

把握综合物流数字化进程的机遇， 持续推荐低碳交通长期赛道投资机会

——2021年5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：4月客运市场回升逻辑继续，货运物流需求持续繁荣。**2021年4月：CTSI指数同比增31%。**铁路**：4月铁路客流量同比增151%。**公路**：4月公路客运量同比增4.6%。**水路**：散运需求维持高位，苏伊士运河事件及海外疫情反复催化集运价格反弹。**航空**：4月民航客运业加速修复逻辑不变，航空货运高景气度继续。**物流**：4月快递业务量同比增30.8%。**新业态**：4月网约车订单流量维持高位。
- **把握综合物流数字化进程的机遇。**近期多家物流企业拟筹备上市，综合物流数字化趋势特征明显，且受到资本的关注和青睐，物流板块的景气度或较年初低位有所改善。**推荐布局数字供应链的顺丰控股（002352.SZ），关注仓配能力突出且物流服务时效体验优秀的京东物流（2618.HK）。**
- **持续推荐低碳交通长期赛道投资机会。**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）。**
- **跨境电商物流赛道高景气度持续，收益潜能仍有释放空间。**随着后疫情时代继续，我国出口外贸仍呈现繁荣，叠加苏伊士运河事件及印度疫情的后续效应，航空货运价格及集装箱运价维持高位水平。短期内，出口物流行业的高收益潜能或继续保持。中长期来看，高运价行情周期或持续2-3年，因此我们持续关注并看好跨境物流行业的相关投资机会。**推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH）。**
- **核心组合**

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
603128.SH	华贸物流	2021/1/1	+60.39%
601111.SH	中国国航	2021/4/1	-5.75%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+29.75%

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

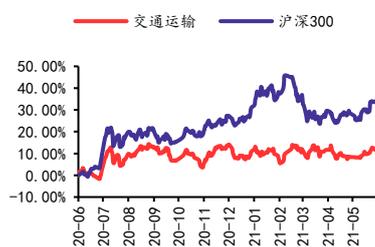
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

2021.6.4



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.6.4



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】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_202104期》

目 录

一、4月CTSI指数同比连续四个月回正，“客货两旺”局面持续	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4月CTSI指数同比增31%，“客货两旺”局面继续.....	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性.....	4
2. 4月CTSI指数同比增+31%，货运市场高景气度逻辑延续，小长假拉动客运市场加速修复.....	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析.....	5
1. 京东物流完成在港上市.....	5
2. 日日顺股份申请在创业板上市.....	5
3. 印度疫情反复加剧航运运力供给紧张.....	6
4. 阿里财报发布，菜鸟网络业绩表现向好.....	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：4月客运市场回升逻辑继续，货运物流需求持续繁荣	11
(一) 铁路：4月铁路客流量同比增151%，货运市场表现继续向好.....	11
(二) 公路：4月公路客运量同比增4.6%，公路货运物流高景气度持续.....	14
(三) 水路：散运需求维持高位，受苏伊士运河事件影响集运价格加速反弹.....	18
(四) 航空：4月民航客运业加速修复逻辑不变，航空货运市场高景气度继续.....	20
(五) 物流快递：4月快递业务量同比增30.8%，CR8维持80.4.....	23
(六) 新业态：4月网约车订单量为7.6亿单，城市网约车订单流量维持高位.....	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：把握综合物流数字化进程的机遇，持续推荐低碳交通长期赛道投资机会	32
（二）核心组合	34
（三）核心组合表现	34
六、风险提示	35

一、4月CTSI指数同比连续四个月回正，“客货两旺”局面持续

（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。

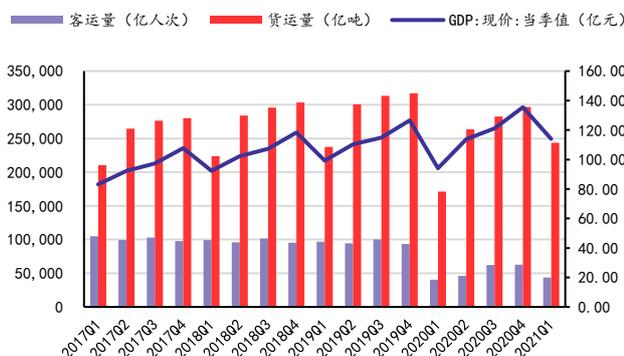
(二) 2021年4月CTSI指数同比增31%，“客货两旺”局面继续

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。

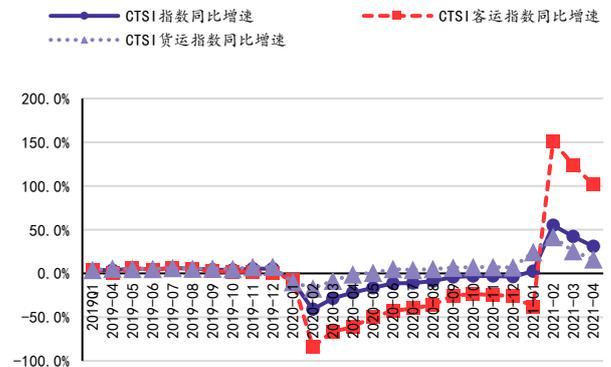
2021年Q1，国内生产总值为249,310.1亿元，按可比价计算，较去年(205,727.0)同比+18.3%，经季节调整后，较2020年Q4(296,297.8亿元)环比+0.6%；伴随着国内疫情逐步消除，社会经济在常态化轨道上加速运行，Q1国内生产总值同、环比均较去年Q4继续改善。

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. 4月CTSI指数同比增+31%，货运市场高景气度逻辑延续，小长假拉动客运市场加速修复

(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) 4月CTSI指数同比+31.1%，连续四个月回正。2021年4月，中国运输生产指数(CTSI)为172.4点，同比+31.1%，连续四个月呈现同比正增长。由此可见，4月，随着国内外疫情加速改善，交通运输行业加速回归常态化轨道，符合此前预期。(3) 4月CTSI货运指数同比+16.0%，节后货运市场高景气度逻辑延续。2021年4月，CTSI货运指数为196.3点，同比+16.0%，延续同比正增长态势。由此可见，4月，随着国内工业企业继续常态运行，快递物流需求持续高涨，同时制造业高景气逻辑持续，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，符合预期。(4) 4月CTSI客运指数同比+101.3%，客运市场呈现加速修复态势。2021年4月，CTSI客运指数为127.1点，同比+101.3%，因疫情因素影响加速消除，人员出行限制进一步放开，客运指数同比继续显著增长。同时，小长假到来，也催化拉动客运需求回升，符合预期。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 京东物流完成在港上市

2021年5月13日，京东物流披露了一季度营收情况，2021年Q1，公司营收达224亿，同比增长+64.1%。同时，公司计划于2021年5月17日-5月21日启动招股，5月28日在港交所上市。

我们的观点：

(1) 一是公司仓配模式保证服务时效，营收增速较快，止亏趋势向好。2018-2020年，京东物流分别实现营收379亿元、498亿元、734亿元，2019-2020年同比分别+31.4%、+47.2%；2018-2020年，公司归母净利润分别为-27.65亿元、-22.37亿元、-40.37亿元。截至2020年底，公司运营仓库数量达900个，仓储面积达约2100万元。

(2) 二是作为国内时效件市场主要参与者，与顺丰、EMS经济模式有所不同，构成优势互补关系。我国时效件市场中，顺丰、EMS的市场占有率约分别为50%、40%，呈现“顺丰+EMS”的双寡头格局，CR2高达90%。京东物流也为高时效件市场参与者，但其以前置仓库为中心的仓配一体化运营模式，和顺丰、EMS存在较大差异。京东物流的优势在于末端仓库，而顺丰等传统快递物流公司的中转场地具备更大重要性。由此，京东物流、顺丰、EMS，构成优势互补的关系。

(3) 三是快递市场新竞争格局下，“综合物流+品质物流”是发展目标，继续看好顺丰的中长期配置价值，同时关注京东物流上市后的表现。至2021年初，快递业CR8降至80%。极兔等新玩家入局后起网迅速，分蚀头部份额。在此背景下，低价策略构筑的护城河撼动，而“综合物流+品质物流”为未来发展目标，顺丰、京东具备较大竞争优势。

2. 日日顺股份申请在创业板上市

2021年5月12日，日日顺供应链科技股份有限公司（简称“日日顺股份”）在深交所披露了招股说明书，申请在创业板上市。

我们的观点：

(1) 一是海尔旗下的综合物流提供商登陆资本市场，加快成长步伐。日日顺股份系海尔集团旗下的综合物流公司，于2000年成立至今，20年间，积累了深厚行业经验。公司客户覆盖了家电、家居、快消、3C、生鲜、汽车、新能源等多个领域。随着公司即将登陆资本市场，成长步伐将进一步加快。

(2) 二是国内综合物流市场的竞争格局或面临潜在不确定性，但顺丰的优势壁垒或继续呈现稳固。随着日日顺股份完成上市，一定程度上，与顺丰、京东等国内综合物流龙头的份额竞争或较前更为激烈。但考虑到顺丰的业务规模高于同行，且优势壁垒稳固，或将继续在业内维持领先的地位。

(3) 三是供应链物流领域关注度加速提升，未来发展空间广阔。随着第四方物流行业(4PL)

在我国发展日趋成熟，供应链业务成为物流公司亟待开发的蓝海。在此背景下，我们继续看好顺丰、日日顺等公司供应链业务板块未来的发展潜力。

3. 印度疫情反复加剧航运运力供给紧张

近日，印度地区新冠疫情进一步加剧。截至 2021 年 5 月 20 日，印度累计感染病例达 2,550 万，累计死亡病例超 28 万人。

我们的观点：

(1) 一是印度疫情恶化，全球经济恢复进程再次面临扰动。预计对全球航运、服装、药品、金融服务等重要行业产生较大的影响。由于印度等国疫情反复，将延缓各国开放国际航线的进展预期。

(2) 二是印度疫情反复影响海员轮换，进而影响国际航运运力供给，造成航运价格持续高位运行。印度是全球海员主要来源国之一。根据国际航运商会数据显示，全球约 170 万名海员中，印度海员约有 20 多万人。受印度疫情反复影响，许多国家已经禁止了来自印度的航班，印度工人无法前往到世界各地的港口，也无法交换船员。近期，新加坡已经禁止近期到过印度的海员在新加坡港口换班，阿联酋富贾伊拉港也宣布禁止来自印度的船只在当地进行海员换班。叠加此前苏伊士运河拥堵后续影响效应，集装箱运价仍将保持高位水平。

(3) 三是航运价格高位运行，中国制造业持续复苏，出口物流板块高景气度持续。推荐中远海控 (601919.SH)、中国外运 (601598.SH)、华贸物流 (603128.SH)。

4. 阿里财报发布，菜鸟网络业绩表现向好

2021 年 5 月 13 日，阿里巴巴集团发布 2021 财年财报。根据财报披露，2021 全财年，剔除阿里集团内部关联交易后，菜鸟网络实现外部收入 372.58 亿元，同比+68%。

我们的观点：

(1) 一是菜鸟业绩表现向好，新冠疫情催化下，快递物流赛道呈现出高成长性。2020 年疫情爆发的背景下，居民线上购物需求显著增长，带动电商零售产业链繁荣，其下游快递物流行业持续呈现高景气度，行业增速高达+30%，是菜鸟流量高增的有力支撑。

(2) 二是菜鸟深化切入新增量市场，未来发展空间广阔。伴随着传统快递物流市场进入存量竞争阶段，菜鸟开始切入跨境电商物流、智慧供应链物流、社区物流等新领域。1) 2020 年疫情下，我国出口产业受益，跨境电商物流红利丰厚，呈现出高成长性。2) 随着我国数字经济的加速发展，智慧供应链物流领域的市场关注度不断升温，成为亟待开发的蓝海。在当前时点，菜鸟在供应链物流领域抢占先机位置，是具备重要性的。3) 在我国快递物流市场加速下沉的趋势下，社区物流等业态形式具有广阔的发展空间，菜鸟的社区物流业务有望进一步带来流量加持效应。

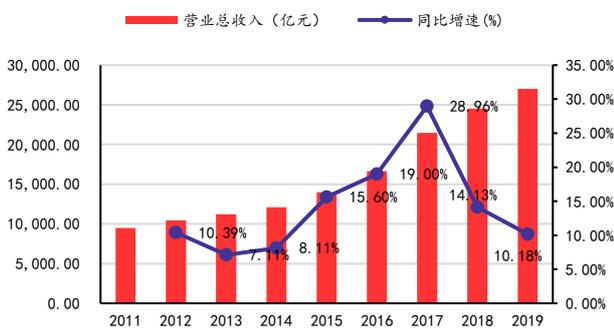
(3) 三是建议持续关注跨境电商物流、即时配送、网络货运，多式联运、仓配一体化供应链等基于数字化发展物流子赛道投资新机遇。

(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%

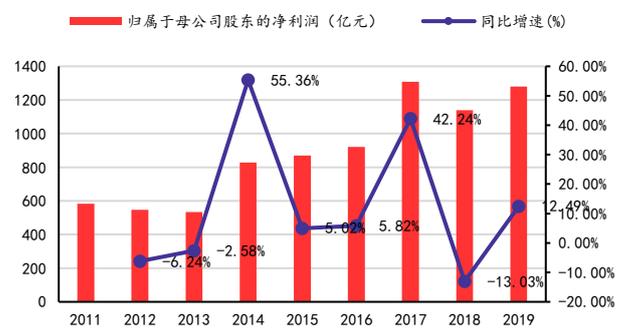
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011 年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019 年行业营业收入为 27,000.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.85 倍。营业收入增速在 7%-30% 区间，2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加，2018 年-2019 年增速呈现回调趋势，2019 年营业收入同比增速为 10.18%。归母净利润增速有所波动，2019 年归母净利润为 1,280.53 亿元，较去年同期水平增长 12.49%，重新回归正增长态势。

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

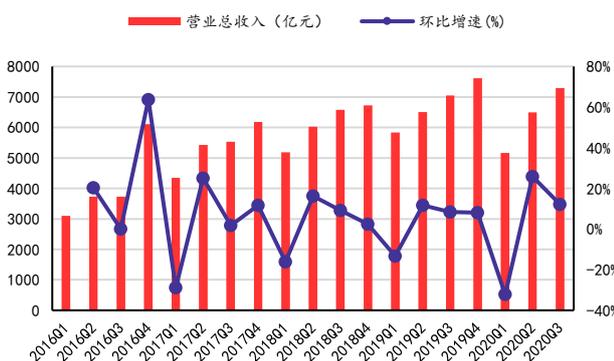
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2019)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

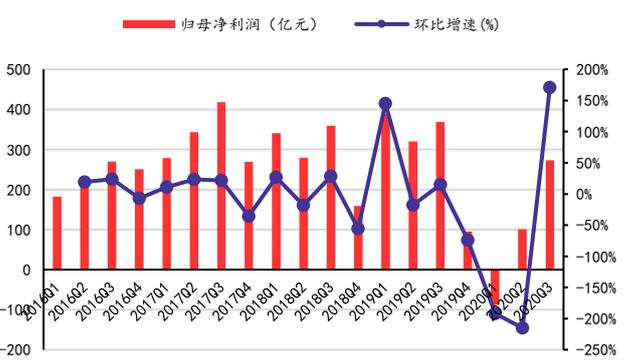
分季度来看，交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。

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)

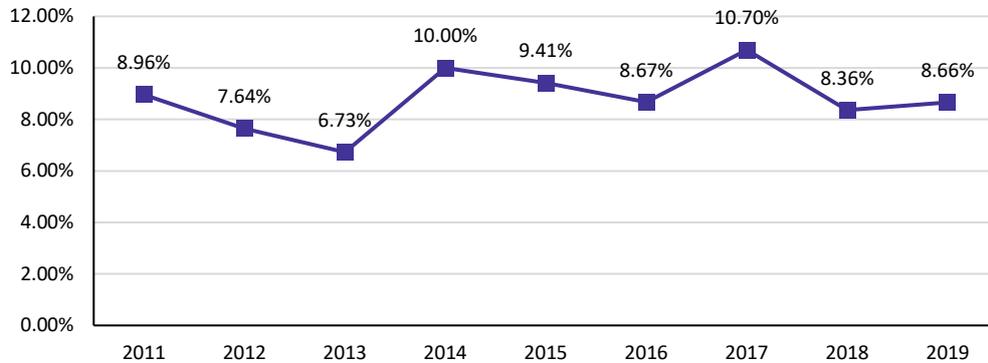


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

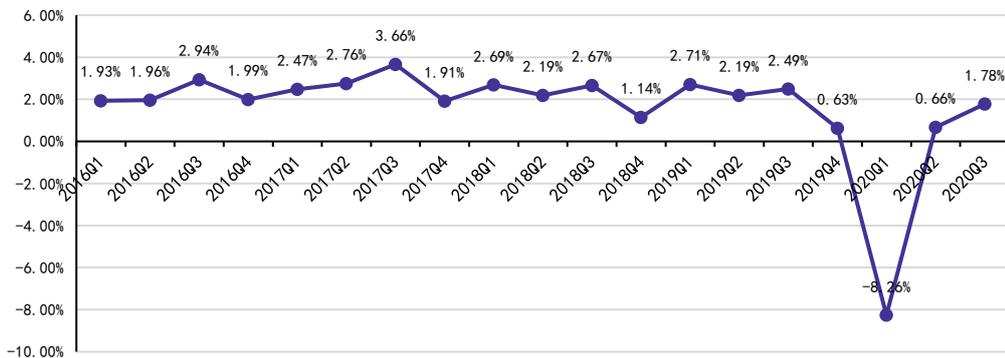
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2019)



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

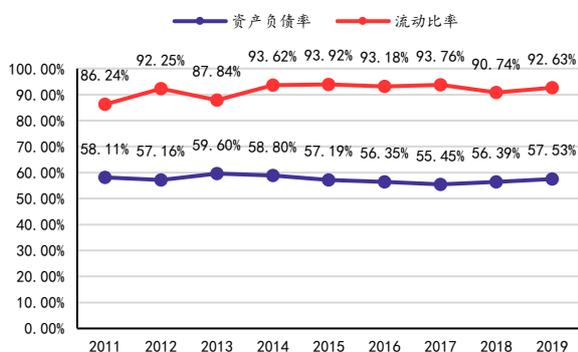
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34%	0.28	2.63
2019Q3	2.49%	5.23%	0.19	2.51
2019Q4	1.33%	4.74%	0.12	2.35

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

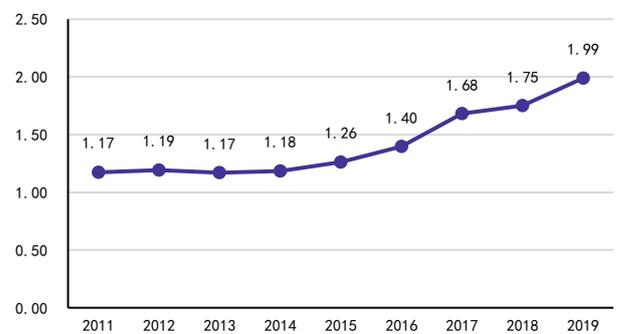
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2019 年资产负债率为 57.53%，自 2013 年以来一直处于下降趋势，但 2019 年呈现小幅回升。流动比率继续处于 90%左右的水平，2019 年流动比率为 92.63%，较上一年上升 1.89 个百分点，说明交通运输行业短期偿债能力较 2018 年水平有所改善。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011 年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2019 年较上年度进一步上升，达到 1.99 次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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)

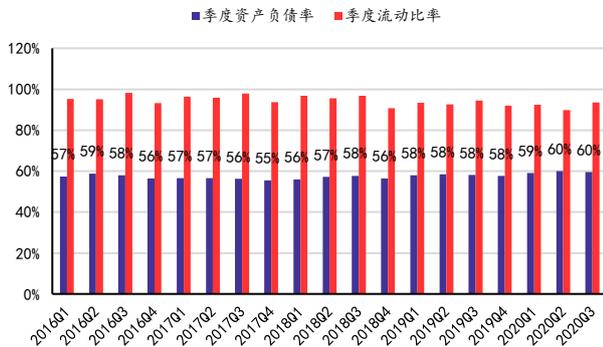


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

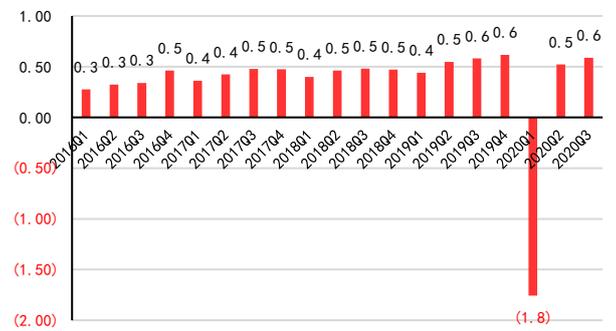
营运能力上，2016 年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2019 年 Q4 行业固定资产周转率同比和环比均有所上升，达到 0.62 次。2020 年 1 季度变为负值，2-3 季度逐步恢复常态。

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)



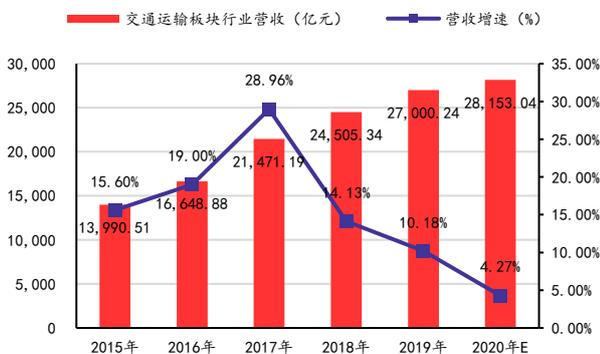
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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：4月客运市场回升逻辑继续，货运物流需求持续繁荣

（一）铁路：4月铁路客流量同比增151%，货运市场表现继续向好

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)



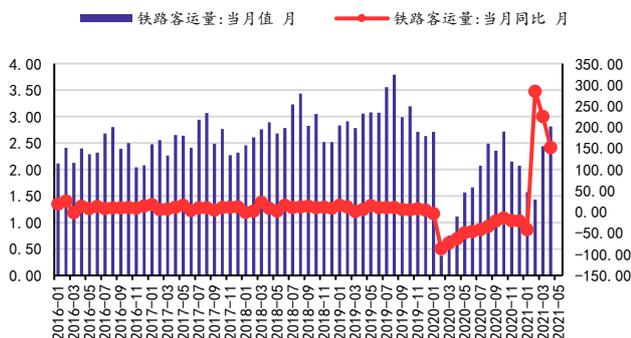
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



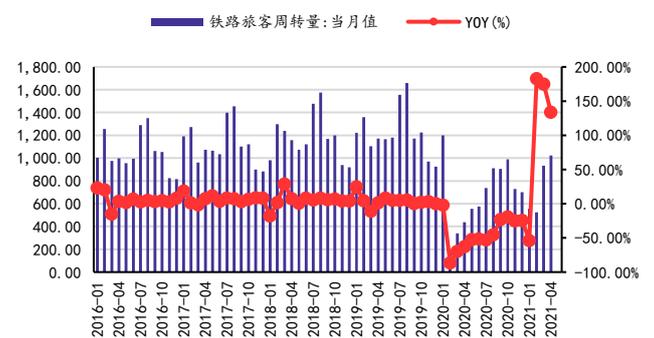
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)



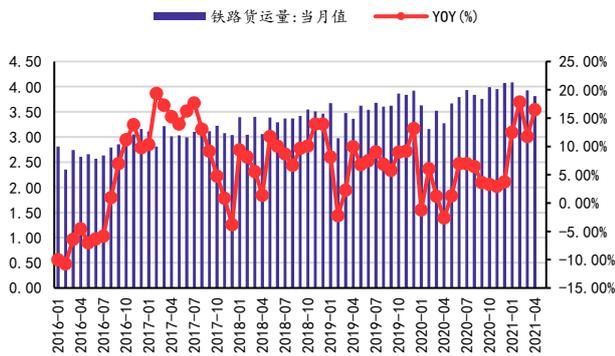
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：4月铁路客流量2.81亿人次，较去年同比+151.89%，小长假拉动旅游客流增加。据国家铁路集团发布数据显示，2021年4月，铁路旅客发送量为2.81亿人，同比+151.89%，月环比+15.16%；4月，铁路旅客周转量为1024.26亿人公里，同比+134.2%，月环比+9.83%。由此可见，4月，在清明小长假的拉动刺激下，铁路客流量同环比均较前上升，铁路客运市场

加速修复，符合此前预期。我们预计，五一假期或进一步拉动旅客出行需求的爆发式增长，5月铁路客流量或进一步增加。

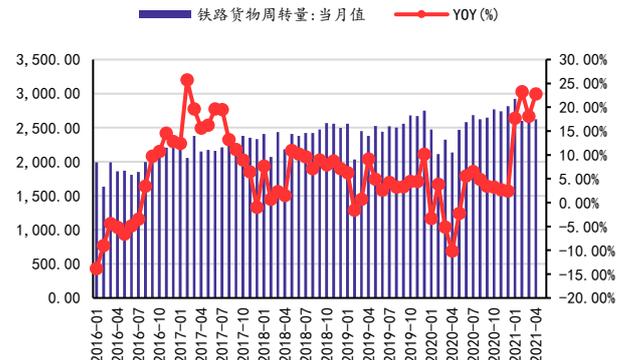
货运：4月铁路货运量3.81亿吨，货运量连续十个月同比正增长，铁路货运市场继续向好。2021年4月，铁路货运量为3.81亿吨，同比+16.51%，月环比-3.05%；4月，铁路货邮周转量为2,624.6亿吨公里，同比+22.75%，月环比-4.34%。由此可见，4月，国内第二产业延续强势，“黑色产业链”原料采购运输需求维持较高水平下，铁路货运市场继续表现向好。

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 铁路货运用转量月度变化 (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) 快速(K字头)、 特快(T字头)、 直达(Z字头)	0.2	客票发展基金 (旅客票价>5元时 收取) 1元
		0.4	
软座客票 0.11722	卧铺票 硬卧 软卧	1.2	车站空调费 (里程>200km时收 取) 1元
		1.85	
	空调票 空调 新空调	0.25	卧铺票订票费 10元
		各票价上浮50%	

备注: 软座、软卧票价可实行一定折扣

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

表 4 铁路客运运价里程

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

资料来源：原铁道部，中国银河证券研究院整理

表 5 旅客票价递远递减折扣率

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

资料来源：原铁道部，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

动车组（包括 G、D 字头列车）票价的计算与普通火车票价类似但更为复杂，它取决于线路的速度等级、里程、递远递减以及折扣等方面。我国高铁车票定价时，速度等级分为两个：300km/h 及以上（开行 G 字头列车为主）和 300km/h 以下（开行 D 字头列车为主），线路的速度等级很大程度上决定了该线路上票价率（即每公里的票价）的高低。一等座、特等座、商务座的票价率分别为二等座的 1.6 倍、1.8 倍和 3 倍（广深港高速线福田段除外）。不过随着政策的放开，一些地方合资修建的高铁线路开始享有自主定价权，如江湛铁路二等座票价率接近 0.6 元/公里。运价里程和递远递减原则的计算方式相比于普通火车也更为复杂。由于高铁多由地方和中国铁路总公司合资修建，在不同省份或路局集团公司管内组建了不同的合资公司，为了便于进行收入核算和利润分配，同一线路上不同段的里程不可直接相加，需要分别按照各段里程执行递远递减原则。

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

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

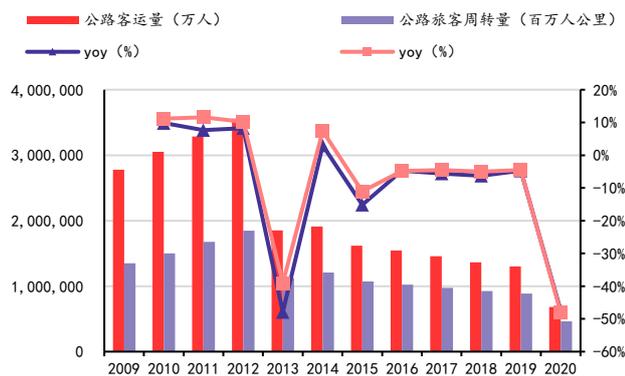
资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

(二) 公路: 4 月公路客运量同比增 4.6%, 公路货运物流景气度持续

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)

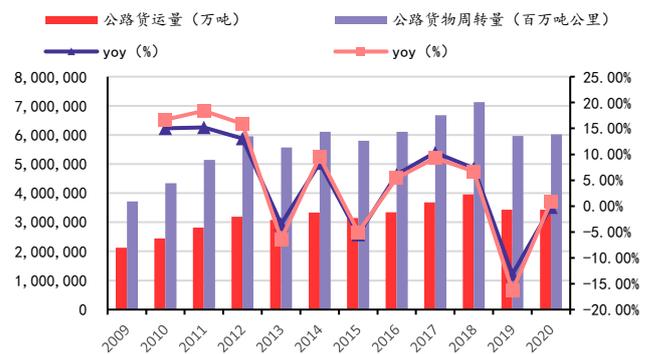
的出行选择，造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上，2020年受新冠疫情影响，人员出行受限，公路客运量下滑的趋势进一步加剧。**营运性客运方面**，2020年，我国公路客运量约为68.37亿人，同比-47.0%；2020年，公路客运周转量为4,612.48亿人公里，同比-47.6%。**货运方面**，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于2020年已回归常态化。2020年，我国公路货运量为342.9亿吨，同比-0.3%，基本持平；公路货运周转量为60,143.57亿吨公里，同比+0.9%。**2020年受益于我国经济率先修复，物流产业链表现超预期，作为产业链上关键一环，公路货运市场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)



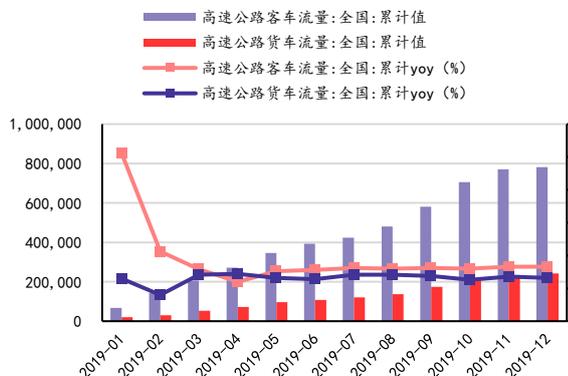
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



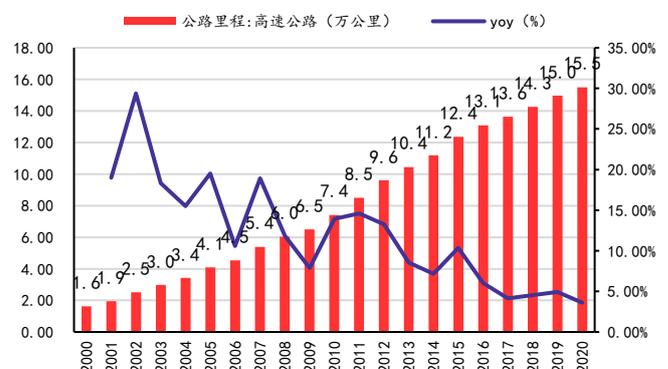
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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)

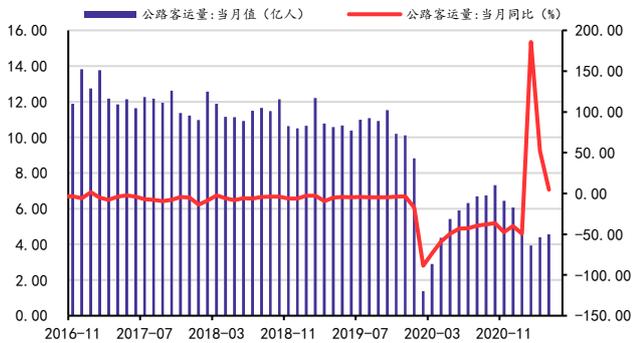


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运：4月公路客运量为4.56亿人次，客流量同比增4.60%小幅上行。2021年4月，公路旅客运输量为4.56亿人次，同比+4.60%，月环比+3.40%；4月，公路旅客周转量为341.60亿人公里，同比+17.60%，月环比+5.14%。由此可见，4月，同比低基数效应弱化，因此同比增幅较前有所收窄。同时，随着国内出游的疫情防控措施进一步放开，叠加清明假期的拉动刺激，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，符合此前预期。

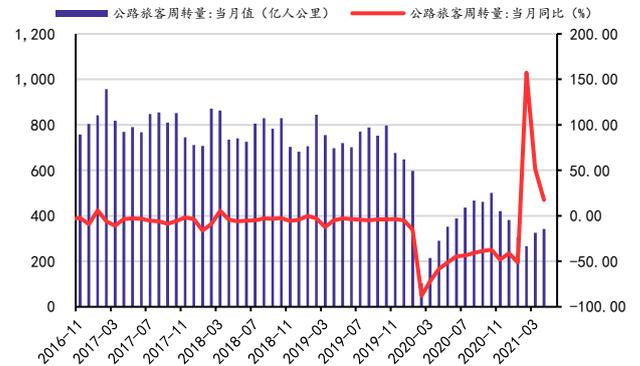
货运：4月公路货运量同比+18.30%，快递物流需求维持高位，公路货运市场高景气度继续。2021年4月，公路货物运输量为34.36亿吨，同比+18.30%，月环比+4.72%；4月，公路货物周转量为5,975.5亿吨公里，同比+15.9%，月环比-0.14%。由此可见，4月，随着国内工商企业继续在常态化轨道上运营，快递物流需求维持高位，公路货运市场继续呈现高景气度。

图 25 公路客运量及同比月度变化



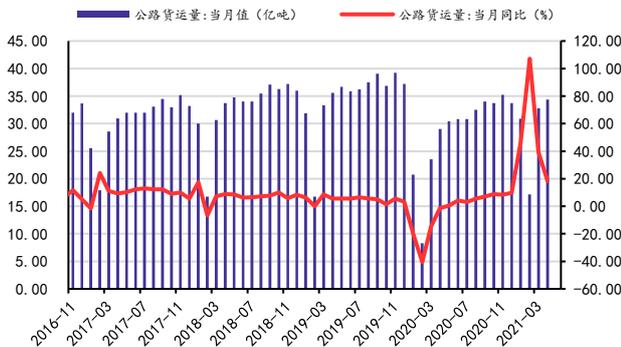
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



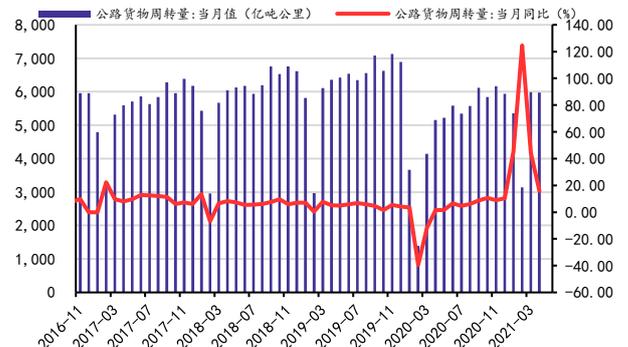
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



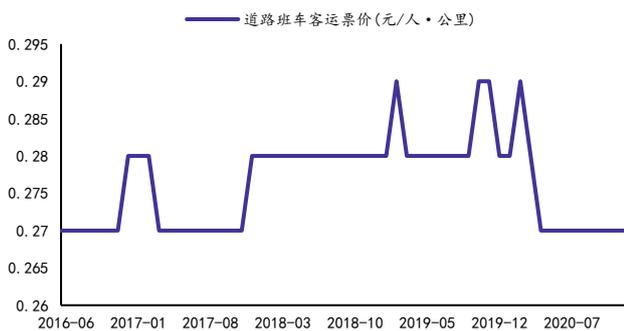
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



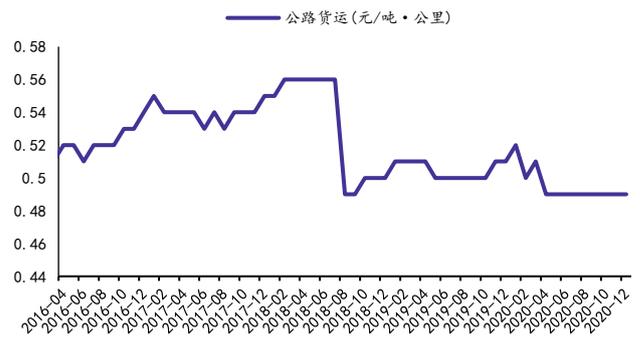
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 29 36 个大中城市平均公路班车客运票价



资料来源: Wind, 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

图 30 36 个大中城市平均公路货运价格



资料来源: wind, 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

表 8 部分地区高速公路收费标准 (元/车·公里)

省市	北京部分高速		江苏部分高速		浙江部分高速		广东部分高速(收费系数)*	
	客车	货车	客车	货车	客车	货车	客车	货车
1 类	0.5	0.5	0.45	0.45	0.45		1	1
2 类	1	1.27	0.675	1.05	0.841		1.5	2.1

3类	1.5	1.7	0.9	1.57	1.321	2	3.16
4类	1.8	1.9	0.9	1.9	1.639	3	3.75
5类		1.97		1.94	1.675		3.86
6类		2		2.32	1.747		4.09

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

资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院整理

公路运输价格方面：2020 年 12 月，36 个大中城市平均公路班车客运票价 0.27 元 /人公里，与去年同期（0.28 元/人公里）同比-3.57%，与上月持平。36 个大中城市平均公路货运价格 0.49 元/吨公里，与上个月环比持平，与去年同期（0.51 元/人公里）同比降-3.92%。高速公路收费标准方面：自从 2020 年 1 月 1 日正式实施新标准，货车按照车型（轴型）进行收费，至今继续实施该标准。

表 9 收费公路车辆通行费新车型分类

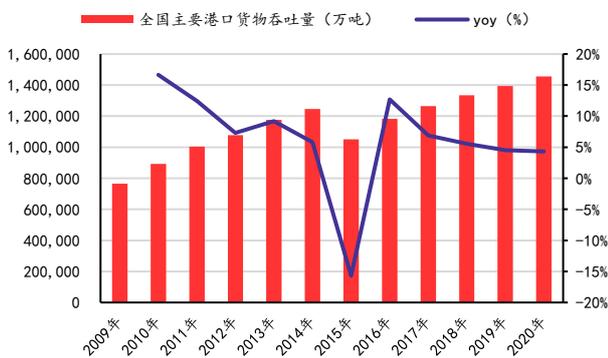
客车			
类别	车辆类型	核定载人数	说明
1 类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm
2 类客车	中型	10-19	车长小于 6000mm
	乘用车	-	-
3 类客车	大型	≤39	车长不小于 6000mm
4 类客车		≥40	车长不小于 6000mm
货车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）		说明
1 类货车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 类货车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 类货车	3		
4 类货车	4		
5 类货车	5		-
6 类货车	6		
专项作业车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）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

资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院整理

(三) 水路：散运需求维持高位，受苏伊士运河事件影响集运价格加速反弹

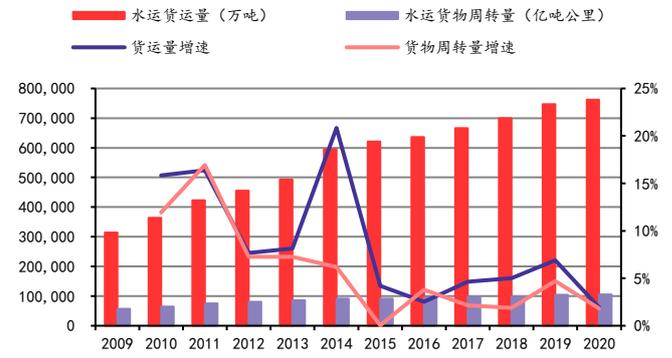
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



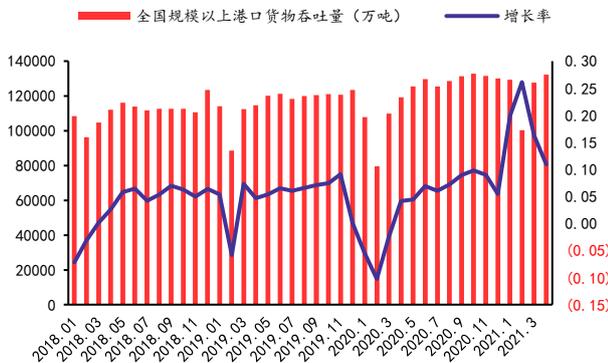
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



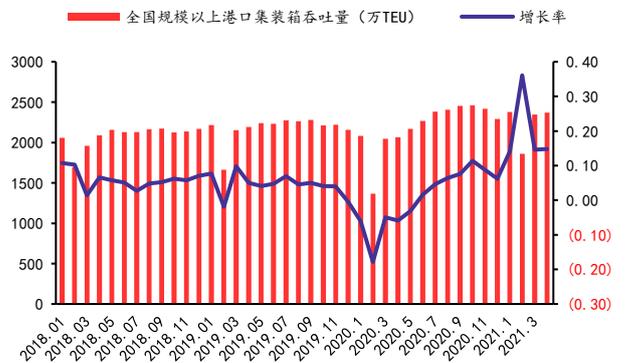
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

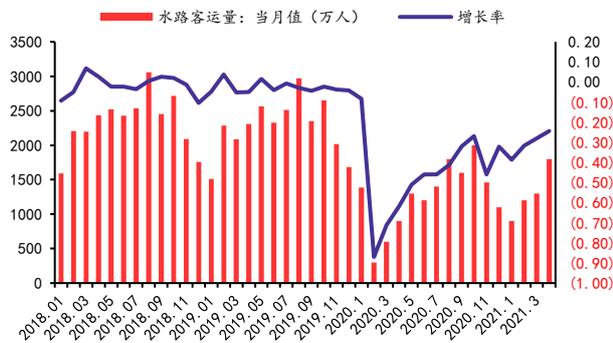


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

散运：BDI 指数报收 2438 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 6 月 4 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 2,438 点，同比+285.76%，月环比-22.77%。**铁矿石方面**，进入 5-6 月，因我国建筑行业迎来传统旺季，对钢材的需求更趋旺盛，钢厂利润高企，生产积极性继续提升，铁矿石采购需求超预期释放。同时，伴随着欧美疫情形势减轻，海外钢材需求加速恢复，进一步对全球铁矿石散运需求形成坚实的支撑。6 月，因澳巴产区的飓风天气影响减少，带来更多的铁矿石运输需求。**动力煤方面**，6 月，因北半球夏季用电高峰即将到来，电厂集中补库存的逻辑得到验证，动力煤采购需求维持在较高水平，基本面依旧较为坚挺。**炼焦煤方面**，“黑色产业链”强劲运行下，制造业需求维持高位，我国焦企高位开工的局面持续，但因中澳关系紧张，澳煤进口需求继续受

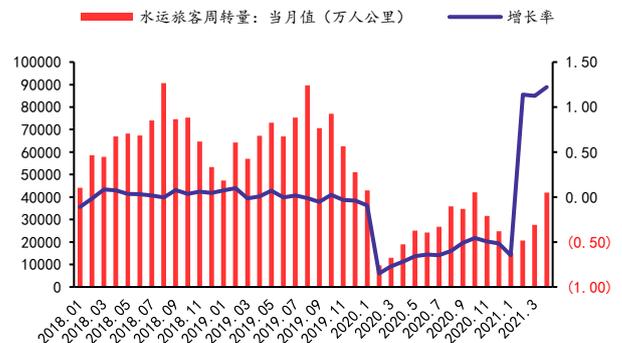
到限制。总体上看，进入6月，国内“黑色产业链”高景气度逻辑延续，叠加海外经济在预期内加速修复，支撑散运需求维持高位水平，运价立于2400点高位。

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

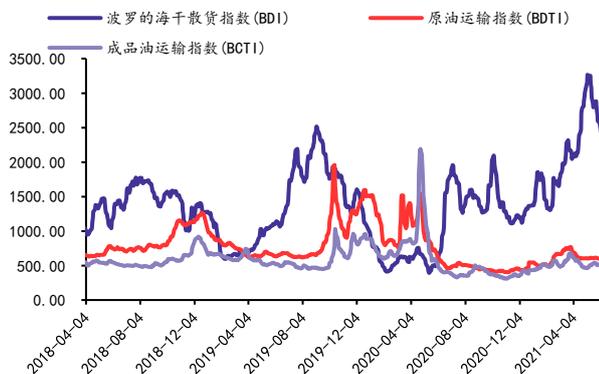


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

油运: 波罗的海原油运价指数 (BDTI) 2021 年 6 月 4 日报收 585 点, 同比-1.18%, 月环比-2.82%。成品油运输指数 (BCTI) 2021 年 6 月 4 日报收 484 点, 同比+1.89%, 月环比+4.76%。由此可见, 6 月油运市场继续低位回升。从需求端来看, 进入 6 月, 伴随着欧美地区经济进一步恢复, 继续支撑海外原油消费需求稳步提升。同时, OPEC+ 国家的逐步增产计划持续实行, 但因增产幅度不大, 产油区的油轮需求回升相对较为缓慢, 预计下半年或有进一步释放。总体上, 我们维持 2021 年下半年油运需求或将稳步复苏的预期不变。

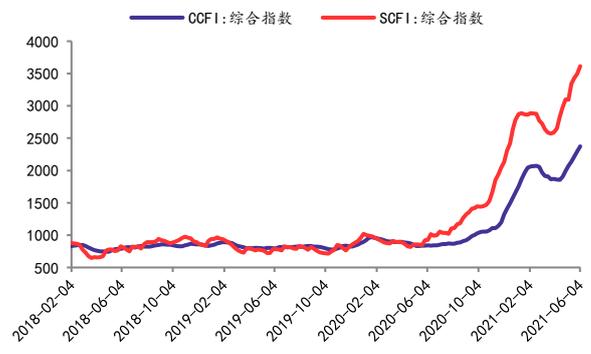
集运: 2021 年 6 月 4 日, 上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报收 3613.07 点, 月环比+16.73%, 同比+290.39%; 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报收 2373.77 点, 月环比+14.43%, 同比+182.20%。由此可见, 6 月, 集运价格继续加速向上反弹, 突破 3600 点。我们认为, 随着新冠疫苗加速分发、海外经济持续修复, 我国集装箱出口产业链的景气度较年初高位回落, 运价不及 1 月高峰水平。但因海外疫情仍未完全消除, 我国出口替代的红利仍有释放空间, 集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。叠加此前发生的苏伊士运河堵塞事件, 在一定程度上迫使部分集运船舶绕行, 带来运力紧缺的局面, 同时印度疫情反复影响海运轮滑, 进而影响到国际航运运力供给, 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)

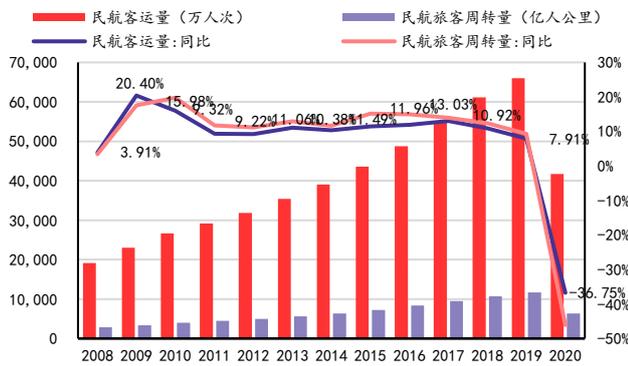


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 航空：4月民航客运业加速修复逻辑不变，航空货运市场高景气度继续

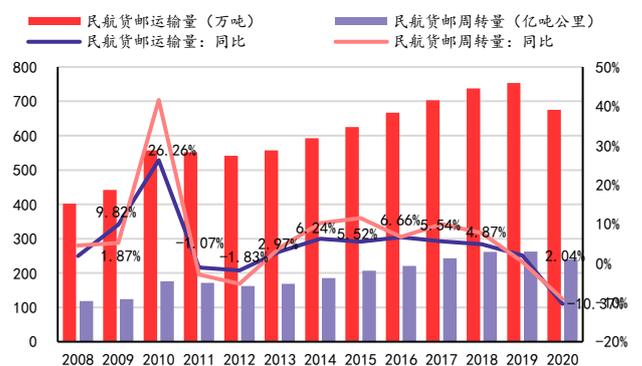
受疫情影响，2020年完成民航客运量4.17亿人次，同比降-36.75%。据统计数据显示，2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。2020年，完成民航旅客运输量4.17亿人次，同比-36.75%；2020年完成民航货邮运输量674.93万吨，同比降-10.37%。2020年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.1%，较上年(32.8%)同比继续有所提升。

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

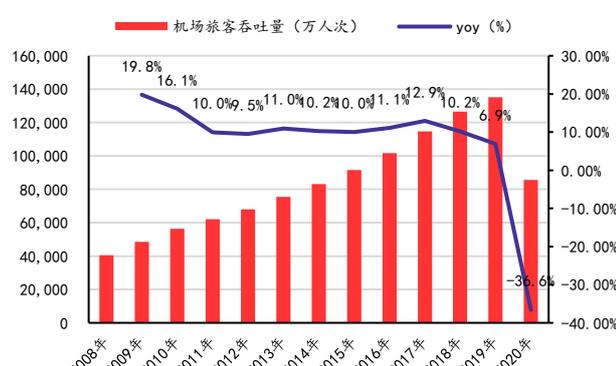
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

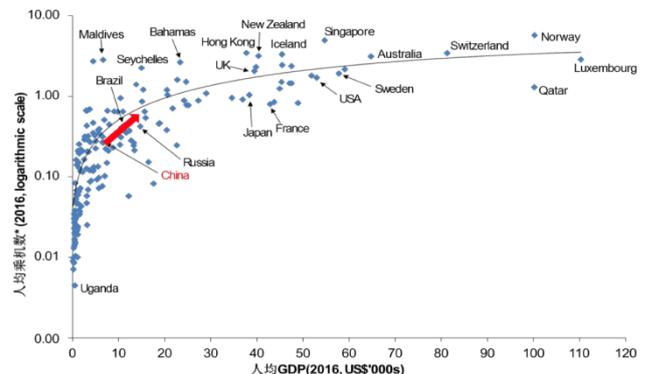
机场方面，2020年，全年旅客吞吐量完成8.57亿人次，同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制，2020年机场旅客吞吐量较前显著下降，同比降约40%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续5年逾8000万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019年，我国千万级机场已达39个，较上年增加2个。我国交通基础设施建设持续推进下，预计2020年有望继续增加。

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

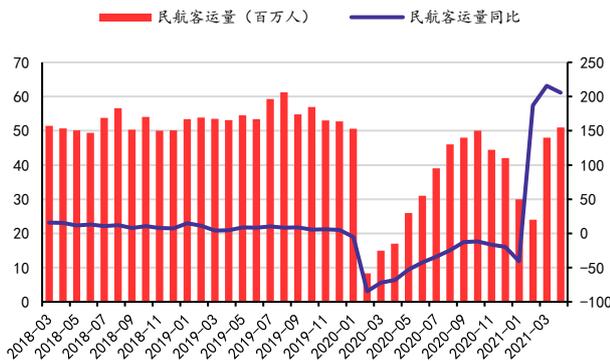


资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运：4月民航客运量同比增+205.5%，民航客运业继续加速修复。2021年4月，全国民航完成旅客运输量0.51亿人次，同比+205.5%，环比+6.25%；4月，完成民航旅客周转量754.0亿人公里，同比+203.6%，月环比+5.85%。由此可见，随着疫情影响加速消除，在去年的低基

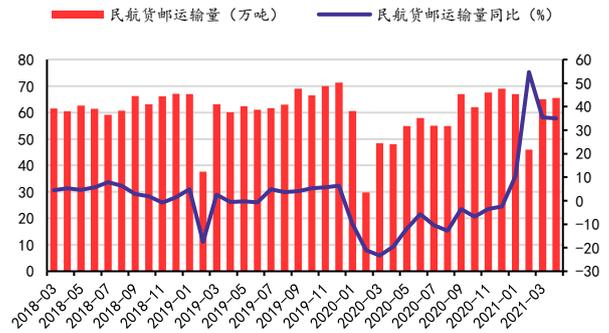
数效应下，4月民航客运量同比继续呈显著回升，已基本与2019年同期持平，国内民航客运市场进一步接近常态化水平。4月民航客流量的加速回升，一方面，系“两会”后国内疫情恢复形势向好、商务客流超预期重启的行情继续，另一方面，与清明小长假下，国内航线旅游客流迎来小高峰有关。

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

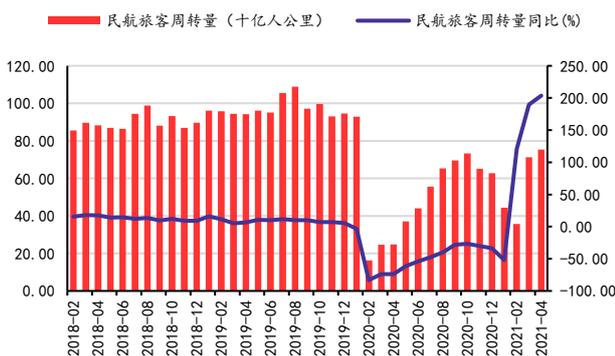
图 44 民航货运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

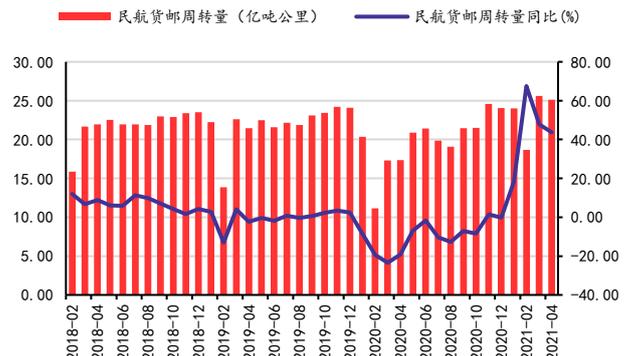
全球疫情持续好转下，4月“三大航”国内、国际航线客流量同比继续呈现显著改善。按照航线种类来看，以“三大航”为例，4月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比+213.8%、+211.84%、+249.49%，去年同期低基数下，国内客运量同比高增长继续；国航、南航、东航国际航线客运量同比分别+108.0%、+107.29%、+33.93%，国际航线较去年低基数呈现了略微改善，与常态化运量水平的差距持续缩小。由此可见，4月，伴随着全球疫情加速好转，“三大航”的国内航线均继续呈现显著的改善。我们维持此前预期不变，即今年年内国内运量有望恢复至疫情前水平，而今年年底后，“三大航”国内业务的收益水平或将回归正常。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

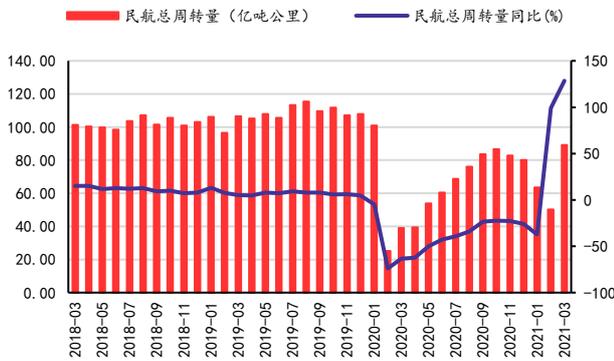


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

货运：4月民航货运量同比+35.0%，航空货运市场高景气度继续。2021年4月，全国民航共完成货邮运输量 65.48 万吨，同比+35.0%，月环比+0.74%；4月，完成民航货邮周转量 25.1 亿吨公里，同比+43.7%，月环比-1.95%。由此可见，4月，伴随着出口外贸产业链持续繁荣，叠加苏伊士运河事件的后续影响，运价持续维持高位，航空货运市场继续呈现较高景气度，符合预期。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，4月，国航、南航、东航国内航线货运量同

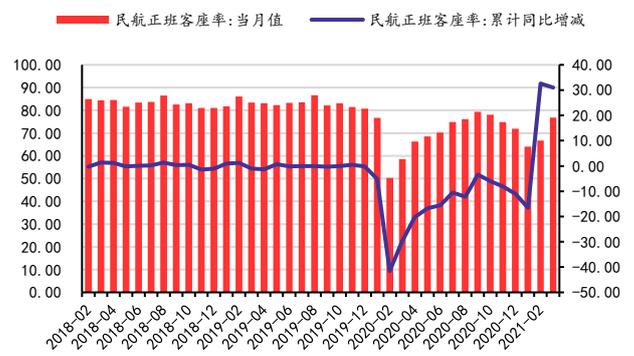
比分别+64.2%、+25.48%、+72.21%，国际航线货运量同比分别+85.4%、+11.74%、+260.82%。由此可见，4月，货物流需求维持高位，“三大航”国内、国际航线货运量在去年同期的低基数下，同比继续呈现显著改善。

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

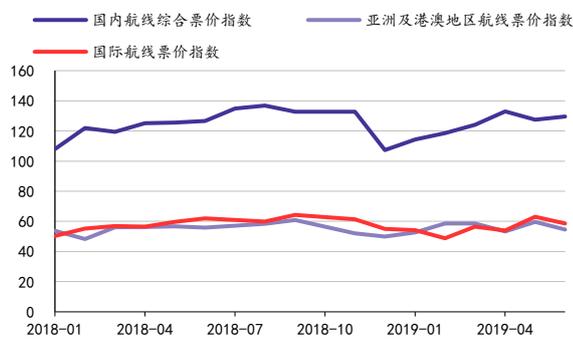
图 48 2018年1月-2021年4月民航客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

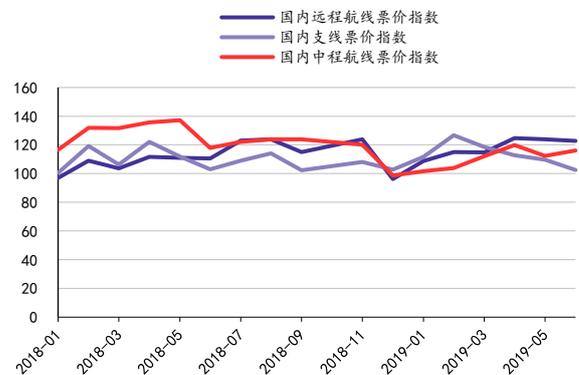
航班利用率：4月“三大航”客座率为74.84%，伴随航空客运市场复苏，客座率加速回升。4月，“三大航”客座率分别为74.5%、77.12%、72.91%，平均客座率为74.84%，较去年同期客座率低基数（64.45%）同比+10.39pct，较3月客座率（73.42%）环比提升约+1.42pct。伴随着4月疫情防控进一步放开，民航客运需求加速复苏，客座率也呈现加速回升态势，达到75%-80%左右水平。

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



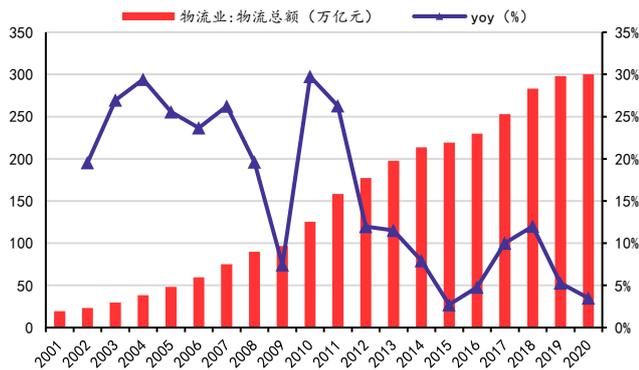
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4月“三大航”货邮载运率为43.83%，货航旺季载运率维持40%水平。4月，“三大航”货邮载运率分别为37.5%、47.5%、33.36%，平均货邮载运率为39.45%，较去年（43.83%）同比-4.38pct，较3月（40.25%）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：4月快递业务量同比增30.8%，CR8维持80.4

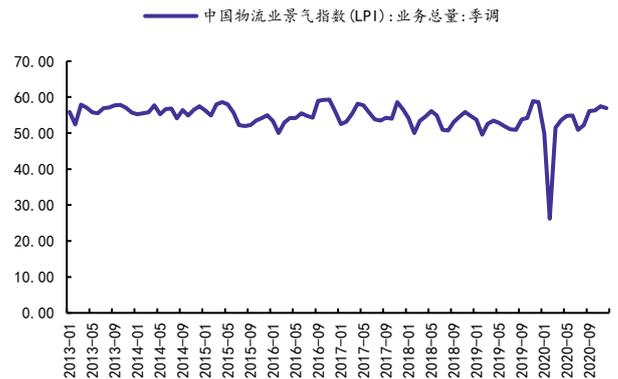
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率为7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

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

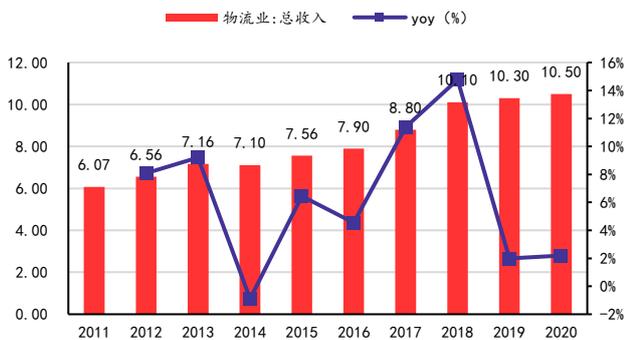
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

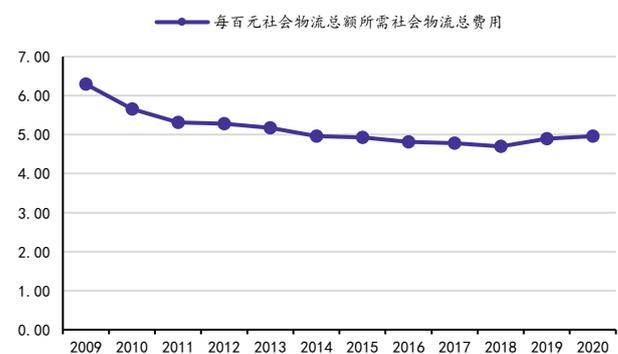
收入和费用:近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020年，物流业实现总收入10.5万亿元，同比增+2.2%，受益于我国疫情率先收尾，经济生活修复完成，物流业已回归疫情前同期水平，在常态化轨道运行。

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



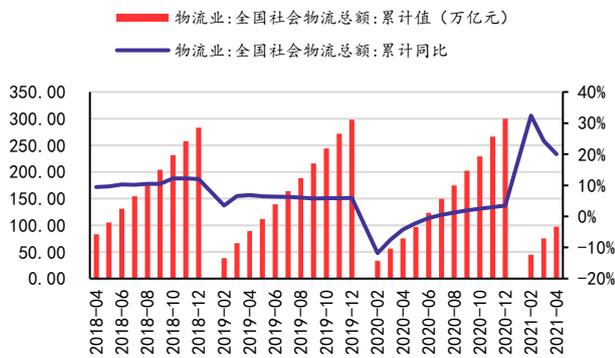
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业:货运物流景气度持续，1-4月社会物流总需求维持高位水平。物流总额方面，2021年1-4月，社会物流总额为97.4万亿元，累计同比+20.0%，社会物流总需求同比连续九个月正增长。由此可见，截至4月，社会物流需求维持高位。随着疫情影响进一步消除，工商企业常态化运营继续，叠加下半年货运物流旺季即将到来，物流总需求或继续呈现旺盛。

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

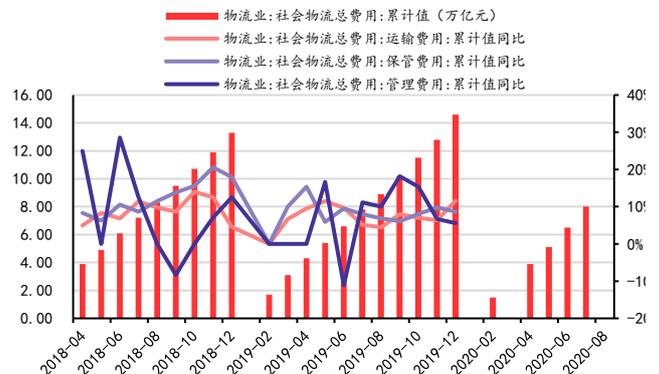
年的 342.59 亿元，上涨至 2020 年的 8,795.4 亿元，累计实现 25.67 倍增幅。2020 年，快递业务量、收入分别较上年同比增+31.23%、+17.3%，行业增速超+30%。

图 55 社会物流总额月度变化



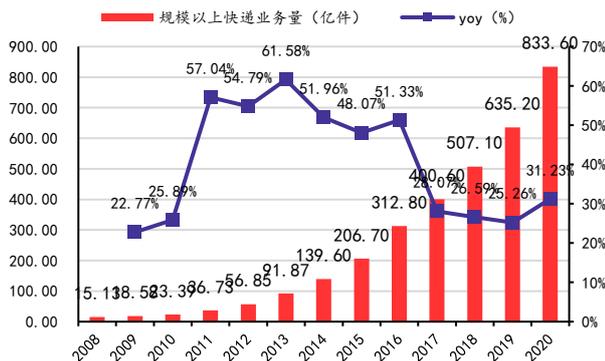
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



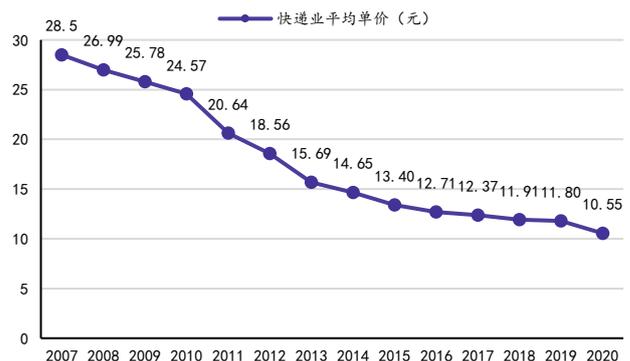
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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）



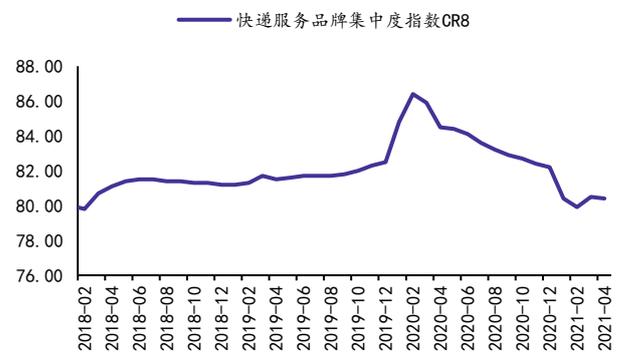
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 4 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

4 月快递件量同比+30.8%，行业增速继续维持高景气区间。据国家邮政局数据显示，2021 年 4 月，快递行业件量完成 85 亿件，较去年同期（64.97 亿件）同比+30.8%。累计来看，2021

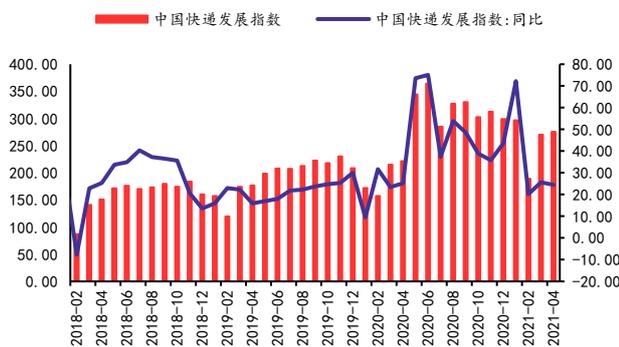
年1-4月,快递行业累计实现件量304.31亿件,较去年同期(190.28亿件)累计同比+59.93%。由此可见,快递行业增速继续呈现较高景气度,位于+30%高增区间。

市场集中度:市场集中度方面,2021年4月,快递行业CR8为80.4,较3月(80.5),继续维持在80%左右水平。当前,快递龙头公司的份额竞争仍呈现日趋激烈的局面,在新入局者规模迅速扩展的背景下,一线寡头市场的出清进程仍面临着阻碍。我们继续维持市场在1-2年出清的预期。

市占率:2021年4月,韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为16.52%、15.40%、10.08%、9.81%,较3月(17.19%、15.29%、10.29%、9.83%),韵达的市占率继续坐稳业内第二,份额优势稳固,相较排名第三的圆通+0.67pct。4月头部公司竞争格局基本维持稳定。

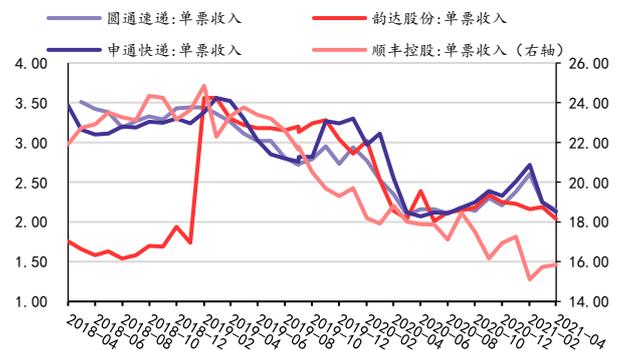
价格竞争:2021年4月,韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为2.04元/票、2.15元/票、2.13元/票、15.84元/票,较2020年同期,同比分别-4.67%、-8.51%、-16.47%、-15.83%。4月快递行业价格战呈现进一步加剧的趋势,单价水平继续下探,韵达单票价格逼近2元/票的关口,圆通、申通也跌至2.1元/票。随着顺丰进一步发展电商特惠件及“丰网”业务,单价水平维持在15元/票的相对低位。考虑到一线快递龙头仍未实现出清,流量份额争夺日趋激烈,预计下月单票价格水平或有继续下行的动力。

图 61 2018 年-2021 年 4 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 4 月快递单收入



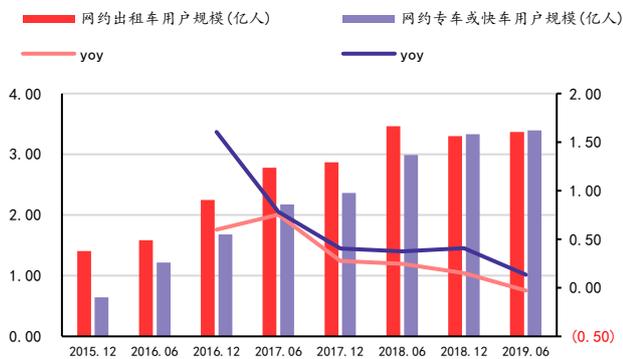
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：4月网约车订单量为7.6亿单，城市网约车订单流量维持高位

网约车市场规模进一步扩张,230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4月30日,我国共有230家网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至4月30日,全国共计发放网约车驾驶员证338.9万本、车辆运输证127.7万本。

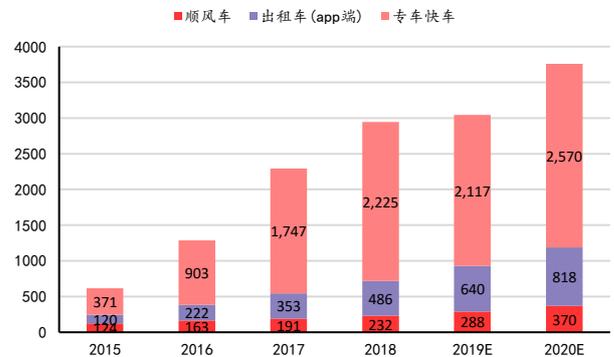
4月网约车订单量为7.6亿单,订单总量超30万单的网约车平台共14家。根据交通运输部发布数据显示,2021年4月,网约车监管信息交互平台共收到订单信息7.6亿单,较3月(7.6亿单)持平。4月,随着疫情加速消除,工商企业常态化运行下,市内网约车订单流量维持高位,符合预期。其中,4月当月,订单总量超30万单的网约车平台共14家,分别是:蓝道出行、如祺出行、招招出行、享道出行、T3出行、阳光出行、神州专车、曹操出行、首汽约车、帮邦行、滴滴出行、美团打车、万顺叫车、花小猪出行。

图 63 网约车行业用户规模变化趋势及增幅



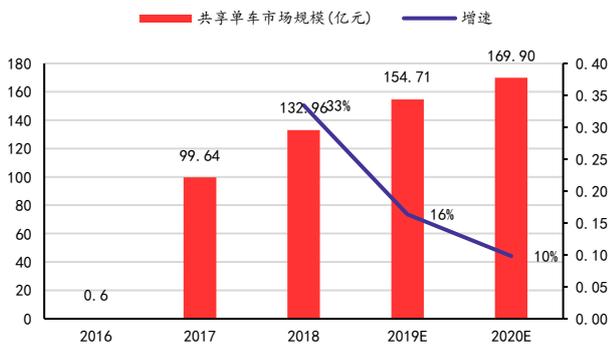
资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

图 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



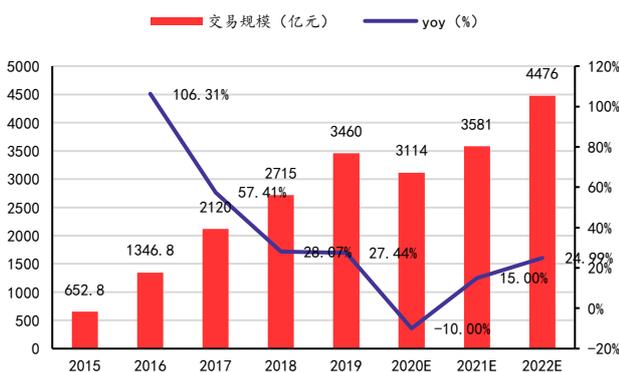
资料来源: 中国互联网协会, 易观 Analysys, 中国银河证券研究院整理

图 66 共享单车用户规模变化趋势及增幅



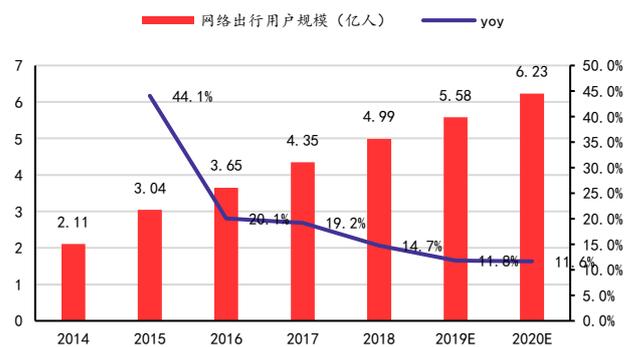
资料来源: 中国互联网协会, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

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。

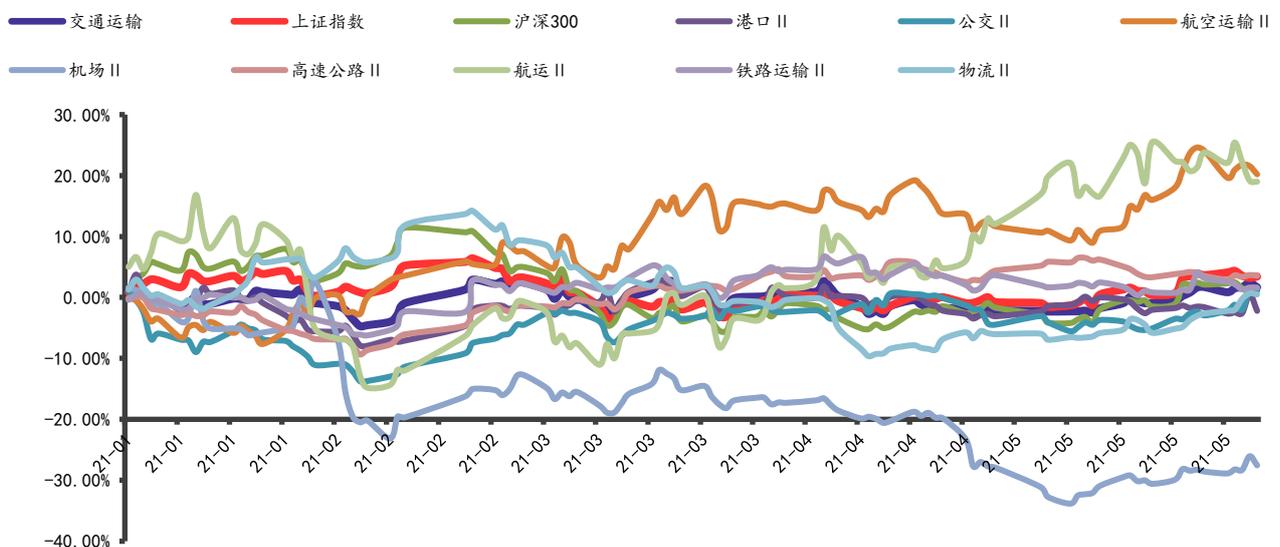
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年6月4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26,596.69亿元，占总市值比例为3.14%。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）3,450.59亿元、京沪高铁（601816.SH）2,794.16亿元、中远海控（601919.SH）2,505.85亿元、中国国航（601111.SH）1,238.97亿元、上海机场（600009.SH）1,103.07亿元、上港集团（600018.SH）1,015.40亿元、南方航空（600029.SH）990.28亿元、大秦铁路（601006.SH）978.89亿元、东方航空（600115.SH）866.48亿元、宁波港（601018.SH）656.01亿元。

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+3.42%和+1.36%，交通运输指数+1.68%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-2.21%、公交+1.11%、航空运输+20.20%、机场-27.55%、高速公路+3.56%、航运+18.99%、铁路运输+1.60%、物流+0.50%，其中，航空运输、航运、铁路运输、高速公路、公交、物流板块表现突出，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（2021/01/01-2021/6/4）



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

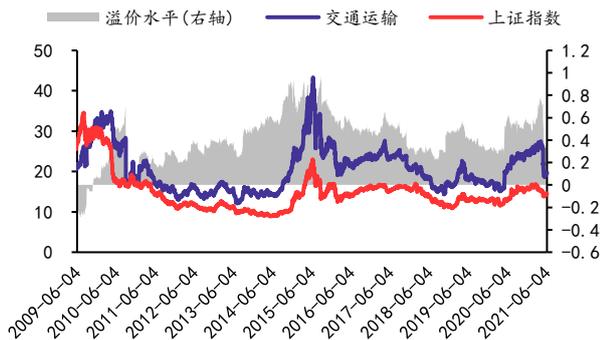
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年6月4日，交通运输行业市盈率为19.61倍（TTM），上证A股为14.47倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为135.52%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

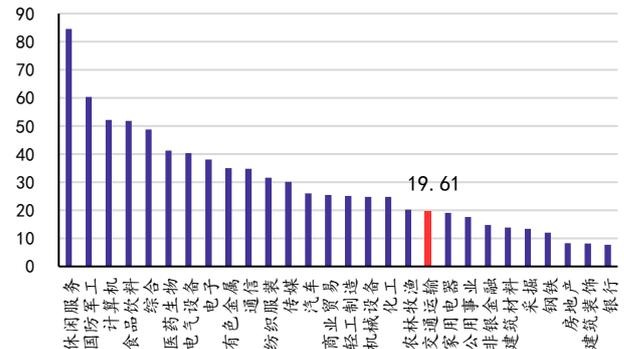
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 19.61 倍（2021/6/4），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

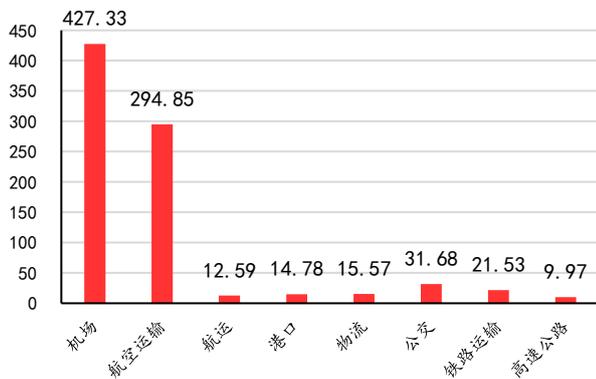


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

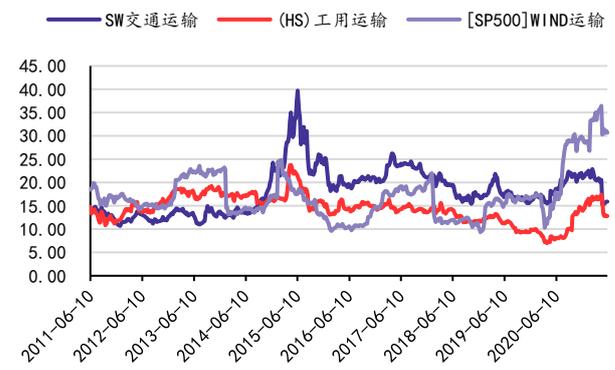
我们选择 [HS] 工用运输指数、[SP500] Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2021 年 6 月 4 日，上述指数市盈率分别为 12.84 倍、30.66 倍和 19.61 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

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 158 亿美元、港股中市值大于 171 亿港元、A 股中大于 336 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 2021.6.4)

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)
				2021Q1	2020Y	2021Q1	2020Y				
1	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	27.02	14.22	396.58	-69.75	1,833.60	35.47	279.09	5.94
2	UNP.N	联合太平洋 (UNION PACIFIC)	铁路	-4.36	-10.0	-9.02	-9.63	1,502.45	28.80	8.86	7.85
3	FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	航空货运 与物流	-	-	-	-	801.65	26.52	4.38	11.39
4	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-	-7.36	-	-15.51	797.44	28.55	5.18	5.02
5	CSX.O	CSX 运输	铁路	-1.47	-11.3	-8.31	-16.99	754.52	27.93	5.76	3.57
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	0.53	-13.3	76.64	-26.05	698.92	30.35	4.73	9.20
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-	-1.05	-	0.16	540.49	28.20	9.42	3.67
8	LUV.N	西南航空	航空公司	-51.54	-59.7	223.40	-233.65	346.25	-12.09	3.90	-4.84
9	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	14.09	-2.29	49.69	9.29	301.82	40.85	9.07	6.37
10	DAL.N	达美航空 (DELTA)	航空公司	-51.70	-63.6	-120.41	-359.81	294.12	-2.26	19.17	-20.37
11	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	-	14.04	-	-24.00	272.50	40.05	3.63	5.23
12	KSU.N	堪萨斯南方铁路 (KANSAS)	铁路	-3.51	-8.14	0.79	14.49	271.36	43.90	6.70	6.80
13	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	-	-	-	248.50	-15.27	4.24	-1.21
14	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	76.54	23.74	134.76	17.91	209.59	24.34	7.88	5.10
15	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-	-	-	-	194.48	-111.6	66.61	-3.35
16	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	14.79	5.14	39.85	-1.99	176.56	32.23	6.79	5.18
17	XPO.N	XPO LOGISTICS INC	航空货运 与物流	23.55	-2.38	400.00	-73.75	158.48	91.61	5.85	1.55

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 2021.6.4)

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)
				2020Y	2019Y	2020Y	2019Y				

1	0066.HK	港铁公司	铁路	-21.36	1.96	-140.30	-25.46	2,677.36	-55.67	1.51	-0.78
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	14.04	25.59	-24.00	29.46	2,110.88	39.90	3.63	5.23
3	1919.HK	中远海控	海运	13.76	25.09	48.38	443.90	1,956.62	6.59	3.75	2.05
4	0753.HK	中国国航	航空公司	-48.96	-0.43	-324.34	-12.66	915.06	-4.89	0.99	-1.09
5	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	-41.24	7.28	-510.87	-8.81	817.06	-7.20	0.99	-0.63
6	1308.HK	海丰国际	海运	8.46	7.22	59.85	11.37	777.81	28.53	8.47	0.13
7	0316.HK	东方海外 国际	海运	19.08	4.66	-33.07	1,146.97	732.77	10.47	1.68	1.42
8	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	-51.46	4.95	-470.80	18.31	561.82	-4.06	0.84	-0.71
9	0177.HK	江苏宁沪 高速公路	公路与铁 路	-20.55	1.54	-41.32	-4.04	474.05	11.00	1.41	0.72
10	0144.HK	招商局港 口	海港与服 务	0.53	-12.42	-38.40	15.42	459.83	8.93	0.52	1.41
11	0293.HK	国泰航空	航空公司	-56.13	-3.68	-1,393	-27.89	437.09	-2.00	0.60	-3.40
12	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	29.71	7.87	-23.56	55.27	421.93	14.57	1.54	1.61
13	6198.HK	青岛港	海港与服 务	8.79	3.71	1.36	5.47	293.40	6.29	0.75	0.61
14	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	-0.10	6.82	-19.23	5.58	286.65	5.72	1.00	0.98
15	0598.HK	中国外运	航空货运 与物流	8.91	0.43	-1.77	3.68	272.35	6.88	0.75	0.45
16	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	15.65	45.24	-20.19	19.18	255.25	5.33	0.74	2.18
17	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	-68.30	-22.99	-184.10	-15.76	250.48	-10.36	0.95	-0.44
18	1199.HK	中远海运 港口	海港与服 务	-2.63	2.73	12.81	-5.10	208.53	8.16	0.48	0.10
19	2880.HK	大连港	海港与服 务	0.15	-1.67	13.14	37.25	183.25	17.51	0.80	0.04
20	1138.HK	中远海能	海运	18.56	13.40	475.42	454.18	171.46	6.92	0.42	0.44

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 2021.6.4)

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)
				2021Q1	2020Y	2021Q1	2020Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	27.07	37.25	-238.57	23.24	3,450.59	63.55	6.29	1.19

2	601816.SH	京沪高铁	铁路运 输II	11.65	5.72	-79.33	16.48	2,794.16	86.58	1.52	0.07
3	601919.SH	中远海控	航运II	79.58	13.37	2,539.47	27.42	2,505.85	9.99	4.21	2.05
4	601111.SH	中国国航	航空运 输II	-15.50	-48.96	-23.69	-318.2	1,238.97	-7.84	1.73	-1.09
5	600018.SH	上港集团	港口II	42.36	-27.65	66.84	-7.48	1,103.07	11.50	1.22	0.41
6	601006.SH	大秦铁路	铁路运 输II	19.33	-9.50	48.66	-18.94	1,015.40	8.50	0.84	0.80
7	600029.SH	南方航空	航空运 输II	0.53	-40.02	31.55	-481.9	990.28	-10.33	1.52	-0.63
8	600009.SH	上海机场	机场II	-47.05	-60.68	-467.80	-122.2	978.89	-54.88	3.40	-0.93
9	600115.SH	东方航空	航空运 输II	-13.32	-51.48	1.86	-460.4	866.48	-7.40	1.74	-0.71
10	601018.SH	宁波港	港口II	19.96	-16.02	87.85	1.39	656.01	16.85	1.25	0.25
11	601021.SH	春秋航空	航空运 输II	-6.75	-36.68	-24.95	-132.2	576.82	-89.31	4.29	-0.70
12	600377.SH	宁沪高速	高速公 路II	148.30	-20.30	2,717.79	-41.43	501.26	13.77	1.67	0.72
13	001965.SZ	招商公路	高速公 路II	120.60	-14.75	290.62	-47.26	481.28	11.53	0.96	0.68
14	002120.SZ	韵达股份	物流II	48.10	-2.63	-27.57	-45.71	408.20	31.42	2.79	0.45
15	601880.SH	大连港	港口II	4.67	0.17	15.99	6.24	391.39	33.28	1.10	0.05
16	600221.SH	海航控股	航空运 输II	12.26	-59.38	55.55	-9,477	386.54	-0.64	-1.10	-3.59
17	601872.SH	招商轮船	航运II	-24.81	-2.88	-68.26	44.48	352.51	18.62	1.36	0.28
18	601866.SH	中远海发	航运II	52.95	33.49	141.99	22.22	338.96	12.96	1.78	0.23
19	603885.SH	吉祥航空	航空运 输II	3.25	-39.69	44.03	-148.0	336.41	-129.04	3.11	-0.13

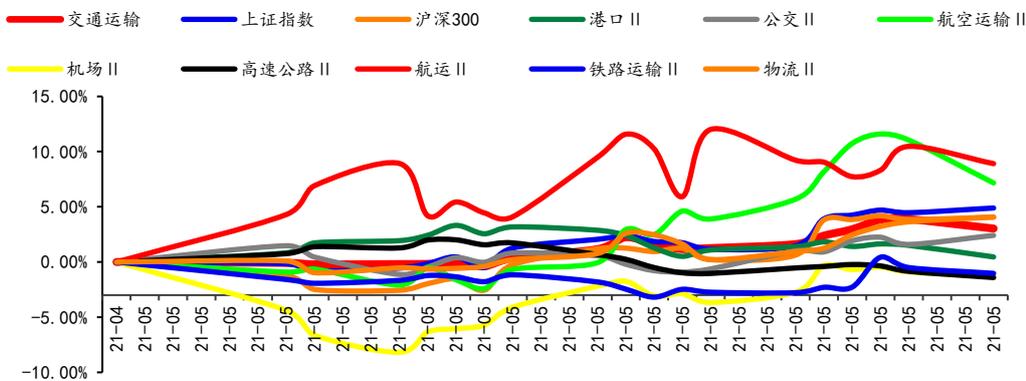
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 把握综合物流数字化进程的机遇, 持续推荐低碳交通长期赛道投资机会

分子行业来看, 截至2021年6月4日, 航空、公交、机场板块PE仍较高, 分别为294.85倍、31.68倍、427.33倍, 高于交通运输行业值19.61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9.97倍、12.59倍、21.53倍、14.78倍。物流板块的PE为15.57倍。

图 74 2021 年 5 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 6 月投资策略: 跨境物流赛道收益潜能仍有释放空间, 在综合物流的发展方向中把握机遇。

1. 把握综合物流数字化进程的机遇。随着近期多家物流企业拟筹备上市, 物流行业或将迎来集中资本运作的局面。在此背景下, 我们认为, 未来一段时间内, 综合物流的发展方向或将进一步明朗化, 且数字化趋势显著, 更加受到资本的青睐, 物流板块的景气度或较年初低位有所改善。近期, 在物流板块多重利好消息的催化下, 顺丰股价继续小幅回升, 公司战略布局数字供应链的合理性逐步得到验证, 未来预期向好。**看好顺丰控股 (002352.SZ) 作为综合物流龙头的中长期业绩释放潜力**, 同时, 我们认为, 当前公司股价仍位于相对低位, 是较好的配置时机。同时, **建议关注京东物流 (2618.HK) 上市后的发展情况。**

2. 持续推荐低碳交通长期赛道投资机会。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)。**

3. 跨境电商物流赛道高景气度持续, 收益潜能仍有释放空间。伴随着后疫情时代继续, 我国出口外贸产业链仍呈现繁荣, 叠加苏伊士运河事件及印度疫情的后续效应, 航空货运价格及集装箱运价维持在高位水平。短期内, 出口物流行业的高收益潜能或继续保持。中长期来看, 高运价行情周期或持续 2-3 年左右, 因此我们持续关注并看好跨境物流行业的相关投资机会。**推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流 (603128.SH)。**

4. 持续关注新竞争格局下头部快递公司的中长期投资机会。进入 4 月以来, 随着我国江浙地区开始实施价格保护政策, 极兔的影响弱化, 但一线寡头的价格战仍在进行, 快递行业份额竞争仍较为激烈。当前, 行业二线基本出清、一线继续出清的趋势整体上并未改变。但在价格保护政策向全国推广的预期下, 快递行业的竞争环境较前有所改善, 收益水平或较近期低位有所提高。中通、韵达作为龙一、龙二, 轻货优势仍较为显著, 件量份额及单票毛利水平仍位于行业领先的地位, 我们维持此前观点, 即中通、韵达具备更大的突围机会。**我们继续看好通**

达系市占率排名领先的中通快递（2057.HK）、韵达股份（002120.SZ）。

5. 继续把握民航客运板块的加速复苏时机。4月以来，我国民航客运市场需求加速回归常态化，符合此前预期。考虑到7-8月暑假旺季临近，或将进一步带来爆发式出行流量增长，我们认为，今年年内民航出行需求释放预期向好，年底前国内航线或可实现完全回归常态的目标。国际航线的修复仍将取决于海外疫情的恢复进度及“五个一”政策的进一步情况。**短期内，我们继续看好春秋航空（601021.SH）、吉祥航空（603885.SH）等低成本航司国内业务比重大带来的优势。中长期来看，中国国航（601111.SH）的国际长航线占优，我们关注其国际业务修复带来的业绩反弹潜力。**

6. 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）。**

（二）核心组合

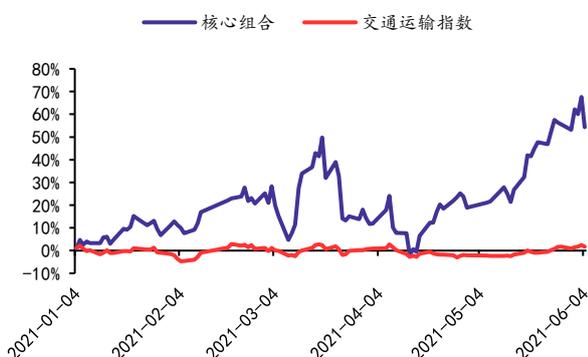
表 13 投资组合建议（截至 2021 年 6 月 4 日）

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	+60.39%
601111.SH	中国国航	2021/4/1	-5.75%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+29.75%

资料来源：Wind，中国银行证券研究院整理

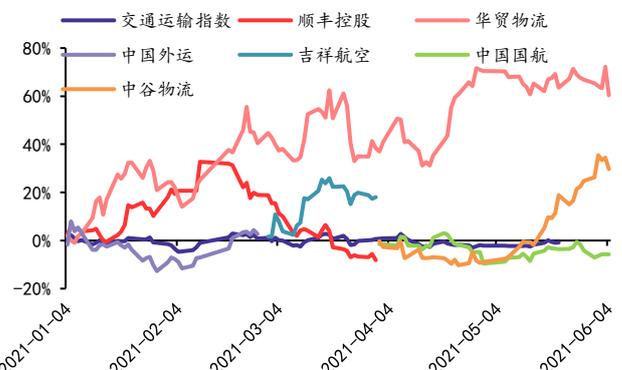
（三）核心组合表现

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 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-6月4日，交通运输业指数累计+1.68%，2021年银河交通核心组合+54.29%。核心组合跑赢行业，相对收益+55.97%。

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-2021 年 4 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 4 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 4 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 4 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（2021/01/01-2021/6/4）	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 5 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 2021.6.4)	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 2021.6.4)	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 2021.6.4)	31
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 6 月 4 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：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn