

## 把握航空客运底部布局机遇，继续关注 货运物流板块的中长期投资价值

——2022 年 5 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：2022 年 4 月，上海疫情下客流量进一步回落，货运市场亦受到影响。**铁路：4 月铁路客流量同比-79.76%。公路：4 月营业性公路客流同比-43.92%。水路：大宗散运价格继续呈现调整，集运运价维持高位。航空：4 月疫情下，防控力度收紧，民航客流进一步回落。物流：4 月快递业务量同比-11.9%，CR8 为 84.6。新业态：4 月网约车订单量 4.76 亿单。
- **继续把握航空客运的复苏时点。**截至目前，因全球范围内，奥密克戎影响有所缓解，新冠特效药取得阶段性新进展，预计 2022 年航空客运市场将逐步呈现趋势性复苏态势。近期，海外国家陆续宣布放开边境，叠加新冠特效药取得新进展，国际航线恢复预期逐步增强。建议继续关注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）和致力推进支线航空龙头华夏航空（002928.SZ）。
- **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份有进一步上升潜力。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。
- **持续关注综合物流龙头的中长期配置价值。**当前顺丰已完成嘉里物流合并，进入 2022 年，鄂州机场将投入运营，同时在“四网融通”战略下，公司立体布局物流细分赛道，数字供应链发展成效进一步体现，业绩爆发值得期盼。继续推荐顺丰控股（002352.SZ）的中长期配置价值。
- **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 | 2022/1/1 | -26.32% |
| 002010.SZ | 传化智联 | 2022/1/1 | -27.36% |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 2022/1/1 | -24.70% |
| 601156.SH | 东航物流 | 2022/2/1 | +5.26%  |

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** 新冠疫情反复、航空出行需求不及预期、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、物流需求下降、交通运输政策法规变化等产生的风险。

### 分析师

范想想

☎：010-80927663

✉：fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

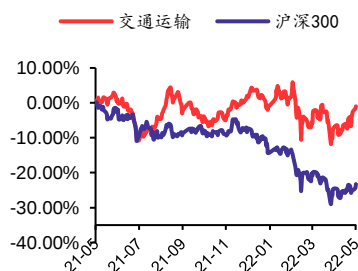
分析师登记编码：S0130518090002

### 特此鸣谢

宁修齐

### 行业数据

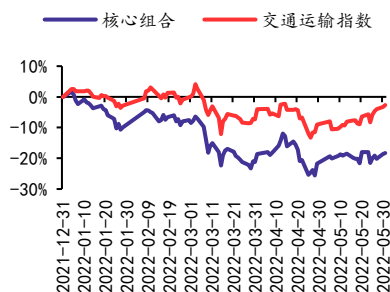
2022. 5. 31



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 核心组合表现

2022. 5. 31



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】把握航空客运底部布局机遇，继续关注货运物流板块的中长期投资价值\_202204 期》

## 目 录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 一、“十四五”交通运输规划发布，交通强国建设路径日益清晰                    | 3  |
| (一) “十四五”交通运输规划发布，交通强国建设路径日益清晰                  | 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                               | 4  |
| 4. 交通运输行业治理体系逐步完善                               | 4  |
| (二) 2022 年 4 月 CTSI 指数同比-24.9%，国内疫情爆发下客货运均受到冲击  | 4  |
| 1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性                           | 4  |
| 2. 2022 年 4 月国内疫情爆发进一步抑制客运出行需求，物流网络运转也受到阻碍      | 5  |
| (三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析                         | 5  |
| 1. 燕文物流拟在深交所主板上市                                | 5  |
| 2. 香港新冠疫情呈现高发态势                                 | 5  |
| 3. Paxlovid 在我国国内获批                             | 6  |
| (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% | 6  |
| 1. 2020 年行业营收同比增 0.39%，归母净利润同比降 94.68%          | 6  |
| 2. 净资产收益率继续处于合理区间                               | 7  |
| 3. 行业资产负债结构仍保持合理水平                              | 9  |
| 4. 交通运输板块营收及净利润预测                               | 10 |
| 二、子行业运行分析：4 月上海疫情下客流量进一步回落，货运市场亦受到影响            | 11 |
| (一) 铁路：4 月上海疫情爆发，铁路客流量同环比均回落                    | 11 |
| (二) 公路：4 月营业性公路客流同比-43.92%，疫情下国内物流网络运行受阻        | 15 |
| (三) 水路：大宗散运价格继续呈现调整，集运运价维持高位                    | 18 |
| (四) 航空：4 月疫情下民航客流进一步回落，航空货运市场高景气逻辑不变            | 20 |
| (五) 物流快递：4 月快递业务量同比-11.90%，CR8 为 84.6           | 23 |
| (六) 新业态：4 月网约车订单量 4.76 亿单，国内疫情下网约车出行需求环比回落      | 25 |
| 三、行业面临的问题及建议                                    | 27 |
| (一) 面临问题                                        | 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                           | 27 |
| 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 .....                        | 28        |
| 1. 国内交通运输行业估值分析.....                         | 28        |
| 2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低.....                     | 28        |
| 3. 与国外（境外）估值比较.....                          | 29        |
| （三）国内外重点公司分析比较 .....                         | 29        |
| <b>五、投资建议.....</b>                           | <b>33</b> |
| （一）最新观点：动态把握出行市场反转时点，继续关注货运物流板块的中长期投资价值..... | 33        |
| （二）核心组合.....                                 | 35        |
| （三）核心组合表现.....                               | 35        |
| <b>六、风险提示.....</b>                           | <b>35</b> |

## 一、“十四五”交通运输规划发布，交通强国建设路径日益清晰

### （一）“十四五”交通运输规划发布，交通强国建设路径日益清晰

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。截止 2021 年底，我国先后发布了《交通强国建设纲要》、《国家综合立体交通网规划纲要》、《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，交通强国建设路径日益清晰。

#### 1. 基础设施网络规模稳居世界前列

十三五期间，我国交通运输基础设施网络日趋完善，综合交通网络总里程突破 600 万公里，“十纵十横”综合运输大通道基本贯通，高速铁路运营里程翻一番、对百万人以上城市覆盖率超过 95%，高速公路对 20 万人口以上城市覆盖率超过 98%，民用运输机场覆盖 92% 左右的地级市，超大特大城市轨道交通加快成网，港珠澳大桥、北京大兴国际机场、上海洋山港自动化码头、京张高速铁路等超大型交通工程建成投运。

按照“十四五”规划目标设定，到 2025 年，我国铁路营业里程达到 16.5 万公里，其中高铁运营里程约 5.0 万公里，居世界第一位。公路通车里程约 550 万公里，其中高速公路 19.0 万公里。内河高等级航道达标里程 1.85 万公里。城市轨道交通运营里程 10,000 公里，民用机场超过 270 个。农村公路将超过 460 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近 100%，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

十三五以来，运输服务质量持续提升，旅客高品质出行比例不断提高。动车组列车继续承担了铁路客运量的 70% 以上，且高技术动车组的使用持续推广。航班正常率大幅上升，由“十二五”末的 67% 提升至 2021 年超过 90%。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 2021 年的 9.06%，集装箱铁水联运量年均增长超过 20%。快递业务量年均增速维持 +30% 高增区间，总量已翻两番，稳居世界第一。低碳交通、平安交通建设稳步推进，新能源汽车占全球总量一半以上，营运货车、营运船舶二氧化碳排放强度分别下降 8.4% 和 7.1% 左右，民航、铁路安全水平保持世界领先，道路运输重大事故数量和死亡人数分别下降 75% 和 69% 左右。根据国家统计局公布数据显示，2021 年全社会客、货运量分别达 83.03 亿人次和 521.06 亿吨，在新冠疫情波动反复及国内外经济复苏推进的背景下，2021 年客、货运量较 2019 年同比分别 -14.1%、+12.43%。

表 1 2020 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<br>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

伴随着新技术新业态蓬勃发展，具有完全自主知识产权的全系列复兴号动车组上线运行，C919 客机成功试飞，ARJ21 支线客机规模化运营，跨海桥隧、深水航道、自动化码头等成套技术水平跻身世界前列，船舶建造水平持续提升，网约车、共享单车、网络货运平台等新业态快速发展、治理能力不断增强。

### 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。2021 年 12 月，国务院印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，明确未来五年交通强国建设路径。

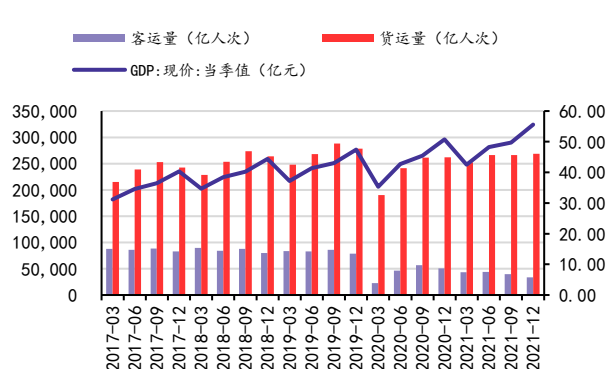
## (二) 2022 年 4 月 CTSI 指数同比-24.9%，国内疫情爆发下客货运均受到冲击

### 1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2021 年 Q4 国内生产总值(GDP)同比增+4.0%，较 Q3 继续改善。根据世界银行等研究机构的研究结果显示客货运量、客运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。2021 年，国内生产总值共计 1,143,670 亿元，按可比价格计算，较 2020 年(1,015,986 亿元)同比增长+8.1%。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。

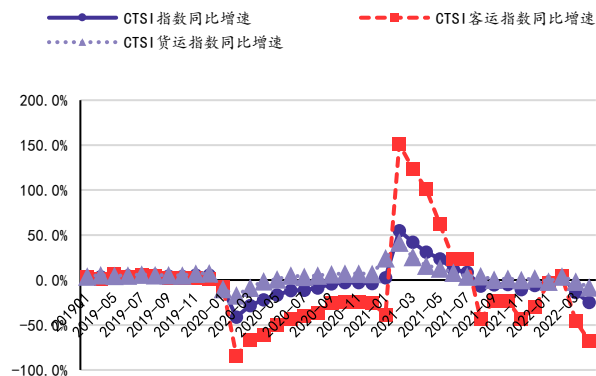
2021 年 Q4，国内生产总值为 324,237.4 亿元，按可比价计算，较去年(296,297.8 亿元)同比+4.0%，经季节调整后，较 2021 年 Q3(290,964.0 亿元)环比+11.44%；伴随我国社会经济继续在常态化轨道上运行，Q4 国内生产总值同、环比均较 Q3 继续改善。

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. 2022 年 4 月国内疫情爆发进一步抑制客运出行需求，物流网络运转也受到阻碍

(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) 4 月 CTSI 指数同比-24.90%，伴随上海疫情爆发，交通运输行业运行进一步受压制。2022 年 4 月，中国运输生产指数 (CTSI) 为 129.5 点，同比-24.90%，此前正增长态势继续受冲击。由此可见，4 月，因上海大规模爆发疫情，防控力度收紧，人员流动及物流供应链均受影响，交通运输行业的正常运行进一步受到冲击。

(3) 4 月 CTSI 货运指数同比-7.90%，国内疫情下物流网络运转受阻，货运市场景气度较前有所回落。2022 年 4 月，CTSI 货运指数为 180.90 点，同比-7.90%，同比不及去年同期。由此可见，4 月，因国内疫情爆发下，全国范围内各地的物流网络受到不同程度的影响，货运市场景气度较前进一步有所回落。

(4) 4 月 CTSI 客运指数同比-67.70%，上海疫情大规模下客运市场表现仍受严重抑制。2021 年 4 月，CTSI 客运指数为 41.0 点，同比-67.7%。由此可见，4 月，因上海疫情下，人员出行大幅受限，客运市场需求进一步受到较大压制。

## (三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

### 1. 燕文物流拟在深交所主板上市

**事件：**近日，北京燕文物流股份有限公司（简称“燕文物流”）更新招股说明书，拟在深交所主板上市。

**我们的观点：**一是燕文物流是国内跨境电商物流综合服务商，业务网络遍布全球。燕文物流成立于 1998 年，是我国跨境电商物流的提供者，主营国际快递业务。截至目前，燕文物流已经与速卖通、亚马逊、Wish、eBay 等全球大型跨境电商平台&电商独立站建立了深入的合作关系，业务网络遍布全球。

二是跨境电商赛道需求持续强劲释放，且具有较大的行业整合空间。目前，在全球范围内制造业强劲发展、互联网经济形态持续普及推广的背景下，叠加新冠疫情进一步催化线上消费习惯，跨境电商需求强劲释放。同时，当前我国跨境电商物流行业仍处于发展的初级阶段，呈现出行业参与者众多、集中度低、市场份额分散的特点，未来有较大的行业整合空间。

三是继续看好跨境电商物流的广阔发展空间，建议把握相关公司的投资机会。继续推荐跨境物流的相关标的华贸物流 (603128.SH)、中国外运 (601598.SH)、东航物流 (601156.SH)，并跟踪关注燕文物流 IPO 上市后的发展情况。

### 2. 香港新冠疫情呈现高发态势

**事件：**香港特区政府卫生署卫生防护中心 20 日公布，截至当日零时，香港新增 6067 例新冠肺炎确诊病例，其中 12 例为输入病例。截至目前，香港累计新冠肺炎确诊病例达 52830 例。

**我们的观点：**一是香港新冠疫情高发，延缓我国国际航空客运开放预期节奏。受我国香港、

苏州、呼和浩特等地疫情持续发展，我国国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加国家民航局“客改货”调整等因素影响，航空运力紧张的局面仍将持续，国际航空货运价格仍将维持高位运行。我们预测，2022 年航空货运均价（上海-北美）为 10.59 美元/公斤，同比增长 25%。

**二是长期来看，跨境电商物流赛道具有良好成长性，进一步驱动对国际航空物流需求。**目前，在全球范围内制造业强劲发展、互联网经济形态持续普及推广的背景下，叠加新冠疫情进一步催化线上消费习惯，跨境电商需求强劲释放。同时，当前我国跨境电商物流行业仍处于发展的初级阶段，未来成长空间巨大，对航空物流需求进一步催化。

**三是推荐航空物流产业链投资机会。**重点推荐拥有全货机且占据优势货运枢纽，致力打造航空物流龙头东航物流（601156.SH）；推荐空代业务占比较高且积极布局跨境电商物流网络的华贸物流（603128.SH），拥有较为完善的国际物流网络的中国外运（601598.SH）。

### 3. Paxlovid 在我国国内获批

**事件：**近期，国家药监局发布消息称，辉瑞口服新冠治疗药物奈玛特韦片/利托那韦片组合包装（Paxlovid）在我国国内获批。

**我们的观点：**一是国内抗疫手段得到丰富，疫情恢复前景进一步呈现乐观。Paxlovid 是一种口服的小分子新冠治疗药物。根据辉瑞 2021 年底公布的数据，Paxlovid 在出现症状后的三天内服用，能将轻度和中度成年患者住院或死亡概率降低 89%。截至 2021 年底，Paxlovid 已经成为了美国首个获批的口服新冠药物。我们认为，Paxlovid 进入国内市场后，我国控制及治疗新冠疫情的手段将得到有效的丰富。

**二是疫情对民航客运需求的冲击有望继续得到缓解，上行周期或将开启。**当前，国内虽然仍出现多地疫情零星反复，但总体上，经济社会运行已经进入新常态。叠加新冠疫苗接种率持续提升，及口服治疗药物进入市场，客运出行需求有望在年内得到显著的释放。再次背景下，我们维持民航客运市场在年内恢复改善的预期，特别是国际航班逐步复苏的局面是具备趋势性，民航市场的上行周期将开启。

**三是动态把握民航客运标的的投资机会。**看好国际业务修复弹性较大的全服务型龙头中国国航（601111.SH），低成本航空龙头春秋航空（601021.SH）、华夏航空（002928.SZ）及上海机场（600009.SH）。

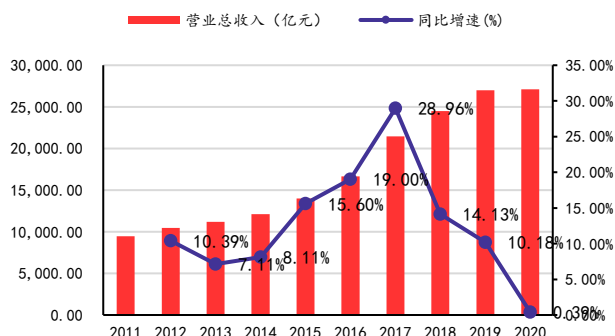
## （四）交通运输行业财务预测：2021 年营收同比增+15.97%，净利润恢复至疫情前 70%

### 1. 2020 年行业营收同比增 0.39%，归母净利润同比降 94.68%

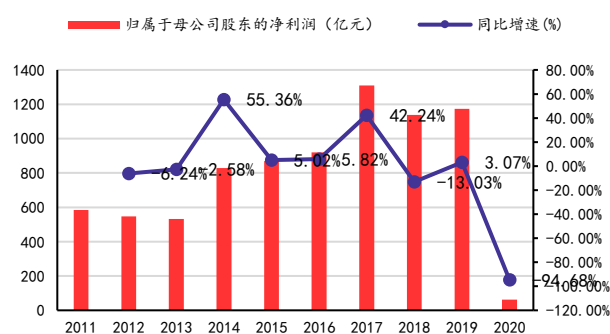
长期来看，行业营收平稳上升，归母净利润有所波动。2011 年以来，交通运输行业营业收入逐年上升，2019 年行业营业收入为 27,104.24 亿元，是 2011 年营业收入的 2.86 倍。营业收入增速来看，2013 年-2017 年营业收入增速逐年增加，2018 年-2020 年增速呈现回调趋势，2020 年受疫情影响，营业收入同比增速仅为+0.39%。归母净利润受疫情冲击较严重，2020 年归母净利润为 62.41 亿元，较去年同期水平降低-94.68%。

图 3 交通运输行业年度营业收入及增速（2011-2020）

图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速（2011-2020）



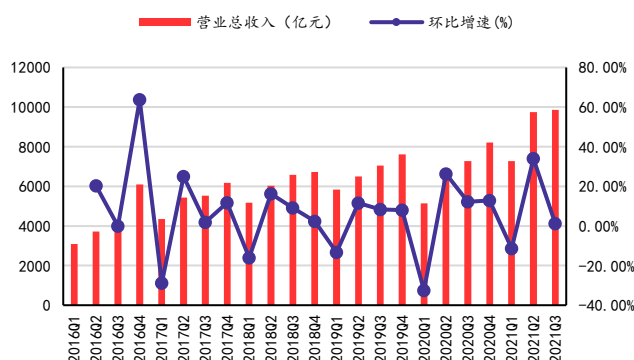
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

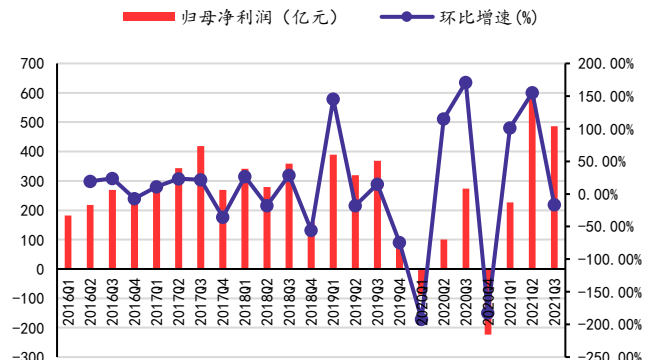
分季度来看, 交通运输行业营业收入呈现出较为明显的周期性。每年一季度开始, 春运过后企业复工, 交通运输业开始回暖, 营业收入逐步上升, 到转年一季度, 迎来下一年的春运, 营业收入出现暂时下降, 待春运过后, 再重复这个过程。2019 年四个季度行业营收和归母净利润同比均稳定上升。2020 年受疫情影响波动较大。2021 年 Q3, 随着国内经济生活进一步在常态化轨道运行, 季度营收及归母净利润较前有所改善。

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)

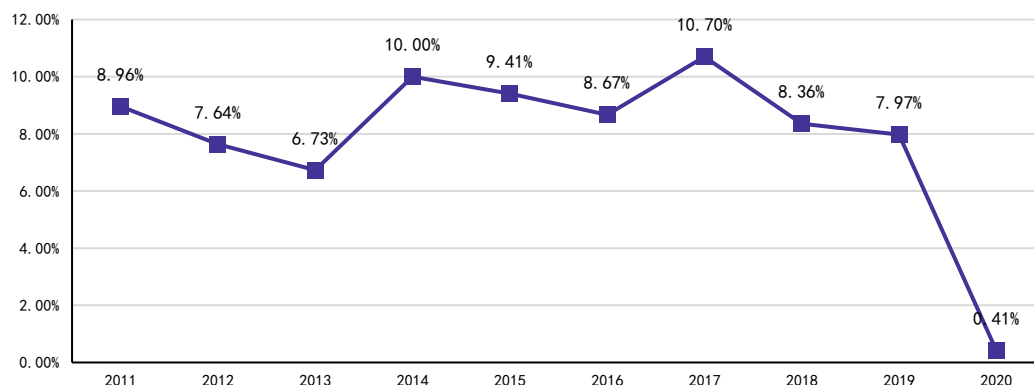


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 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。

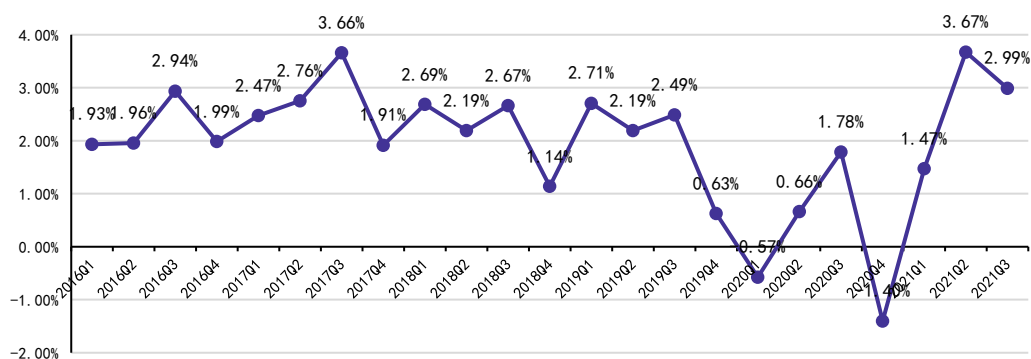
图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020)



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 |

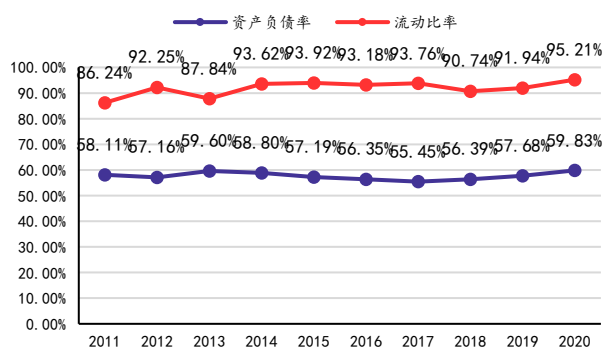
|        |        |        |      |      |
|--------|--------|--------|------|------|
| 2018Q1 | 3.2%   | 10.8%  | 0.13 | 2.17 |
| 2018Q2 | 2.5%   | 8.0%   | 0.14 | 2.24 |
| 2018Q3 | 3.2%   | 9.5%   | 0.15 | 2.26 |
| 2018Q4 | 2.3%   | 7.4%   | 0.14 | 2.19 |
| 2019Q1 | 3.5%   | 12.0%  | 0.14 | 2.09 |
| 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

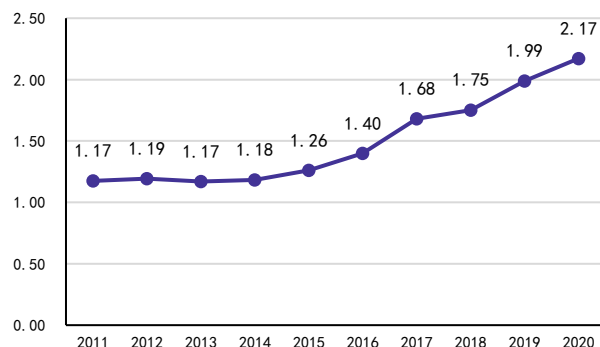
交通运输行业资产负债率变化较为稳定。2020 年资产负债率为 59.83%，自 2013 年以来一直处于 50%-60% 的水平，2020 年较历史水平有小幅上调。流动比率继续处于 90% 左右的水平，2020 年流动比率为 95.21%，较上一年上升 3.27 个百分点，交通运输行业短期偿债能力总体继续呈现稳健。交通运输行业固定资产占比较大，因此选用固定资产周转率作为营运能力指标，2011 年以来，行业固定资产周转率呈持续上升趋势，2020 年较上年度进一步上升，达到 2.17 次，处于近年来的最高水平；这说明交通运输行业固定资产利用效率稳步提升。

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）



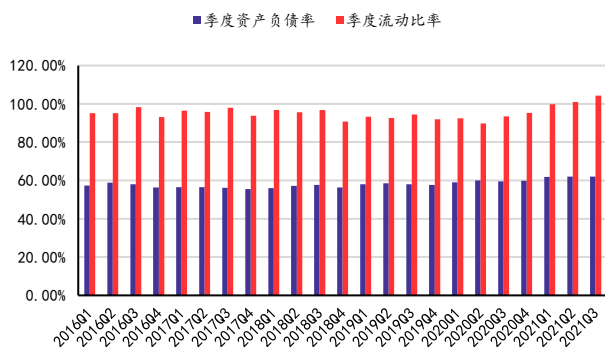
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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

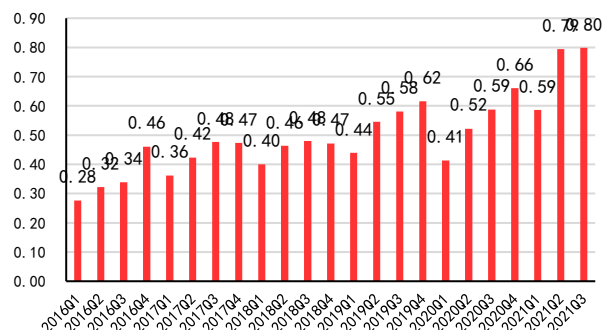
上升的态势。2021 年 Q3 为 0.80，总体上来看行业固定资产周转率整体较前继续有所提升。

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)



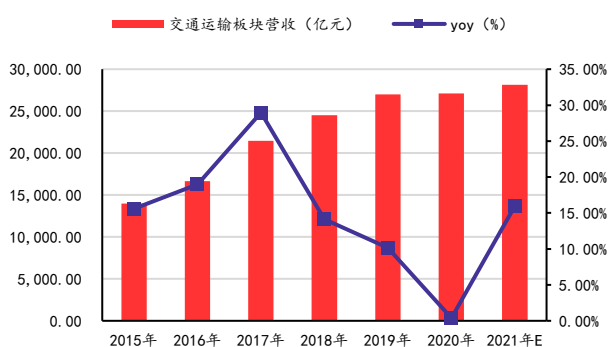
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 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 年交通运输领域中出行板块持续受压制，物流需求仍然保持稳定增长态势，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%。

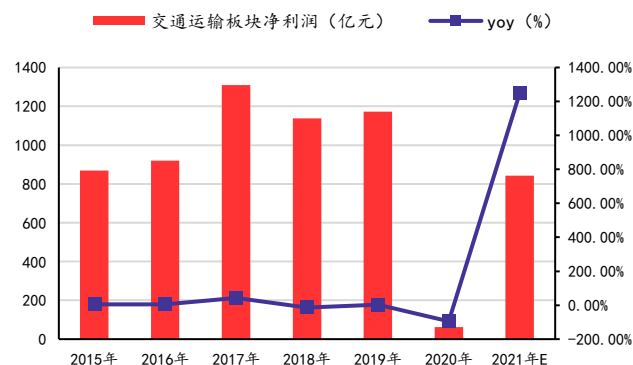
**净利润方面:**2020 年交通运输板块净利润为 62.41 亿元，同比-94.68%，低于此前预期水平（893.77 亿元）。考虑到 2021 年 Q1，交通运输板块净利润恢复至 2019 年 Q1 的 58.29%，假设 2021 年 Q2-Q4，板块净利润恢复至 2019 年 Q2-Q4 的 75%。则我们预计，2021 年交通运输板块实现归母净利润 814.85 亿元，约恢复至 2019 年的 70%。

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)



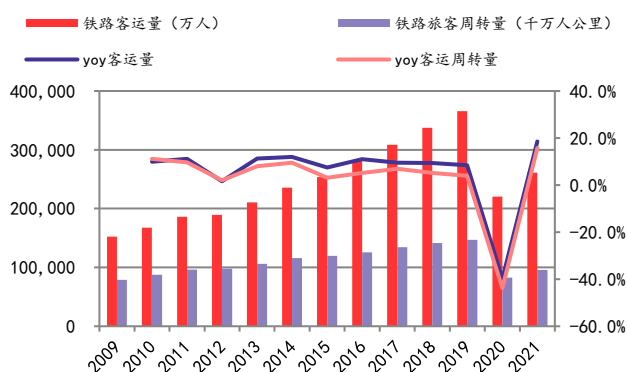
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、子行业运行分析：4 月上海疫情下客流量进一步回落，货运市场亦受到影响

### （一）铁路：4 月上海疫情爆发，铁路客流量同环比均回落

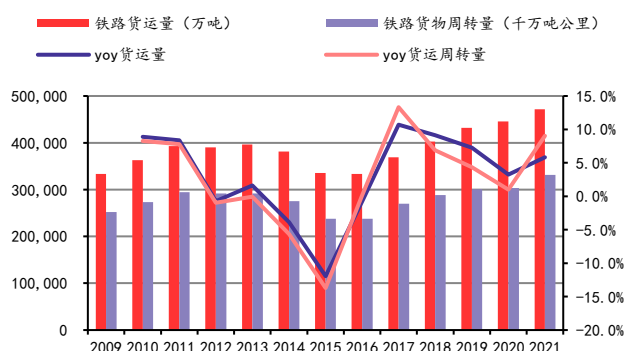
受新冠疫情冲击，2021 年铁路客运服务量同比+18.55%，平均运距同比-2.37%。2021 年铁路客运量 26.12 亿人，同比+18.55%；客运周转量 9,567.81 亿人公里，同比+15.75%；平均运距为 366.31 公里，较 2020 年（375.18 公里）同比降-2.37%。2021 年铁路货运服务量同比增+5.82%，近两年显著增长趋势延续。从近 10 年数据来看，铁路货运服务量波动较大，2016 年达到阶段性底部。2017-2019 年受交通运输结构调整（公转铁）利好影响，铁路货运量显著增加。2021 年，铁路货运量为 47.17 亿吨，同比增+5.82%；铁路货运周转量达到 33,122.9 亿吨公里，增幅为+9.06%；平均运距 702.21 公里。

图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2021)



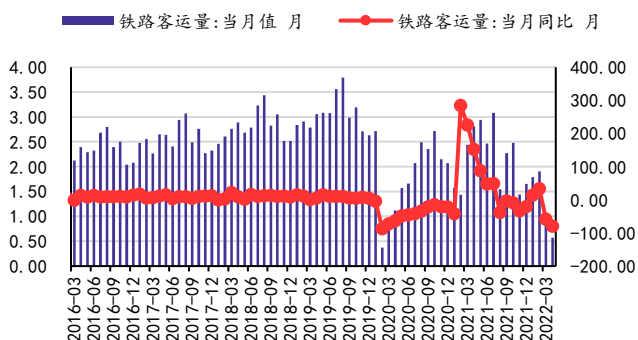
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)



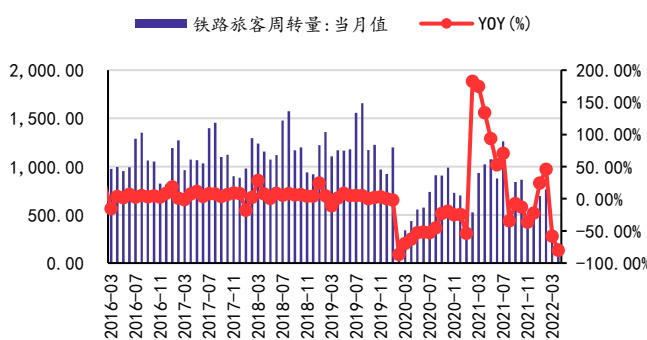
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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）



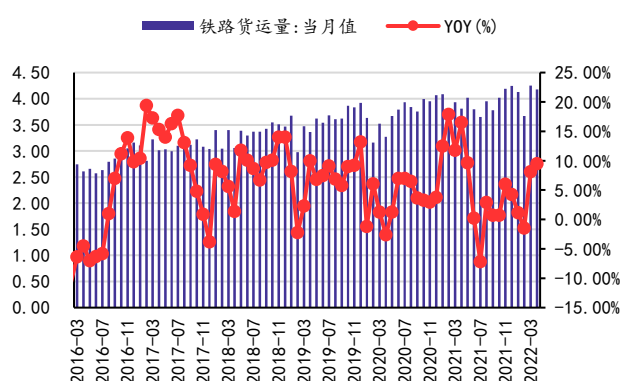
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**客运：**4 月铁路客流量 0.57 亿人次，旅游出行淡季叠加深圳上海疫情爆发，客运量同环比均显著回落。据国家铁路集团发布数据显示，2022 年 4 月，铁路旅客发送量为 0.57 亿人，较 2021 年（2.81 亿人）同比-79.76%，较 2019 年（3.05 亿人）同比-81.36%，月环比-43.91%；4 月，铁路旅客周转量为 203.97 亿人公里，较 2021 年（1,024.26 亿人公里）同比-80.09%，

较 2019 年（1,170.81 亿人公里）同比-82.58%，月环比-47.67%。由此可见，4 月，受到上海疫情大规模爆发的影响，封控限制人员流动，铁路客运量仅为去年同期的 20%，客流量环比也仅为 3 月的一半。

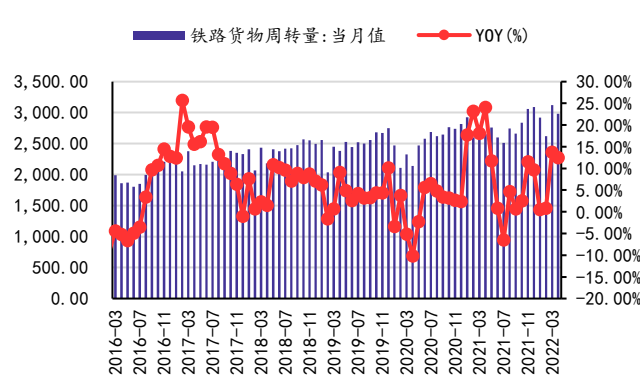
**货运：4 月铁路货运量 4.17 亿吨，制造业高景气逻辑不变，大宗商品采购运输需求维持旺盛，铁路货运量维持高位水平。**2022 年 4 月，铁路货运量为 4.17 亿吨，同比+9.49%，月环比-1.84%；4 月，铁路货邮周转量为 2,982.90 亿吨公里，同比+12.47%，月环比-4.44%。由此可见，4 月，因我国制造业高景气逻辑不变，大宗商品采购运输需求维持旺盛，铁路货运量继续位于高位水平。但收到上海疫情及工厂停工的影响，铁路货运量较前环比降低。

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，按照区间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<br>(旅客票价>5 元时收取) | 1 元  |
|             |         |     | 快速(K 字头)、<br>特快(T 字头)、<br>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<br>(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<br>(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

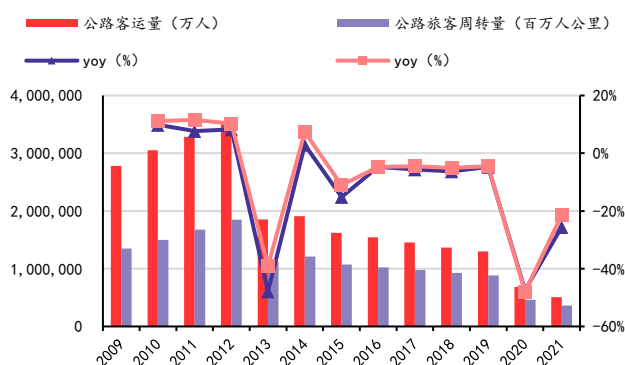
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

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：4 月营业性公路客流同比-43.92%，疫情下国内物流网络运行受阻

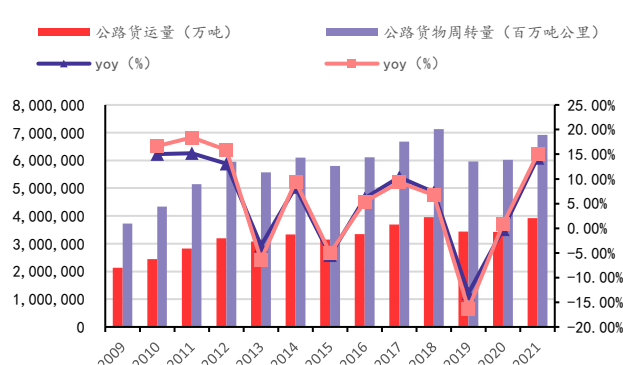
受新冠疫情影响，2021 年公路客运量下滑趋势加剧，同比降-25.61%。近年来，随着我国私家车保有量稳步提升及高铁网络日益完善，替代分流了公路客运（主要为营运性长途汽车）的出行选择，造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上，2021 年受新冠疫情影响，人员出行受限，公路客运量下滑的趋势进一步加剧。营运性客运方面，2021 年，我国公路客运量约为 50.86 亿人，同比-25.61%；2021 年，公路客运周转量为 3,627.52 亿人公里，同比-21.35%。货运方面，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于 2021 年已回归常态化。2021 年，我国公路货运量为 391.68 亿吨，同比+14.23%，基本持平；公路货运周转量为 69,149.28 亿吨公里，同比+14.97%。2021 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。

图 21 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速(2009-2021)



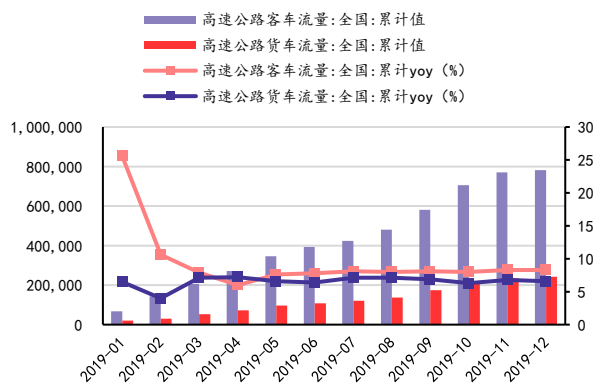
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速(2009-2021)



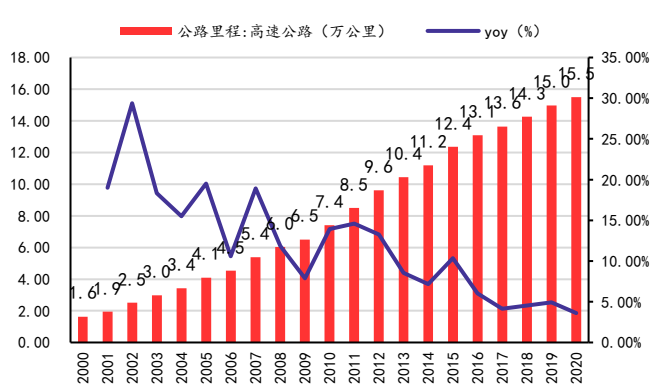
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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）



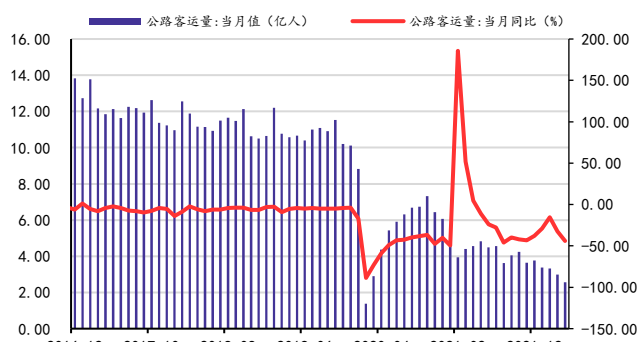
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客运：4 月公路客运量为 2.56 亿人次，客流量同比-43.92%，国内疫情严峻形势下，营业性公路客流量同环比均下降。2022 年 4 月，营业性公路客运量为 2.56 亿人次，同比-43.92%，月环比-14.09%；4 月，营业性公路旅客周转量为 148.02 亿人公里，同比-56.73%，月环比-22.63%。由此可见，4 月，一方面因上海疫情爆发，国内疫情防控形势严峻，对出行需求的抑制加剧，另一方面高铁、民航、私家车继续产生分流效应，营业性公路客流量同环比均下降，

4月营业性公路客流量同比仅为去年同期的50%。

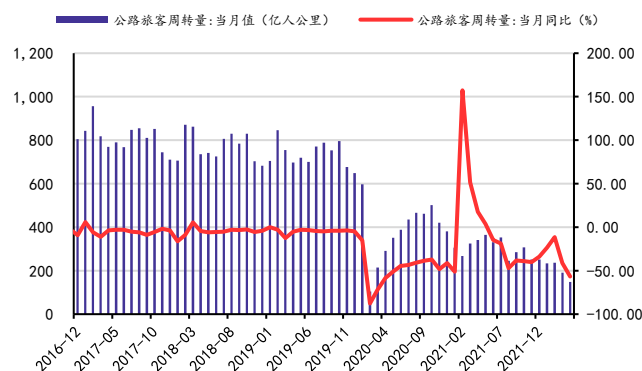
**货运：4月公路货运量同比-14.28%，上海疫情下国内快递物流网络出现中断。**2022年4月，公路货物运输量为29.59亿吨，同比-14.28%，月环比-5.73%；4月，公路货物周转量为5,602.02亿吨公里，同比-6.60%，月环比+0.38%。由此可见，进入4月，上海疫情大规模爆发，因转运中心不能正常运营，国内快递物流网络出现中断，4月公路货运量有较显著的下降。

图 25 公路客运量及同比月度变化



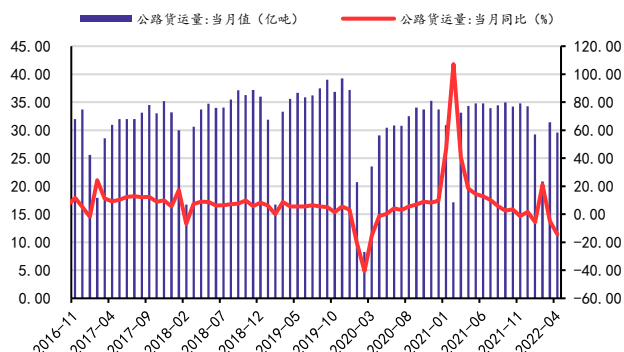
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 26 公路客运周转量及同比月度变化



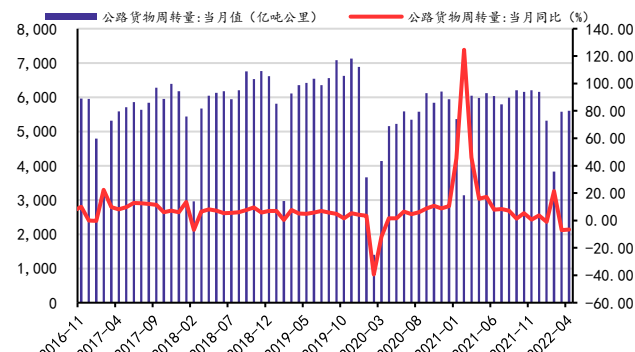
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 27 公路货运量及同比月度变化



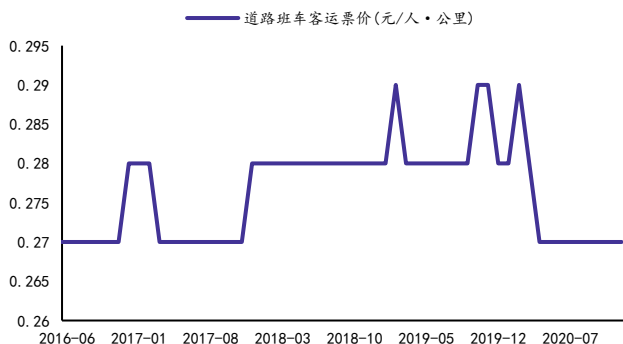
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28 公路货运周转量及同比月度变化



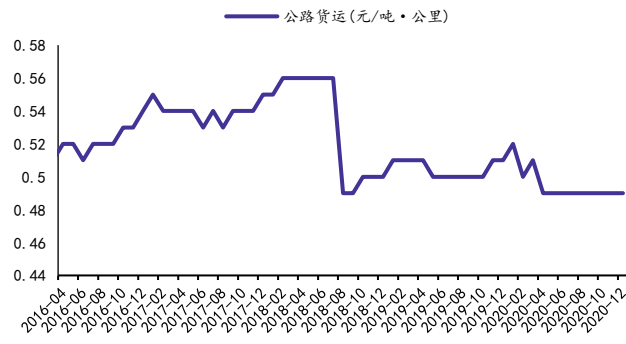
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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)* |      |
|-----|--------|------|--------|------|--------|-------|---------------|------|
| 类别  | 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**

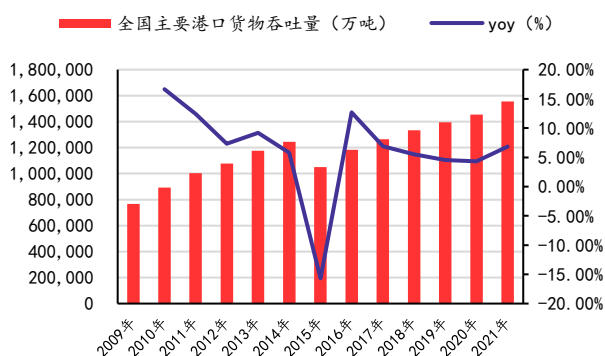
| 客 车     |           |       |                                 |
|---------|-----------|-------|---------------------------------|
| 类别      | 车辆类型      | 核定载人数 | 说明                              |
| 1 类客车   | 微型、小型     | ≤9    | 车长小于 6000mm                     |
| 2 类客车   | 中型        | 10~19 | 车长小于 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：大宗散运价格继续呈现调整，集运运价维持高位

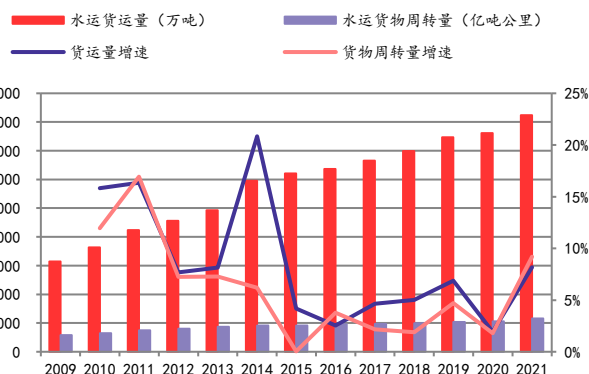
**2021 年港口吞吐量增速为+6.84%。**截至 2021 年，全国主要港口货运吞吐量为 155.5 亿吨，同比+6.84%。港口生产运营总体表现平稳。**2021 年水路货运量同比增+8.18%，低基数效应下，增幅较前+1.93%水平有所回升。**据统计数据显示，2016-2021 年期间，水路货运量增幅分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%、+8.18%。2020 年，水路货运量为 82.39 亿吨，水运周转量为 115,577.53 亿吨公里，平均运距为 1,402.8 公里。

图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2021)



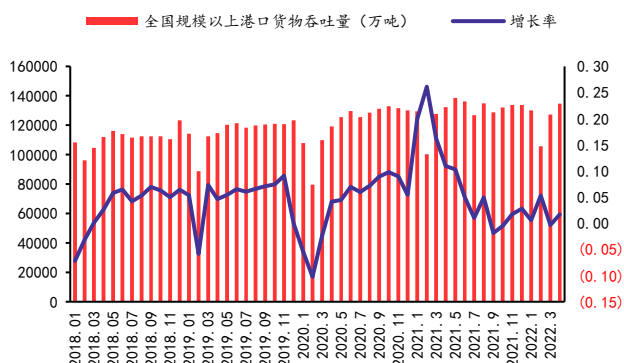
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2021)



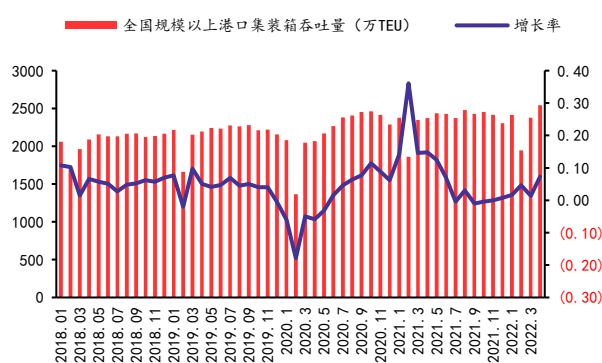
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

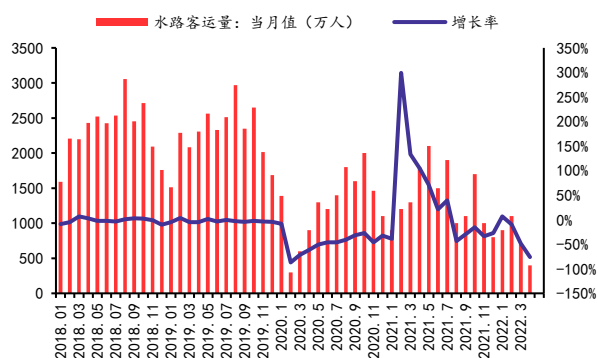


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

**散运：BDI 指数报收 2566 点，全球经济复苏及制造业高景气度逻辑不变，大宗散运价格继续调整。**截至 2022 年 5 月 31 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 2,566 点，同比-1.16%，月环比+6.74%。**铁矿石方面**，进入 5 月，受限电限产扰动影响持续，铁矿石需求有所放缓，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。同时，近期港口船舶拥堵较前有所缓解，运力供给紧张的局面有所改变，也带来了散运运价的高位调整。**动力煤方面**，5 月，春节前夕制造业总体趋于平稳，工厂生产活动相对缓和，用电需求总体平稳。我们认为，春节前动力煤采购及补库存需求总体平稳。**炼焦煤方面**，因我国制造业景气度平稳，高炉开工率稳定，焦煤供需维持相对平衡的局面。总体上看，进入 2022 年 5 月，全球疫情持续的背景下，特别是受奥密克戎影响，港口拥堵恢复进

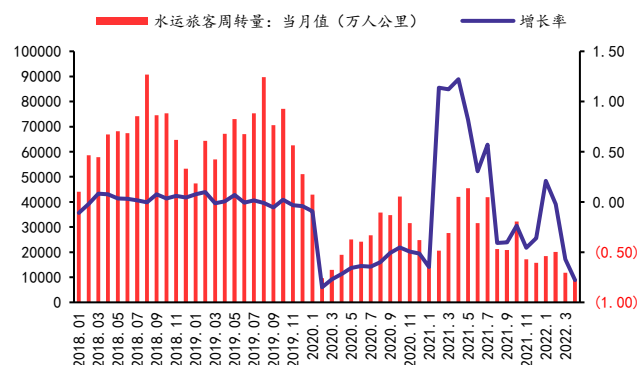
程具有不确定性，航运运力供给可能再度出现紧张局面，同时，受益于我国防疫策略具备较强效果，预计 2022 年我国制造业高景气度逻辑继续，大宗商品需求呈现向上景气度，大宗散运价格继续调整。

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

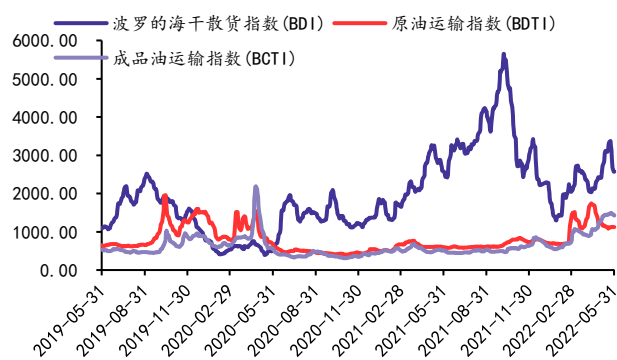


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

**油运：**2022 年 5 月 31 日，成品油运输指数 (BDTI)、原油运输指数 (BCTI) 分别报收 1119 点、1255 点，月环比-10.69%、+13.63%，同比+85.26%、+180.16%，油运价格已高于 2021 年同期水平，并从底部开始呈现上行态势。但总体上，当前油轮租金水平仍处于较低区间，船东经营惨淡的现状未完全改善。从需求端来看，进入 2022 年 5 月，因奥密克戎毒株蔓延，海外多国面临疫情反复的风险，原油消费需求修复前景仍蒙阴。同时，因我国原油进口配额下降，当前油轮市场仍处于承压状态。

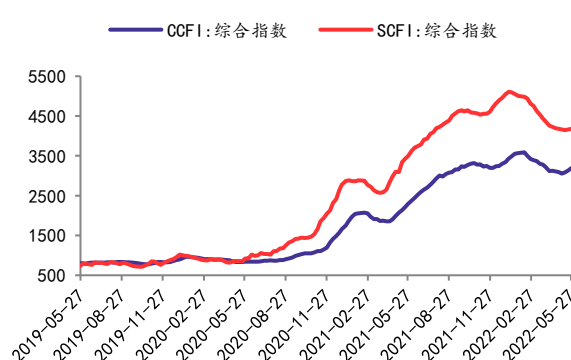
**集运：**SCFI 指数报收 4175.35 点，5 月集运价格高位调整。2022 年 5 月 31 日，上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报收 4175.35 点，月环比-0.05%，同比+19.44%；中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报收 3190.95 点，月环比+3.04%，同比+38.96%。由此可见，5 月，集运价格在高位水平有所调整，立于 4100 点。我们认为，因海外疫情仍未完全消除，我国出口替代的红利仍有释放空间，集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。同时由于奥密克戎毒株出现，对港口拥堵恢复产生新的不确定影响，影响到国际航运运力供给，对集运运价形成了进一步支撑。

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)

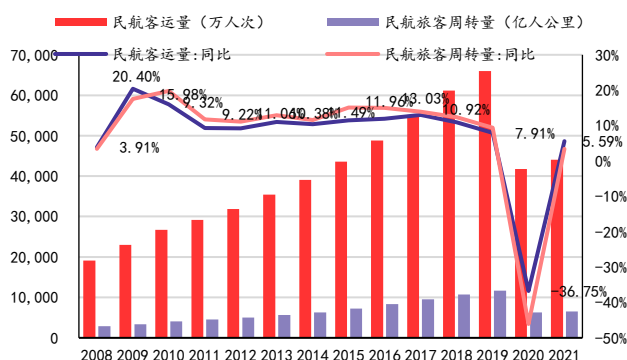


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

## (四) 航空：4 月疫情下民航客流进一步回落，航空货运市场景气逻辑不变

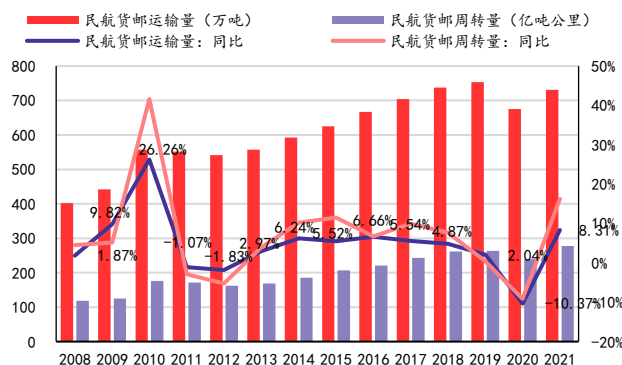
受疫情影响，2021 年完成民航客运量 4.41 亿人次，同比+5.59%。据统计数据显示，2014-2019 年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5 年累计同比增幅 CAGR 为+11.05%。受新冠疫情影响，2020 年和 2021 年，分别完成民航旅客运输量 4.17 亿人次和 4.41 亿人次。2021 年完成民航货邮运输量 731.01 万吨，同比+8.37%。2021 年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达 33.04%，较上年（33.1%）基本持平。

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

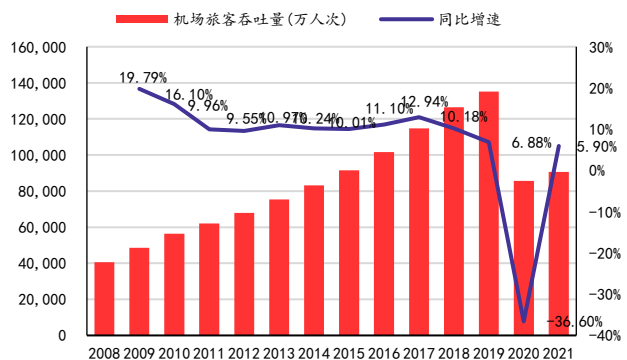
图 40 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

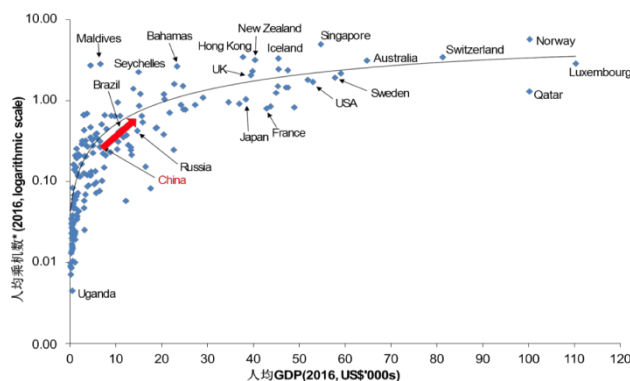
机场方面，2021 年，全年旅客吞吐量完成 9.07 亿人次，同比+5.90%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续 6 年逾 8000 万人次，继续保持平稳较快增长态势。截至 2019 年，我国千万级机场已达 39 个，较上年增加 2 个。随着疫情逐步好转，叠加我国交通基础设施建设持续推进下，预计 2021 年有望继续增加。

图 41 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅 (2008-2021)



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

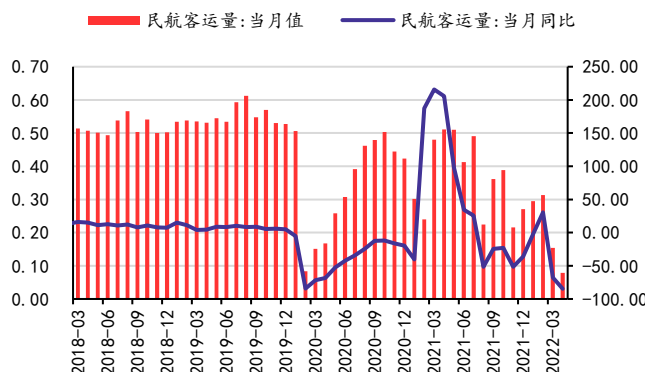


资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运：4 月民航客运量同比-84.60%，伴随上海疫情大规模爆发，民航客流量同比不及去年同期的 20%。2022 年 4 月，全国民航完成旅客运输量 0.08 亿人次，同比-84.60%，环比-48.73%；4 月，完成民航旅客周转量 122.50 亿人公里，同比-83.80%，月环比-48.36%。由此可见，4 月，因上海疫情形势进一步扩大，航空客运需求受到较大的压制，4 月民航客流量仅

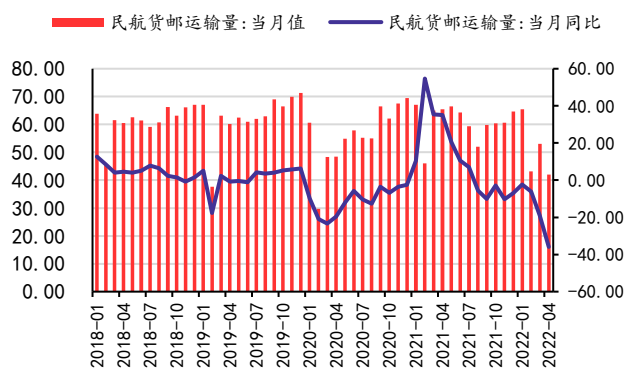
为去年同期的不到 20%。

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

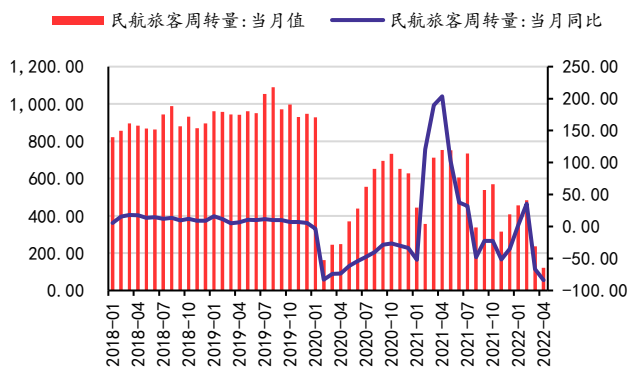
图 44 民航货运量月度变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

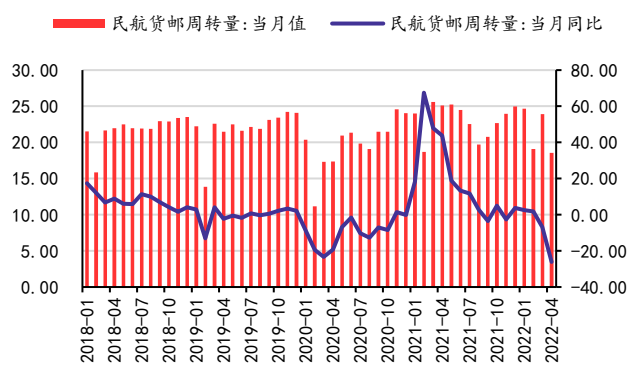
全球疫情扰动影响下，4 月“三大航”国际航线流量仍受压制，继续关注“五个一”政策的开放时点。按照航线种类来看，以“三大航”为例，4 月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-84.30%、-81.74%、-90.82%，4 月“三大航”国内航线客运量同比回增；国航、南航、东航国际航线客运量同比分别-45.30%、-17.00%、-38.93%，国际航线表现仍不及预期。由此可见，4 月，因国内疫情扰动，国内航线客流量不及去年同期，国际航线继续处于低位运行。我们认为，随着当前国内新冠疫苗加强针接种的推进，中长期疫情消除的局面是具有确定性的，国际航线需求的集中释放，要进一步取决于全球疫情恢复进程，以及“五个一”政策开放的时点。

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

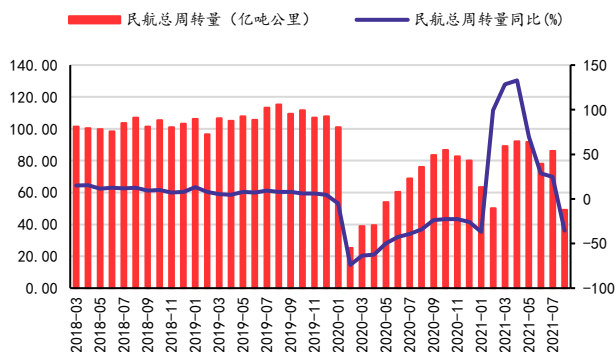


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**货运：4 月民航货运量同比-35.90%，航空货运市场高景气度行情仍延续。**2022 年 4 月，全国民航共完成货邮运输量 41.98 万吨，同比-35.90%，月环比-20.82%；4 月，完成民航货邮周转量 18.56 亿吨公里，同比-26.10%，月环比-22.45%。由此可见，4 月，因奥密克戎病毒变异持续扩散，国际客机腹舱运力恢复预期进一步延后，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，4 月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别-49.90%、

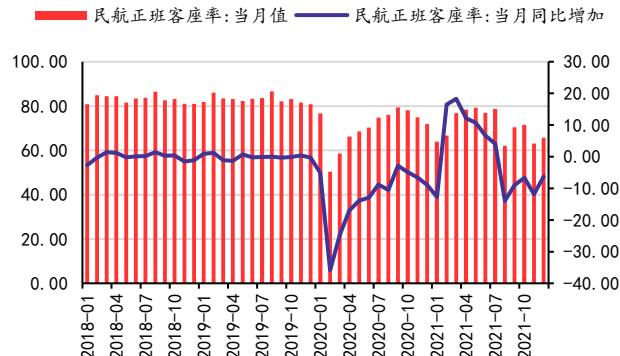
-42.71%、-78.58%，国际航线货运量同比分别+5.60%、+3.94%、-77.60%。

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

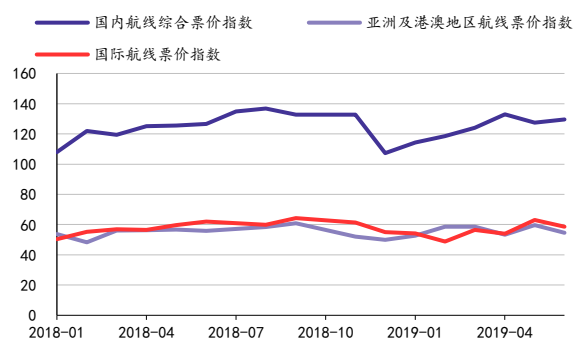
图 48 2018 年 1 月-2021 年 12 月客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

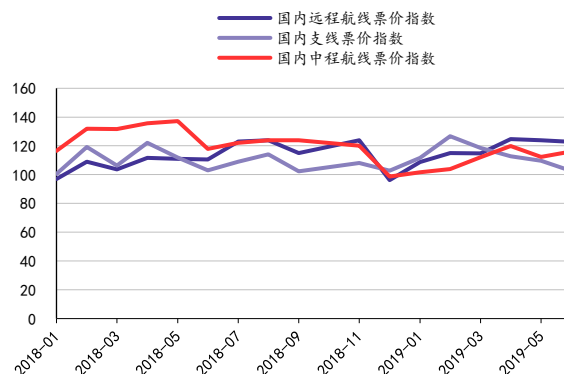
**航班利用率：4 月疫情持续波动下，防疫管控收紧，“三大航”客座率仅为 56.66%。**4 月，“三大航”客座率分别为 55.3%、56.63%、58.06%，平均客座率为 56.66%，较去年同期客座率（76.19%）同比-19.53pct，较 3 月客座率（60.89%）环比-4.23pct。由此可见，4 月，因疫情蔓延形势仍严峻，民航出行需求继续受抑制，民航客座率回落至 56% 低位水平。我们维持此前预期，即考虑到年内疫情持续，防疫管控或继续严格，客座率水平或进一步受到抑制。

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



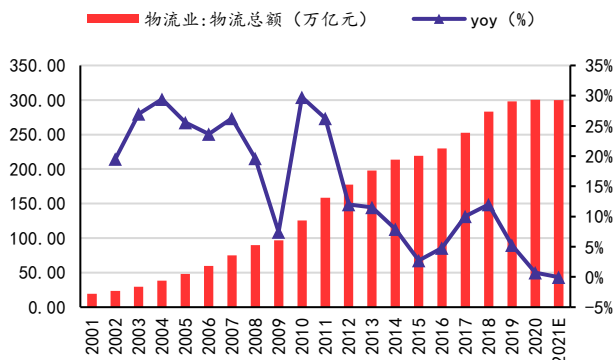
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**4 月“三大航”货邮载运率为 49.81%，航空货运高景气度下，载运率维持高位。**4 月，“三大航”货邮载运率分别为 43.0%、62.13%、44.29%，平均货邮载运率为 49.81%，较去年（53.73%）同比-3.92pct，较 3 月（47.6%）仍维持 40% 以上高水平区间。考虑到航空货运需求高位延续，我们维持此前预期，即年底前货邮载运率仍有进一步提升的空间。

## (五) 物流快递：4 月快递业务量同比-11.90%，CR8 为 84.6

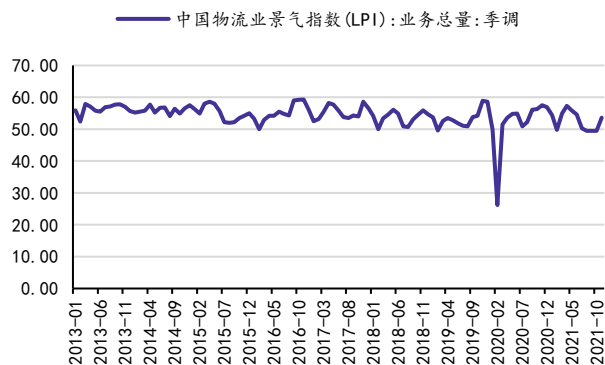
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013 年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在 50% 以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在 7% 左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 51 2001 年-2021 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

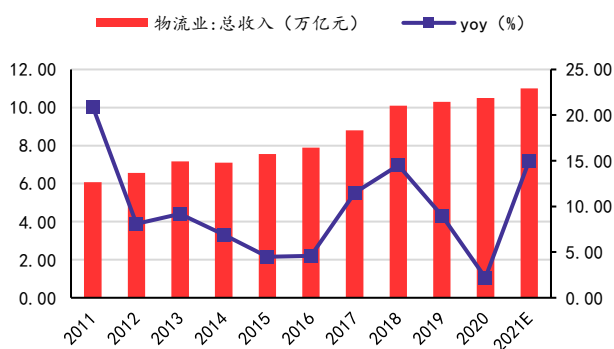
图 52 2013 年-2021 年物流业景气指数变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

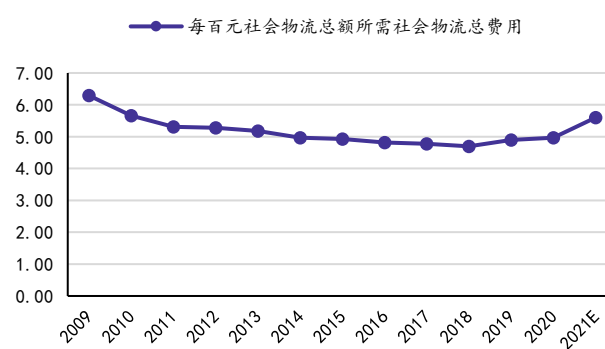
**收入和费用：**近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2021 年，预计物流业或实现总收入逾 11 万亿元，同比约增+15%，受益于我国疫情率先收尾，经济生活修复完成，物流业已回归疫情前同期水平，在常态化轨道运行。

图 53 2011 年-2021 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-2021 年每百元物流总额所需物流费用



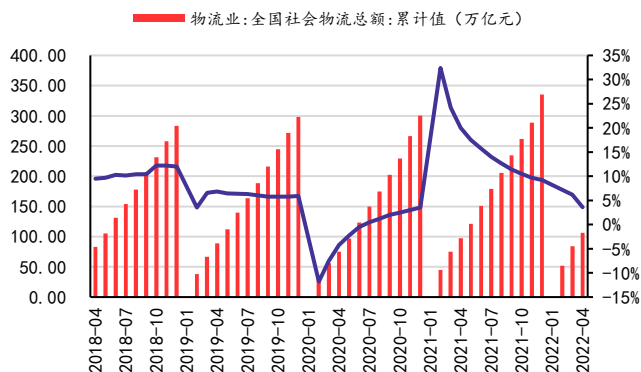
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**物流行业：**货运物流总体仍呈现较高景气度，1-4 月社会物流总需求维持高位。物流总额方面，2022 年 1-4 月，社会物流总额为 106.2 万亿元，累计同比+3.60%，社会物流总需求继续呈现稳定增长。由此可见，截至 4 月，社会物流需求维持高位，物流总需求或继续呈现旺盛。

**快递行业：**2021 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，行业增速维持+30% 左右水平，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 2021 年的 1082.97 亿件，累计实现 90.1 倍增幅；快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元，上涨至 2021 年的 10,332.3 亿元，累计实现 30.16 倍增幅。2021 年，快递

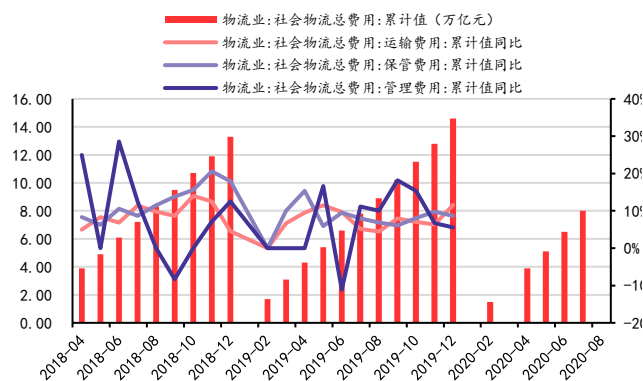
业务量、收入分别较上年同比增+29.91%、+17.47%，行业增速维持约+30%水平。

图 55 社会物流总额月度变化



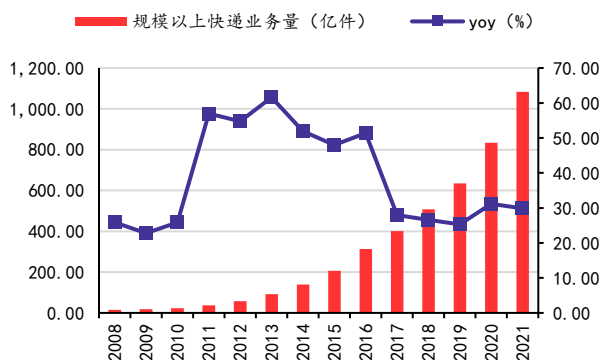
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56 社会物流总费用及分项费用月度变化



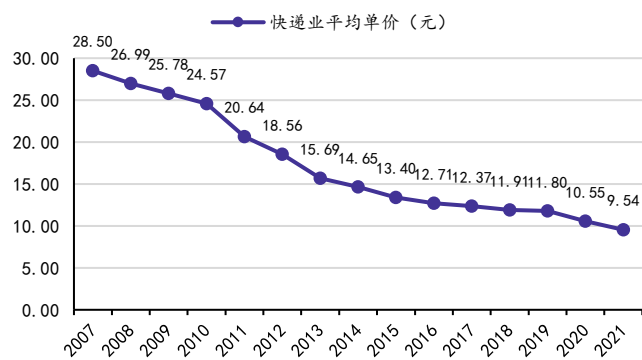
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 57 快递业务量变化趋势及增速（2008-2021）



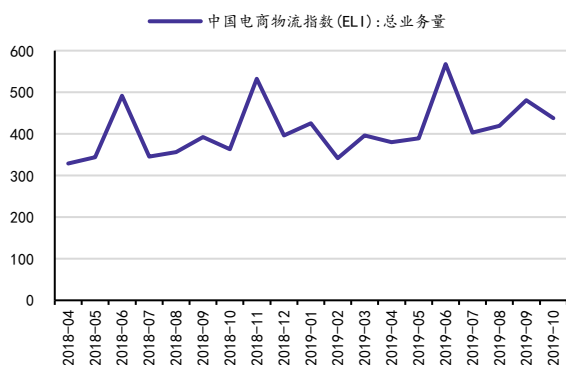
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 58 快递业务平均单价（元）



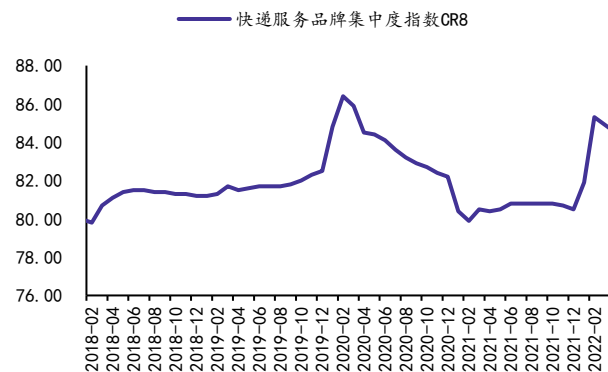
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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-2022 年 4 月快递服务品牌集中度 CR8



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

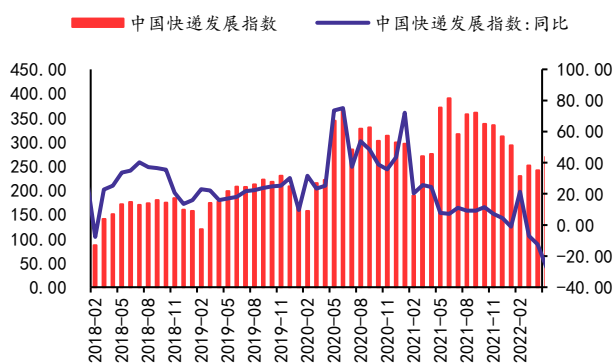
**2022 年 4 月快递行业件量同比-11.90%，高基数背景下同比增速继续有所放缓。**根据国家邮政局发布数据显示，2022 年 4 月，快递行业件量完成 74.83 亿件，同比-11.90%。在去年高基数背景下，同比增速数据有所放缓。

**市场集中度：**2022 年 4 月，快递行业 CR8 为 84.6，较 3 月（84.5）环比+0.1pct。当前，价格监管政策生效、竞争格局进一步出清的逻辑继续，一线头部公司市场份额整体回升。在此背景下，快递行业的收益水平预期提升，符合此前预期。

**市占率：**2022 年 4 月，韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为 15.13%、16.65%、10.57%、9.98%，较 3 月（18.52%、16.59%、11.56%、9.40%），韵达市占率第二位置失守，降至第三，圆通跃居第二。申通继续位列其后，圆通与申通的份额差距达 5.03pct，份额差距继续呈现显著。

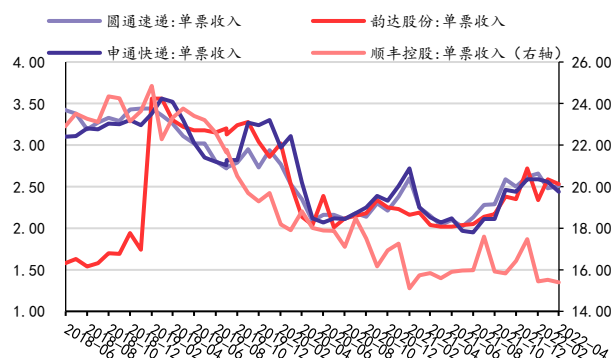
**价格竞争：**2022 年 4 月，韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为 2.53 元/票、2.51 元/票、2.44 元/票、15.4 元/票，同比分别+24.02%、+16.74%、+14.55%、-2.78%。由此可见，当前价格战放缓的趋势继续，符合此前预期。头部快递公司单价水平进一步回升，通达系单价回归 2.4 元/票以上。其中，韵达、圆通单价突破 2.5 元/票以上。

图 61 2018 年-2022 年 4 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-2022 年 4 月快递单票收入



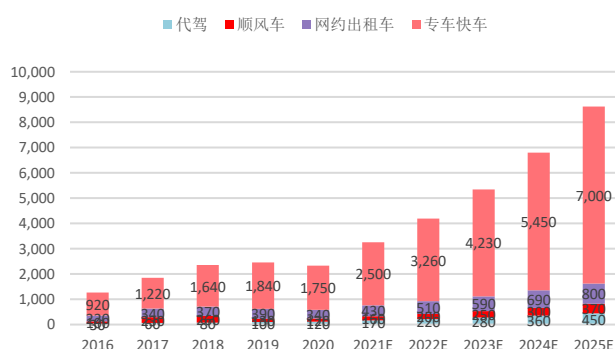
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （六）新业态：4 月网约车订单量 4.76 亿单，国内疫情下网约车出行需求环比回落

**网约车：**网约车市场规模进一步扩张，270 家网约车平台公司取得经营许可。根据交通运输部数据，截至 2022 年 4 月 30 日，我国共有 267 网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至 4 月 30 日，全国共计发放网约车驾驶员证 422.9 万本、车辆运输证 175.4 万本。

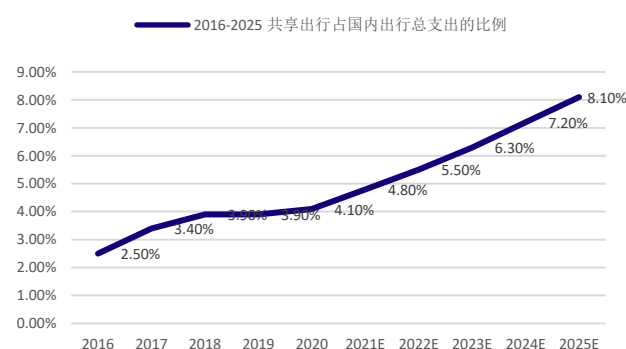
**4 月网约车订单量为 4.76 亿单，订单总量超 30 万单的网约车平台数量较前显著下降。**根据交通运输部发布数据显示，2022 年 4 月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息 4.76 亿单，较 3 月（5.39 亿单）环比-11.69%。进入 4 月，因国内疫情形势严峻，人员流动受限，因而网约车出行需求进一步有所回落，4 月用户网约车订单量较 3 月环比下降。其中，4 月当月，订单总量排名前 10 名的网约车平台，（按订单合规率排序）分别是：享道出行、阳光出行、T3 出行、如祺出行、首汽约车、曹操出行、美团打车、万顺叫车、滴滴出行、花小猪出行。

图 63 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)



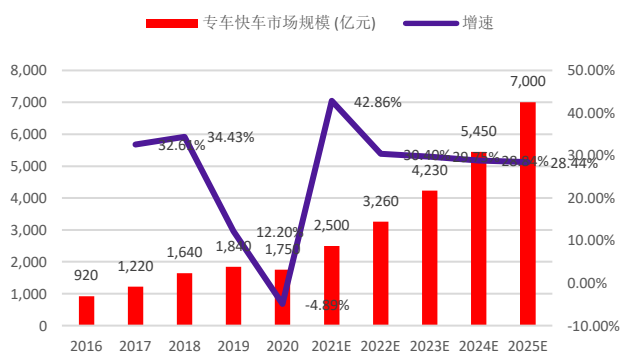
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 64 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例



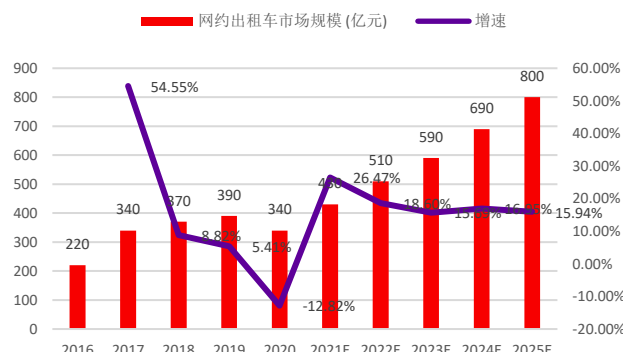
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 65 专车快车市场规模变化趋势及增幅



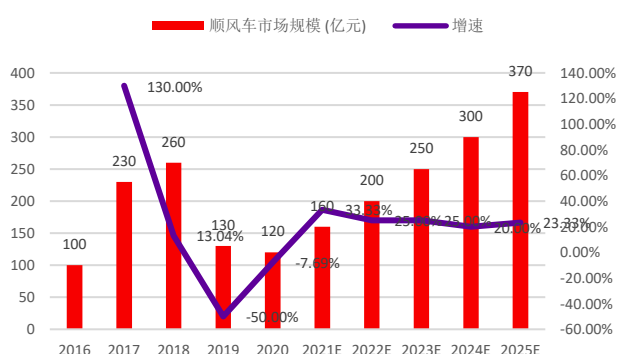
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 66 网约出租车市场规模变化趋势及增幅



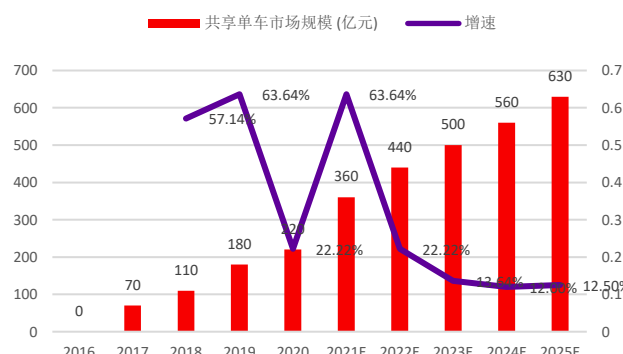
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 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 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:**《网络平台道路货运运输经营管理办法》修订在即。《管理办法》自2020年1月1日起施行,有效期2年。两年期间,我国网络货运行业快速发展,但也出现了价格恶性竞争、虚构交易、违规开票、数据安全等问题。我们认为未来《管理办法》修订将进一步加强合规的要求,经营不合规的企业将被逐步淘汰,市场集中度将进一步提升。

## 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%，NO<sub>x</sub> 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、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。

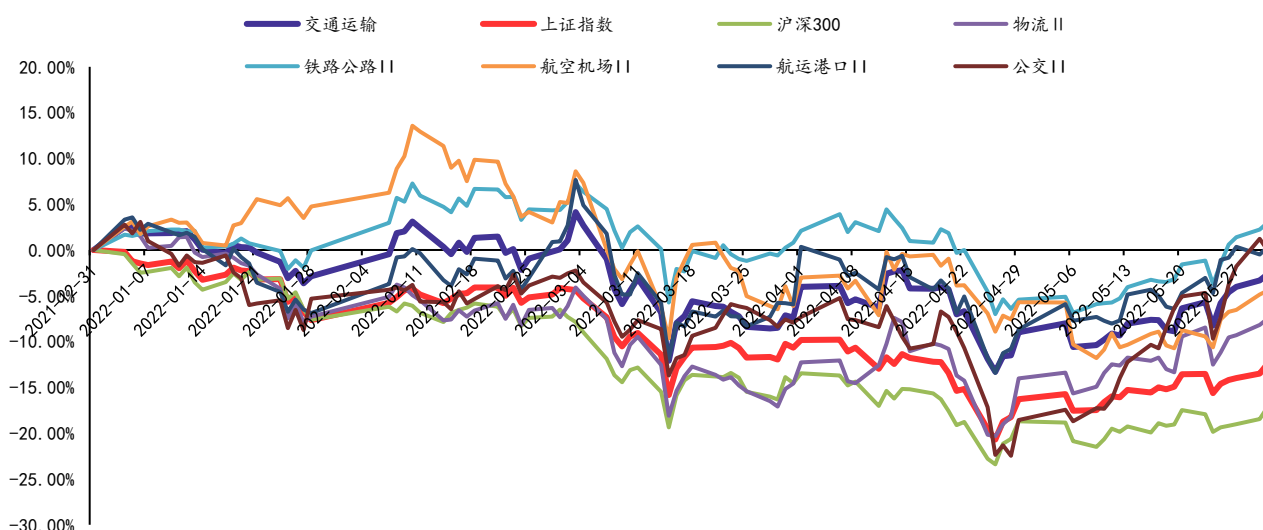
## 四、交通运输业在资本市场中的发展情况

### (一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2022年5月31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27,800.67亿元，占总市值比例为3.08%。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）2,540.61亿元、中远海控（601919.SH）2,458.18亿元、京沪高铁（601816.SH）2,391.49亿元、上港集团（600018.SH）1,454.92亿元、中国国航（601111.SH）1,407.45亿元、南方航空（600029.SH）1,099.96亿元、大秦铁路（601006.SH）997.57亿元、上海机场（600009.SH）971.38亿元、东方航空（600115.SH）909.75亿元、圆通速递（600233.SH）699.93亿元。

2022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-12.46%和-17.18%，交通运输指数-2.64%。

图 69 交通运输各子行业表现情况（2022/01/01-2022/5/31）



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

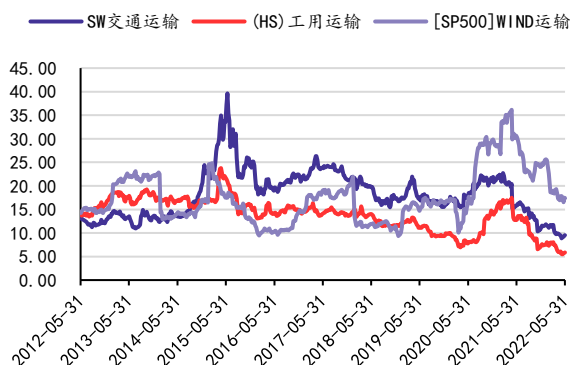
#### 1. 国内交通运输行业估值分析

截至2022年5月31日，交通运输行业市盈率为13.45倍（TTM），上证A股为12.42倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为108.30%。

#### 2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

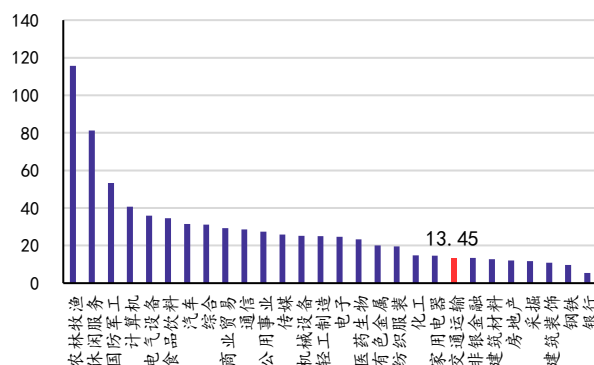
与其他行业整体对比来看，在市场28个一级行业中，交通运输行业的市盈率为13.45倍（2022/5/31），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

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

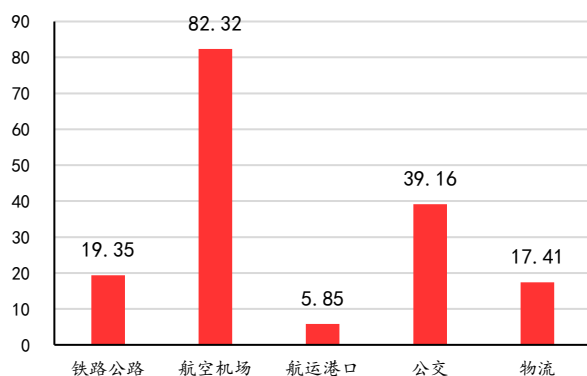


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 与国外(境外)估值比较

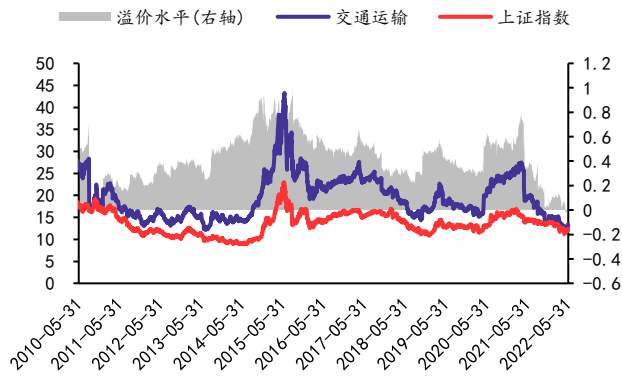
我们选择 [HS] 工业运输指数、[SP500]Wind 运输指数与交通运输指数进行对比,截至 2022 年 5 月 31 日,上述指数市盈率分别为 5.85 倍、17.43 倍和 13.45 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

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 116 亿美元、港股中市值大于 199 亿港元、A 股中大于 425 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 2022.5.31）

| 序号 | 证券代码    | 证券简称                                          | 子行业             | 营业收入同比<br>增速 (%) |       | 净利润同比增速<br>(%) |        | 市值       | 市盈率    | 市净率    | 每股收<br>益 |
|----|---------|-----------------------------------------------|-----------------|------------------|-------|----------------|--------|----------|--------|--------|----------|
|    |         |                                               |                 | 2022Q1           | 2021Y | 2022Q1         | 2021Y  | (亿美元)    | (PE)   | (PB)   | (EPS)    |
| 1  | UPS.N   | 联合包裹服务                                        | 航空货<br>运与物<br>流 | 6.42             | 14.96 | -44.45         | 859.79 | 1,592.44 | 14.80  | 11.17  | 12.31    |
| 2  | UNP.N   | 联合太平洋 (UNION<br>PACIFIC)                      | 铁路              | 17.18            | 11.63 | 21.55          | 21.95  | 1,380.27 | 20.26  | 9.75   | 10.85    |
| 3  | CNI.N   | 加拿大国家铁路                                       | 铁路              | 4.89             | 4.76  | -5.75          | 37.34  | 787.72   | 20.10  | 4.41   | 7.07     |
| 4  | CSX.O   | CSX 运输                                        | 铁路              | 21.33            | 18.32 | 21.67          | 36.75  | 691.20   | 17.57  | 5.12   | 1.81     |
| 5  | CP.N    | 加拿大太平洋铁路                                      | 铁路              | -6.18            | 3.70  | -1.99          | 16.69  | 664.30   | 29.08  | 2.50   | 3.07     |
| 6  | FDX.N   | 联邦快递 (FEDEX)                                  | 航空货<br>运与物<br>流 | -                | -     | -              | -      | 582.06   | 11.36  | 2.33   | 19.78    |
| 7  | NSC.N   | 诺福克南方                                         | 铁路              | 10.46            | 13.82 | 4.46           | 49.28  | 571.19   | 18.81  | 4.19   | 12.74    |
| 8  | ODFL.O  | OLD DOMINION<br>FREIGHT LINE                  | 陆运              | 32.91            | 30.91 | 50.36          | 53.77  | 292.72   | 25.80  | 7.95   | 10.01    |
| 9  | LUV.N   | 西南航空                                          | 航空公<br>司        | 128.75           | 74.51 | -339.66        | 131.78 | 271.93   | 46.64  | 2.61   | 0.98     |
| 10 | DAL.N   | 达美航空 (DELTA)                                  | 航空公<br>司        | 125.25           | 74.90 | 20.14          | 102.26 | 267.26   | 51.70  | 6.88   | 0.81     |
| 11 | ZTO.N   | 中通快递                                          | 航空货<br>运与物<br>流 | -                | 20.59 | -              | 10.26  | 218.14   | 27.01  | 2.86   | 6.33     |
| 12 | RYAAY.O | RYANAIR HLDG-ADR                              | 航空公<br>司        | -                | -     | -              | -      | 197.86   | -40.90 | 3.63   | -0.38    |
| 13 | EXPD.O  | 康捷国际物流                                        | 航空货<br>运与物<br>流 | 45.81            | 72.40 | 20.50          | 103.33 | 182.58   | 12.38  | 5.22   | 8.79     |
| 14 | JBHT.O  | JB 亨特运输服务                                     | 陆运              | 33.25            | 26.27 | 65.97          | 50.35  | 180.84   | 21.09  | 5.80   | 8.18     |
| 15 | VLRS.N  | CONTROLADORA<br>VUELA COMPANIA<br>DE AVIACION | 航空公<br>司        | -                | -     | -              | -      | 180.12   | 410.76 | 128.13 | 0.78     |
| 16 | CHRW.O  | 罗宾逊全球物流                                       | 航空货<br>运与物<br>流 | 41.88            | 42.54 | 56.00          | 66.71  | 138.10   | 14.67  | 6.83   | 7.40     |
| 17 | AAL.O   | 美国航空                                          | 航空公<br>司        | 122.03           | 72.36 | -30.80         | 77.57  | 116.07   | -4.88  | -1.58  | -3.66    |

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 2022.5.31）

| 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<br>(亿港元) | 市盈率<br>(PE) | 市净率<br>(PB) | 每股收益<br>(EPS) |
|----|---------|--------------|-------------|--------------|--------|-------------|----------|-------------|-------------|-------------|---------------|
|    |         |              |             | 2021Y        | 2020Y  | 2021Y       | 2020Y    |             |             |             |               |
| 1  | 0066.HK | 港铁公司         | 铁路          | 12.42        | -21.36 | 298.63      | -140.30  | 2,622.93    | 27.46       | 1.46        | 1.54          |
| 2  | 1919.HK | 中远海控         | 海运          | 94.85        | 13.76  | 799.52      | 48.38    | 2,225.97    | 1.78        | 1.37        | 6.34          |
| 3  | 2057.HK | 中通快递         | 航空货运<br>与物流 | 20.59        | 14.04  | 10.26       | -24.00   | 1,608.13    | 25.44       | 2.70        | 6.33          |
| 4  | 0316.HK | 东方海外<br>国际   | 海运          | 105.49       | 19.08  | 689.63      | -33.07   | 1,591.50    | 2.86        | 2.11        | 10.79         |
| 5  | 2618.HK | 京东物流         | 陆运          | 42.68        | 47.20  | -283.21     | -85.06   | 1,014.42    | -5.24       | 2.19        | -2.40         |
| 6  | 0753.HK | 中国国航         | 航空公司        | 7.23         | -48.96 | -15.50      | -324.34  | 830.82      | -3.49       | 1.11        | -1.33         |
| 7  | 1308.HK | 海丰国际         | 海运          | 78.76        | 8.46   | 230.67      | 59.85    | 794.00      | 8.76        | 6.78        | 0.43          |
| 8  | 1055.HK | 中国南方<br>航空股份 | 航空公司        | 9.48         | -41.24 | -11.61      | -510.87  | 733.87      | -4.73       | 0.88        | -0.74         |
| 9  | 0144.HK | 招商局港<br>口    | 海港与服务       | 32.48        | 0.53   | 58.11       | -38.40   | 563.30      | 6.92        | 0.57        | 2.15          |
| 10 | 0293.HK | 国泰航空         | 航空公司        | -2.87        | -56.13 | 72.01       | -1,393.7 | 527.85      | -8.62       | 0.73        | -0.95         |
| 11 | 0670.HK | 中国东方<br>航空股份 | 航空公司        | 14.30        | -51.46 | -3.19       | -470.80  | 526.60      | -2.64       | 0.80        | -0.86         |
| 12 | 0177.HK | 江苏宁沪<br>高速公路 | 公路与铁路       | 71.08        | -20.55 | 69.58       | -41.32   | 408.56      | 8.65        | 1.10        | 0.76          |
| 13 | 0636.HK | 嘉里物流         | 航空货运<br>与物流 | 59.13        | 29.71  | 174.15      | -23.56   | 324.24      | 4.08        | 1.54        | 4.39          |
| 14 | 0576.HK | 浙江沪杭<br>甬    | 公路与铁路       | 30.61        | -0.10  | 97.09       | -19.23   | 300.98      | 5.29        | 0.91        | 1.06          |
| 15 | 6198.HK | 青岛港          | 海港与服务       | 21.77        | 8.79   | 3.18        | 1.36     | 260.29      | 5.26        | 0.61        | 0.62          |
| 16 | 1138.HK | 中远海能         | 海运          | -22.27       | 18.56  | -309.35     | 475.42   | 238.06      | -3.64       | 0.68        | -1.11         |
| 17 | 2866.HK | 中远海发         | 海运          | 171.64       | 49.21  | 184.63      | 22.10    | 218.74      | 3.07        | 0.55        | 0.43          |
| 18 | 2343.HK | 太平洋航<br>运    | 海运          | 102.08       | -7.25  | 505.71      | -928.80  | 214.85      | 3.26        | 1.50        | 0.16          |
| 19 | 0694.HK | 北京首都<br>机场股份 | 机场服务        | 3.61         | -68.30 | -4.02       | -184.10  | 210.64      | -8.14       | 0.85        | -0.46         |
| 20 | 1199.HK | 中远海运<br>港口   | 海港与服务       | 20.75        | -2.63  | 2.07        | 12.81    | 199.95      | 7.16        | 0.44        | 0.11          |

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 2022.5.31）

| 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<br>(亿元) | 市盈率<br>(PE) | 市净率<br>(PB) | 每股收益<br>(EPS) |
|----|-----------|------|---------|--------------|-------|-------------|---------|------------|-------------|-------------|---------------|
|    |           |      |         | 2022Q1       | 2021Y | 2022Q1      | 2021Y   |            |             |             |               |
| 1  | 002352.SZ | 顺丰控股 | 物流 II   | 47.78        | 34.55 | 226.69      | -43.46  | 2,540.61   | 40.45       | 3.10        | 1.28          |
| 2  | 601919.SH | 中远海控 | 航运 II   | 62.75        | 94.85 | 82.90       | 687.51  | 2,458.18   | 2.42        | 1.53        | 6.34          |
| 3  | 601816.SH | 京沪高铁 | 铁路运输 II | -1.13        | 5.72  | -79.33      | 16.48   | 2,391.49   | 50.73       | 1.28        | 0.10          |
| 4  | 600018.SH | 上港集团 | 港口 II   | 61.51        | 31.28 | 81.30       | 68.57   | 1,454.92   | 8.45        | 1.38        | 0.74          |
| 5  | 601111.SH | 中国国航 | 航空运输 II | -11.41       | 7.23  | -42.10      | -19.01  | 1,407.45   | -7.28       | 2.69        | -1.33         |
| 6  | 600029.SH | 南方航空 | 航空运输 II | 1.03         | 9.81  | -10.33      | 6.84    | 1,099.96   | -8.73       | 1.74        | -0.74         |
| 7  | 601006.SH | 大秦铁路 | 铁路运输 II | -5.94        | 8.28  | -17.83      | 13.52   | 997.57     | 8.66        | 0.80        | 0.78          |
| 8  | 600009.SH | 上海机场 | 机场 II   | -2.94        | -13.4 | -16.71      | -38.83  | 971.38     | -54.48      | 3.60        | -0.93         |
| 9  | 600115.SH | 东方航空 | 航空运输 II | -5.45        | 14.48 | -101.05     | -5.81   | 909.75     | -5.63       | 2.08        | -0.86         |
| 10 | 600233.SH | 圆通速递 | 物流 II   | 32.00        | 29.36 | 129.37      | 18.39   | 699.93     | 26.89       | 2.98        | 0.76          |
| 11 | 601018.SH | 宁波港  | 港口 II   | 23.73        | 7.35  | 1.00        | 24.31   | 637.04     | 14.58       | 1.17        | 0.28          |
| 12 | 600221.SH | 海航控股 | 航空运输 II | -17.61       | 15.65 | -32.61      | 105.89  | 555.15     | 14.92       | 11.59       | 0.11          |
| 13 | 002120.SZ | 韵达股份 | 物流 II   | 38.66        | 24.56 | 47.71       | 5.06    | 527.14     | 33.04       | 3.27        | 0.55          |
| 14 | 601872.SH | 招商轮船 | 航运 II   | 36.47        | 12.97 | 120.42      | 19.79   | 490.52     | 10.82       | 1.77        | 0.56          |
| 15 | 600026.SH | 中远海能 | 航运 II   | 13.02        | -22.5 | -73.65      | -277.58 | 485.67     | -9.18       | 1.70        | -1.11         |
| 16 | 001965.SZ | 招商公路 | 高速公路 II | -10.14       | 22.03 | -12.35      | 115.00  | 484.99     | 10.04       | 0.91        | 0.78          |
| 17 | 601021.SH | 春秋航空 | 航空运输 II | 6.18         | 15.85 | -53.22      | 106.31  | 444.58     | -392.98     | 3.38        | -0.12         |
| 18 | 601866.SH | 中远海发 | 航运 II   | 4.20         | 83.95 | 66.21       | 184.49  | 430.69     | 6.49        | 1.48        | 0.49          |
| 19 | 600377.SH | 宁沪高速 | 高速公路 II | 7.77         | 71.71 | -31.94      | 64.08   | 425.19     | 11.10       | 1.34        | 0.76          |

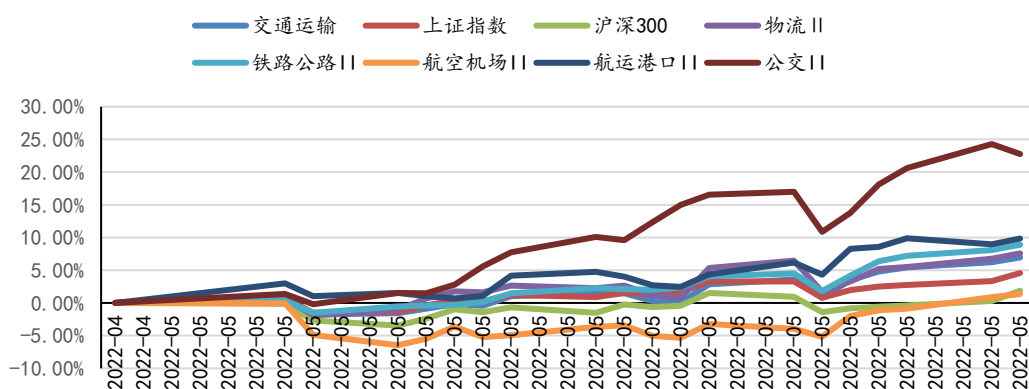
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

### (一) 最新观点：动态把握出行市场反转时点，继续关注货运物流板块的中长期投资价值

分子行业来看，截至 2022 年 5 月 31 日，航空机场、公交板块 PE 仍较高，分别为 82.32 倍、39.16 倍，高于交通运输行业值 13.45 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。铁路公路、航运港口板块 PE 分别为 19.35 倍、5.85 倍。物流板块的 PE 为 17.41 倍。

图 74 2022 年 5 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

**2022 年 6 月投资策略：动态把握出行市场反转时点，继续关注货运物流板块的中长期投资价值。**

**1. 动态把握航空等出行板块困境反转机会。**截至目前，因全球范围内，奥密克戎影响有所缓解，新冠特效药取得阶段性新进展，预计 2022 年航空客运市场将逐步呈现趋势性复苏态势。一是 2021 年出行板块依然是疫情影响最大的行业之一。民航和高铁客运量至疫情前(2019 年)的 67%和 71%，特别是国际航空客运仅为 2019 年的 2%，三大航客座率均值为 62%，远低于疫情前得 82%。二是新冠特效药新进展持续增强全球各国边境开放预期，2022 年起出行板块大概率迎来趋势性复苏态势。近期，泰国、英国、菲律宾、澳大利亚、新西兰陆续宣布放开边境，叠加新冠特效药取得新进展，同时 2022 年北京冬奥会如期举行，疫情防控经验更为丰富，我国国际航线恢复预期逐步增强。三是我国国际航线恢复进程具有不确定性。目前我国国际航线客运量仅为疫情前得 2%，基本形成底部，但复苏进度要统筹考虑全球疫情恢复及我国防疫策略调整，我们预计，乐观情景假设国际线恢复疫情前至少需要 2 年的时间。四是短期关注国际航线恢复预期增强带来的航空行业系统机会，长期关注细分航空出行市场的龙头。建议继续关注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)和致力推进支线航空龙头华夏航空(002928.SZ)。

**2. 看好稳增长背景下仓储物流自动化升级带来新机会。**一是疫情加速催化线上消费渗透

率，促进物流仓储智能化自动化发展。疫情的传播使得人们对物流的效率、自动化提出了更高要求，加速了物流与仓储的智能改革，增加了对智能仓储行业的需求。二是中国物流效率存在提升潜力，智能化自动化仓储物流系统有发展空间。2013 年-2019 年我国物流费用占 GDP 的比重不断下降，2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），为降低物流费用，仓储物流转型升级向自动化、智能化是必然的趋势。智能仓储市场规模持续上升，2020 年达 960.6 亿元，年复合增长率为 16.12%，同时预计 2023 年增加到 1656 亿元。三是稳增长背景下，智慧化自动化仓储物流列入新基建范围内，带来产业链长期成长机会。四是推荐 2022 年产能翻倍释放的智能仓储综合解决方案提供者音飞储存（603066.SH）和仓配一体化供应链服务商京东物流（2618.HK）。

3. 持续推荐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）。

4. 跨境电商物流赛道长期具备成长性，战略性推荐航空物流赛道。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。同时，因近期新冠变异毒株奥密克戎出现，叠加民航局叫停“客改货”，客机客舱不允许装载非防疫货物，预计未来一段时间中，航空货运运力供给紧张的局面将继续，航空货运价格或将维持高位区间。在此背景下，我们认为，第三方跨境货运主体或将继续迎来红利，2022 年跨境电商物流或进一步出现量价齐升的局面，建议关注跨境电商物流赛道重点标的华贸物流（603128.SH）和东航物流（601156.SH）。

5. 关注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。

6. 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。

7. 长期关注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排放强度较低的铁路、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

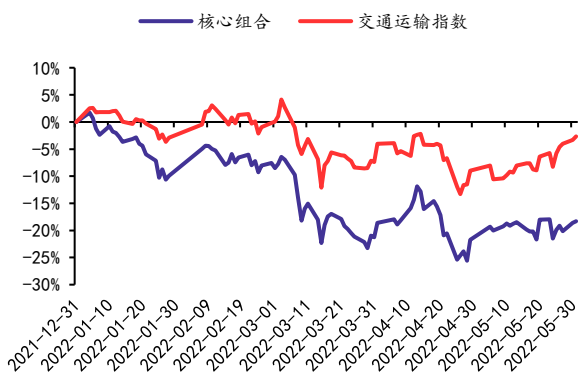
表 13 投资组合建议 (截至 2022 年 5 月 31 日)

| 证券代码      | 证券简称 | 加入组合时间   | 累计涨幅    |
|-----------|------|----------|---------|
| 603128.SH | 华贸物流 | 2022/1/1 | -26.32% |
| 002010.SZ | 传化智联 | 2022/1/1 | -27.36% |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 2022/1/1 | -24.70% |
| 601156.SH | 东航物流 | 2022/2/1 | +5.26%  |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

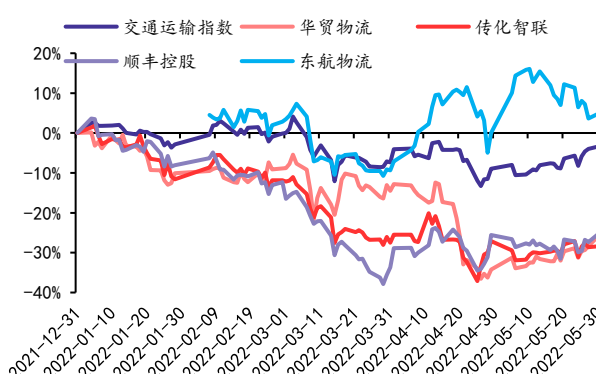
## (三) 核心组合表现

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-2022 年 1 月 31 日, 核心组合为顺丰控股(002352.SZ)、华贸物流(603128.SH)、传化智联(002010.SZ)。2022 年 2 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)、东航物流(601156.SH)。截至 2022 年 5 月 31 日, 交通运输业指数累计-2.64%, 2021 年银河交通核心组合-18.28%, 相对收益-12.74%。

## 六、风险提示

新冠疫情反复、航空出行需求不及预期、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、物流需求下降、交通运输政策法规变化等产生的风险。

## 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) .....      | 6  |
| 图 4 交通运输行业年度归母净利润及增速 (2011-2020) .....     | 6  |
| 图 5 交通运输行业营业收入及环比增速 (2016Q1-2021Q3) .....  | 7  |
| 图 6 交通运输行业归母净利润及环比增速 (2016Q1-2021Q3) ..... | 7  |
| 图 7 交通运输行业年度净资产收益率 (2011-2020) .....       | 7  |
| 图 8 交通运输行业季度净资产收益率 (2016Q1-2021Q3) .....   | 8  |
| 图 9 行业资产负债率、流动比率 (2011-2020) .....         | 9  |
| 图 10 行业固定资产周转率 (2011-2020) .....           | 9  |
| 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) .....    | 10 |
| 图 14 交通运输板块净利润变化及预测 (2015-2021E) .....     | 10 |
| 图 15 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2021) .....  | 11 |
| 图 16 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021) .....  | 11 |
| 图 17 铁路客运量月度变化 (亿人) .....                  | 11 |
| 图 18 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里) .....              | 11 |
| 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 (2009-2021) .....  | 15 |
| 图 22 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021) .....  | 15 |
| 图 23 高速公路交通量及增长率 .....                     | 15 |
| 图 24 高速公路里程及增长率 (年) .....                  | 15 |
| 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 .....              | 16 |
| 图 30 36 个大中城市平均公路货运价格 .....                | 16 |
| 图 31 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2021) .....      | 18 |
| 图 32 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2021) .....    | 18 |
| 图 33 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化 .....              | 18 |
| 图 34 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化 .....             | 18 |
| 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) .....        | 19 |
| 图 38 上海出口集装箱集运指数 (CCFI、SCFI) .....         | 19 |
| 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（2008-2021） .....          | 20 |
| 图 42 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性 .....               | 20 |
| 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 .....                        | 21 |
| 图 46 民航货邮周转量月度变化 .....                        | 21 |
| 图 47 民航总周转量月度变化 .....                         | 22 |
| 图 48 2018 年 1 月-2021 年 12 月客座率 .....          | 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-2021 年社会物流总额变化趋势及同比增幅 .....       | 23 |
| 图 52 2013 年-2021 年物流业景气指数变化情况 .....           | 23 |
| 图 53 2011 年-2021 年物流业总收入及增长率 .....            | 23 |
| 图 54 2009 年-2021 年每百元物流总额所需物流费用 .....         | 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（2008-2021） .....            | 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-2022 年 4 月快递服务品牌集中度 CR8 .....     | 24 |
| 图 61 2018 年-2022 年 4 月中国快递发展指数 .....          | 25 |
| 图 62 2018 年-2022 年 4 月快递单票收入 .....            | 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 网约车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（2022/01/01-2022/5/31） ..... | 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 2022 年 5 月交通运输子行业表现情况 .....              | 33 |
| 图 75 核心组合表现情况 .....                           | 35 |
| 图 76 核心组合标的表现情况 .....                         | 35 |

## 表格目录

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 表 1 2020 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） .....                    | 8  |
| 表 3 火车票价计算方法 .....                                       | 12 |
| 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 2022.5.31） .....    | 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 2022.5.31） .....    | 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 2022.5.31） ..... | 32 |
| 表 13 投资组合建议（截至 2022 年 5 月 31 日） .....                    | 35 |

### 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。

范想想，机械行业分析师，北京大学理学博士。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人竞赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

### 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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn