

证券研究报告

2021年11月30日

行业报告 | 行业投资策略

交通运输

交通运输行业2022年度策略： 客运复苏，物流成长

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

分析师 高晟 SAC执业证书编号：S1110521040001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1. 客运有望复苏

随着新冠新型疫苗、特效药陆续推出，疫情影响减弱，交通客运有望复苏，看好航空、轮渡、高铁板块。推荐中国国航，关注海峡股份、京沪高铁、三峡旅游。

2. 物流持续成长

上游大宗商品供应链集中度提升，头部公司高增长；中游制造业物流，随着客户成长；下游消费环节物流，随着电商快速发展。推荐浙商中拓、海晨股份、顺丰控股，关注海程邦达、密尔克卫。

3. 基建价值显现

基建公司现金流稳定、充裕，股息率支撑公司价值，此外高速公路车流量增长、港口费率回升。推荐唐山港、上港集团、建发股份，关注粤高速A、宁沪高速。

风险提示：全球经济增速下滑，全球疫情反复，新冠特效药开发慢于预期

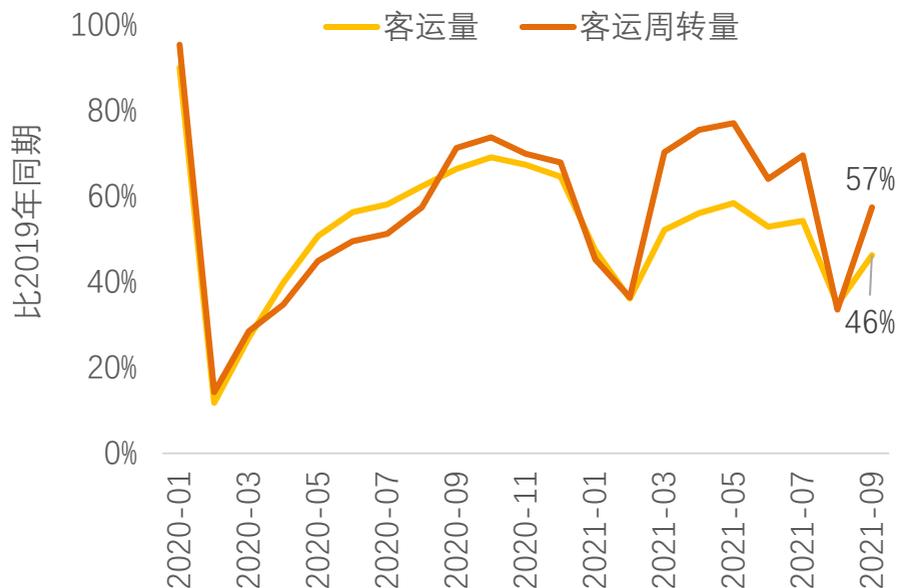
重点推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-11-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601111.SH	中国国航	8.24	买入	-0.99	-0.67	0.09	0.70	-8.32	-12.30	91.56	11.77
002352.SZ	顺丰控股	63.51	买入	1.32	0.28	0.87	1.00	48.11	226.82	73.00	63.51
000906.SZ	浙商中拓	11.07	买入	0.75	1.28	1.74	2.23	14.76	8.65	6.36	4.96
603871.SH	嘉友国际	21.35	增持	1.26	1.21	1.65	2.20	16.94	17.64	12.94	9.70
300873.SZ	海晨股份	50.36	买入	1.46	1.74	2.38	3.26	34.49	28.94	21.16	15.45
600018.SH	上港集团	4.77	买入	0.36	0.66	0.62	0.61	13.25	7.23	7.69	7.82
601000.SH	唐山港	2.55	买入	0.31	0.36	0.35	0.35	8.23	7.08	7.29	7.29

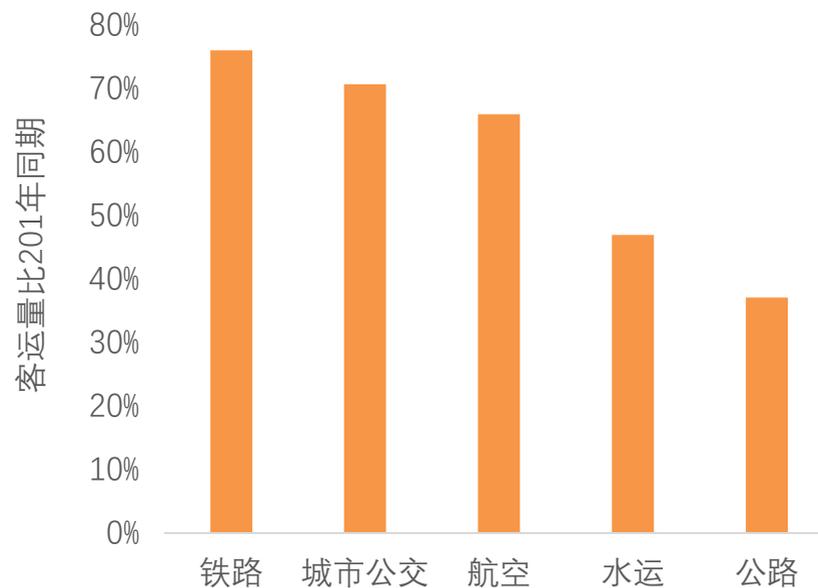
1 客运有望复苏

- 疫情爆发以来，客运运量恢复程度偏低，且随着疫情反复。
- 货运在2020年底已经基本恢复，2021年以来随着经济增速下滑。
- 客运恢复程度从高到低依次为：铁路、城市公共交通、航空、水运、公路。

交通客运量在波动中恢复



2021年9月铁路客运恢复较好，公路恢复较差



1 客运有望复苏

投资机会：需求持续增长，供给增速下滑，价格具有弹性，股价尚未恢复。

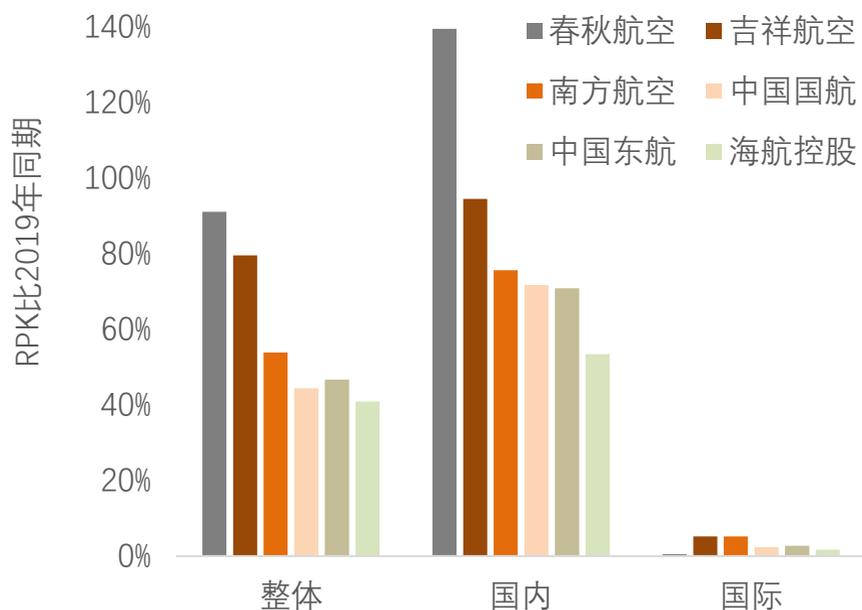
■ 一旦疫情消退，部分公司盈利有望明显增长

公司	2019-21年需求 预期年化增速	2019-21年供给 预期年化增速	价格弹性	上半年 运量恢复	前三季度 盈利恢复	2021-11-29 股价恢复
三大航空	8%	2%	较大	56%	大幅亏损	94%
海峡股份	23%	零增长	无	93%	162%	143%
三峡旅游	19%	N.A.	较大	N.A.	61%	99%
京沪高铁	10%	京沪线零增长	较小	85%	46%	67%

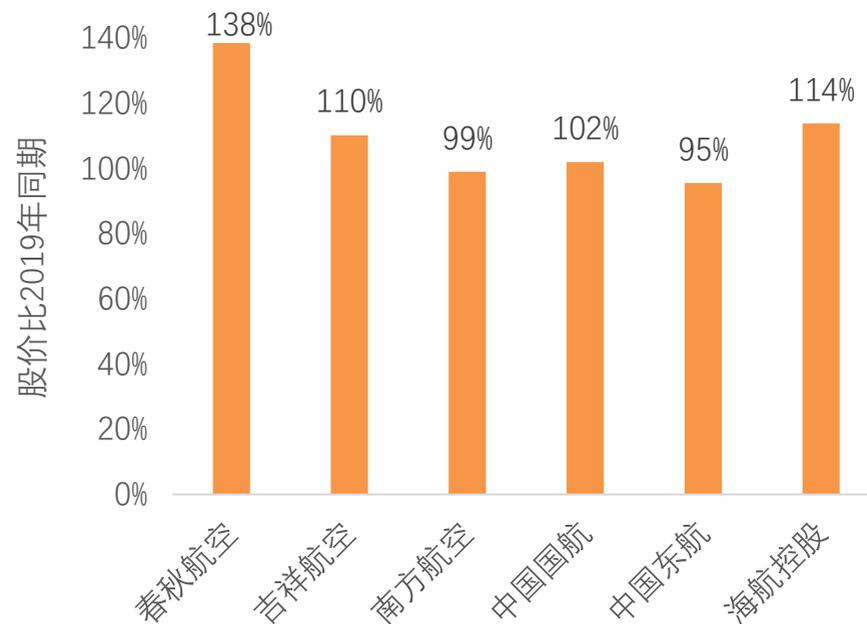
1.1 航空：三大航盈利高弹性

- 航空公司RPK尚未完全恢复，股价已经基本恢复。
- 如果疫情消退后，盈利能大幅超过疫情前，那么股价或有向上空间。

■ 2021年9月航空公司RPK尚未完全恢复



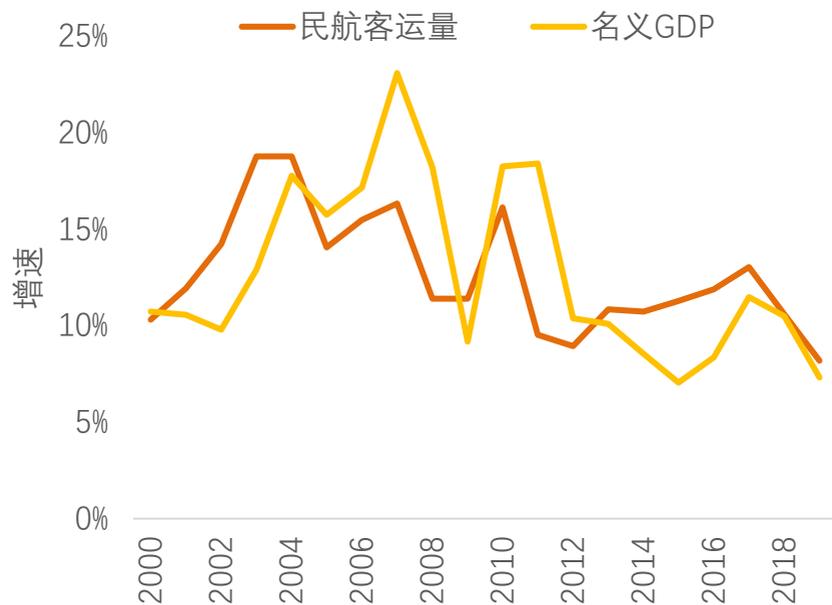
■ 2021年11月18日航空公司股价已经基本恢复



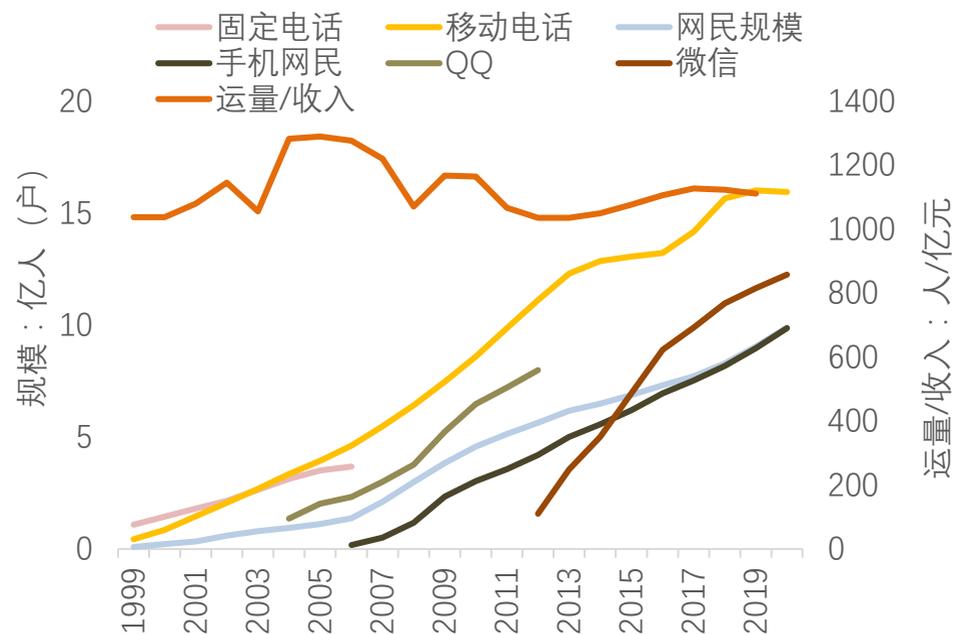
1.1 航空：三大航盈利高弹性

- 航空潜在需求随着GDP和居民可支配收入增长。
- 通讯技术不断发展，但是航空客运量/居民可支配收入稳定。

■ 航空客运量增速与名义GDP增速较为吻合



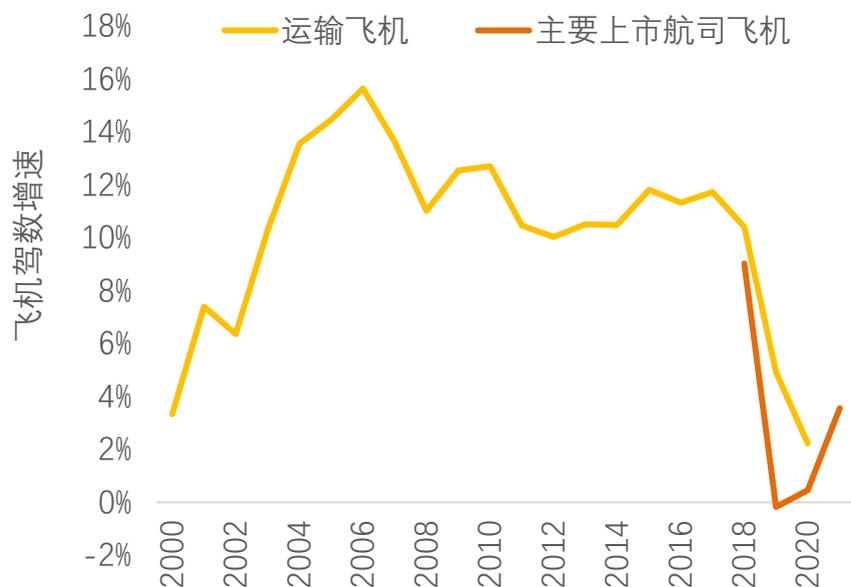
■ 航空客运量/居民可支配收入稳定，不随通讯技术发展而下降



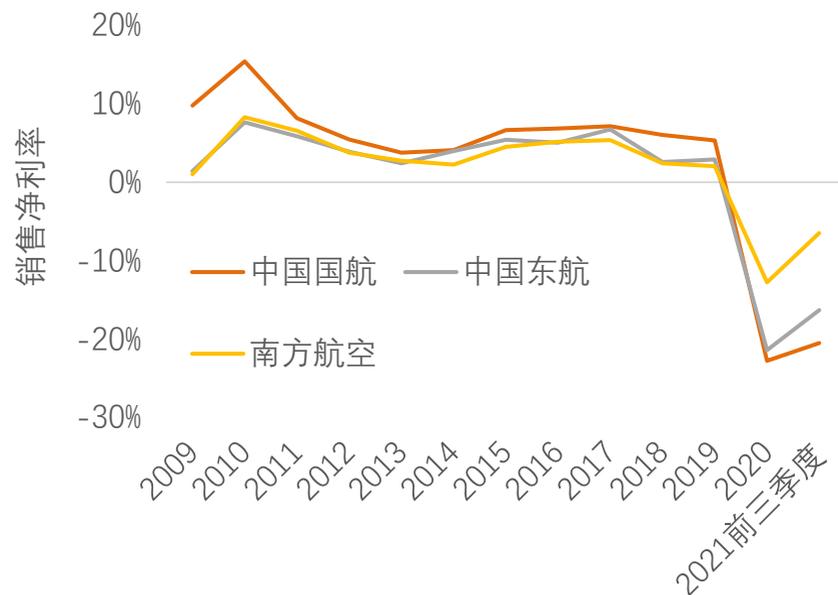
1.1 航空：三大航盈利高弹性

- 受波音737MAX事件和疫情影响，2019年开始国内飞机数量低增长。
- 2009年以来，三大航的销售净利率大幅波动，盈利弹性大。

■ 2019年以来国内飞机驾数低增长



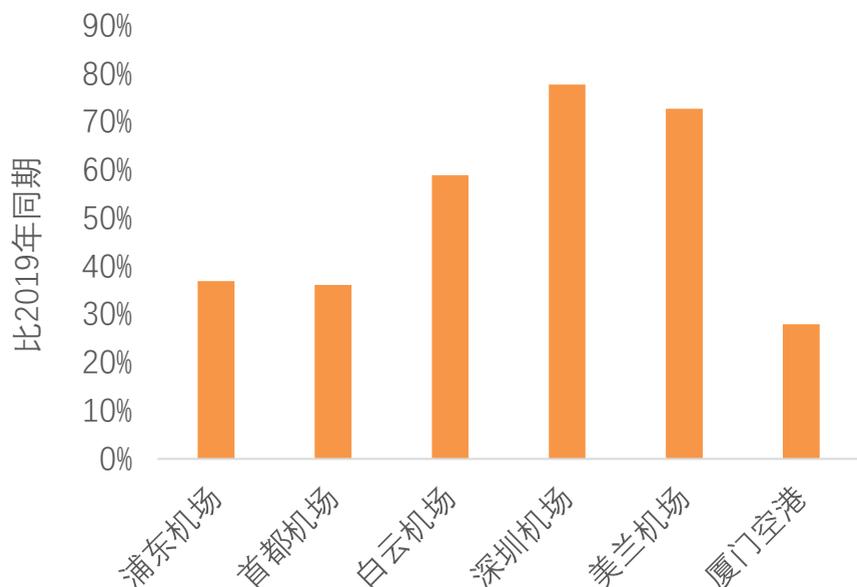
■ 三大航销售净利率波动幅度大



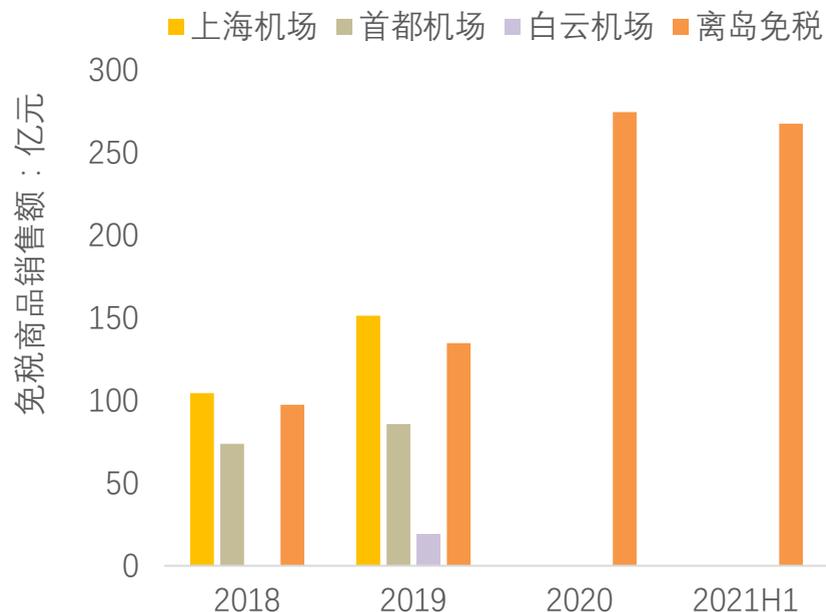
1.2 机场：盈利恢复需更长时间

- 国际航线旅客量恢复需要更长时间。
- 主要上市机场的大额扩建和新建投资，拖累盈利恢复。
- 机场渠道免税销售的重要性下降，议价能力下降。

■ 2021年9月份机场旅客吞吐量恢复程度偏低



■ 离岛免税销售额已经高于主要机场

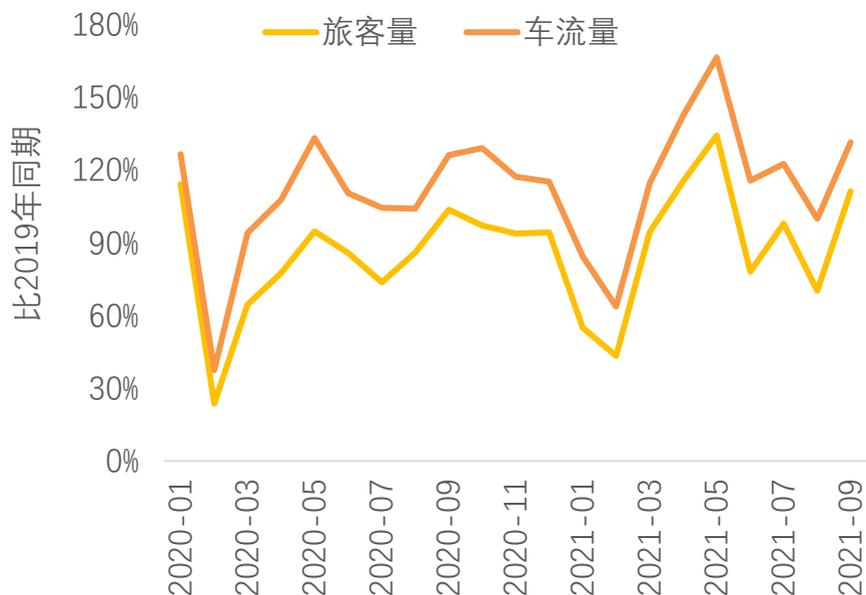


注：2020-21H1未列示机场免税销售额数据

1.3 轮渡：运量弹性较大

- 海南自由贸易港建设，琼州海峡轮渡需求有望大幅增长
- 琼州海峡轮渡市场正在整合，海峡股份有望主导市场。
- 但是琼州海峡轮渡的运价弹性较低，近10年未涨价。

■ 琼州海峡轮渡运量明显恢复，个别月份大幅增长



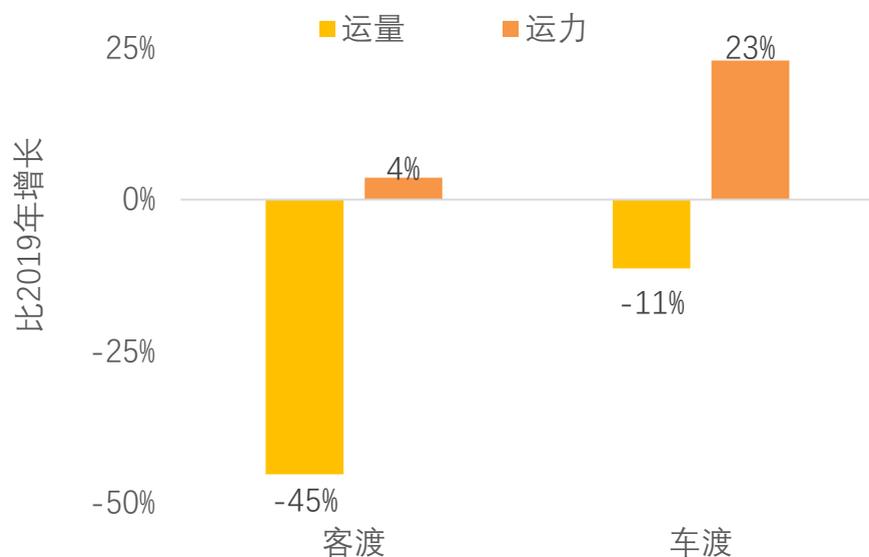
■ 琼州海峡轮渡运力主要在海峡轮渡和徐闻海峡两家公司

琼州海峡轮渡公司	船舶		运力	
	总艘数 (艘)	万吨船舶数 (艘)	车位数 (辆)	客位数 (人)
海南海峡轮渡	18	10	808	17208
海南祥隆船务	2	0	100	1856
徐闻海峡航运	29	10	1319	25313
粤海铁路	4	4	262	5626
合计	53	24	2489	50003

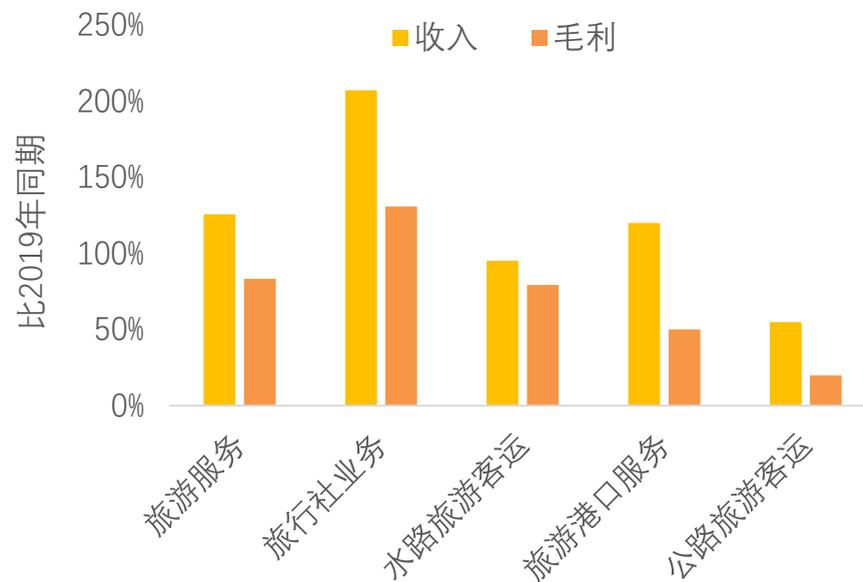
1.3 轮渡：运量弹性较大

- 渤海轮渡运力持续增长，而运量尚未恢复，且需求增速较低。
- 三峡旅游的旅游服务业务恢复良好，运力也在持续增长。

■ 2019-21H1，渤海轮渡运量尚未恢复，而运力增长



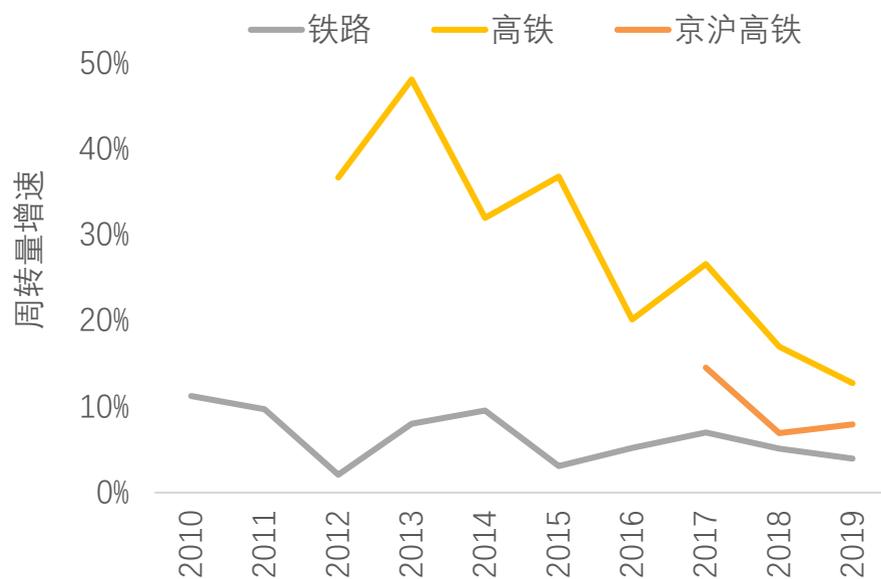
■ 2021年上半年三峡旅游的旅游服务及细分业务恢复较好



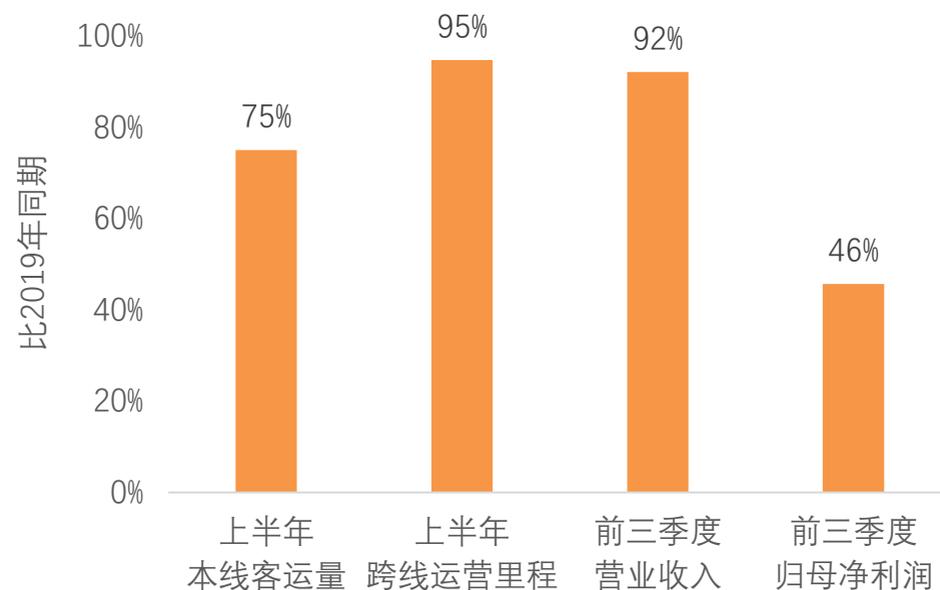
1.4 高铁：具有量价弹性

- 一旦疫情消退，客运量有望明显增长、客座率有望上升。
- 2020年末开始票价实行浮动机制，带来一定的票价弹性。

■ 疫情前京沪高铁客运周转量较快增长



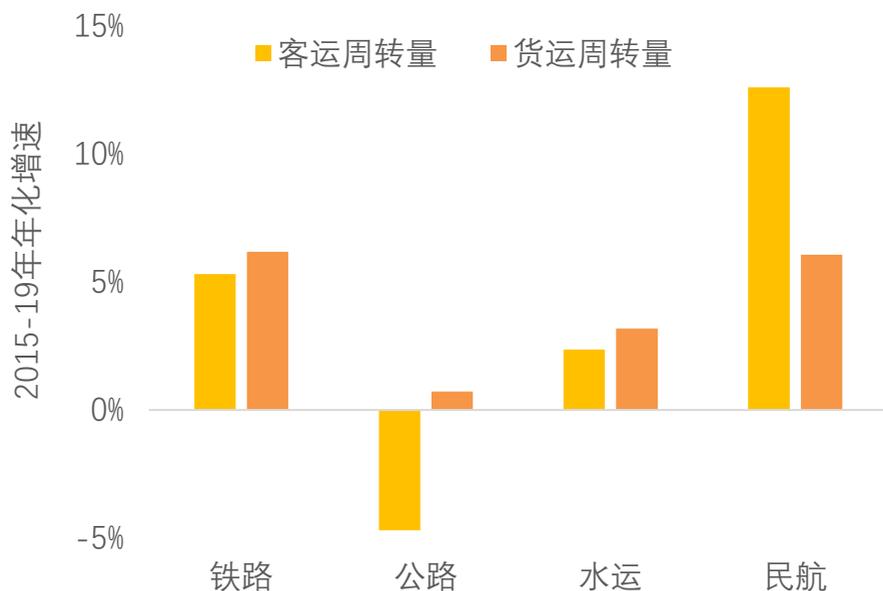
■ 2021年京沪高铁的营运和收入在恢复



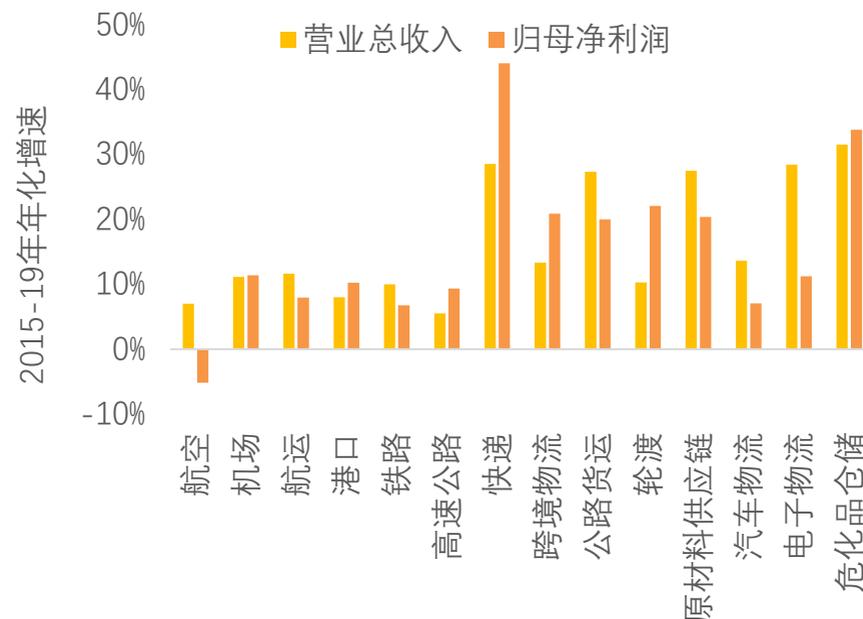
2 物流持续成长

- 成长来源：市场规模增长，渗透率提升，集中度提高，海外市场复苏。
- 主流板块（航空机场、航运港口、公路、铁路）低成长。
- 物流板块蕴含成长机会：快递、原材料供应链、电子制造物流、危化品仓储。

■ 2015-19年主要交通运输周转量年化增速较低



■ 2015-19年物流仓储板块代表性公司年化增速更高

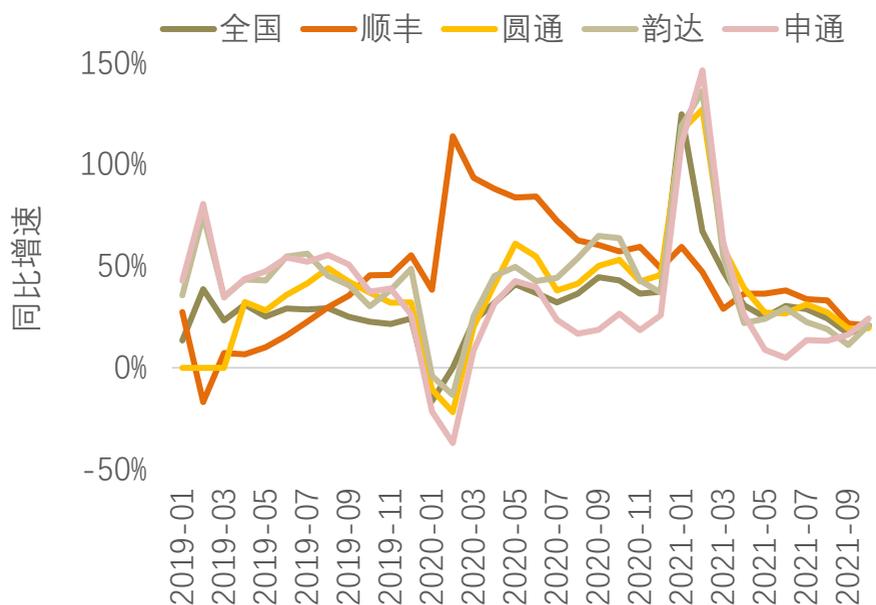


注：每个板块选3家代表性公司，剔除并购重组的影响。

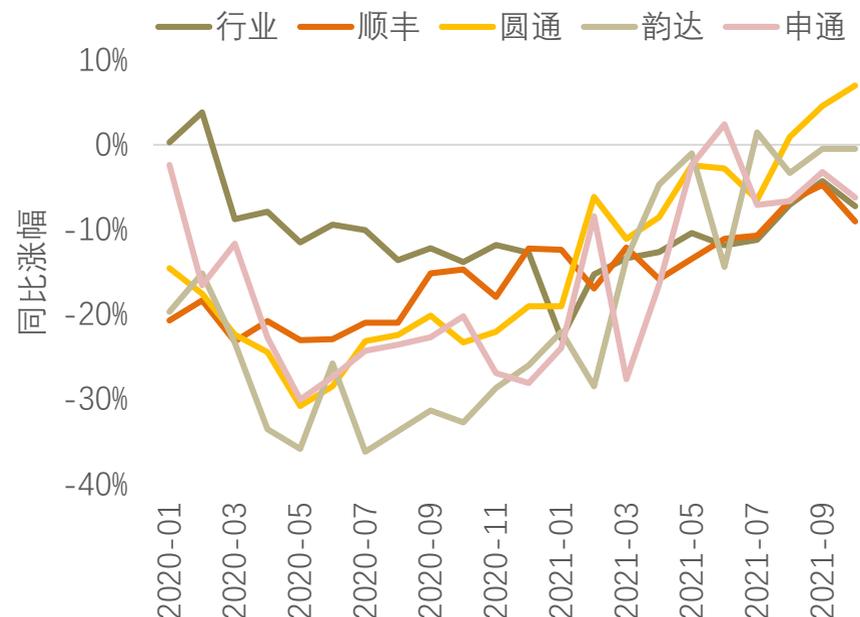
2.1 市场规模增长：快递

- **短期边际改善：** 快递单量持续较快增长，快递单票价格降幅收窄。
- 《浙江省快递业促进条例》缓和价格竞争，《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》推动价格上涨。

■ 2021年快递单量增速有所回落，但仍维持较高增长



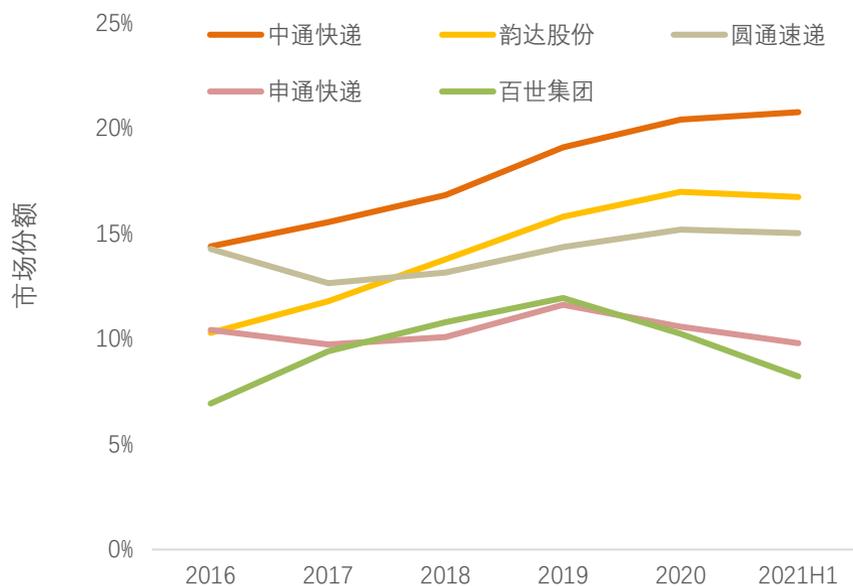
■ 2021年快递单价跌幅收窄



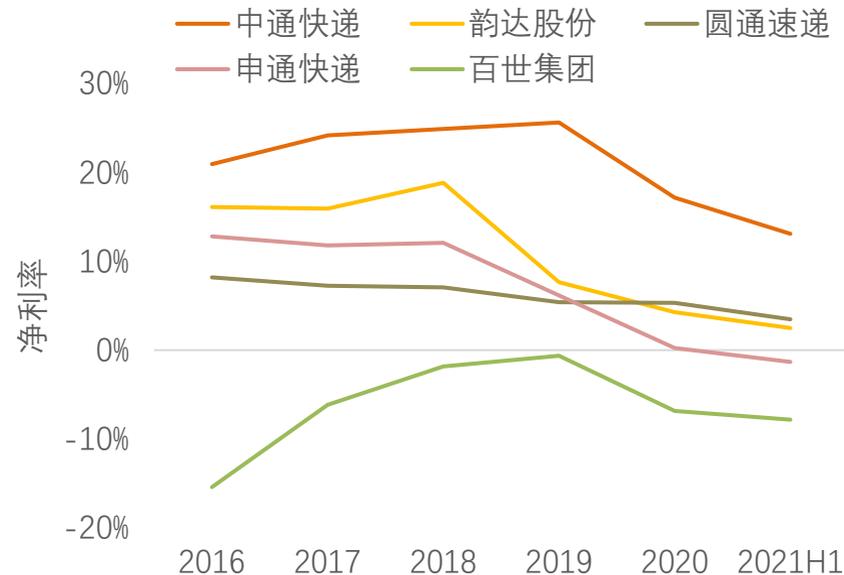
2.1 市场规模增长：快递

- 中长期竞争持续：竞争者实力增强，市场份额差距缩小。
- 极兔速递收购百世集团的国内快递业务后，市场份额有望达到14%，与韵达和圆通的份额比较接近。

■ 2019-21年电商快递公司的市场份额分化



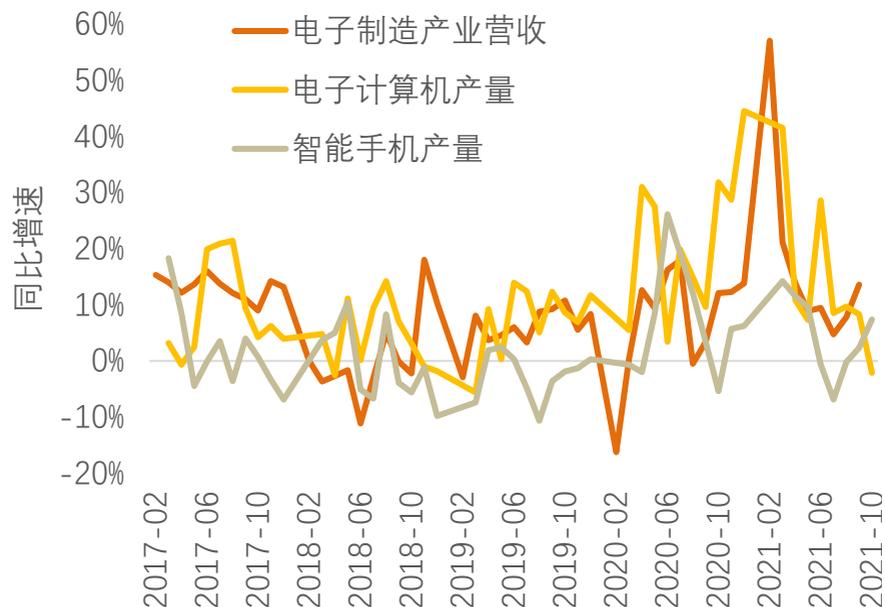
■ 电商快递公司的盈利能力差异较大



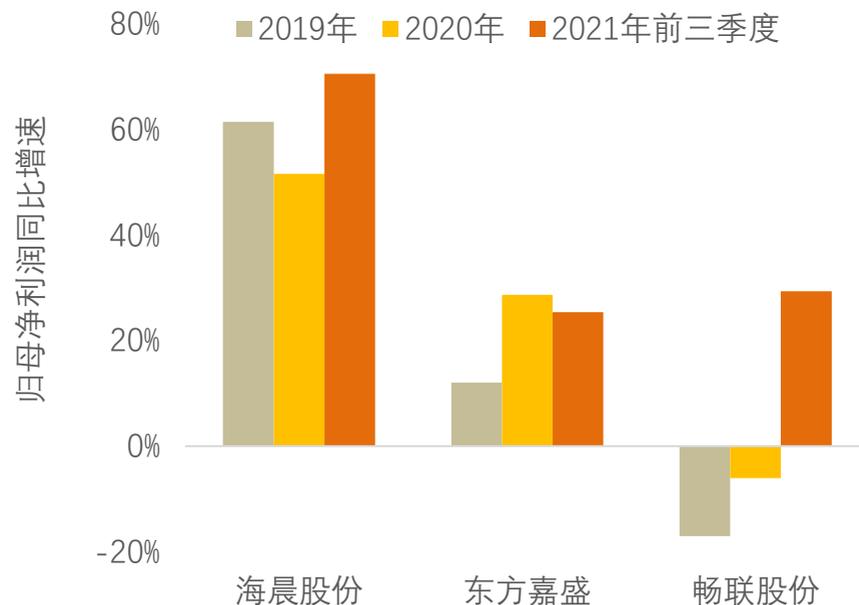
2.1 市场规模增长：电子产业物流

- 计算机、通信等电子设备制造也较快增长，未来有望持续增长。
- 疫情爆发以来，居家办公促进电子制造产业加快增长。
- 疫情爆发以来，电子制造产业物流公司的业绩加快增长。

■ 疫情爆发以来，电子制造产业阶段性加速增长



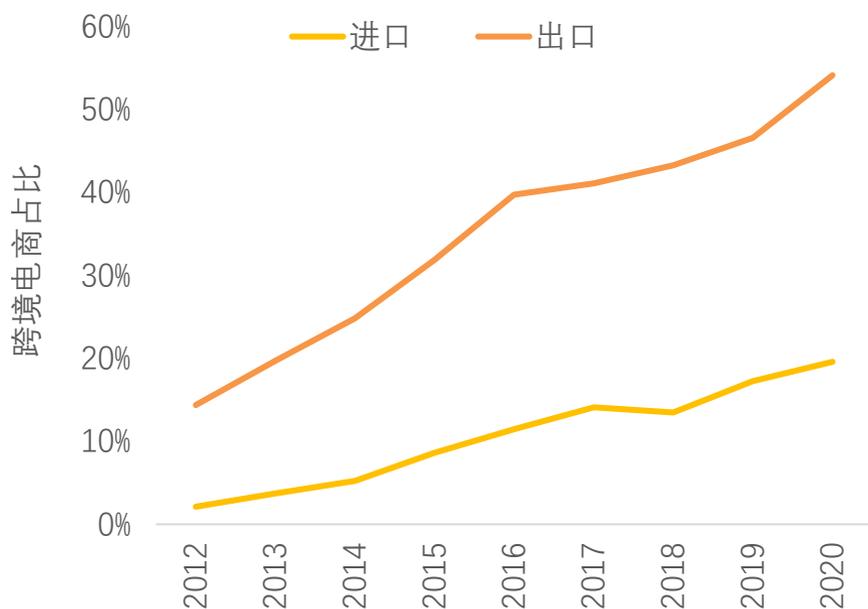
■ 电子制造产业物流代表性上市公司业绩加速增长



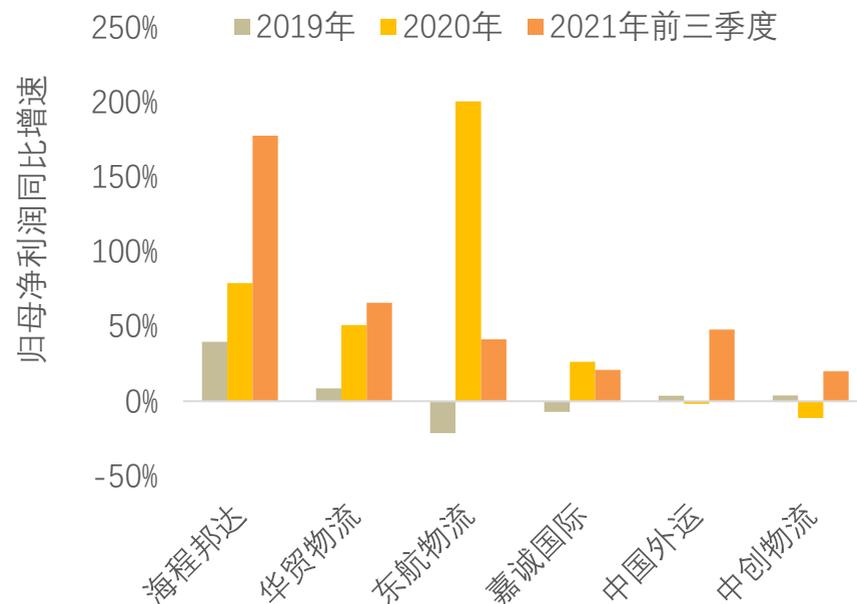
2.2 渗透率提升：跨境电商物流

- 跨境电商的渗透率提升，在进出口中的份额快速上升。
- 跨境电商物流上市公司的净利润加快增长。
- 集运运价上涨，助推跨境电商公司业绩增长。

■ 跨境电商在进出口中的占比快速提升



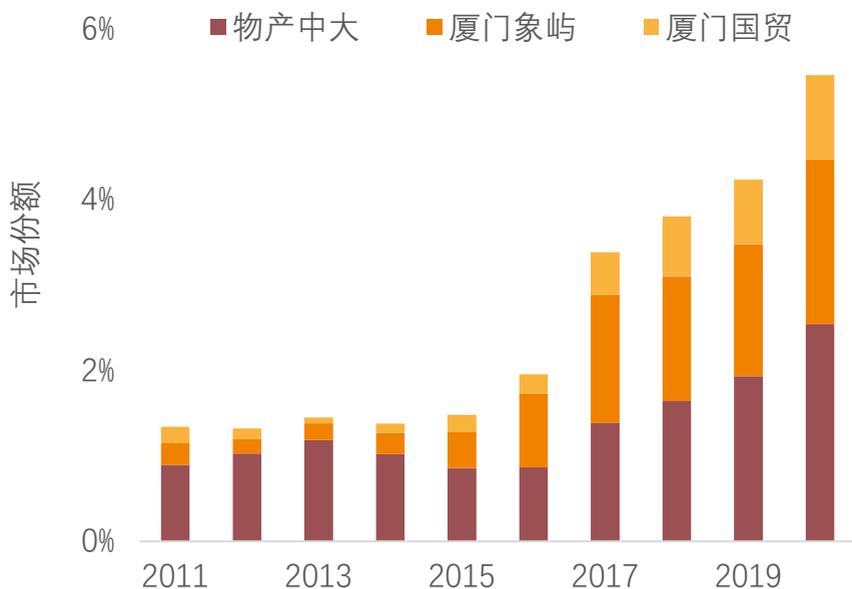
■ 部分跨境电商物流上市公司的盈利加快增长



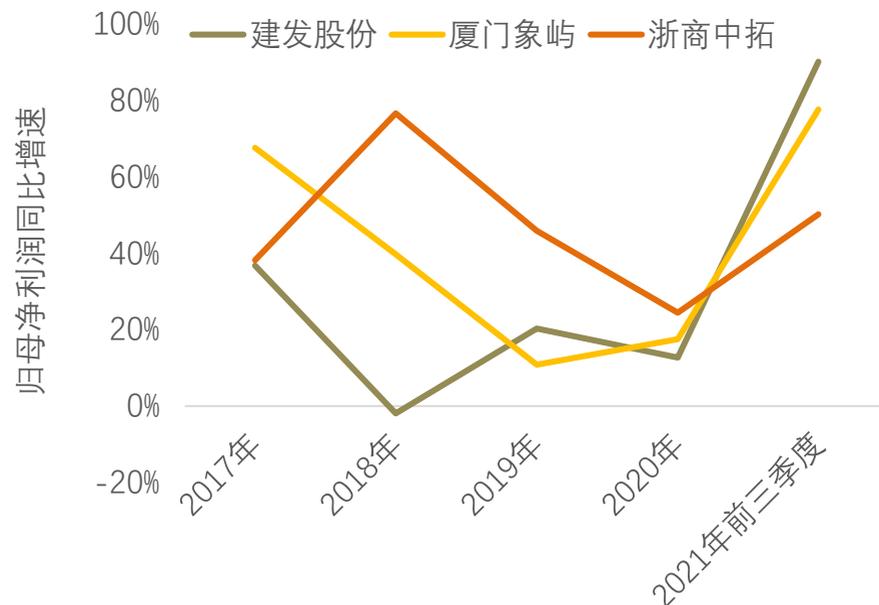
2.3 集中度提升：原材料供应链

- 头部大宗供应链公司基于竞争优势，市场份额快速提升。
- 中国大宗商品产需求低增长，但是大宗供应链头部公司业绩高增长。

■ 头部供应链公司的钢材市场份额在提升



■ 2017年以来三家头部供应链公司的利润较快增长



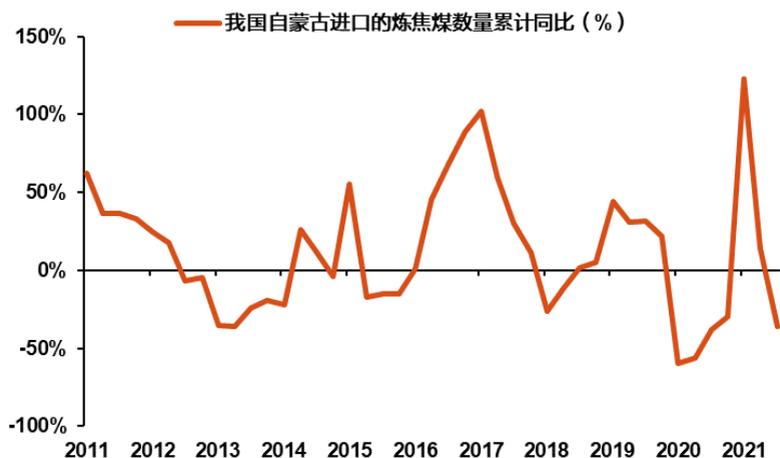
建发股份为供应链业务，浙商中拓剔除2019年中拓融资租赁股权处置的影响

2.3 集中度提升：原材料供应链

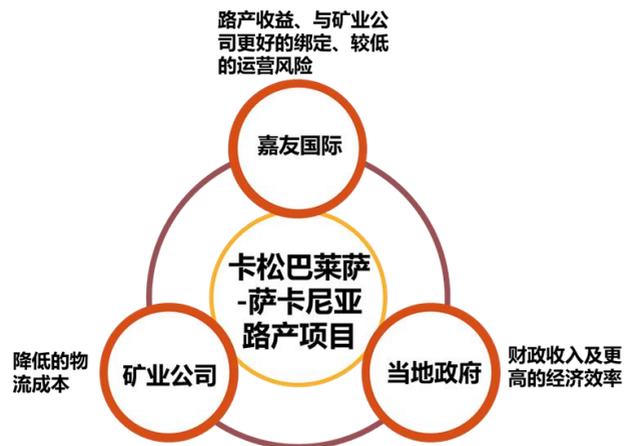
嘉友国际

- 中蒙煤炭贸易规模有望迎来成长
- 公司非洲公路港项目投产在即，有望成为公司新的增长引擎

■ 我国自蒙古进口的焦煤数量因疫情下降



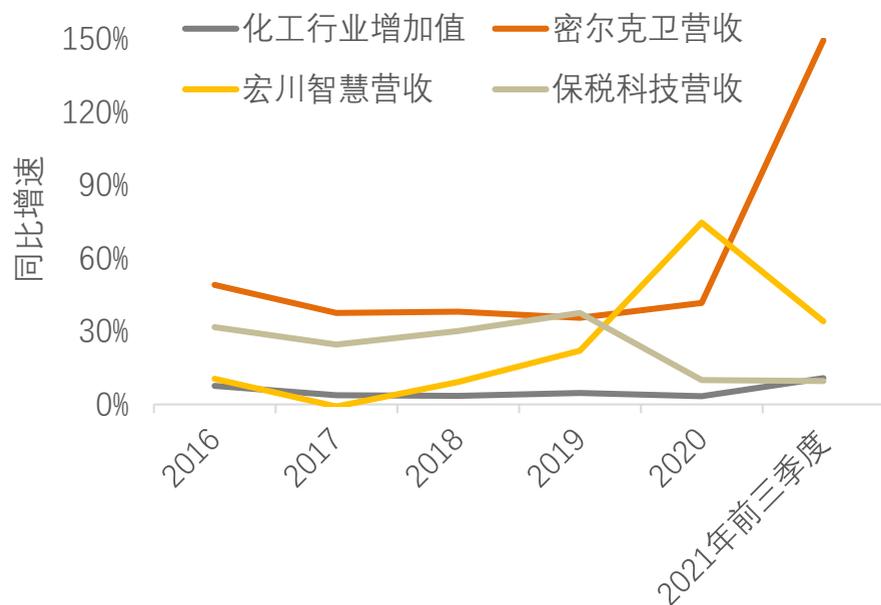
- 路产投资有望促成嘉友、矿业公司、当地政府的长期深度绑定，满产后有望贡献年2.5亿增量利润



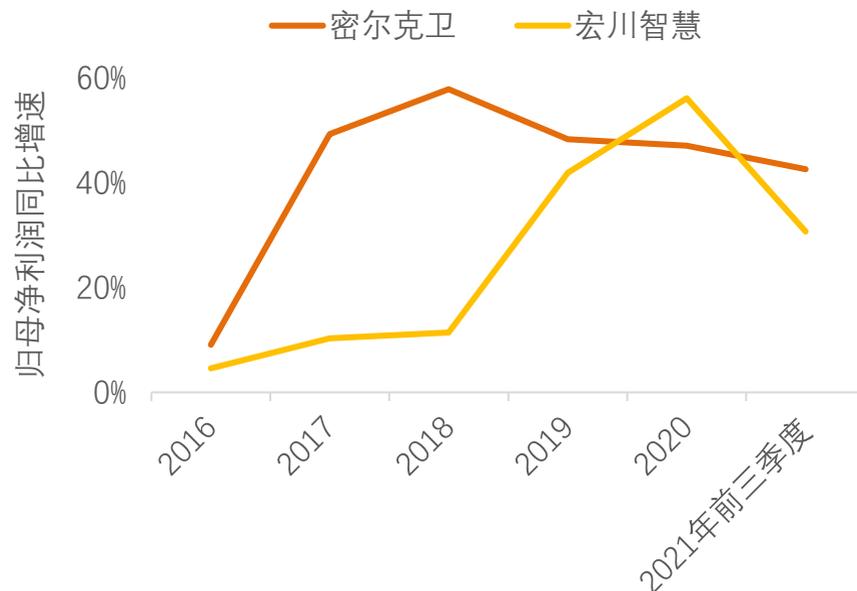
2.3 集中度提升：危化品仓储

- 化工行业增加值低增长，危化品仓储物流头部公司营收高增长。
- 危化品仓储物流头部公司的盈利持续较快增长。

■ 危化品仓储物流公司的营收增速高于化工行业增加值增速



■ 危化品仓储物流头部公司盈利较快增长



3.1 基建价值显现：高股息

- 基建公司盈利和估值都缺乏弹性：需求增速低，ROE波动小。
- 适合用股息率和PB-ROE体系来估值，部分公司处于价值投资区间。
- 部分基建公司边际改善：港口涨价，高速公路车流量回升。

部分交运基础设施公司的股息率已经具有吸引力

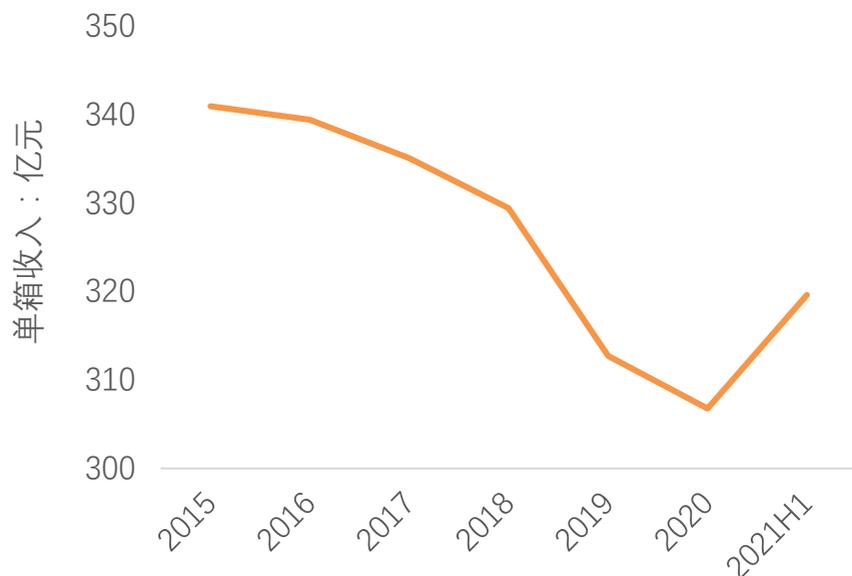
证券代码	证券简称	股价：元 20211127	Wind一致预期 2021年EPS：元	2020年 分红比例	2021年 预期股息率	分红承诺
601000.SH	唐山港	2.55	0.34	64%	8.6%	
000429.SZ	粤高速A	6.95	0.81	70%	8.1%	分红比例70%
600012.SH	皖通高速	6.72	0.88	42%	7.9%	分红比例60%
601006.SH	大秦铁路	6.12	0.87	65%	7.8%	≥0.48元/股
600350.SH	山东高速	5.02	0.64	90%	7.7%	分红比例60%
600153.SH	建发股份	8.21	1.80	32%	7.0%	
600548.SH	深高速	9.68	1.12	46%	6.4%	分红比例55%
600377.SH	宁沪高速	8.39	0.87	94%	5.2%	
601298.SH	青岛港	5.54	0.62	44%	4.5%	分红比例40%

注：2021年预期股息率根据分红承诺或者2020年的分红比例或2021年分红比例预期计算。

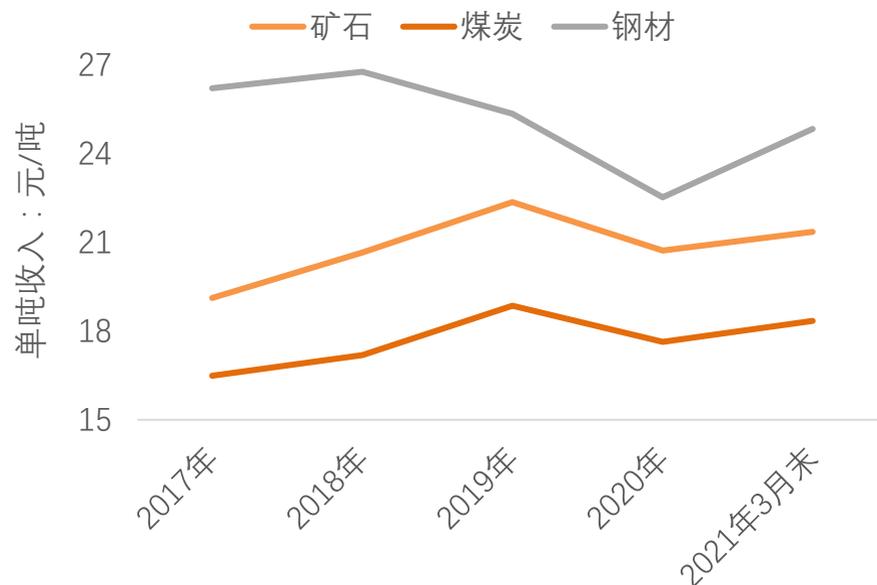
3.2 基建价值显现：港口涨价

- 全球贸易瓶颈在港口，港口议价能力上升。
- 外贸复苏，2021年未出台港口降费政策，部分原有政策到期取消。
- 2021年，上港集团（集装箱）和唐山港（散杂货）单位收入都出现回升。

■ 2021年上港集团集装箱业务单箱收入回升



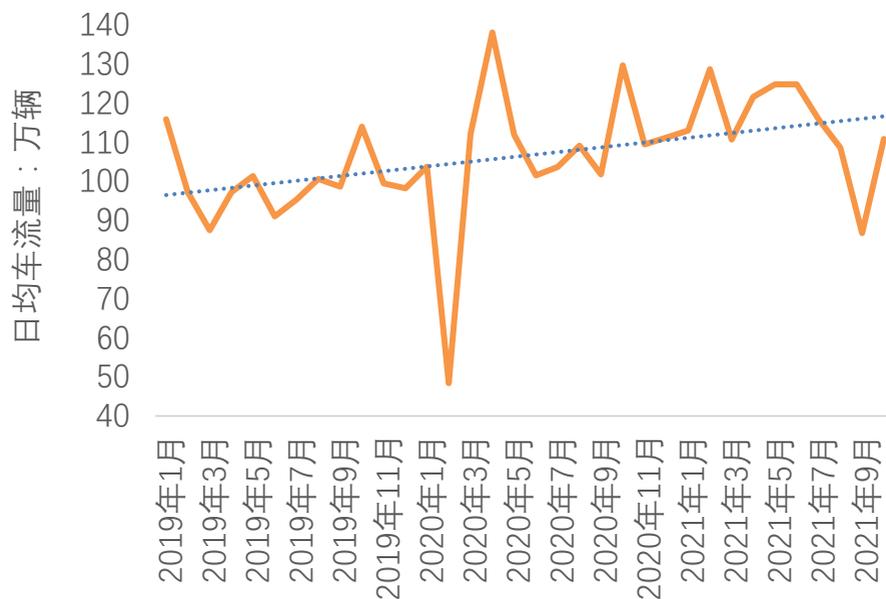
■ 2021年唐山港主要货种的费率有所回升



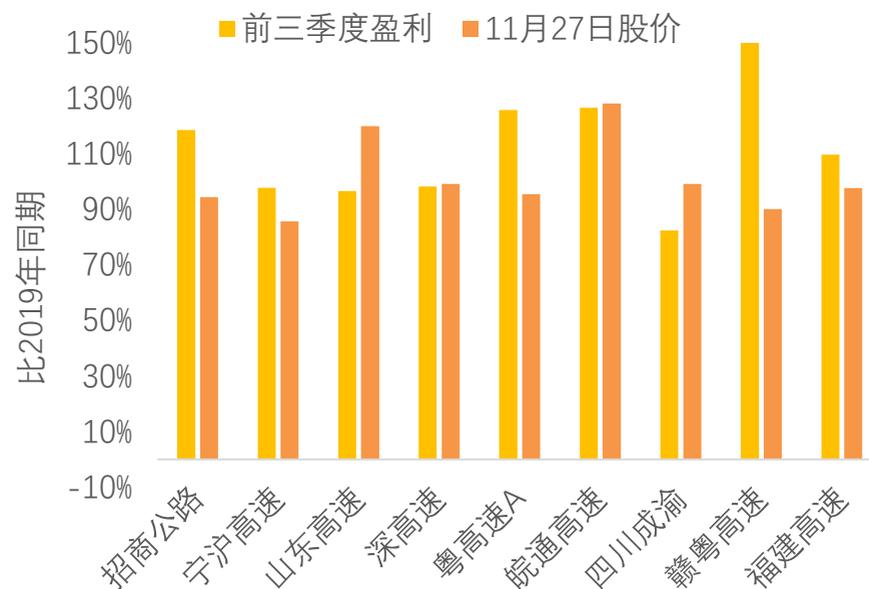
3.3 基建价值显现：高速公路车流量增长

- 高速公路车流量呈现增长趋势，疫情造成短期冲击。
- 高速公司上市公司的盈利和股价已经基本恢复。

■ 福建省高速公路车流量在波动中上升



■ 高速公司上市公司的盈利和股价已经基本恢复



- **全球疫情反复。**如果病毒变异导致全球范围内疫情反复，那么客运量恢复的时间将延后，航空、轮渡、游轮等复苏也需要更长时间，股票的投资价值下降。
- **全球经济增速下滑。**全球经济下滑导致运输需求增速随之下滑，未来运量增长的高度受影响，产能利用率和价格将偏低，相关运输公司的盈利也将下滑。
- **新冠特效药开发慢于预期。**如果新冠特效药开发和推广适用较慢，那么国内和出入境放开的时间将延后，客运企业盈利恢复需要更长时间。

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

THANKS