

推荐航空出行板块复苏机会，布局国家综合立体交通网规划催生的新赛道

——2021年2月行业动态报告

核心观点

- **交通运输行业运行分析：“就地过年”抑制1月春运客流量，催生货运物流需求。**2021年1月：CTSI指数同比增2.5%首次回正。**铁路**：1月铁路客流量为去年同期60%。**公路**：1月公路货运量为同比增46.7%。**水路**：节后散运需求重回高位，集运价格进入平台期。**航空**：1月民航客运量为去年同期60%，航空货运市场景气度继续。**物流**：1月快递业务量同比增124.66%。**新业态**：网约车市场平稳运行。
- **推荐航空出行板块复苏机会。**进入2021年，随着新冠疫苗接种进程提速，全球范围内对疫情的控制效果呈现出改善的迹象，居民生活出行回归常态的预期强化，预计航空客运需求将逐步修复。**推荐国内航空业务占比相对较多的吉祥航空(603885.SH)、低成本航空标的春秋航空(601021.SH)、全服务型航空标的中国国航(601111.SH)。**
- **继续推荐具备高成长性的跨境电商物流赛道。**推荐华贸物流(603128.SH)、中国外运(601598.SH)。
- **持续看好头部快递公司的中长期投资价值。**推荐顺丰控股(002352.SZ)、中通快递(2057.HK)、韵达股份(002120.SZ)。
- **布局国家综合立体交通网规划催生的新赛道。**建议把握纲要提出的“6轴、7廊、8通道”高效率国家综合立体交通网(2035年达70万公里)带动的基础设施建设、创新交通装备产业链投资机会。同时关注以下三个子赛道：①**碳中和背景下，低碳交通是未来交通强国建设的显著特征。**未来加快交通运输结构调整、推广新能源交通装备、提升运输组织效率将成为重点。推荐专注内贸集装箱的多式联运服务商中谷物流(603565.SH)，推荐打造智慧物流网的传化智联(002010.SZ)，建议关注货车电动化、氢燃料交通装备产业链投资机会。②**数字经济时代，智慧交通是交通强国建设的核心动能。**建议关注智慧高速公路、车路协同、全自动码头、无人机物流、共享出行等投资机会。③**双循环战略下，开放交通是交通强国建设的应有特质。**建议关注跨境快递服务业、全球供应链服务等领域的投资机会。
- **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	+44.99%
002352.SZ	顺丰控股	2021/1/1	+19.86%
601598.SH	中国外运	2021/1/1	+4.32%

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，新冠疫苗接种进度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。

交通运输行业

推荐 维持评级

分析师

王靖添

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

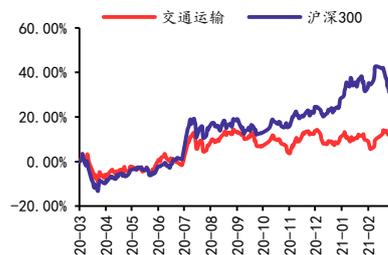
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

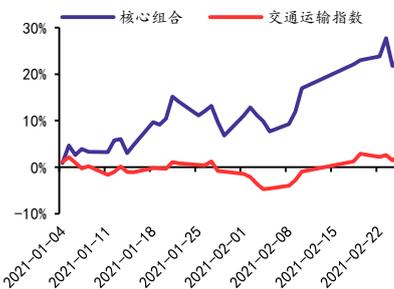
2021.2.25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.2.25



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】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_202101期》

目 录

一、1月CTSI指数同比首次回正，节前货运高景气度持续	3
(一) “十三五”交通运输加快发展，《国家综合立体交通网规划纲要》发布.....	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) 2021年1月CTSI指数同比增2.5%首次回正，“就地过年”催化“客淡货旺”继续.....	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性.....	4
2. 1月CTSI指数同比增+2.5%，节前货运高景气度持续，客运指数同比-38.2%.....	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析.....	5
1. 海航集团破产重整，新冠疫情反复下航空公司持续面临现金流压力.....	5
2. “就地过年”的2021年春运：“快递激增”替代“出行高峰”——春节消费专题.....	5
3. 华贸物流拟收购佳成国际增强跨境电商物流服务能力，春节后航空货运价格环比提升.....	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.....	7
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：“就地过年”抑制1月春运客流量，继续催生货运物流需求	11
(一) 铁路：1月铁路客流量为去年同期60%，货运连续八个月同比正增长.....	11
(二) 公路：1月公路客运量为疫情前50%，货运市场连续九个月常态化运行.....	14
(三) 水路：节后散运需求重回高位，集运价格进入平台期.....	18
(四) 航空：1月民航客运量为去年同期60%，航空货运市场高景气度继续.....	19
(五) 物流快递：1月快递业务量同比增124.66%，CR8继续回落至80.4.....	22
(六) 新业态：12月活跃用户规模同比增12.2%，网约车市场平稳运行.....	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：推荐航空出行板块复苏机会，布局国家综合立体交通网规划催生的新赛道	32
(二) 核心组合	35
(三) 核心组合表现	35
六、风险提示	35

一、1月CTSI指数同比首次回正，节前货运高景气度持续

(一) “十三五”交通运输加快发展，《国家综合立体交通网规划纲要》发布

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快货物流圈”。2021年2月，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，到2035年综合立体交通网将达70万公里。

(二) 2021年1月CTSI指数同比增2.5%首次回正,“就地过年”催化“客淡货旺”

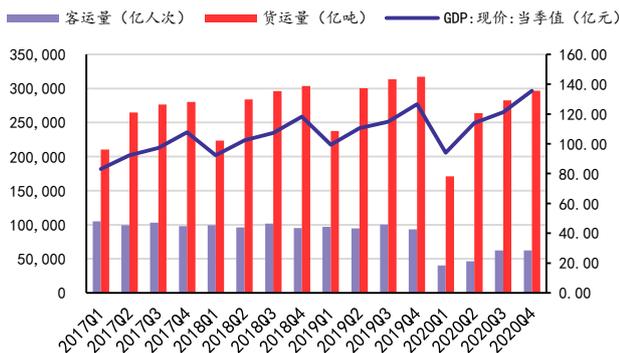
继续

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。

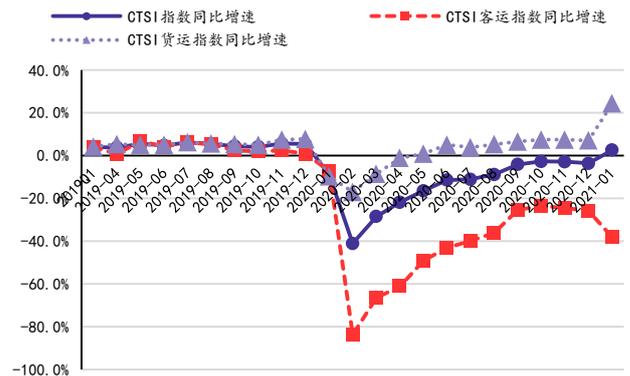
2020年Q4,国内生产总值为296,297.8亿元,同比+6.5%,较Q3(264,976.3亿元)环比+11.82%;伴随着国内疫情收尾完成,社会经济在常态化轨道上加速运行,Q4国内生产总值同、环比均较Q3继续改善。

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. 1月CTSI指数同比增+2.5%,节前货运高景气度持续,客运指数同比-38.2%

(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) 1月CTSI指数同比+2.5%,疫情爆发以来首次回正。2021年1月,中国运输生产指数(CTSI)为151.4点,同比+2.5%,疫情爆发(2020年2月)以来同比增幅首次回正。由此可见,1月,随着后疫情阶段继续,国内社会经济继续在正常轨道运行,交通运输行业进一步回归疫情前水平。(3) 1月CTSI货运指数同比+24.3%,连续九个月呈现同比正增长。2021年1月,CTSI货运指数为182.2点,同比+24.3%,连续九个月呈现同比正增长态势。由此可见,1月,伴随着春节前的年货采购需求兑现,货运市场继续呈现出较高的景气度水平,符合预期。(4) 1月CTSI客运指数同比-38.2%,环比回落继续。2021年1月,CTSI客运指数为92.8点,同比-38.2%,降幅较12月(-25.8%)扩大12.4pct,环比较12月(122.0点)继续回落-23.93%。由此可见,1月,受“就地过年”政策及疫情复发隐患的影响,客运市场的修复进程面临阻碍,虽然春运旺季开启,但人员流动仍受限制。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 海航集团破产重整，新冠疫情反复下航空公司持续面临现金流压力

2021年1月29日，海航集团收到海南省高级人民法院发出的《通知书》，主要内容为：相关债权人因海航集团不能清偿到期债务，申请法院对海航集团破产重整。

我们的观点：

(1) 激进扩张致使出现流动性危机，新冠疫情加速形成资不抵债局面。回顾海航集团发展历程，集团债务形成主要是由于激进扩张，多元化经营盈利贡献不足，叠加新冠疫情冲击航空客运业，集团经营雪上加霜。2015年以来，海航集团跻身世界500强行列后，开始通过旗下公司大肆开展跨国资产收购行动。2016年10月，集团旗下海航旅游作价65亿美元，收购希尔顿集团25%股份；2016年12月，集团旗下海航科技为实现业务转型，收购主营IT综合服务的英迈国际（Ingram Micro）。2017年银监会要求旗下监管银行对于海航的债务授信开展风险排查，海航旗下企业陆续曝出债务逾期、信用违约事件，海航集团出现流动性风险。截至2019年上半年，海航集团负债总额达到7067亿元，资产负债率达72%。再叠加2020年新冠疫情对航空业的冲击，集团无法清偿到期债务。

(2) 破产重整不等于清算倒闭，海航集团未来复兴仍存可能。破产重整是指对符合破产条件但是具有挽救希望的企业，不立即进行清算，而是在法院的主持下，指定破产管理人，依法清理企业的债权债务，制定重整计划，进行业务上的重组和债务调整，以帮助债务人摆脱财务困境、恢复营业能力。具体主要通过债权转移、股抵债、留债展期清偿等多种方式减轻债务压力，同时引进新的战略投资者，重构新型治理体系和股权关系。此次海航集团重整后理想效果是：法人主体资格继续存续，参与市场竞争，重整实施完毕后，海航集团的负债将大幅削减、运营负担显著减轻、经营管理制度进一步优化等。此外，若海航集团能够把握自贸港政策的发展机遇，扎根自贸港发展需要，重整后的海航集团仍有广阔发展空间。

(3) 国内外新冠疫情反复下航空公司持续面临现金流压力。三大航资产负债率处于高位，新冠疫情下发行超短期融资券缓解压力，资产负债率进一步提高。2014-2019年三大航资产负债率均在50%以上。2020年受疫情影响，三大航均发行多期超短期融资券的方式来缓解现金流压力。根据三大航2020半年报，2020年中国国航、东方航空、南方航空共计发行超短期融资券为170亿元、437亿元和382亿元，流动负债增加，资产负债率提高。2020Q3南方航空、中国国航、东方航空资产负债率分别为73.36%/69.85%/78.90%，较2019Q3(73.89%/64.81%/74.51)变动-0.72%/7.78%/5.89%。

2. “就地过年”的2021年春运：“快递激增”替代“出行高峰”——春节消费专题

2021年2月16日，交通运输部发布数据，2月15日全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客1550.8万人次，比2019年同期下降73.1%，比2020年同期上升14.2%；2月12日，国家邮政局发布数据，除夕和初一两日，全国快递处理超1.3亿件，同比增长223%。

我们的观点：

(1) 2005-2019 年春运客运量稳中有增，2020 年受新冠疫情影响大幅下降。据交通运输部公布数据显示，2020 年春运客运量总计较 2019 年下降达 50.3%。过去 15 年来，春运客运量由 2005 年 19 亿人次攀升至 2019 年 29.8 亿人次；2020 年春运客运量总计 14.76 亿次，同比下降超过 50%。

(2) 积极响应就地过年，2021 年春运“传统出行高峰”现象暂时消失。2021 年“就地过年”倡议下，春运前 18 天客流量仅为疫情前常态水平的 25%。由于国内外新冠疫情发展态势反复，2021 年我国政府提出“就地过年”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“传统出行高峰”现象暂时消失。据交通运输部发布数据显示，2021 年春运前 18 天，发送旅客 3.02 亿人次，日均 1678.05 万人次，比 2020 年同期下降 74.88%，比 2019 年同期下降 76.96%。

(3) 快递“不打烊，不休网”，2021 年除夕和初一全国快递处理超 1.3 亿件，同比增长 223%。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。据国家邮政局发布数据显示，2021 年 1 月，全国快递服务企业业务量完成 84.9 亿件，同比增长 124.7%。除夕和初一两日，全国快递处理超 1.3 亿件，同比增长 223%。

3. 华贸物流拟收购佳成国际增强跨境电商物流服务能力，春节后航空货运价格环比提升

2 月 20 日，华贸物流（603128.SH）发布《关于签署收购意向书的公告》。

我们的观点：

(1) 公司拟收购佳成国际物 70% 股份，持续布局提升跨境电商物流服务能力。2020 年 2 月 20 日，公司发布公告拟收购杭州佳成国际物流股份有限公司（简称“佳成国际”），预计交易金额约 5.4 亿元人民币。佳成国际是集国际速递、国际货运、跨境通关、跨境集运、跨境仓配于一体的综合型国际物流公司，致力于为跨境电商中小商家提供个性化、多口岸、多干线的全球跨境物流服务。据公告披露信息显示，佳成国际 2020 年底总资产为 37,708 万元，净资产为 23,154 万元，2020 年实现营业收入 12.03 亿元，净利润约 4,580 万元。我们认为，若此项收购顺利完成，有助于华贸物流健全跨境电商物流产品体系，特别是进一步增强了前段揽收、关务、海外端尾程服务等环节，提升其抢占跨境电商物流赛道的竞争力。

(2) 2021 年春节后航空货运价格环比提升，持续利好公司业绩改善。受国内外疫情反复影响，国际航空客机腹舱恢复节奏延后，叠加 2021 年疫苗运输挤占运力，航空货运运力依然紧缺，同时高品质物流需求日益增加，预计 2021 年空运价格仍然维持高位水平持续支撑公司空代、跨境电商物流业绩。据 TAC 航空货运价格数据显示，2021 年 2 月 19 日，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 7.75 美元/公斤、5.43 美元/公斤，周环比+15.67%、+7.10%，同比+173.85%、+142.41%；香港-北美、香港-欧洲航空货运价格分别为 6.61 美元/公斤、4.48 美元/公斤，周环比+0.30%、-2.82%，同比分别+100.30%、+85.12%。

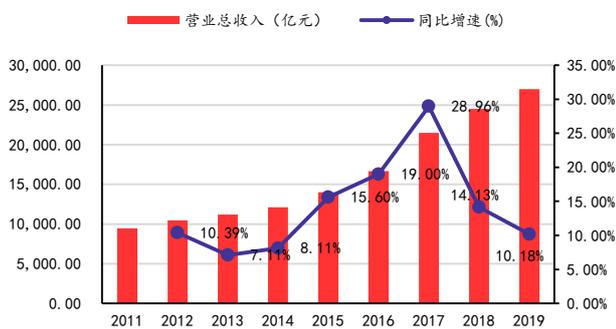
(3) 跨境电商物流市场空间广阔，公司有望进一步提升市占率。跨境电商物流占跨境电商交易成本的比例为 20%-30%，若按照中国跨境电商 10 万亿广义口径测算，则跨境物流市场体量约 2-3 万亿区间。按照海关总署新设定的统计口径来看，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，预计跨境电商物流市场（B2C 口径）约为 5000 亿元左右。

(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%

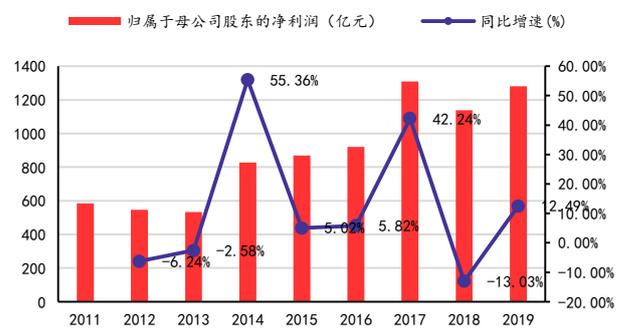
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011 年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019 年行业营业收入为 27,000.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.85 倍。营业收入增速在 7%-30% 区间，2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加，2018 年-2019 年增速呈现回调趋势，2019 年营业收入同比增速为 10.18%。归母净利润增速有所波动，2019 年归母净利润为 1,280.53 亿元，较去年同期水平增长 12.49%，重新回归正增长态势。

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

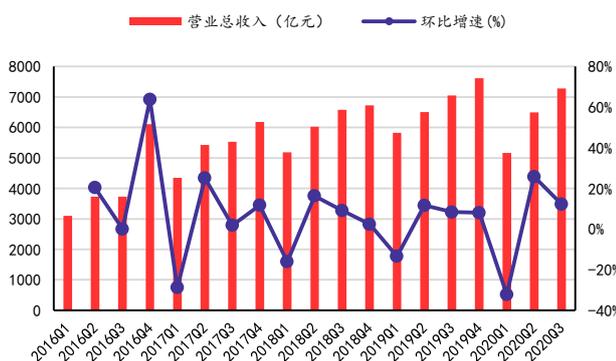
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

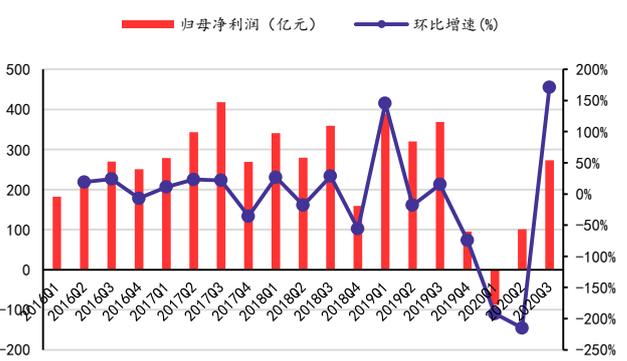
分季度来看，交通运输业行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。

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)

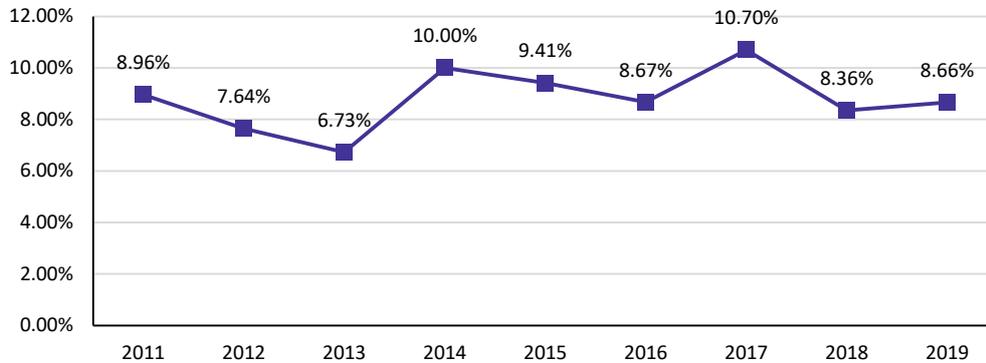


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

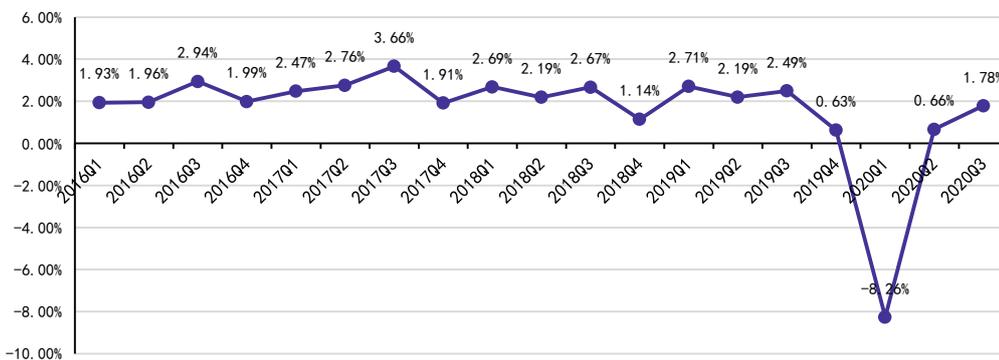
图 7 交通运输行业年度净资产收益率（2011-2019）



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

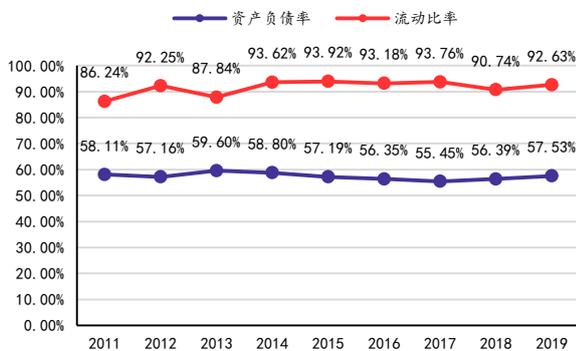
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34%	0.28	2.63
2019Q3	2.49%	5.23%	0.19	2.51
2019Q4	1.33%	4.74%	0.12	2.35

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

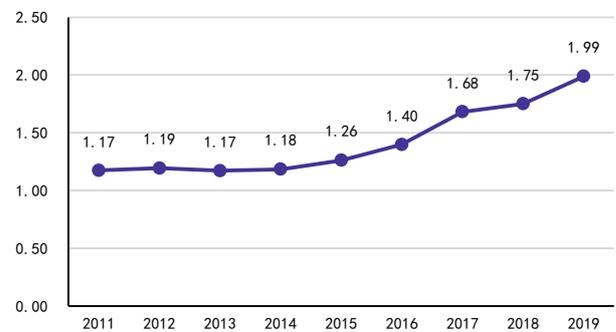
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2019 年资产负债率为 57.53%，自 2013 年以来一直处于下降趋势，但 2019 年呈现小幅回升。流动比率继续处于 90%左右的水平，2019 年流动比率为 92.63%，较上一年上升 1.89 个百分点，说明交通运输行业短期偿债能力较 2018 年水平有所改善。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011 年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2019 年较上年度进一步上升，达到 1.99 次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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)

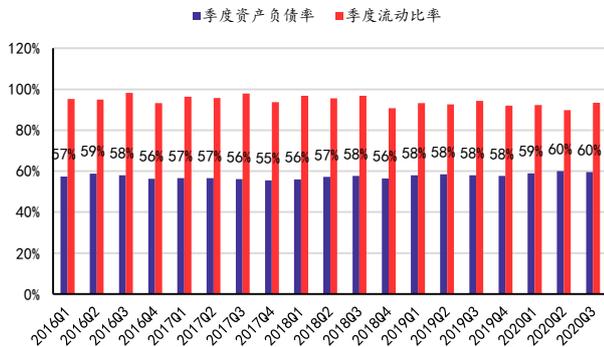


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

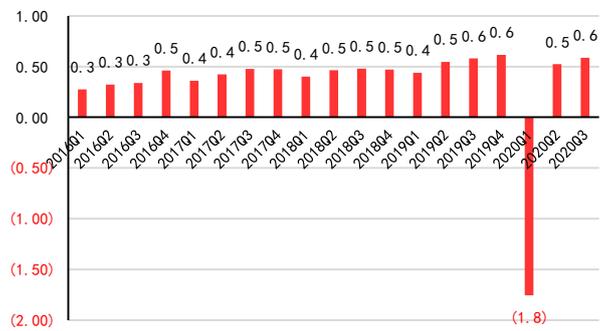
营运能力上，2016 年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019 年 Q4 行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到 0.62 次。2020 年 1 季度变为负值，2-3 季度逐步恢复常态。

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)



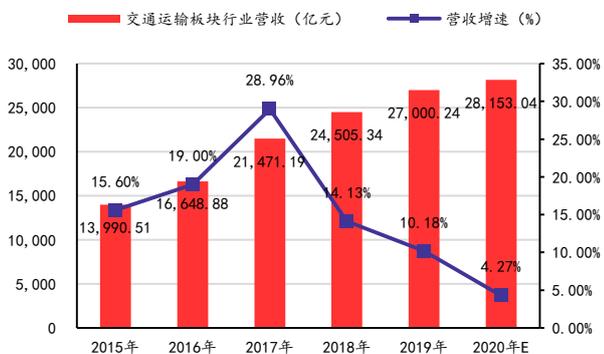
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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%。

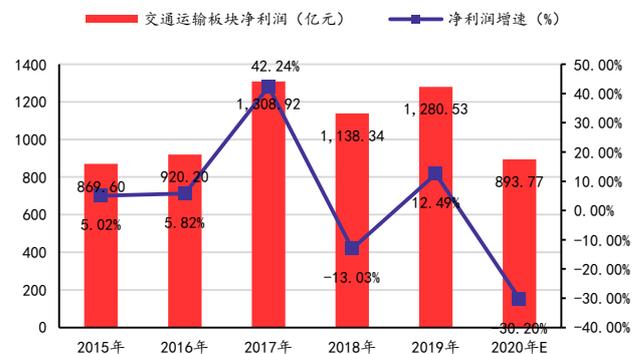
净利润方面:2019 年交通运输板块净利润为 1,280.53 亿元, 同比+12.49%, 略低于此前预期水平(1,345.97 亿元)。受新冠疫情影响, 我们预计 2020 年交通运输板块实现归母净利润 893.77 亿元, 同比-30.20%。

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：“就地过年”抑制 1 月春运客流量，继续催生货运物流需求

（一）铁路：1 月铁路客流量为去年同期 60%，货运连续八个月同比正增长

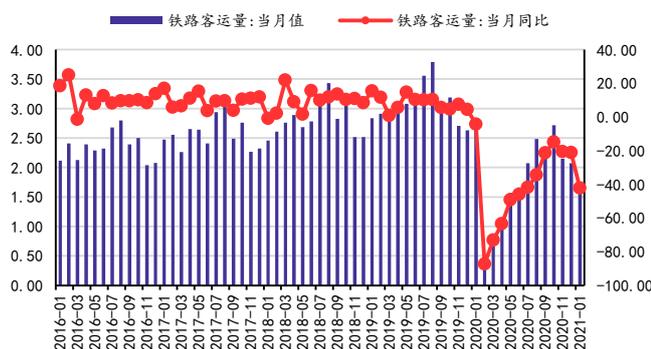
受新冠疫情冲击，2020 年铁路客运服务量同比降-40%，平均运距同比降-90%。2020 年铁路客运量 22.03 亿人，同比降-39.80%；客运周转量 8,266.11 亿人公里，同比降-94.38%；平均运距为 37.51 公里，同比降-90.66%。2020 年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近 10 年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016 年达到阶段性底部。2017-2019 年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020 年，铁路货运量为 44.58 亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到 30,387.5 亿吨公里，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



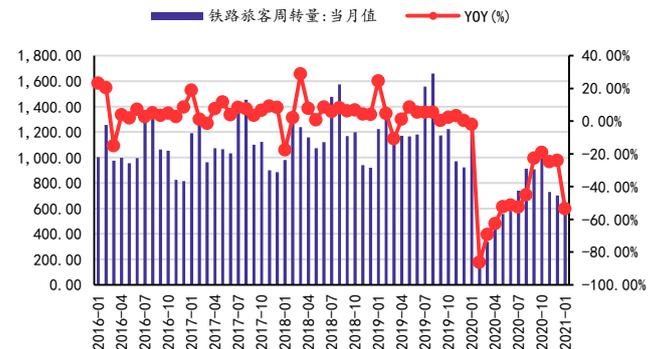
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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）



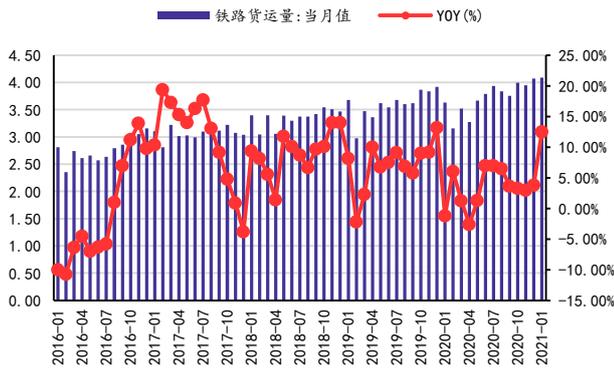
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：1 月铁路客流量 1.57 亿人次，为去年同期水平的 60%。据国家铁路集团发布数据显示，2021 年 1 月，铁路旅客发送量为 1.57 亿人，同比-42.1%，月环比-24.15%；1 月，铁路旅客周转量为 556.45 亿人公里，同比-53.60%，月环比-20.59%。1 月，铁路客流量仅为去年同期水平的 60%，一方面因去年春运高峰早于今年开启，出现错期效应，另一方面与“就地过

年”政策及疫情复发隐患下人员流动受到抑制有关。

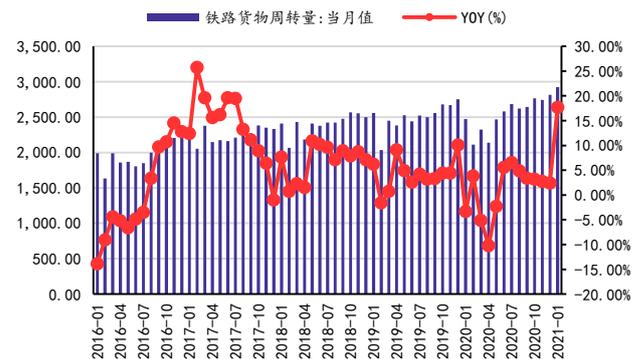
货运：1月铁路货运量4.09亿吨，货运量连续八个月同比正增长。2021年1月，铁路货运量为4.09亿吨，同比+12.50%，月环比+0.49%；1月，铁路货邮周转量为2,923.90亿吨公里，同比+17.70%，月环比+3.79%。由此可见，春节前年货采购需求加持下，1月铁路货运市场继续呈现向好，货运量连续八个月实现同比正增长。

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

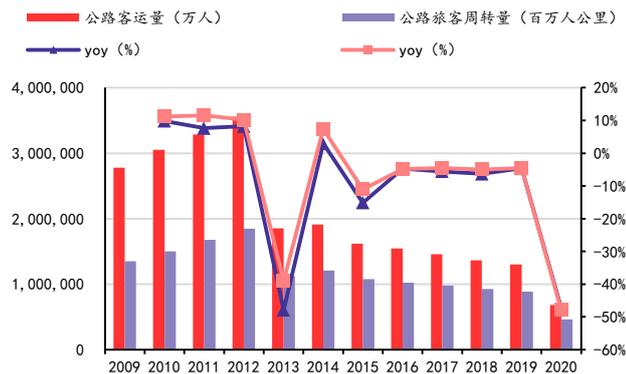
资料来源：国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

（二）公路：1 月公路客运量为疫情前 50%，货运市场连续九个月常态化运行

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

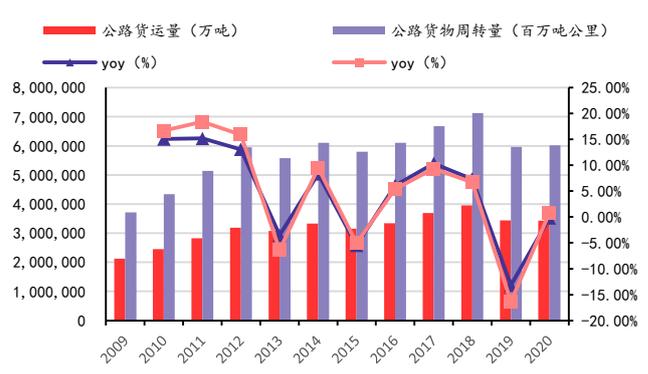
运量约为 68.37 亿人,同比-47.0%;2020 年,公路客运周转量为 4,612.48 亿人公里,同比-47.6%。货运方面,受益于国内经济修复率先完成,公路货运市场于 2020 年已回归常态化。2020 年,我国公路货运量为 342.9 亿吨,同比-0.3%,基本持平;公路货运周转量为 60,143.57 亿吨公里,同比+0.9%。2020 年受益于我国经济率先修复,物流产业链表现超预期,作为产业链上关键环节,公路货运市场呈现出较高的景气度。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



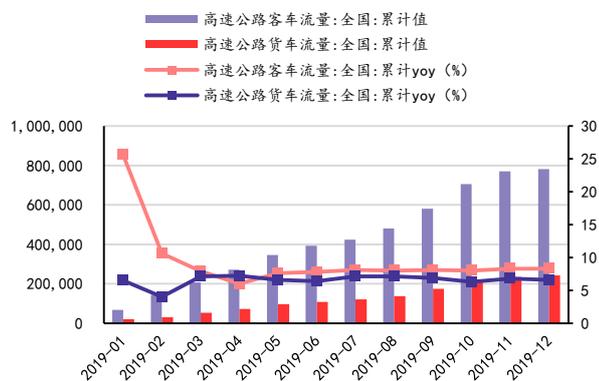
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



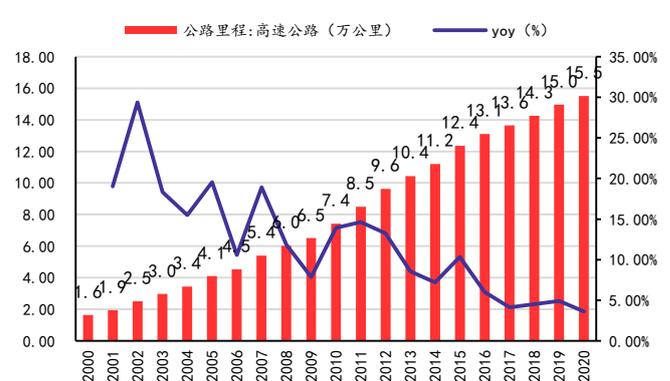
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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)

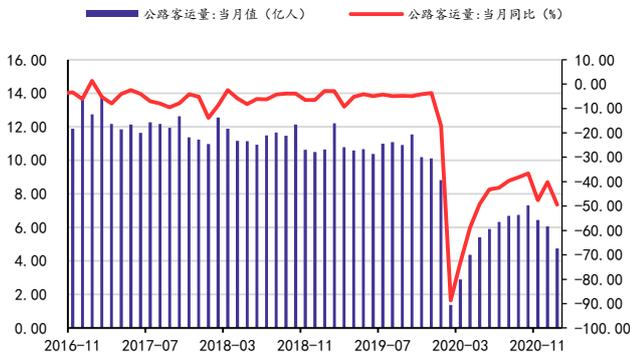


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运: 1 月公路客运量为 4.75 亿人次, 客流量为疫情前 50%。2021 年 1 月, 公路旅客运输量为 4.75 亿人次, 同比-49.40%, 月环比-21.62%; 1 月, 公路旅客周转量为 305.26 亿人公里, 同比-51.20%, 月环比-19.92%。由此可见, 年底客运淡季效应下, 1 月公路客运量为去年同期水平的 50%, 环比较前继续小幅回落。1 月“就地过年”对春运高峰形成了压制, 同时因疫情隐患, 私家车出行偏好增加, 进一步替代分流长途客运大巴的需求, 1 月公路客运量继续低于去年同期水平, 符合此前预期。

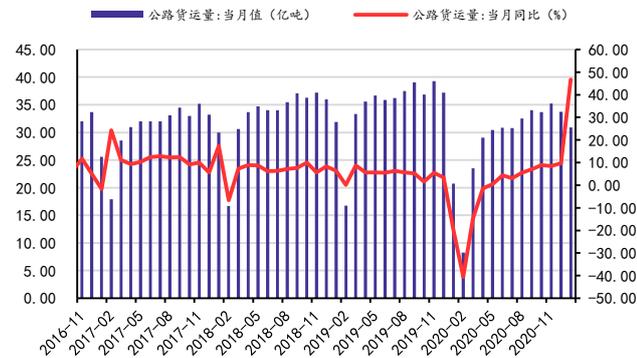
货运: 1 月公路货运量同比+46.70%, 公路货运市场连续九个月常态化运行。2021 年 1 月, 公路货物运输量为 30.91 亿吨, 同比+46.70%, 月环比-8.36%; 1 月, 公路货物周转量为 5,358.01 亿吨公里, 同比+45.20%, 月环比-9.82%。由此可见, 伴随着春节前年货采购需求释放, 1 月公路货运量继续高位运行, 符合此前预期。

图 25 公路客运量及同比月度变化



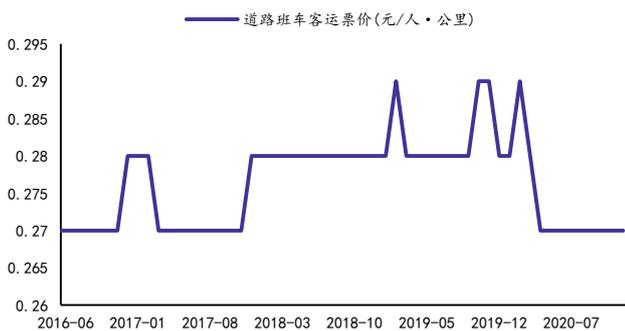
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



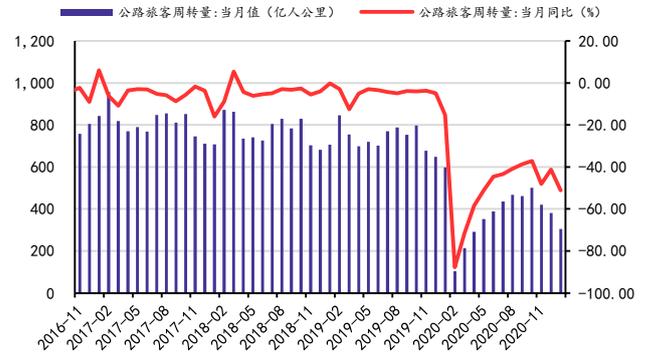
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价



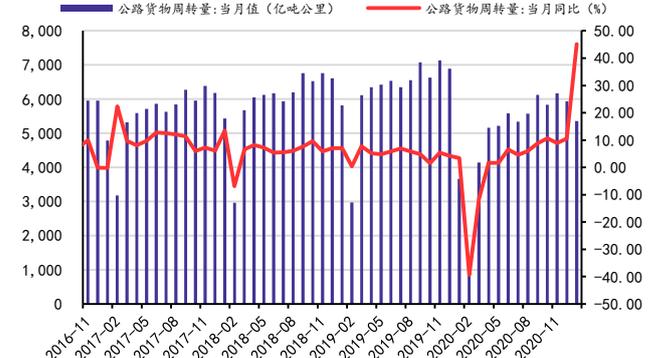
资料来源：Wind，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



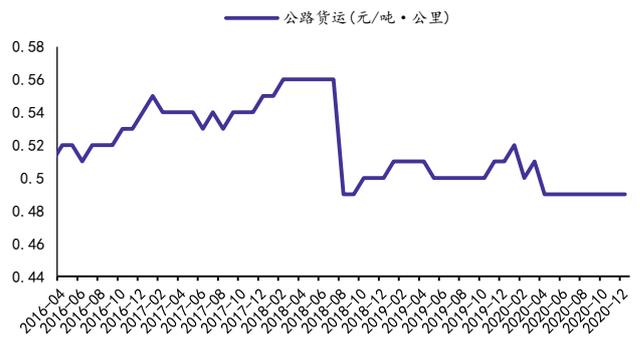
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 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 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	0.45	1	1
2 类	1	1.27	0.675	1.05	0.841	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：节后散运需求重回高位，集运价格进入平台期

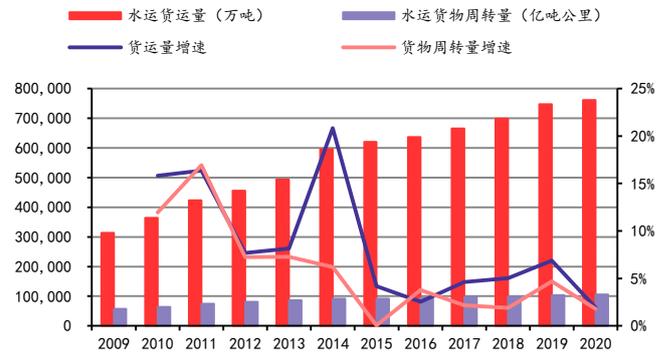
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



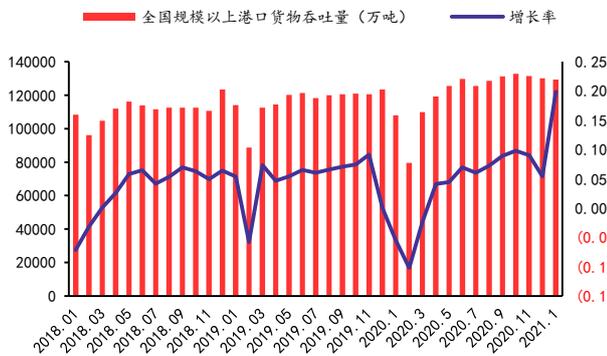
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



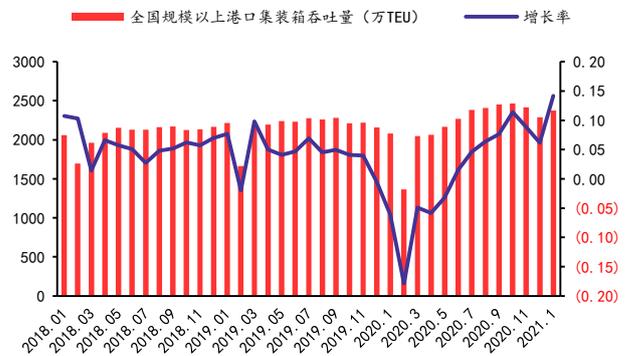
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

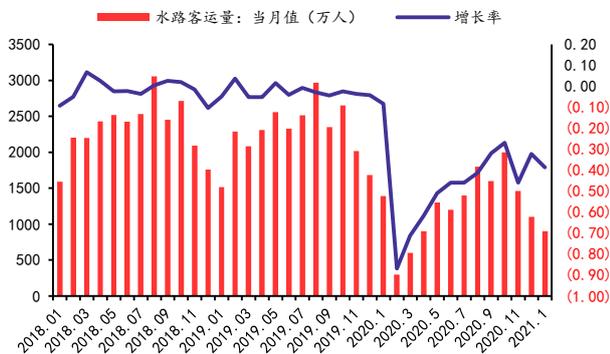
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

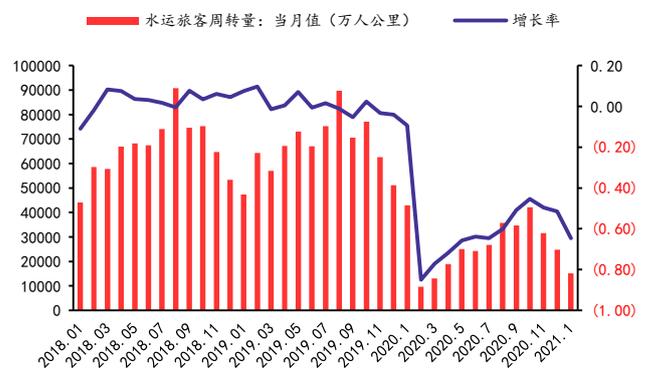
散运：BDI 指数报收 1700 点，国内疫情好转，疫苗接种进度加快，经济复苏信号明显，铁矿石、煤炭需求重回高位。截至 2021 年 2 月 25 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 1,700 点，同比+234.65%，月环比-3.68%。从需求端来看，铁矿石方面，“就地过年”政策下，钢厂高炉开工率提升，钢厂原料进口需求旺盛。动力煤方面，因伴随着气温升高，采暖季进一步接近尾声，民用电量降低，电厂原料采购需求走弱，我国动力煤进口需求继续呈现相对弱势。炼焦煤方面，“就地过年”下，国内疫情疫情防控情况向好，节后焦厂高位开工，原料采购需求火热，国内焦煤需求端维持节前的稳中偏强态势。总体上看，春节过后，我国经济加快复苏信号明显，“黑色产业链”呈现高景气度，散运需求坚挺，运价较节前有所上调，重回 1700 点以上高位。

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

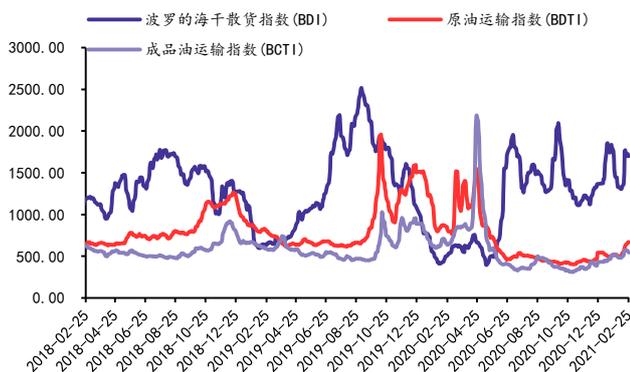


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

油运：波罗的海原油运价指数（BDTI）2021 年 2 月 25 日报收 669 点，同比-18.12%，月环比+28.90%。成品油运输指数（BCTI）2021 年 2 月 25 日报收 543 点，同比-14.62%，月环比+5.44%。由此可见，2 月油运市场呈现出小幅低位回升局面。从需求端来看，主要系近期欧美地区经济复苏形势有所好转，带来原油消费需求的回暖。但因海外疫情仍严峻，拐点未明确出现，油轮活动总体上仍较为低迷。我们认为，中长期来看，随着海外疫情的逐步缓解，油运需求将得到释放，运价有进一步上升的动力。

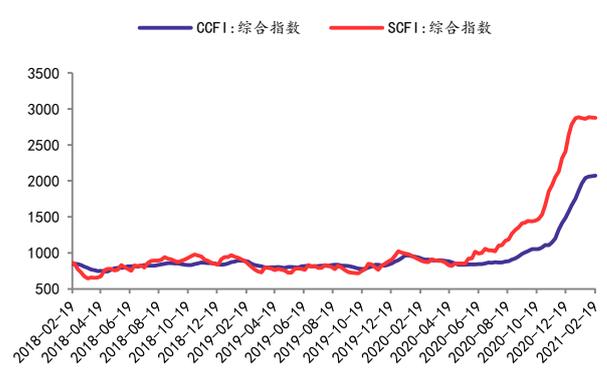
集运：2021 年 2 月 19 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 2875.93 点，月环比+0.24%，同比+223.97%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 2071.71 点，月环比+5.34%，同比+125.17%。由此可见，2 月以来，集运价格进入平台期，运价增长放缓，呈现出高位平稳态势。2020 年新冠疫情下，国内率先复工复产，完整的制造业产业链优势支撑出口额大幅提升。同时，海外疫情影响全球集装箱周转，造成集运价格大幅上涨。我们认为，进入 2021 年，随着新冠疫苗逐步接种，集运市场格局预计有所调整。

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（CCFI、SCFI）



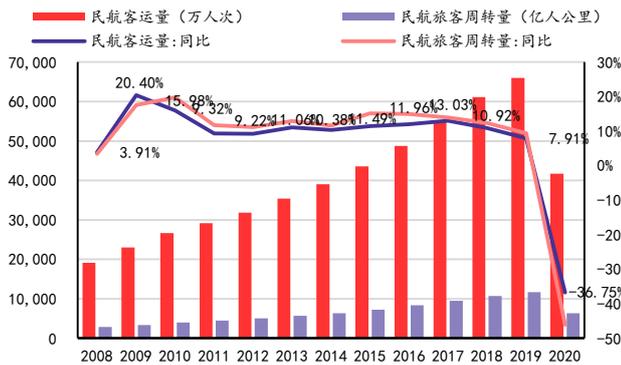
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（四）航空：1 月民航客运量为去年同期 60%，航空货运市场高景气度继续

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，

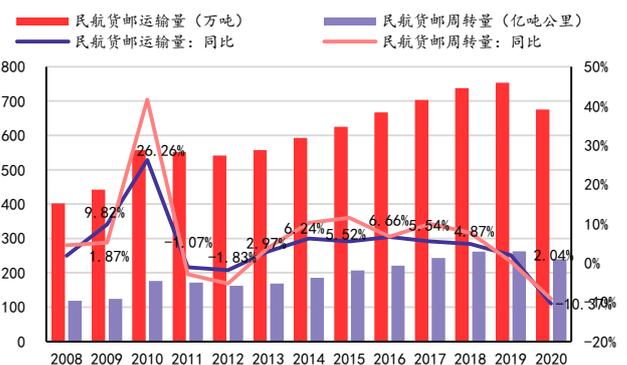
2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平,5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。2020年,完成民航旅客运输量4.17亿人次,同比-36.75%;2020年完成民航货邮运输量674.93万吨,同比降-10.37%。2020年,民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.1%,较上年(32.8%)同比继续有所提升。

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

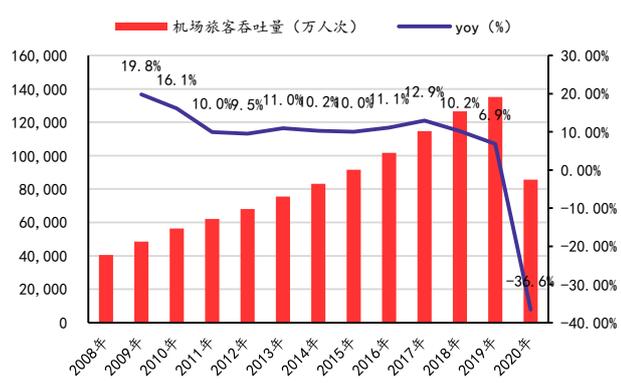
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

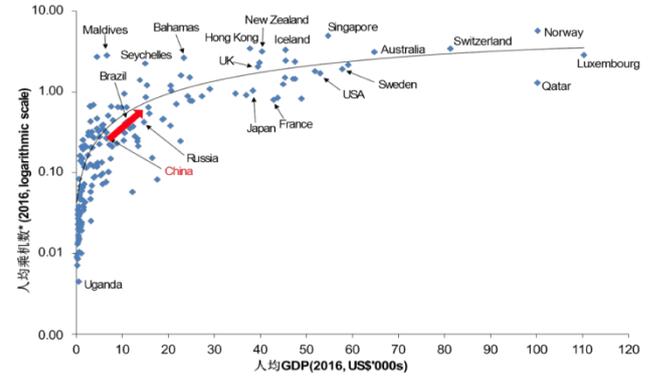
机场方面,2020年,全年旅客吞吐量完成8.57亿人次,同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制,2020年机场旅客吞吐量较前显著下降,同比降约40%。截至目前,机场吞吐量年净增量已连续5年逾8000万人次,继续保持平稳较快增长态势。2019年,我国千万级机场已达39个,较上年增加2个。我国交通基础设施建设持续推进下,预计2020年有望继续增加。

图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅 (2008-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

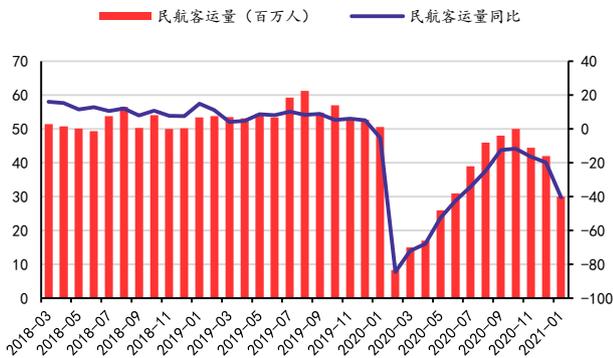
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

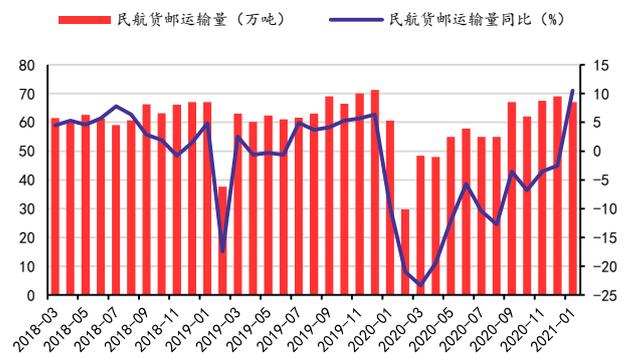
客运:1月民航客运量同比降40.4%,为去年同期水平的60%。2021年1月,全国民航完成旅客运输量0.30亿人次,同比-40.4%,环比-28.57%;1月,完成民航旅客周转量444.5亿人公里,同比-52.1%,月环比-29.19%。由此可见,1月,“就地过年”政策及疫情复发隐患下,出行需求继续受到抑制,民航客流量为去年同期水平的60%。

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

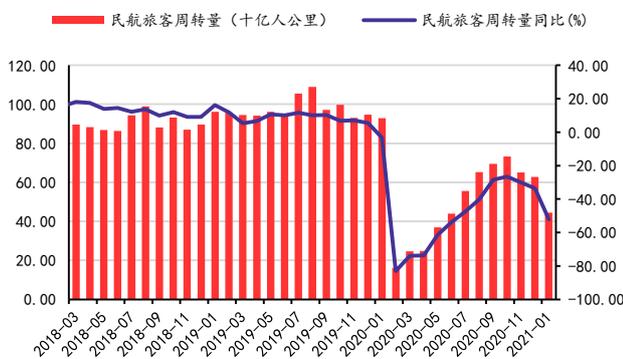
图 44 民航货运量月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

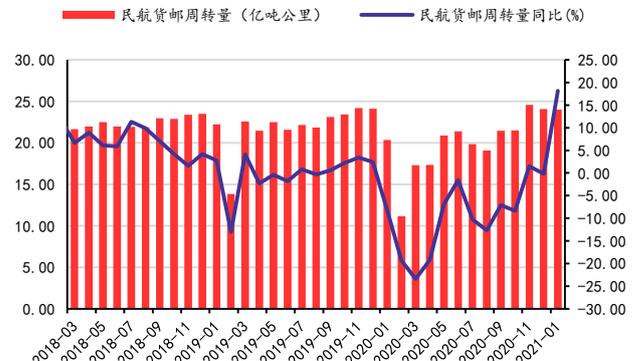
1 月“三大航”国内航线客流量约为疫情前水平的 60%。按照航线种类来看，以“三大航”为例，1 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-40.6%、-36.70%、-38.65%，为疫情前正常水平的 60%左右；国际航线客运量继续为疫情前同期水平的 3%左右，国航、南航、东航国际航线客运量分别同比-98.0%、-96.61%、-98.57%，国际航线运量仍处低位。由此可见，1 月，国内民航客运市场仍处于新常态状态，受年底出行淡季效应下，国内航线客流回落继续。同时，因海外疫情仍严峻，国际航线的修复仍缓慢，未来取决于疫苗研发及接种进展情况，我们认为国际航线复航时间将继续延后。

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

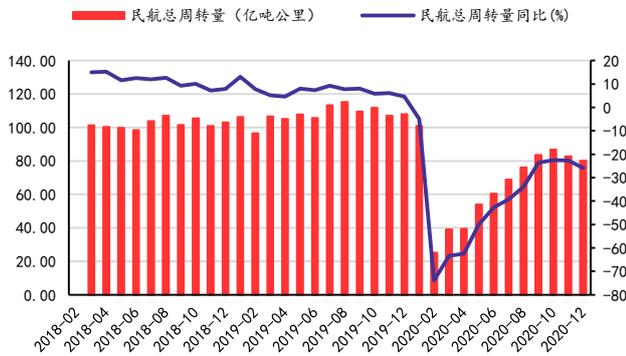
图 46 民航货邮周转量月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

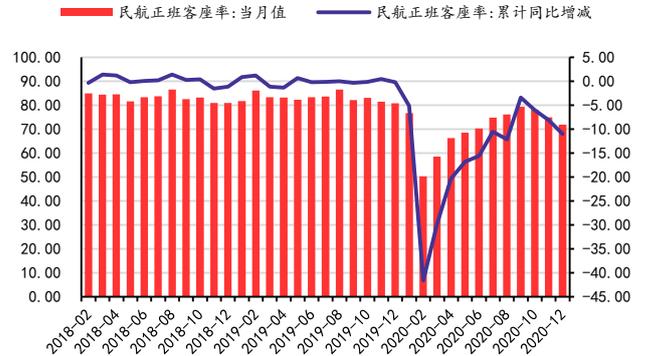
货运: 1 月民航货运量同比+10.5%，航空货运市场高景气度继续。2021 年 1 月，全国民航共完成货邮运输量 67.0 万吨，同比+10.50%，月环比-2.90%；1 月，完成民航货邮周转量 24.01 亿吨公里，同比+18.2%，月环比-0.21%。由此可见，1 月，伴随着国内外疫情持续呈现分化局面，我国出口产业继续繁荣，同时跨境电商消费惯性延续，叠加全球开展进行新冠疫苗的配送和分发，提升了航空货运需求，受以上因素影响，航空货运市场高景气度继续。同时，“就地过年”政策下，春节期间快递物流企业正常运营，出货量高于往年，进一步对航空货运需求形成支撑。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，1 月，国航、南航、东航国际航线货运量同比分别-8.5%、+19.29%、-2.29%，国内航线货运量同比分别-15.5%、-28.2%、-10.53%。由此可见，伴随着春节前货运物流需求维持高位，“三大航”1 月的国内航线货运量继续位于疫情前同期水平 90%左右。

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

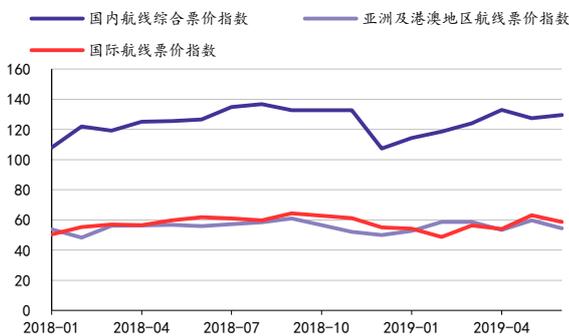
图 48 2018 年 1 月-2020 年 12 月民航客座率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

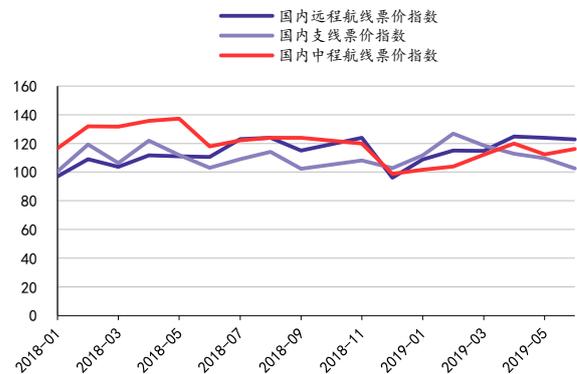
航班利用率：1 月“三大航”客座率为 61.27%， “就地过年” 政策下春节前客座率回落继续。根据民航局最新数据，2020 年 12 月，全国民航正班客座率为 71.9%，较去年（80.8%）同比-8.9pct，较 11 月（74.9%）环比-3.0pct。1 月，受到“就地过年”政策的抑制，“三大航”平均客座率为 61.27%，较去年同期客座率（76.18%）同比-14.91pct，较 12 月客座率（68.57%）环比继续回落。

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



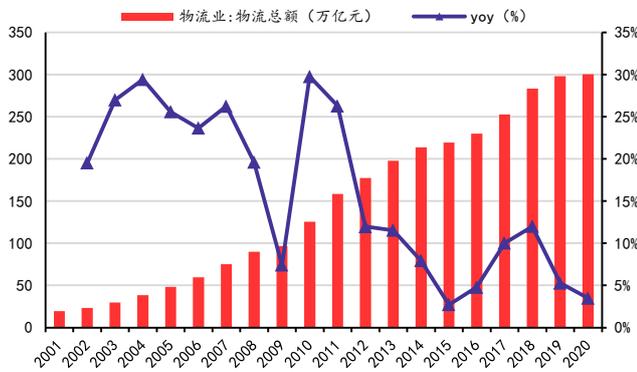
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

节前货运物流旺季效应继续，1 月“三大航”货邮载运率提升至 45%。根据民航局最新数据，2020 年 12 月，全国民航正班载运率为 66.2%，较去年（70.7%）同比-4.5pct，较 11 月（67.1%）环比-0.9pct。1 月，三大航平均货邮载运率为 44.93%，较去年（35.35%）同比+9.58pct，货运旺季效应下，较 12 月（39.06%）环比进一步提升。伴随着春节前货运物流市场继续繁荣，货航利用率较前提高。

（五）物流快递：1 月快递业务量同比增 124.66%，CR8 继续回落至 80.4

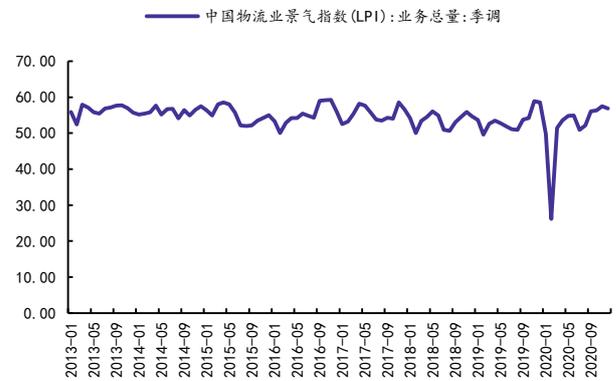
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013 年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在 50% 以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在 7% 左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 51 2001 年-2020 年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

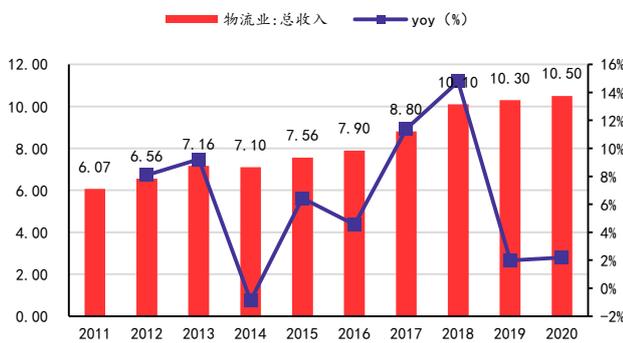
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

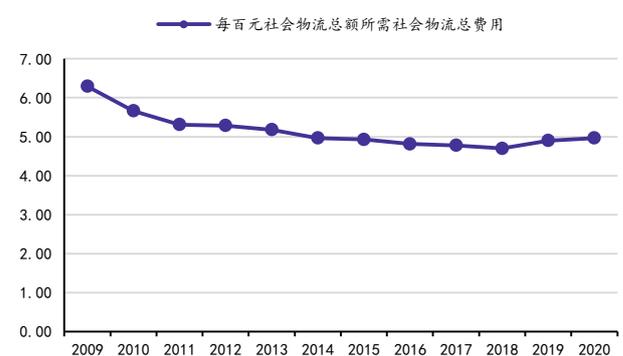
收入和费用: 近年来, 物流业总收入增速持续回升, 每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020 年, 物流业实现总收入 10.5 万亿元, 同比增+2.2%, 受益于我国疫情率先收尾, 经济生活修复完成, 物流业已回归疫情前同期水平, 在常态化轨道运行。

图 53 2001 年-2020 年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 2009 年-2020 年每百元社会物流总额所需社会物流总费用



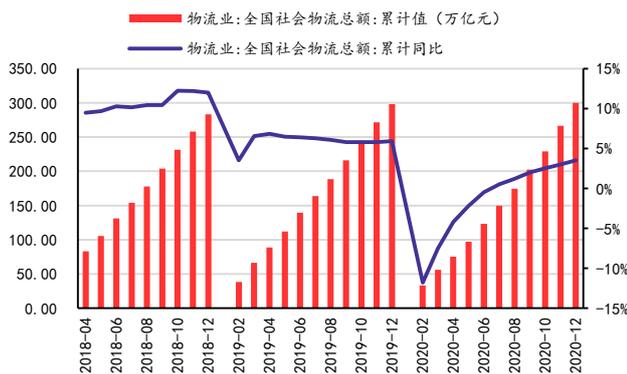
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业: 货运物流旺季效应下, 1-12 月社会物流总需求继续维持高位水平。物流总额方面, 2020 年 1-12 月, 社会物流总额达 300.1 万亿元, 同比+3.5%, 社会物流总需求连续六个月正增长。由此可见, 随着货运物流旺季持续至年底, 12 月物流需求维持高位, 符合此前预期。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%。

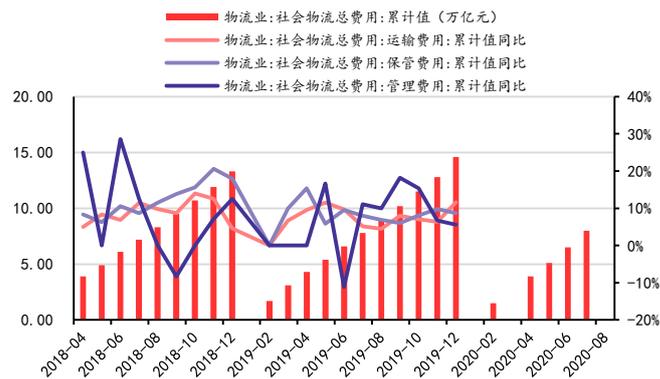
1月快递业务量同比增124.66%，CR8继续回落至80.4。2021年年初货运物流旺季效应下，叠加去年同期疫情爆发和春节开启带来的业务量低基数，1月快递业务量增速大幅提升。据国家邮政局数据显示，2021年1月，快递件量完成84.94亿票，同比+124.66%。我们认为，因“就地过年”政策进一步催生电商快递物流需求，且春节期间快递公司正常运营，预计2月快递业务量将继续位于较高水平。

图 55 社会物流总额月度变化



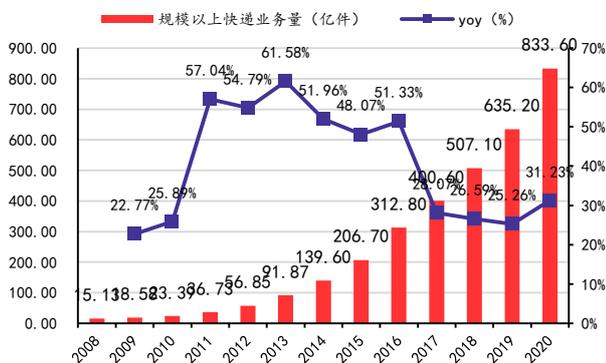
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



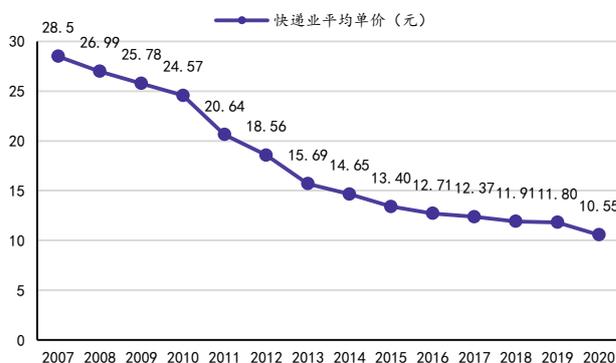
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速（2008-2020）



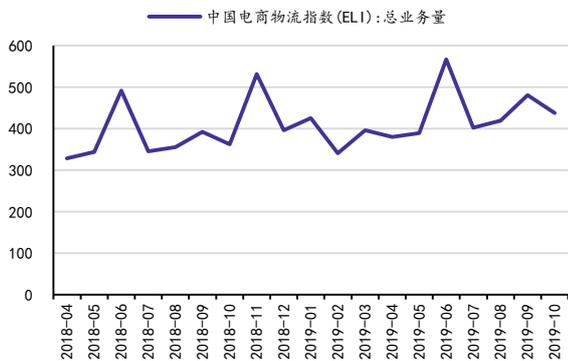
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 60 2018年-2021年1月快递服务品牌集中度指数CR8

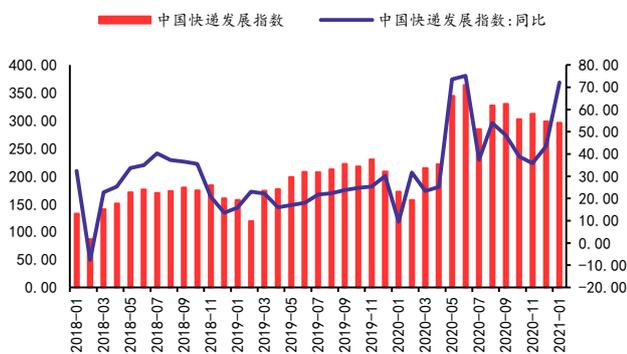


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

市场集中度:市场集中度方面,1月快递服务品牌集中度指数CR8为80.4,较12月(82.2)继续下调-1.8,低于去年同期水平(84.8)。由此可见,随着极兔快递等新玩家继续起网,规模不断扩张,进一步分蚀头部公司的市场份额。当前快递行业集中度仍位于80%以上高位,但市场出清继续面临着阻碍。我们继续维持市场在2021-2022年出清的预期不变。

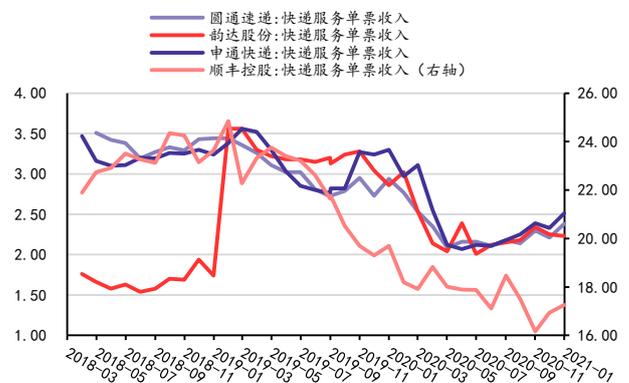
价格竞争:2020年12月,代表性快递企业圆通速递(600233.SH)、韵达股份(002120.SZ)、申通快递(002468.SZ)、顺丰控股(002352.SZ)的单票收入分别为2.38元、2.23元、2.51元和17.26元,同比-19.05%、-22.03%、-23.94%和-12.39%。通达系单价水平回归2.2元以上,同比降幅较前收窄至-20%左右,顺丰单价同比降幅收窄至-10%左右,价格战呈现放缓局面。我们认为,这或与春节临近,行业竞争趋于缓和有关。同时,伴随着年货快递增加,快递单票重量的增加也在一定程度上带来单价水平的回升。

图 61 2018 年-2021 年 1 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-2021 年 1 月快递单票收入



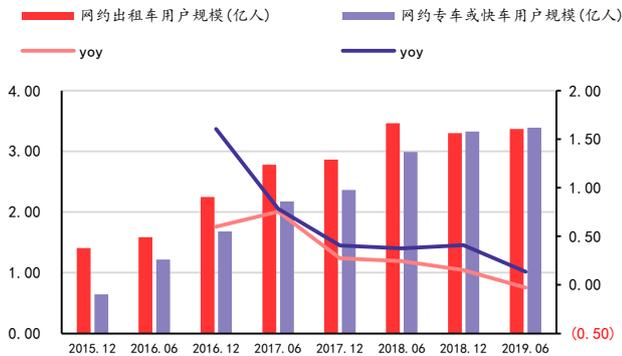
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：12月活跃用户规模同比增12.2%，网约车市场平稳运行

12月网约车市场月活跃用户规模高位维持，达9,850万人次，同比+12.2%。根据中国汽车流通协会最新发布的数据,截至2020年12月,我国网约车市场活跃用户规模达9,850万人次,同比+12.2%,较11月高峰(9,460万人次)环比+4.1%,仍居年内高位水平。自8月我国网约车市场年内首次回正以来,已连续五个月同比正增长,叠加年底冷冬天气及疫情隐患下公共交通出行受抑制,进一步催生市内网约车出行需求,网约车市场持续在常态化轨道运行。

1月网约车订单量为7.3亿单,订单总量超100万单的网约车平台共9家。根据交通运输部发布数据显示,2021年1月,网约车监管信息交互平台共收到订单信息7.3亿单。其中,1月当月订单总量超100万单的网约车平台共9家,分别是:享道出行、曹操出行、首汽约车、T3出行、如祺出行、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



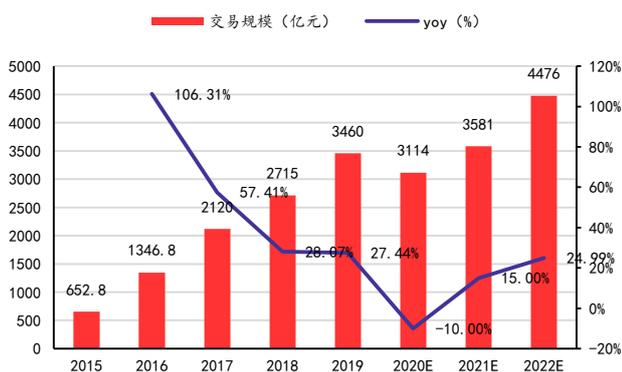
资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

图 65 共享单车市场规模变化趋势及增幅



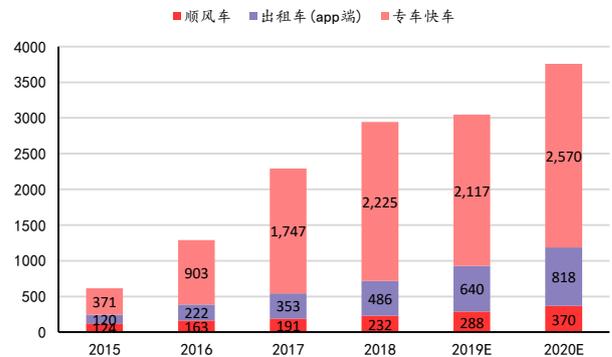
资料来源: 中国互联网协会, 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

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%，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。

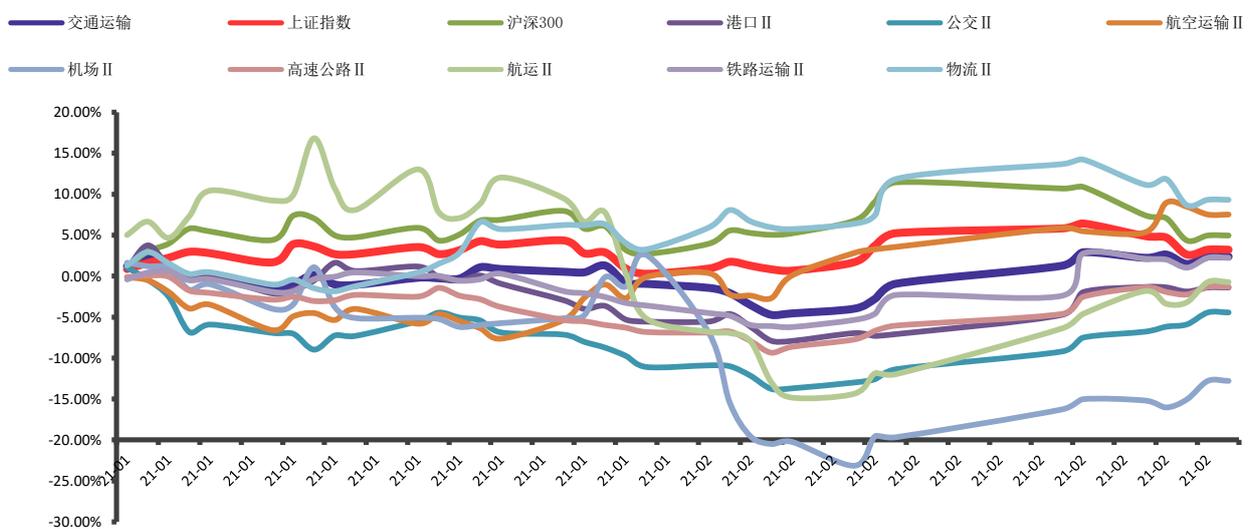
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年2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26,896.68亿元，占总市值比例为4.72%。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）4,818.44亿元、京沪高铁（601816.SH）2,848.18亿元、中远海控（601919.SH）1,631.74亿元、上海机场（600009.SH）1,214.75亿元、中国国航（601111.SH）1,193.94亿元、上港集团（600018.SH）1,123.92亿元、大秦铁路（601006.SH）981.21亿元、南方航空（600029.SH）948.88亿元、东方航空（600115.SH）797.68亿元、宁波港（601018.SH）648.10亿元。

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+3.22%和+4.96%，交通运输指数+2.39%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-1.39%、公交-4.44%、航空运输+7.52%、机场-12.80%、高速公路-1.31%、航运-0.73%、铁路运输+2.24%、物流+9.32%，其中，物流、航空运输、铁路运输板块表现突出，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（2021/01/01-2021/2/26）



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

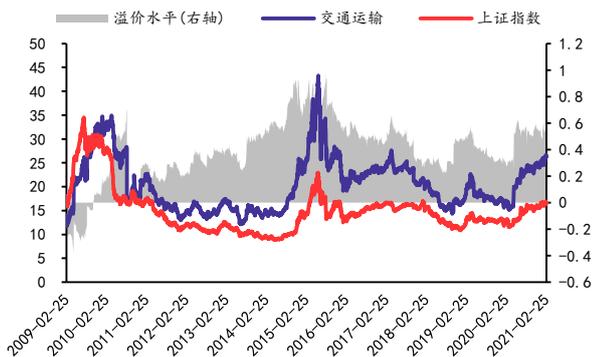
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年2月25日，交通运输行业市盈率为26.46倍（TTM），上证A股为16.51倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为160.28%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

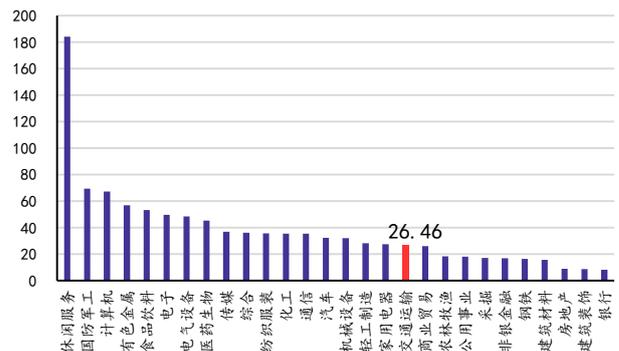
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 26.46 倍（2021/2/25），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

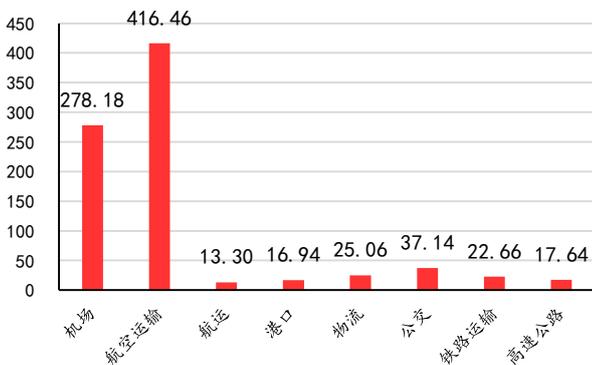


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 2 月 25 日，上述指数市盈率分别为 16.86 倍、33.45 倍和 26.46 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 145 亿美元、港股中市值大于 165 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 2021.2.25)

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	UNP.N	联合太平洋	铁路	-12.75	-4.92	-12.11	-0.79	1,397.73	26.13	8.24	7.99
2	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	11.59	3.11	3.17	-7.33	1,365.67	101.69	207.86	1.55
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-10.32	4.16	-23.99	-2.59	787.54	30.89	5.70	4.80
4	CSX.O	CSX 运输	铁路	-14.30	-2.56	-21.68	0.66	702.95	25.42	5.37	3.63
5	FDX.N	联邦快递	航空货运 与物流	-	-0.68	-	138.15	673.86	27.54	3.68	9.23
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	-16.15	-1.41	-34.73	2.10	640.11	31.83	4.33	7.98
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-0.44	6.51	-7.55	25.06	483.36	28.06	8.93	17.30
8	LUV.N	西南航空	航空公司	-57.87	2.11	-221.21	-6.69	344.42	-11.20	3.88	-5.20
9	DAL.N	达美航	航空公司	-63.11	5.78	-416.98	21.14	307.91	-2.49	20.07	-19.41
10	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	11.10	25.59	-9.67	29.46	291.40	37.09	5.31	6.26
11	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	-5.10	1.62	2.41	1.63	252.03	37.47	7.58	5.75
12	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-79.20	-	-158.96	-	237.25	-14.58	4.05	-1.21
13	GOL.N	勒莫国航	航空公司	-55.47	21.50	-1180	89.20	233.68	-23.27	-12.22	-1.97
14	KSU.N	堪萨斯南方铁路	铁路	-9.23	5.60	9.62	-14.11	193.97	31.45	4.79	6.79
15	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	13.32	0.46	9.81	-4.50	155.77	22.38	5.86	4.11
16	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	2.74	6.39	-5.28	5.46	154.84	30.60	5.95	4.79
17	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-43.76	27.28	-484.02	486.68	149.56	-85.81	51.22	-3.86

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 2021.2.25)

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	2,948.39	48.40	1.58	0.99
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	3.21	25.59	-10.64	29.46	2,285.36	37.53	5.34	6.26
3	1919.HK	中远海控	海运	3.19	25.09	-2.34	443.90	1,159.75	12.08	2.94	0.69

4	0753.HK	中国国航	航空公司	-54.61	-0.43	-400.23	-12.66	1,012.38	-8.51	0.97	-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	858.44	-8.47	1.20	-0.58
6	0670.HK	中国东方航空股份	航空公司	-57.26	4.95	-540.08	18.31	602.77	-5.15	0.78	-0.63
7	1308.HK	海丰国际	海运	-0.42	7.22	9.86	11.37	568.50	31.81	7.23	0.09
8	0316.HK	东方海外国际	海运	3.94	4.66	-26.55	1,146.97	490.64	4.83	1.28	2.06
9	0293.HK	国泰航空	航空公司	-48.33	-3.68	-832.37	-27.89	475.07	-4.99	0.76	-1.48
10	0177.HK	江苏宁沪高速公路	公路与铁路	-45.00	1.54	-78.72	-4.04	468.51	16.23	1.47	0.50
11	0144.HK	招商局港口	海港与服务	-8.67	-12.42	-76.32	15.42	434.21	12.85	0.54	0.92
12	0636.HK	嘉里物流	航空货运与物流	10.47	7.87	-61.54	55.27	411.76	19.88	1.79	1.15
13	0576.HK	浙江沪杭甬	公路与铁路	-31.01	6.82	-65.26	5.58	301.85	10.31	1.25	0.59
14	0694.HK	北京首都机场股份	机场服务	-71.99	-22.99	-157.20	-15.76	291.24	68.00	1.05	0.09
15	6198.HK	青岛港	海港与服务	1.23	3.71	0.24	5.47	286.91	6.65	0.85	0.58
16	0152.HK	深圳国际	公路与铁路	-22.93	45.24	38.28	19.18	286.67	5.22	0.95	2.50
17	0598.HK	中国外运	航空货运与物流	5.28	0.43	-19.93	3.68	216.10	6.86	0.68	0.37
18	2880.HK	大连港	海港与服务	-1.02	-1.67	45.17	37.25	190.04	18.79	0.91	0.04
19	1199.HK	中远海运港口	海港与服务	-12.60	2.73	10.53	-5.10	189.63	7.25	0.49	0.10
20	0548.HK	深圳高速公路股份	公路与铁路	-37.38	6.49	-97.22	-27.34	166.17	14.96	0.81	0.45

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 2021.2.25)

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	4,818.44	68.03	9.16	1.55
2	601816.SH	京沪高铁	铁路运输 II	-34.87	5.72	-79.33	16.48	2,848.18	66.77	1.56	0.09
3	601919.SH	中远海控	航运 II	5.46	25.02	56.95	241.99	1,631.74	19.18	4.19	0.69
5	600009.SH	上海机场	机场 II	-58.11	17.52	-116.64	18.72	1,214.75	407.28	4.08	0.15

4	601111.SH	中国国航	航空运输 II	-52.99	-0.43	-250.76	-11.57	1,193.94	-11.41	1.47	-0.72
6	600018.SH	上港集团	港口 II	-27.79	-5.10	-10.86	-13.48	1,123.92	13.56	1.28	0.36
8	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	-12.02	2.01	-25.57	-6.04	981.21	9.36	0.84	0.71
7	600029.SH	南方航空	航空运输 II	-43.98	7.45	-287.13	-10.45	948.88	-10.67	1.32	-0.58
9	600115.SH	东方航空	航空运输 II	-54.71	5.16	-302.49	18.43	797.68	-7.76	1.41	-0.63
10	601018.SH	宁波港	港口 II	-24.49	10.79	-7.80	18.44	648.10	18.57	1.26	0.22
11	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	-40.96	12.88	-108.81	22.31	597.08	-2,211.63	4.09	-0.03
12	002120.SZ	韵达股份	物流 II	-4.81	148.30	-47.13	0.80	507.06	29.62	3.62	0.59
13	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	-28.60	1.10	-46.89	-3.92	470.53	18.55	1.70	0.50
14	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	-22.61	21.09	-61.20	11.30	431.24	19.15	0.89	0.36
15	601880.SH	大连港	港口 II	-0.32	-1.61	23.47	31.23	398.17	44.81	1.12	0.04
16	600233.SH	圆通速递	物流 II	8.34	13.42	4.36	-12.99	372.54	22.21	2.24	0.53
17	601872.SH	招商轮船	航运 II	8.59	33.17	273.90	49.24	362.62	7.45	1.31	0.72
18	600004.SH	白云机场	机场 II	-38.50	1.59	-141.50	-9.06	323.06	253.19	1.68	0.05
19	600026.SH	中远海能	航运 II	26.16	12.97	343.49	112.86	310.53	9.79	0.86	0.67

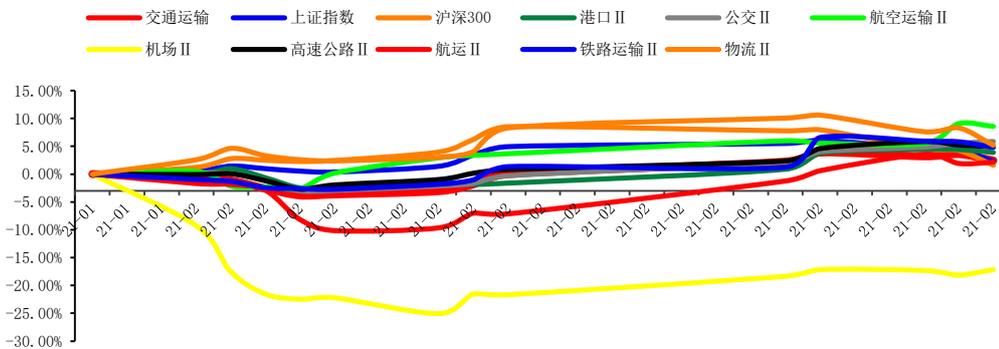
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 推荐航空出行板块复苏机会, 布局国家综合立体交通网规划催生的新赛道

分子行业来看, 截至 2021 年 2 月 25 日, 航空、公交、机场板块 PE 仍较高, 分别为 416.46 倍、37.14 倍、278.18 倍, 高于交通运输行业值 26.46 倍。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 17.64 倍、13.30 倍、22.66 倍、16.94 倍。物流板块的 PE 为 25.06 倍。

图 74 2021 年 2 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

2021 年 3 月投资策略: 推荐航空出行板块复苏机会, 布局国家综合立体交通规划催生的新赛道

1. 推荐航空出行板块复苏机会。进入 2021 年, 随着新冠疫苗接种进程提速, 全球范围内对疫情的控制效果呈现出改善的迹象, 居民生活出行回归正常的乐观预期强化, 预计航空客运需求将逐步修复。在当前节点, 航空运输板块位于历史低位区间, 需求修复的确定性相对较强。推荐国内航空业务占比相对较多的吉祥航空 (603885.SH)、低成本航空标的春秋航空 (601021.SH)、全服务型航空标的中国国航 (601111.SH)。

2. 继续推荐具备高成长性的跨境电商物流赛道。2020 年以来, 我国疫情率先修复、海外疫情持续严峻的分化局面下, 我国出口需求充分释放, 外贸产业链景气度持续向好。在此背景下, 跨境电商赛道迎来高成长红利。进入 2021 年, 一方面跨境电商消费惯性延续, 另一方面随着疫苗研发成果开始在全球范围内加速分发普及, 跨境货航运输需求具备继续向上的动力, 运价高水平有望维持, 货代公司的盈利空间仍有上行动力。继续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), 积极关注拥有较为完善的国际物流网络的中国外运 (601598.SH)。

3. 看好头部快递公司的中长期投资价值。2020 年伴随着疫情催生线上消费需求, 快递业持续呈现出较高景气度。2021 年初以来, 节前年货采购需求兑现, 叠加“就地过年”政策催化, 快递物流需求进一步放量, 行业高景气度逻辑延续。截至目前, 快递行业价格战暂时性趋缓, 电商件单价水平回归 2.2 元以上, 同时因新玩家进入, 市场集中度较前小幅回落至 80%, 市场出清面临一定阻碍; 但我们认为, 考虑到当前头部公司寡头垄断的格局下, “淘汰赛”胜负仍未见分晓, 价格战持续推进、愈演愈烈的预期不变, 单价水平或将进一步承压下行至 2 元以下。在此背景下, 当前快递行业竞争仍将呈现“重格局、轻业绩”的特点, 流量份额争夺仍将为获胜关键。我们维持快递行业在 1-2 年内出清的预期不变, 在此期间, 继续看好致力于打造综合性物流龙头的优质标的顺丰控股 (002352.SZ), 和通达系市占率领先的中通快递 (2057.HK)、韵达股份 (002120.SZ) 的中长期投资价值。

4. 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）。

5. 布局国家综合立体交通规划催生的新赛道。2021 年 2 月，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，到 2035 年综合立体交通网将达 70 万公里。

（1）从“人便其行，货畅其流”到“人享其行，货优其流”，高品质交通服务是交通强国建设的目标。《纲要》明确：到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖。我们认为：纲要的核心就是提供高品质的交通运输服务。因此，未来中国交通的基础设施升级、交通装备技术创新、运输服务精细运营都将迎来广阔发展机遇。如《纲要》提出“到 2035 年，基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）”，意味着从公众出行角度来看，城市交通网、高铁网、高速公路网、航空网等基础设施具有持续完善的潜力，运输服务产品的差异化、多元化需求将更加丰富；从货物运输角度来看，全球、区域物流网络体系构建将迎来全新机遇。建议持续跟踪和把握此次纲要提出的“6 轴、7 廊、8 通道”高效率国家综合立体交通网（2035 年达 70 万公里）带动的基础设施建设、创新交通装备产业链发展、消费交通服务升级、全球物流体系构建带来的投资机会。

（2）碳中和背景下，低碳交通是未来交通强国建设的显著特征。基于国家提出 2060 年碳中和发展战略背景下，《纲要》明确提出了“加快推进绿色低碳发展，交通领域二氧化碳排放尽早达峰”的要求。交通运输行业是能耗和碳排放的三大行业之一，加快推进交通运输低碳发展势在必行。我们认为，未来加快交通运输结构调整、推广新能源交通装备、提升运输组织效率将成为重点。根据国家统计局数据核算，公路运输碳排放占交通运输碳排放比例超 70%，分客货运方式来看，货运碳排放占 75%左右，因此公路货运低碳化发展是未来重中之重。具体而言：一是加快运输结构调整。主要促进实现公路中长途货运向碳强度较低的铁路、水路转移（公、水、铁碳排放强度系数约为：10:2:1），铁路、水路运输需求量存在增加的潜力，铁路、水路货运板块利好，特别海铁联运等多式联运将成未来国家鼓励的重点方式。推荐专注内贸集装箱的多式联运服务商中谷物流（603565.SH）。二是推广新能源交通装备。一方面是继续推进纯电动乘用车应用，另一方面加快公路货车电动化发展、深化氢燃料交通运输装备示范应用。建议关注货车电动化、氢燃料交通装备产业链投资机会。三是提高运输组织效率水平。特别是在公路货运领域，利用互联网信息技术提升货运组织效率将成为必然趋势。推荐打造传智能物流网的传化智联（002010.SZ）

（3）数字经济时代，智慧交通是交通强国建设的核心动能。《纲要》明确提出了“创新智慧”的要求。2020 年 7 月，交通运输部印发了《数字交通发展规划纲要》，到 2025 年，交通运输基础设施和运载装备全要素、全周期的数字化升级迈出新步伐，数字化采集体系和网络化传输体系基本形成。交通运输成为北斗导航的民用主行业，第五代移动通信（5G）等公网和新一代卫星通信系统初步实现行业应用。交通与汽车、电子、软件、通信、互联网服务等产业深度融合，新业态和新技术应用水平保持世界先进。可以推测，未来中国交通的智能化、信息化、数字化水平将有全面提升，随着 5G 技术应用推广，智慧数字交通产业有望率先迎来发展机遇。建议关注智慧高速公路、车路协同、车辆网支付、全自动码头、无人机物流、共享出行等产业链投资机会。

(4) 双循环战略下，开放合作交通是交通强国建设的应有特质。《纲要》明确提出了“完善面向全球的运输网络”。近年来，随着“一带一路”行动倡议的实践，沿线国家互联互通的软制度和硬设施逐渐完善。截止目前，我国已与125个国家和29个国际组织签署了173份合作文件，合作范围遍布亚洲、非洲、欧洲、大洋洲和拉丁美洲。在基础设施方面，我国承建当地公路新改建项目50余个，与世界200多个国家、600多个主要港口建立航线联系，海运互联互通指数保持全球第一。在运输服务方面，截止2020年底，中欧班列全年开行数量从2013年80列增加到1.24万列，民航航线开通数量显著提升。“一带一路”往来贸易日益频繁，人员交流和货物流动稳步提升，预计未来跨境物流发展空间将逐步释放，中长期来看，随着全球疫情逐步控制，国际旅行需求将逐步恢复。建议关注跨境快递服务业、全球供应链服务、环球旅行交通服务等领域的投资机会。

(二) 核心组合

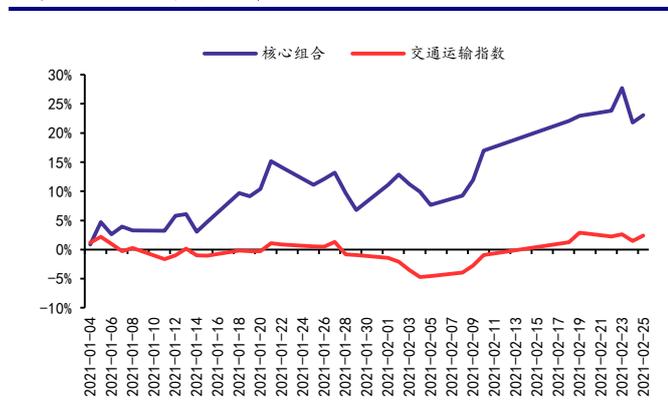
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 2 月 25 日)

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	44.99%
002352.SZ	顺丰控股	2021/1/1	19.86%
601598.SH	中国外运	2021/1/1	+4.32%

资料来源: Wind, 中国银行证券研究院整理

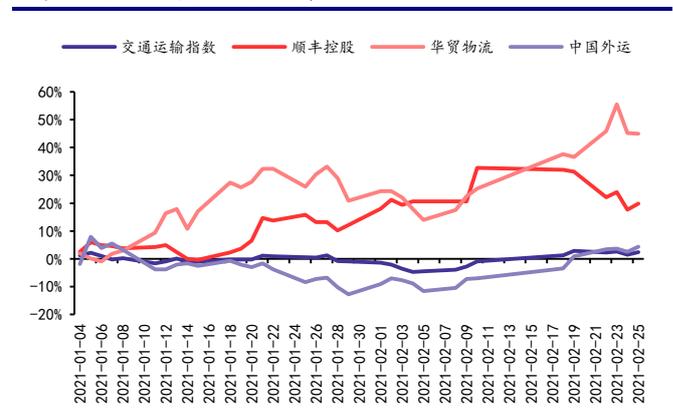
(三) 核心组合表现

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 2 月 25 日，交通运输业指数累计+2.39%，2020 年银河交通核心组合+23.06%。核心组合表现超越交通运输指数，相对收益+20.67%。

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).....	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 (2009-2020).....	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 上海出口集装箱集运指数 (CCFI、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）	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 12 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 2001 年-2020 年社会物流总额变化趋势及同比增幅	23
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况	23
图 53 2001 年-2020 年物流业总收入及增长率	23
图 54 2009 年-2020 年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-2021 年 1 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 1 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 1 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（2021/01/01-2021/2/26）	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 2 月交通运输子行业表现情况	33
图 75 核心组合表现情况	35
图 76 核心组合标的表现情况	35

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)	8
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 2021.2.25)	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 2021.2.25)	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 2021.2.25)	31
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 2 月 25 日)	35

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。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