

证券研究报告

2022年08月02日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

客运复苏，物流成长

——首席联盟培训

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

交通运输行业涵盖成长、周期、价值等板块，适用不同的研究框架。

航运和航空：把周期演绎到极致。

快递和快运：行业成长不等于公司盈利增长。

铁路和机场：垄断未必赚钱。

公路和港口：股息率是最后的估值底。

原材料供应链：高成长和低估值可以并存。

风险提示：全球经济增速下，大宗商品价格下跌，疫情超预期反复，文中预测具有一定主观性，仅供参考

1 交通运输行业版图

传统与新兴板块，周期性与成长性，估值趋势与波动

2 成长：快递、供应链物流等

框架：市场空间、竞争格局、成长路径

观点：快递竞争缓和，部分供应链物流集中度提升

3 周期：航空、航运

框架：从供需看景气周期和价格弹性

观点：疫后客运复苏，货运景气回落

4 价值：公路、铁路、港口

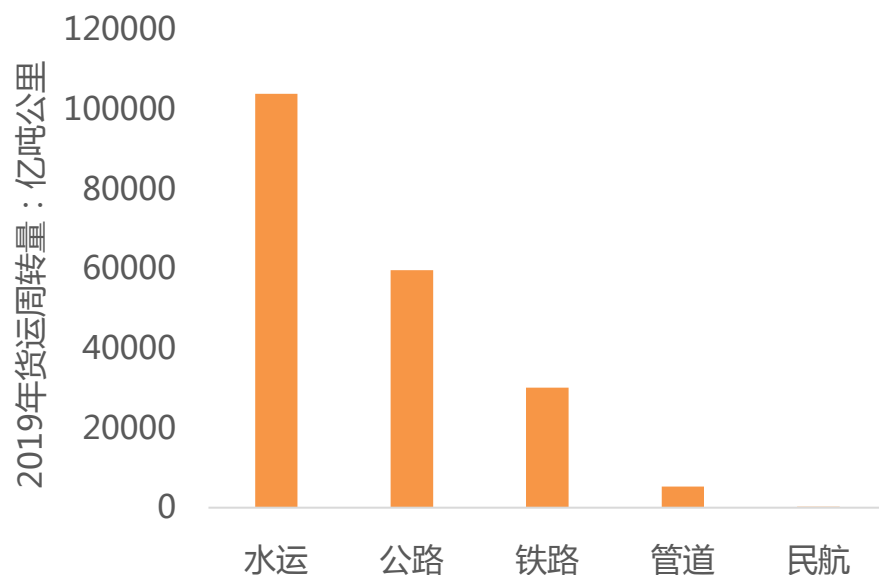
框架：长期看股息，短期看主题

观点：公路转型，铁路市场化，港口整合

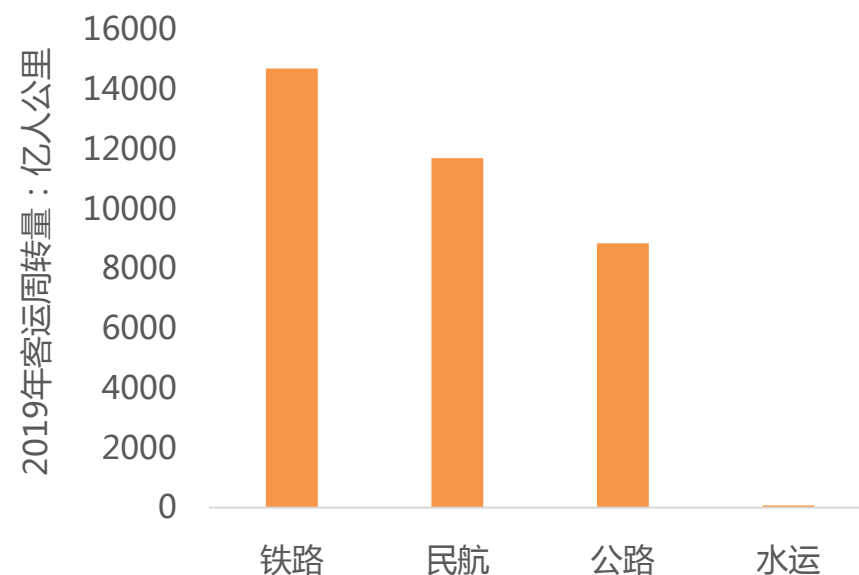
1.1 交通运输：传统 VS 新兴

- **传统领域：** 航运和港口，航空和机场，公路，铁路，公交，仓储
- **新兴领域：** 快递快运，供应链物流（汽车物流、冷链物流、危化品物流、原材料供应链，跨境物流、供应链管理），网络运输平台（滴滴、满帮、G7）

■ 水运、公路、铁路是主要的货运方式



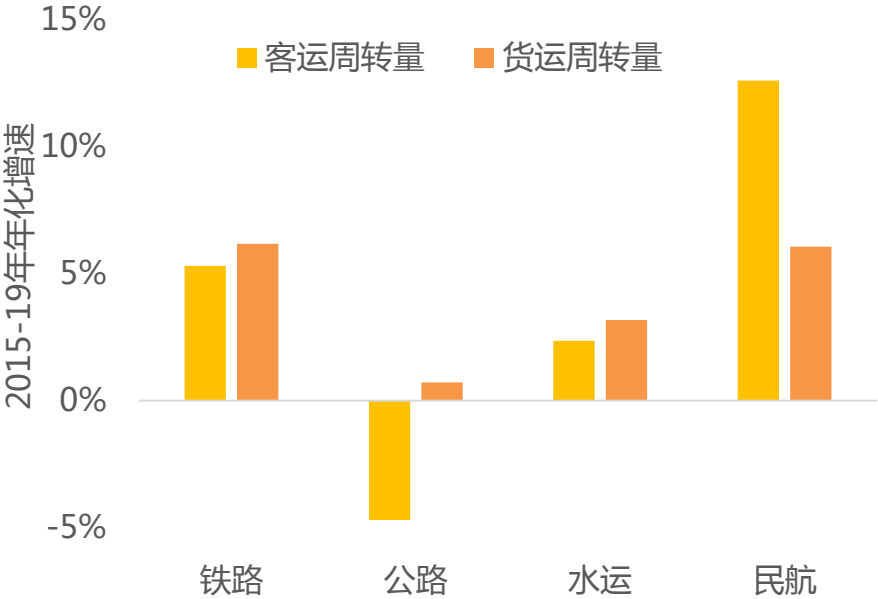
■ 铁路、民航、公路是主要的客运方式



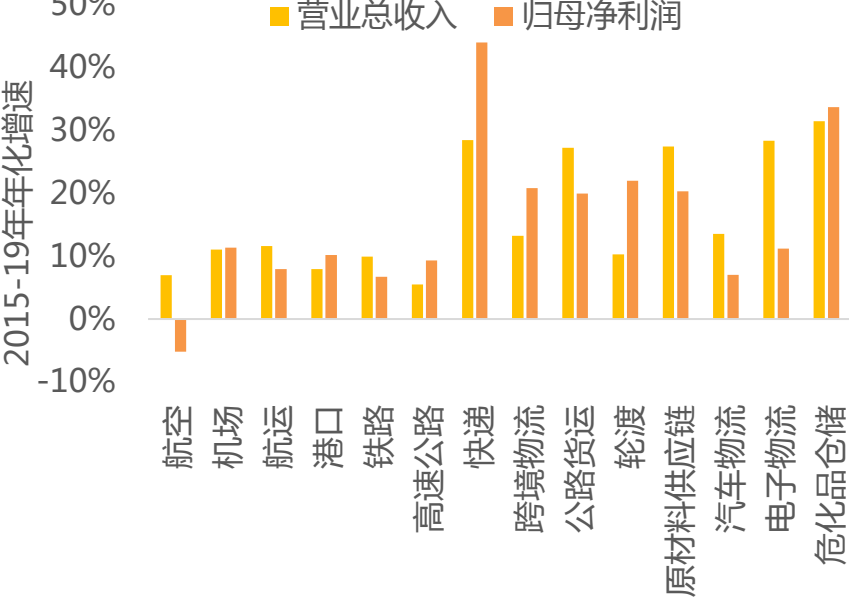
1.1 交通运输：传统 VS 新兴

- 传统板块运量低增长：公路、水路、铁路、航空。
- 新兴物流板块高增长：快递、跨境物流、原材料供应链、电子产业物流、危化品仓储。

2015-19年主要交通运输周转量年化增速较低



2015-19年物流仓储板块代表性公司年化增速更高

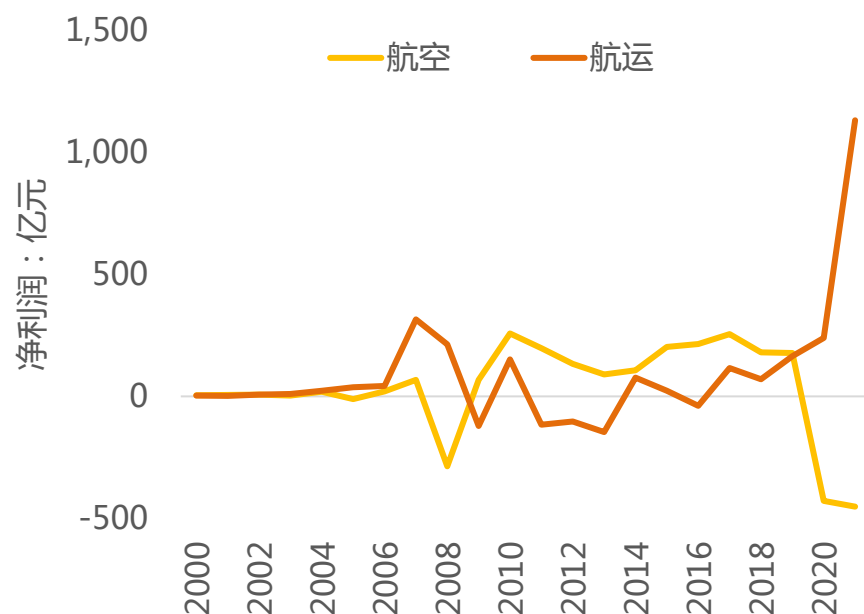


注：每个板块选3家代表性公司，剔除并购重组的影响。

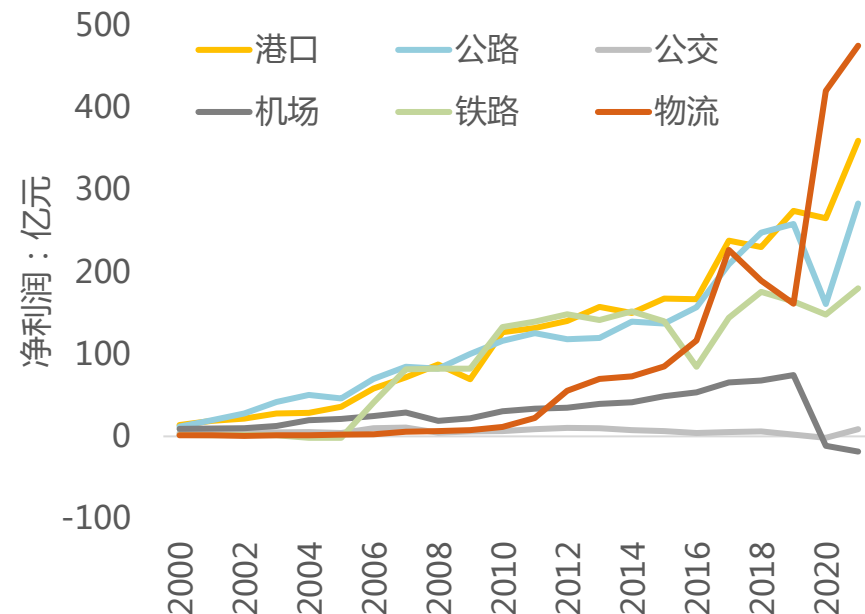
1.2 交通运输：周期 VS 成长

- 周期：航运和航空是典型的强周期行业。
- 成长：物流、港口、公路等板块盈利较快增长。

■ 航运和航空板块上市公司的净利润呈现强周期性



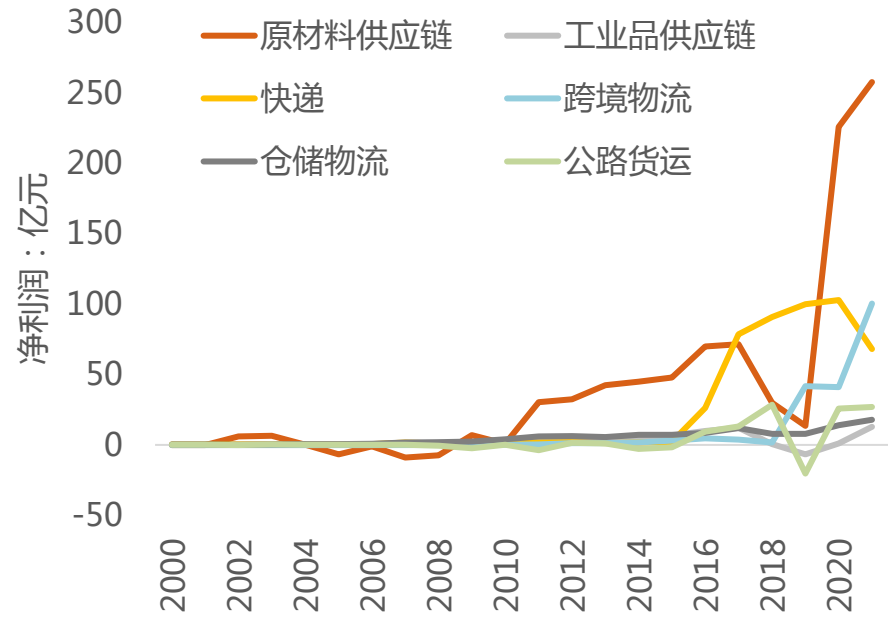
■ 物流、港口等板块上市公司的净利润呈现成长性



1.2 交通运输：周期 VS 成长

- 成长的物流：2018年以来原材料供应链、跨境物流增速较快。
- 成长的公司：各板块代表性公司的净利润呈现高增长。

2018年以来，原材料供应链和跨境物流的净利润增速较快



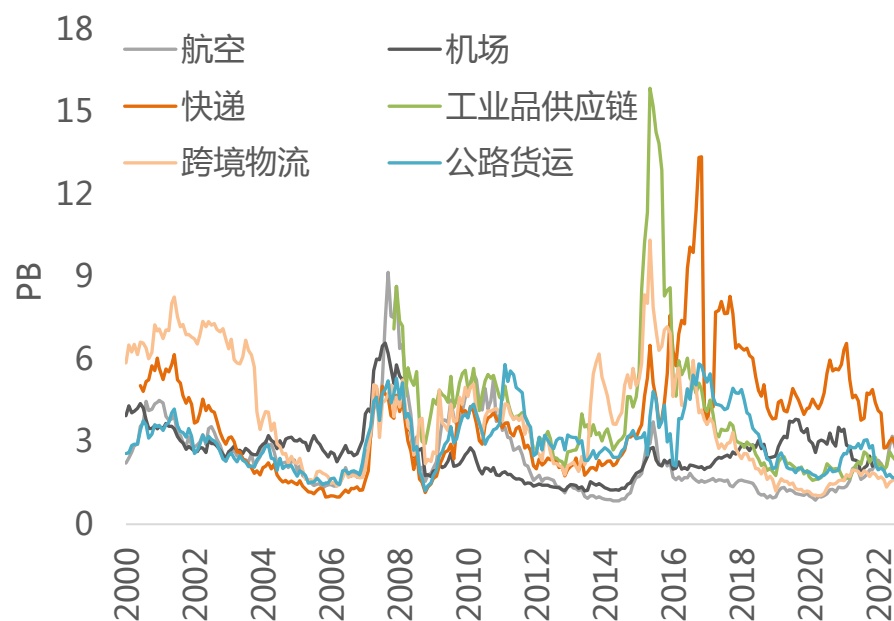
成长板块中代表性公司的净利润高增长



1.3 交通运输：活跃 VS 沉寂

- 轻资产和客运：时有关注，估值区间波动。
- 重资产且货运：估值趋于下降，估值波动性缩小。

■ 轻资产货运和客运板块估值区间波动



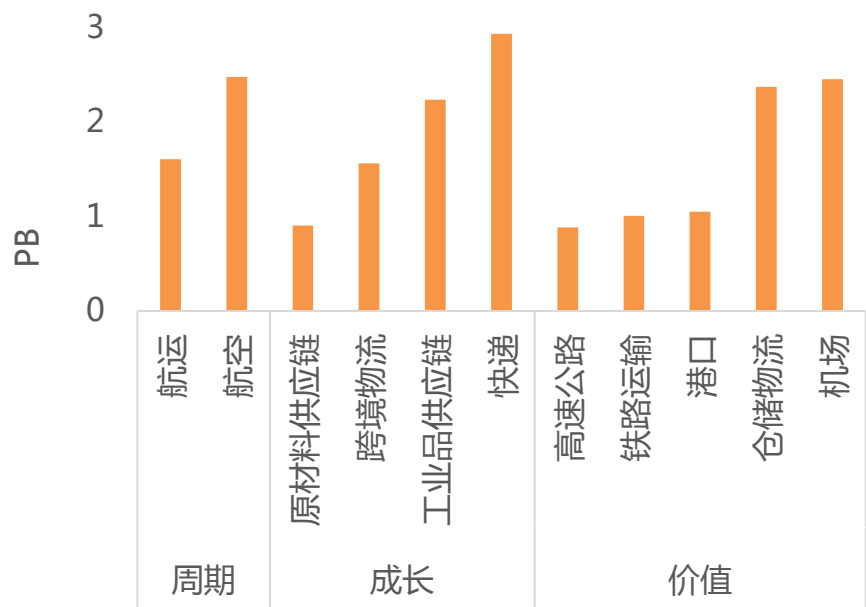
■ 重资产货运板块估值趋于下降，波动性缩小



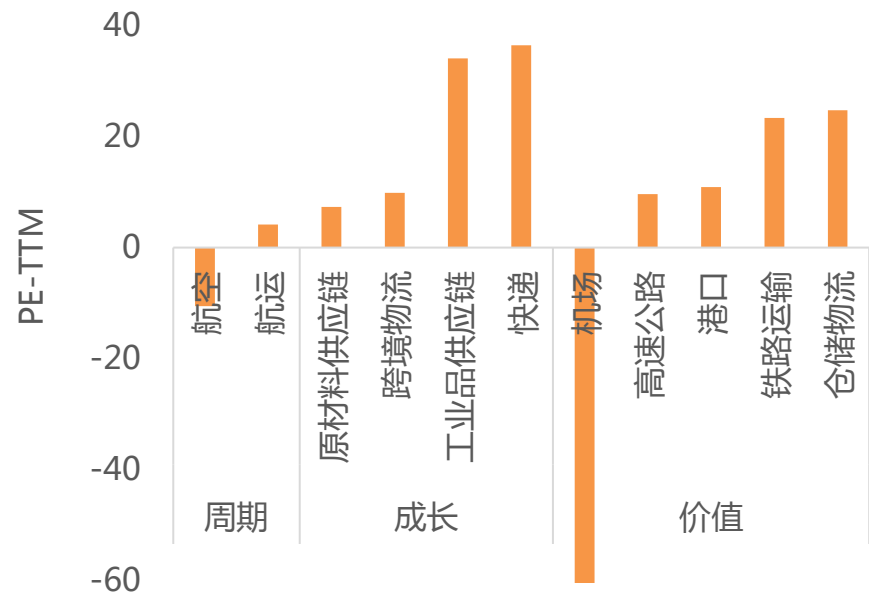
1.3 交通运输：活跃 VS 沉寂

- 轻资产和客运：PB估值水平较高。
- 重资产且货运：PB估值水平较低。

■ 交运细分板块PB估值分化较大



■ 交运细分板块PE估值分化较大



2.1 成长：分析框架

- 市场空间：决定盈利和市值空间。
- 竞争格局：决定集中度和盈利能力。
- 成长路径：决定成长速度和目标估值。

■ 物流主要细分成长板块的特征

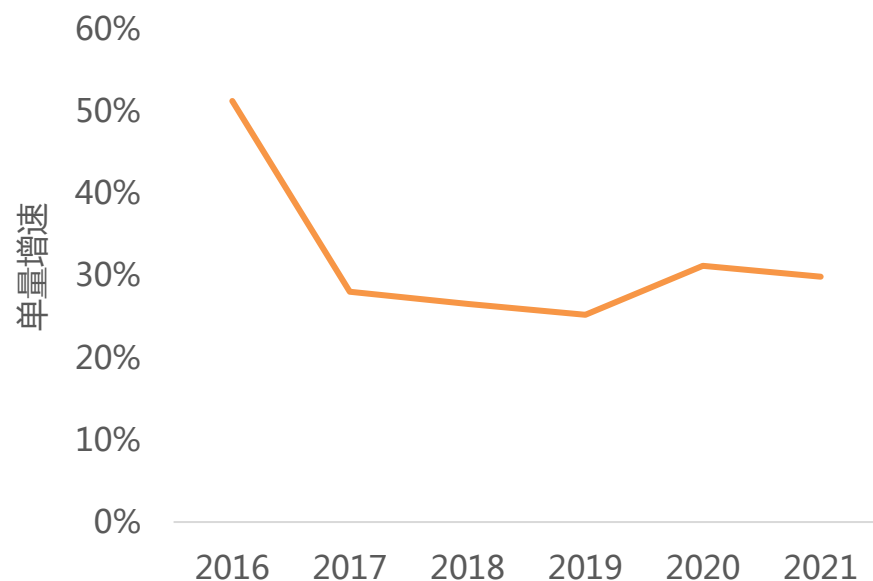
成长逻辑	板块	市场空间	行业集中度	成长速度	盈利能力	目标估值
市场规模增长	快递快运	大	集中	快	中	高
	电子产业物流	中	分散	中	强	中
渗透率提升	跨境物流	大	分散	中	弱	低
	智慧仓储	中	分散	快	中	中
	新能源汽车物流	中	中等	快	中	中
集中度提高	原材料供应链	中	分散	快	中	中
	危化品物流	小	中等	快	强	高

2.2 快递快运：成长逻辑 VS 竞争逻辑

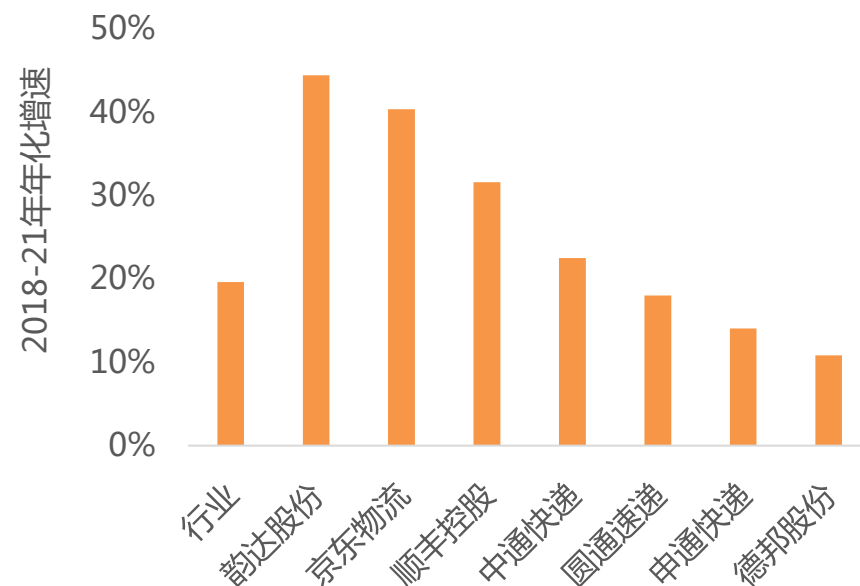
成长逻辑

- 电商渗透率提升带动快递需求，快递单量持续高增长。
- 上市快递公司的市场份额提升，收入较快增长。

■ 快递单量持续较快增长，呈现成长特征



■ 国内主要快递公司的收入也呈现较快增长

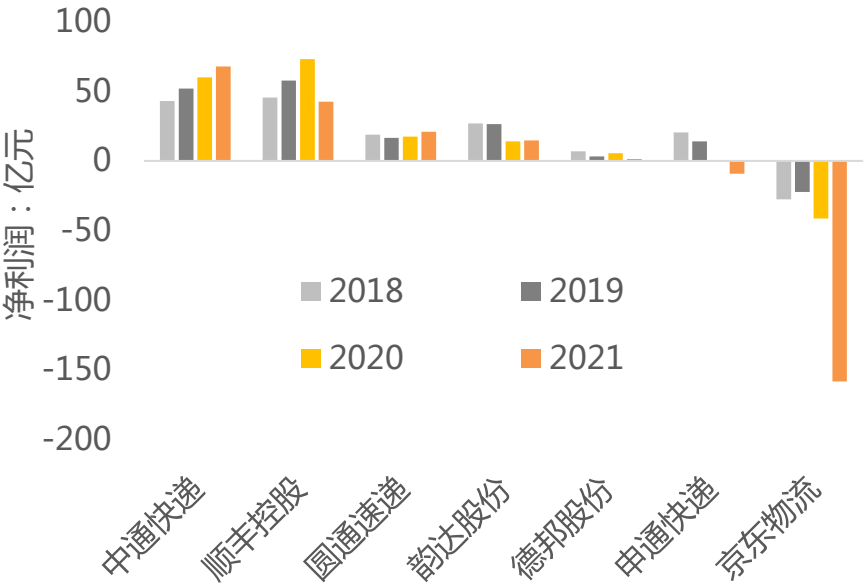


2.2 快递快运：成长逻辑 VS 竞争逻辑

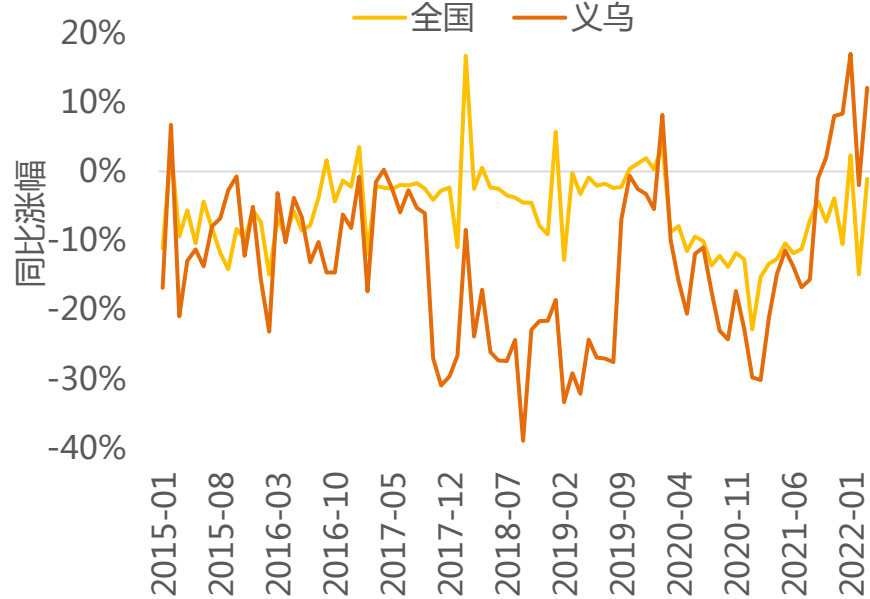
竞争逻辑

- 但是快递公司的净利润并未随收入增长，呈现出波动。
- 核心原因是竞争导致快递价格呈下降趋势，影响利润率。
- 好在2021年开始行业监管推动价格回升，未来价格变化取决于产能投放、竞争策略等。

■ 2018-21年主要快递公司的净利润并没有大幅增长



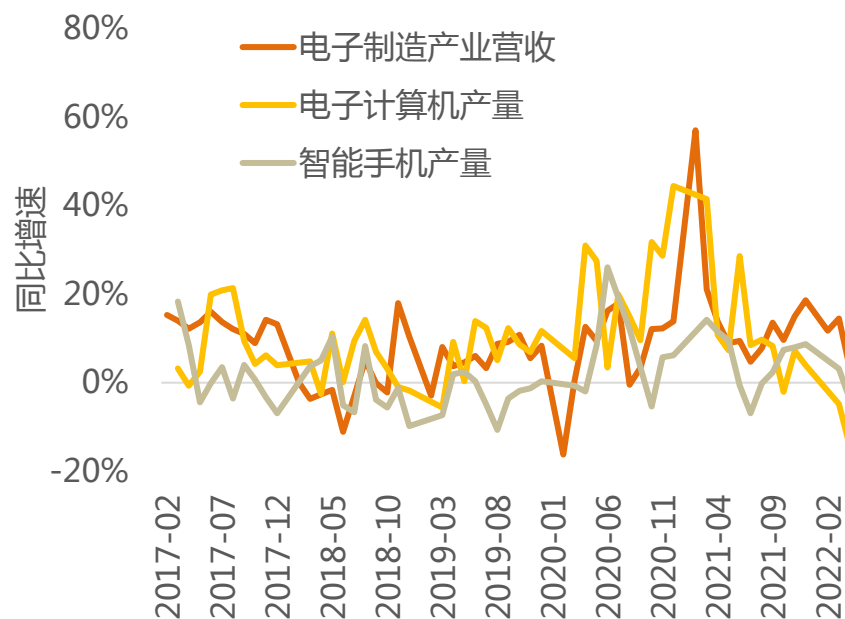
■ 快递价格呈下跌趋势，2021年底开始回升



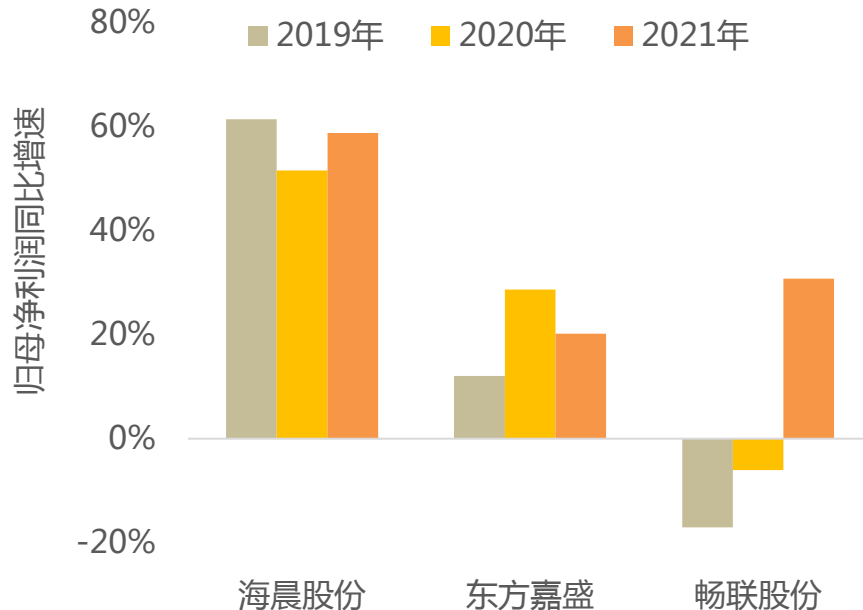
2.3 电子产业物流：跟随客户成长

- 计算机、通信等电子设备制造较快增长，未来有望持续增长。
- 疫情爆发后，居家办公促进电子制造产业阶段性加快增长，相关公司业绩也加快增长。
- 电子产业物流公司提供定制化服务，与客户绑定较深，随着客户成长。

■ 疫情爆发以来，电子制造产业阶段性加速增长



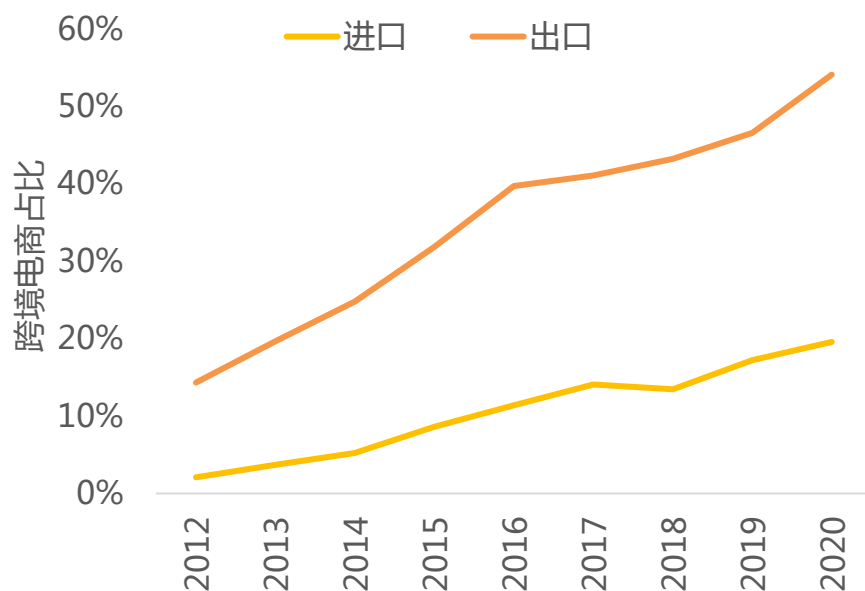
■ 电子制造产业物流代表性上市公司业绩加速增长



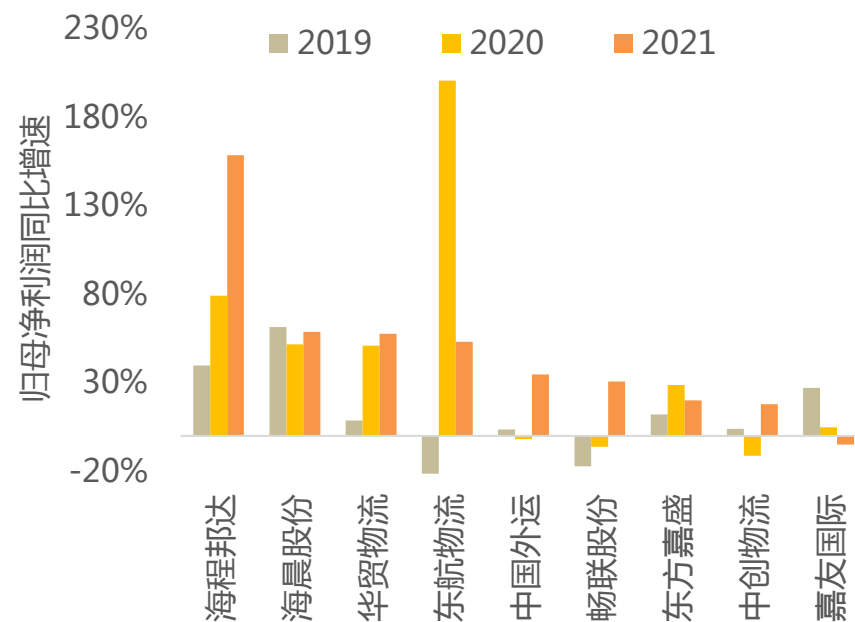
2.4 跨境物流：随中国品牌走出去

- 中国品牌走出去，跨境电商的渗透率提升，在进出口中的份额快速上升。
- 长期看，跨境物流上市公司的净利润有望持续增长。
- 短期看，集运运价上涨，助推跨境电商物流公司业绩增长。

■ 跨境电商在进出口中的占比快速提升



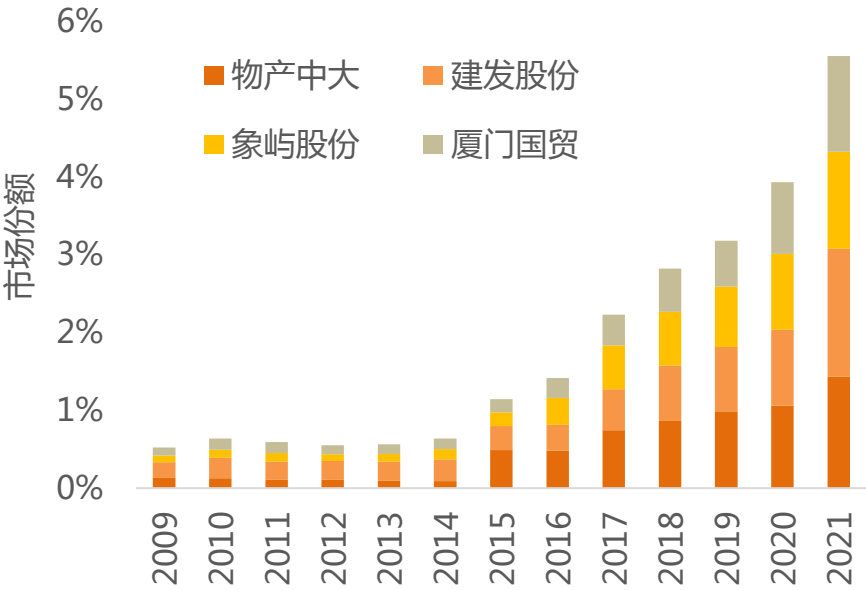
■ 跨境物流上市公司的盈利加快增长



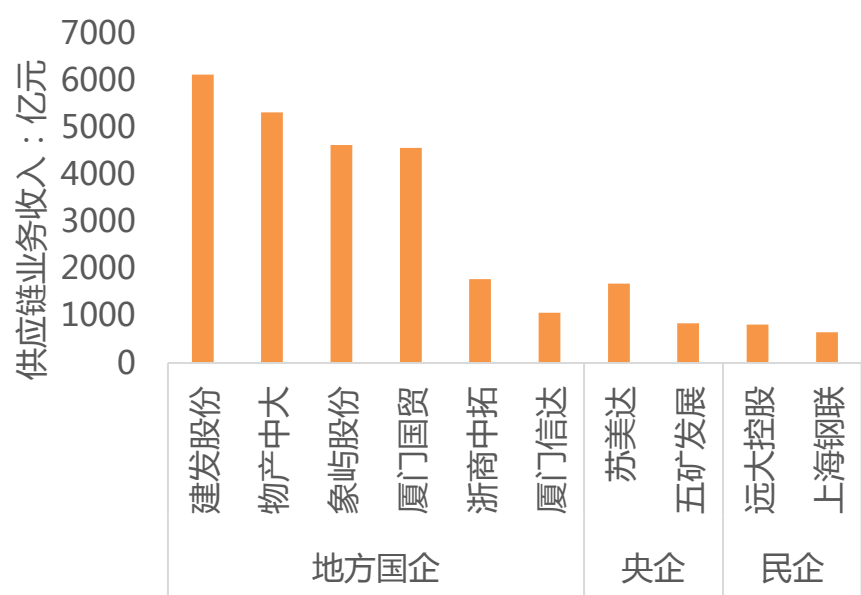
2.5 原材料供应链：规模效应，集中度提升

- 头部公司批量采购、融资成本、周转效率、风控水平等优势明显，市场份额持续提升。
- 原材料供应链行业已经形成建发股份、厦门象屿、厦门国贸、物产中大等头部公司明显领先的竞争格局。

■ 四家头部大宗供应链企业的市场份额持续提升



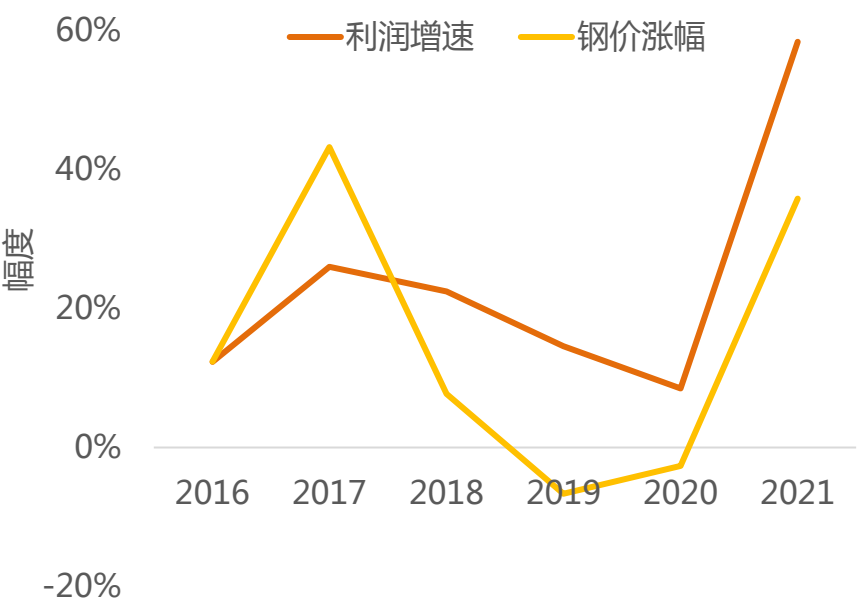
■ 2021年头部大宗供应链企业的规模优势明显



2.5 原材料供应链：盈利随商品价格波动

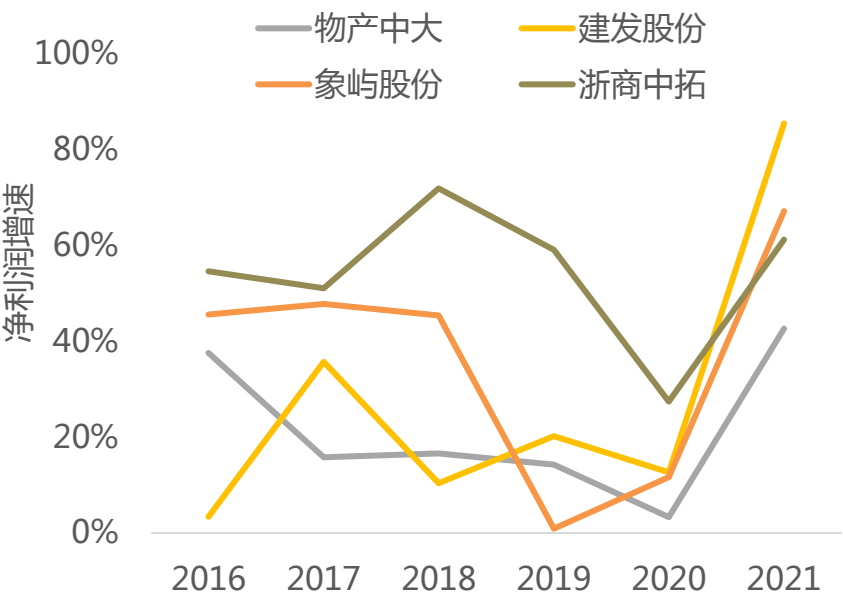
- 大宗供应链企业把货值计入营业收入，商品涨价推动营业收入增长。
- 收取服务费的模式下，利润率保持稳定，所以盈利随收入增长。
- 历史上看，大宗商品涨价阶段盈利加速增长，跌价阶段增速放缓。

■ 大宗商品涨价，头部大宗供应链企业净利润加快增长



注：头部企业包括建发股份，厦门象屿，厦门国贸，物产中大，浙商中拓。

■ 2016年以来，头部大宗供应链公司盈利快速增长

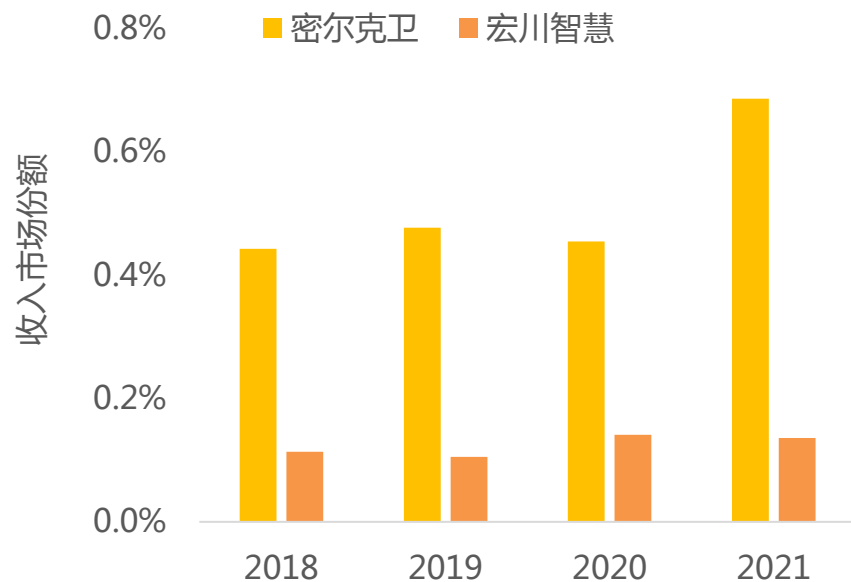


注：浙商中拓2019年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的0.9亿元。

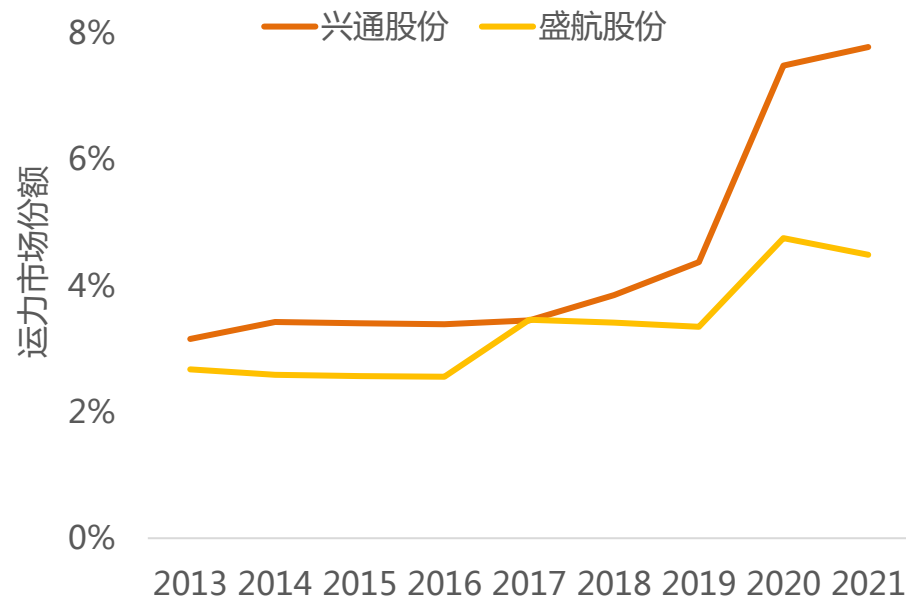
2.6 内贸危化品物流：安全监管加强，集中度提升

- 危化品物流运输的是易燃易爆、有毒有害商品，需要严格监管。
- 严格监管导致行业供给偏紧，行业景气度高、盈利能力强。
- 安全监管加强导致行业整合，头部公司的市场份额提升。

■ 密尔克卫和宏川智慧的收入市场份额上升



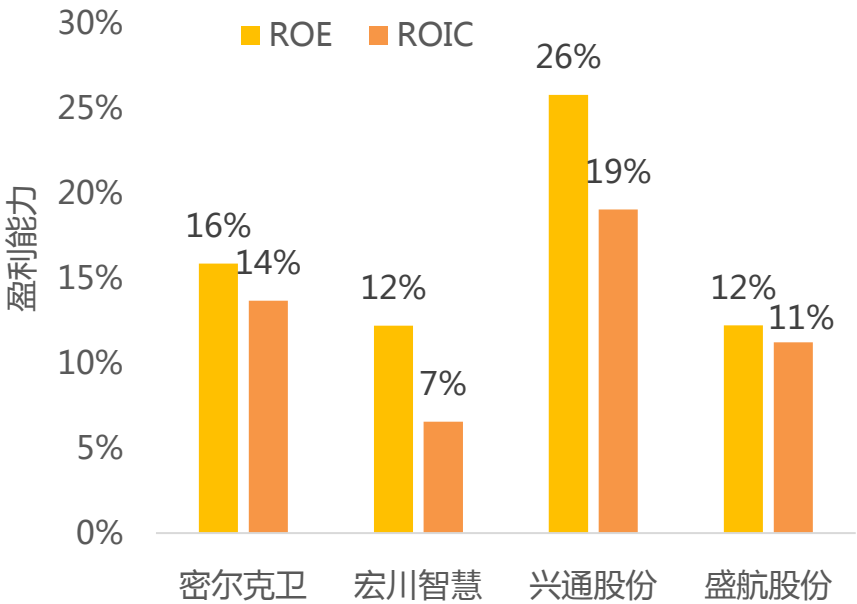
■ 兴通股份和盛航股份的运力份额持续提升



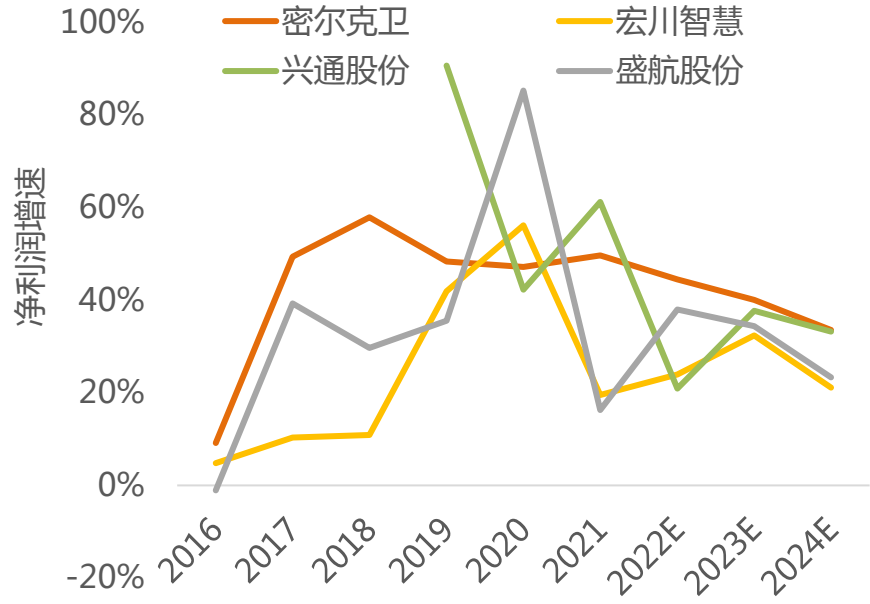
2.6 内贸危化品物流：龙头提份额、高增长

- 危化品物流头部公司的盈利能力较强，ROE在10%以上。
- 头部公司继续扩张产能、提升份额，有望带动盈利继续高增长。

■ 2021年危化品物流头部公司的盈利能力较强



■ 危化品物流头部公司的净利润有望快速增长

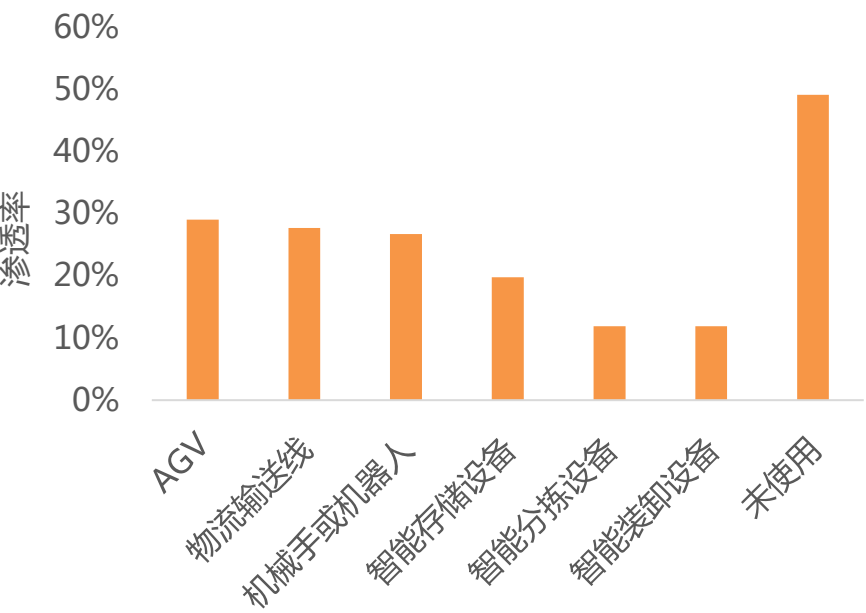


注：盈利预测采用Wind一致预期。

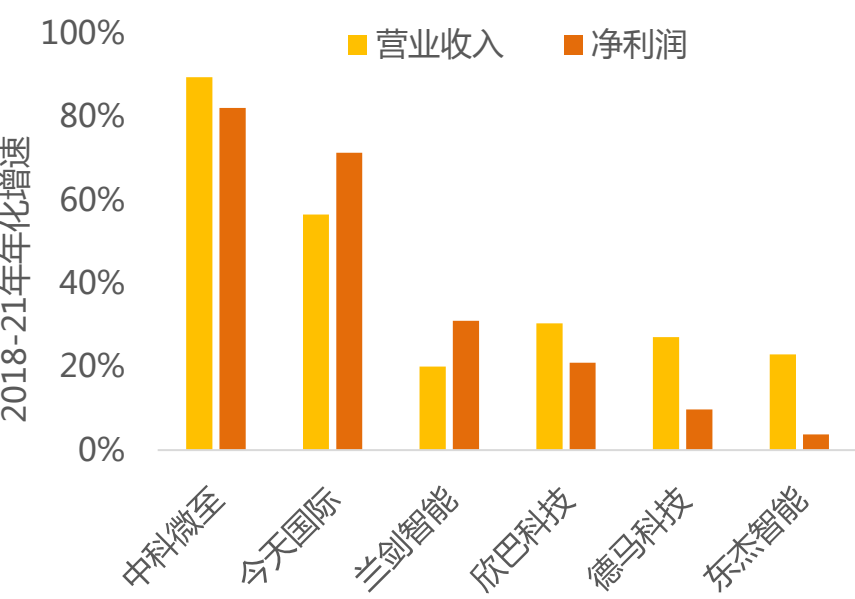
2.7 智能仓储：仓库智能化浪潮

- 制造业自动化、智能化升级，智能仓储设备渗透率提升。
- 头部公司竞争力强，2018-21年智能仓储设备行业头部公司呈现高增长。

■ 智能设备在仓储物流行业渗透率还较低



■ 智能仓储设备行业头部公司呈现高增长



2.8 物流成长新星

● 成长新星：筛选成长逻辑清晰，增长速度较快，估值水平较低，市场预期不足的公司

■ 物流成长新星的成长逻辑和预期增速

代码	公司	逻辑	看点	市值：亿元 20220729	2022年 PE	2021-24年 预期净利润 年化增速	PEG
300873.SZ	海晨股份	市场规模增长	电子产业链物流	52	15.2	20%	0.76
002889.SZ	东方嘉盛			32	11.5	19%	0.60
605050.SH	福然德	渗透率提升	开拓新能源汽车供应链	81	20.0	23%	0.88
603128.SH	华贸物流		跨境电商的配套物流服务	120	11.1	23%	0.48
603871.SH	嘉友国际		海外矿产开发的配套物流	95	18.9	32%	0.60
688557.SH	兰剑智能		智能仓储设施和集成方案	25	19.8	42%	0.47
000906.SZ	浙商中拓	集中度提升	原材料供应链，份额提升	81	7.2	33%	0.22
600057.SH	厦门象屿			188	7.2	19%	0.38
001205.SZ	盛航股份		沿海危化品航运，份额提升	38	21.1	32%	0.66
603209.SH	兴通股份			58	24.1	30%	0.79
603713.SH	密尔克卫		危化品仓储，份额提升	242	38.7	39%	0.99
002930.SZ	宏川智慧			102	30.1	26%	1.17

注：采用2022-24年Wind一致预期归母净利润计算。

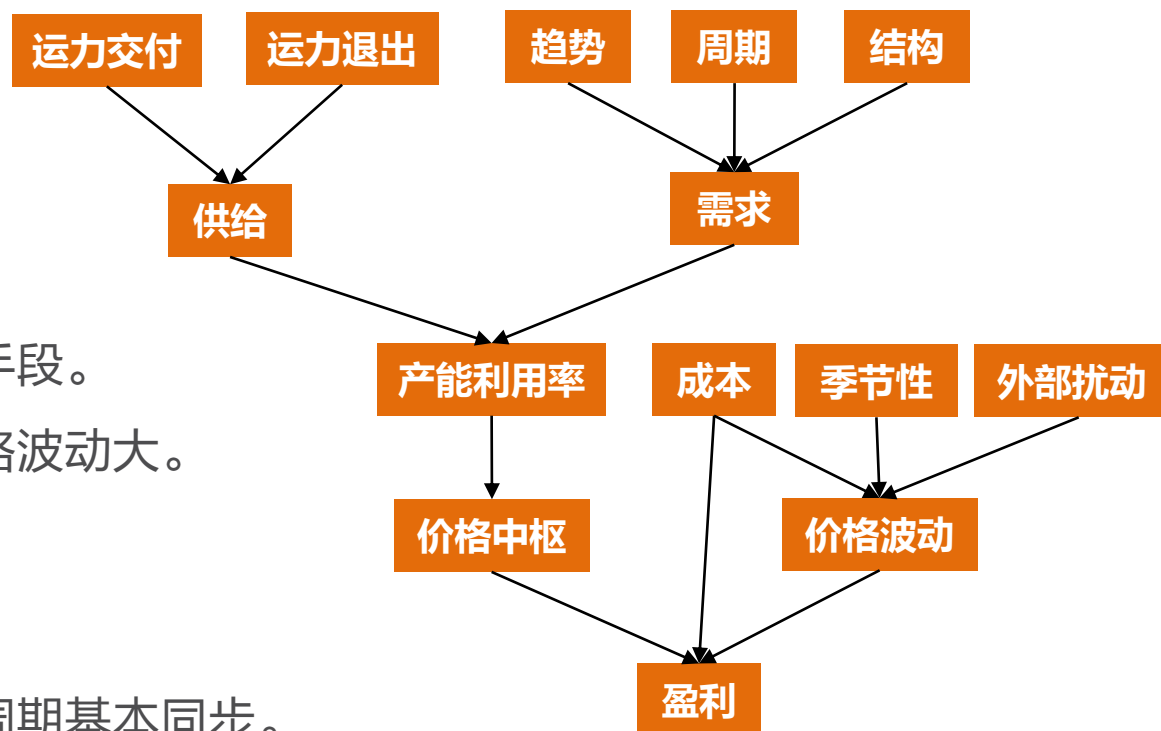
3.1 周期：分析框架

周期来源

- 需求随宏观经济增速大幅波动。
- 产品同质化，价格竞争是主要手段。
- 市场化定价，边际成本低，价格波动大。

周期特征

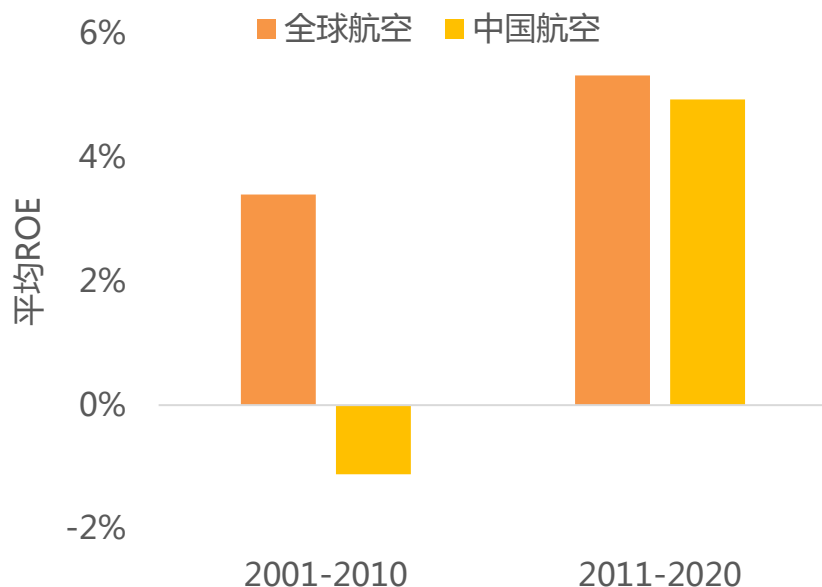
- 航空和航运周期，与宏观经济周期基本同步。
- 价格和成本大幅波动，导致行业盈利大幅波动。
- 产能利用率决定价格中枢，短期扰动决定价格波动。



3.2 航空：盈利水平低、波动大

- 航空业长期平均ROE低，不适合长期价值投资。
- 航空业的盈利波动性大、周期性强，适合周期投资。
- 周期投资的研究核心在于景气变化，从供需分析周期趋势。

■ 航空业的长期平均ROE偏低



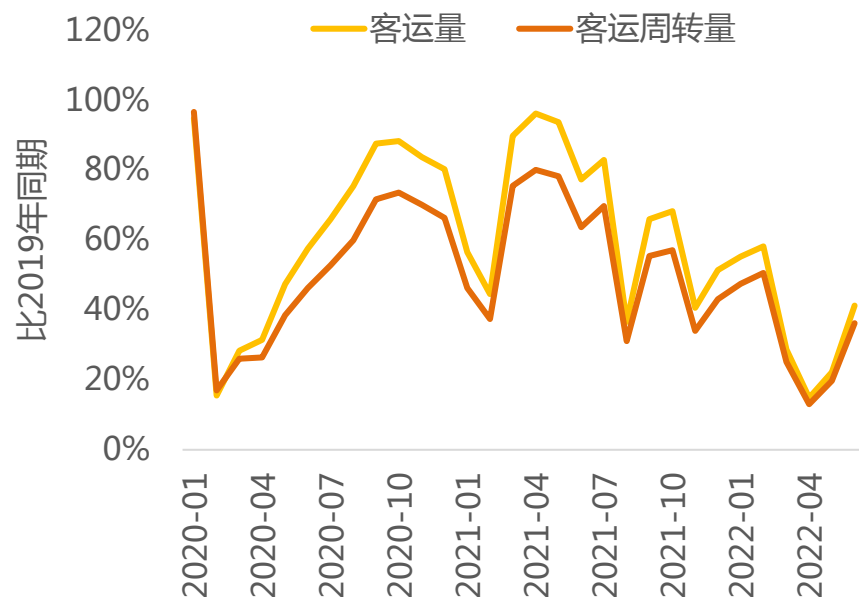
■ 中国航空业盈利周期性强



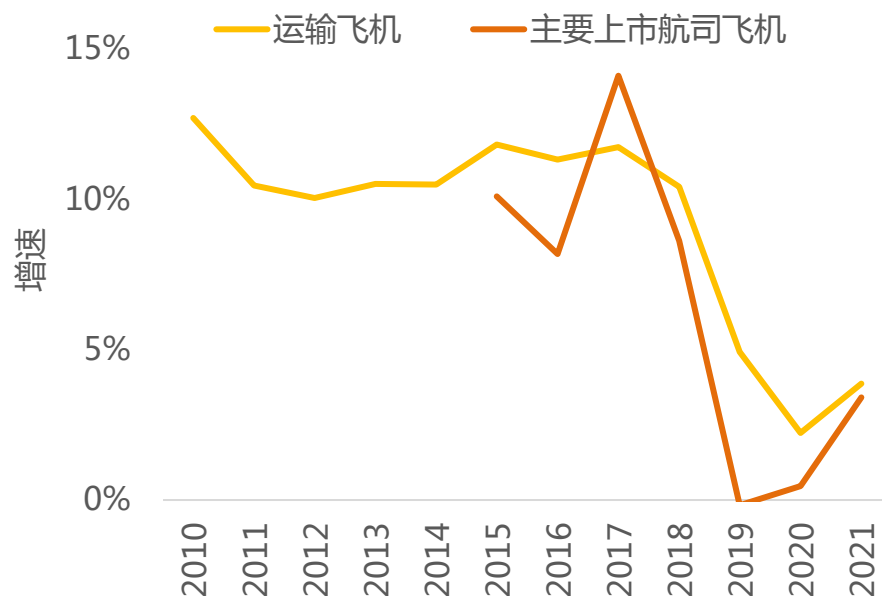
3.2 航空：疫情导致需求下滑，供给低增长

- 疫情冲击航空供需：需求大幅下滑，供给增速放缓。
- 航空业处于周期低谷，2022年上半年民航业亏损1089亿。

■ 新冠疫情爆发后，中国航空运量远低于疫情前



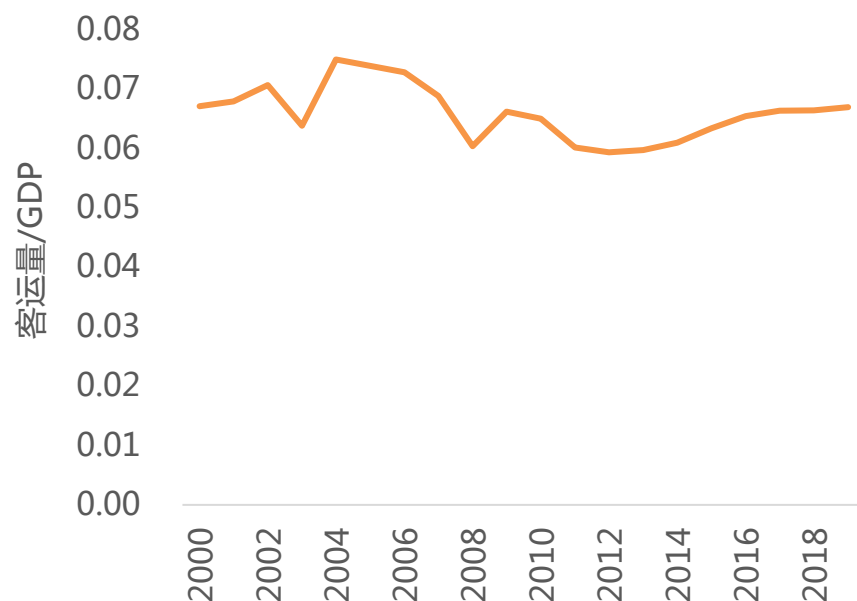
■ 2019年开始，中国飞机数量增速大幅放缓



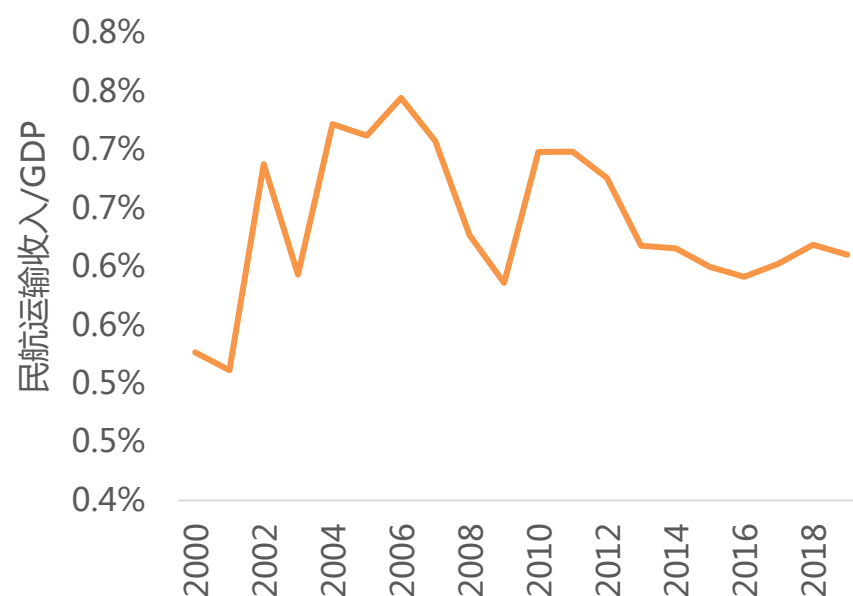
3.2 航空：潜在需求随GDP增长

- 经济发展带动公商务航空需求增长，居民收入提高带动因私航空需求增长。
- 航空客运量和航空收入与GDP的比值趋于稳定。

■ 中国的民航客运量/GDP趋于稳定，在0.066上下波动

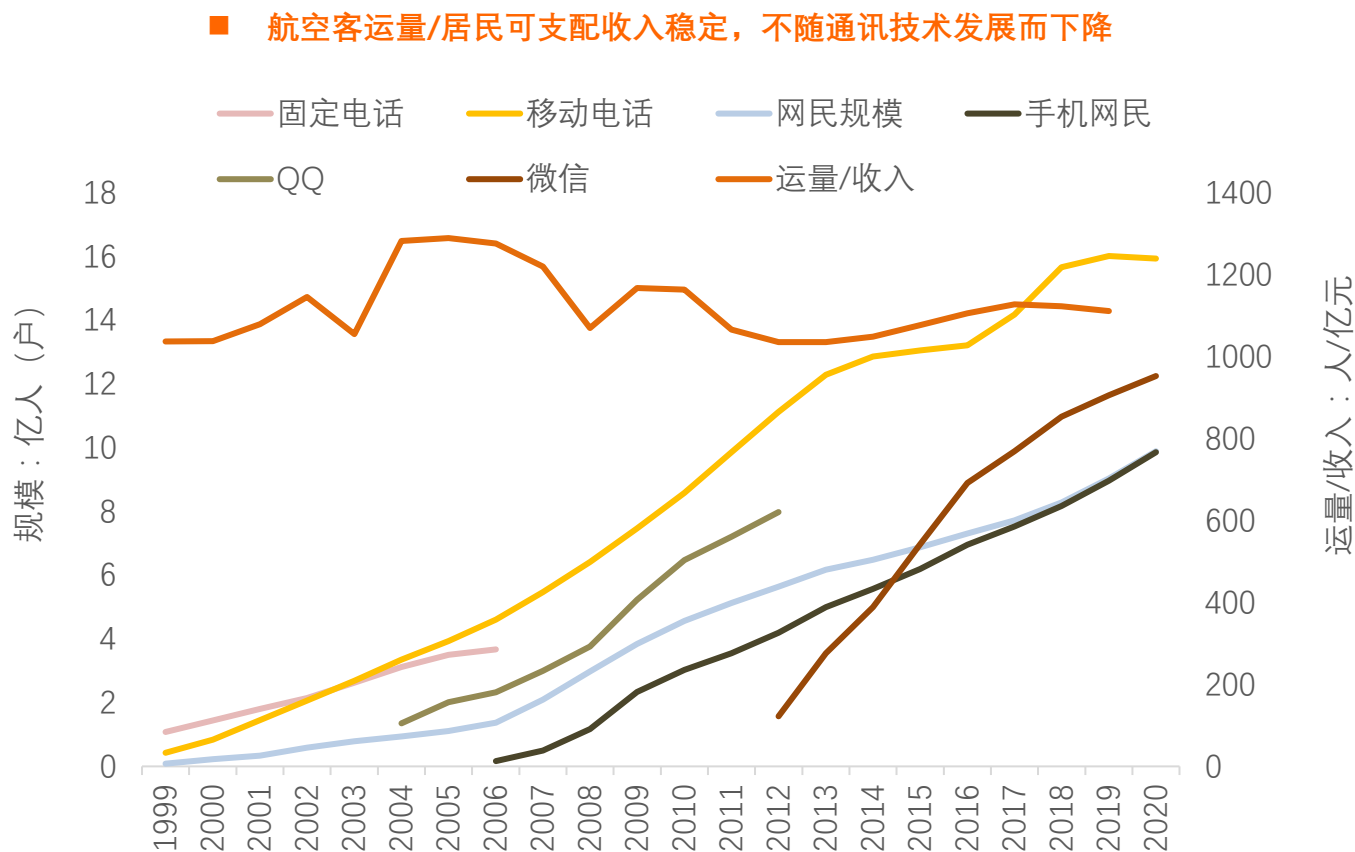


■ 中国航空行业收入/GDP趋于稳定，在0.6%上下波动



3.2 航空：电子通讯对航空需求影响小

- 通讯技术不断发展，但是航空客运量/居民可支配收入稳定。
- 我们认为疫情促使线上交流增加，但是未必影响航空需求。



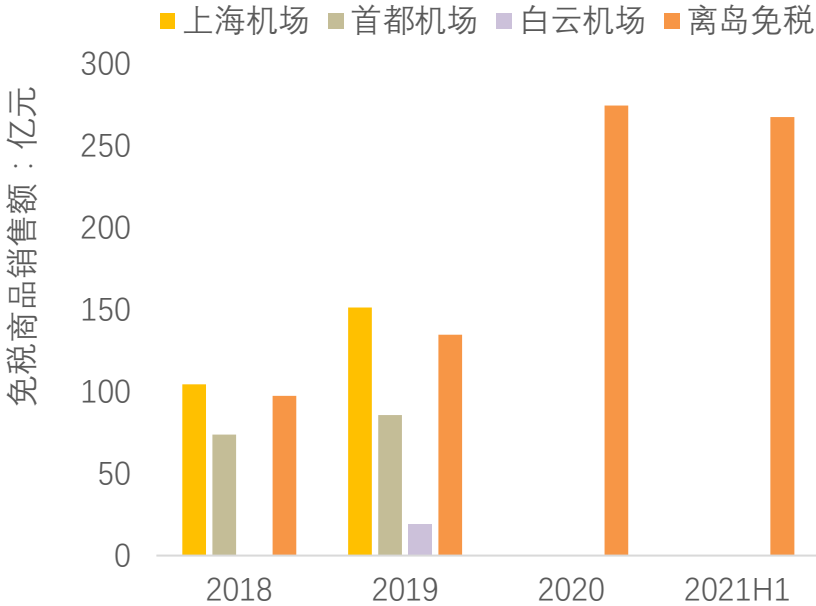
3.3 机场：免税议价能力下降

- 机场盈利依赖国际线，国际线旅客量恢复需要更长时间。
- 主要上市机场的大额扩建和新建投资，影响航空性业务盈利。
- 机场渠道免税销售的占比和议价能力下降，影响非航业务盈利。

■ 主要上市机场的扩建和新建工程比较庞大

机场	扩建和新建工程概况
浦东机场	四期扩建工程：新建119万m ² 的T3航站楼，设计保障能力5000万人次，建设航空超级货站，完善配套功能。
白云机场	三期扩建工程：新建42.2万m ² 的T3航站楼，14.4万m ² 的T2航站楼东四和西四指廊，西二、东三跑道，以及24.2万m ² 的综合交通中心和停车楼。
深圳机场	新一期扩建工程：卫星厅、三跑道、T4航站楼等项目。卫星厅总建筑面积23万m ² ，设计年旅客吞吐量2200万人次。三跑道扩建项目总投资达123.3亿元。T4航站楼总建筑面积40万m ² ，年旅客吞吐能力3100万人次
美兰机场	二期扩建工程项目：总投资178亿元，新建4F飞行区，一条长3600米的跑道
厦门机场	厦门新机场：项目投资147亿元，新建2条跑道、55万m ² 航站楼、196个机位的站坪，近期设计年旅客吞吐量4500万人次、货邮吞吐量75万吨

■ 离岛免税销售额已经高于主要机场



注：2020-21H1未列示机场免税销售额数据

3.4 航运：从总运力，到周转率

传统供需分析失效

- 新冠疫情以来，集运、干散货航运、油运运价都一度大幅上涨。
- 但是总运力和运量变动幅度都较小，无法解释运价波动。

运力周转率成为关键

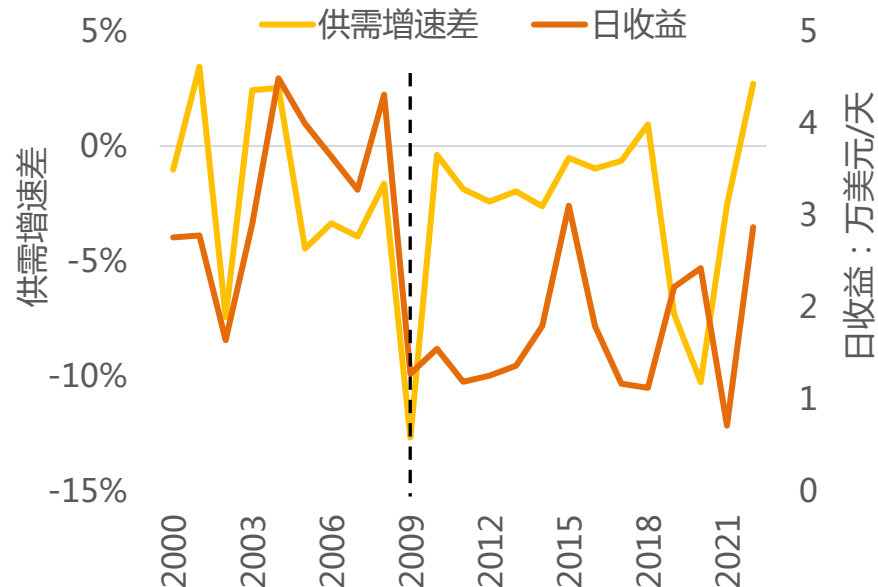
- 港口拥堵导致运力周转效率下降，推动集运和干散货航运运价上涨。
- 储油和石油套利贸易，占用油轮运力，推动油运运价大幅波动。

3.4 油运：运价随供需周期波动

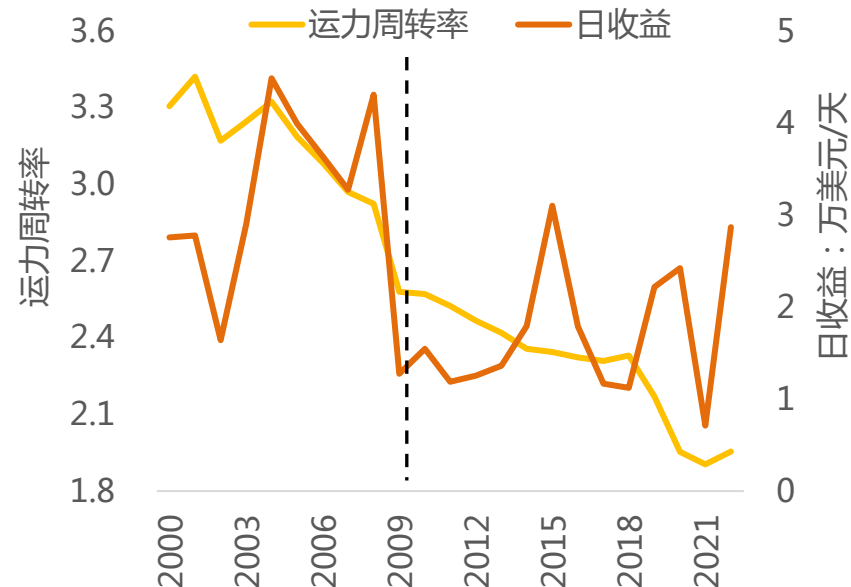
传统框架

- 供需失衡导致运价波动，2000-2009年油轮日收益（运价）取决于供需增速差。
- 产能利用率（运力周转率）决定日收益中枢，2000-2009年两者同向波动。

■ 2000-2009年，油轮日收益与供需增速差相关



■ 2000-2009年，油轮日收益与运力周转率相关

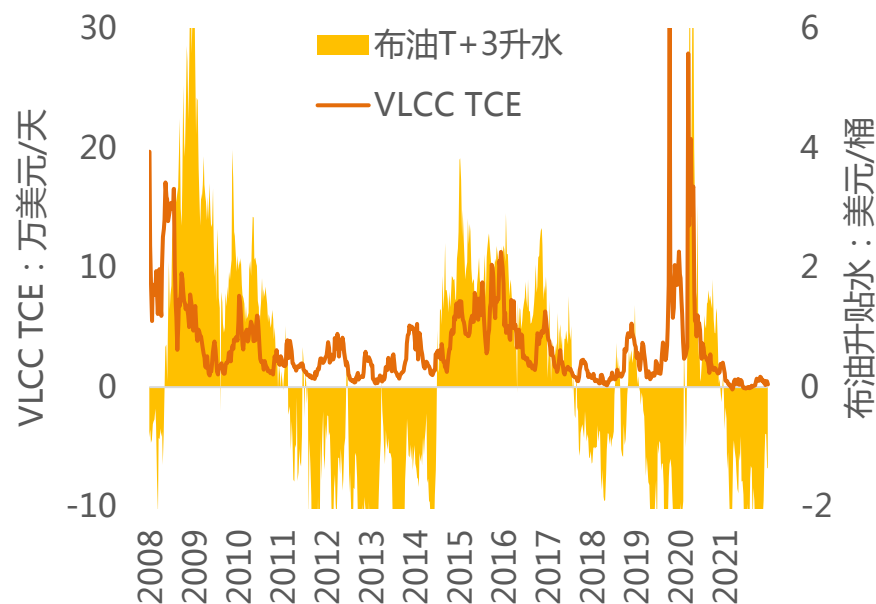


3.4 油运：石油套利贸易扰动运价

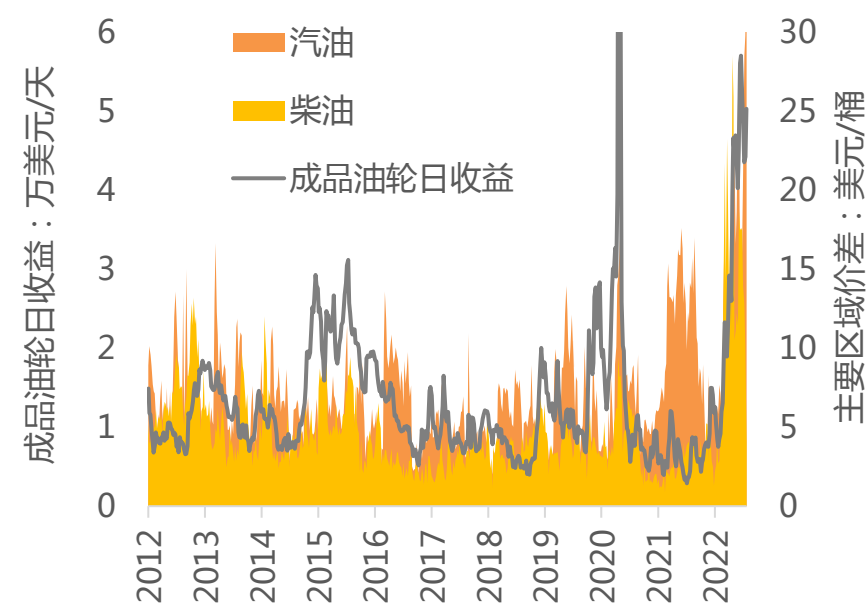
新型框架

- 套利储油：油价升水引发套利储油，占用运力，运价取决于油价升水幅度。
- 套利贸易：各地成品油价差扩大引发套利贸易，运价取决于各地成品油价差。
- 套利加工：石油裂解价差扩大导致加工量增加，运价取决于裂解价差。

■ 远期油价升水引发套利储油，带动运价上涨



■ 各区域成品油价差扩大引发套利贸易，带动运价上涨

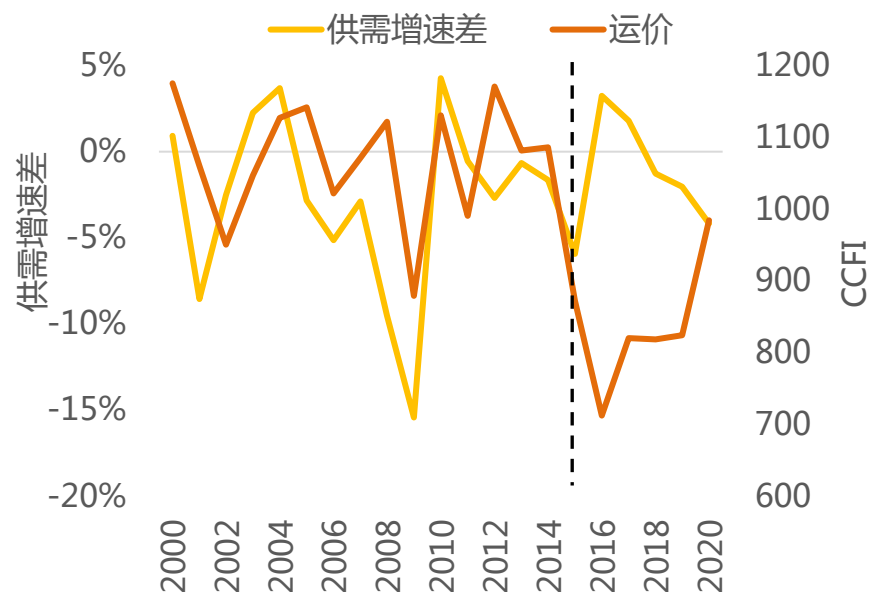


3.4 集运：运价随供需周期波动

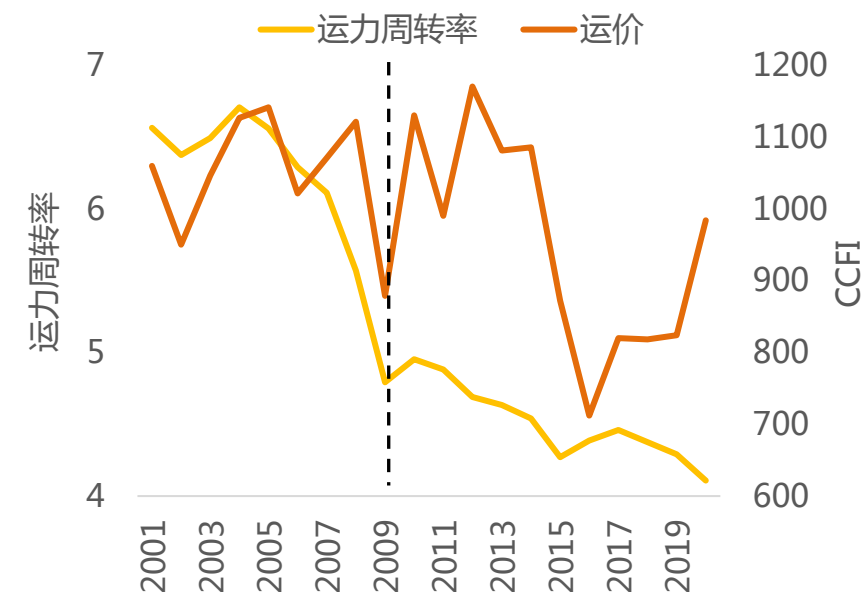
传统框架

- 供需失衡导致运价波动，2000-2015年集运运价取决于供需增速差。
- 产能利用率（运力周转率）决定运价中枢，2000-2009年两者同向波动。

■ 2000-2015年，集运运价与供需增速差相关



■ 2000-2009年，集运运价与运力周转率相关

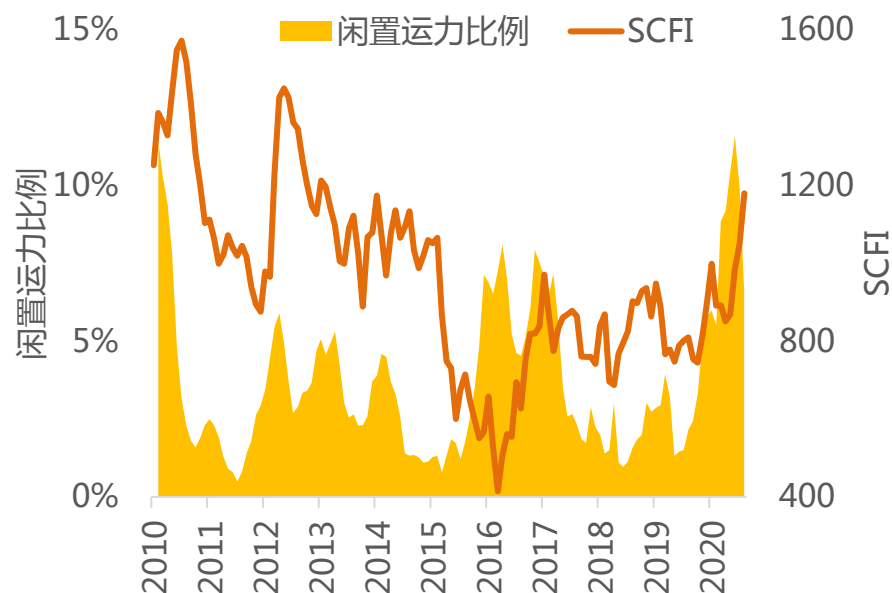


3.4 集运：疫后运力周转率影响大

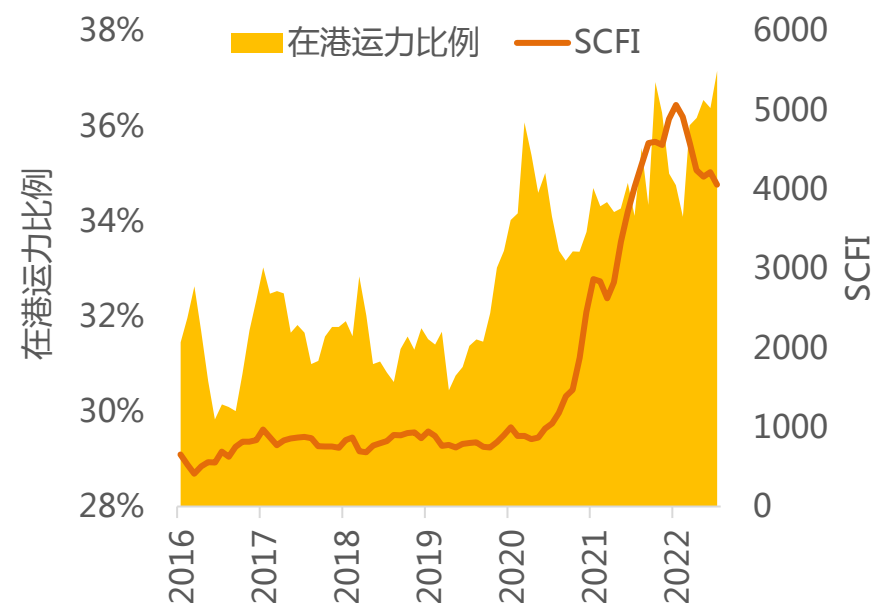
新型框架

- 闲置运力：船公司在运价低迷时主动闲置运力，阻止运价下跌。
- 港口拥堵：港口拥堵抑制船舶运力周转效率，促使运价上涨。

■ 2010-2019年闲置运力比例和运价相关



■ 港口拥堵抑制运力供给，导致运价大幅上涨



4.1 价值：分析框架

主要板块：高速公路，铁路，港口，机场，仓储

核心逻辑：长期看股息，短期看主题。

盈利稳定：

- 主业运量稳定、费率稳定，导致盈利和现金流稳定。
- 行业缺乏竞争导致市场化能力弱，非主业再投资的成功概率偏低。
- 再投资于热门行业，可能引发市场预期和股价短期波动。

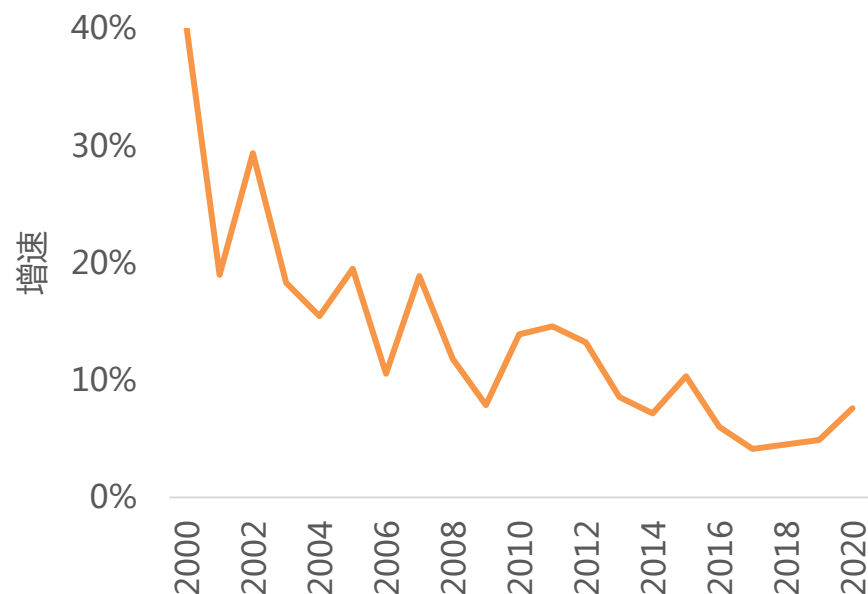
估值稳定：

- 业务增长需要重资本开支，资产ROE决定合理PB水平。
- 留存收益再投资回报率低，中小股东主要是分红权，股息率决定合理PE水平。

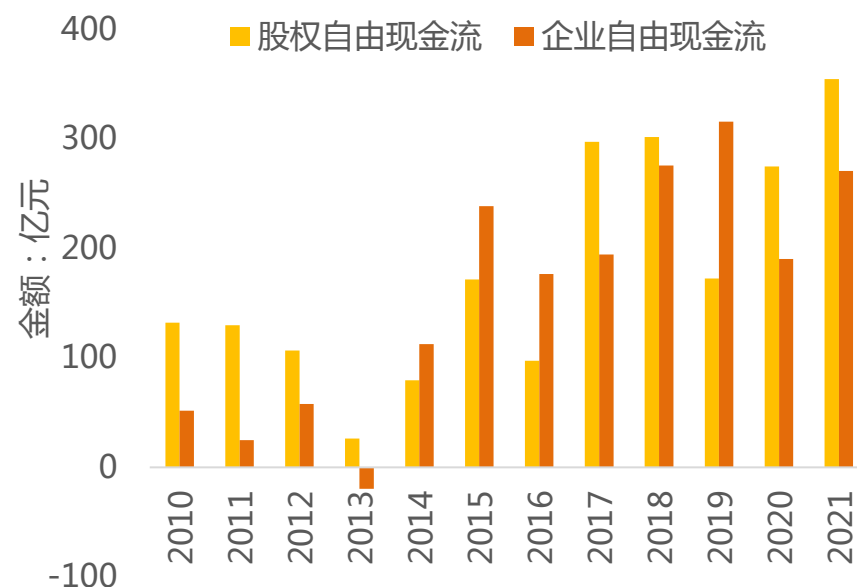
4.2 高速公路：业务拓展与投资

- 收费公路：总量低增长，通过改扩建和收购来增加收费资产。
- 相关业务：新能源汽车增加，服务区充电和零售业务有望明显增长。
- 投资业务：未来可能投资风电制造、储能、光伏、环保等新兴行业。

■ 高速公路里程进入低增长阶段



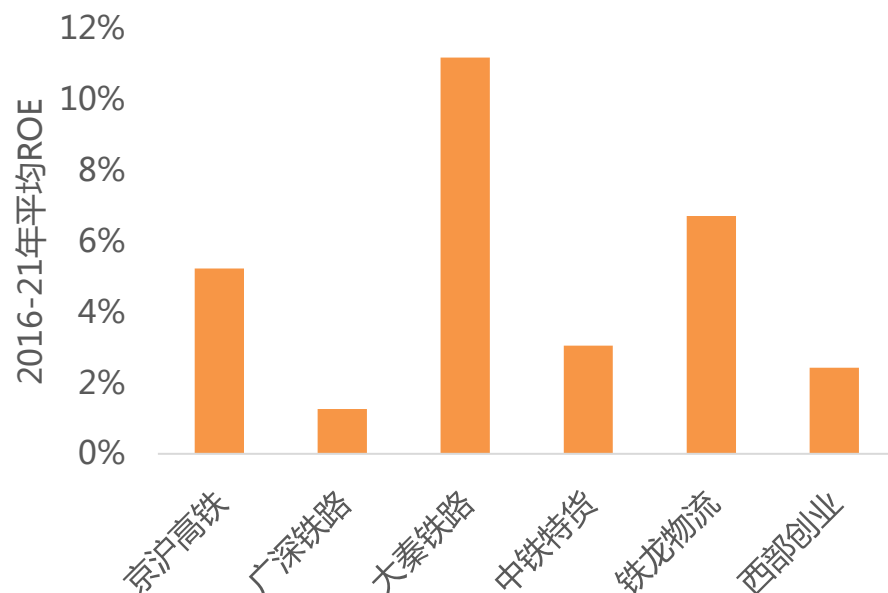
■ 高速公路板块的自由现金流充足



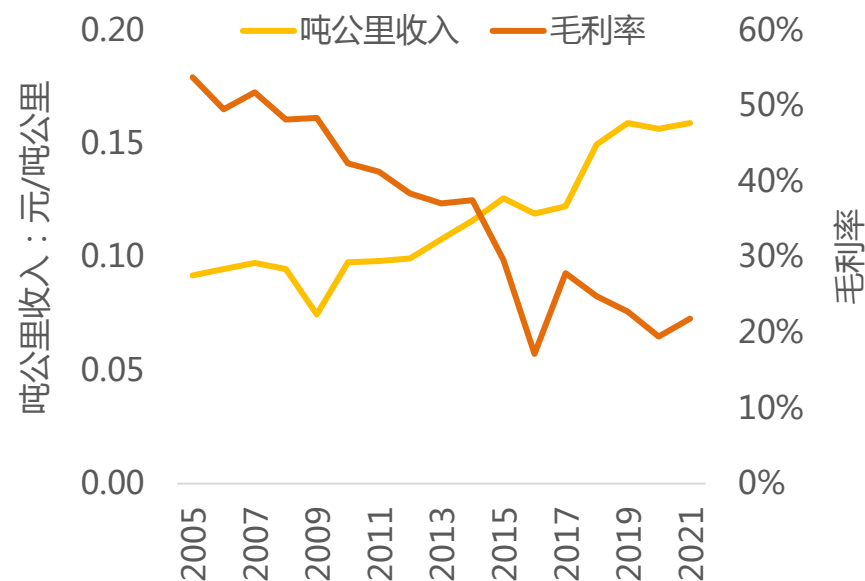
4.3 铁路：市场化改革

- 客运：公益性和盈利性的平衡。
- 货运：盘活资产、市场化定价，提升盈利能力。

■ 2016-21年铁路上市公司的平均ROE偏低



■ 大秦铁路的运价上升，而毛利率下降



4.4 港口：区域整合

- 沿海各省开展港口整合，有望提高资产运营效率、缓和价格竞争。
- 河北省秦皇岛港、唐山港、黄骅港等腹地交叉、货源重合度高，整合潜力大。

■ 河北省港口整合主要进展

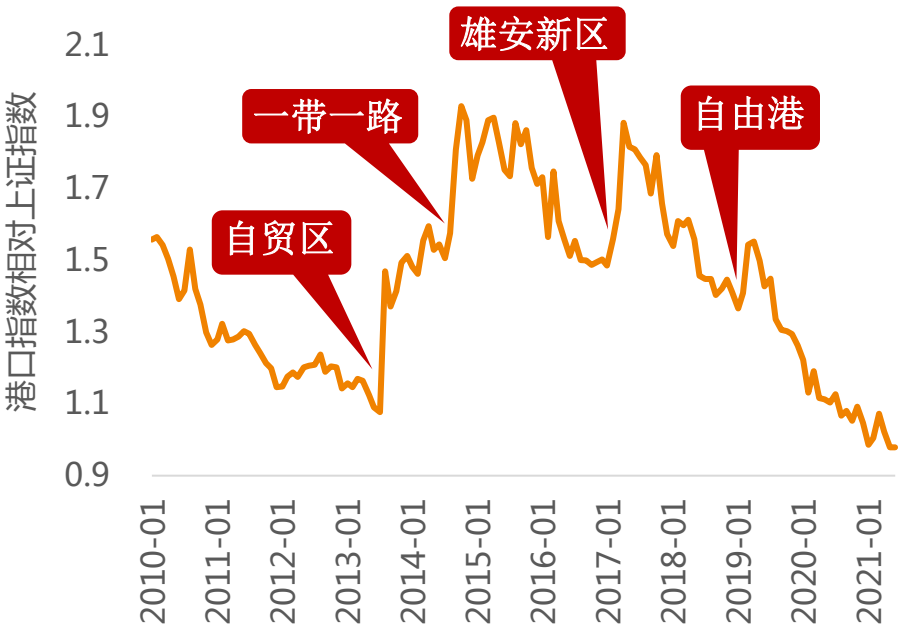
时间	事件
2009年7月	成立河北港口集团，以秦港股份为主体，集港口建设、开发，国有资产运营、管理及投融资于一身
2017年7月	《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020年）》主要任务：优化津冀港口布局和功能分工，加快港口资源整合
2018年12月	《唐山市港口资源整合重组实施方案》，计划分两阶段将唐山港口实业集团和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司
2019年10月	成立唐山港口集团有限责任公司，拟整合唐山港京唐港区、曹妃甸港区
2021年2月	《天津十四五规划和2035年远景目标纲要》：加强与环渤海港口的协同联动，组建环渤海港口联盟，打造具有国际竞争力的东北亚世界级港口群
2021年4月	河北港口集团与天津港集团签署《世界一流津冀港口全面战略合作框架协议》，目标是构建世界一流津冀港口群
2022年7月	拟将唐山市国资委持有的唐山港口实业集团有限公司100%股权无偿划转至河北港口集团有限公司

4.4 港口：主题投资，春暖花开

港口主题：区域经济、国际贸易、对外开放等政策催化，3月份政策密集。

受益标的：地域性、无机构、自由流通市值小、股价低、路径依赖。

2010-20年港口板块四次主题投资机会



区域经济政策往往带来港口主题投资机会

时间	主题	代表公司
2013年8月	自贸区	上港集团，珠海港，天津港
2014年3月	京津冀一体化	唐山港
2014年9月	中日韩自贸区	营口港，连云港，天津港
2015年3月	一带一路	宁波港，连云港
2017年3月	雄安新区	唐山港，天津港
2017年3月	粤港澳大湾区	珠海港，盐田港
2019年3月	自由港	连云港，上港集团
2020年7月	粤港澳大湾区	盐田港，东莞控股

4.5 估值：股息率

- 中小股东对上市公司留存收益缺乏处置权，分红是实际能获得的回报。
- 部分交通基础设施公司分红比例较高、股息率超过7%，具备投资价值。

部分交通基础设施公司的股息率已经具有吸引力

证券代码	证券简称	股价：元 20220729	2022年Wind 一致预期EPS：元	2021年 分红比例	2021年 股息率	2022年 预期股息率	分红承诺
601000.SH	唐山港	2.61	0.35	99%	13.4%	13.4%	分红比例≥30%
600012.SH	皖通高速	6.91	1.03	60%	8.0%	9.0%	分红比例≥60%
601006.SH	大秦铁路	6.05	0.86	59%	7.9%	7.9%	股息≥0.48元/股
000429.SZ	粤高速A	7.64	0.78	70%	7.4%	7.2%	分红比例≥70%
600350.SH	山东高速	5.24	0.72	63%	7.2%	8.3%	分红比例≥60%
600548.SH	深高速	8.71	1.28	52%	6.6%	7.6%	分红比例≥55%
600377.SH	宁沪高速	8.11	0.82	55%	5.7%	5.6%	无
600033.SH	福建高速	2.91	无预测	50%	5.2%	无预测	分红比例≥30%

注：2022年预期股息率根据分红承诺或者2021年的分红比例或2022年分红比例预期计算。

- 全球经济增速下滑

全球经济下滑导致运输需求增速随之下滑，未来运量增长的高度受影响，产能利用率和价格将偏低，相关运输公司的盈利或将下滑

- 大宗商品价格下跌

大宗商品价格下跌会导致供应链企业营收收入下降，在收取服务费的模式下，利润率保持稳定，所以盈利随收入变化，那么大宗供应链头部公司盈利增速可能下滑

- 疫情超预期反复

如果疫情反复，政府防疫政策趋紧，不利于客货交通运输业务，上市公司业绩或将下滑

- 文中预测具有一定主观性，仅供参考

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

THANKS