

推荐综合物流龙头中长期配置价值，持续关注公路货运数字化趋势

——2021年9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：8月暑运客流受疫情压制“旺季不旺”。**2021年8月：CTSI指数同比-6.7%。**铁路：**8月铁路客流量同比-38%。**公路：**8月营业性公路客流同比-45%。**水路：**全球经济逐步复苏背景下，散运及集运运价继续加速向上。**航空：**8月禄口机场疫情抑制民航暑运客流，航空货运市场高景气逻辑不变。**物流：**8月快递业务量同比增24.2%。**新业态：**8月网约车订单量为6.43亿单，国内疫情下订单流量回落。
- **推荐综合物流龙头的中长期配置价值。**受物流业高景气度支撑，顺丰控股核心业务时效件呈现稳健向好趋势，为公司盈利底盘带来稳健支撑。同时，“四网融通”战略推进下，快递及快运产品提速降本具备潜力，随着前置资本投入继续摊薄，“四网融通”带来的后续盈利贡献潜力是具备相对确定性的。我们认为，考虑到当前公司业绩在底部符合预期，未来随着公司鄂州机场投入运营，嘉里物流的业绩贡献显现，同时“四网融通”及数字供应链发展战略的布局成果进一步兑现，业绩爆发值得期盼。**推荐顺丰控股（002352.SZ）的中长期配置价值。**
- **新竞争格局下快递一线龙头迎来价值重估机会。**多重政策面因素影响下，快递业拉锯近2年的价格战或临拐点，未来快递公司的服务水平提升、用户体验改善将成为竞争重点。在此背景下，行业有望迎来盈利修复、价值重估的新局面。而快递一线龙头因具备更为扎实的资源底盘，及更高的运送时效、服务水平，伴随新竞争格局到来，或成为最大受益者。叠加考虑下半年货运物流旺季催化，短期内股价有进一步上升潜力。**推荐韵达股份（002120.SZ）、中通快递（2057.HK）、圆通速递（600233.SH）等头部快递公司。**
- **持续看好公路货运数字化的趋势。**我国公路货运市场具有万亿级空间，但当前仍未被充分挖掘，延续呈现出低集中度、低同质化的属性。在此背景下，网络货运赛道被赋予了高速成长的潜力。**继续推荐深耕“线上+线下”公路货运数字化的传化智联（002010.SZ）。**

核心组合

证券代码	证券简称	加入组合时间	累计涨幅
603128.SH	华贸物流	2021/1/1	+36.92%
002011.SZ	传化智联	2021/7/1	+8.04%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+30.21%

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

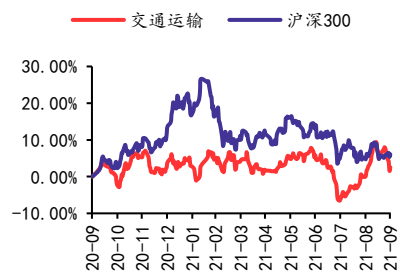
执业证书编号：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

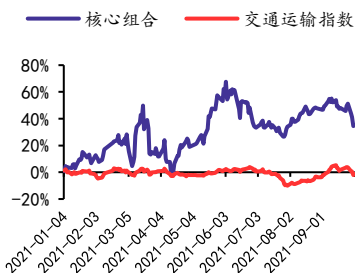
2021.9.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.9.30



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】把握快递头部公司的业绩修复机会，看好公路货运数字化的高成长性_202108期》

目 录

一、8月CTSI指数同比回落，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”	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) 8月CTSI指数同比-6.7%，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 8月CTSI指数同比降-6.7%，货运物流高景气继续，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 快狗打车递交IPO招股书	5
2. 传化智联半年报业绩表现符合预期	5
3. 华贸物流拟在东北成立合资公司	5
4. 圆通速递拟成立圆准物流子公司	6
5. 安能物流在港交所上市	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：8月暑运客流受疫情压制“旺季不旺”，货运市场延续高景气度	11
(一) 铁路：8月国内疫情波动抑制暑运铁路客流，铁路货运量高位继续	11
(二) 公路：8月营业性公路客流同比-45%，物流旺季支撑公路货运高景气	15
(三) 水路：全球经济逐步复苏背景下，散运及集运运价继续加速向上	18
(四) 航空：8月禄口机场疫情抑制民航暑运客流，航空货运市场高景气逻辑不变	20
(五) 物流快递：8月快递业务量同比增24.2%，CR8为80.8	22
(六) 新业态：8月网约车订单量为6.43亿单，国内疫情及汛期下订单流量回落	25
三、行业面临的问题及建议	27
(一) 面临问题	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：把握综合物流龙头的中长期配置价值，持续关注公路货运数字化的趋势.....	32
（二）核心组合.....	34
（三）核心组合表现.....	34
六、风险提示.....	34

一、8月CTSI指数同比回落，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”

（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，“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

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。

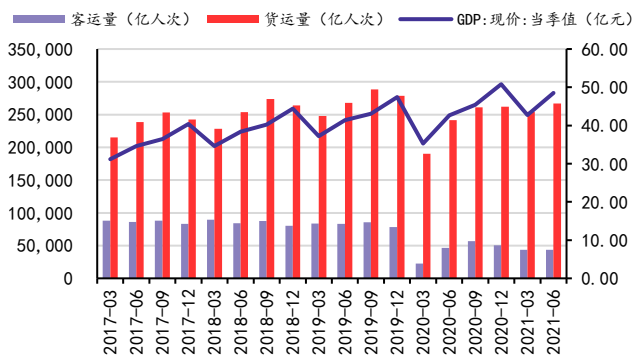
(二) 8月CTSI指数同比-6.7%，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”

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。

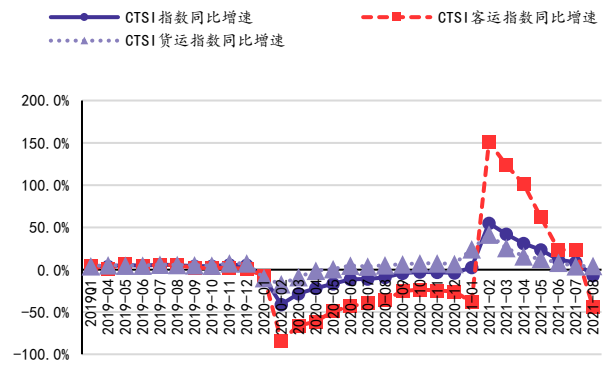
2020年Q2，国内生产总值为282,857.4亿元，按可比价计算，较去年(248,985.1)同比+7.9%，经季节调整后，较2021年Q1(249,310.1亿元)环比+13.46%；伴随着我国疫情加速消除，社会经济持续在常态化轨道上运行，Q2国内生产总值同、环比均较Q1继续改善。

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. 8月CTSI指数同比降-6.7%，货运物流景气继续，国内疫情扰动下客运市场“旺季不旺”

(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) 8月CTSI指数同比-6.7%，因国内疫情扰动，交通运输行业运行受到冲击。2021年8月，中国运输生产指数(CTSI)为150.7点，同比-6.7%，此前正增长态势受冲击。由此可见，8月，因国内疫情扰动，客运市场受冲击较大，交通运输行业景气度表现不及去年同期旺季水平。(3) 8月CTSI货运指数同比+4.5%，下半年货运物流旺季继续，货运市场景气逻辑不变。2021年8月，CTSI货运指数为196.7点，同比+4.5%，延续同比正增长态势。由此可见，8月，随着下半年货运物流旺季继续，铁路及公路货运市场景气度逻辑不变。

(4) 8月CTSI客运指数同比-43.8%，南京等地疫情反复抑制暑运出行需求，客运市场呈现“旺季不旺”。2021年8月，CTSI客运指数为62.6点，同比-43.8%。由此可见，8月，因南京等地疫情波动反复，防疫管控趋严，人员流动受限，暑运出行需求受到显著抑制，客运市场呈现“旺季不旺”现象。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 快狗打车递交 IPO 招股书

8月28日，快狗打车递交港股招股说明书，拟在港IPO上市。

我们的观点：一是网络货运赛道为物流领域独角兽，日益受到资本青睐。今年年初以来，网络货运行业迎来了一波“上市潮”，满帮集团、福佑卡车等公司先后筹备IPO上市。快狗打车本次IPO完成后，即将紧随满帮、福佑，成为数字货运的又一标的。由此可见，网络货运赛道日益受到资本的青睐。**二是快狗打车深耕同城货运市场，市场份额仅次于货拉拉。**快狗打车前身为58速运，成立于2014年。2017年，58速运与Gogovan合并成立快狗打车。快狗主打深耕同城快运市场，面向市内企业商户及个人的搬家、拉货等场景，提供网络货运服务。截至目前，同城网络货运市场已经形成双寡头垄断局面，货拉拉、快狗打车的市占率分别达53%、24%，集中度CR2超过75%。由此可见，快狗在同城市场具备较为显著的份额优势。**三是继续看好网络货运赛道的高成长属性。**当前，网络货运平台的商业模式在我国仍处于起步发展阶段，市场参与者多为成立时间多年的独角兽，考虑到我国公路货运市场空间达万亿级别，网络货运仍有巨大发展潜力，具备高成长属性。

2. 传化智联半年报业绩表现符合预期

8月30日，传化智联发布公告：2021上半年，公司实现营收159.48亿元，同比+83.08%，实现归母净利润5.46亿元，同比+12.76%。

我们的观点：一是智能物流业务已逐步成为公司核心业务。智能物流板块业务营收122.09亿元，同比增104.76%，占比76.56%；化学板块业务营收37.39亿元，同比增36.04%。**二是物流板块经营性利润稳步改善。**物流业务经营性利润1.54亿元，比去年同期增加2.02亿元，主要公路港业务和网络货运业务贡献。**三是物流政策支持符合预期。**2021年H1政府补助3.68亿元。交通强国战略背景下，现代物流产业支持政策具有持续性，预计获得政策支持力度持续，且通常主要在下半年确认。**四是网络货运业务营收增速439%，公路港业务为6.1亿元。**分业务来看，我们认为，公路港业务总体表现稳健，网络货运业务表现亮眼，供应链物流业务进展略低于预期，供应链金融、车后、化工业务符合预期。继续推荐传化智联(002010.SZ)。

3. 华贸物流拟在东北成立合资公司

9月10日，华贸物流发布公告，拟与大连众通投资有限公司（简称“大连众通”）成立合资公司华贸东北国际物流股份有限公司（简称“华贸东北”），公司持股比例为51%。

我们的观点：一是华贸东北区位优势凸显，公司业务版图布局进一步巩固强化。华贸东北位于大连高新技术产业园区，毗邻大连港，及中欧班列大连枢纽，区位优势显著。华贸东北并入后，母公司华贸物流的业务版图较前将进一步扩张。特别地，基于合资公司在大连的地理区位优势，华贸物流的中欧班列、铁海联运、第三方仓储等业务板块，都有望得到进一步强化。**二是出口需求持续旺盛，跨境物流高景气度逻辑不变。**根据商务部最新发布的数据，2021年1-8月，我国出口增速累计同比+23.2%，两年复合增速CAGR为+11.2%，出口需求继续呈现旺盛。考虑到我国制造业“走出去”动能强劲，叠加当前国内疫情基本消除、海外疫情仍然严峻

的局面仍未改变，出口产业链有望持续释放红利，为跨境物流的高景气度带来有力支撑。**三是继续看好华贸物流的收益增厚潜力。**公司坚持跨境物流业务链条的延申布局，通过资本市场收购活动，持续扩大完善业务版图，发展前景具备向好的确定性。在出口旺盛需求及空运高运价行情的持续催化驱动下，我们看好公司收益水平继续增厚的潜力。

4. 圆通速递拟成立圆准物流子公司

9月7日，圆通速递的全资子公司圆准物流有限公司（简称“圆准物流”）宣告成立。

我们的观点：一是圆准物流主营运输仓储业务，为圆通带来协同发展效应。圆准物流的经营范围包括物流运输仓储（3PL），及运输设备租赁等业务。随着全资子公司并入，或将为母公司圆通的国内快递核心业务带来协同支持的效应。圆通的土地、仓库、货车等资产壁垒将得到巩固夯实，全网运输服务能力将较前进一步增强。**二是Q4电商物流旺季临近，圆通产能储备持续强化下，业绩有望创新高。**即将进入Q4，“双十一”电商流量高峰临近，“超强旺季”效应下，快递公司日均单量激增，全网运力普遍承受负荷。但考虑到近一段时间圆通内部管理优化完善，且公司持续发力产能储备，网络运转操作效率提升显著，我们认为，公司有望在“双十一”呈现优良的表现，业绩或创新高。**三是国家政策带来快递价格回升动能，建议把握快递龙头公司的底部建仓机会。**自4月国家开始对快递业低价竞争实施监管，近期快递企业集中上调派费，价格战呈现显著缓和趋势。看好中通快递（2057.HK）、韵达股份（002120.SZ）、圆通速递（600233.SH）。

5. 安能物流在港交所上市

9月19日，安能物流（H01558.HK）通过港交所上市聆讯。

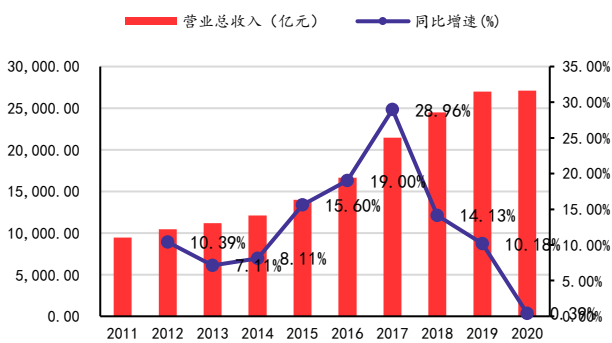
我们的观点：一是我国零担快运市场规模近2万亿元，当前进入加速整合阶段。我国公路货运市场的10万亿元规模中，零担快运（60kg-3T重量段）规模约2万亿元，市场空间广大。当前，我国零担快运市场总体上仍位于发展初期，呈现出低集中度、相对完全竞争的特征，但近几年随着顺丰、德邦、安能、壹米等规模领跑者加速发展，零担快运行业的集中整合趋势较前渐趋明朗化。**二是安能物流深耕中低端小票零担市场，业内份额优势显著。**安能物流主要采用加盟制模式进行运作，面向中低端小票零担客户提供服务，相比顺丰、德邦等采用直营模式、服务于中高端市场，与安能覆盖的领域重叠度不高，且安能更加具备起网迅速的优势，及成本优势。截至2020年，安能实现货量1020万吨、营业收入70.82亿元，分别在业内排名第一、第三，份额优势凸显。**三是继续关注安能上市后发展情况，看好顺丰控股（002352.SZ）等龙头的中长期表现。**我们认为，随着顺丰的四网融通战略持续推进，快运网络的时效有较大提升空间，叠加规模效益释放，顺丰快运未来或有望进一步实现高时效产品分层，从而加速带动板块盈利能力的显著增加。

(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%

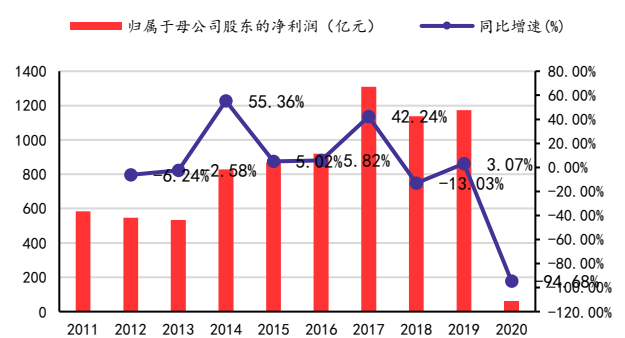
长期来看, 行业营收平稳上升, 归母净利润有所波动。2011 年以来, 交通运输行业营业收入逐年上升, 2019 年行业营业收入为 27,104.24 亿元, 是 2011 年营业收入的 2.86 倍。营业收入增速来看, 2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加, 2018 年-2020 年增速呈现回调趋势, 2020 年受疫情影响, 营业收入同比增速仅为+0.39%。归母净利润受疫情冲击较严重, 2020 年归母净利润为 62.41 亿元, 较去年同期水平降低-94.68%。

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

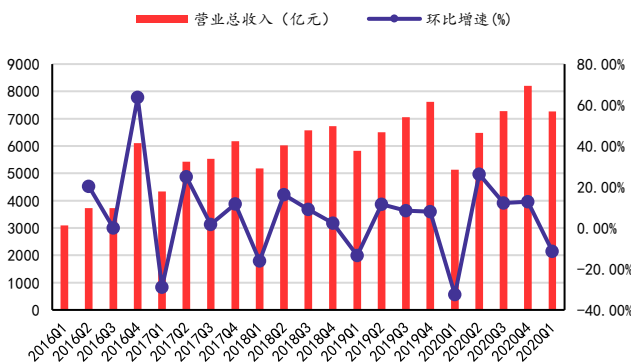
图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

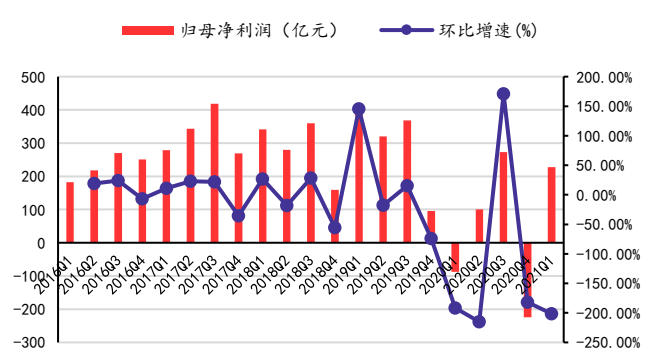
分季度来看, 交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始, 春运过后企业复工, 交通运输业开始回暖, 营业收入逐步上升, 到转年一季度, 迎来下一年的春运, 营业收入出现暂时下降, 待春运过后, 再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。2021 年 Q1, 随着国内疫情收尾, 经济生活逐步回归常态化, 季度营收及归母净利润较前有所回升。

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)



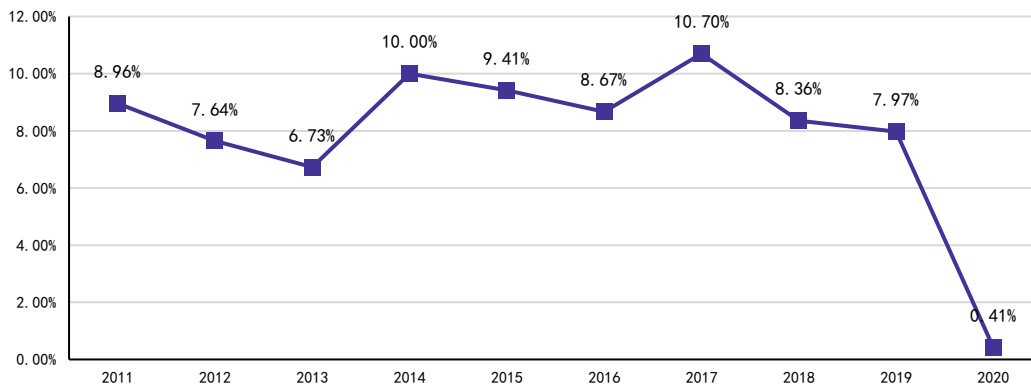
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

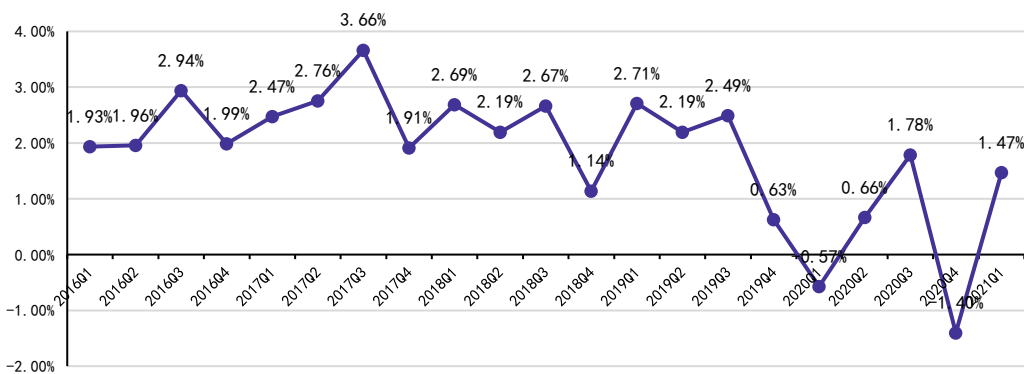
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020)



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

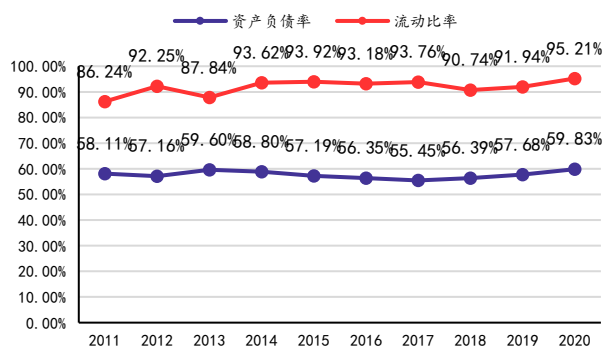
2017Q2	3.5%	11.0%	0.14	2.25
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	3.5%	12.0%	0.14	2.09
2019Q2	5.4%	7.34%	0.28	2.63
2019Q3	2.49%	5.23%	0.19	2.51
2019Q4	1.33%	1.25%	0.18	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

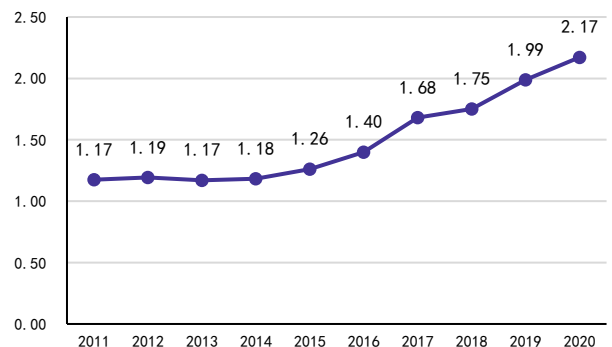
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2020年资产负债率为59.83%，自2013年以来一直处于50%-60%的水平，2020年较历史水平有小幅上调。流动比率继续处于90%左右的水平，2020年流动比率为95.21%，较上一年上升3.27个百分点，交通运输行业短期偿债能力总体继续呈现稳健。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2020年较上年度进一步上升，达到2.17次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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)

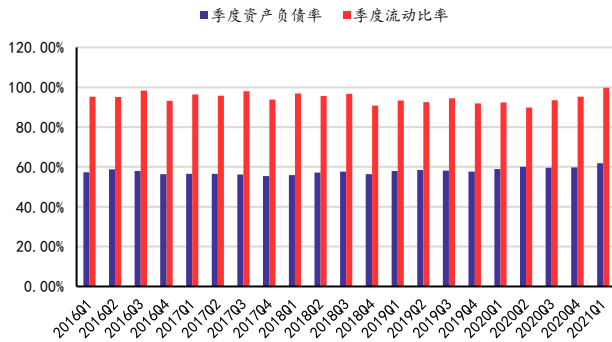


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

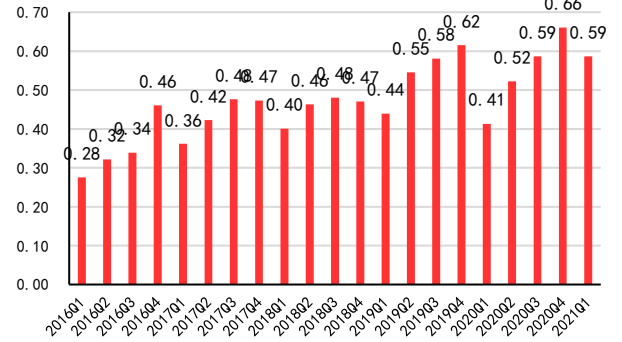
营运能力上, 2016 年以来, 行业固定资产周转率呈现弱季节性特征, 且年间呈现波动中上升的态势。2021 年 Q1 为 0.59, 总体上来看行业固定资产周转率整体较前提升。

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)



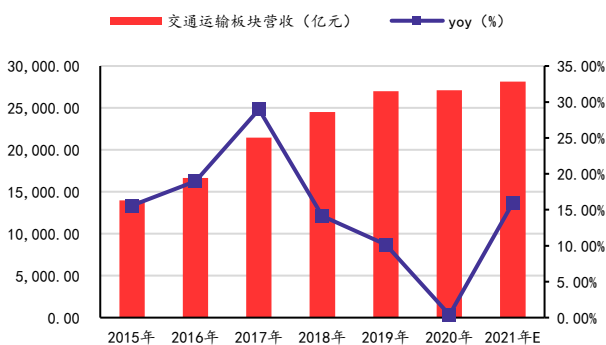
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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%。

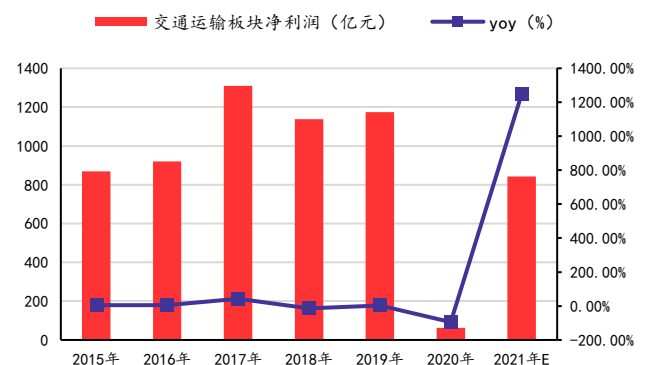
净利润方面:2020 年交通运输板块净利润为 62.41 亿元, 同比-94.68%, 低于此间预期水平 (893.77 亿元)。考虑到 2021 年 Q1, 交通运输板块净利润恢复至 2019 年 Q1 的 58.29%, 假设 2021 年 Q2-Q4, 板块净利润恢复至 2019 年 Q2-Q4 的 75%。则我们预计, 2021 年交通运输板块实现归母净利润 814.85 亿元, 约恢复至 2019 年的 70%。

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)



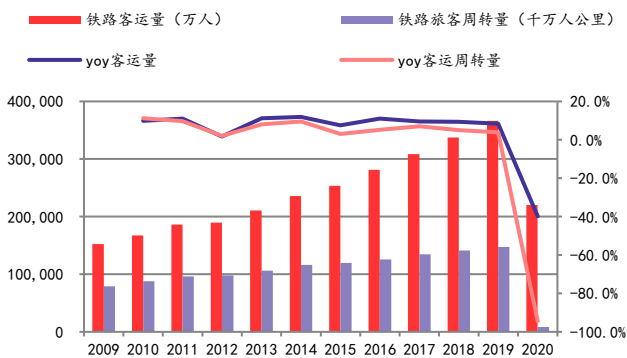
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、子行业运行分析：8月暑运客流受疫情压制“旺季不旺”，货运市场延续高景气度

（一）铁路：8月国内疫情波动抑制暑运铁路客流，铁路货运量高位继续

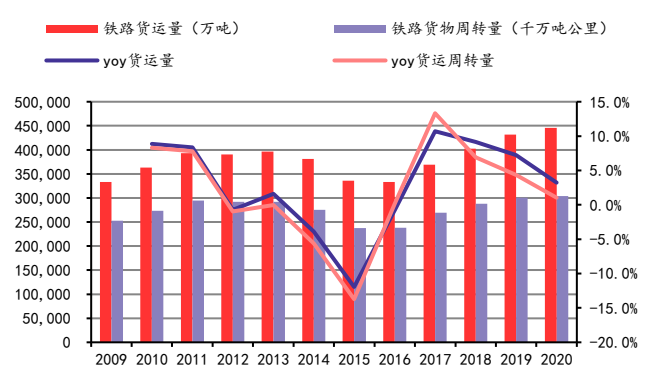
受新冠疫情冲击，2020年铁路客运服务量同比降-40%，平均运距同比降-90%。2020年铁路客运量22.03亿人，同比降-39.80%；客运周转量8,266.11亿人公里，同比降-94.38%；平均运距为37.51公里，同比降-90.66%。2020年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020年，铁路货运量为44.58亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到30,387.5亿吨公里，增幅为1.04%；平均运距681.70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

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



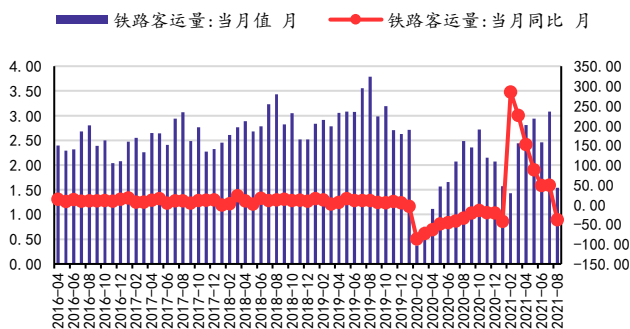
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



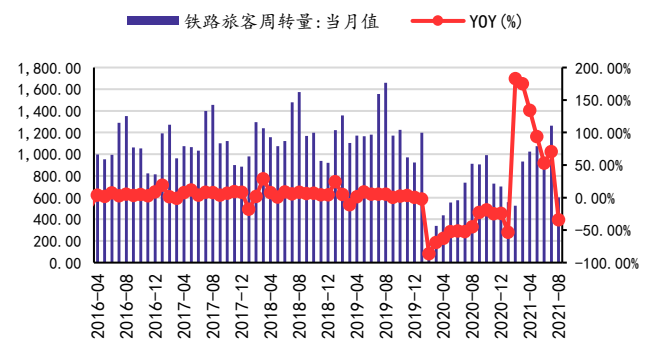
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)



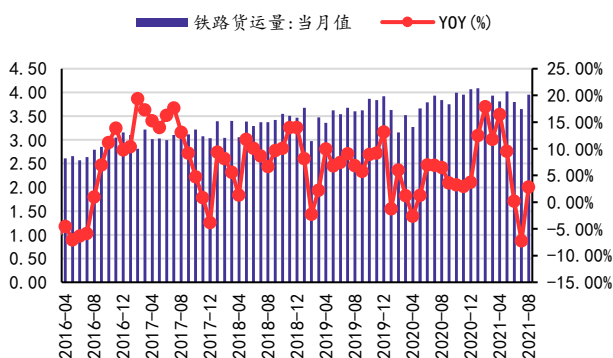
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：8月铁路客流量1.54亿人次，国内疫情波动抑制暑运客流，铁路客运市场“旺季不旺”。据国家铁路集团发布数据显示，2021年8月，铁路旅客发送量为1.54亿人，较2020年（2.49亿人）同比-38.03%，较2019年（3.79亿人）同比-59.37%，月环比-50.0%；8月，铁路旅客周转量为600.79亿人公里，较2020年（911.74亿人公里）同比-34.10%，较2019年

(1,658.32 亿人公里) 同比-63.78%，月环比-52.39%。由此可见，8月，因持续受到国内疫情反复波动带来的影响，全国各地升级防控措施，暑运客运量受到明显压制，铁路客运市场呈现出“旺季不旺”特征。

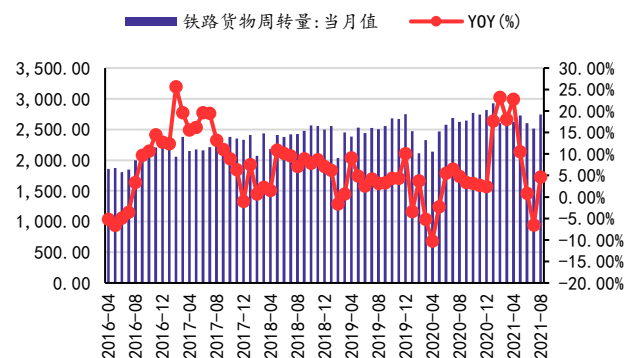
货运：8月铁路货运量3.95亿吨，制造业高景气仍继续，大宗商品采购运输需求旺盛，铁路货运量维持高位水平。2021年8月，铁路货运量为3.95亿吨，同比+2.88%，月环比+8.22%；8月，铁路货邮周转量为2,744.98亿吨公里，同比+4.68%，月环比+9.29%。由此可见，8月，因我国制造业高景气仍继续，大宗商品采购运输需求旺盛，铁路货运量继续位于高位水平。

图 19 铁路货运量月度变化 (亿吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

表 3 火车票价计算方法

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

备注：软座、软卧票价可实行一定折扣

资料来源：国家发展改革委，中国铁路客户服务中心，中国银河证券研究院整理

表 4 铁路客运运价里程

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

资料来源：原铁道部，中国银河证券研究院整理

表 5 旅客票价递远递减折扣率

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

资料来源：原铁道部，国家发展改革委，中国银河证券研究院整理

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

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

表 6 动车组列车票价率和计算方式

	席别	票价率(元/km)	比例 (以二等座为基准)
普通动车组 (D 字头)	一等座	0.496	1.6
	二等座	0.31	1
高铁动车组 (G 字头)	一等座	0.736	1.6
	二等座	0.46	1
备注	1. 特等座和商务座的票价分别按照二等座票价的 1.8 倍和 3 倍计算		
	2. 部分线路的票价里程不可直接相加, 需要分段计算		

资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

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

表 7 铁路货运基准运价率

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

运费计算办法:

整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里

零担货物每 10 千克运价=基价 1+基价 2×运价公里

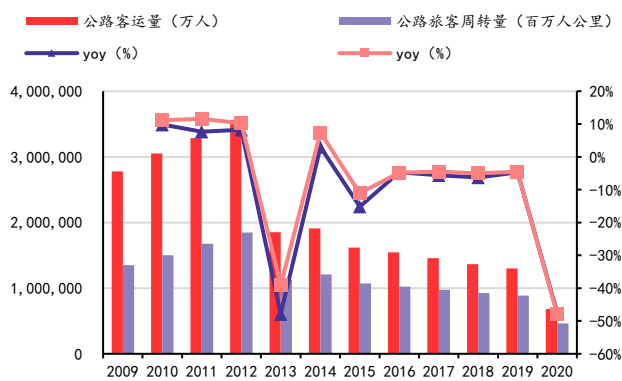
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

(二) 公路：8月营业性公路客流同比-45%，物流旺季支撑公路货运高景气

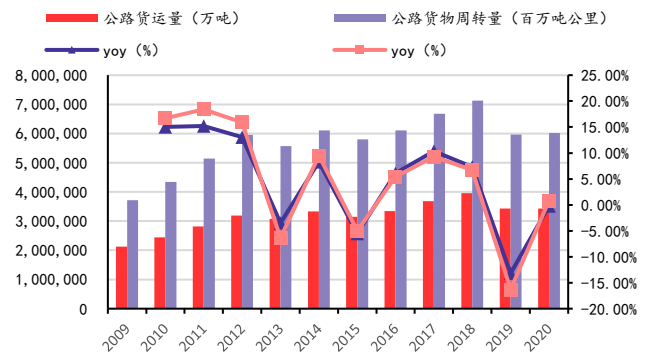
受新冠疫情影响，2020年公路客运量下滑趋势加剧，同比降-47.0%。近年来，随着我国私家车保有量稳步提升及高铁网络日益完善，替代分流了公路客运（主要为营运性长途汽车）的出行选择，造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上，2020年受新冠疫情影响，人员出行受限，公路客运量下滑的趋势进一步加剧。营运性客运方面，2020年，我国公路客运量约为68.37亿人，同比-47.0%；2020年，公路客运周转量为4,612.48亿人公里，同比-47.6%。货运方面，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于2020年已回归常态化。2020年，我国公路货运量为342.9亿吨，同比-0.3%，基本持平；公路货运周转量为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)



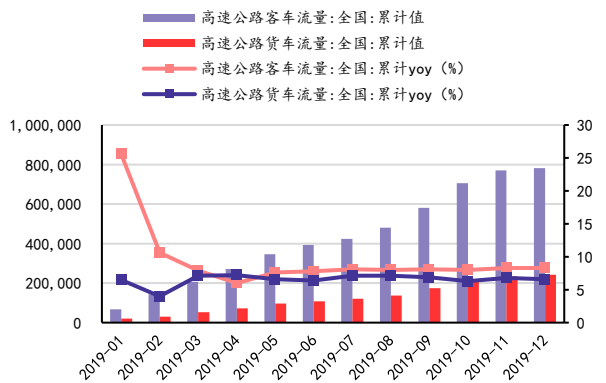
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



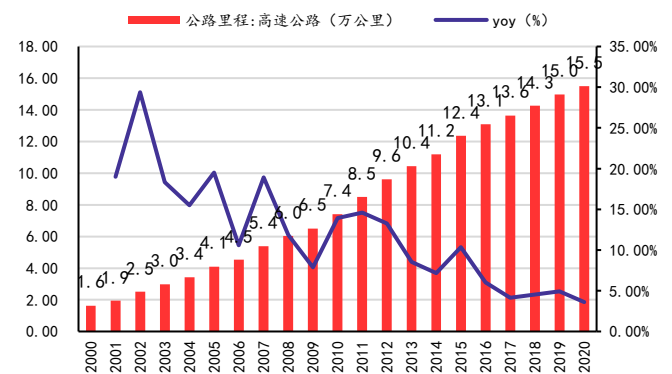
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)

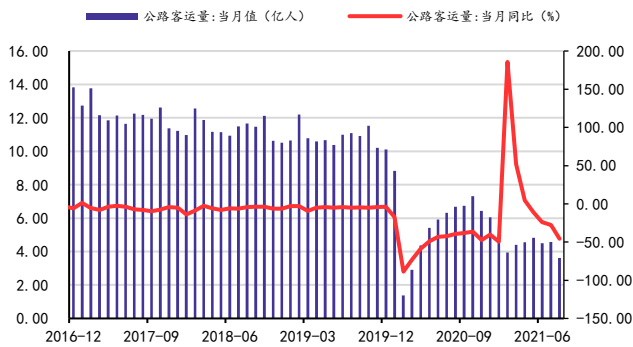


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：8月公路客运量为3.62亿人次，客流量同比-45.9%，国内疫情压制暑期出行。2021年8月，营业性公路旅客运输量为3.62亿人次，同比-45.90%，月环比-20.79%；8月，营业性公路旅客周转量为245.84亿人公里，同比-47.30%，月环比-30.45%。可见，8月因暑期出行受国内疫情影响，压制人员流动需求，营业性公路客运量呈现同环比下降。同时，因长途客运大巴客流继续受高铁、民航、私家车出行替代分流。

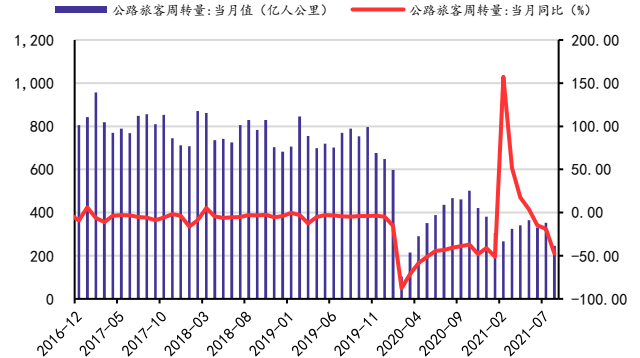
货运：8月公路货运量同比+5.8%，货运物流旺季叠加早秋农货寄递需求催化，公路货运进一步呈高景气局面。2021年8月，公路货物运输量为34.42亿吨，同比+5.8%，月环比+1.44%；8月，公路货物周转量为5,985.49亿吨公里，同比+7.30%，月环比+3.39%。由此可见，8月，随着进入下半年货运物流旺季，叠加早秋农货果品的旺盛寄递需求拉动，公路货运进一步呈现高景气局面。

图 25 公路客运量及同比月度变化



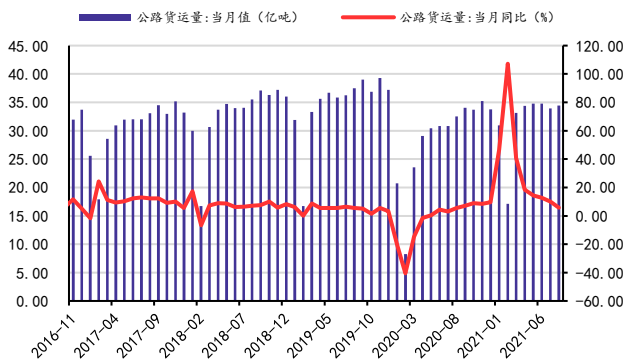
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



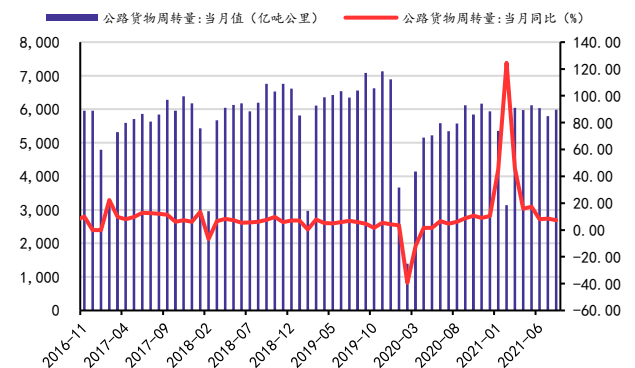
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



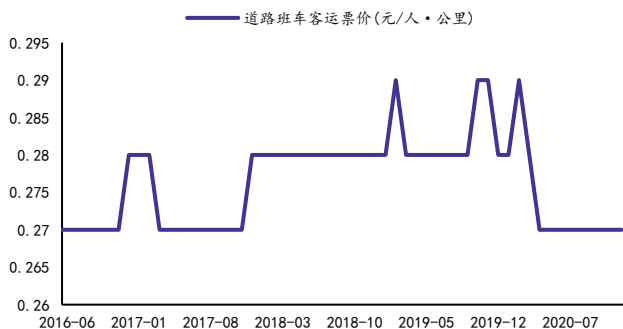
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



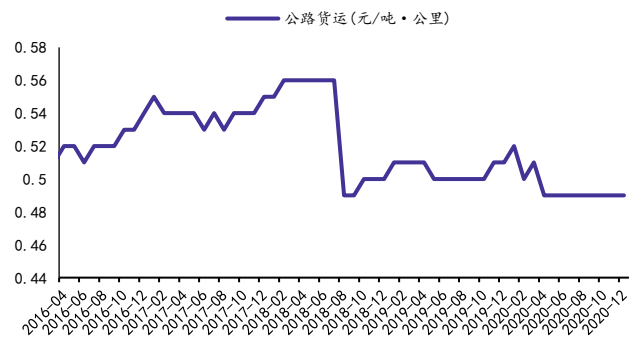
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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	0.45	1	1
2类	1	1.27	0.675	1.05	0.841	0.841	1.5	2.1
3类	1.5	1.7	0.9	1.57	1.321	1.321	2	3.16
4类	1.8	1.9	0.9	1.9	1.639	1.639	3	3.75
5类		1.97		1.94	1.675	1.675		3.86
6类		2		2.32	1.747	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。

表 9 收费公路车辆通行费新车型分类

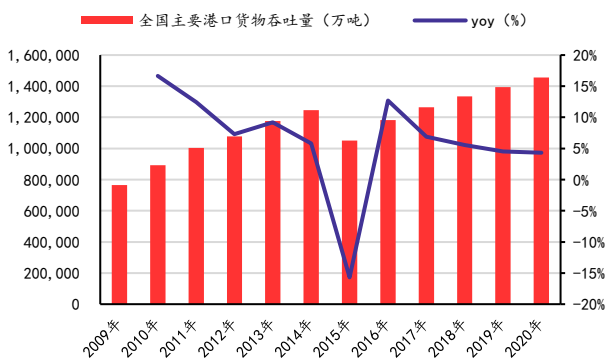
客车			
类别	车辆类型	核定载人数	说明
1类客车	微型、小型	≤9	车长小于 6000mm
2类客车	中型	10-19	车长小于 6000mm
	乘用车	-	-
3类客车	大型	≤39	车长不小于 6000mm
4类客车		≥40	车长不小于 6000mm
货车			
类别	纵轴数 (含悬浮轴)		说明
1类货车	2		车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2类货车	2		车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3类货车	3		
4类货车	4		-
5类货车	5		
6类货车	6		
专项作业车			
类别	纵轴数 (含悬浮轴)		说明
1专项作业车	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：全球经济逐步复苏背景下，散运及集运运价继续加速向上

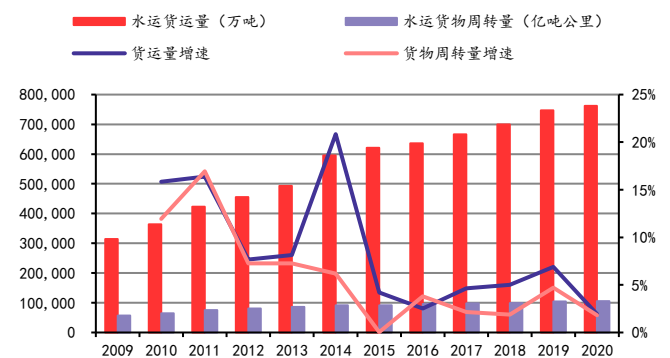
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2020)



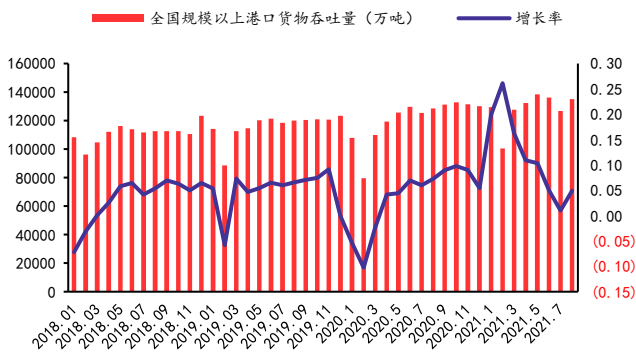
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



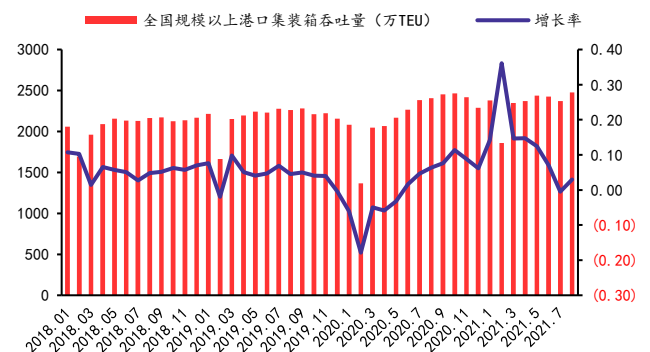
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

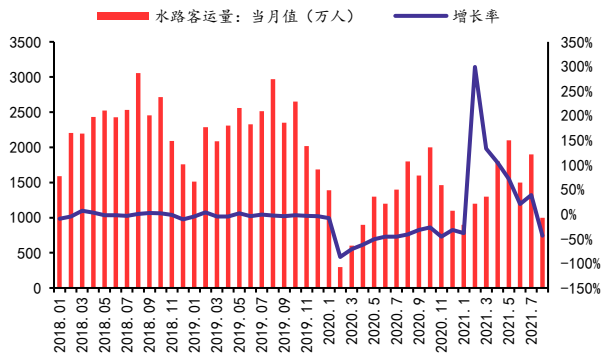
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

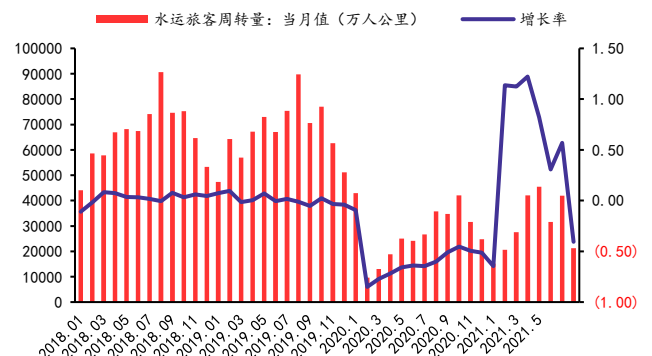
散运：BDI 指数报收 5167 点，我国及海外经济继续强劲复苏，制造业高景气度逻辑不变，支撑大宗散运市场“淡季不淡”。截至 2021 年 9 月 30 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 5,167 点，同比+199.54%，月环比+25.05%。**铁矿石方面**，9 月，随着全球经济稳步复苏趋势继续，我国制造业高景气度逻辑不变，钢厂铁矿石进口需求持续旺盛，新冠疫情反复影响运力供给，支撑大宗散运价格维持高位。**动力煤方面**，9 月，制造业高景气度下，工厂生产活力高涨，用电旺季继续，社会用电总量维持高位水平，电厂对动力煤采购积极性持续，需求持续放量。**炼焦煤方面**，因我国制造业高景气度继续，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 9 月，虽然受疫情反复影响，全球经济逐步复苏的趋势不变，制造业高景气度逻辑继续，大宗散运市场高景气度行情继续，运价攀升至 5100 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

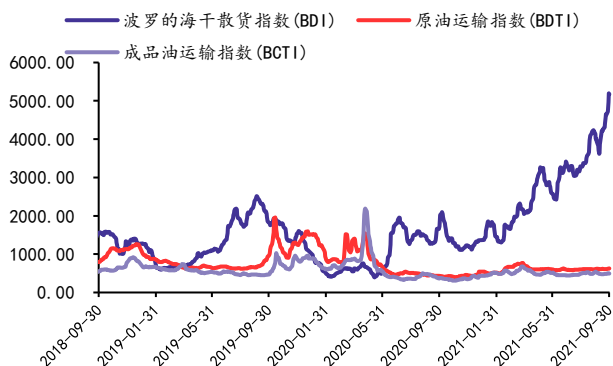


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

油运：波罗的海原油运价指数（BDTI）2021 年 9 月 30 日报收 626 点，同比+44.91%，月环比+2.62%。成品油运输指数（BCTI）2021 年 9 月 30 日报收 496 点，同比+33.69%，月环比-7.29%。由此可见，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，进入 9 月，因印度德尔塔变异病毒蔓延形势仍严峻，海外多国面临疫情反复的风险，原油消费需求修复前景继续蒙阴。同时，因我国原油进口配额下降，当前油轮市场进一步承压。我们将进一步关注 OPEC+ 对于增产计划的协议结果。

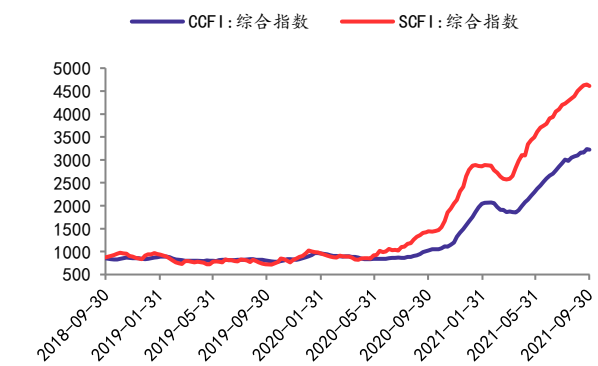
集运：2021 年 9 月 30 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 4614.1 点，月环比+5.21%，同比+219.64%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 3220.55 点，月环比+4.60%，同比+214.81%。由此可见，9 月，集运价格继续高位向上，突破 4600 点。我们认为，因海外疫情仍未完全消除，我国出口替代的红利仍有释放空间，集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。叠加此前发生的苏伊士运河堵塞事件，在一定程度上迫使部分集运船舶绕行，带来运力紧缺的局面，同时印度德尔塔疫情变异反复，影响到国际航运运力供给，对集运运价形成了进一步支撑，运价仍处于高位。

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）

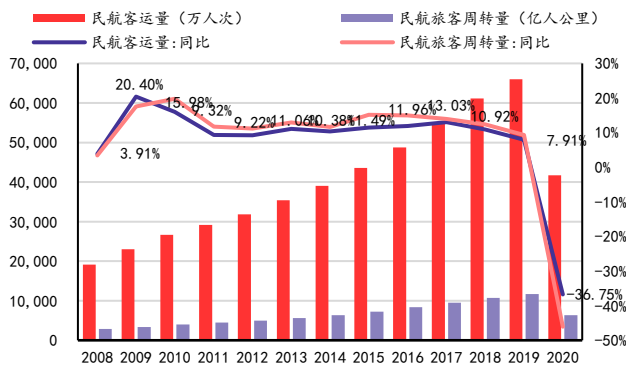


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 航空：8月禄口机场疫情抑制民航暑运客流，航空货运市场高景气逻辑不变

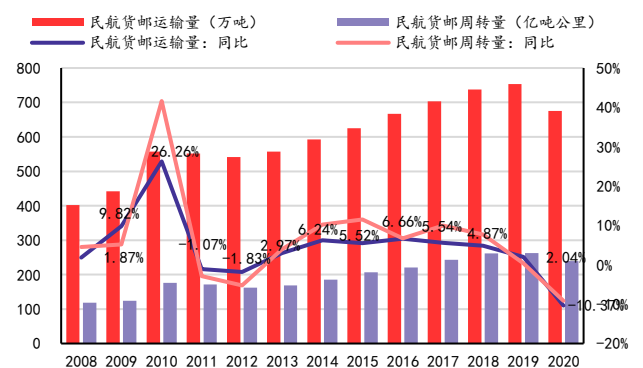
受疫情影响，2020年完成民航客运量4.17亿人次，同比降-36.75%。据统计数据显示，2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。2020年，完成民航旅客运输量4.17亿人次，同比-36.75%；2020年完成民航货邮运输量674.93万吨，同比降-10.37%。2020年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.1%，较上年(32.8%)同比继续有所提升。

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

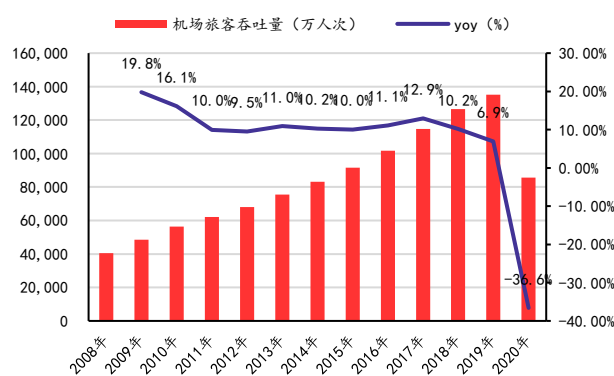
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

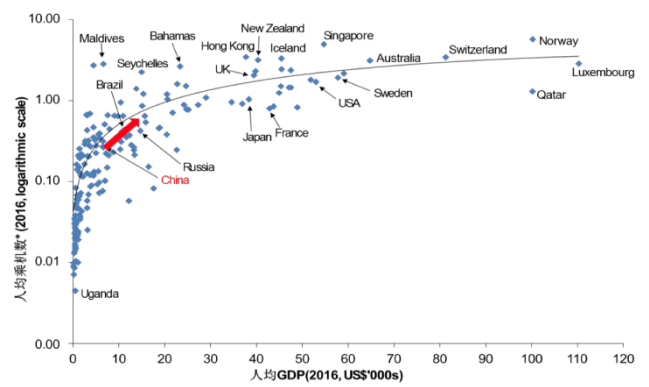
机场方面，2020年，全年旅客吞吐量完成8.57亿人次，同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制，2020年机场旅客吞吐量较前显著下降，同比降约40%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续5年逾8000万人次，继续保持平稳较快增长态势。2019年，我国千万级机场已达39个，较上年增加2个。

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

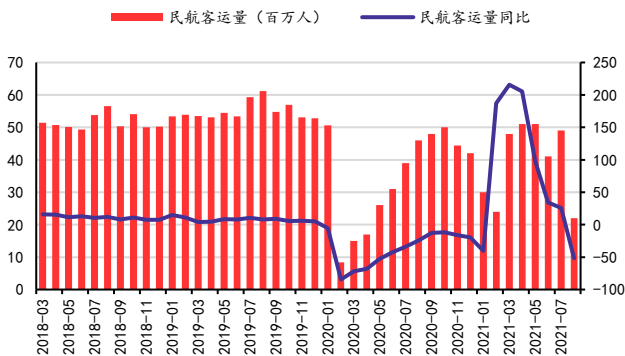
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

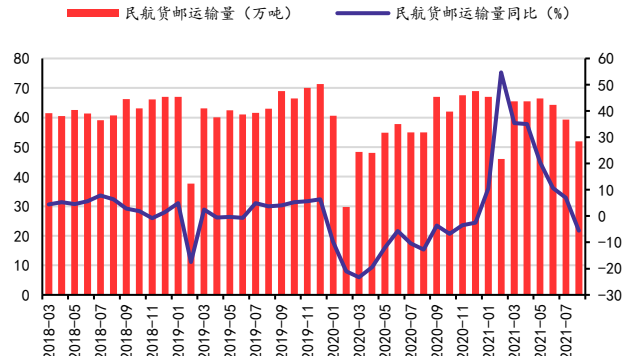
客运:8月民航客运量同比-51.5%，禄口机场疫情扰动，抑制民航暑运客流。2021年8月，全国民航完成旅客运输量0.22亿人次，同比-51.5%，环比-55.1%；8月，完成民航旅客周转量338亿人公里，同比-48.2%，月环比-54.02%。由此可见，8月，因暑运受南京禄口机场疫情扰动“旺季不旺”，长线出行需求受到抑制，民航客流量同环比均呈现显著下降。

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

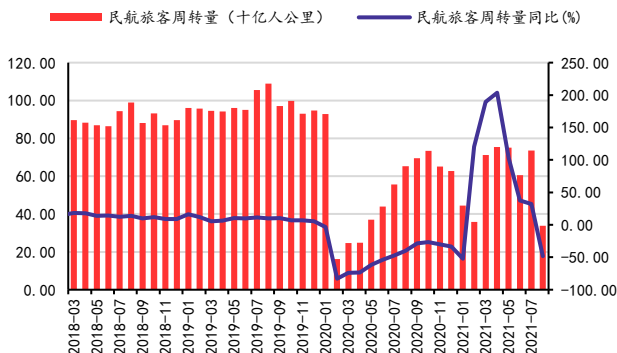
图 44 民航货运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

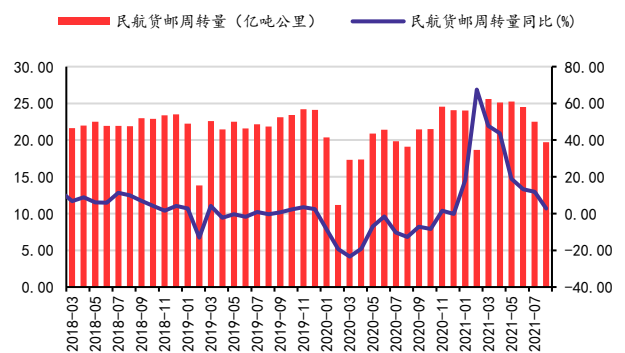
受国内疫情影响，8 月“三大航”国内客流显著不及去年同期旺季，国际航线流量继续小幅改善。按照航线种类来看，以“三大航”为例，8 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-56.6%、-55.75%、-58.74%，8 月“三大航”国内航线客运量同比下降；国航、南航、东航国际航线客运量同比分别-26.7%、-24.68%、-16.54%，国际航线较去年低基数继续呈现略微改善，与常态化运量水平的差距持续缩小。由此可见，8 月因国内疫情波动反复，国内航线客流量显著不及去年同期旺季高位水平。国际航线继续呈现逐步改善的趋势。

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

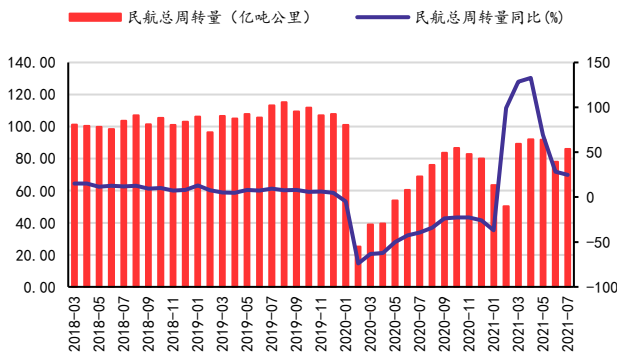
图 46 民航货邮周转量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

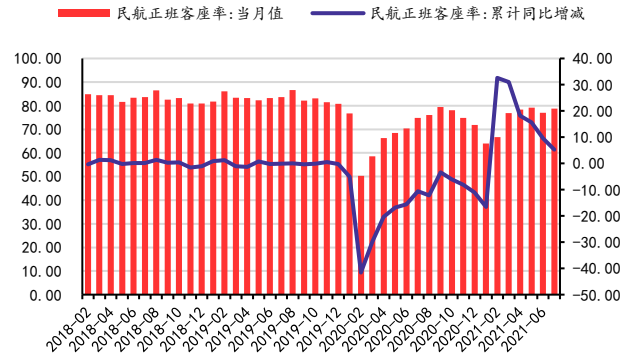
货运：8 月民航货运量同比-5.6%，航空货运市场高景气度行情延续。2021 年 8 月，全国民航共完成货邮运输量 51.96 万吨，同比-5.6%，月环比-12.48%；8 月，完成民航货邮周转量 19.71 亿吨公里，同比+2.8%，月环比-12.48%。由此可见，8 月，因海外地区继续受德尔塔病毒变异的反复影响，国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加疫苗运输挤占运力以及近期上海机场新确诊病例影响客改货运等因素，航空运力紧张的局面仍将持续，航空货运价格仍居高位水平。中长期来看，我国跨境电商物流行业具备高成长性，市场空间广阔，出口运输需求仍有释放动力。我们维持此前观点，国际航空货运价格有望在未来 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，8 月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别-19.9%、-24.94%、-10.87%，国际航线货运量同比分别+17.1%、-12.77%、+11.66%。

图 47 民航总周销量月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

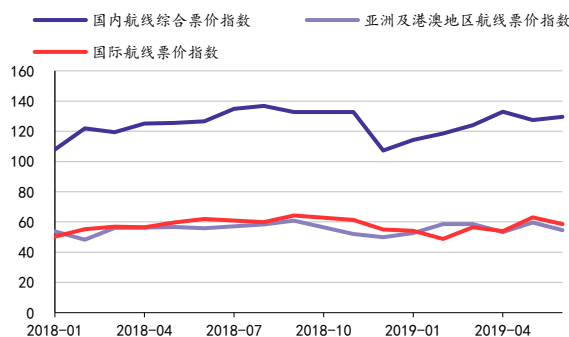
图 48 2018年1月-2021年7月民航客座率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

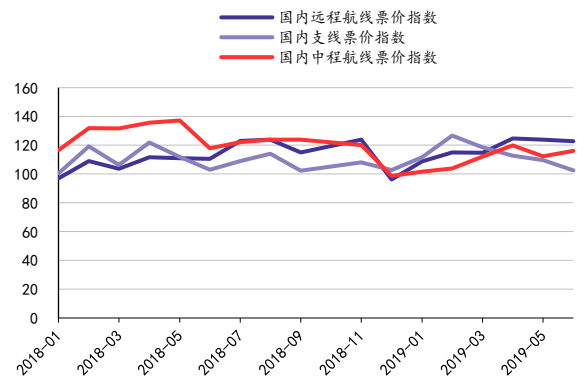
航班利用率：8月国内疫情波动下，防疫管控趋严，“三大航”客座率回落至57.92%。8月，“三大航”客座率分别为57.6%、60.33%、55.83%，平均客座率为57.92%，较去年同期客座率低基数（73.18%）同比-15.92pct，较7月客座率（75.05%）环比-17.13pct。由此可见，8月，因国内疫情波动，民航出行需求受抑制，叠加防疫管控趋严，要求座位区隔，客座率回落至57%水平，不及此前预期。

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



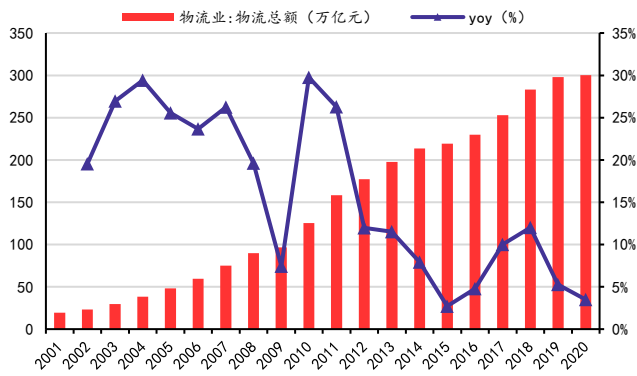
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

8月“三大航”货邮载运率为52.45%，航空货运景气度下，载运率逾50%。8月，“三大航”货邮载运率分别为49.5%、61.17%、46.67%，平均货邮载运率为52.45%，较去年低基数（38.63%）同比+13.82pct，较7月（42.73%）维持40%以上水平。考虑到航空货运需求高位延续，我们认为下半年货邮载运率有进一步提升的空间。

（五）物流快递：8月快递业务量同比增24.2%，CR8为80.8

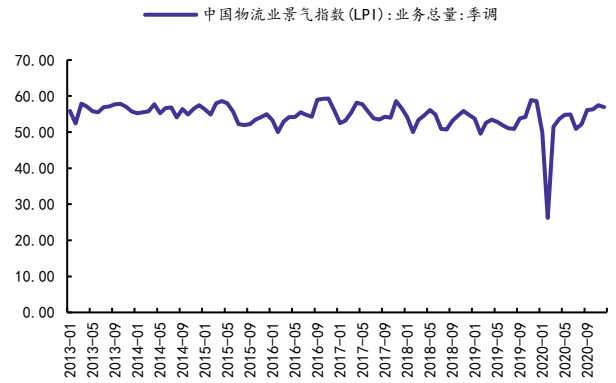
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

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

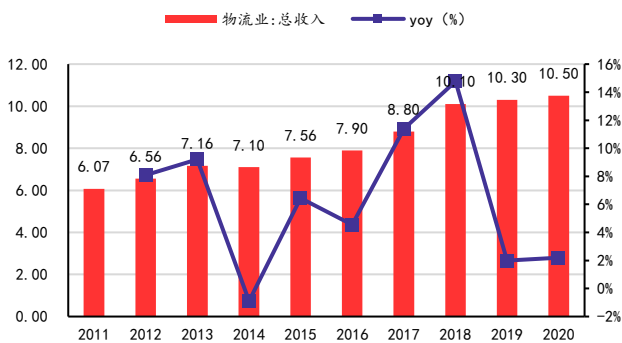
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

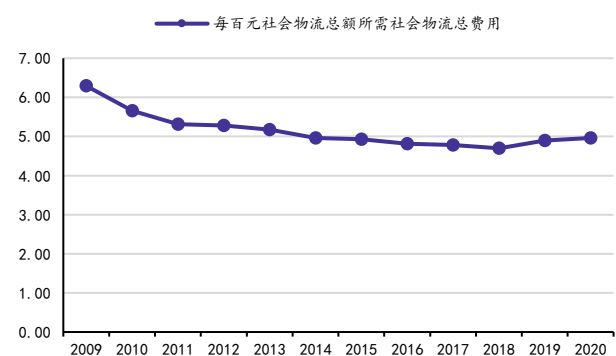
收入和费用:近年来,物流业总收入增速持续回升,每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020 年,物流业实现总收入 10.5 万亿元,同比增+2.2%,受益于我国疫情率先收尾,经济生活修复完成,物流业已回归疫情前同期水平,在常态化轨道运行。

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

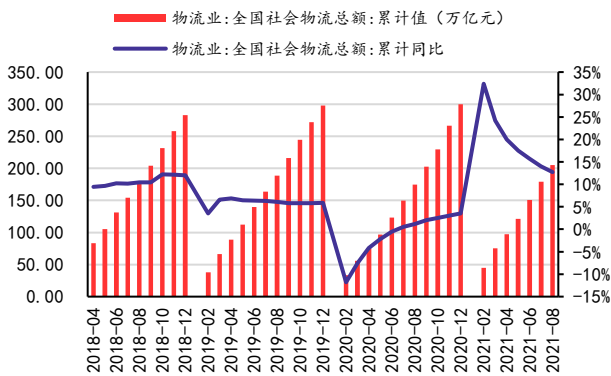


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业:货运物流高景气度持续,1-8 月社会物流总需求维持高位。物流总额方面,2021 年 1-8 月,社会物流总额为 205.2 万亿元,累计同比+12.7%,社会物流总需求继续呈现稳定增长。由此可见,截至 8 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。

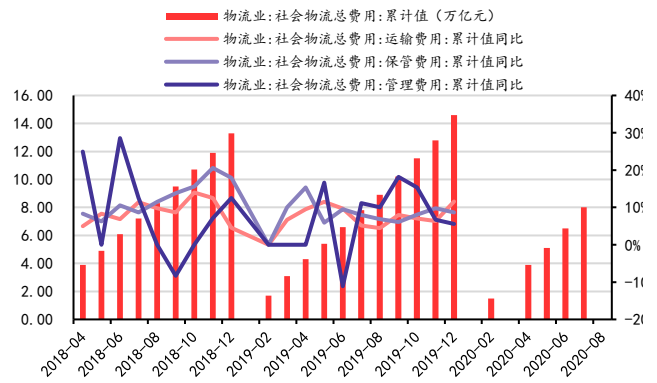
快递行业:长期来看,2020 年受网络零售业持续高增驱动,中国快递业加速上升态势继续,行业增速超+30%,高景气逻辑持续。据国家邮政局统计数据显示,中国快递业务量由 2007 年 12.02 亿件,上涨至 2020 年的 833.61 亿件,累计实现 69.35 倍增幅;快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元,上涨至 2020 年的 8,795.4 亿元,累计实现 25.67 倍增幅。2020 年,快递业务量、收入分别较上年同比增+31.23%、+17.3%,行业增速超+30%。

图 55 社会物流总额月度变化



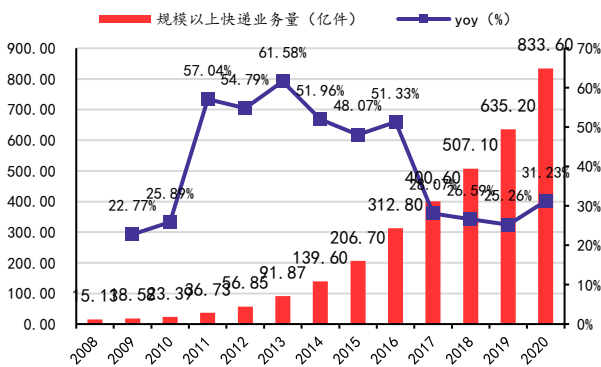
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



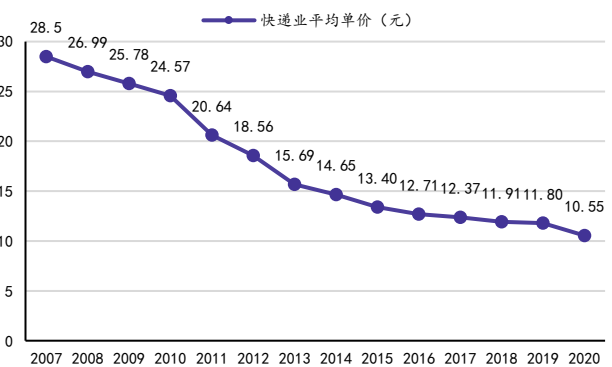
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速（2008-2020）



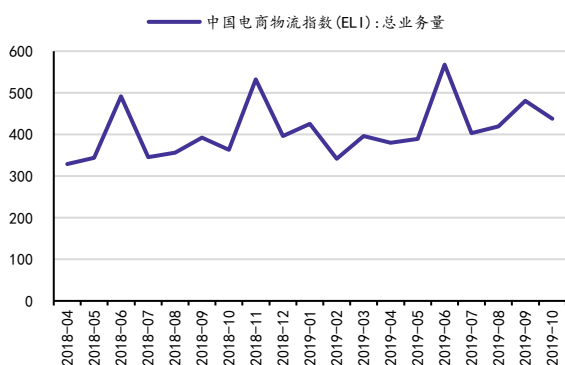
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58 快递业务平均单价（元）



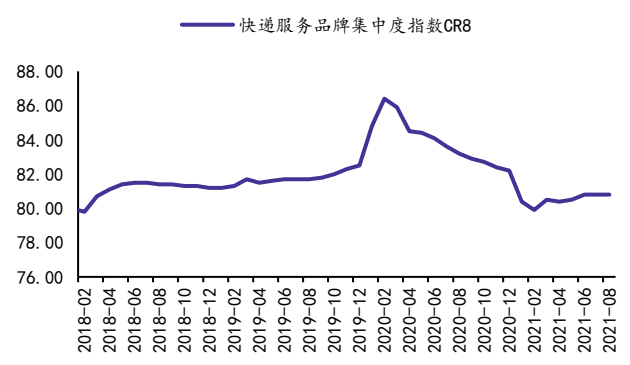
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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 8 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

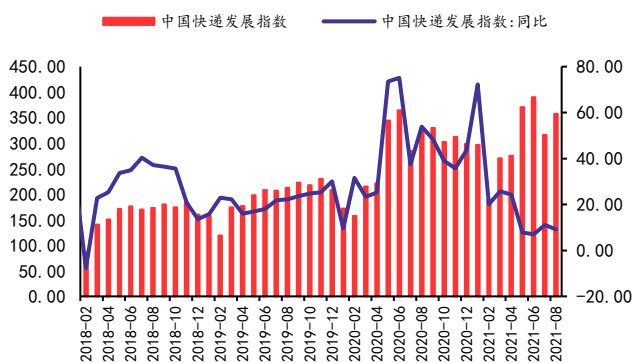
8 月快递行业件量同比+24.20%，电商促销及早秋农货寄递拉动快递需求继续高增。据国家邮政局数据显示，2021 年 8 月，快递行业件量完成 89.92 亿票，同比+24.20%。累计来看，2021 年 1-8 月，快递行业件量完成 673.17 亿票，累计同比+40.07%。由此可见，“818”电商促销活动及早秋农货寄递需求的拉动下，快递行业高景气逻辑继续呈现。

市场集中度：市场集中度方面，2021年8月，快递行业CR8为80.8，与7月继续持平。当前，价格监管政策生效、极兔影响弱化的格局继续，一线头部公司份额暂时维持相对稳态。在此背景下，快递行业的竞争环境较前有所改善，行业收益水平预期提升。我们看好中通、韵达等快递龙头业绩回升的潜力。

市占率：2021年8月，韵达、圆通、中通、顺丰的市占率分别为16.92%、15.35%、10.16%、9.65%，较7月的（17.38%、15.64%、9.99%、9.53%），韵达市占率继续坐稳业内第二的位置，圆通仍紧随其后。圆通与位于其后的中通相比，市占率差距继续高于5pct，差距较明显。

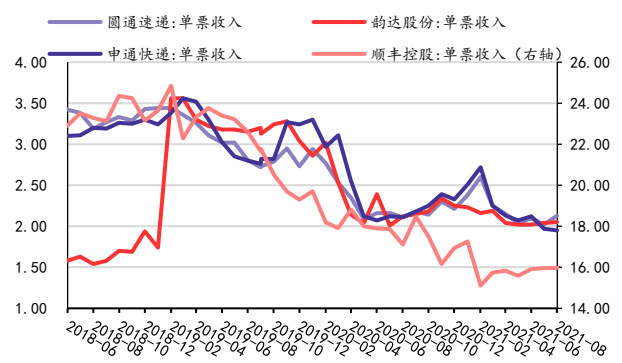
价格竞争：2021年8月，韵达、圆通、中通、顺丰的单票价格分别为2.05元/票、2.13元/票、1.95元/票、15.98元/票，较去年同比分别-3.30%、+1.03%、-7.58%、-6.60%。由此可见，低价竞争的环境仍在持续呈现，其中，韵达、圆通单价水平继续维持2元/票以上水平，中通单价则继续低于2元关口。顺丰因继续发展月结客户及电商特惠专配产品，以抢占电商件市场份额，整体单价水平继续较前下探。

图 61 2018 年-2021 年 8 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 8 月快递单收入



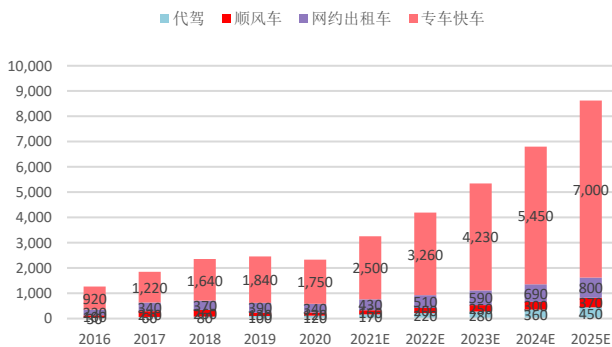
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（六）新业态：8月网约车订单量为6.43亿单，国内疫情及汛期下订单流量回落

网约车市场规模进一步扩张，245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8月31日，我国共有245家网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至8月31日，全国共计发放网约车驾驶员证352.6万本、车辆运输证136.2万本。

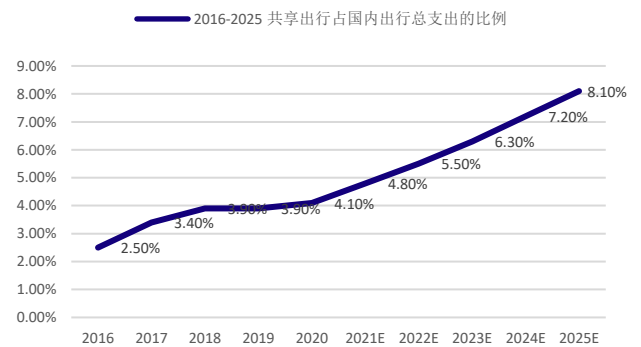
8月网约车订单量为6.43亿单，订单总量超30万单的网约车平台共17家。根据交通运输部发布数据显示，2021年8月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息6.43亿单，较7月（7.77亿单）环比-17.2%。8月，因国内疫情波动反复，压制居民出行需求，叠加汛期多发大雨雷电天气，网约车订单量较前有所回落。其中，8月当月，订单总量超30万单的网约车平台共18家，（按订单合规率排序）分别是：如祺出行、招招出行、享道出行、携华出行、及时用车、K9用车、T3出行、神州专车、曹操出行、阳光出行、首汽约车、万顺叫车、滴滴出行、帮邦行、美团打车、伴个桔子、花小猪出行、秒走打车。

图 63 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)



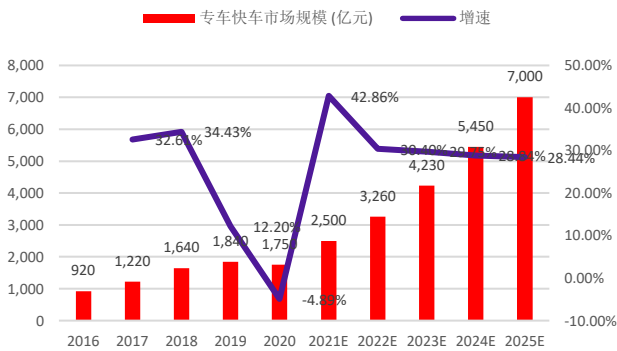
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 64 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例



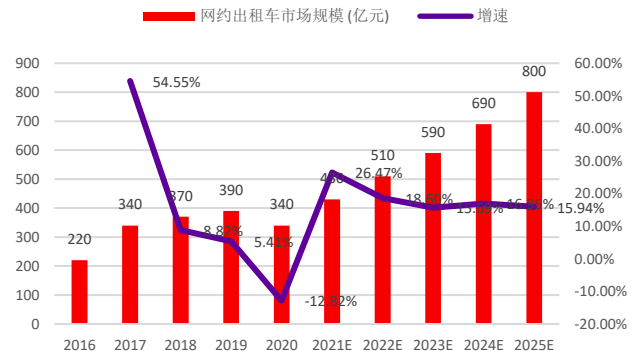
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 65 专车快车市场规模变化趋势及增幅



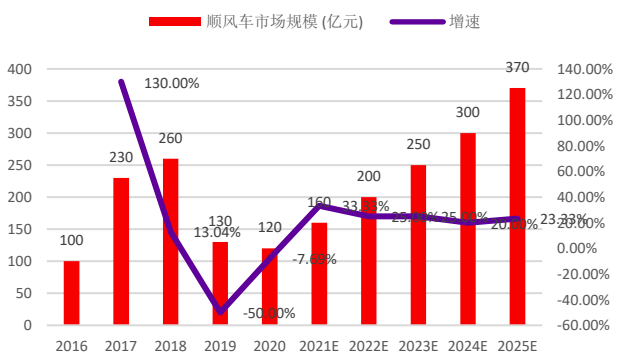
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 66 网约出租车市场规模变化趋势及增幅



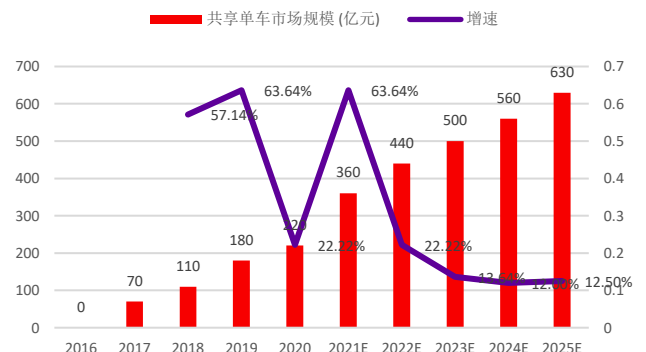
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

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。

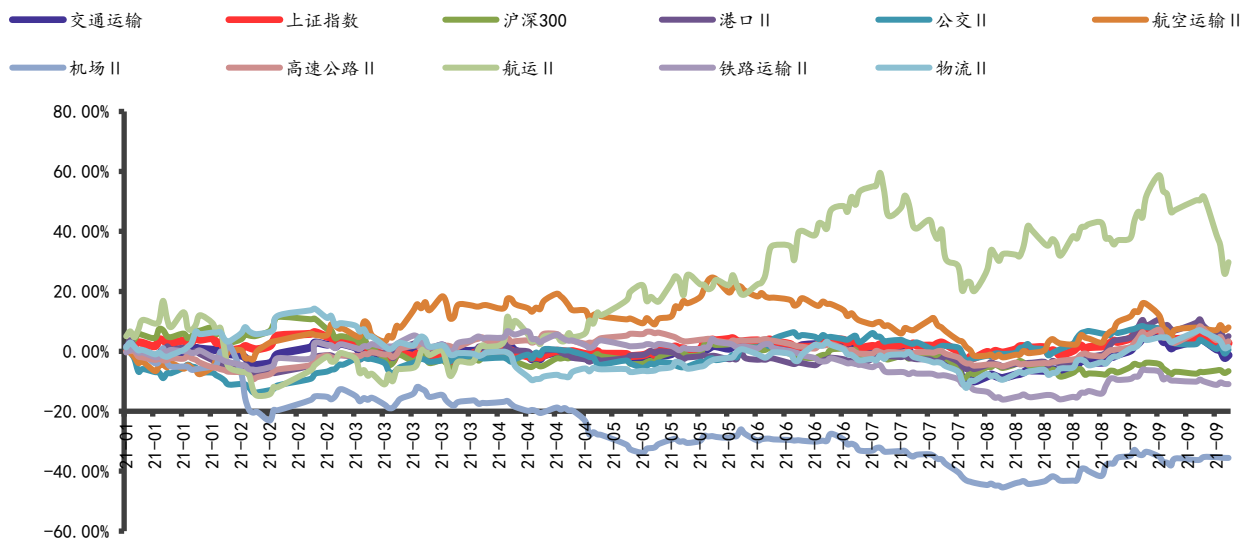
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年9月30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26,605.56亿元，占总市值比例为3.02%。目前市值排名前10的交通运输上市公司分别为：顺丰控股（002352.SZ）2,977.63亿元、中远海控（601919.SH）2,767.04亿元、京沪高铁（601816.SH）2,337.47亿元、上港集团（600018.SH）1,417.67亿元、中国国航（601111.SH）1,080.65亿元、南方航空（600029.SH）979.62亿元、大秦铁路（601006.SH）930.67亿元、上海机场（600009.SH）852.68亿元、东方航空（600115.SH）771.47亿元、宁波港（601018.SH）624.39亿元。

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+2.74%和-6.62%，交通运输指数-1.31%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口+5.04%、公交+0.53%、航空运输+7.97%、机场-35.58%、高速公路+3.32%、航运+29.72%、铁路运输-10.95%、物流+1.46%，其中，航运、航空运输、港口、高速公路、物流、公交板块呈现上涨。

图 69 交通运输各子行业表现情况（2021/01/01-2021/9/30）



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

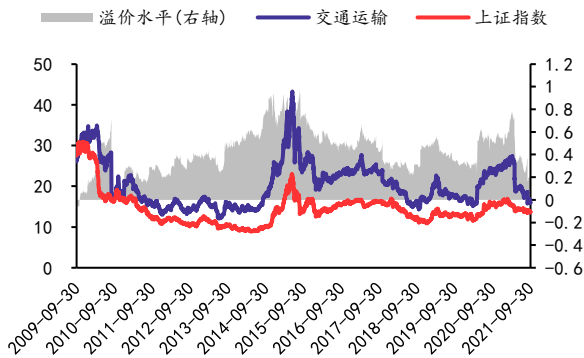
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2021年9月30日，交通运输行业市盈率为16.01倍（TTM），上证A股为13.65倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为172.63%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

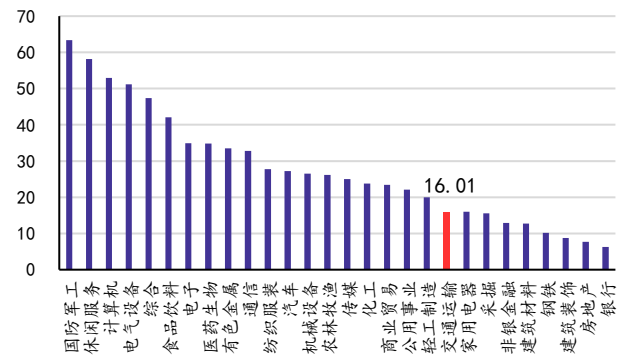
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 16.01 倍（2021/9/30），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

图 70 交通运输行业估值及对比较及溢价情况



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

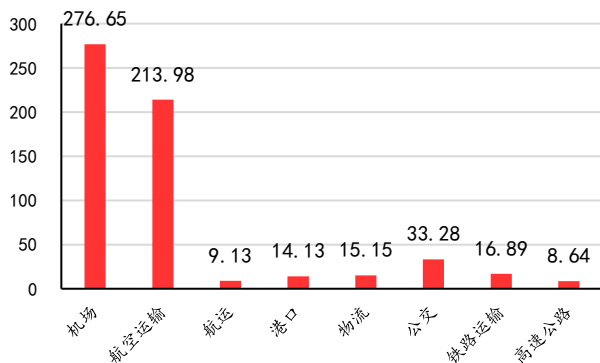


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

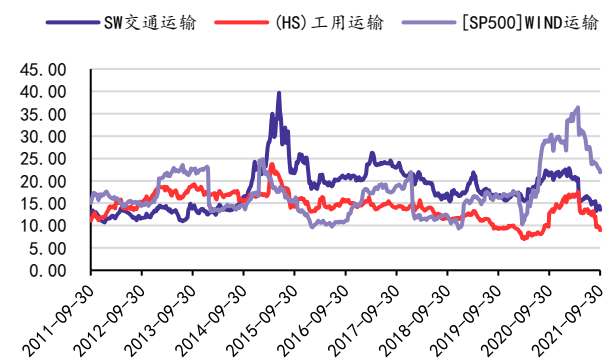
我们选择 [HS] 工用运输指数、[SP500] Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2021 年 9 月 30 日，上述指数市盈率分别为 8.95 倍、21.90 倍和 16.01 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

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 175 亿美元、港股中市值大于 181 亿港元、A 股中大于 393 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 2021.9.30）

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)
				2021H1	2020Y	2021H1	2020Y				
1	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	20.36	14.22	173.25	-69.75	1,586.17	26.10	241.43	6.98
2	UNP.N	联合太平洋	铁路	10.89	-10.0	20.45	-9.63	1,278.23	21.73	7.54	9.02
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	5.61	-7.36	29.05	-15.51	819.94	25.33	5.32	5.66
4	CSX.O	CSX 运输	铁路	13.56	-11.3	48.07	-16.99	670.49	19.87	5.12	1.50
5	NSC.N	诺福克南方	铁路	15.46	-13.3	93.01	-26.05	590.88	21.64	3.99	11.05
6	FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	航空货运 与物流	-	-	-	-	582.54	11.45	2.41	19.15
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	4.64	-1.05	77.01	0.16	433.92	16.57	7.56	4.87
8	DIDI.N	滴滴出行	应用软件	-	-8.43	-	-8.08	375.73	-37.97	-3.22	-5.39
9	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	29.86	-2.29	66.89	9.29	331.19	38.48	9.96	7.43
10	LUV.N	西南航空	航空公司	15.60	-59.7	145.89	-233.65	304.28	-18.99	3.43	-2.71
11	DAL.N	达美航空 (DELTA)	航空公司	12.09	-63.6	91.60	-359.81	272.67	-4.09	17.77	-10.41
12	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	-	14.04	-	-24.00	262.24	39.26	3.49	5.04
13	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-	-	-	-	254.30	-148.1	180.91	-3.03
14	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	-	-	-	248.43	-20.88	4.56	-0.90
15	KSU.N	堪萨斯南方铁路 (KANSAS)	铁路	13.75	-8.14	-186.23	14.49	246.19	189.67	6.08	1.43
16	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	60.00	23.74	97.12	17.91	202.39	20.37	7.61	5.85
17	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	24.85	5.14	40.72	-1.99	175.91	29.40	6.77	5.69

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 2021.9.30）

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)
				2021H1	2020Y	2021H1	2020Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	4.76	-21.36	900.30	-140.30	2,600.55	-144.31	1.47	-0.29

2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	33.72	14.04	0.15	-24.00	2,069.83	39.91	3.56	5.04
3	2618.HK	京东物流	陆运	53.67	47.20	-2,461.4	-85.06	2,003.29	-8.27	-32.79	-3.26
4	1919.HK	中远海控	海运	88.06	13.76	3,162.31	48.38	1,911.95	3.47	3.66	2.87
5	0316.HK	东方海外 国际	海运	103.69	19.08	2,653.53	-33.07	892.82	3.18	2.04	5.47
6	1308.HK	海丰国际	海运	79.59	8.46	309.40	59.85	749.66	13.44	8.16	0.27
7	0753.HK	中国国航	航空公司	27.05	-48.96	28.16	-324.34	748.03	-5.30	0.81	-0.81
8	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	33.18	-41.24	42.66	-510.87	745.73	-8.43	0.90	-0.43
9	0144.HK	招商局港 口	海港与服务	38.90	0.53	204.72	-38.40	500.08	6.01	0.57	2.22
10	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	37.96	-51.46	39.03	-470.80	489.75	-4.79	0.73	-0.52
11	0293.HK	国泰航空	航空公司	-42.70	-56.13	20.34	-1,393.6	421.64	-2.12	0.58	-3.09
12	0177.HK	江苏宁沪 高速公路	公路与铁 路	90.12	-20.55	451.71	-41.32	397.48	7.10	1.19	0.92
13	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	67.74	29.71	215.08	-23.56	301.10	5.79	1.10	2.88
14	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	87.62	-0.10	865.40	-19.23	278.83	4.42	0.97	1.21
15	6198.HK	青岛港	海港与服务	30.64	8.79	7.61	1.36	264.19	5.50	0.67	0.62
16	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	65.54	15.65	-43.92	-20.19	227.09	6.98	0.66	1.44
17	0598.HK	中国外运	航空货运 与物流	55.43	8.91	77.93	-1.77	226.46	5.09	0.63	0.50
18	1199.HK	中远海运 港口	海港与服务	24.79	-2.63	7.50	12.81	223.45	8.00	0.52	0.11
19	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	22.68	-68.30	-13.95	-184.10	210.18	-8.18	0.80	-0.47
20	1138.HK	中远海能	海运	-37.14	18.56	-80.30	475.42	181.93	1,749.50	0.44	0.00

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 2021.9.30)

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)
				2021H1	2020Y	2021H1	2020Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	24.20	37.25	-88.53	23.24	2,977.63	68.86	5.25	0.95
2	601919.SH	中远海控	航运 II	88.06	13.37	2,111.72	27.42	2,767.04	6.03	3.43	2.87

3	601816.SH	京沪高铁	铁路运 输 II	50.30	5.72	-79.33	16.48	2,337.47	42.96	1.26	0.11
4	600018.SH	上港集团	港口 II	44.22	-27.65	111.79	-7.48	1,417.67	10.75	1.52	0.57
5	601111.SH	中国国航	航空运 输 II	27.05	-48.96	29.34	-318.2	1,080.65	-9.19	1.51	-0.81
6	600029.SH	南方航空	航空运 输 II	32.37	-40.02	58.17	-481.9	979.62	-13.32	1.31	-0.43
7	601006.SH	大秦铁路	铁路运 输 II	14.90	-9.50	37.32	-18.94	930.67	7.28	0.79	0.86
8	600009.SH	上海机场	机场 II	-26.97	-60.68	-103.51	-122.2	852.68	-52.58	2.99	-0.84
9	600115.SH	东方航空	航空运 输 II	38.13	-51.48	40.50	-460.4	771.47	-9.08	1.61	-0.52
10	601018.SH	宁波港	港口 II	22.11	-16.02	35.42	1.39	624.39	15.41	1.19	0.26
11	002120.SZ	韵达股份	物流 II	27.18	-2.63	-32.94	-45.71	558.78	47.76	3.78	0.40
12	601021.SH	春秋航空	航空运 输 II	34.82	-36.68	102.31	-132.2	500.21	-295.30	3.67	-0.18
13	001965.SZ	招商公路	高速公 路 II	66.16	-14.75	1,504.63	-47.26	465.22	8.95	0.93	0.84
14	601866.SH	中远海发	航运 II	83.67	33.49	183.73	22.22	452.72	12.24	2.26	0.32
15	601872.SH	招商轮船	航运 II	-21.96	-2.88	-67.91	44.48	446.72	65.67	1.75	0.08
16	600233.SH	圆通速递	物流 II	33.70	12.06	-32.62	9.93	440.16	30.54	2.54	0.46
17	600377.SH	宁沪高速	高速公 路 II	89.70	-20.30	458.01	-41.43	439.29	9.43	1.49	0.92
18	601880.SH	大连港	港口 II	4.17	0.17	-8.73	6.24	409.48	31.50	1.16	0.06
19	600221.SH	海航控股	航空运 输 II	56.54	-59.38	92.28	-9,477	393.26	-0.74	-1.18	-3.16

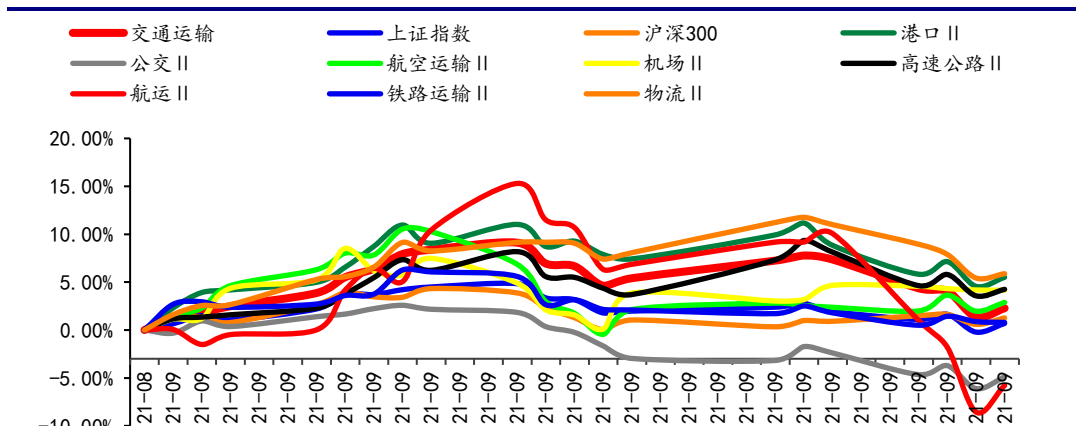
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 最新观点: 把握综合物流龙头的中长期配置价值, 持续关注公路货运数字化的趋势

分子行业来看, 截至 2021 年 9 月 30 日, 航空、公交、机场板块 PE 仍较高, 分别为 213.98 倍、33.28 倍、276.65 倍, 高于交通运输行业值 16.01 倍。其中, 航空、机场板块受到疫情影响, 净利润水平持续被压制, 导致动态市盈率仍居于高位。高速公路、航运、铁路、港口板块 PE 分别为 8.64 倍、9.13 倍、16.89 倍、14.13 倍。物流板块的 PE 为 15.15 倍。

图 74 2021 年 9 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 10 月投资策略: 把握综合物流龙头的中长期配置价值, 持续关注公路货运数字化的趋势。

1. 推荐综合物流龙头的中长期配置价值。考虑到下半年旺季效应催化下, 电商强相关货物品类需求进一步释放, 顺丰控股核心业务时效件或继续呈现向好的表现, 为公司盈利底盘带来稳健支撑。同时, “四网融通”战略持续推进下, 公司底层资源得到优化完善, 时效快递及快运产品提速降本的可能性逐步被验证, 随着其前置资本投入继续摊薄, “四网融通”带来的后续盈利贡献潜力是具备确定性的。我们认为, 考虑到当前公司业绩在底部符合预期, 而 2021 年底过后, 公司鄂州机场投入运营, 嘉里物流的业绩贡献显现, 同时“四网融通”及数字供应链发展战略的布局成果进一步兑现, 公司的业绩回升值得期待, **推荐顺丰控股 (002352. SZ) 的中长期配置价值。**

2. 持续关注公路货运数字化的趋势逻辑。我国公路货运市场具有万亿级空间, 但当前仍未被充分挖掘, 延续呈现出低集中度、低同质化的属性。在此背景下, 网络货运赛道被赋予了高速成长的潜力。我们注意到传化智联深耕公路港园区业务多年, 资源底盘构筑坚实, 在此基础上公司切入网络货运高成长赛道, 面临着估值切换机会。且其“线下+线上”公路货运服务模式独特性强, 为后续市占率拓展带来了有利优势。我们认为, 当前公司股价较低, 存在被低估的可能, 存在良好的投资机会。 **推荐深耕“线上+线下”公路货运数字化的传化智联 (002010. SZ)。**

3. 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产生的蝴蝶效应仍在, 且因印度德尔塔变异病毒蔓延, 也持续加剧运力供给紧张的局面, 航空货运高运价行情得到了维持。我们维持此前观点不变, 即长期来看, 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)。**

4. 新竞争格局下快递一线龙头迎来价值重估机会。近期, 国家出台了系列相关政策及法律文件, 一方面致力于推动农村快递物流发展, 另一方面进一步规范快递行业运行, 当前的低价竞争格局面临改善。我们认为, 多重政策面因素利好下, 快递业拉锯近 2 年的恶性价格战或临拐点, 未来快递公司的服务水平提升、用户体验改善将成为竞争重点。在此背景下, 行业有望迎来盈利修复、价值重估的新局面。而快递一线龙头公司因具备更为扎实的资源底盘、网络规

模，以及更高的运送时效、服务水平，伴随着新竞争格局到来，或将成为最大受益者。叠加考虑下半年货运物流旺季催化，短期内一线快递公司股价有进一步上升潜力。推荐韵达股份（002120.SZ）、中通快递（2057.HK）、圆通速递（600233.SH）作为快递赛道价值投资的选择。

（二）核心组合

表 13 投资组合建议（截至 2021 年 9 月 30 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	+36.92%
002010.SZ	传化智联	2021/7/1	+8.04%
603565.SH	中谷物流	2021/4/1	+30.21%

资料来源：Wind，中国银行证券研究院整理

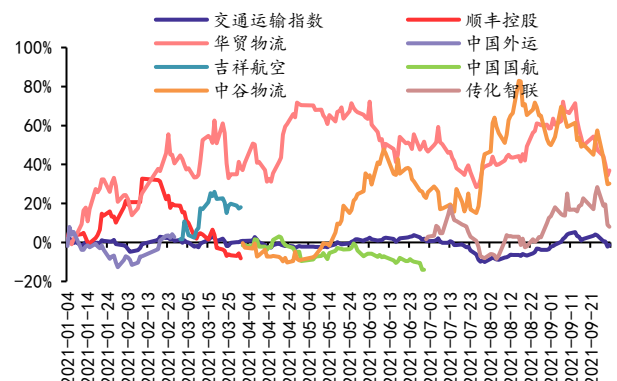
（三）核心组合表现

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-9月30日，交通运输业指数累计-1.31%，2021年银河交通核心组合+34.89%。核心组合跑赢行业，相对收益+36.2%。

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 7 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 8 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 8 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 8 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（2021/01/01-2021/9/30）	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 9 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	13
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	14
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)	17
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 2021.9.30)	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 2021.9.30)	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 2021.9.30)	31
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 9 月 30 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，北京大学理学博士。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