

交通运输行业

推荐 维持评级

首选“就地过节”倡议下高品质物流，
关注节后航空等出行板块修复节奏

——2021年1月行业动态报告

核心观点

- **交通运输行业运行分析：客运淡季回落继续，货运旺季效应持续兑现。**2020年12月：CTSI 货运指数同比连续8个月正增长，客运指数仍为疫情前75%。**铁路：**客流量仍为疫情前80%。**公路：**货运连续8个月同比正增长。**水路：**散运需求继续强韧，集运价格上涨行情延续。**航空：**国际航线仍为疫情前3%。**物流：**12月快递业务量同比增37.4%，CR8继续回落至82.2。**新业态：**年底网约车市场规模高位维持。
- **把握“就地过节”倡议下高品质物流业绩提升的机会。**新冠疫情防控常态化背景下，线上消费习惯延续巩固，叠加“就地过节”倡议，线上春节年货需求提升，支撑物流保持高景气度。我们预计高品质物流需求有望稳步提升。**推荐具备时效性护城河的优质综合物流服务商顺丰控股（002352.SZ）。**
- **继续推荐跨境电商物流赛道。**2020年我国跨境电商进出口1.69万亿元，增长31.1%，预计跨境电商物流市场约为5000亿元左右。航空货运价格仍将处于相对高位，利好空代、跨境电商物流业务。**推荐空代业务占比较高且积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH），拥有较为完善的国际物流网络的中国外运（601598.SH）。**
- **看好电商快递龙头中长期投资价值。**根据我们的测算，2021年快递行业业务量增速有望超20%，达1000亿件，快递行业高景气逻辑持续。我们认为，价格战持续推进、市场1-2年出清的预期下，流量份额争夺仍为获胜关键。**看好通达系市占率领先的龙头中通快递（2057.HK）、韵达股份（002120.SZ）的中长期投资价值。**
- **关注后“就地过节”倡议时期的航空、高铁等出行市场修复节奏。**“就地过节”倡议下，2021年春运客流量将显著低于常态情景，预计相比2019年下降四成。随着国内外新冠疫苗接种逐步推进，内需性出行领域有望率先受益。**建议关注国内航空业务占比相对较多的吉祥航空（603885.SH）、春秋航空（601021.SH）等，关注国内高铁客运龙头京沪高铁（601816.SH）。**
- **核心组合**

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
603128.SH	华贸物流	2021/1/1	25.94%
002352.SZ	顺丰控股	2021/1/1	15.82%
601598.SH	中国外运	2021/1/1	-8.41%

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** 空运海运价格大幅下跌，跨境物流需求不及预期，国际贸易形势变化，快递价格战，新冠疫苗上市时间不及预期等产生的风险。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

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian-yj@chinastock.com.cn

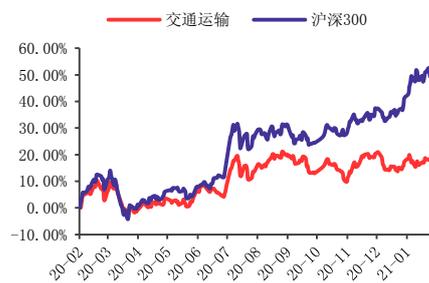
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

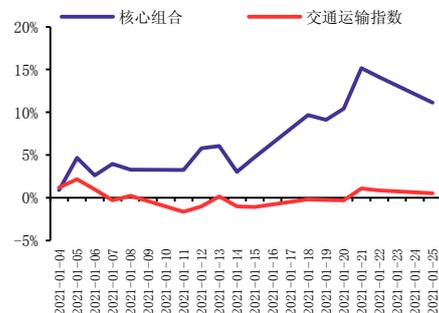
2021.1.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.1.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

《【银河交通王靖添团队】推荐跨境电商物流赛道，关注出行复苏的时机-202012期》

目 录

一、12月CTSI 货运指数连续八个月正增长，淡季客运指数环比回调	3
(一) “十三五” 交通运输加快发展，交通新技术新业态蓬勃发展	3
1. 基础设施网络规模稳居世界前列	3
2. 运输服务提质增效降本稳步推进	3
3. 交通运输新技术新业态蓬勃发展	3
4. 交通运输行业治理体系逐步完善	3
(二) 2020年12月CTSI指数同比降3.7%，年底“客淡货旺”局面持续	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 12月CTSI指数同比跌-3.7%，货运高景气度持续，客运指数环比回调-3.86%	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 民航发展基金补助范围调整，航空物流产业链迎来政策利好	5
2. 12月快递行业件量同比增高37.4%，2020全年件量同比增超30%	5
3. 新冠疫苗货物道路运输技术指南发布，疫苗运输及冷链物流需求稳步增长	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：12月客运淡季回落继续，货运旺季效应持续兑现	11
(一) 铁路：12月铁路客流量仍为疫情前80%，货运连续七个月同比正增长	11
(二) 公路：12月公路客运量为疫情前60%，货运市场连续八个月常态化运行	14
(三) 水路：散运需求继续强韧，集运价格上涨行情延续	18
(四) 航空：12月淡季国内客运量回落至去年同期80%，国际航线仍为疫情前3%	19
(五) 物流快递：12月快递业务量同比增37.4%，CR8继续回落至82.2	22
(六) 新业态：11月活跃用户规模同比增6.5%，年底网约车市场规模高位维持	25
三、行业面临的问题及建议	27
(一) 面临的问题	27
1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升	27
2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大	27
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	27
(二) 建议对策	27
1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质	27
2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通	27
3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态	27
四、交通运输业在资本市场中的发展情况	28
(一) A股交通运输上市公司发展情况	28
(二) 交通运输行业估值水平分析	28
1. 国内交通运输行业估值分析	28
2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低	29

3. 与国外（境外）估值比较	29
(三) 国内外重点公司分析比较	29
五、投资建议	32
(一) 最新观点：首选“就地过节”倡议下高品质物流，关注节后航空等出行板块修复节奏	32
(二) 核心组合	34
(三) 核心组合表现	34
六、风险提示	34

一、12月CTSI货运指数连续八个月正增长，淡季客运指数环比回调

（一）“十三五”交通运输加快发展，交通新技术新业态蓬勃发展

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。根据国新办举行交通运输“十三五”发展成就新闻发布会信息显示，预计“十三五”规划目标任务可以圆满实现。

1. 基础设施网络规模稳居世界前列

预计到“十三五”期末，铁路营业里程达到14.6万公里，其中高铁运营里程约3.8万公里，居世界第一位。公路通车里程约510万公里，其中高速公路15.5万公里。内河高等级航道达标里程1.61万公里，沿海港口万吨级及以上泊位数2530个。城市轨道交通运营里程7000公里，民用机场241个，覆盖92%的地级市。新建、改建农村公路将超过140万公里。邮政服务网络实现了行政村以上全覆盖，快递乡镇网点覆盖率达到98%，自营国际快递网络服务覆盖超过60个国家和地区。

2. 运输服务提质增效降本稳步推进

动车组列车承担了铁路客运量约70%，民航航班的正常率由“十二五”末的67%提升到2019年的81.65%。深化收费公路改革，取消高速公路省界收费站，大幅提升公路运行效率。深入推进运输结构调整，铁路货运量占全社会货运量比例由2017年的7.8%增长到2019年的9.5%。快递业务量年均增速超过30%。五年来全行业安全管理的水平也在不断提升。根据国家统计局公布数据显示，2020年全社会客、货运输量分别达96.65亿人次和463.45亿吨，因受新冠疫情影响，2020年客、货运量较2019年同比分别下降-45.1%、-1.68%。

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. 交通运输新技术新业态蓬勃发展

跨海桥隧、深水航道、高速铁路建设的成套技术等跻身世界前列，“复兴号”列车正式运行，C919大飞机首飞，北斗技术在行业深入应用，高铁、民航推广应用人脸识别系统。共享单车日均订单量超过4570万单，网约车、定制公交等新模式不断涌现。

4. 交通运输行业治理体系逐步完善

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；行业社会共治格局日趋完善，行业信用体系建设有序推进。交通发展战略蓝图正式出台，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”。

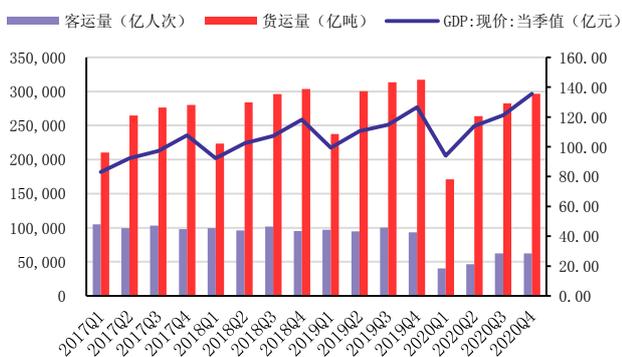
(二) 2020年12月CTSI指数同比降3.7%，年底“客淡货旺”局面持续

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2020年Q4国内生产总值(GDP)同比增+6.5%，较Q3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。2020年，国内生产总值共计1,015,986亿元，按可比价格计算，较2019年(990,865亿元)同比增长+2.54%，总体继续平稳运行。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。

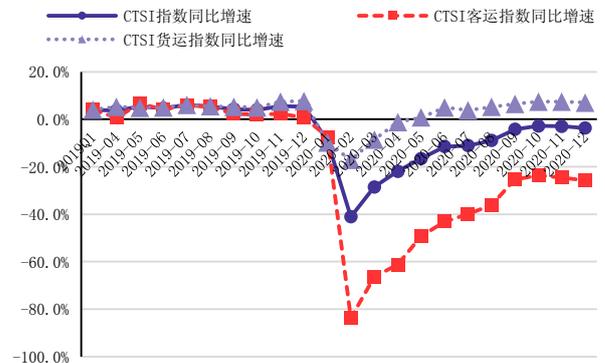
2020年Q4，国内生产总值为296,297.8亿元，同比+6.5%，较Q3(264,976.3亿元)环比+11.82%；伴随着国内疫情收尾完成，社会经济在常态化轨道上加速运行，Q4国内生产总值同、环比均较Q3继续改善。

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. 12月CTSI指数同比跌-3.7%，货运高景气度持续，客运指数环比回调-3.86%

(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) 12月CTSI指数同比-3.7%，略低于疫情前正常水平。2020年12月，中国运输生产指数(CTSI)为168.9点，同比-3.7%，降幅较11月(-2.9%)变动不大，仍与同期水平接近。由此可见，12月，随着后疫情阶段继续，国内社会经济继续在常态化轨道运行，交通运输行业总体上呈现出平稳发展的态势。(3) 12月CTSI货运指数同比+7.0%，连续八个月呈现同比正增长。2020年12月，CTSI货运指数为194.1点，同比+7.0%，连续八个月呈现同比正增长态势。由此可见，12月，年底货运物流旺季效应下，货运市场高景气度延续，符合此前预期。我们预计，随着春节前的年货采购需求逐步兑现，1月货运市场或继续维持在较强区间。(4) 12月CTSI客运指数同比-25.8%，环比小幅回落。2020年12月，CTSI客运指数为122.0点，同比-25.8%，降幅较11月(-24.5%)扩大1.3pct，环比较11月(126.9点)小幅回落-3.86%。由此可见，12月，我国客运市场仍为疫情前水平的75%左右。因年底客运淡季叠加疫情反弹隐患，出行需求较前受到了一定程度的抑制。考虑到1月底春运旺季开启，但“就地过年”出行需求仍受限，1月客运市场的修复进程或继续面临阻碍。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 民航发展基金补助范围调整，航空物流产业链迎来政策利好

近期，财政部发布公告，自2021年1月1日起继续征收民航发展基金，优化民航发展基金使用方向，将民航发展基金重点投向不具备市场化条件的公共领域，逐步退出竞争性和市场化特征明显的领域；将航空物流体系建设纳入民航发展基金补助范围；不再对通用航空机场建设和运营予以补贴。

我们的观点：

(1) 民航发展基金由原民航机场管理建设费和原民航基础设施建设基金合并而成，属于政府性基金，旨在促进民航事业发展。根据2012年财政部发布的《民航发展基金征收使用管理暂行办法》，明确基金使用范围包括民航基础设施建设；对货运航空、支线航空、中小型民用运输机场的补贴；民航节能减排；通用航空发展；民航科教、信息研发和应用；安全能力和适航审定能力建设；征管经费、代征手续费的支出等七方面。

(2) 民航发展基金征收来源为旅客和航空公司。具体而言，航空公司按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金；旅客乘坐国内航班的旅客每人每次50元；乘坐国际和地区航班出境的旅客每人每次90元。

(3) 民航发展基金补助范围纳入航空物流体系建设，是国家构建自主可控全球供应链的重要政策措施之一。新冠疫情下，全球供应链格局发生了变化。在构建新型全球供应链过程中，补齐航空货运短板至关重要。航空货运是国家重要的战略性资源，具有承运货物附加值高、快捷高效等特点，在应急处突、抢险救灾、军事保障等方面具有重要作用。因此，中央财经委员会第八次会议明确提出统筹推进现代流通体系建设。国家发展改革委、中国民用航空局联合印发《关于促进航空货运设施发展的意见》。从政策层面来看，加快航空货运发展，构建自主可控的全球供应链是未来重点推进任务。我们认为，此次民航发展资金使用范围纳入航空物流体系建设，有助于加速培育具备国际竞争力的大型航空物流企业，逐步建立覆盖全球的航空货运网络骨架。

(4) 航空物流体系建设纳入补助范围，利好航空物流产业发展。航空物流产业链中包括航空货运公司、货运代理、机场货站、地面物流公司等环节。据中国民航大学研究显示，航空货运价值链中，出发地货代占12.2%、出发地机场货运占7.3%、航空承运人占48.8%、目的地机场货运占7.3%、目的地货代占24.4%。我们预计，包括全货机机队建设、航空货运综合枢纽、航空物流数字化等主题内容有望成为重点支持领域，航空物流产业迎来政策红利。

2. 12月快递行业件量同比增高37.4%，2020全年件量同比增超30%

近期，国家邮政局发布了2020年12月邮政业运行情况：12月，快递件量为92.5亿件，同比增+37.4%，业务收入完成926.2亿元，同比增+20%。

我们的观点：

(1) 12月快递行业件量增37.4%，2020全年增31.23%，疫情催化下成长性向好。12月，

快递件量完成 92.5 亿件，同比增+37.4%。由此可见，12 月“双十二”、圣诞节、元旦节等促销活动的刺激下，行业件量增速继续位于 30%-40%高景气区间，且件量规模创年内第二高，仅次于 11 月高峰。2020 全年，行业件量超 830 亿票，增速超+30%，符合此前预期。2020 年 1-12 月，行业件量累计完成 833.61 亿票，累计同比增+31.23%，超 30%。由此可见，2020 年受疫情影响，促进线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素驱动，快递行业继续呈现出较好的成长性。

(2) 12 月顺丰件量同比增 48.97%，2020 全年增 68.09%，表现显著优于同行。2020 年 12 月，韵达、圆通、申通、顺丰的件量规模分别为 15.41 亿票、14.9 亿票、9.64 亿票、8.7 亿票，同比+36.98%、+45.68%、+25.86%、+48.97%，12 月各公司件量增速继续维持高位。**2020 全年，韵达件量同比+41.4%，顺丰同比+68.09%。**2020 年，韵达、圆通、申通、顺丰分别实现件量 141.82 亿票、126.48 亿票、88.18 亿票、81.37 亿票，较 2019 年同比+41.4%、+38.76%、+19.65%、+68.09%。通达系中，顺丰、圆通全年增速达+40%左右，跑赢行业 10pct，但韵达全年增速较此前预期的+50%稍低，与其下半年降价策略放缓或有一定关系；而顺丰受益于疫情催化下的商务件、电商件增长，件量增速超+60%，跑赢行业 30pct，表现显著优于同行。

(3) 12 月电商件单价维持 2 元/票以上，预计价格战将继续进行。2020 年 12 月，韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为 2.25 元、2.21 元、2.33 元、16.94 元，同比-25.99%、-19.05%、-28.09%、-12.23%。总体来看，12 月电商件单价水平仍在 2 元/票以上的区间，考虑到盈亏平衡点约为 1.8 元/票，未来价格战或将继续进行，单票价格仍有下行的动力。

(4) 12 月 CR8 指数回落至 82.2，份额第二名竞争激烈。12 月，快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 82.2，较 11 月(82.4)继续下调-0.2，当前 CR8 已经低于去年同期水平(82.5)。由此可见，极兔等新入局者继续蚕食头部份额，牵制着市场出清的进程。当前市场集中度虽仍处于 80%以上高位，达到市场出清仍面临着阻碍。我们继续维持市场在 2021-2022 年出清的预期。12 月韵达市场份额为 16.66%，圆通首次突破 16%。12 月，韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为 16.66%、16.11%、10.42%、9.41%，较 11 月排位格局保持稳定，韵达、圆通的份额继续提升，圆通份额首次突破 16%。

3. 新冠疫苗货物道路运输技术指南发布，疫苗运输及冷链物流需求稳步增长

1 月 26 日，交通运输部、国家卫生健康委等部门联合印发了《新冠病毒疫苗货物道路运输技术指南》，明确了新冠病毒疫苗货物道路运输前期准备、运输过程、应急响应等环节的具体要求，为新冠病毒疫苗上市许可持有人、生产企业、配送单位等运行主体开展道路运输提供参考，切实保障新冠病毒疫苗货物安全便利运输。

我们的观点：

(1) 新冠疫苗注射有序开展，未来仍将持续进行。1 月 27 日国务院联防联控机制新闻发布会上，国家卫健委负责人表示，安全有效的疫苗接种是疫情防控的有效措施，目前新冠疫苗接种工作正有序开展，各地接种人数在不断增加。截至 1 月 26 日，我国新冠疫苗已接种 2276.7 万剂次。目标是在 2 月份农历新年前为 5000 万人接种疫苗。计划将医疗、运输和餐饮服务行业人员、出国员工和学生等列为重点人群。

(2) 疫苗预期需求量巨大，冷链物流需求有望继续提高。中国生物新冠灭活疫苗在可及

性方面，储运条件是 2℃至 8℃，与现有疫苗储存和运输条件一致，现有冷链运输体系无需重建，据 Seabury 统计，在世界上 70%至 75%的人口接种设定下，全球一共需要 110 亿至 150 亿剂疫苗注射剂。疫苗运输促进冷链物流发展，据艾媒咨询研究报告数据显示，2020 年国内冷链市场规模预计达到 4850 亿元，国内新冠疫苗上市之后，按 2-3 支/疗程及 60%的渗透率计算，冷链市场需求有望进一步提升，冷链物流未来需求稳步增长。

(3) 《指南》规范了疫苗运输的各个环节，第一批道路运输重点企业公布。《指南》对于新冠疫苗道路运输发货人和承运人的前期准备工作、运输环节以及应急响应环节进行了详细的规范。承运人需为新冠病毒疫苗货物道路运输提供相应的准备工作，包括文件准备、冷藏车及设备准备、人员配置等工作。为推动新冠病毒疫苗货物运输供需对接，日前，交通运输部组织有关行业协会和新冠病毒疫苗研发生产企业，遴选了 28 家道路运输企业，拟作为第一批新冠病毒疫苗货物道路运输重点联系企业。

(4) 相关企业积极备战疫苗运输，确保疫苗安全运输配送。顺丰医药将新增 80 辆医药 GSP 冷藏车，启用苏州、长沙、长春、南昌等 7 个医药仓，为接下来的冷链药品存储配送需求做准备。中国外运已建立了全国性的冷链物流网络布局。京东物流拥有全国最大的冷链卡班网络。国药物流启动新冠疫苗配送全国物流演练工作，覆盖全国 31 个省（市、区）。科兴疫苗的物流服务商九州通计划再投入 50-100 台冷藏车用于疫苗物流配送服务。

(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%

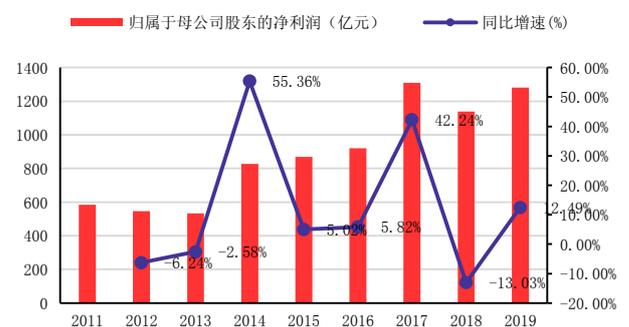
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011 年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019 年行业营业收入为 27,000.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.85 倍。营业收入增速在 7%-30%区间，2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加，2018 年-2019 增速呈现回调趋势，2019 年营业收入同比增速为 10.18%。归母净利润增速有所波动，2019 年归母净利润为 1,280.53 亿元，较去年同期水平增长 12.49%，重新回归正增长态势。

图 3 交通运输行业年度营业收入及增速（2011-2019）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

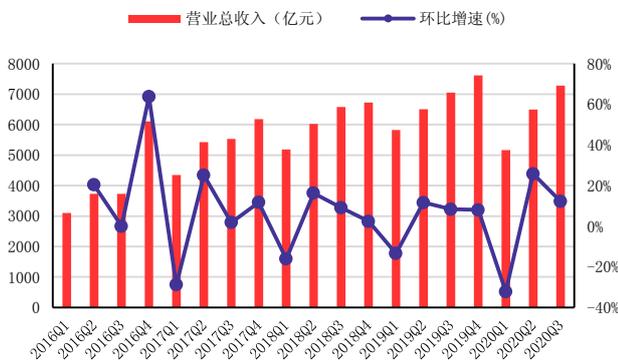
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速（2011-2019）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

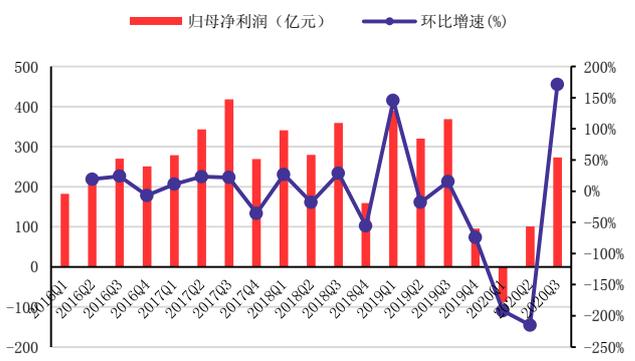
分季度来看，交通运输业行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。

图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2020Q3)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2020Q3)

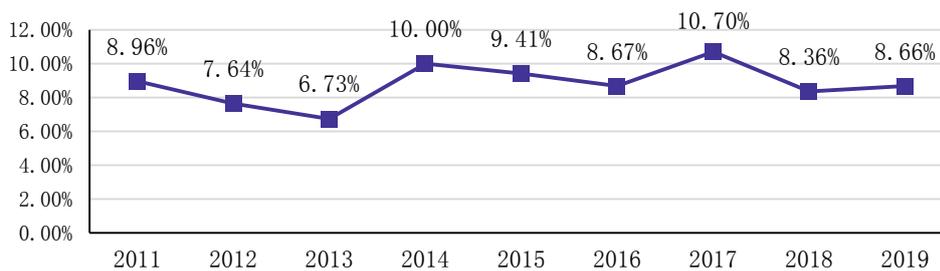


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

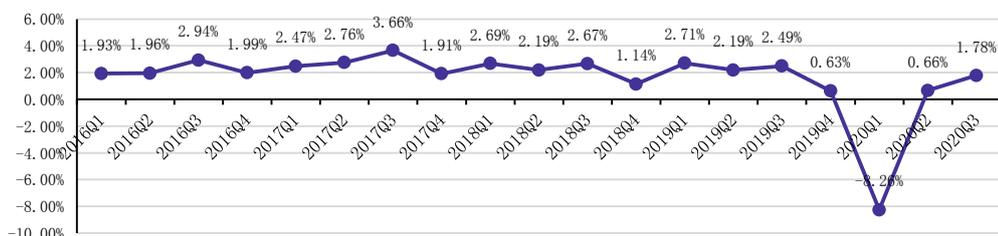
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2019)



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。受疫情影响, 2020 年 1 季度大幅下降, 2-3 季度逐步恢复。

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。

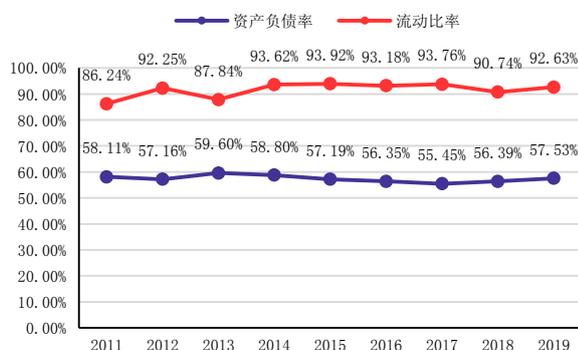
表 2 交通运输行业杜邦分析指标 (2016Q3-2019Q4)

	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

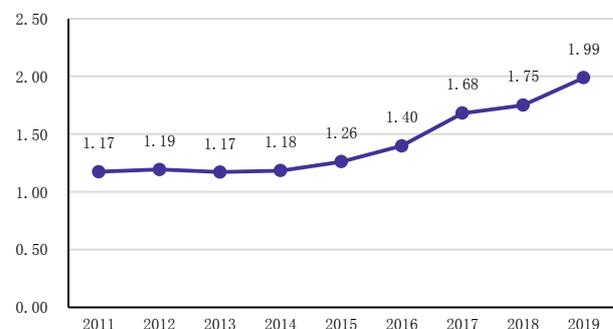
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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，2020 年总体有所上涨达到 60%；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。2020 年 3 季度达到 93.49%。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。

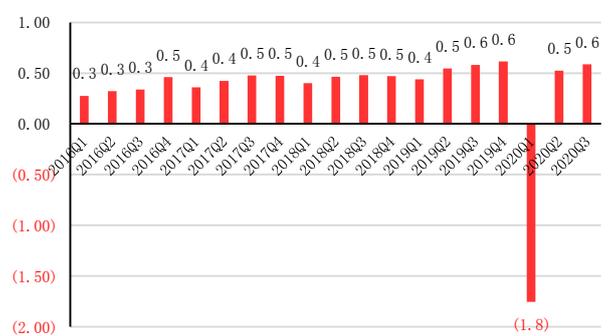
营运能力上，2016 年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019 年 Q4 行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到 0.62 次。2020 年 1 季度变为负值，2-3 季度逐步恢复常态。

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)



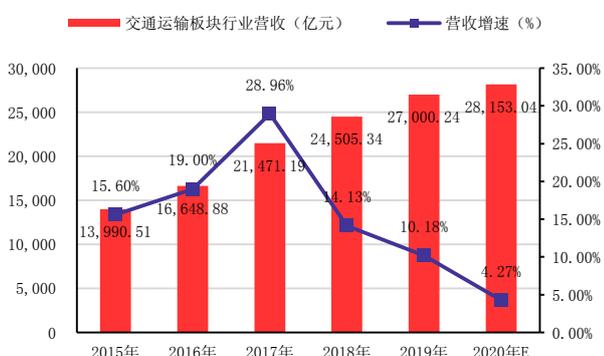
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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%，略低于此前预期水平(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：12月客运淡季回落继续，货运旺季效应持续兑现

（一）铁路：12月铁路客流量仍为疫情前80%，货运连续七个月同比正增长

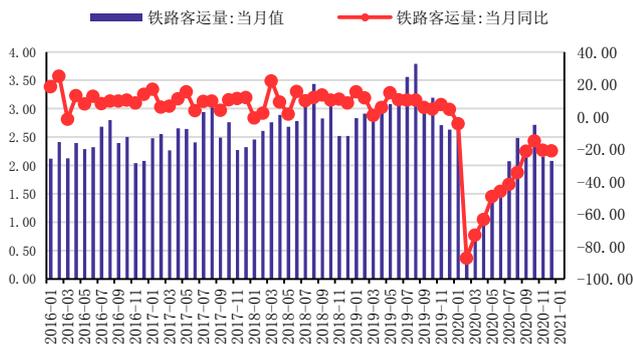
受新冠疫情冲击，2020年铁路客运服务量同比降-40%，平均运距同比降-90%。2020年铁路客运量22.03亿人，同比降-39.80%；客运周转量8,266.11亿人公里，同比降-94.38%；平均运距为37.51公里，同比降-90.66%。2020年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020年，铁路货运量为44.58亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到30,387.5亿吨公里，增幅为1.04%；平均运距681.70公里。

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



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

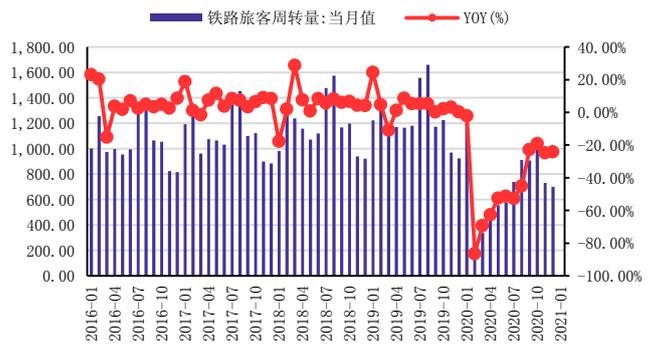
客运：12月铁路客流量2.08亿人次，淡季效应下，仍为疫情前80%。据国家铁路集团发布数据显示，2020年12月，铁路旅客发送量为2.08亿人，同比-21.1%，月环比-3.26%；12月，铁路旅客周转量为700.76亿人公里，同比-24.10%，月环比-3.95%。12月，铁路客流量仍维持在疫情前水平的80%，淡季客流量环比小幅回落继续，符合此前预期。我们认为，因1月底春运将至，客运市场将转入旺季，但考虑到国内仍存在疫情反弹的隐患，“就地过节”倡议影响下，1月铁路客运市场继续受压制，客流量或继续低于去年同期。

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

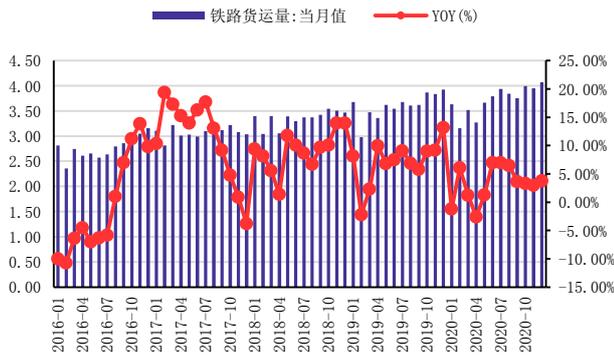
图 18 铁路客运周转量月度变化（亿人公里）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

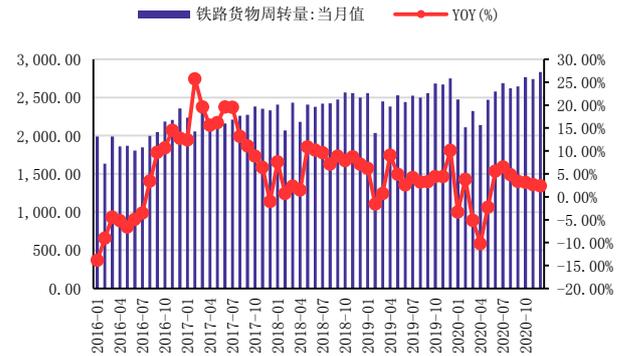
货运：12月铁路货运量4.07亿吨，货运量连续七个月同比正增长。2020年12月，铁路货运量为4.07亿吨，同比+3.80%，月环比+3.04%；12月，铁路货邮周转量为2,832.86亿吨公里，同比+2.40%，月环比+3.33%。由此可见，年底货运物流旺季效应下，12月铁路货运量连续七个月实现同比正增长，符合此前预期。

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	0.05861	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	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、分席别、分区段在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度6.5折。

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

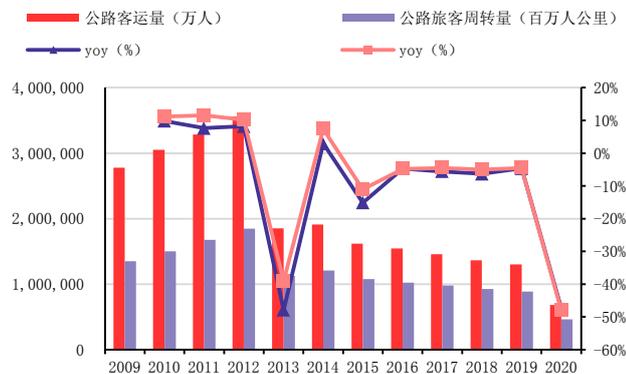
资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

(二) 公路: 12 月公路客运量为疫情前 60%, 货运市场连续八个月常态化运行

受新冠疫情影响, 2020 年公路客运量下滑趋势加剧, 同比降-47.0%。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, 替代分流了公路客运(主要为营运性长途汽车)的出行选择, 造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上, 2020 年受新冠疫情影响, 人员出行受限, 公路客运量下滑的趋势进一步加剧。**营运性客运方面, 2020 年, 我国公路客运量约为 68.37 亿人, 同比-47.0%; 2020 年, 公路客运周转量为 4,612.48 亿人公里, 同比-47.6%。****货运方面, 受益于国内经济修复率先完成, 公路货运市场于 2020 年已回归常态化。**2020 年,

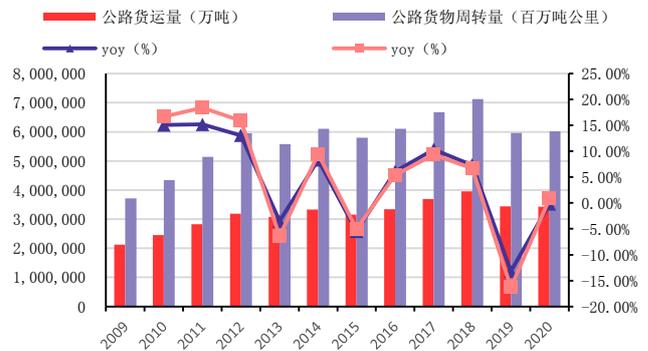
我国公路货运量为 342.9 亿吨，同比-0.3%，基本持平；公路货运周转量为 60,143.57 亿吨公里，同比+0.9%。2020 年受益于我国经济率先修复，物流产业链表现超预期，作为产业链上关键环节，公路货运市场呈现出较高的景气度。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



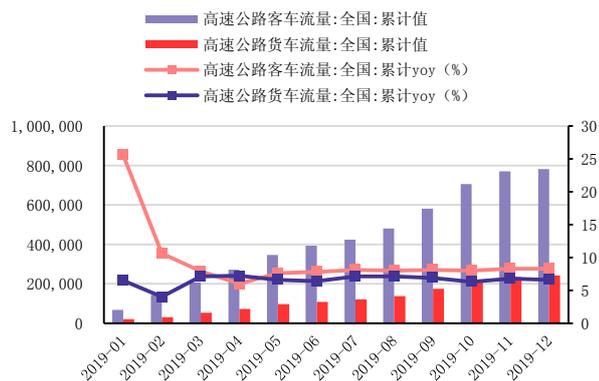
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



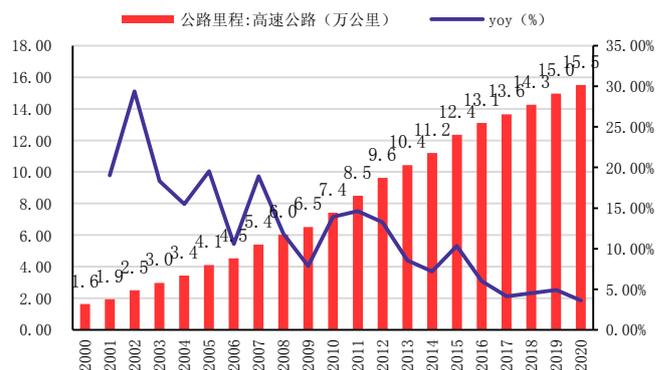
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23 高速公路交通量及增长率



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)

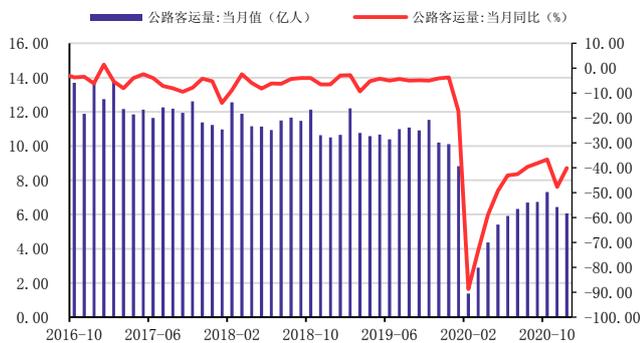


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运: 12 月公路客运量为 6.06 亿人次，淡季客流量为疫情前 60%。2020 年 12 月，公路旅客运输量为 6.06 亿人次，同比-40.10%，月环比-5.90%；12 月，公路旅客周转量为 381.21 亿人公里，同比-41.20%，月（环比-9.32%。由此可见，年底客运淡季效应下，12 月公路客运量为去年同期水平的 60%，环比较前继续小幅回落。1 月“就地过年”或对春运高峰形成压制，同时因疫情隐患，私家车出行偏好增加，或进一步替代分流长途客运大巴的需求，1 月公路客运量或继续不及去年同期水平。

货运: 12 月公路货运量同比+9.7%，公路货运市场连续八个月常态化运行。2020 年 12 月，公路货物运输量为 33.73 亿吨，同比+9.70%，月环比-4.28%；12 月，公路货物周转量为 5,941.19 亿吨公里，同比+10.50%，月环比-3.67%。由此可见，继续受到年底国内电商促销季带来的流量高峰刺激，12 月公路货运量较前继续环比提升。我们认为，考虑到春节前仍有一波年货采购需求有待释放，1 月公路货运市场有望继续高位运行。

图 25 公路客运量及同比月度变化



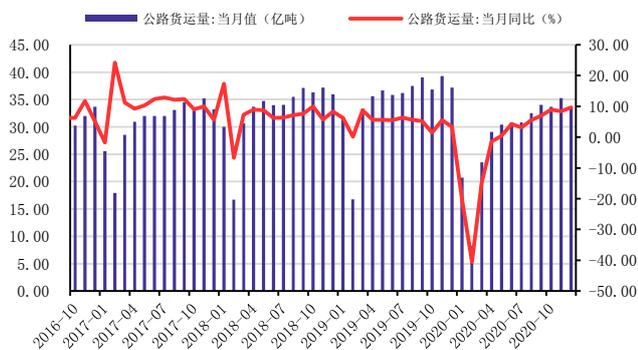
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



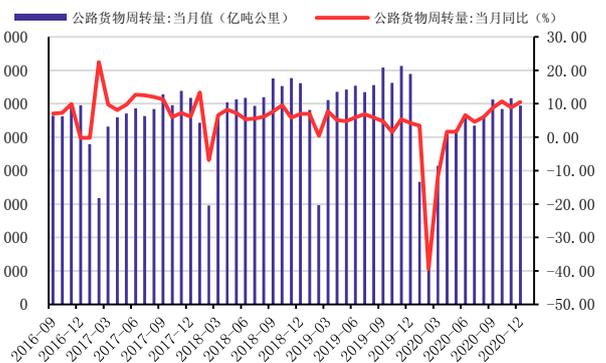
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



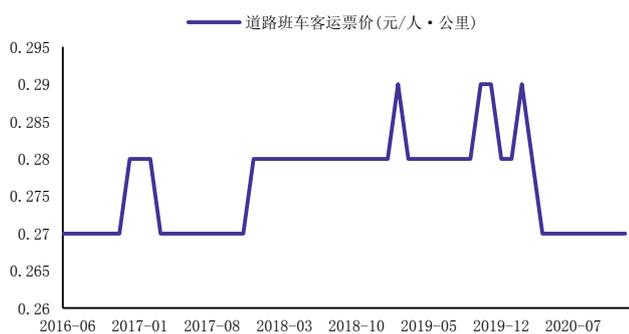
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



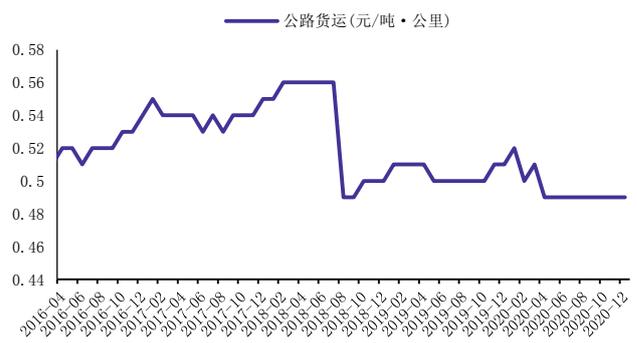
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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）

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：2020年12月，36个大中城市平均公路班车客运票价 0.27 元 /人公里，与去年同期（0.28 元/人公里）同比-3.57%，与上月持平。36个大中城市平均公路货运价格 0.49 元/吨公里，与上个月环比持平，与去年同期（0.51 元/人公里）同比降-3.92%。高速公路收费标准方面：自从 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，至今继续实施该标准。

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：散运需求继续强韧，集运价格上涨行情延续

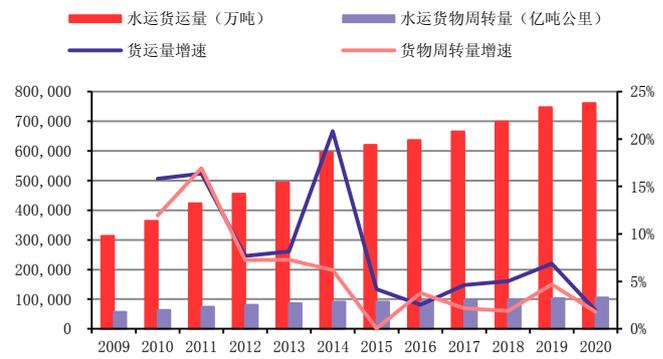
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



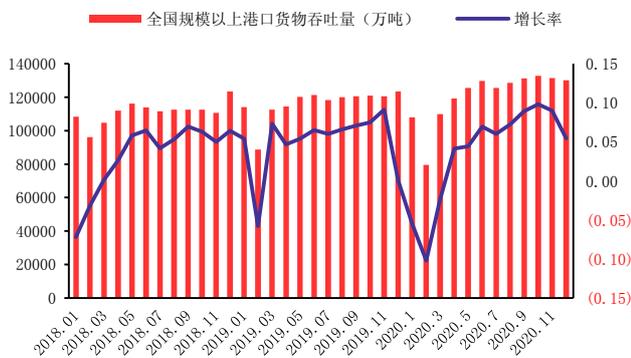
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



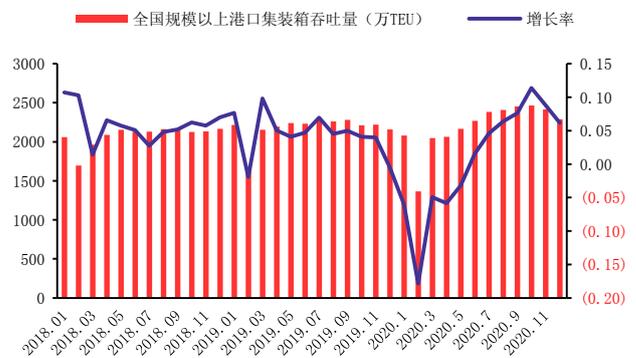
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

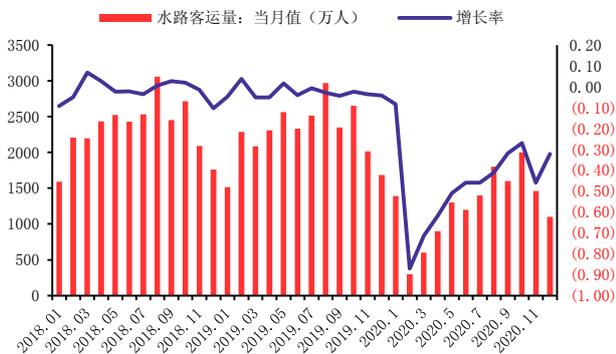
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

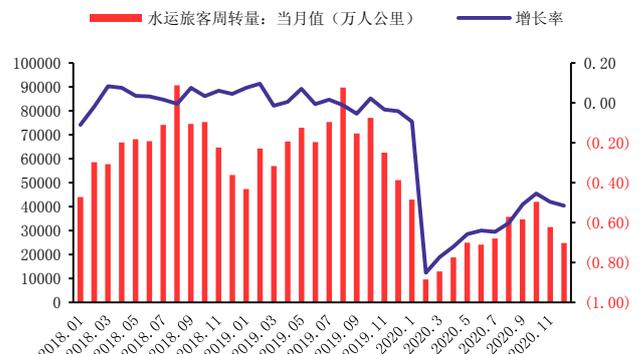
航运：BDI 指数报收 1756 点，国内制造业高景气逻辑下，散运需求继续强韧。散运方面，截至 2021 年 1 月 25 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 1,765 点，同比+223.26%，月环比+29.21%。需求端来看，铁矿石方面，因我国制造业维持高景气度，钢厂的铁矿石采购需求仍旺盛，据 Mysteel 在 1 月 15 日公布的数据，我国高炉开工率为 84.24%，高炉炼铁产能利用率为 91.24%，均维持高位。同时，值得注意的是，因 Q1 澳巴地区进入雨季，多发飓风天气，叠加年末发运冲量陆续到货，出货需求或较前有所回落，但考虑到我国采购需求强韧，澳巴季节性因素的影响相对有限。煤炭方面，随着北半球冷冬继续，采暖需求维持高位，我国动力煤进口需求仍旺盛。总体上看，散运市场需求端持续表现较强。

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) 2021 年 1 月 25 日报收 519 点，同比-52.52%，月环比+11.37%。成品油运输指数 (BCTI) 2021 年 1 月 25 日报收 515 点，同比-17.6%，月环比+33.77%。由此可见，1 月油运市场的继续低位徘徊。我们认为，近期欧美疫情变异反复，原油消费需求的复苏进程仍被延缓下，油轮活动继续低迷。我们维持短期内油运市场疲弱总基调不变的判断。

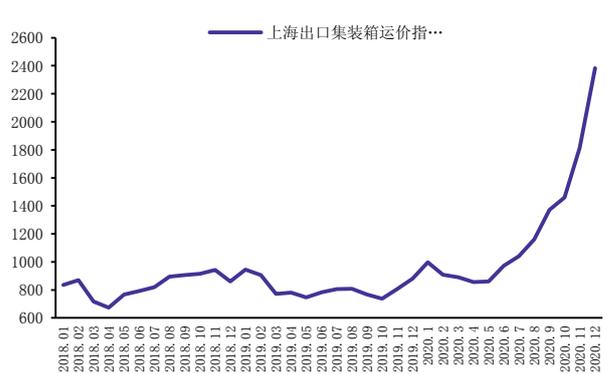
集运方面，2020 年 12 月，上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 为 2382.06 点，同比+170.33%，月环比+31.44%，运价指数同、环比继续呈现加速改善趋势。年底货运物流旺季下，集运市场高景气度延续，符合预期。我们认为，2020 年新冠疫情下，国内率先复工复产，完整的制造业产业链优势支撑出口额大幅提升。同时，海外疫情影响全球集装箱周转，支撑集运价格大幅上涨行情的持续。进入 2021 年，考虑到海外疫情仍面临病毒变异扩散风险，海外受困于疫情、我国经济常态化运行，当前集运市场的高景气逻辑或将持续。

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 上海出口集装箱集运指数 (SCFI)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 航空：12 月淡季国内客运量回落至去年同期 80%，国际航线仍为疫情前 3%

受疫情影响，2020 年完成民航客运量 4.17 亿人次，同比降-36.75%。据统计数据显示，2014-2019 年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5 年累计同比增幅 CAGR 为+11.05%。2020

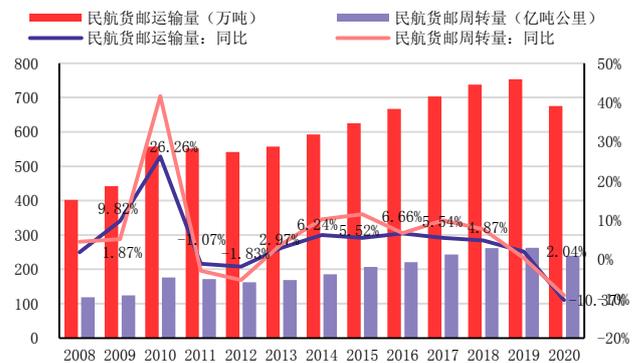
年，完成民航旅客运输量 4.17 亿人次，同比-36.75%；2020 年完成民航货邮运输量 674.93 万吨，同比降-10.37%。2020 年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达 33.1%，较上年（32.8%）同比继续有所提升。

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

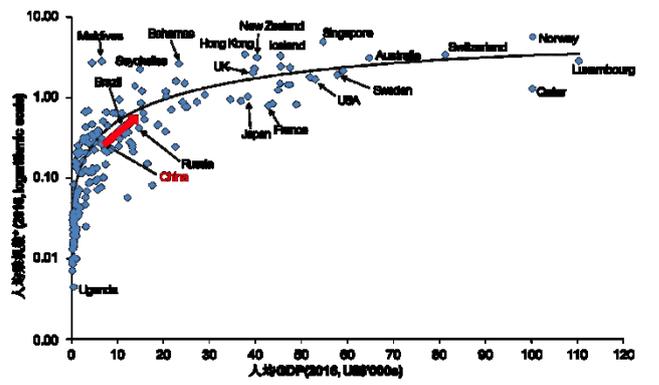
机场方面，2020 年 1-11 月，全年旅客吞吐量完成 7.70 亿人次，同比-38.11%。因疫情影响下人员出行需求受抑制，2020 年机场旅客吞吐量较前显著下降，同比降约 40%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续 5 年逾 8000 万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019 年，我国千万级机场已达 39 个，较上年增加 2 个。我国交通基础设施建设持续推进下，预计 2020 年有望继续增加。

图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅 (2008-2020.11)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

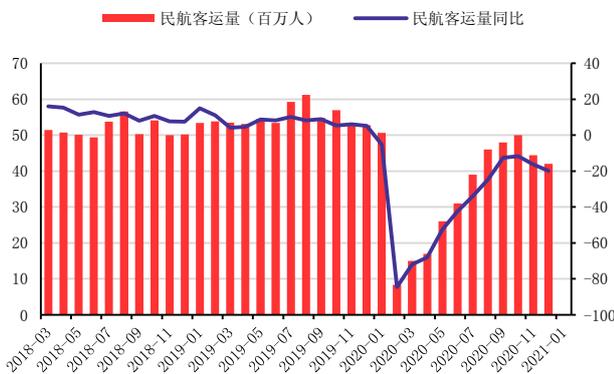
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

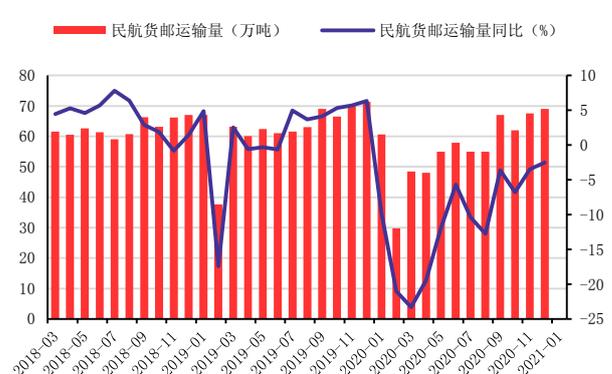
客运：12 月民航客运量同比降 19.8%，回落至疫情前同期水平的 80%。2020 年 12 月，全国民航完成旅客运输量 0.42 亿人次，同比-19.8%，11 月环比-4.55%；12 月，完成民航旅客周转量 627.7 亿人公里，同比-33.7%，月环比-3.64%。由此可见，12 月，年底客运淡季叠加疫情影响，民航客流量继续回落至疫情前水平的 80%。1 月底春运将开启，但“就地过年”限制人员流动，客运市场需求或继续受抑制，预计春运期间民航客流量或不及去年同期。

图 43 民航客运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

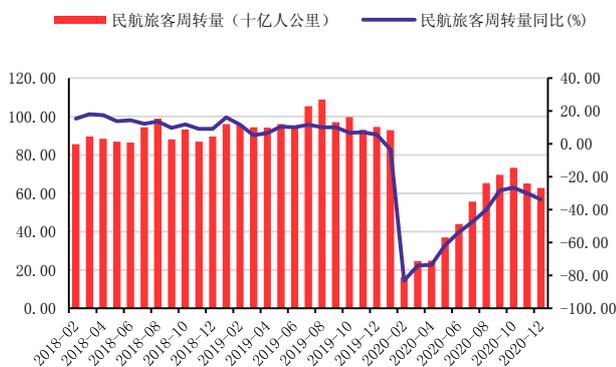
图 44 民航货运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

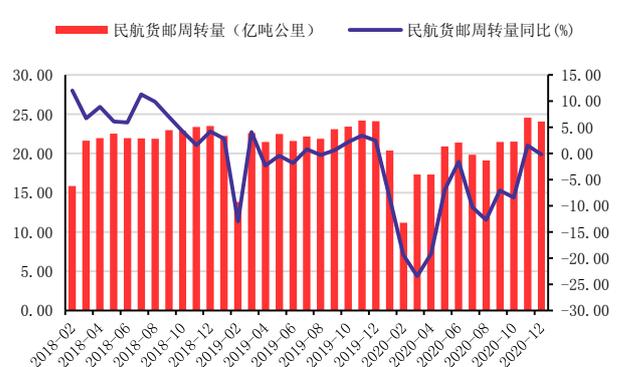
12 月“三大航”国内航线客流量约为疫情前水平的 80%-90%。按照航线种类来看，以“三大航”为例，12 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-12.5%、-3.92%、-20.88%，仍低于疫情前正常水平；国际航线客运量继续为疫情前同期水平的 3%左右，国航、南航、东航国际航线客运量分别同比-97.6%、-96.02%、-98.41%，国际航线运量仍处低位。由此可见，12 月，国内民航客运市场仍处于新常态状态，受年底出行淡季效应下，国内航线客流回落继续。同时，因海外疫情仍严峻，国际航线的修复仍缓慢，未来取决于疫苗研发及接种进展情况，我们认为国际航线复航时间将继续延后。

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

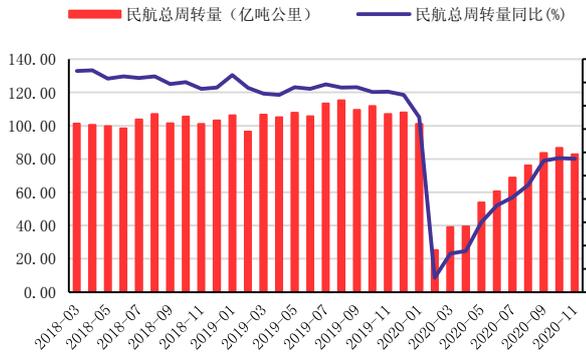


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

货运：12 月航空货运市场继续加速恢复，旺季下货运量继续与疫情前同期持平。2020 年 12 月，全国民航共完成货邮运输量 69.0 万吨，同比-2.50%，月环比+2.22%；12 月，完成民航货邮周转量 24.06 亿吨公里，同比-0.2%，月环比-2.08%。由此可见，12 月，随着年底货运物流旺季效应兑现，特别是跨境电商高景气持续，民航货运市场继续在常态化轨道上运行，运量与疫情前水平大致持平，符合预期。

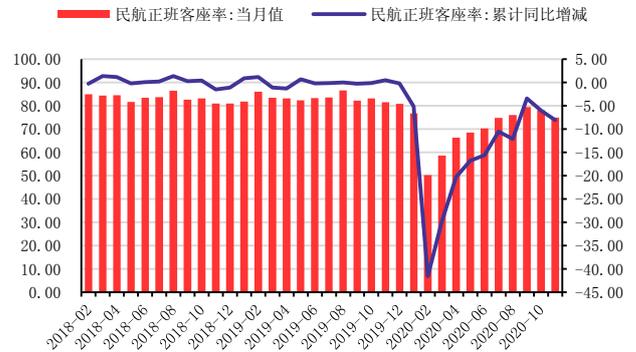
以“三大航”为例按航线种类进行拆分，12 月，国航、南航、东航国际航线货运量同比分别-17.5%、-12.46%、-27.56%，国内航线货运量同比分别+0.1%、-20.1%、-8.44%。由此可见，年底货运物流旺季效应下，“三大航”12 月的国内航线货运量继续位于疫情前同期水平 90%左右，继续常态化运行。

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

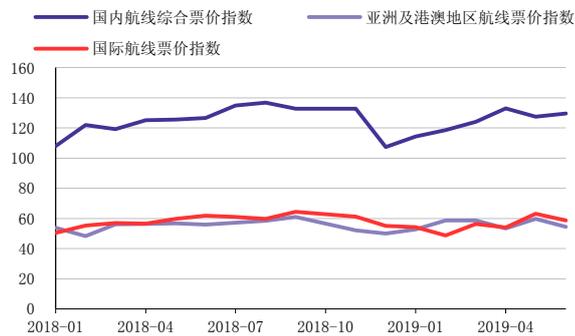
图 48 2018 年 1 月-2020 年 11 月民航客座率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

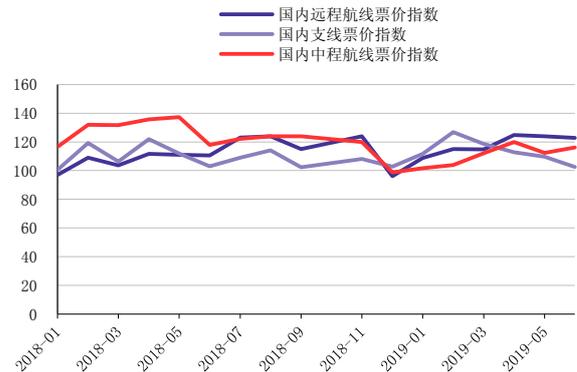
航班利用率: 12 月“三大航”客座率为 68.57%，淡季客座率回落继续。根据民航局最新数据，2020 年 11 月，全国民航正班客座率为 74.9%，较去年（80.8%）同比-5.9pct，较 10 月（78.1%）环比-1.30pct。12 月，“三大航”平均客座率为 68.57%，较去年同期客座率（80.15%）同比-11.58pct，年底客运淡季下，较 11 月客座率（72.26%）环比继续小幅回落。

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



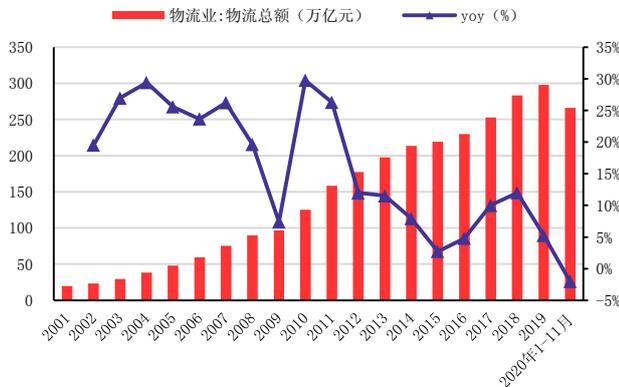
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

货运物流旺季下，12 月“三大航”货邮载运率继续维持 40% 水平。根据民航局最新数据，2020 年 11 月，全国民航正班载运率为 67.1%，较去年（71.7%）同比-4.6pct，较 10 月（68.5%）环比-1.4pct。12 月，三大航平均货邮载运率为 39.06%，较去年（42.49%）同比-3.43pct，货运旺季效应下，较 11 月（38.48%），继续维持在 40% 左右区间。

（五）物流快递：12 月快递业务量同比增 37.4%，CR8 继续回落至 82.2

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

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。2020 年 1-11 月, 物流业实现总收入 9.5 万亿元, 同比增+1.9%, 受益于我国疫情率先收尾, 经济生活修复完成, 物流业已回归疫情前同期水平, 在常态化轨道运行。

图 53 物流业总收入及增长率

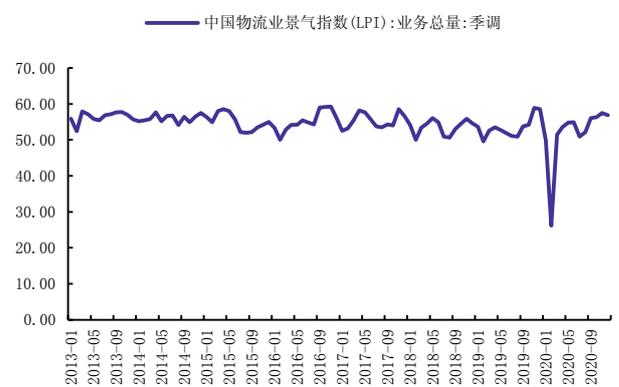


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业: 货运物流旺季效应下, 1-11 月社会物流总需求同比连续五个月正增长。物流总额方面, 2020 年 1-11 月, 社会物流总额达 266.20 万亿元, 同比+3.0%, 社会物流总需求同比连续五个月正增长。由此可见, 货运物流旺季效应下, 特别是受到电商促销季的拉动刺激, 物流行业呈现出较高的景气度。我们认为, 因旺季持续至年底, 12 月物流需求将继续维持高位。2020 全年, 受益于疫情催化下“宅经济”的繁荣, 物流行业表现已回归并超过疫情前水平, 考虑到海外疫情继续以及“宅经济”消费习惯的进一步培育, 我们认为 2021 年物流行业的高景气度逻辑有望继续。

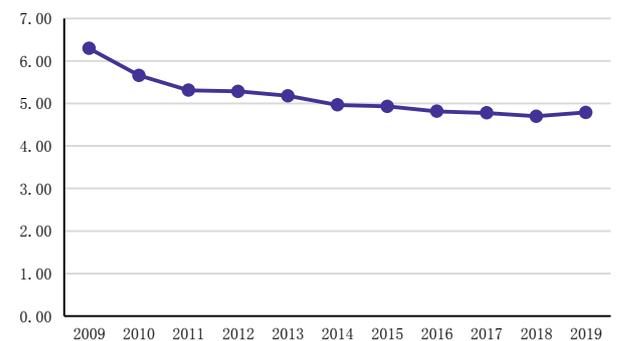
快递行业: 长期来看, 2020 年受网络零售业持续高增驱动, 中国快递业加速上升态势继续, 行业增速超+30%, 高景气逻辑持续。据国家邮政局统计数据显示, 中国快递业务量由 2007 年 12.02 亿件, 上涨至 2020 年的 833.61 亿件, 累计实现 69.35 倍增幅; 快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元, 上涨至 2020 年的 8,795.4 亿元, 累计实现 25.67 倍增幅。2020 年, 快递业务量、收入分别较上年同比增+31.23%、+17.3%, 行业增速超+30%。

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

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

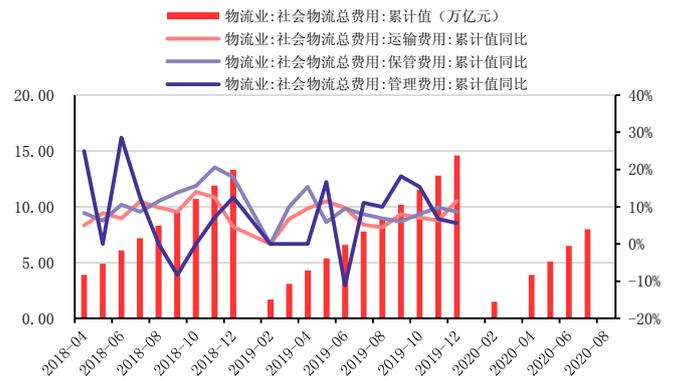
12月快递业务量同比增37.4%，CR8继续回落至82.2。2020年12月，完成快递业务量92.5亿件，同比+36.5%，月环比-4.93%；12月快递业务收入为926.2亿元，同比+20%，月环比-3.46%。发展指数方面，12月，中国快递发展指数为298.7，同比+43.5%，月环比-4.42%。**累计来看，2020年1-12月，快递业务量达833.61亿件，累计同比增+31.23%，全年增速超+30%。**我们认为，2020年受疫情影响，促进线上消费、直播带货、电商扶贫等新增因素驱动，快递行业继续呈现出较好的成长性。

图 55 社会物流总额月度变化



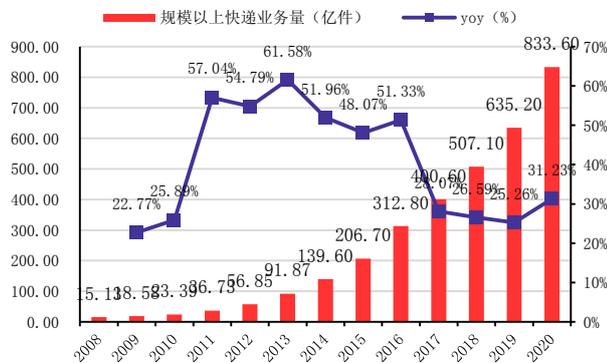
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



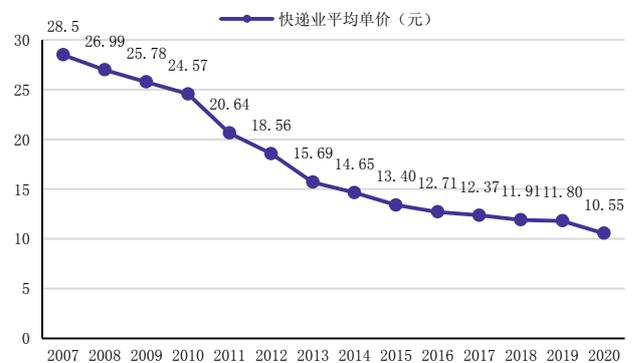
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2020)



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

图 59 2018年-2019年10月中国电商物流指数



图 60 2018年-2020年12月快递服务品牌集中度指数 CR8



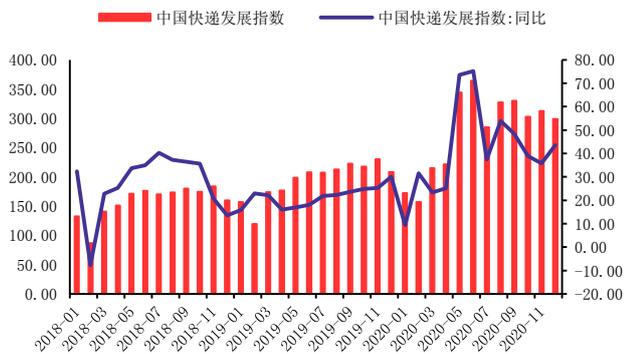
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

市场集中度方面, 12月快递服务品牌集中度指数CR8为82.2, 较11月(82.4)继续下调-0.2, 当前CR8已经低于去年同期水平(82.5)。极兔等新入局者继续蚕食头部份额, 牵制着市场出清的进程。当前市场集中度虽仍处于80%以上高位, 二线快递公司基本出局, 进入了寡头垄断阶段, 但市场出清仍面临着阻碍。头部快递公司目前陷入了降价放量的困境, 突围者则须具备领先的成本管控能力。我们继续维持市场在2021-2022年出清的预期不变。

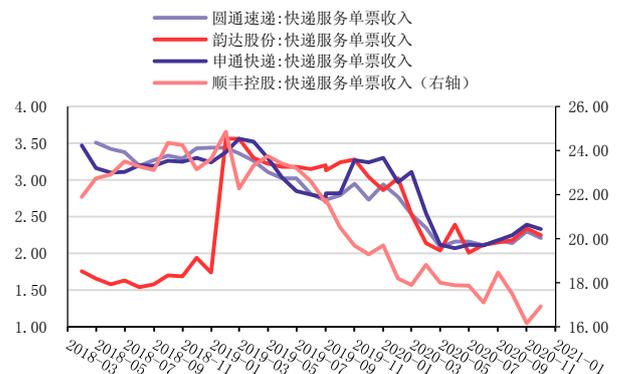
2020年12月, 代表性快递企业圆通速递(600233.SH)、韵达股份(002120.SZ)、申通快递(002468.SZ)、顺丰控股(002352.SZ)的单票收入分别为2.21元、2.25元、2.33元和16.94元, 同比-19.05%、-25.99%、-28.09%和-12.23%, 月环比-3.91%、-3.85%、-2.51%和+4.83%。总体来看, 12月电商件单价水平仍在2元/票以上的区间, 考虑到盈亏平衡点约为1.8元/票, 未来价格战或将继续进行, 单票价格仍有下行的动力。

图 61 2018 年-2020 年 12 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 62 2018 年-2020 年 12 月快递单票收入



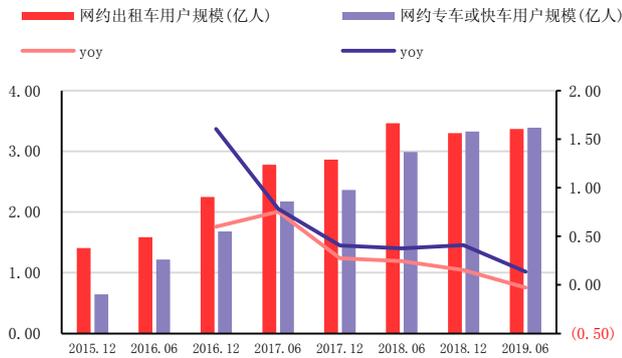
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：11月活跃用户规模同比增6.5%，年底网约车市场规模高位维持

年底网约车市场月活跃用户规模高位维持, 达9,460万人次, 同比+6.5%。根据中国汽车流通协会最新发布的数据, 截至2020年11月, 我国网约车市场活跃用户规模达9,460万人次, 同比+6.5%, 较10月高峰(10,088.6万人次)环比-8.4%, 但仍居年内高位。自8月我国网约车市场年内首次回正以来, 已连续四个月同比正增长, 持续在常态化轨道运行。我们认为, 进入Q4, 天气转冷叠加跨省市出行淡季, 催生了市内网约车出行需求相对旺盛的局面。2020年虽受疫情影响, 但因我国率先进入后疫情时代, 完成复工复产, 网约车市场全年表现超出预期, 预计2020年网约车市场规模有望超过3000亿元。

12月网约车订单量达8.1亿单, 订单总量超100万单的网约车平台共10家。根据交通运输部发布数据显示, 2020年12月, 网约车监管信息交互平台共收到订单信息8.1亿单。其中, 12月当月订单总量超100万单的网约车平台共10家, 分别是: 享道出行、东风出行、T3出行、曹操出行、如祺出行、首汽约车、滴滴出行、美团打车、万顺叫车、花小猪出行。

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 65 共享单车市场规模变化趋势及增幅



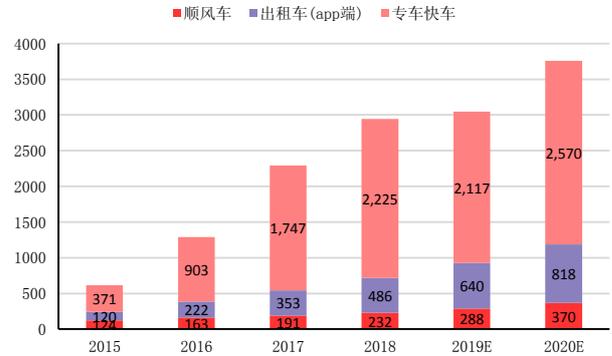
资料来源: 中国互联网协会, 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

图 67 2015-2022 年中国网络出行市场规模



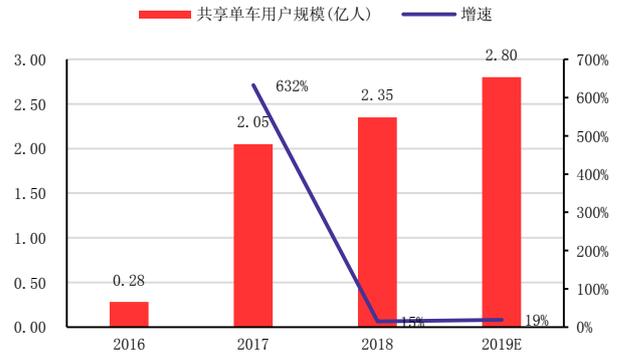
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

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 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 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%，NOx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。

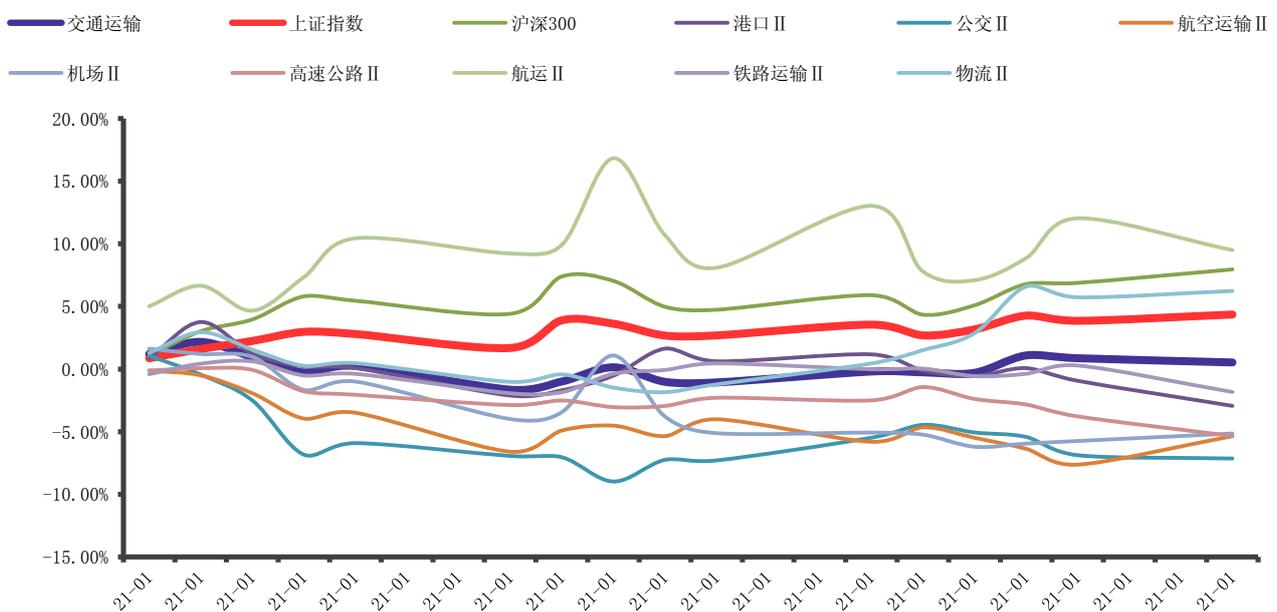
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年1月25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26,236.19亿元，占总市值比例为4.55%。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）4,656.23亿元、京沪高铁（601816.SH）2,705.77亿元、中远海控（601919.SH）1,843.83亿元、上海机场（600009.SH）1,387.60亿元、上港集团（600018.SH）1,047.45亿元、中国国航（601111.SH）1,012.38亿元、大秦铁路（601006.SH）955.93亿元、南方航空（600029.SH）850.78亿元、东方航空（600115.SH）730.53亿元、宁波港（601018.SH）622.81亿元。

2021年来，继续受国内外新冠疫情影响，市场仍呈现波动态势，上证综指、沪深300分别+4.35%和+7.96%，交通运输指数+0.53%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-2.94%、公交-7.15%、航空运输-5.36%、机场-5.15%、高速公路-5.35%、航运+9.49%、铁路运输-1.83%、物流分别变动+6.24%，其中，航运、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（2021/01/01-2021/1/25）



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

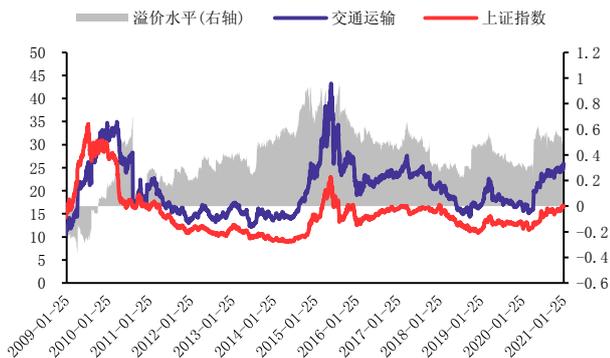
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年1月25日，交通运输行业市盈率为25.85倍(TTM)，上证A股为16.70倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为154.77%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

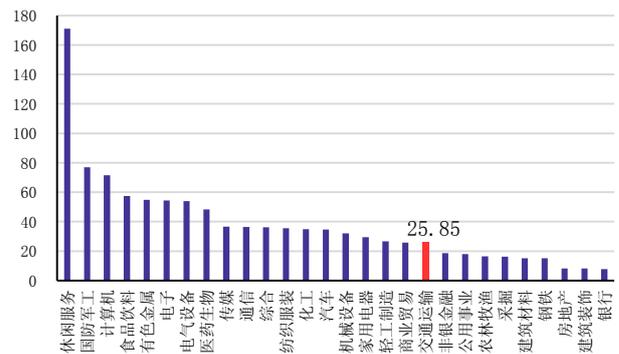
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 25.85 倍（2021/1/25），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

图 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

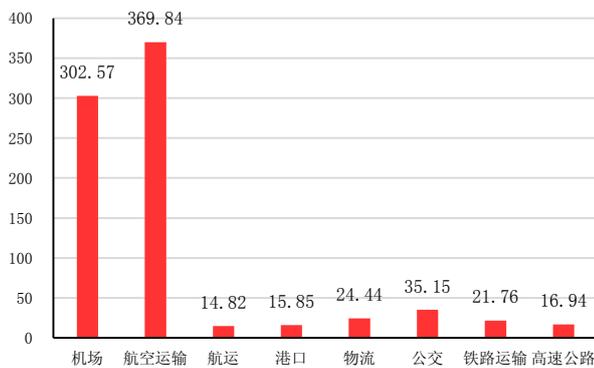


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 2021 年 1 月 25 日,上述指数市盈率分别为 16.50 倍、28.31 倍和 25.85 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 135 亿美元、港股中市值大于 185 亿港元、A 股中大于 310 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 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 2021.1.25）

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)
				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	1,398.16	30.50	42.80	5.30
2	UNP.N	联合太平洋	铁路	-12.75	-4.92	-12.11	-0.79	1,391.27	26.01	8.20	7.94
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-10.32	4.16	-23.99	-2.59	768.48	30.14	5.56	4.80
4	CSX.O	CSX 运输	铁路	-14.30	-2.56	-21.68	0.66	672.08	24.31	5.13	3.62
5	FDX.N	联邦快递	航空货运 与物流	-	-0.68	-	138.15	671.90	27.46	3.67	9.23
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	-16.15	-1.41	-34.73	2.10	624.70	31.14	4.11	7.90
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-0.44	6.51	-7.55	25.06	463.30	26.90	8.56	17.15
8	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	11.10	25.59	-9.67	29.46	292.86	37.27	5.33	6.26
9	LUV.N	西南航空	航空公司	-57.87	2.11	-221.21	-6.69	269.28	-16.29	2.74	-2.80
10	DAL.N	达美航空	航空公司	-63.11	5.78	-416.98	21.14	248.08	-2.00	18.34	-19.42
11	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	-5.10	1.62	2.41	1.63	247.71	39.52	8.04	5.34
12	GOL.N	勒莫国航	航空公司	-55.47	21.50	-1,180.42	89.20	230.81	-22.98	-12.07	-1.97
13	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	10.36	-	-26.70	218.64	-20.37	3.73	-0.84
14	KSU.N	堪萨斯南方铁路	铁路	-9.23	5.60	9.62	-14.11	204.19	33.11	4.62	6.59
15	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	13.32	0.46	9.81	-4.50	159.06	25.05	7.25	3.75
16	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	2.74	6.39	-5.28	5.46	155.07	30.64	5.96	4.79
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	135.02	29.50	7.18	3.37

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 2021.1.25）

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)
				2020H1	2019Y	2020H1	2019Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	-23.14	1.96	-106.07	-25.46	2,679.43	43.98	1.44	0.99
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	3.21	25.59	-10.64	29.46	2,261.42	37.14	5.29	6.26
3	1919.HK	中远海控	海运	3.19	25.09	-2.34	443.90	1,223.50	12.75	3.10	0.69
4	0753.HK	中国国航	航空公司	-54.61	-0.43	-400.23	-12.66	782.89	-6.58	0.75	-0.72

5	1055.HK	中国南方航空股份	航空公司	-47.93	7.28	-586.27	-8.81	648.43	-6.40	0.91	-0.58
6	1308.HK	海丰国际	海运	-0.42	7.22	9.86	11.37	527.69	29.52	6.71	0.09
7	0670.HK	中国东方航空股份	航空公司	-57.26	4.95	-540.08	18.31	506.13	-4.33	0.66	-0.63
8	0316.HK	东方海外国际	海运	3.94	4.66	-26.55	1,146.97	504.08	4.96	1.31	2.10
9	0177.HK	江苏宁沪高速公路	公路与铁路	-45.00	1.54	-78.72	-4.04	440.80	15.27	1.38	0.50
10	0293.HK	国泰航空	航空公司	-48.33	-3.68	-832.37	-27.89	436.44	-4.58	0.70	-1.48
11	0144.HK	招商局港口	海港与服务	-8.67	-12.42	-76.32	15.42	422.49	12.50	0.53	0.92
12	6198.HK	青岛港	海港与服务	1.23	3.71	0.24	5.47	301.84	6.99	0.89	0.58
13	0636.HK	嘉里物流	航空货运与物流	10.47	7.87	-61.54	55.27	295.11	14.25	1.28	1.15
14	0152.HK	深圳国际	公路与铁路	-22.93	45.24	38.28	19.18	288.86	5.26	0.95	2.50
15	0576.HK	浙江沪杭甬	公路与铁路	-31.01	6.82	-65.26	5.58	275.35	9.41	1.14	0.59
16	0694.HK	北京首都机场股份	机场服务	-71.99	-22.99	-157.20	-15.76	265.59	62.01	0.95	0.09
17	0357.HK	瑞港集团	机场服务	-24.59	-7.53	-71.09	-7.50	212.00	51.00	3.72	0.80
18	0598.HK	中国外运	航空货运与物流	5.28	0.43	-19.93	3.68	210.18	6.67	0.66	0.37
19	2866.HK	中远海发	海运	14.24	-12.84	-5.46	26.04	197.34	9.28	0.73	0.16
20	1199.HK	中远海运港口	海港与服务	-12.60	2.73	10.53	-5.10	185.66	7.09	0.48	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 2021.1.25)

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)
				2020Q3	2019Y	2020Q3	2019Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	39.13	23.37	27.07	26.00	4,656.23	65.74	8.85	1.55
2	601816.SH	京沪高铁	铁路运输 II	-34.87	5.72	-79.33	16.48	2,705.77	63.43	1.48	0.09
3	601919.SH	中远海控	航运 II	5.46	25.02	56.95	241.99	1,843.83	21.67	4.73	0.69
4	600009.SH	上海机场	机场 II	-58.11	17.52	-116.64	18.72	1,387.60	465.23	4.67	0.15
5	600018.SH	上港集团	港口 II	-27.79	-5.10	-10.86	-13.48	1,047.45	12.64	1.19	0.36
6	601111.SH	中国国航	航空运输 II	-52.99	-0.43	-250.76	-11.57	1,012.38	-9.67	1.24	-0.72

7	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	-12.02	2.01	-25.57	-6.04	955.93	9.12	0.82	0.71
8	600029.SH	南方航空	航空运输 II	-43.98	7.45	-287.13	-10.45	850.78	-9.57	1.18	-0.58
9	600115.SH	东方航空	航空运输 II	-54.71	5.16	-302.49	18.43	730.53	-7.11	1.29	-0.63
10	601018.SH	宁波港	港口 II	-24.49	10.79	-7.80	18.44	622.81	19.48	1.20	0.20
11	002120.SZ	韵达股份	物流 II	-4.81	148.30	-47.13	0.80	510.54	29.82	3.65	0.59
13	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	-40.96	12.88	-108.81	22.31	489.21	-1,812.08	3.35	-0.03
12	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	-28.60	1.10	-46.89	-3.92	447.35	17.64	1.62	0.50
14	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	-22.61	21.09	-61.20	11.30	417.03	18.52	0.86	0.36
15	601866.SH	中远海发	航运 II	24.80	-13.15	29.50	21.20	399.32	18.80	2.20	0.18
17	601872.SH	招商轮船	航运 II	8.59	33.17	273.90	49.24	372.05	7.64	1.34	0.72
16	600233.SH	圆通速递	物流 II	8.34	13.42	4.36	-12.99	366.54	21.85	2.20	0.53
18	600026.SH	中远海能	航运 II	26.16	12.97	343.49	112.86	336.25	10.60	0.93	0.67
19	600004.SH	白云机场	机场 II	-38.50	1.59	-141.50	-9.06	311.93	244.47	1.62	0.05

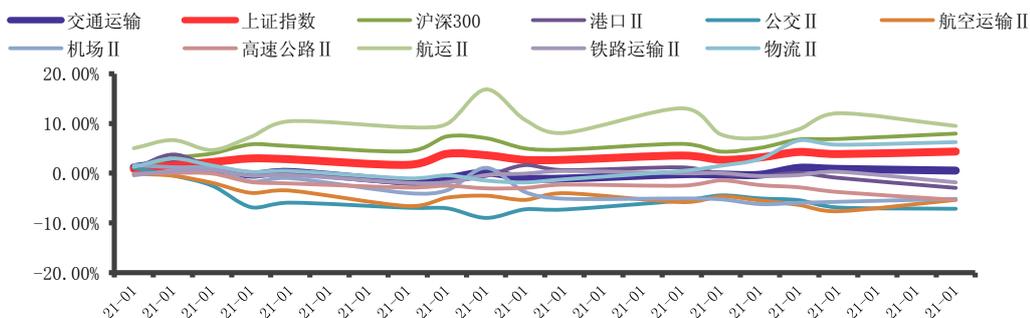
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 首选“就地过节”倡议下高品质物流, 关注节后航空等出行板块修复节奏

分子行业来看, 截至 2021 年 1 月 25 日, 航空、公交、机场板块 PE 仍较高, 分别为 369.84 倍、35.15 倍、302.57 倍, 高于交通运输行业值 25.85 倍。

图 74 2021 年 1 月交通运输子行业表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

其中，航空、机场板块受到疫情影响，净利润下滑态势明显，导致动态市盈率大幅提升。高速公路、航运、铁路、港口板块 PE 分别为 16.94 倍、14.82 倍、21.76 倍、15.85 倍。物流板块的为 24.44 倍。

2021 年 2 月投资策略：首选“就地过节”倡议下高品质物流，关注节后航空等出行板块修复节奏

1. 把握“就地过节”倡议下高品质物流业绩提升的机会。新冠疫情防控常态化背景下，线上消费习惯延续巩固，叠加“就地过节”倡议，线上春节年货需求提升，支撑物流保持高景气度，社区团购、即时配送、冷链物流成为满足不同消费层次的新赛道，呈现出较高的成长性。我们预计高品质物流需求有望稳步提升。**推荐具备时效性护城河的优质综合物流服务商顺丰控股（002352.SZ）。**

2. 继续推荐跨境电商物流赛道。国内率先复工复产，叠加跨境电商深化发展，制造业产业链优势支撑出口额大幅提升。据海关总署统计数据显示，近年来跨境电子商务年近 40% 的增速发展；2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，增长 31.1%，预计跨境电商物流市场约为 5000 亿元左右。同时，受国内外疫情反复影响，国际航线复航节奏放缓、时间延后，国际客机腹舱运力恢复仍需时间，同时 2021 年全球新冠疫苗运输分发将挤占国际航空运力，预计 2021 年航空货运价格仍将处于相对高位。据 TAC 航空货运价格数据显示，2020 年 1 月 22 日，上海-北美、香港-北美航空货运价格同比增长同比+69.51%、+105.25%。国际航空货运运价保持高位水平，有利于支撑从事空代、跨境电商物流业务的公司业绩改善。**推荐空代业务占比较高且积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH），拥有较为完善的国际物流网络的中国外运（601598.SH）。**

3. 看好电商快递龙头中长期投资价值。2020 年受疫情影响促进线上消费、直播带货、电商扶贫等新因素驱动，快递业务量增速达 30%。根据我们的测算，2021 年快递行业业务量增速有望超 20%，有望超过 1000 亿件，快递行业高景气逻辑持续。2020 年下半年价格战趋缓，单票价格暂时立于 2 元以上，但考虑到龙头快递公司“淘汰赛”胜负仍未分晓，电商快递单价水平或在 2021 年继续压低。我们认为，在价格战持续推进、市场 1-2 年出清的预期下，当前快递业的竞争“重格局，轻业绩”，流量份额争夺仍为获胜关键。**看好通达系市占率领先的龙头中通快递（2057.HK）、韵达股份（002120.SZ）的中长期投资价值。**

4. 关注后“就地过节”倡议时期的航空、高铁等出行市场修复节奏。由于国内外新冠疫情发展态势反复，我国政府提出“就地过节”倡议，以降低春运人员大面积流动带来的疫情扩散的风险。受此因素影响，2021 年春运客流量将显著低于常态情景，预计相比 2019 年下降四成，预计航空机场、高铁等出行板块 2021 年 1 季度业绩持续承压。随着国内外新冠疫苗接种逐步推进，出行需求有望在 3 月初开始稳步修复，但全球接种进度和渗透率存在差异性，预计 2021 年国际航线复航进展将取决于政策动态评估情况，内需性出行领域有望率先受益。**建议关注国内航空业务占比相对较多的吉祥航空（603885.SH）、春秋航空（601021.SH）等，关注国内高铁客运龙头京沪高铁（601816.SH）。**

5. 关注现金流充足、高股息率高速公路板块。受益于国内经济快速修复，公路货运行业率先回归常态。2020 年 5 月，我国公路货运量同比首次回正，至今已经连续 8 个月呈现同比正增长，12 月公路货运周转量同比增 10.5%，反弹效应明显。春节前货运物流旺季，叠加国内制造业高景气度延续，公路货运市场景气度持续向好。2021 年春节前电商促销旺季到来，叠加制造业进入补库存周期，采购需求旺盛，货运物流旺季效应下，公路货运作为物流产业链上的关键环节，景气度有望持续向好。且存在 2020 年减免高速公路通行费对冲保障政策措施预

期。建议关注招商公路（001965.SZ）、宁沪高速（600377.SH）。

（二）核心组合

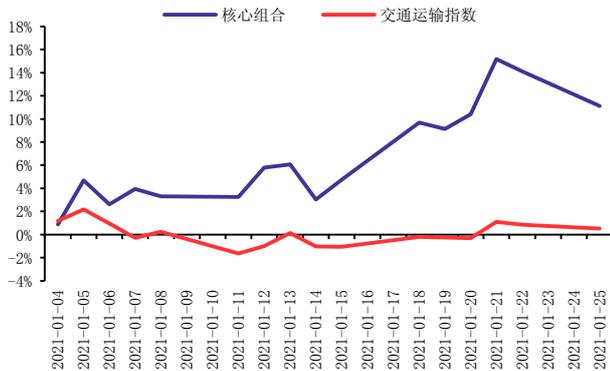
表 13 投资组合建议（截至 2021 年 1 月 25 日）

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
603128.SH	华贸物流	2021/1/1	25.94%
002352.SZ	顺丰控股	2021/1/1	15.82%
601598.SH	中国外运	2021/1/1	-8.41%

资料来源：Wind，中国银行证券研究院整理

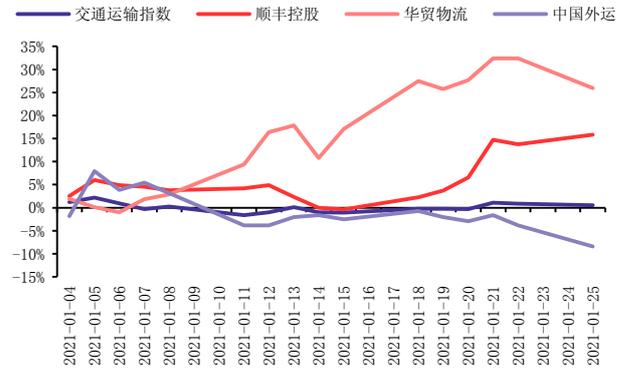
（三）核心组合表现

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 年推荐核心组合为华贸物流（603128.SH）、顺丰控股（002352.SZ）、中国外运（601598.SH）。自 2020 年 1 月 1 日截至 2021 年 1 月 25 日，交通运输业指数累计+0.53%，2020 年银河交通核心组合+11.12%。核心组合表现超越交通运输指数，相对收益+10.59%。

六、风险提示

空运海运价格大幅下跌、跨境物流需求不及预期、国际贸易形势变化、快递价格战、新冠疫苗上市时间不及预期等产生的风险；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).....	8
图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2020Q3).....	8
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 (2009-2020).....	11
图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2020).....	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 (2009-2020).....	15
图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2020).....	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.....	16
图 30 36 个大中城市平均公路货运价格.....	16
图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020).....	18
图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020).....	18
图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化.....	18
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化.....	18
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).....	19
图 38 集运指数 (SCFI).....	19
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（2008-2020.11）	20
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性	20
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	21
图 46 民航货邮周转量月度变化	21
图 47 民航总周转量月度变化	22
图 48 2018 年 1 月-2020 年 11 月民航客座率	22
图 49 2018 年 1 月-2019 年 6 月民航票价指数	22
图 50 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数	22
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	23
图 54 每百元社会物流总额所需社会物流总费用	23
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（2008-2020）	24
图 58 快递业务平均单价（元）	24
图 59 2018 年-2019 年 10 月中国电商物流指数	24
图 60 2018 年-2020 年 12 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2020 年 12 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2020 年 12 月快递单票收入	25
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	26
图 66 共享单车用户规模变化趋势及增幅	26
图 67 2015-2022 年中国网络出行市场规模	26
图 68 2014-2020 中国网络出行用户规模	26
图 69 交通运输各子行业表现情况（2021/01/01-2021/1/25）	28
图 70 交通运输行业估值及对比及溢价情况	29
图 71 交通运输行业与其他行业估值对比	29
图 72 交通运输子行业估值对比	29
图 73 国内外交通运输行业估值对比	29
图 74 2021 年 1 月交通运输各子行业表现情况	32
图 75 核心组合表现情况	34
图 76 核心组合标的表现情况	34

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.....	12
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.....	13
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）.....	16
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 2021.1.25）.....	30
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 2021.1.25）.....	30
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 2021.1.25）.....	31
表 13 投资组合建议（截至 2021 年 1 月 25 日）.....	34

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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

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