

# 交通运输

证券研究报告

2021年10月15日

## 三季度报前瞻：繁荣的集运产业链，成长的大宗供应链

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

高晟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521040001

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业专题研究:天风问答系列:鲜花无需再着锦,否极总有泰来时》2021-10-06
- 2 《交通运输-行业专题研究:成长的物流,复苏的客运——2021年四季度投资策略》2021-09-14
- 3 《交通运输-行业专题研究:后疫情时代的交运研究框架——交运行业首席联盟培训》2021-07-24

### ● 集运产业链业绩有望大幅增长

集运运价大幅上涨,带动产业链公司业绩增长。第三季度集运运价大幅上涨,班轮公司盈利有望大幅增长,中远海控受益较大、海丰国际次之、中谷物流较小。提供综合物流服务的货代公司业绩也有望随运价大幅增长,如华贸物流。集装箱制造企业受益于集装箱销量增长、价格上涨,如中集集团和中远海发。港口企业受益于集装箱吞吐量增长和费率回升,如上港集团和宁波港。散杂货运输企业也受益于运价上涨,如中远海特。但是运价作为高频数据可及时跟踪,投资者对航运、货代等公司的业绩预期已经较为充分。

### ● 大宗供应链业绩有望继续高增长

第三季度大宗商品价格上涨,加速大宗供应链企业收入和利润增长。大宗供应链企业有市场份额提升的长期 $\alpha$ ,也有大宗商品价格波动的 $\beta$ 。第三季度大宗商品价格同比涨幅与上半年接近,将继续推高收入和利润增速。其中金属、矿产、能源的价格涨幅较大,相关业务占比高的公司比较受益。大宗供应链公司的业绩难以预测,大宗商品价格涨跌只能模糊反映业绩变化。如果三季度兑现业绩高增长,那么股价有望进一步反映业绩变化。

### ● 航空机场板块业绩继续承压

21Q3,航空行业在收入和成本两端承受压力。收入端受到新冠疫情、台风等因素影响,量价均遭受到了一定影响,三大航客座率低于70%,且票价同比亦出现下行的情况。而成本端由于国际油价的提升则存在上行风险。展望未来,虽然国际线立即放开的概率偏低,但是随着新冠治疗药物的推进,以及我国疫苗接种率的提升,明年起我国有望逐步放开边境。基于上述因素,我们认为板块的业绩底或将出现,投资价值逐步提升。

### ● 快递板块业绩环比改善

第三季度快递行业营收增速略有提升、单票收入降幅收窄,盈利有望环比改善,其中顺丰控股和韵达股份边际改善较为明显。三季度快递涨价,是政策要求缓和竞争、保障快递员权益带动的。四季度有“双十一”、“双十二”网购节,快递量增加带动快递价格季节性上涨。股价对快递公司的业绩变化已经有所反映,未来的股价取决于涨价能否持续,我们将继续跟踪市场结构、竞争策略等变化。

### ● 物流板块优选细分赛道投资机会

数据上看,我国物流行业整体或随海运景气度略有回落,但是智能化升级的第三方物流公司或将具备长期 $\alpha$ ,其一,智能化物流的客户群体主要为电子、新能源、医疗器械等高端制造业,后续需求稳中向好可期;其二,优质3PL对客户的服务环节有望前置到物流系统设计的环节,战略地位和绑定深度有望同步提升;其三,一体化供应链业务具备业务稳定性的同时具备裂变增长的潜质。

**投资建议:** 1、推荐业绩持续高增长、2021年加速增长的大宗供应链公司:浙商中拓、建发股份。2、推荐受益于国际线复苏的航空公司:中国国航、南方航空、中国东航。3、推荐受益于智能化升级浪潮的优质第三方物流企业海晨股份,关注京东物流、飞力达。4、关注受益于价格上涨的快递公司:顺丰控股、韵达股份、圆通速递。

**风险提示:** 经济增速大幅下滑,全球疫情再度爆发,物流智能化进程不及预期

## 内容目录

1. 海运：集运繁荣，产业链业绩大幅增长 .....	3
2. 大宗供应链：业绩有望继续高增长.....	4
3. 航空机场：板块业绩仍承压，但有望走出底部.....	6
4. 快递：板块业绩有望环比改善 .....	7
5. 物流：行业较为强劲，自下而上优选赛道 .....	8
6. 投资建议.....	8
7. 风险提示.....	9

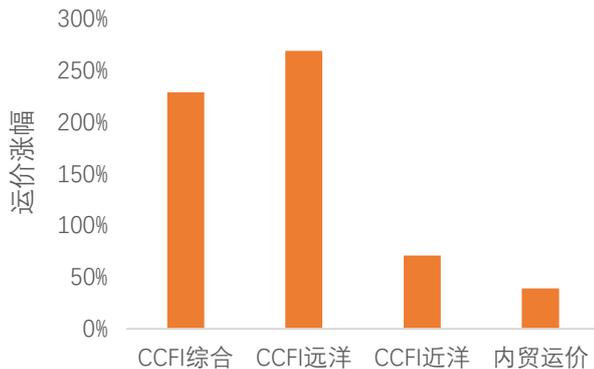
## 图表目录

图 1：2021 年第三季度集运运价大幅上涨.....	3
图 2：2021 年 7-8 月中国对各大洲出口增幅.....	3
图 3：华贸物流的国际海运业务毛利率比较稳定 .....	3
图 4：7 月份集装箱制造行业利润总额增速有所加快 .....	3
图 5：7-8 月主要港口集装箱吞吐量增速下滑 .....	3
图 6：2021 年上半年主要上市港口的集装箱业务利润占比 .....	3
图 7：2021 年上半年招商轮船自有船队的运力结构 .....	4
图 8：2021 年上半年中远海特的营业收入结构 .....	4
图 9：第三季度大宗商品价格仍然同比大幅上涨 .....	4
图 10：2021 年上半年大宗供应链企业的主要收入是金属和矿产.....	4
图 11：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司收入加快增长 .....	5
图 12：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司净利润加快增长.....	5
图 13：2021 年上半年主要供应链企业营收大幅增长.....	5
图 14：2021 年上半年主要供应链企业净利润大幅增长 .....	5
图 15：2021Q3 民航客运量同比情况.....	6
图 16：2021Q3 民航客座率情况.....	6
图 17：2021Q3 民航票价同比 19 年情况.....	6
图 18：国际油价出现较为明显提升.....	6
图 19：国际航空市场恢复缓慢，小国航司经营压力大.....	6
图 20：2019-20 年飞机交付量大幅减少 .....	6
图 21：7-8 月快递行业收入增速略有提升 .....	7
图 22：7-8 月快递行业单票收入降幅收窄 .....	7
图 23：7-8 月顺丰控股和韵达股份的营收增速明显提高 .....	7
图 24：7-8 月顺丰控股和韵达股份的单票收入降幅明显收窄 .....	7
图 25：国内物流行业整体或随海运行业“降温” .....	8
图 26：部分消费电子产品出货量 .....	8
图 27：年内造车新势力销量节节攀升 .....	8

## 1. 海运：集运繁荣，产业链业绩大幅增长

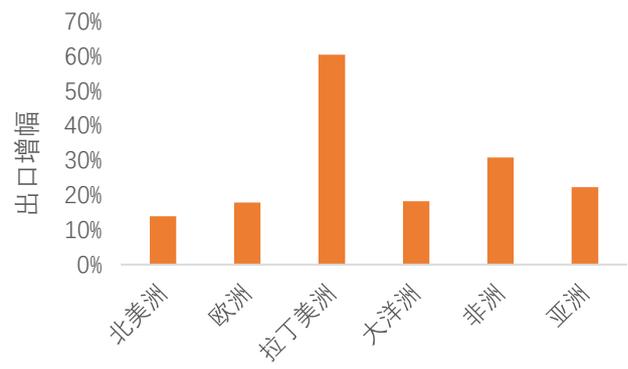
第三季度集运运价大幅上涨，班轮公司盈利有望大幅增长。2021 年第三季度集装箱海运价格大幅上涨，其中远洋运价涨幅较大，近洋航线次之，内贸航线涨幅较小。2021 年 7-8 月，对亚洲和其他洲的出口同比增速均为 22%。因此，预计主业是远洋运输的中远海控业绩增幅较大，主业是近洋运输的海丰国际次之，主业是内贸运输的中谷物流和安通控股较小。中远海控预告 2021 年第三季度归母净利润 305 亿元，同比增长近 7 倍。

图 1：2021 年第三季度集运运价大幅上涨



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

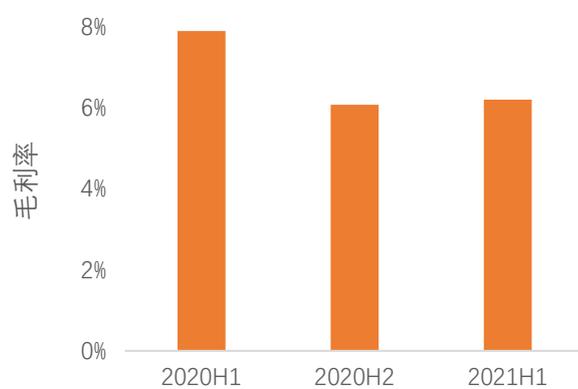
图 2：2021 年 7-8 月中国对各大洲出口增幅



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

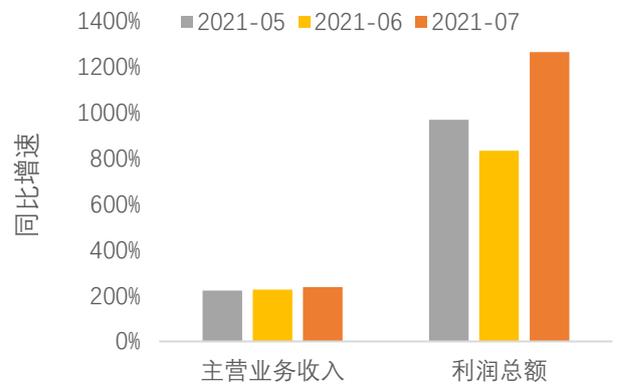
集运货代公司受益于运价上涨。部分集运货代公司从班轮公司订购舱位，为出口企业提供综合物流服务，利润率比较稳定，因此利润随着集运运价大幅上涨，比如华贸物流。部分物流公司仅提供订舱、报关等有限的服务，利润与货量相关，受运价影响较小。

图 3：华贸物流的国际海运业务毛利率比较稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：7 月份集装箱制造行业利润总额增速有所加快



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

集装箱制造企业受益于量价齐升。海外港口拥堵引发缺箱，导致集装箱需求增长、价格上涨，中集集团、中远海发等集装箱制造企业受益。2021 年 7 月，集装箱制造行业的主营业务收入平稳增长，利润总额增速加快，预计相关上市公司的集装箱制造业务盈利加快增长。中集集团预告 2021 年第三季度归母净利润 41-49 亿元，同比增长 366%-457%。

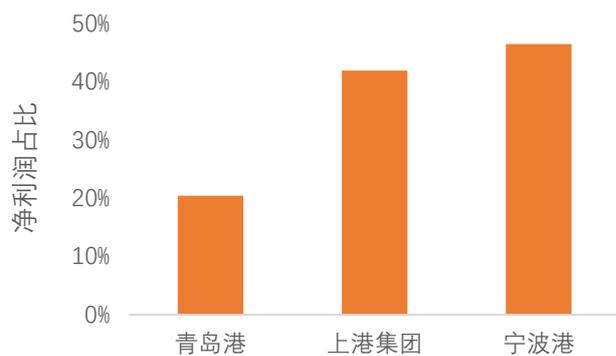
港口企业受益于港口吞吐量增长和费率回升。港口集装箱吞吐量还在持续增长，尽管基数效应导致吞吐量增速下滑。长三角港口受 7 月下旬和 9 月中旬台风的影响，集装箱吞吐量增速偏低。全球集运瓶颈在港口，港口的议价能力明显提升。2021 年上半年港口费率出现回升，比如上港集团单箱收入从 2020H1 的 302 元提高到 2021H1 的 320 元。在上市港口中，上港集团和宁波港的集装箱业务占比较高，盈利弹性相对较大。

图 5：7-8 月主要港口集装箱吞吐量增速下滑

图 6：2021 年上半年主要上市港口的集装箱业务利润占比



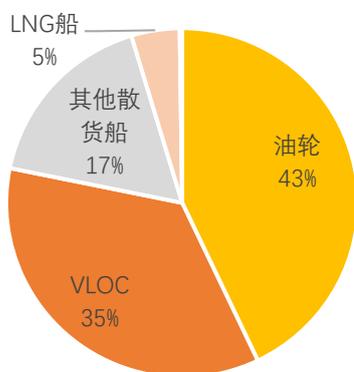
资料来源: Wind, 交通部, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

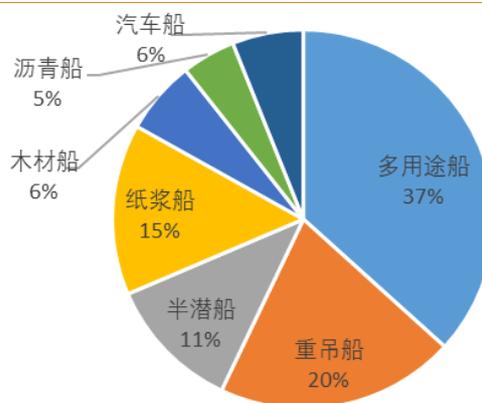
散杂货运输企业也受益于运价上涨, 但是业务占比低导致业绩弹性也偏低。招商轮船 VLOC 之外的干散货船运价随市场波动, 该部分运力占公司总运力的比例偏低。中远海特的多用途船受益于集装箱和干散货航运运价上涨, 2021 年上半年营收占比略超过 1/3。

图 7: 2021 年上半年招商轮船自有船队的运力结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 2021 年上半年中远海特的营业收入结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

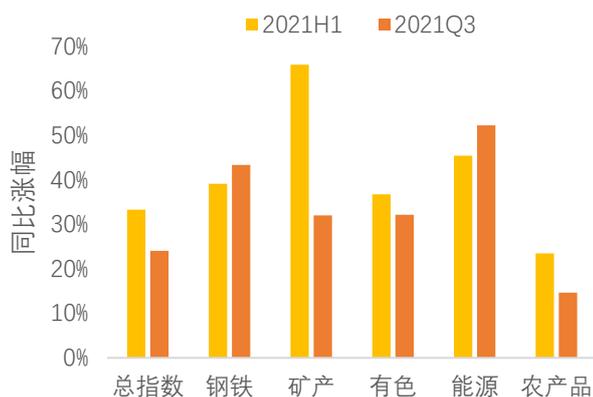
运价上涨, 相关公司的业绩预期较为充分。运价作为高频数据可及时跟踪, 所以投资者对航运、货代等公司的业绩预期较为充分, 股价也已经有所反映。9 月底以来集运运价出现回落的迹象, 相关公司的股价出现回调。

## 2. 大宗供应链: 业绩有望继续高增长

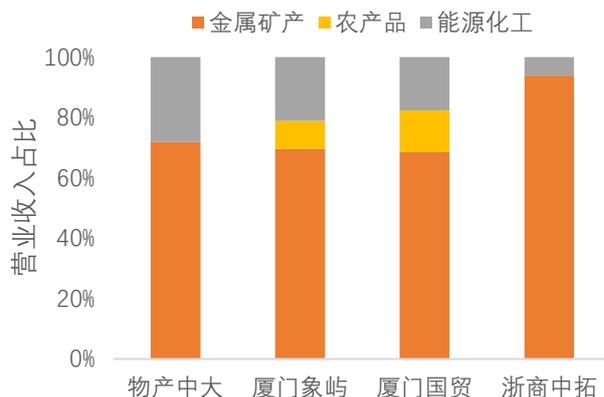
第三季度大宗商品价格上涨, 加速大宗供应链企业收入和利润增长。大宗供应链企业有市场份额提升的长期  $\alpha$ , 也有大宗商品价格波动的  $\beta$ 。第三季度大宗商品价格同比涨幅与上半年接近, 将继续推高收入和利润增速。其中金属、矿产、能源的价格涨幅较大, 相关业务占比高的公司比较受益。

图 9: 第三季度大宗商品价格仍然同比大幅上涨

图 10: 2021 年上半年大宗供应链企业的主要收入是金属和矿产



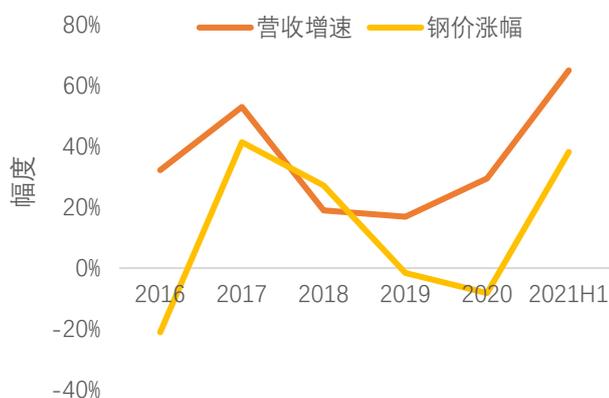
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

大宗供应链公司的收入和利润增速高于大宗商品价格涨幅。尽管大宗商品价格上涨会加速收入和利润增长,但是市场份额持续提升也起到重要作用。2019 年以来,大宗供应链头部公司的收入和利润增速,明显高于钢材价格涨幅。因此,大宗供应链公司的业绩增长不仅仅来自周期,还来自成长。

图 11: 大宗商品价格上涨,大宗供应链头部公司收入加快增长



资料来源: Wind, 中国钢铁工业协会, 天风证券研究所

图 12: 大宗商品价格上涨,大宗供应链头部公司净利润加快增长

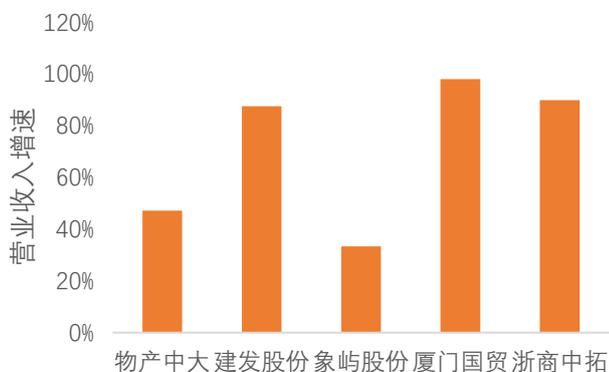


资料来源: Wind, 中国钢铁工业协会, 天风证券研究所

注: 浙商中拓 2019 年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的 0.9 亿元。

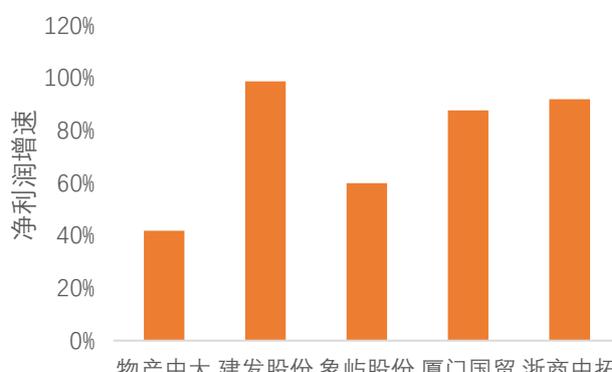
上半年营收和利润高增长,第三季度有望持续。得益于大宗商品价格上涨,上半年建发股份、厦门国贸、浙商中拓的收入和利润增速都在 90%左右。第三季度大宗供应链企业的商品销量基数有所抬升,价格仍然同比大幅上涨,所以收入和利润有望继续高增长。

图 13: 2021 年上半年主要供应链企业营收大幅增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 2021 年上半年主要供应链企业净利润大幅增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

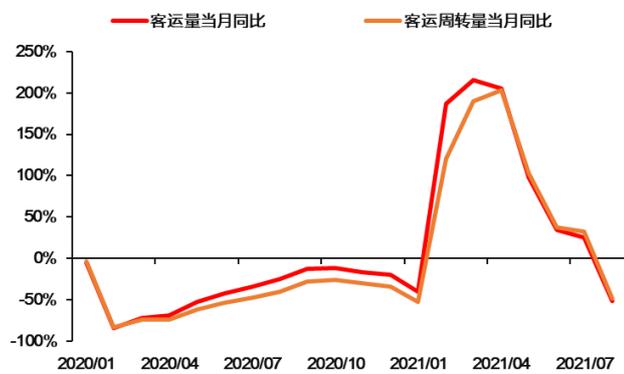
大宗供应链公司的业绩难以预测,大宗商品价格涨跌只能模糊反映业绩变化。如果季报兑现业绩高增长,那么股价有望进一步反映业绩变化。

### 3. 航空机场：板块业绩仍承压，但有望走出底部

第三季度预计航空板块在收入和成本两端承压，经营业绩层面压力较大。收入端来看，Q3 航空行业因国内新冠疫情的反复、台风天气等因素的影响，暑运客运量出现较为明显的下滑，三大航的客座率水平不足 70%。在较为明显的供需矛盾下，航司票价亦较去年出现了较为明显的下滑。成本端来看，燃油占航空公司成本的比例较高，而同比去年，国际油价的中枢亦出现了较为明显的抬升。双重打击之下，我们预计行业的经营业绩或有较大压力。

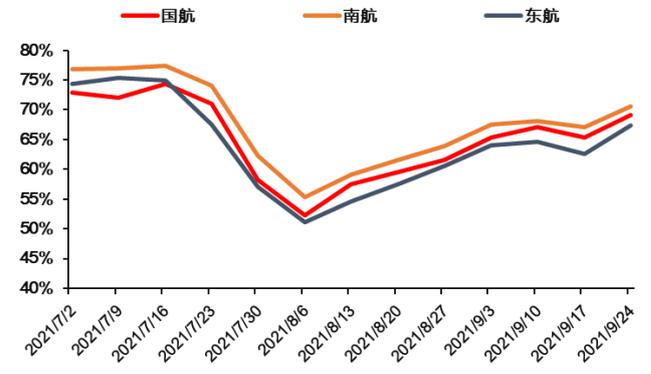
新冠治疗药物逐步成熟，国际线复苏可期。虽然短期看，我国距离放开国门可能仍存距离，但是月初默沙东宣布，公司与 Ridgeback 合作开发的口服抗病毒药物 Molnupiravir 对轻度或中度新冠肺炎可降低患者住院或死亡风险约 50%；且中国疾控中心主任高福在最近一次采访中提及，如 2022 年初疫苗接种率超过 85%，中国将考虑放开边境。往后看，国际线对运力的消化能力将会逐步提升，提振行业客座率和票价。

图 15：2021Q3 民航客运量同比情况



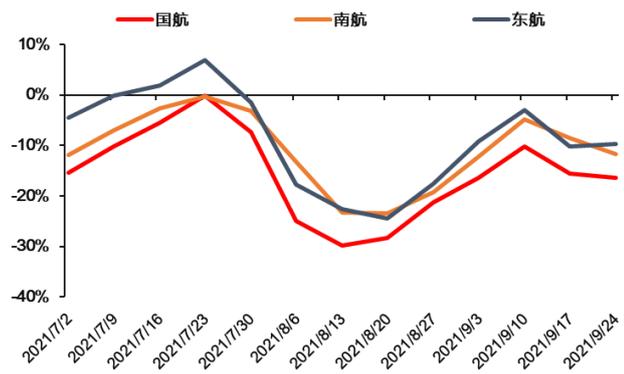
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2021Q3 民航客座率情况



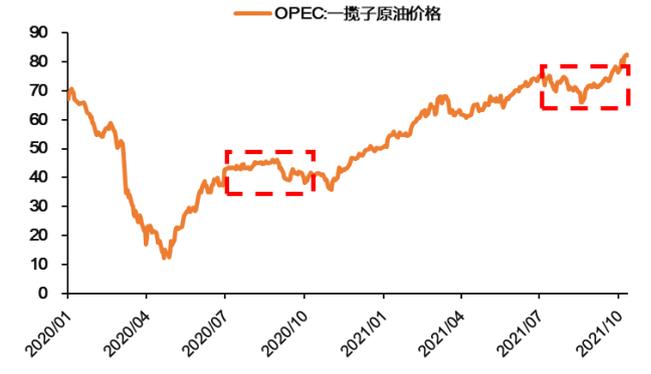
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2021Q3 民航票价同比 19 年情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：国际油价出现较为明显提升

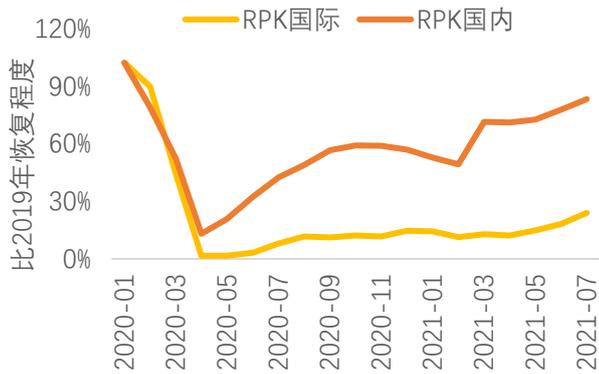


资料来源：Wind，天风证券研究所

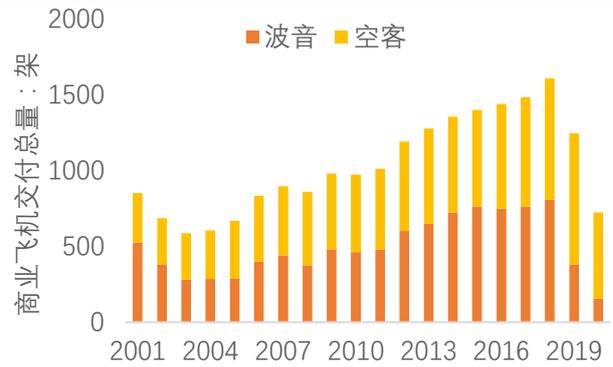
疫情抑制运力交付，供给侧压力较小。国际航线客运量恢复缓慢，意味着小国航空公司经营困难，限制了资本开支的能力和意愿，将压低未来运力增速。波音和空客作为航空产业链上游的双寡头，有意愿和能力控制未来的飞机交付节奏。

图 19：国际航空市场恢复缓慢，小国航司经营压力大

图 20：2019-20 年飞机交付量大幅减少



资料来源: Wind, IATA, 天风证券研究所



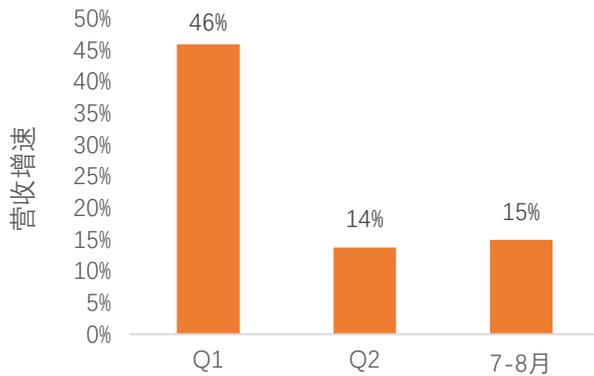
资料来源: Wind, 波音官网, 空客官网, 天风证券研究所

类似于航空板块, 机场行业短期的业绩因国际航线的缺失或仍将表现一般, 但是随着国际航线的逐步放开、国际旅游的复苏, 机场板块有望迎来利润估值双升。

#### 4. 快递: 板块业绩有望环比改善

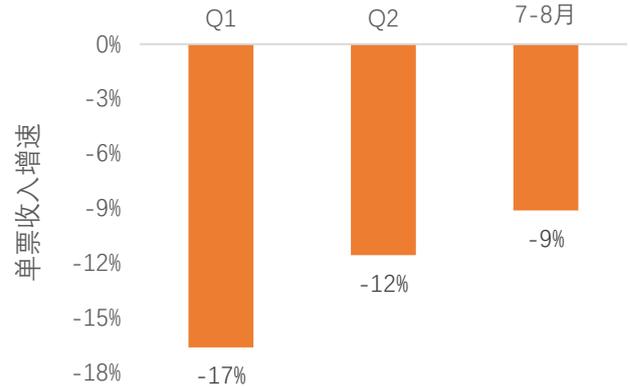
第三季度快递行业营收增速略有提升、单票收入降幅收窄, 盈利有望环比改善。7-8 月份, 快递行业营收增速略高于第二季度, 单票收入降幅低于第二季度。在单位成本平稳变化的情况下, 第三季度的盈利有望改善。

图 21: 7-8 月快递行业收入增速略有提升



资料来源: Wind, 国家邮政局, 天风证券研究所

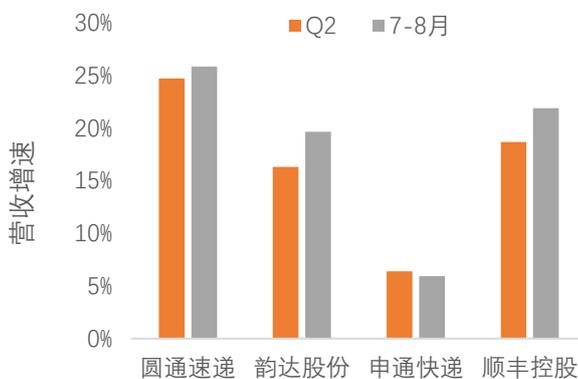
图 22: 7-8 月快递行业单票收入降幅收窄



资料来源: Wind, 国家邮政局, 天风证券研究所

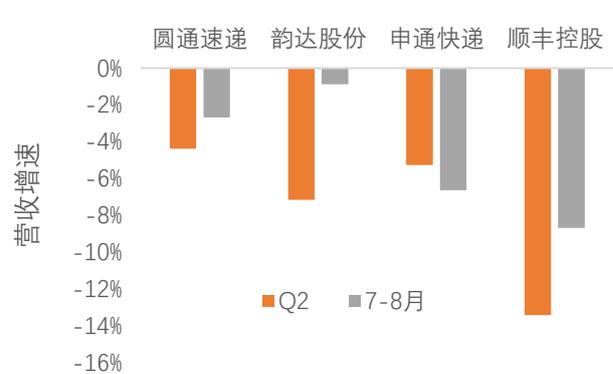
第三季度顺丰控股和韵达股份边际改善较为明显。7-8 月, 顺丰控股和韵达股份的营收增速提高, 单票收入降幅收窄, 盈利改善有望较为明显。顺丰控股预告 2021 年第三季度归母净利润 10-11 亿元, 同比下降 40%-46%, 降幅比上半年的 80%收窄。

图 23: 7-8 月顺丰控股和韵达股份的营收增速明显提高



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 7-8 月顺丰控股和韵达股份的单票收入降幅明显收窄



资料来源: Wind, 天风证券研究所

股价对快递公司的业绩变化已经有所反映。8 月底应七部委的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》, 主要加盟制快递企业均宣布全网末端派费上调 0.1 元/单, 快递价

格也随之调整，股价已经有所反映。未来的股价取决于涨价能否持续，我们将继续跟踪市场结构、竞争策略等变化。

## 5. 物流：行业较为强劲，自下而上优选赛道

我国物流行业整体或随海运景气度略有回落。20H2，我国物流行业整体随全球供应链紊乱景气度处于较高水平，这一趋势在今年亦得以延续，但是近期，随着低基数红利消失、海外旺季备货提前、全球供应链边际改善等因素，海运和物流行业整体的景气度亦存在短期回落的可能。数据上看，21年7-8月国内物流总额累计同比分别为14.0%、12.7%，下降趋势较为明显。

图 25：国内物流行业整体或随海运行业“降温”



资料来源：Wind，天风证券研究所

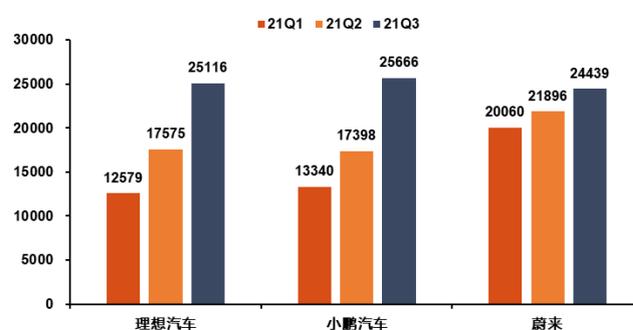
但是由于我国物流行业较为分散，结构或仍存分化，继续看好受益于产业智能化升级的第三方物流标的。其一，智能化物流的客户群体主要为电子、新能源、医疗器械等高端制造业，后续需求稳中向好可期；其二，优质 3PL 对客户的服务环节有望前置到物流系统设计的环节，战略地位和绑定深度有望同步提升；其三，一体化供应链业务具备业务稳定性的同时具备裂变增长的潜质。

图 26：部分消费电子产品出货量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：年内造车新势力销量（辆）节节攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 投资建议

**推荐业绩持续高增长大宗供应链：浙商中拓，建发股份。**2009-20 年，浙商中拓营收增长 12 倍，净利润增长 23 倍。在大宗商品供应链这个庞大且分散的市场里，浙商中拓有望依托竞争优势和优厚激励，实现持续高增长，规模达到行业龙头水平。建发股份供应链业务较快增长，股息率高。

**推荐受益于航空业复苏的中国国航、南方航空、中国东航。**航空复苏的方向明确、过程波动。因此适合在本土疫情扩大、股价低谷提前关注。

**物流智能化升级进程中，优质三方物流运营商有望实现战略地位提升，推荐海晨股份，关注京东物流、飞力达。**3PL 丰富的细分行业物流经验及智能物流设备使用经验可以帮助制造企业在升级时更好地避免可能出现的问题，并加深制造和物流的绑定程度。

**关注受益于涨价的电商快递公司：韵达股份、圆通速递。**四季度快递价格有望继续上涨，盈利有望改善。如果市场格局能够改善，竞争策略转向盈利，那么将出现较大投资机会。

## 7. 风险提示

### （1）经济增速大幅下滑

交通运输需求与宏观经济密切相关。如果经济增速下滑，那么运输需求增速可能随之下降，部分行业的价格也会下降，导致企业盈利恶化。

### （2）全球疫情再度爆发

如果疫情反复，将影响客运和石油运输，不利于航空、油运、大宗供应链板块；但是有利于集运、快递板块。

### （3）物流行业智能化进程不及预期

如物流行业的智能化升级进程低于预期，相关标的的增长亦存在低于预期的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com