

# 交通运输分析框架

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

本文旨在分析交通运输板块绝对收益以及超额收益的驱动逻辑。

## 摘要：

**交通运输板块特征：**交通运输企业具有国企占比高、折价摊销大、股息率较高的特征。行业内部来看，细分行业波动率与 beta 匹配，基础设施属于低 beta 资产，可归属稳健类资产，股息率与低 beta 是其博弈项，航运航空 beta 偏高，运价具有弹性，但 ROE 波动大，周期属性显著，快递具备成长属性，近年电商下沉驱动业务量高增。

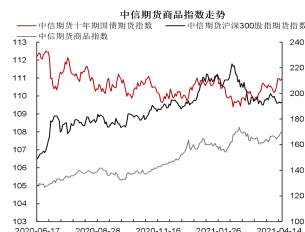
**基础设施驱动逻辑：**由于价格受政府管控，流量变现是其核心逻辑，以港口为例，集装箱吞吐量、集装箱出口量、水运货运量可较好拟合其业绩，2011 年之后拟合景气度指标与营收相关系数可达 0.52。但由于基础设施板块的低 beta 属性，高景气阶段未必一定对应高 Alpha。如使用景气度对港口指数/港口超额进行择时，绝对收益策略年化优化效果可达 11.1%，相对收益策略年化效果仅有 2.2%，景气度择时对绝对收益更为有效。而超额收益的决定因素与市场风格有关，计算红利指数相对于中证 800 的超额以及公路铁路相对于中证 800 的超额，中期来看两者趋同，显示市场环境是否适合低 beta、高股息因子才是获得超额的关键所在。

**航空驱动逻辑：**疫情之前，航空收入有 90% 属于客运收入，收入端与旅客周转率强相关。此外航空成本的浮动项在于飞机购置以及航空油料变动，航空具有人民币升值、原油下跌受益属性。以三者构建景气度指标，绝对收益策略年化优化效果可达 12.9%，相对收益策略年化优化效果可达 7.5%。

**航运驱动逻辑：**航运可细拆为集运、干散货、油运，博弈点在于运价弹性。行业差异在于干散货、油运周期属性更重，且因为上下游集中，议价能力相对弱势，集中度不及集运。同时以 BDI、BCTI、铁矿石进口价、动力煤价格拟合航运景气度，绝对收益策略年化优化效果可达 4.5%，相对收益策略年化优化效果可达 6.1%。

**快递驱动逻辑：**快递收入可拆分为快递业务量以及单件收入，近年因为价格战，单件收入同比下滑驱动行业 ROE 下行，单件收入增速与行业收入增速的匹配度较高。以两者构建景气度，绝对收益策略年化优化效果可达 9.3%，相对收益策略年化优化效果可达 11.6%。

**风险因素：**1) 行业驱动逻辑变化



## 权益策略团队

研究员：  
姜沁  
021-60812986  
jiangqin@citicsf.com  
从业资格号 F3005640  
投资咨询号 Z0012407

康遵禹  
010-58135952  
kangzunyu@citicsf.com  
从业资格号 F03090802  
投资咨询号 Z0016853

## 目 录

摘要: .....	1
目 录.....	2
图目录.....	2
二、基础设施（机场）驱动逻辑.....	7
三、基础设施（公路铁路）驱动逻辑.....	10
四、基础设施（港口）驱动逻辑.....	14
五、航空驱动逻辑.....	16
六、航运驱动逻辑.....	18
七、快递驱动逻辑.....	20
免责声明.....	23

## 图目录

图表 1: 交运行业市值占比.....	5
图表 2: 企业属性分布.....	5
图表 3: 板块 ROE 均值与 ROE 标准差（2017-2021）.....	6
图表 4: 板块年化波动率与 beta（2017-2021）.....	6
图表 5: 折旧与摊销/（存货+固定资产+在建工程）.....	6
图表 6: （固定+在建）/资产.....	6
图表 7: 资产负债率.....	7
图表 8: 经营现金流/营业收入.....	7
图表 9: 部分个股股息率（基础设施）.....	7
图表 10: 部分个股股息率（基础设施）.....	7
图表 11: 上海机场收入结构.....	8
图表 12: 民用运输机场新能产能.....	8
图表 13: 上海机场旅客货邮收入与旅客吞吐量.....	8
图表 14: 上海商业租赁收入与旅客吞吐量.....	8
图表 15: 三大机场旅客吞吐量增速与收入增速.....	8
图表 16: 三大机场起落架次增速与收入增速.....	8
图表 17: 三大机场收入增速与机场/中证 800.....	9
图表 18: 上海机场收盘价与陆股通持股占比.....	9
图表 19: 三大机场 QFII 持股占比.....	9
图表 20: 三大机场陆股通持股占比.....	9
图表 21: 机场拟合景气度与机场营收增速.....	10
图表 22: 机场景气度超额择时.....	10
图表 23: 公路铁路收入增速与公路货运量增速.....	10
图表 24: 公路铁路收入增速与铁路货运量增速.....	10
图表 25: 公路铁路收入增速与公路固定资产投资增速.....	11

图表 26: 公路铁路收入与铁路固定资产投资增速.....	11
图表 27: 公路铁路/中证 800 与红利指数/中证 800.....	11
图表 28: 与公路铁路/中证 800 的月频相关系数.....	11
图表 29: 个股年化回报率与股息率均值 (2011-2021) .....	12
图表 30: 经营现金流/营业收入 (高股息组 VS 低股息组) .....	12
图表 31: 资产负债率 (高股息组 VS 低股息组) .....	12
图表 32: 利息费用/营业收入 (高股息组 VS 低股息组) .....	13
图表 33: ROE 中位数 (高股息组 VS 低股息组) .....	13
图表 34: 公路铁路拟合景气度与公路铁路营收增速.....	13
图表 35: 公路铁路拟合景气度与公路铁路超额.....	13
图表 36: 公路铁路景气度超额择时.....	14
图表 37: 公路铁路景气度超额择时.....	14
图表 38: 公路铁路/中证 800 与公路货运量.....	14
图表 39: 上港集团集装箱收入占比与毛利率.....	14
图表 40: 港口集装箱吞吐量增速与营收增速.....	15
图表 41: 集装箱出口数量增速与营收增速.....	15
图表 42: 集装箱 PPI 与营收增速.....	15
图表 43: 集装箱出口数量增速与营收增速.....	15
图表 44: 港口拟合景气度与港口营收增速.....	16
图表 45: 港口拟合景气度与港口超额收益.....	16
图表 46: 港口景气度择时.....	16
图表 47: 港口景气度超额择时.....	16
图表 48: 航空客运收入占比.....	17
图表 49: 东航营业成本构成 (航空油料是浮动项) .....	17
图表 50: 原油同比与营收增速.....	17
图表 51: 人民币汇率同比与营收增速.....	17
图表 52: 民航货物周转量与营收增速.....	17
图表 53: 民航旅客周转量与营收增速.....	17
图表 54: 航空拟合景气度与航空营收增速.....	18
图表 55: 航空拟合景气度与航空超额收益.....	18
图表 56: 航空景气度择时.....	18
图表 57: 航空景气度超额择时.....	18
图表 58: BDI 与航运收入.....	19
图表 59: BCTI 与航运收入.....	19
图表 60: 铁矿石价格与航运收入.....	19
图表 61: 动力煤价格与航运收入.....	19
图表 62: 航运拟合景气度与航运收入.....	20
图表 63: 航运拟合景气度与航运超额收益.....	20
图表 64: 航运景气度超额择时.....	20
图表 65: 航运景气度择时.....	20
图表 66: 快递业务量与其营收增速.....	21
图表 67: 快递单票收入同比与其营收增速.....	21

---

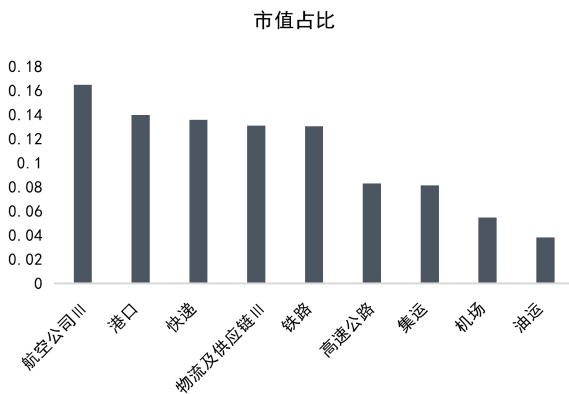
图表 68: 快递拟合景气度与快递营收增速.....	21
图表 69: 快递拟合景气度与快递超额收益.....	21
图表 70: 快递景气度择时.....	22
图表 71: 快递景气度超额择时.....	22

## 一、交通运输行业特征

### (一) 市值及属性划分

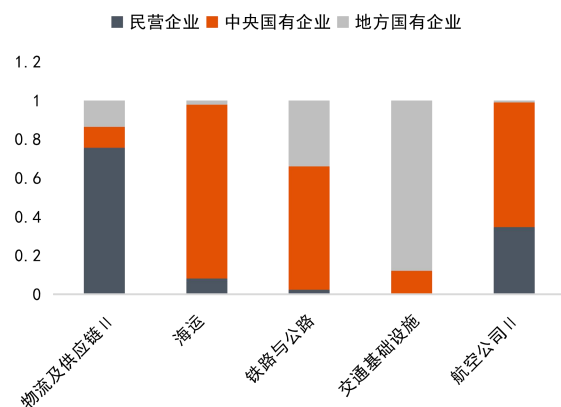
截止 2022 年 Q2，交通运输行业市值已超 3 万亿，其中航空、港口、快递等细分行业市值占比较高，且大部分上市企业隶属于国企。按利润来源划分，交通运输行业可划分为物流（快递）、基础设施（机场、港口、公路铁路）及航空航运，其中基础设施收入来自于公路收费、港口装卸费等，其定价受到政府管控，业绩不具有爆发性，属于传统意义上的稳健资产，航空航运收入与全球宏观经济挂钩，业绩具有鲜明的周期属性，而物流行业近年受益于电商下沉至三四线城市，快递业务量高增，可归属为成长板块。

图表 1： 交运行业市值占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 企业属性分布

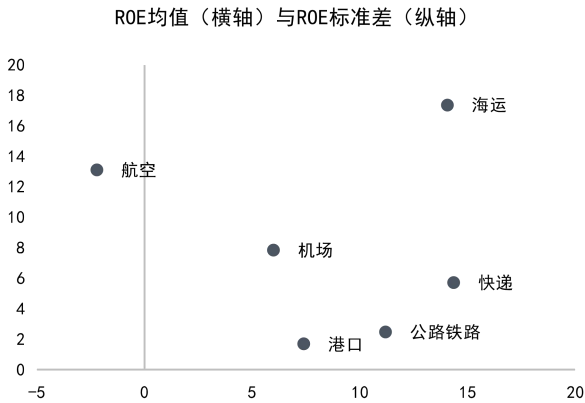


资料来源：Wind 中信期货研究所

### (二) ROE 及 beta 特征

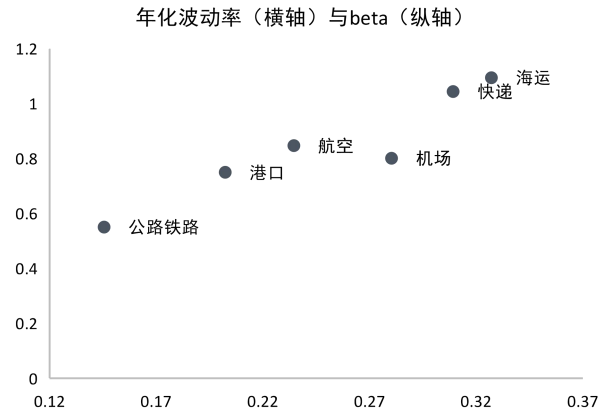
计算细分行业近 5 年年化波动率与行业 beta，数据显示两者正相关，其中基础设施 beta、波动率偏低，航运、快递是唯二 beta 大于 1 的细分行业。同时统计细分板块 ROE 与其标准差，基础设施 ROE 标准差偏低，航空航运 ROE 标准差较高。结合行业属性，航空航运的跟踪重心在于景气度，基础设施的跟踪重心在于股市环境是否适合低 beta 资产，物流的跟踪重心在于成长性。

图表 3： 板块 ROE 均值与 ROE 标准差（2017-2021）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4： 板块年化波动率与 beta（2017-2021）

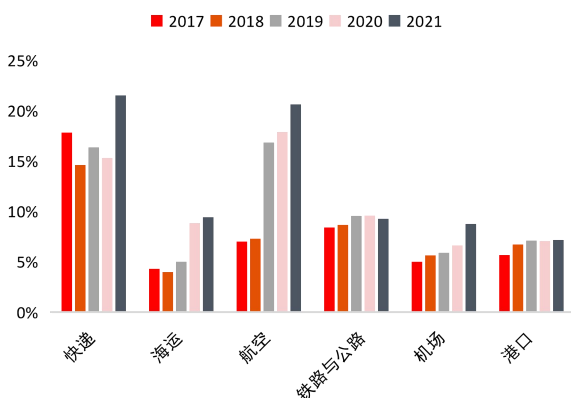


资料来源：Wind 中信期货研究所

### (三) 财务指标

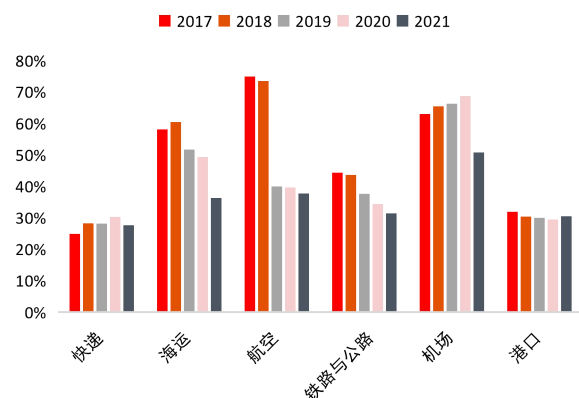
财务维度，交运板块具有以下特征：1) 资产负债率分化，其中基础设施显著低于航运航空快递，因其经营现金流充裕，基础设施并无过多的负债需求；2) 基础设施现金流充裕还与以下两个因素有关，折价与摊销维度，计算该指标与存货、固定资产、在建工程的比值，港口、机场常年稳定在 7%附近，折旧摊销较少，投资维度，计算固定资产、在建工程占总资产的比例，铁路、公路、港口多数年份位于 40%以下，除机场改扩建需求以外，基础设施再投资规模偏低；3) 结合健康的现金流以及投资需求偏弱，基础设施不乏高股息个股，其中多集中在公路、铁路、港口中，股息率是基础设施另一炒作重心。

图表 5： 折旧与摊销/(存货+固定资产+在建工程)



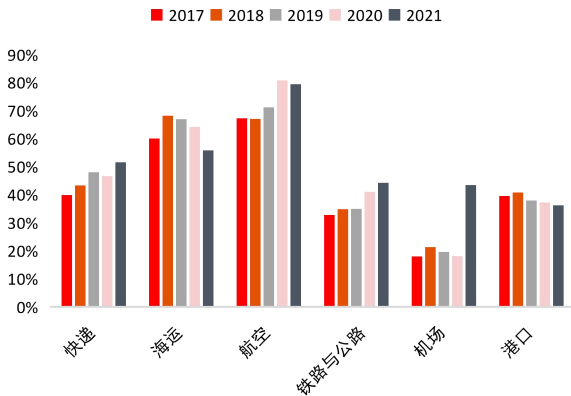
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： (固定+在建)/资产

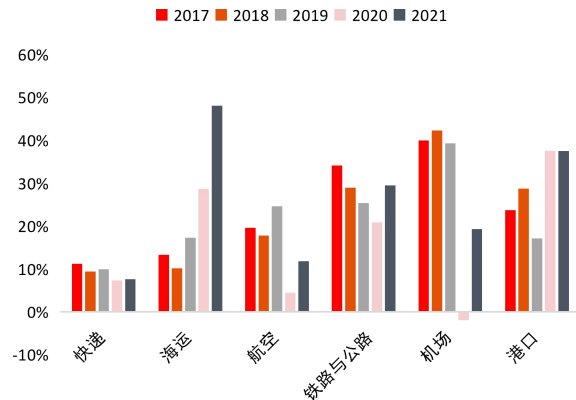


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 资产负债率



图表 8： 经营现金流/营业收入

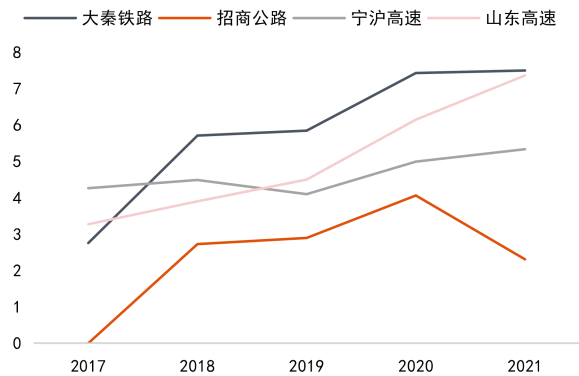
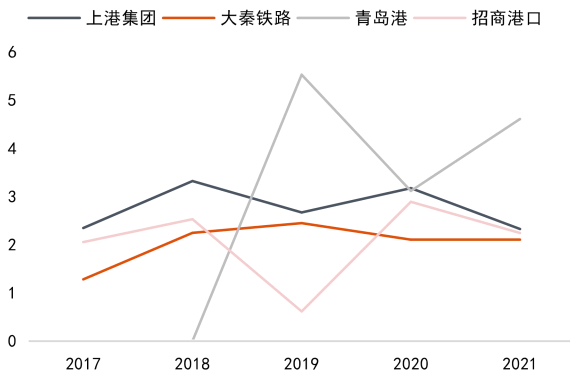


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9： 部分个股股息率（基础设施）

图表 10： 部分个股股息率（基础设施）



资料来源：Wind 中信期货研究所

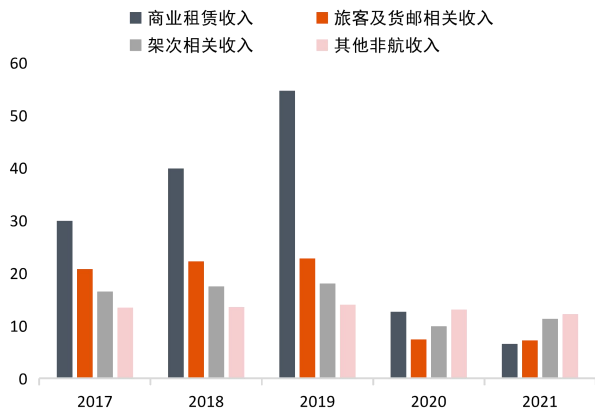
资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、基础设施（机场）驱动逻辑

### （一）驱动因素

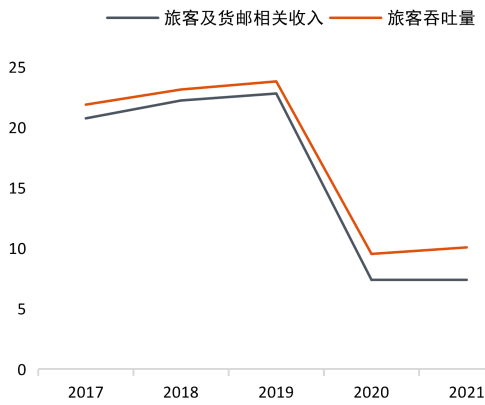
机场收入扩张空间有二，一是非航业务，疫情之前，非航收入已经成为机场收入的主要来源，以上海机场为例，2019 年非航收入占比达到 62%，免税业务令机场具有消费属性，二是航空业务，由于新增机场需要民航局批复，且每年新增机场数量控制在个位数，机场相较于港口、公路具有稀缺性。同时，无论是非航业务还是航空业务，业绩增量均取决于机场流量，统计上海机场旅客吞吐量与旅客货邮收入、商业租赁收入的关系，两者趋势同步。

图表 11：上海机场收入结构



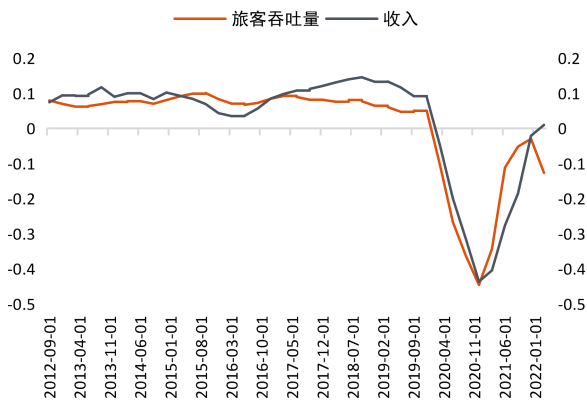
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：上海机场旅客货邮收入与旅客吞吐量



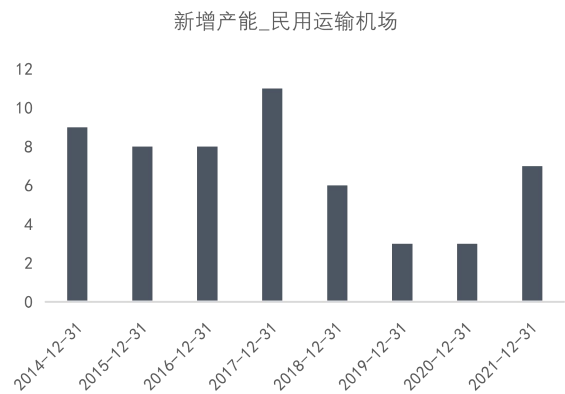
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 15：三大机场旅客吞吐量增速与收入增速



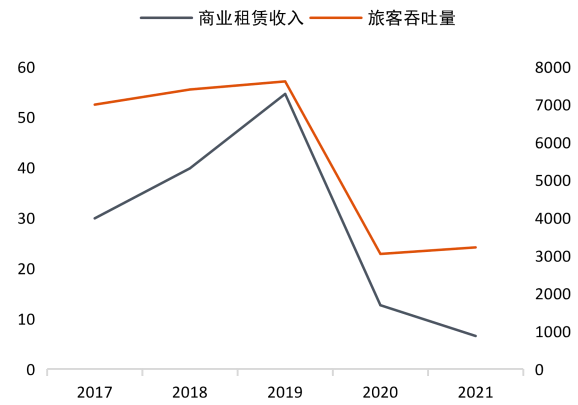
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12：民用运输机场新增产能



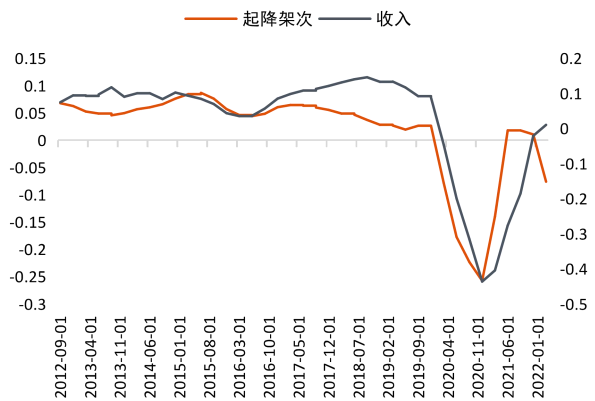
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：上海商业租赁收入与旅客吞吐量



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 16：三大机场起降架次增速与收入增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

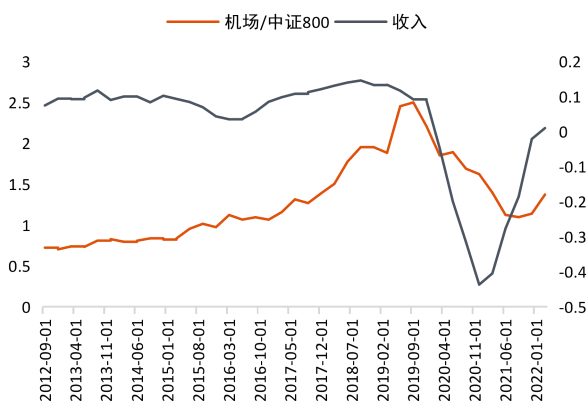
## (二) 外资是配置机场的重要力量

回溯机场股价，可以发现收入增速与其超额并不匹配。统计机场相对中证 800 的超额与三大机场收入增速的关联度，两者相关系数仅为-0.26，业绩非机场板块的核心矛盾。之所以机场在 2012 年至 2018 年持续跑赢中证 800，猜测与外资的配置行为



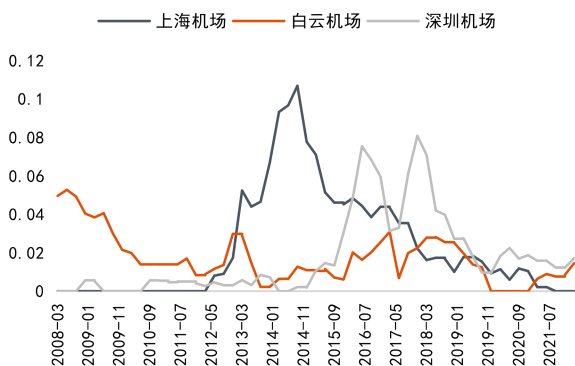
有关：1) 2011 年之后，上海机场、白云机场 ROE 常年稳定在 10% 以上，业绩具有稳健特征，高确定性是流动性溢价的基础；2) 全球范围来看，机场不乏牛股，作为核心资产，机场具有天然垄断的优势，且免税业务具有议价权，自然受到低风险偏好资金的欢迎；3) 2015 年之后，棚改货币化推动消费升级，具有消费属性的机场同步跑赢；4) 疫情之前，旅客吞吐量以每年 10% 左右速度增长，市场计价渗透率提升的逻辑。于是在 2019 年之前，机场走出了持续的超额收益行情。

图表 17：三大机场收入增速与机场/中证 800



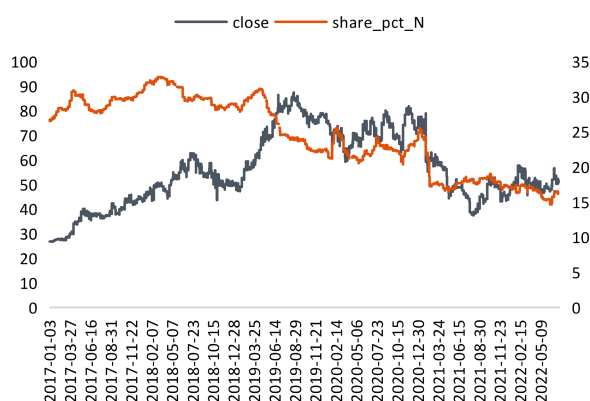
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 19：三大机场 QFII 持股占比



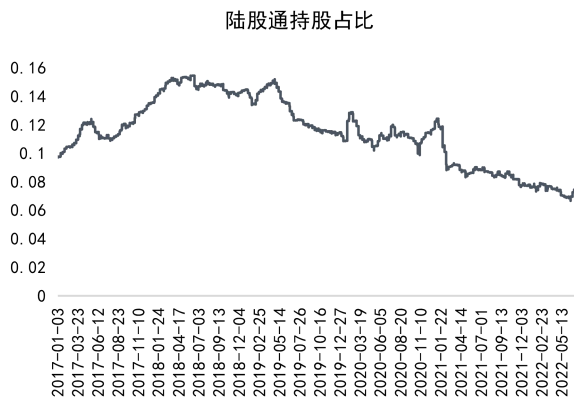
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 18：上海机场收盘价与陆股通持股占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 20：三大机场陆股通持股占比

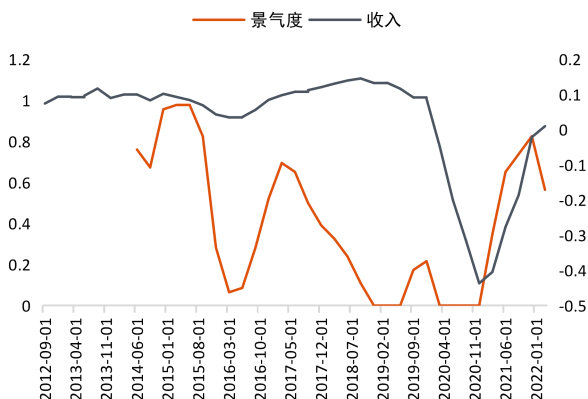


资料来源：Wind 中信期货研究部

### (三) 景气度编制及择时

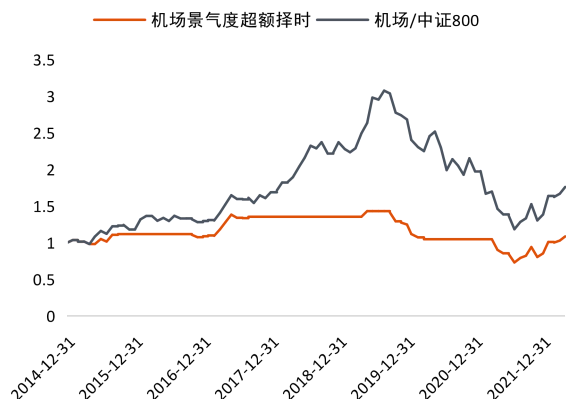
选择两个指标作为机场景气度的编制基准，分别是三大机场旅客吞吐量增速（增速均指滚动 12 月同比增速）、三大机场起降架次增速，计算两者滚动 24 个月百分位数，并求其均值得到机场拟合景气度。从回溯结果来看，机场景气度与营收匹配度一般，尤其是 2017 至 2019 年，两者互为相反，因非航收入缺少高频时序，机场景气度略有失真。

图表 21: 机场拟合景气度与机场营收增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 22: 机场景气度超额择时



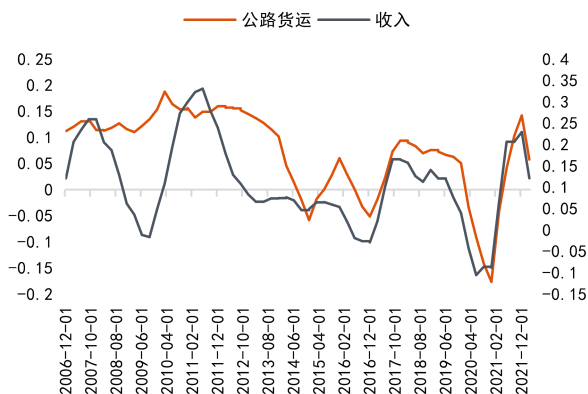
资料来源: Wind 中信期货研究部

### 三、基础设施（公路铁路）驱动逻辑

#### (一) 驱动因素

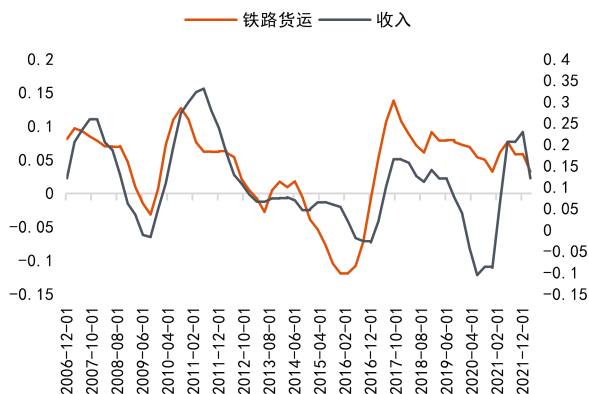
公路铁路的收入主要来源于通行费，但由于收费标准相对固定，车流量是决定收入的关键因素，投资规模以及货运量或可以反映其业绩。分别统计公路货运量、铁路货运量、公路固定资产投资、铁路固定资产投资与公路铁路营收增速的关系，数据显示货运数据基本匹配收入增长，而公路固定资产投资对收入拐点的判断有一定的帮助。

图表 23: 公路铁路收入增速与公路货运量增速



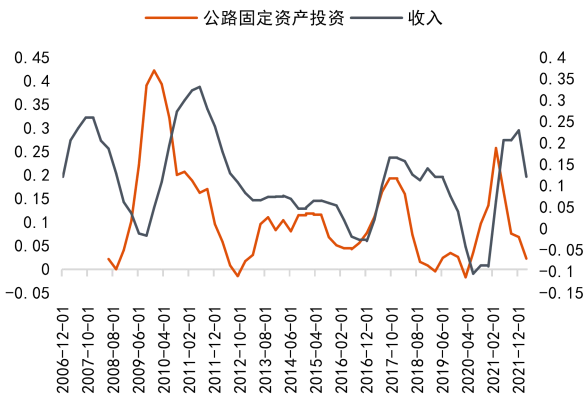
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 24: 公路铁路收入增速与铁路货运量增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 25：公路铁路收入增速与公路固定资产投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 26：公路铁路收入与铁路固定资产投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

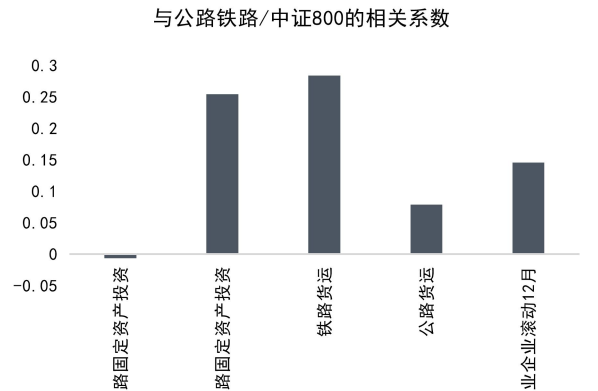
但上述指标对于公路铁路/中证 800 的解释力度偏弱，2005 年之后，相关系数多在 0 至 0.3 之间，呈现弱相关结构，显示景气度非决定超额的决定因素。同时样本内，红利指数相对中证 800 超额与公路铁路相对中证 800 超额走势趋同，暗示风格才是决定超额的关键。

图表 27：公路铁路/中证 800 与红利指数/中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 28：与公路铁路/中证 800 的月频相关系数

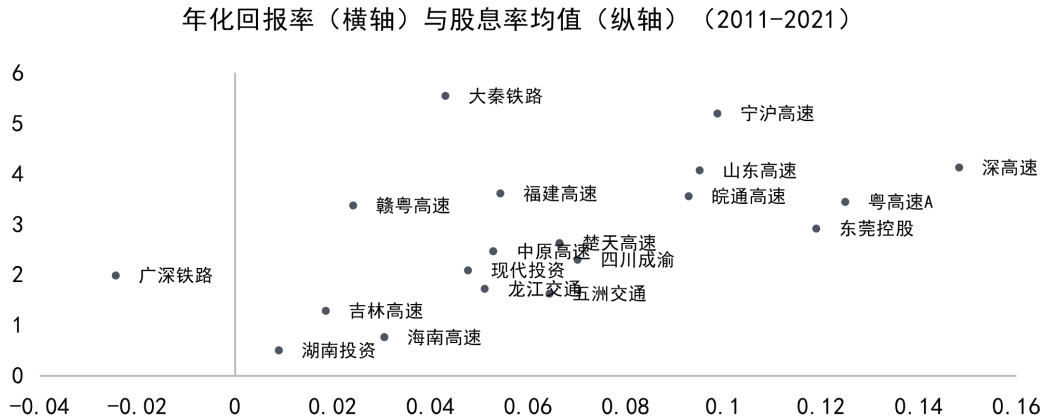


资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 股息率决定 Alpha

另外公路铁路个股内部收益分化，宁沪高速、山东高速、深高速、粤高速自 2011 年之后的年化回报率均在 10% 以上，而上述个股的股息率也常年稳定在 4% 附近，从经验来看，高股息率个股通常具有高 Alpha 特征。

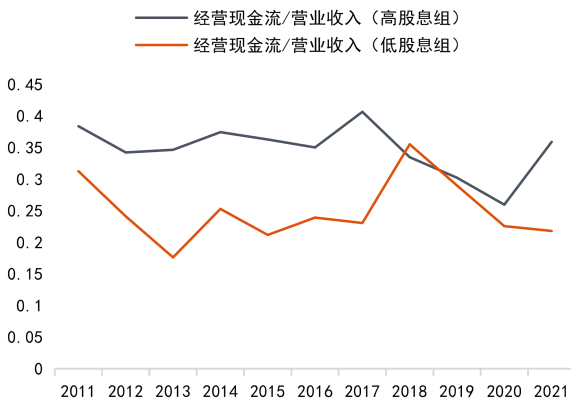
图表 29：个股年化回报率与股息率均值（2011-2021）



资料来源：Wind 中信期货研究部

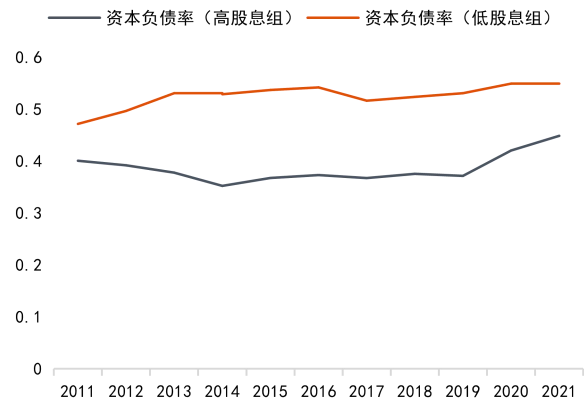
高股息个股之所以具有 Alpha，与其现金流充裕、盈利能力较强有关。按照近十年股息率均值 3%作为分界岭，将公路铁路股分为高股息组以及低股息组，数据显示高股息组资产负债率更低，这与其经营现金流稳健、利息支出较少有关，这一现象暗示高股息组还本付息已经进入中后期，偿债压力有限。而偿债压力减少意味着更为充裕的现金流，结合再投资意愿有限，潜在分红意愿也会相应提升。

图表 30：经营现金流/营业收入（高股息组 VS 低股息组）



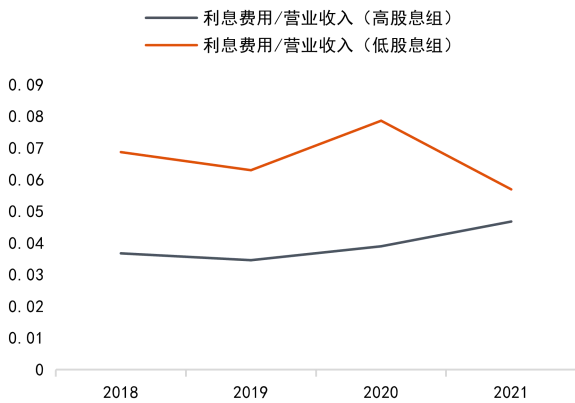
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 31：资产负债率（高股息组 VS 低股息组）



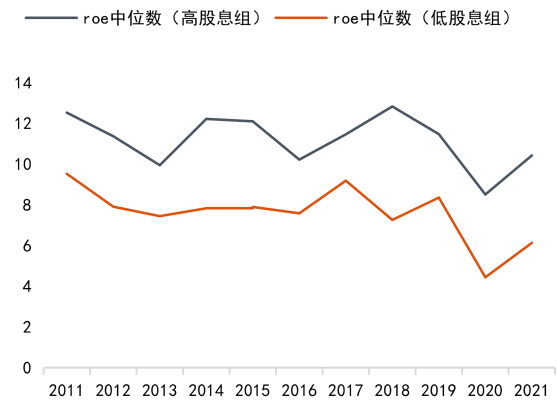
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 32：利息费用/营业收入（高股息组 VS 低股息组）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 33：ROE 中位数（高股息组 VS 低股息组）

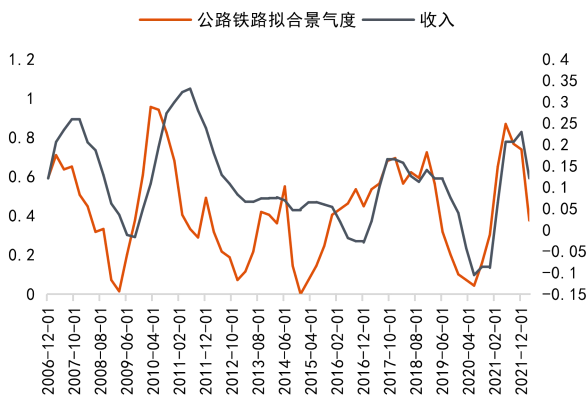


资料来源：Wind 中信期货研究部

### （三）景气度编制及择时

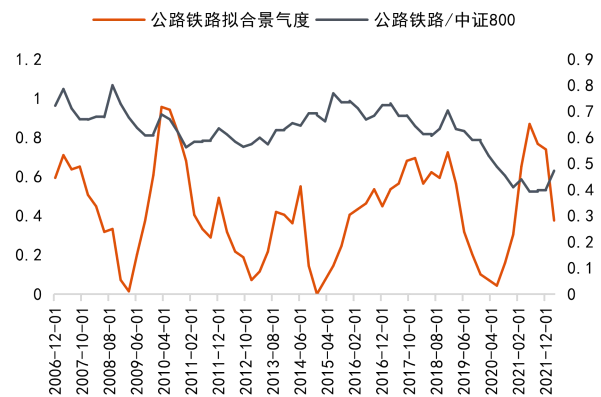
选择三个指标编制公路铁路拟合景气度，即铁路货运量增速、公路货运量增速以及工业企业滚动 12 月利润增速。计算滚动 24 个月百分位数之后，求其均值，得到公路铁路拟合景气度。从回溯结果来看，拟合景气度与收入大体匹配，但无法完全解释超额。即使行业处在高景气周期，由于低 beta 属性，公路铁路可能也难以跑赢基准指数。

图表 34：公路铁路拟合景气度与公路铁路营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

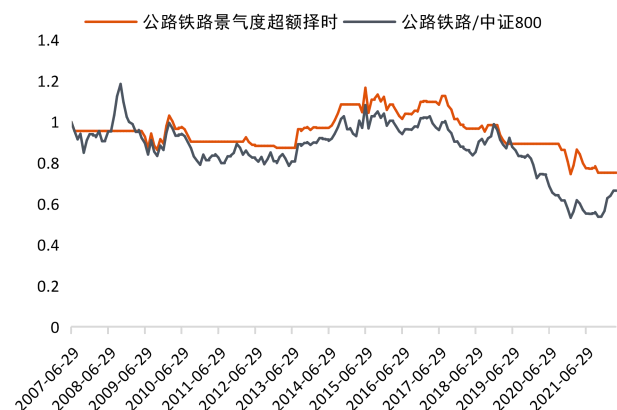
图表 35：公路铁路拟合景气度与公路铁路超额



资料来源：Wind 中信期货研究部

使用公路铁路拟合景气度对板块绝对收益及超额收益进行择时，若景气度滚动 3 月均值大于景气度滚动 6 月均值，则做多公路铁路（公路铁路/中证 800），反之则空仓观望。从回溯结果来看，绝对收益择时策略年化收益率为 1.1%，增厚效果可达 2.8%，相对收益择时策略年化收益率为-1.9%，增厚效果可达 0.7%。

图表 36：公路铁路景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 37：公路铁路景气度超额择时



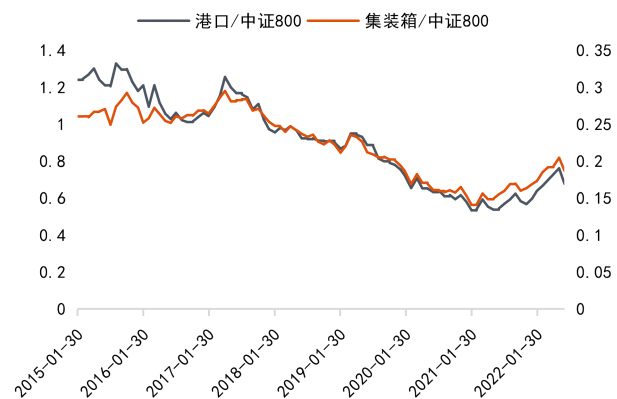
资料来源：Wind 中信期货研究部

## 四、基础设施（港口）驱动逻辑

### （一）驱动因素

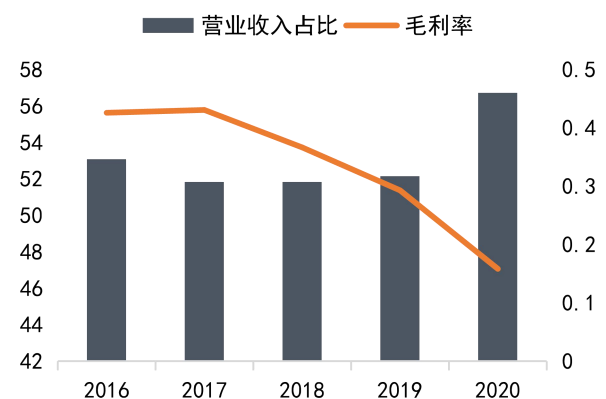
拆分港口营收，可见集装箱业务是其重要收入来源，以上港集团为例，2020 年之前集装箱业务营收占比稳定在 30%以上，毛利率在 50%附近徘徊，该业务对于港口业绩影响甚大。同时右图显示，Wind 集装箱指数相对于中证 800 的超额与港口相对于中证 800 超额走势趋同，集装箱指数可作为替代研究对象。

图表 38：公路铁路/中证 800 与公路货运量



资料来源：Wind 中信期货研究部

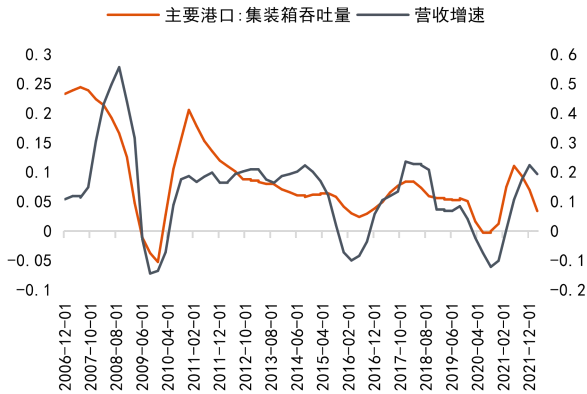
图表 39：上港集团集装箱收入占比与毛利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

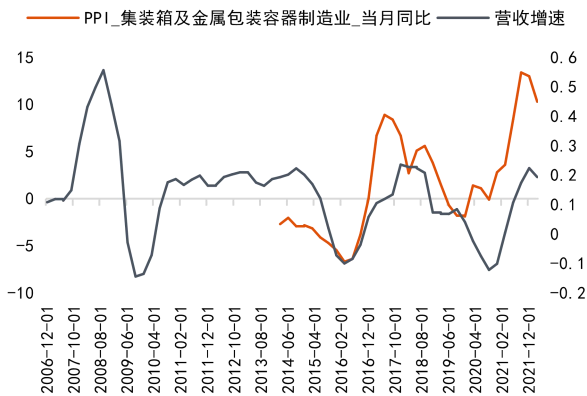
回溯历史，有几个指标可以拟合港口板块的营收：1) 出口以及集装箱吞吐量。一般而言，出口需求旺盛带动集装箱业务扩张，港口业绩相应上行；2) 集装箱出口以及集装箱 PPI。集装箱短缺可能暗示出口强劲抑或是存在供应链问题（如大量集装箱滞留港口），此时港口对客户有议价能力，装卸费有提价可能；3) 水运货运量。若内陆航运繁忙，也可视为出口强势的标志。

图表 40：港口集装箱吞吐量增速与营收增速



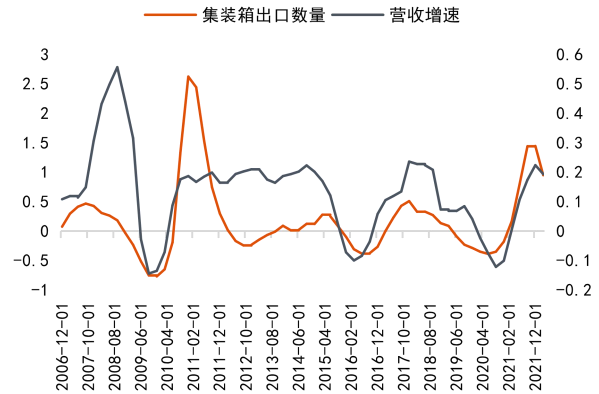
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 42：集装箱 PPI 与营收增速



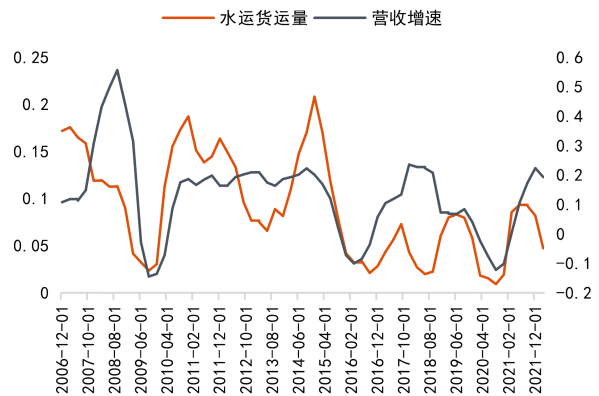
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 41：集装箱出口数量增速与营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 43：集装箱出口数量增速与营收增速



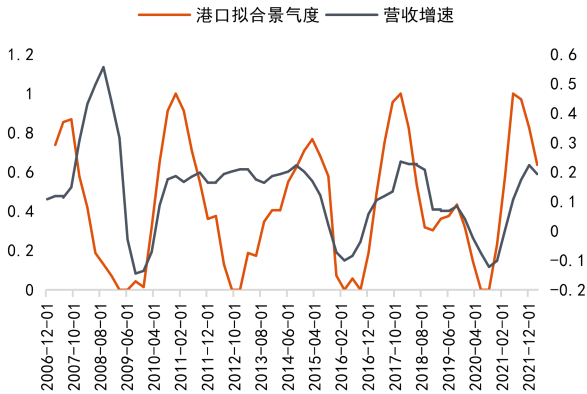
资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 景气度编制及择时

选择三个指标编制港口景气度，分别是集装箱吞吐量增速（与出口增速强相关）、集装箱出口量增速（与 PPI 集装箱强相关，后者数据时间偏短）、水运货运量增速。计算指标滚动 24 个月的百分位，并求均值处理，得到港口拟合景气度。

从结果来看，港口拟合景气度与其营收增速保持较高关联，可以用于佐证其业绩趋势。但若与港口/中证 800 进行比较，可以发现两者匹配程度非常一般，这也可以归因为港口的低 beta 属性。

图表 44：港口拟合景气度与港口营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

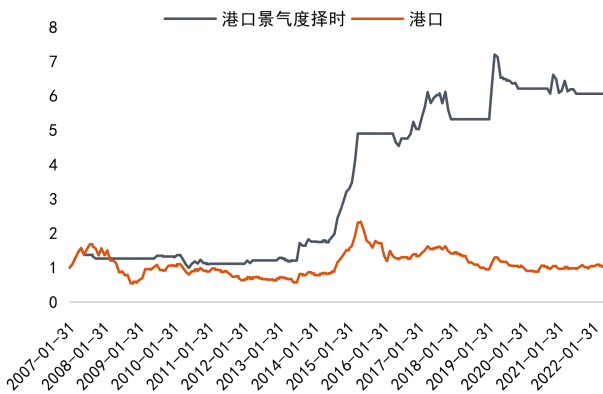
图表 45：港口拟合景气度与港口超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究部

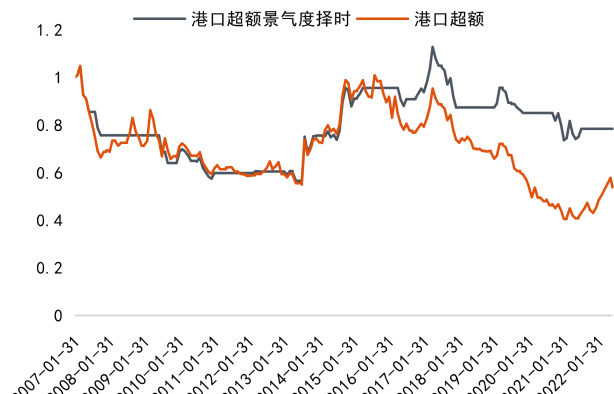
使用港口拟合景气度对港口进行择时，若景气度滚动 3 月均值大于景气度滚动 6 月均值，则做多港口（港口/中证 800），反之则空仓观望。从回溯结果来看，景气度无论在绝对收益还是相对收益维度均起到了优化效果。其中，绝对收益维度，择时策略在样本内的年化收益率为 11.6%，增厚效果可达 11.1%，相对收益维度，择时策略在样本内的年化收益率为-1.46%，增厚效果可达 2.2%。

图表 46：港口景气度择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 47：港口景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

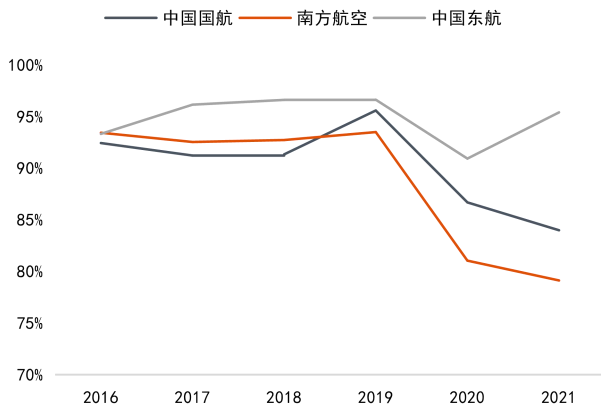
## 五、航空驱动逻辑

### （一）驱动因素

收入维度，航空可以拆分为客运收入以及货运收入，其中疫情之前，客运收入占比在 90%以上，旅客周转量、货运周转量是观测航空收入的重要指标。而成本方面主要涉及飞机购置以及航空油料消耗，对应于人民币升值、油价下行受益概念。

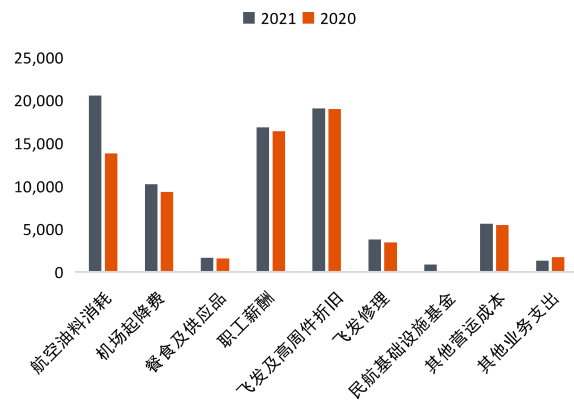


图表 48：航空客运收入占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

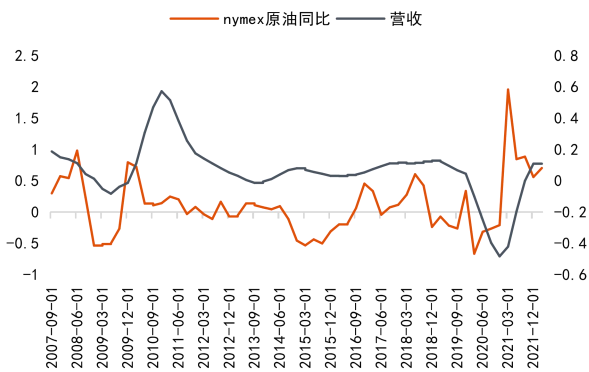
图表 49：东航营业成本构成（航空油料是浮动项）



资料来源：Wind 中信期货研究部

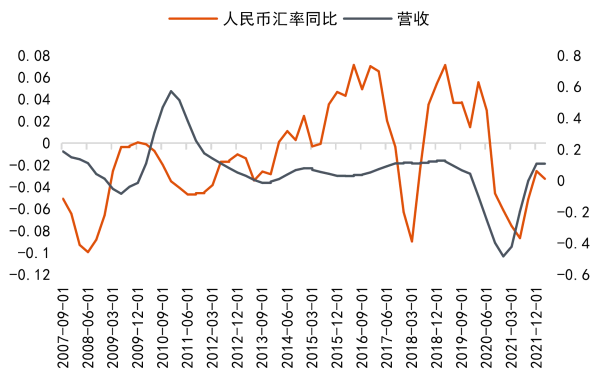
但实践中，航空板块收入与周转率相关性更高。之所以油价未必对股价产生持续性影响，原因在于若油价下行，可视为航空成本改善的信号，但同时也可视为全球经济滑坡的信号，两者对于股价的影响互异。而汇率端的相对强弱，不仅取决于国内经济，还与中美货币政策周期是否错位等因素有关，其对于股价的扰动路径更为复杂。

图表 50：原油同比与营收增速



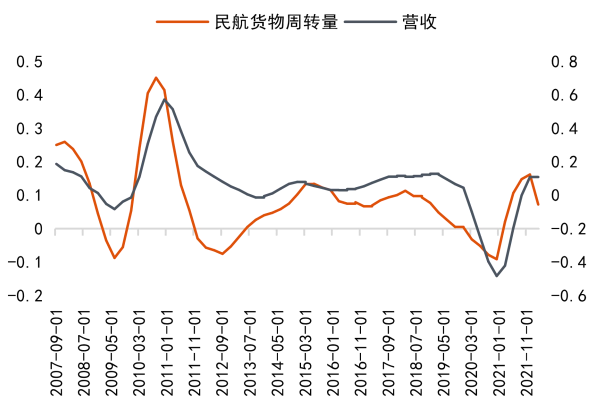
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 51：人民币汇率同比与营收增速



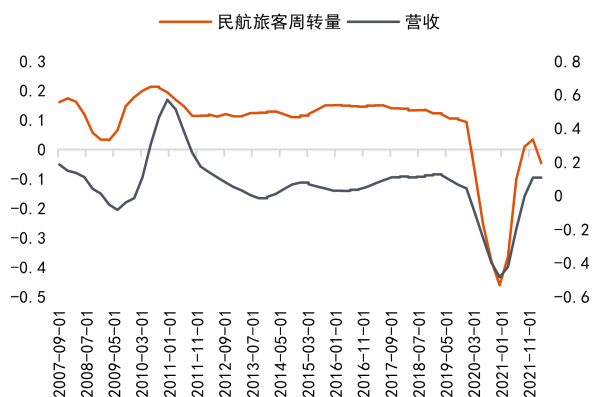
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 52：民航货物周转量与营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 53：民航旅客周转量与营收增速

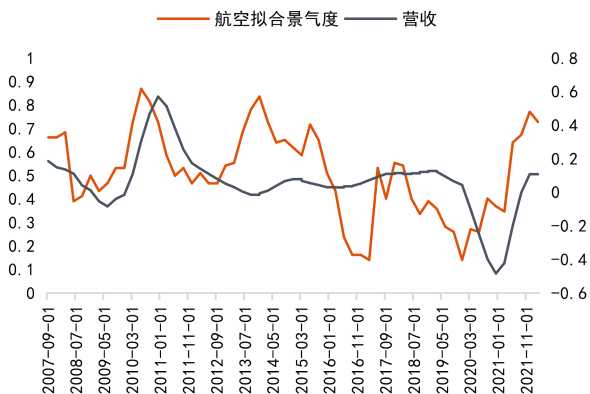


资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 景气度编制及择时

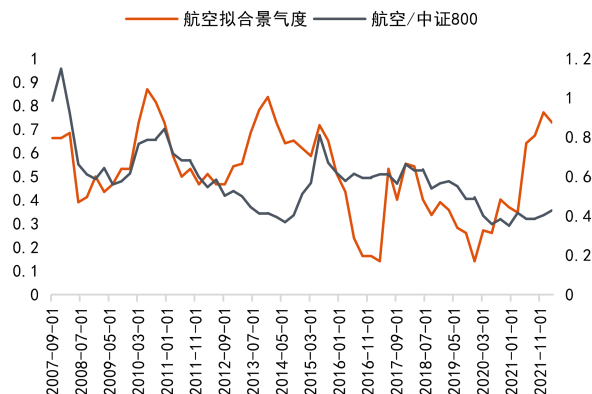
选择四个指标编制航空景气度，分别是原油价格同比、人民币汇率、民航货物周转量增速、民航旅客周转量增速。计算各指标滚动 24 个月的百分位数，求均值得到航空拟合景气度。数据显示，航空拟合景气度与航空相对于中证 800 的超额具有较好的联动性。

图表 54：航空拟合景气度与航空营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 55：航空拟合景气度与航空超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究部

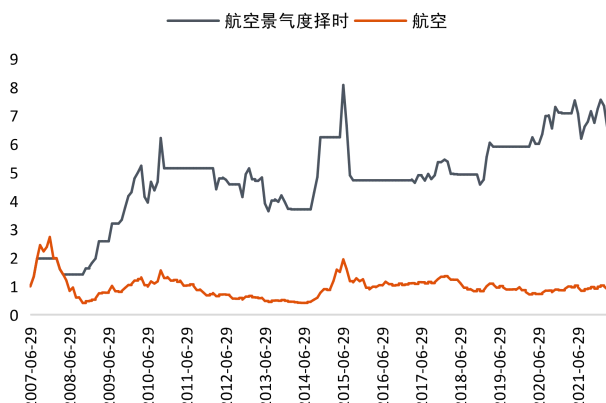
使用航空拟合景气度对板块绝对收益及超额收益进行择时，若景气度滚动 3 月均值大于景气度滚动 6 月均值，则做多航空（航空/中证 800），反之则空仓观望。从回溯结果来看，绝对收益择时策略年化收益率为 12.3%，增厚效果可达 12.9%，相对收益择时策略年化收益率为 6.0%，增厚效果可达 7.5%。

图表 56：航空景气度择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 57：航空景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 六、航运驱动逻辑

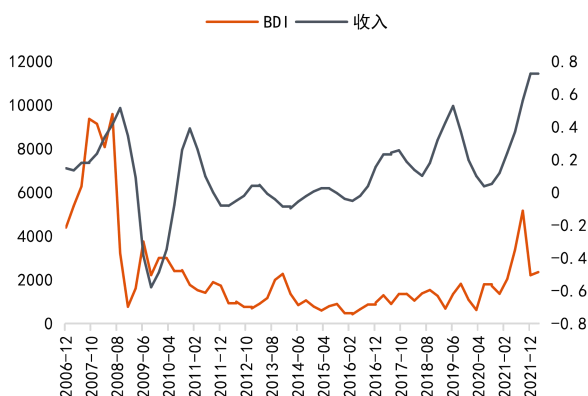
### (一) 驱动因素

航运板块可细分为三类，分别是集运、干散货、油运。行业共性在于：1) 运价弹性较大，向上弹性多因船只供给紧张；2) 主要船只使用年限在 20 年以上，周期跨

度较长，属于长周期赛道。行业差异在于：1) 货物类型不同，干散货主要涉及煤炭、铁矿、粮食，油运主要涉及原油、天然气，两者上下游更为集中；2) 集运由于上下游分散，其议价能力相对突出，行业集中度较干散货、油运较高；3) 集运因商品属性不及油运、干散货，其受需求因素扰动较小，因此集运周期属性更弱，利润弹性大部分情况不如油运、干散货；4) 油运受油价、政治因素影响，如俄乌冲突下俄罗斯船队被制裁。

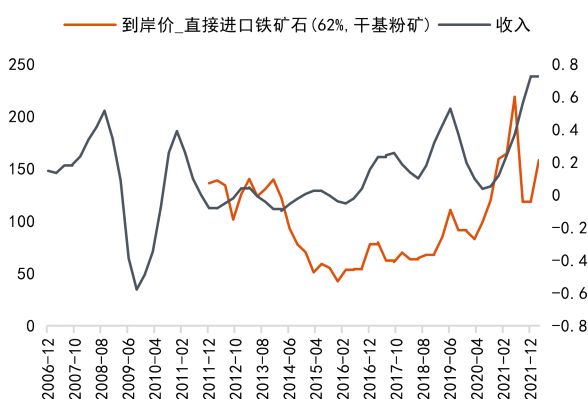
指标维度，可关注三类指标：1) 其一是运价指数，如BDI、BCTI，上述指标是营收的同步指标；2) 其二是商品价格数据，如铁矿石到岸价格、动力煤价格，以此反映商品需求强度；3) 其三是货运量，如港口吞吐量增速，反映实际货运需求。

图表 58：BDI 与航运收入



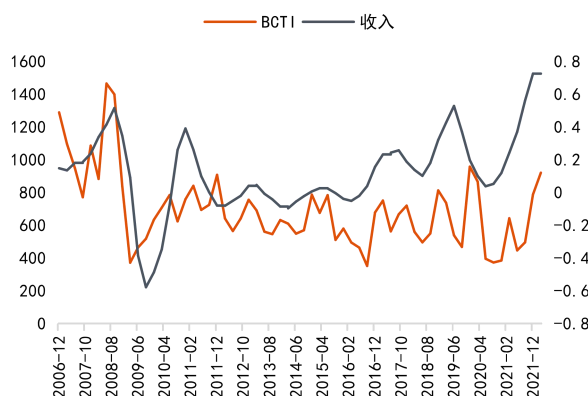
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 60：铁矿石价格与航运收入



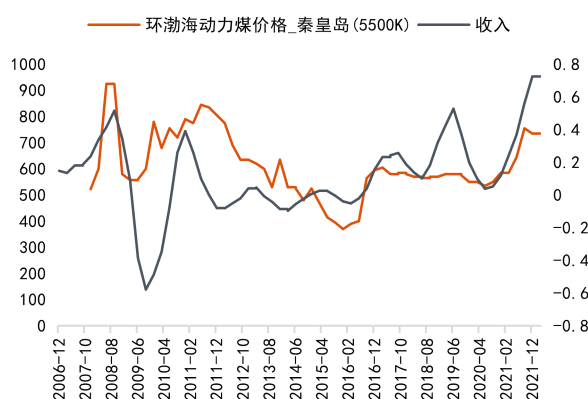
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 59：BCTI 与航运收入



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 61：动力煤价格与航运收入

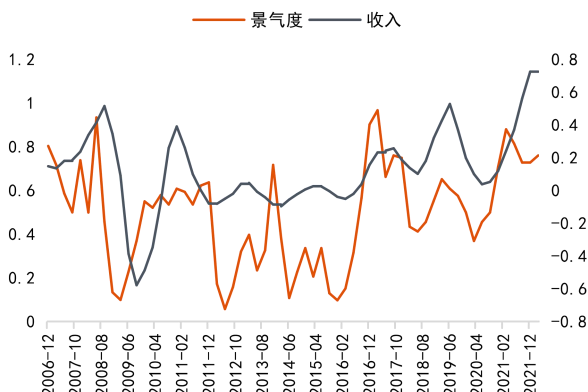


资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 景气度编制及择时

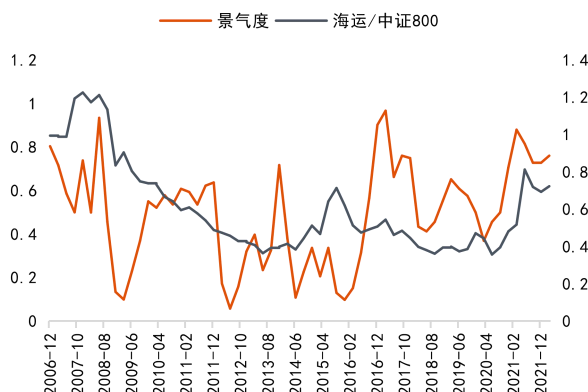
选择四个指标拟合航运景气度，分别是BDI、BCTI、铁矿石进口价、动力煤价格。计算四者滚动24个月的百分位，求均值得到航运拟合景气度，数据与航运营收增速拟合度较好。

图表 62：航运拟合景气度与航运收入



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 63：航运拟合景气度与航运超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究部

使用航运拟合景气度对板块绝对收益及超额收益进行择时，若景气度滚动 3 月均值大于景气度滚动 6 月均值，则做多航运（航运/中证 800），反之则空仓观望。从回溯结果来看，绝对收益择时策略年化收益率为 1.7%，增厚效果可达 4.5%，相对收益择时策略年化收益率为 2.2%，增厚效果可达 6.1%。

图表 64：航运景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 65：航运景气度择时



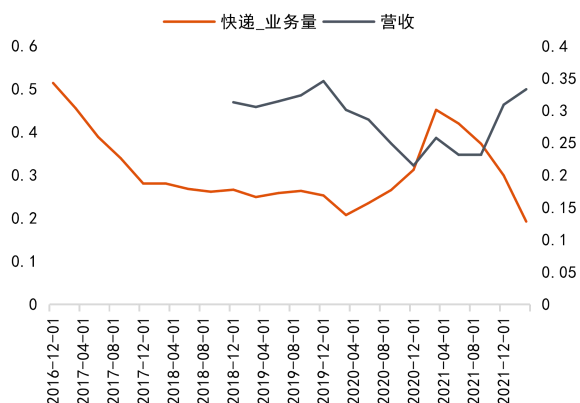
资料来源：Wind 中信期货研究部

## 七、快递驱动逻辑

### (一) 驱动因素

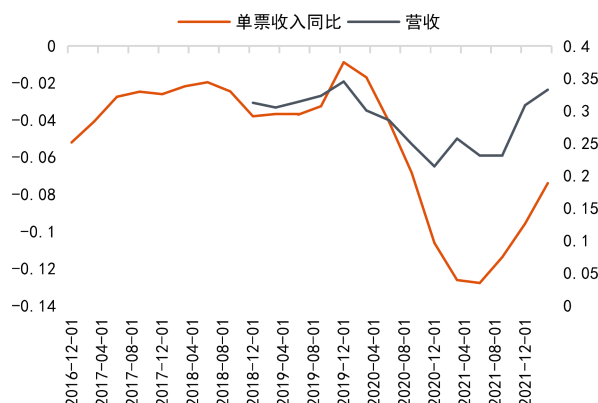
物流行业此处仅分析快递行业，不涉及物流及供应链。对于快递行业，其营收可拆解为两部分，分别是业务量以及单票收入。从最近四年的经验来看，由于行业价格战，单票收入同比下滑明显，尽管业务量增速高企，但行业 ROE 普遍下移。收入维度，单票收入扰动更大。

图表 66：快递业务量增速与其营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 67：快递单票收入同比与其营收增速

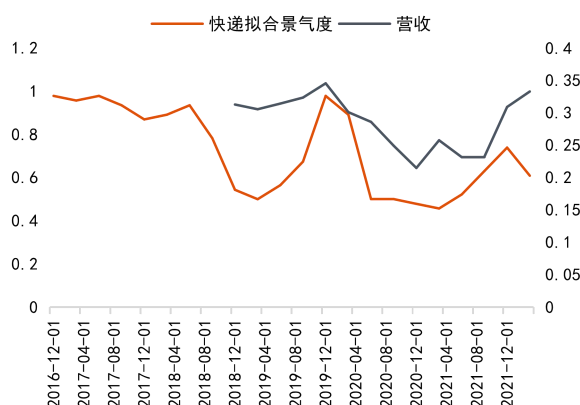


资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 景气度编制及择时

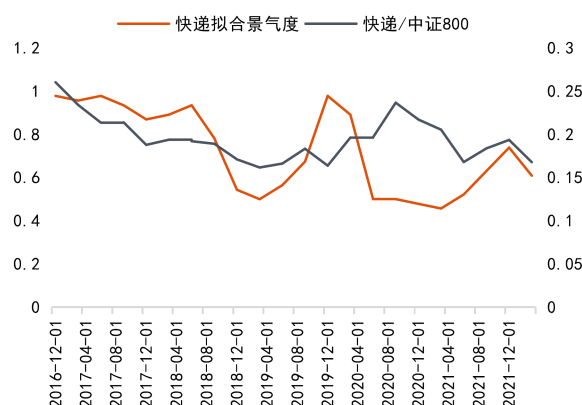
选择两个指标编制快递景气度，分别是快递业务量滚动 12 月同比、快递单票收入同比。计算两者滚动 24 个月的百分位，求均值得到快递拟合景气度，数据与快递营收增速以及超额拟合度较好。

图表 68：快递拟合景气度与快递营收增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

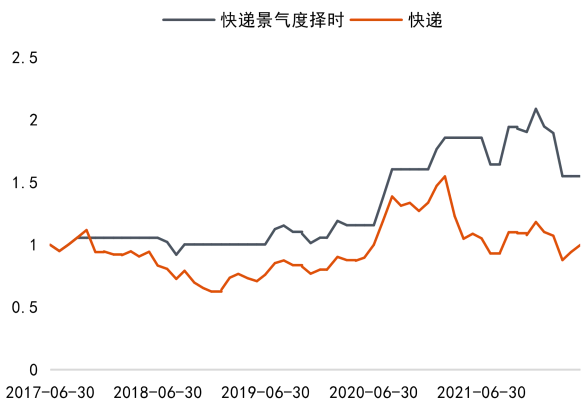
图表 69：快递拟合景气度与快递超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究部

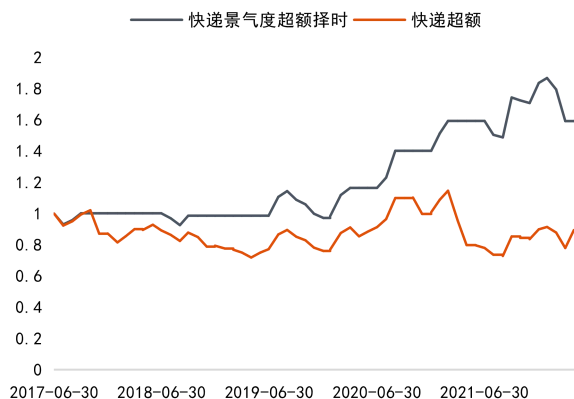
使用快递拟合景气度对板块绝对收益及超额收益进行择时，若景气度滚动 3 月均值大于景气度滚动 6 月均值，则做多快递（快递/中证 800），反之则空仓观望。从回溯结果来看，绝对收益择时策略年化收益率为 9.3%，增厚效果可达 9.3%，相对收益择时策略年化收益率为 9.9%，增厚效果可达 11.6%。

图表 70：快递景气度择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 71：快递景气度超额择时



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。