018年营收复合增长率10%，净利润复合增长率达16%。

资产负债率处于行业平均水平，盈利比率远高于同行业。截止2019年9月京沪高铁资产负债率14.62%，较18年末15.67%有所下降。16年到18年，资产负债率处于行业平均水平，与广深铁路大致相当。2018年，京沪高铁净利率为32.9%，远高于广深铁路4%与行业平均水平19.17%，远高于主营同为铁路客运的广深铁路。

(3) 充分发挥高速铁路客运超级平台作用，收购优质路产、多元化经营等“高铁+”业务模式可能成为公司未来发展策略。据招股说明书公开资料显示，京沪高铁IPO不超过755662.14万股，占发行后总股本比例不超过15%，募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司65.0759%股权，收购对价为500.00亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。此次收购有助于公司扩大网络覆盖，优化路网结构，发挥路网协同效应，增强骨干作用。我们认为，未来京沪高铁上市后，将会继续择时收购优质高速铁路资产，增强其成长性和盈利能力。

同时根据京沪高铁注册信息显示，公司经营范围：京沪高速铁路建设，旅客运输业务；咨询服务、设备物资采购及销售、物业管理、物流、仓储、停车场业务等。我们认为，未来“高铁+物流”、“高铁+新零售”等可能成为公司实施多元化经营的突破口，进而提升盈利水平。

(四) 交通运输行业财务分析：营收平稳上升，净利润有所波动

1. 行业营收平稳上升，归母净利润有所波动

长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2018年行业营业收入为24546.47亿元，是2011年营业收入的2.59倍。营业收入增速在7%-30%区间，2013年-2017年营业收入增速逐年增加。2018年营业收入同比增速为14.48%，比上一年有所放缓。归母净利润增速有所波动，2018年归母净利润为1139.16亿元，较去年同期水平下降11.72%。

图 3 交通运输行业年度营业收入及增速（2011-2018）

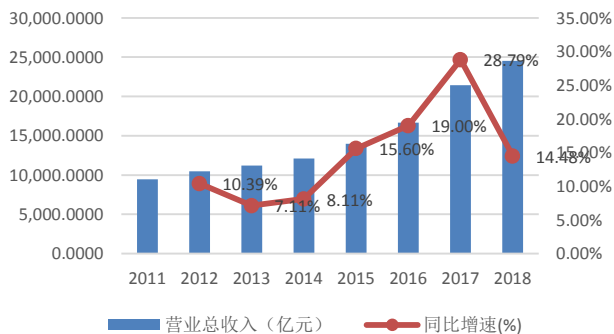
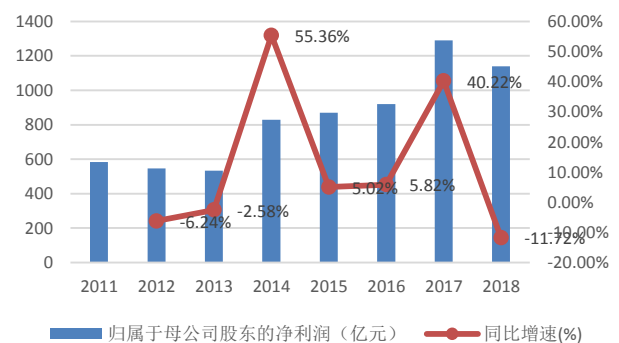


图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速（2011-2018）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5 交通运输行业营业收入及环比增速（2016Q1-2019Q2）

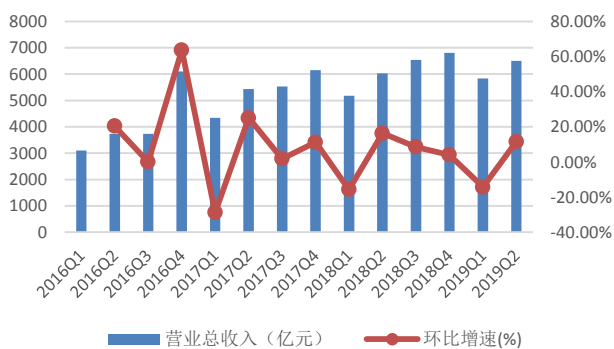
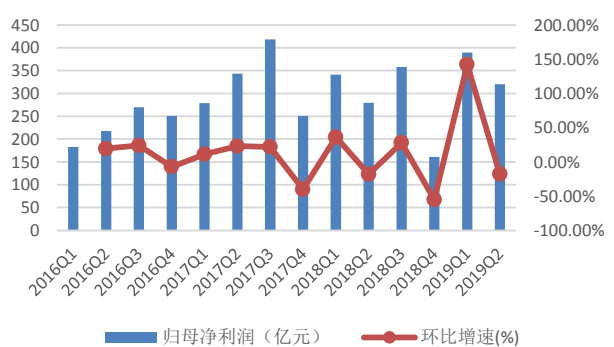


图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速（2016Q1-2019Q2）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

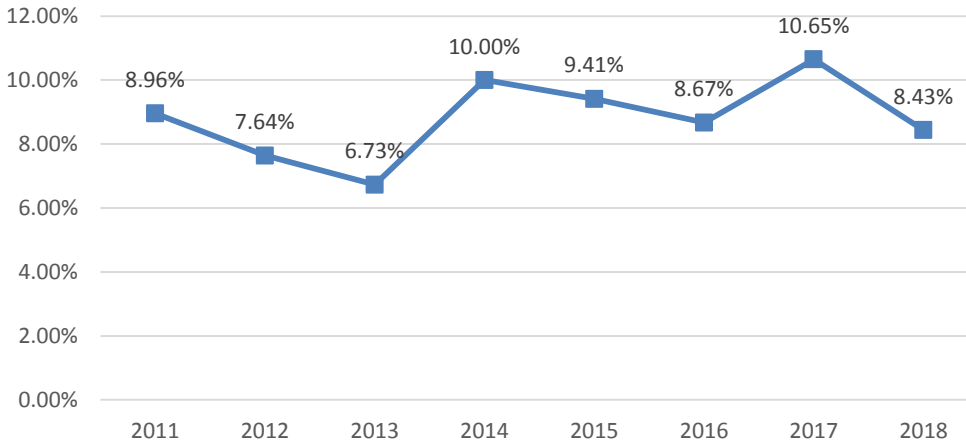
分季度来看，交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输行业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019年二季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。二季度交通运输营业收入6502.21亿元，较去年二季度增加7.94%；归母净利润320.27亿元，较去年二季度增加14.58%。

2019上半年，交通运输行业实现营业收入12334.05亿元，同比增10.08%，实现归母净利润709.64亿元，同比增14.38%。

2. 净资产收益率处于合理区间

交通运输行业净资产收益率（ROE）呈波动态势，年度变化较为稳定，2011-2018年净资产收益率均值约为8.84%。2018年净资产收益率为8.43%，较上一年度下降约2.22%，2018年净资产收益率水平与历年均值基本持平。

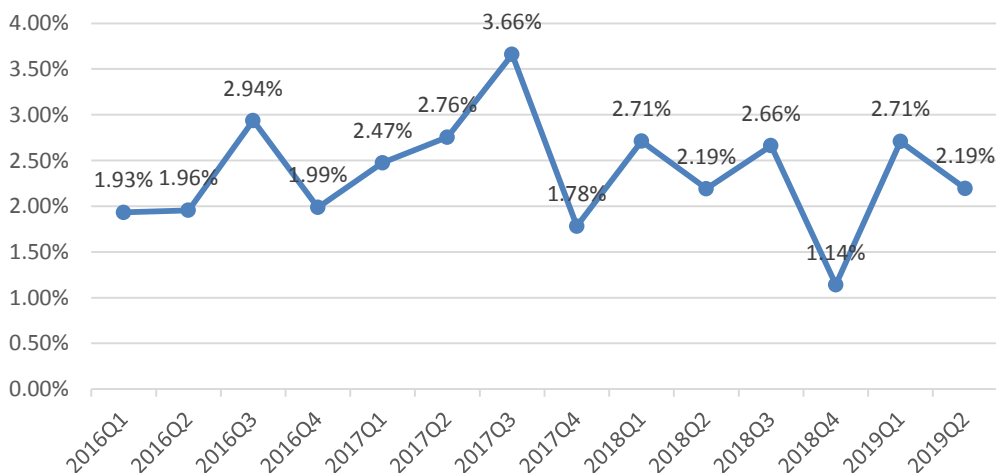
图7 交通运输行业年度净资产收益率（2011-2018）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理。净资产收益率=2*归属母公司股东的净利润/平均归属母公司股东的权益

季度来看，2016年一季度以来，净资产收益率在1%到3%之间波动，2019年二季度较上个季度0.52个百分点，与2018年同期相比基本持平。总体而言，季度净资产收益率趋于稳定，落在2.0%到2.5%的区间内。

图8 交通运输行业季度净资产收益率（2016Q1-2019Q2）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

杜邦分析指标体系下，净资产收益率由销售净利率、资产周转率和权益乘数乘积决定。分季度来看，净资产收益率在每年第三到第四季度期间下降，从决定净资产收益率的指标独立来

看，主导原因是销售净利率的大幅下降，这与季节周期有关。在 2018 年一季度到二季度期间，净资产收益率出现了下降趋势，拆分指标来看是由于销售净利润和资产周转量同步下降，这种情况的出现与贸易战，宏观经济下行有关。资产周转率近两年处在 13%到 15%期间，整体行业的资产周转量仍然有提高空间，资产有待进一步利用。

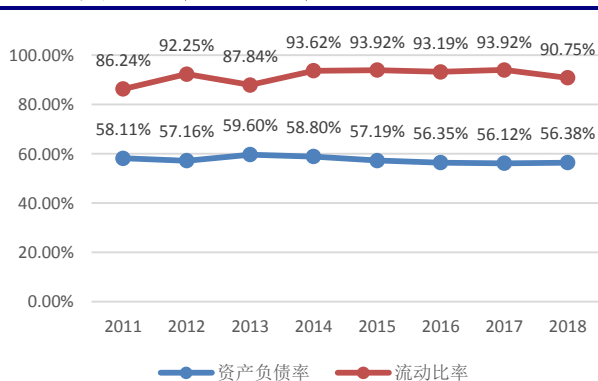
表 2 交通运输行业杜邦分析指标 (2016Q2-2019Q2)

	净资产收益率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2016Q2	1.7%	6.7%	0.11	2.36
2016Q3	3.3%	11.4%	0.13	2.29
2016Q4	1.5%	4.2%	0.15	2.28
2017Q1	2.8%	10.1%	0.13	2.24
2017Q2	3.5%	11.0%	0.14	2.25
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34	0.28	2.63

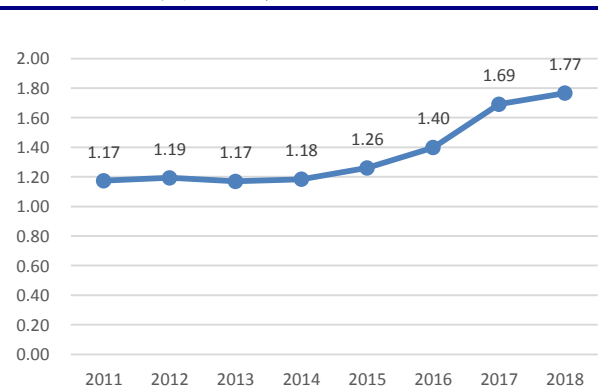
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 行业资产负债结构仍保持合理水平

交通运输行业资产负债率年间变化较为稳定。2018 年资产负债率为 56.38%，自 2013 年以来一直处于下降趋势。流动比率一直处于 90%左右的水平，2018 年流动比率为 90.75%，较上一年回落 3.17 个百分点，说明交通运输行业短期偿债能力较 2017 年水平有所回落。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011 年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2018 年较上年度进一步上升，达到 1.77 次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2018)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

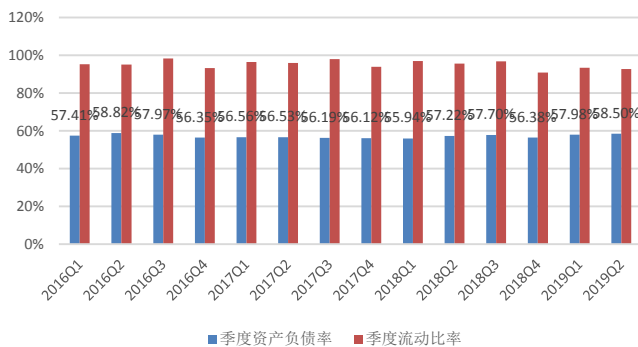
图 10 行业固定资产周转率 (2011-2018)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分季度来看，交通运输行业资产负债率季度变化较为平稳，处于 50%-60% 区间，2019 年二季度资产负债率为 58.50%，较 2018 年二季度提高 1.28 个百分点；流动比率过去一直保持小于 1 的水平，2019 年二季度流动比率为 92.61%，较 2018 年二季度降低 3.01 个百分点。这两项指标的变动说明企业杠杆率略有提高，短期偿债能力稍有下降，但仍保持在合理区间内。

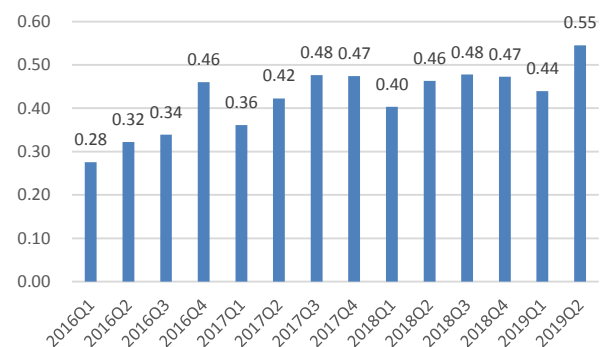
营运能力上，2016 年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019 年 Q2 行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到 0.55 次。

图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2019Q2)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2019Q2)

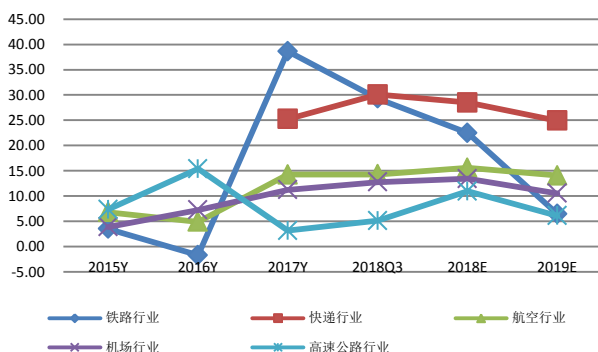


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 交通运输行业营收及净利润增幅预测

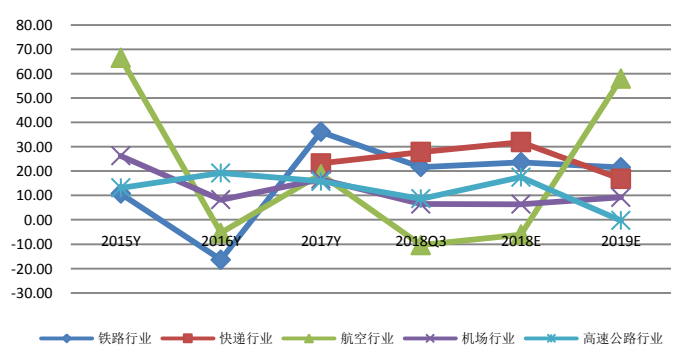
根据银河证券交通运输团队对行业 A 股上市公司研究预测。营收增幅: 预计 2019 年快递、航空、机场行业在交通运输领域位居前三, 分别为 24.9%、14.05%、10.52%; 铁路行业历史基数较大, 增幅有所回落, 为 6.45%; 高速公路行业增幅较为平稳, 为 6.11%。净利润增幅: 预计 2019 年航空、铁路、快递位居前三, 分别为 33.97%、21.53%、16.78%; 机场较为平稳为 9.2%; 高速公路略有增幅为 3.33%。航空增幅较大原因在于 2018 年受汇率油价影响净利润显著回落。

图 13 交通运输子行业营业收入增幅变化及预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14 交通运输子行业净利润增幅变化及预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、交通运输子行业运行分析：9月暑期高峰后客运量回调符合预期

(一) 铁路：9月客运增幅回调符合预期，货运增幅保持平稳

长期来看，铁路客运服务量稳定增长，平均运距有所下调。受益于中国高铁快速发展，2018年铁路客运量33.7亿人，增幅9.28%；客运周转量14146.6亿人公里，增幅5.13%；平均运距为419.8公里，下降3.8%。铁路货运服务量具有波动性，近两年增幅显著。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2018年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量达到40.3亿吨，增幅为9.25%；货运周转量达到28821亿吨公里，增幅为6.89%；平均运距715.16公里。

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2008-2018)

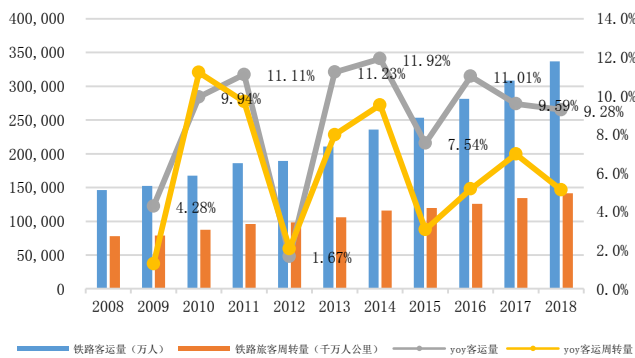
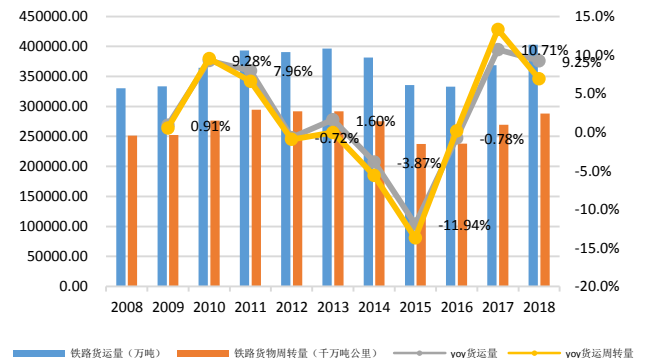


图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2008-2018)

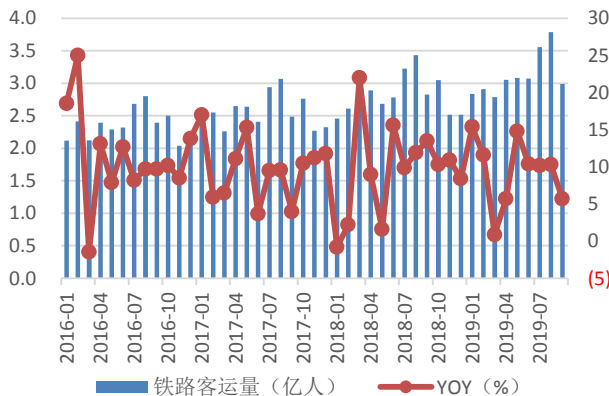


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

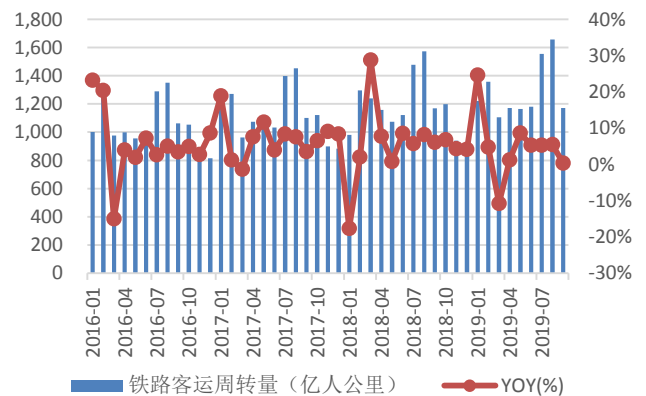
2019 年 1-9 月：铁路客运平稳增长，铁路货运增幅略有降低。1-9 月：铁路客运量累计值为 28.07 亿人次，同比增长 9.4%。铁路货运量累计值为 32.02 亿吨，同比增长 6.1%。总体而言，铁路客运保持平稳增长态势，表现出稳健的成长性；铁路货运增速在合理区间运行。

图 17 铁路客运量月度变化 (亿人)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

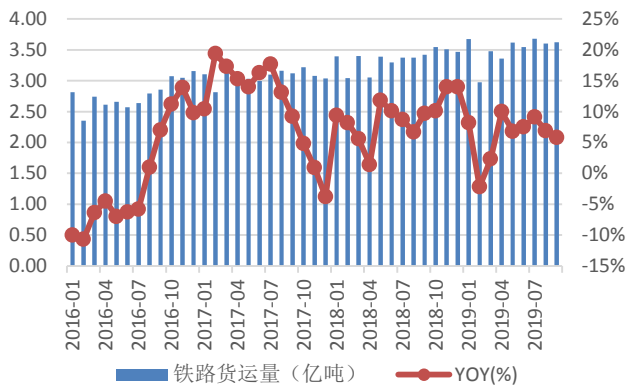
图 18 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

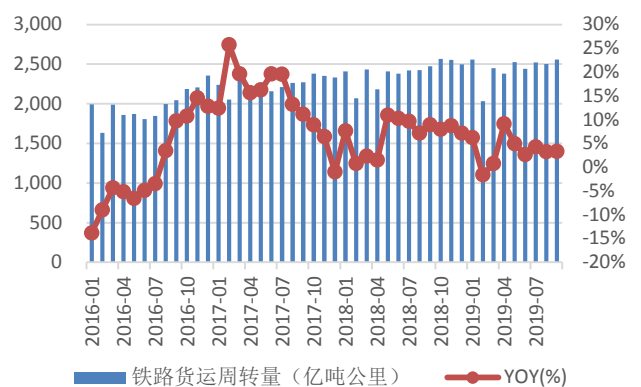
2019 年 9 月：铁路客运量环比下降，货运量保持稳定。铁路客运量为 2.99 亿人，客运周转量为 1172.57 亿人公里，环比下降 21% 和 29%，主要原因是暑期旺季后合理回调；铁路货运量为 3.62 亿吨，货运周转量为 2557.67 亿吨公里，环比增长 0.55% 和 2.26%，保持稳定水平。

图 19 铁路货运量月度变化 (亿吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

铁路运输价格方面: 火车票价包括基础票价、附加票价和其他附加费, 按照区段里程而非实际行驶里程制定票价, 计费里程的计算按照最后一个区间的两端平均值计算, 并在计费里程基础上执行“递远递减”的计价原则。

以北京到上海为例, 铁路实际里程 1463 公里, 新空调硬座票价则为: $[50.99 + (1475 - 1000) * 0.05861 * 0.8] * (1 + 0.4 + 0.25) * (1 + 0.5) + 2 = 182$ 元, 与实际票价差别不大。

表 3 火车票价计算方法

客票票价率(元/km)	附加票	比例 (以硬座客票票价为基准)	其他附加费		
硬座客票	加快票	普快(数字头)	0.2	客票发展基金 (旅客票价>5元 时收取)	1元
		快速(K字头)、 特快(T字头)、 直达(Z字头)	0.4		
软座客票	卧铺票	硬卧	1.2	车站空调费 (里程>200km 时收取)	1元
		软卧	1.85		
	空调票	空调	0.25	卧铺票订票费	10元
新空调	各票价上浮 50%				

备注: 软座、软卧票价可实行一定折扣

资料来源: 国家发展改革委, 中国铁路客户服务中心, 中国银河证券研究院整理

表 4 铁路客运运价里程

里程区段(km)	每区段里程(km)	区段数
1-200	10	20
201-400	20	10
401-700	30	10
701-1100	40	10
1101-1600	50	10
1601-2200	60	10
2201-2900	70	10
2901-3700	80	10
3701-4600	90	10
4601 以上	100	10

资料来源：原铁道部，中国银河证券研究院整理

表 5 旅客票价递远递减折扣率

区段(km)	递减率(%)	票价率(元/km)	区段累计票价(元)
1-200	0	0.05861	11.722
201-500	10	0.052749	27.5467
501-1000	20	0.046888	50.9907
1001-1500	30	0.041027	71.5042
1501-2500	40	0.035166	106.6702
2501 以上	50	0.029305	

资料来源：原铁道部，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

动车组（包括 G、D 字头列车）票价的计算与普通火车票价类似但更为复杂，它取决于线路的速度等级、里程、递远递减以及折扣等方面。我国高铁车票定价时，速度等级分为两个：300km/h 及以上（开行 G 字头列车为主）和 300km/h 以下（开行 D 字头列车为主），线路的速度等级很大程度上决定了该线路上票价率（即每公里的票价）的高低。一等座、特等座、商务座的票价率分别为二等座的 1.6 倍、1.8 倍和 3 倍（广深港高速线福田段除外）。

随着政策的放开，一些地方合资修建的高铁线路开始享有自主定价权。如江湛铁路二等座票价率接近 0.6 元/公里。运价里程和递远递减原则的计算方式相比于普通火车也更为复杂。由于高铁多由地方和中国铁路总公司合资修建，在不同省份或路局集团公司管内组建了不同的合资公司，为了便于进行收入核算和利润分配，同一线路上不同段的里程不可直接相加，需要分别按照各段里程执行递远递减原则。

表 6 动车组列车票价率和计算方式

	席别	票价率(元/km)	比例 (以二等座为基准)
普通动车组（D 字头）	一等座	0.496	1.6

	二等座	0.31	1
高铁动车组 (G 字头)	一等座	0.736	1.6
	二等座	0.46	1
备注	1. 特等座和商务座的票价分别按照二等座票价的 1.8 倍和 3 倍计算		
	2. 部分线路的票价里程不可直接相加, 需要分段计算		

资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

从 2015 年起, 铁路开始基于大数据分析, 试点浮动票价机制; 2018 年, 铁路部门三次公布了动车组票价浮动政策: 1、高端席别票价上涨, 主要是针对部分 200-250 公里动车一等座, 部分一等座票价上涨幅度在 33%-35%。2、城际、早期开通动车组列车 (6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组) 票价实行动态折扣票价, 分季节、分时段、分席别、分区段在限价内实行票价下浮, 最大折扣幅度 6.5 折。总体来看, 动车组列车正在逐步完善差异化、动态化的价格机制, 市场化程度不断加深。

铁路货运基准价格由发到基价和运行基价构成, 长期受价格管理部门管制。随着铁路货运价格市场化改革的深入, 从 2018 年 1 月 1 日开始, 铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础, 在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内, 根据市场供求状况自主确定具体运价水平。可实行市场调节的货物品类继续增加, 涉及铁路集装箱、零担各类货物运输价格, 以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节, 但重点运输物资还未进入清单中。

煤炭运价方面: 大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭 (指发、到站均在本线的煤炭) 运价率为 10.01 分/吨公里, 管辖范围内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平为基准运价率 9.80 分/吨公里。

表 7 铁路货运基准运价率

	运价号	基价 1 (发到基价)		基价 2 (运行基价)	
		单位	标准	单位	标准
整车	1			元/轴公里	0.525
	2	元/吨	9.5	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.8	元/吨公里	0.091
	4	元/吨	16.3	元/吨公里	0.098

	5	元/吨	18.6	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26	元/吨公里	0.138
	机械冷藏车	元/吨	20	元/吨公里	0.14
零担	21	元/10 千克	0.22	元/10 千克公里	0.00111
	22	元/10 千克	0.28	元/10 千克公里	0.00155
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500	元/箱公里	2.025
	40 英尺箱	元/箱	680	元/箱公里	2.754

运费计算办法:

整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里

零担货物每 10 千克运价=基价 1+基价 2×运价公里

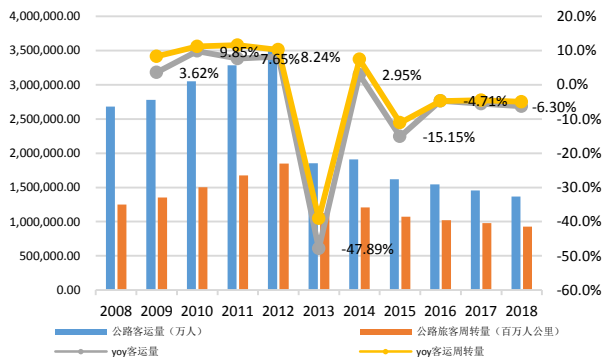
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

资料来源：国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

(二) 公路：9月营运性客运持续回落，货运维持稳定增长趋势

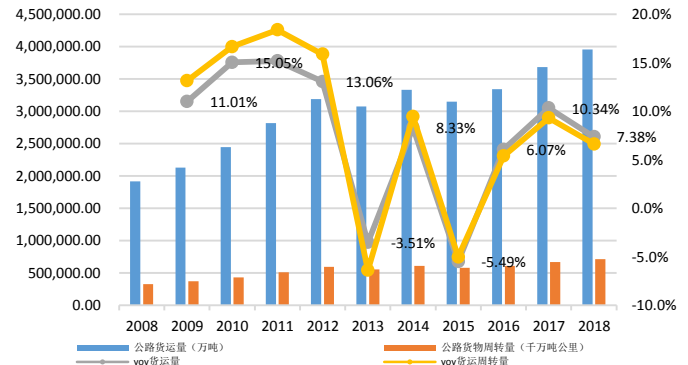
长期来看：公路客运量逐步下滑，统计口径调整导致数据出现大幅波动。近年来，随着我国私家车保有量稳步提升及高铁网日益完善，直接替代了公路客运(主要为营运性长途汽车)出行选择，进而造成了营运性公路客运量逐步下滑的现象。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2008-2018)



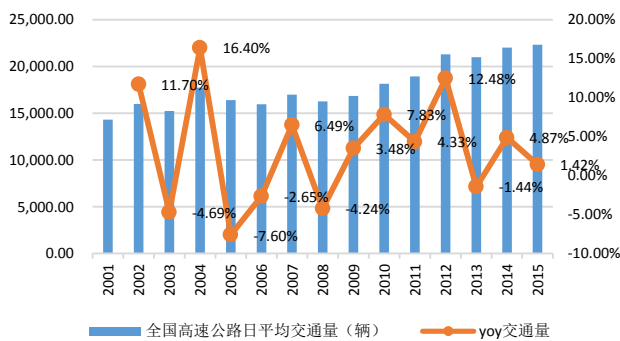
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2008-2018)



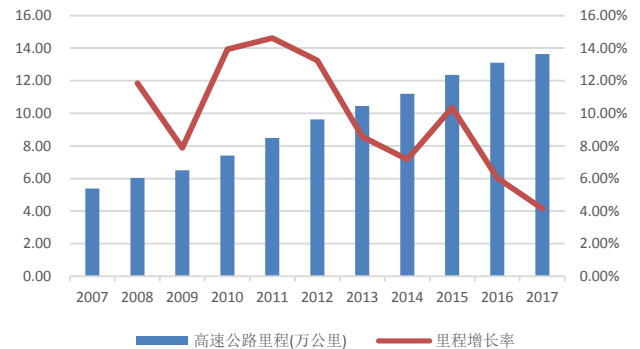
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23 高速公路交通量及增长率(年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24 高速公路里程及增长率(年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

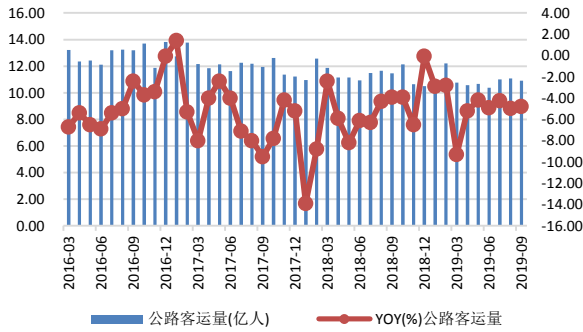
2018年，公路客运量为136.5亿人，下降6.30%；公路客运周转量9275.5亿人公里，下降5.01%；平均运距为67.95公里。需要特别说明由于2013年统计口径调整，造成数据出现大幅波动。公路货运量总体呈现上涨态势，增幅具有一定的波动性。2018年，公路货运量达395.9亿吨，增幅7.38%；公路货运周转量71202.5亿吨公里，增幅6.64%；平均运距179.85公里。

2019年1-9月公路货运量上升趋势稳健，旅客运输量减速放缓。1-9月公路货运量累计302.80亿吨，同比增速约为5.71%，货物周转量54191.52亿吨公里，同比增速约5.63%，继续保持5%以上的增速。1-9月公路旅客累计运输量98.27亿人，同比减少约4.82%，公路旅客周转量为6735.33亿人公里，同比减少约4.61%，客运量较上个月减少1.44%。

2019年9月：公路货运量39.03亿吨，同比增加4.16%，货物周转量7080.46亿吨公里，

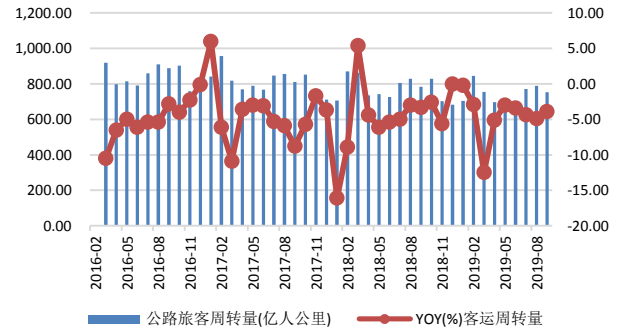
同比增长 7.97%。公路货运量和周转量增速加快。公路客运量 10.92 亿人，同比减少 4.80%，旅客周转量 752.78 亿人公里，同比减少 3.90%，公路客运周转量下滑放缓。

图 25 公路客运量及同比月度变化



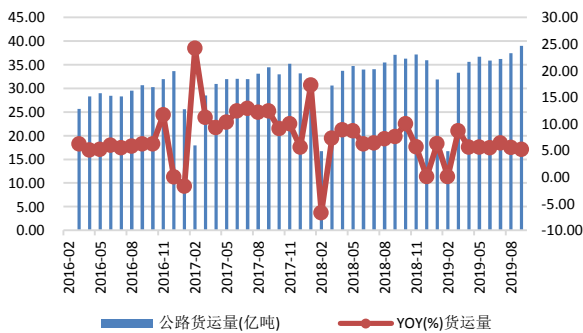
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



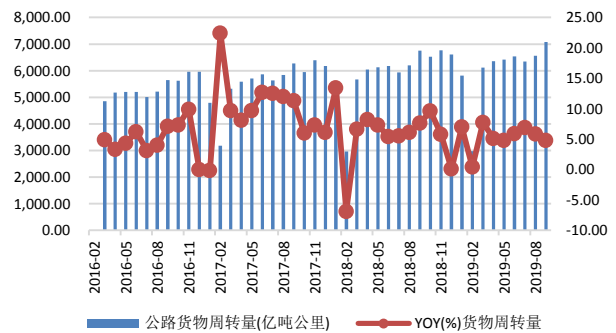
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

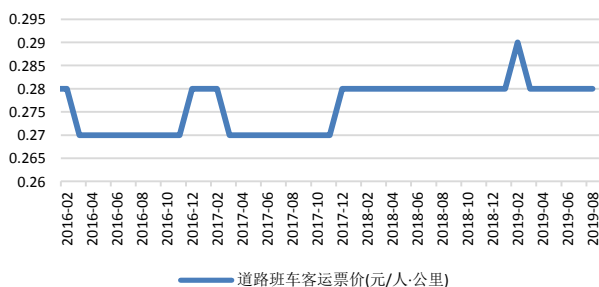
图 28 公路货运周转量及同比月度变化



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

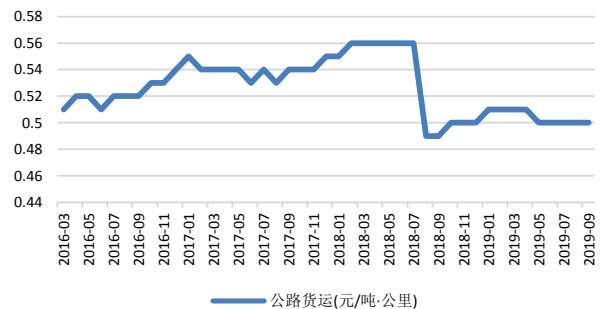
公路运输价格方面：2019 年 9 月，36 个大中城市平均公路班车客运票价 0.28 元/人公里，与上个月持平。36 个大中城市平均公路货运价格 0.5 元/吨公里，与上个月持平，与去年同期相比上升 2.04%。

图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价



资料来源：Wind，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

图 30 36 个大中城市平均公路货运价格



资料来源：wind，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

表 8 部分地区高速公路收费标准 (元/车·公里)

类别	车型	北京部分高速	上海部分高速	四川部分高速	安徽部分高速
第 1 类	客车: ≤7 座	0.5	0.6	0.45	0.4
	货车: ≤2 吨	0.5	0.6	0.45	0.4
第 2 类	客车: 8-19 座	1	0.6	0.9	0.7
	货车: 2-5 吨	1	0.9	0.9	0.7
第 3 类	客车: 20-39 座	1.5	0.9	1.35	1
	货车: 5-10 吨	1.5	1.02	1.35	1
第 4 类	客车: ≥40 座	1.8	0.9	1.8	1.2
	货车: 10-15 吨	1.8	1.32	1.8	1.2
第 5 类	货车: >15 吨	2	1.43	2.25	1.4

资料来源: 交通运输部, 中国银河证券研究院整理

高速公路收费标准方面: 随着我国公路交通实现了跨越式发展, 使得现行车型分类标准已经不能适应收费公路新的发展要求。因此, 对收费公路车辆通行费车型分类标准进行修订, 进一步统一、规范和完善全国收费公路车型分类。新标准将于 2020 年 1 月 1 日正式实施。

表 9 收费公路车辆通行费新车型分类

客车			
类别	车辆类型	核定载人数	说明
1 类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm
2 类客车	中型	10-19	车长小于 6000mm
	乘用车	-	-
3 类客车	大型	≤39	车长不小于 6000mm
4 类客车		≥40	车长不小于 6000mm
货车			
类别	纵轴数 (含悬浮轴)		说明
1 类货车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 类货车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 类货车	3		
4 类货车	4		
5 类货车	5		-
6 类货车	6		
专项作业车			
类别	纵轴数 (含悬浮轴)		说明
1 专项作业车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 专项作业车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 专项作业车	3		
4 专项作业车	4		
5 专项作业车	5		-
6 专项作业车	≥6		

资料来源: 交通运输部, 中国银河证券研究院整理

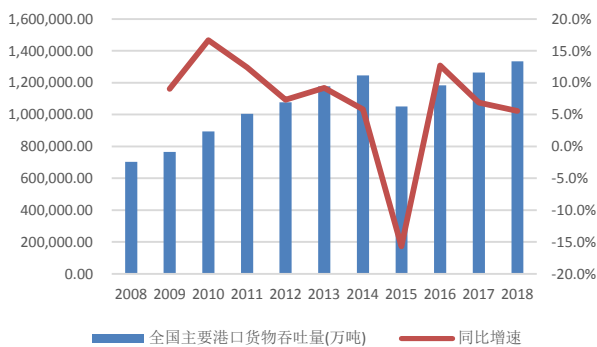
客车方面,新标准采用公安机关交通管理部门车辆类型机动车注册登记的车辆类型作为客车型分类的第一指标,并规定摩托车按1类客车分类收费。一类客车的界限值由核定载人数7人提升为9人。货车方面,新标准中各类货车均按照总轴数、车长和最大允许总质量进行车型分类,总轴数作为货车车型分类的第一标准,分类简单明确,有利于解决“大吨小标”的问题,收费更加合理。对两轴货车以车长6米、最大允许质量4.5吨为界限值分成两类。新增专项作业车类别,分类标准和货车类似,总轴数作为货车车型分类的第一标准。

(三) 水路: 9月港口吞吐量稳定增长, 航运指数有所分化

长期来看: 港口吞吐量增速维持在5%左右。截止2018年,全国主要港口货运吞吐量为133.4亿吨,增幅为5.5%,港口生产运营总体表现平稳。

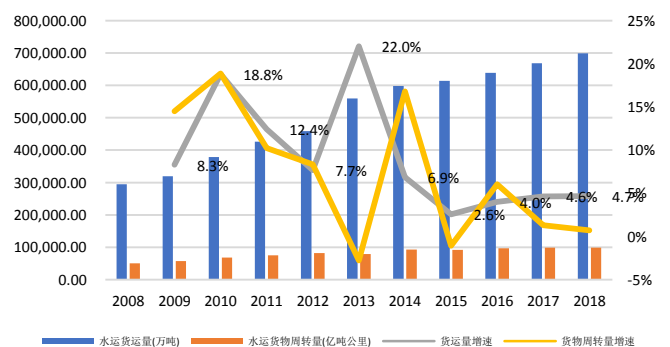
水路货运量增幅处于低位水平。据统计数据显示,2016-2018年期间,水路货运量增幅分别为4.0%、4.6%、4.7%。2018年,水路货运量为69.9亿吨,水运周转量为99303.6亿吨公里,平均运距为1420公里。水路运输承担着中长距离运输功能。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2008-2018)



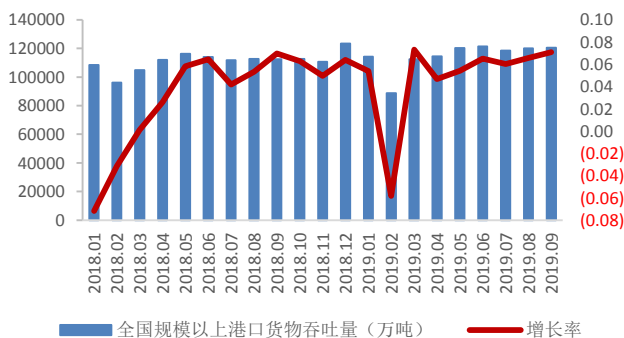
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2008-2018)



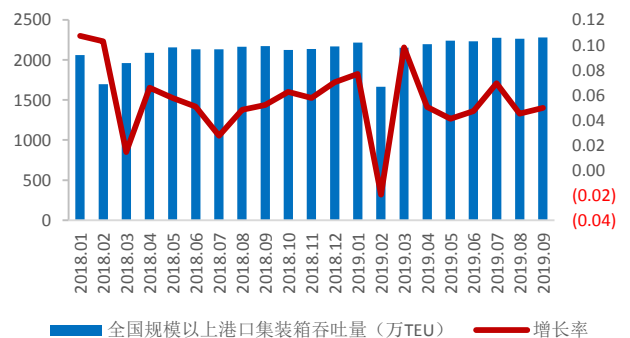
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化



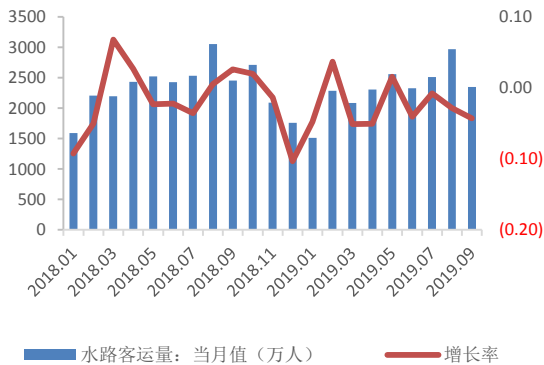
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



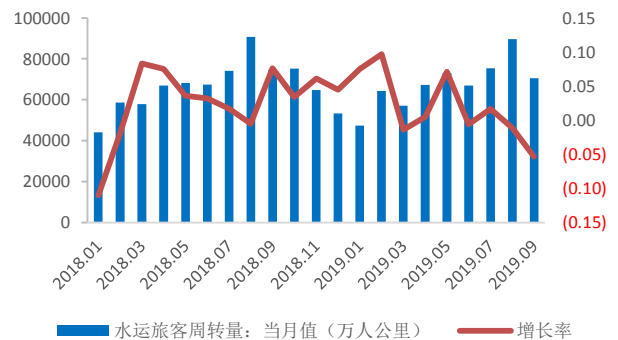
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 35 水运客运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36 水运旅客周转量月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

航运指数分化，不同市场差别较大。截至 10 月 18 日，波罗的海干散货指数 BDI 报收 1855 点，较 2018 年 10 月 18 日（1565 点）上升约 18.5%；波罗的海原油运价指数（BDTI）报收 1432 点，较去年同期（1024 点）上升约 39.8%，成品油运输指数（BCTI）报收 465 点，较去年同期（587 点）下降约 20.8%。9 月，沙特油田受袭事件发生后，市场初期担忧石油供应大幅下降，然而油轮主要航线 VLCC 运价暴涨。原因是沙特石油减产影响控制在 200 万桶以内，与此同时美国石油库存量仍能支撑出口，美湾西非等长运距替代中东带来运距拉长，显著利好油轮行业。9 月，2014-2016 年累计新船订单基本交付结束，造船成本上升，航运业供给增速进入收缩周期。IMO 环保公约将增加行业资本开支，同时抑制行业扩产能。油轮行业有望迎来不弱于 14-16 年级别的上行周期。

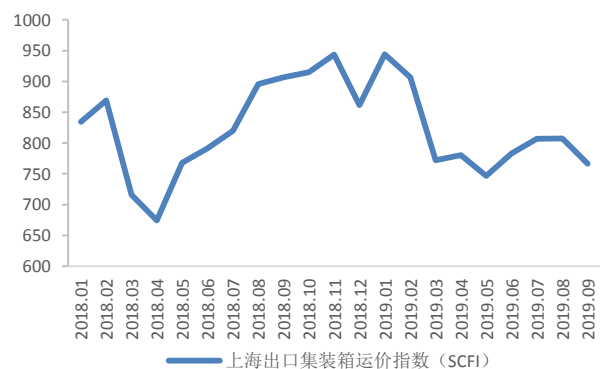
9 月上海出口集装箱运价指数(SCFI)为 766.55 点，较去年同期(906.59 点)下降约 15.4%，环比下降约 5%。中国出口集装箱运输市场多数航线处于传统运输旺季，但不同航线运价走势不同。9 月美东航线、美西航线、欧洲航线、地中海航线运价略有下降。日本航线市场需求回暖，市场运价略有回升。受中美贸易摩擦影响，船东调减美线运力，并于今年上半年提前削减运力，因此市场总体供需弱于上年同期。

图 37 波罗的海航运指数（BDI、BDTI、BCTI）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 38 集运指数（SCFI）



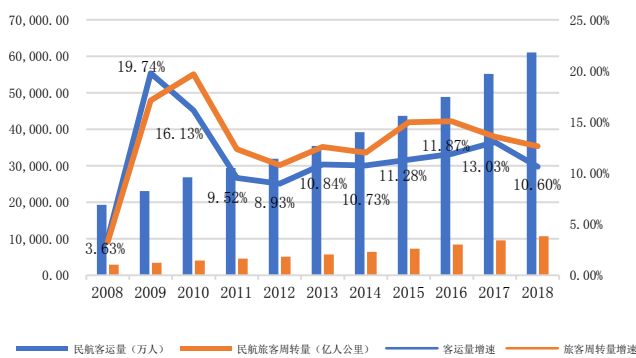
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 航空：9月航空客运正常回调，客座率保持平稳

长期来看：民航客运量增幅超过 10%，具有良好的成长性。据统计数据显示，近五年民航客运量增幅都超过 10%，2018 年民航客运量为 6.1 亿人，增幅为 10.6%；民航旅客周转量为 10711.6 亿人公里，增幅为 12.6%；平均运距 1756 公里。

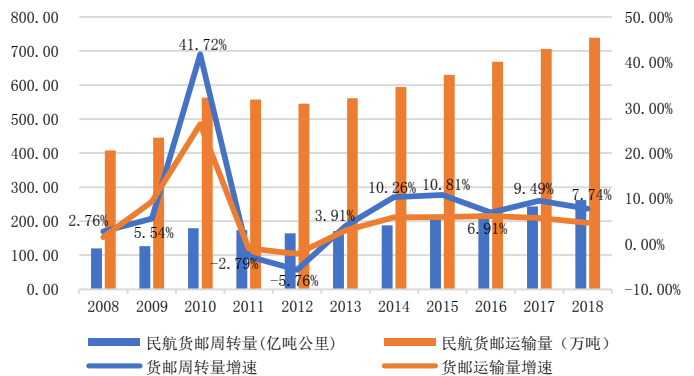
民航货邮运输量发展平稳。据统计数据显示，2018 年，民航货邮运输量 738.5 万吨，增幅 4.62%；民航货邮周转量 262.4 亿吨公里，增幅 7.74%。机场生产保持平稳快速增长。据中国民航局统计数据显示，2018 年我国机场主要生产指标继续保持平稳较快增长，全年旅客吞吐量超过 12 亿人次，完成 126468.9 万人次，较上年增长 10.2%。

图 39 民航旅客运输量、旅客周转量变化趋势及增速



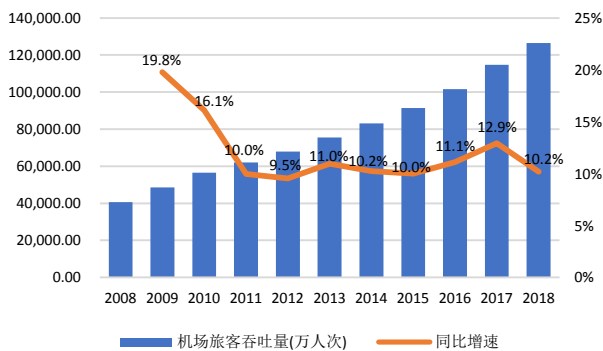
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速(2002018)



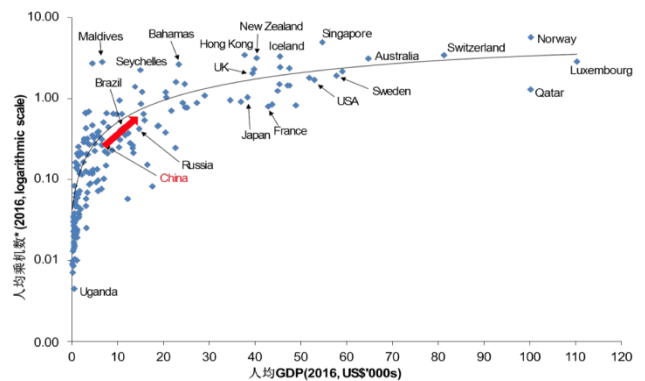
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅 (2008-2018)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

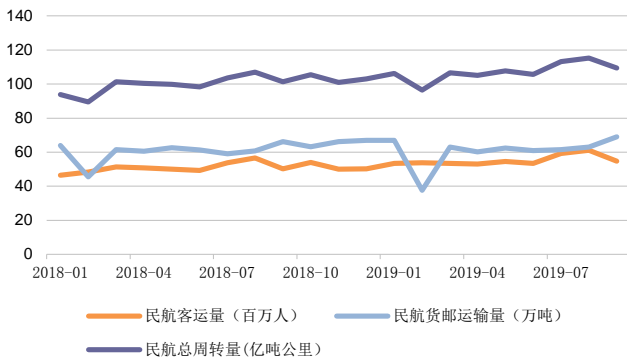
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源：国际航空运输协会 (IATA)

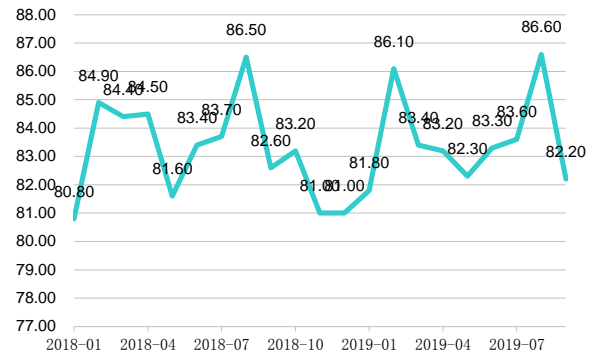
2019 年 9 月航空运输市场需求较暑期旺季正常回调，市场增速略有回升。9 月份，全行业共完成运输总周转量 109.5 亿吨公里，同比增长 8.0%，增速较上月提高 0.3 个百分点。航空客运市场增速提升明显，民航业完成旅客运输量 5475.3 万人次，同比增长 8.9%，增速较上月提高 0.7 个百分点。民航业实现货邮运输量 69.0 万吨，同比增长 4.1%，已连续三个月保持正增长。9 月份，航班正班客座率为 82.2%，与去年同期基本持平。

图 43 民航运输量月度变化



资料来源: Wind, 民航局官网, 中国银河证券研究院整理

图 44 2018 年 1 月-2019 年 9 月民航客座率

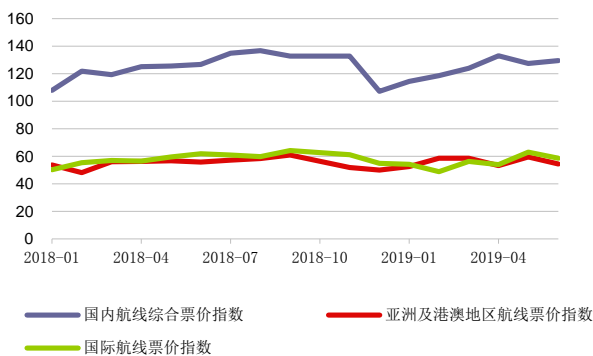


资料来源: Wind, 民航局官网, 中国银河证券研究院整理

价格方面: 国内航线票价总体保持平稳, 国际航线票价指数回落。国内航线综合票价指数为 129.60, 较上月相比上升 1.65%。国内远程航线票价指数同比上升 11.13%, 支线及中程航线票价指数分别同比下降 0.39%和 1.36%。6 月份亚洲及港澳地区航线票价指数为 54.50, 同比下降 2.33%。

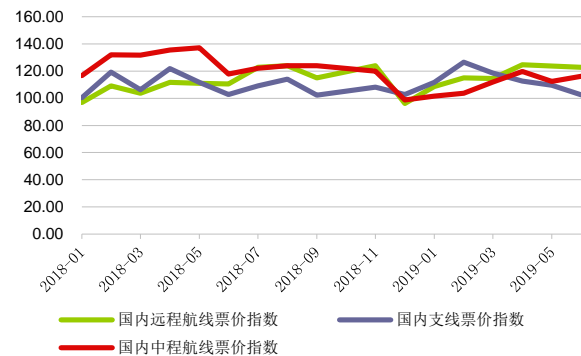
根据携程网发布数据显示,五一小长假出境游总人数上升至 400 万人次,同比增长 13.7%,出境主要目的地国家和地区仍主要集中在亚洲市场,对亚洲及港澳地区的票价起到一定的推动作用。6 月国内航线综合票价指数有所回升,同比上涨 2.29%。国际及港澳地区航线方面,国际航线票价指数达到 58.60,国际航线票价指数有所回落,同比下降 5.33%。

图 45 2018 年 1 月-2019 年 6 月民航票价指数



资料来源: Wind, 民航局官网, 中国银河证券研究院整理

图 46 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数

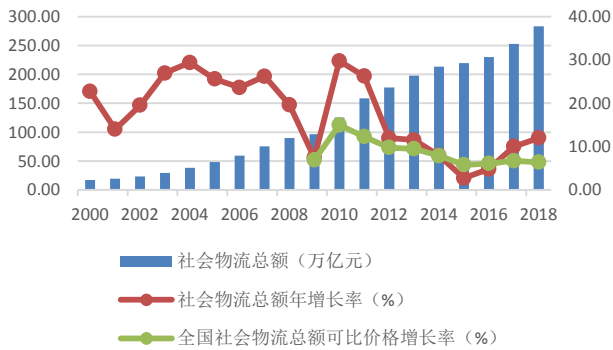


资料来源: Wind, 民航局官网, 中国银河证券研究院整理

(五) 物流快递：9月快递业务维持高增，规模质量整体提升

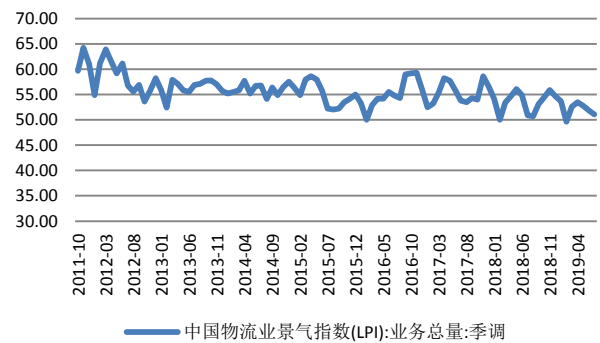
长期来看：物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率为7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 45 社会物流总额变化趋势及同比增幅



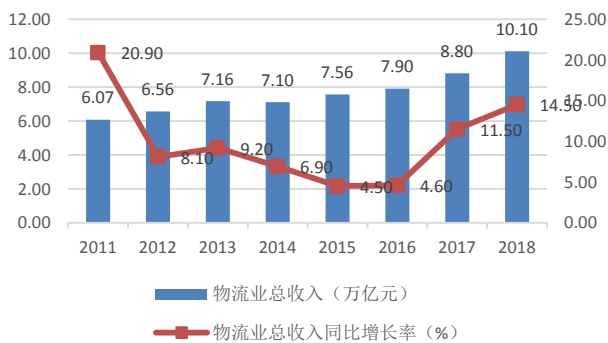
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 46 物流业景气指数变化情况



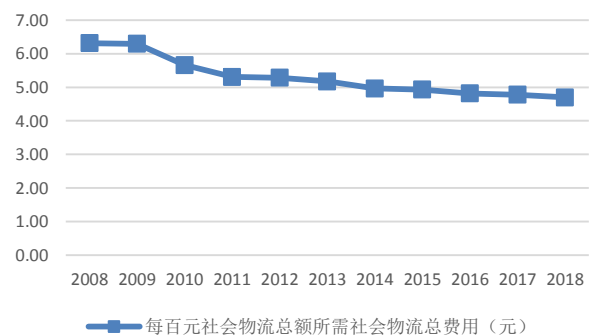
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47 物流业总收入及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48 每百元社会物流总额所需社会物流总费用

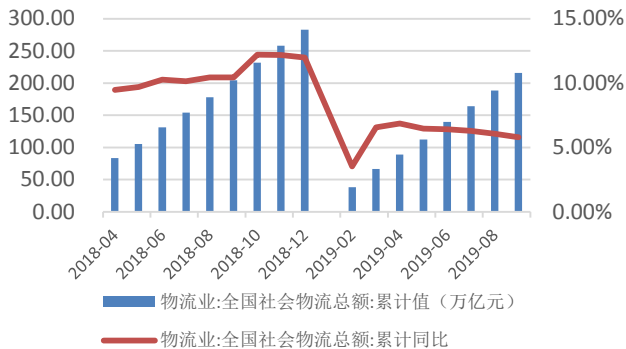


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

收入和费用：近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2018年，物流业实现总收入10.10万亿元，同比增长14.5%；社会物流总费用为13.3万亿元，同比增长9.8%，小于社会物流总额的同期增速12.01%，物流运行效率不断提升。

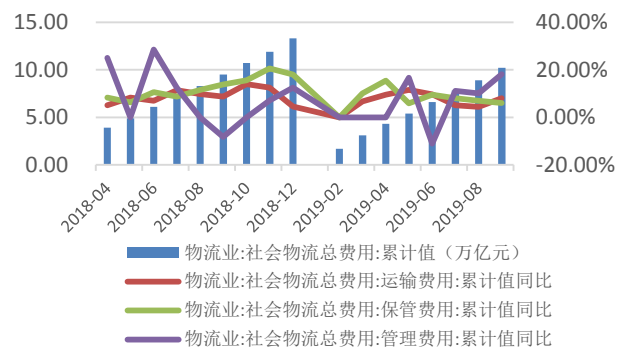
2019年1-9月：全国社会物流总额为215.9万亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，增速平稳。社会物流总费用为10.2万亿元，同比增长7.37%，单位物流运行成本小幅提高；其中运输费用同比增长8.0%，保管费用和管理费用分别增长6.06%和18.18%，管理费用上涨较快；保管费用上涨主要是由于资金占用成本和仓储成本上升；管理费用上涨主要是由于企业能源、土地、人力资源等生产要素成本上涨。总体来看，管理费用变动幅度较大，物流总费用增速呈放缓态势，物流运行效率逐渐改善。

图 49 社会物流总额月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

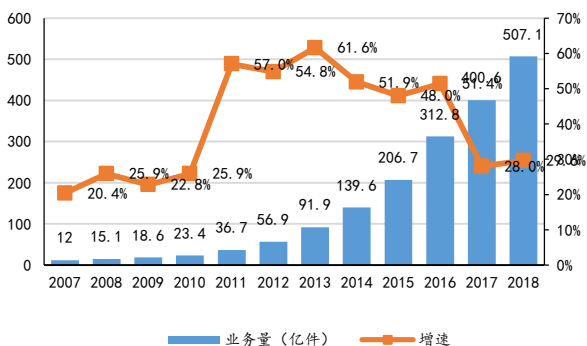
图 50 社会物流总费用及分项费用月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

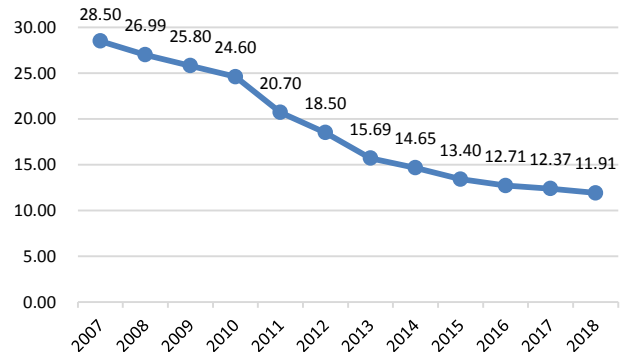
快递行业: 长期来看, 受网络零售业持续快速增长的支撑, 中国快递业呈现快速上升态势。据国家邮政局统计数据显示, 中国快递业务量由 2007 年 12.02 亿件上涨至 2018 年的 507.1 亿件, 累计实现 42 倍增幅。从月度数据来看, 自 2008 年以来月均环比增幅为 40.88%, 随着业务量总规模扩大, 平均增速逐步放缓。

图 51 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2018)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

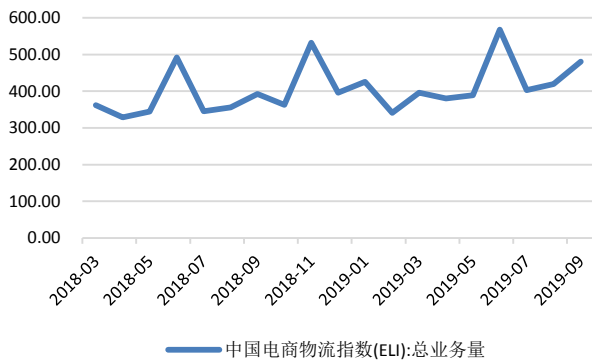
图 52 快递业务平均单价 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

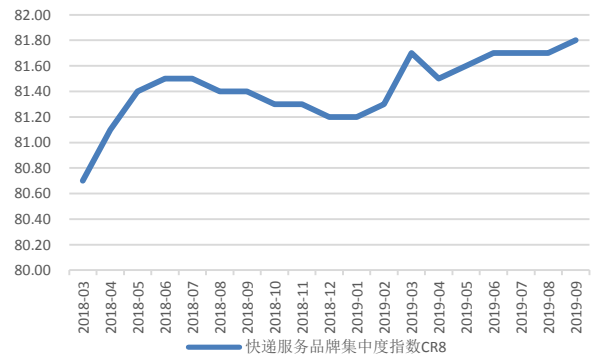
2019 年 9 月我国快递业务增速维持高位, 规模与质量整体提升。据国家邮政局公布统计, 2019 年 1-9 月, 全国快递服务企业业务量累计完成 439.1 亿件, 同比增长 26.4%; 业务收入累计完成 5271 亿元, 同比增长 24.1%; 9 月份, 全国快递服务企业业务量完成 56 亿件, 同比增长 25%; 业务收入完成 649.2 亿元, 同比增长 22.2%, 继续维持高速增长。2019 年 9 月中国快递发展指数为 222.4, 同比提高 23.6%, 稳中有进, 其中发展规模指数、服务质量指数和发展能力指数分别为 230.8、312.1 和 173.8, 分别提高了 26.1%、23.4%和 18.6%, 发展趋势指数为 74, 与上个月相比提高了 21.7%, 我国快递行业在规模和质量方面整体提升。

图 53 2018 年-2019 年 9 月中国电商物流指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

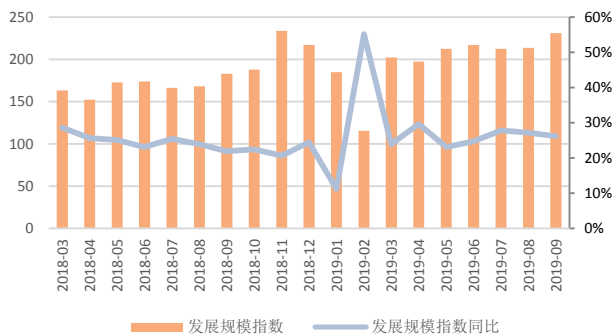
图 54 2018 年-2019 年 9 月快递服务品牌集中度指数 CR8



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

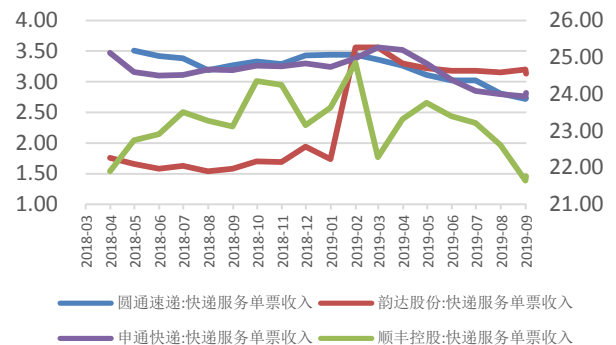
2019 年 9 月中国代表性快递企业圆通速递、韵达股份、申通快递、顺丰控股的单票收入分别为 2.73 元、3.13 元、2.82 元和 21.77 元, 同比变动分别为 -18.62%、84.12%、-13.50%和 -10.60%, 与上月相比环比变动 0.37%、-2.19%、2.17%和 0.55%。快递单票收入变动转降为升。

图 55 2018 年-2019 年 9 月中国快递发展指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56 2018 年-2019 年 8 月快递单票收入



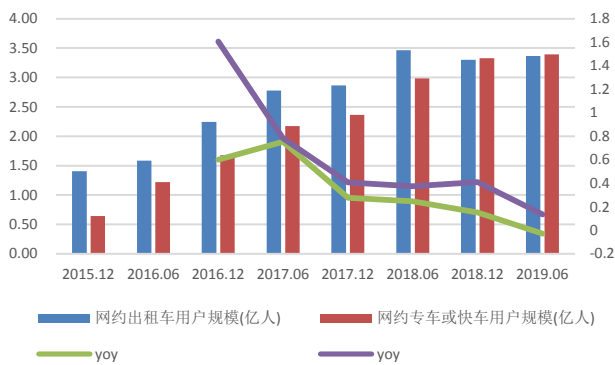
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：探索可持续发展路径，进入规范化发展时代

网约车市场格局面临新变化，合规化进程持续推进。2018 年网约车市场规模受到政策调控影响，增速降至 28%，随着政策和监管的不断完善，合规化进程持续推进，以安全、品质、合规等为标准的发展趋势正在推动网约车市场格局变化。截至 8 月底，全国已有 140 多家网约车平台获得经营许可，各地共发放网约车驾驶员证 150 多万本，车辆运输证近 80 万本，相比今年 2 月分别增长 120.59% 和 77.78%，合规化进程的发展将促进行业的公平、有序发展。

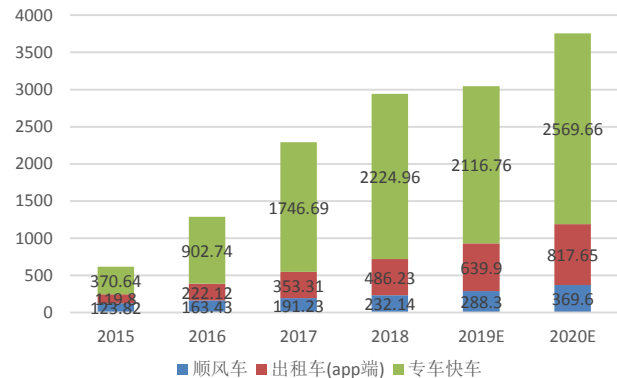
智能出行和自动驾驶将成网约车未来发展显著特征。滴滴将于 2020 年初在上海落地自动驾驶出行服务，并在特定公开道路上投入 30 辆 L4+级别的自动驾驶车辆，以自动驾驶为突破口提高运力，节约成本、提升未来的利润空间。

图 57 网约车行业用户规模变化趋势及增幅



资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

图 58 2015-2020 网约车细分市场交易规模 (亿元)



资料来源: 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

共享单车市场格局重构，政策推进行业精细化运营。进入 2019 年，广州、天津、北京、深圳等多个城市已建立多部门联合考核决定配额的管理制度，对共享单车实施动态监管机制以促进共享单车运营企业对投放车辆的精细化管理。共享单车的减量、置换正在有序进行，摩拜从橙色单车变成美团黄，滴滴的青桔蓝替代小蓝车，“美团+摩拜”、“滴滴+青桔”、“阿里+哈啰”的发展模式标志着共享单车独立品牌的时代已经结束，单车成为各家公司获取流量和数据搜集的入口。

共享单车涨价潮仍在持续，企业完善运营制度降本增效。出于盈利需求考虑，今年 4 月，哈啰、摩拜、小蓝先后宣布在北京地区涨价：起步价由 1 元/15 分钟调整为 1.5 元/15 分钟，超出起步价价格由 30 分钟 1 元调整为 15 分钟 1 元。今年 7 月摩拜开启了第二轮涨价潮，将上海的起步价从 1 元涨至 1.5 元，骑行超出 30 分钟，每 30 分钟 1 元。8 月 7 日哈啰单车再次调整广州的计价，调为每 30 分钟 1.5 元，价格上涨 50%。自 2019 年 10 月 9 日起，摩拜将北京地区单车起步价上调为 1.5 元（30 分钟），超出 30 分钟每 30 分钟 1.5 元。起步价的调整对于以“最后一公里”出行为主的共享单车企业收入有更加直接的促进作用。在起步价上调的同时，摩拜单车、滴滴青桔、哈啰等都会给用户购买月卡或季卡时给予一定优惠，希望通过刺激忠实用户增加收入。

违停查验促进用户文明用车，降低运营成本。目前，摩拜、哈啰、青桔、ofo 都自主上线了相应查验违停的功能。哈啰和摩拜宣布在武汉推出禁停区和电子围栏，用户若有两次以上的违停行为，摩拜将收取 5 元管理费；哈啰将扣除用户 20 分或 50 分的信用积分，积分过低时

提升每小时骑行价格。8月底 ofo 宣布电子桩模式覆盖深圳全城，首次违停会收到提示短信，第二次违停需缴纳 5 元管理费，第三次及以后违停则需缴纳 20 元管理费。首批搭载北斗导航定位芯片的青桔单车也在武汉投入测试，该芯片能够实现厘米级定位，帮助单车实现“入栏结算”。企业通过信用积分或收费标准来引导用户文明、规范用车，提高单车使用率，降低运营成本。

图 59 共享单车市场规模变化趋势及增幅

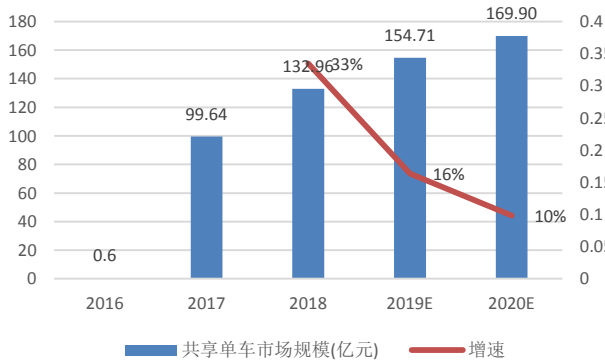
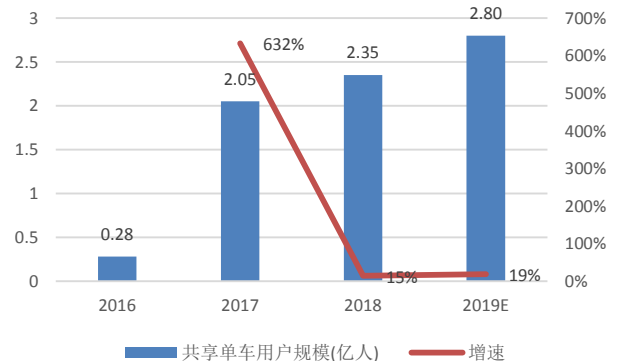


图 60 共享单车用户规模变化趋势及增幅



资料来源：中国互联网协会，易观 Analysys，中国银河证券研究院整理

资料来源：中国互联网协会，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 61 2015-2022 年中国网络出行市场规模

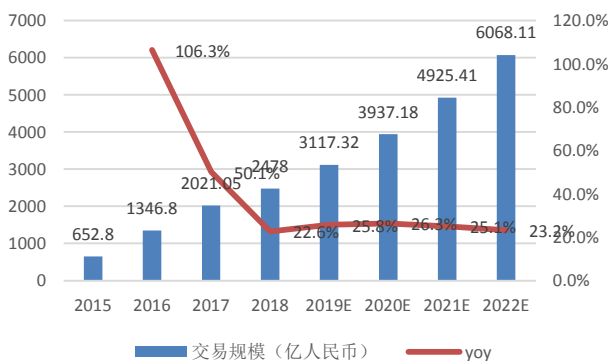
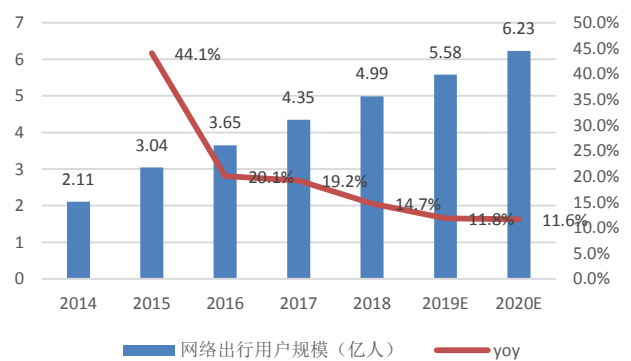


图 62 2014-2020 中国网络出行用户规模



资料来源：中国互联网协会，CNNIC，中国银河证券研究院整理

资料来源：中国互联网协会，CNNIC，中国银河证券研究院整理

备注：网络出行市场包括网约车、共享单车、共享汽车等。

三、行业面临的问题及建议

(一) 面临问题

1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升

目前依然存在网络布局不完善，跨区域通道、国际通道连通不足，中西部地区、贫困地区和城市群交通发展短板明显；综合交通枢纽建设相对滞后，城市内外交通衔接不畅，信息开放共享水平不高，一体化运输服务水平亟待提升。运输拥堵度及物流成本居高，运输效率和服务品质还有进一步提升的空间。

2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大

目前交通运输结构失衡，货运对公路依赖性较大，公路运输量占比在 75% 以上，但公路运输污染却远大于铁路运输和水路运输，据生态环境部数据，汽车是机动车大气污染排放的主要贡献者，其排放的 CO 和 HC 超过 80%，NO_x 和 PM 超过 90%。相比而言，低碳环保运输方式比重较低，2018 年铁路水路货运量占比较低，结构性减排优势尚未发挥，行业能耗及排放压力较大。

3. 部分交通领域改革仍需深化，交通运输新业态管理面临挑战

目前适应现代综合交通运输体系发展的体制机制尚不健全，铁路市场化、空域管理、交通投融资等方面改革仍需深化。面对交通运输新技术、新业态、新模式，法规制度建设还相对滞后，前瞻性政策储备还不够，新业态管理面临诸多新挑战。

(二) 建议对策

1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质

继续加强交通基础设施建设，继续完善交通网络覆盖，着力提升农村及中西部公路、铁路网络建设，大力推进农村快递点普及率，补充交通基础设施建设短板。强化高品质交通运输服务，畅通运输组织链条，鼓励发展公铁、空巴等多种形式的旅客联程运输，加快推动票务服务一体化、行李服务便利化。提升民航服务质量，提高民航准点率和安全性。推动缓解城市交通拥堵问题，继续实施公交优先战略，优化城市拥堵路段设计，降低高峰时期拥堵度。着力降低物流成本。

2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通

促进运输结构优化调整，强化各种运输方式融合发展，提高综合交通运输网络效率，推动大宗货物中长距离运输更多向铁路、水运转移，发挥好各种运输方式的比较优势和组合效率。加速绿色交通建设，推进新能源充电桩建设、推广新能源汽车。推进智慧交通建设，建设互联网道路运输综合服务平台，推动物流公共信息平台升级工作，推动多式联运公共信息平台建设，持续推进自动驾驶在交通运输领域试点应用。

3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态

坚持市场化改革方向，优化营商环境。进一步深化客货运输、建设审批等领域“放管服”改革，加快推进收费公路、铁路、邮政企业等重点领域改革。对交通运输新业态，应切实支持新业态企业发展，推动大数据、互联网、人工智能等技术与交通运输深度融合，鼓励创新、审慎监管，推动新旧业态融合发展。

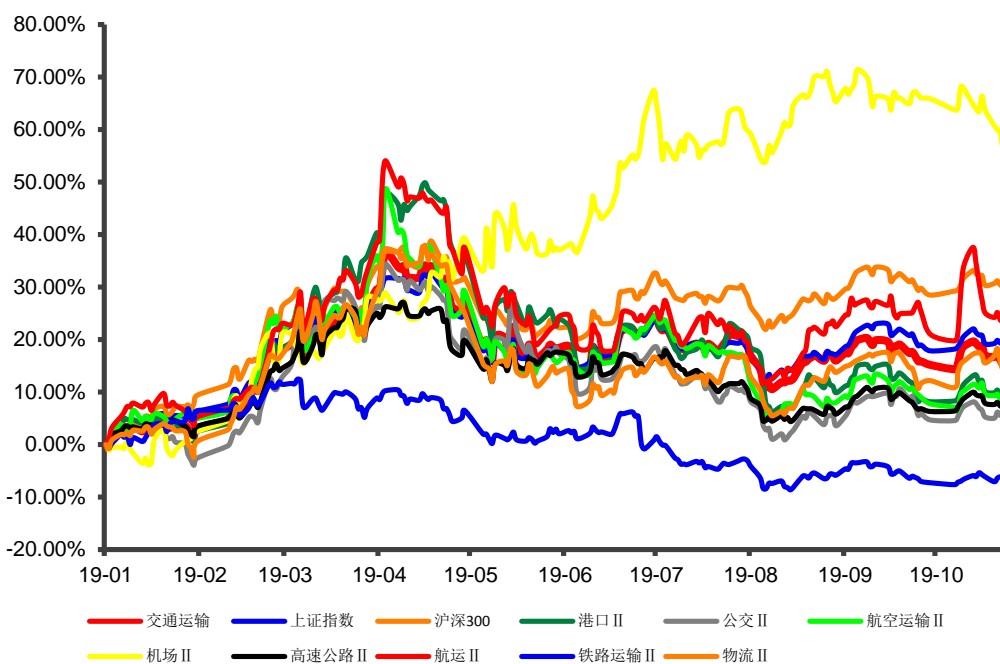
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2019年10月25日，A股交通运输上市公司为117家，占比3.16%；交通运输行业总市值为23,137.93亿元，占总市值比例为3.78%。目前市值排名前10的交通运输上市公司分别为：顺丰控股、上海机场、上港集团、大秦铁路、中国国航、韵达股份、东方航空、南方航空和招商公路。

2019年1月-4月，中美贸易关系向好，国内经济刺激政策发挥效用，资本市场周期性回暖，自5月以来，中美贸易形势急转直下，受此影响，国内资本市场整体震荡下行，6月中后期到9月，市场保持弱反弹，大体趋于平稳态势。10月以来上证综指、沪深300分别上涨1.42%和1.54%。交通运输指数稍有上浮，涨幅为1.31%；10月以来，交通运输各个子板块涨跌不一，涨多跌少。其中，港口、公交、物流、航空、航运和公路分别上涨1.82%、1.67%、4.07%、1.56%、3.29%和1.79%，机场下跌4.34%。

图 63 交通运输各子行业表现情况（2019/01/02-2019/10/25）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 交通运输行业估值水平分析

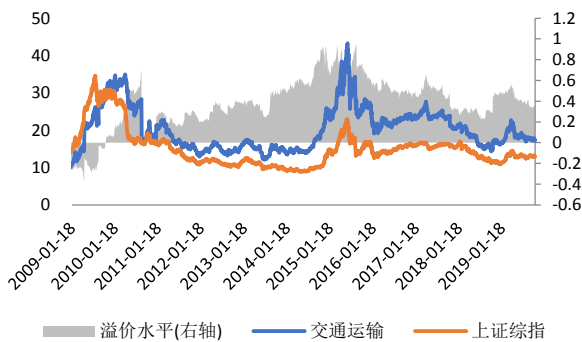
1. 国内交通运输行业估值分析

截至 2019 年 10 月 25 日，交通运输行业市盈率为 17.35 倍（TTM），上证 A 股为 12.97 倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为 134%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

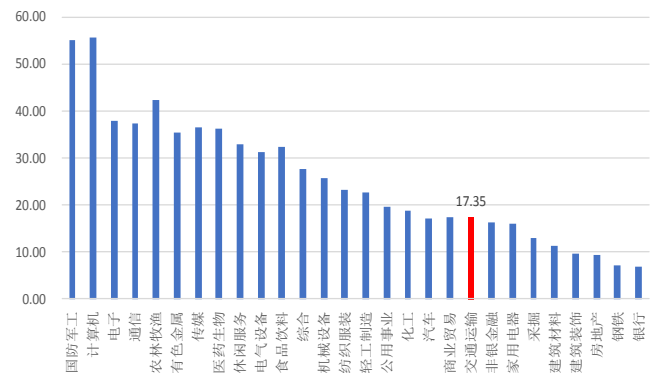
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 17.35 倍（2019/10/25），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

图 64 交通运输行业估值及对溢价情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 65 交通运输行业与其他行业估值对比

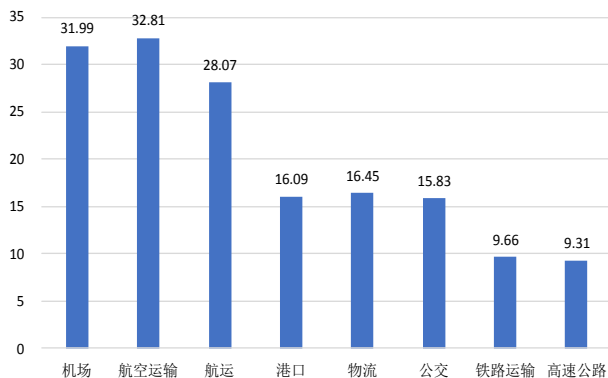


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 与国外(境外)估值比较

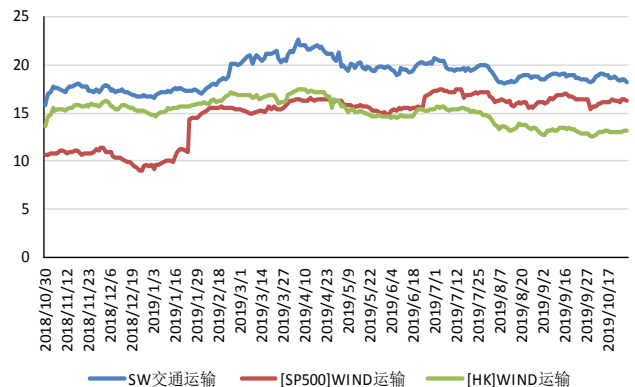
我们选择 [HK]WIND 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2019 年 10 月 25 日，上述指数市盈率分别为 11.376 倍和 11.35 倍。全球各交通运输行业估值水平较 9 月基本持平。

图 66 交通运输子行业估值对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 67 国内外交通运输行业估值对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 国内外重点公司分析比较

我们选择了美股中市值大于 100 亿美元、港股中市值大于 200 亿港元、A 股中 300 亿元的交通上市上市公司进行对比分析。总体而言，美股中具有较高市值的交通上市上市公司主要聚焦在铁路、航空和物流板块。市盈率处于 8 倍-25 倍的区间。

表 10 美股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿美元；截止 2019.10.25）

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增速 (%)		净利润同比增速 (%)		市值 (亿美元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股收益 (EPS)
				2017Y	2018Y	2017Y	2018Y				
1	UNPN	联合太平洋	铁路	6.51	7.50	153.06	-44.31	1,196.31	19.71	5.86	8.74
2	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	8.15	7.92	43.11	-2.32	993.69	19.88	32.89	5.82
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	8.34	9.82	50.66	-21.08	644.05	19.06	4.97	6.11
4	CSX.O	CSX 运输	铁路	3.06	7.38	219.19	-39.52	565.79	16.63	4.50	4.35
5	GOL.N	勒莫国航	航空公司	7.18	7.90	-97.74	-5,757.80	522.05	-187.72	-40.51	-0.38
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	6.71	8.60	223.98	-50.67	490.86	17.84	3.20	10.55
7	FDX.N	联邦快递(FEDEX)	航空货运 与物流	8.51	6.48	52.55	-88.19	412.47	91.86	2.32	1.72
8	DAL.N	达美航空(DELTA)	航空公司	4.05	8.02	-18.20	22.78	353.12	7.53	2.58	7.25
9	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	5.17	11.63	50.41	-18.88	310.84	17.51	6.38	16.95
10	LUV.N	西南航空	航空公司	3.65	3.87	55.44	-26.57	304.99	12.49	3.10	4.54
11	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	33.42	34.80	53.84	38.72	173.08	27.20	3.47	5.59
12	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	7.57	7.64	10.21	-38.97	161.89	16.29	2.76	0.81
13	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	12.25	20.42	56.80	30.60	149.29	23.66	5.57	7.89
14	KSU.N	堪萨斯南方铁路 (KANSAS)	铁路	10.65	5.08	101.21	-34.78	143.22	25.01	2.98	5.78
15	AAL.O	美国航空	航空公司	5.04	4.50	-28.29	10.14	135.18	8.47	-79.99	3.64
16	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	13.49	17.59	13.59	26.33	128.47	20.24	6.47	3.72
17	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	9.67	19.82	58.82	-28.66	124.65	25.28	5.93	4.62
18	CHRW.O	罗宾逊全球物流	航空货运 与物流	13.12	11.85	-1.65	31.61	121.99	17.58	7.65	5.13
19	AZUL.N	AZUL	航空公司	0.00	0.00	0.00	0.00	120.77	0.00	0.00	0.0000
20	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	5.67	9.90	-116.89	-14.78	106.85	-308.41	22.95	-0.6745

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

港股方面，重点交通运输上市公司的市盈率处于 5 倍至 25 倍的区间，涉及铁路、航空机场、港口等板块。A 股方面，重点交通运输上市公司的市盈率处于 8 倍至 40 倍之间，其中机场航空板块估值总体高于其他交通运输子板块估值。

表 11 港股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿港元；截止 2019.10.25）

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增速 (%)		净利润同比增速 (%)		市值 (亿港元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股收益 (EPS)
				2017Y	2018Y	2017Y	2018Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	24.08	-2.49	64.12	-4.88	2,743.23	19.01	1.52	2.34
2	0753.HK	中国国航	航空公司	7.53	12.70	6.39	1.47	1,002.21	12.56	0.94	0.48
3	0670.HK	中国东方航空股份	航空公司	3.61	12.49	41.00	-57.46	627.34	23.38	0.95	0.14
4	1055.HK	中国南方航空股份	航空公司	11.10	13.29	18.18	-51.43	585.14	20.74	0.79	0.20
5	0177.HK	江苏宁沪高速公路	公路与铁路	4.00	4.61	7.23	21.98	513.85	10.84	1.72	0.83
6	0144.HK	招商局港口	海港与服务	8.98	16.89	9.72	20.19	417.73	5.02	0.55	2.44
7	0293.HK	国泰航空	航空公司	4.89	14.16	-118.96	286.26	391.81	9.91	0.61	1.01
8	1919.HK	中远海控	海运	29.45	33.12	126.87	-53.79	361.66	13.52	1.38	0.19
9	6198.HK	青岛港	海港与服务	17.10	15.77	39.19	18.09	299.24	7.13	0.97	0.57
10	0152.HK	深圳国际	公路与铁路	24.65	14.22	81.58	10.37	331.76	7.27	1.18	2.11
11	0694.HK	北京首都机场股份	机场服务	6.59	4.09	46.01	10.44	327.85	10.78	1.23	0.62
12	0576.HK	浙江沪杭甬	公路与铁路	-1.12	-0.60	5.42	8.69	289.25	7.02	1.11	0.83
13	0548.HK	深圳高速公路股份	公路与铁路	7.44	11.38	21.98	148.56	225.49	4.90	1.14	1.86
14	0316.HK	东方海国际	海运	15.30	9.88	162.79	-21.42	225.29	11.20	0.61	0.41
15	1308.HK	海丰国际	海运	10.91	7.47	53.61	4.72	226.64	13.52	2.79	0.08
16	0636.HK	嘉里物流	航空货运与物流	28.09	23.88	12.72	15.31	215.73	5.04	1.08	2.50

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 12 A 股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2019.10.25）

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增速 (%)		净利润同比增速 (%)		市值 (亿元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股收益 (EPS)
				2019Q1	2018Y	2019Q1	2018Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	16.68	27.60	26.51	-6.12	1,807.33	33.32	4.71	1.23
2	600009.SH	上海机场	机场 II	21.64	15.51	36.04	14.88	1,458.32	29.70	5.13	2.55
3	600018.SH	上港集团	港口 II	-5.61	1.65	12.44	-10.70	1,341.76	11.91	1.73	0.49
4	601111.SH	中国国航	航空运输 II	3.00	12.70	1.87	-5.06	1,167.80	16.67	1.32	0.48
5	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	6.99	35.45	-1.86	15.45	1,135.82	7.89	1.06	0.97

6	600115.SH	东方航空	航空运输 II	12.34	12.99	0.56	-56.88	845.18	35.68	1.29	0.14
7	600029.SH	南方航空	航空运输 II	10.36	12.66	0.77	-49.42	808.41	31.88	1.30	0.21
8	002120.SZ	韵达股份	物流 II	151.60	38.76	42.72	63.93	779.53	26.04	6.45	1.34
9	601919.SH	中远海控	航运 II	59.99	33.57	120.38	-37.35	567.62	23.39	1.93	0.20
10	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	-16.31	5.43	2.11	21.46	518.89	12.44	2.13	0.83
11	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	29.07	26.56	17.56	8.76	518.35	12.34	1.12	0.68
12	601018.SH	宁波港	港口 II	6.86	20.33	7.08	12.22	496.62	14.66	1.27	0.26
13	600004.SH	白云机场	机场 II	11.26	14.57	-43.82	-27.44	435.80	51.01	2.72	0.41
14	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	12.67	19.54	23.09	19.12	410.52	25.18	2.97	1.78
15	600233.SH	圆通速递	物流 II	20.65	37.45	14.28	33.51	374.16	19.04	3.26	0.69
16	002468.SZ	申通快递	物流 II	55.10	34.41	7.25	37.91	347.03	17.23	4.05	1.32
17	601872.SH	招商轮船	航运 II	34.68	13.78	146.76	-5.67	342.76	22.32	1.68	0.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

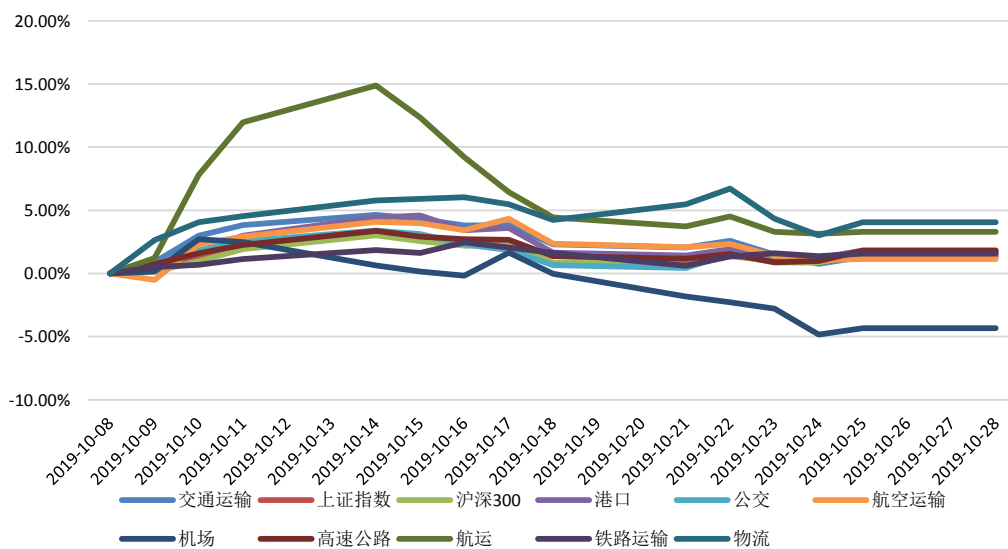
五、投资建议

(一) 最新观点：持续把握消费交通板块投资机会

估值方面，从历史估值对比分析来看，自 2015 年以来，A 股交通运输行业估值总体处于相对较低水平；与其他行业相比，交通运输行业估值处于中间位置；与美股、港股相比，目前 A 股交通运输行业估值水平相对接近。分子行业来看，目前机场行业 PE 为 31.99 倍，航空行业 PE 为 32.81 倍，航运业 PE 为 28.07 倍，高于交通运输行业值 17.35 倍；港口、物流、公交 PE 在 16 左右；铁路、高速公路的 PE 在 10 左右。我们认为交通运输行业仍然存在结构性投资机会。

10 月份交通运输板块整体平稳，航运子行业前期迅速高涨后回到平均水平，机场运输后期逐渐下滑至负值，其他行业波动较小。

图 68 2019 年 10 月交通运输各子行业表现情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2019 年三季度投资策略方面，建议继续聚焦消费交通主题。预计 2019 年交通运输行业出现“结构性”利好格局。目前我国交通规模位居全球领先地位，但交通运输服务品质仍有持续提升空间。2019 年，受益于交通服务品质提升的需求，消费型交通需求有望稳步提升，物流（快递）、航空、机场、高速公路子行业利好性。

消费交通：拥抱空间，期待动态释放。城乡居民收入稳步增加驱动出行升级。我国经济稳定增长，消费能力的持续提升是我国居民出行需求增加的主要驱动力。同时，城镇化的推进促使农村居民交通类消费需求逐步释放。一是航空消费属性凸显，关注航空机场的机会。中低收入水平人群旅游叠加航空的消费需求的大量释放将利好高性价比航空。同时，受益于人民币升值、票价调整、出境游增加、进出口商业往来密切等因素，国际航线有望受益，或将持续回暖。二是未来看好电商快递，商务快递高品质服务确保长期实现盈利。受网络零售业持续快速增长的支撑，中国快递业呈现快速上升态势。就目前网络零售社会消费品零售额占比而言，电商渗透率仍有至少 2 倍增长空间。三是千人汽车保有量水平稳步提升支撑高速公路独立稳健发展。

目前我国千人载客汽车保有量较低,来自三四线城市及中西部欠发达地区的强劲需求将继续推动汽车需求和保有量稳健增长。随着国内旅游市场的增长和汽车短租等相关业务的发展,高速公路行业收入将带来新的增长点。

(二) 核心组合

重点推荐组合为招商公路(001965.SZ)、深圳机场(000089.SZ)和南方航空(600029.SH)。

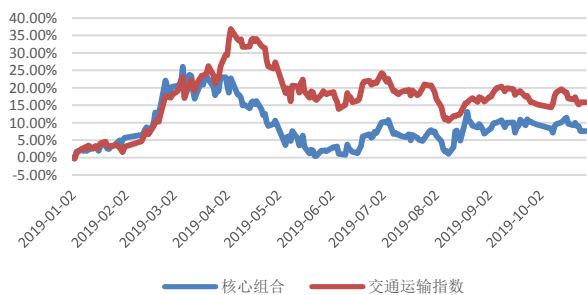
表 13 投资组合建议 (截至 2019 年 10 月 25 日)

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
001965.SZ	招商公路	2019/1/2	9.36%
000089.SZ	深圳机场	2019/1/2	33.44%
600029.SH	南方航空	2019/4/3	-24.87%

资料来源: Wind, 中国银行证券研究院整理

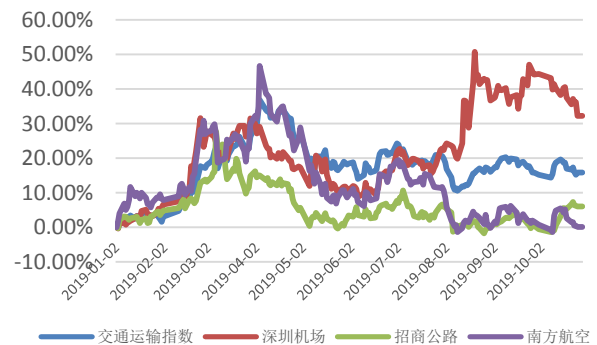
(三) 核心组合表现

图 69 核心组合推荐以来表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 70 核心组合标的推荐以来表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2019 年以来, 交通运输航运指数和银河交通核心组合均呈现先上涨再回落随后小幅波动的态势。截至 2019 年 10 月 25 日, 交通运输业指数累计上涨 15.84%, 银河交通核心组合上涨 7.55%。

六、风险提示

交通运输需求下降的风险, 交通运输政策法规的风险。

图 目 录

图 1 我国 GDP 与客货运周转量变化趋势	4
图 2 中国运输生产指数 (CTSI) 及构成指数同比增速	4
图 3 交通运输行业年度营业收入及增速 (2011-2018)	8
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2018)	8
图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2019Q2)	8
图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2019Q2)	8
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2018)	9
图 8 交通运输行业季度净资产收益率 (2016Q1-2019Q2)	9
图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2018)	10
图 10 行业固定资产周转率 (2011-2018)	10
图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2019Q2)	11
图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2019Q2)	11
图 13 交通运输子行业营业收入增幅变化及预测	11
图 14 交通运输子行业净利润增幅变化及预测	11
图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	12
图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	12
图 17 铁路客运量月度变化 (亿人)	12
图 18 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里)	12
图 19 铁路货运量月度变化 (亿吨)	13
图 20 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里)	13
图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	17
图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	17
图 23 高速公路交通量及增长率 (年)	17
图 24 高速公路里程及增长率 (年)	17
图 25 公路客运量及同比月度变化	18
图 26 公路客运周转量及同比月度变化	18
图 27 公路货运量及同比月度变化	18
图 28 公路货运周转量及同比月度变化	18
图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价	18
图 30 36 个大中城市平均公路货运价格	18
图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2008-2018)	20
图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	20
图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化	20
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化	20
图 35 水运客运量月度变化	21
图 36 水运旅客周转量月度变化	21
图 37 波罗的海航运指数 (BDI、BDTI、BCTI)	21
图 38 集运指数 (SCFI)	21
图 39 民航旅客运输量、旅客周转量变化趋势及增速 (2008-2018)	22

图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速（2002-2018）	22
图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅（2008-2018）	22
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性	22
图 43 民航运输量月度变化	23
图 44 2018 年 1 月-2019 年 9 月民航客座率	23
图 45 社会物流总额变化趋势及同比增幅	24
图 46 物流业景气指数变化情况	24
图 47 物流业总收入及增长率	24
图 48 每百元社会物流总额所需社会物流总费用	24
图 49 社会物流总额月度变化	25
图 50 社会物流总费用及分项费用月度变化	25
图 51 快递业务量变化趋势及增速（2008-2018）	25
图 52 快递业务平均单价（元）	25
图 53 2018 年-2019 年 9 月中国电商物流指数	26
图 54 2018 年-2019 年 9 月快递服务品牌集中度指数 CR8	26
图 55 2018 年-2019 年 9 月中国快递发展指数	26
图 56 2018 年-2019 年 8 月快递单票收入	26
图 57 网约车行业用户规模变化趋势及增幅	27
图 58 2015-2020 网约车细分市场交易规模（亿元）	27
图 59 共享单车市场规模变化趋势及增幅	28
图 60 共享单车用户规模变化趋势及增幅	28
图 61 2015-2022 年中国网络出行市场规模	28
图 62 2014-2020 中国网络出行用户规模	28
图 63 交通运输各子行业表现情况（2019/01/02-2019/10/25）	31
图 64 交通运输行业估值及对比及溢价情况	32
图 65 交通运输行业与其他行业估值对比	32
图 66 交通运输子行业估值对比	32
图 67 国内外交通运输行业估值对比	32
图 68 2019 年 10 月交通运输各子行业表现情况	36
图 69 核心组合推荐以来表现情况	37
图 70 核心组合标的推荐以来表现情况	37

表 目 录

表 1 中国交通运输行业部分指标在全球排名情况	3
表 2 交通运输行业杜邦分析指标（2016Q2-2019Q1）	10
表 3 火车票价计算方法	13
表 4 铁路客运运价里程	13
表 5 旅客票价递远递减折扣率	14
表 6 动车组列车票价率和计算方式	14
表 7 铁路货运基准运价率	15
表 8 部分地区高速公路收费标准（元/车·公里）	19

表 9 收费公路车辆通行费新车型分类	19
表 10 美股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿美元；截止 2019.9.22）	33
表 11 港股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿港元；截止 2019.9.22）	34
表 12 A 股交通运输行业重点公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2019.9.23）	34
表 13 投资组合建议（截至 2019 年 9 月 23 日）	37

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83451963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn