

货运物流旺季带来产业链投资机会，持续看好货代龙头和头部快递公司

——2020年10月行业动态报告

交通运输行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1. 9月CTSI货运指数连续五个月正增长，客运指数恢复至疫情前75%。
2. 交通运输子行业运行分析：**铁路**：9月铁路客流量恢复至疫情前80%。**公路**：9月公路客运量恢复至疫情前63%。**水路**：Q4散运市场预期稳中偏强，货运旺季集运市场继续向好。**航空**：9月“三大航”国内航线客运量同比回正。**物流快递**：9月快递业务量同比增44.6%，CR8继续回落至82.9。**新业态**：网约车市场逐步修复，10月嘀嗒出行拟在港股上市。
3. 交通运输板块盈利预测：预计2020年交通运输板块营收为28,153.04亿元，同比增4.27%；归母净利润为893.77亿元，同比降30.20%。
4. 2020年11月投资策略：**货运物流旺季带来产业链投资机会，持续看好货代龙头和头部快递公司。**

(1) **继续看好快递行业成长性机会。**我们认为，年底前快递行业的高景气度逻辑不变，目前预计全年件量增速为25%-30%。同时，继续维持行业在1年左右出清的预期，在此之前，价格战或将呈现较为激烈的状态，快递公司的盈利空间仍或持续承压，市场环境整体上仍比较恶劣。极兔对市场出清的进程或有一定的牵制。在此背景下，“以量为王”成为电商快递行业竞争的主要逻辑。由此，我们继续看好快递头部公司的中长期投资机会。**推荐市占率领先的快递龙头公司韵达股份(002120.SZ)**。同时**推荐迈向综合物流商的顺丰控股(002352.SZ)**。

(2) **把握跨境电商深化发展带来的红利机会。**国内国际“双循环”新发展格局下，一带一路行动倡议叠加跨境电商深化发展，预计跨境物流市场为万亿级。新冠疫情下，跨境物流需求旺盛，短期来看，航空运力仍将短缺，空运价格保持高位水平，利好空运代理。同时，考虑到年底前货运物流旺季持续，集运市场景气度持续向好，**推荐布局跨境电商物流的空运代理龙头华贸物流(603128.SH)**。**建议关注集运业务龙头中远海控(601919.SH)**

2020年11月核心组合：**顺丰控股(002352.SZ)、韵达股份(002120.SZ)、华贸物流(603128.SH)**。

● 核心组合

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
002352.SZ	顺丰控股	2020/1/2	120.92%
002120.SZ	韵达股份	2020/1/2	-41.36%
603128.SH	华贸物流	2020/9/28	9.69%

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。

分析师

王靖添

☎：8610-66568837

✉：

wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

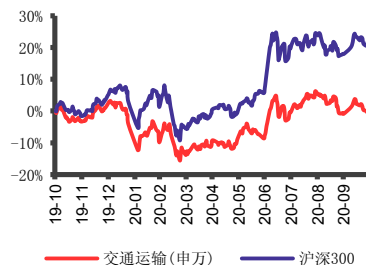
分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

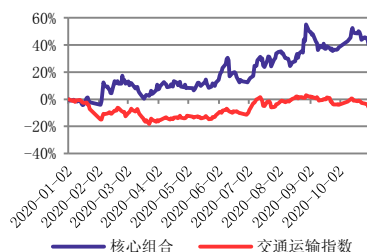
2020.10.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020.10.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

《【银河交通】推荐空运代理龙头和头部快递公司，关注出行复苏的机会-202009期》

目 录

一、9月CTSI 货运指数连续五个月正增长，客运指数恢复至疫情前75%	3
(一) 交通运输发展持续向好，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) 2020年9月CTSI指数同比降4.2%，客运指数恢复至疫情前水平的75%.....	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性.....	4
2. CTSI指数同比跌4.2%，客运指数恢复至疫情前水平的75%.....	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析.....	5
1. 国庆中秋假期催化出行需求修复，出境旅行回流支撑客运持续修复.....	5
2. 京沪高铁票价优化释放业绩弹性空间，2021年有望迎来“量价齐升”利好局面.....	6
(四) 交通运输行业财务预测：2020年行业营收增4.27%，净利润降30.20%.....	7
1. 行业营收同比增10.18%，归母净利润同比增12.49%.....	7
2. 净资产收益率继续处于合理区间.....	8
3. 行业资产负债结构仍保持合理水平.....	9
4. 交通运输板块营收及净利润增幅预测.....	10
二、子行业运行分析：9月客货运量加速常态化，快递业务量增44.6%	11
(一) 铁路：9月铁路客流量恢复至疫情前80%，货运连续四个月同比正增长.....	11
(二) 公路：9月公路客运量恢复至疫情前63%，货运量连续五个月同比正增长.....	15
(三) 水路：Q4散运市场预期稳中偏强，货运旺季集运市场继续向好.....	18
(四) 航空：9月“三大航”国内航线客运量同比回正，客座率近80%.....	20
(五) 物流快递：9月快递业务量同比增44.6%，CR8继续回落至82.9.....	23
(六) 新业态：网约车市场逐步修复，嘀嗒出行拟在港股上市.....	26
三、行业面临的问题及建议	28
(一) 面临的问题.....	28
1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升.....	28
2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大.....	28
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.....	28
(二) 建议对策.....	28
1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质.....	28
2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通.....	28
3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态.....	29
四、交通运输业在资本市场中的发展情况	30
(一) A股交通运输上市公司发展情况.....	30
(二) 交通运输行业估值水平分析.....	30

1. 国内交通运输行业估值分析.....	30
2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低.....	31
3. 与国外（境外）估值比较.....	31
（三）国内外重点公司分析比较.....	32
五、投资建议.....	35
（一）最新观点：货运物流旺季带来产业链投资机会，持续看好货代龙头和头部快递公司.....	35
（二）核心组合.....	36
（三）核心组合表现.....	36
六、风险提示.....	37

一、9月CTSI货运指数连续五个月正增长，客运指数恢复至疫情前75%

(一) 交通运输发展持续向好，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2020年公开发布的《2019年交通运输行业发展统计公报》相关数据显示，多项指标继续保持全球第一。

1. 基础设施网络规模稳居世界前列

截至2019年底，铁路营业里程达到13.9万公里，较上年（13.1万公里）增长6.1%，高速铁路里程突破3.5万公里，较上年（2.9万公里）增长20.7%，高铁历程超过世界高铁总里程的三分之二，居世界第一。截至2019年底，公路总里程达到501.25万公里，较上年（484.65万公里）增长3.4%，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14.96万公里，较上年（14.26万公里）增长4.9%，居世界首位。截至2019年底，内河航道通航里程达12.73万公里，较上年（12.71万公里）增长0.15%。规模以上港口万吨级泊位达2520个，较上年（2444个）增长3.1%，居世界第一。颁证民航运输机场达238个，较上年（235）个增加3个，全国取证通用机场已达209个。2019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

根据国家统计局公布数据显示，2019年全社会客、货运输量分别达176.0亿人次和470.6亿吨。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逾8%水平。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；公共交通年客运量预计继续超过900亿人次。港口货物和集装箱吞吐量连续10多年保持世界第一；2019年航空货邮运量比2012年增加38.19%。邮政业市场规模超过全球份额五分之一，快递业务量稳居世界第一。

表1 2019年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明显，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 快货物流圈”。

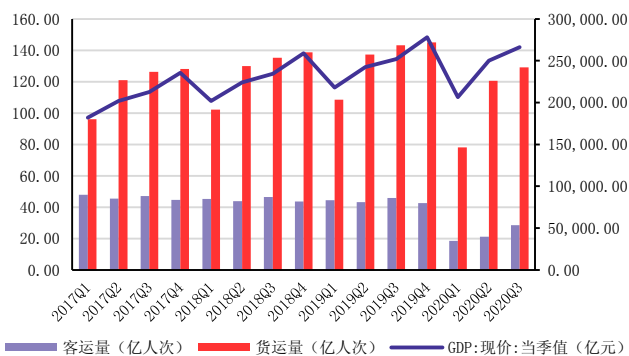
(二) 2020 年 9 月 CTSI 指数同比降 4.2%，客运指数恢复至疫情前水平的 75%

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2020 年 Q3 国内生产总值同比增 4.9%，较 Q2 继续改善。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 年国内生产总值 990,865 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.1%，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。

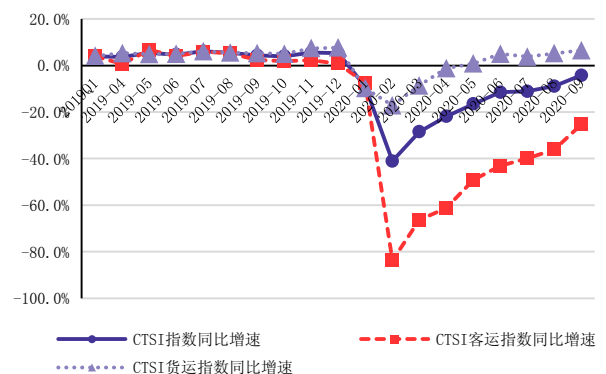
2020 年 Q3，国内生产总值为 266,172.0 亿元，同比+4.9%，较 Q2 (250,110.1 亿元) 环比+2.7%；伴随着国内疫情收尾，社会经济加速修复，基本回归正常化，Q3 国内生产总值同、环比均较 Q2 继续改善。

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. CTSI 指数同比跌 4.2%，客运指数恢复至疫情前水平的 75%

(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) 9 月 CTSI 指数同比-4.2%，进一步接近疫情前正常水平。2020 年 9 月，中国运输生产指数 (CTSI) 为 168.4 点，同比-4.2%，降幅较 8 月继续收窄 4.7 个百分点。由此可见，随着国内社会经济基本回归常态化，9 月 CTSI 指数同比降幅加速收窄，进一步接近疫情前正常水平。

(3) 9月CTSI货运指数同比+6.5%，连续五个月呈现同比正增长。2020年9月，CTSI货运指数为192.7点，同比+6.5%，连续五个月呈现同比正增长态势。由此可见，9月，货运市场继续在正常轨道运行，景气度进一步提升，符合此前预期。考虑到“双十一”、“双十二”、圣诞节等促销活动将再带来一波旺季效应，预计年底前货运物流市场的高景气度逻辑将继续。

(4) 9月CTSI客运指数同比-25.4%。2020年9月，CTSI客运指数为124.1点，同比-25.4%，降幅较8月收窄10.7个百分点。由此可见，9月，我国客运市场已加速恢复至疫情前水平的75%。我们继续维持国内客运市场在年底前回归常态化的预期。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 国庆中秋假期催化出行需求修复，出境旅行回流支撑客运持续修复

根据交通运输部、国家铁路集团公布数据显示，2020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为1.27亿人次、3.79亿人次、1326万人次，同比分别-28.84%、-30.93%、-8.70%。

我们的观点：

(1) 铁路客流量为疫情前正常水平的84%。铁路旅客运输自2020年9月28日-10月8日，共计11天。客流总量方面，2020年国庆期间，全国铁路旅客发送总量预计为1.27亿人次，较2019年(1.38亿人次)同比-21.74%，日均1153万人次，较2019年(1380万人次)同比-16%，即为同期水平的84%；2020年国庆，预计日均开行列车数量约9500列，与2019年同期(9458列)持平。由此可见，2020年国庆期间，铁路客流量恢复至疫情前正常水平的80%以上，铁路出行需求修复的迹象较为显著。客流分布情况来看，“首尾高，中间低”的特点仍显著，10月1日为出行高峰及客流最高峰，单日铁路客流量为1509万人次，较2019年同期(1713.3万人次)同比-11.92%；10月2日-10月6日，单日客流量处于相对低位，分别为1360万人次、1140万人次、1180万人次、1172.1万人次、1130万人次；10月7日，返程高峰开启，单日客流量提升至1200万人次。我们认为，若国内疫情不出现反复，随着国内客运市场进一步修复，铁路出行将加快回归正常化，预计2021年2季度前全面恢复常态。

(2) 道路客流量约为疫情前正常水平的70%，高速公路日均交通量同比-2.82%。道路旅客运输自2020年10月1日-10月8日，共计8天。客流量方面，2020年国庆期间，全国道路旅客发送总量为3.79亿人次，较2019年同期同比-30.93%，日均4737万人次，较2019年(6857.14万人次)同比-30.83%。由此可见，2020年国庆期间，道路客流量约为疫情前正常水平的70%，道路出行需求亦呈现出较为显著的修复迹象。客流分布情况来看，10月1日流量峰值为5301.58万辆，较2019年同期(5256.92万辆)同比+0.85%；10月2日-10月7日，单日流量均位于5000万辆以下。因受到铁路、民航等多元化出行方式的分流，道路出行需求总量或继续处于下降通道。高速公路运行方面，2020年国庆期间，高速公路日均交通量为4850.58万辆，较2019年同期(5001.39万辆)同比-2.82%。由此可见，国庆中秋假期间，私家车高速公路出行需求态势强劲，高速公路车流量基本与去年持平。

(3) 民航客运总量恢复至疫情前水平的90%，平均客座率回升至80%。民航旅客运输自

2020年10月1日-10月8日，共计8天。客流量方面，2020年国庆期间，全国民航旅客发送总量预计超过1326万人次，较2019年（1280万人次）同比-8.7%，日均164.75万人次，较2019年（181.86万人次）同比-9.41%。分布情况来看，10月1日流量峰值预计为167万人次，于2019年同期基本持平；10月1日，当日全国平均客座率为79.5%，近80%水平，较2019年同期客座率（84.6%）-5.1pct。由此可见，2020年国庆期间，民航出行需求已恢复至疫情前水平的90%左右，客座率已回升至80%。我们认为，国内航线或在年底实现恢复常态化，国际航线恢复依旧受到海外疫情的影响。

2. 京沪高铁票价优化释放业绩弹性空间，2021年有望迎来“量价齐升”利好局面

10月24日，京沪高铁公司发布关于优化调整京沪高铁票价的公告。

我们的观点：

（1）京沪高铁实行浮动票价机制，二等座最大上下浮比例分别为到+8.14%、-9.95%，商务座上浮比例为+14.30%，为增厚利润提供了空间。

此次公告明确自2020年12月23日起京沪高铁实行浮动票价机制。具体而言，将北京南站-上海虹桥站全程列车二等座最高执行票价调整为598元，最低执行票价调整为498元。相比当前价格553元，分别上浮8.14%和下浮9.95%。全程列车商务座最高执行票价调整为1998元，最低执行票价为1748元。相比当前价格1748元，最大上浮14.30%。我们认为，此次京沪高铁票价优化调整方案是我国高铁市场化定价的进一步试点探索，有助于改善京沪高铁营收弹性，为公司增厚利润提供了空间。

（2）商务座与二等座的比价由原来的3倍提升至3.5倍，体现了京沪高铁差异化服务的市场策略。

此次方案明确将商务座、特等座和一等座与二等座的比价关系分别按照3.5倍、1.8倍和1.6倍执行。根据铁路12306网站目前公布的北京南站至上海虹桥站的商务座、一等座与二等座的比较关系3.16倍和1.68倍。可见，此次优化方案提高了商务座的比价倍数，适当调低了一等座的比价倍数。我们认为，基于中国高铁具有公共服务的属性，此次高铁客运价格优化核心思路是：在市场化定价的基础上，针对主要面向普通公众的二等座、一等座价格上浮比例适当控制，同时给予一定下浮空间，确保一二等座车厢客座率稳定；针对高端需求的商务座价格给予一定程度的上调幅度，有助于支撑公司改善业绩。

（3）出境旅行回流叠加国内出行复苏，黄金线路京沪高铁2021年客流量有望加速提升。

京沪高铁公司主营业务为高铁旅客运输，营收来源主要分为旅客运输收入和路网服务收入。作为中国最繁忙的高铁线路，2019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2.15亿人次，占铁路行业总发送旅客人次的6%。2019年营收达329亿，归母净利润119亿元。2020年受新冠疫情影响，上半年营收100亿元，归母净利润为5.3亿元。我们认为，目前国际航班同比下降90%以上，未来受海外疫情的不确定性影响出境旅行需求将回流国内，高铁出行已经是中国公众出行的重要选择之一，叠加高铁路网日益完善，具有流量优势的京沪高铁2021年客流量有望加速提升。

(四) 交通运输行业财务预测：2020 年行业营收增 4.27%，净利润降 30.20%

1. 行业营收同比增 10.18%，归母净利润同比增 12.49%

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，2019 年行业营业收入为 27,000.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.85 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-2019 增速呈现回调趋势，2019 年营业收入同比增速为 10.18%。归母净利润增速有所波动，2019 年归母净利润为 1,280.53 亿元，较去年同期水平增长 12.49%，重新回归正增长态势。

图 3 交通运输行业年度营业收入及增速 (2011-2019)

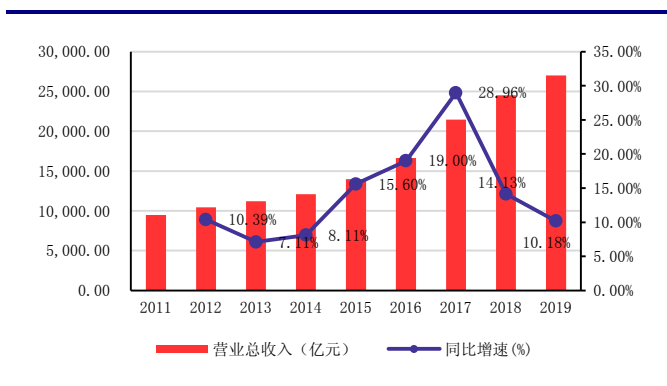
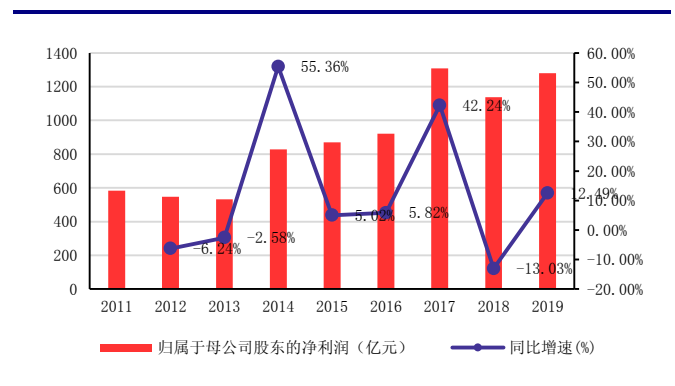


图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2019)



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，交通运输业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 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。四季度交通运输营业收入 7615.3 亿元，较去年四季度同比增加 13.18%；归母净利润为 202.58 亿元，较去年四季度增加 27.62%。2019 年全年，交通运输行业累计实现营业收入 27,000.24 亿元，同比增 10.18%，实现归母净利润 1280.53 亿元，同比增 12.49%。

图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2020Q3)

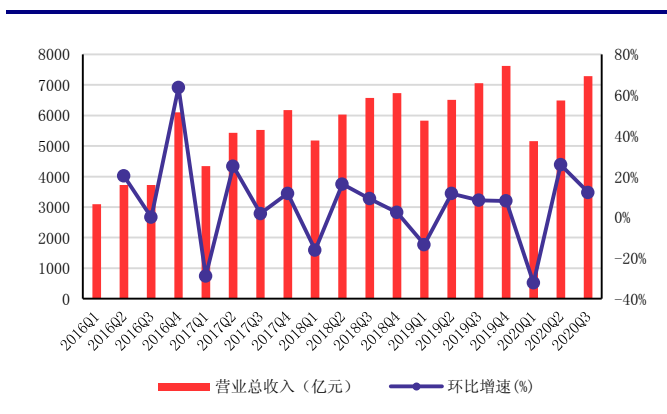
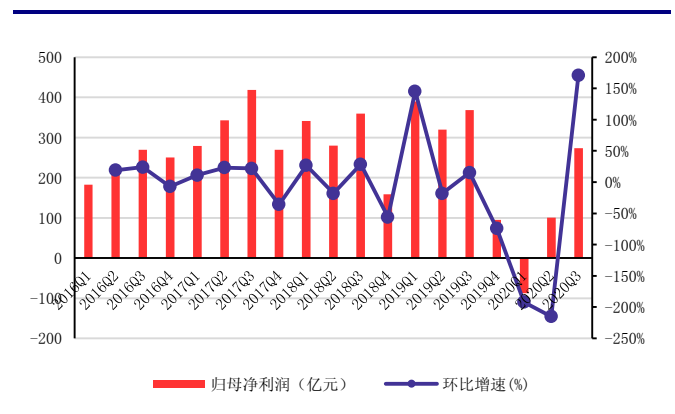


图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2020Q3)



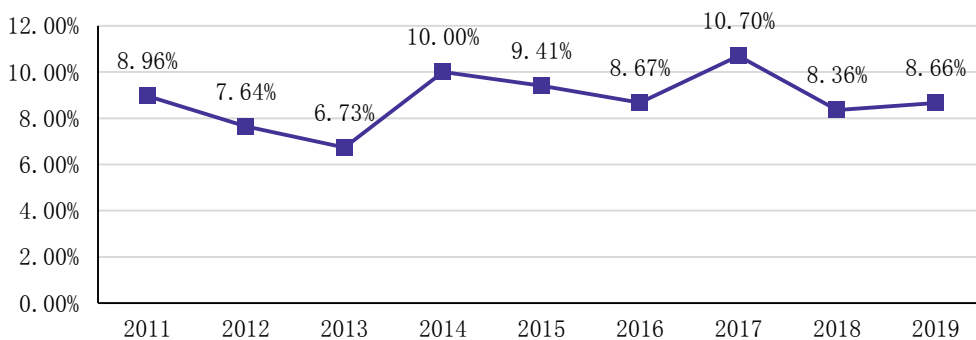
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 净资产收益率继续处于合理区间

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，2011-2019年净资产收益率均值约为8.79%。2019年净资产收益率为8.66%，较上一年度回升约0.3个百分点，2019年净资产收益率水平与历年均值基本持平。

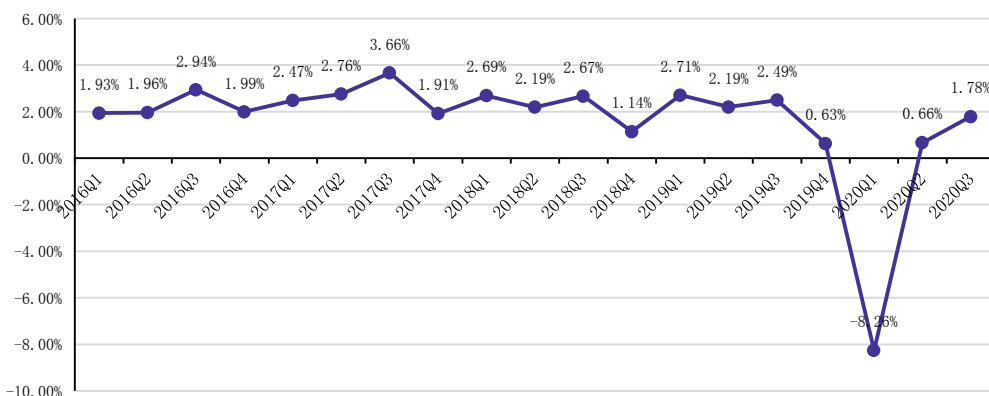
图 7 交通运输行业年度净资产收益率（2011-2019）



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年四季度较上个季度下降1.16个百分点，呈现向下震荡。总体而言，季度净资产收益率基本位于1.0%到2.5%的稳定区间内。

图 8 交通运输行业季度净资产收益率（2016Q1-2020Q3）



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往年没有的下降趋势，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 (2016Q3-2019Q4)

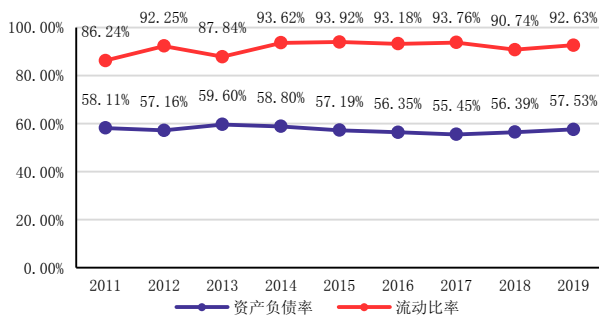
	净资产收益率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2016Q3	3.3%	11.4%	0.13	2.29
2016Q4	1.5%	4.2%	0.15	2.28
2017Q1	2.8%	10.1%	0.13	2.24
2017Q2	3.5%	11.0%	0.14	2.25
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34%	0.28	2.63
2019Q3	2.49%	5.23%	0.19	2.51
2019Q4	1.33%	4.74%	0.12	2.35

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

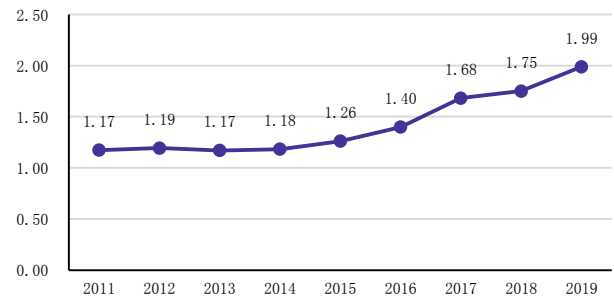
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2019 年资产负债率为 57.53%,自 2013 年以来一直处于下降趋势,但 2019 年呈现小幅回升。流动比率继续处于 90%左右的水平,2019 年流动比率为 92.63%,较上一年上升 1.89 个百分点,说明交通运输行业短期偿债能力较 2018 年水平有所改善。交通运输行业固定资产占比较大,因此选用固定资产周转率作为营运能力指标,2011 年以来,行业固定资产周转率呈持续上升趋势,2019 年较上年度进一步上升,达到 1.99 次,处于近年来的最高水平;这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2019)



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 (2011-2019)

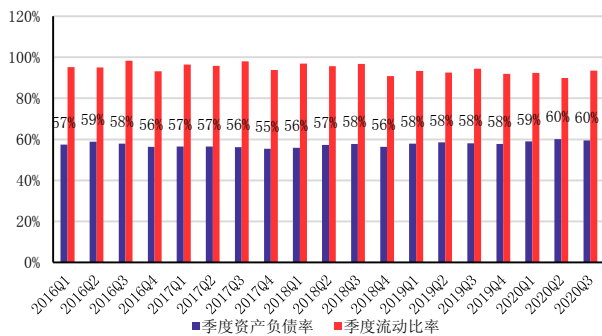


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 年四季度资产负债率为 57.53%，较 2019 年三季度小幅回落 0.53 个百分点；流动比率过去一直保持小于 1 的水平，2019 年四季度流动比率为 92.63%，较 2019 年三季度降低 1.78 个百分点。这两项指标的变动说明企业杠杆率略有提高，但仍保持在安全合理的区间内。

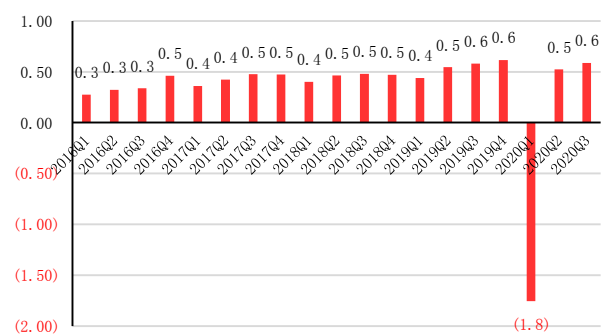
营运能力上，2016 年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019 年 Q4 行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到 0.62 次。

图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2019Q4)



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 (2016Q1-2019Q4)



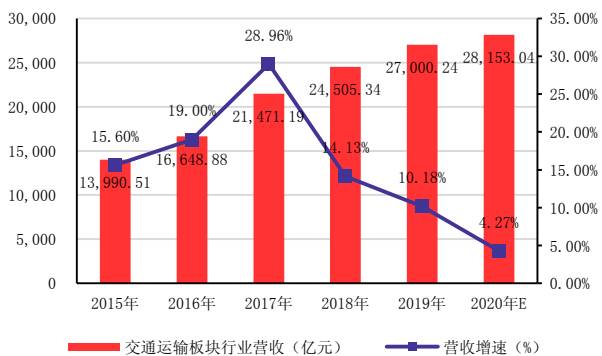
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 交通运输板块营收及净利润增幅预测

营收方面: 2019 年交通运输板块营收为 27,000.24 亿元，同比+10.18%，略低于此前预期水平(27,992.04 亿元)。受新冠疫情影响，我们预计 2020 年交通运输板块实现营收为 28,153.04 亿元，同比+4.27%。

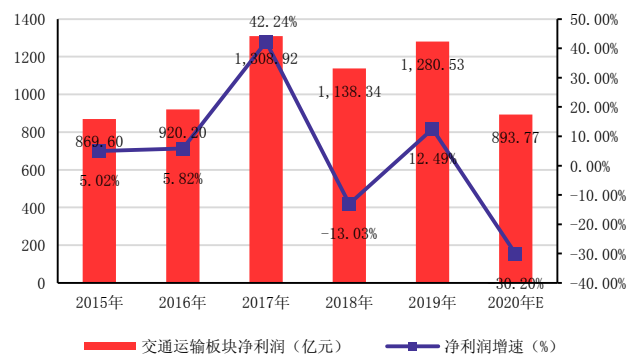
净利润方面: 2019 年交通运输板块净利润为 1,280.53 亿元，同比+12.49%，略低于此间预期水平(1,345.97 亿元)。受新冠疫情影响，我们预计 2020 年交通运输板块实现归母净利润 893.77 亿元，同比-30.20%。

图 13 交通运输板块营业收入变化及预测 (2015-2020E)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14 交通运输板块净利润变化及预测 (2015-2020E)



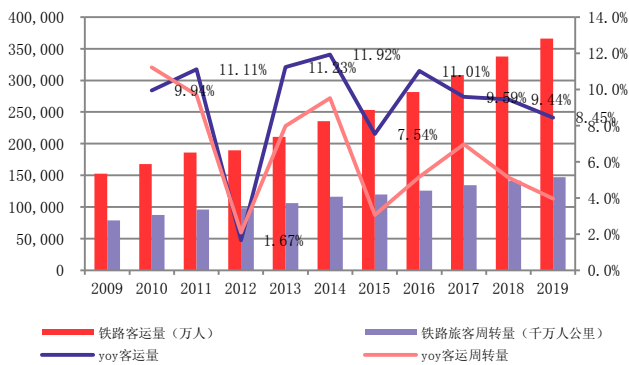
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、子行业运行分析：9月客货运量加速常态化，快递业务量增44.6%

(一) 铁路：9月铁路客流量恢复至疫情前80%，货运连续四个月同比正增长

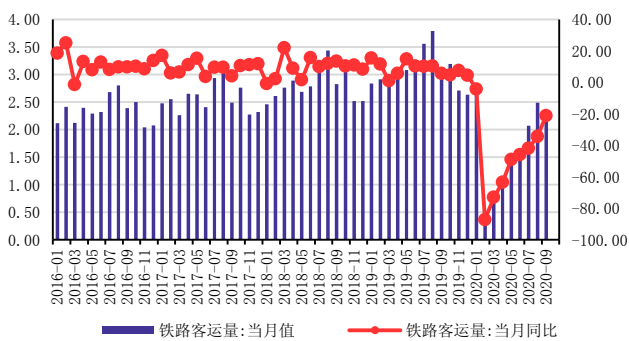
长期来看，铁路客运服务量稳定增长，平均运距有所下调。受益于中国高铁快速发展，2019年铁路客运量36.6亿人，增幅8.45%；客运周转量14,706.6亿人公里，增幅3.96%；平均运距为401.82公里，下降4.1%。铁路货运服务量具有波动性，近两年增幅显著。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整(公转铁)利好影响，铁路货运量达到43.2亿吨，增幅为7.25%；货运周转量达到30,074.7亿吨公里，增幅为4.35%；平均运距696.54公里。

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2019)



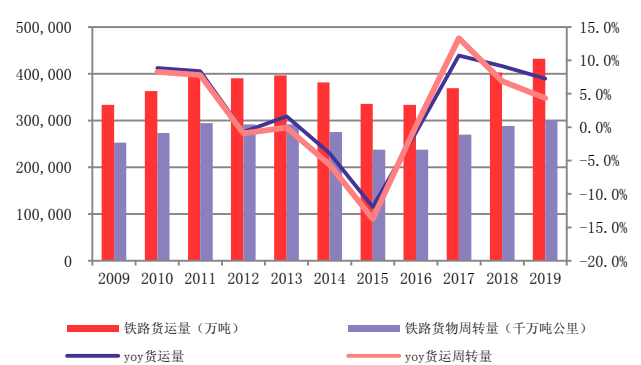
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17 铁路客运量月度变化（亿人）



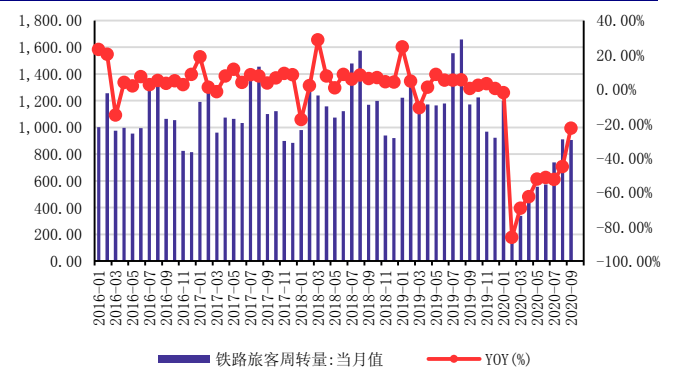
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2019)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18 铁路客运用转量月度变化（亿人公里）



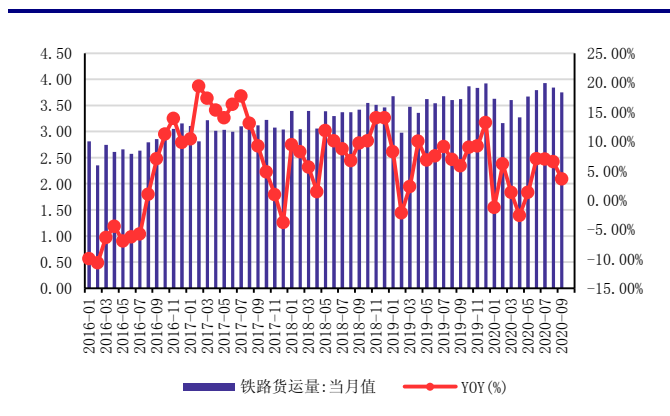
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：9月铁路客流量2.35亿人次，恢复至疫情前同期水平的80%。据国家铁路集团发布数据显示，2020年9月，铁路旅客发送量为2.35亿人，较去年（2.99亿人）同比-21.2%，较上月（2.49亿人）环比-5.62%；9月，铁路旅客周转量为906.65亿人公里，较去年（1,172.57亿人公里）同比-22.70%，较上月（911.74亿人公里）环比-0.56%。由此可见，9月，随着社会经济持续修复，出行需求进一步释放，铁路客流量已恢复至去年同期的80%，基本接近常态

化。9月客流量的环比小幅回调，主要系暑运旺季结束伴随的旅游出行需求回落所致，但因暑期后公商务客流的替代作用显现，9月客流量整体仍呈现坚挺，继续处于回升通道，符合此前预期。我们预计，伴随着年底客运淡季的到来，下月客流量环比或有继续回调的可能，但同比较去年的差距或进一步缩小，有望恢复至疫情前的85%。

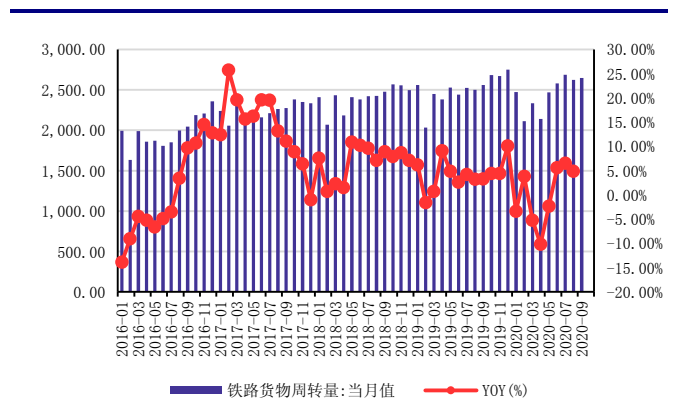
货运：9月铁路货运量3.75亿吨，货运量连续四个月同比正增长。2020年9月，铁路货运量为3.75亿吨，较去年（3.62亿吨）同比+3.60%，较上月（3.84亿吨）环比-2.34%；9月，铁路货邮周转量为2,644.36亿吨公里，较去年（2,557.67亿吨公里）同比+3.40%，较上月（2,622.24亿吨公里）环比+0.84%。由此可见，9月铁路货运量同比已经连续四个月高于去年同期，铁路货运市场继续在常态化轨道上运行。

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)		附加费		比例（以硬座客票票价为基准）	其他附加费	
硬座客票	0.05861	加快速	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	0.11722	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）。不过随着政策的放开，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。

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、分席位、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别化、动态化的价格机制，市场化程度不断加深。

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

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，不过，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

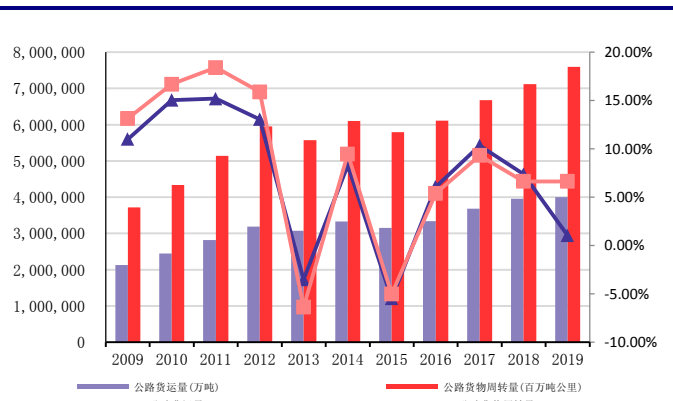
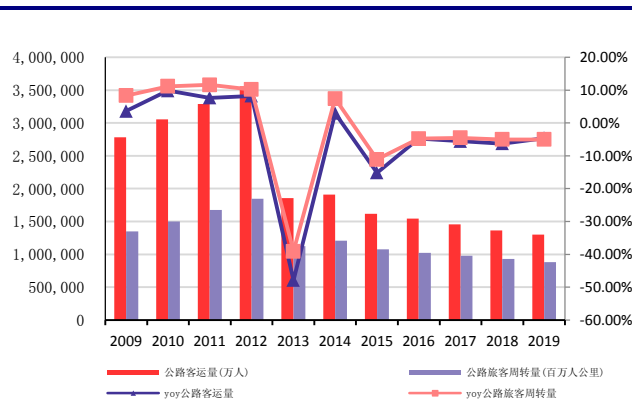
资料来源：国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

(二) 公路：9 月公路客运量恢复至疫情前 63%，货运量连续五个月同比正增长

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络日益完善，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。营运性客运方面，2019 年，我国公路客运量约为 130.1 亿人，较上年（136.5 亿人）同比降 4.8%，同比降幅较上年（6.3%）收窄 1.5pct；2019 年公路客运周转量为 8,857.1 亿人公里，较上年（9,275.5 亿人公里）同比降 4.6%，同比降幅较上年（5%）收窄 0.4pct。货运方面，2019 年，我国公路货运量为 416.1 亿吨，较上年（395.9 亿吨）同比增 5.1%，同比增幅较上年（7.4%）收窄 2.3pct；2019 年公路货运周转量为 74,836.1 亿吨公里，较上年（71,202.5 亿吨公里）同比增 5%，同比增幅较上年（6.6%）收窄 1.6pct。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2019)

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2019)

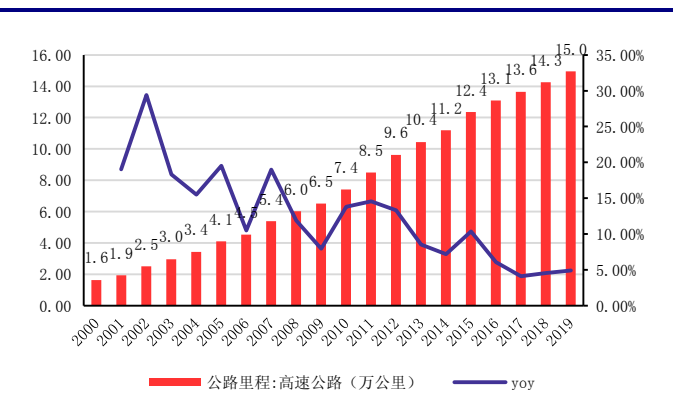
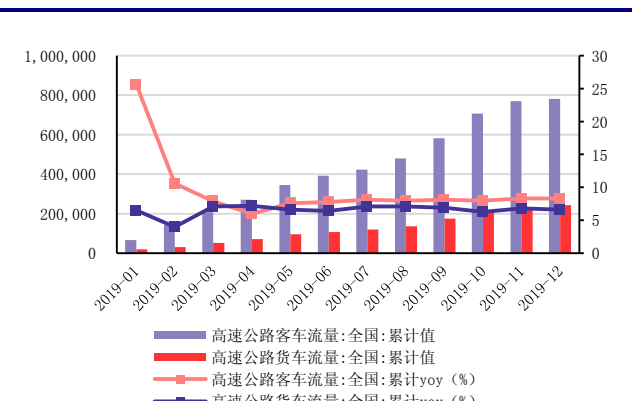


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23 高速公路交通量及增长率

图 24 高速公路里程及增长率(年)



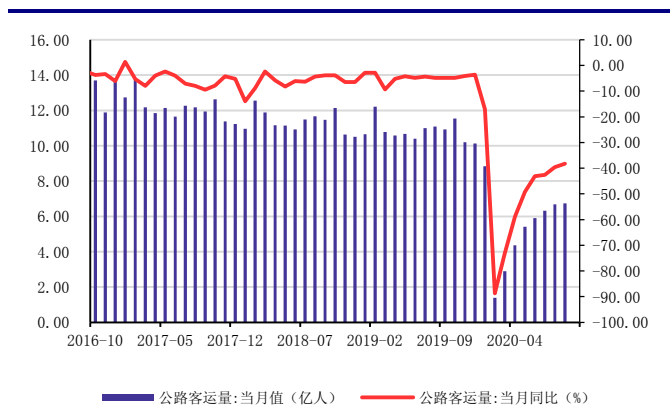
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：9月公路客运量为6.74亿人次，恢复至疫情前同期水平的63%。2020年9月，公路旅客运输量为6.74亿人次，较去年（10.92亿人次）同比-38.20%，较8月（6.69亿人次）环比+0.75%；9月，公路旅客周转量为461.35亿人公里，较去年（752.78亿人公里）同比-38.70%，较8月（466.66亿人公里）环比-1.14%。由此可见，9月公路客运量继续恢复至去年同期水平的63%。公路客运市场的修复进度滞后于铁路、民航、私家车出行，仍主要为长途大巴出行被替代分流的原因。

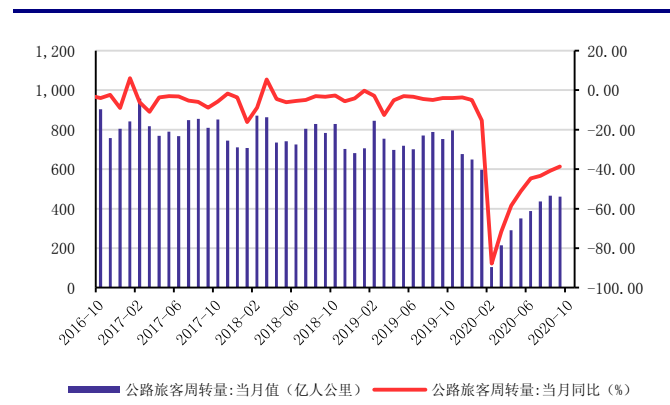
货运：9月公路货运量同比增7.0%，货运量连续五个月同比正增长。2020年9月，公路货物运输量为34.04亿吨，较去年（39.03亿吨）同比+7.00%，较8月（32.53亿吨）环比+4.64%；9月，公路货物周转量为6,122.31亿吨公里，较去年（7,080.46）同比-13.53%，较上月（5,576.32亿吨）环比+9.79%。由此可见，9月公路货运市场继续在正常轨道中运行，货物运输量同比已连续五个月实现正增长。

图 25 公路客运量及同比月度变化



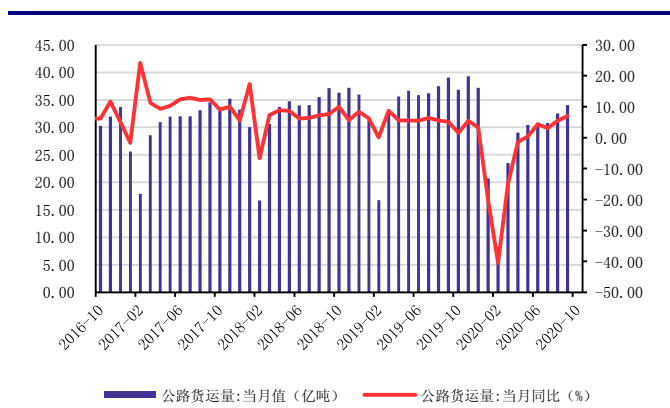
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运用周转量及同比月度变化



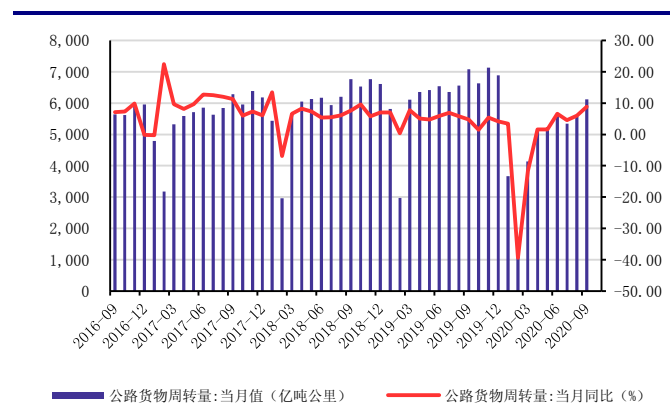
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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

图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价

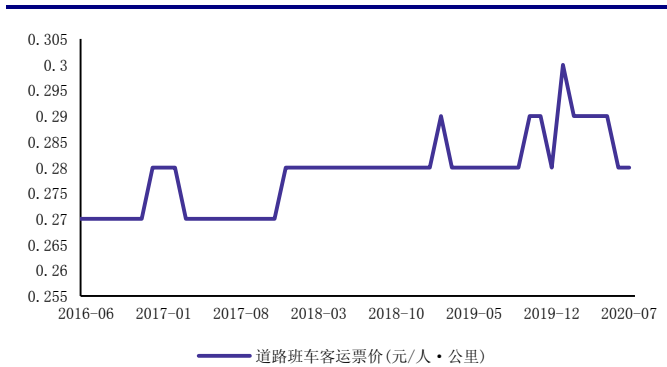
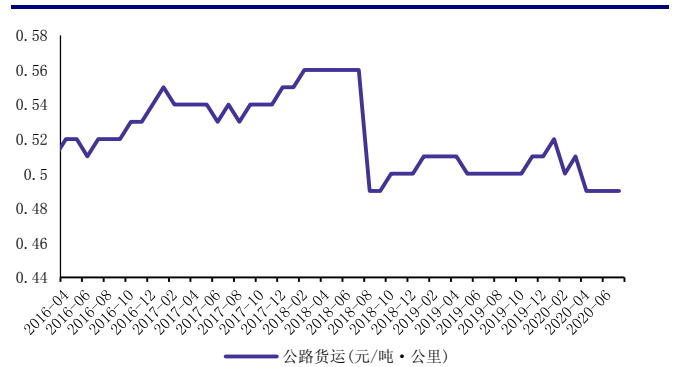


图 30 36 个大中城市平均公路货运价格



资料来源: Wind, 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

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)

省市	北京部分高速		江苏部分高速		浙江部分高速		广东部分高速(收费系数)*	
	客车	货车	客车	货车	客车	货车	客车	货车
1 类	0.5	0.5	0.45	0.45		0.45	1	1
2 类	1	1.27	0.675	1.05		0.841	1.5	2.1
3 类	1.5	1.7	0.9	1.57		1.321	2	3.16
4 类	1.8	1.9	0.9	1.9		1.639	3	3.75
5 类		1.97		1.94		1.675		3.86
6 类		2		2.32		1.747		4.09

*广东省高速公路收费标准分为: 四车道 0.45 元/标准车公里, 六车道及以上 0.6 元/标准车公里

资料来源: 交通运输部, 中国银河证券研究院整理

公路运输价格方面: 2019 年 12 月, 36 个大中城市平均公路班车客运票价 0.28 元 /人公里, 与去年同期大致持平, 较上月 (0.29 元/人公里) 小幅下降。36 个大中城市平均公路货运价格 0.51 元/吨公里, 与上个月环比增加 0%, 与去年同期相比上升 2%。高速公路收费标准方面: 2020 年 1 月 1 日正式实施新标准, 货车按照车型 (轴型) 进行收费。

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

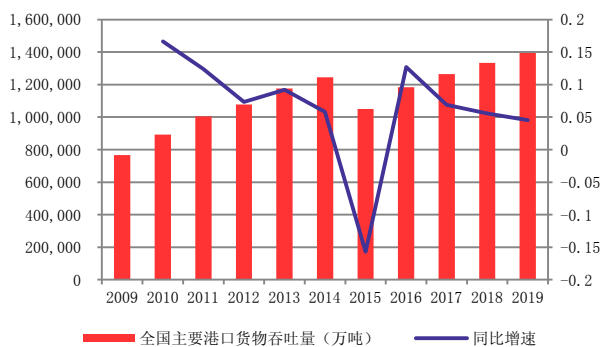
类别	纵轴数(含悬浮轴)	说明
1专项作业车	2	车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg
2专项作业车	2	车长不小于6000mm且最大允许总质量不小于4500kg
3专项作业车	3	
4专项作业车	4	
5专项作业车	5	-
6专项作业车	≥6	

资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院整理

(三) 水路：Q4 散运市场预期稳中偏强，货运旺季集运市场继续向好

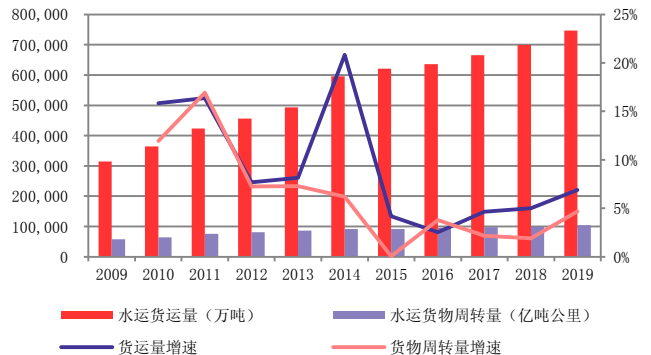
长期来看：港口吞吐量增速降至5%以下。截止2019年，全国主要港口货运吞吐量为139.5亿吨，同比增4.5%，增幅较去年(5.5%)有所回落。港口生产运营总体表现平稳。水路货运量增幅有所提升。据统计数据显示，2016-2019年期间，水路货运量增幅分别为4.0%、4.6%、4.7%、6.9%。2019年，水路货运量为74.7亿吨，水运周转量为103963.0亿吨公里，平均运距为1391公里。水路运输承担着中长距离运输功能。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2019)



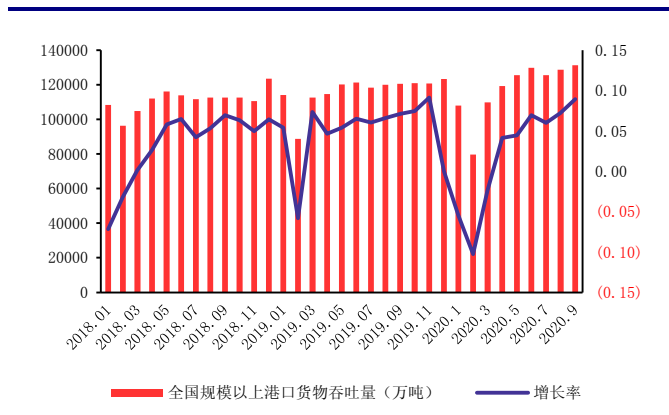
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2019)



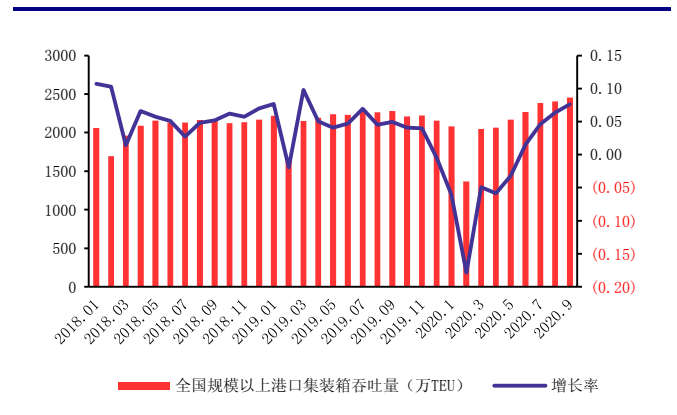
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

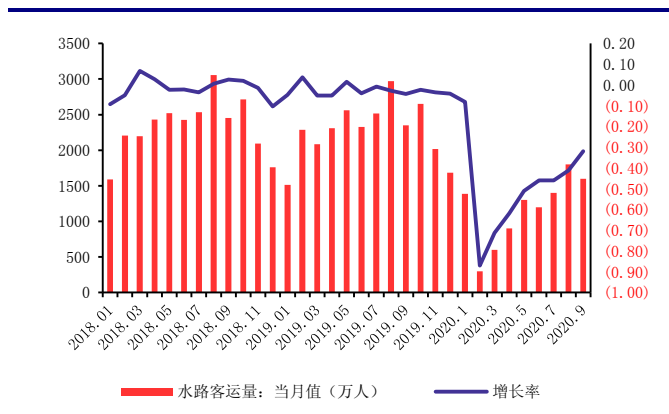
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

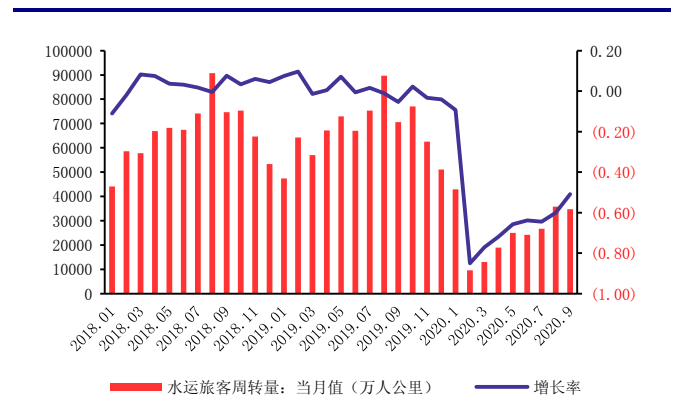
航运: BDI 指数报收 1402 点, Q4 散运市场稳中偏强。散运方面, 截至 2020 年 10 月 26 日, 波罗的海干散货指数 BDI 报 1,402 点, 较去年同期(1,801 点)同比-9.05%, 较上月(1,658 点)环比-15.44%。BDI 指数继续位于相对高位区间, 符合此前预期。总体上来看, 进入 Q4, 海外疫情形势仍严峻, 但我国疫情率先收尾后, 经济活跃度持续提升, 基建投资逐步增加, 全球铁矿石、煤炭运输需求增加, 对大型散运船舶的运费水平形成支撑。

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

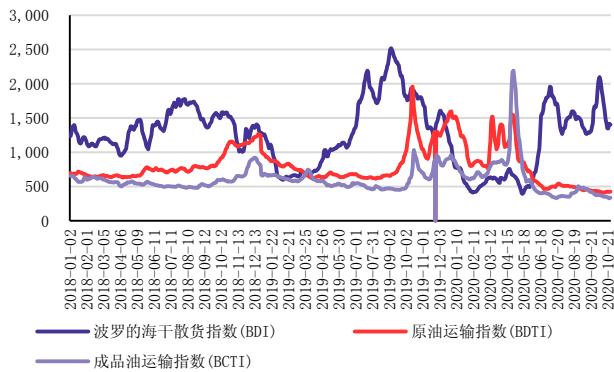
图 36 水运旅客周转量月度变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

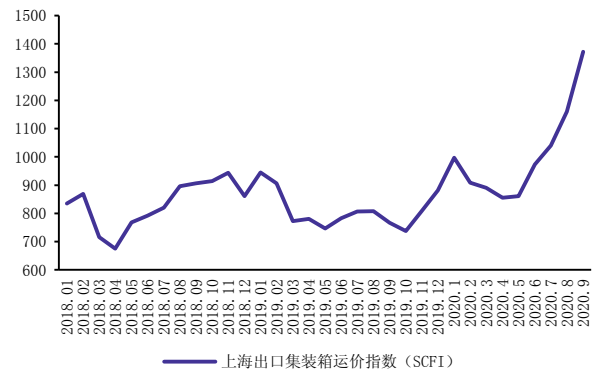
油运方面, 波罗的海原油运价指数 (BDTI) 2020 年 10 月 26 日报收 425 点, 较上年同期 (1185 点) 同比-64.14%, 较上月 (435 点) 环比-2.30%。成品油运输指数 (BCTI) 2020 年 10 月 26 日报收 334 点, 较去年 (742 点) 同比-54.99%, 较上月 (372 点) 环比-10.22%。由此可见, 10 月, 油运市场的弱势基调继续。从市场需求端来看, 一方面, 因欧美疫情仍严峻, 确诊人数持续攀升, 同时存在二次爆发隐患, 炼厂原油进口需求疲弱, 恢复进度不及预期; 另一方面, OPEC+减产执行率维持高位, 使得原油出口需求亦继续承压。供给端来看, 储油船舶回归现货市场带来的运力增加, 继续压低油运价格。我们认为, 当前油运市场整体呈现供需两弱的局面, 虽进入 Q4 旺季, 市场短期内显著走强的动力可能不足, 同时, 因炼厂秋冬检修进一步抑制需求, 叠加美国大选带来的不确定因素, 预计年底前运价或将持续低位波动。

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)



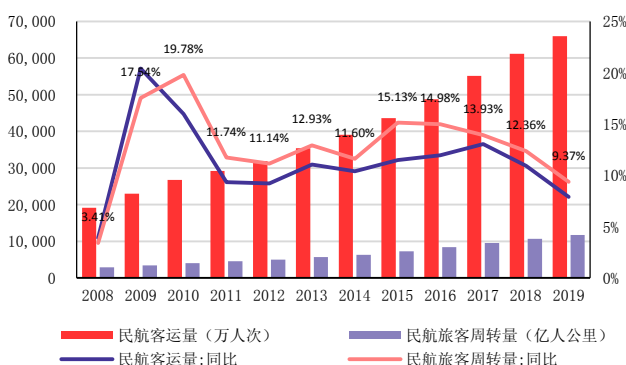
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

集运方面, 2020年9月, 上海出口集装箱运价指数(SCFI)为1372.11点, 较去年(766.55点)同比+79.0%, 较上月(1160.59点)环比+18.23%, 同、环比继续呈现加速改善趋势, 集运市场表现向好, 符合此前预期。我们认为, 主要系我国经济活动加速恢复, 进出口贸易进一步常态化所致, 同时, 因进入Q4货运物流旺季, 集装箱运输需求再迎一波增量, 提振集运价格。在旺季的基础上, 伴随着中美、中欧航线复航, 我们维持年底前集运市场向好的预期不变。

(四) 航空: 9月“三大航”国内航线客运量同比回正, 客座率近80%

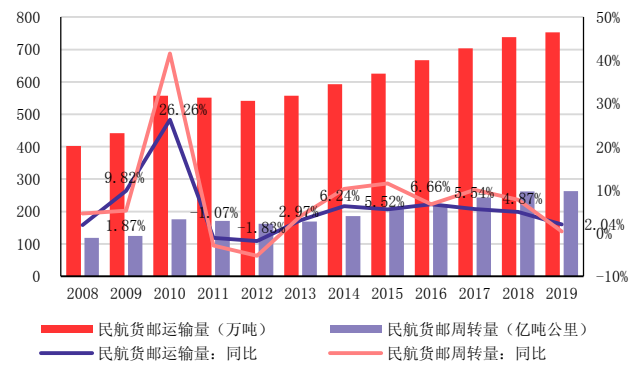
长期来看: 民航客运量增幅有所下滑。据统计数据显示, 2014-2018年民航客运量增幅均超过10%。2019年完成运输总周转量1292.7亿吨公里, 同比增长7.1%; 民航完成旅客运输量6.6亿人次, 同比增长7.9%; 货邮运输量752.6万吨, 同比增长1.9%。民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达32.8%, 同比提升1.5个百分点。

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



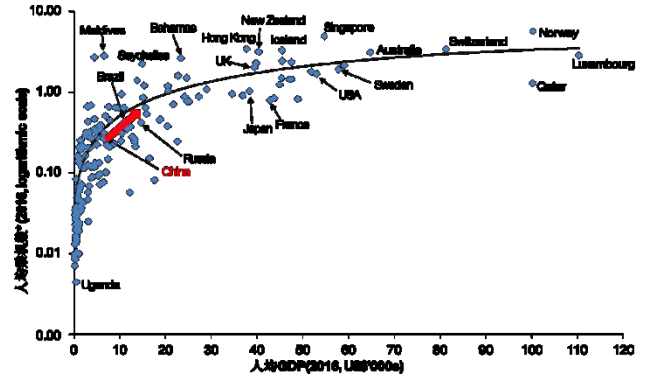
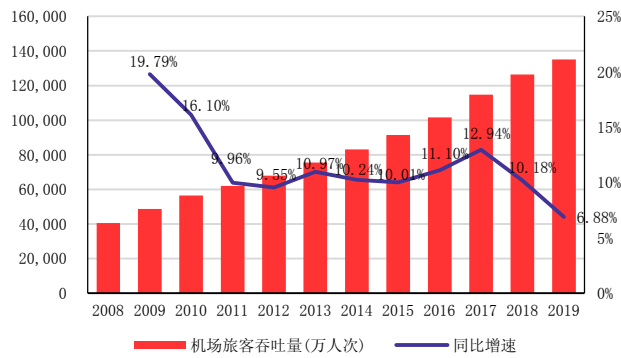
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

机场方面, 2019年, 全年旅客吞吐量完成13.52亿人次, 较上年(12.65亿人次)同比增幅6.88%, 较上年(10.2%)有所收窄, 一定程度上与基数转化效应有关, 即吞吐量基数增

加带来增速下行。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续 5 年逾 8000 万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019 年，我国千万级机场已达 39 个，较上年增加 2 个。

图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅（2008-2019）

图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



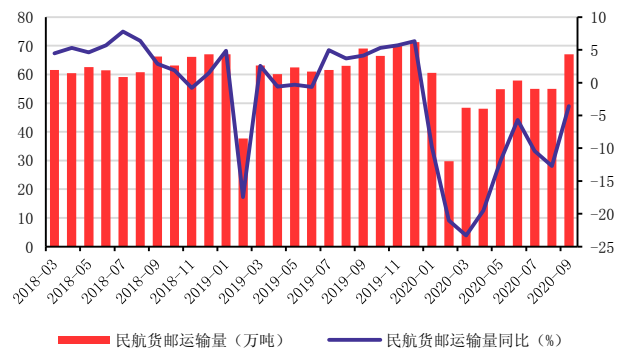
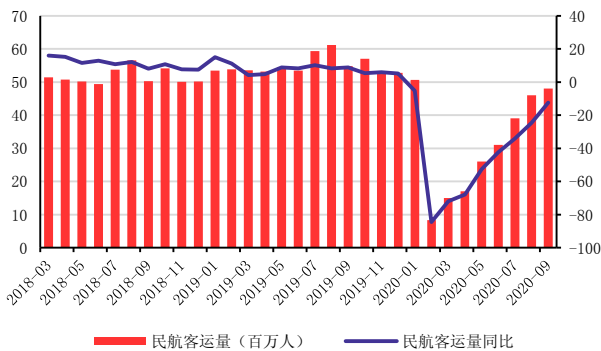
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运: 9 月民航客运量同比降 12.5%，恢复至疫情前同期水平的 87.5%。2020 年 9 月，全国民航完成旅客运输量 0.48 亿人次，较上年 (0.55 亿人次) 同比-12.5%，较 8 月 (0.46 亿人次) 环比+4.35%；9 月，完成民航旅客周转量 695.3 亿人公里，较上年 (970.8 亿人公里) 同比-28.4%，较 8 月 (652.6 亿人公里) 环比+6.54%。由此可见，9 月民航客运量同、环比改善趋势继续，客运量已恢复至疫情前同期水平的 87.5%，且民航市场修复进度继续快于铁路、公路客运市场，表现向好。

图 43 民航客运量月度变化

图 44 民航货运量月度变化



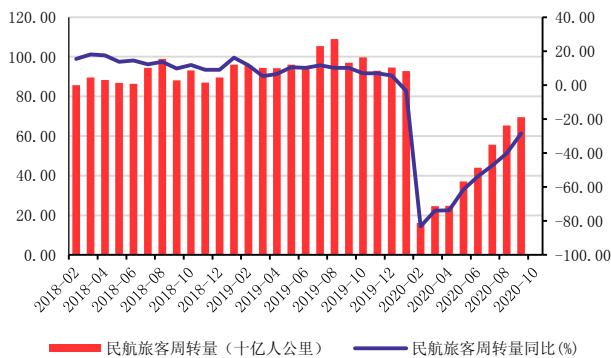
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

9 月“三大航”国内航线客运量年内首次回正。按照航线种类来看，以“三大航”为例，9 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比+1.3%、+2.51%、+1.22%，年内首次回正，回归疫情前正常水平；国际航线客运量继续为疫情前同期水平的 3%左右，国航、南航、东航国际航线客运量分别同比-97.1%、-95.21%、-96.82%，未见显著改善。由此可见，9 月，暑运旺季季后，因国内公商务客流替代效应显现，刺激国内民航市场加速修复，“三大航”国内航线客运量完全回归疫情前同期水平，超出了此前的年底回归正常化的预期。10 月小长假过后，

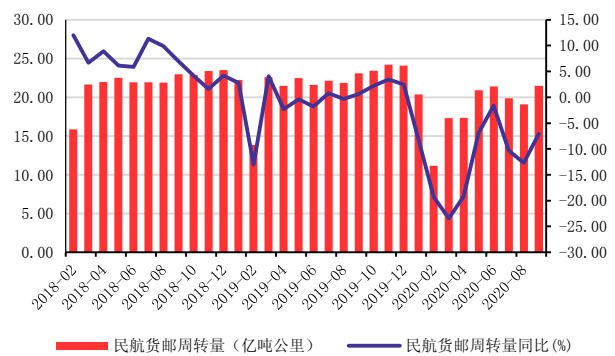
将进入年底出行淡季，我们预计，年底前国内航线客流或有一定的季节性回落，但整体上将继续在正常轨道上运行。考虑到海外疫情形势继续严峻，国际航线的修复仍取决于疫苗研发结果的明朗化。

图 45 民航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

图 46 民航货邮周转量月度变化

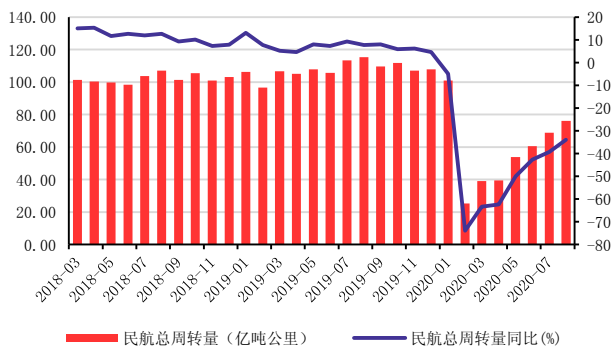


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

货运：9月航空货运量加速恢复，达到疫情前水平的96%，年底货运旺季预期向好。2020年9月，全国民航共完成货邮运输量67.0万吨，较上年（69.01万吨）同比-3.60%，较上月（54.94万吨）环比+21.95%；9月，完成民航货邮周转量21.46亿吨公里，较上年（23.10亿吨公里）同比-7.1%，较上月（19.09亿吨公里）环比+12.42%。由此可见，9月，民航货运市场环加速恢复，已达到疫情前水平的96%，基本回归正常化。我们预计，随着年底货运物流旺季到来，将进一步刺激民航货运市场改善，Q4货运量有望继续提升。

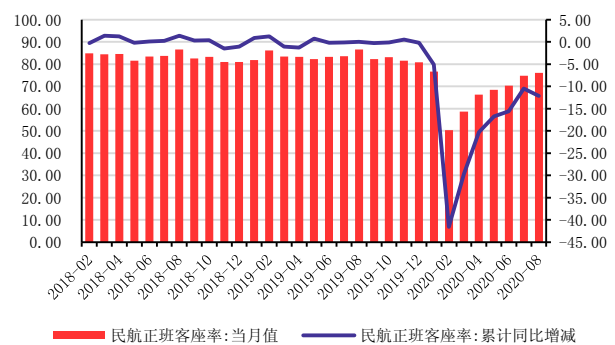
以“三大航”为例按航线种类进行拆分，9月，国航、南航、东航国际航线货运量同比分别-14.2%、-7.84%、-62.03%，国内航线货运量同比分别+2.8%、-12.96%、-4.06%。由此可见，“三大航”的国内航线货运量已基本恢复至疫情前的90%，其中，国航的国内货运量已达到疫情前水平。国际航线货运量亦继续呈现加速改善。

图 47 民航总周转量月度变化



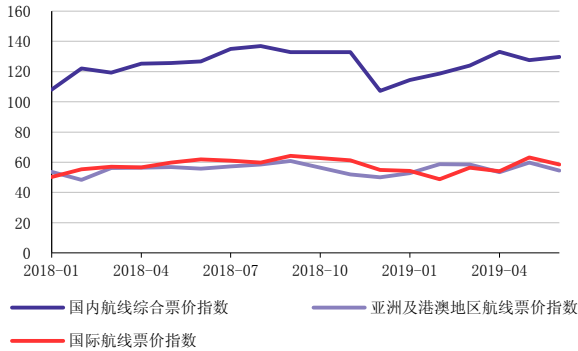
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48 2018年1月-2020年8月民航客座率



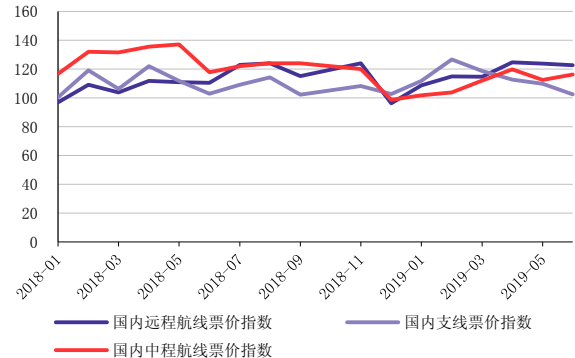
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 49 2018 年 1 月-2019 年 6 月民航票价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

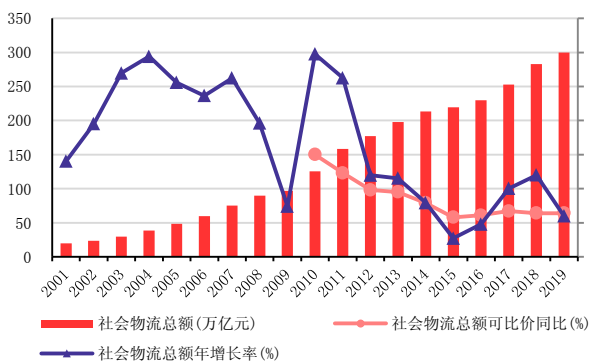
航班利用率: 9 月“三大航”客座率达 76.73%，接近疫情前同期水平。根据民航局最新数据，2020 年 8 月，全国民航正班客座率为 76.1%，较去年（86.6%）同比-10.5pct，较 7 月（74.8%）环比+1.74pct。9 月，“三大航”平均客座率为 76.73%，超过 75%，基本接近去年同期客座率（80.64%），较 8 月客座率（73.14%）环比+3.59pct。伴随 10 月小长假对出行需求的诱导性提振作用，“三大航”客座率有望达 80%以上，恢复至疫情前水平。

货邮载运率提升至 40%。根据民航局最新数据，2020 年 8 月，全国民航正班载运率为 67.5%，较去年（72.3%）同比-8.0pct，较 7 月（67.8%）环比-0.3pct，受“客改货”利好，载运率环比继续低位回升。9 月，三大航平均货邮载运率为 40.09%，较去年（44.13%）同比-4.04pct，较 8 月（29.12%）环比+10.97pct。随着夏季恶劣天气结束，9 月货邮载运率加速改善，提升至 40%水平，接近常态化。

（五）物流快递：9 月快递业务量同比增 44.6%，CR8 继续回落至 82.9

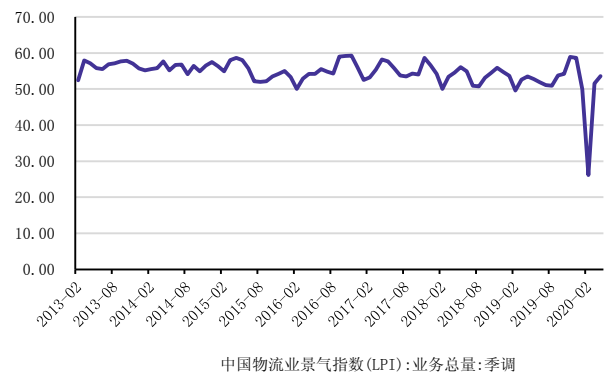
长期来看：物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013 年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在 50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在 7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 51 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

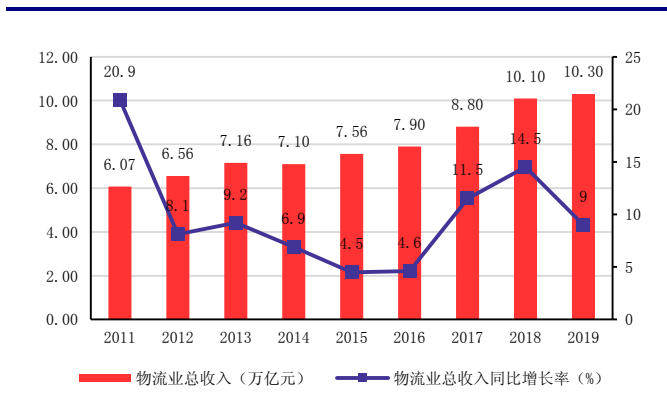
图 52 物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

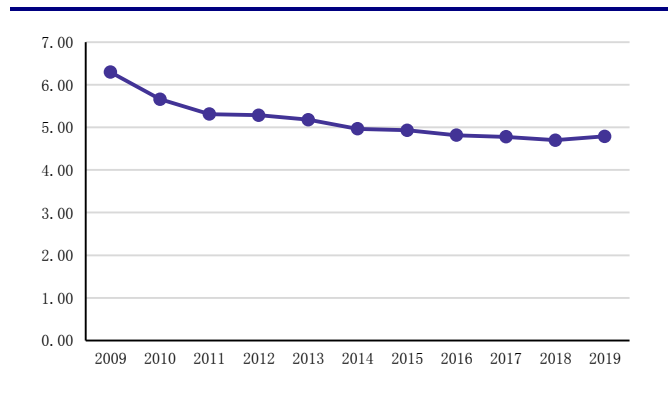
收入和费用：近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2019年，物流业实现总收入10.3万亿元，同比增长9.0%；社会物流总费用为14.6万亿元，同比增长9.8%，物流运行效率不断提升。

图 53 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

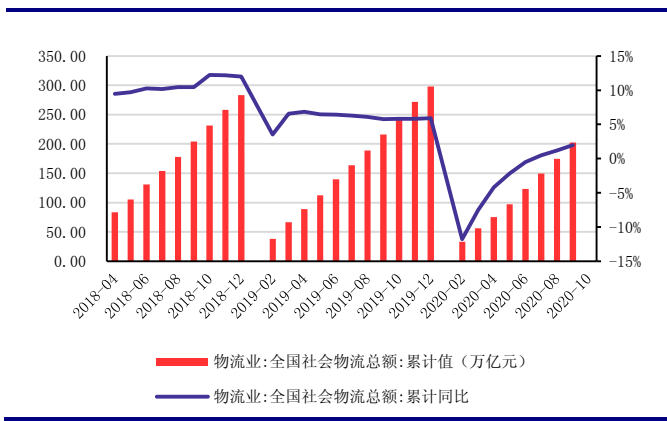
图 54 每百元社会物流总额所需社会物流总费用



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

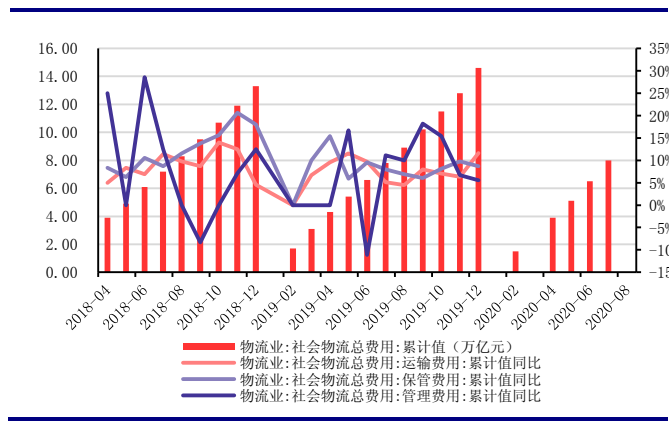
物流行业：复工复产基本完成，1-9月社会物流总需求同比连续三月正增长。物流总额方面，2020年1-9月，社会物流总额达202.5万亿元，同比+2.0%，累计同比增幅较1-8月(+1.2%)提高+0.8pct。由此可见，“金九银十”消费旺季下，物流总额实现同比连续三月实现正增长，物流业继续常态化运行。我们预计，伴随年底“双十一”、“双十二”、圣诞节等促消费活动集中来临，物流业将再迎来一波需求增量。

图 55 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

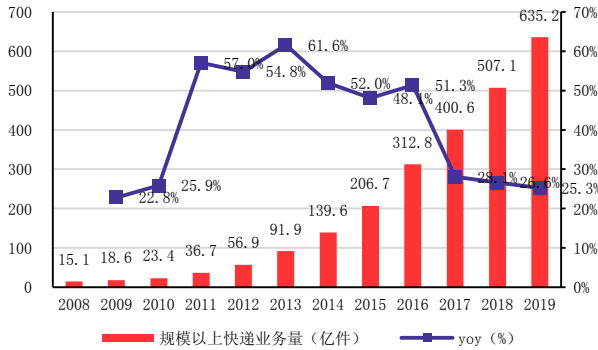
图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

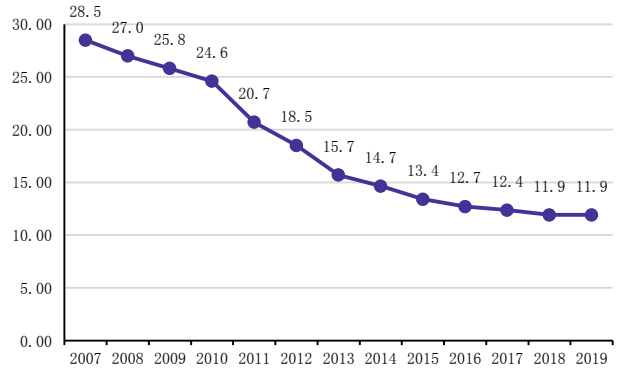
快递行业：长期来看，受网络零售业持续快速增长的支撑，中国快递业呈现加速上升态势。据国家邮政局统计数据，中国快递业务量由2007年12.02亿件上涨至2019年的635.2亿件，累计实现52.85倍增幅；快递业务收入由2007年的342.59亿元上涨至2019年的7497.8亿元，累计实现21.86倍增幅。2019年，快递业务量、收入分别较上年同比增25.27%、24.17%，行业增速位于25%左右的区间。

图 57 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

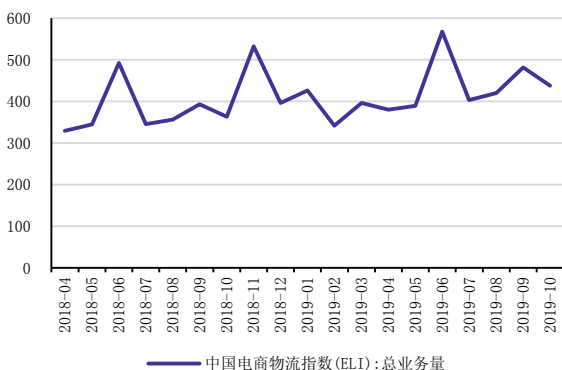
图 58 快递业务平均单价 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

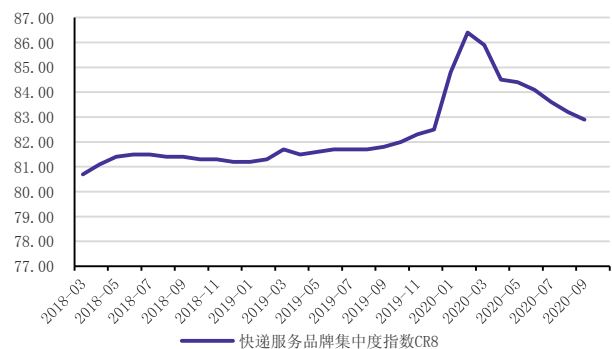
快递行业: 9月快递业务量同比增44.6%, CR8继续回落至82.9。2020年9月, 完成快递业务量80.9亿件, 较去年(55.97亿件)同比+44.6%, 较8月(72.4亿件)环比+11.74%; 9月快递业务收入为824.3亿元, 较去年(649.2亿元)同比+27%, 较8月(727.4亿元)环比+13.32%。发展指数方面, 9月, 中国快递发展指数为330.2, 较去年(222.4)同比+48.47%, 较上月(327.3)环比+0.89%。由此可见, 2020年9月, 快递件量规模重回40%以上增速, 超出此前预期。我们认为, 一方面系持续受益于“疫后”网购需求释放带来的电商红利, 另一方面与本月“9.19”电商节等促销活动的进一步需求提振作用有关。**累计来看, 2020年1-9月, 快递业务量累计同比增27.88%, 连续两月超出此前22%-25%的预期水平。**市场集中度方面, 9月快递服务品牌集中度指数CR8为82.9, 较去年同期(81.8)同比+1.1, 仍位于较高水平, 但相较上月(83.2)环比-0.3, 继续呈现环比回落态势。由此, 我们认为, 基于今年市场集中度持续的高位回调趋势, 可以发现“黑马”极兔快递对头部公司市场份额存在分蚀效应, 市场出清的进度受到了一定的牵制, 价格战下的恶劣市场竞争格局或被迫延长。叠加考虑极兔背靠拼多多, 在份额竞争中, 为极兔再添一臂之力, 这对于市占率排名相对较后的快递公司构成较为不利的因素。极兔的搅局因素对于市场出清的进程或有一定的牵制, 但考虑到头部公司份额优势总体稳固, 我们暂时继续维持行业在1年左右出清的预期不变。

图 59 2018年-2019年10月中国电商物流指数



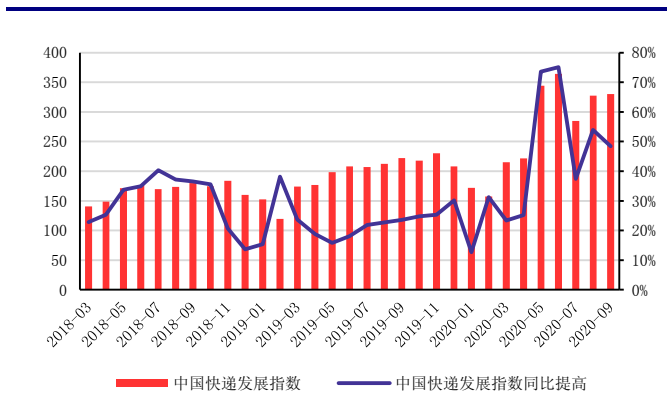
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 60 2018年-2020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

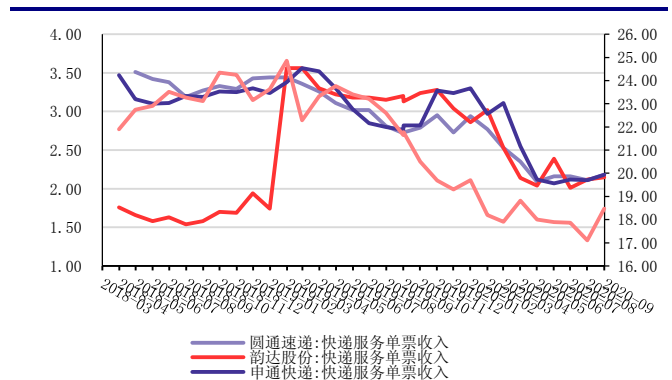
图 61 2018 年-2020 年 9 月中国快递发展指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020 年 9 月, 代表性快递企业圆通速递(600233.SH)、韵达股份(002120.SZ)、申通快递(002468.SZ)、顺丰控股(002352.SZ)的单票收入分别为 2.18 元、2.15 元、2.18 元和 18.47 元, 同比变动分别为-20.15%、-31.13%、-22.7%和-15.16%, 与 8 月相比环比变动+3.32%、+1.42%、+3.32%和+7.95%。由此可见, 9 月价格战暂时性缓和, 竞争格局暂时有所好转, 但预计 1 年内市场出清之前, 快递公司营收及盈利空间或继续承压。

图 62 2018 年-2020 年 9 月快递单票收入

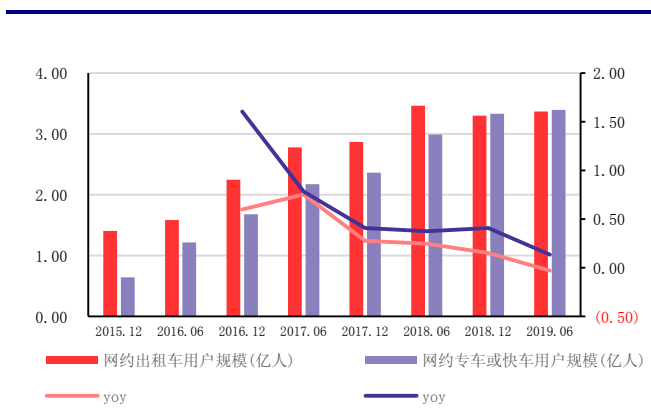


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：网约车市场逐步修复，嘀嗒出行拟在港股上市

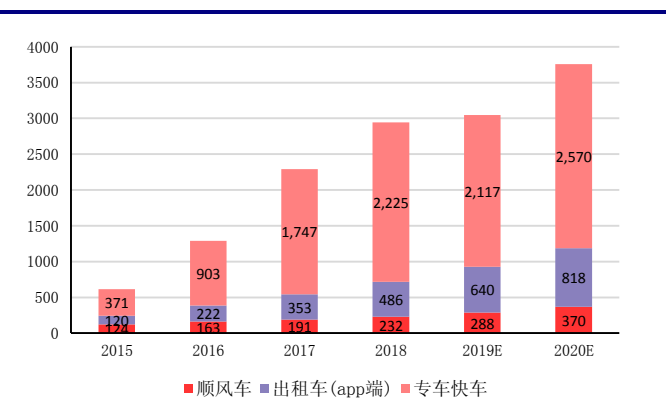
9 月网约车市场逐步修复, 10 月嘀嗒出行拟在港股上市。9 月, 网约车市场逐步恢复, 市场规模或进一步向常态化水平靠近, 预计有望达到疫情前水平的 80%。同时, 值得注意的是, 10 月 8 日, 嘀嗒出行正式向港交所公开递交招股书, 拟在港股上市, 成为我国“网约车上市第一股”, 为网约车市场规模的进一步扩展提供了有力动能。

图 63 网约车行业用户规模变化趋势及增幅



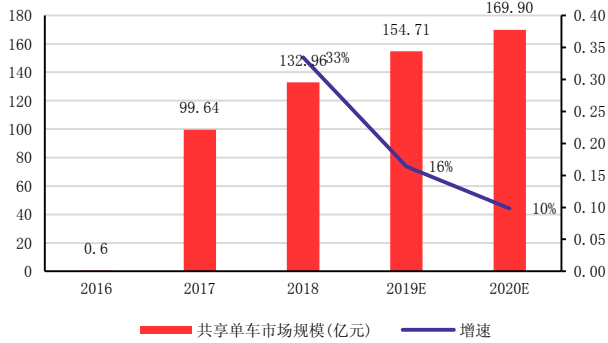
资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

图 64 2015-2020 网约车细分市场交易规模(亿元)



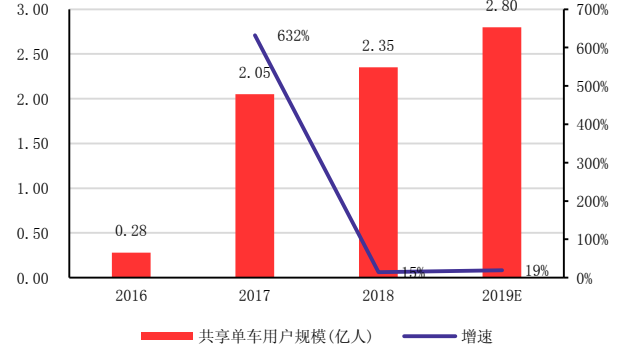
资料来源: 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

图 65 共享单车市场规模变化趋势及增幅



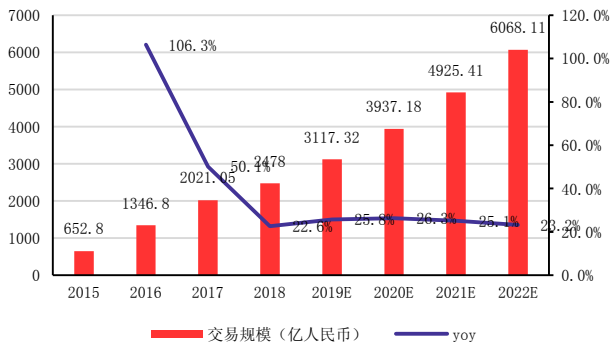
资料来源：中国互联网协会，易观 Analysys，中国银河证券研究院整理

图 66 共享单车用户规模变化趋势及增幅



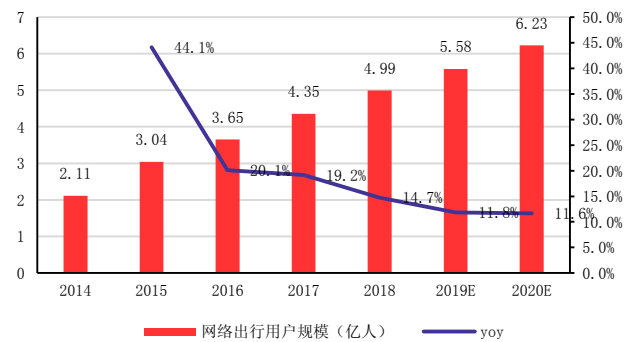
资料来源：中国互联网协会，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 67 2015-2022 年中国网络出行市场规模



资料来源：中国互联网协会，CNNIC，中国银河证券研究院整理

图 68 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

三、行业面临的问题及建议

(一) 面临的问题

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。

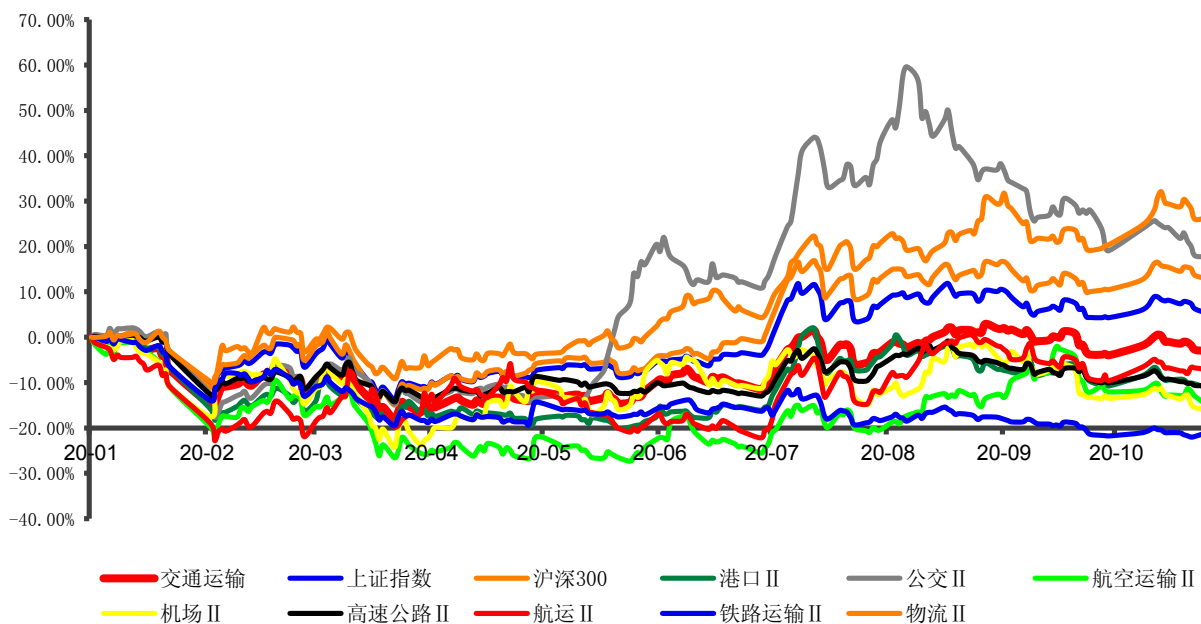
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2020年10月29日，A股交通运输上市公司为123家，占比3.04%；交通运输行业总市值（剔除B股上市公司）为23,958.15亿元，占总市值比例为3.34%。目前市值排名前10的交通运输上市公司分别为：顺丰控股（002352.SZ）、京沪高铁（601816.SH）、上海机场（600009.SH）、中国国航（601111.SH）、上港集团（600018.SH）、大秦铁路（601006.SH）、南方航空（600029.SH）、中远海控（601919.SH）、东方航空（600115.SH）、宁波港（601018.SH）。

2020年来，受国内外新冠疫情影响，市场呈现波动态势，上证综指、沪深300分别+4.52%和+13.08%，交通运输指数-5.96%；2020年以来，交通运输各子板块大部分下跌，其中，港口、公交、航空运输、机场、高速公路、航运、铁路运输、物流分别变动-12.83%、+12.35%、-17.96%、-17.62%、-11.96%、-9.57%、-22.89%、+21.46%，其中，公交、物流板块继续表现突出，其余各子板块则均继续呈下跌。

图 69 交通运输各子行业表现情况（2020/01/02-2020/10/30）



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

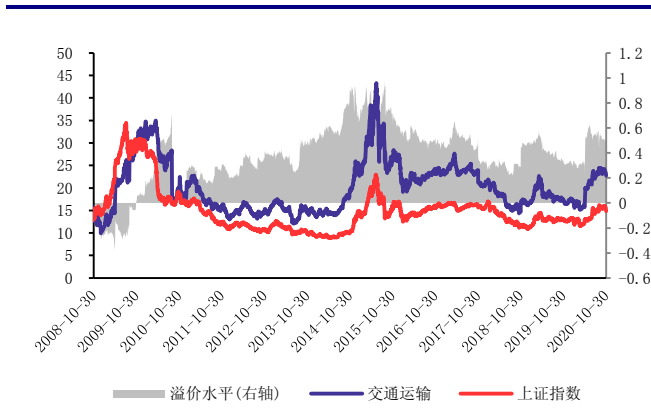
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2020年10月29日，交通运输行业市盈率为22.75倍（TTM），上证A股为14.87倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为152.96%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

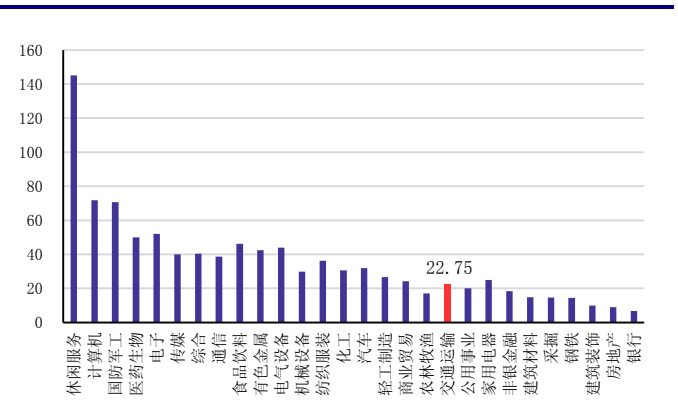
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 22.75 倍（2020/10/30），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

图 70 交通运输行业估值及对比及溢价情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 71 交通运输行业与其他行业估值对比

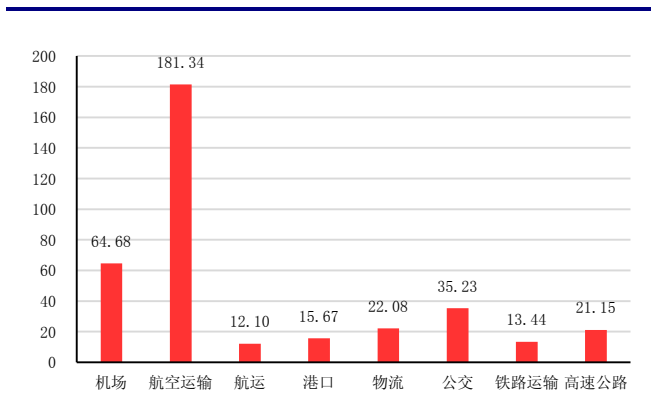


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

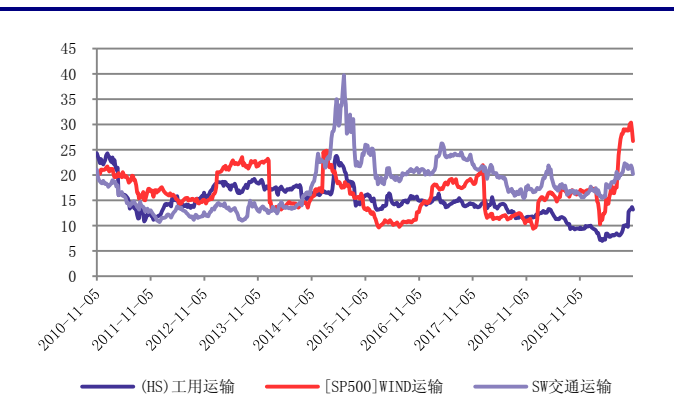
我们选择 [HS] 公用运输指数、[SP500] Wind 运输指数与交通运输指数进行对比,截至 2020 年 10 月 30 日,上述指数市盈率分别为 13.15 倍、26.71 倍和 22.75 倍。美股、A 股交通运输上市公司估值呈现上升态势,港股交通运输上市公司估值继续处于相对低位。

图 72 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 73 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110亿美元、港股中市值大于150亿港元、A股中260亿元的交通运输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运输上市公司主要聚焦在铁路、航空和物流板块，市盈率处于25-30倍左右。港股方面，重点交通上市公司市盈率处于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，重点交通上市公司的市盈率处于8倍至70倍之间，范围相对较大。

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 2020.10.30）

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)
				2020Q3	2019Y	2020Q3	2019Y				
1	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	11.59	3.11	3.17	-7.33	1,356.45	29.59	41.52	5.31
2	UNP.N	联合太平洋	铁路	-12.75	-4.92	-12.11	-0.79	1,194.03	22.23	6.59	7.97
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-	4.16	-	-2.59	707.62	26.66	5.12	5.09
4	FDX.N	联邦快递	航空货运 与物流	-	-0.68	-	138.15	681.35	38.19	3.72	6.79
5	CSX.O	CSX 运输	铁路	-14.30	-2.56	-21.68	0.66	603.71	21.75	5.10	3.63
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	-16.15	-1.41	-34.73	2.10	531.13	26.48	3.50	7.90
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-	6.51	-	25.06	402.33	23.62	7.43	17.29
8	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	-	25.59	-	29.46	247.87	32.16	4.51	6.38
9	LUV.N	西南航空	航空公司	-57.87	2.11	-221.21	-6.69	233.33	-14.12	2.37	-2.80
10	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	-5.10	1.62	2.41	1.63	223.36	35.63	7.25	5.34
11	DAL.N	达美航空	航空公司	-63.11	5.78	-416.98	21.14	195.40	-1.86	1.27	-16.51
12	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	10.36	-	-26.70	175.73	70.81	3.00	0.20
13	KSU.N	堪萨斯南方铁路	铁路	-9.23	5.60	9.62	-14.11	164.87	28.51	3.73	6.18
14	GOL.N	勒莫国航	航空公司	-	21.50	-	89.20	156.64	-20.28	0.00	-1.46
15	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	-	0.46	-	-4.50	148.16	24.54	6.75	3.60
16	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	2.74	6.39	-5.28	5.46	128.65	25.90	5.67	4.70
17	CHRW.O	罗宾逊全球物流	航空货运 与物流	1.23	-7.95	-24.95	-13.17	119.22	26.05	7.14	3.39

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 2020.10.30）

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 (BPS)
				2020H1	2019Y	2020H1	2019Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	-23.14	1.96	-106.07	-25.46	2,370.16	38.91	1.27	0.99
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	3.21	25.59	-10.64	29.46	1,960.35	32.81	4.58	6.38
3	0753.HK	中国国航	航空公司	-54.61	-0.43	-400.23	-12.66	726.24	-6.10	0.70	-0.72
4	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	-47.93	7.28	-586.27	-8.81	620.84	-7.55	0.87	-0.47
5	1919.HK	中远海控	海运	3.19	25.09	-2.34	443.90	606.85	8.00	1.54	0.54
6	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	-57.26	4.95	-540.08	18.31	504.49	-6.08	0.65	-0.45
7	0177.HK	江苏宁沪 高速公路	公路与铁 路	-45.00	1.54	-78.72	-4.04	390.43	14.27	1.23	0.48
8	0293.HK	国泰航空	航空公司	-48.33	-3.68	-832.37	-27.89	338.60	-3.56	0.54	-1.48
9	1308.HK	海丰国际	海运	-0.42	7.22	9.86	11.37	320.63	17.94	4.08	0.09
10	0144.HK	招商局港 口	海港与服务	-8.67	-12.42	-76.32	15.42	296.55	8.78	0.37	0.94
11	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	10.47	7.87	-61.54	55.27	290.16	14.01	1.26	1.15
12	6198.HK	青岛港	海港与服务	1.23	3.71	0.24	5.47	285.61	6.62	0.84	0.58
13	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	-22.93	45.24	38.28	19.18	264.21	4.81	0.87	2.50
14	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	-31.01	6.82	-65.26	5.58	229.32	7.83	0.95	0.59
15	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	-71.99	-22.99	-157.20	-15.76	216.60	50.57	0.78	0.09
16	0316.HK	东方海外 国际	海运	3.94	4.66	-26.55	1,146.97	209.64	2.06	0.55	2.10
17	0598.HK	中国外运	海运	5.28	0.43	-19.93	3.68	169.48	5.38	0.53	0.37
18	0357.HK	瑞港集团	机场服务	-24.59	-7.53	-71.09	-7.50	156.40	37.63	2.74	0.80
19	0548.HK	深圳高速 公路股份	公路与铁 路	-37.38	6.49	-97.22	-27.34	150.47	13.55	0.73	0.45
20	1199.HK	中远海运 港口	海港与服务	-12.60	2.73	10.53	-5.10	150.18	5.74	0.39	0.10

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 2020.10.30）

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)
				2020Q3	2019Y	2020Q3	2019Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	39.13	23.37	27.07	26.00	3,772.73	53.26	7.17	1.55
2	601816.SH	京沪高铁	铁路运输 II	-34.87	5.72	-85.34	16.48	2,740.14	38.43	1.51	0.15
3	600009.SH	上海机场	机场 II	-58.11	17.52	-116.64	18.72	1,273.72	65.49	4.23	1.01
4	601111.SH	中国国航	航空运输 II	-52.99	-0.43	-250.76	-11.57	986.23	-15.98	1.19	-0.42
5	600018.SH	上港集团	港口 II	-27.79	-5.10	-10.86	-13.48	968.66	11.36	1.17	0.37
6	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	-12.02	2.01	-25.57	-6.04	952.96	9.09	0.82	0.71
7	600029.SH	南方航空	航空运输 II	-43.98	7.45	-287.13	-10.45	844.64	-11.71	1.18	-0.47
8	601919.SH	中远海控	航运 II	5.46	25.02	56.95	241.99	801.77	12.03	2.17	0.54
9	600115.SH	东方航空	航空运输 II	-54.71	5.16	-302.49	18.43	751.82	-10.31	1.32	-0.45
10	601018.SH	宁波港	港口 II	-24.49	10.79	-7.80	18.44	575.39	18.00	1.11	0.20
11	002120.SZ	韵达股份	物流 II	-4.81	148.30	-47.13	0.80	559.82	27.55	4.11	0.70
12	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	-28.60	1.10	-46.89	-3.92	461.96	19.22	1.78	0.48
13	600233.SH	圆通速递	物流 II	8.34	13.42	4.36	-12.99	440.80	26.28	2.65	0.53
14	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	-22.61	21.09	-61.20	11.30	423.21	18.80	0.87	0.36
15	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	-40.96	12.88	-108.81	22.31	390.60	67.54	2.74	0.63
16	601872.SH	招商轮船	航运 II	8.59	33.17	273.90	49.24	390.25	9.32	1.42	0.62
17	600026.SH	中远海能	航运 II	26.16	12.97	343.49	112.86	313.39	9.88	0.87	0.67
18	600350.SH	山东高速	高速公路 II	-4.97	9.02	-34.89	-15.46	290.59	12.87	1.04	0.47
19	600221.SH	海航控股	航空运输 II	-64.86	6.83	2,415.32	120.70	260.49	-2.21	0.75	-0.70

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

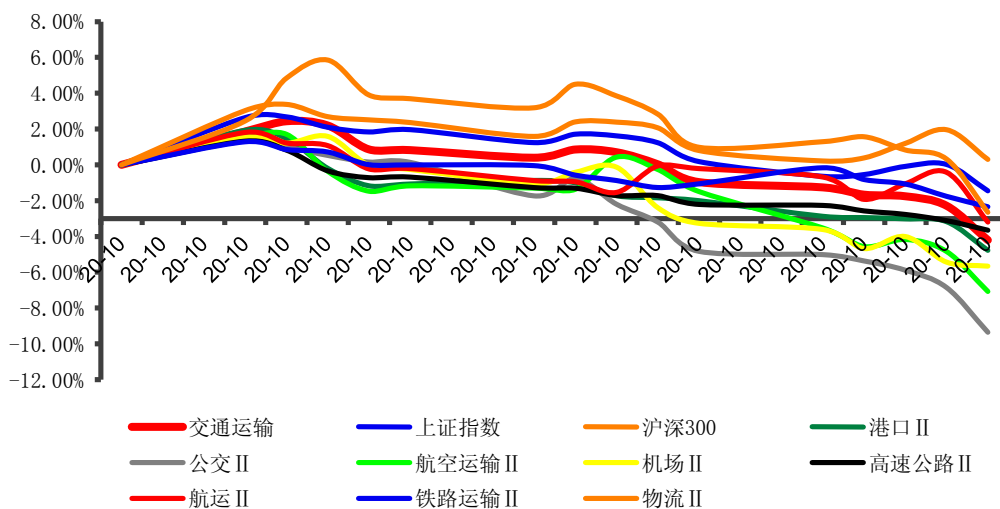
五、投资建议

(一) 最新观点：货运物流旺季带来产业链投资机会，持续看好货代龙头和头部快递公司

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，截至 2020 年 10 月 30 日，航空、公交、机场板块 PE 较高，分别为 181.34 倍、35.23 倍、64.68 倍，高于交通运输行业值 22.75 倍；其中，航空板块 2020 年上半年净利润同比下滑态势明显，导致动态市盈率大幅提升；公交板块中，个股申通地铁（600834.SH）受益于“EDA 概念”迎来一波上涨，强生控股（600662.SH）披露公司重组方案后亦迎来上涨行情，海汽集团（603069.SH）在免税概念炒作下股价持续上涨，公交板块属于主题炒作因素提升市盈率现象。高速公路、航运、铁路、港口板块 PE 分别为 21.25 倍、12.10 倍、13.44 倍、15.67 倍。物流板块的为 22.08 倍。

图 74 2020 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

2020 年 11 月投资策略：

1. 继续看好快递行业成长性机会。我们认为，年底前快递行业的高景气度逻辑不变，目前预计全年件量增速为 25%-30%。同时，继续维持行业在 1 年左右出清的预期，在此之前，价格战或将呈现较为激烈的状态，快递公司的盈利空间仍或持续承压，市场环境整体上仍比较恶劣。极兔对市场出清的进程或有一定的牵制。在此背景下，“以量为王”成为电商快递行

业竞争的主要逻辑。由此，我们继续看好快递头部公司的中长期投资机会。推荐市占率领先的快递龙头公司韵达股份(002120.SZ)。同时推荐迈向综合物流商的顺丰控股(002352.SZ)。

2.看好跨境电商深化发展带来的红利机会。国内国际“双循环”新发展格局下，一带一路行动倡议叠加跨境电商深化发展，预计跨境电商物流市场为万亿级。新冠疫情下，跨境物流需求旺盛，短期来看，航空运力仍将短缺，空运价格保持高位水平，利好空运代理。同时，考虑到年底前货运物流旺季持续，集运市场景气度持续向好，推荐布局跨境电商物流的空运代理龙头华贸物流(603128.SH)。建议集运业务龙头关注中远海控(601919.SH)

(二) 核心组合

重点推荐组合为顺丰控股(002352.SZ)、韵达股份(002120.SZ)、华贸物流(603128.SH)。

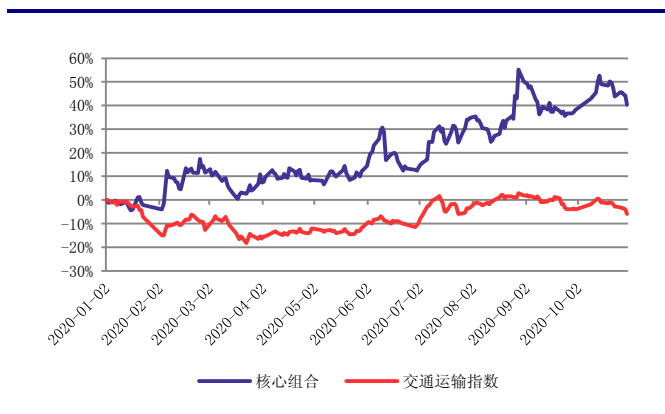
表 13 投资组合建议(截至 2020 年 10 月 30 日)

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
002352.SZ	顺丰控股	2020/1/2	120.92%
002120.SZ	韵达股份	2020/1/2	-41.36%
603128.SH	华贸物流	2020/9/28	9.69%

资料来源: Wind, 中国银行证券研究院整理

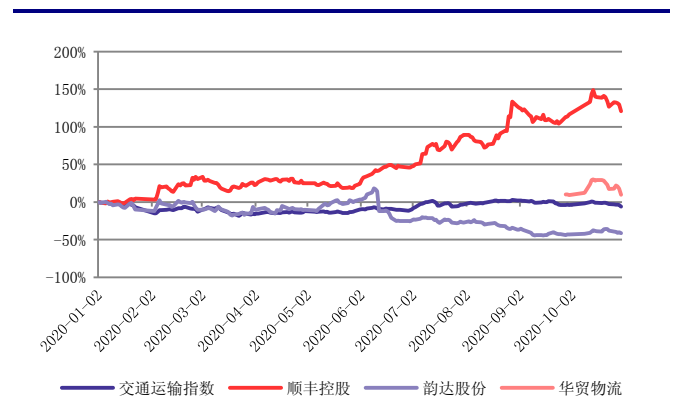
(三) 核心组合表现

图 75 核心组合表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 76 核心组合标的表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020 年推荐核心组合为顺丰控股(002352.SZ)、韵达股份(002120.SZ)、华贸物流(603128.SH)。自 2020 年 1 月 2 日截至 2020 年 10 月 30 日，交通运输业指数累计-5.96%，2020 年银河交通核心组合+40.24%。核心组合表现超越交通运输指数，相对收益+46.2%。

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 (2011-2019).....	7
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2019).....	7
图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2020Q3).....	7
图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2020Q3).....	7
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2019).....	8
图 8 交通运输行业季度净资产收益率 (2016Q1-2020Q3).....	8
图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2019).....	9
图 10 行业固定资产周转率 (2011-2019).....	9
图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2019Q4).....	10
图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2019Q4).....	10
图 13 交通运输板块营业收入变化及预测 (2015-2020E).....	10
图 14 交通运输板块净利润变化及预测 (2015-2020E).....	10
图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2019).....	11
图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2019).....	11
图 17 铁路客运量月度变化 (亿人).....	11
图 18 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里).....	11
图 19 铁路货运量月度变化 (亿吨).....	12
图 20 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里).....	12
图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2019).....	15
图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2019).....	15
图 23 高速公路交通量及增长率.....	15
图 24 高速公路里程及增长率 (年).....	15
图 25 公路客运量及同比月度变化.....	16
图 26 公路客运周转量及同比月度变化.....	16
图 27 公路货运量及同比月度变化.....	16
图 28 公路货运周转量及同比月度变化.....	16
图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价.....	17
图 30 36 个大中城市平均公路货运价格.....	17
图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2019).....	18
图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2019).....	18
图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化.....	19
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化.....	19
图 35 水运客运量月度变化.....	19
图 36 水运旅客周转量月度变化.....	19
图 37 波罗的海航运指数 (BDI、BDTI、BCTI).....	20
图 38 集运指数 (SCFI).....	20
图 39 民航旅客运输量、旅客周转量变化趋势及增速.....	20

图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速	20
图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅（2008-2019）	21
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性	21
图 43 民航客运量月度变化	21
图 44 民航货运量月度变化	21
图 45 民航旅客周转量月度变化	22
图 46 民航货邮周转量月度变化	22
图 47 民航总周转量月度变化	22
图 48 2018 年 1 月-2020 年 8 月民航客座率	22
图 49 2018 年 1 月-2019 年 6 月民航票价指数	23
图 50 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数	23
图 51 社会物流总额变化趋势及同比增幅	23
图 52 物流业景气指数变化情况	23
图 53 物流业总收入及增长率	24
图 54 每百元社会物流总额所需社会物流总费用	24
图 55 社会物流总额月度变化	24
图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化	24
图 57 快递业务量变化趋势及增速（2008-2019）	25
图 58 快递业务平均单价（元）	25
图 59 2018 年-2019 年 10 月中国电商物流指数	25
图 60 2018 年-2020 年 9 月快递服务品牌集中度指数 CR8	25
图 61 2018 年-2020 年 9 月中国快递发展指数	26
图 62 2018 年-2020 年 9 月快递单票收入	26
图 63 网约车行业用户规模变化趋势及增幅	26
图 64 2015-2020 网约车细分市场交易规模（亿元）	26
图 65 共享单车市场规模变化趋势及增幅	27
图 66 共享单车用户规模变化趋势及增幅	27
图 67 2015-2022 年中国网络出行市场规模	27
图 68 2014-2020 中国网络出行用户规模	27
图 69 交通运输各子行业表现情况（2020/01/02-2020/10/30）	30
图 70 交通运输行业估值及对比及溢价情况	31
图 71 交通运输行业与其他行业估值对比	31
图 72 交通运输子行业估值对比	31
图 73 国内外交通运输行业估值对比	31
图 74 2020 年 10 月交通运输各子行业表现情况	35
图 75 核心组合表现情况	36
图 76 核心组合标的表现情况	36

表格目录

表 1 2019 年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（2016Q3-2019Q4）.....	9
表 3 火车票价计算方法.....	12
表 4 铁路客运运价里程.....	13
表 5 旅客票价递远递减折扣率.....	13
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.....	14
表 8 部分地区高速公路收费标准（元/车·公里）.....	17
表 9 收费公路车辆通行费新车型分类.....	17
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 2020.10.30）.....	32
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 2020.10.30）.....	33
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 2020.10.30）.....	34
表 13 投资组合建议（截至 2020 年 10 月 30 日）.....	36

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作。2018年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

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 层

北京西城区金融大街 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 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn