

快递物流底部反转高弹性，公路铁路业绩稳健高股息

——2022年交运物流行业投资策略

行业评级：看好

2021年11月28日

姓名 匡培钦
邮箱 kuangpeiqin@stocke.com.cn
电话 021-80106013
证书编号 S1230520070003

姓名 冯思齐
邮箱 fengsiqi@stocke.com.cn

1、恶性价格战缓和下快递盈利或已触底，成本优化驱动龙头盈利修复高弹性

- **上游电商增长驱动仍在，规模增速依然可观。** 1) 实体网购统计口径低估、2) 线上消费新形式、新平台趋于多元、3) 快递单包裹货值下行三因素驱动下，测算快递行业单量21E-25E仍有19.5%复合增长，预计到2025年突破2200亿件。
- **政策强监管驱动恶性价格战加速缓和，快递单价已如期回归。** 监管政策出台推动价格呈现逐步回归良性态势，义乌快递月度票单价自2020年2月份以来首次同比正增长，自2021年7月以来已累计环比提升0.29元，电商快递龙头企业单价亦持续回升。
- **判断行业即将进入盈利修复的本质阶段，业绩高弹性可期。** 在2021年二三季度政策及价格修复之后，即将进入价值修复的最本质阶段即盈利修复阶段。当前龙头盈利处于极低位置，基于1) 件量头部化增强规模效应、2) 全年波谷趋平产需逐步匹配、3) 资本开支高位回落的三大预判驱动，未来龙头盈利修复有望具备高弹性。

2、公路业绩恢复具备强防御属性，估值低位静待政策催化，关注高分红龙头

- **高速公路板块具备强防御性。** 一方面，行业不涉及跨境车辆流通且公路集疏港货运量占比低，此外板块业绩表现相对平滑，具备相对经济防御性；另一方面，复盘看板块在大盘下行的10个年份中7年超额跑赢，且头部公司分红比例明显较高，具备相对大盘防御性。因此，若基于对大盘和经济谨慎态度，则板块具有较高配置价值。
- **估值低位静待政策催化。** 当前板块PE估值仅9.57倍，较17-19年均值低24.0%；PB估值仅0.85倍，较17-19年均值低29.1%。估值处于相对低位，政策端关注公路相关法律修订落地形成催化。

3、重点标的

- **高弹性标的：** 快递赛道格局逐步清晰，加盟制看好价值确定性修复渐入佳境的【韵达股份】，同时关注【圆通速递】、【中通快递】；直营制看好传统+新兴业态广阔布局下物流网络延展、时效壁垒升级的【顺丰控股】。此外，关注大宗物流供应链赛道进取龙头【厦门象屿】。
- **高股息标的：** 公路铁路模式稳定，成长高股息标的优选【山东高速】、【招商公路】，稳健高股息标的关注【宁沪高速】、【深高速】、【粤高速A】、【皖通高速】、【大秦铁路】。此外关注具备中长期量价空间的铁路客运龙头【京沪高铁】及北方量增价好港口龙头【青岛港】。

- 1、**快递监管政策松动**
- 2、**实体网购需求回落**
- 3、**大宗商品价格下跌导致供应链企业业绩承压**
- 4、**公路政策修订推进不及预期**
- 5、**免费通行补偿政策不及预期**
- 6、**公路铁路运量增长不及预期**
- 7、**全球新冠疫情持续时间超预期**
- 8、**全球贸易恶化**

目录

CONTENTS

01

快递物流底部反转高弹性

02

公路铁路业绩稳健高股息

03

重点公司盈利预测及估值

01

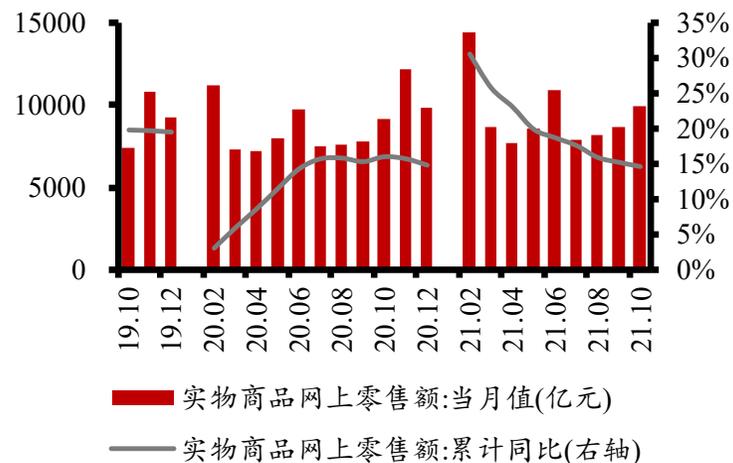
快递物流底部
反转高弹性



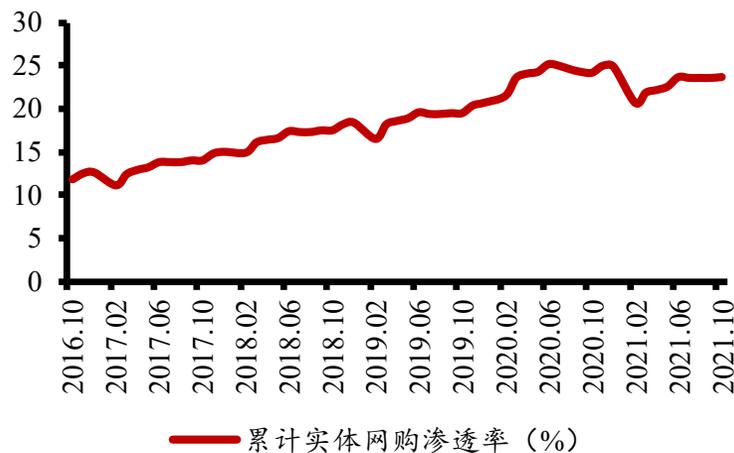
实体网购表现增速边际趋缓，长期线上化渗透空间依然充足

- 2021年1-10月，实体网购零售额8.50万亿元，较2020年同期增长14.6%，表现增速边际趋缓；累计实体网购渗透率23.7%，环比提升0.1pts，较2019年同期提升4.2pts。
- 我们以2021年1-10月限额以上社零结构来看，剔除油品、建材、汽车等不可线上化消费品类，其余可线上化品类合计占比56.1%。假设可线上化零售消费品线上消费率长期达到80%，测算实体网购渗透率极限或达44.9%，相较当前仍有21.2pts空间。

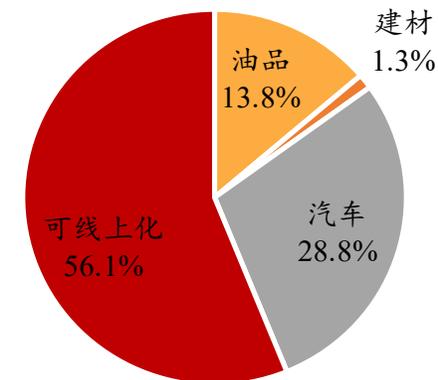
图：2021年1-10月实体网购零售额8.50万亿元



图：2021年1-10月累计实体网购渗透率23.7%



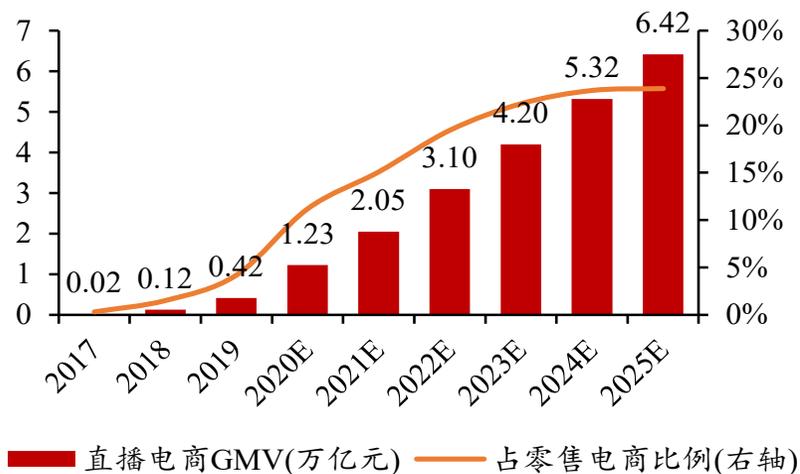
图：2021年1-10月测算社零可线上化占比达56.1%



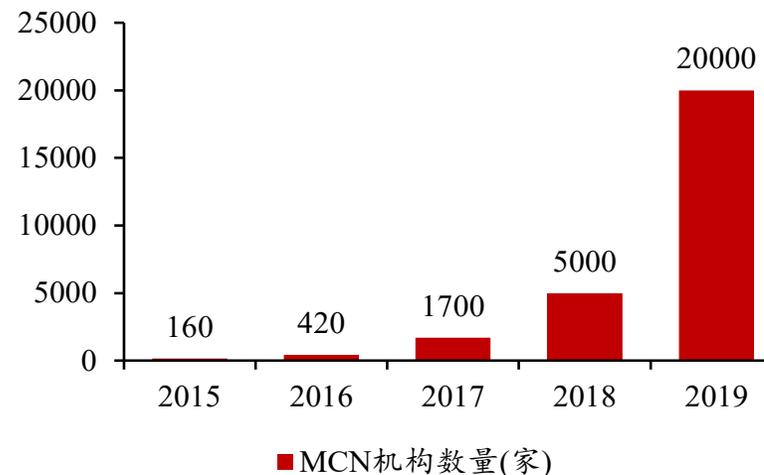
料实体网购统计口径导致直播带货增量低估

- **直播带货市场大且增速高。**根据小葫芦及艾媒咨询联合发布《2020直播电商白皮书》，随着短视频平台布局渗透率及用户认可度提升，预计2020年我国直播电商交易总额1.23万亿元，到2025年进一步增长至6.42万亿元，2020-2025复合增速39.2%，高增长态势进一步延续。
- **直播带货相关机构众多、格局分散。**根据毕马威与阿里研究院联合发布《迈向万亿市场的直播电商》，MCN机构进入爆发式增长期，机构数量至2019年上涨至20000家，是2018年机构数量的4倍。

图：中国直播电商GMV 2020E-2025E复合增速39.2%



图：我国MCN机构数量2019年达20000家



料实体网购统计口径导致直播带货增量低估

• 国家统计局实体网购统计口径或低估带货形式的增量：

- 对于规模较大的限额以上企业单位及个体经营户（收入2000万元及以上的批发企业、500万元及以上的零售业企业、200万元及以上的住宿和餐饮业企业），实行全额调查；
- 对于规模较小、但有营业执照的限额以上企业单位及个体经营户，通过抽样调查进行统计；
- 对于无营业执照、无法包含在统计名录内的企业，通过大数据挖掘及与有关电商平台合作搜集网购信息。直播带货属于新兴网购营销模式，规模较小的企业及个体户可能因统计偏差及误差等原因未被计入口径。

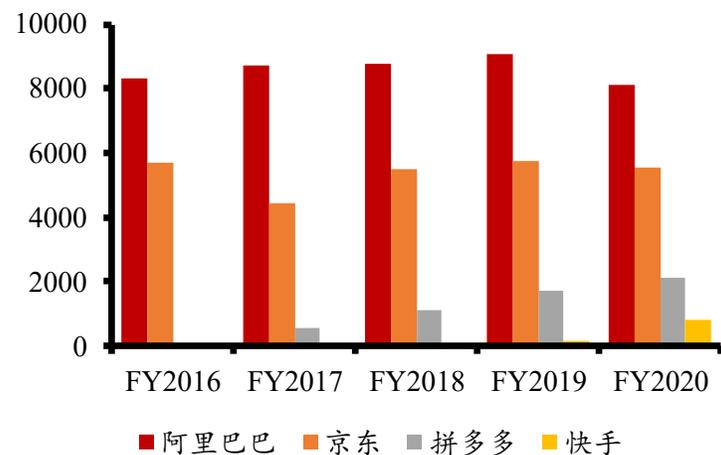
图：我国直播电商方兴未艾，逐步进入爆发期



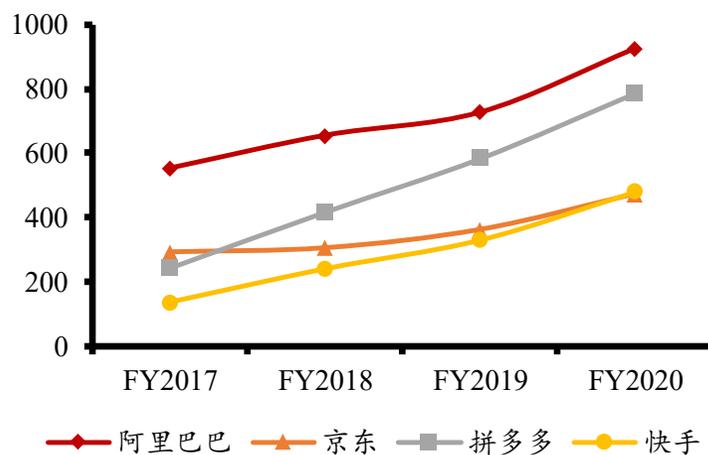
快递单包裹货值持续下行，带来快递单量相对电商网购GMV超额增长

- **下沉电商平台国内活跃用户与单客交易额双升。**活跃用户方面，拼多多与阿里巴巴差距显著缩小，快手已经在2020财年超越京东；单客交易额方面，拼多多由2017财年577元上升至2020财年2115元，快手由2018财年0.40元上升至2020财年792元。
- **快递单包裹货值持续下行。**我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2017年快递单包裹货值136.82元，2021年前10月单包裹货值98.00元。主要是新兴直播带货电商平台百花齐放，市场逐步下沉，带动单包裹货值下行。
- **单量相对实体网购超额增长预计持续。**2017年快递单量增速与实体网购增速相当，而2021年前10月快递单量增速与实体网购增速差扩大至20.1pts，预计后续单包裹货值持续下降背景下增速差依然维持。

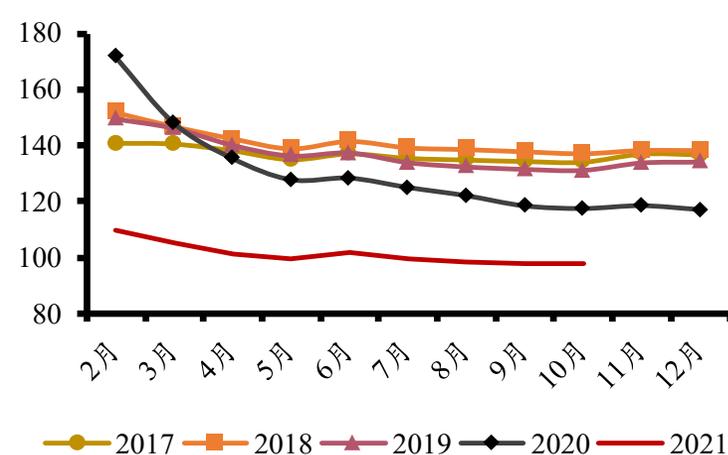
图：我国主要电商平台ARPU（金额：元）



图：我国主要电商平台国内活跃用户（百万个）



图：我国快递单包裹货值持续下行（金额：元）



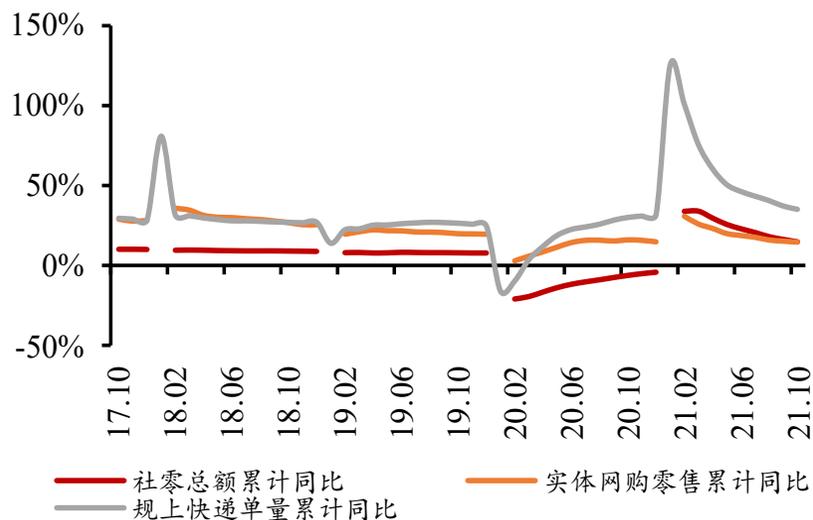
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：电商平台ARPU=国内市场GMV/国内活跃用户数；快递单包裹货值=实物商品网上零售额/快递业务量

预计未来5年行业快递单量依然维持较快增长

- 2021年前10月，我国快递单量累计同比增长34.7%，实体网购零售总额累计同比增长14.6%，快递单量增速高出实体网购零售总额增速20.1pts。
- 根据社零总额、实体网购渗透率及快递单包裹货值测算，假设：1) 社零总额2021年较2019年增长约9%，自2022年起维持个位数同比增长；2) 实体网购渗透率维持年均0.5pts提升；3) 快递单包裹货值稳步下降，预计至2025年我国快递单量将突破2200亿件，21E-25E复合增速19.5%。

图：我国快递单量相对实体网购额有超额增长



表：测算我国快递单量21E-25E复合增速19.5%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
社零总额(万亿元)	37.78	40.80	39.20	44.29	47.84	51.19	54.26	56.97
YOY	-	8.0%	-3.9%	13.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%
实体网购零售总额(万亿元)	7.02	8.52	9.76	10.41	11.48	12.54	13.56	14.53
YOY	-	21.4%	14.5%	6.7%	10.3%	9.2%	8.2%	7.1%
实体网购渗透率	18.6%	20.9%	24.9%	23.5%	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%
快递单包裹货值(元)	138.43	134.19	117.07	95.00	85.00	75.00	70.00	65.00
快递单量(亿件)	507.10	635.23	833.58	1095.69	1350.70	1672.07	1937.75	2234.97
YOY	-	25.3%	31.2%	31.4%	23.3%	23.8%	15.9%	15.3%

政策端监管立法强化，龙头加速获取突围优势

- 政策监管是本次快递景气修复开启的源头驱动，2021年4月《浙江省快递业促进条例（草案）》审议通过，9月底正式通过人大立法，2022年3月起实施。
- 立法加强监管有利于具备成本优势及服务优势的快递龙头在浙江省加速突围，后续或在全国形成示范效应，加速推动行业回归良性发展。

表：2021年以来快递行业相关监管政策梳理

时间	事件
2021.3	义乌邮政管理局发布《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》，要求维护市场秩序、科学制定增速标准,以及保护合法权益、不得随意降低派费标准
2021.4	习近平总书记广西考察提出要完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好卡车司机、快递小哥、外卖配送员等的合法权益
2021.4	马军胜局长上海调研强调切实保障快递小哥合法权益，稳定末端网点有序运行
2021.4	浙江义乌邮政管理局开始整治百世快递及极兔速递的“低价倾销行为”，主要措施为停运部分分拨中心
2021.4	浙江省政府审议通过《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入
2021.6	湖南省邮政管理局就进一步规范快递市场秩序、整顿无序低价竞争等问题进行了部署
2021.6	马军胜局长就规范快递市场秩序、保障小哥合法权益问题与义乌一线从业者深入座谈，再次强调切实保障快递小哥合法权益
2021.6	宁波市邮管局约谈快递企业，要求被约谈企业下达的指标数不得高于30%增速，各品牌要统一派费标准，义乌、广东件的派费不得低于1元并不得低于2年前的派费标准
2021.7	七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，进一步明确企业总部管理责任
2021.7	江苏省邮政管理局召开快递市场秩序整治暨快递服务质量提升联席会，提出要稳定思想，规范市场秩序、抵制低价竞争
2021.7	市场监管总局发布《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》，界定低价倾销行为及相应的处罚标准
2021.7	八部门联合印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，以出行、外卖、即时配送、同城货运等行业平台企业为重点，指出各地要放开灵活就业人员在就业地参加基本养老、医保的户籍限制
2021.9	《浙江省快递业促进条例》经浙江省第13届人民代表大会常务委员会第31次会议通过，自2022年3月1日起施行

资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

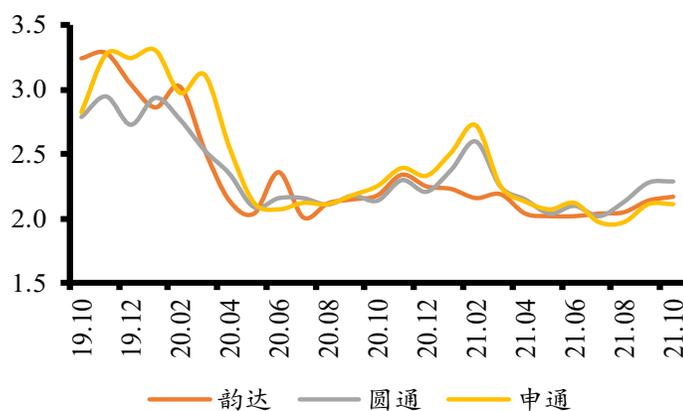
监管引导下恶性低价倾销难以为继，行业单价修复拐点传导已稳健确立

- 重点产粮区方面，2021年10月，义乌（金华）规模以上快递业务票单价2.94元，同比+0.06元，环比持平。快递主产区监管尤其强化之下，义乌地区快递月度票单价自2020年2月份以来首次实现同比正增长，自2021年7月份以来已累计环比提升0.29元。
- 电商快递龙头方面：
 - 中通21Q3快递票单价1.17元（不含派费），环比提升0.02元。
 - 韵达10月份快递票单价2.17元（含派费），剔除上年同期派费增值税优惠影响或已实现同比正增，环比提升0.03元，自2021年7月份以来已累计环比提升0.13元。
 - 圆通10月份快递票单价2.29元（含派费），环比提升0.01元，自2021年7月份以来已累计环比提升0.27元。
 - 申通10月份快递票单价2.11元（含派费），环比持平，自2021年7月份以来已累计环比提升0.14元。

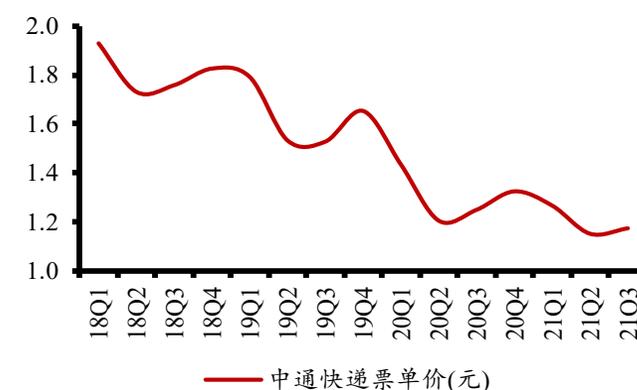
图：义乌地区票单价已实现同比正增长



图：A股电商快递公司票单价环比拐点向上



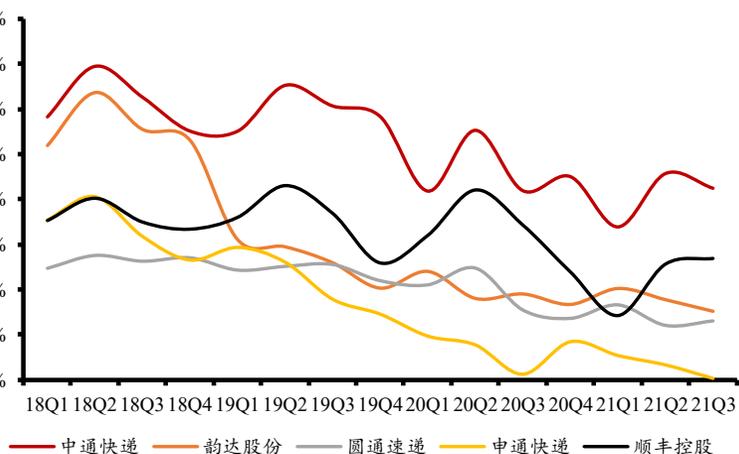
图：中通21Q3快递票单价环比提升0.02元



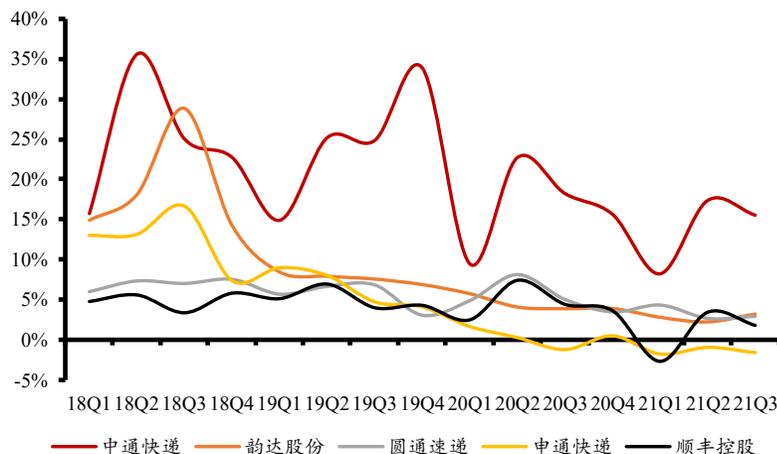
判断快递龙头盈利已经触底，未来具备高弹性基础

- **顺丰**21Q3销售毛利率13.5%，环比提升0.7pts，较18Q3下降4.0pts；销售净利率1.8%，环比下降1.6pts，较18Q3下降1.6pts。
- **中通**21Q3销售毛利率21.2%，环比下降1.6pts，较18Q3下降10.1pts；销售净利率15.5%，环比下降1.9pts，较18Q3下降9.5pts。
- **韵达**21Q3销售毛利率7.6%，环比下降1.3pts，较18Q3下降20.2pts；销售净利率3.2%，环比提升1.0pts，较18Q3下降25.6pts。
- **圆通**21Q3销售毛利率6.5%，环比提升0.5pts，较18Q3下降6.6pts；销售净利率3.0%，环比提升0.3pts，较18Q3下降4.0pts。
- **申通**21Q3销售毛利率0.2%，环比下降1.5pts，较18Q3下降15.7pts；销售净利率-1.6%，环比下降0.7pts，较18Q3下降18.3pts。

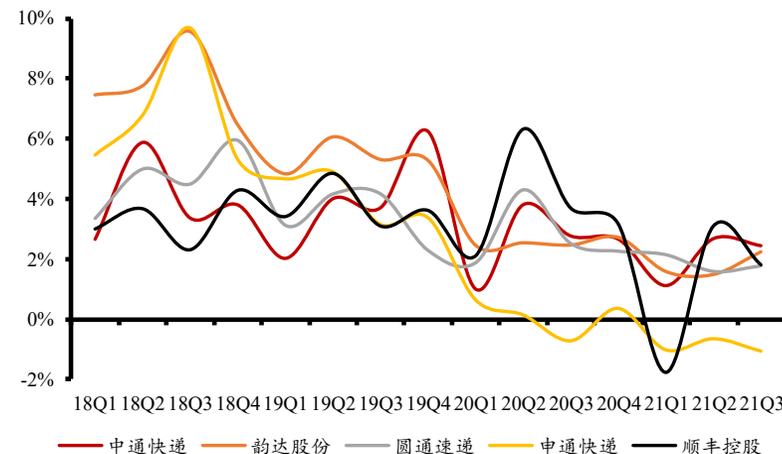
图：主要快递公司综合毛利率或已见底



图：主要快递公司销售净利率或已见底



图：主要快递公司ROE(摊薄)或已见底

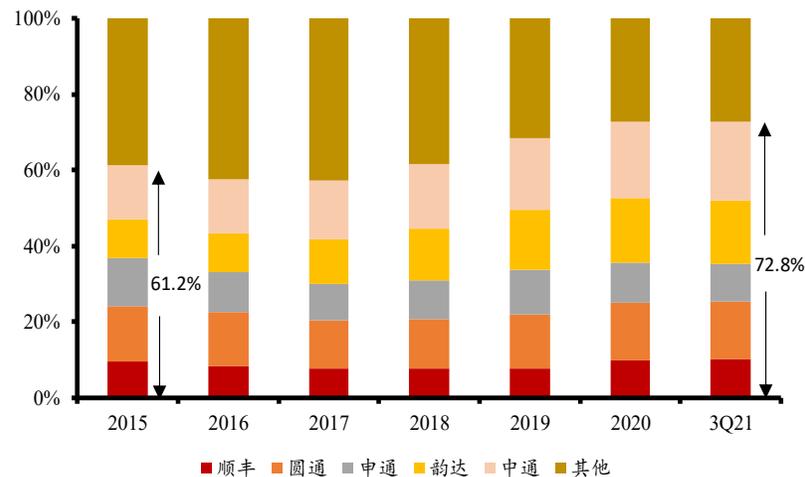


单票成本压降将成为“单价修复”向“盈利修复”演绎的核心推力

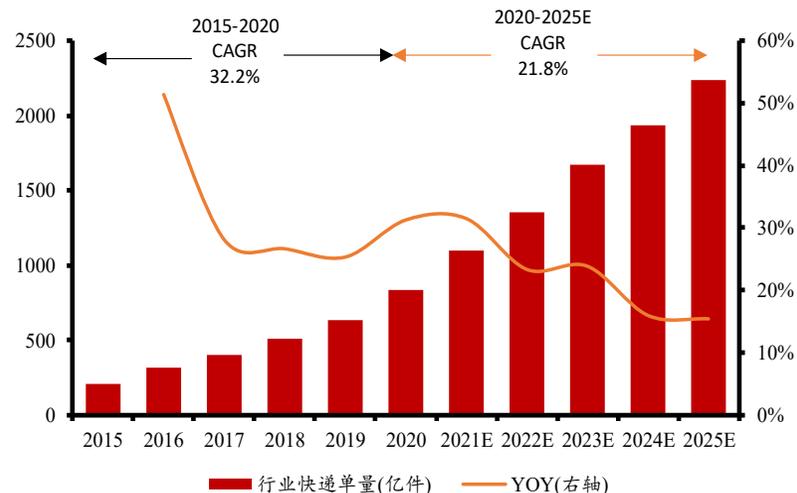
驱动一：单量盘子增长仍在且份额持续向头部集中，规模效应增强。

- 顺丰及“三通一达”单量合计份额由2015年61.2%上升至2021前三季度72.8%。
- 测算2021全年行业单量突破1000亿件，同比增长30%以上，21E-25E单量复合增速约20%，总量盘子维持相对高增。
- 2021年10月29日，百世宣布向极兔出售国内快递业务，或导致部分单量外溢，进一步促成份额集中。

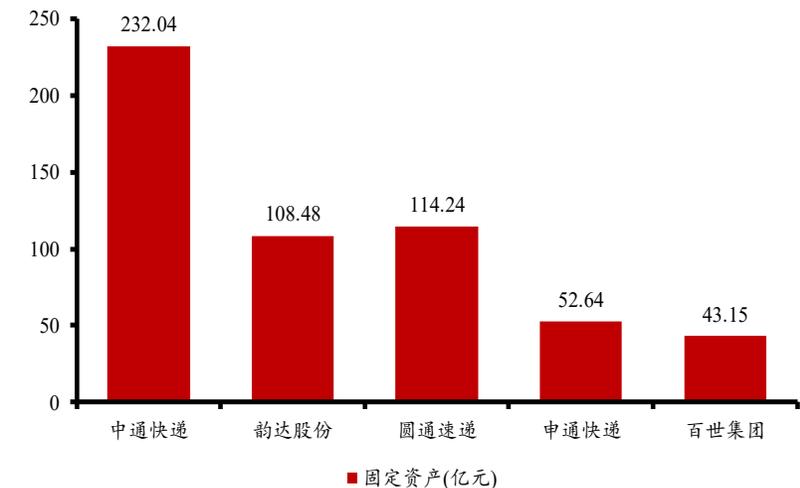
图：快递单量逐步向头部集中



图：预计至2025年行业单量突破2000亿件



图：百世集团2021/9/30固定资产净值43.15亿元

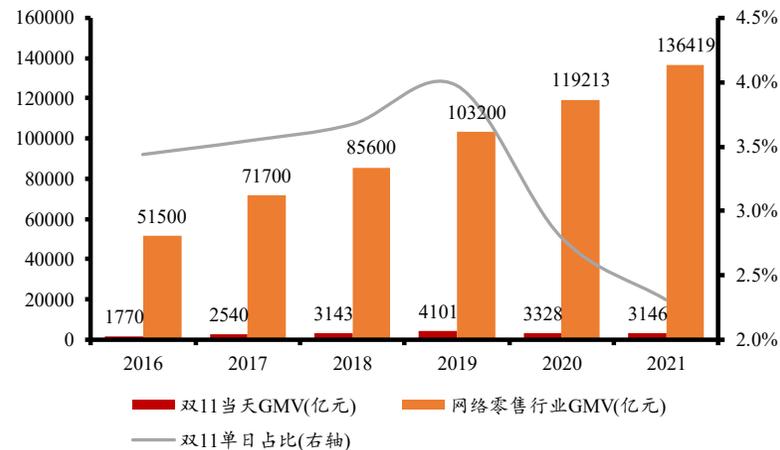


单票成本压降将成为“单价修复”向“盈利修复”演绎的核心推力

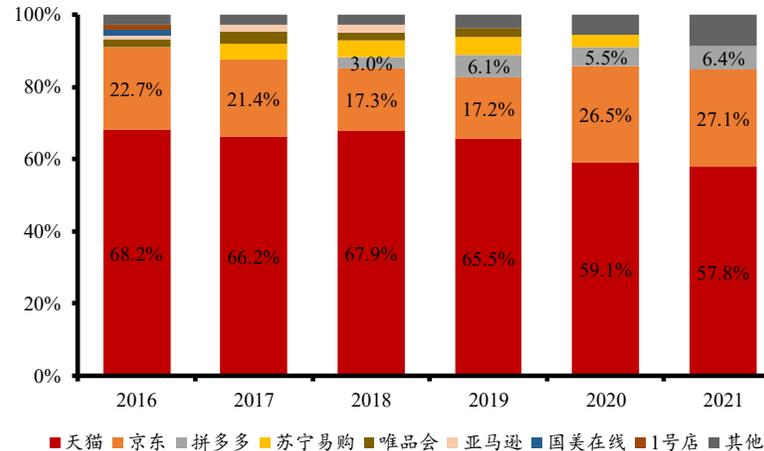
• 驱动二：件量全年分布波谷趋平，有助降本增效。

- 2016年双11期间快递单量峰值较全年日均高出118%，2021年双11期间快递单量较前10月日均高出52%，波峰与均值之间的差距趋于平缓。
- 分布平滑主要源于电商平台节奏和习惯的转变。一方面，电商平台促销模式由单轮向双轮转变；另一方面，实体网购消费逐步常态化。
- 鉴于此前快递公司产能投放大多锚定双11极限高值，我们认为这有利于产能利用效率的优化，从而助力中长期成本端降本增效。

图：双11当天电商GMV占全年比重趋于下降



图：新兴电商平台双11当天GMV份额有所提升



图：双11快递件量峰值较日常趋于边际平滑



资料来源：Wind，国家邮政局，公司公告，网经社，星图数据，浙商证券研究所

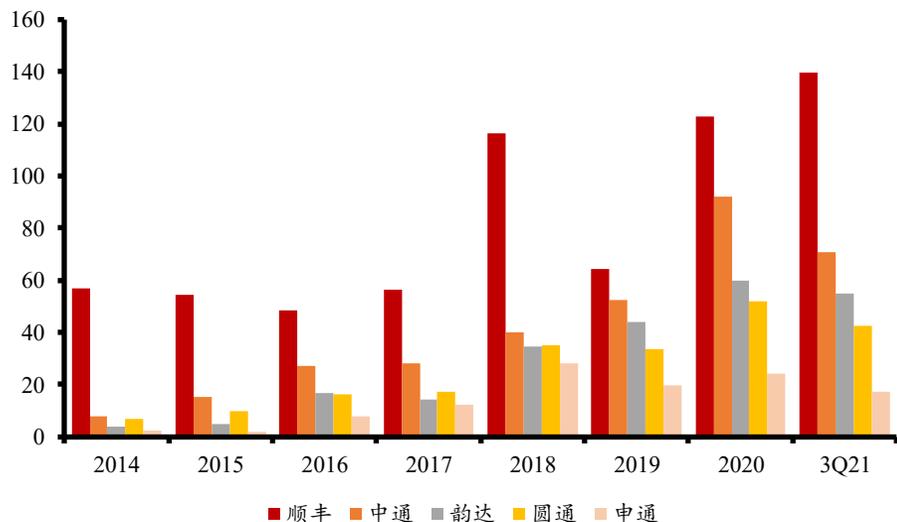
备注：2021年行业日均单量按前10月已公布数据进行计算；邮政局公布口径2016-2019年“双11”期间为11.11-11.16共6天，2020及2021年“双11”期间为11.1-11.11共11天

单票成本压降将成为“单价修复”向“盈利修复”演绎的核心推力

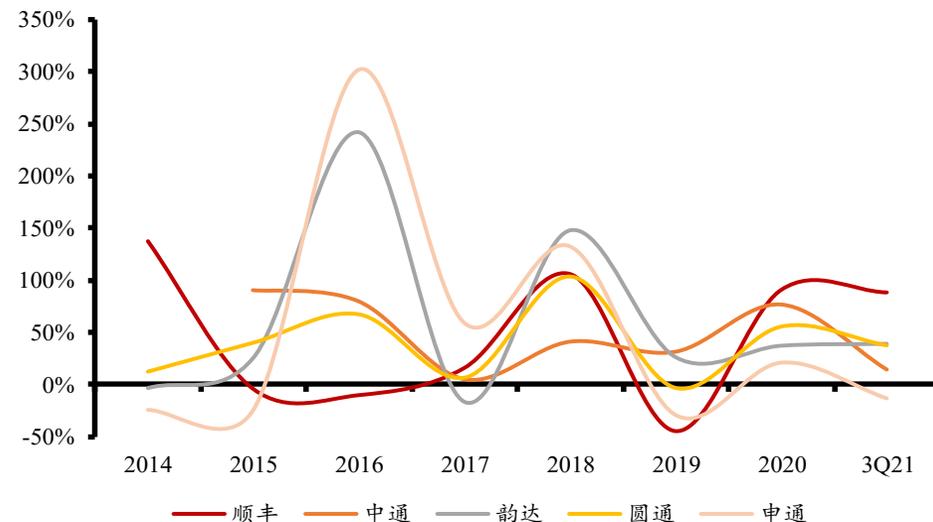
• 驱动三：资本开支已至高位，后续预计回归平稳。

- 根据中通三季度业绩公告，2021年前三季度公司资本开支70.75亿元，同比增长14.3%，已经进入投资周期尾声，资本开支水平预计将开始持平或下降。
- 各家快递2021年前三季度CAPEX同比增速较2020全年回落。顺丰3Q21资本开支同比增速较2020全年回落2.5pts；中通3Q21资本开支同比增速较2020全年回落61.9pts；韵达3Q21资本开支同比增速较2020全年持平微增1.8pts；圆通3Q21资本开支同比增速较2020全年回落18.0pts；申通3Q21资本开支同比增速较2020全年回落34.3pts。
- 伴随份额座序趋于稳定，我们判断快递龙头或已处于资本开支的阶段性和高位，后续预计回归平稳。

图：资本开支已经到达阶段性高位（金额单位：亿元）



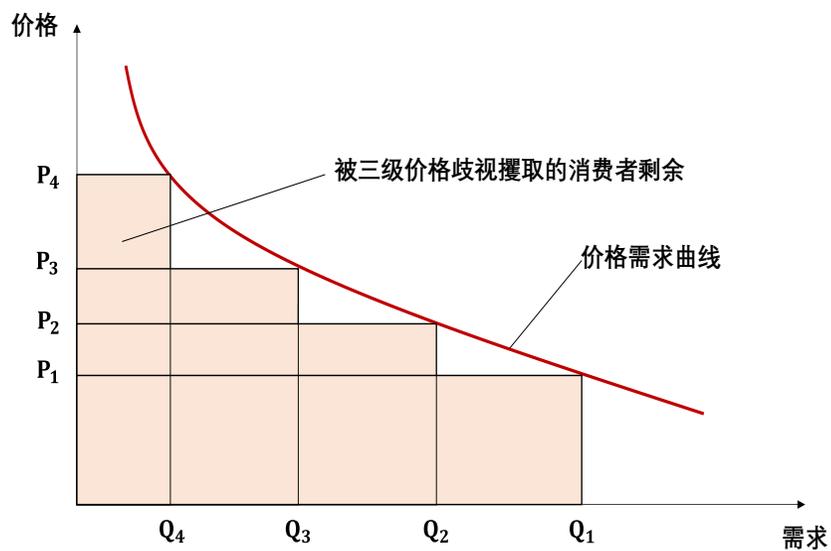
图：3Q21资本开支同比增速较2020全年回落



边际修复完成后，方看远期格局稳态红利

- **格局稳定后基于规模及网络效应，产品服务分层有望超额增厚利润。**在终局稳态中，留存的龙头玩家已然具备极强的单量规模及快递网络效应，因而在产品服务分层策略推进上的边际成本相对极低，有望带来大幅超额利润增厚。
- **在产品服务分层上，龙头已经率先开始行动。**我们梳理头部快递玩家如顺丰、中通、韵达等推进产品分层趋势已现，将是未来中长期综合费率提升的重要基石。

图：根据差异化服务实行的价格歧视能够攫取更多消费者剩余



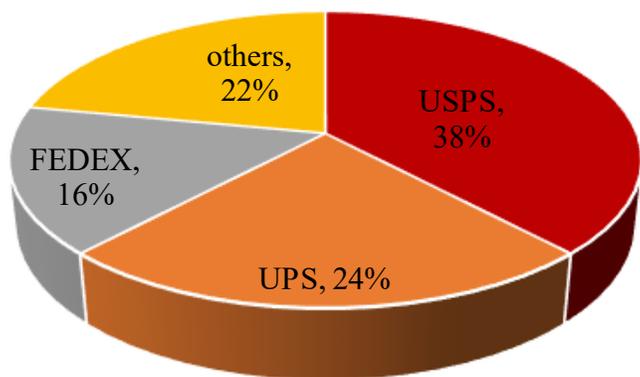
表：国内主要快递公司产品分层情况

公司	产品	时效	服务	价格(元)
顺丰	顺丰特快	次日22:00前	1小时上门收件；承诺时效；售后优先回应；免享部分包材；准时保；高峰优先配送	33
	顺丰标快	后天12:00前	基准服务	23
中通	中通标快	后天14:00前	2小时上门收件；免享部分包材；售后优先回应；承诺时效	19
	中通普件	-	基准服务	17
韵达	韵达特快	大后天20:00前	1-2小时内上门收件；全年无休9:00-20:00专线客服；全链路优先保障；专属时效承诺，超时最高赔付5元	20
	韵达标快	-	基准服务	19
圆通	即日达	当日送达	客户无自主选项	18
	次日达	次日送达		
	隔日达	后天送达		
	三日达	72小时内送达		
申通	同城当日	当日送达	客户无自主选项	17
	次日达	次日送达		
	隔日达	三日内送达		
	72小时件	四日内送达		
百世	普快	后天送达	基准服务	16

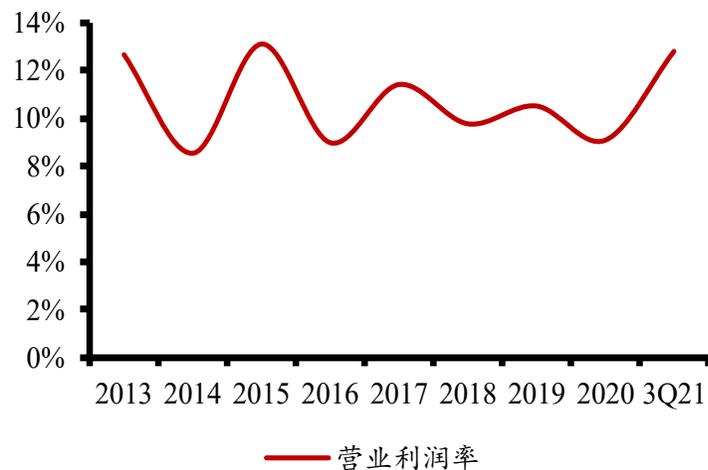
边际修复完成后，方看远期格局稳态红利

- 参考美国经验，快递行业同样经过价格战达到稳态，龙头合计市占率超75%。美国快递行业于1982-1988年以及1991-1994年分别经历两次价格战，此后份额迅速集中，UPS、FEDEX等龙头主导提价切分格局红利。至2020年，USPS、UPS、FEDEX包裹市占率合计达78%，盈利能力趋于稳定。
- 我国快递行业已在回归良性疾病竞争，后续玩家出清有望带来利润稳态大空间。良性疾病竞争基于“单量-单票成本-单价”逻辑推升行业集中度，在规模效应摊薄单件成本的相互正向循环之外，还将带来龙头产品分层定价能力再加强，大格局大空间可期。

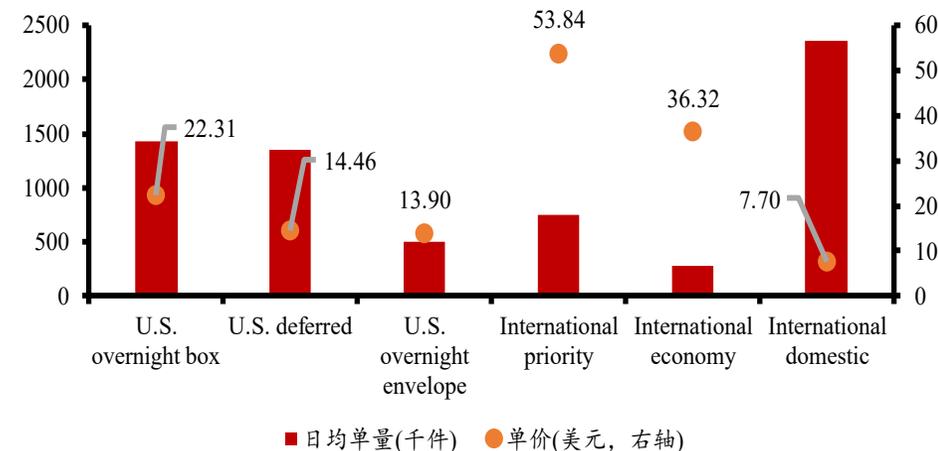
图：2020年美国快递包裹CR3达78%



图：UPS近年营业利润率稳定在8%-13%区间



图：FEDEX快递包裹业务产品分层情况(FY2021)

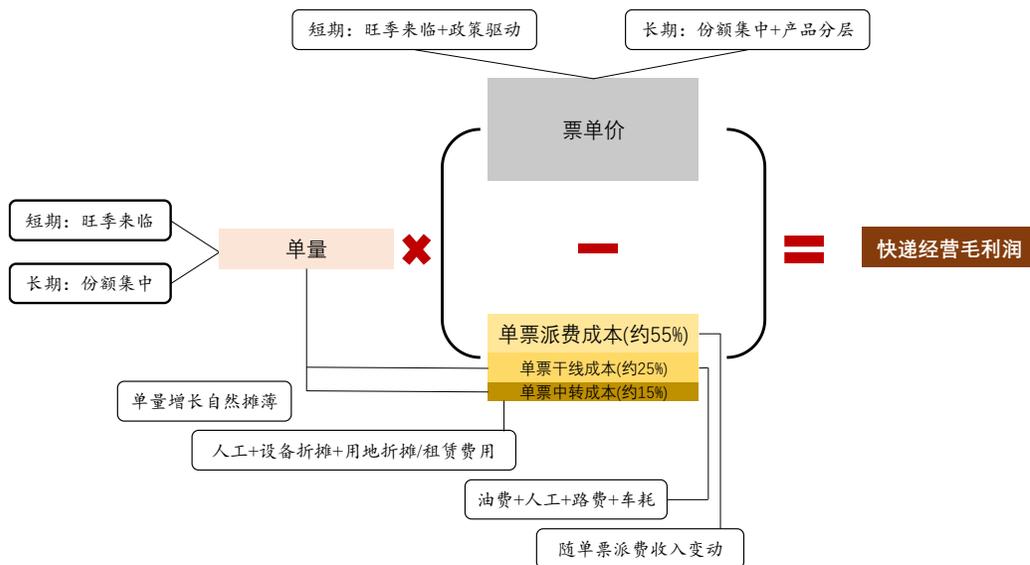


加盟制方面，看好价值确定性修复渐入佳境的【韵达股份】，同时关注【圆通速递】、【中通快递】

- 一句话逻辑：A股电商快递龙头企业，价格战改善盈利能力超预期修复。
- 公司21Q1-Q3扣非业绩同比增幅分别-30.7%、-29.6%、+6.7%，价格战改善逐步传导至盈利，主业利润稳步改善。
- 快递行业立法落地，恶性价格战缓和驱动的龙头价值边际修复将开启由政策引导、单价回归向盈利修复递进演绎之路。
- 从格局位置、流量大小及变现能力三个层次进行判断，对标龙头中通价值仍然相对低估。

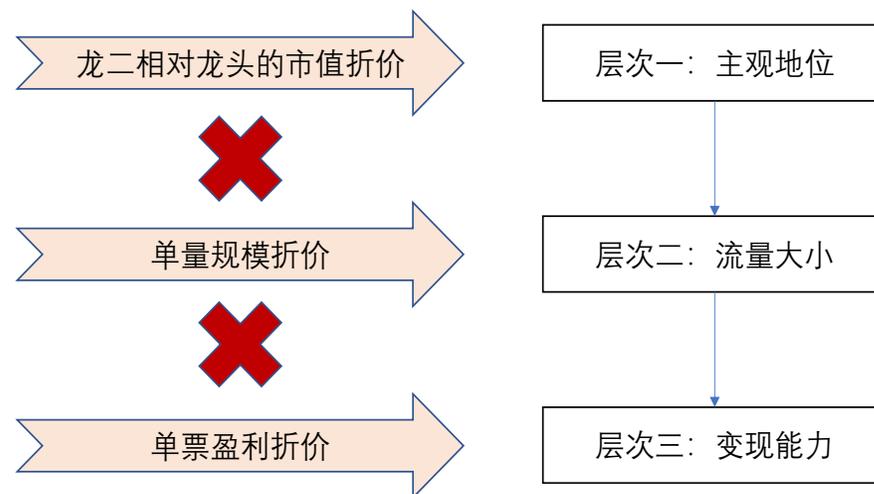
同时，建议关注美股及港股上市的单量盈利龙头【中通快递】，以及数字化建设持续加码的【圆通速递】。

图：加盟制快递盈利框架



图：加盟制快递估值借鉴互联网思路从单量规模角度价值分析

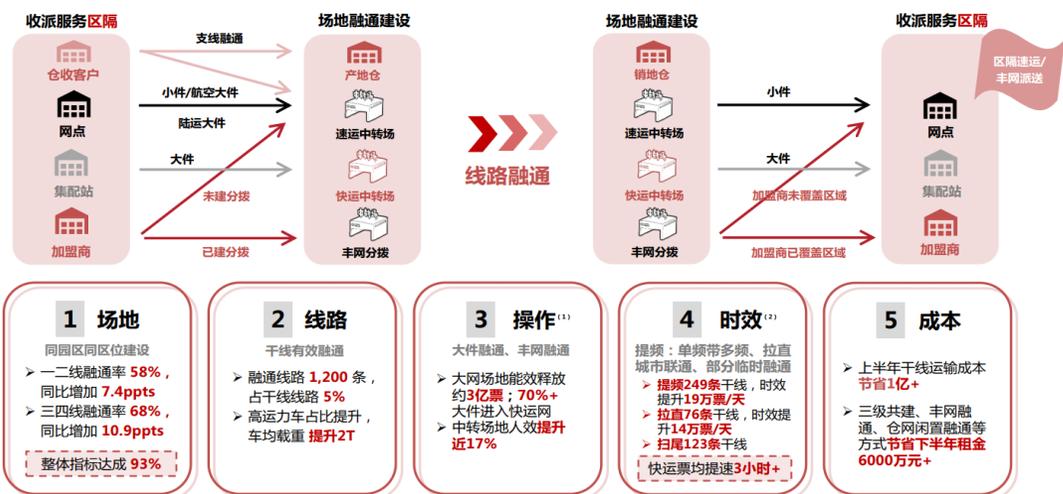
类比互联网企业估值的通达系估值逻辑：



直营制方面，看好传统+新兴业态广阔布局下网络延展、壁垒升级的【顺丰控股】

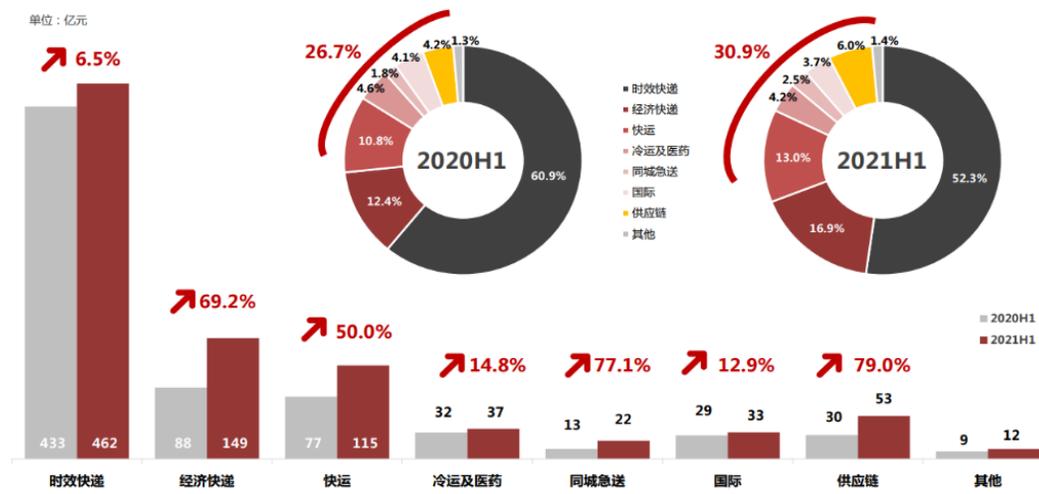
- 一句话逻辑：中国直营制快递龙头，时效业务壁垒深厚，静待四网融通成效及多元业务弹性释放。
- 时效业务依托直营末端网络，集成散收散派能力，同时借力航空网络，构筑强力壁垒。
- 扣非业绩已有边际改善。公司21Q3扣非净利润8.10亿元，环比提升1.53亿元，主业盈利边际改善延续。
- 四网融通进行时，场地及干线融合降本增效可期。
- 若仅锚定传统快递业务则弹性相对有限，期待国际、快运供应链等新兴布局赛道未来盈利弹性。

图：四网融通将实现资源有效协同复用



注：(1) 操作人效优化数据为年度同比，(2) 时效优化数据为和1月融通前比较

图：顺丰多元业务布局

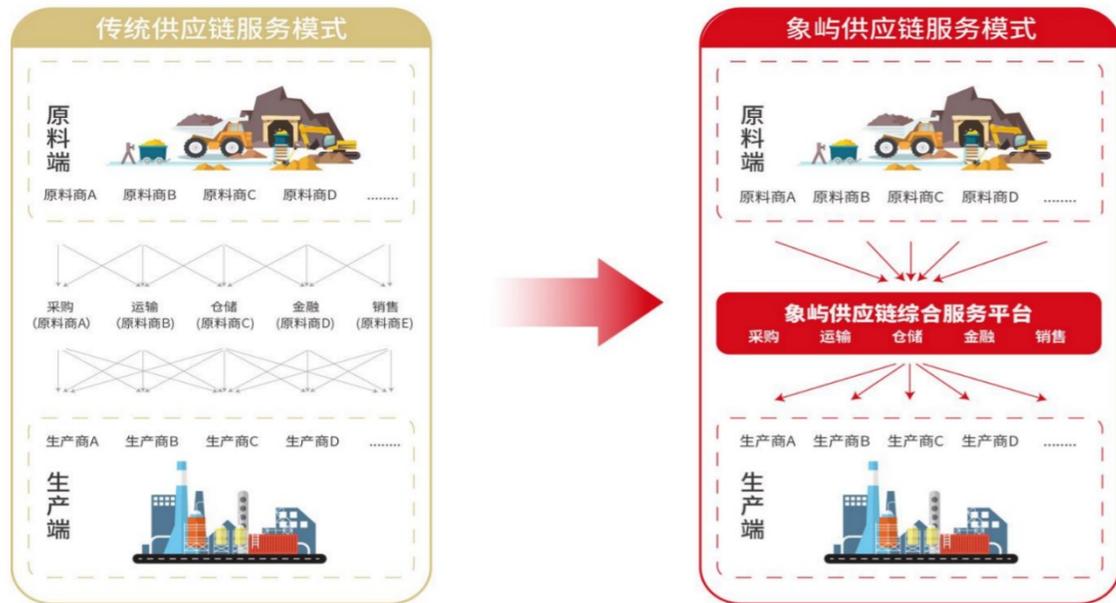


注：本页营收为产品口径收入；时效件营收数据按4月1日起新时效含义重新计算两年同期数据

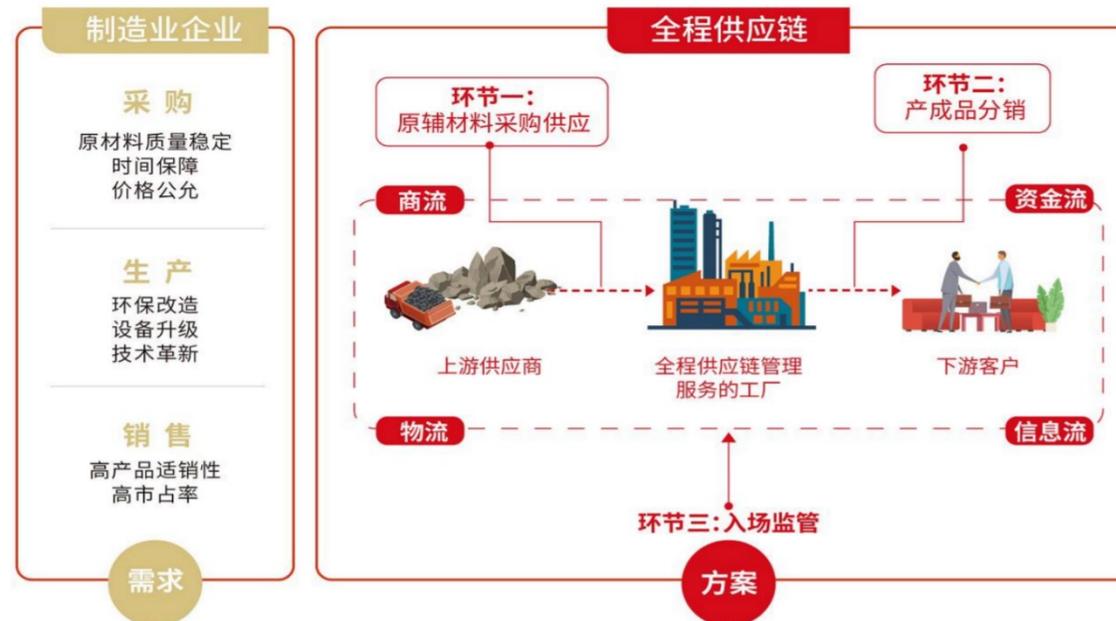
大宗供应链方面，关注商业模式改善及成长确定性或超预期的【厦门象屿】

- 一句话逻辑：大宗供应链龙头，主客观多层次驱动成长价值低估。
- 公司2021年三季报超预期，前三季度归母净利润16.56亿元已超2020全年，其中21Q3归母净利润5.19亿元，同比大增95.1%。
- 客观上公司商业模式逐步由价差套利转为服务增值，主观上股权激励行权条件指引增速，市场低估公司多维度成长的确定性。
- 安全边际充足，一方面预计2020-2023年归母净利润复合增速对应2021的PEG=0.28<1，另一方面分红比例有望维持50%以上，对应2021年归母净利润股息率达6.2%。

图：厦门象屿供应链服务模式 VS 传统供应链服务模式

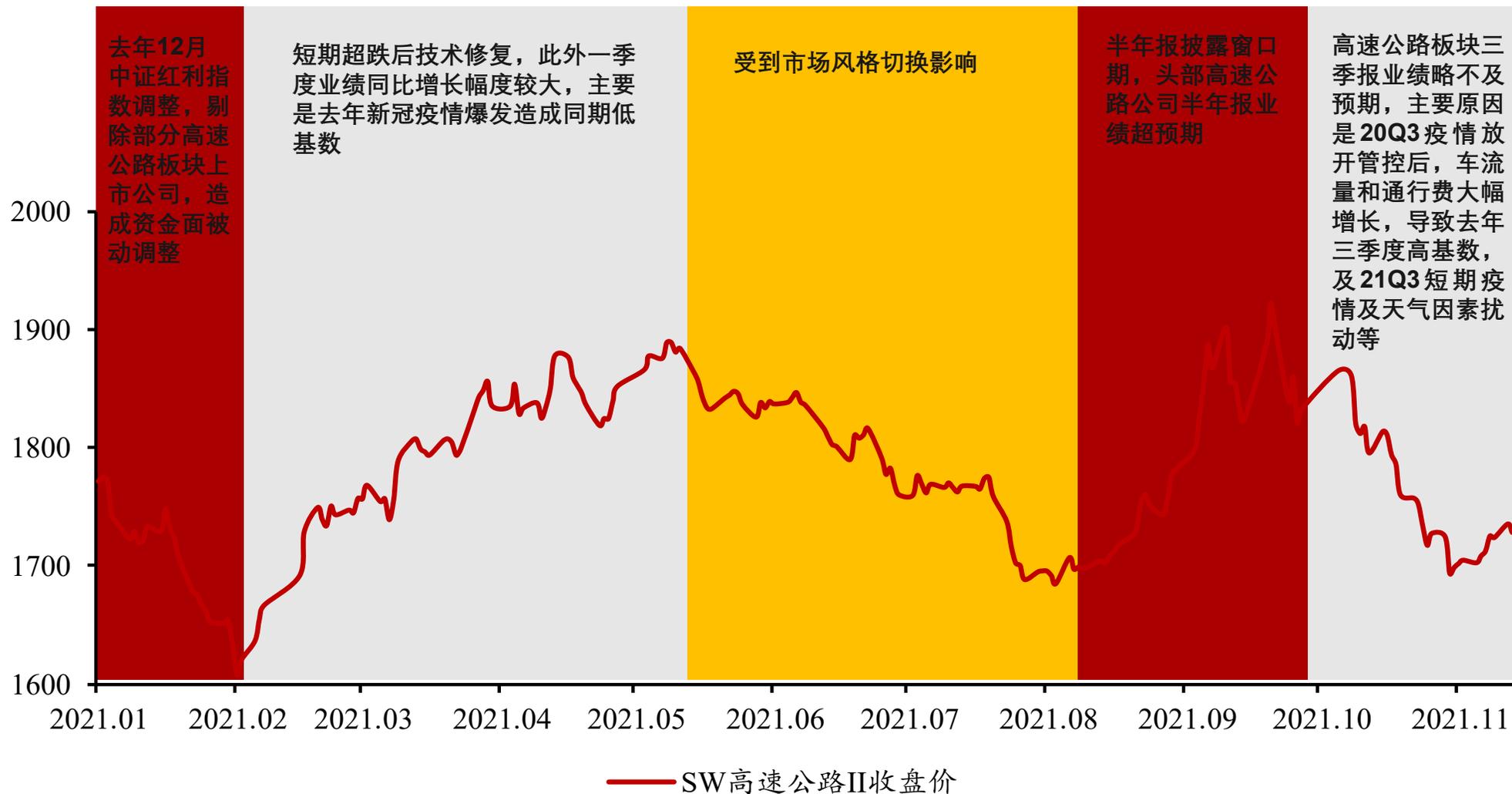


图：厦门象屿全程供应链管理服务模式



02

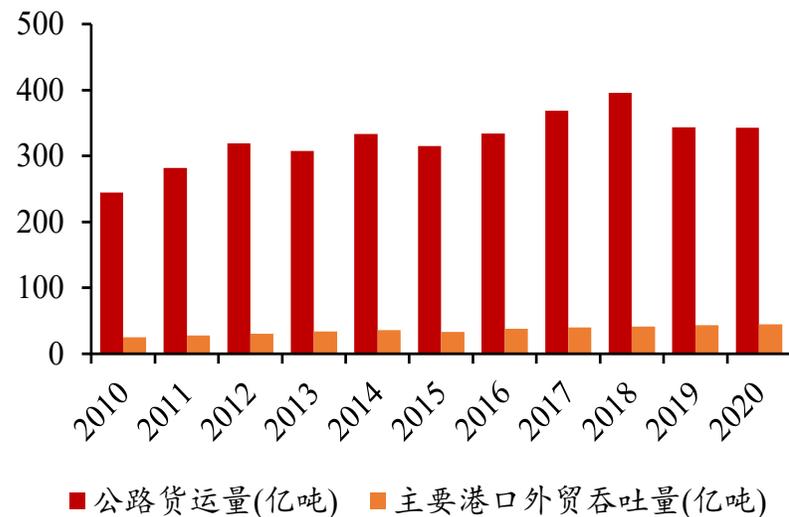
公路铁路业绩 稳健高股息



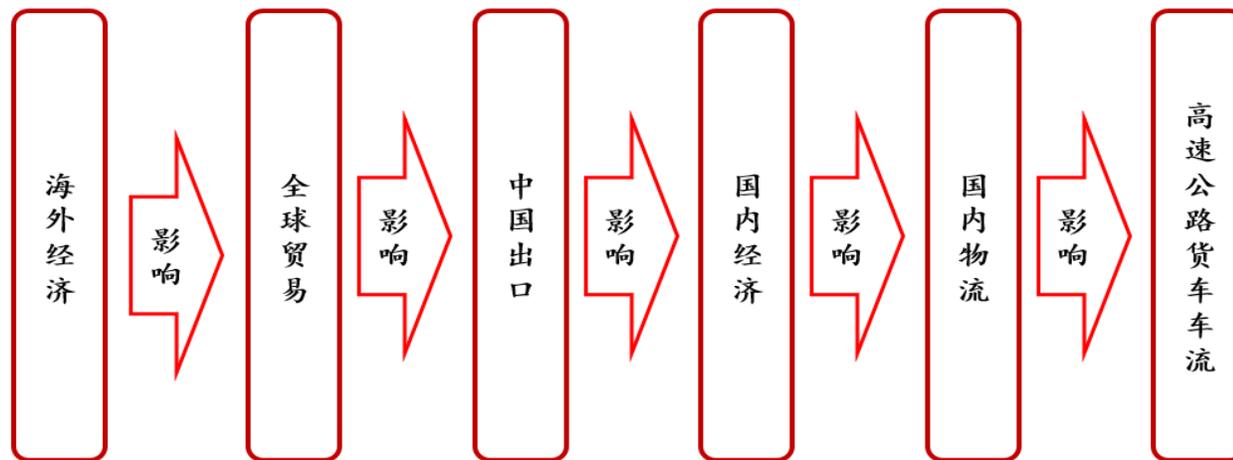
高速公路行业对海外经济敏感度较低：

- 高速公路不涉及跨境车辆流通，没有直接相关性。
- 港口吞吐量相较高速货运量也在低位，剔除铁路及管道水运集疏港，公路集疏港货运量占公路货运量比例相对较低。

图：公路货运量远高于港口外贸吞吐量



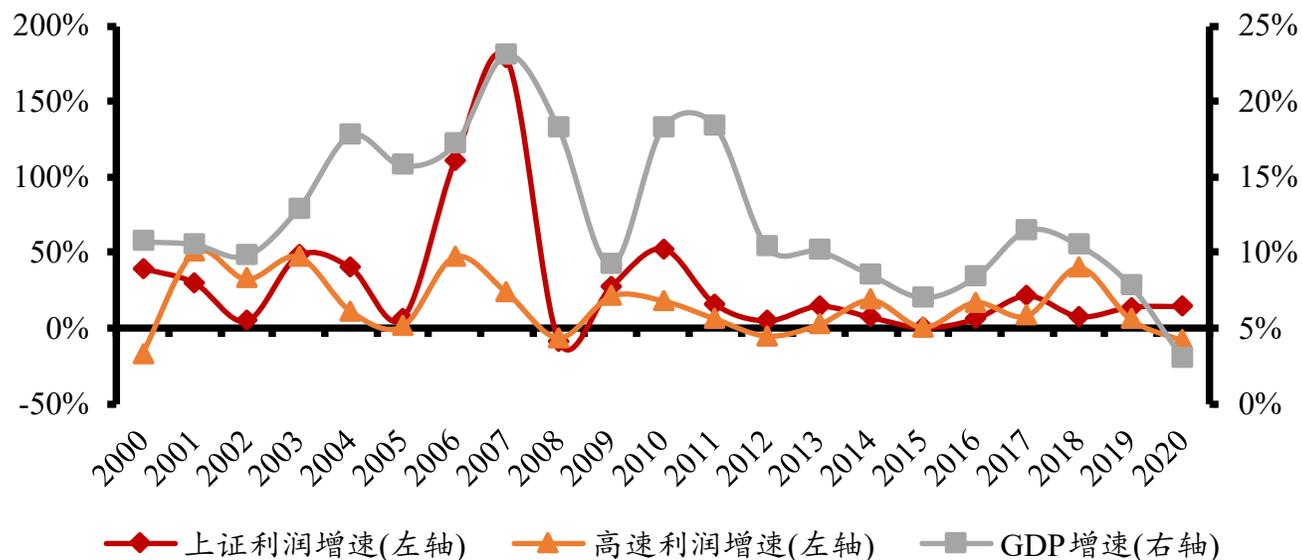
图：高速公路行业对海外经济敏感性低



高速公路行业对国内经济敏感度较低：

- 复盘看，从2002年至2017年，上市公司整体利润增速受国内GDP增速变化影响起伏波动剧烈，而高速利润增速表现的相对较稳定。
- 2007至2008年，受经济危机影响，上证指数标的利润增速由57%下降至 -15%，下降72个百分点，但高速板块利润增速仅下降29个百分点；2010至2012年，上证指数标的利润增速下降35个百分点，高速板块利润仅下降24个百分点。
- 高速公路板块业绩不易受经济波动影响，在经济下行期业绩更具稳定性。

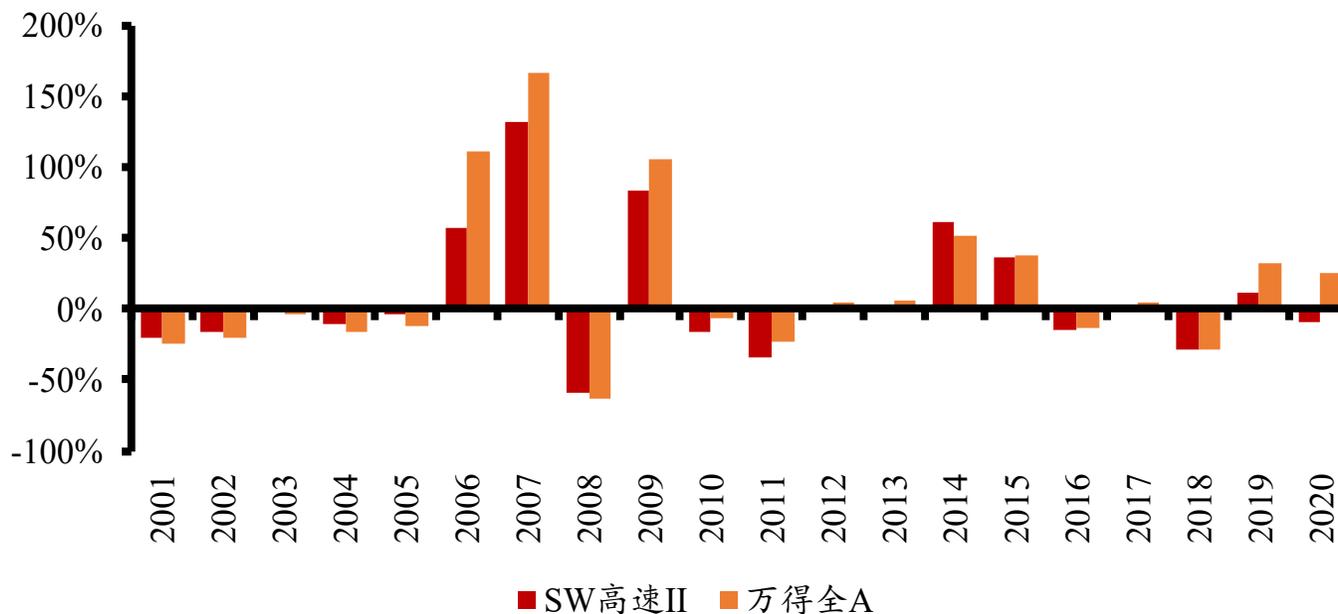
图：高速公路板块业绩相对平稳



高速公路板块整体股价表现在大盘下行期凸显防御价值

- 复盘2001-2020近20年A股大盘走势来看，大盘走势下行期间，高速公路板块大概率相对大盘跑出超额收益，近20年内大盘下行的10个年份中，高速公路板块累计共有7年跑赢大盘。
- 因此，高速公路板块整体股价表现在大盘下行期凸显韧性。基于对大盘及宏观经济谨慎的情况下，板块具有较高的防御性投资机制。

图：近20年内大盘年涨幅为负的10个年份中，高速板块共有7年跑赢大盘



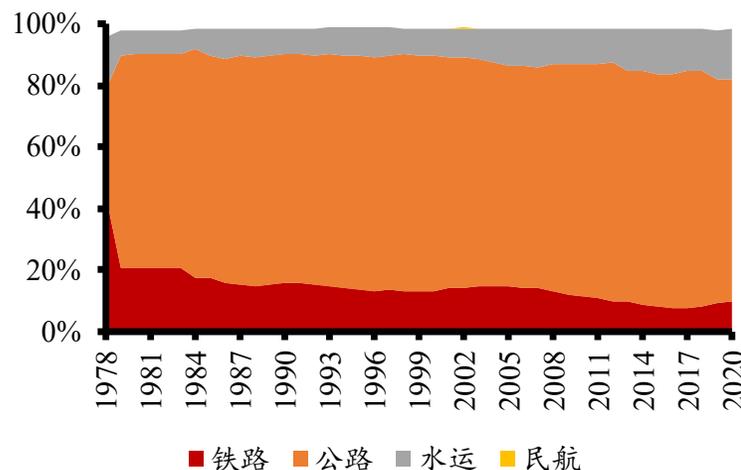
高速公路板块分红稳健，高股息绝对收益

- 客车方面，我国民用汽车拥有量2011-2020年复合增长12.7%至2.73亿辆，带来高速公路车流量的稳健补充；货车方面，我国公路货运量2020年占总货运量比重72.4%，长期维持高位。
- “贷款投资-建设-经营”的模式决定了高速公路上市公司拥有稳定的经营现金流，2011-2020年SW高速公路II板块经营性净现金流相对营业收入倍数稳定在0.35-0.50之间。基于稳定的现金流，公司能够以高分红积极回报股东。

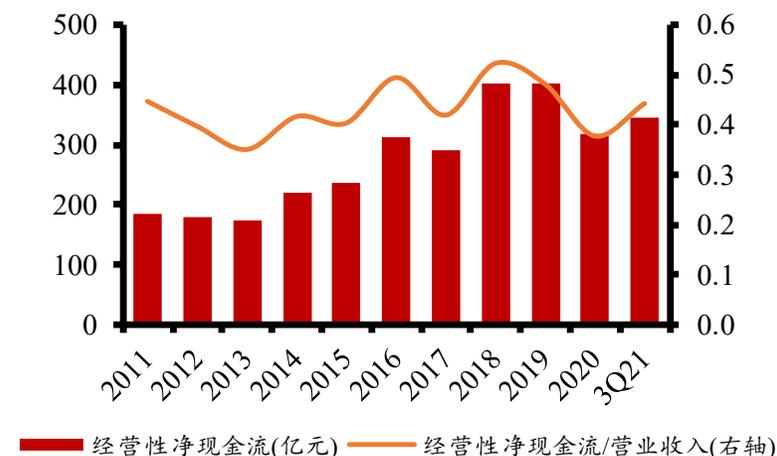
图：我国民用汽车拥有量2011-2020年复合增速12.7%



图：我国公路货运量在运输结构中长期占据主导



图：SW高速公路II板块现金流稳定



高速公路板块分红稳健，高股息绝对收益

- 基于稳定的现金流，2020年高速头部标的公司分红比例平均为65%（同年全A平均分红比例40%）。
- **山东高速**：根据我们盈利预测，测算21-23年股息率分别7.7%、9.0%、10.0%。
- **招商公路**：根据我们盈利预测，测算21-23年股息率分别6.6%、7.4%、8.1%。
- **粤高速A**：根据我们盈利预测，测算21-23年股息率分别8.0%、7.1%、7.7%。
- **宁沪高速**：根据我们盈利预测，测算21-23年股息率分别5.7%、6.0%、6.2%。
- **深高速**：根据我们盈利预测，测算21-23年股息率分别6.2%、6.9%、7.8%。
- **皖通高速**：根据万得一致预测，测算21-23年股息率分别7.9%、9.3%、9.8%。

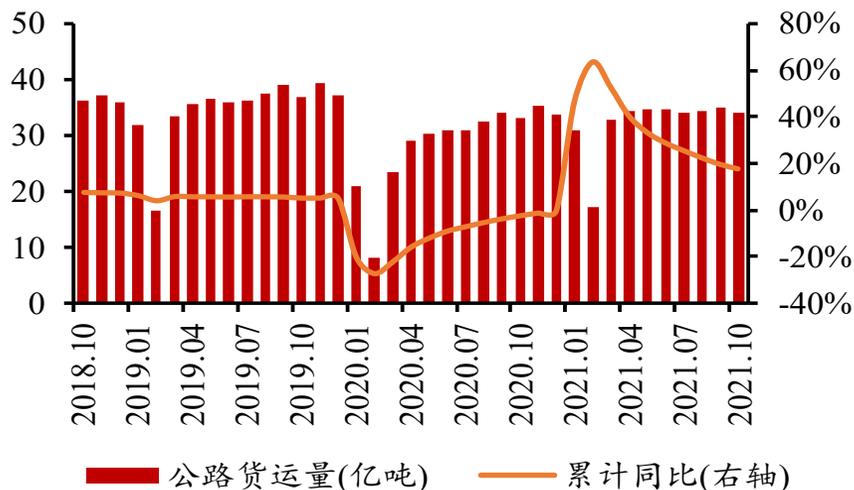
表：A股高速板块头部公司近6年股利支付情况及分红政策

股票代码	公司简称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	6年均值	分红政策
600350.SH	山东高速	31%	31%	32%	36%	60%	90%	47%	承诺2020-2024年分红比例60%
001965.SZ	招商公路	-	-	40%	40%	40%	49%	42%	分红比例49%，或有再提升预期
000429.SZ	粤高速A	40%	70%	70%	70%	70%	70%	65%	承诺2021-2023年分红比例70%
600377.SH	宁沪高速	80%	63%	62%	53%	55%	94%	68%	每年每股分红不低于前一年
600548.SH	深高速	48%	41%	46%	45%	45%	46%	45%	承诺2021-2023年分红比例55%
600012.SH	皖通高速	41%	41%	35%	37%	35%	42%	38%	承诺2021-2023年分红比例60%
头部高速企业算术平均		50%	51%	50%	49%	54%	70%	54%	-

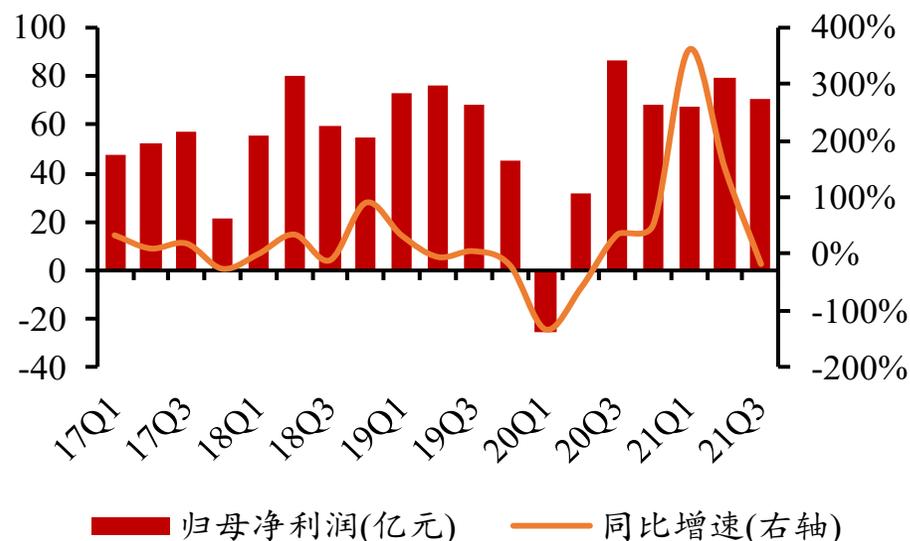
高速公路车流逐渐恢复，业绩好转进行时

- 车流方面**，根据交通运输部，8月份受国内局部疫情影响，全国高速公路日均流量2865.95万辆，环比7月份下降13.9%，同比2020年下降10.6%，同比2019年下降5.7%。但零星疫情及异常天气仅为短期扰动，整体看今年前三季度高速公路小客车流量同比增长10.8%，两年平均增速在5%以上。
- 业绩方面**，SW高速公路II板块2021年前三季度归母净利润合计217.7亿元，同比+135.4%，较2019年前三季度微增0.4%。其中，单三季度归母净利润同比-18.7%，主要系部分地区疫情反复、异常天气及去年同期高基数所致，较19Q3仍然增长3.3%。

图：全国公路货运量1-10月同比增长18%



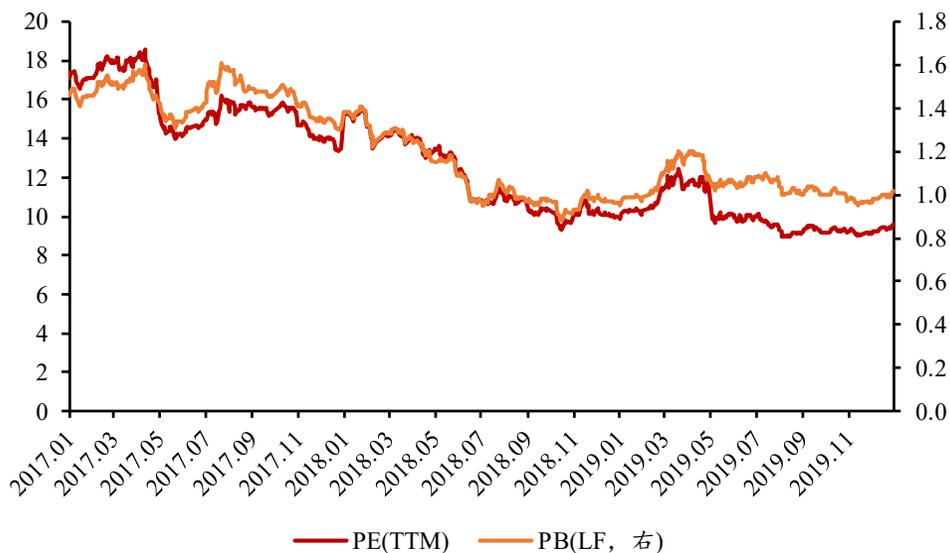
图：SW高速公路II板块21Q3归母净利润较19Q3增长3%



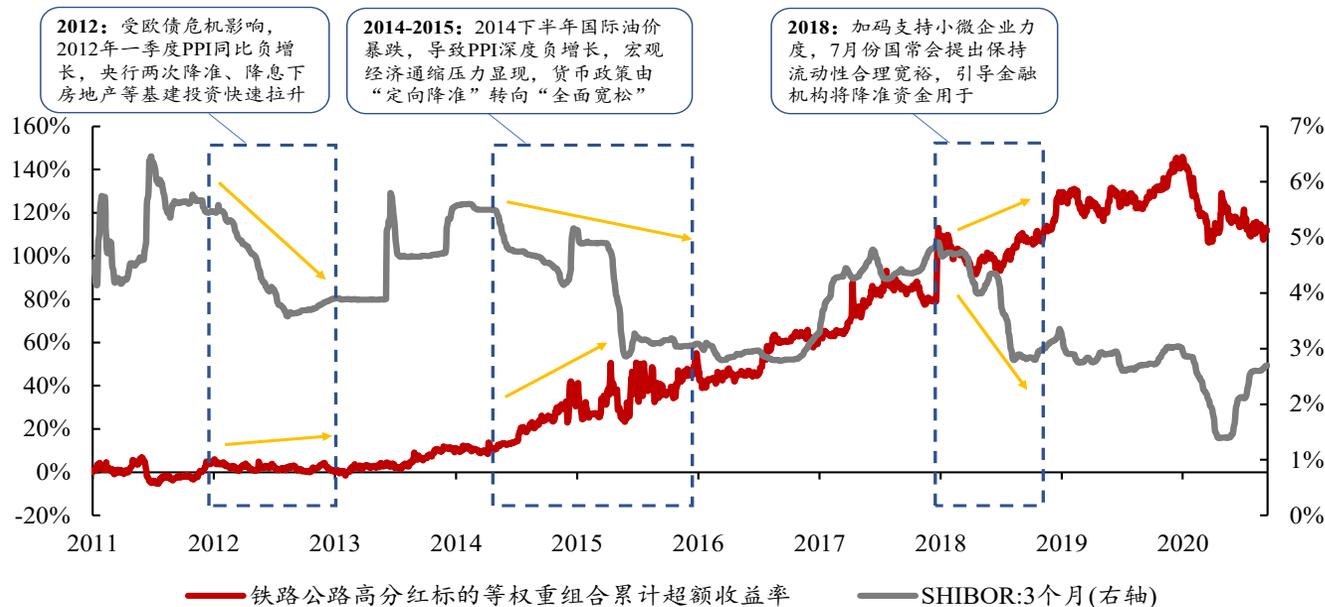
车流及业绩较19年普遍恢复，但估值仍在低位

- 2021年前三季度全国高速公路客车流量2年平均增长5%，且行业A股上市公司归母净利润较19年同期微增0.4%，但当前板块PE估值仅9.57倍，较17-19年均值低24.0%；PB估值仅0.85倍，较17-19年均值低29.1%。
- 此外，根据我们此前《对铁路公路行业投资机会的专题思考：利率下行周期内，铁路公路高股息标的投资价值更优》报告历史复盘，流动性宽松期间高股息公路标的组合往往能够跑出相对大盘超额收益，在流动性相对宽松情形下，可关注板块高股息标的的投资机会。

图：SW高速公路II板块17-19年PE及PB估值



图：复盘看利率低位期铁路公路高分红标的等权重组合大概率能跑出向上超额收益



政策端关注公路相关法律修订落地形成催化

- **公路法与收费公路管理条例修订后或带来对公路运营模式的重新思考。**2021年1月，交通运输部印发《2021年交通运输法制工作要点》，要求推动尽快出台新《公路法》及《收费公路管理条例》。11月，交通运输部印发《交通运输“十四五”立法规划》，要求《公路法（修订）》对收费公路筹资、建设、养护、运营、管理等基本制度予以调整和重新明确，实现收费公路健康可持续发展；要求《收费公路管理条例（修订）》明确收费公路偿债期限和经营期限的确定原则，防范政府债务风险。
- **我们预期政策修订后，一方面有望放宽路产运营期限以及到期后管理主体限制，提升现金流持续性，另一方面提升新建门槛、建立费率动态评估调整机制，赋予更大弹性空间。**

表：新公路法及收费管理条例2018年征求意见稿重点列举

	现行政策	2018年版征求意见稿
经营期限	经营性公路的收费期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年	经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过30年； 对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过30年
管理主体	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路，约定的经营期限届满，该公路由国家无偿收回，由有关交通主管部门管理	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路，约定的经营期限届满，该公路由国家无偿收回
养护资金	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金，具体实施办法和步骤由国务院规定	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金，还可以采取符合法律或者国务院规定的其他方式筹集， 收费公路可以采用收取车辆通行费的办法筹集 ，具体实施办法和步骤由国务院规定

山东高速：改扩建逻辑强化叠加高股息攻守兼备

- **一句话逻辑：山东国资委旗下上市公路运营平台，业绩高增长与分红高股息兼备。**
- **2021年前三季度主业业绩显著恢复。**毛利端，三季度受疫情汛情双重影响，营业总收入同比微降2.9%至34.32亿元，同时成本端受京台德齐段改扩建工程7月中旬完工转固影响，仍同比增长5.7%至20.00亿元，因此21Q3综合毛利润同比下降12.9%至14.32亿元。净利端，21Q3归母净利润表观同比下降32.3%至7.31亿元，但剔除恒大分红影响后，可比口径下同比仅微降2.4%，前三季度归母净利润合计20.65亿元，同比增长54.6%。
- **路产改扩建带来强劲成长性驱动。**公司济青高速改扩建后通行费增量稳步兑现，京台高速改扩建有望2022年底前全线通车，同时收购齐鲁高速已于11月并表，预计增厚全年归母净利润3亿元。改扩建逻辑强化及优质路产收购将带来利润中枢大幅上移至40亿元以上。
- **60%高分红比例承诺托底绝对收益。**公司此前发布2020-2024年股东回报规划，承诺每年现金分红比例不低于60%。根据我们的盈利预测，公司2021-2023年EPS分别0.65元、0.75元、0.84元，对应当前股价股息率分别7.7%、9.0%、10.0%，具有绝对收益防守性托底。
- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为31.07亿元、36.01亿元、40.28亿元，对应当前股价PE分别为7.8倍、6.7倍、6.0倍。公司改扩建成长逻辑正处于强化上升期，叠加高股息攻守兼备，具备绝对收益价值，“买入”评级。

招商公路：偶发影响消退后仍具内生外延成长性，当前价值明显低估

- **一句话逻辑：招商局集团旗下全国性高速公路运营平台龙头，业绩恢复相对高增长。**
- **路产全国布局，短期扰动不改向好趋势。**公司21Q3归母净利润12.90亿元，同比下降13.26%，落于业绩预告中枢。盈利同比下行，主要系：1) 20Q3疫情放开管控后，车流量报复式增长，导致去年三季度盈利高基数；2) 21Q3受局部疫情及恶劣天气影响，车流量有所下降。Q3单季度业绩承压主要为偶发因素导致，前三季度公司归母净利润合计仍同比增长22.7%至40.22亿元，“内生+外延”打法仍将带来利润增长相对高弹性。
- **公募REITs指日可待，助力推动平台化轻资产运营模式升级。**2020年4月以来我国基础设施公募REITs加速推进，公司也于2021年3月公告拟以全资控股安徽亳阜高速所持有的高速公路特许经营权开展基础设施公募REITs的申报发行工作，通过引入长线资金盘活存量资产。以本次试水为起点，叠加新公路法等政策落地后或有的催化，公司中长期内主业运营模式或有望适度转向平台化轻资产运营，在主业经营持续性的同时推升ROE。
- **公司超额成长性回归，弹性仍被低估。**一方面公司既有路产相对较新，原生业绩增速将高于行业，另一方面公司坚持外延并购优质路产战略，整体EPS相对行业有望持续超额增长，理应享受一定程度估值溢价。
- 考虑公司路产主业经营稳健，持续收购优质路产具备较高成长性，此外产业链拓展具备较为广阔的拓展空间和输出优势等诸多方面，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别53.08亿元、58.96亿元、64.68亿元，对应现股价PE分别8.3倍、7.5倍、6.8倍，“买入”评级。

宁沪高速、深高速、粤高速、皖通高速同样具备绝对收益

- **宁沪高速**：前三季度归母净利润同比增长99.9%，区位优势明显，长期坚持高分红（2020年分红比例94%），短期关注新路投产影响，长期具备稳健投资价值。
- **深高速**：前三季度归母净利润同比增长193.0%，收费公路与大环保双主业展现协同性，未来公司公路及环保主业有望保持较高的扩张成长性，或带动业绩持续超预期，此外承诺21-23年每年分红比例不低于55%，股息收益可观。
- **粤高速**：前三季度归母净利润同比增长215.9%，佛开南段改扩建后延长约18年收费期，叠加并表广惠高速，路产经营期限风险及盈利风险大幅收窄，叠加21-23年70%分红比例承诺同样具备高股息配置价值。
- **皖通高速**：前三季度归母净利润同比增长126.2%，公司主营安徽省境内部分收费公路的投资、建设、运营及管理业务，截止2021年6月末自有营运公路里程557公里，21H1通行费收入占总营收比重97.5%。公司承诺21-23年每年分红比例不低于60%，根据万得一致预期测算21-23年归母净利润对应当前股价股息率分别7.9%、9.3%、9.8%。

大秦铁路：承诺分红高股息，适合类债配置

- **多重因素影响导致Q3盈利略低于预期，但Q4有望边际回升。**受华北汛情等偶发因素影响，线路运量有所下降，同时铁路线维修成本增加，此外税费端信用减值损失一次性计提，导致21Q3归母净利润27.90亿元，同比下降15.0%。
- **运量仍有增长空间。**根据国家发改委数据，大秦线10月底集中检修提前结束后日均运量保持在130万吨以上，假设大秦线11月及12月日均运量125万吨，则全年运量4.20亿吨，同比增长3.6%。长远看“三层安全垫”仍将带来运量空间。
- **股息收益脱钩利润，适宜类债配置。**公司承诺2020-2022年每股分红0.48元，对应当前股息收益年均可达7.9%，分红脱钩利润确定性较强，高股息具备吸引力。

京沪高铁：关注中长期量价空间带来业绩成长性

- **短期疫情扰动及异常天气影响21Q3业绩，仍需关注Q4情况。**三季度南京等地散发疫情以及发生台风等异常天气影响所致。Q3疫情反复导致公司客流及业绩仍有承压，进入Q4还需关注北京等地疫情防控形势力度的影响。
- **中长期量价双升带来业绩成长性。**运量端，增长将主要来自三个方面：1) 长编组复兴号投运；2) 发车时刻织密；3) 优化本线车跨线车结构。费率端，京沪线票价实行浮动机制，我们判断若在疫情结束后市场需求趋于旺盛的情况下，费率总体将保持向好趋势。

青岛港：北方港口龙头量增价好，看好稳健成长确定性

- **量增：**公司前三季度完成货物吞吐量4.34亿吨，同比增长8.0%；集装箱吞吐量1783万TEU，同比增长11.1%。公司年内持续拓航线、扩舱容、拓中转，推进海铁联运布局，不断发掘新业务增长点，四季度有望延续高增势。
- **价好：**山东港口整合加速，“四步走战略”已完成前三步，区域港口价格竞争持续缓解，叠加航运产业链景气传导，预计费率36端持续改善。

03

重点公司盈利 预测及估值

证券代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE					PB(LF)
				20A	21E	22E	23E	20A	TTM	21E	22E	23E	
002120.SZ	韵达股份	买入	570	14.04	13.64	19.67	24.71	40.57	48.88	41.78	28.97	23.06	3.78
600057.SH	厦门象屿	买入	169	13.00	20.84	24.22	27.93	13.03	8.37	8.13	6.99	6.06	1.42
600350.SH	山东高速	买入	242	20.39	31.07	36.01	40.28	11.85	8.73	7.77	6.71	6.00	0.85
001965.SZ	招商公路	买入	441	22.23	53.08	58.96	64.68	19.85	8.83	8.31	7.48	6.82	0.86
601298.SH	青岛港	买入	335	38.42	40.20	45.40	51.34	8.72	9.06	8.33	7.38	6.52	1.05
002352.SZ	顺丰控股	增持	3116	73.26	32.21	60.19	80.24	42.53	88.38	96.74	51.77	38.83	4.02
600377.SH	宁沪高速	增持	397	24.64	47.20	50.70	54.56	16.13	9.70	8.42	7.84	7.28	1.41
600548.SH	深高速	增持	184	20.55	23.80	26.42	29.90	8.97	6.30	7.74	6.97	6.16	1.06
000429.SZ	粤高速A	增持	138	8.68	16.58	14.72	16.07	15.87	7.58	8.31	9.36	8.57	1.68
601006.SH	大秦铁路	增持	910	108.96	122.10	135.18	137.99	8.35	7.43	7.45	6.73	6.59	0.76
601816.SH	京沪高铁	增持	2239	32.29	60.42	115.33	130.14	69.35	39.10	37.06	19.42	17.21	1.20
600018.SH	上港集团	增持	1110	83.07	143.93	116.24	122.95	13.37	7.91	7.71	9.55	9.03	1.16
600012.SH	皖通高速	-	103	9.18	14.65	17.25	18.11	11.17	7.30	7.01	5.95	5.67	0.93

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：股价数据截止日期2021/11/26；表中除皖通高速盈利预测为万得一致预期之外，其余均为浙商交运团队预测值。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>