

五一假期国内航空高铁出行强势反弹， 海外疫情反复增强出口物流需求预期

——2021年4月行业动态报告

交通运输行业

推荐 维持评级

核心观点

- **交通运输行业运行分析：3月客运市场超预期加速回升，节后积极复工货运需求持续高涨。**2021年3月：CTSI指数同比增42%。**铁路**：3月铁路客流量同比增225%。**公路**：3月公路客运量同比增52.0%。**水路**：4月散运需求继续维持高位，苏伊士运河事件影响下集运价格反弹。**航空**：3月民航客运业加速修复，航空货运市场高景气度继续。**物流**：3月快递业务量同比增47.36%。**新业态**：3月网约车订单量为7.6亿单。
- **“五一”假期国内航空高铁出行强势反弹。**据交通运输部预测数据显示，2021年“五一”假期，全国预计共发送旅客2.67亿人次，日均5347.4万人次，比去年同期日均增长122.2%，比2019年同期日均增长0.3%，反弹趋势明显。我们维持此前判断，伴随疫苗接种持续普及及推进，国内疫情基本可控，未来持续向好的逻辑持续明朗，国内出行全面复苏具备确定性。**继续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）及京沪高铁（601816.SH）。**
- **海外疫情反复增强出口物流需求预期。**近期印度、日本等国疫情反复，进一步增强我国出口物流需求预期。同时，因4月苏伊士运河遭搁浅阻塞，导致大批海运船只绕行与改至货航运输，蝴蝶效应下，集运及空运价格随之回升反弹，进一步为跨境电商物流行业带来利好效应。中长期来看，在未来3-5年内，跨境电商赛道的高成长逻辑不变。**推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH）和具有较为完善的国际物流网络中国外运（601598.SH）。**
- **碳中和背景下，布局低碳交通长期赛道投资机会正当时。**交通运输行业是能耗和碳排放的三大行业之一，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）和打造智能物流网的传化智联（002010.SZ）。**
- **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	+60.82%
601111.SH	中国国航	2021/4/1	-1.77%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	-10.31%

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。

分析师

王靖添

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

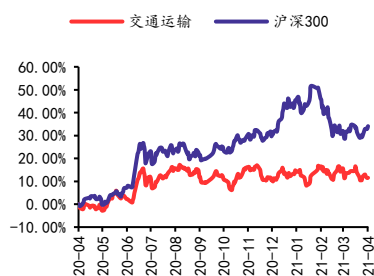
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

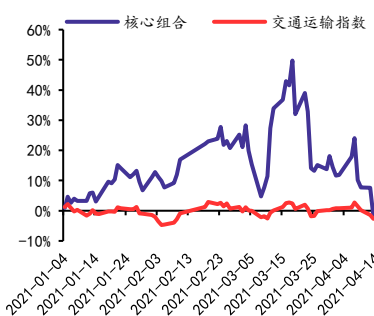
2021.4.23



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.4.23



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】布局低碳交通长期赛道投资机会正当时，航空出行需求有望出现反弹效应_202103期》

目 录

一、3月CTSI指数同比连续三个月回正，国内呈现“客货两旺”局面	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) 3月CTSI指数同比增42%，国内疫情可控下呈现“客货两旺”局面	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 3月CTSI指数同比增+42%，节后货运市场高景气度逻辑延续，客运市场加速修复超出预期	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 中谷物流(603565.SH)：碳中和背景下多式联运的“结构性减碳”属性造就赛道翻番空间，公司竞争优势显著	5
2. 苏伊士运河频繁发生堵塞事件，扰动集运、航空货运运价调整	5
(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%	6
1. 行业营收同比增10.18%，归母净利润同比增12.49%	6
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	8
4. 交通运输板块营收及净利润增幅预测	9
二、子行业运行分析：3月客运市场超预期回升，货运需求持续高涨	11
(一) 铁路：3月铁路客流量同比增225%，货运市场继续向好	11
(二) 公路：3月公路客运量同比增52.0%，快递物流需求高涨下货运市场繁荣继续	14
(三) 水路：4月散运需求继续维持高位，受苏伊士运河事件影响集运价格反弹	18
(四) 航空：3月民航客运业加速修复，航空货运市场高景气度继续	20
(五) 物流快递：3月快递业务量同比增47.36%，CR8继续回落至80.5	23
(六) 新业态：3月网约车订单量为7.6亿单，节后复工返校下，订单量增长显著	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：海外疫情反复增强出口物流需求预期，五一假期国内航空高铁出行强势反弹。.....	32
(二) 核心组合.....	34
(三) 核心组合表现.....	34
六、风险提示.....	35

一、3月CTSI指数同比连续三个月回正，国内呈现“客货两旺”局面

（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。

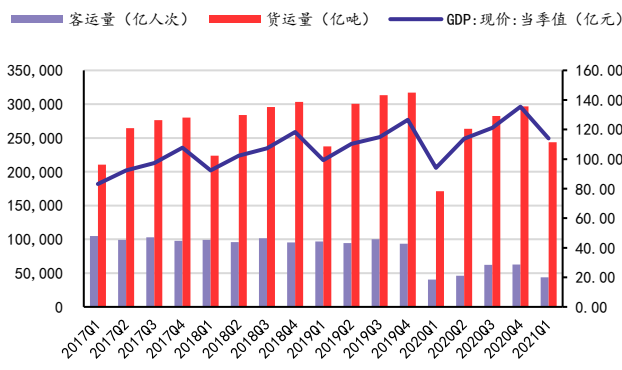
(二) 3月CTSI指数同比增42%，国内疫情可控下呈现“客货两旺”局面

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2021年Q1国内生产总值(GDP)同比增+18.3%，较去年Q4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。

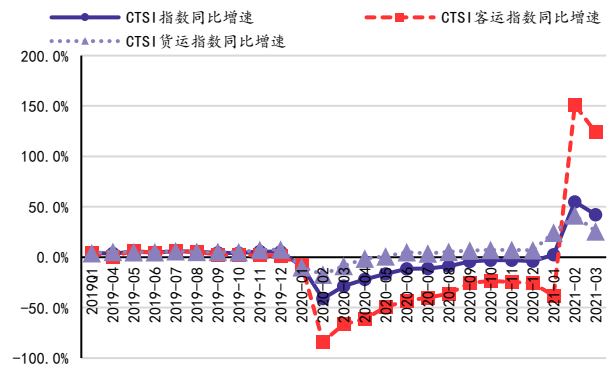
2021年Q1，国内生产总值为249,310.1亿元，按可比价计算，较去年(205,727.0)同比+18.3%，经季节调整后，较2020年Q4(296,297.8亿元)环比+0.6%；伴随着国内疫情逐步消除，社会经济在常态化轨道上加速运行，Q1国内生产总值同、环比均较去年Q4继续改善。

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. 3月CTSI指数同比增+42%，节后货运市场高景气度逻辑延续，客运市场加速修复超出预期

(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) 2月CTSI指数同比+42.2%，连续三个月回正。2021年3月，中国运输生产指数(CTSI)为172.2点，同比+42.2%，连续三个月呈现同比正增长。由此可见，3月，随着国内外疫情加速改善，交通运输行业进一步回归常态化轨道。(3) 3月CTSI货运指数同比+25.6%，节后货运市场高景气度逻辑延续。2021年3月，CTSI货运指数为199.1点，同比+25.6%，延续同比正增长态势。由此可见，3月，随着节后工商企业积极复工，快递物流需求持续高涨，同时制造业高景气度逻辑继续，工厂原料货物采购及运输需求保持旺盛，货运市场继续繁荣。(4) 3月CTSI客运指数同比+151.1%，客运市场呈现加速修复态势。2021年3月，CTSI客运指数为122.4点，同比+123.9%，因疫情因素影响逐步消除，客运指数同比增长显著。客运市场的超预期修复与春节后商务客流的加速重启有很大关系。我们预计，伴随着4-5月小长假到来，客运需求回升步伐或将进一步加快。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 中谷物流 (603565.SH)：碳中和背景下多式联运的“结构性减碳”属性造就赛道翻番空间，公司竞争优势显著

2021年3月29日，交通运输部：扎实研究精准施策推进交通运输碳达峰碳中和。

我们的观点：

(1) 行业逻辑：碳中和造就多式联运赛道翻倍空间，经济复苏支撑行业景气度向上。(1) 长期来看碳中和背景下多式联运的“结构性减碳”属性造就赛道翻番空间。中国交通运输行业碳排放占全社会比重约为11-15%。公路运输占交通运输碳排放比例超70%，因此，公路货运低碳化发展是未来重中之重，特别是加快货运结构调整是大势所趋。具体指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，特别海铁联运等多式联运将成未来国家鼓励的重点方式。(2) 短期来看，国内经济恢复良好，内贸集运运量维持较高增长。随着国内疫情影响逐步减弱，内贸集运运量受益需求增长稳定，海铁联运行业景气度持续向上。

(2) 公司层面：“门到门”全程集装箱物流解决方案符合未来发展趋势，公司行业龙头领先优势明显。(1) 公司依托现代化信息物流平台，提供“门到门”全程集装箱物流解决方案。(2) 公司水运业务占比大，陆运业务存在较大发展空间。2019年，水运业务收入75.99亿元，占比76.8%；陆运业务收入23.0亿元，占比23.2%，其中陆运业务营收近三年复合增长率超过35%。(3) 常态下公司成长性良好。2013-2019年营收复合增长率为32.58%。2020年新冠疫情影响下，公司预计净利润9.80-10.50亿元，增速14.27%-22.44%，业绩表现突出。

(3) 驱动因素：“内循环+双循环”扩大内需，“海铁联运”等多式联运发展空间广阔。

(1) 在“双循环”战略重点推动下，内贸集装箱运输需求稳步增长。(2) 对标国际正常水平，我国“海铁联运”等多式联运发展空间广阔。海铁集装箱联运国际惯例通常是20%左右，美国为40%，法国35%，而目前我国海铁集装箱联运比例仅为2.5%。

2. 苏伊士运河频繁发生堵塞事件，扰动集运、航空货运运价调整

2021年4月6日17点，据彭博社消息，意大利油轮Rumford号因引擎故障“被困”，并因此导致苏伊士运河停航。

我们的观点：

(1) 苏伊士运河再次出现堵塞事件，欧洲航线持续受到影响，若频繁出现此类情况，部分船舶可能选择绕行好望角，或将带来运力紧张局面，推动集运价格上行。苏伊士运河是亚洲-欧洲货物海上运输线路的必经通道，全球15%的货船须经过苏伊士运河。若频繁出现堵塞事件，部分船可能会绕行南非好望角，平均运输时间延长10天左右，或将带来运力紧张的局面。2021年春节以来，随着海外疫情的逐步改善，持续呈现的全球集运运力紧张局面得到了缓解，集运价格高位回落。近期苏伊士运河不间断出现堵塞事件，运力供给受到直接影响，集运价格或面临短期上升调整。看好集装箱运输龙头中远海控(601919.SH)。

(2) 集运运价动态：SCFI 指数报收 2583.42 点，出口产业景气度持续，4 月集运运价继续位于高位平台。2021 年 4 月 2 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 2585.42 点，周环比-0.57%，同比+190.38%。由此可见，4 月，集运价格高位下行的趋势暂时缓和，立于 2500 点平台位置。我们认为，随着新冠疫苗加速分发、海外经济持续修复的逻辑进一步验证，我国集装箱出口产业链的景气度较年初高位回落，运价不及 1 月高峰水平。但因海外疫情仍未完全消除，我国出口替代的红利仍有释放空间，集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。叠加近期发生的苏伊士运河堵塞事件，在一定程度上迫使部分集运船舶绕行，带来运力紧缺的局面，也对集运运价形成了支撑。

(3) 若苏伊士运河频繁发生堵塞事件，部分海运货物或将改为航空运输，推动航空货运价格上行。苏伊士运河发生拥堵后，有时效性需求的部分海运货物改为航空运输，从而带来航空货运需求增加和运力供给紧缺的局面。叠加考虑 3-5 月本为航空货运旺季，航空货运价格或有进一步上行的动力，继续维持在较高水平。由此，我们继续推荐积极布局跨境电商物流且空运代理业务占比较高的华贸物流（603128.SH）。

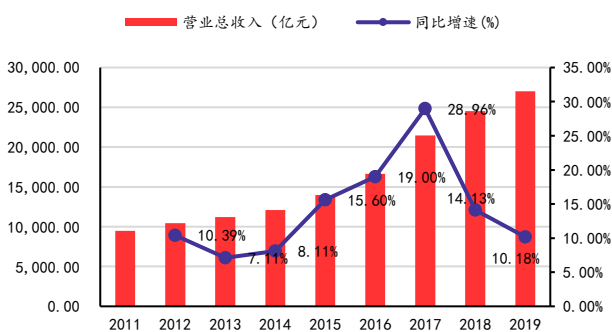
(4) 航空货运价格动态：2021 年 4 月国际航空货运价格高基数同比回落，上海至北美运价同比-13.81%，仍处于相对高位水平。据 TAC 航空货运价格数据显示，2021 年 4 月 2 日，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 5.68 美元/公斤、4.14 美元/公斤，周环比+1.79%、+1.97%，同比-13.81%、-19.61%；香港-北美、香港-欧洲航空货运价格分别为 6.33 美元/公斤、4.08 美元/公斤，周环比+16.79%、-2.86%，同比分别+26.6%、+1.75%。

(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%

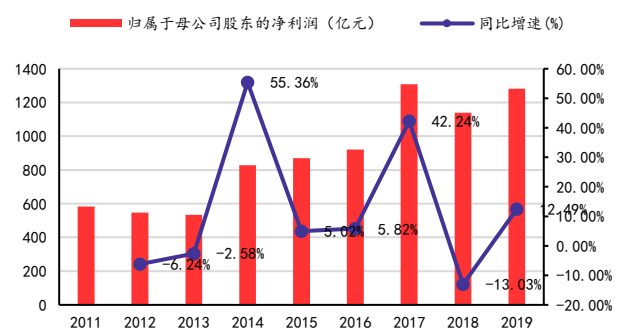
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011 年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019 年行业营业收入为 27,000.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.85 倍。营业收入增速在 7%-30% 区间，2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加，2018 年-2019 年增速呈现回调趋势，2019 年营业收入同比增速为 10.18%。归母净利润增速有所波动，2019 年归母净利润为 1,280.53 亿元，较去年同期水平增长 12.49%，重新回归正增长态势。

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

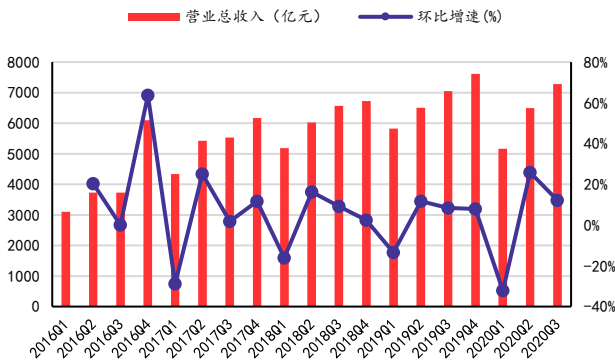
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速（2011-2019）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

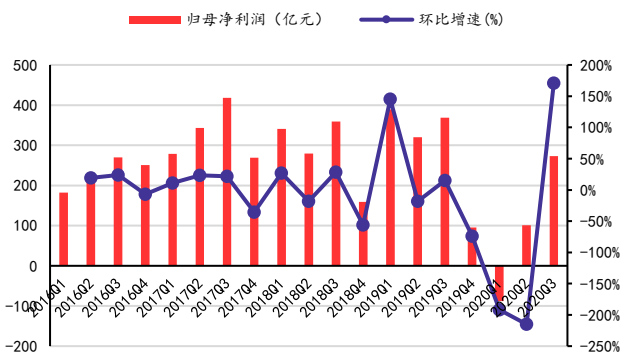
分季度来看，交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020年受疫情影响波动较大。

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)

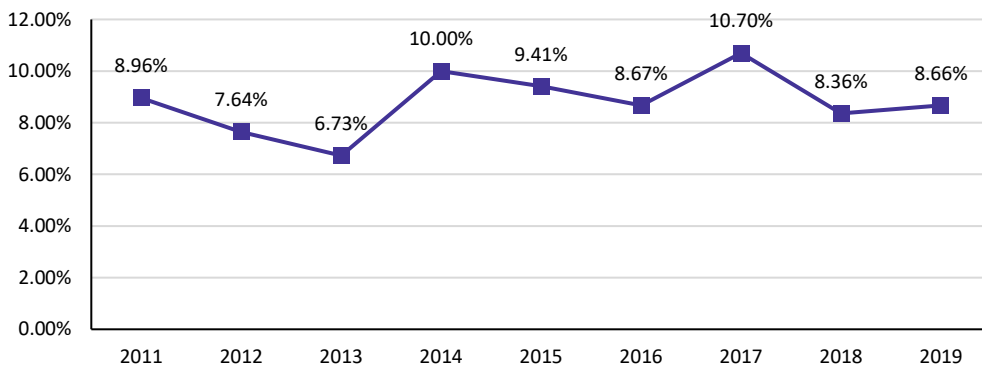


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

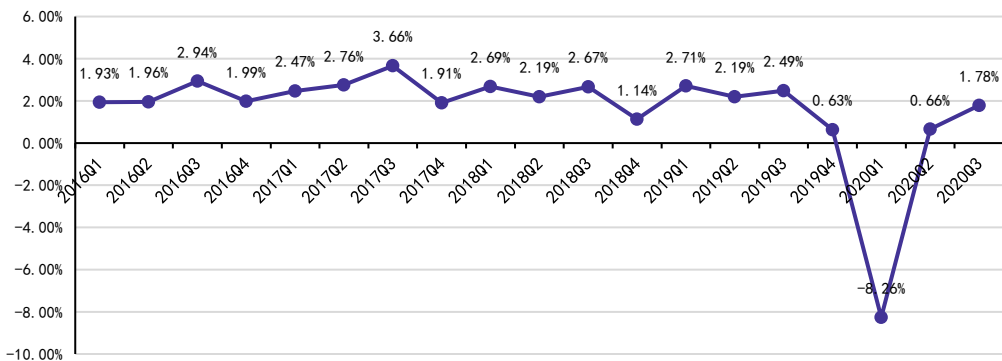
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2019)



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

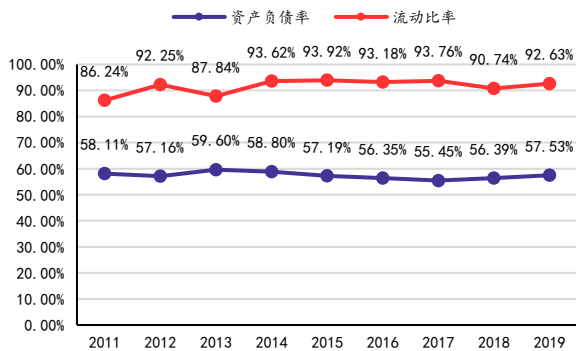
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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

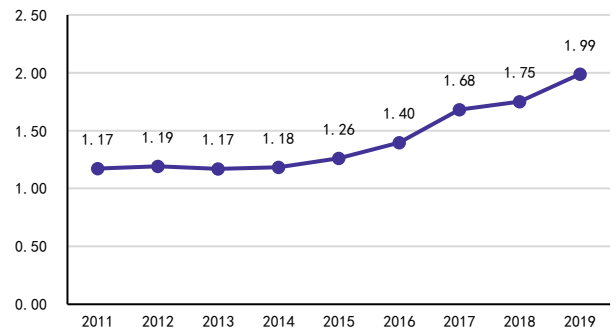
平有所改善。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2019年较上年度进一步上升，达到1.99次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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)

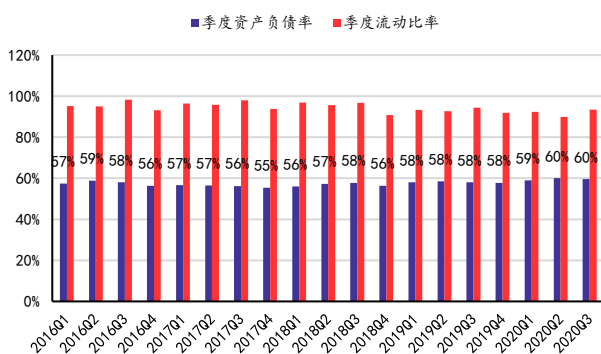


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

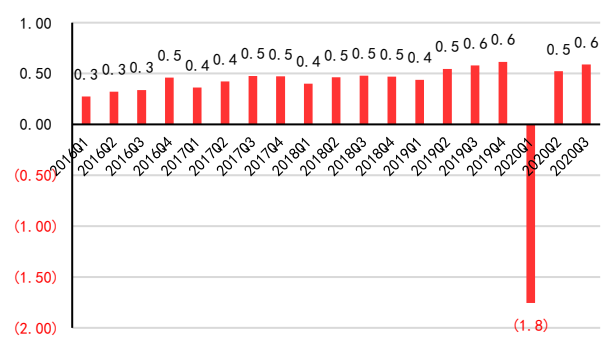
营运能力上，2016年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019年Q4行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到0.62次。2020年1季度变为负值，2-3季度逐步恢复常态。

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

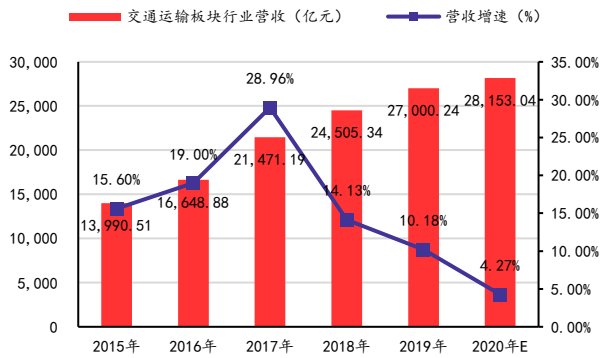
4. 交通运输板块营收及净利润增幅预测

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%，略低于此间

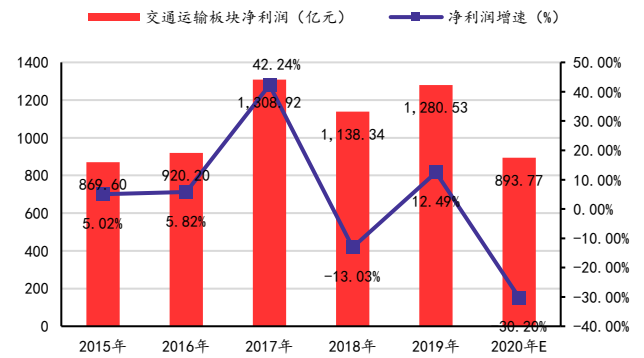
预期水平（1,345.97 亿元）。受新冠疫情影响，我们预计 2020 年交通运输板块实现归母净利润 893.77 亿元，同比-30.20%。

图 13 交通运输板块营业收入变化及预测（2015-2020E）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14 交通运输板块净利润变化及预测（2015-2020E）



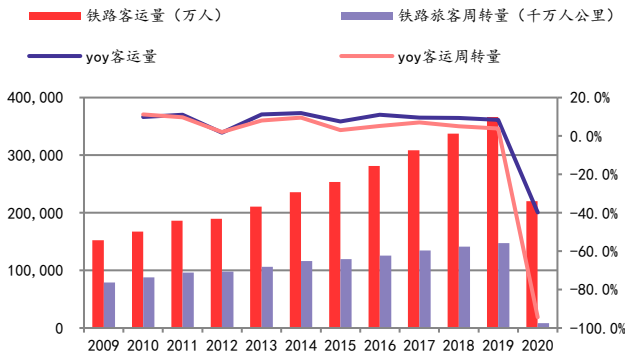
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、子行业运行分析：3月客运市场超预期回升，货运需求持续高涨

(一) 铁路：3月铁路客流量同比增225%，货运市场继续向好

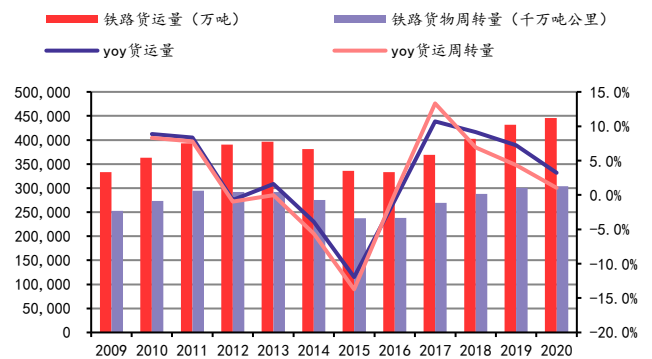
受新冠疫情冲击，2020年铁路客运服务量同比降-40%。2020年铁路客运量22.03亿人，同比降-39.80%；客运周转量8,266.11亿人公里，同比降-94.38%。2020年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020年，铁路货运量为44.58亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到30,387.5亿吨公里，增幅为1.04%；平均运距681.70公里。

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



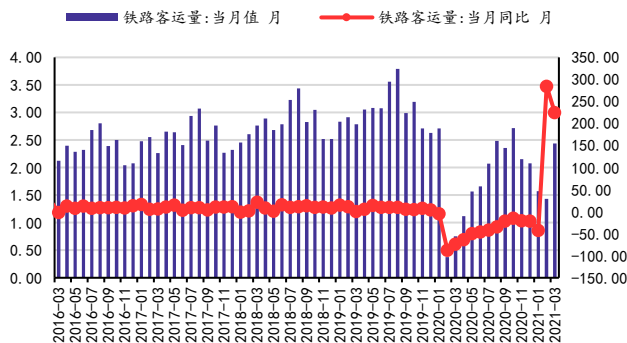
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



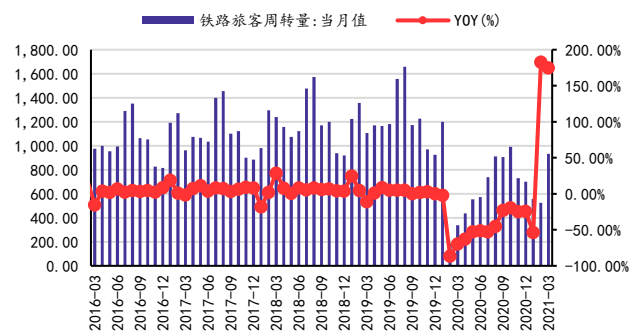
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17 铁路客运量月度变化(亿人)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18 铁路客运周转量月度变化(亿人公里)



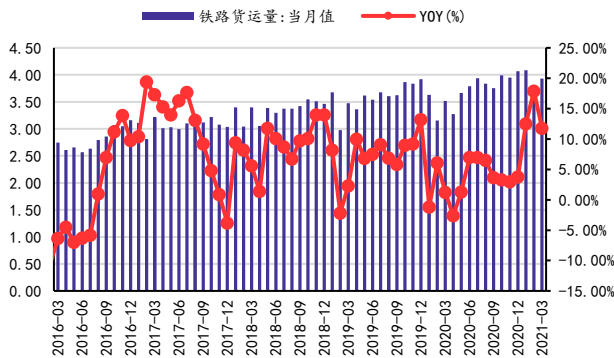
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：3月铁路客流量2.44亿人次，较去年同比+225.23%。据国家铁路集团发布数据显示，2021年3月，铁路旅客发送量为2.44亿人，同比+225.23%，月环比+70.63%；3月，铁路旅客周转量为932.59亿人公里，同比+175.12%。3月，因疫情影响进一步消除，国内人员出行继续趋于常态化，铁路客流量同比增幅维持较高水平。考虑到4-5月清明、五一小长假来临，迎来旅游客流小高峰，预计铁路客运量同环比或均有显著增长。

货运：3月铁路货运量3.93亿吨，货运量连续十个月同比正增长，铁路货运市场继续向好。2021年3月，铁路货运量为3.93亿吨，同比+11.79%，月环比+5.65%；3月，铁路货运周

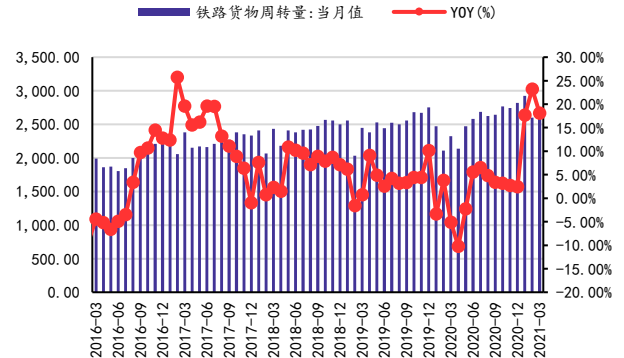
转量为 2,743.65 亿吨公里，同比+18.08%，月环比+5.53%。由此可见，3月，国内第二产业延续强势，“黑色产业链”原料采购运输需求维持较高水平下，铁路货运市场继续表现向好。

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	加快速	普快(数字头)	0.2	客票发展基金 (旅客票价>5元时收取)	1元
			快速(K字头)、 特快(T字头)、 直达(Z字头)	0.4		
软座客票	0.11722	卧铺票	硬卧	1.2	车站空调费 (里程>200km时收取)	1元
			软卧	1.85		
		空调票	空调	0.25	卧铺票订票费	10元
新空调	各票价上浮 50%					

备注: 软座、软卧票价可实行一定折扣

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

表 4 铁路客运运价里程

里程区段(km)	每区段里程(km)	区段数
1-200	10	20
201-400	20	10
401-700	30	10
701-1100	40	10

1101-1600	50	10
1601-2200	60	10
2201-2900	70	10
2901-3700	80	10
3701-4600	90	10
4601 以上	100	10

资料来源：原铁道部，中国银河证券研究院整理

表 5 旅客票价递远递减折扣率

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

资料来源：原铁道部，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

动车组（包括 G、D 字头列车）票价的计算与普通火车票价类似但更为复杂，它取决于线路的速度等级、里程、递远递减以及折扣等方面。我国高铁车票定价时，速度等级分为两个：300km/h 及以上（开行 G 字头列车为主）和 300km/h 以下（开行 D 字头列车为主），线路的速度等级很大程度上决定了该线路上票价率（即每公里的票价）的高低。一等座、特等座、商务座的票价率分别为二等座的 1.6 倍、1.8 倍和 3 倍（广深港高速线福田段除外）。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、高端席位票价上涨，主要是针对部分 200-250 公里动车一等座，部分一等座票价上涨幅度在 33%-35%。2、城际、早期开通动车组列车（6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组）票价实行动态折扣票价，分季节、分时段、分席位、分区段在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折。

表 6 动车组列车票价率和计算方式

	席位	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

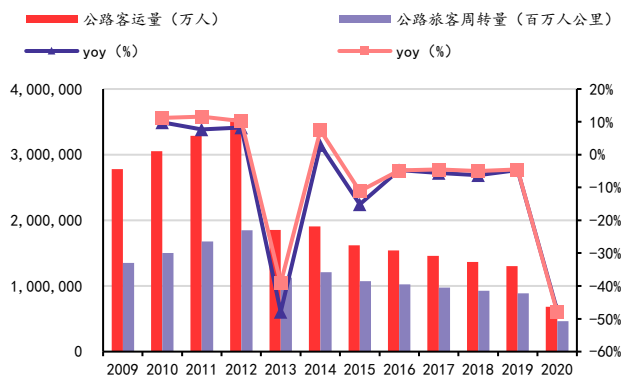
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

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：3 月公路客运量同比增 52.0%，快递物流需求高涨下货运市场繁荣继续

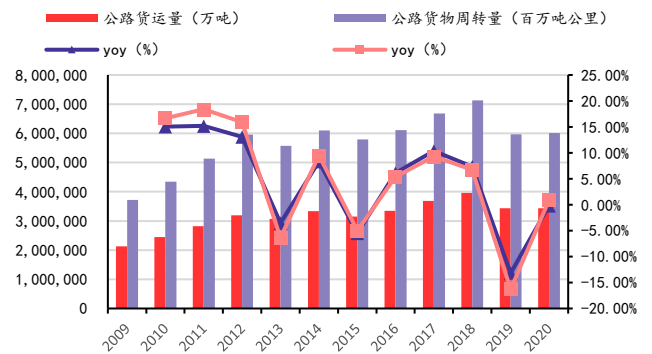
受新冠疫情影响，2020 年公路客运量下滑趋势加剧，同比降-47.0%。近年来，随着我国私家车保有量稳步提升及高铁网络日益完善，替代分流了公路客运（主要为营运性长途汽车）的出行选择，造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上，2020 年受新冠疫情影响，人员出行受限，公路客运量下滑的趋势进一步加剧。营运性客运方面，2020 年，我国公路客运量约为 68.37 亿人，同比-47.0%；2020 年，公路客运周转量为 4,612.48 亿人公里，同比-47.6%。货运方面，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于 2020 年已回归常态化。2020 年，我国公路货运量为 342.9 亿吨，同比-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，作为产业链上关键一环，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)



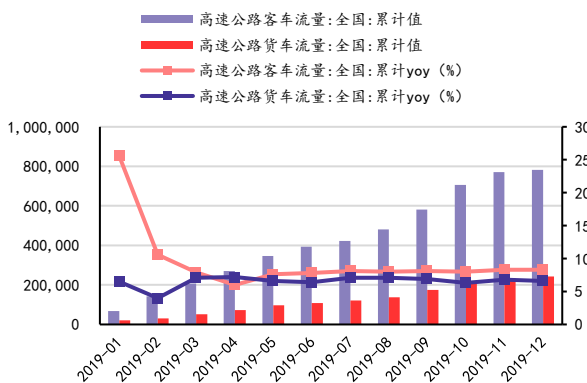
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



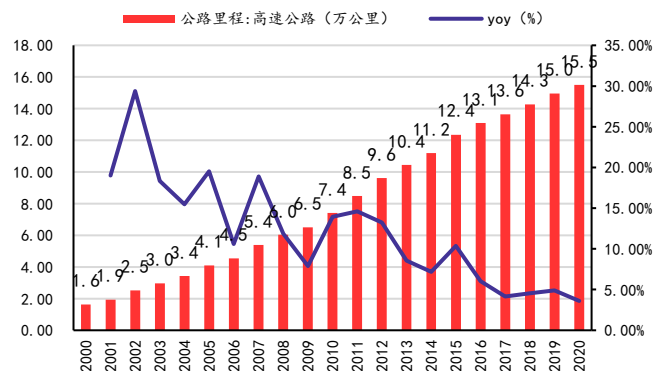
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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)

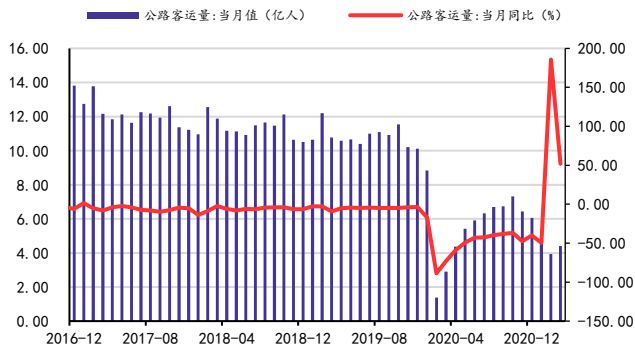


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运：3 月公路客运量为 4.41 亿人次，客流量同比增 52.0%。2021 年 3 月，公路旅客运输量为 4.41 亿人次，同比+52.0%，月环比+11.93%；3 月，公路旅客周转量为 324.90 亿人公里，同比+51.60%，月环比+21.84%。由此可见，随着疫情影响进一步弱化，3 月公路客运量同比继续呈现显著增长，公路客运市场进一步接近常态化运行轨道，符合预期。考虑到 4-5 月小长假降至，公路客运需求或将进一步释放。

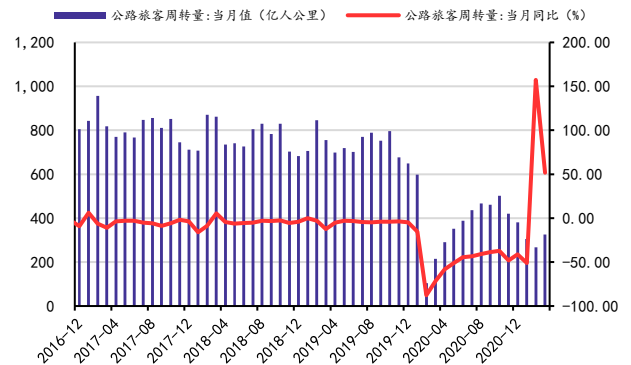
货运：3 月公路货运量同比+40.70%，节后快递物流需求高涨，拉动公路货运市场继续呈现繁荣。2021 年 3 月，公路货物运输量为 33.12 亿吨，同比+40.70%，月环比+93.23%；3 月，公路货物周转量为 6,045.76 亿吨公里，同比+46.0%，月环比+92.75%。由此可见，3 月，随着国内春节假期结束，工商企业恢复正常经营，快递物流需求高涨的拉动下，公路货运市场继续呈现繁荣。

图 25 公路客运量及同比月度变化



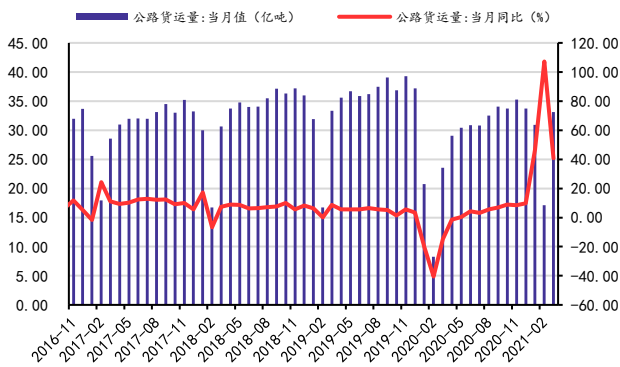
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



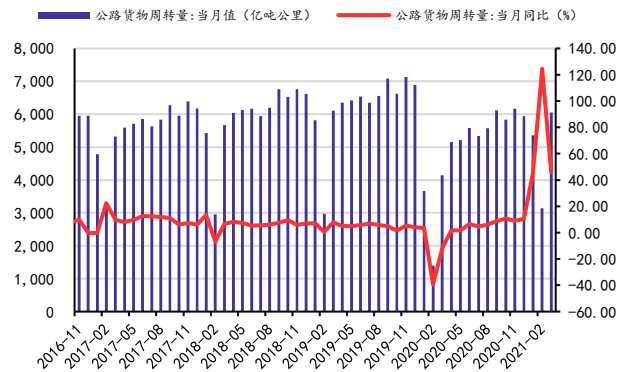
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



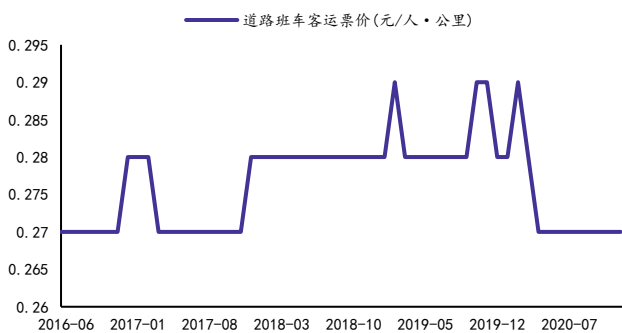
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



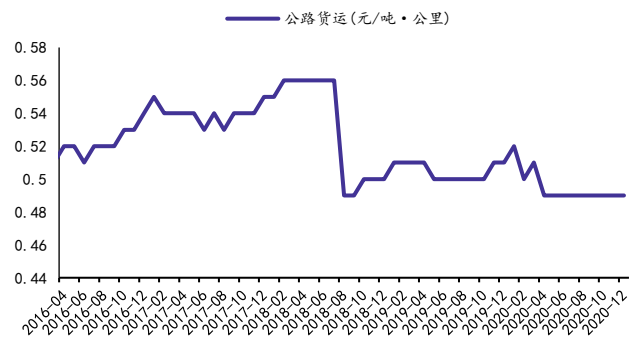
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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

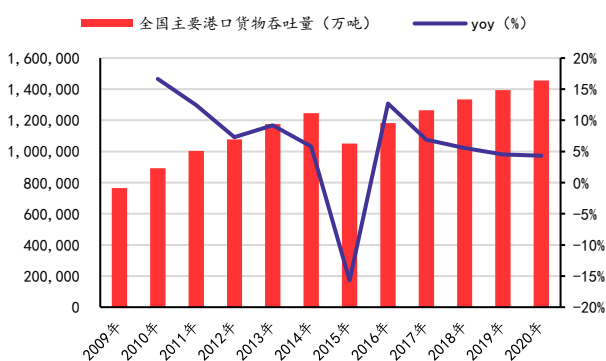
客车			
类别	车辆类型	核定载人数	说明
1 类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm
2 类客车	中型	10-19	车长小于 6000mm
	乘用车	-	-
3 类客车	大型	≤39	车长不小于 6000mm
4 类客车		≥40	车长不小于 6000mm
货车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）		说明
1 类货车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 类货车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 类货车	3		
4 类货车	4		
5 类货车	5		-
6 类货车	6		
专项作业车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）		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：4月散运需求继续维持高位，受苏伊士运河事件影响集运价格反弹

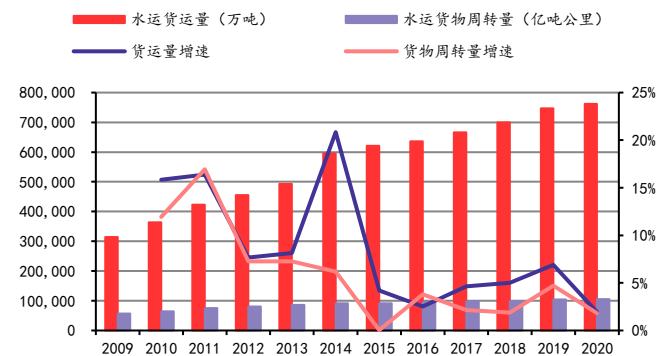
2020年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至2020年，全国主要港口货运吞吐量为145.5亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020年，水路货运量为76.16亿吨，水运周转量为105,834.44亿吨公里，平均运距为1,389.6公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



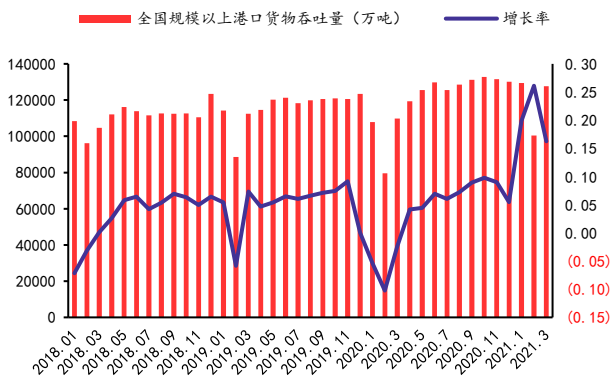
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



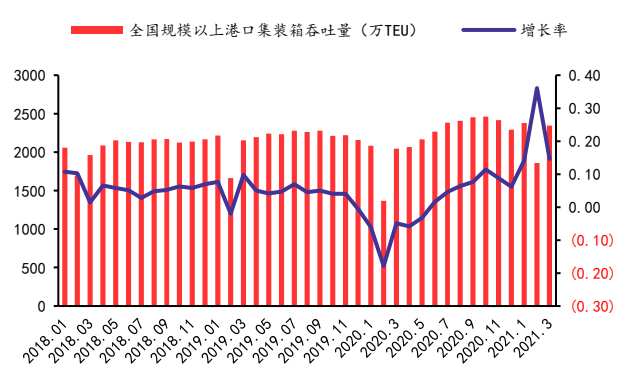
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

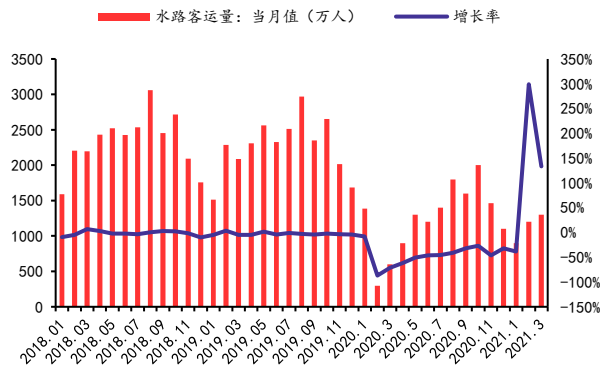


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

散运：BDI 指数报收 2788 点，国内“黑色产业链”高景气度延续，海外经济预期内加速修复，支撑散运需求继续维持高位。截至 2021 年 4 月 23 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 2,788 点，同比+314.88%，月环比+28.01%。铁矿石方面，4 月，随着疫苗利好继续带动全球经济复苏预期，海外钢厂的集中复产加速推进，铁矿采购需求持续回升，替代弥补了我国环保限产下铁矿石进口需求的回落，支撑散运市场高景气度继续。动力煤方面，4 月，伴随着我国第二产业及水泥建材行业延续强势，工业用电量维持高位，对电厂动力煤采购需求形成支撑。同时，进入 Q2，考虑到夏季用电高峰即将到来，我国电厂或将再迎一波动力煤补库存需求，动力煤需求基本面或继续呈坚挺。炼焦煤方面，“黑色产业链”强劲运行下，我国焦企高位开工的局面持续，但因澳煤通关仍受阻碍，澳煤进口需求相对受限。总体上看，4 月，国内“黑色产业链”

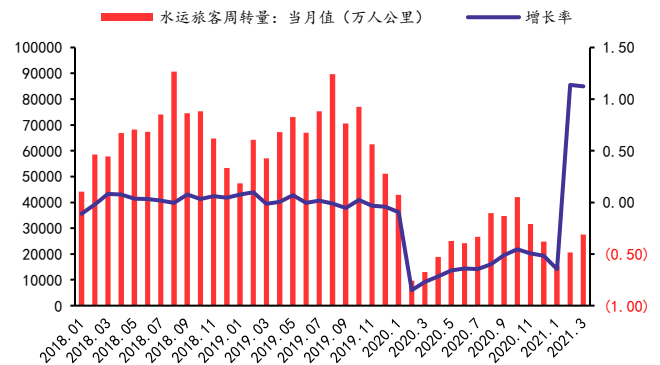
高景气度延续逻辑不变，叠加海外经济在预期内加速修复，支撑散运需求继续维持高位，运价突破 2700 点。

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

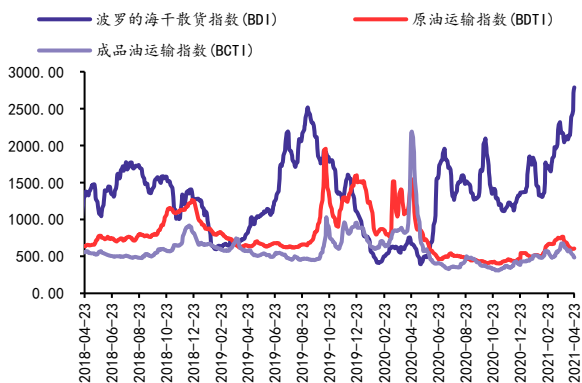


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

油运：波罗的海原油运价指数（BDTI）2021 年 4 月 23 日报收 604 点，同比-61.03%，月环比-21.05%。成品油运输指数（BCTI）2021 年 4 月 23 日报收 484 点，同比-77.70%，月环比-28.30%。由此可见，4 月油运市场继续低位回升。从需求端来看，4 月，疫苗进一步推广、欧美国家经济加速恢复的逻辑不变，继续提振海外原油消费需求。同时，伴随着 OPEC+ 国家开始“克制性增产”，进一步为油轮需求带来上行动力。我们维持 2021 年下半年油运需求或将稳步复苏的预期不变。

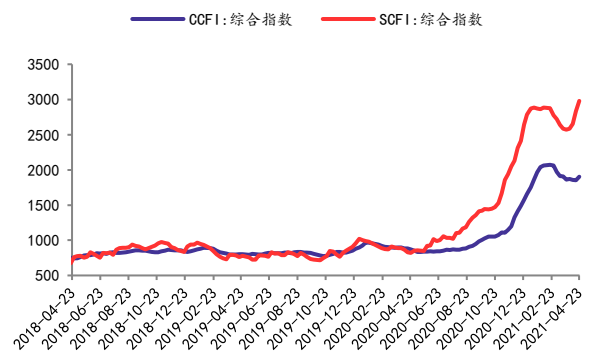
集运：2021 年 4 月 23 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 2979.76 点，月环比+15.91%，同比+264.20%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 1903.5 点，月环比+2.14%，同比+118.71%。由此可见，4 月，集运价格高呈现向上反弹趋势，突破 2900 点。我们认为，随着新冠疫苗加速分发、海外经济持续修复，我国集装箱出口产业链的景气度较年初高位回落，运价不及 1 月高峰水平。但因海外疫情仍未完全消除，我国出口替代的红利仍有释放空间，集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。叠加近期发生的苏伊士运河堵塞事件，在一定程度上迫使部分集运船舶绕行，带来运力紧缺的局面，也对集运运价形成了支撑。

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）

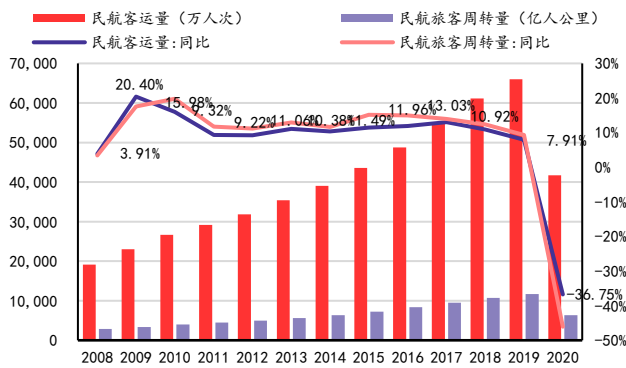


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 航空：3月民航客运业加速修复，航空货运市场高景气度继续

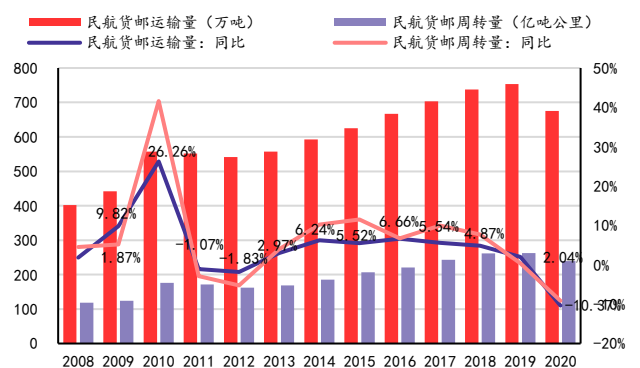
受疫情影响，2020年完成民航客运量4.17亿人次，同比降-36.75%。据统计数据显示，2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。2020年，完成民航旅客运输量4.17亿人次，同比-36.75%；2020年完成民航货邮运输量674.93万吨，同比降-10.37%。2020年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.1%，较上年(32.8%)同比继续有所提升。

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

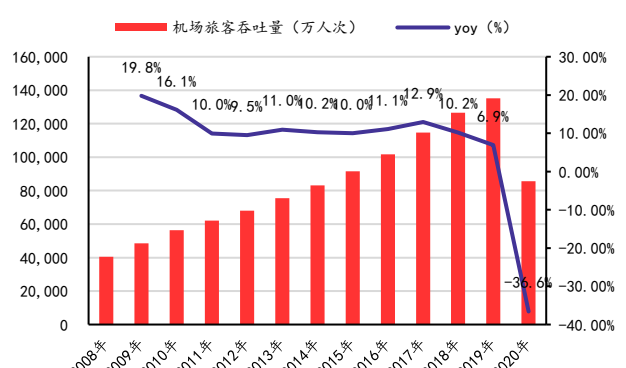
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

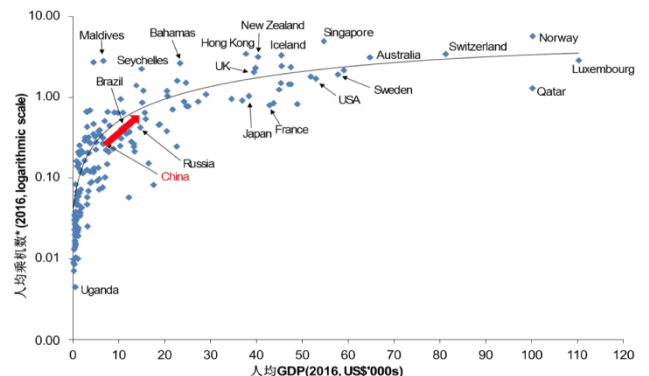
机场方面，2020年，全年旅客吞吐量完成8.57亿人次，同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制，2020年机场旅客吞吐量较前显著下降，同比降约40%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续5年逾8000万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019年，我国千万级机场已达39个，较上年增加2个。我国交通基础设施建设持续推进下，预计2020年有望继续增加。

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

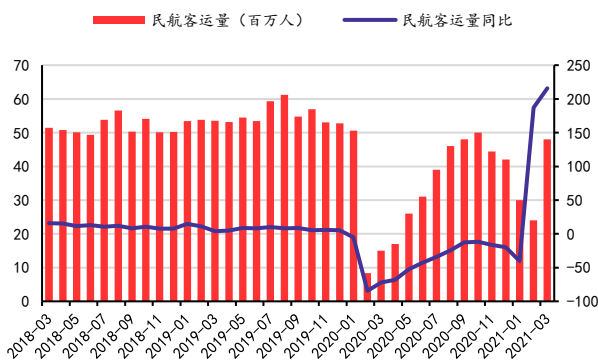


资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运：3月民航客运量同比增+215.7%，民航客运业加速修复势头向好。2021年3月，全国民航完成旅客运输量0.48亿人次，同比+215.7%，环比+100.0%；3月，完成民航旅客周转量712.3亿人公里，同比+189.6%，月环比+99.19%。由此可见，随着疫情影响逐步消除，在去

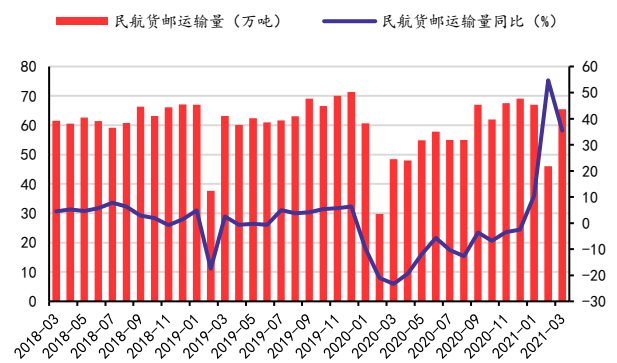
年的低基数效应下,3月民航客运量同比继续呈现显著的回升,客运量进一步接近常态化水平,已达到2019年同期的90%,民航客运市场加速恢复势头向好,超出此前预期。3月为客运淡季,但民航客流量仍呈现出强劲的修复态势,一定程度上与3月商务出行客流重启超预期有关。我们预计,随着4-5月小长假到来,旅游客流迎来小高峰,民航客运全行业的运输量水平或进一步显著增加。

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

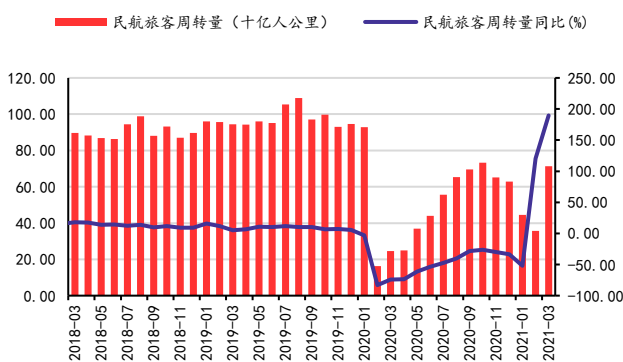
图 44 民航货运量月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

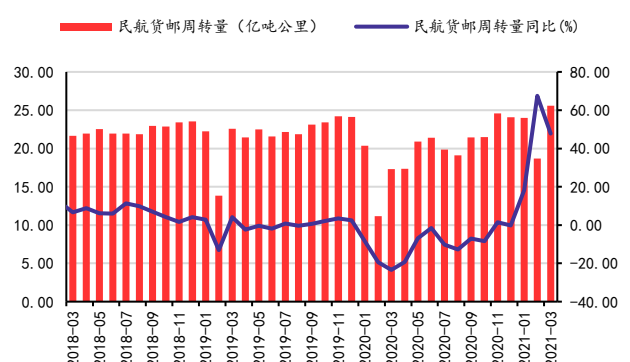
全球疫情加速好转下,3月“三大航”国内航线客流量同比继续呈现显著改善。按照航线种类来看,以“三大航”为例,3月,国航、南航、东航国内航线客运量分别同比+171.6%、+207.65%、+304.69%,去年同期低基数下,国内客运量同比高增长继续;国航、南航、东航国际航线客运量同比分别-82.1%、-53.88%、-82.55%,国际航线仍受全球疫情影响较大。由此可见,3月,伴随着全球疫情加速好转,“三大航”的国内航线均继续呈现显著的改善。我们维持此前预期不变,即今年年内国内运量有望恢复至疫情前水平,而今年年底后,“三大航”国内业务的收益水平或将回归正常。国际航线运量已经处于回暖通道,未来的进一步改善或继续取决于海外疫情的情况。

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

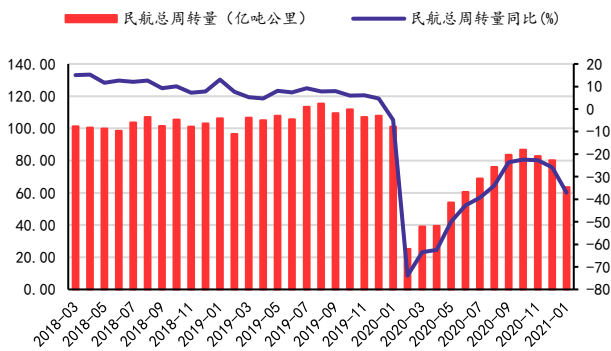


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

货运: 3月民航货运量同比+35.4%,航空货运市场高景气度继续。2021年3月,全国民航共完成货邮运输量 65.45 万吨,同比+35.40%,月环比+42.28%;3月,完成民航货邮周转量 25.6 亿吨公里,同比+47.8%,月环比+37.04%。由此可见,3月,伴随着出口外贸产业链持续繁荣,

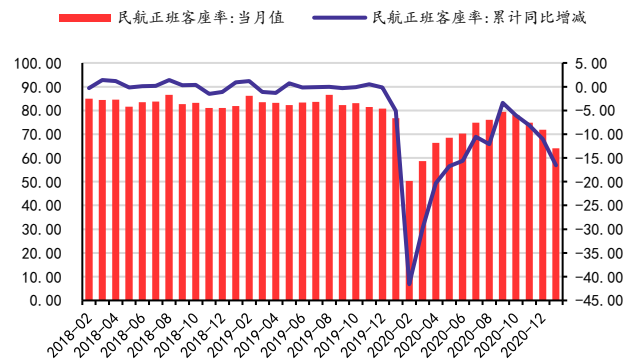
叠加旺季效应，航空货运市场继续呈现较高景气度，符合此前预期。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，3月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别+46.2%、+22.95%、+93.44%，国际航线货运量同比分别+125.6%、+25.22%、+210.32%。由此可见，3月，货运物流需求维持高位，“三大航”国内、国际航线货运量在去年同期的低基数下，同比继续呈现显著改善。

图 47 民航总周转量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

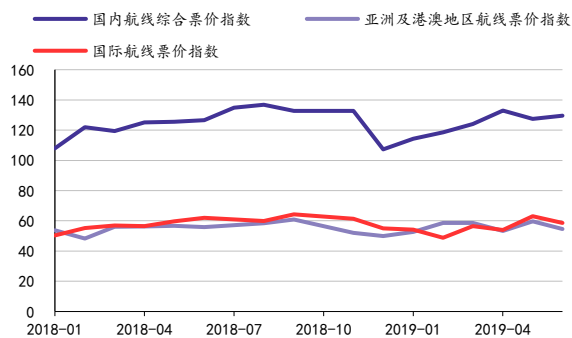
图 48 2018年1月-2021年1月民航客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

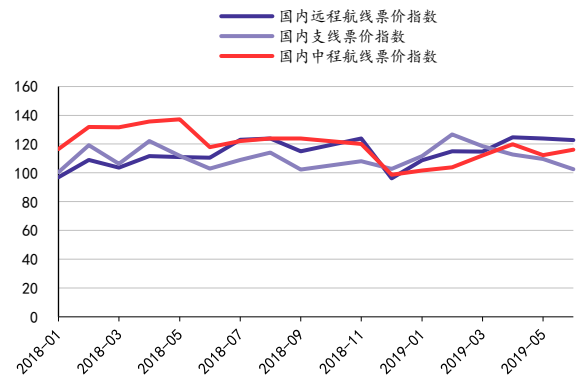
航班利用率：3月“三大航”客座率为73.42%，伴随航空客运市场复苏，客座率加速回升。3月，“三大航”客座率分别为72.4%、74.96%、72.91%，平均客座率为73.42%，较去年同期客座率低基数（57.58%）同比+15.84pct，较2月客座率（62.63%）环比提升约+10pct。伴随着3月疫情影响进一步弱化，民航客运市场加速复苏，客座率也呈现加速回升态势，超出此前预期。我们预计，

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



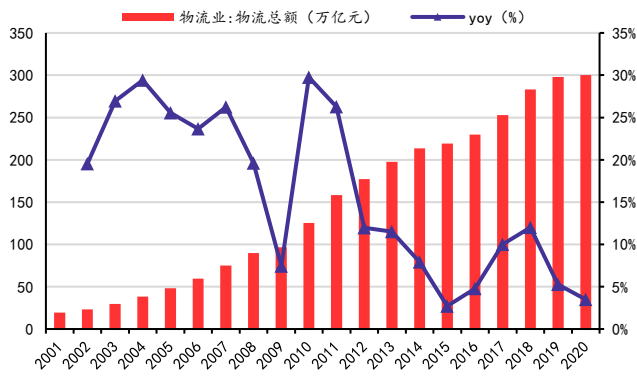
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3月“三大航”货邮载运率为40.25%，货航旺季载运率有进一步小幅上升空间。3月，“三大航”货邮载运率分别为36.8%、50.09%、33.85%，平均货邮载运率为40.25%，较去年（59.98%）同比-19.73pct，较2月（42%）继续维持40%左右水平。因去年同期在疫情背景下航司实行“客改货”，货航载运率提升至相对高位，今年因疫情因素弱化，载运率水平进一步回归常态化水平。考虑到3-5月为航空货运旺季，货航利用效率未来或有进一步小幅提升的空间。

(五) 物流快递：3月快递业务量同比增47.36%，CR8继续回落至80.5

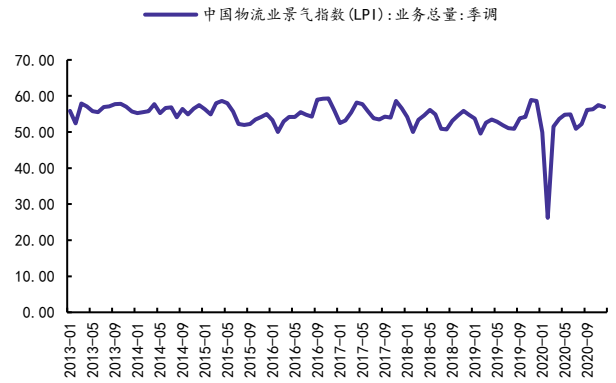
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

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

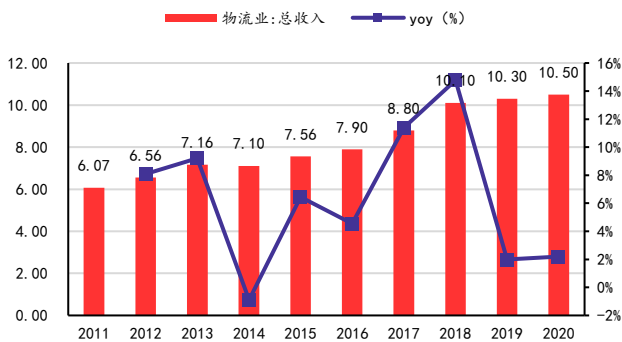
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

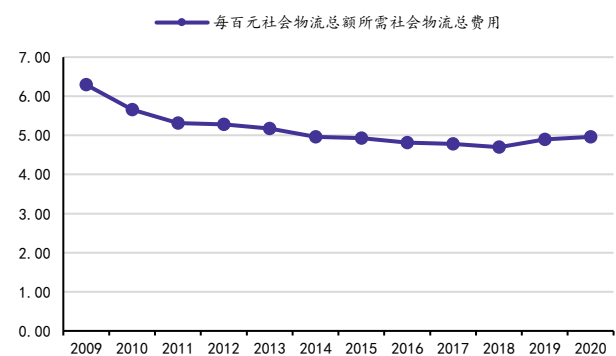
收入和费用:近年来,物流业总收入增速持续回升,每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020年,物流业实现总收入10.5万亿元,同比增+2.2%,受益于我国疫情率先收尾,经济生活修复完成,物流业已回归疫情前同期水平,在常态化轨道运行。

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



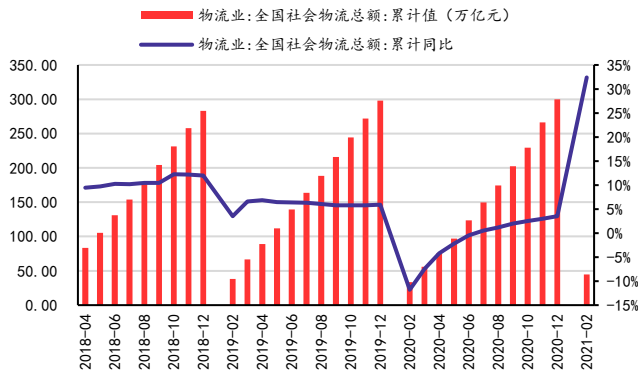
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业:“就地过年”下货运物流旺季效应持续,1-2月社会物流总需求维持高位水平。物流总额方面,2021年1-2月,社会物流总额为44.7万亿元,同比+32.4%,社会物流总需求同比连续七个月正增长。由此可见,随着春节期间“就地过年”货运物流旺季效应持续,2月社会物流需求维持高位,在去年同期低基数效应下,同比提升显著,符合此前预期。随着疫情影响进一步消除,工商企业回归常态化运营,物流需求或将呈现旺盛。(数据没有出)

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

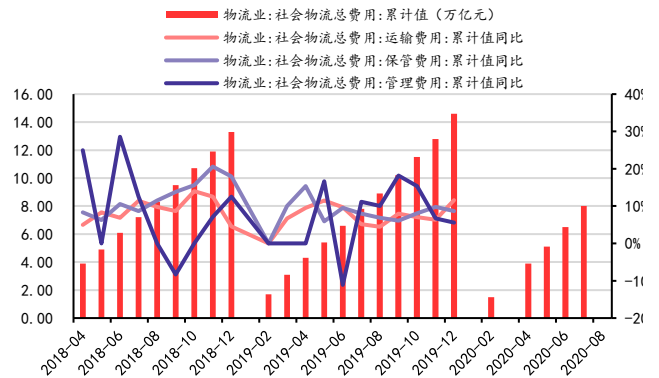
年 12.02 亿件，上涨至 2020 年的 833.61 亿件，累计实现 69.35 倍增幅；快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元，上涨至 2020 年的 8,795.4 亿元，累计实现 25.67 倍增幅。2020 年，快递业务量、收入分别较上年同比增+31.23%、+17.3%，行业增速超+30%。

图 55 社会物流总额月度变化



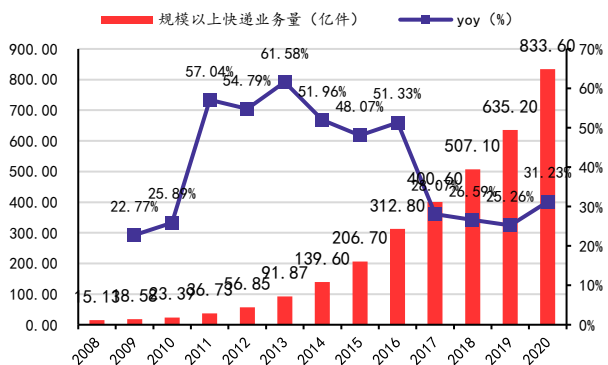
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



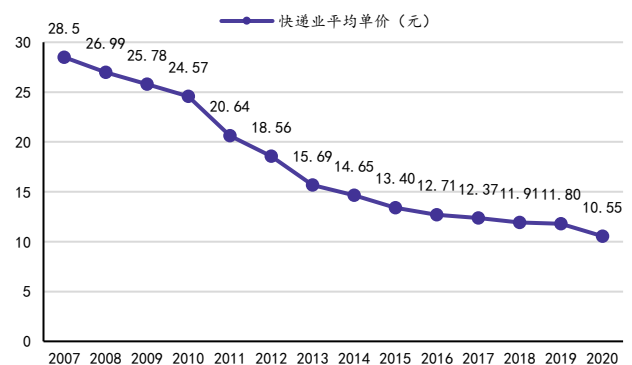
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速（2008-2020）



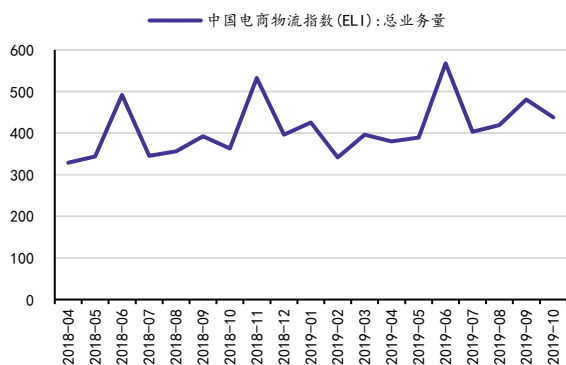
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 58 快递业务平均单价（元）



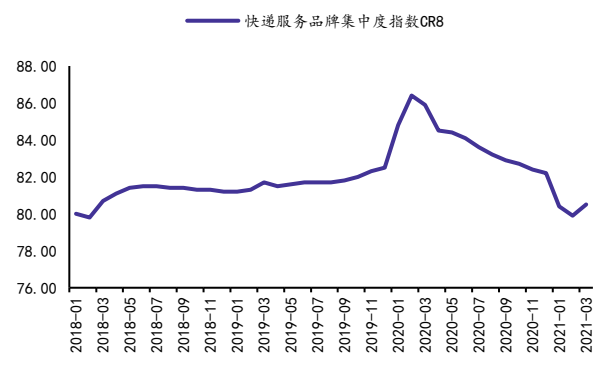
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 3 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

3 月快递行业件量同比增+47.36%，市场规模继续扩张，行业仍具高景气度。据国家邮政

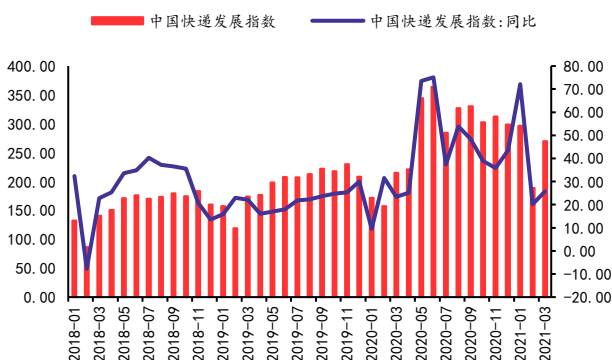
局数据显示，2021年3月，快递件量完成88.18亿票，较去年（59.84亿票）同比+47.36%，较2月（46.18亿票）环比+90.95%。由此可见，3月快递业件量增速仍位于+40%以上区间，在头部公司激烈的流量份额争夺下，市场规模继续扩张。因疫情背景下催化网购渗透率持续提升，快递行业仍具有较高的景气度。

市场集中度：市场集中度方面，2021年3月，快递行业CR8为80.5，较2月的（79.9）回升+0.6，仍不及去年同期高峰（85.9），但持续了近1年的CR8下滑趋势暂时有所缓和，市场集中度暂维持在80%左右水平。由此可见，快递行业的份额竞争仍呈现激烈的局面，当前二三线快递公司逐步出清完成，而一线头部公司继续面临来自极兔等新进入者的压力，同时，社区团购、及时配送等新业务形态也对头部公司的主营业务带来影响，当前市场格局仍存在较大不确定性。我们维持此前判断不变，即在当前阶段，“以价换量”策略为市场参与者带来的增量空间趋于见顶，而优于同行的服务品质与成本管控能力对于份额提升具有更重要的意义。

市占率：3月，韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为17.19%、15.29%、10.29%、9.93%，较2月的（15.18%、11.46%、8.42%、15.14%），韵达市占率重回17%以上，份额优势持续稳固。随着春节因素消除，快递市场恢复常态运行，顺丰3月市占率叫春节期间回落，而通达系整体份额回升至节前水平。

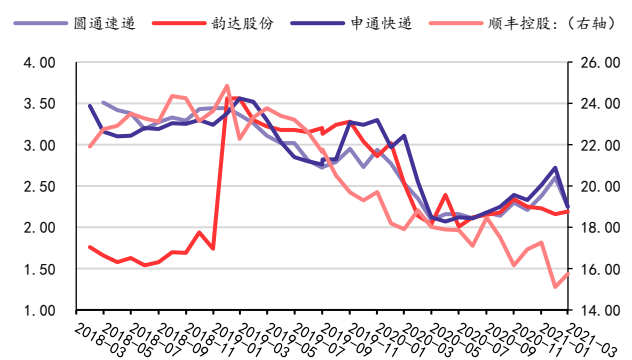
价格竞争：3月，韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为2.19元/票、2.25元/票、2.25元/票、15.74元/票，同比分别-13.44%、-11.07%、-12.12%、-13.44%，较2月（2.16元/票、2.6元/票、2.72元/票、15.11元/票），当前降价幅度约为-10%水平，较去年最激烈的-30%有一定缓和，但总体来说，通达系价格竞争仍趋于激烈。伴随着顺丰继续发力电商件业务，单价继续位于低位水平。

图 61 2018 年-2021 年 3 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 3 月快递单收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

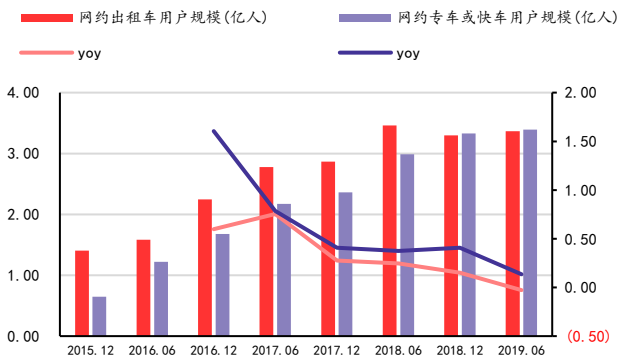
（六）新业态：3月网约车订单量为7.6亿单，节后复工返校下，订单量增长显著

网约车市场规模进一步扩张，227家网约车平台公司取得经营许可。根据交通运输部的统计数据，截至2021年3月31日，我国共有227家网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至3月31日，全国共计发放网约车驾驶员证336.4万本、车辆运输证125.5万本。

3月网约车订单量为7.6亿单，订单总量超30万单的网约车平台共14家。根据交通运输部发布数据显示，2021年3月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息7.6亿单，较2月

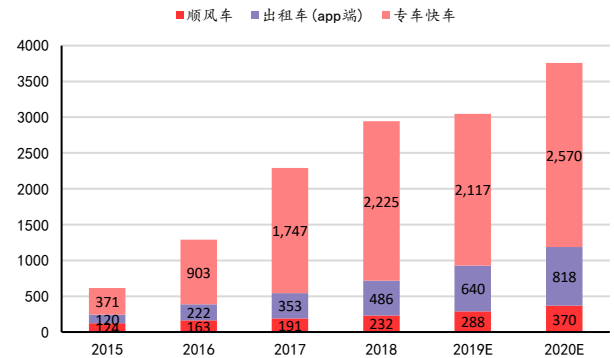
(5.6 亿单) 同比+35.71%。3 月网约车订单量呈现显著增长，这与春节后学生返校、工商企业积极复工复产有关，符合此前预期。其中，3 月当月，订单总量超 30 万单的网约车平台共 14 家，分别是：如祺出行、享道出行、东风出行、招招出行、T3 出行、阳光出行、曹操出行、首汽约车、帮邦行、滴滴出行、美团打车、万顺叫车、方舟行、花小猪出行。

图 63 网约车行业用户规模变化趋势及增幅



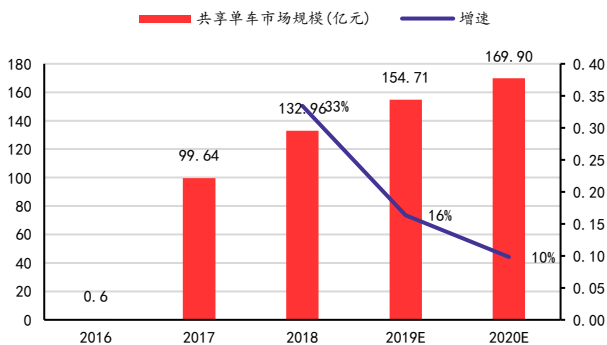
资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

图 64 2015-2020 网约车细分市场交易规模 (亿元)



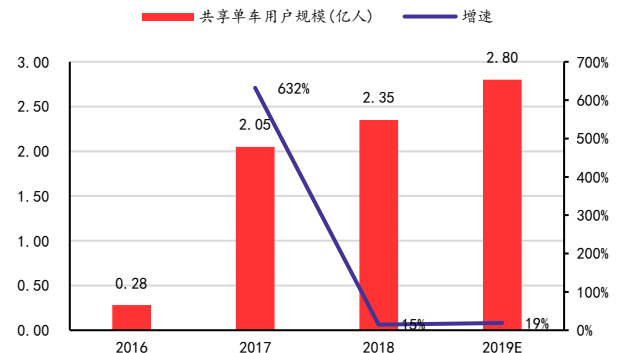
资料来源: 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

图 65 共享单车市场规模变化趋势及增幅



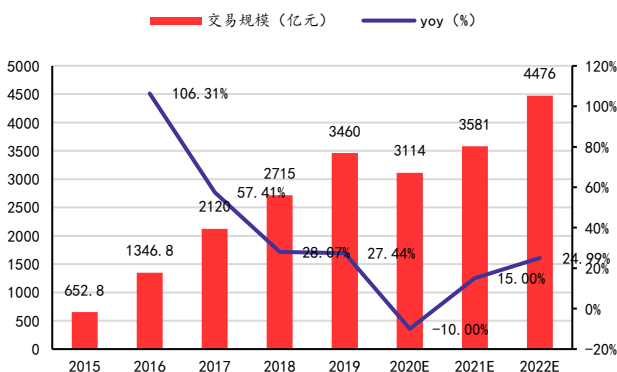
资料来源: 中国互联网协会, 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

图 66 共享单车用户规模变化趋势及增幅



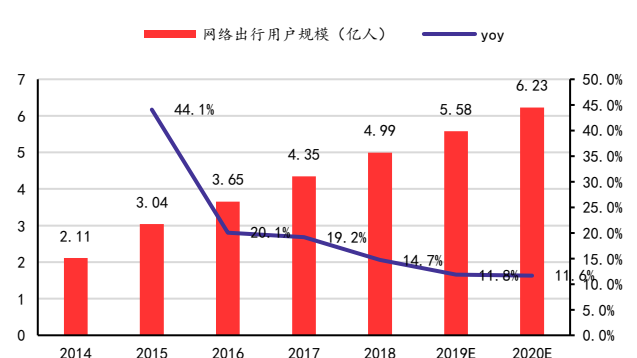
资料来源: 中国互联网协会, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 67 2015-2022 年中国网络出行市场规模



资料来源: 中商产业研究院, 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。

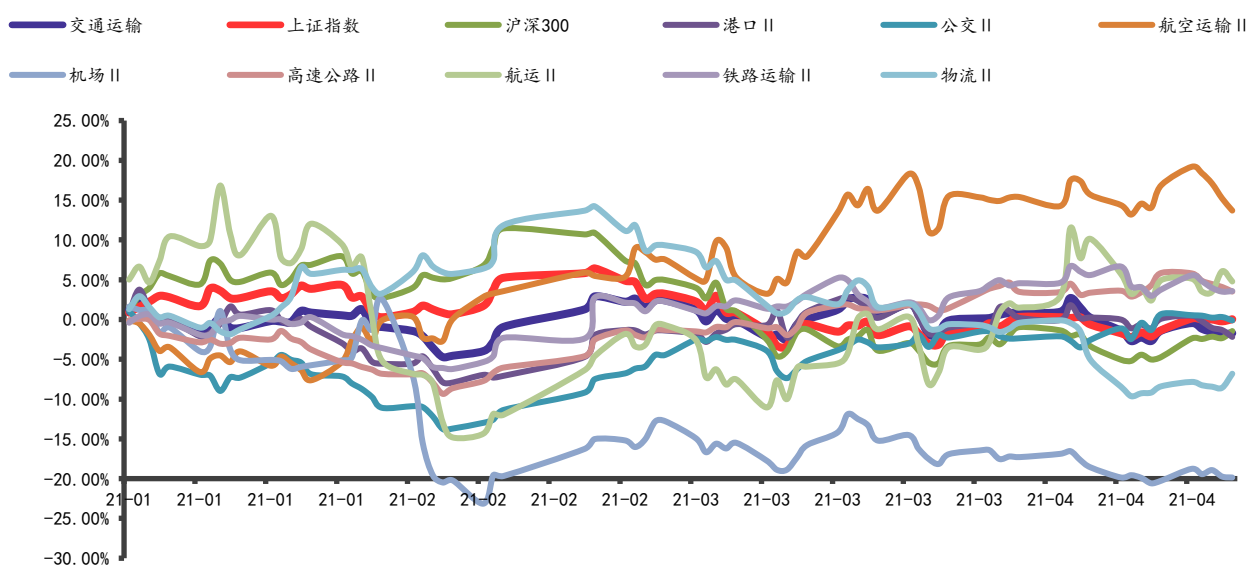
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年4月23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25,675.43亿元，占总市值比例为3.19%。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）2,985.84亿元、京沪高铁（601816.SH）2,897.28亿元、中远海控（601919.SH）1,901.45亿元、中国国航（601111.SH）1,291.26亿元、上海机场（600009.SH）1,086.03亿元、上港集团（600018.SH）1,047.45亿元、南方航空（600029.SH）1,004.07亿元、大秦铁路（601006.SH）1,003.51亿元、东方航空（600115.SH）907.42亿元、宁波港（601018.SH）629.14亿元。

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+0.03%和-1.46%，交通运输指数-1.73%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-2.19%、公交-0.12%、航空运输+13.69%、机场-19.86%、高速公路+3.51%、航运+4.78%、铁路运输+3.57%、物流-6.28%，其中，航空运输、航运、铁路运输、高速公路板块表现突出，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（2021/01/01-2021/4/23）



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

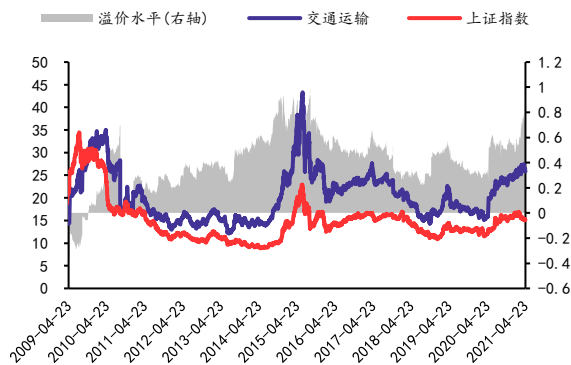
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年4月23日，交通运输行业市盈率为25.85倍（TTM），上证A股为15.16倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为170.47%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

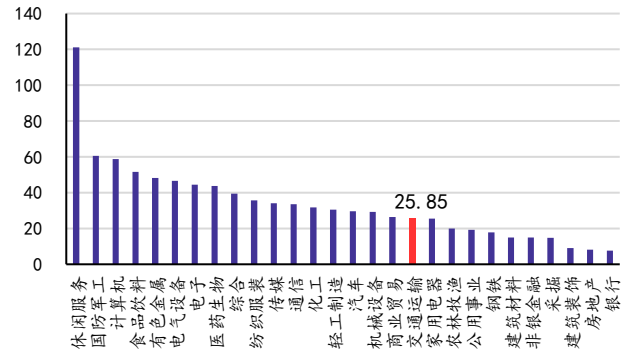
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 25.85 倍（2021/4/23），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

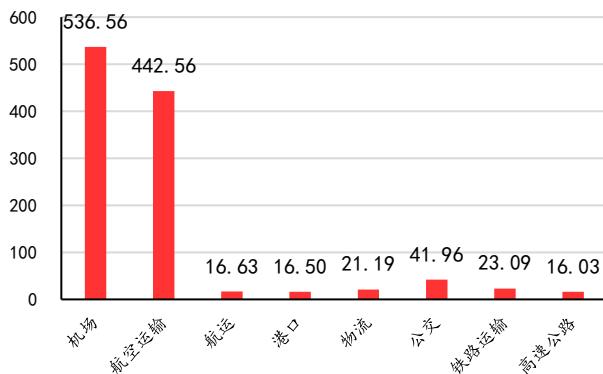


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

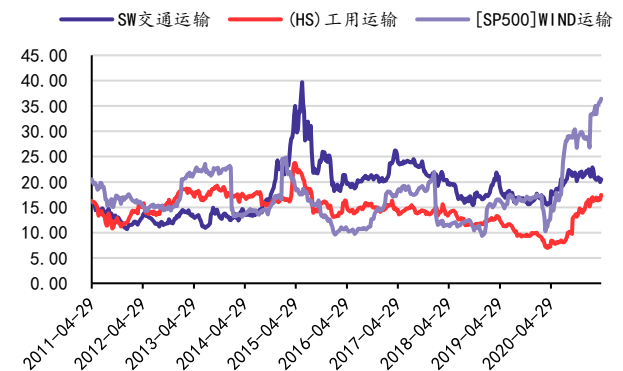
我们选择 [HS] 工用运输指数、[SP500] Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2021 年 4 月 23 日，上述指数市盈率分别为 17.42 倍、36.44 倍和 25.85 倍。美股、A 股交通运输上市公司估值呈现上升态势，港股交通运输上市公司估值继续处于相对低位。

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 139 亿美元、港股中市值大于 181 亿港元、A 股中大于 326 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 2021.4.23)

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	1,551.65	115.54	236.17	1.55
2	UNP.N	联合太平洋 (UNION PACIFIC)	铁路	-12.75	-4.92	-12.11	-0.79	1,484.98	28.47	8.76	7.85
3	CSX.O	CSX 运输	铁路	-14.30	-2.56	-21.68	0.66	780.96	28.91	5.96	3.57
4	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-10.32	4.16	-23.99	-2.59	774.73	30.38	5.61	4.80
5	FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	航空货运 与物流	-	-0.68	-	138.15	736.96	24.38	4.03	11.39
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	-16.15	-1.41	-34.73	2.10	710.39	35.33	4.80	7.98
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-0.44	6.51	-7.55	25.06	494.24	28.70	9.13	17.30
8	LUV.N	西南航空	航空公司	-57.87	2.11	-221.21	-6.69	363.44	-12.69	4.09	-4.85
9	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	-5.10	1.62	2.41	1.63	301.42	40.79	9.06	6.32
10	DAL.N	达美航空 (DELTA)	航空公司	-63.11	5.78	-416.98	21.14	292.96	-2.25	19.10	-20.37
11	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	11.10	25.59	-9.67	29.46	276.09	41.78	3.68	5.04
12	KSU.N	堪萨斯南方铁路 (KANSAS)	铁路	-9.23	5.60	9.62	-14.11	274.27	44.37	6.77	6.80
13	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-79.20	-	-158.96	-	238.37	-14.65	4.07	-1.21
14	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	13.32	0.46	9.81	-4.50	187.73	26.97	7.06	4.11
15	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	2.74	6.39	-5.28	5.46	178.85	32.65	6.88	5.18
16	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-43.76	27.28	-484.02	486.68	164.13	-94.17	56.21	-3.86
17	XPO.N	XPO LOGISTICS INC	航空货运 与物流	-7.39	-3.65	-104.81	-0.71	139.89	177.07	5.17	0.77

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 2021.4.23)

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	2,720.04	-56.56	1.54	-0.78
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	3.21	25.59	-10.64	29.46	2,090.36	40.80	3.59	5.04
3	1919.HK	中远海控	海运	3.19	25.09	-2.34	443.90	1,642.78	13.93	3.15	0.81
4	0753.HK	中国国航	航空公司	-54.61	-0.43	-400.23	-12.66	933.95	-5.46	1.01	-0.99
5	0316.HK	东方海外	海运	3.94	4.66	-26.55	1,146.97	866.58	12.38	1.98	1.42
		国际									
6	1055.HK	中国南方	航空公司	-47.93	7.28	-586.27	-8.81	846.18	-6.57	1.02	-0.71
		航空股份									
7	1308.HK	海丰国际	海运	-0.42	7.22	9.86	11.37	734.80	26.96	8.00	0.13
8	0670.HK	中国东方	航空公司	-57.26	4.95	-540.08	18.31	578.20	-4.11	0.87	-0.72
		航空股份									
9	0177.HK	江苏宁沪	公路与铁	-45.00	1.54	-78.72	-4.04	463.98	15.85	1.38	0.49
		高速公路	路								
10	0144.HK	招商局港	海港与服	-8.67	-12.42	-76.32	15.42	456.17	8.86	0.52	1.41
		口	务								
11	0293.HK	国泰航空	航空公司	-48.33	-3.68	-832.37	-27.89	444.17	-2.03	0.61	-3.40
12	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	10.47	7.87	-61.54	55.27	416.46	14.38	1.52	1.61
13	6198.HK	青岛港	海港与服	1.23	3.71	0.24	5.47	314.17	6.88	0.80	0.59
			务								
14	0576.HK	浙江沪杭	公路与铁	-31.01	6.82	-65.26	5.58	293.16	8.23	1.02	0.69
		甬	路								
15	0152.HK	深圳国际	公路与铁	-22.93	45.24	38.28	19.18	289.94	7.24	0.84	1.82
			路								
16	0694.HK	北京首都	机场服务	-71.99	-22.99	-157.20	-15.76	274.75	-11.37	1.04	-0.44
		机场股份									
17	0598.HK	中国外运	航空货运 与物流	5.28	0.43	-19.93	3.68	258.29	7.89	0.71	0.37
18	1199.HK	中远海运	海港与服	-12.60	2.73	10.53	-5.10	213.84	7.94	0.50	0.10
		港口	务								
19	2880.HK	大连港	海港与服	-1.02	-1.67	45.17	37.25	190.04	19.68	0.83	0.04
			务								
20	0548.HK	深圳高速	公路与铁	-37.38	6.49	-97.22	-27.34	181.22	7.42	0.66	0.94
		公路股份	路								

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 2021.4.23)

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	2,985.84	54.99	5.45	1.19
2	601816.SH	京沪高铁	铁路运 输 II	-34.87	5.72	-79.33	16.48	2,897.28	67.92	1.59	0.09
3	601919.SH	中远海控	航运 II	5.46	25.02	56.95	241.99	1,901.45	19.15	4.33	0.81
4	601111.SH	中国国航	航空运 输 II	-52.99	-0.43	-250.76	-11.57	1,291.26	-8.96	1.66	-0.99
5	600009.SH	上海机场	机场 II	-58.11	17.52	-116.64	18.72	1,086.03	-85.74	3.72	-0.66
6	600018.SH	上港集团	港口 II	-27.79	-5.10	-10.86	-13.48	1,047.45	12.61	1.20	0.36
7	600029.SH	南方航空	航空运 输 II	-43.98	7.45	-287.13	-10.45	1,004.07	-9.26	1.45	-0.71
8	601006.SH	大秦铁路	铁路运 输 II	-12.02	2.01	-25.57	-6.04	1,003.51	9.57	0.86	0.71
9	600115.SH	东方航空	航空运 输 II	-54.71	5.16	-302.49	18.43	907.42	-7.67	1.68	-0.72
10	601018.SH	宁波港	港口 II	-24.49	10.79	-7.80	18.44	629.14	18.34	1.22	0.22
11	601021.SH	春秋航空	航空运 输 II	-40.96	12.88	-108.81	22.31	564.45	-2,090.78	3.87	-0.03
12	600377.SH	宁沪高速	高速公 路 II	-28.60	1.10	-46.89	-3.92	507.30	20.59	1.80	0.49
13	001965.SZ	招商公路	高速公 路 II	-22.61	21.09	-61.20	11.30	478.19	21.52	0.98	0.36
14	002120.SZ	韵达股份	物流 II	-4.81	148.30	-47.13	0.80	412.26	24.08	2.95	0.59
15	601880.SH	大连港	港口 II	-0.32	-1.61	23.47	31.23	391.39	48.16	1.09	0.04
16	600233.SH	圆通速递	物流 II	8.34	13.42	4.36	-12.99	342.84	20.44	2.06	0.53
17	601872.SH	招商轮船	航运 II	8.59	33.17	273.90	49.24	332.29	11.96	1.30	0.41
18	601866.SH	中远海发	航运 II	24.80	-13.15	29.50	21.20	328.51	15.42	1.79	0.18
19	600350.SH	山东高速	高速公 路 II	-4.97	9.02	-34.89	-15.46	326.20	16.00	1.15	0.42

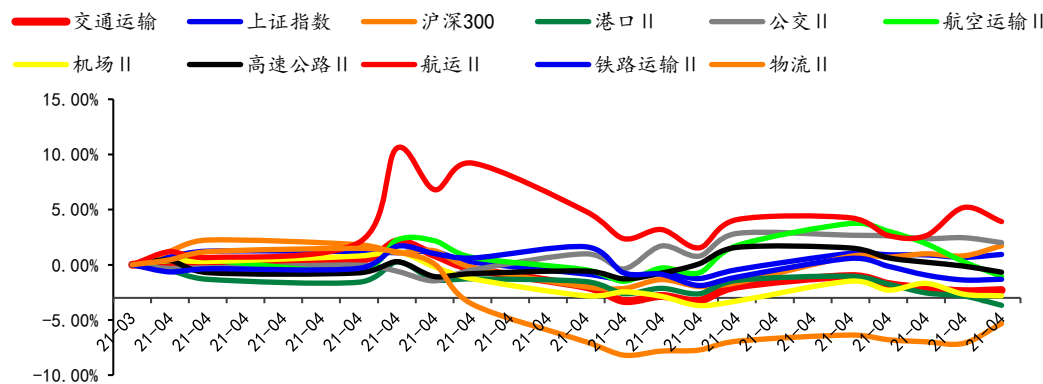
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 海外疫情反复增强出口物流需求预期, 五一假期国内航空高铁出行强势反弹。

分子行业来看, 截至 2021 年 4 月 23 日, 航空、公交、机场板块 PE 仍较高, 分别为 442.56 倍、41.96 倍、536.56 倍, 高于交通运输行业值 25.85 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 16.03 倍、16.63 倍、23.09 倍、16.50 倍。物流板块的 PE 为 21.19 倍。

图 74 2021 年 4 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 5 月投资策略: 海外疫情反复增强出口物流需求预期, 五一假期国内航空高铁出行强势反弹。

1. 海外疫情反复增强出口物流需求预期。2021 年初至今, 我国疫情影响已基本消除, 而海外疫情仍在恢复通道中, 近期印度、日本等国疫情反复, 进一步增强我国出口物流需求预期。同时, 因 4 月苏伊士运河遭搁浅阻塞, 导致大批海运船只绕行与改至货航运输, 蝴蝶效应下, 集运及空运价格随之回升反弹, 进一步为跨境电商物流行业带来利好效应。中长期来看, 在未来 3-5 年内, 跨境电商赛道的高成长逻辑不变, 伴随着中国跨境物流产业生态的进一步完善成熟, 行业仍有较为广阔的扩张空间, 目前尚未触及天花板。**我们继续推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流 (603128.SH) 和具有较为完善的国际物流网络中国外运 (601598.SH)。**

2. 五一假期国内航空高铁出行强势反弹。3 月以来, 随着节后工商企业积极复工, 商务出行客流超预期重启, 民航客运市场加速修复的逻辑得到验证强化。据交通运输部预测数据显示, 2021 年“五一”假期, 全国预计共发送旅客 2.67 亿人次, 日均 5347.4 万人次, 比去年同期日均增长 122.2%, 比 2019 年同期日均增长 0.3%, 或将进一步诱导民航高铁等客运需求报复性反弹。同时, 我们维持此前判断, 伴随疫苗接种持续普及推进, 国内疫情基本可控、未来持续向好的逻辑持续明朗, 国内出行全面复苏局面具备确定性。**继续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) 及京沪高铁 (601816.SH)。**

3. 碳中和背景下, 布局低碳交通长期赛道投资机会正当时。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饭尽早达峰”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。**推荐打造智能物流网的传化智联（002010.SZ）。**

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. 持续关注新竞争格局下头部快递公司的中长期投资机会。我们维持此前判断不变，即在当前阶段，头部公司通过“以价换量”低价策略挤出新进入者的难度较大，而优异的服务品质与成本管控能力或将在快递市场的淘汰赛竞争中成为更加重要的决定因素。**在此背景下，我们继续关注致力于打造综合性品质物流龙头的优质标的顺丰控股（002352.SZ）的中长期配置机会。**顺丰因2020年Q4开始，进入战略投入期，面临资本投入增加、新业务网络战略性亏损等阶段性难题，短期业绩承受压力，但我们认为，伴随公司后续的产能红利释放，重货、冷运、同城等新业务转盈，且随着2021年底鄂州机场投入运营，核心业务时效件的效率有望显著提升，公司利润具备回升动力。此外，在近期浙江地区出台价格战限制政策的背景下，为通达系头部公司的业绩改善提供了保障，我们继续看好通达系市占率领先、成本管控能力较好的中通快递（2057.HK）、韵达股份（002120.SZ）。

（二）核心组合

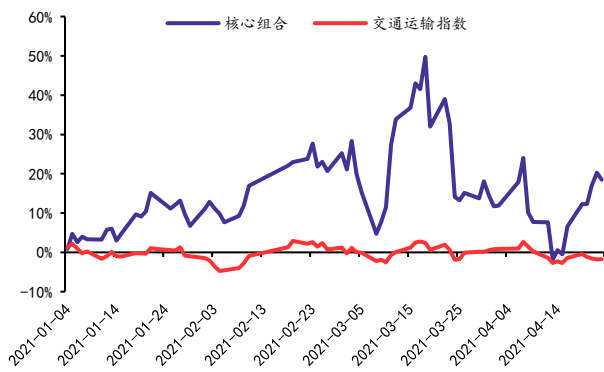
表 13 投资组合建议（截至 2021 年 4 月 23 日）

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	60.82%
002352.SZ	中国国航	2021/4/1	-1.77%
603885.SH	中谷物流	2021/4/1	-10.31%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

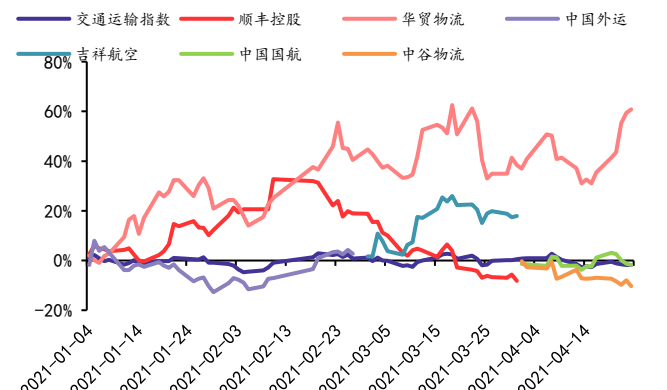
（三）核心组合表现

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 376 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

2021年1月1日-2月28日,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)。2021年3月1日-3月31日,推荐核心组合为推荐核心组合为华贸物流(603128.SH)、顺丰控股(002352.SZ)、吉祥航空(603885.SH)。2021年4月1日起,推荐核心组合为华贸物流(603128.SH)、中国国航(601111.SH)、中谷物流(603565.SH)。2021年1月1日-4月23日,交通运输业指数累计-1.73%,2021年银河交通核心组合+18.52%。核心组合跑赢行业,相对收益+20.25%。

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)	6
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2019)	6
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)	7
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)	9
图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2019Q4)	9
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-2021 年 1 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 3 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 3 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 3 月快递单收入	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（2021/01/01-2021/4/23）	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 4 月交通运输子行业表现情况	33
图 75 核心组合表现情况	34
图 376 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)	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. 4. 23)	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. 4. 23)	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. 4. 23)	31
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 4 月 23 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。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，并不构成对客户的投资咨询建议，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