

# 拐点已至，快递高增，公铁稳健

## ——2022年交运物流行业下半年投资策略

行业评级：看好

2022年5月31日

分析师	匡培钦
邮箱	kuangpeiqin@stocke.com.cn
证书编号	S1230520070003
联系人	冯思齐

## 1、短期疫情不改快递价值修复

- **疫情影响短期单量。**我们分析疫情主要影响单量，但总体影响的体量有限。疫情影响是非经常性因素，疫情带来的利润影响基本上不干扰公司价值回升的本质。
- **短期单量已在修复期，中长期成长性仍在。**短期看，一方面疫情影响为短期因素不改中长期格局，另一方面根据主要快递企业分拨中心吞吐量指数以及国家邮政局日度揽派数据分析，单量短期处于回升趋势。中长期看，从上游驱动、单包裹货值、市场出清角度，公司单量有望持续高增。
- **价格回升成本有降，单票盈利仍在回升趋势。**快递盈利修复的本质来自量增、价提、成本下降三个因素，从三个因素看盈利修复确定性强。
- **投资：**电商快递方面，优选**韵达股份/圆通速递**。直营快递方面，**顺丰控股**价值低估，快运国际业务贡献边际新增量。

## 2、绝对收益可做中长期布局，优选公路铁路港口物流

- **疫情影响已逐步修复。**公路干线已经畅通，港口前期集疏港影响已经消除、后期关注复工复产及出口修复情况。
- **公路铁路：**相对经济仍较稳健，车流量及铁路货运具备韧性，高股息绝对收益凸显。优选高股息标的**山东高速、大秦铁路**，同时关注**招商公路、宁沪高速、深高速、粤高速、皖通高速**。
- **港口：**集疏港影响基本消除，叠加费率有所提升，龙头枢纽港量稳增、价向好。从量价稳健角度，优选低估值港口龙头**青岛港/上港集团**。
- **物流：**大宗供应链及跨境物流稳增长特性凸显。大宗供应链方面，龙头转型服务商延链条、拓品类，提质增效逻辑兑现，优选**厦门象屿、建发股份**。跨境物流方面，龙头控资源、补短板、延链条，有望穿越运价景气周期，优选**华贸物流**。

# 风险提示

- 1、新冠疫情反复扰动。
- 2、快递竞争管控松动。
- 3、复工复产推进不及预期。
- 4、出口需求低于预期。

# 目录

CONTENTS

01

短期疫情不改快递价值修复

02

绝对收益优选公路铁路港口物流

03

重点公司盈利预测及估值

01

价值修复  
高弹性

### 局部疫情确实对快递包裹履约有所影响，但我们分析主要导致的是履约时效的延长而非需求的消失。

- **需求端：**疫情将催化消费线上化趋势，网购需求仍在。疫情期间受制于封控政策要求，催化消费向线上转移。复盘2020年Covid-19期间，我国实体网购渗透率由2月份21.5%提升至4月份24.1%。
- **揽运端：**疫情封控区发件积压，严格消杀保障运营影响时效。根据国家邮政局《疫情防控期间邮政快递业生产操作规范建议（第七版）》，疫情期间快递行业实施分区分级防控，对邮件快件处理场所以及运输工具进行严格消杀，但对于揽件及运输并无强制性禁止。
- **派送端：**疫情主要导致时效延后及取件方式转变，政策保障保供运营。快递行业为居民提供必需生活物资收派服务，属于生活保障重要单位，我们分析疫情管控短期更多带来派送时效的延后以及取件方式转变。快递企业从完成派件口径统计快递单量，则受短期派件影响，快递表现单量短期或受影响，但待疫情好转滞压包裹集中派送后，我们预期累计单量或将超预期恢复，我们认为短期局域影响小于预期。

表：国家邮政局《疫情防控期间邮政快递业生产操作规范建议（第七版）》对快递业务环节防控要求梳理

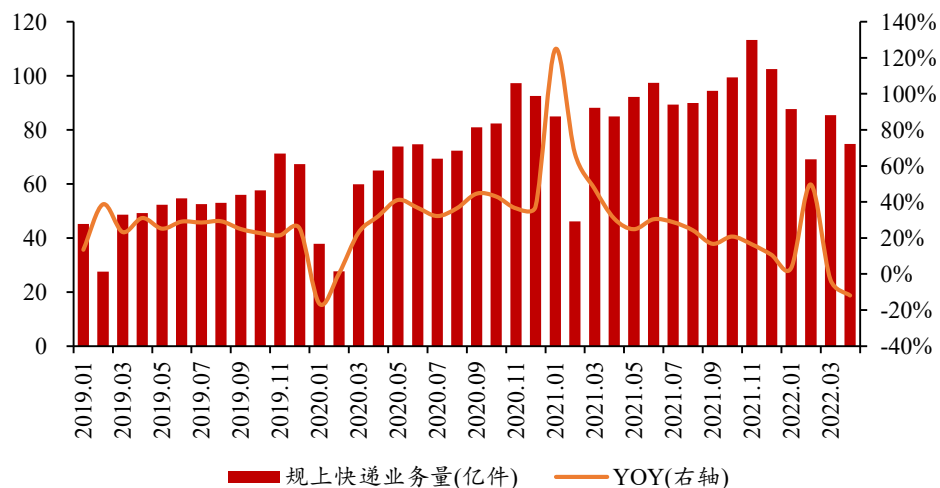
要点	场所	措施
实施分区分级防控	企业对外营业场所	·高风险地区营业场所要尽量保持通风，每隔4小时全面消毒一次，每隔4小时对工作人员测温一次
		·中风险地区营业场所要经常通风，每天全面消毒一次
		·低风险地区营业场所要经常通风，每天全面消毒一次
	邮件快件处理场所	·高风险地区处理场所要尽量保持通风，每隔4小时全面消毒一次，每隔4小时对工作人员测温一次
		·中风险地区处理场所要经常通风，每天全面消毒一次，并减少内部人员聚集和接触
		·低风险地区处理场所要经常通风，根据需要进行消毒，并减少内部人员聚集和接触
邮件快件运输工具	·加强邮件快件运输工具疫情防控工作。跨不同风险级别地区运行的邮件快件运输车辆，执行所跨地区间最高风险级别防疫标准	
做好支撑保障工作		·切实维护行业稳定，维护企业网络稳定运行，维护用户、从业人员和加盟网点合法权益

资料来源：国家邮政局，浙商证券研究所

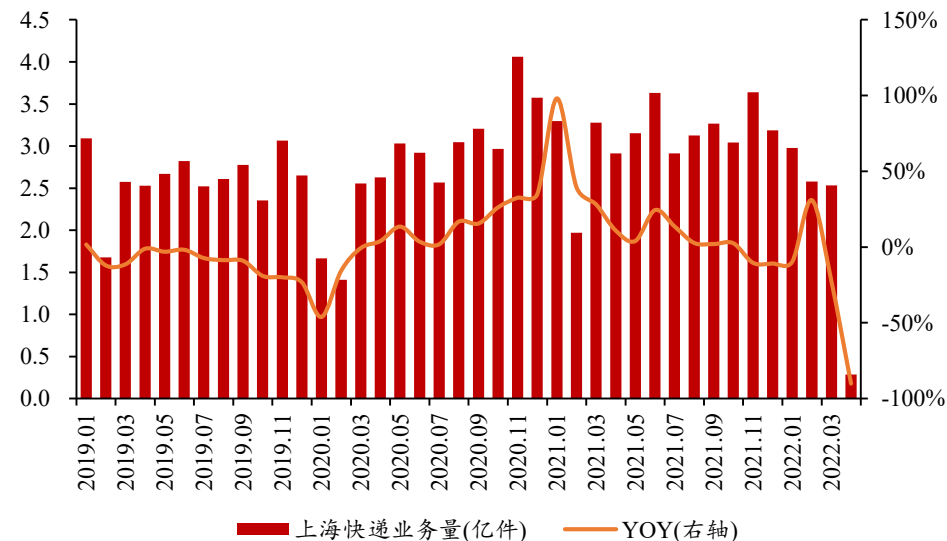
### 疫情影响下，行业3-4月快递单量合计同比下降7.5%。

- **全国**：4月份快递业务量74.83亿件，同比下降11.9%；3-4月合计快递业务量160.24亿件，同比下降7.5%。
- **上海**：4月份快递业务量0.29亿件，同比下降90.1%；3-4月合计快递业务量2.82亿件，同比下降54.5%。
- **韵达**：4月份快递业务量11.32亿件，同比下降19.4%；3-4月合计快递业务量27.14亿件，同比下降7.1%。
- **圆通**：4月份快递业务量12.46亿件，同比下降4.8%；3-4月合计快递业务量26.63亿件，同比增长0.2%。
- **申通**：4月份快递业务量7.91亿件，同比下降7.7%；3-4月合计快递业务量17.78亿件，同比增长0.8%。
- **顺丰**：4月份快递业务量7.47亿件，同比下降10.0%；3-4月合计快递业务量15.50亿件，同比下降8.9%。

图：全国快递业务量4月同比下降11.9%



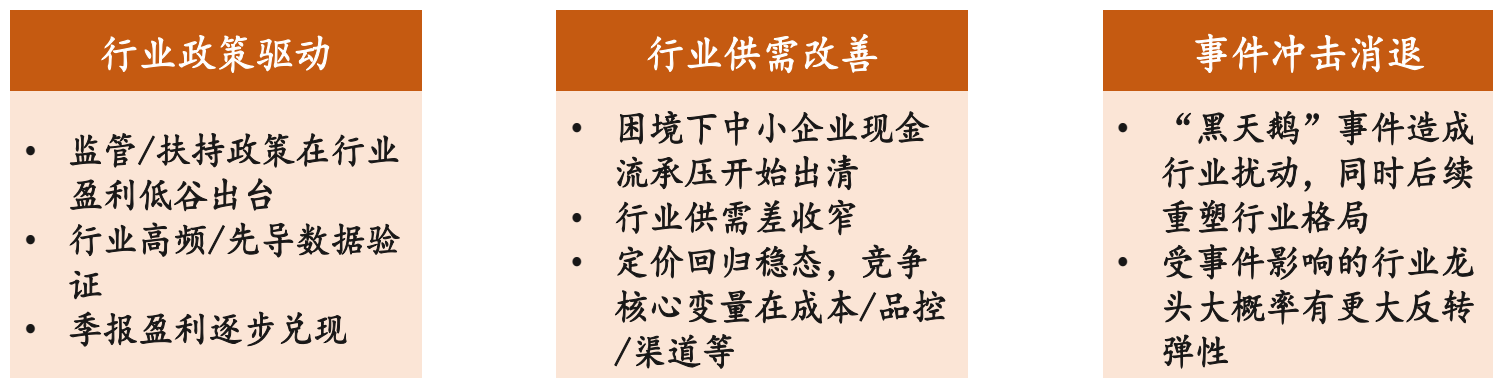
图：上海快递业务量4月同比下降90.1%



### 我们强调，疫情短期因素不改公司价值。

- 行业单量层面：**疫情主要影响单量。考虑到复盘2020年，行业1月份快递单量同比下降16.4%，2月份同比即持平微增0.2%，3月份同比增速即迅速回升至23.0%，4月份同比增速进一步提升至41.1%。我们假设疫情影响至6月份（5月及6月单量同比分别+3%、+13%，后续7-12月单量同比增速23%），则测算全年行业单量1246.69亿件，同比增长15.1%，仍能维持15%以上同比增速。
- 公司价值层面：**我们认为疫情带来的利润影响基本不干扰公司价值回升的本质。

图：风险收窄型投资的三大主要驱动及相应价值修复主线



股价安全垫相对充足，左侧底部布局的价值修复确定性较高



### 快递业复工复产有序推进。

- **监管层面**，明确邮政快递企业是重要的生产生活物资保障单位，在疫情改善情况下推动由分拨中心到网点的复工复产，根据上海邮管局，预计6月份上旬全面恢复个人寄递业务。

表：邮政快递监管部门有关复工复产政策相关表述

时间	主体	内容
2022/3/13	上海邮管局	由于疫情影响，部分区域不能正常投递
2022/3/25	上海邮管局	为妥善解决企业车辆通行、分拨中心和营业网点复工复产、末端投递等问题，上海局协调市相关部门为多家快递企业办理上海市疫情防控生活物资保障企业证明，给予企业在生产加工、物资采购和物流通行等方面支持和帮助，保障企业正常经营
2022/3/26	上海邮管局	目前，上海各品牌寄递企业处理中心均正常运行，截至目前未收到因邮件快件造成用户感染的病例报告。近期，因上海市疫情防控网格化核酸筛查，部分重点区域进行封闭管理，给上海市邮政快递业部分营业网点正常运行和从业人员正常工作带来一定影响，部分区域出现邮件快件无法揽收和派送的情况。
2022/4/7	上海邮管局	上海市邮管局召开本市邮政快递业疫情防控部署会议，要全力做好市民生活物资保供工作。要充分发挥行业保畅通、惠民生的重要作用，在做好疫情防控的基础上，积极投入到城市生活物资保供工作中去，努力打通生活物资配送“最后一公里”“最后100米”
2022/4/21	上海邮管局	强化邮政快递从业人员防疫措施的落实：一是建立闭环管理；二是严格落实核酸检测和抗原自测模式要求；三是加强健康管理；四是鼓励无接触配送，减少直接接触。
2022/4/30	上海邮管局	结合上海和行业实际，分保供、保通、保畅三个阶段积极稳妥逐渐有序开展复工复产工作。根据安排：1) 当前行业的主要任务是开展受各级政府、部门委托的保供工作，承担防疫物资、紧急药品和人民群众生活必需品的运递服务，以及已复工复产企业的点对点服务，不开放网点营业。2) 待社会面动态清零后，将视疫情防控形势，合理开放部分分拨处理中心和营业网点，以生产生活资料和关系国计民生的产业链供应链为服务保障重点，满足部分寄递需求。3) 直至社会经济秩序逐步全面恢复，行业将全面开放分拨处理中心和营业网点的运营，全面恢复寄递业务
2022/5/8	上海邮管局	公布上海市邮政快递业第一批复工复产“白名单”企业
2022/5/12	住房和城乡建设部办公厅、国家邮政局	就全力保障末端寄递服务正常运转有关工作通知如下：保障邮政快递民生服务畅通运行；完善骨干节点和网点管理；畅通“最后一百米”服务；推广无接触设施配置；严格落实疫情防控要求；落实疫情防控物资保障。
2022/5/12	上海邮管局	目前公布的第一批邮政快递业复工复产“白名单”涉及21家主要品牌邮政快递企业，已有16家分拨处理中心恢复运营，5家分拨处理中心也拟于近期投入运营。目前，行业揽收和投递业务量日均值均已达到100多万单，恢复到常态水平的1/6
2022/5/16	上海邮管局	公布上海市邮政快递业第二批复工复产“白名单”企业
2022/5/18	上海邮管局及交通委	联合召开本市邮政快递业复工复产工作协调会，进一步贯彻国家邮政局和上海市委市政府关于统筹推进疫情防控和复工复产工作的有关指示要求，打通邮政快递业运行堵点，充分发挥邮政快递业在畅通微循环和保障“最后一公里”物资配送方面的积极作用
2022/5/19	上海邮管局	5月18日全行业揽收邮件快件业务量为253万件，投递业务量为214万件，已恢复到平时日均水平的五分之一左右，预计6月上旬全面恢复个人寄递业务，预计到6月中旬左右行业揽收水平将恢复到平时日均水平的70%左右

资料来源：国家邮政局，上海市邮政管理局，浙商证券研究所

### 快递业复工复产有序推进。

- **企业层面**，积极响应政策号召，对外推动快递物流保通保供保畅，对内健全链路管理机制、帮扶支持疫情受损加盟商及快递员。

表：邮政快递企业有关复工复产政策相关表述

公司	时间	事件
圆通	2022/4/22	就落实邮政快递业保通保畅促进产业链供应链稳定电视电话会议精神进行部署，要全面落实国家邮政局关于邮政快递业保通保畅促进产业链供应链稳定视频会议的要求，充分发扬“小蜜蜂”精神，履行疫情防控和安全生产主体责任，精心谋划、精准施策、精细推动，为保通保畅工作做出应有贡献
	2022/4/25	从严防疫、保通保畅，多地推进复工复产：福建产能已恢复九成以上；江苏大部分区域已恢复正常收派；吉林全力以赴推动复工复产；陕西多地基本恢复日常营业状态
	2022/4/28	总部推出1000余万元的工资补贴及向上海地区的网点提供20万元至50万元不等的授信额度两项重磅政策，全力扶持上海网点克服困难、复工复产
	2022/4/29	山西、吉林、上海等地圆通网点陆续复工复产
	2022/5/2	上海少部分分公司复工复产；山西省内已有600多家分公司及网点陆续复工，5月1日当天的派件量已达4月29日的2.5倍；长治集运中心也逐步恢复运转；吉林长春集运中心成为当地首批获得复工复产许可的快递企业，中心员工到岗率已达到近90%，操作能力和运转速度逐步恢复到日常水平
韵达	2022/4/24	召开全网保通保畅线上专题会议，总部、各省公司和分拨已成立专班，制订目标任务，推进重点事项，确保全网保通保畅落实到位
	2022/4/28	为协同全网抗疫，做好邮路保通保畅工作，总部特设立1亿元人民币“专项抗疫基金”。对在疫情中受影响严重、需要恢复经营的加盟商，给予定向帮扶，专项扶持
	2022/5/12	正在根据行业复工复产的节奏，积极申请通行证，为复工复产进行全面准备，上海地区的快件分拨中心也在逐步开始运行，服务网点也在逐步恢复服务
	2022/5/15	召开全网疫情防控线上专题会议，传达学习国家邮政局召开的邮政快递业疫情防控相关会议精神，要求坚持疫情防控和业务运营“两手抓”，把疫情防控放在首位，细化防控措施，在做好疫情防控工作的前提下，做好客户和消费者服务工作
顺丰	2022/4/9	陆续组织一线收派员重返岗位、加入保供队伍行列，竭尽全力打通末端最后一公里
	2022/4/28	北京顺丰全面开展民生保供行动，盘活运力资源；强强联合线下商超，打通配送全链路；同城骑士小时级响应，急居民之所急；提供仓储服务，有序入仓，全力保供

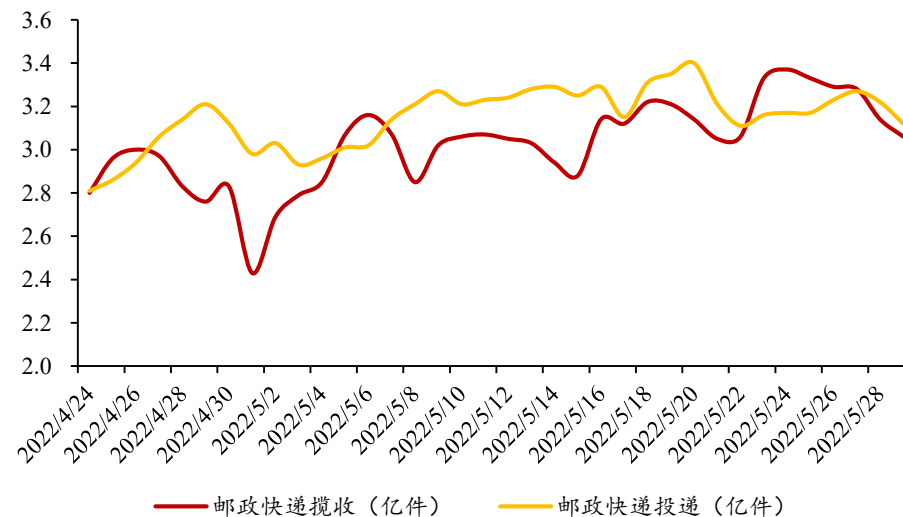
短期看，快递业务运营已在稳步修复。

- 3月中旬开始单量受疫情影响，4月份韵达单量再次受到山西疫情影响单量及份额有所下滑，但我们认为一方面疫情影响为短期因素不改中长期格局，另一方面根据主要快递企业分拨中心吞吐量指数以及国家邮政局日度揽派数据分析，全国主要快递企业分拨中心吞吐量指数最新86.10点，较5月初回升16.1%，国家邮政局日度揽收量最新3.06亿件，较2021年日均提升3.13%，单量短期处于回升趋势。

图：全国主要快递企业分拨中心吞吐量指数呈回升趋势



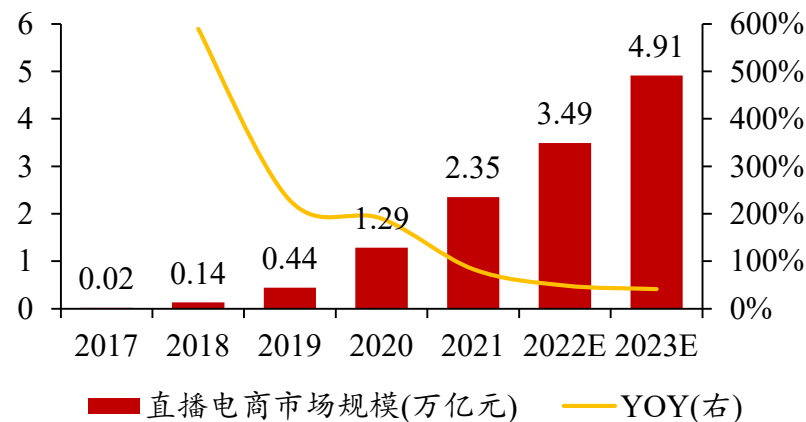
图：全国邮政快递揽收量已经恢复至略高于去年日均水平



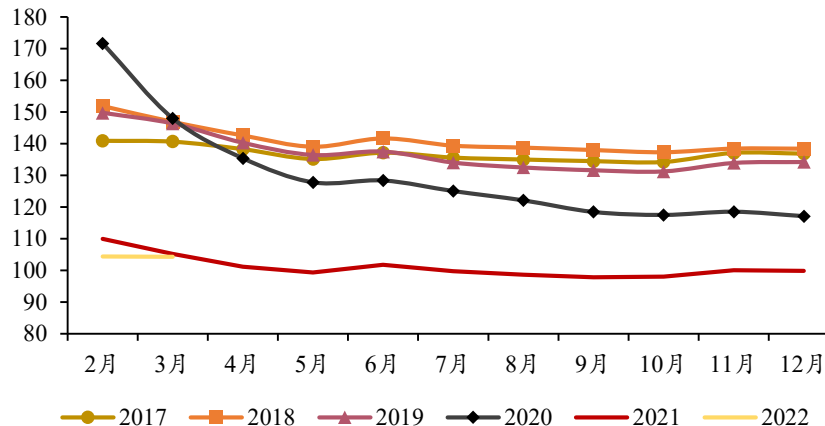
**中长期看，从上游驱动、单包裹货值、市场出清角度，快递单量有望持续高增。**

- 上游驱动：**抖音快手等第三方带货平台崛起，有望带来上游强劲新驱动。网经社预计我国2021年直播电商用户达4.3亿人，交易规模同比增长82.9%至2.35万亿元，其中快手电商GMV约8000亿元（同比增长109.4%），抖音电商GMV约10000亿元（同比增长100%）。艾瑞咨询进一步预计到2023年我国直播电商市场规模达4.91万亿元，据此测算2021E-2023E市场规模复合增速达44.6%，依然维持相对高增长。
- 单包裹货值：**我们跟踪判断单包裹货值持续走低，将带来包裹相对实体网购GMV超额增长。若不考虑4月份疫情对快递履约时效影响，2022年前3月测算快递单包裹货值104.25元，同比处于下行趋势。
- 市场出清：**尾部快递持续出清叠加行业并购影响，头部份额提升，有望带来公司单量超额高增。2021年10月极兔与百世共同公告达成战略合作意向，极兔计划作价68亿元人民币收购百世国内快递业务。由于百世快递分部本身体内资产属性极轻，且双方末端网络整合尚待磨合，我们分析认为或有部分单量外溢，此外行业落后产能仍在出清，带来龙头超额增长。

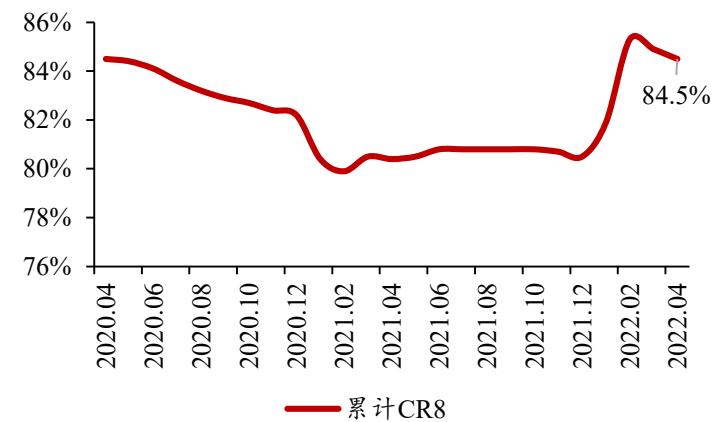
图：预计到2023年我国直播电商市场规模达4.91万亿元



图：我国快递单包裹货值持续下行（元/件）



图：快递累计CR8同比显著提升

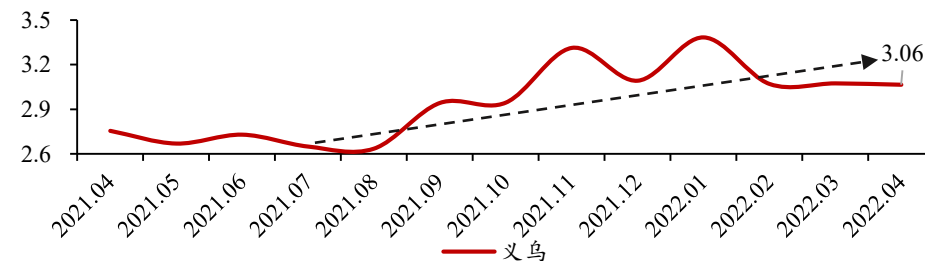


- 快递价格修复仍有时间及区域双维空间。**时间维度，《浙江省快递业促进条例》自2021年4月草案发布以来，下半年义乌地区快递价格三季度开始持续修复，2022年有望享受完整年度的同比修复红利。区域维度，从数据端情况看浙江省外其他主要快递产粮区仍未充分享受到价格修复红利，后续遏制快递恶性竞争的立法规制上升至全国层面，有望同时带动除浙江省外其他主要产粮区（如广深地区等）价格持续修复。

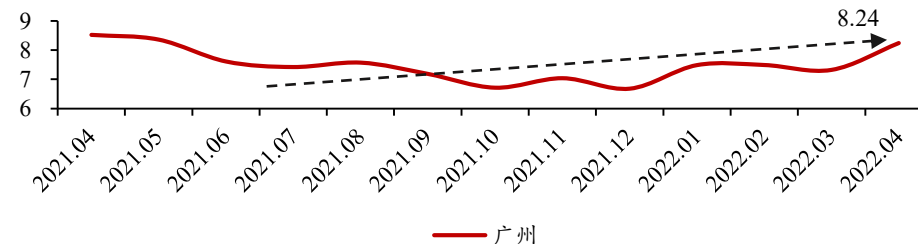
表：国家邮政局《快递市场管理办法（征求意见稿）》要点梳理

概括	方向	内容
一核心	推动快递业全国性高质量发展	以促进快递业高质量发展为主线，坚持问题导向，从而适应快递市场监督管理工作实际，更加有效规范市场主体经营行为，不断提升快递服务质量和安全水平，促进快递业持续健康发展
两维度	竞争秩序维度	专门设立市场秩序章节，对快递企业业务及地域范围、业务许可资质、经营禁止范围等进行明确规范
	服务质量维度	对快递经营企业服务质量要求进一步具象化（事前制度及事中揽运派全覆盖），此外首次赋予邮政管理部门就快递服务品牌直接关联企业服务行为发生异常、在特定地域范围内不具备提供正常服务的能力和条件情况下公开发布快递服务异常信息的权利
三重点	禁止低于成本线的价格竞争	经营快递业务的企业及其从业人员不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务
	整治串通操纵价格及虚构快递信息现象	经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人相互串通操纵市场价格，损害其他经营快递业务的企业或者用户的合法权益；不得虚构快递服务信息或者配合他人非法活动提供快递服务
	保障快递从业人员合法权益	专门设立从业人员权益保障章节，要求经营快递业务的企业应当依法保障快递从业人员劳动报酬、劳动条件、劳动保护、职业培训、职业发展、社会保险等方面的合法权益

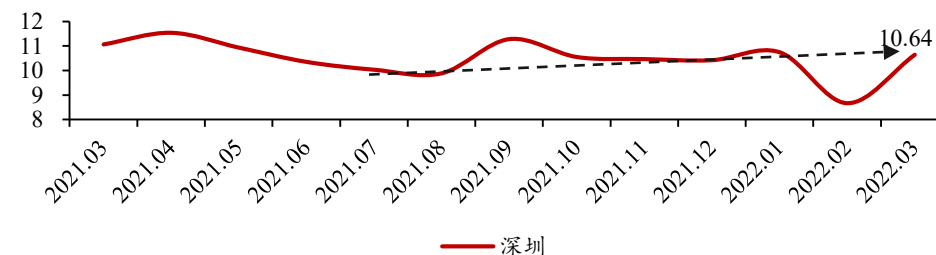
图：义乌票单价21年7月至22年4月累计提升0.41元



图：广州票单价21年7月至22年4月累计提升0.82元



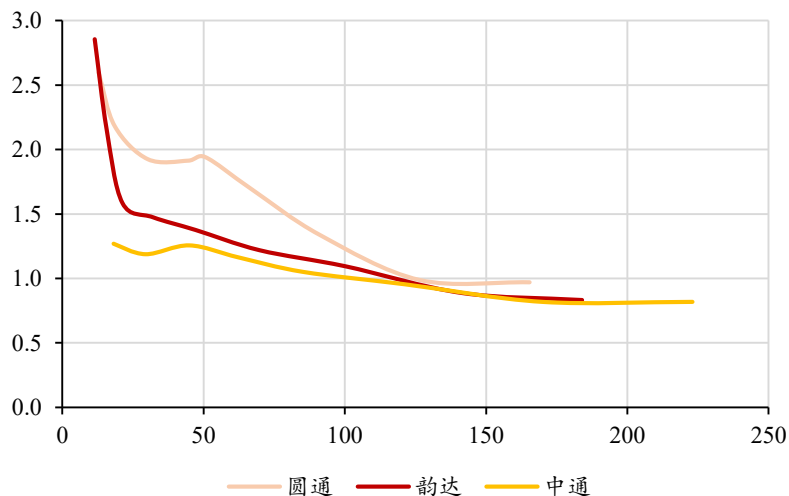
图：深圳票单价21年7月至22年4月累计提升1.58元



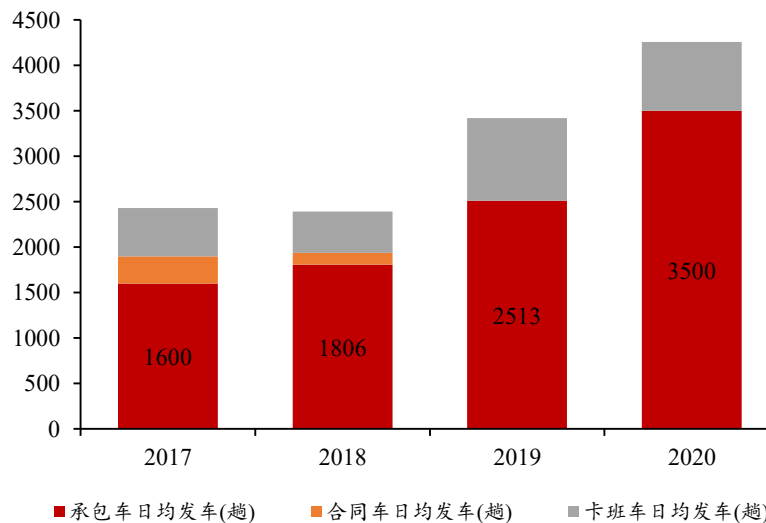
### 核心成本方面：单票干线运输成本与中转成本短期具备下行空间。

- **规模效应：**快递总量盘子维持相对高增叠加份额持续向龙头集中，将增强规模效应摊薄单票快递成本。
- **车辆替代：**1) 自有车辆替换自有车辆能够保证干线运力可控，对第三方车队也有更多议价权，降低干线运输环节的成本；2) 长轴距卡车将短轴距卡车替换，规模效应提升带动单票成本下降。
- **分拨替代：**分拨中心的土地使用权及房屋建筑方面，租金大概率刚性上涨，而如果实现自营则年均摊销额相对固定，并可保证分拨中转环节的稳定运营。

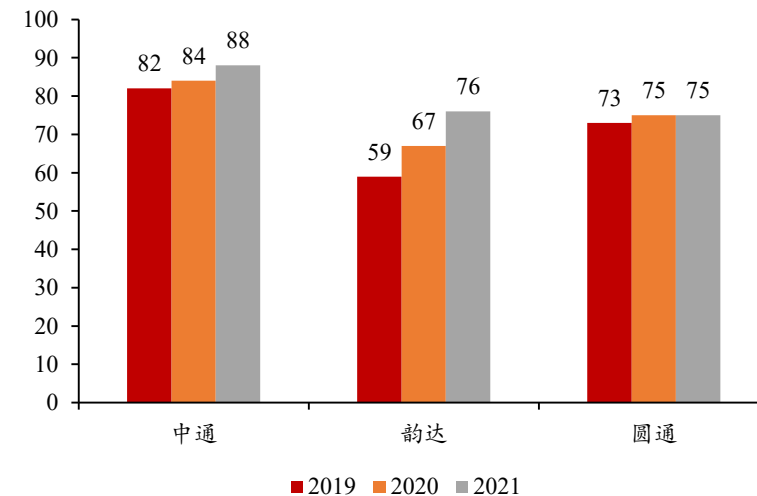
图：单票剔除派后快递成本随规模扩张下降(2013-2021)



图：韵达承包车日均发车趟次不断增加



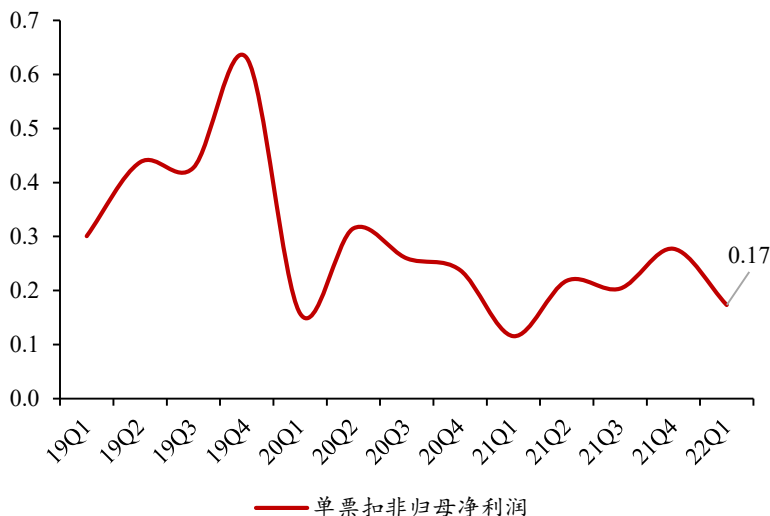
图：通达系自有转运中心数量均有不同程度上升



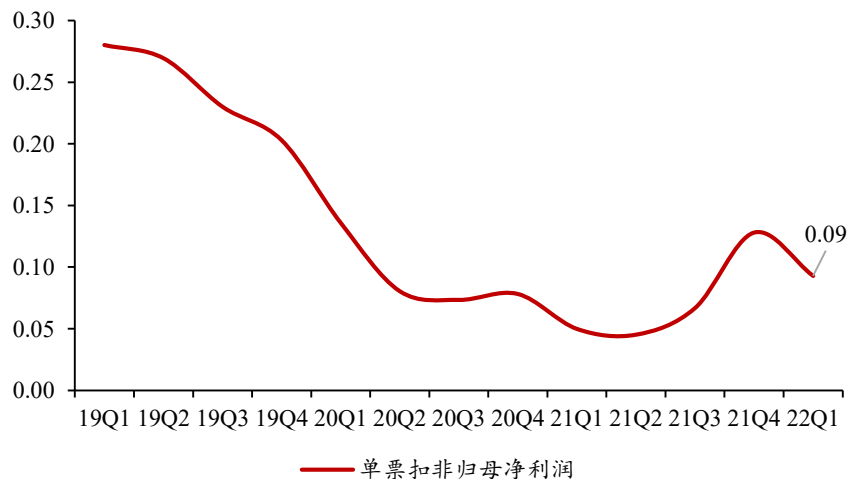
### 单票盈利进入回升趋势。

- 中通快递22Q1综合单票扣非归母净利润0.17元，同比提升0.05元。
- 韵达股份22Q1综合单票扣非归母净利润0.09元，同比提升0.04元。
- 圆通速递22Q1综合单票扣非归母净利润0.22元，同比提升0.11元。
- 申通快递22Q1综合单票扣非归母净利润0.03元，同比提升0.07元。

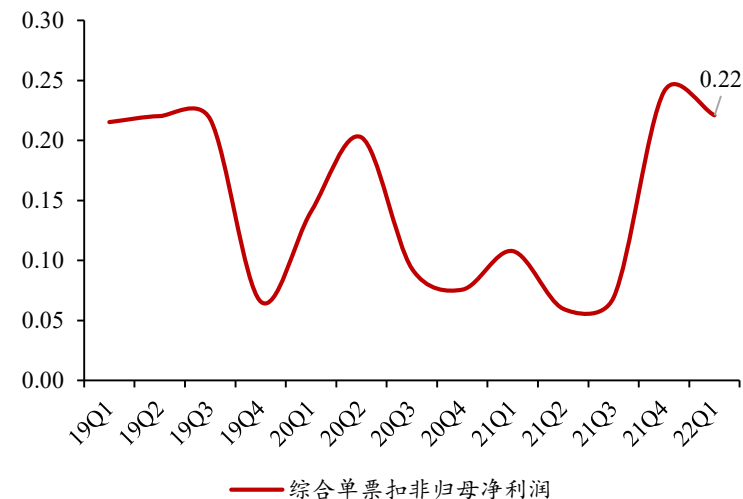
图：中通快递22Q1综合单票扣非归母净利润0.17元



图：韵达股份22Q1综合单票扣非归母净利润0.09元



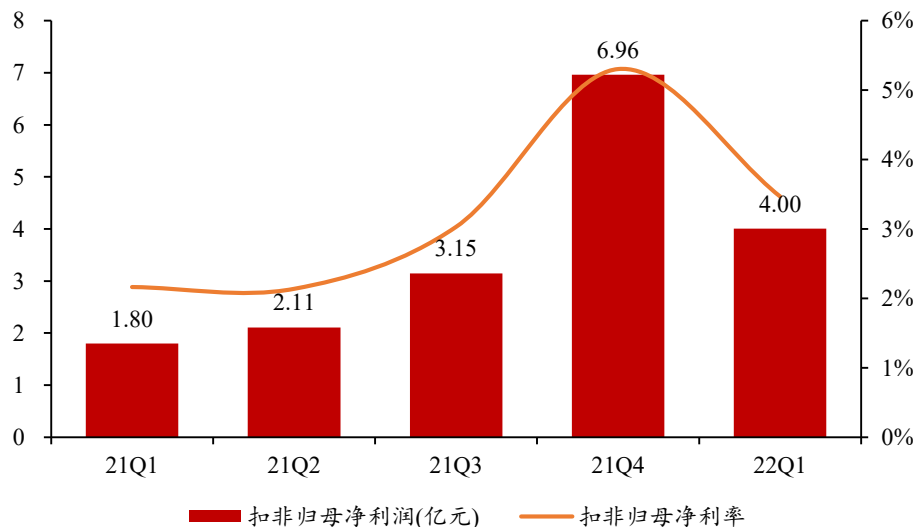
图：圆通速递22Q1综合单票扣非归母净利润0.22元



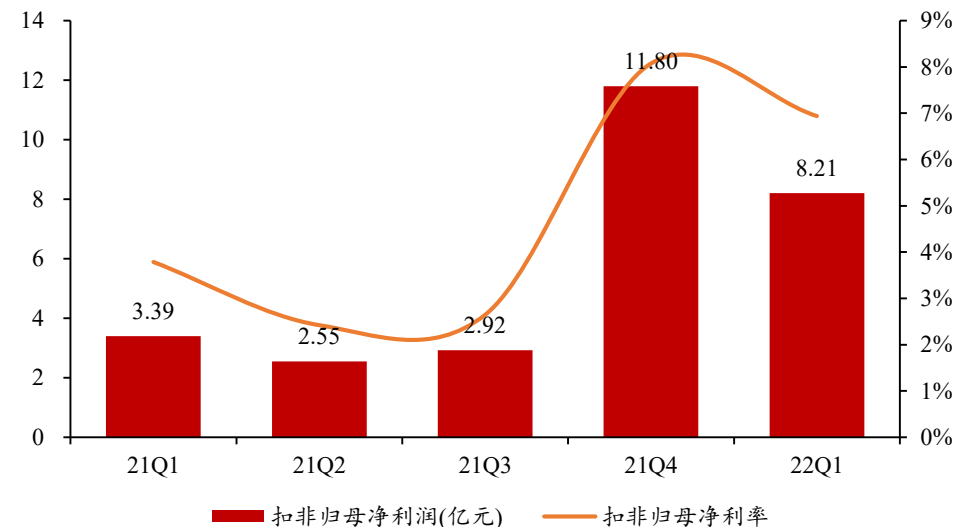
**短期疫情不改价值修复，行业政策持续护航，看好单量、单价、单票成本三维度驱动下板块龙头盈利修复。**

- **韵达股份**：A股电商快递龙头，聚焦国内电商快递主业，22Q1扣非归母净利润4.00亿元，同比增长122.4%。我们预计疫情下2022年公司归母净利润仍达26.14亿元，同比超预期高增77%，对应当前股价市盈率仅20.0倍。
- **圆通速递**：主营电商快递业务，航空及货代业务发展迅速，22Q1扣非归母净利润8.21亿元，同比增长141.9%。我们预计疫情下2022年公司归母净利润仍达32.6亿元，同比超预期高增54.7%，对应当前股价市盈率仅21.1倍。

图：韵达股份单季扣非业绩情况



图：圆通速递单季扣非业绩情况

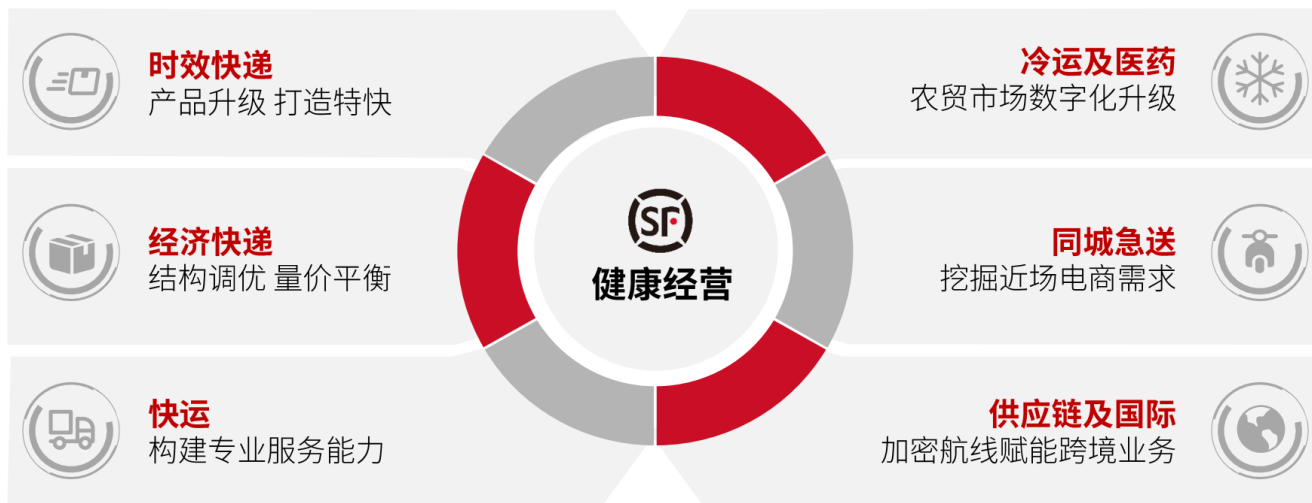




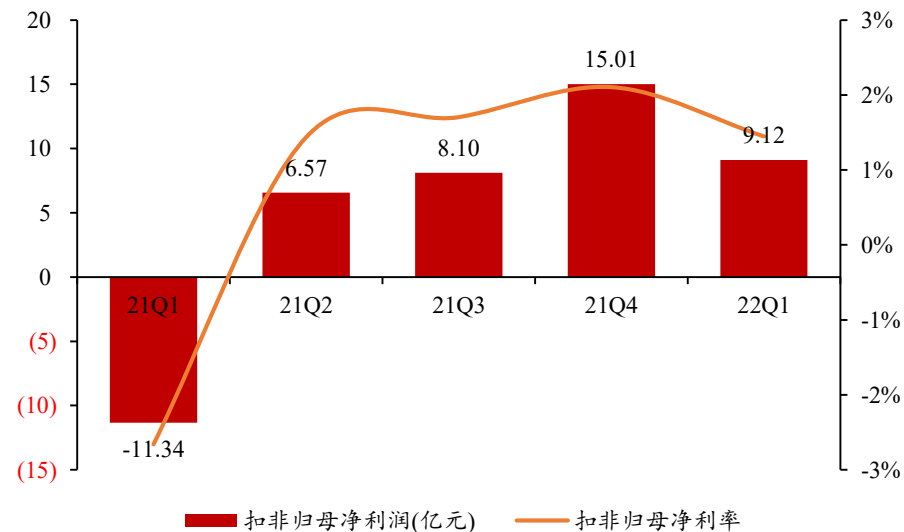
### 健康经营步调稳健，看好基本面多维改善下盈利修复。

- 公司在快递基本盘客户及件量结构调优，快运业务减亏转盈，国际供应链业务生态协同，四网融通持续推动降本增效等多重基本面改善驱动下回归健康经营，叠加新一期股权激励赋能，有望带动主业利润修复高弹性。
- 公司22Q1归母净利润10.22亿元，扣非归母净利润9.12亿元。业绩如期稳步修复。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别72.62亿元、96.95亿元、114.83亿元，对应PE分别34.1倍、25.5倍、21.6倍。看好业务壁垒升级持续增厚中长期投资价值。

图：顺丰控股健康经营彰显成效



图：顺丰控股单季扣非业绩情况



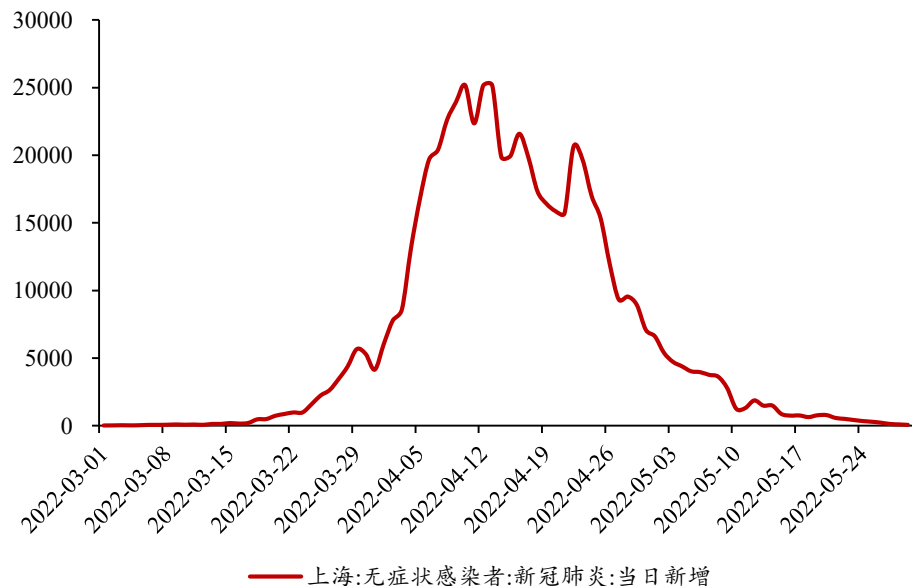
02

绝对收益  
稳增长

### 上海地区疫情管控逐步改善。

- **感染人数边际回落。**上海市新增无症状感染者人数自2022年3月16日起至今，总体呈现冲顶回落态势。于四月中旬探顶后，稳步回调。当前每日新增无症状感染者人数仅为顶峰时期的0.3%。
- **防疫政策边际宽松。**上海防疫政策手段由原来的撒网式全面管控，逐步转型为气泡式点状管控。且自五月以来，政府对于出行管控逐步放松，部分公交线路、公园景区也在有序面向公众开放。

图：上海市新增无症状感染者人数大幅收窄



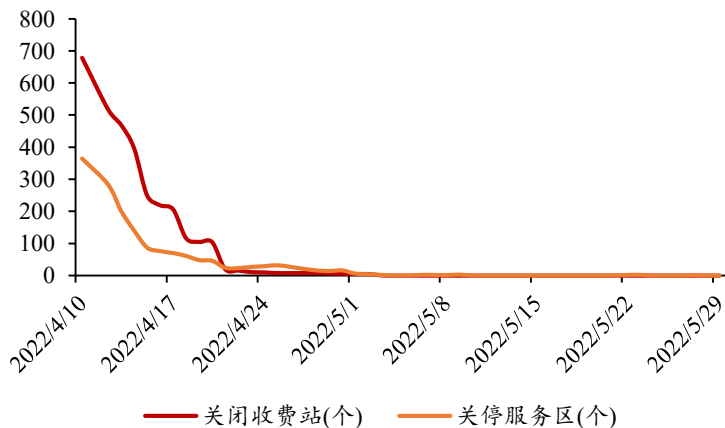
表：上海市防疫动态梳理

时间	内容
3.23	上海地铁13号线/14号线部分站点今起暂停运营
3.31	上海封控区域内：所有公交线路停驶；过境封控区域：公交线路绕行；开往封控区域内的公交线路：缩线运行。
5.1	上海已有6区实现社会面基本清零，分别是：奉贤、金山、崇明、青浦、松江和普陀
5.11	上海已有8区实现社会面基本清零，新增嘉定和徐汇
5.17	上海部分公园、景区逐步恢复开放，其中包括碧海金沙景区、上海之鱼、古华公园灯
5.22	优先恢复273条线路运营，主要服务于全市机场、火车站、三甲医院和各区中心医院。同时结合当前疫情形势，以及对出行需求的预测，优化线路班次间隔。
5.29	分类指导、动态修订复工复产复市疫情防控指引、取消企业复工复产复市不合理限制，6月1日起取消企业复工复产审批制度

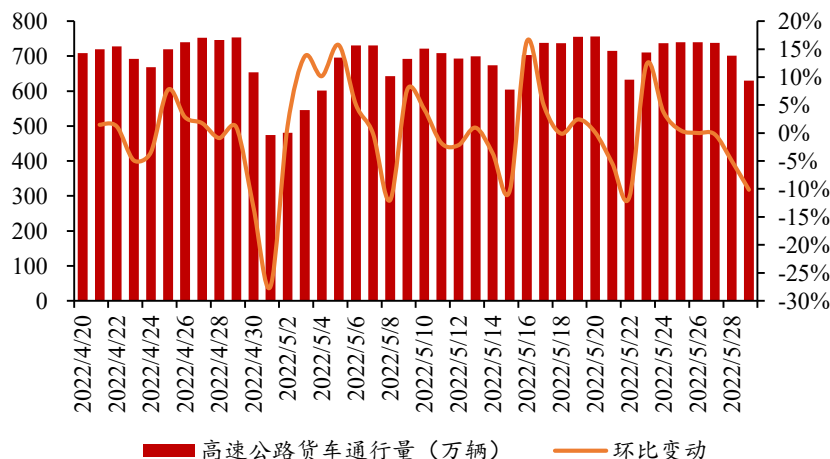
### 公路干线运输通畅，货运量稳中有升。

- **高速公路网整体恢复正常。**全国高速公路关闭收费站、关停服务区数量逐步清零。自5月4日起，全国公路关停收费站与服务区数量已首次清零。先前受疫情影响，路网停摆导致货车运输受限的情况将逐步缓解。
- **公路货运吞吐量稳中有升。**五月下旬，排除周末节假日扰动，其余工作日内全国高速公路货车通行量日环比多数保持正增长，且有在增长后保持稳定的趋势，疫情所导致供应链受阻情况持续改善。
- **物流园区周转力快速恢复。**伴随路网恢复通畅，积压于物流园区的货物开始出清。忽略春节停休影响，公共物流园区日度吞吐量指数已于三月疫情大范围爆发时的波谷，迅速反弹，且与往年同期指数差异急剧收窄，物流园区周转能力正常化指日可待。

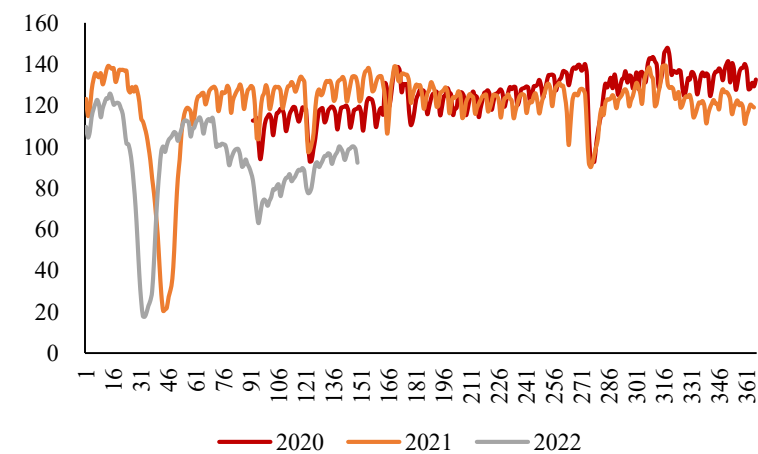
图：全国公路通畅度已恢复正常



图：公路货运吞吐稳中有升



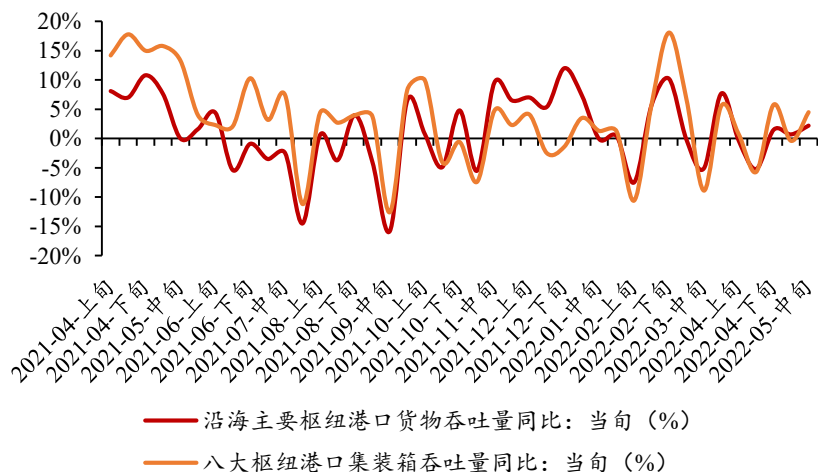
图：公共物流园吞吐量指数快速逼近往年



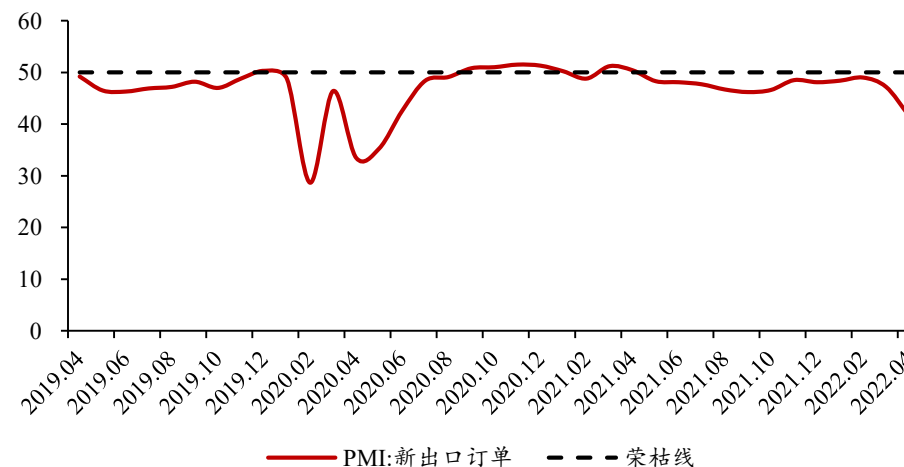
### 港口集疏影响基本消除，关注整体出口贸易情况。

- 公路集疏港影响基本消除。** 交通运输部于4月中旬开展高速公路服务区和收费站关停情况自查自纠，在政策引导下，4月26日全国公路运输大动脉基本打通。5月4日全国关闭收费站及关停服务区首次清零。5月10日以来持续清零关闭收费站及关停服务区。5月中旬，八大枢纽港口集装箱吞吐量同比+4.5%（5月上旬同比-0.4%）。其中，外贸吞吐量同比+7.2%（5月上旬同比+1.7%），内贸吞吐量同比-2.8%（5月上旬同比-6.8%）。
- 后续关注出口贸易情况。** 短期疫情对出口形成一定程度扰动，但4月我国出口金额仍能维持同比正增长。根据浙商宏观团队观点，突出的制度优势和防疫保供经验帮助我国较快实现了国内供应链有序运转，国内供应链的弹性和韧性较上一轮有过之而无不及，随着近期国内供应链的修复，后续可以对出口乐观一点。

图：4月下旬以来枢纽港集装箱吞吐改善



图：中国4月新出口订单PMI值41.6



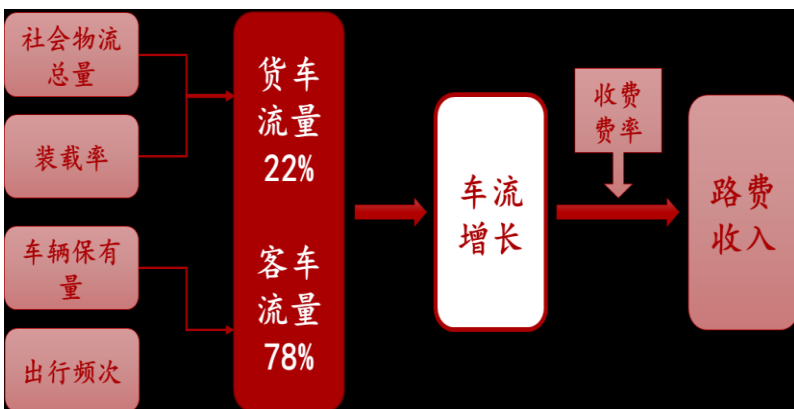
剔除疫情一次性影响的情况下，公路车流相对经济具有稳健性。

- 客车流量对经济周期敏感度较低，系经济波动主要对居民购车均价存在影响，但对客车流量影响较小。
- 货车流量虽受宏观经济周期影响，但近年来高速公路治超行动不断，单车装载率降低，增加了出车频次。

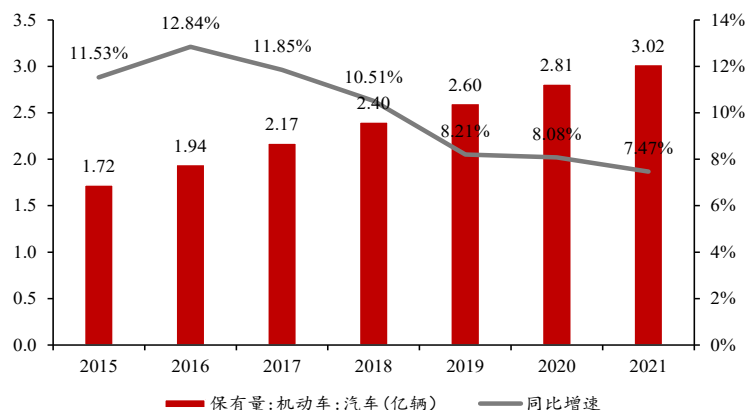
表：近年高速公路治理货车超载相关政策

日期	印发单位	政策	内容
2017.02	发改委、人民银行、交通部等29个部门	《关于对严重违法失信超限超载运输车辆相关责任主体实施联合惩戒的合作备忘录》	是交通运输系统强化事中事后监管、构建以信用为核心新型监管机制的一大重要举措，这对于维护交通运输秩序、净化交通运输环境、保护人民生命财产安全具有重大意义。
2017.11	交通部、公安部	《关于治理车辆超限超载联合执法常态化制度化工作的实施意见（试行）》	主要包括指导思想、工作原则、联合执法工作机制、联合执法纪律要求、保障措施等五个方面内容。
2018.10	国务院办公厅	《推进运输结构调整三年行动计划（2018 - 2020年）》	强化公路货运车辆超限超载治理，到2020年底，各省（区、市）高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过0.5%。
2020.06	交通部	《关于进一步加强全国治理车辆超限超载工作的通知》（交公路函〔2020〕298号）	鼓励各地在未设置超限检测站的公路货运通道、重要桥梁、重要路口等节点位置，设置具备不停车称重检测、视频监控等功能的技术监控设施，解决治超监管盲区问题。

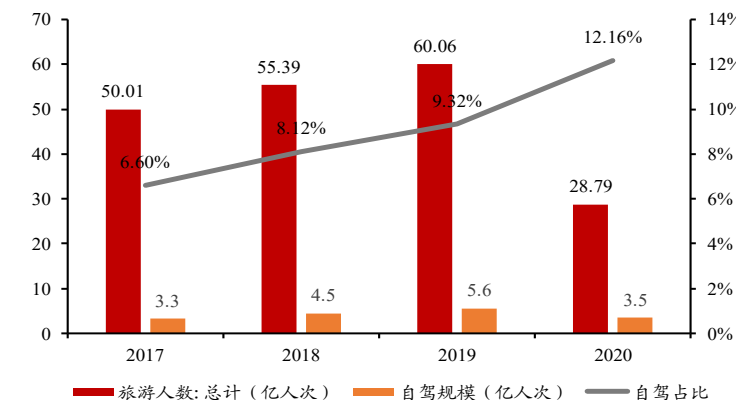
图：客车货车车流增长驱动



图：2015-2021年中国汽车保有量稳步增长



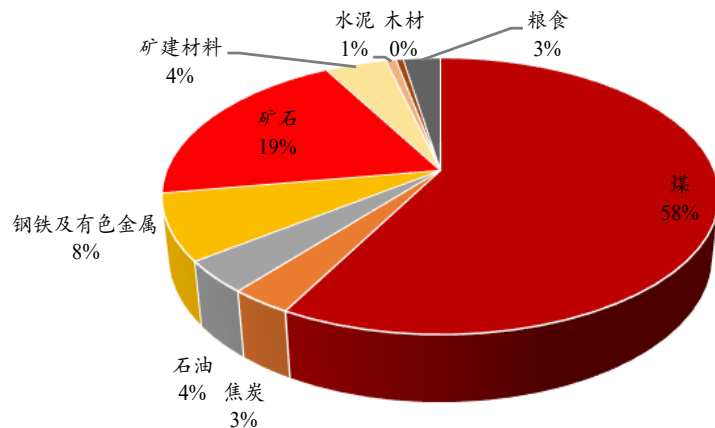
图：2017-2020年中国自驾旅游出行人数占比逐步提升



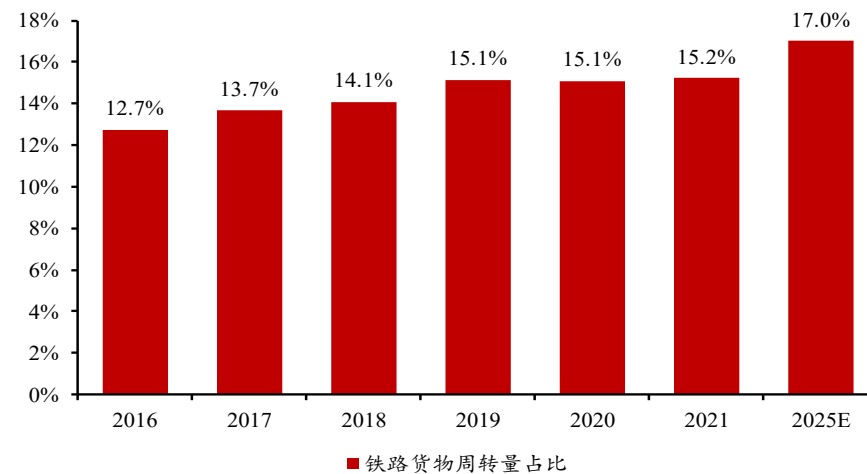
### 铁路货运以大宗为主，相对疫情具备较强韧性。

- **从运输品类看**，2020年国家铁路货运以煤（58%）、矿石（19%）、钢铁及有色金属（8%）、石油（4%）、矿建材料（4%）等大宗商品为主，稳定性强。
- **从运输方式看**，大宗公转铁持续推进，未来仍将推动大宗商品运输结构进一步优化调整。根据国务院办公厅和交通运输部，至“十四五”期末，铁路货物周转量占比将提升至17%，晋陕蒙产煤区大型工矿企煤炭和焦炭中长距离运输（运距500公里以上）的铁路运输比将达到90%。
- **从运输服务看**，铁路货运并非人员聚集行业，2013年铁路货运改革启动至今，货运受理方式借助数字化技术不断简化优化，相关人员接触减少。

图：我国铁路货运结构相对刚性（2020年国家统计局口径）



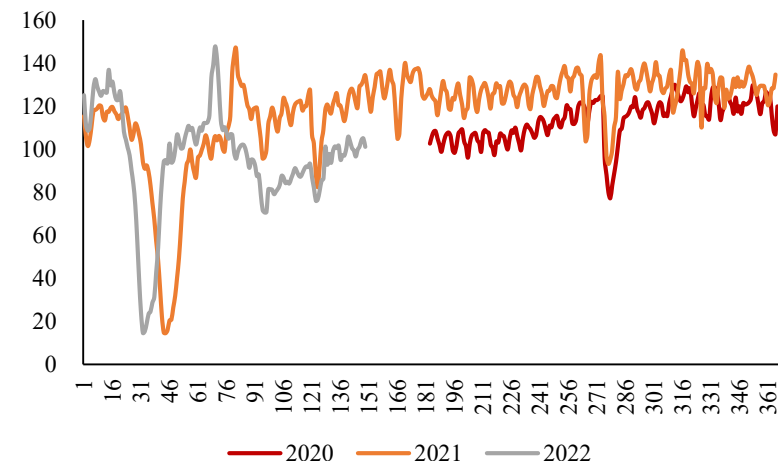
图：交通部规划到2025年铁路货物周转量占比17%



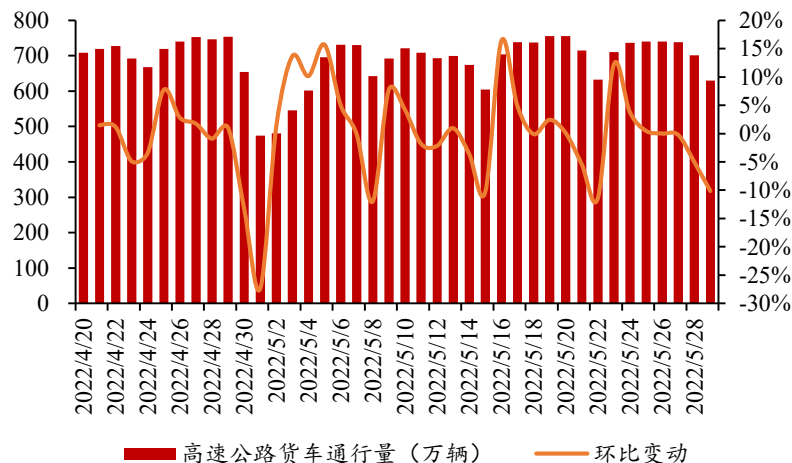
### 当前疫情影响修复稳步推进。

- **公路车流方面**，根据G7物联，全国整车货运流量指数截止2022/5/29为101.02，较5月初提升16.4%；根据交通运输部，全国高速公路货车通行量截止2022/5/29为629.88万辆，较5月初提升32.8%。
- **铁路货运方面**，根据交通运输部，国家铁路货运量截止2022/5/29为1102.2万吨，较5月初提升0.45%。

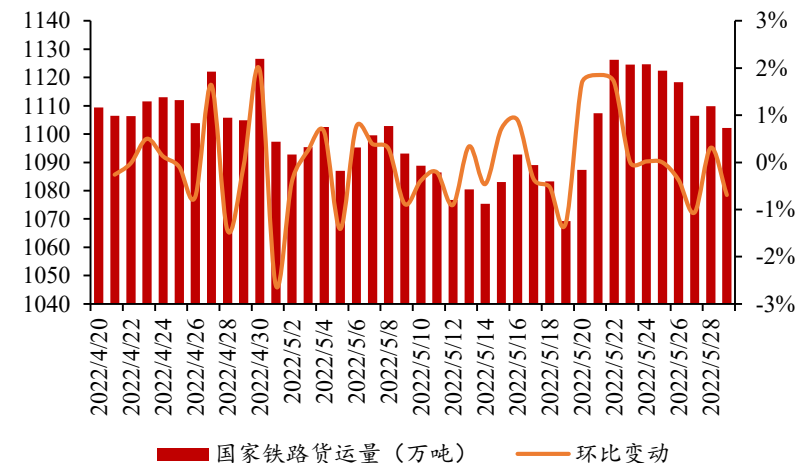
图：全国整车货运流量指数环比修复



图：高速公路货车通行量5月初以来环比修复



图：国家铁路货运量5月初以来环比修复

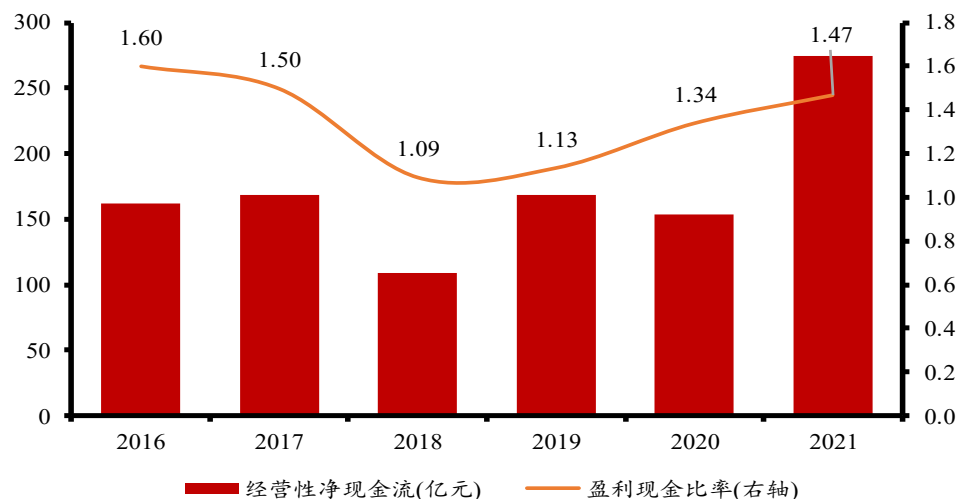




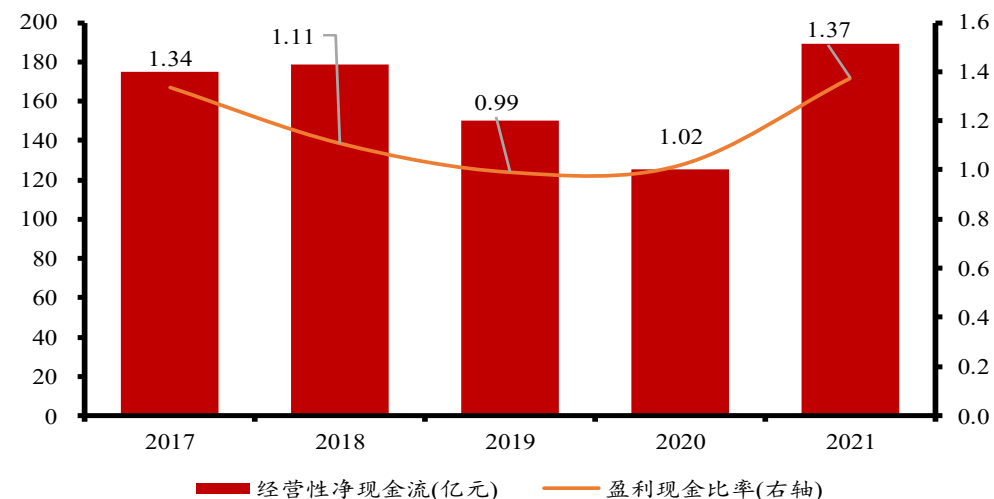
受益于运营模式，铁路货运、公路现金流良好，具有高分红能力。

- 铁路货运及高速公路“贷款投资-建设-经营”的模式决定了相关标的公司拥有稳定的经营现金流，近年来大秦铁路盈利现金比率维持在0.9-1.3之间，高速公路板块盈利现金比例维持在1.1-1.6之间。基于稳定的现金流，标的公司能够以高分红积极回报股东。

图：SW高速公路板块现金盈利比率稳健



图：大秦铁路现金盈利比率稳健



### 绝对收益价值凸显，股息角度优选山东高速及大秦铁路。

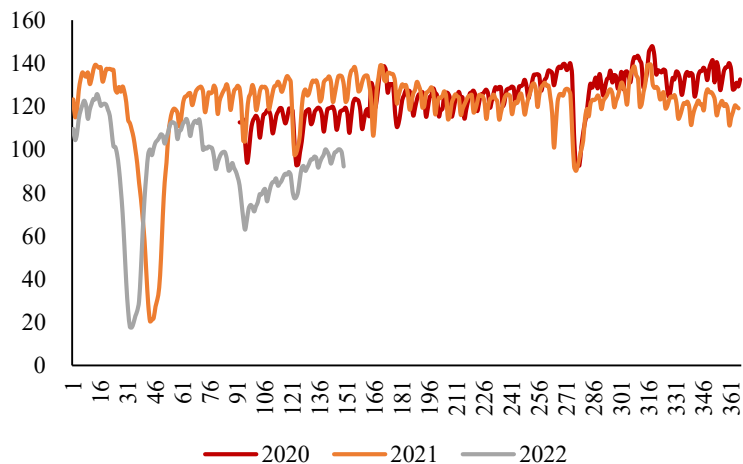
- **山东高速**：改扩建+高股息攻守兼备。济青及京台两大核心路产改扩建成长逻辑持续强化，并表轨交集团及齐鲁高速业绩稳健向好，聚焦主业后经营风险收窄带动利润增长，此外20-24年每年承诺60%高分红比例承诺托底绝对收益。
- **大秦铁路**：国家铁路煤炭货运龙头，掌握西煤东运命脉。短期基建需求增长叠加中远期“三层安全垫”结构优势，运量有望持续稳健增长。公司承诺2020-2022年每年每股分红0.48元，对应当前股息收益年均可达7.2%，分红脱钩利润确定性较强，高股息具备吸引力。
- 此外，关注高股息标的粤高速A、深高速、宁沪高速、皖通高速。

表：A股公路铁路重点公司近5年股利支付情况及分红政策

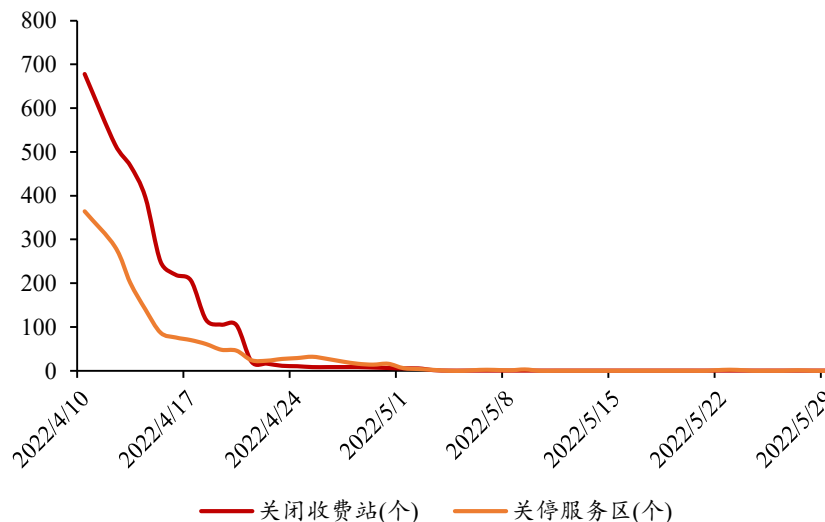
公司简称	2017	2018	2019	2020	2021	分红政策
山东高速	32%	36%	60%	90%	63%	承诺2020-2024年分红比例60%
大秦铁路	52%	49%	52%	65%	59%	承诺2020-2022年每年每股分红0.48元
招商公路	40%	40%	40%	49%	43%	分红比例或再提升
粤高速A	70%	70%	70%	70%	70%	承诺2021-2023年分红比例70%
宁沪高速	62%	53%	55%	94%	55%	每年每股分红预计不低于前一年
深高速	46%	45%	45%	46%	56%	承诺2021-2023年分红比例55%
皖通高速	46%	45%	45%	46%	60%	承诺2021-2023年分红比例60%

- 公路集疏港影响基本消除。**交通运输部于4月中旬开展高速公路服务区和收费站关停情况自查自纠，在政策引导下，4月26日全国公路运输大动脉基本打通。5月4日全国关闭收费站及关停服务区首次清零。5月10日以来除22日及23日外，持续清零关闭收费站及关停服务区。
- 根据交通运输部，5月1日-24日，全国重点监测港口完成货物吞吐量7.9亿吨，环比4月同期增长4.2%，同比去年5月下降0.7%；完成集装箱吞吐量1769万标箱，环比4月同期增长5.4%，同比去年5月增长3%；长三角港口集装箱日均吞吐量25.47万标箱，环比4月日均增长4.4%，同比去年5月日均增长1.2%。

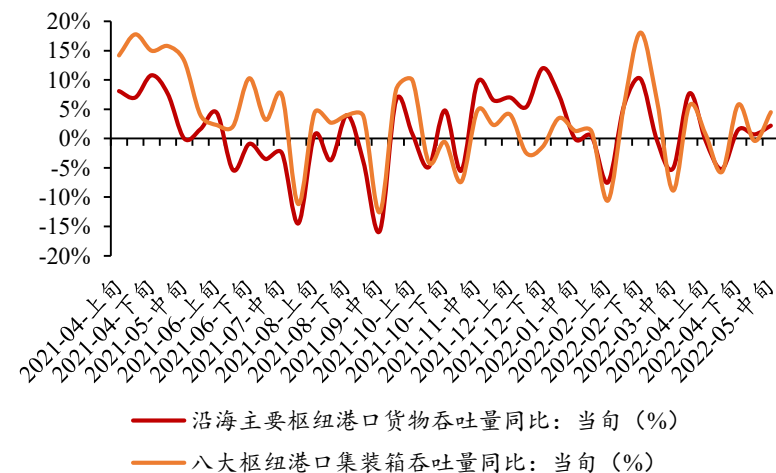
图：公共物流园吞吐量指数持续修复



图：全国关闭收费站及关停服务区已清零



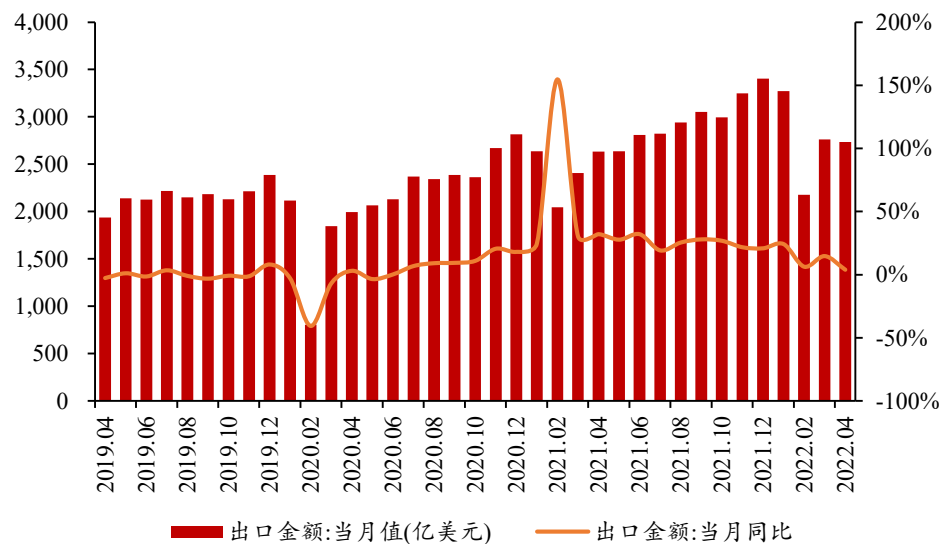
图：4月下旬以来枢纽港集装箱吞吐改善



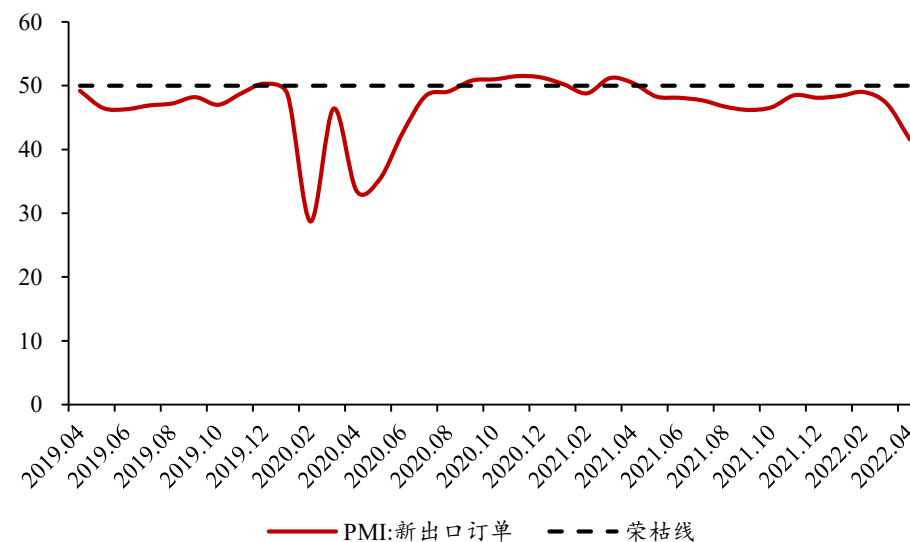
### 后续关注整体出口情况。

- 4月份我国出口金额2736.20亿美元，同比增长3.9%（较3月份同比增速回落10.8pts），环比下降0.9%。短期疫情对出口形成一定程度扰动，但4月出口金额仍能维持同比正增长。
- 根据浙商宏观团队观点，突出的制度优势和防疫保供经验帮助我国较快实现了国内供应链有序运转，国内供应链的弹性和韧性较上一轮有过之而无不及，随着近期国内供应链的修复，后续可以对出口乐观一点。

图：中国4月出口金额同比增长3.9%



图：中国4月新出口订单PMI值41.6



### 费率长期处于回升期。

- 港口收费政策持续优化改革**，依据《港口收费计费办法》，采用“多费种不同定价”的方式，优化合并收费项目、规范收费行为，港口费用由政府定价转向市场定价，港口收费费率逐步放开。2022年3月，交通部与发改委发布通知调整两处港口计费方法：（1）港口设施安保费改为市场调节价，纳入港口作业包干费作为子项；2）分类调整引航（移泊）费计费结构，收费政策调整对港口影响偏中性。
- 区域港口股权合并**：前期，环渤海港口群存在无序扩张问题，致各港口分散化经营，腹地重叠，同质化竞争。随国家推进港口区域一体化改革，“一省一港一集团”模式有效降低恶性竞争并提高各港口利润。2022年1月28日，青岛港集团51%股权无偿划转至山东省港口集团完成工商变更登记，相应青岛港股份实控人变为山东省国资委，进一步推动山东省区域港口格局改善。
- 继续关注集装箱装卸费率调整**：去年12月1日，宁波港公告自2022年1月1日起对船公司20英尺、40英尺的空重箱装卸船费实行25.4%左右的涨幅；去年12月3日，上港集团公告内贸20英尺重箱中转费提升约50%；去年12月8日，广州港公告自2022年1月1日起对普通外贸重箱驳船集港方式的港口作业包干费上调约8%，对普通外贸重箱拖车集港方式以及空箱费用上调约19%；2月9日，青岛港QQCT公告外贸40英尺及20英尺重箱装卸费分别上调约14%、12%。

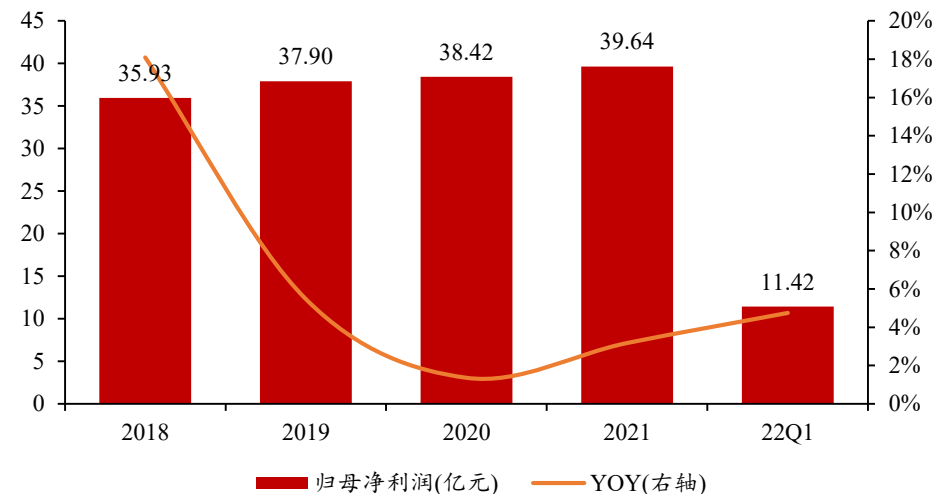
图：我国东部沿海各省港口圈



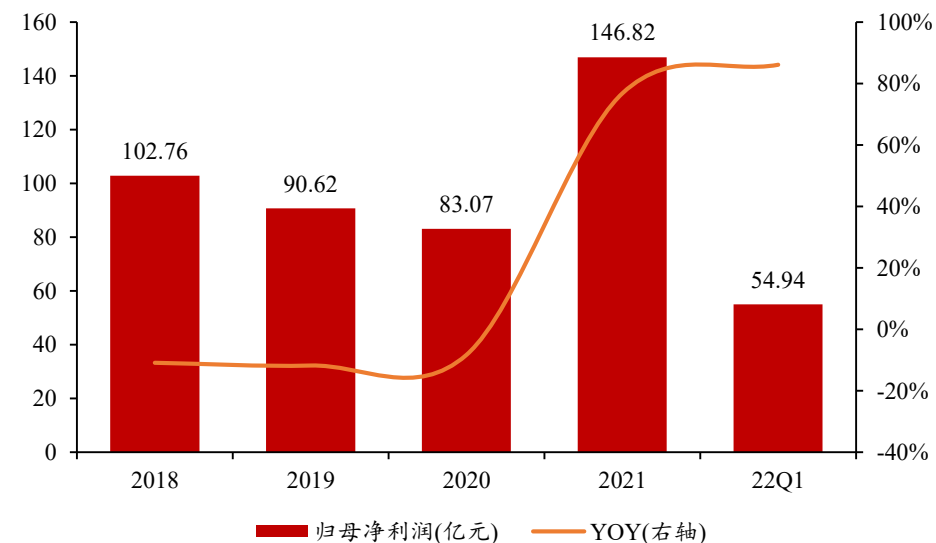
### 从稳健角度优选低估值港口龙头青岛港、上港集团。

- 青岛港：量价向好逻辑逐步验证。**受益航线拓展带动集装箱业务增长及董家口港区新增液体散货产能释放带动液体散货吞吐量增长，青岛港（大市口径）22Q1货物吞吐量1.47亿吨，同比增长3.3%，集装箱吞吐量590万标箱，同比增长6.3%；费率方面，1月28日青岛港集团51%股权无偿划转至山东省港口集团完成工商变更登记，相应青岛港股份实控人变为山东省国资委，此外公司拟现金作价9.84亿元收购威海港发展51%股权以解决同业竞争，进一步推动山东省区域港口格局改善，预计费率端持续改善向好，此外2月9日青岛港QQCT公告外贸40英尺及20英尺重箱装卸费分别上调约14%、12%。
- 上港集团：低估值龙头，受益于区位优势，持续看好公司港航主业成长。**受益于多业务线条稳健推进，公司预计22Q1归母净利润51.8亿元，同比增长75.6%。此外资本运作加速、多方协同赋能，公司筹划控股子公司锦江航运分拆上市，同时拟战略投资连云港3.72亿股股票，本次发行后预计公司对连云港持股比例23.08%。近期疫情防控下上海港依然保持运作韧性，5月1日-24日，上海港集装箱日均吞吐量10.75万标箱，环比4月日均增长4.6%，已恢复到去年同期日均量的84%，并继续呈恢复性增长态势。

图：青岛港22Q1归母净利润同比增长4.8%



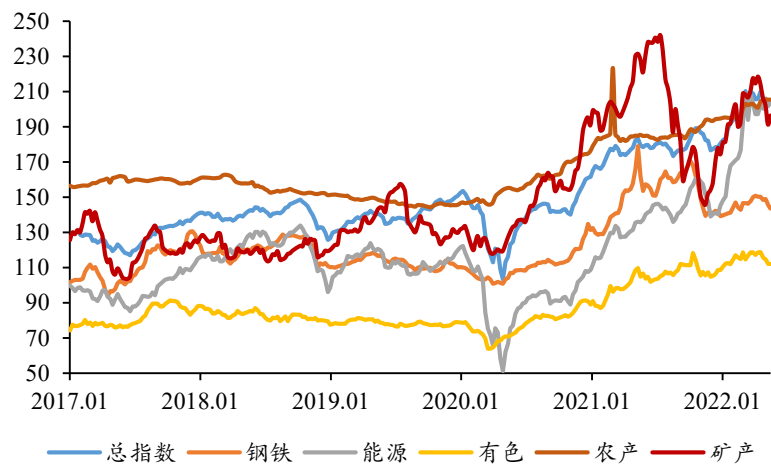
图：上港集团22Q1归母净利润同比增长86.0%



### 大宗供应链龙头转型服务商延链条、拓品类，提质增效逻辑兑现。

- 2021年大宗商品价格处于高景气周期（总指数/钢铁/能源/有色/农产/矿产同比分别+28.8%/+38.2%/+51.1%/+35.1%/+18.1%/+37.0%），我国大宗商品供应链龙头整体受益于服务模式、客户结构、货量规模、价格红利等因素，实现业绩高增长。进入2022年一季度，大宗商品价格分化加剧（总指数/钢铁/能源/有色/农产/矿产同比分别+14.6%/40.4%/45.3%/9.3%/1.6%/-13.0%），龙头公司优势更加凸显，业绩稳健增长。
- 厦门象屿方面，2021年归母净利润21.60亿元，同比增长66.2%；22Q1归母净利润4.66亿元，同比增长31.8%。新一期股权激励赋能叠加稳定股息分红，看好公司业绩稳健增长带来的攻守兼备特性。
- 建发股份方面，2021年归母净利润60.98亿元，同比增长35.4%；22Q1归母净利润10.08亿元，同比+29.8%。公司供应链及房地产双主业协同，低估值稳增长标的建议关注。

图：我国大宗商品价格指数22年以来分化加剧



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图：厦门象屿供应链服务模式 VS 传统供应链服务模式



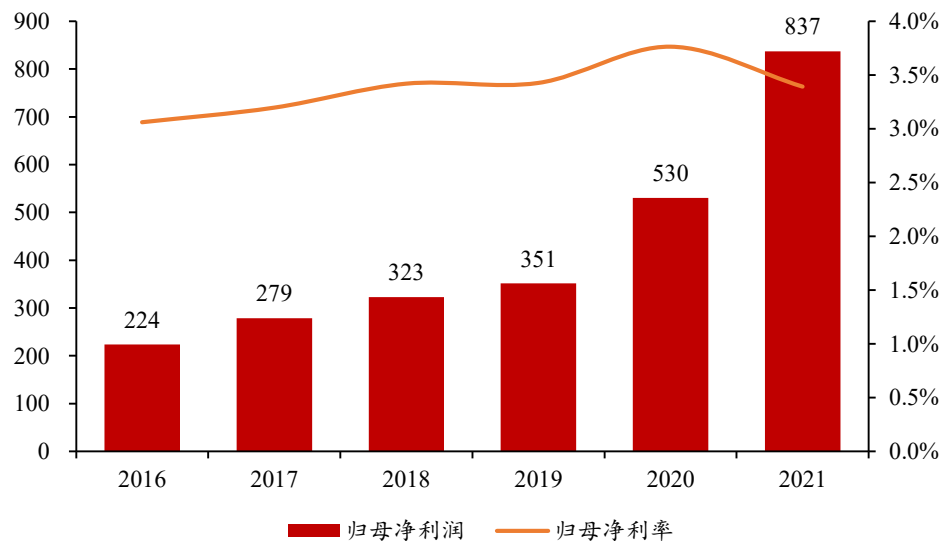
图：建发股份LIFT定制化供应链服务模式



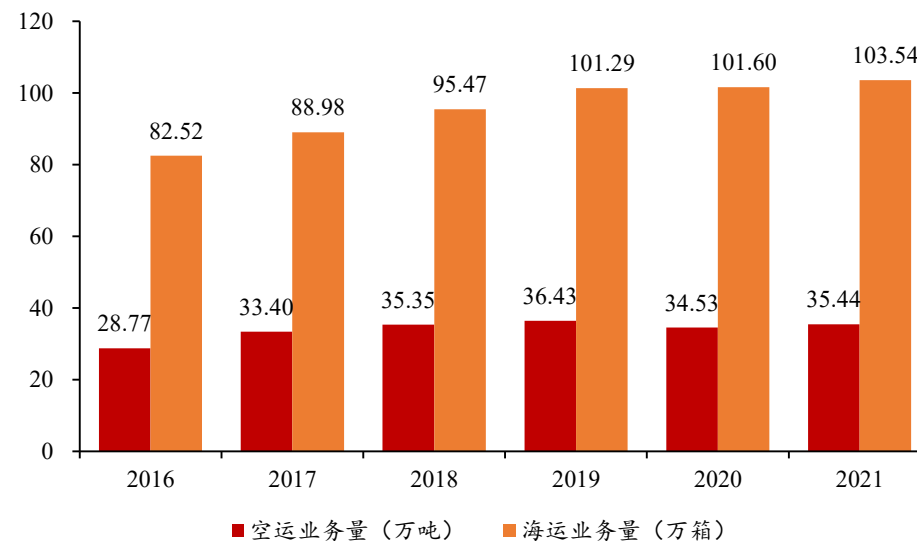
### 跨境物流龙头控资源、补短板、延链条，有望穿越运价景气周期。

- 跨境物流依然处于高景气周期。空运方面，航空货运运力供给投放依然偏紧，运价同比仍居高位。海运方面，短期国内局部疫情影响制造业企业生产出口，集运运价较年内高位回落但同比仍在高位，复工复产推进后或仍有潮汐效应。
- 华贸物流受益于规模扩张、服务延伸、客户调优等策略的持续推进，2021年实现归母净利润8.37亿元，同比增长57.7%；22Q1进一步实现归母净利润2.52亿元，同比增长36.0%。公司央企基因与市场化风格兼具，空海货代基本盘稳健，且跨境电商物流构筑重要第二增长极，叠加国家层面政策利好的持续催化，建议关注跨境物流核心资产战略价值。

图：华贸物流归母净利率维持稳定



图：华贸物流经营货量稳健增长





03

重点公司

证券代码	证券简称	评级	市值	归母净利润(亿元)					PE				PB
			2022/5/30	21A	22E	23E	24E	21A	TTM	22E	23E	24E	LF
002120.SZ	韵达股份	买入	524	14.77	26.14	39.27	48.29	35.48	32.84	20.04	13.34	10.85	3.25
600233.SH	圆通速递	买入	688	21.03	32.55	40.52	49.23	32.72	26.44	21.14	16.99	13.98	2.93
002352.SZ	顺丰控股	增持	2,524	42.69	72.62	96.95	114.83	59.13	40.20	34.76	26.04	21.98	3.08
600350.SH	山东高速	买入	285	30.52	33.48	39.85	44.68	9.35	9.00	8.52	7.16	6.39	0.96
001965.SZ	招商公路	买入	478	49.73	56.70	63.16	69.73	9.60	9.89	8.42	7.56	6.85	0.90
600377.SH	宁沪高速	增持	403	41.79	46.50	49.25	52.05	9.64	11.02	8.66	8.18	7.74	1.33
000429.SZ	粤高速	增持	164	17.00	16.45	17.59	18.67	9.64	10.11	9.96	9.32	8.78	1.86
600548.SH	深高速	增持	190	26.06	28.47	30.64	32.83	7.30	8.46	6.69	6.21	5.80	1.05
601006.SH	大秦铁路	增持	998	121.81	131.45	134.97	139.88	8.19	8.66	7.59	7.39	7.13	0.80
601816.SH	京沪高铁	增持	2,362	48.16	59.86	114.95	130.22	49.05	50.11	39.46	20.55	18.14	1.26
601298.SH	青岛港	买入	344	39.64	43.93	49.13	54.83	8.67	9.20	7.83	7.00	6.27	1.02
600018.SH	上港集团	增持	1,464	146.82	147.97	124.78	132.62	9.97	8.50	9.90	11.73	11.04	1.39
603128.SH	华贸物流	增持	133	8.37	11.14	14.39	18.02	15.92	14.74	11.95	9.25	7.39	2.48
600057.SH	厦门象屿	买入	205	21.60	25.93	30.34	35.25	9.48	9.01	7.90	6.75	5.81	1.54
600153.SH	建发股份	增持	396	60.98	65.10	74.61	82.71	6.49	6.26	6.08	5.31	4.79	0.93

- 1、**新冠疫情反复扰动。**如果新冠疫情持续时间超预期，可能影响生产制造能力以及物流履约效率。
- 2、**快递竞争管控松动。**如果快递价格监管政策松动，可能导致行业再次发生恶性价格战。
- 3、**复工复产推进不及预期。**如果复工复产推进不及预期，可能从上游角度导致货运及客运流量下降。
- 4、**出口需求低于预期。**如果出口需求低于预期，可能导致出口物流企业及港口企业业务量下滑。

## 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>