

把握航空客运趋势性复苏机遇， 关注综合物流龙头长期投资价值

——2021年10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：受疫情扰动影响，9月CTSI指数同比仍下降，货物流板块高景气不变。**2021年9月：CTSI指数同比-5.3%。铁路：9月铁路客流量同比-3.51%。公路：9月营业性公路客流同比-39%。水路：大宗散运价格高位调整，集运运价上涨趋势有所缓和。航空：9月国内多地疫情继续抑制民航客流，航空货运市场高景气逻辑不变。物流：9月快递业务量同比增16.8%。新业态：9月网约车订单量6.49亿单，网络货运平台路歌启动赴港IPO。
- **积极把握航空客运的复苏机会。**随着新冠疫情好转及各国应对经验和措施丰富，2022年开放边境的概率大幅提升，利好航司国际业务。推荐国际业务占比较大的中国国航(601111.SH)和依托出入境客流开展免税业务的上海机场(600009.SH)，推荐低成本航司春秋航空(601021.SH)、全服务型民营航司龙头吉祥航空(603885.SH)。
- **新竞争格局下快递一线龙头迎来价值重估机会。**多重政策因素利好下，快递业拉锯近2年的价格战或临拐点，快递公司服务水平提升、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。叠加考虑下半年货运物流旺季催化，短期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)。
- **持续关注综合物流龙头的中长期配置价值。**顺丰控股“四网融通”战略推进下，时效快递及快运产品提速降本成为可能。当前嘉里物流合并已完成，2021年底过后，鄂州机场投入运营，同时立体布局物流细分赛道后，数字供应链发展成效有望逐步体现，业绩爆发值得期盼。推荐顺丰控股(002352.SZ)的中长期配置价值。
- **继续关注公路货运数字化的高成长逻辑。**我国公路货运市场具有万亿级空间，但质量效率仍未被充分挖掘，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，具备大幅提升空间。继续推荐传化智联(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	+32.94%
002010.SZ	传化智联	2021/7/1	+6.23%
002352.SZ	顺丰控股	2021/10/1	-1.01%

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

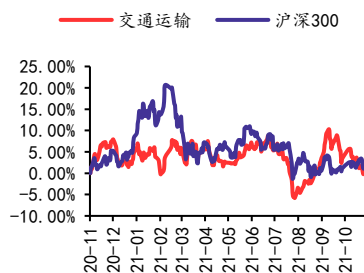
✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

2021.10.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.10.29



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】新竞争格局下快递龙头迎来价值重估机会，继续关注网络货运高成长逻辑_202109期》

目 录

一、受疫情扰动 9 月 CTSI 指数同比仍下降，货运物流板块高景气延续	3
(一) “十三五”交通运输加快发展，《国家综合立体交通网规划纲要》发布	3
1. 基础设施网络规模稳居世界前列	3
2. 运输服务提质增效降本稳步推进	3
3. 交通运输新技术新业态蓬勃发展	3
4. 交通运输行业治理体系逐步完善	3
(二) 2021 年 9 月货运物流高景气逻辑不变，国内疫情扰动下客运需求受抑制	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 9 月 CTSI 指数同比降-5.3%，货运物流高景气逻辑不变，国内疫情扰动下客运需求受抑制	4
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 2021 年三季度报前瞻	5
2. 可持续交通大会在京召开	5
3. 华贸物流 (603128.SH)：海运代理板块营收同比增速超 150%，布局中欧班列丰富跨境电商物流运力	5
4. 传化智联 (002010.SZ)：智能物流板块经营性利润大幅改善，物流政策支持力度持续强劲	6
5. 顺丰控股 (002352.SZ)：“四网融通”战略下盈利逐步修复，收购嘉里物流有望持续增厚利润	7
(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	8
3. 行业资产负债结构仍保持合理水平	10
4. 交通运输板块营收及净利润预测	10
二、子行业运行分析：9 月客运市场受国内多地疫情压制，货运市场下半年“旺季更旺”	11
(一) 铁路：9 月国内疫情影响下铁路客运继续承压，铁路货运量维持高位水平	11
(二) 公路：9 月营业性公路客流同比-39%，下半年旺季下公路货运高景气不变	15
(三) 水路：大宗散运价格高位调整，集运运价上涨趋势有所缓和	18
(四) 航空：9 月国内多地疫情继续抑制民航客流，航空货运市场高景气逻辑不变	20
(五) 物流快递：9 月快递业务量同比增 16.8%，CR8 为 80.8	23
(六) 新业态：9 月网约车订单量 6.49 亿单，路歌启动赴港 IPO	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	28
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	29
1. 国内交通运输行业估值分析	29
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	30
五、投资建议	32
（一）最新观点：把握航空客运趋势性复苏机遇，关注综合物流龙头长期投资价值	32
（二）核心组合	34
（三）核心组合表现	34
六、风险提示	34

一、受疫情扰动 9 月 CTSI 指数同比仍下降，货运物流板块高景气延续

（一）“十三五”交通运输加快发展，《国家综合立体交通网规划纲要》发布

交通运输是国民经济中基础性、先导性、战略性产业，是重要的服务性行业。经过 40 多年改革发展，中国的综合交通运输网络体系正在形成。根据国新办举行交通运输“十三五”发展成就新闻发布会信息显示，预计“十三五”规划目标任务可以圆满实现。

1. 基础设施网络规模稳居世界前列

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。

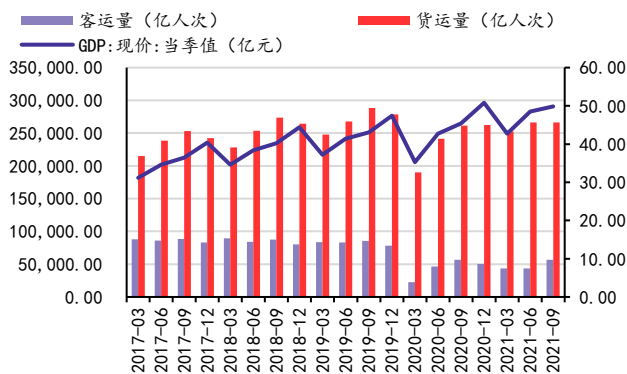
(二) 2021年9月货运物流景气逻辑不变，国内疫情扰动下客运需求受抑制

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2021年前三季度国内生产总值(GDP)同比增+9.8%，两年平均增5.2%。根据世界银行等研究机构的研究结果显示客货运量、客货运周转量与国内生产总值GDP、人口总数、城镇化率、人均GDP、产业结构等因素均有密切关系，其中与GDP的回归关系最为明显。2020年，国内生产总值共计1,015,986亿元，按可比价格计算，较2019年(990,865亿元)同比增长+2.54%。2021年Q1-Q3，GDP共计823,131.3亿元，按可比价计算，同比增长+9.8%。总体来看，随着疫情加速缓解，我国经济继续平稳运行的趋势不变。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。

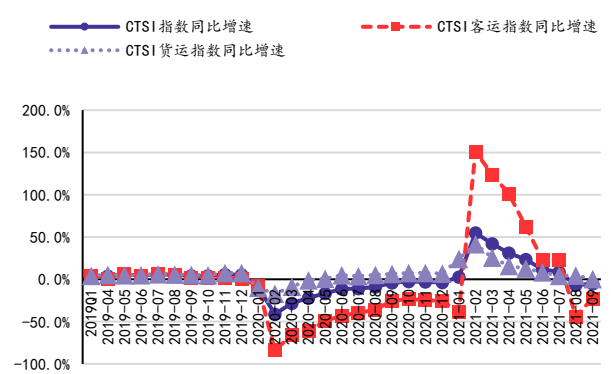
2020年Q3，国内生产总值为290,963.8亿元，按可比价计算，较去年(264,976.3)同比+4.9%，经季节调整后，较2021年Q2(282,857.4亿元)环比+2.87%；伴随我国社会经济继续在常态化轨道上运行，Q3国内生产总值同、环比均较Q2继续改善。

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. 9月CTSI指数同比降-5.3%，货运物流景气逻辑不变，国内疫情扰动下客运需求受抑制

(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) 9月CTSI指数同比-5.3%，因国内疫情扰动持续，交通运输行业运行仍受冲击。2021年9月，中国运输生产指数(CTSI)为159.6点，同比-5.3%，此前正增长态势继续受冲击。由此可见，9月，因国内疫情扰动持续，对客运市场形成压制，交通运输行业景气度表现仍不及去年同期水平。(3) 9月CTSI货运指数同比+0.5%，下半年货运物流旺季继续，货运市场景气逻辑不变。2021年9月，CTSI货运指数为193.7点，同比+0.5%，延续同比正增长态势。由此可见，9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，符合预期。(4) 9月CTSI客运指数同比-22.6%，国内疫情扰动下，防疫管控趋严，客运市场受到压制。2021年9月，CTSI客运指数为96.0点，同比-22.6%。由此可见，9月，因国内多地疫情波动反复，防疫管控趋严，人员流动受限，客运出行需求受抑制。考虑到年底前冬奥会临近，防疫管控或持续严格，客运市场表现或持续被压制。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 2021 年三季度报前瞻

事件：10 月 31 日前，交通运输板块上市公司 2021 年三季度报陆续公开披露。

我们的观点：一是 Q3 航空出行受压制，未来国际航线复航预期改善信号强烈。随着新冠疫情好转及各国应对经验和措施丰富，2022 年开放边境的概率大幅提升，利好航司国际业务。建议积极布局把握边境开放预期增强背景下，航空客运 2022 年国际业务逐步复苏机会。推荐中国国航(601111.SH)、上海机场(600009.SH)、春秋航空(601021.SH)、吉祥航空(603885.SH)等。二是 Q3 快递行业依旧呈现高成长性，价格竞争暂缓，推荐综合物流龙头的中长期配置价值。当前顺丰完成物流细分赛道布局，随着“四网融通”战略推进提质增效，且 2021 年底过后，鄂州机场投入运营，嘉里物流的业绩贡献显现，同时数字供应链发展成效有望逐步体现，业绩爆发值得期盼。推荐顺丰控股(002352.SZ)。三是网络货运行业增速近 50%，渗透率约为 26%，具有较大提升空间，继续高度关注公路货运数字化的高成长逻辑，推荐传化智联(002010.SZ)。

2. 可持续交通大会在京召开

事件：2021 年 10 月 14 日至 16 日，联合国可持续交通大会在北京举行。

我们的观点：一是可持续交通是一个包容性概念，更加关注交通的通达性、公平性、外部性等特征。联合国可持续交通大会期间，国家主席习近平发表讲话，提出了全球交通在互联互通、公平普惠、技术创新、绿色低碳、全球治理等方面的倡议。二是全球可持续交通发展倡议背景下，智慧交通、低碳交通、国际物流等产业链有望成为全球未来交通投资方向。三是智慧交通将成为交通运输行业发展新动能之一。推荐公路货运数字化推动者传化智联(002010.SZ)和智慧高速公路、自动化港口、车路协同、共享出行、智慧物流设施等产业链投资机会。四是发展低碳交通是全球应对气候变化的重要举措。建议关注多式联运、新能源车船、氢燃料动力运输装备等领域的机会。五是国际物流网络能力将成为中国服务一带一路沿线国家交通建设可持续交通的基础性资源。大会期间，我国倡议全球交通互联互通，确保全球产业链供应链稳定。我们认为，随着我国可持续交通发展经验日益丰富，“中国品牌”的交通基建、交通装备产品必将与全球深化分享，国际物流和跨境基建需求市场空间广阔。推荐深度布局国际物流的顺丰控股(002352.SZ)和具备完善国际网络的中国外运(601598.SH)。

3. 华贸物流(603128.SH)：海运代理板块营收同比增速超 150%，布局中欧班列丰富跨境电商物流运力

事件：2021 年前三季度营收 166.02 亿元，同比增长 69.16%；净利润 6.7 亿元，同比增长 65.92%。第三季度净利 1.95 亿元，同比增长 47.21%。

我们的观点：

1. 2021Q1-Q3 公司营收同比+69%，归母净利润同比+66%，业绩基本符合预期。我们认为，公司前三季度表现出较好的成长性主要得益于以下因素：1) 我国前三季度外贸数据呈现良好增长性，支撑跨境物流需求稳步增长。据海关统计数据显示，2021 年前三季度我国货物贸易

进出口总值 28.33 万亿元，同比增长 22.7%。其中，出口 15.55 万亿元，增长 22.7%；进口 12.78 万亿元，增长 22.6%。2) 集运价格、航空货运价格持续创新高，利好公司海运货代、空运货代业绩增长。根据 CCFI 运价指数显示，前三季度指数平均值同比增加 169.5%；根据 TAC 数据显示，前三季度上海至北美航空货运价格平均为 7.48 美元/公斤，同比增加 32.8%。3) 跨境电商物流行业保持持续成长性。根据海关总署数据，前三季度，我国跨境电商进出口增长 20.1%，市场采购出口增长 37.7%，跨境电商物流需求仍呈现强劲。

2. 2021 年前三季度海运代理和跨境电商物流板块营收呈现较高增速，分别同比增 152%和 100%。2021 年前三季度，公司海运、空运、跨境电商物流板块分别实现营收（占比）为 79.3 亿元（48%）、45.5 亿元（27%）、23.5 亿元（14%），同比增长 151.8%、6.3%、99.8%。我们分析认为，海运业务营收大幅上涨的原因是集运价格大幅上涨所致，而跨境电商物流板块营收翻番是享受了行业高成长的红利。

3. 受南京禄口机场疫情等因素影响，Q3 空运毛利率有所回落。受 7-8 月南京禄口机场及上海浦东机场疫情反复影响，国际航空货运出货量有所压制，为确保物流履约服务的稳定性，部分货物调整了出货口岸，一定程度增加了运力采购成本，空运毛利率相比上半年的 16%有所回落。我们预计海运、空运、跨境电商物流分别为 6%、14%、13%。

4. 布局中欧班列，丰富跨境电商物流运力层次。前三季度跨境电商业务量国际空运 5.5 万吨、国际海铁（海运及中欧班列）2.1 万箱。

4. 传化智联（002010.SZ）：智能物流板块经营性利润大幅改善，物流政策支持力度持续强劲

事件：10 月 25 日晚上，公司发布公告：2021 年前三季度，公司实现营业收入 252.86 亿元，同比增长 74.91%，归母净利润 9.36 亿元，同比增长 40.78%。其中，第三季度实现营业收入 93.38 亿元，同比增长 62.51%；净利润 3.9 亿元，同比增长 115.88%。

我们的观点：

1. 前三季度公司物流业务营收占比超八成，经营性利润大幅提升，物流政策支持落地。1) 智能物流业务营收占比达 85%。前三季度智能物流板块业务营收 215.14 亿元，同比增 107.64%，占比 85%，物流板块业务的主导性进一步提升。2) 物流板块经营性利润大幅改善。前三季度物流业务经营性利润 2.56 亿元，比去年同期增加 1.78 亿元，主要为公路港业务和网络货运业务贡献。3) 三季度政府补贴确认高于预期。2021 年 H1 政府补助 3.6 亿元，Q3 单季度为 3.7 亿元，前三季度累计达到 7.3 亿元。交通强国战略背景下，现代物流支持政策具有持续性。

2. 受限电限产因素影响，9 月网络货运业务增速略放缓，第三季度营收为 46.5 亿元，同比增速 136%。2021 前三季度网络货运营收为 118 亿元，我们认为随着限电限产等因素影响缓和，叠加四季度货运物流旺季，四季度网络货运业务逐步修复，预计全年营收将达 178 亿元，同比增长 164%，预计贡献利润 1.8 亿元左右。

3. 专注提升公路港经营效率，第三季度营收 3.44 亿元，毛利率提升至 66%。2021 年前三季度公路港营收 9.54 亿元，随着公司对公路港进一步精耕细作，推进公路港智慧化、低碳化发展，效益有望稳步提升。预计全年公路港营收达 14 亿元，贡献利润 4.5 亿元左右。

4. 供应链金融、车后业务持续贡献业绩，供应链物流（仓运配）业务仍处于培育期。2021 年前三季度供应链金融、车后业务营收 3.21 亿元、49.58 亿元，预计全年营收达 4.93 亿元、65.4 亿元。

5. 顺丰控股 (002352.SZ)：“四网融通”战略下盈利逐步修复，收购嘉里物流有望持续增厚利润

事件：2021年10月29日，公司发布2021年三季度报告。2021年Q1-Q3，公司实现营业收入1358.61亿元，同比+23.97%；实现归母净利润17.98亿元，同比-67.89%。

我们的观点：

1. 快递业务深化发展下，前三季度公司业务规模保持良好成长性。2021年Q1-Q3，公司实现快递件量77.36亿票，同比+36.39%。其中，Q3单季，公司实现快递件量26.05亿票，同比+29.22%。由此可见，在去年疫情高基数的基础上，公司件量继续维持高增。2021年Q1-Q3，公司核心时效快递业务继续呈现向好，同时因公司持续发力电商件业务，件量规模呈现高速增长，在快递市场中维持稳定的份额比重（中通21%>韵达17.23%>圆通15.38%>申通10.58%>顺丰9.38%）。

2. Q3毛利率为13.28%，“四网融通”战略下，公司继续处于盈利修复通道中。截至2021年Q3，公司毛利率水平为11.28%，其中Q3单季度毛利率为13.46%（Q1为7.16%，Q2为12.84%），公司毛利率继续处于上升通道。我们认为，自2020年Q4开始，“四网融通”战略带来公司资本支出增加，压制利润空间，但随着“四网融通”持续推进，公司底层资源优化完善，前置资本投入得到持续摊薄，公司的盈利水平有望在未来继续提升。

3. 公司完成收购嘉里物流，年内为公司贡献增量净利润。截至2021年9月28日，公司完成收购嘉里物流51.5%的股份，嘉里物流开始纳入公司报表范围，我们预计并表后有望贡献利润5亿左右，预计未来2-3年期间每年将为公司贡献净利润超10亿元。

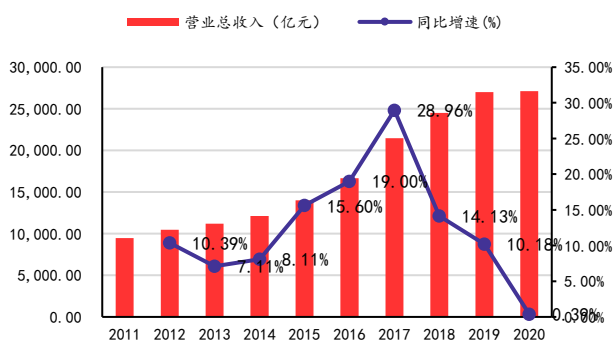
4. 鄂州机场即将投入运营，进一步实现路由优化及提质增效。2022年初，鄂州机场全货枢纽即将投入运营。未来鄂州机场投入使用后，核心时效件业务量增速（+1pct）及毛利率水平（+1pct）有望进一步上升。

（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%

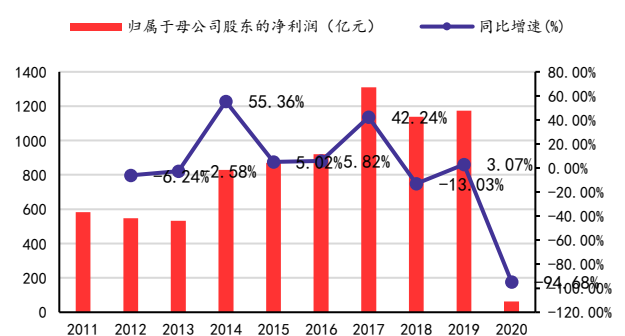
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019年行业营业收入为27,104.24亿元，是2011年营业收入的2.86倍。营业收入增速来看，2013年-2017年营业收入增速逐年增加，2018年-2020年增速呈现回调趋势，2020年受疫情影响，营业收入同比增速仅为+0.39%。归母净利润受疫情冲击较严重，2020年归母净利润为62.41亿元，较去年同期水平降低-94.68%。

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

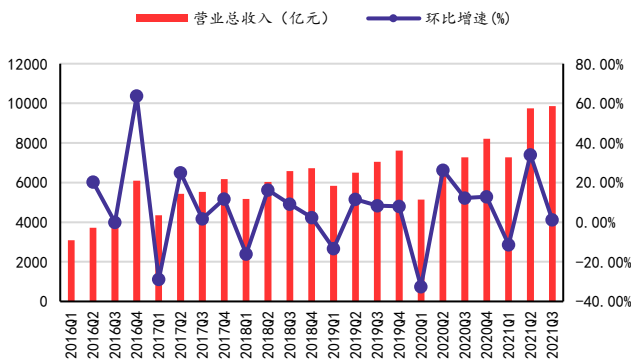
图4 交通运输行业年度归母净利润及增速（2011-2020）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

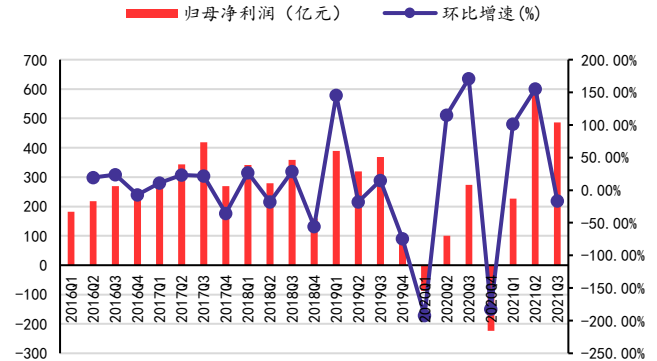
分季度来看，交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始，春运过后企业复工，交通运输业开始回暖，营业收入逐步上升，到转年一季度，迎来下一年的春运，营业收入出现暂时下降，待春运过后，再重复这个过程。2019年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020年受疫情影响波动较大。2021年Q3，随着国内经济生活进一步在常态化轨道运行，季度营收及归母净利润较前有所改善。

图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2021Q3)



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 (2016Q1-2021Q3)

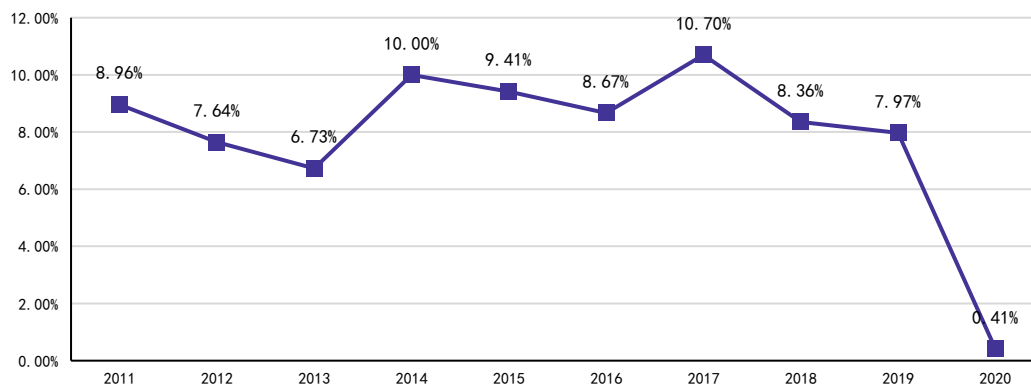


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

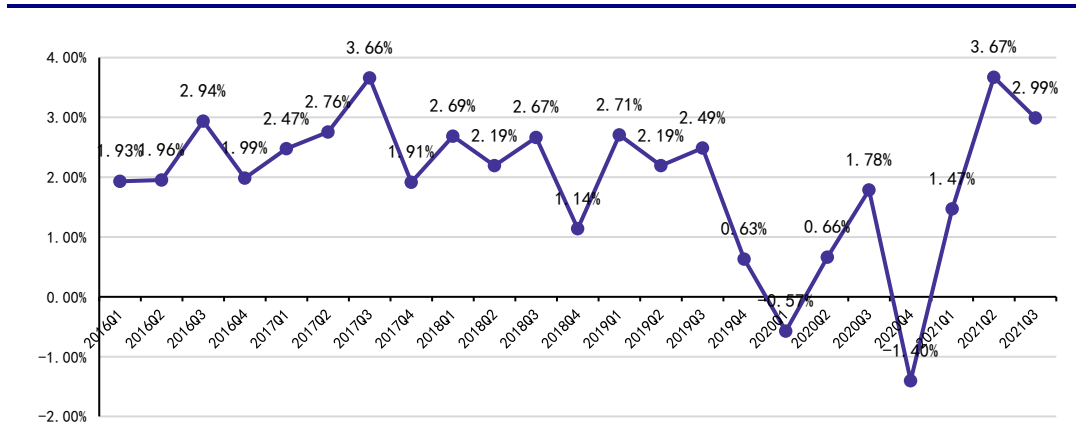
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020)



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 (2016Q1-2021Q3)



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20%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 (2016Q3-2021Q3)

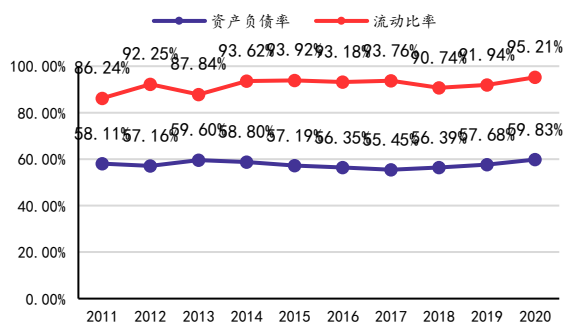
	净资产收益率	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2016Q3	3.3%	11.4%	0.13	2.29
2016Q4	1.5%	4.2%	0.15	2.28
2017Q1	2.8%	10.1%	0.13	2.24
2017Q2	3.5%	11.0%	0.14	2.25
2017Q3	4.2%	13.2%	0.15	2.22
2017Q4	1.8%	5.6%	0.14	2.21
2018Q1	3.2%	10.8%	0.13	2.17
2018Q2	2.5%	8.0%	0.14	2.24
2018Q3	3.2%	9.5%	0.15	2.26
2018Q4	2.3%	7.4%	0.14	2.19
2019Q1	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	0.63%	1.25%	0.18	2.35
2020Q1	-0.57%	-1.71%	0.12	2.77
2020Q2	0.66%	1.55%	0.15	2.85
2020Q3	1.78%	3.76%	0.16	2.94
2020Q4	-1.40%	-2.73%	0.18	2.90
2021Q1	1.47%	3.12%	0.15	2.97
2021Q2	3.67%	5.95%	0.19	3.16
2021Q3	2.99%	4.93%	0.18	3.18

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

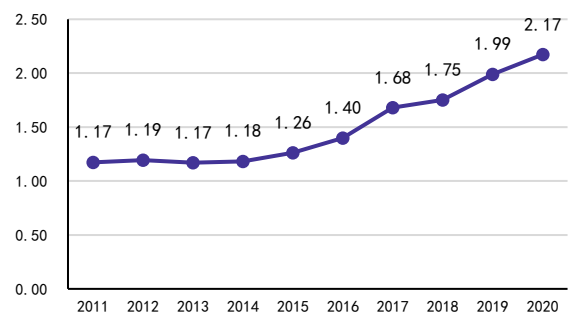
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2020年资产负债率为59.83%，自2013年以来一直处于50%-60%的水平，2020年较历史水平有小幅上调。流动比率继续处于90%左右的水平，2020年流动比率为95.21%，较上一年上升3.27个百分点，交通运输行业短期偿债能力总体继续呈现稳健。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2020年较上年度进一步上升，达到2.17次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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)

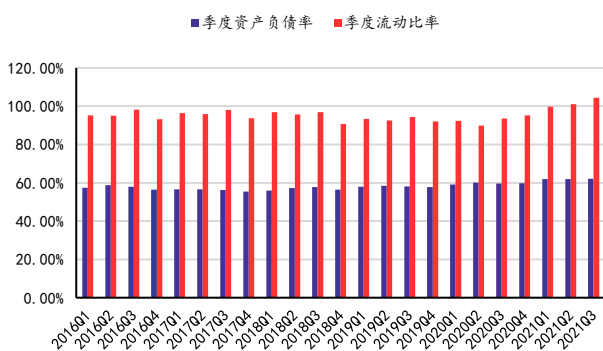


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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Q3达到104.39%。这两项指标的变动说明企业杠杆率仍保持在安全合理的区间内。

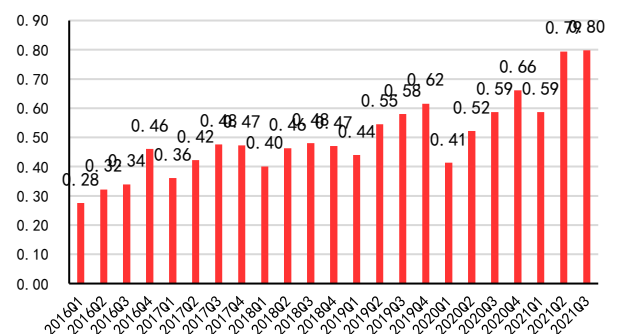
营运能力上，2016年以来，行业固定资产周转率呈现弱季节性特征，且年间呈现波动中上升的态势。2021年Q3为0.80，总体上来看行业固定资产周转率整体较前继续有所提升。

图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2021Q3)



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 (2016Q1-2021Q3)



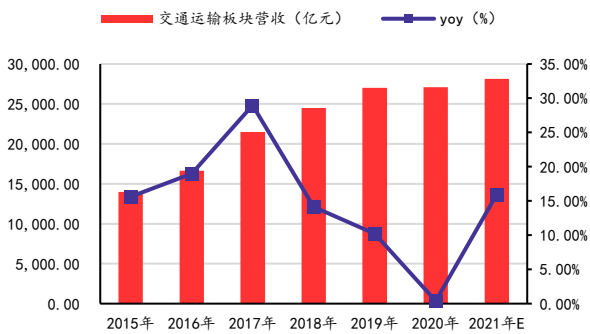
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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%。

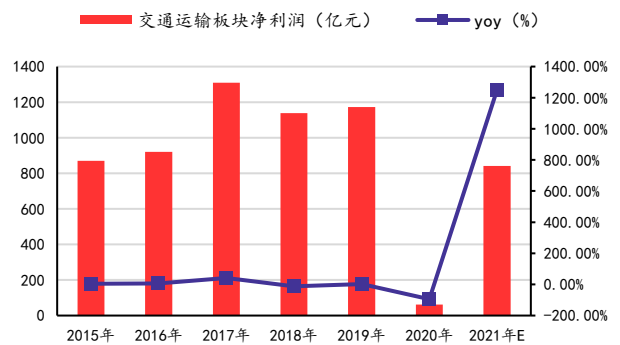
净利润方面：2020年交通运输板块净利润为62.41亿元，同比-94.68%，低于此间预期水平（893.77亿元）。考虑到2021年Q1，交通运输板块净利润恢复至2019年Q1的58.29%，假设2021年Q2-Q4，板块净利润恢复至2019年Q2-Q4的75%。则我们预计，2021年交通运输板块实现归母净利润814.85亿元，约恢复至2019年的70%。

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）



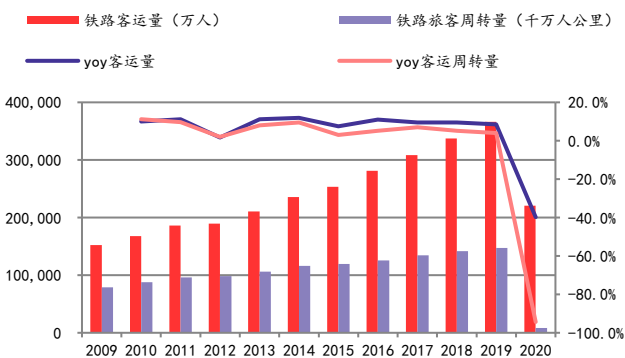
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、子行业运行分析：9月客运市场受国内多地疫情压制，货运市场下半年“旺季更旺”

（一）铁路：9月国内疫情影响下铁路客运继续承压，铁路货运量维持高位水平

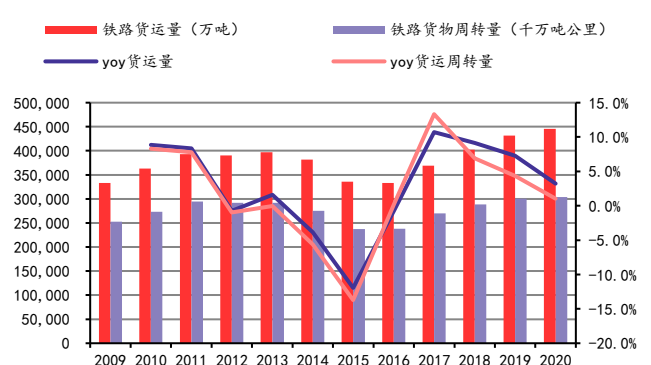
受新冠疫情冲击，2020年铁路客运服务量同比降-40%，平均运距同比降-90%。2020年铁路客运量22.03亿人，同比降-39.80%；客运周转量8,266.11亿人公里，同比降-94.38%；平均运距为37.51公里，同比降-90.66%。2020年铁路货运服务量同比增+3.24%，近两年显著增长趋势延续。从近10年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016年达到阶段性底部。2017-2019年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2020年，铁路货运量为44.58亿吨，同比增+3.24%；铁路货运周转量达到30,387.5亿吨公里，增幅为1.04%；平均运距681.70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

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速（2009-2020）



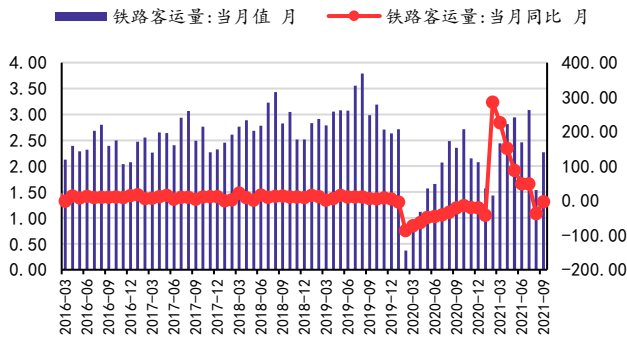
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速（2009-2020）



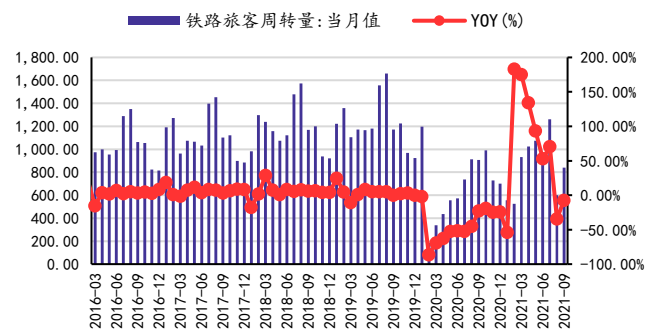
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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)

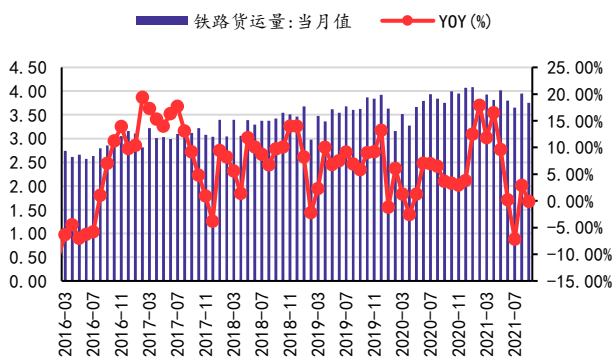


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运: 9 月铁路客流量 2.27 亿人次, 国内疫情波动下, 防疫管控抑制客流, 预计年底前铁路客运市场或继续承压。据国家铁路集团发布数据显示, 2021 年 9 月, 铁路旅客发送量为 2.27 亿人, 较 2020 年 (2.35 亿人) 同比-3.51%, 较 2019 年 (2.99 亿人) 同比-24.08%, 月环比+47.4%; 9 月, 铁路旅客周转量为 840.82 亿人公里, 较 2020 年 (906.65 亿人公里) 同比-7.26%, 较 2019 年 (1,172.57 亿人公里) 同比-28.29%, 月环比+39.95%。由此可见, 9 月, 中秋假期拉动下, 客流较 8 月环比回升, 但因国内疫情继续发生波动反复, 全国各地防控措施趋严, 铁路客运需求仍受压制, 客运量仍不及去年同期。

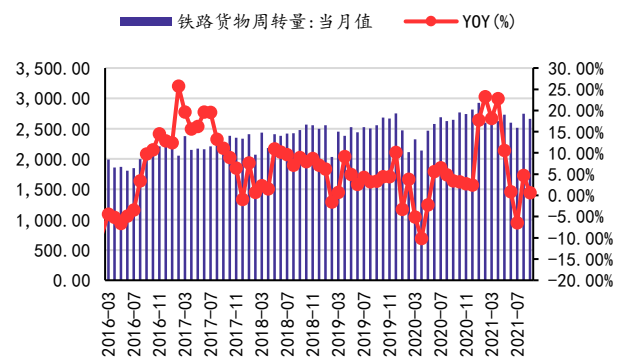
货运: 9 月铁路货运量 3.75 亿吨, 制造业高景气仍继续, 大宗商品采购运输需求维持旺盛, 铁路货运量维持高位水平。2021 年 9 月, 铁路货运量为 3.75 亿吨, 同比-0.10%, 月环比-5.06%; 9 月, 铁路货邮周转量为 2,659.59 亿吨公里, 同比+0.58%, 月环比-3.11%。由此可见, 9 月, 因我国制造业高景气逻辑不变, 大宗商品采购运输需求维持旺盛, 铁路货运量继续位于高位水平。

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

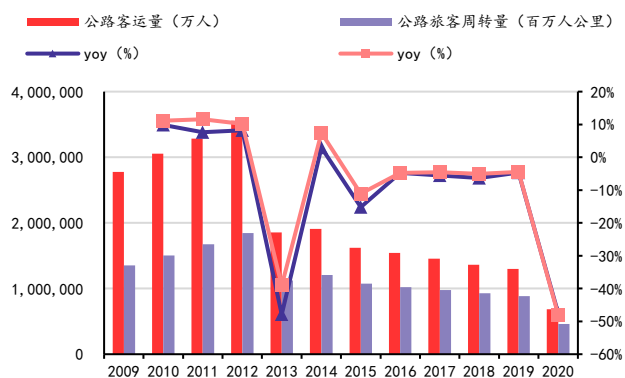
资料来源: 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

(二) 公路: 9 月营业性公路客流同比-39%, 下半年旺季下公路货运高景气不变

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。

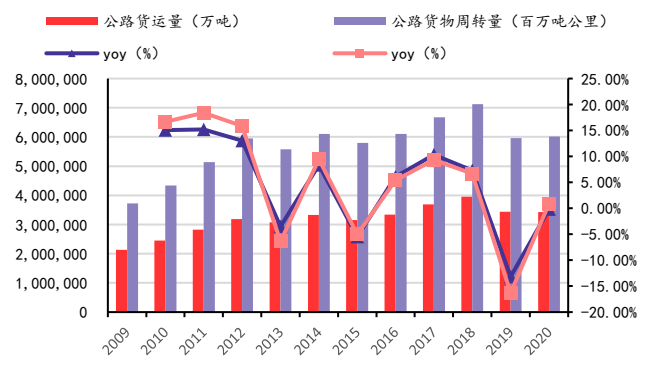
客运: 9 月公路客运量为 4.05 亿人次, 客流量同比-39.9%, 国内疫情继续压制出行需求。2021 年 9 月, 营业性公路旅客运输量为 4.05 亿人次, 同比-39.90%, 月环比+11.88%; 9 月, 营业性公路旅客周转量为 284.96 亿人公里, 同比-38.20%, 月环比+15.91%。由此可见, 9 月, 因继续受到国内多地疫情扰动, 压制人员流动需求, 营业性公路客运量仍不及去年同期。同时, 因长途客运大巴客流继续受高铁、民航、私家车出行替代分流, 公共交通系统进一步优化整合的趋势不变。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2020)



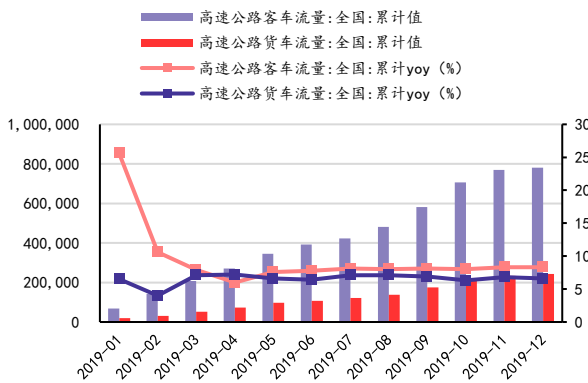
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2020)



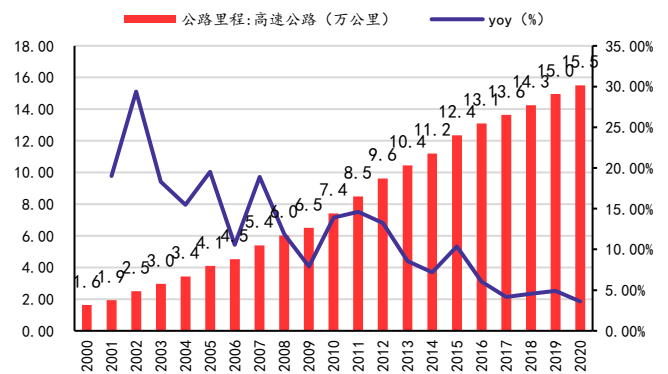
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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

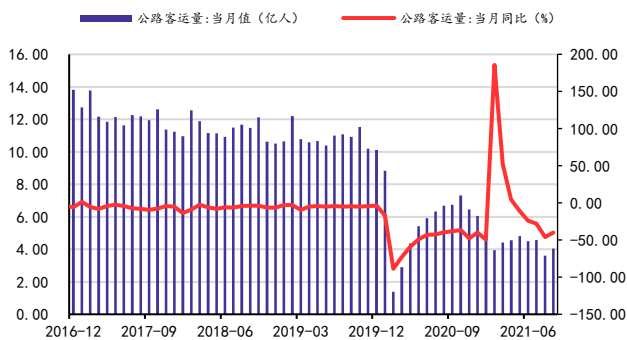
图 24 高速公路里程及增长率 (年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

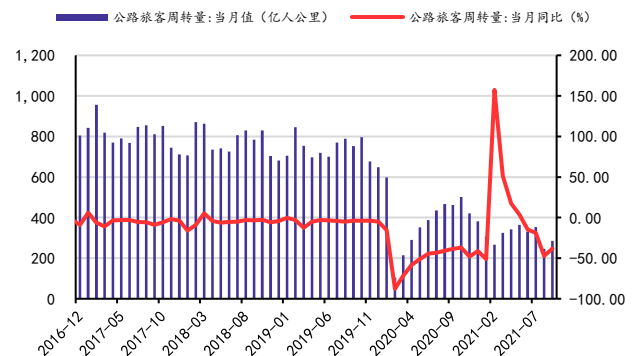
货运: 9月公路货运量同比+2.7%，货运物流旺季效益持续释放，公路货运市场高景气局面不变。2021年9月，公路货物运输量为34.98亿吨，同比+2.7%，月环比+1.63%；9月，公路货物周转量为6,201.19亿吨公里，同比+1.30%，月环比+3.60%。由此可见，9月，随着下半年货运物流旺季效益持续释放，公路货运进一步呈现高景气局面。

图 25 公路客运量及同比月度变化



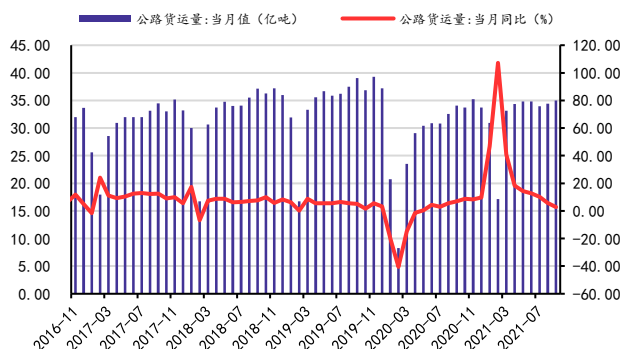
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



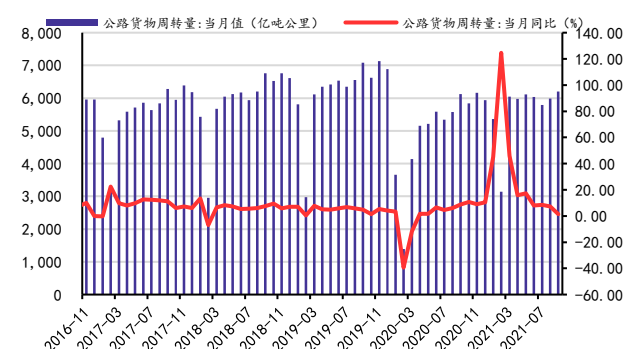
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



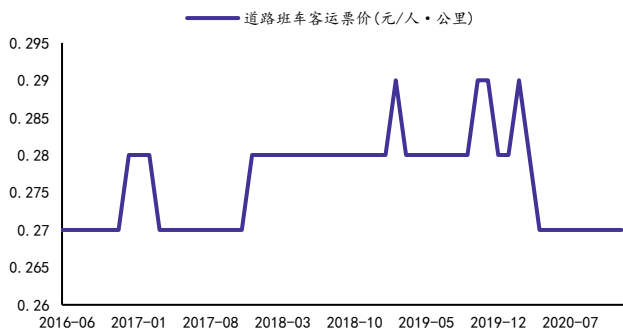
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



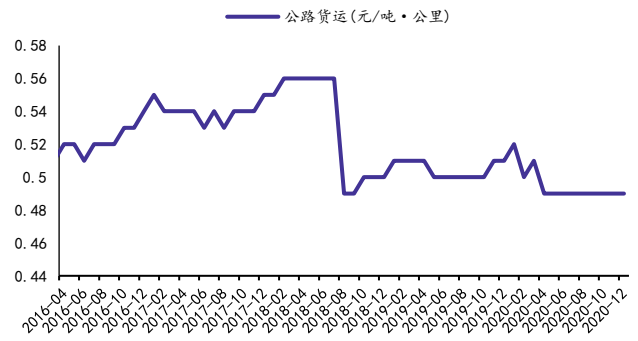
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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	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

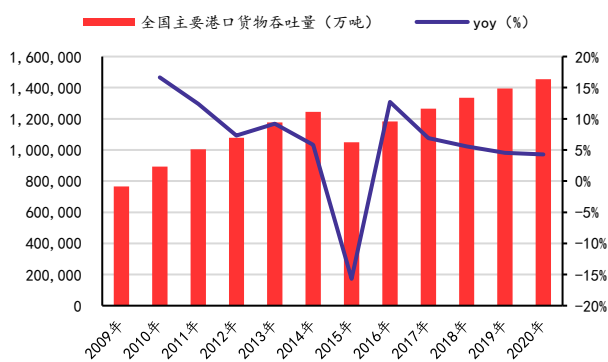
类别	纵轴数 (含悬浮轴)	说明
1 专项作业车	2	车长小于 6000mm 且最大允许总质量小于 4500kg
2 专项作业车	2	车长不小于 6000mm 且最大允许总质量不小于 4500kg
3 专项作业车	3	
4 专项作业车	4	
5 专项作业车	5	
6 专项作业车	≥6	

资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院整理

(三) 水路：大宗散运价格高位调整，集运运价上涨趋势有所缓和

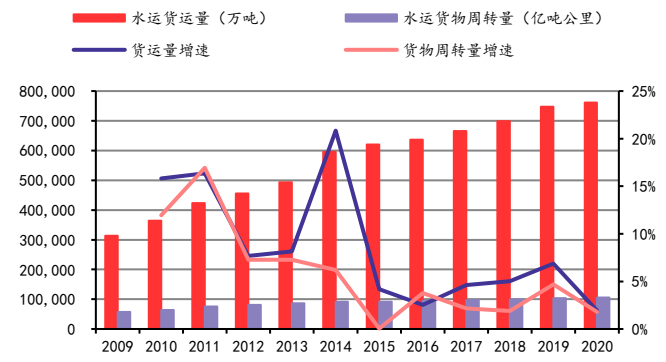
2020 年港口吞吐量增速维持+5%左右水平。截至 2020 年，全国主要港口货运吞吐量为 145.5 亿吨，同比+4.30%。港口生产运营总体表现平稳。2020 年水路货运量同比增+1.93%，受疫情影响，增幅较前+5%水平有所回落。据统计数据显示，2016-2020 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%。2020 年，水路货运量为 76.16 亿吨，水运周转量为 105,834.44 亿吨公里，平均运距为 1,389.6 公里。

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)

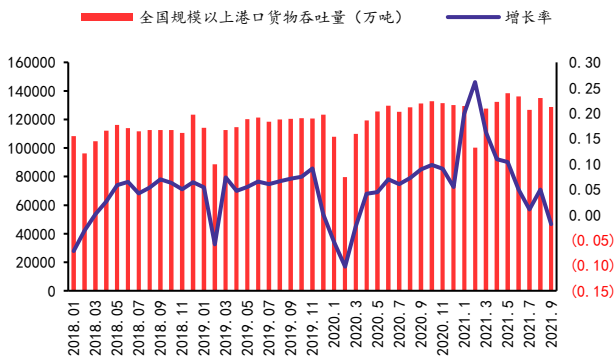


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

散运：BDI 指数报收 3428 点，全球经济复苏及制造业高景气度逻辑不变，大宗散运价格高位调整。截至 2021 年 10 月 29 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 3,428 点，同比+171.32%，月环比-32.29%。**铁矿石方面**，10 月，全球经济复苏趋势持续，我国制造业高景气逻辑不变，钢厂铁矿石进口需求总体上持续旺盛。但进入 Q4，铁矿石传统需求淡季来临，叠加冬奥会临近，国家层面限产政策进一步趋严，钢厂的铁矿石采购需求受到压制，一定程度上带来近期大宗运费的回调。**动力煤方面**，10 月，制造业高景气度下，工厂生产活力仍高涨，用电需求继续呈现旺盛。同时，叠加考虑供暖旺季即将到来，且今年冷冬预期强化，Q4 北半球供暖需求或显

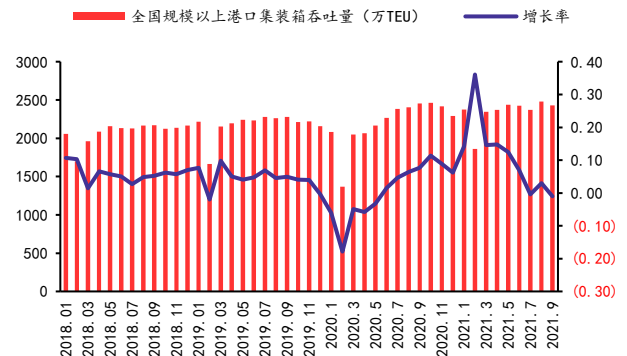
著增长，我们维持此前判断，即年底前动力煤采购及补库存需求或持续坚挺。炼焦煤方面，因我国制造业高景气度继续，高炉开工率维持高位稳定，焦煤供需维持相对平衡的局面。总体上看，进入 10 月，全球疫情持续的背景下，经济复苏的趋势不变，制造业高景气度逻辑继续，但在近期国内限产政策的影响下，采购运输需求一定程度上承压，大宗散运价格呈现高位调整，现运价立于 3400 点。

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

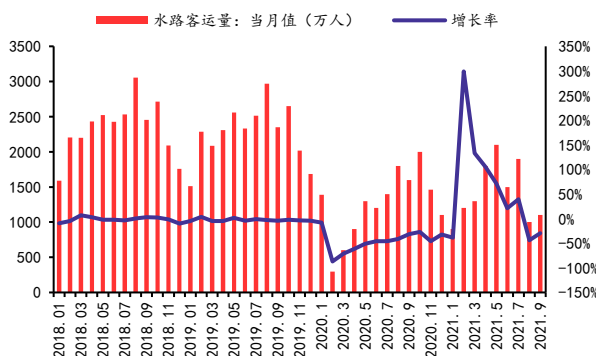
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

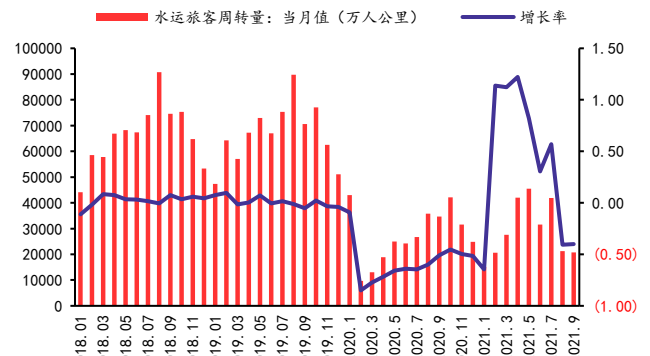
油运：波罗的海原油运价指数（BDTI）2021 年 10 月 29 日报收 797 点，同比+93.92%，月环比+27.93%。成品油运输指数（BCTI）2021 年 10 月 29 日报收 568 点，同比+82.05%，月环比+15.21%。由此可见，当前油运价格底已恢复至 2020 年同期水平，并从底部开始呈现上行态势。总体上，当前油轮租金水平仍低迷，船东经营惨淡的现状延续。从需求端来看，进入 10 月，因印度德尔塔变异病毒蔓延形势仍严峻，海外多国面临疫情反复的风险，原油消费需求修复前景继续蒙阴。同时，因我国原油进口配额下降，当前油轮市场进一步承压。我们将进一步关注 OPEC+ 对于增产计划的协议结果。

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

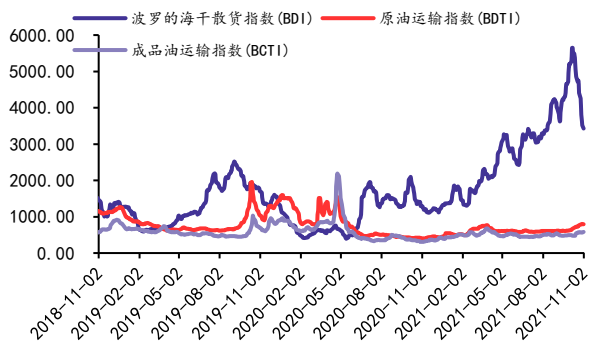


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

集运：2021 年 10 月 29 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 4567.28 点，月环比-1.01%，同比+198.52%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 3277.71 点，月环比+1.77%，同比+205.13%。由此可见，10 月，集运价格维持高位水平，立于 4500 点，上涨趋势有所缓和。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

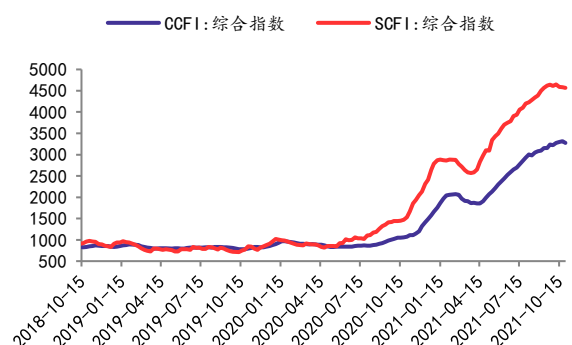
具备相对较高的景气度。叠加此前发生的苏伊士运河堵塞事件，在一定程度上迫使部分集运船舶绕行，带来运力紧缺的局面，同时印度德尔塔疫情变异反复，影响到国际航运运力供给，对集运运价形成了进一步支撑，但随着各国港口拥堵逐步缓和，运价快速上涨态势有所放缓。

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)

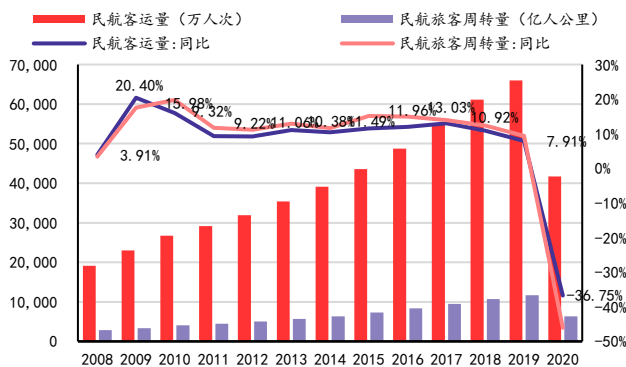


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 航空: 9 月国内多地疫情继续抑制民航客流, 航空货运市场高景气逻辑不变

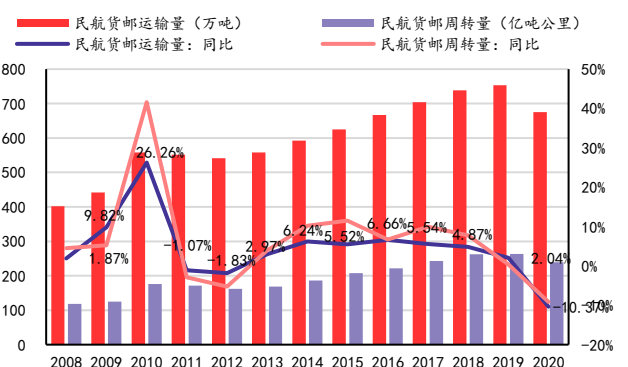
受疫情影响, 2020 年完成民航客运量 4.17 亿人次, 同比降-36.75%。据统计数据显示, 2014-2019 年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平, 5 年累计同比增幅 CAGR 为+11.05%。2020 年, 完成民航旅客运输量 4.17 亿人次, 同比-36.75%; 2020 年完成民航货邮运输量 674.93 万吨, 同比降-10.37%。2020 年, 民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达 33.1%, 较上年 (32.8%) 同比继续有所提升。

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

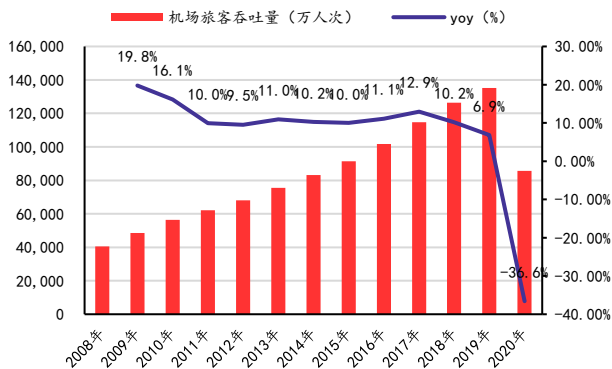
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

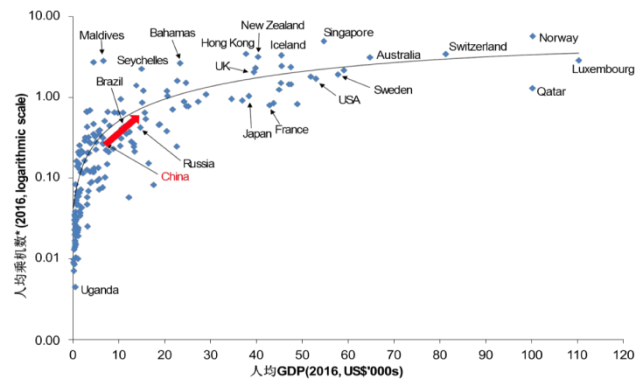
机场方面, 2020 年, 全年旅客吞吐量完成 8.57 亿人次, 同比-36.59%。因疫情影响下人员出行需求受抑制, 2020 年机场旅客吞吐量较前显著下降, 同比降约 40%。截至目前, 机场吞吐量年净增量已连续 5 年逾 8000 万人次, 继续保持平稳较快增长态势。2019 年, 我国千万级机场已达 39 个, 较上年增加 2 个。我国交通基础设施建设持续推进下, 预计 2020 年有望继续增加。

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

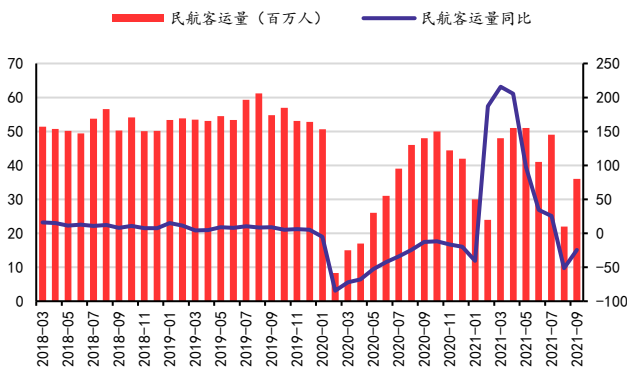
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

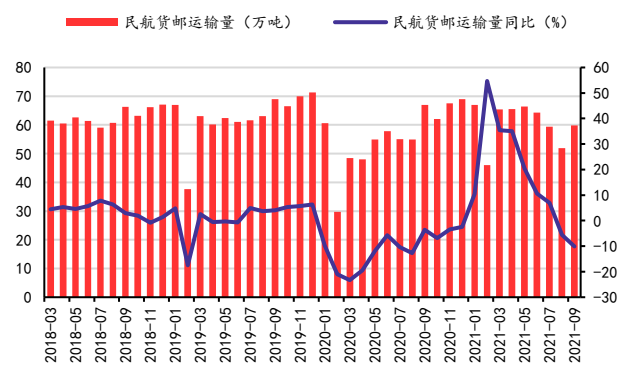
客运: 9 月民航客运量同比-24.7%，继续受到国内疫情扰动，对民航客流形成抑制。2021 年 9 月，全国民航完成旅客运输量 0.36 亿人次，同比-24.7%，环比+63.6%；9 月，完成民航旅客周转量 538.1 亿人公里，同比-22.6%，月环比+59.2%。由此可见，9 月，因继续受到国内疫情扰动，长线出行需求仍被抑制，民航客流量同比继续呈下降。

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



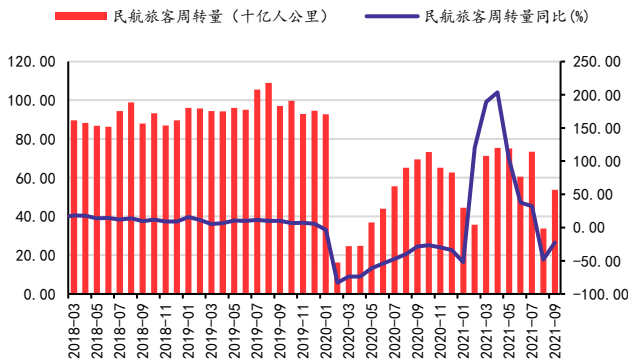
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

受国内疫情扰动影响，9 月“三大航”国内客流不及去年同期，国际航线流量继续小幅改善，继续关注“五个一”政策的开放时点。按照航线种类来看，以“三大航”为例，9 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-30.1%、-26.95%、-32.08%，9 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-32.8%、-34.68%、-26.12%，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，9 月，因国内疫情波动反复，国内航线客流量不及去年同期，国际航线逐步改善的趋势继续。我们认为，随着当前国内新冠疫苗加强针接种的推进，中长期疫情消除的局面是具有确定性的，国际航线需求的集中释放，要进一步取决于“五个一”政策开放的时点。

货运: 9 月民航货运量同比-10.1%，航空货运市场高景气度行情延续。2021 年 9 月，全国民航共完成货邮运输量 59.87 万吨，同比-10.1%，月环比+15.22%；9 月，完成民航货邮周转量 20.78 亿吨公里，同比-3.5%，月环比+5.43%。由此可见，9 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

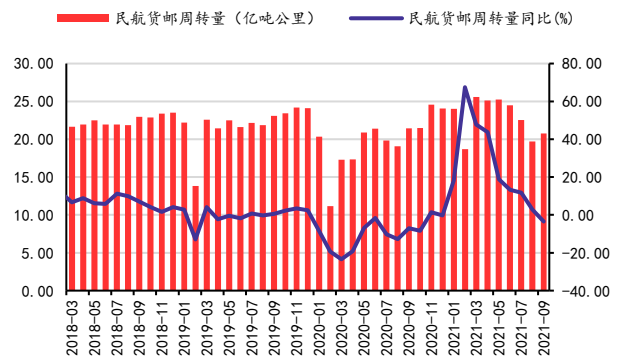
上海机场新确诊病例影响客改货运等因素，航空运力紧张的局面仍将持续，航空货运价格仍居高位水平。中长期来看，我国跨境电商物流行业具备高成长性，市场空间广阔，出口运输需求仍有释放动力。我们维持此前观点，国际航空货运价格有望在未来 2-3 年内继续位于较高区间。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，9 月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别-20.2%、-25.65%、-13.08%，国际航线货运量同比分别-4.1%、-24.14%、+100.48%。

图 45 民航旅客周转量月度变化



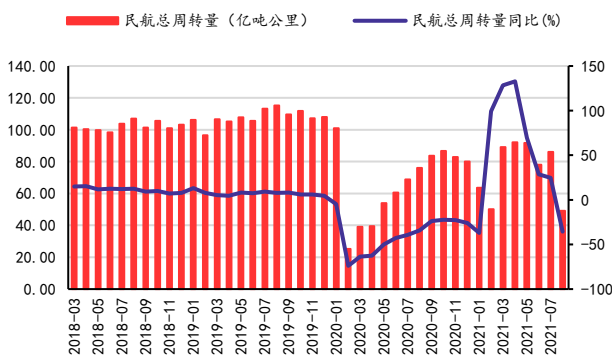
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 46 民航货邮周转量月度变化



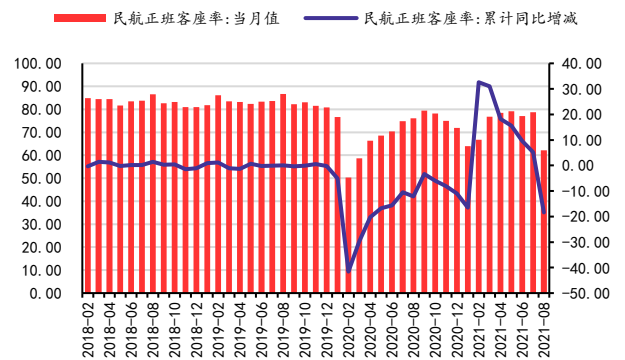
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47 民航总周转量月度变化



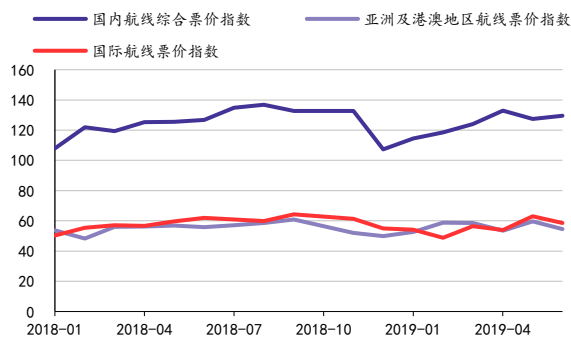
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48 2018 年 1 月-2021 年 8 月民航客座率



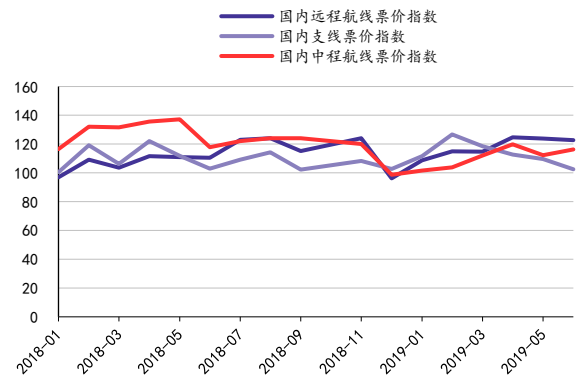
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

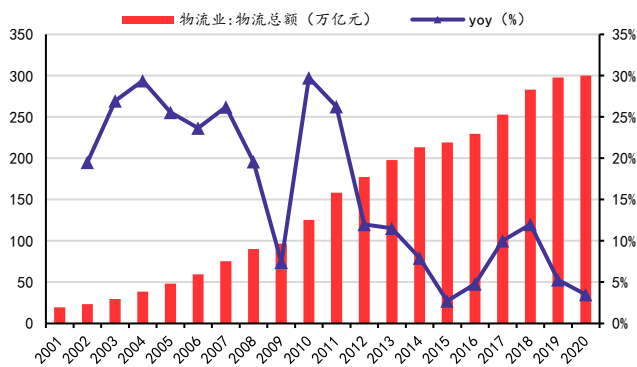
航班利用率：9月国内疫情波动下，防疫管控仍严格，“三大航”客座率为66.55%。9月，“三大航”客座率分别为66.0%、68.87%、64.79%，平均客座率为66.55%，较去年同期客座率（76.73%）同比-10.18pct，较8月客座率（57.92%）环比+8.63pct。由此可见，9月，因国内疫情波动下，民航出行需求仍受抑制，叠加防疫管控趋严，要求座位区隔，客座率维持66%低位水平。考虑到年底前冬奥会临近，防疫管控或持续严格，客座率水平或继续受到抑制。

9月“三大航”货邮载运率为47.18%，航空货运高景气度下，载运率维持高位。9月，“三大航”货邮载运率分别为46.5%、53.81%、41.23%，平均货邮载运率为47.18%，较去年低基数（40.48%）同比+6.7pct，较8月（52.45%）仍维持40%以上高水平区间。

（五）物流快递：9月快递业务量同比增16.8%，CR8为80.8

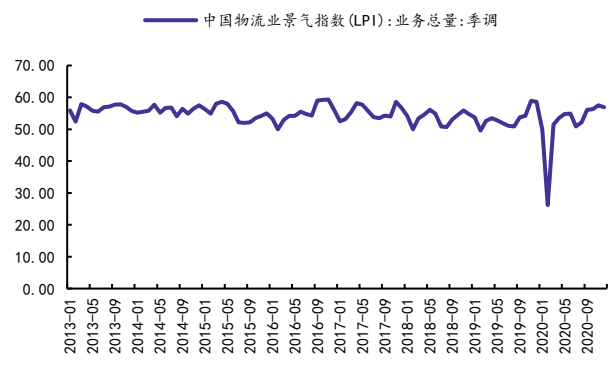
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在50%以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在7%左右，增速相对放缓但趋于稳定。

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

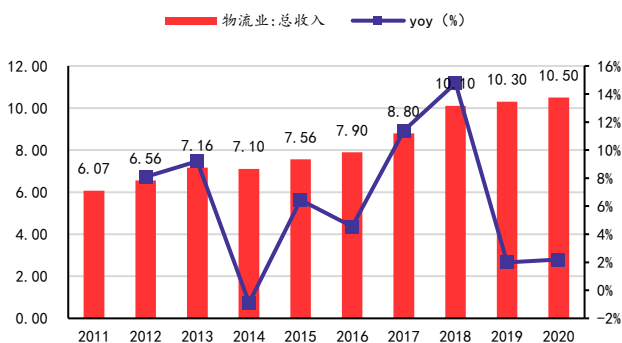
图 52 2013 年-2020 年物流业景气指数变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

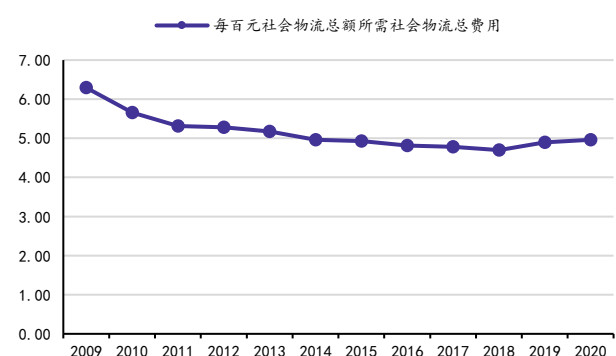
收入和费用：近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2020年，物流业实现总收入10.5万亿元，同比增+2.2%，受益于我国疫情率先收尾，经济生活修复完成，物流业已回归疫情前同期水平，在常态化轨道运行。

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

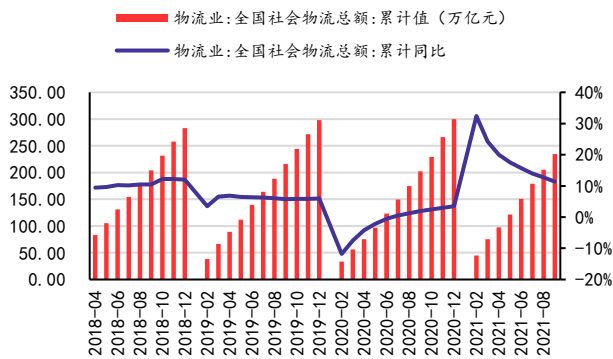
图 54 2009 年-2020 年每百元社会物流总额所需社会物流总



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

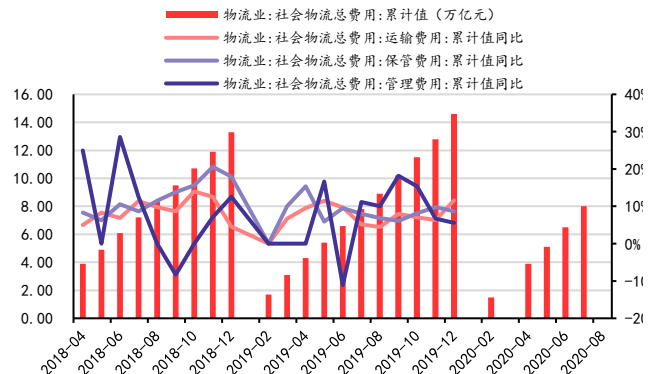
物流行业：货运物流高景气度持续，1-9月社会物流总需求维持高位。物流总额方面，2021年1-9月，社会物流总额为234.5万亿元，累计同比+11.4%，社会物流总需求继续呈现稳定增长。由此可见，截至9月，社会物流需求维持高位。我们维持此前观点，即随着疫情影响进一步消除，工商企业常态化运营继续，叠加下半年货运物流旺季到来，物流总需求或继续呈现旺盛。

图 55 社会物流总额月度变化



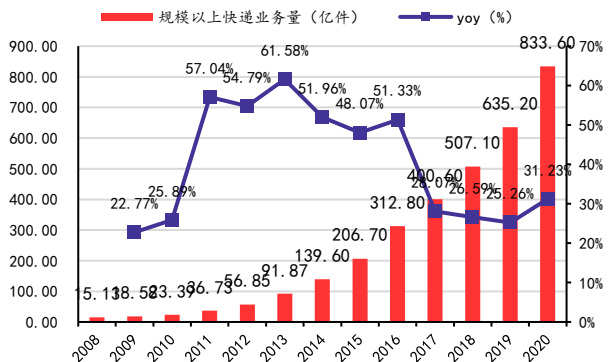
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



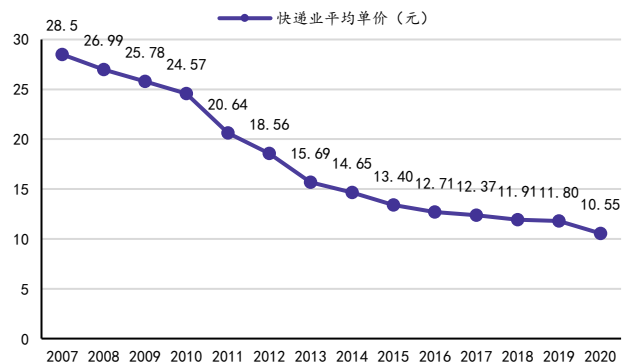
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2020)



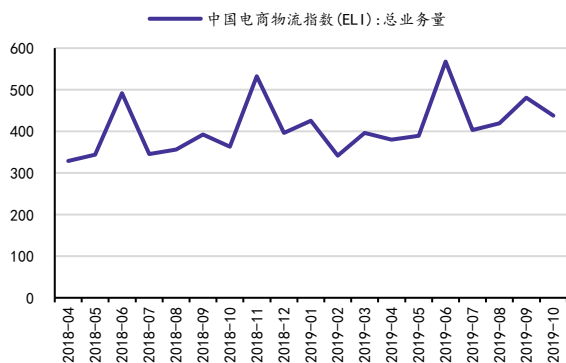
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58 快递业务平均单价 (元)



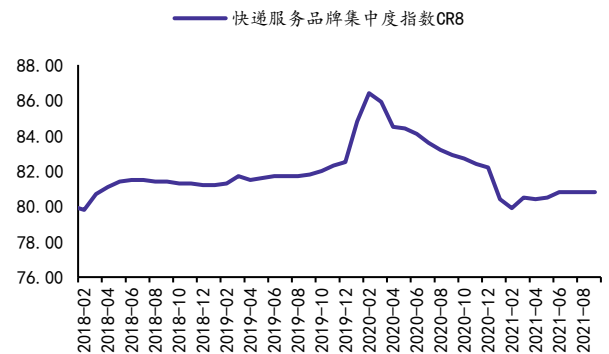
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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9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

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%。

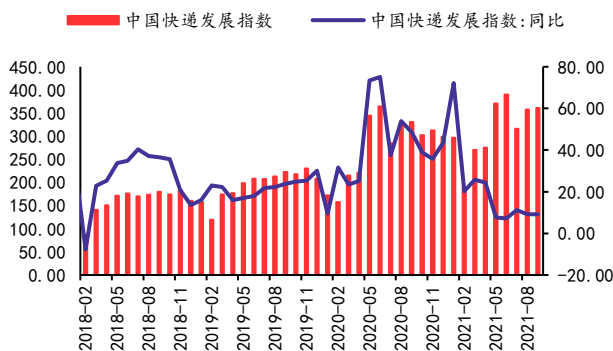
9 月快递件量同比+16.8%，单月增速有所放缓。据国家邮政局数据显示，2021 年 9 月，快递行业件量完成 94.5 亿票，同比+16.8%。累计来看，2021 年 1-9 月，快递行业件量完成 767.67 亿票，累计同比+36.72%。由此可见，随着下半年货运物流旺季开启，叠加“919”等电商促销活动催化拉动，快递业全年有望保持 30%左右增速。

市场集中度：市场集中度方面，2021 年 9 月，快递行业 CR8 仍为 80.8，与 8 月（80.8）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。

市占率：2021 年 9 月，韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为 17.23%、15.38%、10.58%、9.38%，较 8 月的（16.92%、15.35%、10.16%、9.65%），韵达市占率重回 17%以上，业内领先地位维持稳固，圆通市占率仍位居第三。

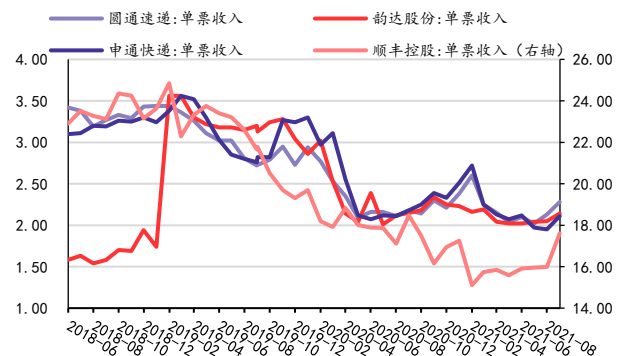
价格竞争：2021 年 9 月，韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为 2.14 元/票、2.28 元/票、2.11 元/票、17.6 元/票，同比分别-0.47%、+4.59%、-3.21%、-4.71%。同前相比，快递行业价格监管政策持续生效的背景下，9 月，通达系单票价格的下探趋势继续呈现缓和，重回 2.1 元/票的水平。顺丰单价较前环比回升至 17 元/票，这与公司经济件产品结构的优化分层，及核心业务时效件的议价能力进一步增强有一定关系。

图 61 2018 年-2021 年 9 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 9 月快递单收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

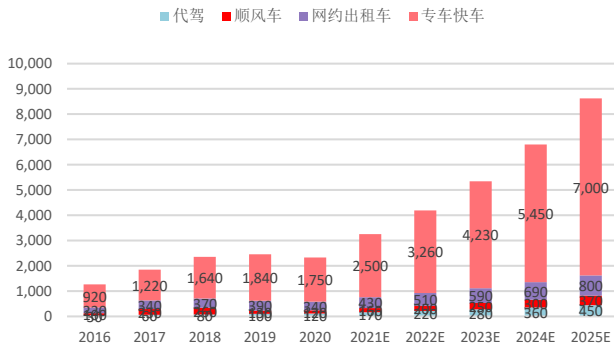
（六）新业态：9 月网约车订单量 6.49 亿单，路歌启动赴港 IPO

网约车：网约车市场规模进一步扩张，248 家网约车平台公司取得经营许可。根据交通运输部的数统计据，截至 2021 年 9 月 30 日，我国共有 248 网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至 9 月 30 日，全国共计发放网约车驾驶员证 359.5 万本、车辆运输证 141.8 万本。

9 月网约车订单量为 6.49 亿单，订单总量超 30 万单的网约车平台共 16 家。根据交通运输部发布数据显示，2021 年 9 月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息 6.49 亿单，较 8 月（6.43 亿单）环比+0.93%。进入 9 月，因 8 月汛期结束，网约车订单量呈现环比小幅回升，但因国内疫情波动反复，居民出行需求仍在一定程度上受到抑制，网约车市场仍未完全回暖。

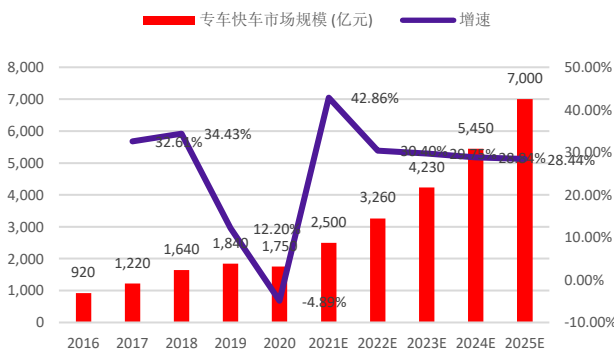
其中，9月当月，订单总量超30万单的网约车平台共16家，（按订单合规率排序）分别是：如祺出行、招招出行、享道出行、及时用车、携华出行、T3出行、阳光出行、神州专车、曹操出行、首汽约车、万顺叫车、滴滴出行、帮邦行、美团打车、花小猪出行、伴个桔子。

图 63 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)



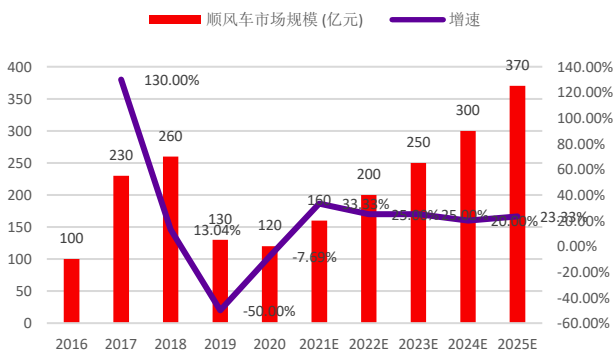
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 65 专车快车市场规模变化趋势及增幅



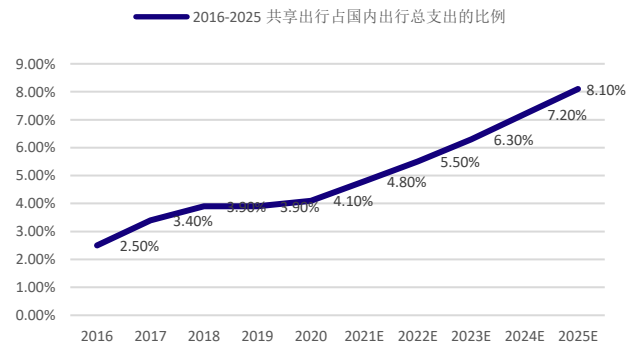
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 67 顺风车市场规模变化趋势及增幅



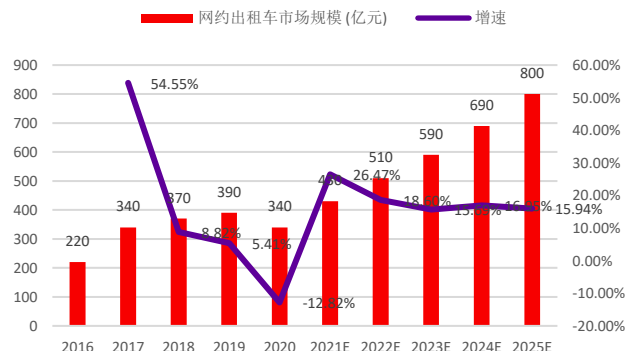
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 64 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例



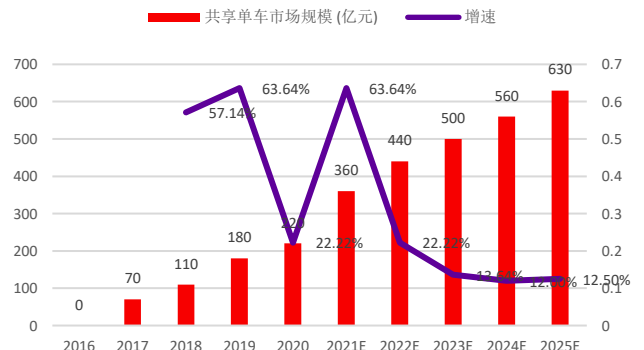
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 66 网约车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 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

网络货运：维天运通启动赴港 IPO，网络货运赛道加速整合发展。2021 年 11 月 1 日，证监会披露了合肥维天运通信息科技股份有限公司（简称“维天运通”）的赴港 IPO 审批材料。维天运通是网络货运平台“路歌”的母公司，路歌的上市，标志着继满帮、福佑、快狗打车之后，又一位市场竞争者登陆资本市场，网络货运赛道加速整合发展，进一步迈向“战国时代”的目标。

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%，NOx 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。

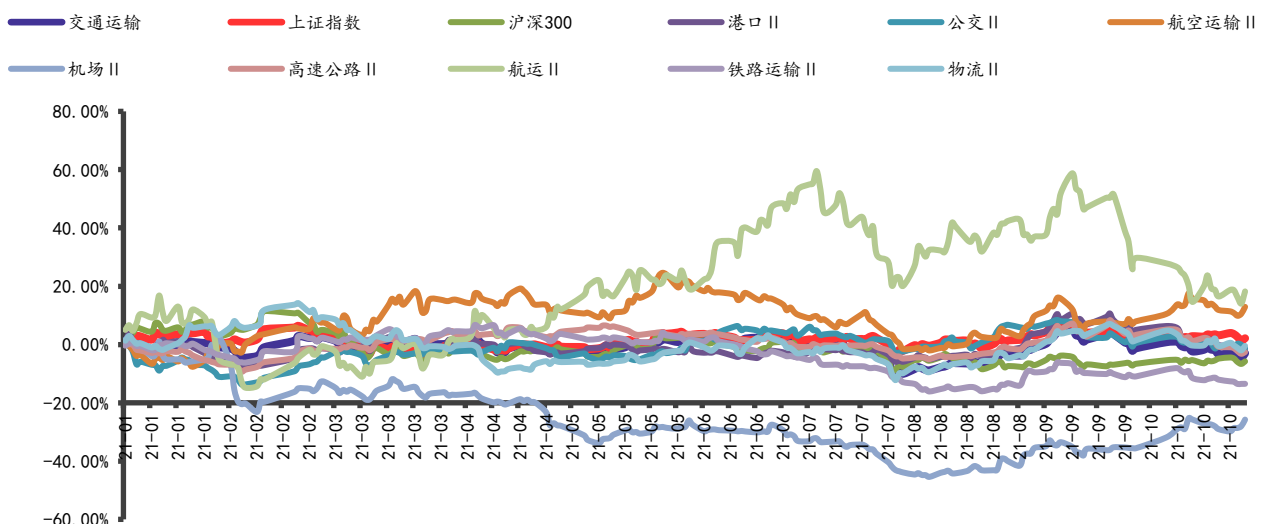
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2021年10月29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26,306.64亿元，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）2,944.83亿元、中远海控（601919.SH）2,647.06亿元、京沪高铁（601816.SH）2,258.90亿元、上港集团（600018.SH）1,317.57亿元、中国国航（601111.SH）1,236.06亿元、南方航空（600029.SH）1,111.82亿元、大秦铁路（601006.SH）1,017.43亿元、上海机场（600009.SH）944.05亿元、东方航空（600115.SH）791.13亿元、宁波港（601018.SH）592.78亿元。

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+2.14%和-5.81%，交通运输指数-3.01%；2021年以来，交通运输各子板块出现分化行情，其中，港口-1.33%、公交-1.29%、航空运输+12.93%、机场-25.76%、高速公路-2.61%、航运+18.22%、铁路运输-13.49%、物流-0.49%，其中，航运、航空运输板块呈现上涨，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（2021/01/01-2021/10/29）



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

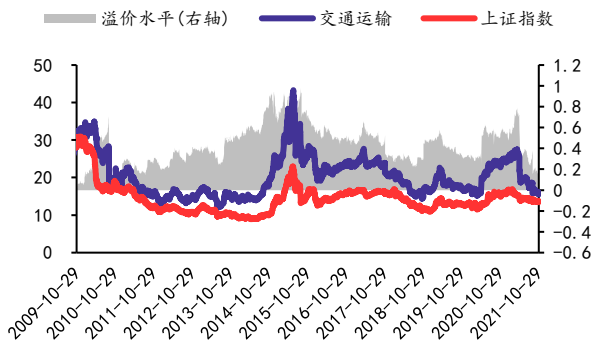
1. 国内交通运输行业估值分析

截至 2021 年 10 月 29 日，交通运输行业市盈率为 16.05 倍（TTM），上证 A 股为 13.66 倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为 175.04%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

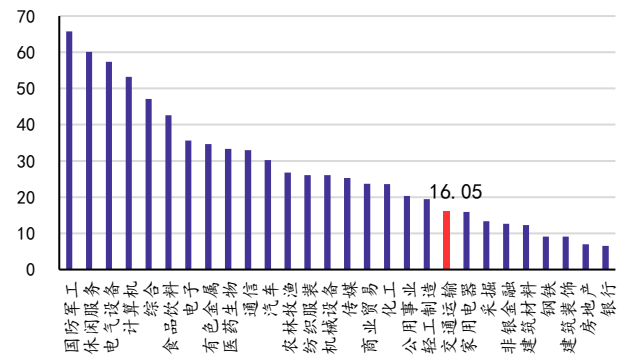
与其他行业整体对比来看，在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 16.05 倍（2021/10/29），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

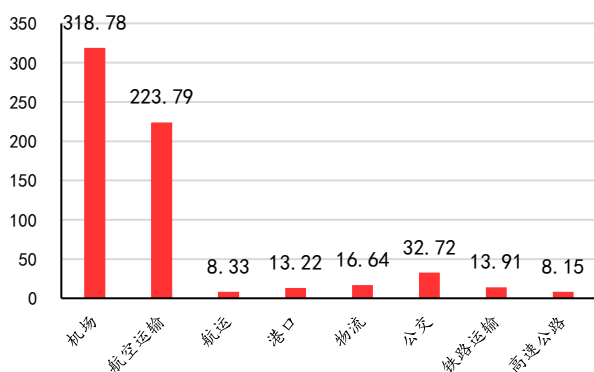


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

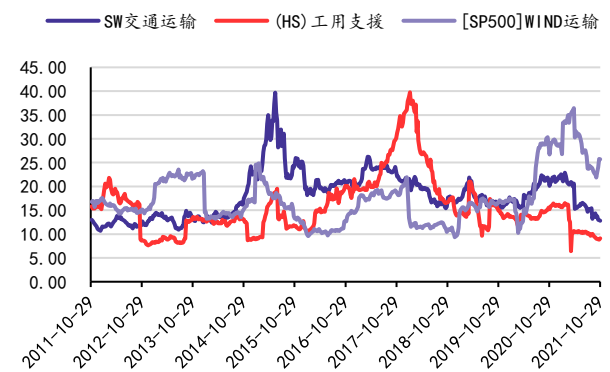
我们选择 [HS] 公用运输指数、[SP500]Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2021 年 10 月 29 日，上述指数市盈率分别为 9.09 倍、25.67 倍和 16.05 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

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 207 亿美元、港股中市值大于 175 亿港元、A 股中大于 351 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 2021.10.29）

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)
				2021Q3	2020Y	2021Q3	2020Y				
1	UPS.N	联合包裹服务	航空货运 与物流	16.38	14.22	108.89	-69.75	1,859.41	28.83	283.02	7.40
2	UNP.N	联合太平洋	铁路	11.67	-10.0	21.24	-9.63	1,551.90	25.06	9.15	9.63
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	0.00	-7.36	0.00	-15.51	942.03	29.10	6.11	5.66
4	CSX.O	CSX 运输	铁路	17.23	-11.3	42.00	-16.99	802.24	22.24	6.12	1.63
5	NSC.N	诺福克南方	铁路	14.88	-13.3	67.29	-26.05	713.12	24.46	4.82	11.98
6	FDX.N	联邦快递(FEDEX)	航空货运 与物流	-	-	-	-	625.69	12.30	2.59	19.15
7	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	0.00	-1.05	0.00	0.16	516.23	19.71	9.00	4.87
8	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	30.74	-2.29	56.48	9.29	395.32	41.81	11.88	8.16
9	DIDI.N	滴滴出行	应用软件	-	-8.43	-	-8.08	389.24	-39.33	-3.33	-5.39
10	KSU.N	堪萨斯南方铁路 (KANSAS)	铁路	13.42	-8.14	-115.36	14.49	282.27	293.42	6.97	1.06
11	LUV.N	西南航空	航空公司	52.65	-59.7	141.97	-233.65	279.86	27,985.97	3.15	0.00
12	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公司	-	-	-	-	256.25	-21.54	4.70	-0.90
13	ZTO.N	中通快递	航空货运 与物流	-	14.04	-	-24.00	250.86	37.56	3.34	5.04
14	DAL.N	达美航空(DELTA)	航空公司	55.69	-63.6	105.92	-359.81	250.44	-373.79	16.33	-0.10
15	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公司	-	-	-	-	211.04	-122.88	150.13	-3.03
16	EXPD.O	康捷国际物流	航空货运 与物流	60.17	23.74	93.49	17.91	209.41	21.08	7.87	5.85
17	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	25.69	5.14	47.32	-1.99	207.08	30.79	7.96	6.40

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 2021.10.29）

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	2,626.03	-145.73	1.49	-0.29
2	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	33.72	14.04	0.15	-24.00	2,003.12	38.63	3.44	5.04
3	1919.HK	中远海控	海运	88.06	13.76	3,162.31	48.38	1,934.46	3.51	3.71	2.87
4	2618.HK	京东物流	陆运	53.67	47.20	-2,461.5	-85.06	1,901.27	-7.85	-31.12	-3.26
5	0316.HK	东方海外 国际	海运	103.69	19.08	2,653.53	-33.07	948.96	3.38	2.17	5.47
6	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	33.18	-41.24	42.66	-510.87	803.35	-9.10	0.97	-0.43
7	0753.HK	中国国航	航空公司	27.05	-48.96	28.16	-324.34	797.41	-5.66	0.87	-0.81
8	1308.HK	海丰国际	海运	79.59	8.46	309.40	59.85	706.75	12.67	7.70	0.27
9	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	37.96	-51.46	39.03	-470.80	501.21	-4.91	0.75	-0.52
10	0144.HK	招商局港 口	海港与服务	38.90	0.53	204.72	-38.40	486.61	5.85	0.55	2.22
11	0293.HK	国泰航空	航空公司	-42.70	-56.13	20.34	-1,393.7	461.55	-2.32	0.63	-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	370.78	6.62	1.11	0.92
13	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	67.74	29.71	215.08	-23.56	341.58	6.56	1.24	2.88
14	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	87.62	-0.10	865.40	-19.23	300.11	4.76	1.05	1.21
15	6198.HK	青岛港	海港与服务	30.64	8.79	7.61	1.36	253.80	5.29	0.65	0.62
16	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	22.68	-68.30	-13.95	-184.10	231.25	-9.00	0.88	-0.47
17	1199.HK	中远海运 港口	海港与服务	24.79	-2.63	7.50	12.81	214.83	7.67	0.50	0.11
18	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	65.54	15.65	-43.92	-20.19	212.84	6.54	0.62	1.44
19	0598.HK	中国外运	航空货运 与物流	55.43	8.91	77.93	-1.77	188.72	4.19	0.52	0.51
20	2866.HK	中远海发	海运	201.68	49.21	183.07	22.10	175.28	4.30	0.80	0.29

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 2021.10.29）

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)
				2021Q3	2020Y	2021Q3	2020Y				
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	23.97	37.25	-76.25	23.24	2,944.83	83.52	5.10	0.77
2	601919.SH	中远海控	航运 II	88.06	13.37	2,111.72	27.42	2,647.06	5.77	3.28	2.87
3	601816.SH	京沪高铁	铁路运输 II	50.30	5.72	-79.33	16.48	2,258.90	41.51	1.22	0.11
4	600018.SH	上港集团	港口 II	44.22	-27.65	111.79	-7.48	1,317.57	9.99	1.41	0.57
5	601111.SH	中国国航	航空运输 II	27.05	-48.96	29.34	-318.2	1,236.06	-10.52	1.73	-0.81
6	600029.SH	南方航空	航空运输 II	32.37	-40.02	58.17	-481.9	1,111.82	-15.11	1.48	-0.43
7	600009.SH	上海机场	机场 II	-26.97	-60.68	-103.51	-122.2	1,017.43	-57.15	3.64	-0.92
8	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	14.90	-9.50	37.32	-18.94	944.05	7.71	0.78	0.82
9	600115.SH	东方航空	航空运输 II	38.13	-51.48	40.50	-460.4	791.13	-9.31	1.65	-0.52
10	601018.SH	宁波港	港口 II	22.11	-16.02	35.42	1.39	592.78	14.63	1.13	0.26
11	002120.SZ	韵达股份	物流 II	27.18	-2.63	-32.94	-45.71	541.95	46.32	3.67	0.40
12	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	34.82	-36.68	102.31	-132.2	536.13	-316.51	3.93	-0.18
13	600233.SH	圆通速递	物流 II	33.70	12.06	-32.62	9.93	461.34	34.56	2.62	0.42
14	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	66.16	-14.75	1,504.63	-47.26	431.24	8.30	0.86	0.84
15	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	89.70	-20.30	458.01	-41.43	428.21	9.19	1.45	0.92
16	601866.SH	中远海发	航运 II	83.67	33.49	183.73	22.22	402.80	10.89	2.01	0.32
17	601880.SH	大连港	港口 II	4.17	0.17	-8.73	6.24	382.34	25.25	1.06	0.07
18	601872.SH	招商轮船	航运 II	-21.96	-2.88	-67.91	44.48	370.65	54.48	1.45	0.08
19	600221.SH	海航控股	航空运输 II	56.54	-59.38	92.28	-9,477	351.25	-0.68	-0.98	-3.08

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

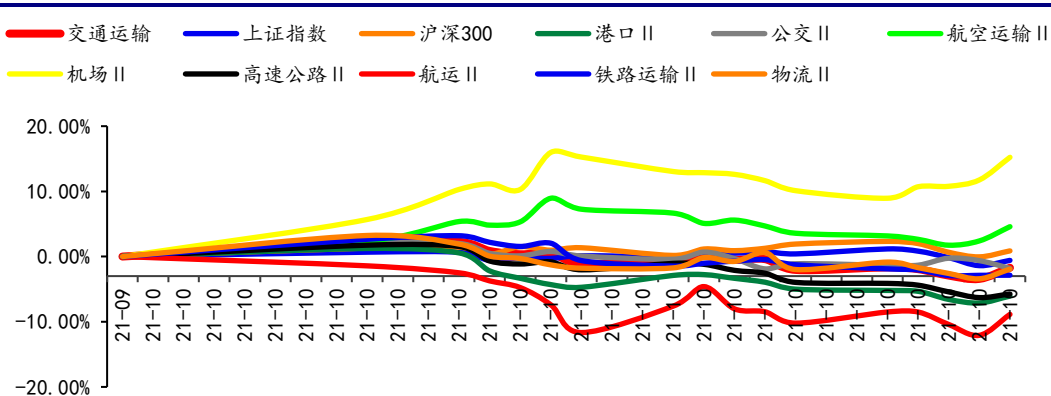
五、投资建议

（一）最新观点：把握航空客运趋势性复苏机遇，关注综合物流龙头长期投资价值

分子行业来看，截至 2021 年 10 月 29 日，航空、公交、机场板块 PE 仍较高，分别为 223.79 倍、32.72 倍、318.78 倍，高于交通运输行业值 16.05 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 8.15 倍、8.33 倍、13.91 倍、13.22 倍。物流板块的 PE 为 16.64 倍。

图 74 2021 年 10 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：把握航空客运趋势性复苏机遇，关注综合物流龙头长期投资价值

1. 积极把握航空客运的复苏时机。随着新冠疫情好转及各国应对经验和措施丰富，2022 年开放边境的概率大幅提升，利好航司国际业务。推荐国际业务占比较大的中国国航(601111.SH)和依托出入境客流开展免税业务的上海机场(600009.SH)，推荐低成本航司春秋航空(601021.SH)、全服务型民营航司龙头吉祥航空(603885.SH)。

2. 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。

3. 继续关注综合物流龙头的中长期配置价值。顺丰控股“四网融通”战略推进下，时效快递及快运产品提速降本成为可能。考虑到当前公司业绩在底部符合预期，而 2021 年底过后，鄂州机场投入运营，嘉里物流的业绩贡献显现，同时立体布局物流细分赛道后，数字供应链发展成效有望逐步体现，业绩爆发值得期盼。推荐顺丰控股(002352.SZ)的中长期配置价值。

4. 继续关注公路货运数字化的高成长逻辑。我国公路货运市场具有万亿级空间，但质量效率仍未被充分挖掘，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，行业增速近 50%，渗透率仅为 26%，具备大幅提升空间。继续推荐致力推进公路货运数字化的传化智联(002010.SZ)。

5. 跨境电商物流赛道高景气度逻辑不变，收益潜能继续释放。长期来看，跨境电商行业增量空间广阔，跨境电商物流需求具备高成长性，但考虑到国际航空客运 2022 年复航概率相对较大，客机腹舱运力将逐步恢复，航空货运价格可能会出现回落。在此背景下，我们认为 2021 年跨境电商物流可以出现量价齐升的局面；2022 年航空货运价格可能出现回调，但跨境电商业务量或呈现上涨趋势。建议关注跨境电商物流赛道重点标的华贸物流(603128.SH)的阶段性机会。

6. 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。

（二）核心组合

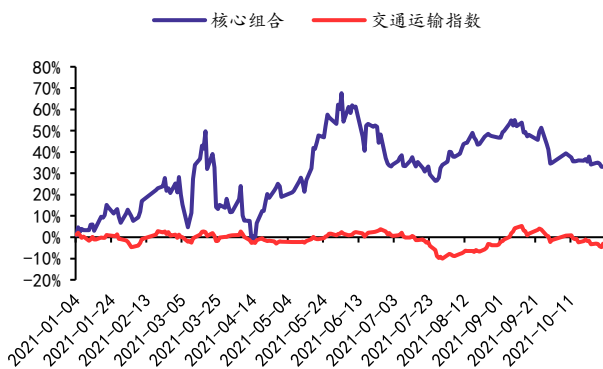
表 13 投资组合建议（截至 2021 年 10 月 29 日）

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	+32.94%
002010.SZ	传化智联	2021/7/1	+6.23%
002352.SZ	顺丰控股	2021/10/1	-1.01%

资料来源：Wind，中国银行证券研究院整理

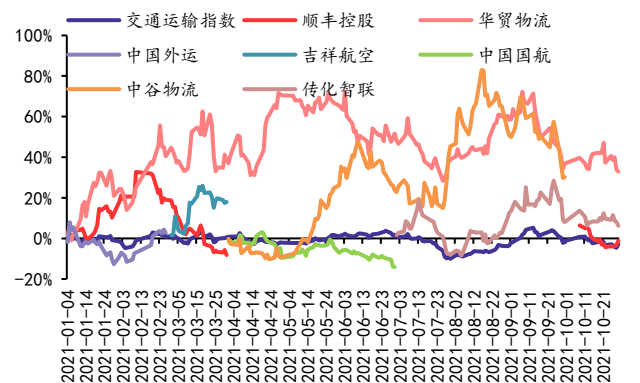
（三）核心组合表现

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-6月30日，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-9月30日，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10月1日起，核心组合为顺丰控股(002352.SZ)、华贸物流(603128.SH)、传化智联(002010.SZ)。截至2021年10月29日，交通运输业指数累计-3.01%，2021年银河交通核心组合+33.0%，核心组合跑赢行业，相对收益+36.01%。

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 (2016Q1-2021Q3)	8
图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2021Q3)	8
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 (2016Q1-2021Q3)	9
图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2020)	10
图 10 行业固定资产周转率 (2011-2020)	10
图 11 资产负债率、流动比率 (2016Q1-2021Q3)	10
图 12 行业固定资产周转率 (2016Q1-2021Q3)	10
图 13 交通运输板块营业收入变化及预测 (2015-2021E)	11
图 14 交通运输板块净利润变化及预测 (2015-2021E)	11
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)	12
图 18 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里)	12
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	16
图 24 高速公路里程及增长率 (年)	16
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	17
图 30 36 个大中城市平均公路货运价格	17
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	19
图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化	19
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)	20
图 38 上海出口集装箱集运指数 (CCFI、SCFI)	20
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）	21
图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性	21
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	22
图 46 民航货邮周转量月度变化	22
图 47 民航总周转量月度变化	22
图 48 2018 年 1 月-2021 年 8 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 9 月快递服务品牌集中度指数 CR8	24
图 61 2018 年-2021 年 9 月中国快递发展指数	25
图 62 2018 年-2021 年 9 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（2021/01/01-2021/10/29）	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 10 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 (2016Q3-2021Q3)	9
表 3 火车票价计算方法	13
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. 10. 29)	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. 10. 29)	31
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. 10. 29)	32
表 13 投资组合建议 (截至 2021 年 10 月 29 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