

疫情反复下关注物流细分赛道， 首推公路货运数字化核心标的

——2021年7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：6月客运淡季客流量回落，货运物流高景气度继续。**2021年6月：CTSI指数同比增11.7%。**铁路**：6月铁路客流量同比增48%。**公路**：6月营业性公路客流同比降24%。**水路**：大宗散运市场“淡季不淡”，集运运价加速向上趋势继续。**航空**：6月淡季民航客流量环比小幅回落，航空货运市场高景气逻辑不变。**物流**：6月快递业务量同比增30.4%。**新业态**：6月网约车订单量为7.01亿单。
- **中国物流成本具有万亿元级提质增效空间，公路货运数字化是大势所趋。**数字供应链是物流行业提质增效的理想愿景。据国家统计局数据显示，2020年中国物流成本14.9万亿元，占GDP比重14.6%，对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，中国的物流成本约有万亿级下降空间。**推荐致力成为公路货运数字化推动者的传化智联（002010.SZ）。**
- **跨境电商物流赛道高景气度逻辑不变，收益潜能继续释放。**近期印度德尔塔变异病毒蔓延，进一步带来运力供给紧张的局面，推升运价水平。长期来看，跨境电商行业增量空间广阔，出口运输需求仍有释放动力，高运价行情或持续2-3年的周期。我们继续看好跨境物流赛道的收益增厚潜力。**继续推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH）和拥有丰富国际物流资源的中国外运（601598.SH）。**
- **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。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。**
- **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	+35.95%
002011.SZ	传化智联	2021/7/1	+2.98%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+16.96%

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

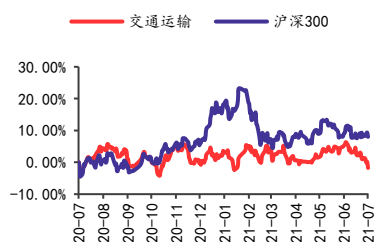
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

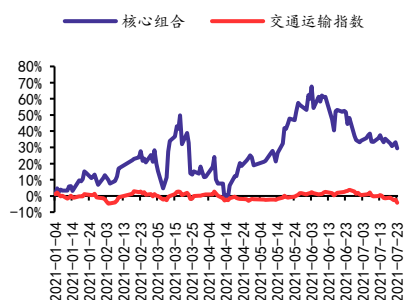
2021.7.22



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.7.23



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】公路货运市场提质增效空间较大，跨境电商物流高景气度持续_202106期》

目 录

一、6月CTSI指数同比连续六个月回正，社会经济持续常态化运行	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6月CTSI指数同比增11.7%，货运物流旺盛局面不变，客运淡季需求小幅回落	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 6月CTSI指数同比增+11.7%，货运物流旺盛局面不变，客运淡季需求小幅回落	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 叮咚买菜正式登陆纽交所	5
2. 华贸物流上半年业绩表现亮眼	5
3. 韵达股份周涨幅超预期	5
4. 顺丰控股上半年业绩表现符合预期	6
5. 京东物流调入港股通名单	6
(四) 交通运输行业财务预测：2021年营收同比增+15.97%，净利润恢复至疫情前70%	7
1. 行业营收同比增0.39%，归母净利润同比降94.68%	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预测	10
二、子行业运行分析：6月客运淡季客流量回落，货运物流高景气度继续	11
(一) 铁路：6月铁路客流量同比增48%，大宗商品需求拉动铁路货运需求持续向好	11
(二) 公路：6月营业性公路客流同比降24%，货运物流行业高景气度持续	14
(三) 水路：大宗散运市场“淡季不淡”，集运运价加速向上趋势继续	18
(四) 航空：6月淡季民航客流量环比小幅回落，航空货运市场高景气逻辑不变	20
(五) 物流快递：6月快递业务量同比增30.4%，CR8为80.8	22
(六) 新业态：6月网约车订单量为7.01亿单，地区疫情反复带来出行需求波动	25
三、行业面临的问题及建议	27
(一) 面临的问题	27
1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升	27
2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大	27
3. 部分交通领域改革仍需深化，交通运输新业态管理面临挑战	27
(二) 建议对策	27
1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质	27
2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通	27
3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态	27
四、交通运输业在资本市场中的发展情况	28

（一）A股交通运输上市公司发展情况	28
（二）交通运输行业估值水平分析	28
1. 国内交通运输行业估值分析	28
2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低	29
3. 与国外（境外）估值比较	29
（三）国内外重点公司分析比较	29
五、投资建议	32
（一）最新观点：首推公路货运数字化核心标的，疫情反复下关注物流细分赛道	32
（二）核心组合	34
（三）核心组合表现	34
六、风险提示	34

一、6月CTSI指数同比连续六个月回正，社会经济持续常态化运行

(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。

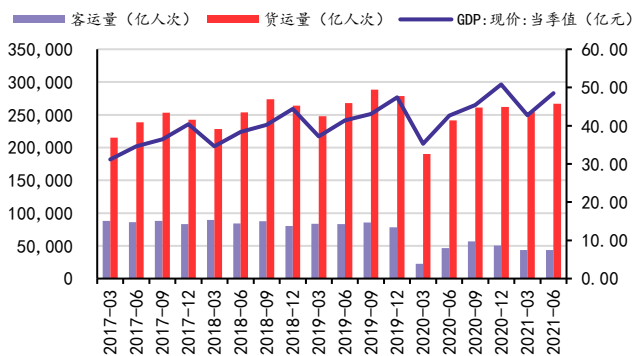
(二) 2021年6月CTSI指数同比增11.7%，货运物流旺盛局面不变，客运淡季需求小幅回落

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2021年Q2国内生产总值(GDP)同比增+7.9%，较Q1继续改善。根据世界银行等研究机构的研究结果显示客货运量、客运货运周转量与国内生产总值GDP、人口总数、城镇化率、人均GDP、产业结构等因素均有密切关系，其中与GDP的回归关系最为明显。2020年，国内生产总值共计1,015,986亿元，按可比价格计算，较2019年(990,865亿元)同比增长+2.54%。2021上半年，GDP共计532,167.5亿元，同比增长+12.7%。总体来看，随着疫情加速缓解，我国经济继续平稳运行。国内生产总值GDP与交通运输客货运量及周转量有着紧密的联系。

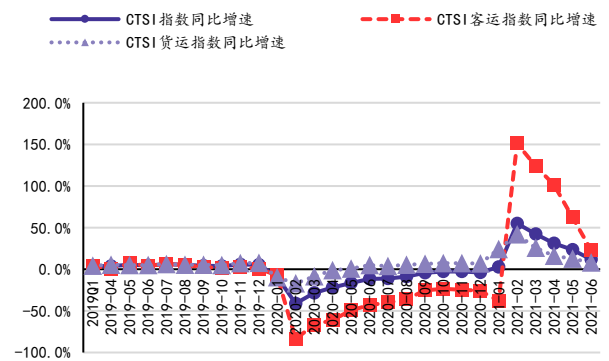
2020年Q2，国内生产总值为282,857.4亿元，按可比价计算，较去年(248,985.1)同比+7.9%，经季节调整后，较2021年Q1(249,310.1亿元)环比+13.46%；伴随着我国疫情加速消除，社会经济持续在常态化轨道上运行，Q2国内生产总值同、环比均较Q1继续改善。

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. 6月CTSI指数同比增+11.7%，货运物流旺盛局面不变，客运淡季需求小幅回落

(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) 6月CTSI指数同比+11.7%，连续六个月回正，交通运输行业运行态势向好。2021年6月，中国运输生产指数(CTSI)为171.9点，同比+11.7%，连续六个月呈现同比正增长。由此可见，6月，国内外疫情进一步改善、人员及货物流动需求持续释放的趋势不变，交通运输行业运行态势继续呈现向好。(3) 6月CTSI货运指数同比+8.2%，货运物流需求旺盛局面不变。2021年6月，CTSI货运指数为200.5点，同比+8.2%，延续同比正增长态势。由此可见，6月，随着国内制造业高位运行局面继续，铁路及公路货运物流需求维持旺盛。我们认为，下半年将进入货运旺季，货运市场高景气有望持续。(4) 6月CTSI客运指数同比+23.4%，客运市场继续修复，淡季环比小幅回落。2021年6月，CTSI客运指数为119.2点，同比+23.4%。6月，出行需求较前继续修复，但因客运市场传统淡季到来，客运指数环比较上月有小幅回落。预计7-8月暑运旺季到来后，客运需求或迎来新一波爆发式增长。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 叮咚买菜正式登陆纽交所

6月29日，叮咚买菜（DDL.N）正式登陆纽交所，发行价23.5美元/股。

我们的观点：一是我国即时配送市场形成双寡头格局，细分领域仍有增量空间。截至2020年，我国及时配送市场中，美团、蜂鸟市占率分别达43%、23.7%，CR2近70%，行业形成双寡头格局，竞争趋于激烈。但及配寡头对一些细分领域仍未构成垄断，包括生鲜菜蔬即配等细分领域仍有增量空间。二是叮咚买菜登陆资本市场，未来机遇与挑战并存。当前，除了叮咚买菜之外，生鲜即配市场的主要参与者还包括京东到家、小象生鲜、盒马生鲜、每日优鲜等。其中，京东到家、小象生鲜背靠京东、美团等流量巨头，其未来的规模扩展具备较大优势。对于叮咚买菜来说，在生鲜即配行业中，其竞争对手是强大的，未来发展面临着挑战。但考虑到生鲜即配市场总体上仍为相对的完全竞争属性，叮咚买菜上市后，市占率有望得到进一步提升。三是建议关注即时配送及前置仓供应链赛道的投资机会。

2. 华贸物流上半年业绩表现亮眼

7月6日，华贸物流（603128.SZ）发布了2021年半年度业绩预增预告。2021上半年，公司实现归母净利润4.61亿元-5.02亿元，同比增70%-85%。

我们的观点：一是2021上半年华贸物流业绩表现亮眼，超出预期。2021上半年，公司盈利已达5亿元。根据我们此前的预测结果，2021全年，公司归母净利润或为7.06亿元，同比增+50%。公司上半年业绩表现超出预期。二是公司积极切入跨境电商物流高成长赛道，覆盖完整交易链条，优势壁垒牢固。新冠疫情背景下，跨境电商物流行业呈现繁荣。2019年起，公司已开始发力跨境电商物流业务版图。公司凭借领先的行业经验与运力网络积累，实现了对跨境电商物流七要素“国内网点布局-揽货-订舱-清关-干线运输-配送-国外网点布局”的全覆盖；特别是2021年公司完成收购佳成国际后，末端揽派环节得到进一步强化建设，全链条总包服务模式更趋明朗。截至2020年底，公司跨境电商物流业务占比达14%，根据其战略目标，5年内占比或升至50%，未来业务潜力有更大放量空间。我们认为，所处跨境电商赛道的高成长性，成为公司持续盈利的有力支撑。三是高运价行情持续，跨境物流行业前景向好，看好公司后续表现。截至目前，全球疫情仍较为严峻，叠加苏伊士运河事件带来的后续影响，运力紧张的局面下，集运及空运价格维持高位区间。我们维持此前判断，即跨境物流高景气度逻辑不改，高运价行情或持续2-3年的周期。继续看好华贸物流的收益增厚潜力。

3. 韵达股份周涨幅超预期

7月第二周，韵达股份（002120.SZ）股价周涨幅达23.47%，板块排名第一。截至7月9日，公司收盘价达16.15元/股。

我们的观点：一是上游电商零售需求驱动，快递行业高增继续。截至2021年5月，快递行业件量增速为+24.9%，行业继续呈现高景气度。且随着行业规模扩大，开始进入高基数增长阶段。二是当前一线龙头竞争格局维持稳态，价格监管政策下预期有所改善。目前，伴随着极兔的影响趋于弱化，快递价格战仍较为激烈，同时，二线基本出清、一线格局维稳的局面继续

呈现。但在价格保护政策向全国推广的预期下，快递业竞争环境较前改善，行业收益水平预期有所提升，而中通、韵达作为一线龙头，从中获益潜力最大。**三是公司保持稳健的经营策略，业内份额优势稳固。**进入2021年以来，公司坚持稳健的经营策略，较之同行加剧实行“低价抢量”策略，公司更专注于管理效率及服务质量的提升，守住市占率第二的位置。我们继续看好中通、韵达在竞争中突围的机会。

4. 顺丰控股上半年业绩表现符合预期

7月14日，顺丰控股（002352.SZ）发布2021上半年度业绩预告。2021上半年，公司实现归母净利润6.4亿元-8.3亿元，同比降78%-83%。

我们的观点：一是公司Q2扭亏为盈，业绩基本符合预期。2021年Q1，公司净亏损-9.89亿元，Q2预计净利润16.29亿元-18.21亿元，Q2环比实现扭亏为盈。一季度因新业务产能投入增加，及春节就地过年人员薪酬支出超预期，成本端阶段性承压，单季利润出现亏损。二季度伴随公司产能释放，前期投产的规模效应逐步兑现，业绩环比呈显著好转，符合此前预期。由此可见，公司战略布局的合理性得到了验证。**二是公司核心业务构筑优势壁垒，“四网融通”有望进一步降本增效，综合物流龙头前景向好。**公司深耕时效件业务多年，凭借着构建“时效+资产+品牌”的深厚护城河，在双寡头市场中，稳固的优势地位有望持续下去。2021年起，公司发力实现快递、快运、加盟、仓储“四网融合”，通过路由优化整合，从而实现降本增效的目标，赋予了公司进一步提升盈利能力的潜力。**三是公司切入数字供应链新赛道，开拓新成长空间。**我国供应链物流行业处于起步发展阶段，因此具备较长的发展机遇期。考虑到公司具备扎实的客户基础及其所处供应链赛道的高成长性，我们认为，其“柔性供应链集成商”发展定位的未来空间是广阔的。我们继续看好顺丰下半年的业绩修复前景。

5. 京东物流调入港股通名单

7月16日，上交所根据《上海证券交易所沪港通业务实施办法》相关规定，将京东物流（2618.HK）调入港股通股票名单。

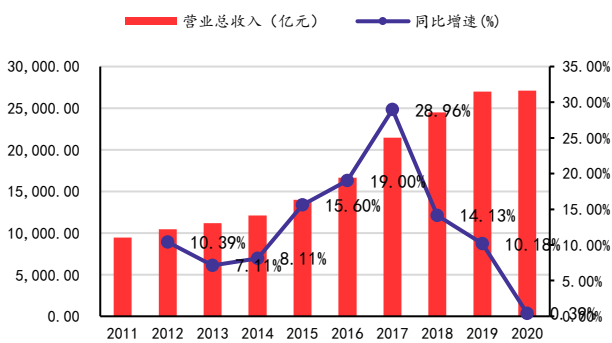
我们的观点：一是公司为综合物流龙头，仓配模式保障物流时效。相较于传统快递公司提供的全链路物流服务，京东省略了发件、中转环节，而采用“区域仓-前置仓-末端配送”的仓配运营模式。这带来了高配送时效及良好的用户体验，帮助其确立了稳固的品牌壁垒。2018-2020年，京东物流分别实现营收379亿元、498亿元、734亿元，2019-2020年同比分别+31.4%、+47.2%；2018-2020年，公司归母净利润分别为-27.65亿元、-22.37亿元、-40.37亿元。截至2020年底，公司运营仓库数量达900个，仓储面积达约2100万元。**二是公司加入港股通名单后，内地增量资金流入，公司估值水平或有进一步提升空间。**考虑到公司加入港股通后，更多偏好“互联网+”及新业态经济的内地投资者资金或将流入，一定程度或对公司股价形成利好，有利于公司估值水平的提升。**三是继续看好“综合物流+数字供应链”赛道，龙头公司具备中长期配置价值。**

(四) 交通运输行业财务预测: 2021 年营收同比增+15.97%, 净利润恢复至疫情前 70%

1. 行业营收同比增 0.39%, 归母净利润同比降 94.68%

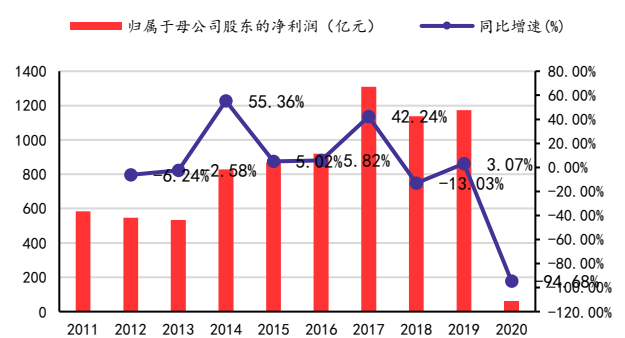
长期来看, 行业营收平稳上升, 归母净利润有所波动。2011 年以来, 交通运输行业营业收入逐年上升, 2019 年行业营业收入为 27,104.24 亿元, 是 2011 年营业收入的 2.86 倍。营业收入增速来看, 2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加, 2018 年-2020 年增速呈现回调趋势, 2020 年受疫情影响, 营业收入同比增速仅为+0.39%。归母净利润受疫情冲击较严重, 2020 年归母净利润为 62.41 亿元, 较去年同期水平降低-94.68%。

图 3 交通运输行业年度营业收入及增速 (2011-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

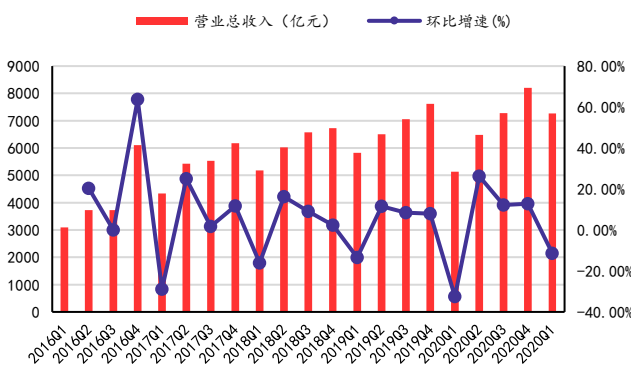
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

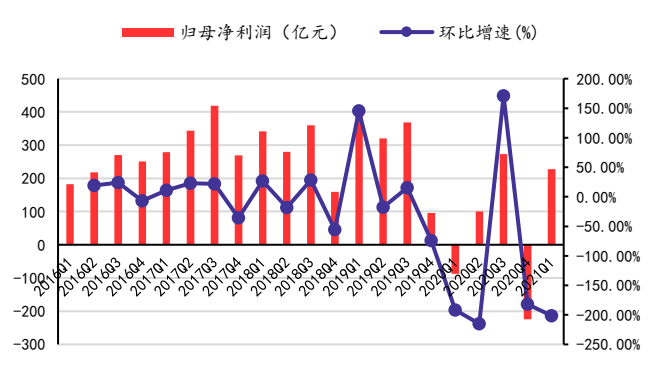
分季度来看, 交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始, 春运过后企业复工, 交通运输业开始回暖, 营业收入逐步上升, 到转年一季度, 迎来下一年的春运, 营业收入出现暂时下降, 待春运过后, 再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。2021 年 Q1, 随着国内疫情收尾, 经济生活逐步回归常态化, 季度营收及归母净利润较前有所回升。

图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2021Q1)



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 (2016Q1-2021Q1)



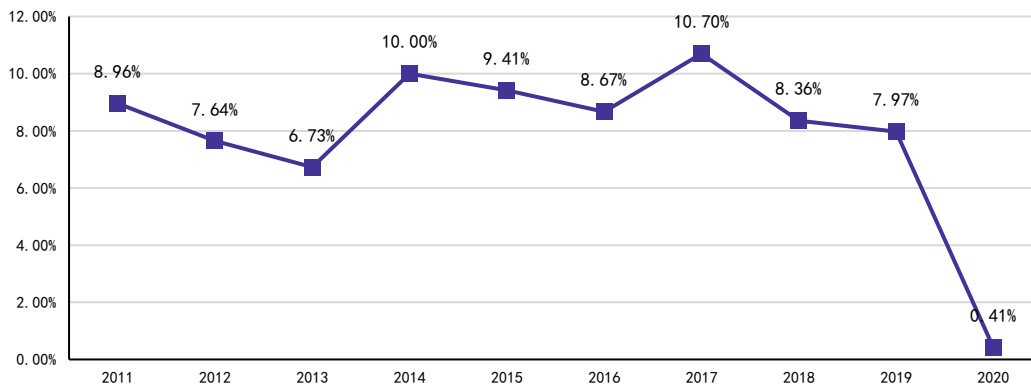
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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, 2011-2020 年净资产收益率均值约为 7.88%。2020 年净资产收益率为 0.41%, 较上一年度下降-7.56pct, 2020 年

受疫情冲击影响，净资产收益率水平显著下挫，创历史新低。

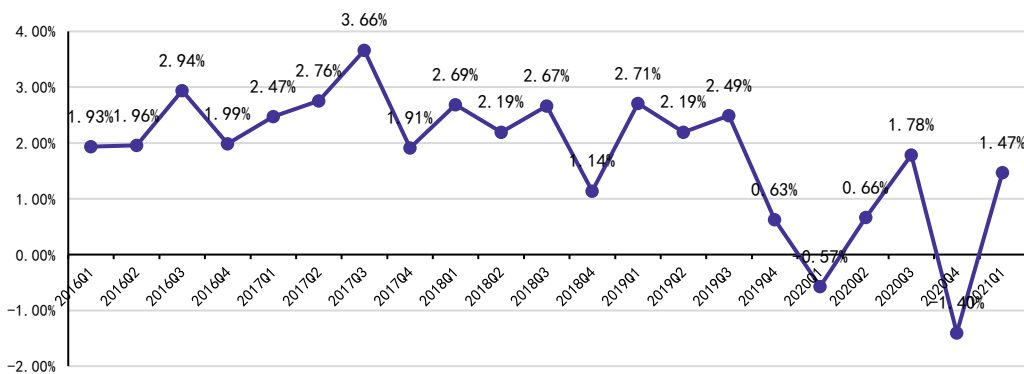
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020)



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年净资产收益率呈现较大波动。2021年Q1，净资产收益率回正，恢复至1.47%。

图 8 交通运输行业季度净资产收益率 (2016Q1-2021Q1)



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。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 (2016Q3-2021Q1)

	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

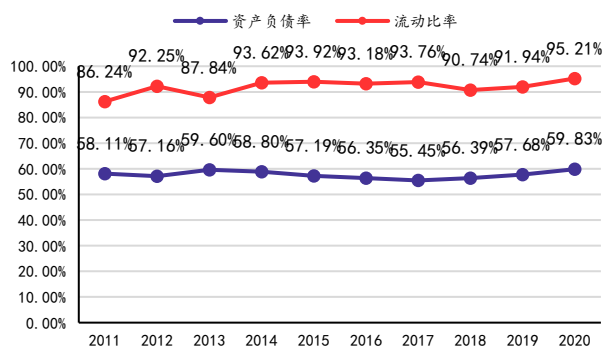
2017Q2	3.5%	11.0%	0.14	2.25
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34%	0.28	2.63
2019Q3	2.49%	5.23%	0.19	2.51
2019Q4	1.33%	1.25%	0.18	2.35
2020Q1	0.63%	-1.71%	0.12	2.77
2020Q2	-0.57%	1.55%	0.15	2.85
2020Q3	0.66%	3.76%	0.16	2.94
2020Q4	1.78%	-2.73%	0.18	2.90
2021Q1	-1.40%	3.12%	0.15	2.97

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

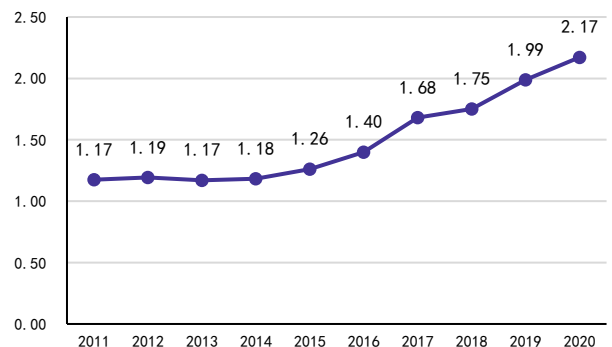
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2020年资产负债率为59.83%，自2013年以来一直处于50%-60%的水平，2020年较历史水平有小幅上调。流动比率继续处于90%左右的水平，2020年流动比率为95.21%，较上一年上升3.27个百分点，交通运输行业短期偿债能力总体继续呈现稳健。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2020年较上年度进一步上升，达到2.17次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2020)



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 (2011-2020)

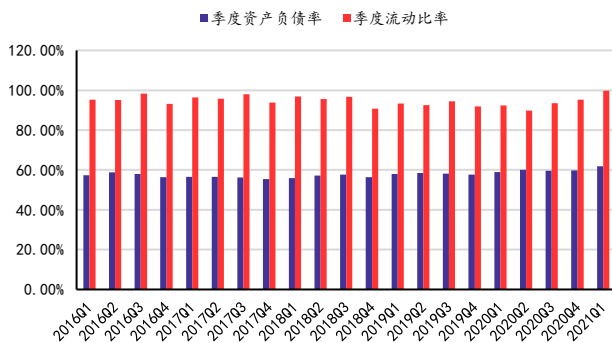


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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，2021年Q1资产负债率为61.90%，较2020年Q4上升+2.07pct。流动比率过去一直保持小于1的水平，2021年Q1达到99.74%。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。

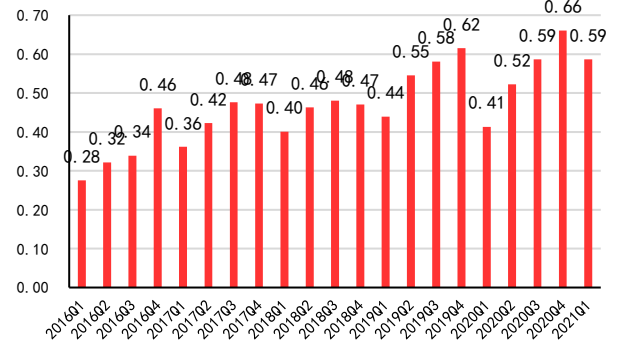
营运能力上, 2016 年以来, 行业固定资产周转率呈现弱季节性特征, 且年间呈现波动中上升的态势。2021 年 Q1 为 0.59, 总体上来看行业固定资产周转率整体较前提升。

图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2021Q1)



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 (2016Q1-2021Q1)



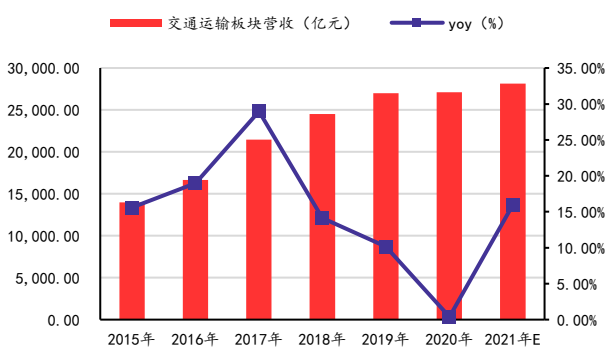
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 交通运输板块营收及净利润预测

营收方面:2020 年交通运输板块营收为 27,104.77 亿元, 同比+0.39%, 因受到新冠疫情影 响, 略低于此前预期水平 (28,153.04 亿元)。考虑到 2021 年 Q1, 交通运输板块营收同比约 +40%, 假设 2021 年 Q2-Q4 疫情影响弱化, 板块营收增速与 2019 年的+10%持平, 我们预计, 2021 年交通运输板块实现营收为 31,432.81 亿元, 同比+15.97%。

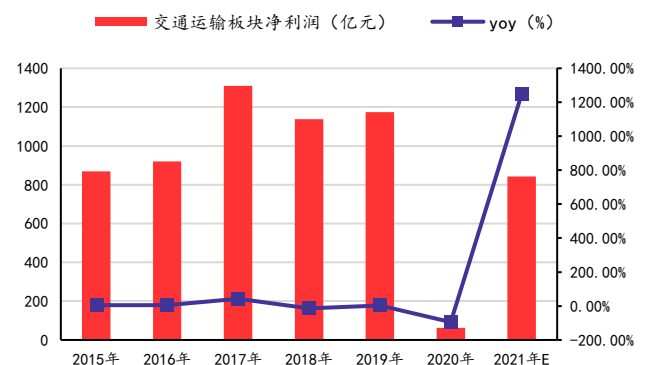
净利润方面:2020 年交通运输板块净利润为 62.41 亿元, 同比-94.68%, 低于此间预期水 平 (893.77 亿元)。考虑到 2021 年 Q1, 交通运输板块净利润恢复至 2019 年 Q1 的 58.29%, 假设 2021 年 Q2-Q4, 板块净利润恢复至 2019 年 Q2-Q4 的 75%。则我们预计, 2021 年交通运输 板块实现归母净利润 814.85 亿元, 约恢复至 2019 年的 70%。

图 13 交通运输板块营业收入变化及预测 (2015-2021E)



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 (2015-2021E)



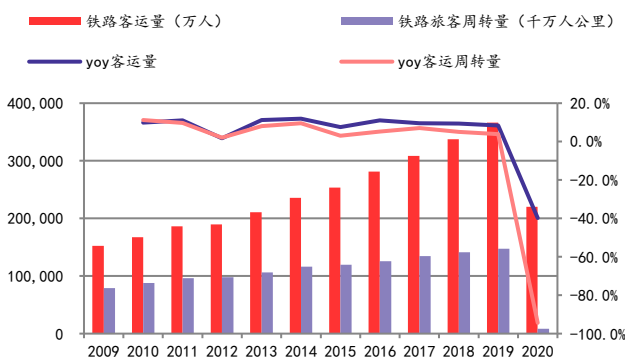
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、子行业运行分析：6月客运淡季客流量回落，货运物流高景气度继续

(一) 铁路：6月铁路客流量同比增48%，大宗商品需求拉动铁路货运需求持续向好

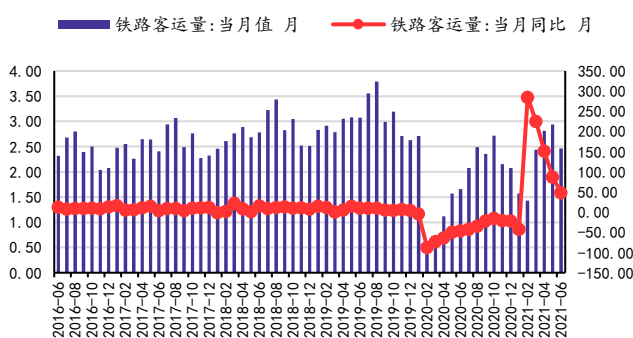
受新冠疫情冲击，2020年铁路客运服务量同比降-40%，平均运距同比降-90%。2020年铁路客运量22.03亿人，同比降-39.80%；客运周转量8,266.11亿人公里，同比降-94.38%；平均运距为37.51公里，同比降-90.66%。2020年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020年，铁路货运量为44.58亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到30,387.5亿吨公里，增幅为1.04%；平均运距681.70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

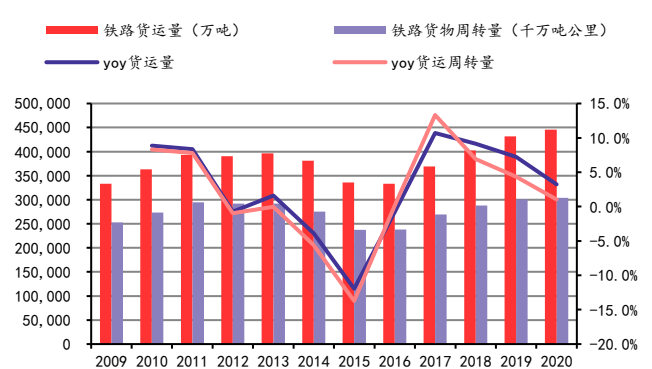
图 17 铁路客运量月度变化（亿人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

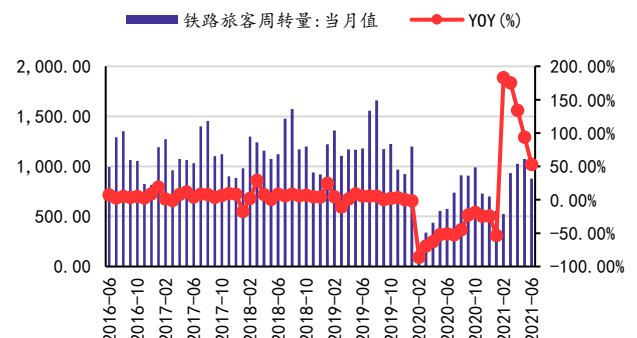
客运：6月铁路客流量2.46亿人次，较去年同比+48.33%，恢复至疫情前80%。据国家铁路集团发布数据显示，2021年6月，铁路旅客发送量为2.46亿人，较2020年（1.66亿人）同比+48.33%，较2019年（3.07亿人）同比-19.87%，月环比-16.35%；6月，铁路旅客周转量为877.39亿人公里，较2020年（574.03亿人公里）同比+52.85%，较2019年（1180.29亿人公里）-25.66%，月环比-18.39%。由此可见，6月，因五一假期已过，铁路客流量较上月高峰呈现小幅环比回落。

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18 铁路客运周转量月度变化（亿人公里）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

货运：6月铁路货运量3.80亿吨，大宗商品旺盛需求拉动下，铁路货运市场向好势头继续。2021年6月，铁路货运量为3.80亿吨，同比+0.21%，月环比-5.47%；6月，铁路货邮周转为2,600.93亿吨公里，同比+0.86%，月环比-4.72%。由此可见，6月，制造业景气度维持高位，大宗商品采购运输需求旺盛，铁路货运量继续稳步增加，铁路货运市场向好趋势不变，符合预期。

图 19 铁路货运量月度变化 (亿吨)

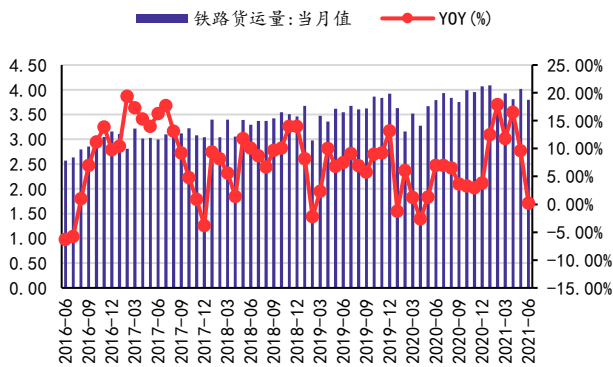
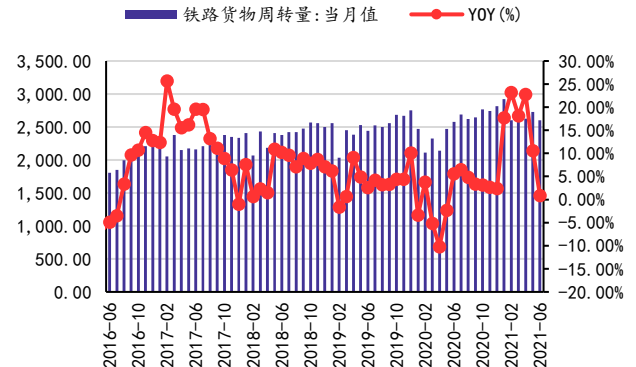


图 20 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

铁路运输价格方面：火车票价包括基础票价、附加票价和其他附加费，按照区段里程而非实际行驶里程制定票价，计费里程的计算按照最后一个区间的两端平均值计算，并在计费里程基础上执行“递远递减”的计价原则。以北京到上海为例，铁路实际里程1463公里，新空调硬座票价则为： $[50.99 + (1475 - 1000) * 0.05861 * 0.8] * (1 + 0.4 + 0.25) * (1 + 0.5) + 2 = 182$ 元，与实际票价差别不大。

表 3 火车票价计算方法

客票票价率(元/km)		附加票		比例 (以硬座客票票价为基准)	其他附加费	
硬座客票	0.05861	加快票	普快(数字头)	0.2	客票发展基金 (旅客票价>5元时收取)	1元
			快速(K字头)、 特快(T字头)、 直达(Z字头)	0.4		
软座客票	0.11722	卧铺票	硬卧	1.2	车站空调费 (里程>200km时收取)	1元
			软卧	1.85		
		空调票	空调	0.25	卧铺票订票费	10元
			新空调	各票价上浮50%		

备注: 软座、软卧票价可实行一定折扣

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

表 4 铁路客运运价里程

里程区段(km)	每区段里程(km)	区段数
1-200	10	20

201-400	20	10
401-700	30	10
701-1100	40	10
1101-1600	50	10
1601-2200	60	10
2201-2900	70	10
2901-3700	80	10
3701-4600	90	10
4601 以上	100	10

资料来源：原铁道部，中国银河证券研究院整理

表 5 旅客票价递远递减折扣率

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

资料来源：原铁道部，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

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

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

表 6 动车组列车票价率和计算方式

	席别	票价率(元/km)	比例 (以二等座为基准)
普通动车组(D字头)	一等座	0.496	1.6
	二等座	0.31	1

高铁动车组 (G 字头)	一等座	0.736	1.6
	二等座	0.46	1
备注	1. 特等座和商务座的票价分别按照二等座票价的 1.8 倍和 3 倍计算		
	2. 部分线路的票价里程不可直接相加, 需要分段计算		

资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

铁路货运基准价格由发到基价和运行基价构成, 长期受价格管理部门管制。随着铁路货运价格市场化改革的深入, 从 2018 年 1 月 1 日开始, 铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础, 在上浮不超过 15%、下浮不限的范围内, 根据市场供求状况自主确定具体运价水平。可实行市场调节的货物品类继续增加, 涉及铁路集装箱、零担各类货物运输价格, 以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节, 不过, 重点运输物资还未进入清单中。煤炭运价方面: 大秦、京秦、京原、丰沙大铁路本线运输煤炭(指发、到站均在本线的煤炭)运价率为 10.01 分/吨公里, 管辖范围内实行国家铁路统一运价率的营业线的整车煤炭运价水平为基准运价率 9.80 分/吨公里。

表 7 铁路货运基准运价率

	运价号	基价 1 (发到基价)		基价 2 (运行基价)	
		单位	标准	单位	标准
整车	1			元/轴公里	0.525
	2	元/吨	9.5	元/吨公里	0.086
	3	元/吨	12.8	元/吨公里	0.091
	4	元/吨	16.3	元/吨公里	0.098
	5	元/吨	18.6	元/吨公里	0.103
	6	元/吨	26	元/吨公里	0.138
	机械冷藏车	元/吨	20	元/吨公里	0.14
零担	21	元/10 千克	0.22	元/10 千克公里	0.00111
	22	元/10 千克	0.28	元/10 千克公里	0.00155
集装箱	20 英尺箱	元/箱	500	元/箱公里	2.025
	40 英尺箱	元/箱	680	元/箱公里	2.754

运费计算办法:

整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里

零担货物每 10 千克运价=基价 1+基价 2×运价公里

集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

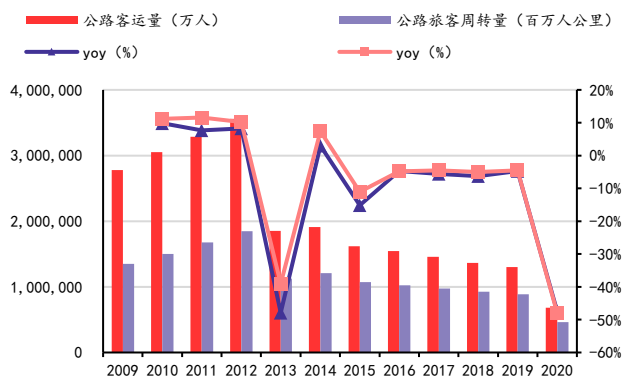
资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

(二) 公路: 6 月营业性公路客流同比降 24%, 货运物流行业高景气度持续

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-**

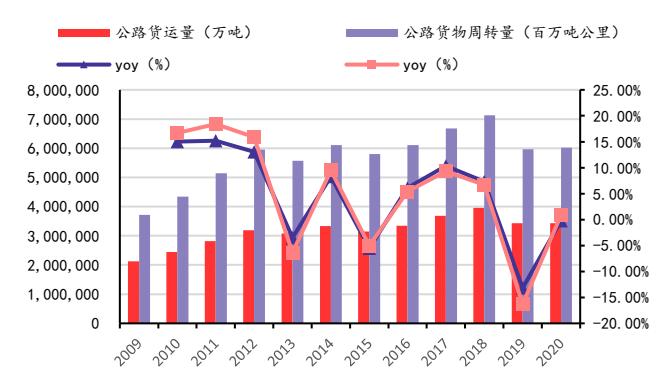
47.6%。货运方面，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于2020年已回归常态化。2020年，我国公路货运量为342.9亿吨，同比-0.3%，基本持平；公路货运周转量为60,143.57亿吨公里，同比+0.9%。2020年受益于我国经济率先修复，物流产业链表现超预期，作为产业链上关键一环，公路货运市场呈现出较高的景气度。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



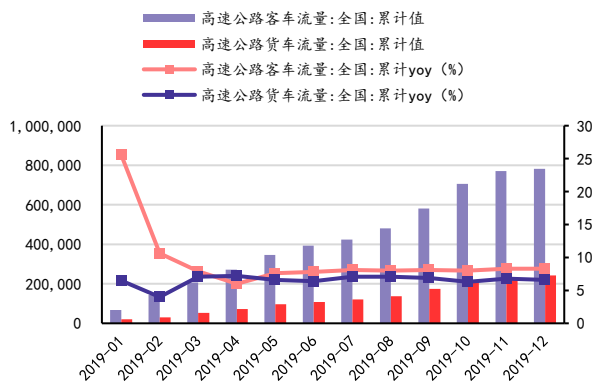
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



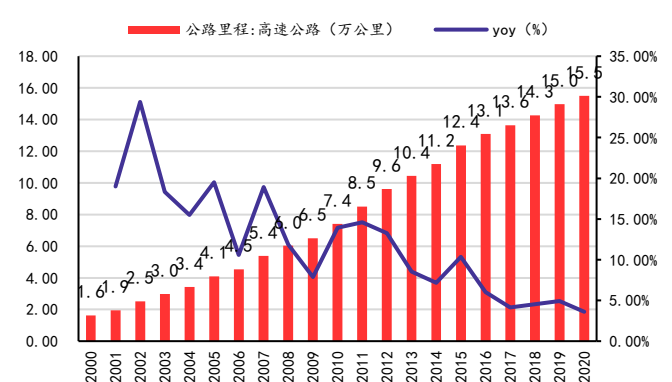
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)

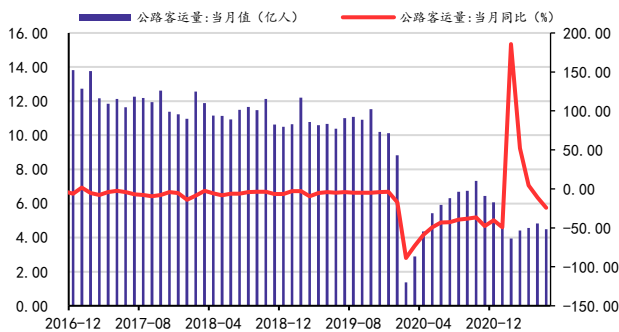


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：6 月公路客运量为 4.49 亿人次，客流量同比-24.1%。2021 年 6 月，营业性公路旅客运输量为 4.49 亿人次，同比-24.10%，月环比-6.85%；6 月，营业性公路旅客周转量为 330.49 亿人公里，同比-14.90%，月环比-9.44%。由此可见，6 月进入客运淡季，营业性公路客运量较上月呈现回落。同时，长途客运大巴客流继续受高铁、民航、私家车出行替代分流的趋势继续，公共交通系统进一步优化整合。

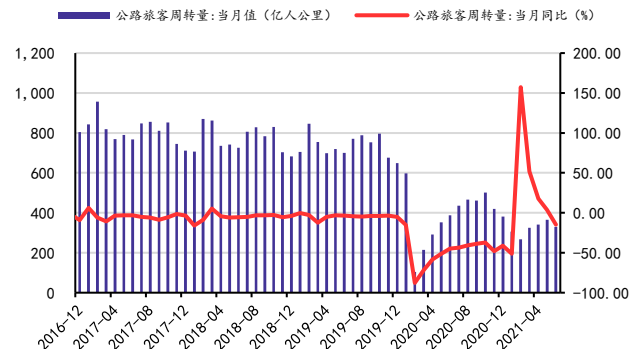
货运：6 月公路货运量同比+12.8%，货运物流行业高景气度持续，公路货运需求仍呈现旺盛。2021 年 6 月，公路货物运输量为 34.79 亿吨，同比+12.80%，月环比-0.03%；6 月，公路货物周转量为 6,031.04 亿吨公里，同比+8.0%，月环比-1.36%。由此可见，6 月，在货运物流行业持续高景气度的支撑下，公路货运需求仍呈现旺盛。

图 25 公路客运量及同比月度变化



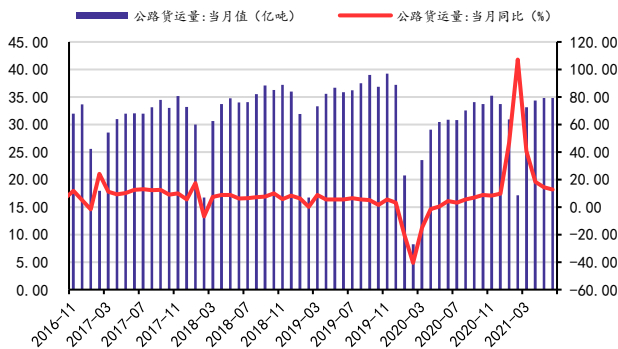
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



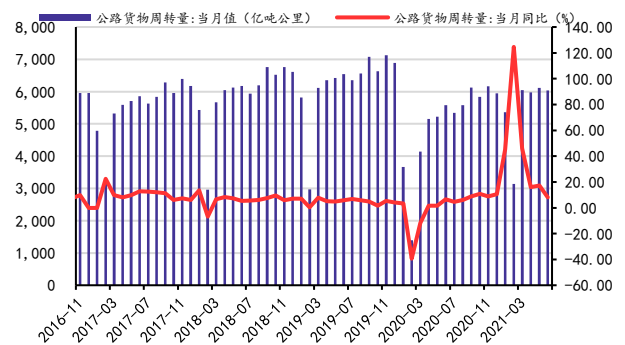
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



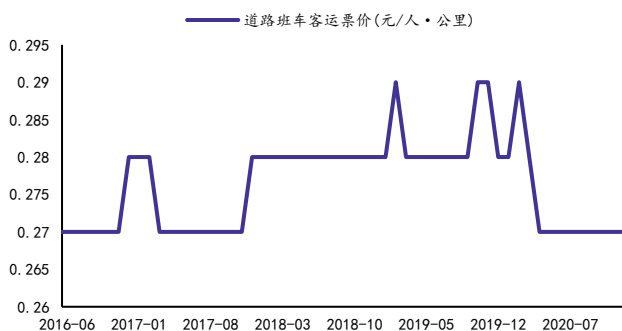
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



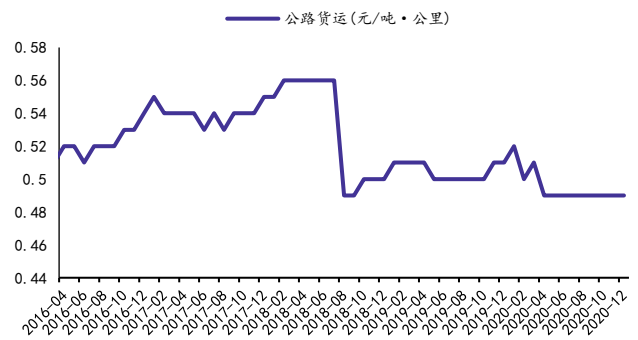
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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

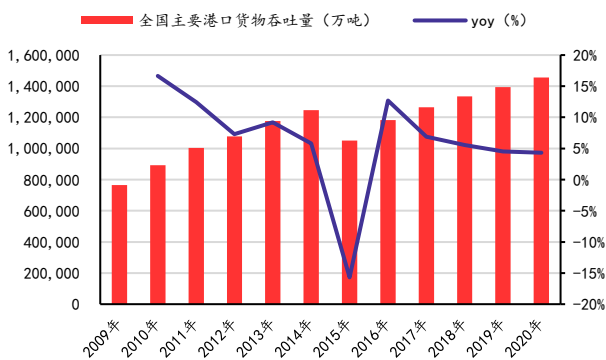
客车			
类别	车辆类型	核定载人数	说明
1 类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm
2 类客车	中型	10-19	车长小于 6000mm
	乘用车	-	-
3 类客车	大型	≤39	车长不小于 6000mm
4 类客车		≥40	车长不小于 6000mm
货车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）		说明
1 类货车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 类货车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 类货车	3		
4 类货车	4		
5 类货车	5		-
6 类货车	6		
专项作业车			
类别	纵轴数（含悬浮轴）		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：大宗散运市场“淡季不淡”，集运运价加速向上趋势继续

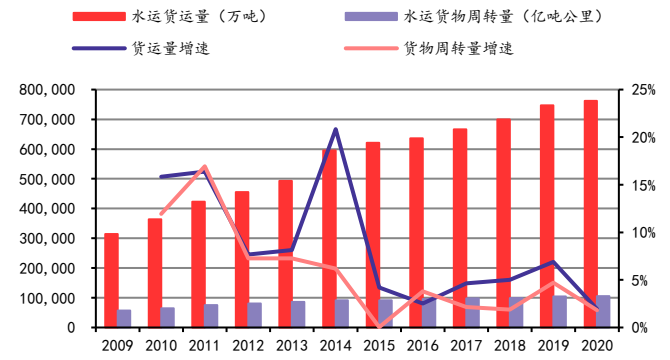
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



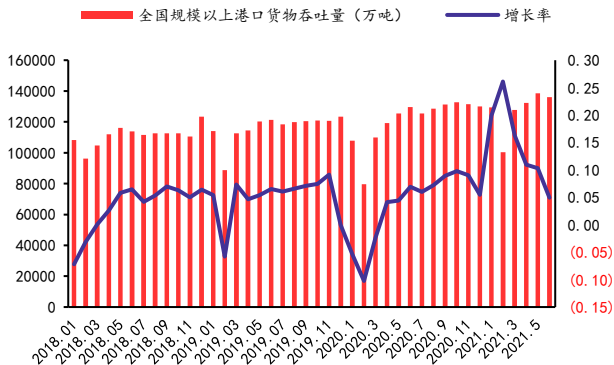
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



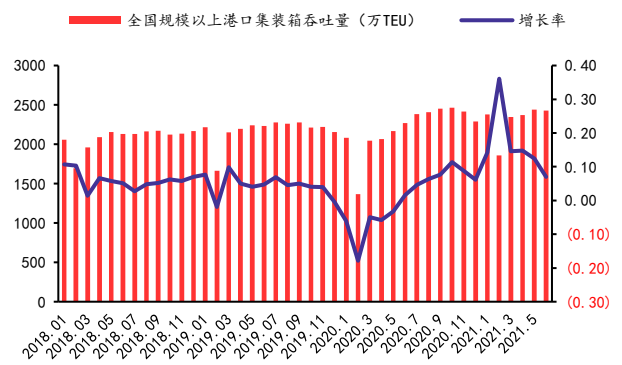
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

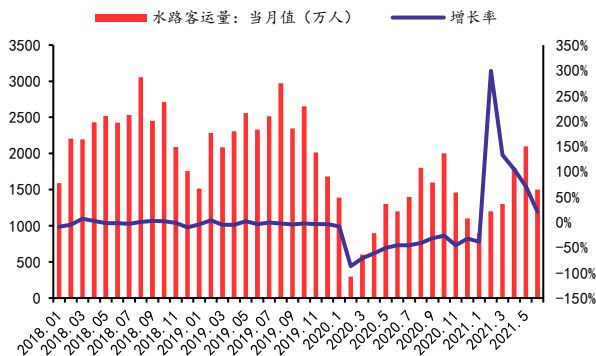
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

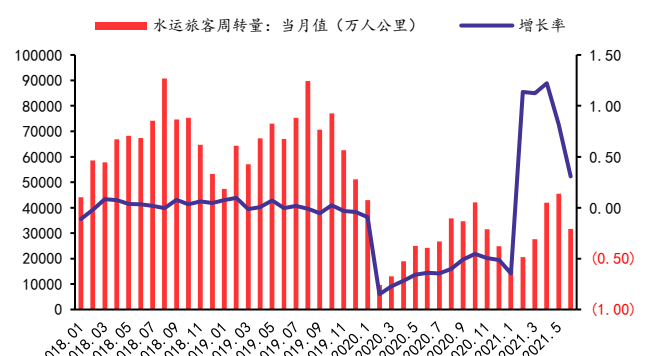
散运：BDI 指数报收 3210 点，我国及海外经济继续强劲复苏，制造业高景气度逻辑不变，支撑大宗散运市场“淡季不淡”。截至 2021 年 7 月 26 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 3,210 点，同比+143.74%，月环比-1.38%。铁矿石方面，进入 7 月，伴随我国北方雨季及南方高温天气多发，钢铁行业仍处于传统淡季，但全球经济稳步复苏趋势下，我国制造业高景气度逻辑不变，钢厂铁矿石进口需求持续旺盛，“淡季不淡”局面持续，支撑大宗散运价格维持高位。动力煤方面，7 月，制造业高景气度下，工厂生产活力高涨，用电旺季继续，社会用电量维持高位水平，电厂对动力煤采购积极性不减。炼焦煤方面，我国制造业高景气度继续，高炉开工率维持高位稳定，焦煤供需维持相对平衡的局面。总体上看，进入 7 月，我国制造业高景气度逻辑不变，“黑色系”氛围仍强，支撑大宗散运市场“淡季不淡”行情继续。

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

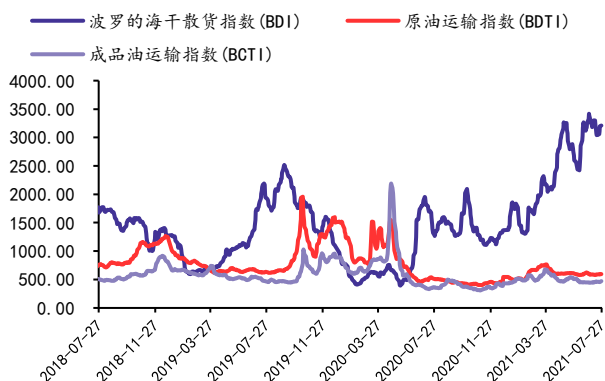


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

油运：波罗的海原油运价指数（BDTI）2021 年 7 月 26 日报收 594 点，同比+15.12%，月环比-3.26%。成品油运输指数（BCTI）2021 年 7 月 26 日报收 471 点，同比+30.11%，月环比+4.43%。由此可见，7 月，油运价格底已恢复至 2020 年同期水平，但仍位于历史低位，底部上行态势暂时趋缓。总体上，当前油轮租金水平仍低迷，船东经营惨淡的现状延续。从需求端来看，7 月，因印度德尔塔变异病毒蔓延，海外多国面临疫情反复的风险，原油消费需求修复前景持续蒙阴。同时，因我国原油进口配额下降，当前油轮市场进一步承压。7 月，OPEC+会议当前僵局仍未解，阿联酋与沙特的分歧尚未达成折衷协议，最新增产计划仍有待进一步关注。

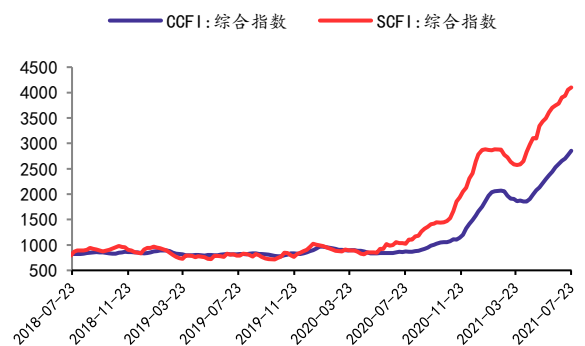
集运：2021 年 7 月 23 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 4100.4 点，月环比+8.31%，同比+301.16%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 2854.02 点，月环比+10.13%，同比+227.74%。由此可见，7 月，集运价格继续加速向上反弹，突破 4100 点。我们认为，因海外疫情仍未完全消除，我国出口替代的红利仍有释放空间，集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。叠加此前发生的苏伊士运河堵塞事件，在一定程度上迫使部分集运船舶绕行，带来运力紧缺的局面，同时印度疫情变异反复，影响到国际航运运力供给，对集运运价形成了进一步支撑，运价加速向上的逻辑延续。

图 37 波罗的海航运指数（BDI、BDTI、BCTI）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 38 上海出口集装箱集运指数（CCFI、SCFI）

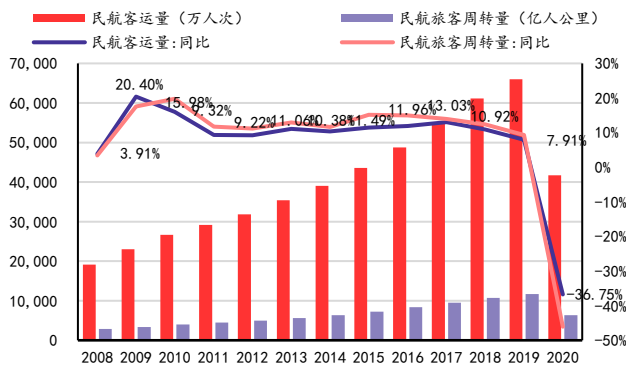


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 航空：6月淡季民航客流量环比小幅回落，航空货运市场高景气逻辑不变

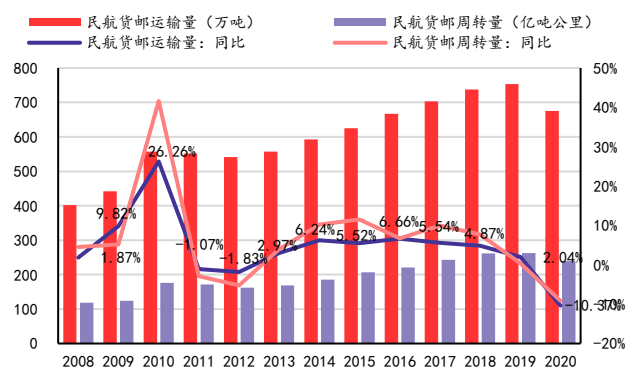
受疫情影响，2020年完成民航客运量4.17亿人次，同比降-36.75%。据统计数据显示，2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。2020年，完成民航旅客运输量4.17亿人次，同比-36.75%；2020年完成民航货邮运输量674.93万吨，同比降-10.37%。2020年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.1%，较上年（32.8%）同比继续有所提升。

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

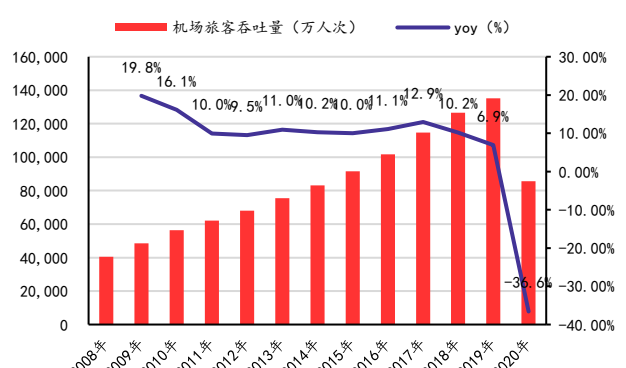
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

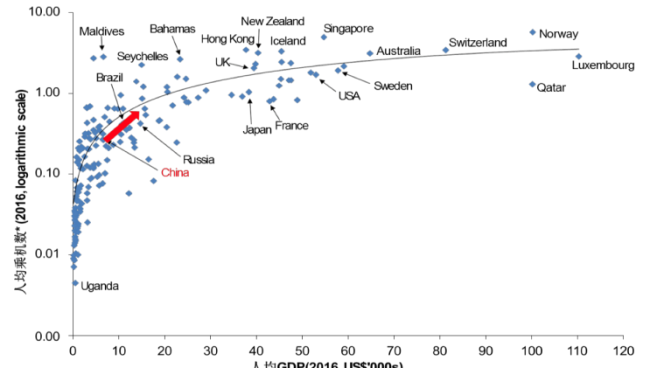
机场方面，2020年，全年旅客吞吐量完成8.57亿人次，同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制，2020年机场旅客吞吐量较前显著下降，同比降约40%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续5年逾8000万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019年，我国千万级机场已达39个，较上年增加2个。我国交通基础设施建设持续推进下，预计2020年有望继续增加。

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

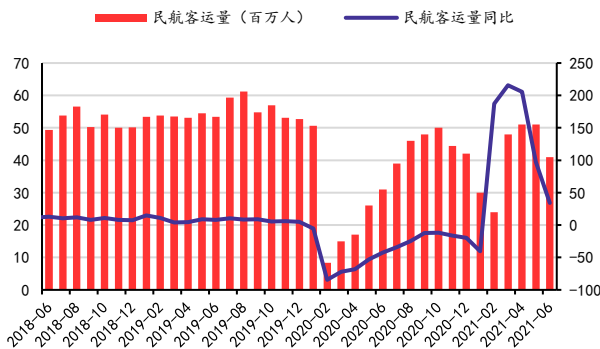


资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运:6月民航客运量同比增+34.2%，民航客运市场修复继续，淡季客流量环比小幅回落。2021年6月，全国民航完成旅客运输量0.41亿人次，同比+34.2%，环比-19.61%；6月，完成民航旅客周转量605.5亿人公里，同比+37.7%，月环比-19.38%。由此可见，随着疫情影响加

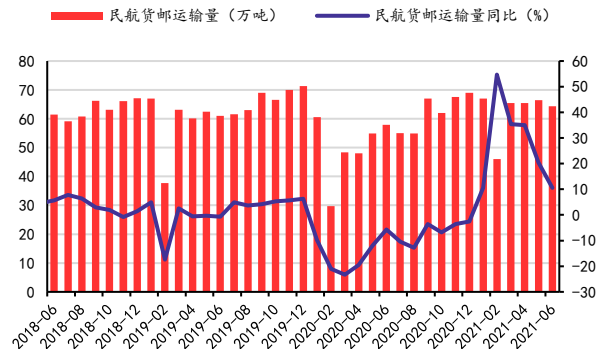
速消除，6月民航客运需求继续处于修复通道中。同时，因6月为客运淡季，民航客流量较上月高峰环比有所回落。

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

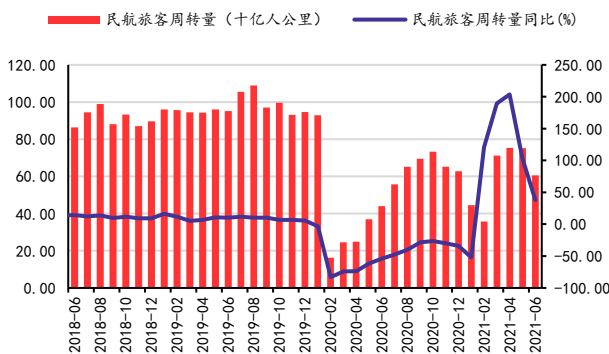
图 44 民航货运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

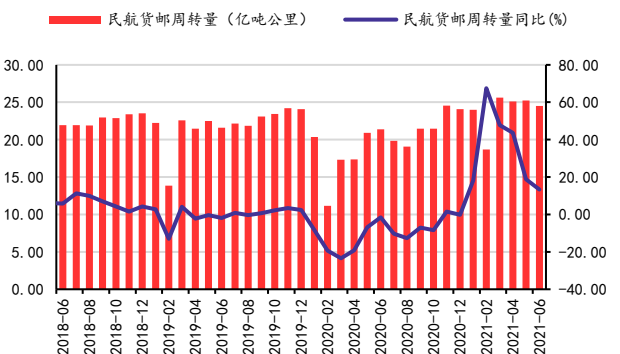
全球疫情持续好转趋势不变，6月“三大航”国内、国际航线客流量同比继续呈现显著改善。按照航线种类来看，以“三大航”为例，6月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比+39.4%、+18.98%、+53.64%，去年同期低基数下，国内客运量同比高增长继续；国航、南航、东航国际航线客运量同比分别-34.1%、+1.54%、-19.23%，国际航线较去年低基数呈现了略微改善，与常态化运量水平的差距持续缩小。由此可见，6月，伴随着全球疫情继续加速好转，“三大航”国内航线继续显著改善。

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

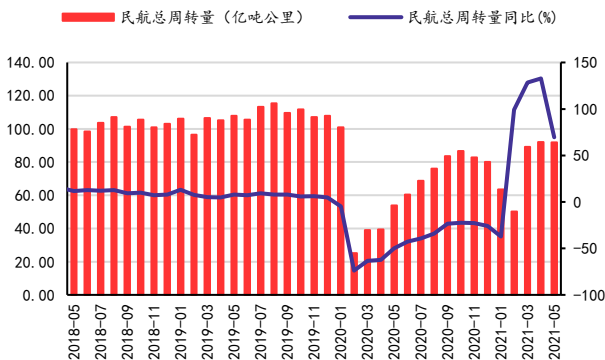
图 46 民航货邮周转量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

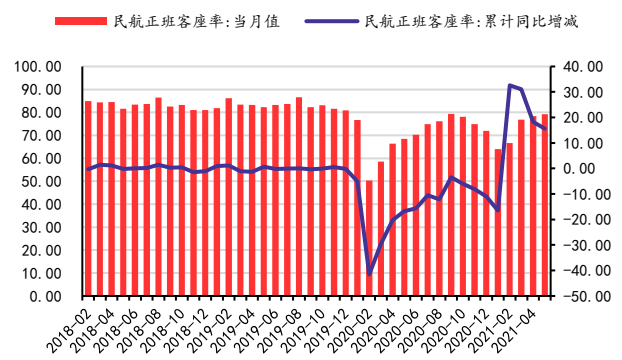
货运：6月民航货运量同比+10.6%，航空货运市场高景气度继续。2021年6月，全国民航共完成货邮运输量 64.29 万吨，同比+10.6%，月环比-3.22%；6月，完成民航货邮周转量 24.5 亿吨公里，同比+13.3%，月环比-2.89%。由此可见，6月，因海外地区继续受德尔塔病毒变异的反复影响，国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加疫苗运输挤占运力，航空运力紧张的局面仍将持续，航空货运价格仍居高位水平。但同前相比，空运价格有所小幅回落，随着苏伊士运河的影响弱化，运价在未来或呈现一定程度的高位回调。我们维持此前观点，国际航空货运价格有望在未来 2-3 年内继续位于较高区间。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，6月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别+6.7%、+3.68%、+10.57%，国际航线货运量同比分别+6.6%、-4.0%、+95.68%。

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

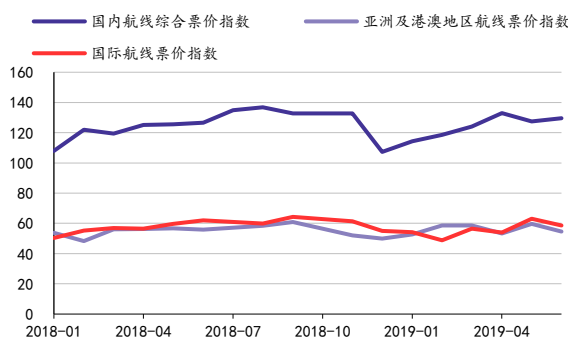
图 48 2018年1月-2021年6月民航客座率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

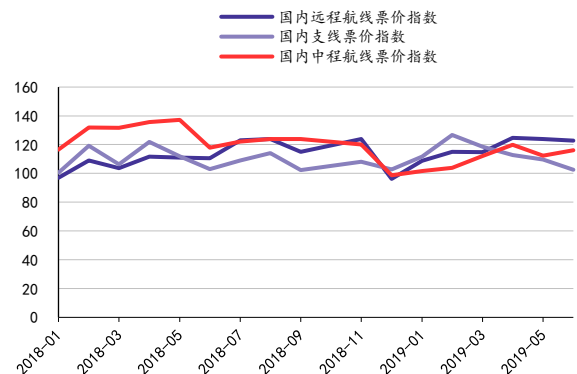
航班利用率: 6月“三大航”客座率为73.56%，淡季客座率小幅回落。6月，“三大航”客座率分别为71.6%、75.4%、73.62%，平均客座率为73.56%，较去年同期客座率低基数(67.52%)同比+6.04pct，较5月客座率(76.44%)环比-2.88pct。6月，伴随客运淡季到来，出行需求较旺季高峰有所下降，客座率环比小幅回落。但考虑到7-8月暑运旺季降至，7月客座率或呈现显著回升。

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



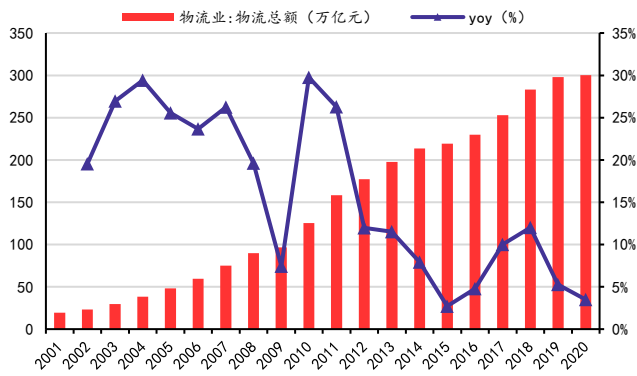
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

6月“三大航”货邮载运率为45.06%，航空货运景气度下，载运率达45%水平。6月，“三大航”货邮载运率分别为40.6%、55.74%、38.85%，平均货邮载运率为45.06%，较去年低基数(39.99%)同比+5.08pct，较5月(40.75%)上升至45%水平。考虑到航空货运需求高位延续，我们维持此前预期，即下半年货邮载运率有进一步提升的空间。

(五) 物流快递: 6月快递业务量同比增30.4%，CR8为80.8

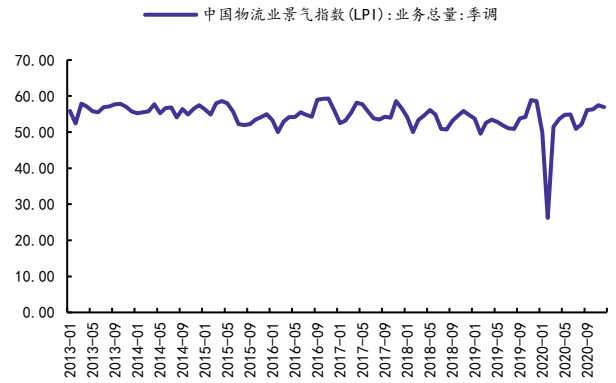
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 51 2001 年-2020 年社会物流总额变化趋势及同比增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

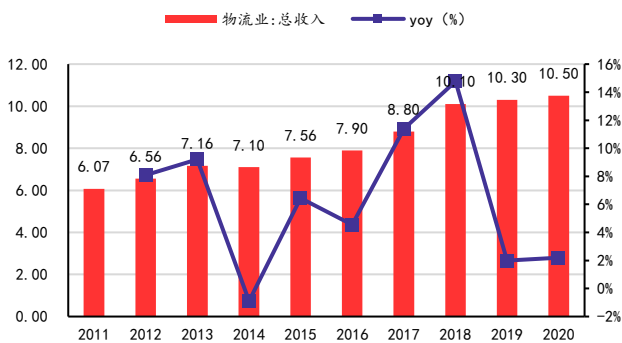
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

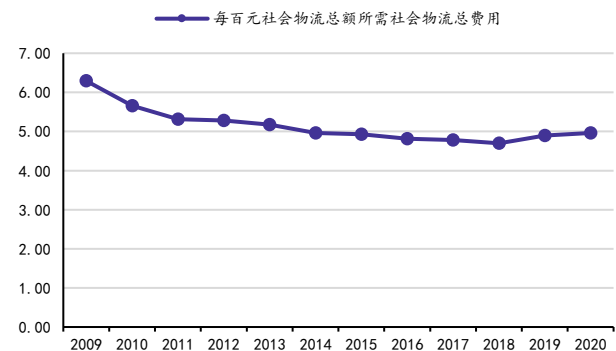
收入和费用: 近年来, 物流业总收入增速持续回升, 每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020 年, 物流业实现总收入 10.5 万亿元, 同比增+2.2%, 受益于我国疫情率先收尾, 经济生活修复完成, 物流业已回归疫情前同期水平, 在常态化轨道运行。

图 53 2001 年-2020 年物流业总收入及增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 54 2009 年-2020 年每百元社会物流总额所需社会物流总费用

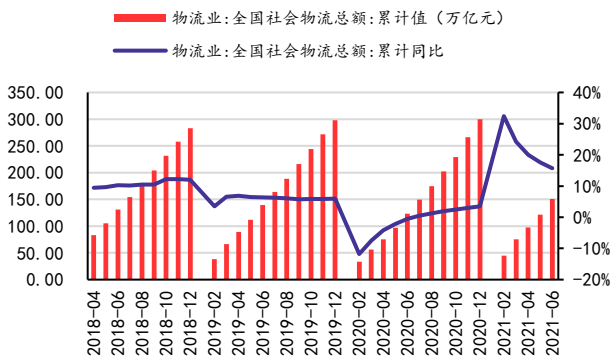


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业: 货运物流高景气度持续, 1-6 月社会物流总需求维持高位。物流总额方面, 2021 年 1-6 月, 社会物流总额为 150.9 万亿元, 累计同比+15.7%, 社会物流总需求继续呈现稳定增长。由此可见, 截至 6 月, 社会物流需求维持高位。我们维持此前观点, 即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。

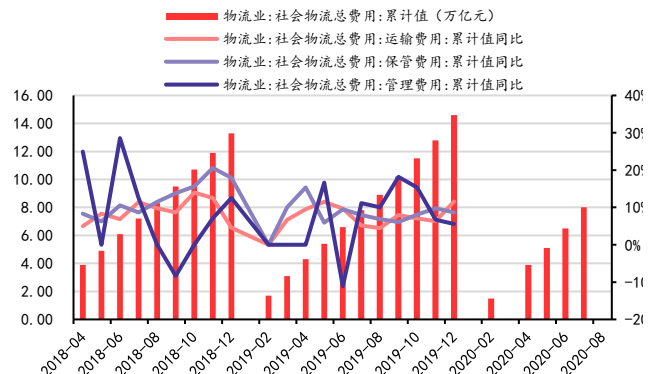
快递行业: 长期来看, 2020 年受网络零售业持续高增驱动, 中国快递业加速上升态势继续, 行业增速超+30%, 高景气逻辑持续。据国家邮政局统计数据显示, 中国快递业务量由 2007 年 12.02 亿件, 上涨至 2020 年的 833.61 亿件, 累计实现 69.35 倍增幅; 快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元, 上涨至 2020 年的 8,795.4 亿元, 累计实现 25.67 倍增幅。2020 年, 快递业务量、收入分别较上年同比增+31.23%、+17.3%, 行业增速超+30%。

图 55 社会物流总额月度变化



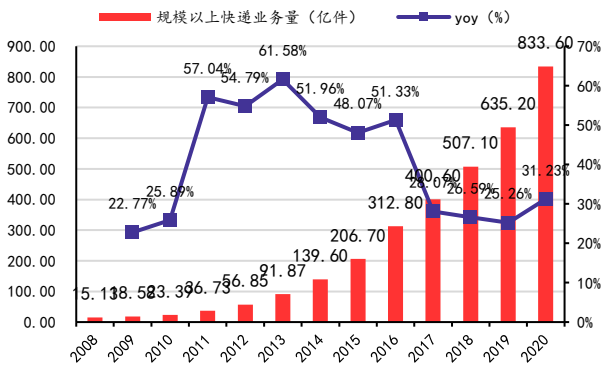
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



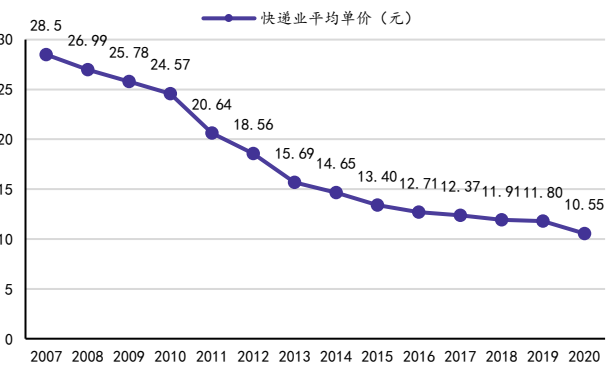
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2020)



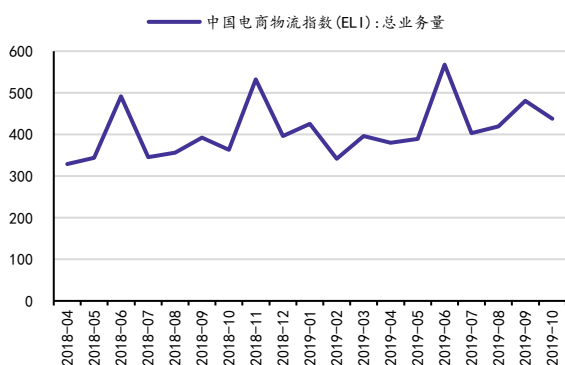
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58 快递业务平均单价 (元)



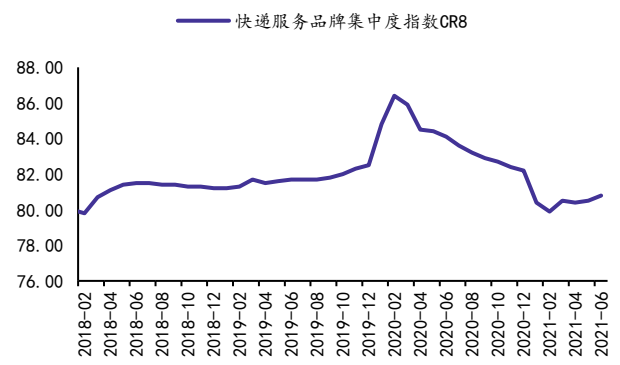
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 6 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

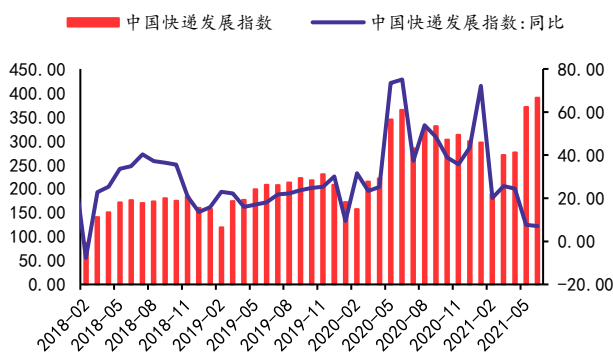
6 月快递行业件量同比+30.4%，行业规模增速继续维持高位。据国家邮政局数据显示，2021 年 6 月，快递行业件量完成 97.41 亿票，同比+30.4%。累计来看，2021 年 1-6 月，快递行业件量完成 493.91 亿票，累计同比+45.78%。由此可见，快递行业高增态势持续，增速维持 +30%-40% 水平，符合预期。考虑到 7-8 月农货季来临，快递需求或继续呈现旺盛。

市场集中度：市场集中度方面，2021年6月，快递行业CR8为80.8，较5月（80.5）回升+0.3pct，这与价格监管政策影响下，极兔影响弱化有一定关系，头部公司份额呈现整体回升趋势。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6月，韵达、圆通、中通、顺丰的市占率分别为16.86%、15.28%、9.32%、9.76%，较5月（17.48%、15.93%、10.07%、9.41%），韵达市占率仍稳居行业第二，圆通继续位列第三，与韵达市占率相距1.58pct。一线龙头竞争格局维持相对稳态。

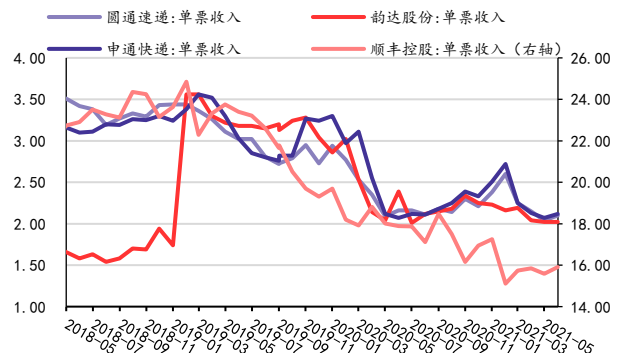
价格竞争：2021年6月，韵达、圆通、中通、顺丰的单票价格分别为2.02元/票、2.10元/票、2.12元/票、15.91元/票，同比分别-0.98%、-2.45%、-2.36%、-13.44%，单价水平继续处于2元/票水平，通达系价格竞争仍呈现激烈局面。我们维持此前观点，即随着浙江地区价格监管政策的进一步实施和推广，价格战或将呈现放缓的势头，这有利于龙头公司收益水平的修复。

图 61 2018 年-2021 年 6 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 6 月快递单收入



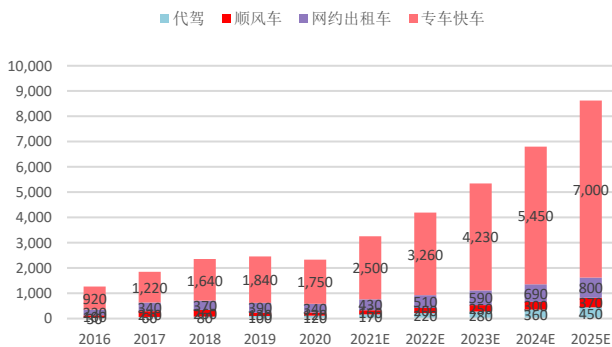
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（六）新业态：6月网约车订单量为7.01亿单，地区疫情反复带来出行需求波动

网约车市场规模进一步扩张，236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6月30日，我国共有236家网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至6月30日，全国共计发放网约车驾驶员证349.3万本、车辆运输证132.7万本。

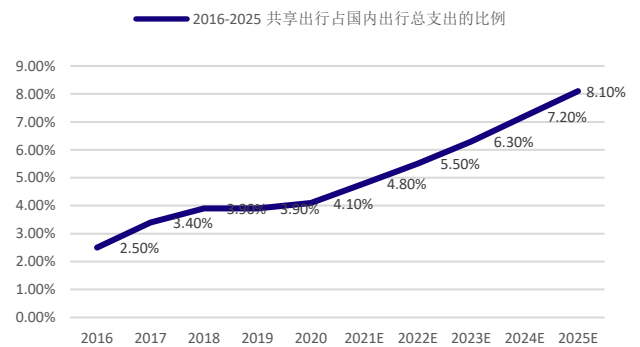
6月网约车订单量为7.01亿单，订单总量超30万单的网约车平台共13家。根据交通运输部发布数据显示，2021年6月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息7.01亿单，较5月（8.0亿单）环比-12.38%。6月，随着疫情进一步加速消除，工商企业继续常态化运行，网约车订单量继续位于高位。但因国内部分城市出现疫情反复，订单量较5月环比有所下降。其中，6月当月，订单总量超30万单的网约车平台共13家，（按订单合规率排序）分别是：如祺出行、享道出行、T3出行、神州专车、阳光出行、曹操出行、首汽约车、帮邦行、滴滴出行、万顺叫车、美团打车、花小猪出行、方舟行。

图 63 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)



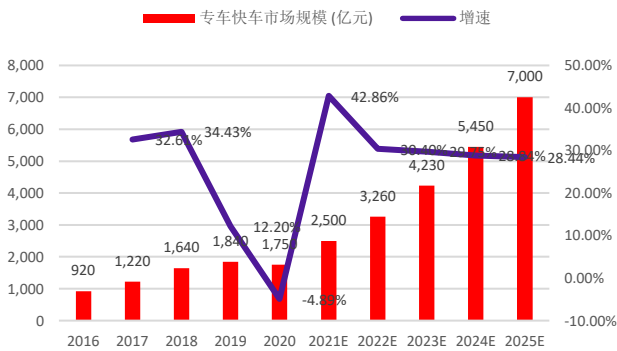
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 64 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例



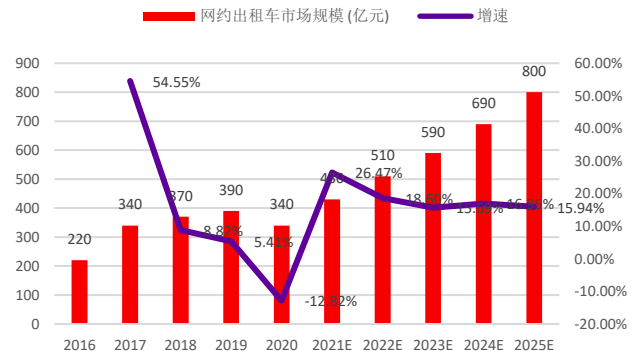
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 65 专车快车市场规模变化趋势及增幅



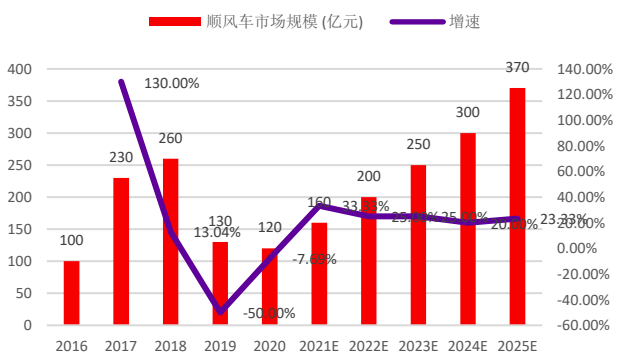
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 66 网约出租车市场规模变化趋势及增幅



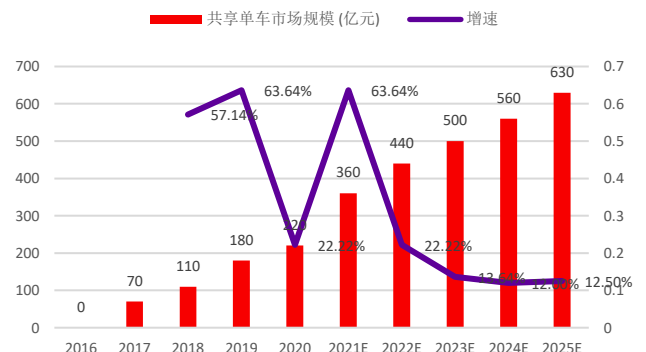
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 67 顺风车市场规模变化趋势及增幅



资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 68 共享单车市场规模变化趋势及增幅



资料来源: 灼识咨询, 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。

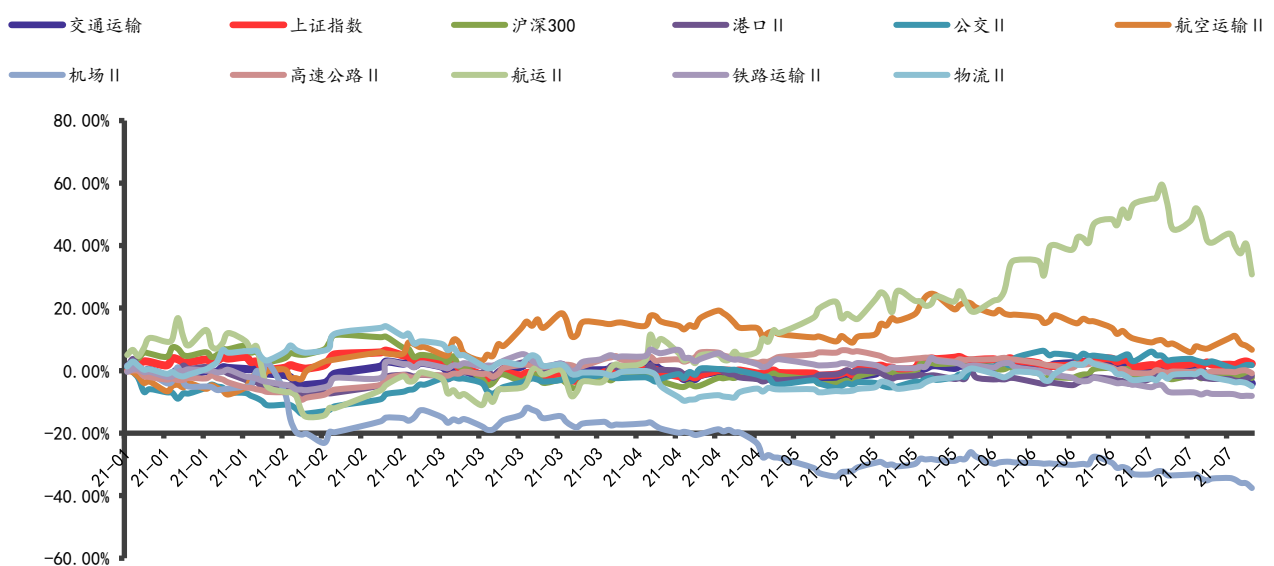
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年7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25,818.82亿元，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：中远海控（601919.SH）3,136.52亿元、顺丰控股（002352.SZ）2,809.05亿元、京沪高铁（601816.SH）2,533.89亿元、上港集团（600018.SH）1,205.03亿元、中国国航（601111.SH）1,050.14亿元、南方航空（600029.SH）993.18亿元、大秦铁路（601006.SH）894.99亿元、上海机场（600009.SH）831.10亿元、东方航空（600115.SH）802.60亿元、宁波港（601018.SH）610.17亿元。

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+2.23%和-2.34%，交通运输指数-4.12%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-1.65%、公交+1.76%、航空运输+6.66%、机场-37.56%、高速公路-0.85%、航运+30.77%、铁路运输-8.09%、物流-5.0%，其中，航运、航空运输、公交板块表现突出，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（2021/01/01-2021/7/23）



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

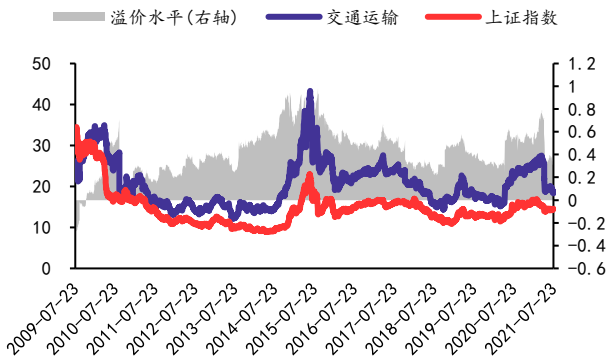
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年7月23日，交通运输行业市盈率为18.29倍（TTM），上证A股为14.45倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为126.56%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

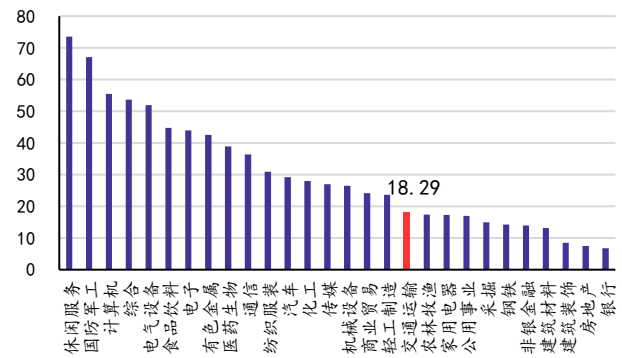
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 18.29 倍（2021/7/23），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

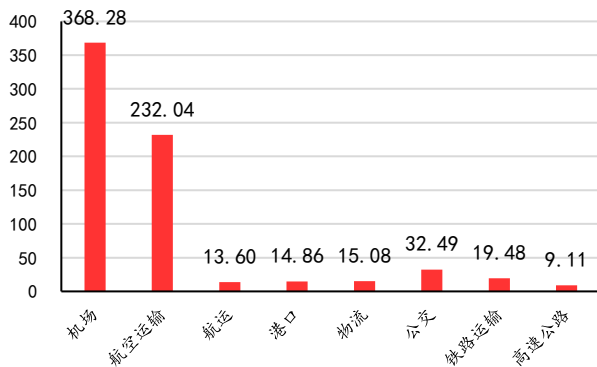


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

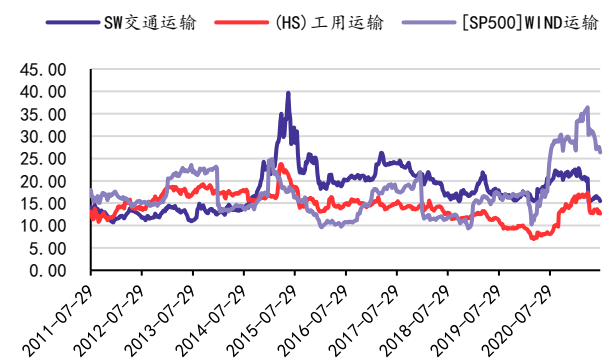
我们选择 [HS] 工用运输指数、[SP500] Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2021 年 7 月 23 日，上述指数市盈率分别为 12.70 倍、26.31 倍和 18.29 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

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 176 亿美元、港股中市值大于 177 亿港元、A 股中大于 318 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 2021.7.23）

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)
				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	1,842.40	35.64	280.43	5.94
2	UNP.N	联合太平洋	铁路	-4.36	-10.0	-9.02	-9.63	1,435.65	24.41	8.47	9.02
3	FDX.N	联邦快递(FEDEX)	航空货运 与物流	-	-	-	-	794.21	15.21	3.29	19.53
4	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	-	-7.36	-	-15.51	750.72	26.89	4.87	4.97
5	CSX.O	CSX 运输	铁路	-1.47	-11.3	-8.31	-16.99	739.70	21.92	5.65	1.50
6	NSC.N	诺福克南方	铁路	0.53	-13.3	76.64	-26.05	663.94	28.83	4.49	9.20
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-	-1.05	-	0.16	492.56	23.58	8.58	3.96
8	DIDI.N	滴滴出行	应用软件	105.95	-8.43	238.42	-8.08	388.75	-39.28	-3.33	-5.39
9	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	14.09	-2.29	49.69	9.29	302.76	40.98	9.10	6.37
10	LUV.N	西南航空	航空公司	-51.54	-59.7	223.40	-233.65	299.83	-18.72	3.38	-2.71
11	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-	-	-	-	259.55	-151.1	184.64	-3.03
12	DAL.N	达美航空(DELTA)	航空公司	-51.70	-63.6	-120.41	-359.81	258.59	-3.88	16.86	-10.41
13	KSU.N	堪萨斯南方铁路	铁路	-3.51	-8.14	0.79	14.49	246.88	190.20	6.09	1.43
14	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	-	14.04	-	-24.00	239.57	35.21	3.19	5.23
15	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	-	-	-	235.85	-14.49	4.03	-1.17
16	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	76.54	23.74	134.76	17.91	220.16	25.57	8.28	5.10
17	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	14.79	5.14	39.85	-1.99	176.73	29.54	6.80	5.66

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 2021.7.23）

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)
				2020Y	2019Y	2020Y	2019Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	-21.36	1.96	-140.30	-25.46	2,869.89	-59.68	1.62	-0.78
2	2618.HK	京东物流	陆运	47.20	31.62	-85.06	19.19	2,114.58	-43.05	-34.61	-0.67
3	1919.HK	中远海控	海运	13.76	25.09	48.38	443.90	2,014.16	6.79	3.86	1.57

4	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	14.04	25.59	-24.00	29.46	1,924.43	36.38	3.31	5.23
5	0316.HK	东方海外 国际	海运	19.08	4.66	-33.07	1,146.97	901.63	12.88	2.06	1.42
6	1308.HK	海丰国际	海运	8.46	7.22	59.85	11.37	852.91	31.29	9.29	0.13
7	0753.HK	中国国航	航空公司	-48.96	-0.43	-324.34	-12.66	765.46	-4.09	0.83	-1.09
8	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	-41.24	7.28	-510.87	-8.81	754.20	-6.65	0.91	-0.57
9	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	-51.46	4.95	-470.80	18.31	497.94	-3.59	0.75	-0.71
10	0177.HK	江苏宁沪 高速公路	公路与铁 路	-20.55	1.54	-41.32	-4.04	437.78	10.16	1.31	0.72
11	0144.HK	招商局港 口	海港与服 务	0.53	-12.42	-38.40	15.42	428.22	8.31	0.49	1.38
12	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	29.71	7.87	-23.56	55.27	423.36	14.62	1.54	1.60
13	0293.HK	国泰航空	航空公司	-56.13	-3.68	-1,393	-27.89	418.42	-1.91	0.57	-3.40
14	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	-0.10	6.82	-19.23	5.58	292.73	5.84	1.02	0.98
15	6198.HK	青岛港	海港与服 务	8.79	3.71	1.36	5.47	270.03	5.79	0.69	0.61
16	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	15.65	45.24	-20.19	19.18	237.51	4.96	0.69	2.11
17	0598.HK	中国外运	航空货运 与物流	8.91	0.43	-1.77	3.68	229.42	5.79	0.63	0.45
18	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	-68.30	-22.99	-184.10	-15.76	220.72	-9.13	0.84	-0.44
19	1199.HK	中远海运 港口	海港与服 务	-2.63	2.73	12.81	-5.10	197.26	7.72	0.46	0.10
20	2866.HK	中远海发	海运	49.21	-12.84	22.10	26.04	177.60	6.55	0.61	0.20

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 2021.7.23)

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)
				2021Q1	2020Y	2021Q1	2020Y				
1	601919.SH	中远海控	航运 II	79.58	13.37	2,539.47	27.42	3,136.52	12.50	5.25	1.57
2	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	27.07	37.25	-238.57	23.24	2,809.05	51.73	5.12	1.19
3	601816.SH	京沪高铁	铁路运 输 II	11.65	5.72	-79.33	16.48	2,533.89	78.52	1.38	0.07
4	600018.SH	上港集团	港口 II	42.36	-27.65	66.84	-7.48	1,205.03	12.56	1.38	0.41

5	601111.SH	中国国航	航空运 输 II	-15.50	-48.96	-23.69	-318.2	1,050.14	-6.64	1.47	-1.09
6	600029.SH	南方航空	航空运 输 II	0.53	-40.02	31.55	-481.9	993.18	-10.36	1.32	-0.57
7	601006.SH	大秦铁路	铁路运 输 II	19.33	-9.50	48.66	-18.94	894.99	7.49	0.82	0.80
8	600009.SH	上海机场	机场 II	-47.05	-60.68	-467.80	-122.2	831.10	-46.60	2.89	-0.93
9	600115.SH	东方航空	航空运 输 II	-13.32	-51.48	1.86	-460.4	802.60	-6.86	1.61	-0.71
10	601018.SH	宁波港	港口 II	19.96	-16.02	87.85	1.39	610.17	15.67	1.19	0.25
11	601021.SH	春秋航空	航空运 输 II	-6.75	-36.68	-24.95	-132.2	493.06	-76.34	3.67	-0.70
12	001965.SZ	招商公路	高速公 路 II	120.60	-14.75	290.62	-47.26	449.78	10.78	0.92	0.68
13	600377.SH	宁沪高速	高速公 路 II	148.30	-20.30	2,717.79	-41.43	447.86	12.30	1.62	0.72
14	601866.SH	中远海发	航运 II	52.95	33.49	141.99	22.22	413.25	15.80	2.17	0.23
15	002120.SZ	韵达股份	物流 II	48.10	-2.63	-27.57	-45.71	404.07	31.10	2.79	0.45
16	601880.SH	大连港	港口 II	4.67	0.17	15.99	6.24	391.39	33.28	1.12	0.05
17	600221.SH	海航控股	航空运 输 II	12.26	-59.38	55.55	-9,477	371.42	-0.62	-1.05	-3.59
18	601872.SH	招商轮船	航运 II	-24.81	-2.88	-68.26	44.48	326.95	17.27	1.30	0.23
19	601156.SH	东航物流	物流 II	-	33.77	-	231.70	318.30	13.44	3.97	1.49

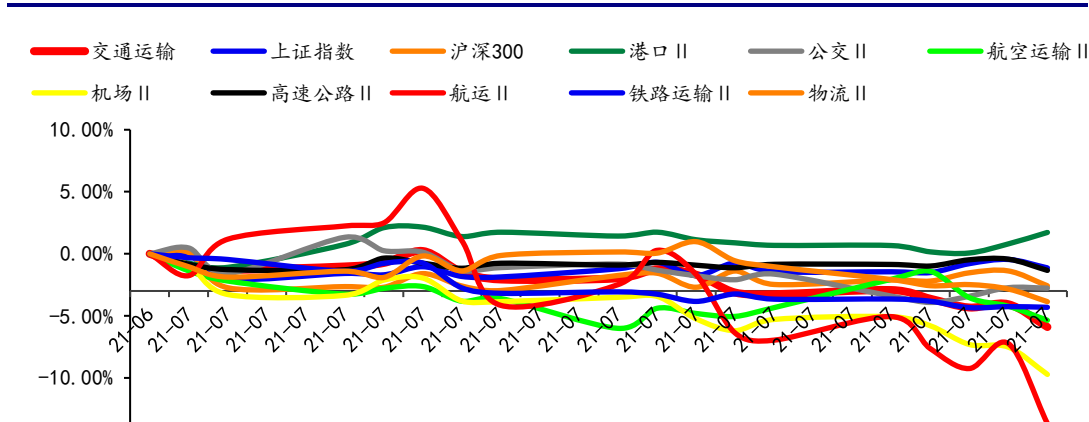
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 首推公路货运数字化核心标的, 疫情反复下关注物流细分赛道

分子行业来看, 截至 2021 年 7 月 23 日, 航空、公交、机场板块 PE 仍较高, 分别为 232.04 倍、32.49 倍、368.28 倍, 高于交通运输行业值 18.29 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 9.11 倍、13.60 倍、19.48 倍、14.86 倍。物流板块的 PE 为 15.08 倍。

图 74 2021 年 7 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 8 月投资策略: 首推公路货运数字化核心标的, 疫情反复下关注物流细分赛道。

1. 中国物流成本具有万亿级提质增效空间, 公路货运数字化是大势所趋。数字供应链是物流行业提质增效的理想愿景。据国家统计局数据显示, 2020 年中国物流成本 14.9 万亿元, 占 GDP 比重 14.6%, 对标美国来看 (8%), 若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效, 中国的物流成本约有万亿级下降空间。**推荐致力推动提升公路货运效率的传化智联 (002010. SZ)。**

2. 跨境电商物流赛道高景气度逻辑不变, 收益潜能继续释放。当前航空货运价格维持高位。苏伊士运河堵塞及盐田港停摆事件仍产生蝴蝶效应, 近期印度德尔塔变异病毒蔓延, 也进一步带来运力供给紧张的局面, 推升航空货运运价水平。长期来看, 跨境电商行业增量空间广阔, 出口运输需求仍有释放动力, 高运价行情或持续 2-3 年的周期。在此背景下, 我们继续看好跨境物流赛道的收益增厚潜力。**继续推荐积极布局跨境电商物流网络的华贸物流 (603128. SH) 和拥有丰富国际物流资源的中国外运 (601598. SH)。**

3. 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。**

4. 积极关注综合物流优质龙头的底部建仓时机。顺丰半年业绩预告发布, 上半年表现基本符合预期。顺丰作为物流行业优质龙头, 其核心快递业务具有牢固的护城河, 同时因人们持续倾向于为运送时效支付溢价的特点, 稳定的客户粘性进一步为其业内的优势地位提供保障。我们认为, 虽然当前时效件快递增长趋于稳定, 电商件因价格战下竞争环境紧张, 但考虑到公司护城河牢固, 且鄂州机场因素带来向好预期, 核心业务或在未来呈现稳健发展的局面。同时, 公司坚持多元化业务布局, 重货及冷运业务所处行业具备较高成长性, “四网融通”战略下, 未来有望迎来加速成长局面。叠加考虑顺丰积极切入数字供应链物流赛道, 开拓更广阔成长空间, 我们持续对公司中长期战略布局的合理性持有乐观态度。当前公司股价调整至相对低位, 我们看好公司产能释放过程中业绩回升的潜力。**推荐顺丰控股 (002352. SZ) 的底部建仓时机。**

(二) 核心组合

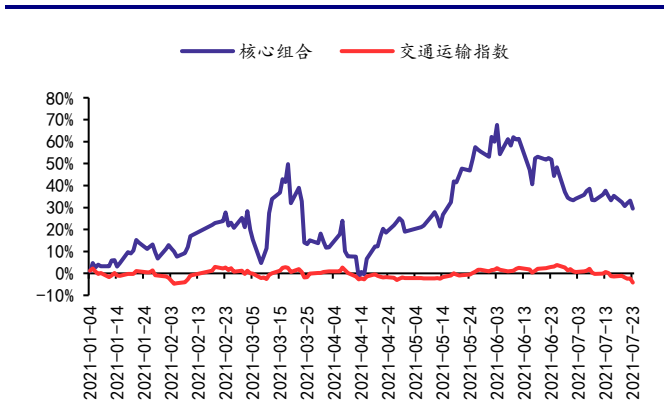
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 7 月 23 日)

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	+35.95%
002010.SZ	传化智联	2021/7/1	+2.98%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+16.96%

资料来源: Wind, 中国银行证券研究院整理

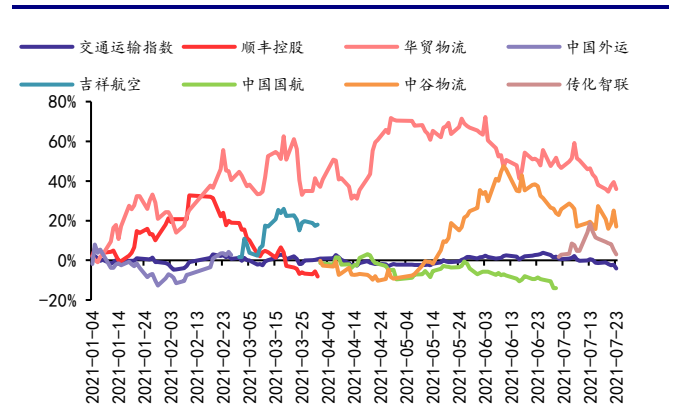
(三) 核心组合表现

图 75 核心组合表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 76 核心组合标的表现情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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7月1日起,推荐核心组合为华贸物流(603128.SH)、中谷物流(603565.SH)、传化智联(002010.SZ)。2021年1月1日-7月23日,交通运输业指数累计-4.12%,2021年银河交通核心组合+29.43%。核心组合跑赢行业,相对收益+33.55%。

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 (2011-2020)	7
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2020)	7
图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2021Q1)	7
图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2021Q1)	7
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020)	8
图 8 交通运输行业季度净资产收益率 (2016Q1-2021Q1)	8
图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2020)	9
图 10 行业固定资产周转率 (2011-2020)	9
图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2021Q1)	10
图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2021Q1)	10
图 13 交通运输板块营业收入变化及预测 (2015-2021E)	10
图 14 交通运输板块净利润变化及预测 (2015-2021E)	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 6 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 6 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 6 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 6 月快递单收入	25
图 63 2016-2025E 网约车细分市场交易规模（亿元）	26
图 64 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例	26
图 65 专车快车市场规模变化趋势及增幅	26
图 66 网约出租车市场规模变化趋势及增幅	26
图 67 顺风车市场规模变化趋势及增幅	26
图 68 共享单车市场规模变化趋势及增幅	26
图 69 交通运输各子行业表现情况（2021/01/01-2021/7/23）	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 7 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 76 核心组合标的表现情况	34

表格目录

表 1 2019 年中国交通运输行业部分指标在全球排名情况	3
表 2 交通运输行业杜邦分析指标 (2016Q3-2021Q1)	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 2021.7.23)	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 2021.7.23)	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 2021.7.23)	31
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 7 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：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn