

航空行业至暗时期已过，动态把握周期底部反转的投资机会

——2022 年 6 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 6 月，伴随上海封控解除，客、货运量环比均有显著回升。**铁路：6 月铁路客流量同比-31.99%。公路：6 月营业性公路客流同比-29.59%。水路：大宗散运价格继续呈现调整，集运运价维持高位。航空：民航局“4500 班”补贴政策叠加上海解封，6 月民航客流量环比回升。物流：6 月快递业务量同比+5.37%，CR8 为 84.7。新业态：6 月网约车订单量 6.36 亿单。
- **继续把握航空客运的复苏时点。**截至目前，因防疫政策放松，至暗时刻已过，航空行业发展的环境显著改善；同时国际航班逐步增班、客流量加速回升的预期持续明朗化，航空业具备潜在“贝塔”和“阿尔法”的机会。建议在动态把握“五个一”政策全面放开时点的同时，重点关注国际业务占比较大的头部航司中国国航（601111.SH）、南方航空（600029.SH），推荐低成本航司春秋航空（601021.SH）、全服务型民营航司吉祥航空（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。**当前顺丰鄂州机场已经正式投入运营，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。继续关注把握顺丰控股（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	-26.68%
002010.SZ	传化智联	2022/1/1	-26.09%
002352.SZ	顺丰控股	2022/1/1	-19.02%
601156.SH	东航物流	2022/2/1	-7.00%

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

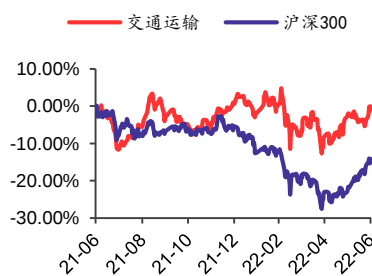
分析师登记编码：S0130518090002

特此鸣谢

宁修齐

行业数据

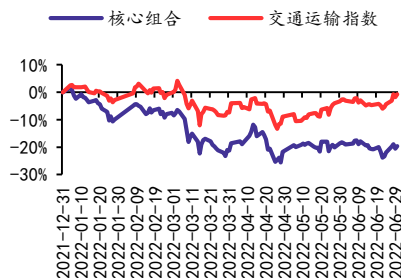
2022. 6. 30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2022. 6. 30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

《【银河交通】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——202205 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6月CTSI指数同比-11.2%，上海解封下客货运市场景气度均环比改善	4
1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性	4
2. 2022年6月国内疫情仍带来不利影响，但上海解封下客货运市场景气度均环比改善	5
(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析	5
1. 三大航斥资2000亿元购买292架空客飞机	5
2. 国家对三大航注资90亿元	6
3. 国内航司再次上调燃油附加费	6
二、子行业运行分析：6月伴随上海解封，客、货运量环比均有显著回升	7
(一) 铁路：6月上海疫情封控解除，客流量环比回升	7
(二) 公路：6月营业性公路客流同比-29.59%，上海解封叠加“618”临近，公路货运量修复回升	11
(三) 水路：大宗散运价格继续呈现调整，集运运价维持高位	14
(四) 航空：民航局实施“4500班”补贴政策叠加上海解封，6月民航客流量环比回升	17
(五) 物流快递：6月快递业务量同比+5.37%，CR8为84.7	20
(六) 新业态：6月网约车订单量6.36亿单，北京及上海解封及复工复产推进下，订单量环比回升	22
三、行业面临的问题及建议	24
(一) 面临的问题	24
1. 交通基础设施仍存短板，运输效率和服务品质有待提升	24
2. 交通运输结构不尽合理，行业能耗和排放压力较大	24
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	24
(二) 建议对策	24
1. 加强交通基础设施短板建设，着力提高运输服务品质	24
2. 优化交通运输结构，发展绿色智慧交通	24
3. 持续深化改革创新，包容审慎监管新业态	24
四、交通运输业在资本市场中的发展情况	25
(一) A股交通运输上市公司发展情况	25
(二) 交通运输行业估值水平分析	25
1. 国内交通运输行业估值分析	25
2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低	25
3. 与国外（境外）估值比较	26
(三) 国内外重点公司分析比较	26

五、投资建议.....	30
(一) 最新观点：航空行业至暗时期已过，把握周期底部反转的投资机会	30
(二) 核心组合.....	32
(三) 核心组合表现.....	32
六、风险提示.....	32

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 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。

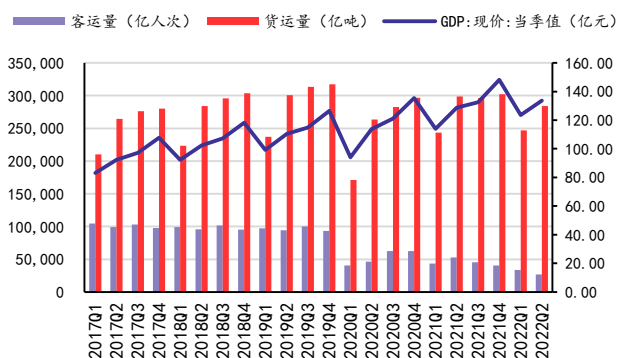
(二) 2022 年 6 月 CTSI 指数同比-11.2%，上海解封下客货运市场景气度均环比改善

1. 交通运输与宏观经济发展具有高度相关性

2022 年 Q2 国内生产总值(GDP)同比增+0.4%，上海疫情爆发的影响下，较 Q1 增速放缓。根据世界银行等研究机构的研究结果显示客货运量、客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。2022 年 Q1-Q2，国内生产总值共 562,641.6 亿元，按可比价格计算，较 2021 年同期(530,838.1 亿元)同比增长+5.99%。总体来看，2022 上半年，我国经济继续平稳运行的趋势不变，但受国内疫情波动的影响，较去年同期增速有所放缓。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。

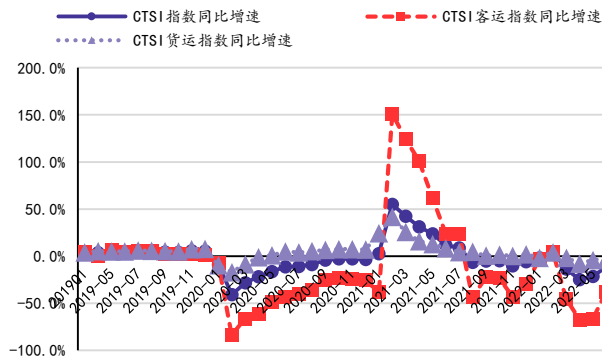
2022 年 Q2 单季，国内生产总值为 292,463.8 亿元，按可比价计算，较去年(281,528.0 亿元)同比+0.4%，经季节调整后，较 2022 年 Q1(270,177.8 亿元)环比+8.25%；受到上海疫情的影响，Q2 国内生产总值同、环比均较 Q1 放缓。

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 6 月国内疫情仍带来不利影响，但上海解封下客货运市场景气度均环比改善

(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) 6 月 CTSI 指数同比-11.20%，伴随上海疫情缓解及封控解除，交通运输行业景气度环比改善。2022 年 6 月，中国运输生产指数 (CTSI) 为 152.6 点，同比-11.20%，此前正增长态势继续受冲击。由此可见，6 月，国内疫情下，交通运输行业的正常运行继续承压，但伴随上海解封，复工复产推进，行业景气度较前环比有所改善。

(3) 6 月 CTSI 货运指数同比-2.70%，上海解封后复工复产推进，货运市场景气度提升。2022 年 6 月，CTSI 货运指数为 195.10 点，同比-2.70%，同比不及去年同期。由此可见，6 月，受到国内疫情影响，全国范围内各地的物流网络运作仍受限制，但随着上海解封后全国复工复产如火如荼进行，货运市场景气度显著提升。

(4) 6 月 CTSI 客运指数同比-37.60%，上海解封后商务客流回升，端午小长假进一步催化旅游返乡需求释放。2022 年 6 月，CTSI 客运指数为 74.4 点，同比-37.6%。由此可见，6 月，疫情下人员出行仍受限，但伴随上海解封带来商务客流回升，叠加端午小长假催化旅游返乡需求释放，客运市场需求环比改善。

(三) 重大事件及政策对交通运输行业的影响分析

1. 三大航斥资 2000 亿元购买 292 架空客飞机

事件：2022 年 7 月 1 日，国航、南航、东航发布公告，分别将采购 A320NEO 飞机 96 架、96 架、100 架，目录价格分别为 122.13 亿美元 (818.27 亿元)、122.48 亿美元 (818.94 亿元)、127.96 亿美元 (857.78 亿元)。该批机队预计于 2024-2027 年分批交付。

我们的观点：

1、伴随我国国内疫情好转及防疫政策松动，三大航释放积极布局疫后市场的信号。进入 6 月，紧随上海疫情收尾及复工复产基本完成，2022 年 6 月 28 日，国家卫健委出台《第九版新冠肺炎防控方案》（简称“《方案》”），《方案》提出，将国内密接人员及入境隔离人员的隔离管控时间从过去的“14+7”，缩短为“7+3”。2022 年 6 月 29 日，工信部宣布，即日起取消通信行程卡星号标记。由此可见，我国动态清零的防疫政策出现了明显松动的信号，进一步跟进其他海外国家政策松动的步伐（目前海外国家已完全取消入境隔离及查看核酸报告的要求）。因而，我国航司的国际航班逐步增加、加速回暖的预期得到了进一步验证。基于这一时点，三大航签订大额飞机订单，向市场传递了公司经营实力雄厚、积极布局疫情后市场的信号，一定程度上起到了增强投资者信心的作用。

2、因 B737-MAX 尚未复飞及中美关系不确定性，空客向我国航司供应比例相对扩大。自 2019 年 3 月起，B737-MAX 机型因出现两起坠机事故，在我国宣布停飞，而截至目前，民航局仍未发出复航指令。同时，因当前中美关系存在不确定性，我国引进波音飞机的意愿进一步受到压制。由此，在当前时点，空客机型在我国飞机订单签订的份额中占据了更大优势。

3、窄体机型广泛适用于国内及国际短途，航司为加速实现扭亏、提升盈利性，扩大窄体

机使用比例。本次三大航的飞机采购订单，均为 A320NEO 窄体机型。因考虑到即使新冠疫情的影响完全消除后（进入 2024 年），国际航线的客流恢复仍需要一个过程，在此背景下，若大规模使用宽体客机，客座率水平不够高，则难以实现较好的盈利。因窄体客机广泛适用于国内及国际短途，易于达到更高利用率，有利于三大航更好地实现加速扭亏为盈的目标。而新订单引进的新一代 A320NEO 机型相较 A320 机型，在引擎、飞行控制系统均有改善，从而具备油耗更小、航程更大、单机载客量更大的优点，伴随未来几年新飞机交付和老旧机型退役，公司机队的运行效率也有望得到进一步提升，实现降本增效的目的，更好地提升盈利性。

2. 国家对三大航注资 90 亿元

事件：2022 年 7 月 12 日，民航局在新闻发布会上表示，拟为国航、南航、东航各争取注资 30 亿元，为首都机场注资 20 亿元。同时，预拨首批国内客运航班中央补贴资金共 32.9 亿元。

我们的观点：

1、自 5 月一揽子措施发布后，国家继续给予民航业资金支持，进一步缓解航司资金压力。2022 年 5 月 23 日，国常会发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》（简称“《措施》”），《措施》提出：1）增加 1500 亿元民航应急贷款；2）支持民航业发行 2000 亿元债券；3）至年底，对民航业实行阶段性缓缴 3200 亿元社保费；4）对民航业实行存量留抵税额全额退还、增量留抵税额按月全额退还。由此可见，《措施》的相关条款，一定程度上对航空公司的现金流带来了保障。在此基础上，本次国家向三大航注资 90 亿元，并给予 32.9 亿元的财政补贴资金，进一步为航空公司带来了资金面支持，缓解了其现金流的压力。

2、疫情下航空公司亏损仍严重，还需予以更大支持力度。根据最新披露的半年度业绩预告，2022 上半年，国航、南航、东航预计分别实现净亏损-185~-210 亿元、-102~-121 亿元、-170~-195 亿元。由此可见，因 1）国内疫情扰动，2）油价上涨推升燃油成本，3）人民币贬值加重债务负担，年内航司仍面临着严重的亏损困境。由此可见，除了 5 月民航业的稳经济一揽子措施，以及本次 7 月的 90 亿注资补贴支持之外，航空公司仍或需要国家层面更大力度的政策支持，以尽快实现扭亏为盈的目标。

3、“五个一”政策限制逐步突破，国际航班的全面复苏仍是未来航司盈利反转的核心逻辑。伴随 7 月以来我国入境隔离政策调整为“7+3”，及行程码“摘星”，我国航司逐渐增开国际航班，“五个一”政策的限制逐步有所突破。我们认为，未来“五个一”政策全面解除后，国际航班全面复苏，仍是航司在根本上实现盈利反转的最关键因素。

3. 国内航司再次上调燃油附加费

事件：2022 年 7 月 5 日起，我国多家航司上调燃油附加费收取标准。新的国内航线燃油收取标准为：800 公里（含）以下航段，100 元/人，800 公里以上航段，200 元/人。此为 2022 年内燃油附加费恢复征收以来，第 5 次提价。

我们的观点：

1、燃油附件费计入机票价格，用于补贴航司航油成本。燃油附加费的收取取决于国内航空煤油平均采购成本。燃油费是飞机飞行燃烧燃料所需的费用支出。考虑到飞机燃料价格昂贵，且价格有较大波动，因而飞行成本高昂，故航空公司根据燃油价格的波动，在机票价格的基础上额外收取燃油费，即燃油附加费。我国从 2015 年开始征收燃油附加费。燃油附加费的收取，

取决于国内航空煤油综合采购成本相较基准油价的高低。当采购成本低于基准油价 5000 元/吨，即停止收取燃油附加费；当采购成本超出基准油价 5000 元/吨，即适当收取燃油附加费。2019 年 1 月 5 日起，我国暂停收取国内航线燃油附加费（因中美关系紧张下，国际原油价格下跌）。2021 年 11 月 5 日起，国内航线燃油附加费复征（因国际原油价格上涨），2022 年 1 月 5 日起又取消征收。2022 年 2 月 5 日起，再次复征（因 2022 年初俄乌冲突爆发，国际原油价格飙升），且在此后的 3 月、4 月、5 月、6 月、7 月，共 5 次连续提价。

2、俄乌冲突导致国际油价高企，航司面临航油成本上升，经营压力进一步增加下，再次上调燃油附加费。2021 全年，国航、南航、东航的航空油料成本/总成本分别为 207.04 亿元/858.44 亿元、255.05 亿元/1132.81 亿元、205.93 亿元/800.41 亿元，占比分别达到 24.12%、22.51%、25.73%。由此可见，航油成本是公司主营业务成本中最重要的构成部分，平均约占总成本 1/4。2022 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来，因美西方国家对俄罗斯实行制裁，从而俄油出口受限，叠加中东 OPEC+ 国家增产意愿不强，原油市场供不应求，带来国际油价大幅上涨。从而，我国航司油料成本随之增加，进一步增加了其业绩扭亏为盈的压力。在此背景下，航司年内复征燃油附加费以来，又共计 5 次上调燃油附加费水平，缓解油价上涨为公司带来的不利影响。

3、伴随国际航班限制逐步松动，继续动态把握五个一政策完全解除的时点。我们认为，7 月以来，随着上海解封及复工复产完成、隔离政策调整为“7+3”、程码“摘星”，航空公司的至暗时刻已经过去，基本面逐步修复的趋势已确立。展望下半年，我们认为，虽仍存在国际油价高企、汇率波动，以及疫情继续多点散发等因素的限制和扰动，考虑到“五个一”逐步松动下，国际航班逐渐增开，需求释放的动力强劲，航司前景向好的预期不改。下半年建议继续动态把握五个一政策完全解除的时点。

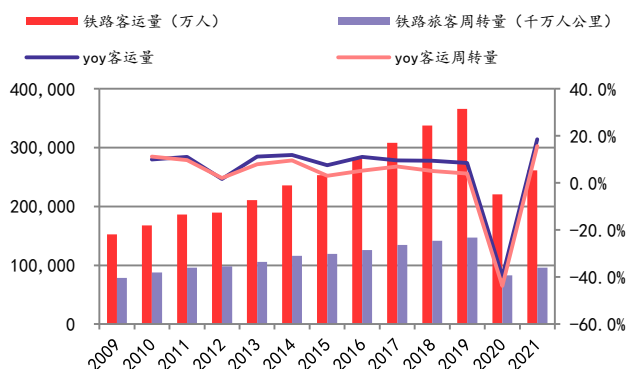
二、子行业运行分析：6 月伴随上海解封，客、货运量环比均有显著回升

（一）铁路：6 月上海疫情封控解除，客流量环比回升

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。

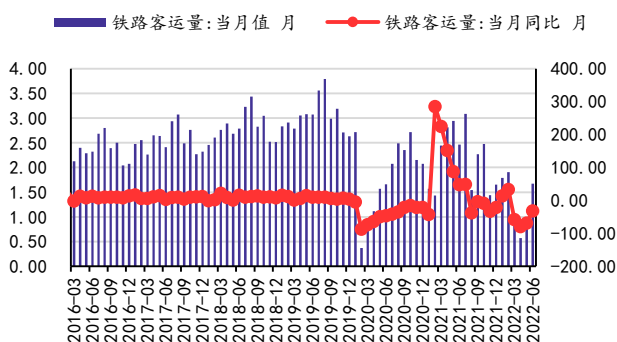
图 3 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速（2009-2021）

图 4 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速（2009-2021）

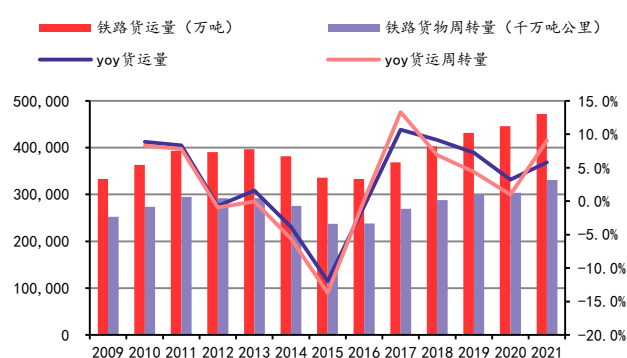


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5 铁路客运量月度变化 (亿人)

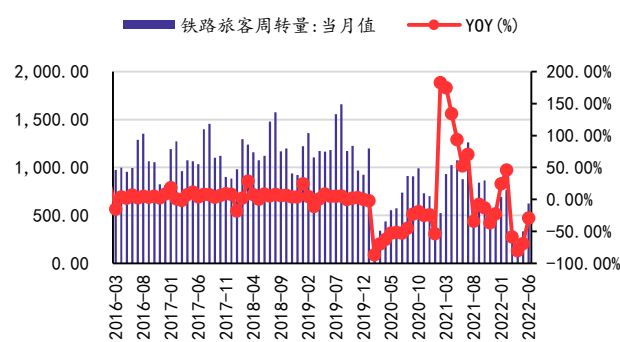


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6 铁路客运用周量月度变化 (亿人公里)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

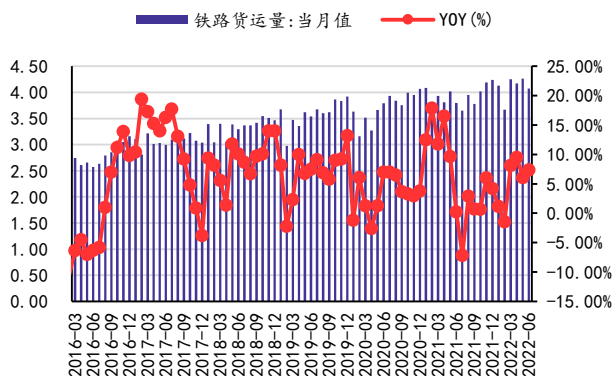
客运: 6 月铁路客流量 1.67 亿人次, 因上海疫情封控解除, 客流量环比较前有显著回升。

据国家铁路集团发布数据显示, 2022 年 6 月, 铁路旅客发送量为 1.67 亿人, 较 2021 年 (2.46 亿人) 同比-31.99%, 较 2019 年 (3.07 亿人) 同比-45.60%, 月环比+81.52%; 6 月, 铁路旅客周转量为 624.15 亿人公里, 较 2021 年 (877.39 亿人公里) 同比-28.86%, 较 2019 年 (1,180.29 亿人公里) 同比-47.12%, 月环比+87.84%。由此可见, 6 月, 因疫情带来的影响, 铁路客运需求仍承压, 不及去年同期水平, 但因上海封控解除, 客流量较 5 月环比有显著回升。

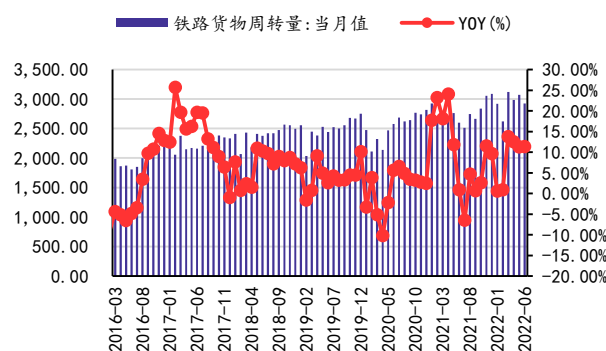
货运: 6 月铁路货运量 4.08 亿吨, 伴随上海复工复产开启, 铁路货运量同环比均有回升。 2022 年 6 月, 铁路货运量为 4.08 亿吨, 同比+7.39%, 月环比+4.23%; 6 月, 铁路货邮周转量为 2,924.47 亿吨公里, 同比+11.35%, 月环比-4.75%。由此可见, 进入 6 月, 伴随上海复工复产启动, 国内生产供应链逐步恢复常态化, 铁路货运量同环比前均有回升。

图 7 铁路货运量月度变化 (亿吨)

图 8 铁路货运周量月度变化 (亿吨公里)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



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 2 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 (旅客票价>5元时收取)	1元
			快速(K字头)、 特快(T字头)、 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 (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 3 铁路客运运价里程

里程区间(km)	每区间里程(km)	区间数
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 4 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 5 动车组列车票价率和计算方式

	席别	票价率(元/km)	比例 (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 6 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

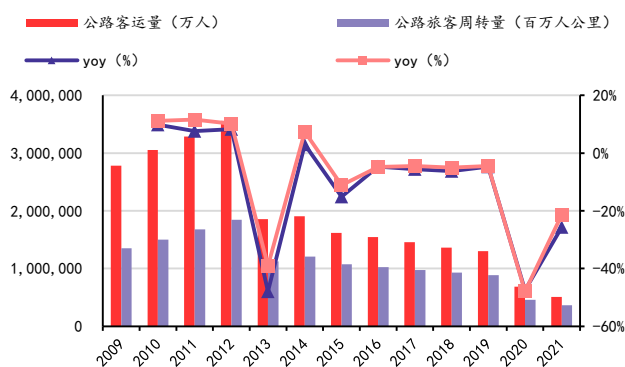
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2×运价公里

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：6 月营业性公路客流同比-29.59%，上海解封叠加“618”临近，公路货运量修复回升

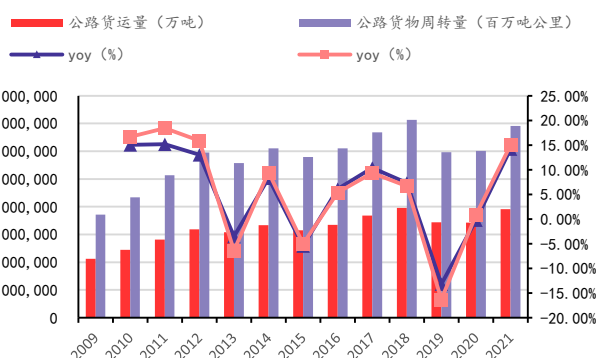
受新冠疫情影响，2021 年公路客运量下滑趋势加剧，同比降-25.61%。近年来，随着我国私家车保有量稳步提升及高铁网络日益完善，替代分流了公路客运（主要为营运性长途汽车）的出行选择，造成营运性公路客运量逐步下滑的趋势。在此基础上，2021 年受新冠疫情影响，人员出行受限，公路客运量下滑的趋势进一步加剧。营运性客运方面，2021 年，我国公路客运量约为 50.86 亿人，同比-25.61%；2021 年，公路客运周转量为 3,627.52 亿人公里，同比-21.35%。货运方面，受益于国内经济修复率先完成，公路货运市场于 2021 年已回归常态化。2021 年，我国公路货运量为 391.68 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 9 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)



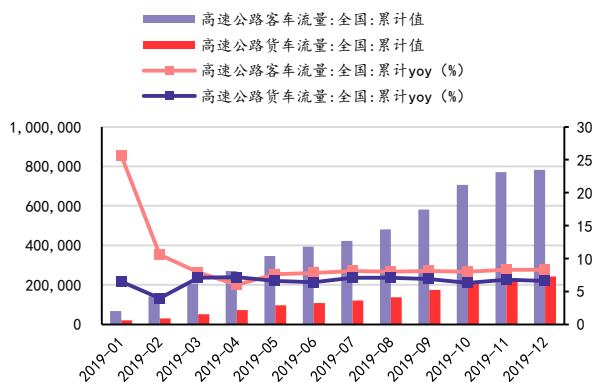
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)



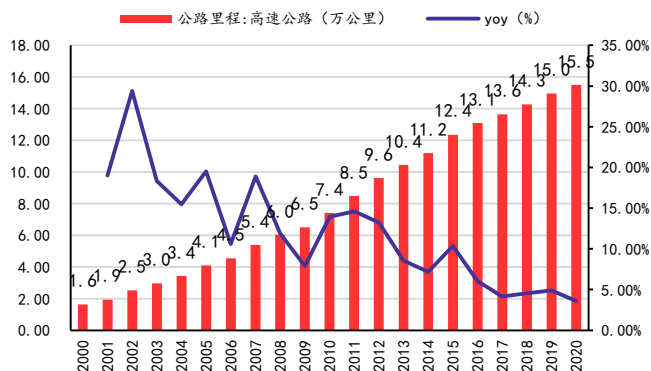
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11 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 12 高速公路里程及增长率 (年)



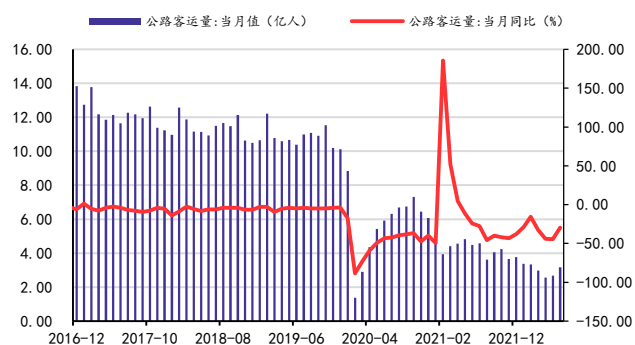
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

客运: 6 月公路客运量为 3.16 亿人次，客流量同比-29.59%，伴随上海疫情改善，封控解除，公路客流较 5 月环比回升。2022 年 6 月，营业性公路客运量为 3.16 亿人次，同比-29.59%，月环比+18.35%；6 月，营业性公路旅客周转量为 220.28 亿人公里，同比-33.42%，月环比+32.21%。由此可见，6 月，一方面因国内疫情继续抑制出行需求，另一方面高铁、民航、私家车继续产生分流效应，营业性公路客流量仍不及去年同期水平。但因 6 月上海疫情改善，相关路段的封控解除，公路客流量较 5 月环比有较为显著的回升。

货运: 6 月公路货运量同比-4.38%，上海解封叠加“618”临近，公路货运量较前有所修复回升。2022 年 6 月，公路货物运输量为 33.42 亿吨，同比-4.38%，月环比+2.58%；6 月，公路货物周转量为 6,125.53 亿吨公里，同比+1.20%，月环比-0.63%。由此可见，进入 6 月，随着上海疫情较前缓解，快递物流网点运营有所恢复，封控路段也先后解封，叠加“618”前快递公司开始冲量，运输量增加，公路货运需求较前有所修复回升。

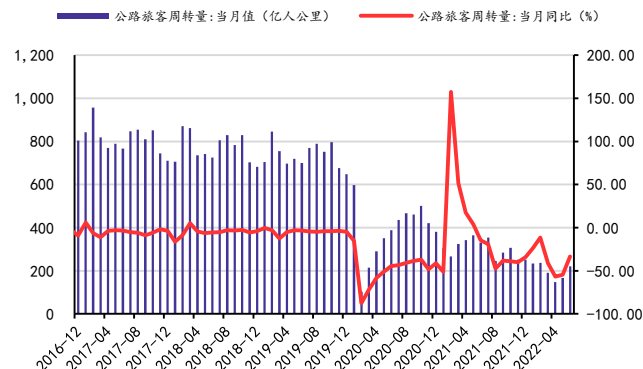
图 13 公路客运量及同比月度变化

图 14 公路客运周转量及同比月度变化



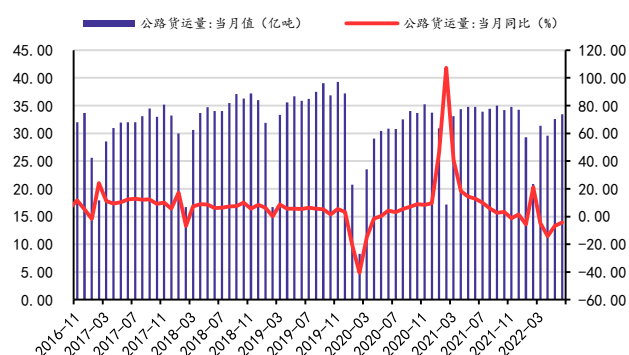
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 15 公路货运量及同比月度变化



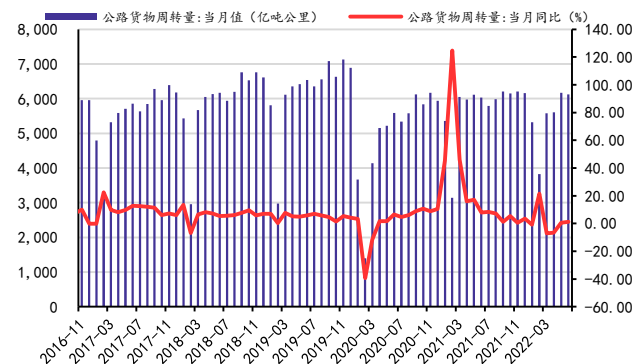
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 16 公路货运周转量及同比月度变化



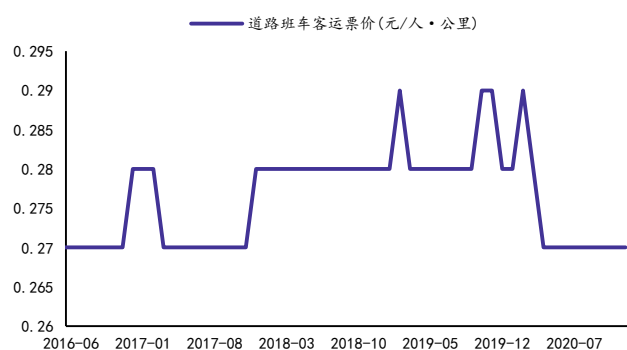
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17 36个大中城市平均公路班车客运票价

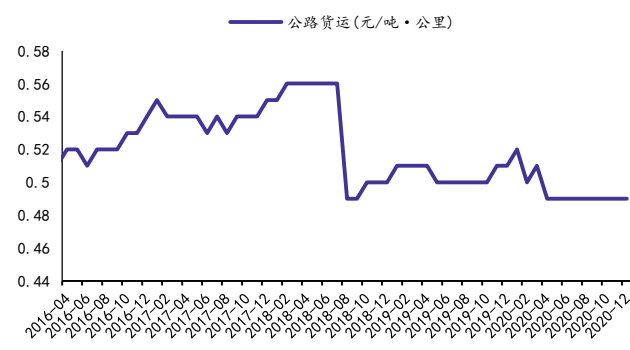


资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 18 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



资料来源: wind, 国家发展改革委, 中国银河证券研究院整理

表 7 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 8 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		≤39	车长不小于 6000mm
4 类客车	大型	≥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		

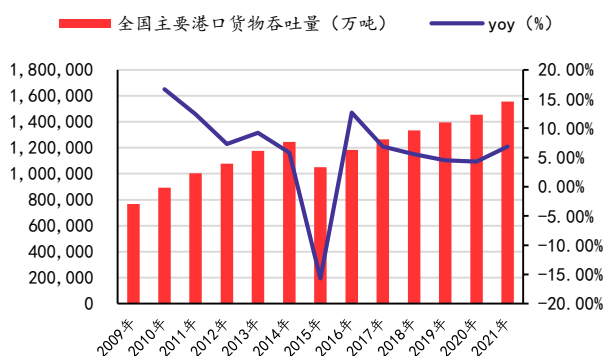
资料来源：交通运输部，中国银河证券研究院整理

（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

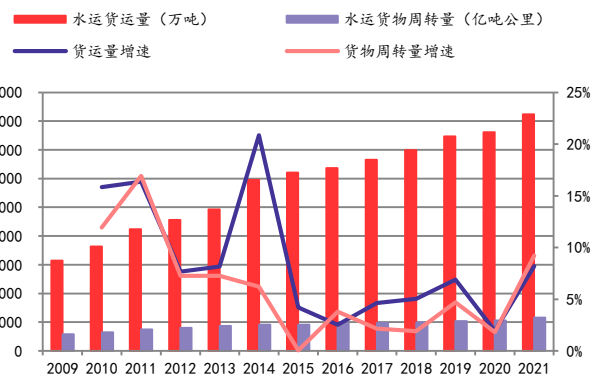
分别为+4.0%、+4.6%、+4.7%、+6.9%、+1.93%、+8.18%。2020年，水路货运量为82.39亿吨，水运周转量为115,577.53亿吨公里，平均运距为1,402.8公里。

图 19 港口货运吞吐量变化趋势及增速（2009-2021）



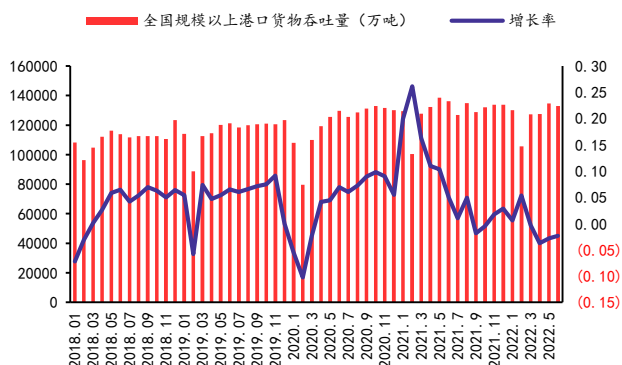
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20 水路货运量、周转量变化趋势及增速（2009-2021）



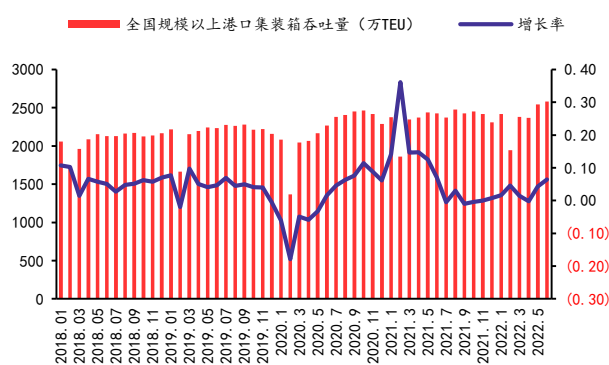
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 21 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 22 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化

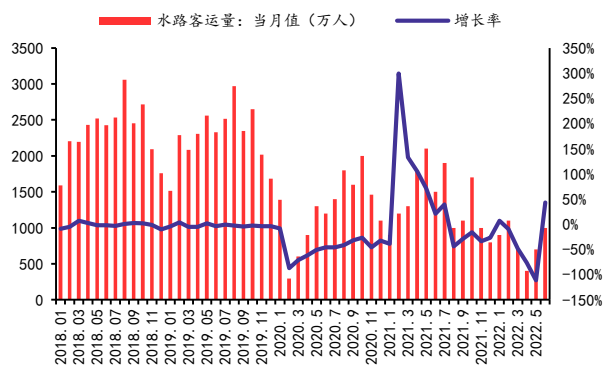


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

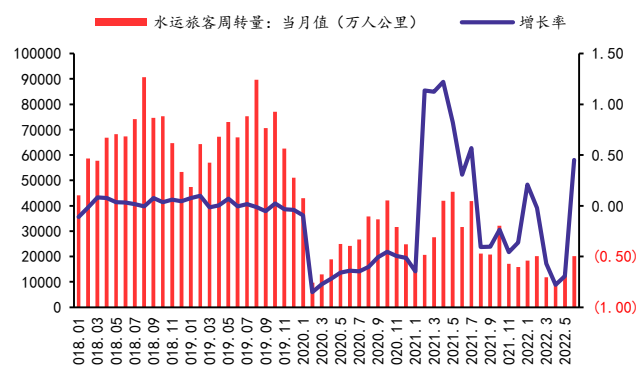
散运：BDI 指数报收 2566 点，全球经济复苏及制造业高景气度逻辑不变，大宗散运价格继续调整。截至 2022 年 6 月 30 日，波罗的海干散货指数 BDI 报 2,240 点，同比-33.79%，月环比-12.70%。**铁矿石方面**，进入 6 月，受限电限产扰动影响持续，铁矿石需求有所放缓，叠加冬奥会临近，国家层面限产政策进一步趋严，钢厂的铁矿石采购需求受到压制，一定程度上带来近期大宗运费的回调。同时，近期港口船舶拥堵较前有所缓解，运力供给紧张的局面有所改变，也带来了散运运价的高位调整。**动力煤方面**，6 月，春节前夕制造业总体趋于平稳，工厂生产活动相对缓和，用电需求总体平稳。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 6 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 23 水运客运量月度变化

图 24 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

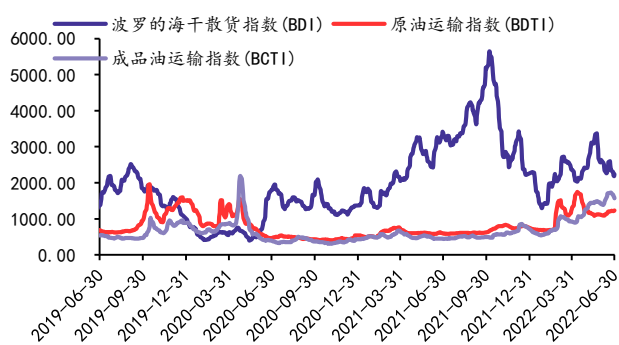


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

油运: 2022 年 6 月 30 日, 成品油运输指数 (BDTI)、原油运输指数 (BCTI) 分别报收 1234 点、1566 点, 月环比+10.28%、+9.82%, 同比+108.45%、+251.91%, 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。

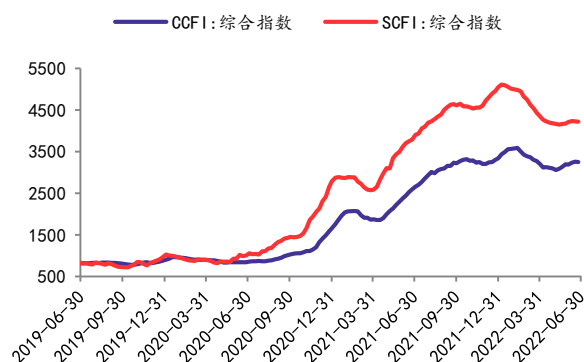
集运: SCFI 指数报收 4216.13 点, 6 月集运价格高位调整。2022 年 6 月 30 日, 上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报收 4216.13 点, 月环比+0.98%, 同比+11.38%; 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报收 3244.78 点, 月环比+1.69%, 同比+25.21%。由此可见, 6 月, 集运价格在高位水平有所调整, 立于 4200 点。我们认为, 因海外疫情仍未完全消除, 我国出口替代的红利仍有释放空间, 集装箱出口产业仍具备相对较高的景气度。同时由于奥密克戎毒株出现, 对港口拥堵恢复产生新的不确定影响, 影响到国际航运运力供给, 对集运运价形成了进一步支撑。

图 25 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 26 上海出口集装箱集运指数 (CCFI、SCFI)

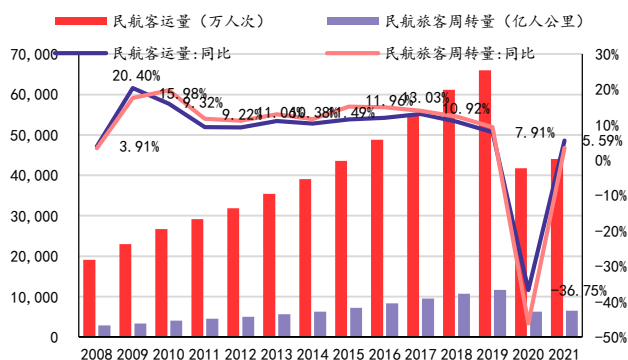


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 航空：民航局实施“4500班”补贴政策叠加上海解封，6月民航客流量环比回升

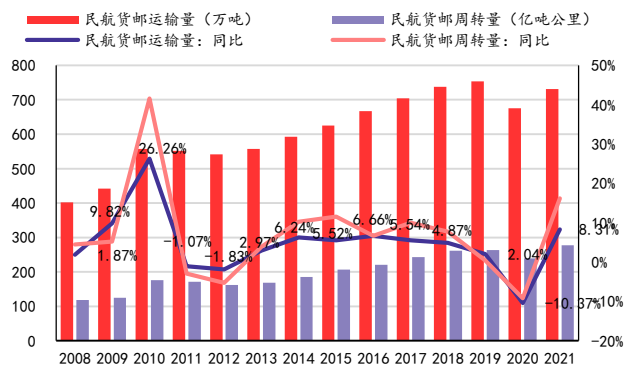
受疫情影响，2021年完成民航客运量4.41亿人次，同比+5.59%。据统计数据显示，2014-2019年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5年累计同比增幅CAGR为+11.05%。受新冠疫情影响，2020年和2021年，分别完成民航旅客运输量4.17亿人次和4.41亿人次。2021年完成民航货邮运输量731.01万吨，同比+8.37%。2021年，民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达33.04%，较上年（33.1%）基本持平。

图 27 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

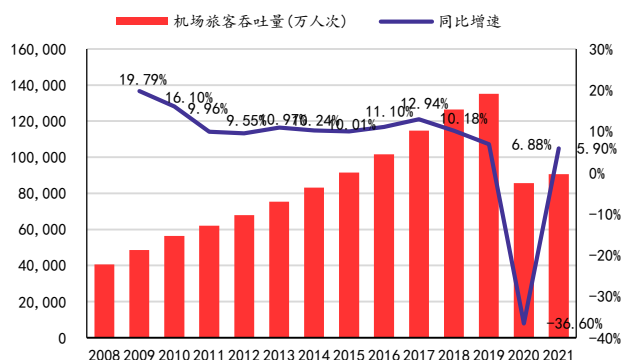
图 28 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

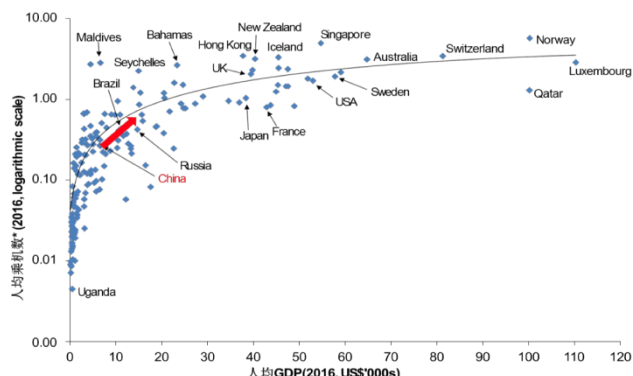
机场方面，2021年，全年旅客吞吐量完成9.07亿人次，同比+5.90%。截至目前，机场吞吐量年净增量已连续6年逾8000万人次，继续保持平稳较快增长态势。截至2019年，我国千万级机场已达39个，较上年增加2个。随着疫情逐步好转，叠加我国交通基础设施建设持续推进下，预计2021年有望继续增加。

图 29 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 30 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性

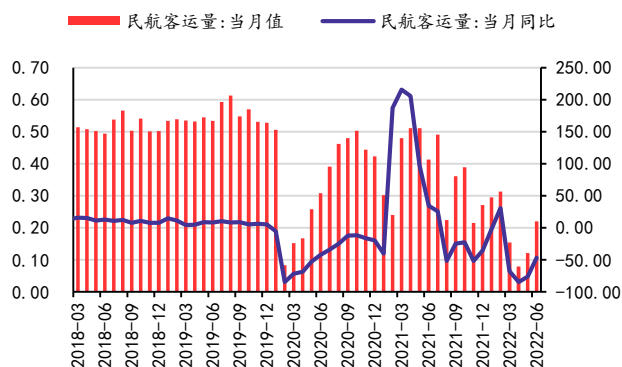


资料来源: 国际航空运输协会 (IATA)

客运：6月民航客运量同比-46.70%仍处低位，但伴随民航局实施“4500班”补贴政策及上海解封，民航客运量较前环比改善显著。2022年6月，全国民航完成旅客运输量0.22亿人

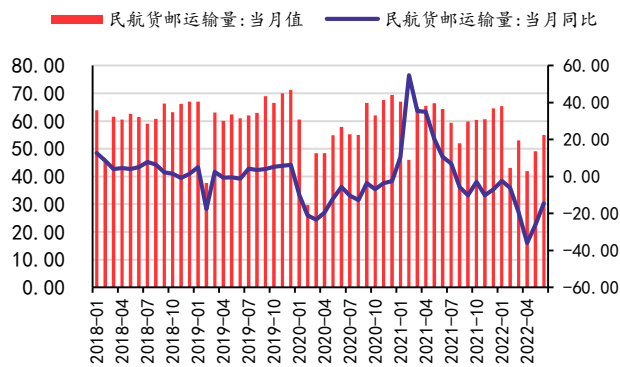
次，同比-46.70%，环比+82.25%；6月，完成民航旅客周转量189.56亿人公里，同比-43.20%，月环比+81.44%。由此可见，受年内国内疫情影响，6月民航客运量仍处于低位，但伴随5月底民航局实施“4500班”补贴政策对航空公司予以支持，叠加进入6月上海解封，6月民航客运量较前呈现显著的环比改善。

图 31 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

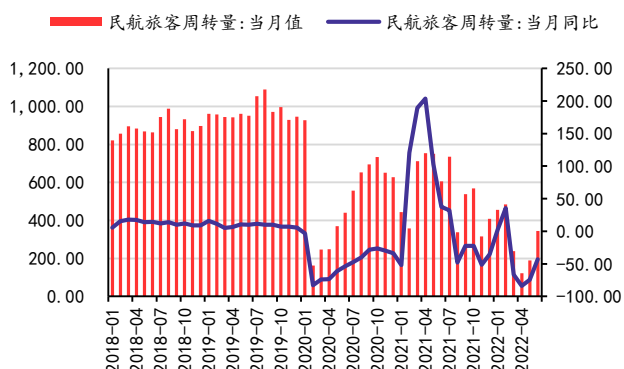
图 32 民航货运量月度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

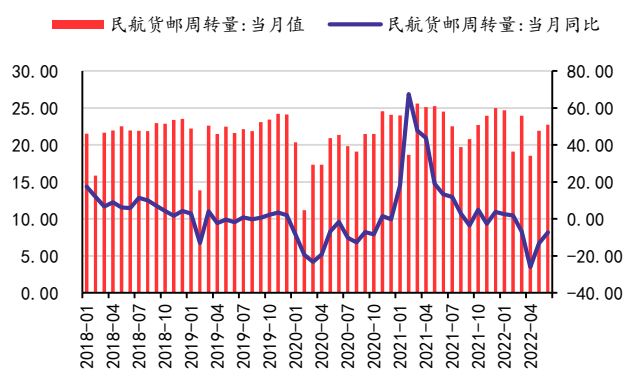
6月“三大航”国际航线流量进一步呈现底部回升趋势，继续关注“五个一”政策的开放时点。按照航线种类来看，以“三大航”为例，6月，国航、南航、东航国内航线客运量分别同比-49.30%、-30.09%、-60.57%，6月“三大航”国内航线客运量同比回增；国航、南航、东航国际航线客运量同比分别-15.10%、+8.51%、-21.74%，国际航线表现仍不及预期。由此可见，6月，因国内疫情扰动，国内航线客流量不及去年同期，但较5月有环比改善。同时，随着各大航司逐步增开国际航班，国际客流量进一步有所回升。我们认为，随着当前国内新冠疫苗加强针接种的推进，中长期疫情消除的局面是具有确定性的，国际航线需求的集中释放，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 33 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 34 民航货邮周转量月度变化

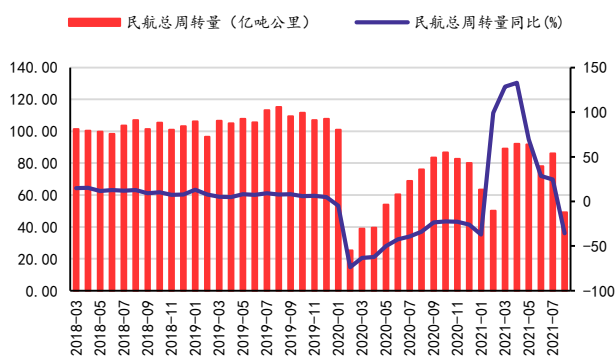


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

货运：6月民航货运量同比-14.50%，航空货运市场高景气度行情仍延续。2022年6月，全国民航共完成货邮运输量55.04万吨，同比-14.50%，月环比+12.07%；6月，完成民航货邮周转量22.73亿吨公里，同比-7.40%，月环比+3.65%。由此可见，6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。

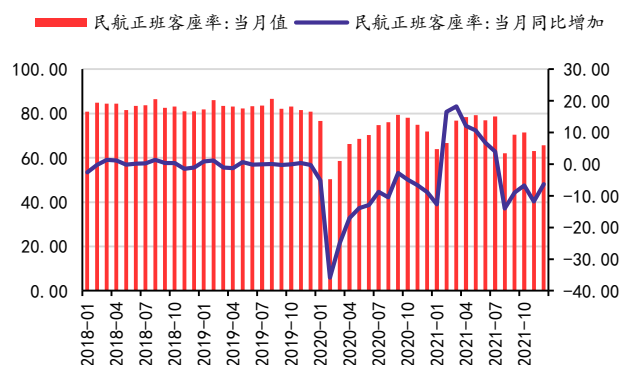
中长期来看，我国跨境电商物流行业具备高成长性，市场空间广阔，出口运输需求仍有释放动力。我们维持此前观点，国际航空货运价格有望在未来 2-3 年内继续位于较高区间。以“三大航”为例按航线种类进行拆分，6 月，国航、南航、东航国内航线货运量同比分别-29.60%、-12.56%、-51.27%，国际航线货运量同比分别+10.10%、+1.81%、-12.69%。

图 35 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

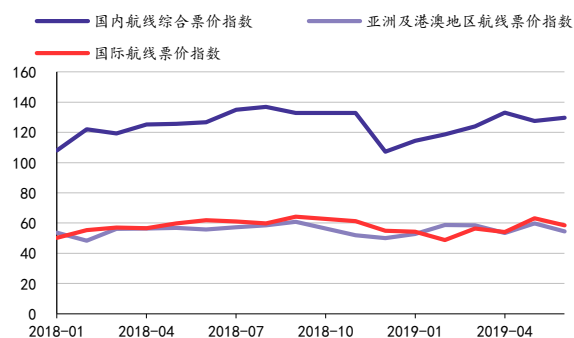
图 36 2018 年 1 月-2021 年 12 月客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

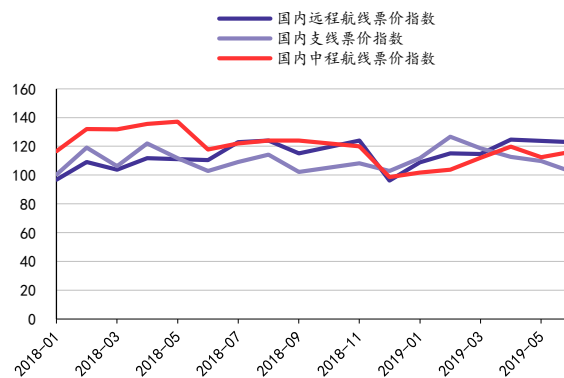
航班利用率：6 月上海封控解除，“三大航”客座率回升至 64.97%。6 月，“三大航”客座率分别为 63.1%、67.04%、64.78%，平均客座率为 64.97%，较去年同期客座率（73.57%）同比-8.6pct，较 5 月客座率（59.10%）环比+5.87pct。由此可见，6 月，因疫情蔓延形势仍严峻，民航出行需求继续受抑制，民航客座率仍位于低位水平，但伴随上海封控解除及“4500 班”补贴政策的实施，行业平均客座率较 5 月环比回升，达到 60% 水平。

图 37 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 38 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数



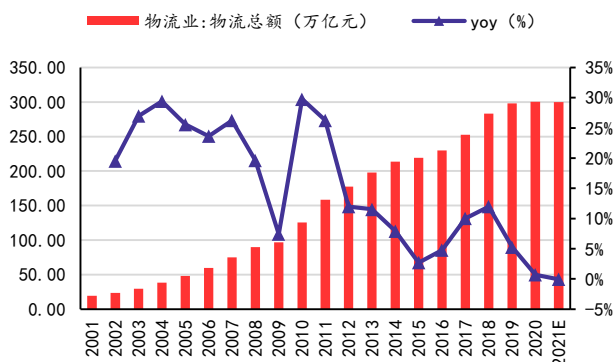
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

6 月“三大航”货邮载运率为 49.51%，航空货运高景气度下，载运率维持高位。6 月，“三大航”货邮载运率分别为 46.2%、60.84%、41.49%，平均货邮载运率为 49.51%，较去年（45.10%）同比+4.41pct，较 5 月（51.06%）环比-1.55pct。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：6 月快递业务量同比+5.37%，CR8 为 84.7

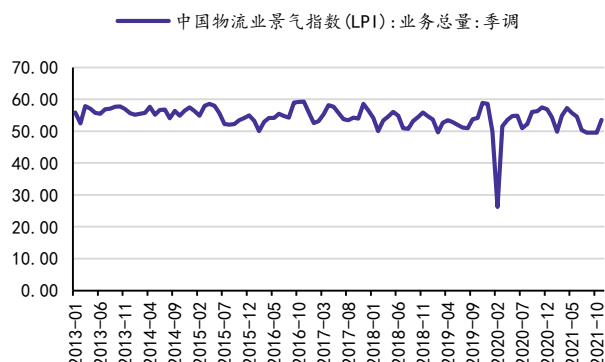
物流业长期在景气区间运行，社会物流总额增速趋于稳定。2013 年以来物流业的景气程度稍有降低，但仍保持在 50% 以上的景气区间运行；按可比价格计算，社会物流总额年增长率在 7% 左右，增速相对放缓但趋于稳定。

图 39 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

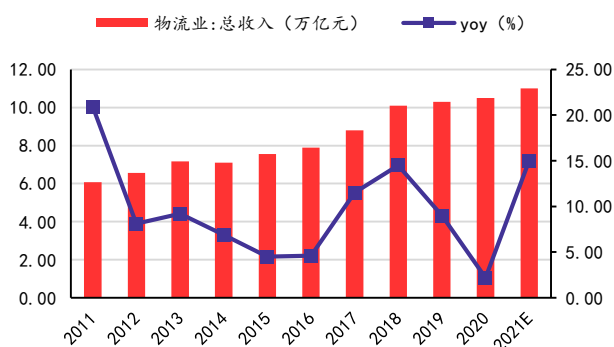
图 40 2013 年-2021 年物流业景气指数变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

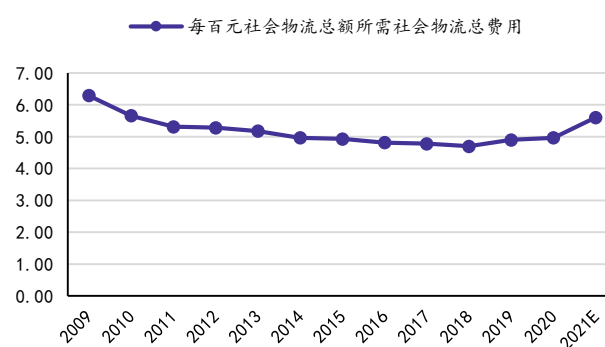
收入和费用: 近年来，物流业总收入增速持续回升，每百元社会物流总额所需的社会物流总费用趋于下降。2021 年，预计物流业或实现总收入逾 11 万亿元，同比约增+15%，受益于我国疫情率先收尾，经济生活修复完成，物流业已回归疫情前同期水平，在常态化轨道运行。

图 41 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 42 2009 年-2021 年每百元物流总额所需物流费用



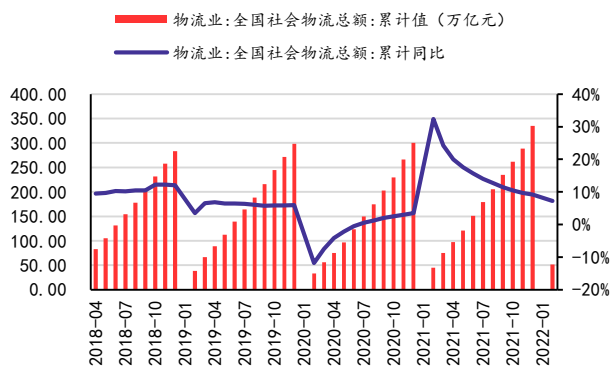
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

物流行业: 货运物流景气度受国内疫情影响，1-5 月社会物流总需求累计同比增速较前有所放缓。物流总额方面，2022 年 1-5 月，社会物流总额为 128.8 万亿元，累计同比+3.0%，社会物流总需求继续呈现稳定增长。由此可见，截至 5 月，因上海疫情蔓延，社会物流需求的累计同比增速较前放缓。我们维持此前观点，即随着疫情影响进一步消除，工商企业常态化运营继续，叠加年底货运物流旺季来临，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

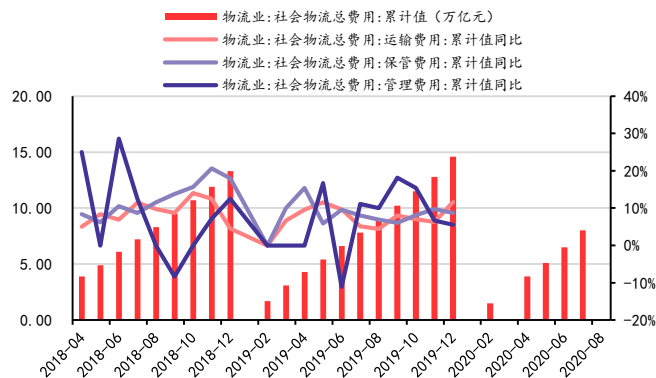
年 12.02 亿件，上涨至 2021 年的 1082.97 亿件，累计实现 90.1 倍增幅；快递业务收入由 2007 年的 342.59 亿元，上涨至 2021 年的 10,332.3 亿元，累计实现 30.16 倍增幅。2021 年，快递业务量、收入分别较上年同比增+29.91%、+17.47%，行业增速维持约+30%水平。

图 43 社会物流总额月度变化



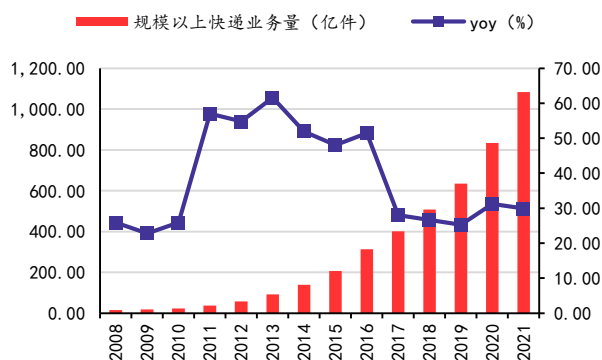
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 44 社会物流总费用及分项费用月度变化



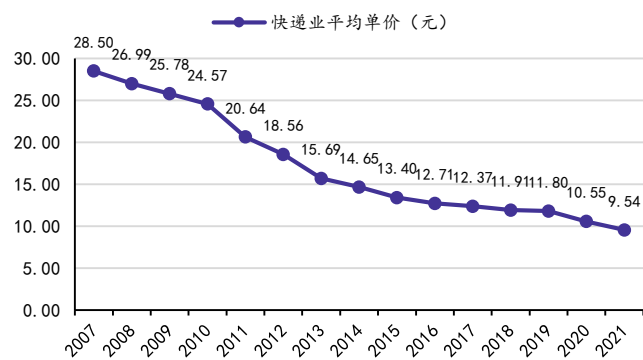
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45 快递业务量变化趋势及增速（2008-2021）



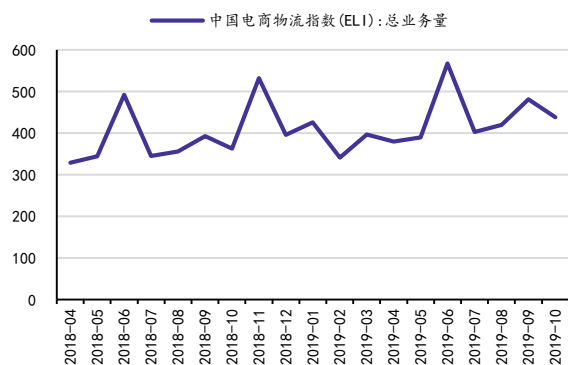
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 46 快递业务平均单价（元）



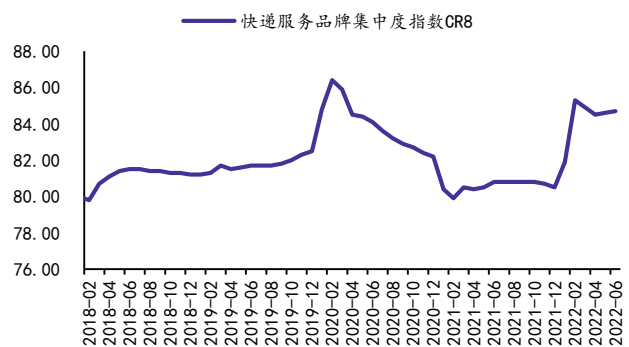
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47 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 48 2018 年-2022 年 6 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 6 月快递行业件量同比+5.37%，高基数背景下同比增速继续放缓，但环比有所回升

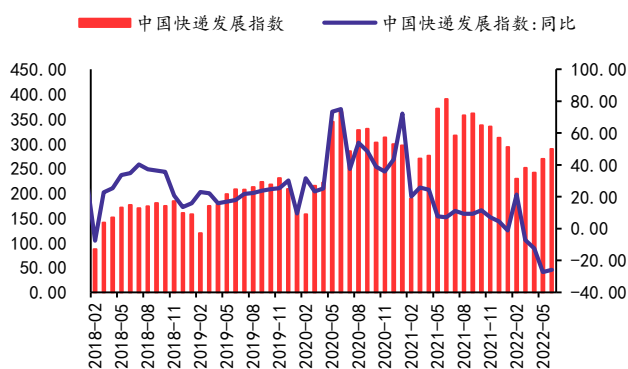
升。根据国家邮政局发布数据显示,2022年6月,快递行业件量完成102.63亿件,同比+5.37%。在去年高基数背景下,同比增速数据继续有所放缓。但随着6月快递网点及公路路段的封控较前缓解,且临近“6.18”,快递公司开始布局冲量,6月快递行业件量较5月环比回升。

市场集中度:2022年6月,快递行业CR8为84.7,较5月(84.6)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6月,韵达、圆通、申通、顺丰的市占率分别为15.69%、15.30%、11.60%、9.94%,较5月(16.07%、16.81%、10.85%、9.76%),韵达市重回第二位置,圆通位列第三。申通继续位列其后,圆通与申通的份额差距达3.7pct。

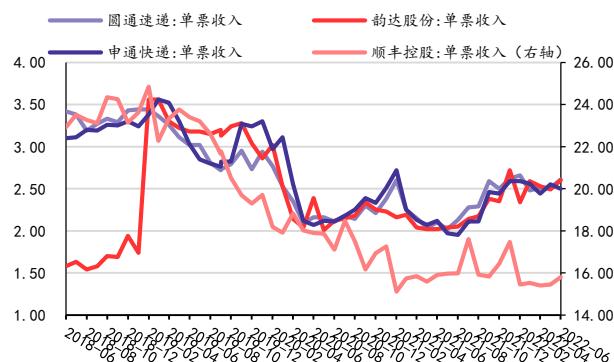
价格竞争:2022年6月,韵达、圆通、申通、顺丰的单票价格分别为2.6元/票、2.61元/票、2.5元/票、15.8元/票,同比分别+28.71%、+24.29%、+17.92%、-0.69%。由此可见,当前价格战放缓的趋势继续,符合此前预期。头部快递公司单价水平进一步回升,通达系单价回归2.5元/票以上。其中,圆通、韵达单价突破2.6元/票以上。

图 49 2018 年-2022 年 6 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 50 2018 年-2022 年 6 月快递单票收入



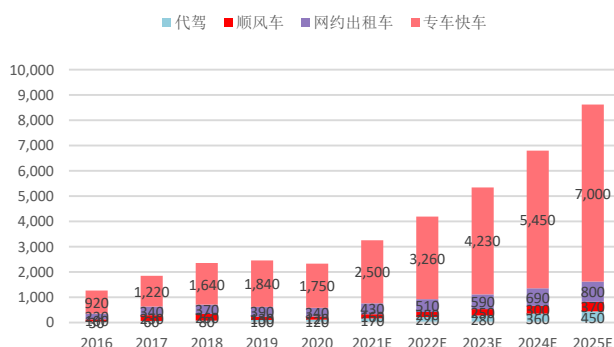
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（六）新业态：6月网约车订单量6.36亿单，北京及上海解封及复工复产推进下，订单量环比回升

网约车:网约车市场规模进一步扩张,277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6月30日,我国共有277网约车平台公司取得网约车平台经营许可。截至6月30日,全国共计发放网约车驾驶员证450.0万本、车辆运输证183.7万本。

6月网约车订单量为6.36亿单,国内疫情封控解除及复工复产推进下,订单量环比回升显著。根据交通运输部发布数据显示,2022年6月,网约车监管信息交互平台共收到订单信息6.36亿单,较5月(5.27亿单)环比+20.7%。进入6月,因上海、北京疫情缓解,封控基本解除,复工复产全面推进,网约车订单量环比呈现显著回升。其中,6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:如祺出行、享道出行、T3出行、携华出行、首汽约车、曹操出行、万顺叫车、美团打车、滴滴出行、花小猪出行。

图 51 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)



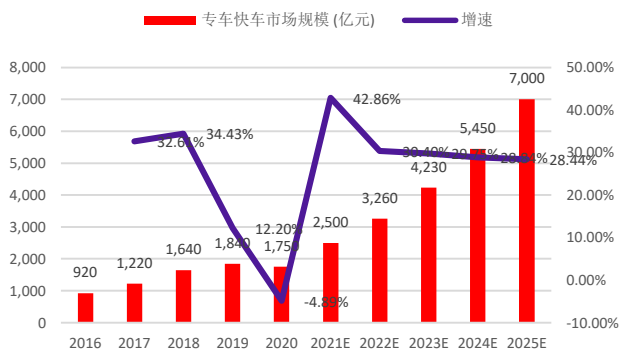
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 52 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例



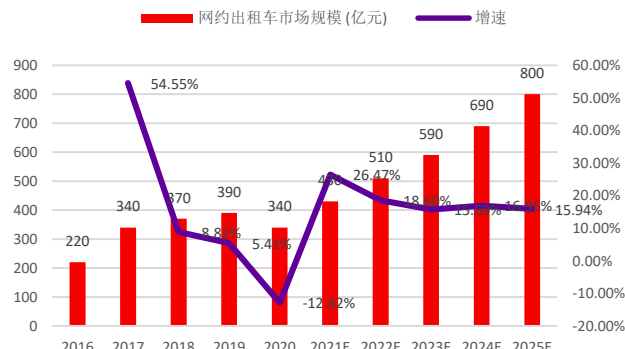
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 53 专车快车市场规模变化趋势及增幅



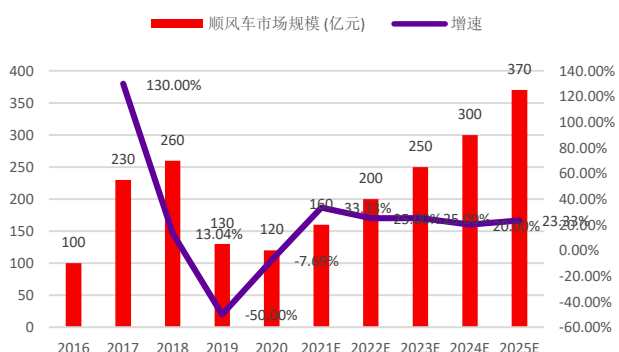
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 54 网约出租车市场规模变化趋势及增幅



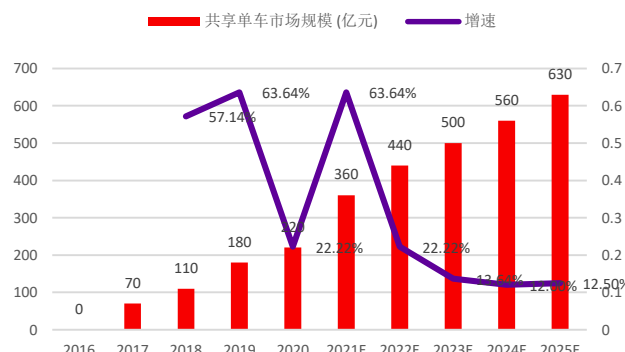
资料来源: 灼识咨询, 中国银河证券研究院整理

图 55 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 56 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_x 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。

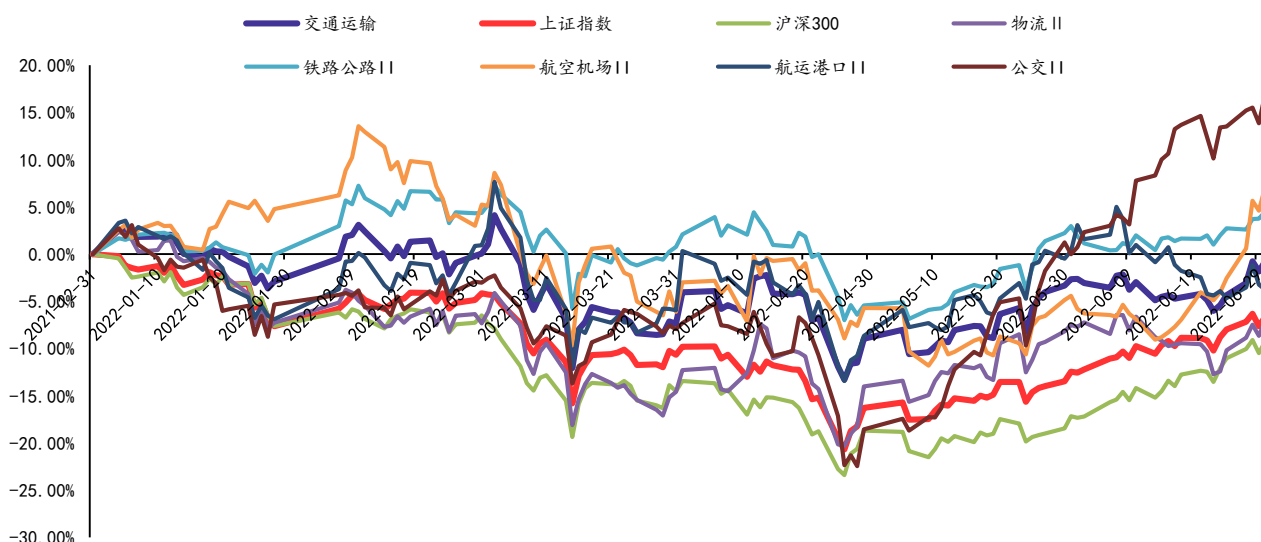
四、交通运输业在资本市场中的发展情况

(一) A股交通运输上市公司发展情况

截至2022年6月30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28,429.32亿元，占总市值比例为3.12%。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）2,732.01亿元、京沪高铁（601816.SH）2,465.15亿元、中远海控（601919.SH）2,226.09亿元、中国国航（601111.SH）1,686.33亿元、上港集团（600018.SH）1,357.15亿元、南方航空（600029.SH）1,238.93亿元、上海机场（600009.SH）1,092.59亿元、东方航空（600115.SH）1,036.21亿元、大秦铁路（601006.SH）979.73亿元、圆通速递（600233.SH）700.63亿元。

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-6.63%和-9.22%，交通运输指数-0.71%。

图 57 交通运输各子行业表现情况（2022/01/01-2022/6/30）



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

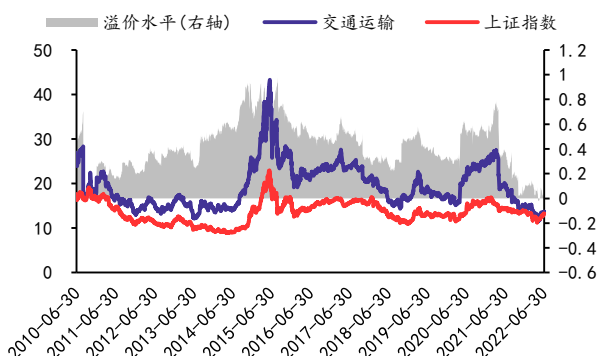
1. 国内交通运输行业估值分析

截至2022年6月30日，交通运输行业市盈率为13.71倍（TTM），上证A股为13.25倍，交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为103.47%。

2. 与市场相比，行业估值水平中等偏低

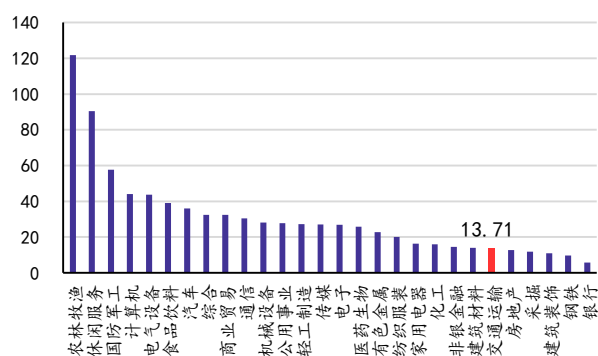
与其他行业整体对比来看，在市场28个一级行业中，交通运输行业的市盈率为13.71倍（2022/6/30），处于中等偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，因此其处于较低的估值水平。

图 58 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 59 交通运输行业与其他行业估值对比

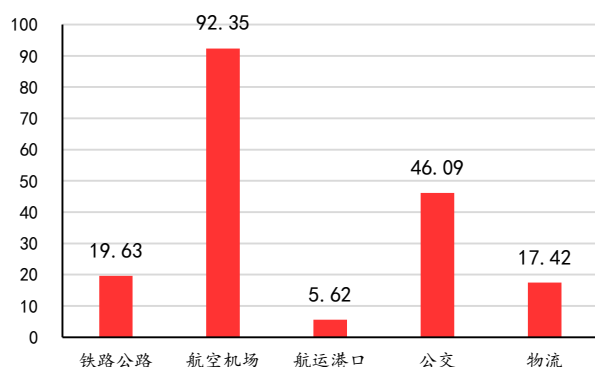


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 与国外（境外）估值比较

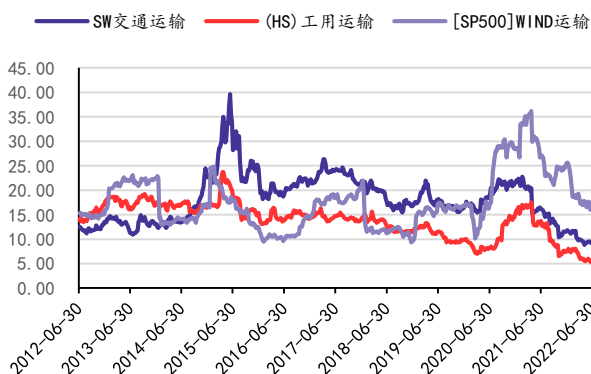
我们选择 [HS] 工用运输指数、[SP500]Wind 运输指数与交通运输指数进行对比,截至 2022 年 6 月 30 日,上述指数市盈率分别为 5.26 倍、17.16 倍和 13.71 倍。美股、A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位。

图 60 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 61 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 98 亿美元、港股中市值大于 184 亿港元、A 股中大于 407 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 9 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 2022.6.30）

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	市盈率	市净率	每股收 益
				2022Q1	2021Y	2022Q1	2021Y	(亿美元)	(PE)	(PB)	(EPS)
1	UPS.N	联合包裹服务	航空货 运与物 流	6.42	14.96	-44.45	859.79	1,594.97	14.82	11.19	12.31
2	UNP.N	联合太平洋 (UNION PACIFIC)	铁路	17.18	11.63	21.55	21.95	1,339.45	19.66	9.42	10.85
3	CNI.N	加拿大国家铁路	铁路	4.89	4.76	-5.75	37.34	775.71	20.03	4.34	7.01
4	CP.N	加拿大太平洋铁路	铁路	-6.18	3.70	-1.99	16.69	649.42	28.55	2.45	3.05
5	CSX.O	CSX 运输	铁路	21.33	18.32	21.67	36.75	631.84	16.06	4.61	1.81
6	FDX.N	联邦快递 (FEDEX)	航空货 运与物 流	-	-	-	-	587.58	15.36	2.89	14.76
7	NSC.N	诺福克南方	铁路	10.46	13.82	4.46	49.28	541.71	17.84	3.91	12.74
8	ODFL.O	OLD DOMINION FREIGHT LINE	陆运	32.91	30.91	50.36	53.77	290.50	25.60	7.89	10.01
9	ZTO.N	中通快递	航空货 运与物 流	-	20.59	-	10.26	222.27	27.52	2.91	6.33
10	LUV.N	西南航空	航空公 司	128.75	74.51	-339.66	131.78	214.18	36.74	2.06	0.98
11	DAL.N	达美航空 (DELTA)	航空公 司	125.25	74.90	20.14	102.26	185.72	35.92	4.78	0.81
12	JBHT.O	JB 亨特运输服务	陆运	33.25	26.27	65.97	50.35	165.00	19.24	5.29	8.18
13	EXPD.O	康捷国际物流	航空货 运与物 流	45.81	72.40	20.50	103.33	163.49	11.09	4.68	8.79
14	RYAAY.O	RYANAIR HLDG-ADR	航空公 司	-	-	-	-	152.61	-31.55	2.80	-0.38
15	CHRW.O	罗宾逊全球物流	航空货 运与物 流	41.88	42.54	56.00	66.71	129.01	13.71	6.38	7.40
16	VLRS.N	CONTROLADORA VUELA COMPANIA DE AVIACION	航空公 司	-	-	-	-	118.73	270.09	37.69	0.78
17	YMM.N	满帮集团	应用软 件	-	80.45	-	-5.30	98.89	-16.11	2.00	-0.18

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 10 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 2022.6.30）

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 (亿港元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股收益 (EPS)
				2021Y	2020Y	2021Y	2020Y				
1	0066.HK	港铁公司	铁路	12.42	-21.36	298.63	-140.30	2,539.32	26.58	1.41	1.54
2	1919.HK	中远海控	海运	94.85	13.76	799.52	48.38	1,755.24	1.40	1.08	6.34
3	2057.HK	中通快递	航空货运 与物流	20.59	14.04	10.26	-24.00	1,645.38	26.02	2.77	6.33
4	0316.HK	东方海外 国际	海运	105.49	19.08	689.63	-33.07	1,373.58	2.47	1.82	10.79
5	2618.HK	京东物流	陆运	42.68	47.20	-283.21	-85.06	1,129.30	-5.83	2.43	-2.40
6	0753.HK	中国国航	航空公司	7.23	-48.96	-15.50	-324.34	990.59	-4.16	1.32	-1.33
7	1055.HK	中国南方 航空股份	航空公司	9.48	-41.24	-11.61	-510.87	769.46	-4.95	0.93	-0.74
8	1308.HK	海丰国际	海运	78.76	8.46	230.67	59.85	595.50	6.57	5.09	0.43
9	0670.HK	中国东方 航空股份	航空公司	14.30	-51.46	-3.19	-470.80	568.12	-2.85	0.87	-0.86
10	0293.HK	国泰航空	航空公司	-2.87	-56.13	72.01	-1,393.7	552.96	-9.03	0.77	-0.95
11	0144.HK	招商局港 口	海港与服 务	32.48	0.53	58.11	-38.40	505.00	6.20	0.51	2.15
12	0177.HK	江苏宁沪 高速公路	公路与铁 路	71.08	-20.55	69.58	-41.32	397.98	8.43	1.08	0.76
13	0576.HK	浙江沪杭 甬	公路与铁 路	30.61	-0.10	97.09	-19.23	314.44	5.52	0.95	1.06
14	0636.HK	嘉里物流	航空货运 与物流	59.13	29.71	174.15	-23.56	305.08	3.84	1.45	4.39
15	0694.HK	北京首都 机场股份	机场服务	3.61	-68.30	-4.02	-184.10	244.99	-9.46	0.99	-0.46
16	6198.HK	青岛港	海港与服 务	21.77	8.79	3.18	1.36	238.87	4.82	0.56	0.62
17	1138.HK	中远海能	海运	-22.27	18.56	-309.35	475.42	238.54	-3.65	0.68	-1.11
18	2866.HK	中远海发	海运	171.64	49.21	184.63	22.10	213.31	3.00	0.53	0.43
19	1199.HK	中远海运 港口	海港与服 务	20.75	-2.63	2.07	12.81	187.43	6.72	0.41	0.11
20	0152.HK	深圳国际	公路与铁 路	-4.68	15.65	-11.09	-20.19	184.34	5.17	0.49	1.49

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 11 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 2022.6.30）

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增		净利润同比增速		市值	市盈率	市净率	每股收益
				速 (%)		(%)					
				2022Q1	2021Y	2022Q1	2021Y	(亿元)	(PE)	(PB)	(EPS)
1	002352.SZ	顺丰控股	物流 II	47.78	34.55	226.69	-43.46	2,732.01	43.50	3.37	1.28
2	601816.SH	京沪高铁	铁路运输 II	-1.13	5.72	-79.33	16.48	2,465.15	52.29	1.32	0.10
3	601919.SH	中远海控	航运 II	62.75	94.85	82.90	687.51	2,226.09	2.19	1.52	6.34
4	601111.SH	中国国航	航空运输 II	-11.41	7.23	-42.10	-19.01	1,686.33	-8.72	3.22	-1.33
5	600018.SH	上港集团	港口 II	61.51	31.28	81.30	68.57	1,357.15	7.88	1.29	0.74
6	600029.SH	南方航空	航空运输 II	1.03	9.81	-10.33	6.84	1,238.93	-9.84	1.96	-0.74
7	600009.SH	上海机场	机场 II	-2.94	-13.4	-16.71	-38.83	1,092.59	-61.28	4.05	-0.93
8	600115.SH	东方航空	航空运输 II	-5.45	14.48	-101.05	-5.81	1,036.21	-6.41	2.37	-0.86
9	601006.SH	大秦铁路	铁路运输 II	-5.94	8.28	-17.83	13.52	979.73	8.50	0.79	0.78
10	600233.SH	圆通速递	物流 II	32.00	29.36	129.37	18.39	700.63	26.91	3.05	0.76
11	601018.SH	宁波港	港口 II	23.73	7.35	1.00	24.31	616.49	14.11	1.13	0.28
12	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	6.18	15.85	-53.22	106.31	534.76	-472.69	4.07	-0.12
13	600221.SH	海航控股	航空运输 II	-17.61	15.65	-32.61	105.89	525.24	14.11	10.96	0.11
14	002120.SZ	韵达股份	物流 II	38.66	24.56	47.71	5.06	495.21	31.04	3.07	0.55
15	600026.SH	中远海能	航运 II	13.02	-22.5	-73.65	-277.58	492.82	-9.31	1.72	-1.11
16	001965.SZ	招商公路	高速公路 II	-10.14	22.03	-12.35	115.00	471.40	9.76	0.89	0.78
17	601872.SH	招商轮船	航运 II	36.47	12.97	120.42	19.79	467.01	10.30	1.68	0.56
18	600377.SH	宁沪高速	高速公路 II	7.77	71.71	-31.94	64.08	431.73	11.27	1.36	0.76
19	601880.SH	大连港	港口 II	-1.30	1.84	-19.16	-6.81	407.78	22.01	1.06	0.08

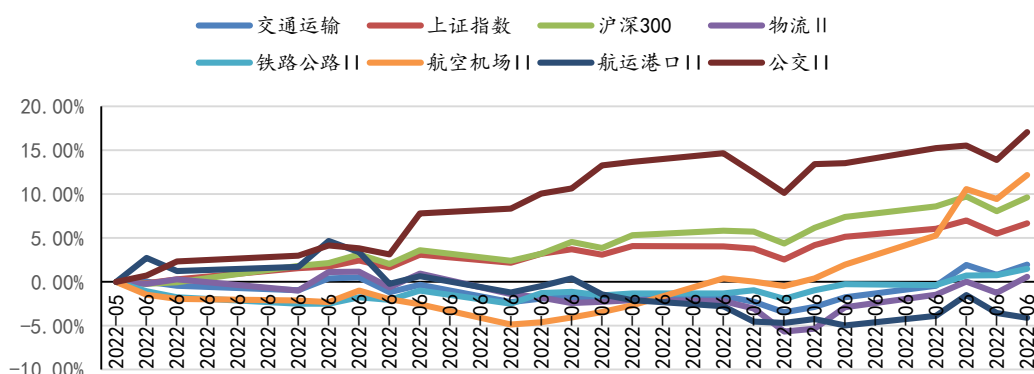
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、投资建议

（一）最新观点：航空行业至暗时期已过，把握周期底部反转的投资机会

分子行业来看，截至 2022 年 6 月 30 日，航空机场、公交板块 PE 仍较高，分别为 92.35 倍、46.09 倍，高于交通运输行业值 13.71 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 19.63 倍、5.62 倍。物流板块的 PE 为 17.42 倍。

图 62 2022 年 6 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 7 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

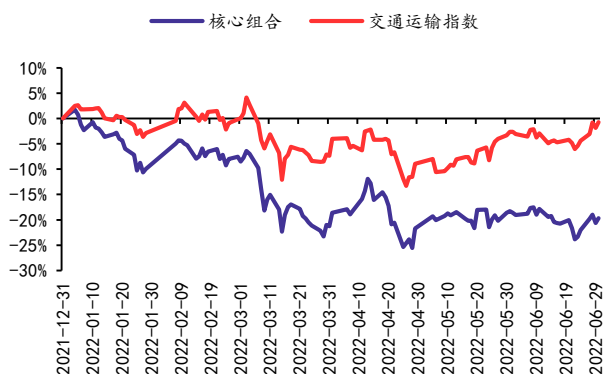
表 12 投资组合建议 (截至 2022 年 6 月 30 日)

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	-26.68%
002010.SZ	传化智联	2022/1/1	-26.09%
002352.SZ	顺丰控股	2022/1/1	-19.02%
601156.SH	东航物流	2022/2/1	-7.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

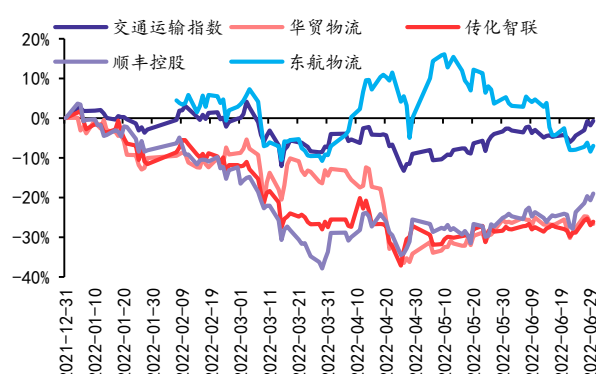
(三) 核心组合表现

图 63 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 64 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

自 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 6 月 30 日, 交通运输业指数累计-0.71%, 2021 年银河交通核心组合-19.70%, 相对收益-18.99%。

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 铁路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)	7
图 4 铁路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)	7
图 5 铁路客运量月度变化 (亿人)	8
图 6 铁路客运周转量月度变化 (亿人公里)	8
图 7 铁路货运量月度变化 (亿吨)	8
图 8 铁路货运周转量月度变化 (亿吨公里)	8
图 9 公路客运量、客运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)	12
图 10 公路货运量、货运周转量变化趋势及增速 (2009-2021)	12
图 11 高速公路交通量及增长率	12
图 12 高速公路里程及增长率 (年)	12
图 13 公路客运量及同比月度变化	12
图 14 公路客运周转量及同比月度变化	12
图 15 公路货运量及同比月度变化	13
图 16 公路货运周转量及同比月度变化	13
图 17 36 个大中城市平均公路班车客运票价	13
图 18 36 个大中城市平均公路货运价格	13
图 19 港口货运吞吐量变化趋势及增速 (2009-2021)	15
图 20 水路货运量、周转量变化趋势及增速 (2009-2021)	15
图 21 全国主要港口货物吞吐量及增速月度变化	15
图 22 全国主要港口集装箱吞吐量及增速月度变化	15
图 23 水运客运量月度变化	15
图 24 水运旅客周转量月度变化	15
图 25 波罗的海航运指数 (BDI、BDTI、BCTI)	16
图 26 上海出口集装箱集运指数 (CCFI、SCFI)	16
图 27 民航旅客运输量、旅客周转量变化趋势及增速	17
图 28 民航货邮运输量、货邮周转量变化趋势及增速	17
图 29 机场旅客吞吐量变化趋势及增幅 (2008-2021)	17
图 30 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性	17
图 31 民航客运量月度变化	18
图 32 民航货运量月度变化	18
图 33 民航旅客周转量月度变化	18
图 34 民航货邮周转量月度变化	18
图 35 民航总周转量月度变化	19
图 36 2018 年 1 月-2021 年 12 月客座率	19
图 37 2018 年 1 月-2019 年 6 月民航票价指数	19
图 38 2018 年 1 月-2019 年 6 月国内航线票价指数	19
图 39 2001 年-2021 年社会物流总额变化趋势及同比增幅	20

图 40 2013 年-2021 年物流业景气指数变化情况	20
图 41 2011 年-2021 年物流业总收入及增长率	20
图 42 2009 年-2021 年每百元物流总额所需物流费用	20
图 43 社会物流总额月度变化	21
图 44 社会物流总费用及分项费用月度变化	21
图 45 快递业务量变化趋势及增速 (2008-2021)	21
图 46 快递业务平均单价 (元)	21
图 47 2018 年-2019 年 10 月中国电商物流指数	21
图 48 2018 年-2022 年 6 月快递服务品牌集中度 CR8	21
图 49 2018 年-2022 年 6 月中国快递发展指数	22
图 50 2018 年-2022 年 6 月快递单票收入	22
图 51 2016-2025E 网约车细分市场交易规模 (亿元)	23
图 52 2016-2025E 共享出行占国内出行总支出的比例	23
图 53 专车快市场规模变化趋势及增幅	23
图 54 网约车出租车市场规模变化趋势及增幅	23
图 55 顺风车市场规模变化趋势及增幅	23
图 56 共享单车市场规模变化趋势及增幅	23
图 57 交通运输各子行业表现情况 (2022/01/01-2022/6/30)	25
图 58 交通运输行业估值及对比及溢价情况	26
图 59 交通运输行业与其他行业估值对比	26
图 60 交通运输子行业估值对比	26
图 61 国内外交通运输行业估值对比	26
图 62 2022 年 6 月交通运输子行业表现情况	30
图 63 核心组合表现情况	32
图 64 核心组合标的表现情况	32

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 火车票价计算方法	9
表 3 铁路客运运价里程	9
表 4 旅客票价递远递减折扣率	10
表 5 动车组列车票价率和计算方式	10
表 6 铁路货运基准运价率	11
表 7 部分地区高速公路收费标准（元/车·公里）	13
表 8 收费公路车辆通行费新车型分类	14
表 9 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 2022.6.30）	27
表 10 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 2022.6.30）	28
表 11 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 2022.6.30）	29
表 12 投资组合建议（截至 2022 年 6 月 30 日）	32

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