

交通运输

天风问答系列：物流成长，机会显现

证券研究报告

2021年12月16日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

高晟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521040001

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《交通运输-行业投资策略:客运复苏,物流成长》2021-11-30

2 《交通运输-行业专题研究:疫情若消退,看好航空、轮渡、高铁》2021-11-19

3 《交通运输-行业专题研究:天风问答系列:高景气与边际改善》2021-11-05

● 交运的新机会在哪? 成长的物流

交运传统板块低增长,而新兴板块高增长。传统的航空、机场、航运、港口、铁路、公路运量都呈现低增长,代表性公司收入和利润也低增长。但是新兴的物流板块代表性公司呈现高增长,如市场规模持续增长的快递和电子制造物流,渗透率提升的跨境物流和新能源汽车物流,集中度提高的大宗供应链物流和危化品物流。

● 疫情反复,航运机会何在? 集运

新冠病毒变异,集运高景气或将延续。奥密克戎或将引发全球新一轮疫情,这有助于集运需求增长,可能导致港口拥堵加重,从而推升运价。每年春节前1-2个月是中国出货小高峰,需求增加将导致运价上涨。但是涨价力度或将低于Q3:节后货量挪至节前形成小旺季,2-4月将进入淡季。

● 港口投资逻辑是什么? 费率上涨

2022年集装箱港口费率有望上涨。一是港口拥堵成为全球贸易瓶颈,港口的议价能力上升。二是疫情爆发后集装箱吞吐量回升,港口产能紧缺,需要盈利激励来增加产能。三是港口成本趋势性上行,防疫增加成本,需要上调费率来弥补。四是部分港口已经公告2022年开始上调费率。

● 航空板块如何投资? 逆向思维

航空国际线短期内难以大规模放开,航空板块适合逆向投资。航空需求随着名义GDP较快增长,疫情期间运量尚未体现;而运力受限于航空公司对未来的谨慎预期和资本开支能力,呈现低增长。所以如果疫情消退,航空客座率有望上升、票价有望上涨,盈利有望大幅增长。但是全球疫情反复,国际线运量短期内难以明显恢复。所以当客运量下滑、股价回落时,航空板块将出现逆向投资的机会。

● 快递涨价能持续吗? 短期可以

政策规范、竞争缓和、需求旺季推动快递价格上涨。四季度是快递需求旺季,年底运价有望维持高位。极兔速递收购百世的国内快递业务后,短期竞争缓和,有助于2022年价格维持较高水平。但是快递单量增速下滑、竞争者实力增强,给未来的价格竞争带来不确定性。

投资建议:推荐较快成长的浙商中拓、海晨股份,受益于春节前运价上涨的中远海控,2022年费率有望上调的上港集团、唐山港,受益于行业复苏的中国国航、南方航空、中国东航,短期快递价格上涨的圆通速递、韵达股份。

风险提示:经济增速大幅下滑,外贸增速大幅下滑,线上零售增速大幅下滑,全球疫情再度爆发

内容目录

1. 交运的新机会在哪？成长的物流.....	4
2. 疫情反复，航运机会何在？集运.....	5
3. 港口投资逻辑是什么？费率上涨.....	6
4. 航空板块如何投资？逆向思维.....	8
5. 快递涨价能持续吗？短期可以.....	9
6. 投资建议.....	10
7. 风险提示.....	11

图表目录

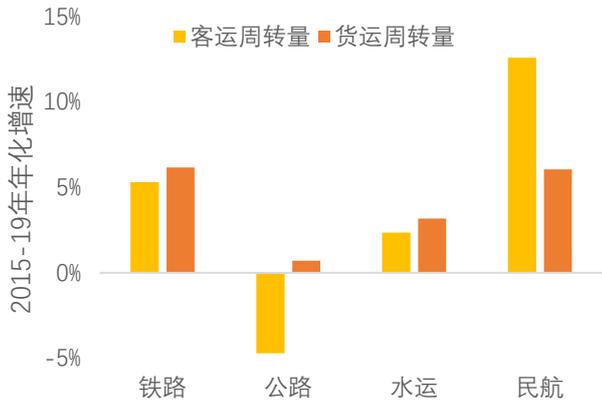
图 1：交运传统板块的运量低增长.....	4
图 2：交运新兴板块代表性公司业绩高增长.....	4
图 3：快递单量呈现较快增长.....	4
图 4：电子制造物流代表性公司的盈利加快增长.....	4
图 5：跨境电商在进出口中的渗透率快速提升.....	5
图 6：跨境物流相关公司的盈利加速增长.....	5
图 7：头部供应链公司的钢材市场份额在提升.....	5
图 8：危化品物流代表性公司盈利持续较快增长.....	5
图 9：12 月份集运运价开始回升.....	5
图 10：春节前欧美航线会出现运输小旺季.....	5
图 11：全球港口拥堵缓解，锚泊集装箱船运力下降.....	6
图 12：美西港口仍然拥堵，其他主要港口拥堵缓解.....	6
图 13：疫情反复，美国居民商品消费支出高增长.....	6
图 14：2019 年以来班轮公司和货代公司业绩高增长.....	6
图 15：中国港口集装箱吞吐量回升，并较快增长.....	7
图 16：2019 年中国主要集装箱港口的产能利用率偏高.....	7
图 17：2017 年以来中国沿海港口固定资产投资额大幅下降.....	7
图 18：A 股上市港口企业的盈利能力偏低.....	7
图 19：国内集装箱港口收费远低于国外.....	7
图 20：上港集团的港口费率远低于主要出口航线海运价格.....	7
图 21：2021 年上港集团集装箱业务单箱收入回升.....	8
图 22：2021 年初唐山港主要货种的费率有所回升.....	8
图 23：航空客运量增速与名义 GDP 增速较为吻合.....	8
图 24：航空客运量在交通客运总量中占比上升.....	8
图 25：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.....	9
图 26：2019 年以来国内飞机驾数低增长.....	9
图 27：2019 年以来波音和空客的飞机交付量大幅下滑.....	9
图 28：2021 年 9 月全国快递平均单价明显上涨.....	10
图 29：2021 年 9 月电商快递公司单票收入明显上涨.....	10

图 30：四季度是快递需求旺季，有助于价格上涨	10
图 31：2021 年快递单量增速呈现下降趋势	10

1. 交运的新机会在哪？成长的物流

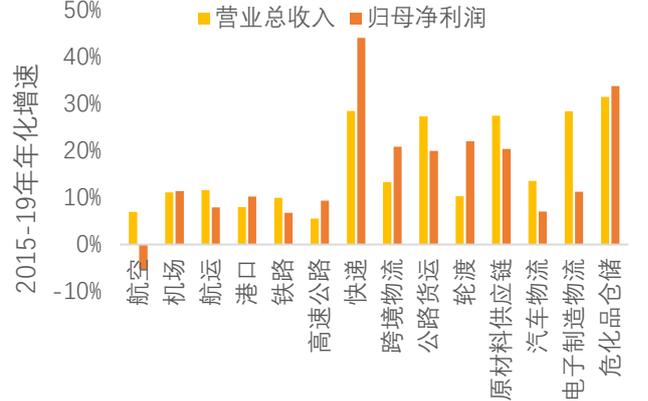
交运传统板块低增长，而新兴板块高增长。传统的航空、机场、航运、港口、铁路、公路运量都呈现低增长，代表性公司收入和利润也低增长。但是新兴的物流板块代表性公司呈现高增长，如市场规模持续增长的快递和电子制造物流，渗透率提升的跨境物流和新能源汽车物流，集中度提高的大宗供应链物流和危化品物流。

图 1：交运传统板块的运量低增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

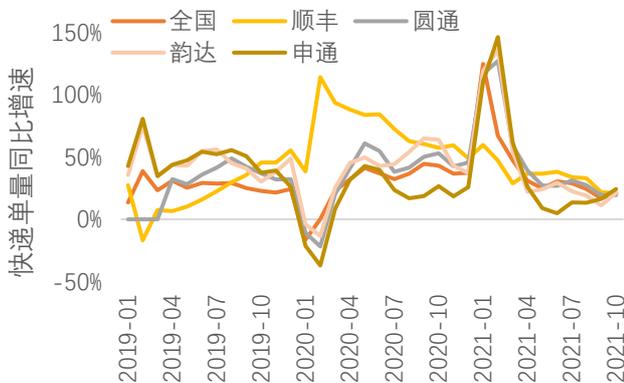
图 2：交运新兴板块代表性公司业绩高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

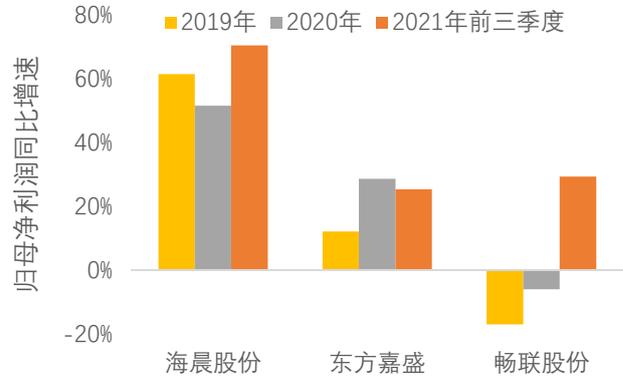
市场规模增长带动公司收入和利润增长。快递单量随着电商的发展而快速增长，上市公司收入也较快增长，但是单票价格下滑影响了盈利增长。2021 年下半年快递单票价格降幅收窄，盈利有望改善。电子制造产业较快发展带动物流需求增长，电子制造物流公司往往伴随着客户成长。

图 3：快递单量呈现较快增长



资料来源：Wind，国家邮政局，天风证券研究所

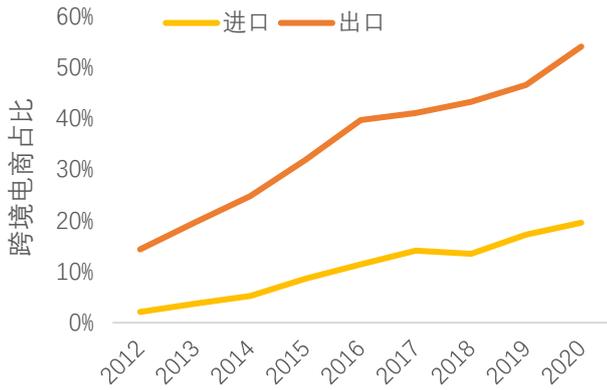
图 4：电子制造物流代表性公司的盈利加快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

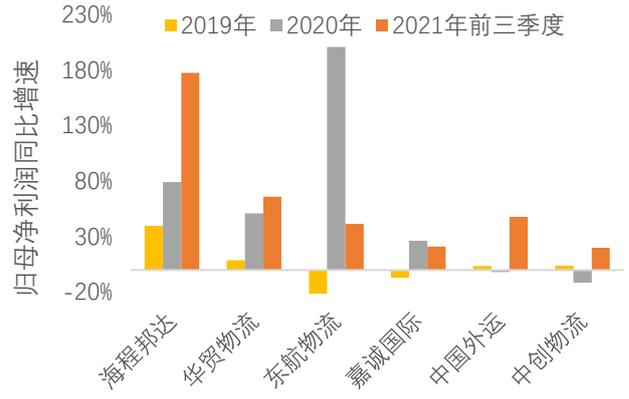
市场渗透率提升带动相关业务增长。随着跨境电商在进出口中的占比提升，跨境物流盈利大发展。受益于海运和空运价格大幅上涨，相关公司的业绩呈现加速增长。新能源汽车物流还处于成长早期，在上市公司的业务占比中还较小，但是未来发展空间大，关注海晨股份、福然德、长久物流、中铁特货等。

图 5：跨境电商在进出口中的渗透率快速提升



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

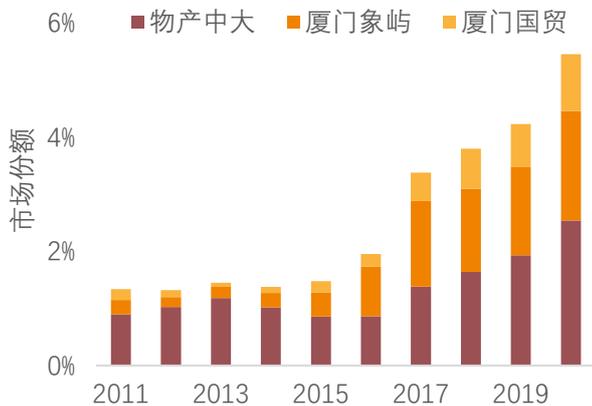
图 6：跨境物流相关公司的盈利加速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

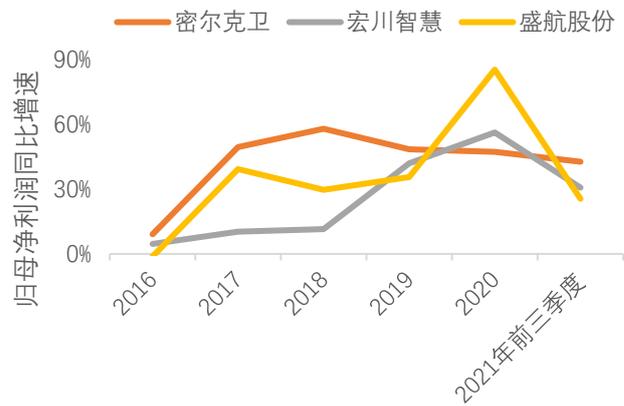
市场集中度提高带动头部公司高增长。大宗商品供应链是典型的大行业、小公司格局，头部公司具有竞争优势，市场份额持续提升，带动业绩高增长，关注浙商中拓、厦门象屿。安全和环保要求提高，促使危化品物流行业集中度提升，部分公司已经呈现高增长，未来有望持续，关注密尔克卫、宏川智慧、盛航股份。

图 7：头部供应链公司的钢材市场份额在提升



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 8：危化品物流代表性公司盈利持续较快增长

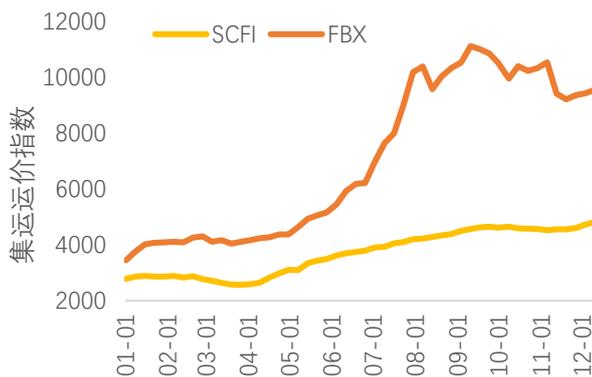


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 疫情反复，航运机会何在？集运

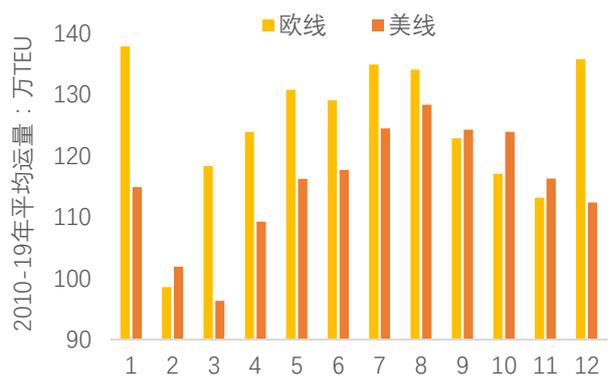
新冠病毒变异，集运高景气或将延续。奥密克戎或将引发全球新一轮疫情，这有助于集运需求增长，可能导致港口拥堵加重，从而推升运价。每年春节前 1-2 个月是中国出货小高峰，需求增加将导致运价上涨。但是涨价力度或将低于 Q3：节后货量挪至节前形成小旺季，2-4 月将进入淡季。

图 9：12 月份集运运价开始回升



资料来源：Wind，Freightos，天风证券研究所

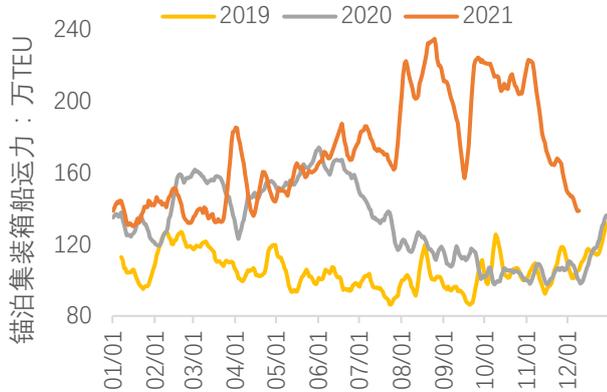
图 10：春节前欧美航线会出现运输小旺季



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

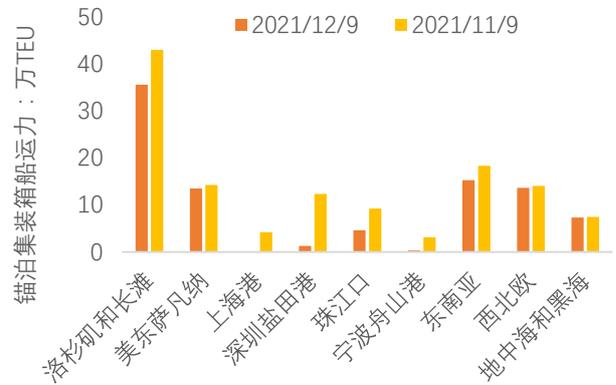
港口拥堵在缓解，有效运力增加。随着四季度集运需求淡季来临，港口压力减轻。中国港口受台风影响减少，拥堵情况改善。美西港口推出的多项措施，有望使港口拥堵缓解。2022 年一季度需求淡季，港口拥堵有望继续缓解。港口拥堵缓解将推动集装箱船运力周转率回升，有效运力增加。但是新冠病毒变异，给港口拥堵带来不确定性。

图 11: 全球港口拥堵缓解，锚泊集装箱船运力下降



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

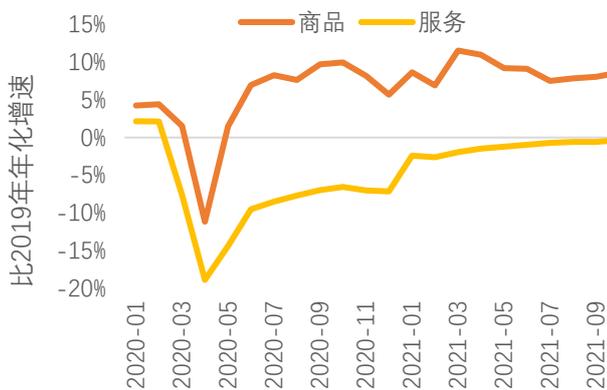
图 12: 美西港口仍然拥堵，其他主要港口拥堵缓解



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

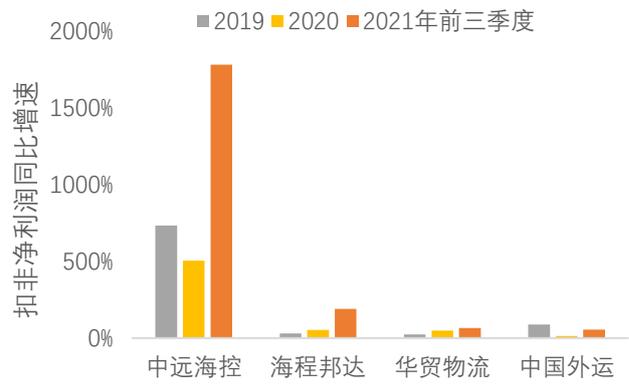
海外商品需求旺盛，集运需求持续增长。以美国为代表的海外国家，疫情影响下商品消费替代服务消费，使商品消费持续较快增长。而本国生产恢复缓慢，所以消费缺口通过进口弥补，促使商品进口和集装箱运输需求增长。新冠病毒变异可能导致海外疫情反复，集运需求有望持续增长。

图 13: 疫情反复，美国居民商品消费支出高增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 2019 年以来班轮公司和货代公司业绩高增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

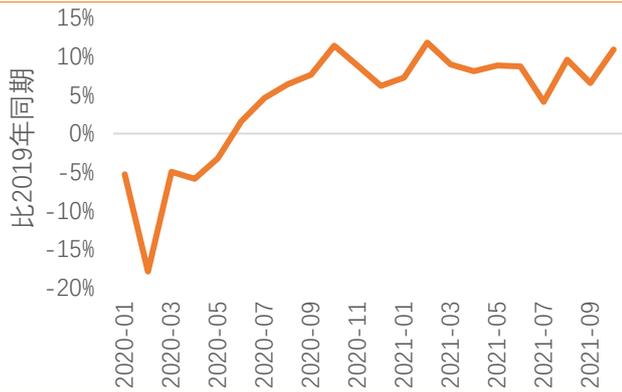
2019 年以来班轮公司和货代公司业绩高增长。集装箱班轮运输行业集中度提升，有望推动盈利中枢趋势性上行。2020 年疫情推动集运运价持续大幅上涨，班轮公司和货代公司受益，业绩大幅增长。推荐春节前受益于运价上涨的中远海控，关注部分业绩增长预期还不充分的货代公司。

3. 港口投资逻辑是什么？费率上涨

2022 年集装箱港口费率有望上涨。一是港口拥堵成为全球贸易瓶颈，港口的议价能力上升。二是疫情爆发后集装箱吞吐量回升，港口产能紧缺。三是港口成本趋势性上行，防疫增加成本，需要上调费率来弥补。四是部分港口已经公告 2022 年开始上调费率。

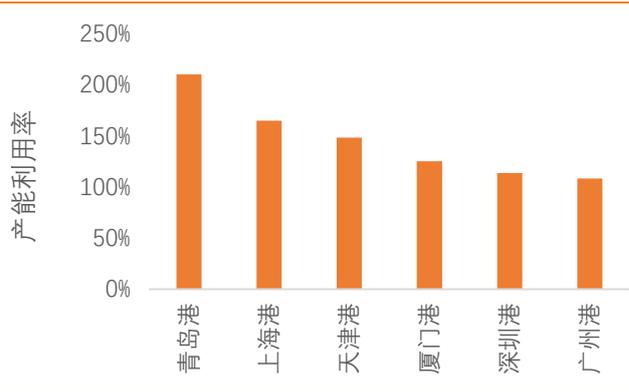
多因素叠加导致港口拥堵，港口成为全球贸易瓶颈。2020 年下半年港口吞吐量回升，而疫情导致港口作业能力下降，台风、罢工等事件又扰乱港口作业秩序，国内外港口一度严重拥堵，集运价格大幅上涨。港口成为全球贸易瓶颈，应该具有更高的议价能力。

图 15：中国港口集装箱吞吐量回升，并较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

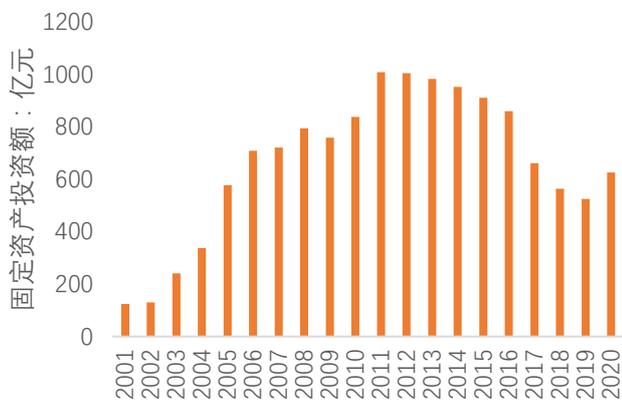
图 16：2019 年中国主要集装箱港口的产能利用率偏高



资料来源：CEIC，中国港口年鉴，天风证券研究所

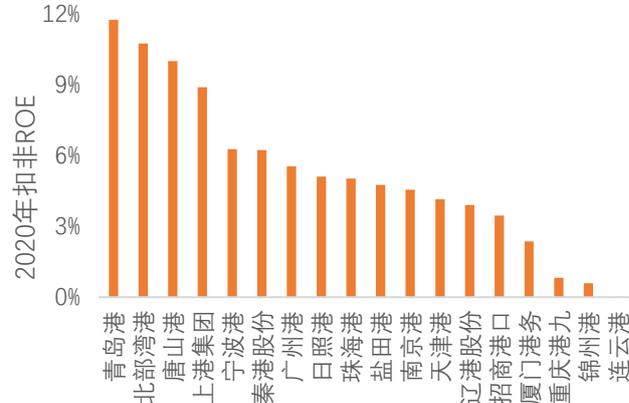
港口盈利能力偏低，需要盈利激励来扩大产能。2017 年开始，中国沿海港口投资额大幅下降，导致港口产能紧张。这背后或与港口企业盈利能力偏低有关，多数上市港口企业的扣非 ROE 不到 10%。因此需要放松对港口费率的管制，允许港口企业涨价，促进港口增加设备、招募工人、扩大投资等来提高吞吐能力。

图 17：2017 年以来中国沿海港口固定资产投资额大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

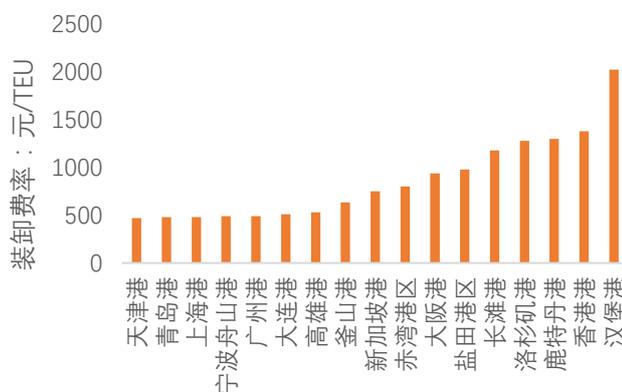
图 18：A 股上市港口企业的盈利能力偏低



资料来源：Wind，天风证券研究所

港口费率上调对进出口物流成本影响小。上港集团的单箱收入，远远低于海运费价格。即使港口费率上涨，对进出口物流成本影响有限。而且国内港口的装卸费率，远远低于国外港口。

图 19：国内集装箱港口收费远低于国外



资料来源：中国港口协会，天风证券研究所

图 20：上港集团的港口费率远低于主要出口航线海运费

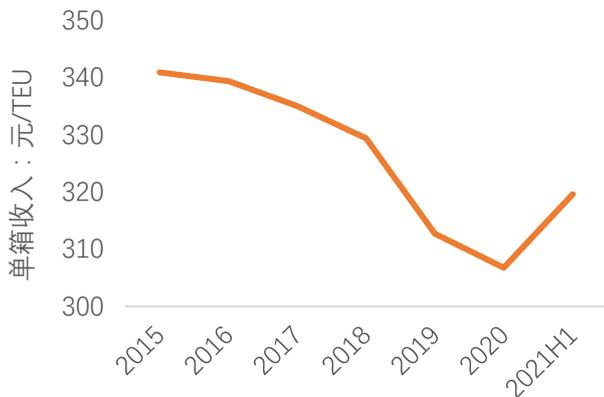


资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

国内部分港口已经开始上调 2022 年费率。12 月 1 日，宁波港宣布上调外贸集装箱装卸费率 10%；12 月 3 日，上港集团宣布上调内贸中转集装箱装卸费 80 元/TEU 和 120 元/FEU；12 月 8 日，广州港宣布上调外贸集装箱装卸费率 19%或 8%。其他港口有望也陆续上调费率。

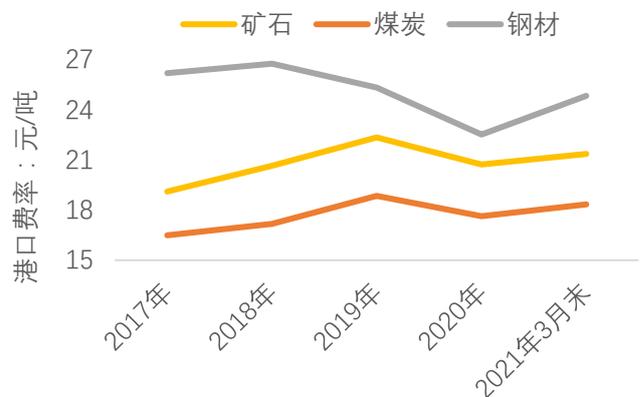
推荐受益于港口费率上涨的上港集团、唐山港，关注宁波港、青岛港、招商港口。上港集团的单箱收入在 2021 年上半年已经开始回升，随着 2022 年费率上调，有望继续上升。唐山港主要货种的费率在 2021 年初上升，未来有望继续上升。

图 21：2021 年上港集团集装箱业务单箱收入回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2021 年初唐山港主要货种的费率有所回升



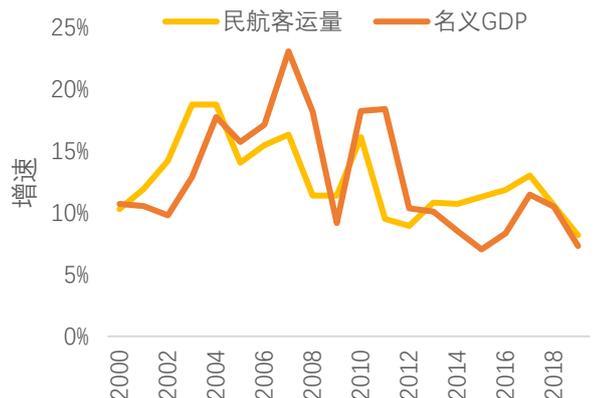
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 航空板块如何投资？逆向思维

航空国际线短期内难以大规模放开，航空板块适合逆向投资。航空需求随着名义 GDP 较快增长，疫情期间运量尚未体现；而运力受限于航空公司对未来的谨慎预期和资本开支能力，呈现低增长。所以如果疫情消退，航空客座率有望上升、票价有望上涨，盈利有望大幅增长。但是全球疫情反复，国际线运量短期内难以明显恢复。所以当客运量下滑、股价回落时，航空板块将出现逆向投资的机会。

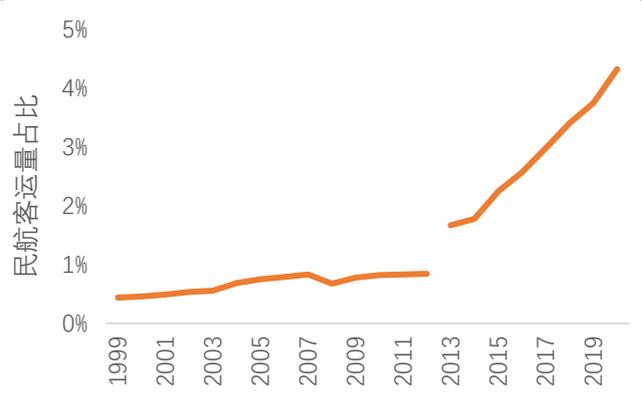
航空客运量随着名义 GDP 增长。航空需求分为公商务出行和因私出行，前者与 GDP 增长相关，后者与居民收入增长相关，而 GDP 增长与居民收入增长高度相关。所以，航空客运量增速随着 GDP 增速波动。2020 年名义 GDP 增长 3%，我们预计 2021 年增长 12% 左右，未来有望持续较快增长，并带动潜在航空需求较快增长。

图 23：航空客运量增速与名义 GDP 增速较为吻合



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：航空客运量在交通客运总量中占比上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

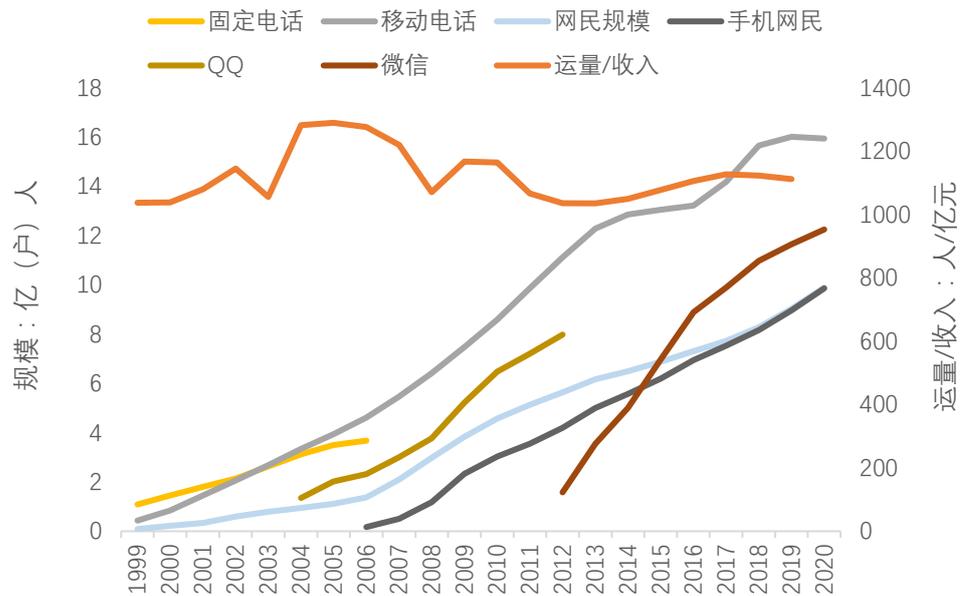
注：2013 年公路水路运输量的统计口径和推算方案调整

消费升级，航空客运量占比提升。随着居民收入增长，居民的部分出行需求从公路、铁路转移到航空，所以在交通客运量中，航空的占比持续提升。2013 年的交通运输业经济统计专项调查对公路水路运输量的统计口径和推算方案进行了调整，之后航空客运量占比快速提升。

疫情对航空需求的长期影响较小。1999 年以来，航空业经历了 2001 年“911”事件、2003 年“SARS”事件、2008 年次贷危机、2010-16 年高铁大发展、各种通讯工具大发展，但是“航空客运量/居民可支配收入”并未趋势性变化，仅仅小幅波动。2020 年以来

的疫情以及线上会议工具的发展，我们认为影响短期航空需求，对中长期航空需求影响较小。

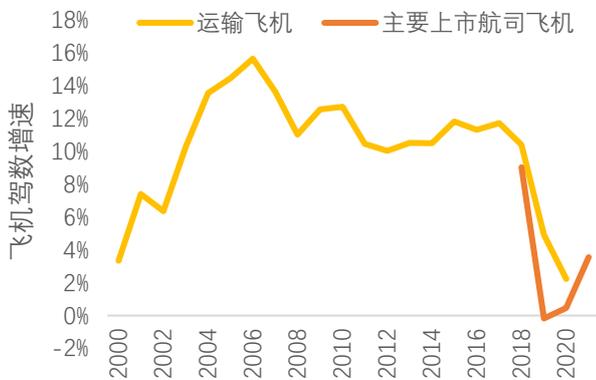
图 25：航空客运量/居民可支配收入稳定，不随通讯技术发展而下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

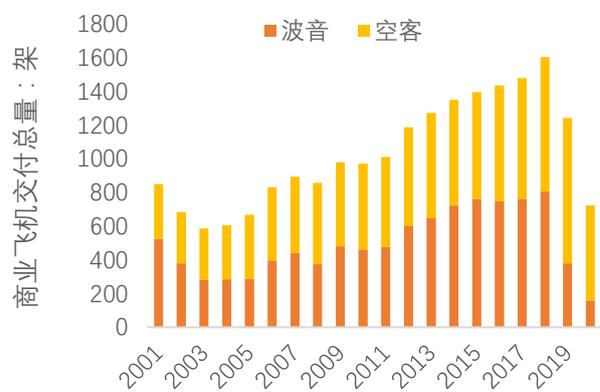
疫情期间潜在的航空需求大幅增长，而运力低增长。无论是国内的运输飞机数量增速，还是波音和空客的飞机交付量，2019 年以来都大幅下降。一旦疫情消退，潜在的航空需求释放，运力将不足，那么飞机利用率有望上升、客座率有望上升、票价有望上涨，盈利有望大幅增长。

图 26：2019 年以来国内飞机驾数低增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2019 年以来波音和空客的飞机交付量大幅下滑



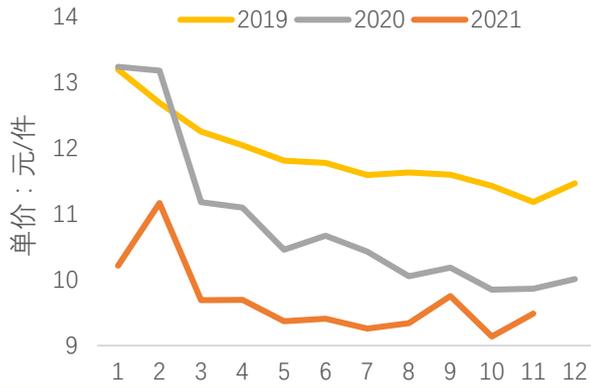
资料来源：波音官网，空客官网，天风证券研究所

5. 快递涨价能持续吗？短期可以

政策规范、竞争缓和、需求旺季推动近期快递价格上涨。四季度是快递需求旺季，年底运价有望维持高位。极兔速递收购百世的国内快递业务后，短期竞争缓和，有助于 2022 年价格维持较高水平。但是快递单量增速下滑、竞争者实力增强，给未来的价格竞争带来不确定性。

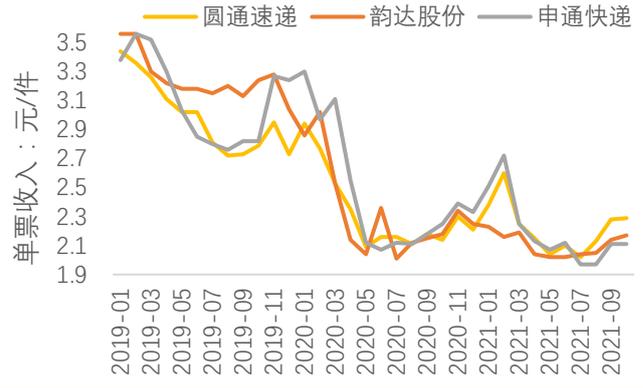
政策推动三季度快递价格上涨。2021 年 4 月出台的《浙江省快递业促进条例(草案)》要求快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，快递价格竞争趋缓；8 月底应七部委的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，主要加盟制快递企业均宣布全网末端派费上调。9 月份快递行业平均单价明显上涨，圆通速递、韵达股份、申通快递的单票收入也明显上涨。

图 28：2021 年 9 月全国快递平均单价明显上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2021 年 9 月电商快递公司单票收入明显上涨

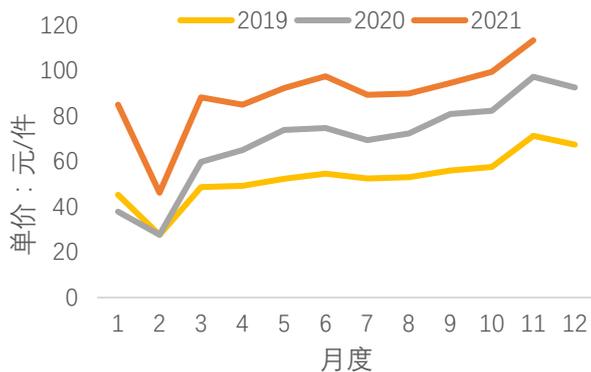


资料来源：Wind，天风证券研究所

四季度是快递需求旺季，价格有望维持高位。“双十一”、“双十二”等网络购物促销季节，快递单量往往环比大幅增加，有助于快递价格上涨。春节假期快递公司放假，供给减少导致快递业务量下降，快递价格往往会上涨。

快递单量增速下降，给未来的价格竞争带来不确定性。随着网络购物渗透率提升，居民消费增速下滑，电商销售额增速将下降，电商快递需求增速也将下降。在需求增速下降阶段，价格竞争往往较为激烈。

图 30：四季度是快递需求旺季，有助于价格上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2021 年快递单量增速呈现下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 投资建议

物流板块有望高增长，推荐浙商中拓、海晨股份。大宗供应链大行业、小公司，浙商中拓具备竞争优势，市场份额持续提升，未来有望继续高增长。电子制造供应链物流市场规模上升，新能源汽车供应链物流渗透率提升，海晨股份有望继续高增长。

疫情推高集运景气度，推荐中远海控。奥密克戎可能引发全球疫情反复，集运景气度有望持续。春节前旺季运价可能继续上涨，推荐国内集运龙头公司中远海控，关注华贸物流、海程邦达、飞力达、中创物流。

港口费率有望上升，推荐唐山港、上港集团。唐山港的港口费率有望小幅上升，2021 年资产处置推动盈利大幅增长，分红比例有望继续上升，2021 年股息率有望超过 8%。上港集团的港口主业有望平稳增长，投资收益有望大幅增长，推动 2021 年盈利大幅增长。

航空客运有望复苏，推荐中国国航、南方航空、中国东航。疫情影响有望逐渐减弱，国际航班有望陆续恢复，航空业有望迎来复苏。推荐三大航，关注吉祥航空、春秋航空。

快递价格竞争缓和，推荐圆通速递、韵达股份。行业政策和并购整合促使快递价格回升，春节前旺季快递价格有望维持高位。推荐圆通速递、韵达股份，关注顺丰控股。

7. 风险提示

(1) 经济增速大幅下滑

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

(2) 外贸增速大幅下滑

外贸进出口是航运和港口的需求来源。如果中国进出口增速大幅下滑，那么航运运量和港口吞吐量将随之下滑，运价也将受影响。

(3) 线上零售增速大幅下滑

电商快递的需求来源是线上零售。如果线上零售增速大幅下滑，那么快递单量也将随之下滑，快递公司之间的竞争可能加剧，影响快递单价。

(4) 全球疫情再度爆发

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

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com