

疆煤外运崛起，快递物流反转

——2023年交运物流行业投资策略

行业评级：看好

2022年12月

分析师
邮箱
证书编号

匡培钦
kuangpeiqin@stocke.com.cn
S1230520070003

研究助理
邮箱

冯思齐
fengsiqi@stocke.com.cn

黄安
huangan@stocke.com.cn

1、疆煤外运崛起

- **国内煤炭整体供需格局偏紧。**17-21年我国煤炭开采和洗选业固定资产投资额相较12-16年同比下降25.0%至1.67万亿元，进而影响国内煤炭扩产增速；此外进口煤规模因国际形势因素有所收窄。
- **疆煤增产保供外运大势所趋。**疆煤资源禀赋优良，在品质及开采条件上具备明显优势。《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》规划“十四五”期间新疆新增煤炭产能1.6亿吨/年至4.6亿吨/年，疆煤外运铁路（乌将、将淖红、兰新、临哈等）十四五期间亦有望进行扩能改造，全力保障疆煤外运。
- **广汇物流：收购红淖铁路战略聚焦疆煤外运，价值空间广阔。**公司收购疆煤外运重要资产红淖铁路事项22年10月落地，此外确立“一条铁路、四个物流基地”的战略实施方案，聚焦能源物流主业，量价向好有望迎来价值重估，分部估值测算合理市值约204亿元。

2、快递疫后反转

- **从全链路拆分，快递分需求端、揽运端、派送端三个阶段，我们分析年内疫情对快递的影响主要集中在揽运端及派送端，实物网购需求依然具备韧性。因此快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非原生需求萎缩，随着防疫更加科学精准，快递履约能力有望进一步修复，将带来单量增速回升。**
- **疫后快递量价本三维度向好，有望驱动反转。**行业总量的增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长；产粮区价格洼地修复及监管、龙头及新进者三方面因素，带来年度单价持续回暖；规模效应配合资产替代、资本开支规模收窄推升产能利用率，带来降本增效空间。
- **投资区分赛道：**通达系方面看好价值超跌的韵达股份，关注数字化建设彰显成效的圆通速递；直营制看好综合布局、中长期壁垒深厚的顺丰控股。

3、物流持续成长

- **跨境物流：**22年三季度起跨境空运及海运价格同比及环比有所回落，但华贸物流22Q3归母净利润逆势同比增长30.1%至2.54亿元，服务直客盈利逻辑稳步验证，看好公司中长期品牌出海趋势下全链路物流服务商成长性空间。
- **大宗供应链：**大宗供应链行业市场空间广阔，服务能力强、风控机制好的龙头企业优势明显，看好多维优化、定增赋能的厦门象屿，以及供应链、房地产双主业并行的建发股份。

4、公铁港稳增长

- **公路铁路模式稳定提供稳健分红。**公路成长高股息标的优选山东高速、招商公路，稳健高股息标的关注宁沪高速、粤高速A、深高速。铁路货运方面大秦铁路短期运量受疫情影响已有触底回升，不改中长期稳健股息价值。
- **港口量价稳增趋势确定。**量方面，疫情阶段性影响不改需求韧性，各货种吞吐量现已随疫情影响淡化恢复正增长，预计后续增速恢复正常水平；价方面，随着港口整合、费率市场化推进，装卸费率下限已回升理性水平，且具备上行弹性。量价齐升趋势下核心港口预计优先获益，推荐青岛港、日照港，建议关注上港集团。

风险提示

- 1、新冠疫情反复扰动。
- 2、煤价大幅下跌导致疆煤外运性价比下降。
- 3、网购需求回落影响快递业经营。
- 4、大宗商品价格及跨境空海运价大幅波动。
- 5、高速公路行业政策往不利方向发展。
- 6、铁路货物运输线路事故。

目录

CONTENTS

01 疆煤外运崛起

02 快递疫后反转

03 物流持续增长

04 公铁港稳增长

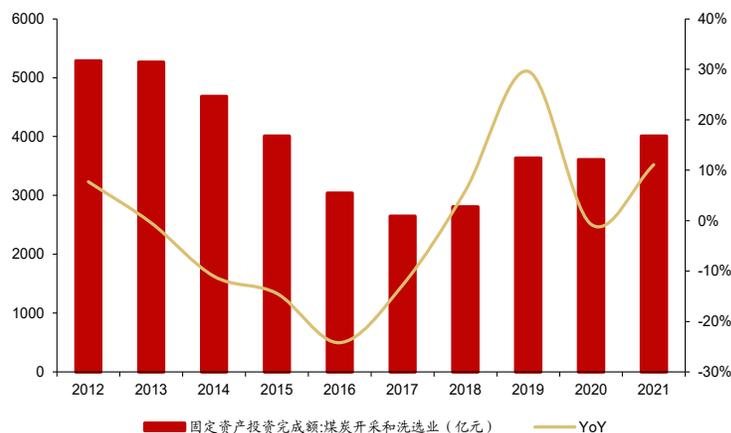
01

疆煤外运崛起

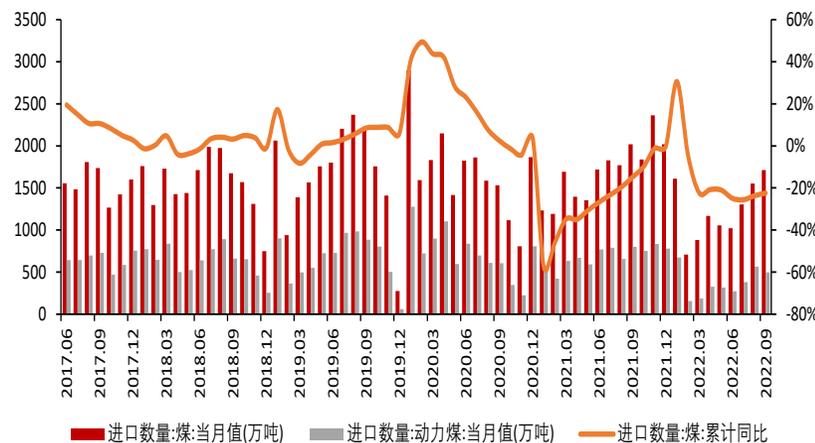
国内产能投放收窄，国外进口量萎缩。

- **近年国内煤炭产能投资放缓。**据国家统计局统计，2017-2021五年间，煤炭开采和洗选业固定资产投资额相较前五年同比下降25.0%至1.67万亿元，进而影响国内煤炭扩产增速。
- **进口煤炭量收窄。**受俄乌冲突影响，俄天然气断供，引发欧洲能源危机，欧洲诸国重启煤电，进而导致全球煤炭供给紧张。据海关总署统计，2022年前10月中国煤炭进口量同比下滑20.8%至1.27亿吨。
- **终端煤价高企。**2022年前三季度秦皇岛港动力煤5500(A18%,0.7%S,Q5500)平仓均价1172元/吨，同比增长37.8%，较2019年同期增长95.6%。

图：2017-2021五年累计煤炭固定资产投资额同比下降25.0%



图：2022年前10月煤炭进口量同比下降20.8%

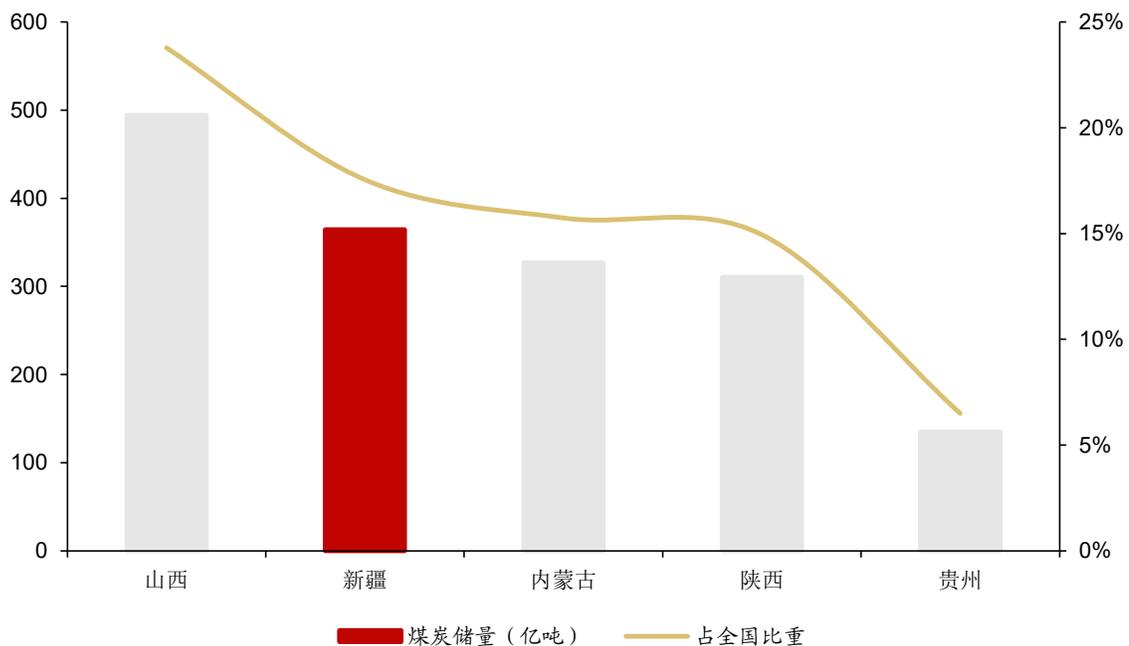


图：下水港终端煤价高企 (元/吨)

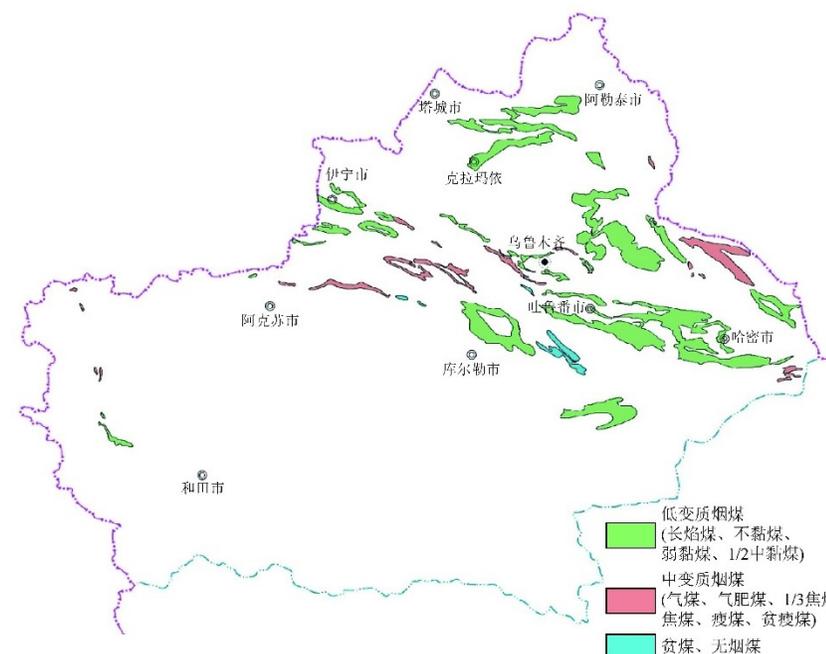


- **新疆已探明煤炭储量丰富。**据自然资源部全国矿石储量报告显示，截至2022年7月，新疆已探明煤炭储备量约364.52亿吨，占全国比重约17.5%，为已探明煤炭资源储备第二丰富的省份。
- **疆内煤炭分布集中。**新疆煤炭资源分布集中,主要分布在准噶尔、吐哈和伊犁3大盆地,其中资源量大、开发条件好的准东、淮南、吐哈、伊犁、和什托洛盖和库拜煤田，占全疆煤炭资源总量的95%以上。

图：截至2022年7月，新疆已探明煤炭储备量排全国第二



图：新疆煤炭主要聚集在3大盆地的5大煤田中

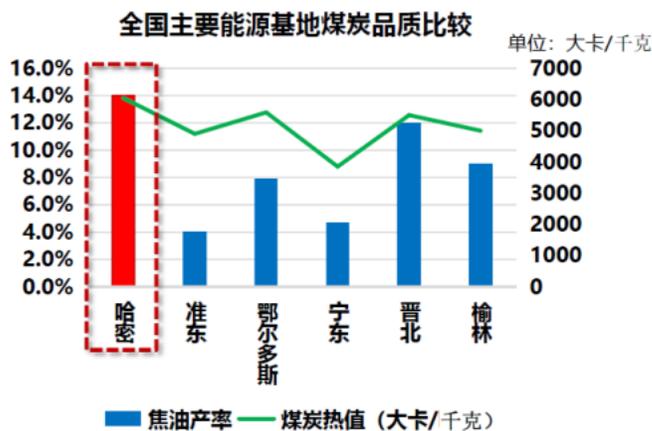


- **疆煤燃烧更具环保性。**以哈密煤为代表，疆煤具有低灰、低硫、高热值特征，相较其他矿区煤炭，其燃烧效率高，且所产生硫化物少，在煤炭燃烧环保方面具备优势。
- **埋藏浅、煤厚大且含煤层数多。**新疆煤层埋藏深度,平均不足200m，最大未超过400m；特厚/巨厚煤层在新疆各煤田中广泛赋存,如新疆东部沙尔湖煤田煤层总数达25层，单层厚度最大可达217.14m,为全国之首、世界第二。
- **数据驱动疆煤外运提质增效。**针对新疆幅员辽阔，煤炭信息相对闭塞问题，已有学者提出了集群式部署以及IaaS、SaaS、PaaS三种云计算服务方式相融合的共享信息系统解决方案，后续伴随信息平台建设逐步完善，数据驱动赋能疆煤开采运输提质增效。

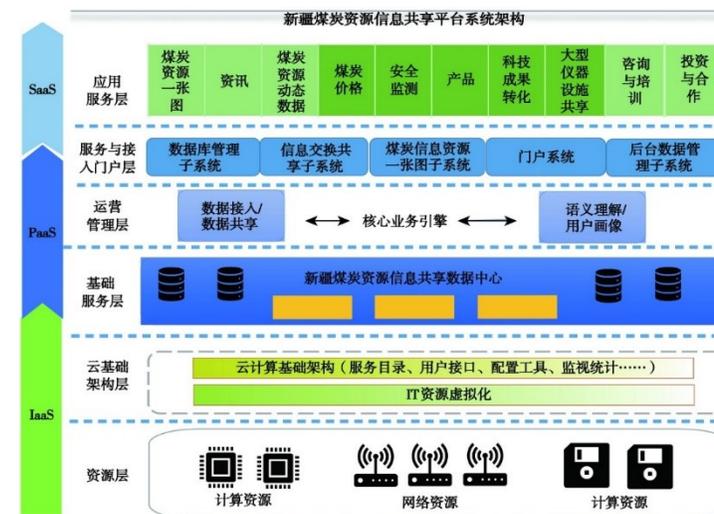
表：疆煤具有低灰、低硫特征

| 矿区 | 水分 | 灰分 | 挥发分 | 硫分 | 煤种 |
|-----|-----|-------|-------|---------|-----|
| 哈密 | 3~6 | 8.31 | 32.17 | 0.41 | 不粘煤 |
| 大同 | 2~5 | 8.99 | 30.54 | 0.75 | 弱粘煤 |
| 神府 | 4~9 | 5~12 | 32~38 | 0.2~2.2 | 不粘煤 |
| 东胜 | 6~ | 4~14 | 25~37 | 0.2~1.0 | 不粘煤 |
| 准格尔 | 2~6 | 23~28 | 34~40 | 0.5~1.1 | 长焰煤 |

图：疆煤具有高热值特征



图：新疆煤炭资源信息共享平台架构



1.3

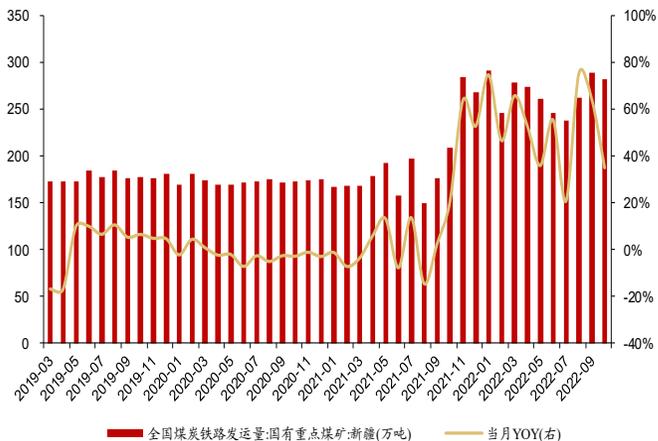
疆煤增产保供运输有望高速推进

表：十四五期间政策积极扶持新疆煤炭产业发展

- 近年疆煤产能外溢增速明显。据新疆统计局，2020年新疆全年调出煤炭量约1741.44万吨，2016-2020年新疆调出煤炭量年复合增速达12.4%。据中国煤炭市场网，2022年前10月新疆国有重点煤矿铁路发运量2663万吨，同比增长51.2%。
- 政策加持下疆煤具备扩产潜力。根据今年5月《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，“十四五”期间新疆新增煤炭产能1.6亿吨/年至4.6亿吨/年，哈密市新增产能6500万吨/年，其中淖毛湖矿区新增产能2500万吨/年、三塘湖矿区新增产能3700万吨/年。

| 产区 | 矿产 | “十四五”新增产能 (万吨) | 分项合计 (万吨) | | |
|------|-----------------|----------------|-----------|------|-----|
| 准噶尔区 | 昌吉州 | 西黑山矿区红沙泉一号露天矿 | 1000 | 5860 | |
| | | 将军戈壁二号露天矿 | 500 | | |
| | | 中联润世露天矿 | 400 | | |
| | | 红沙泉二号露天矿 | 1000 | | |
| | | 五彩湾矿区三号露天矿 | 600 | | |
| | | 四号露天矿一期 | 1000 | | |
| | | 大井矿区南露天矿 | 500 | | |
| | 塔城地区 | 塔西河矿区美丰矿井 | 120 | | 480 |
| | | 水溪沟矿区水溪沟井田 | 150 | | |
| | | 淮南煤田资源整合项目 | 590 | | |
| | | 和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井 | 120 | | |
| | | 白杨河矿区骆驼包北矿井 | 120 | | |
| | | 区淮南煤田资源整合项目 | 240 | | |
| | | 黑山矿区黑山露天矿 | 300 | | |
| 吐鲁番市 | 库木塔格矿区一号露天矿一期 | 500 | 2100 | | |
| | 沙尔湖矿区号露天矿一期 | 500 | | | |
| | 九号露天矿一期 | 500 | | | |
| | 克布尔碱矿区十二号矿井 | 150 | | | |
| | 墨龙煤矿 | 150 | | | |
| | 大南湖矿区二号露天矿产 | 300 | | | |
| | 淖毛湖矿区白石湖二号露天矿 | 900 | | | |
| 吐哈区 | 淖毛湖矿区白石湖三号露天矿 | 500 | 6500 | | |
| | 岔哈泉一号露天矿 | 600 | | | |
| | 哈密市 | 马朗一号煤矿一期 | | 500 | |
| | 三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期 | 1000 | | | |
| | 石头梅二号矿井 | 800 | | | |
| | 库木苏一号矿井 | 500 | | | |
| | 条湖一号矿井 | 1000 | | | |
| 库拜区 | 阿克苏 | 条湖七号矿井 | 400 | 250 | |
| | | 俄布拉克煤矿 | 100 | | |
| | | 阿艾矿区北山中部 | 150 | | |
| 伊犁区 | 伊犁州 | 伊矿区四号矿井 | 150 | 800 | |
| | | 二号露天矿 | 200 | | |
| | | 八号矿一期 | 300 | | |
| | | 窄梁子矿井 | 150 | | |
| 其他地区 | - | - | 430 | | |
| 合计 | | | 16420 | | |

图：10M22新疆国有重点煤矿铁路发运量同增51%



图：新疆原煤产量占全国比重稳步提升

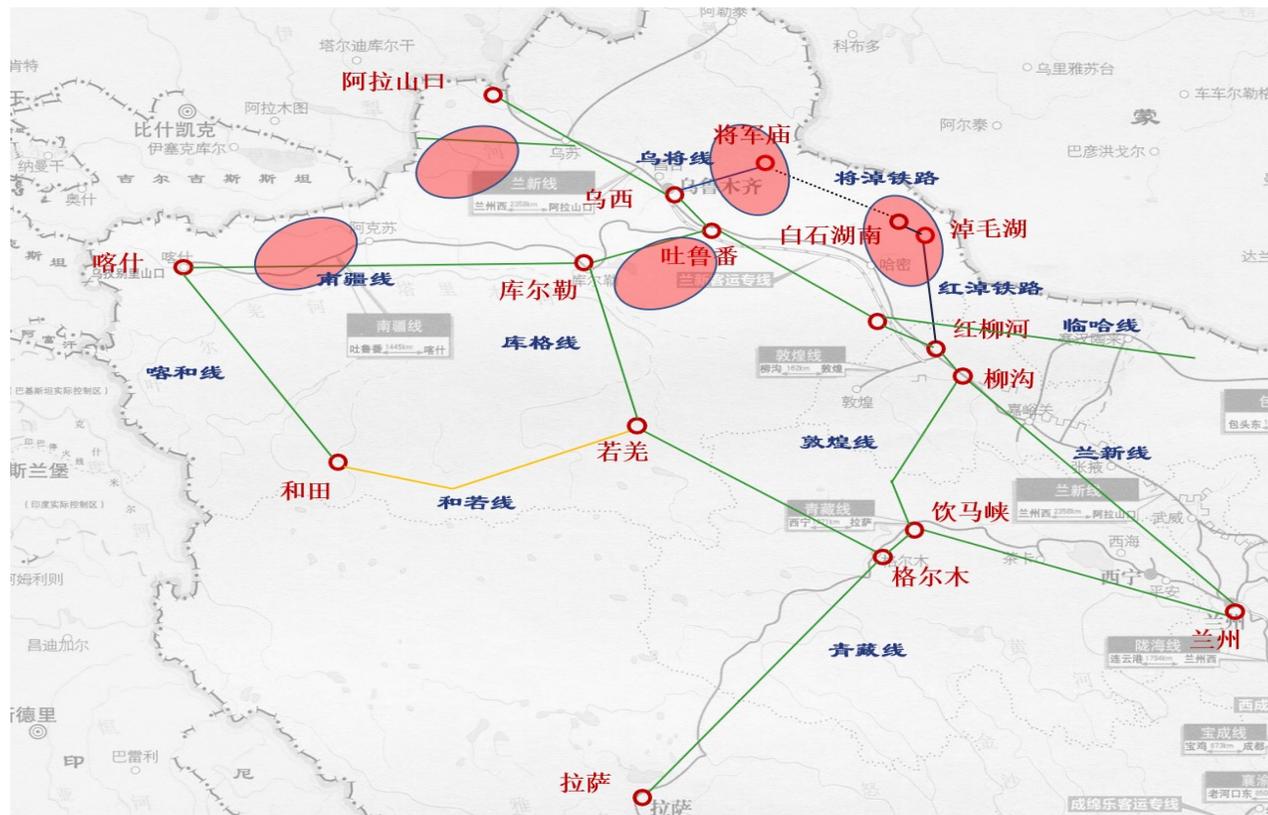


资料来源：新疆统计局，《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，Wind，浙商证券研究所

疆煤外运铁路（乌将、将淖红、兰新、临哈）十四五期间均有望进行扩能改造。

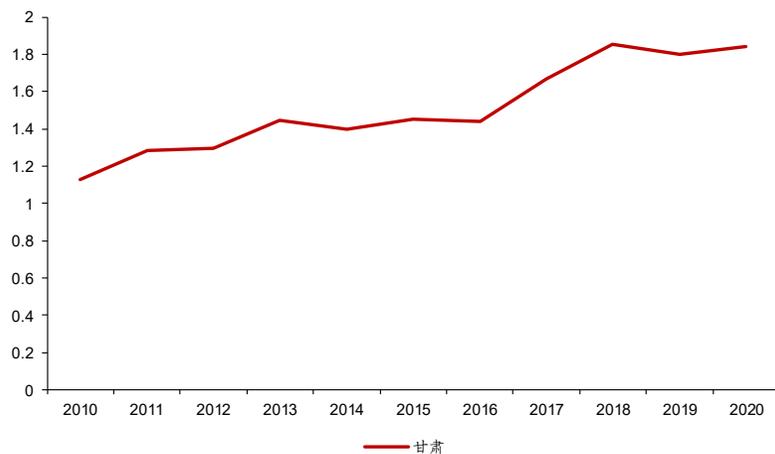
- **乌将线完成双线扩容。**据新华网，乌将线铁路2022年8月下旬完成扩能改造，由“单线”变“双线”，年运煤能力将由5000万吨提高至1亿吨左右。
- **将淖红铁路分段改建。**将淖红铁路将淖段，计划于2023年9月通车运营，据公司公告，伴随将淖线开通，过货量开始逐步增加的情况下，或将启动红淖复线建设，将运能进一步提升到1亿吨以上。
- **兰新线或将于十四五期间择机改造。**据甘肃省“十四五”及中长期铁路网发展规划，将择机实施兰新线扩能改造与兰新二线提质改造。
- **临哈线十四五期间迫切需要实施改建。**据内蒙古自治区“十四五”铁路发展规划，临哈铁路的运输能力已无法满足日益增长的货运需求，迫切需要实施扩能改造项目以提升铁路运输能力。项目建成后，临哈铁路运输能力有望提升45%左右。

图：新疆主要煤炭铁路运输线路布局

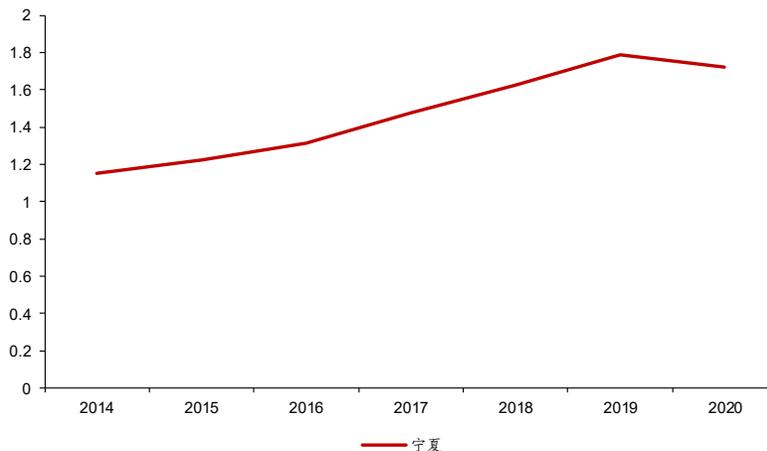


- **疆煤主要外销地存在较大煤炭供需缺口。**我们测算，甘肃、宁夏、川渝地区原煤供需缺口持续扩大，2010-2020甘肃缺口复合增速为5.0%，2014-2020宁夏缺口复合增速约6.9%，川渝缺口复合增速达25.7%。
- **政府支持疆煤入蜀地。**新疆维吾尔自治区发展改革委组织国家能源集团新疆能源有限责任公司、特变电工新疆能源有限公司、新疆宜化矿业有限公司等相关煤炭企业，增加对四川、重庆用煤企业的煤炭发运量。2022年，新疆相关煤炭企业与川渝两省（直辖市）用煤单位签订了30笔煤炭供应中长期合同，涉及煤炭量655万吨。22年11月8日，四川省召开省电煤电力保供协调机制第二十次会议安排部署今冬明春电煤电力保供工作，切实保障疆煤、陕煤入川运力。

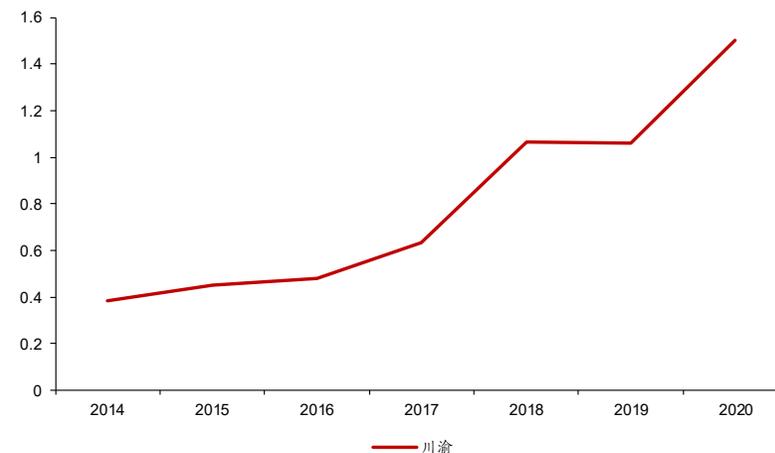
图：2010-2020甘肃原煤供需缺口CAGR+5.0%



图：2014-2020宁夏原煤供需缺口CAGR+6.9%



图：2014-2020川渝地区原煤供需缺口CAGR+25.7%



公司为广汇集团旗下物流平台

- 广汇物流2016年重组上市，为广汇集团旗下唯一现代物流平台。公司收购广汇能源旗下疆煤外运重要资产红淖铁路事项22年10月落地，此外确立“一条铁路、四个物流基地”的战略实施方案，聚焦能源物流主业，有望迎来价值重估。

运量：自上而下看，疆煤外运需求高，红淖铁路货量有望超预期

- 整体供需：**煤炭供给趋于紧张，我国主体能源对内依赖度提升，政策支持催化疆煤扩产需求。
- 疆煤特点：**疆煤质量好、储量大、开采成本低，原煤产量占全国比重稳步提升，后续有望成为除三西地区外的重要补充。
- 运输结构：**铁路疆煤外运大势所趋，红淖铁路卡位重要疆煤矿区，具备区位高壁垒，淖毛湖矿区增产+将淖线开通后增量矿区（将军庙、三塘湖、巴里坤）有望驱动运量超预期。

运价：仍在低位，具备提价条件，有望带来利润弹性

- 有空间：**发改委批复红淖铁路运价0.40元/吨公里，当前实际执行运价0.225元/吨公里，仍有大幅空间未用，测算提价静态利润弹性约1.2倍。
- 有能力：**对于准东矿区，将淖铁路开通后，我们测算将红淖全线相较原乌将-兰新线的煤炭外运铁路成本低约27元/吨，对应提价能力0.035元/吨公里。
- 性价比：**相较陕西榆林矿区，测算新疆哈密煤炭经红淖线转兰新线运往甘肃兰州的铁路运输成本仅高出约82元/吨，而我们分析疆煤开采成本或较陕煤低约200-300元/吨，因此或具备相对性价比。

分部估值表明公司具有较明确价值增长空间

- A. 铁路运输业务估值。** 考虑到上游将淖铁路预计2023年下半年建成通车，因此系统性的价值贡献将从2024年开始以完整年度形式显现。我们测算铁路货运业务2024年毛利润占比约75%，贡献归母净利润预计11.75亿元，考虑运量成长性给予15倍PE，贴现后铁路运输业务合理价值现值约160亿元。
- B. 房地产业务估值。** 公司商品房销售业务以疆内地区为主，业务区域性强，考虑区域及规模因素，我们保守给予广汇物流房地产业务0.7倍PB，对应2022年中公司旗下房地产业务主体四川广汇蜀信实业净资产账面价值34.42亿元，合理价值约24亿元。
- C. 商贸物流和冷链供应链估值。** 公司原物流园及冷链供应链管理等业务依托子公司亚中物流开展。考虑到公司未来转型聚焦能源物流行业，且美居物流园被政府纳入旧城征改项目，我们分析商贸物流与冷链供应链等业务更多作为物流节点布局，因此我们给予1倍PB，对应2022年中亚中物流19.91亿元账面净资产，合理价值约20亿元。

综合铁路货运业务、商品房销售业务、商贸物流和冷链供应链业务的三大分部估值，我们测算公司合理价值约204亿元，看好公司进一步聚焦能源物流、疆煤外运业务后，量价向好驱动的价值重估。

表：财务摘要简表

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3317 | 5521 | 5562 | 6064 |
| (+/-) | -24.49% | 66.41% | 0.74% | 9.03% |
| 归母净利润 | 573 | 702 | 1058 | 1647 |
| (+/-) | -52.43% | 22.47% | 50.82% | 55.64% |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.56 | 0.84 | 1.31 |
| P/E | 22.79 | 18.61 | 12.34 | 7.93 |

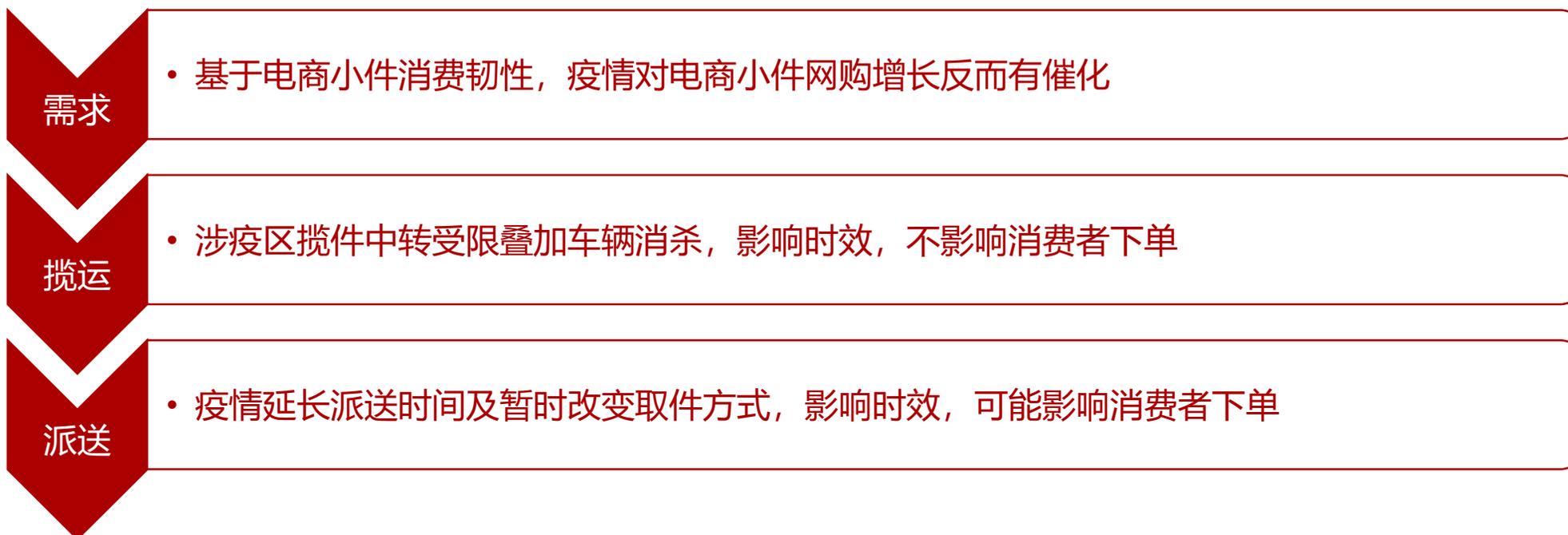
02

快递疫后反转

短期疫情主要影响快递履约的揽、运、派

- 从全链路看，快递分需求端、揽运端、派送端三个阶段；
- 疫情对需求端具有催化作用；
- 防疫政策对揽运端仅仅影响成本及一定的时效；
- 防疫政策对派送端的影响，主要在时效，间接影响需求。

图：疫情对快递影响区分需求、揽运、派送三层次



疫情会直接影响产粮区及重点消费地的快递履约

- 深圳（3月）、上海（4-5月）、北京（5-6月）出现疫情，北上深属于主要快递消费地，疫情直接影响派送层次，派送环节短期中断从而间接影响需求。
- 金华义乌8月2日起出现疫情，根据浙江邮管局，8月3日义乌单量约2600万件，而7月份义乌日均单量3589万件；8月11日0时起开始连续3天静态管理，必要物流物资保障车辆可正常通行。义乌属于小商品经济产地，我们分析疫情主要影响揽运层次。
- 广州10月下旬起出现疫情，10月日均单量同比下降24.0%、环比下降2.3%。

如果防疫趋于精准，疫情对快递履约的影响有望逐步消除

- 11月13日国家邮政局印发通知要求进一步优化措施、科学精准做好行业疫情防控工作，要求各级邮政管理部门推动地方政府对于已经关停的邮政快递基础设施，满足解封条件的要尽快有序解封；11月22日国常会要求保障电商、快递网络畅通；11月23日浙江省规定将违规关停分拨中心工作与地方政府考核挂钩。我们认为如若防疫更加科学精准，那么快递履约能力有望进一步修复。中长期看，管控改善后直播电商崛起支撑网购原生增速且单包裹货值进一步下行，后期行业包裹增速或仍然向好。

图：散发疫情影响2022年内快递履约，快递件量情况进一步影响2022年股价表现



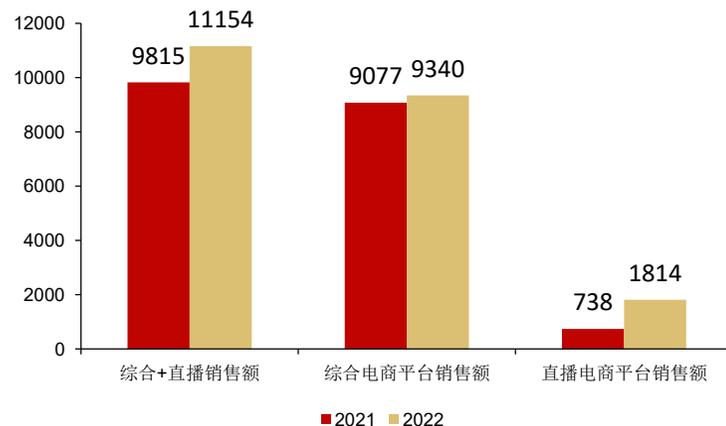
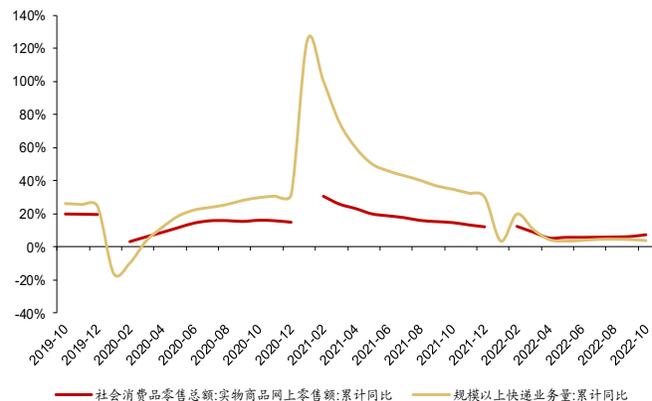
资料来源：Wind，交通运输部，浙商证券研究所

备注：快递指数（884818.WI）成分股包括韵达股份、顺丰控股、申通快递、圆通速递、湘邮科技、中国外运、德邦股份

复盘看22年电商快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非网购需求萎缩，因此后续或有较大弹性。

- 2022年前10月，实物商品网上零售额9.45万亿元，同比增长7.2%，增速较社会商品零售总额高出6.6pts；测算实体网购渗透率26.2%，同比提升2.5pts，环比提升0.5pts。但由于快递履约能力承压，前10月快递行业包裹量同比增速仅3.6%，低于实物商品网上零售额3.6pts。
- 双十一期间，根据星图数据统计，10月31日20:00-11月11日23:59综合电商平台、直播平台累积销售额为11154亿元，同比增长13.7%，其中综合电商平台（如天猫、京东、拼多多等）销售额9340元，同比增长2.9%，直播电商平台（如抖音、点淘、快手等）销售额1814亿元，同比大增146.1%。但受局部地区防疫影响，11月1日至16日快递揽收量62.05亿件（国家邮政局统计），同比下降8.8%。
- 因此我们认为电商快递包裹增速目前主要受制于履约能力而非网购需求萎缩，后续或有较大弹性。

图：前10月快递件量累计增速暂时低于实体网购 图：2022年双十一期间网购GMV同比增长14%（亿元）



表：各地开始严格规范邮政设施关停流程

| 时间 | 主体 | 事件 |
|-------|-----------------|---|
| 11.17 | 内蒙古邮管局 | 安全稳妥有序推动受疫情影响封闭和停产的邮政快递分拨处理场所、营业网点和末端驿站的复工复产 |
| 11.18 | 山东邮管局 | 各地严禁擅自关停关闭邮政快递基础设施，关停关闭负责中转省际邮件快件的分拨中心，应由省委领导小组（指挥部）批准后实施，关停关闭其他级别邮政快递基础设施的，按照规定程序报批。 |
| 11.21 | 河南省物流保通保畅工作领导小组 | 原则上邮政快递、物流配送等经营网点（含邮政快递分拨中心、营业网点、快递服务站）划在封控区外。关停负责中转省际邮件快件的物流配送节点（含邮政快递分拨中心）的，需经省疫情防控指挥部批准；关停负责中转省内市际邮件快件分拨中心的，需经市疫情防控指挥部批准 |
| 11.23 | 国常会 | 交通物流畅通。物流保通保畅工作机制要不间断协调，保障主干道和微循环畅通，保障港口等集疏运正常运行，及时打通堵点，维护产业链供应链稳定和进出口通畅。 |
| 11.23 | 浙江邮管局 | 制定指引及时部署，结合我省实际和最新疫情防控政策，制定印发《浙江省邮政快递行业基础设施关停关闭处理流程指引》；对属地政府违规关停省、市、县级邮件快件分拨中心的，在“统筹疫情应急处置与经济社会发展考核指标体系”中予以扣分 |
| 11.25 | 交通运输部 | 严格规范邮政快递基础设施关停关闭行为，对确需关停关闭的，应提前向社会公布，并采取措施尽快恢复；对已经关停的邮政快递分拨中心和营业网点，满足解封条件的要尽快解封 |
| 11.25 | 黑龙江邮管局 | 当各地有零星散发疫情时，一律不准关停关闭各级邮政快递分拨中心、营业网点等基础设施 |
| 11.28 | 徐州邮管局 | 不得擅自或者变相关停关闭高速公路、普通公路、铁路车站、港口码头、机场、邮政快递分拨中心等基础设施，对因防疫确需关停关闭的，要严格履行报批程序 |

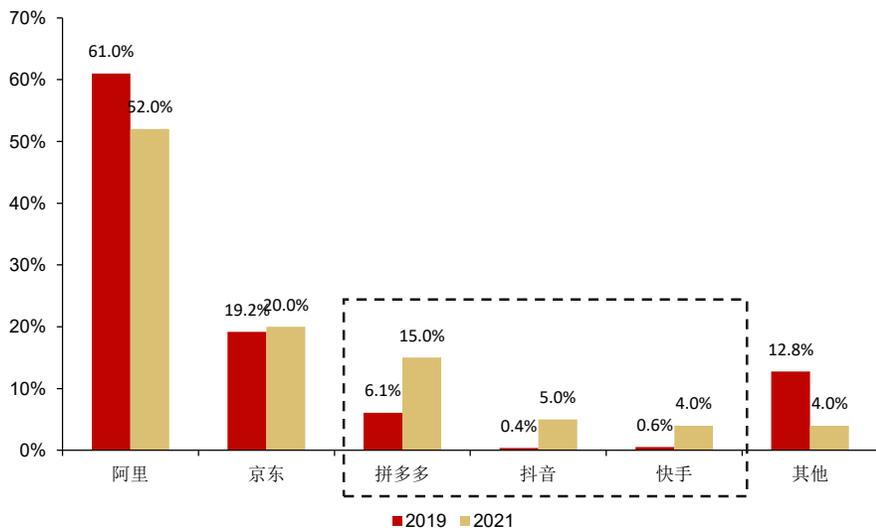
资料来源：Wind，星图数据，各地邮管局，河南省政府，国务院，交通部，浙商证券研究所

备注：星图数据统计双十一网购销售额时间区间为10月31日20:00-11月11日23:59

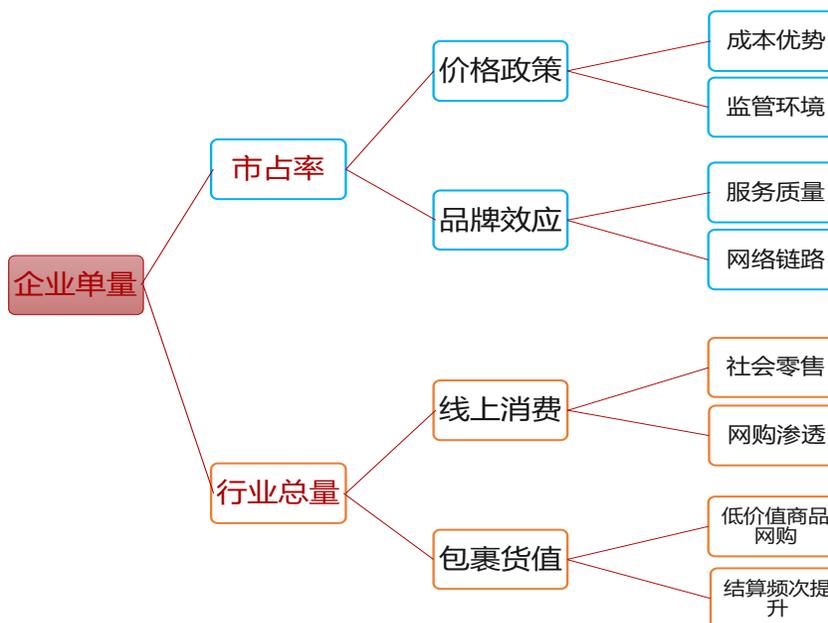
单量：行业总量的增长，叠加头部快递份额提升，带来单量高增长

- 线上消费是原始驱动。** 社会零售总额的增长是基础，同时网购渗透率的提升带来线上消费的提振。抖音快手等直播电商的崛起带来网购营销形式创新以及成交额增长新驱动，北京市经济和信息化局、北京市商务局也于22年联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额超过2万亿元（21年全国直播电商市场规模2.36亿元）。
- 单包裹货值下行是增量。** 一方面直播电商兴起带动电商平台格局多元化，电商报统计2021年抖音+快手GMV份额占比已接近10%，另一方面社交电商拼多多无购物车带动结算频次提升、增强“拆包效应”，使得快递包裹增速高于上游网购GMV增速。
- 行业集中度提升，头部快递相对行业或有超额增长。** 尾部中小快递仍在出清过程，由于头部快递成本优势显著，行业CR8由1M17的75.7%，持续提升至10M22的84.8%，叠加行业整合事件的份额外溢，或使头部快递受益。

图：拼多多、抖快平台GMV份额提升明显



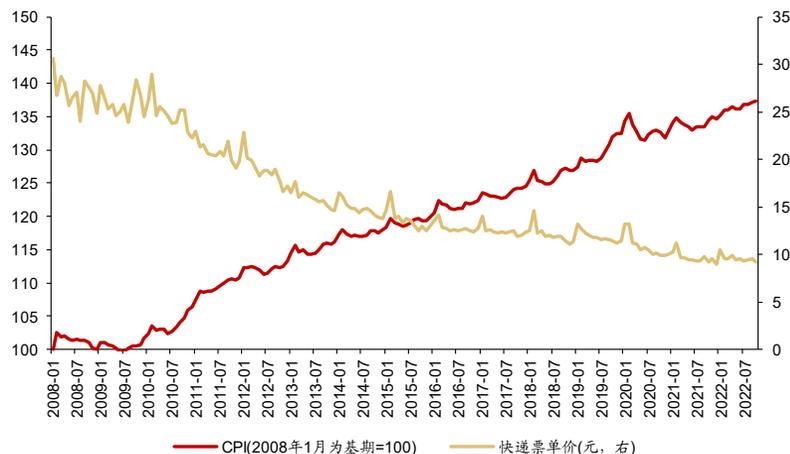
图：快递行业件量分析框架



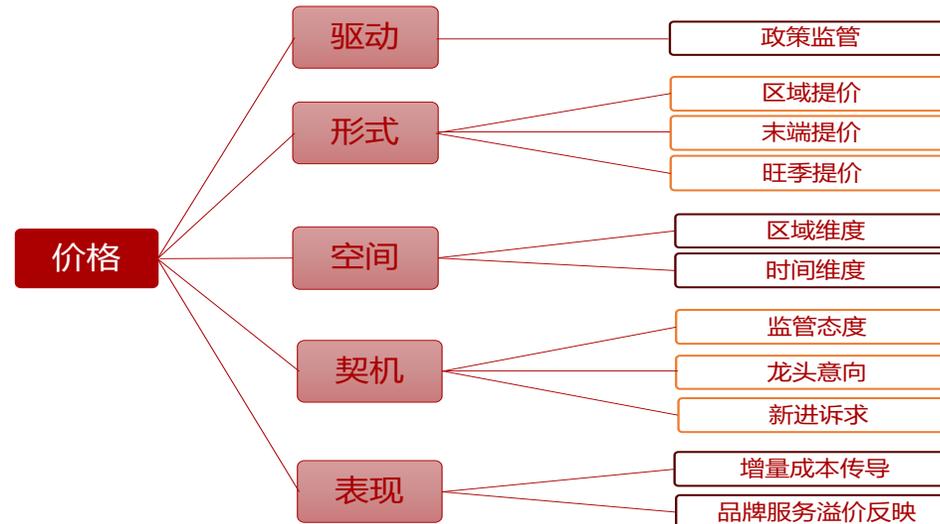
单价：短期价格回暖，长期博弈不再

- 政策监管为行业价格改善的核心驱动。**行业政策定调整体有两大方向，一方面要求遏制低价恶性竞争，例如国家邮政局《快递市场管理办法（征求意见稿）》规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，以及经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人相互串通操纵市场价格、损害其他经营快递业务的企业或者用户的合法权益；另一方面要求保护末端快递员权益，例如2021年12月29日，中国快递协会印发《快递企业末端派费核算指引》，已在安徽、四川等地试点，并自2022年3月1日起在全行业各省市推广。
- 短期看，受益于“产粮区”价格修复，预计近三年快递平均价格持续提升。**义乌10M22票单价2.92元，同比增长4.4%。但浙江省外其他主要快递产粮区仍未充分享受到价格修复红利（如华南区深圳10M22票单价同比下降6.2%、东莞10M22票单价同比下降6.0%、揭阳10M22票单价同比增长0.8%、汕头10M22票单价同比下降4.1%），后续遏制快递恶性竞争的立法规制上升至全国层面，有望同时带动除浙江省外其他主要产粮区（如华南地区）价格持续修复。
- 长期看，考虑监管、龙头及新进者三方面因素，未来价格的博弈不再，提升或具备持续性。**

图：2008年至今快递行业单价走势与CPI相背离



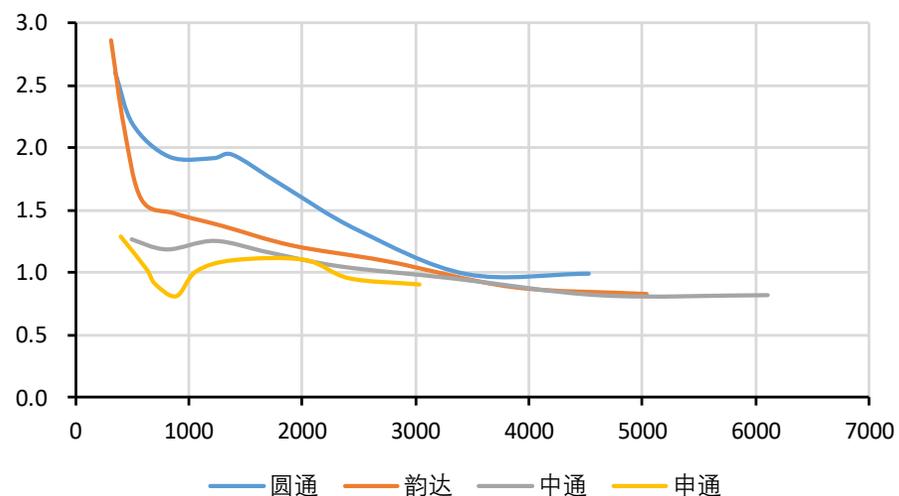
图：快递行业价格分析框架



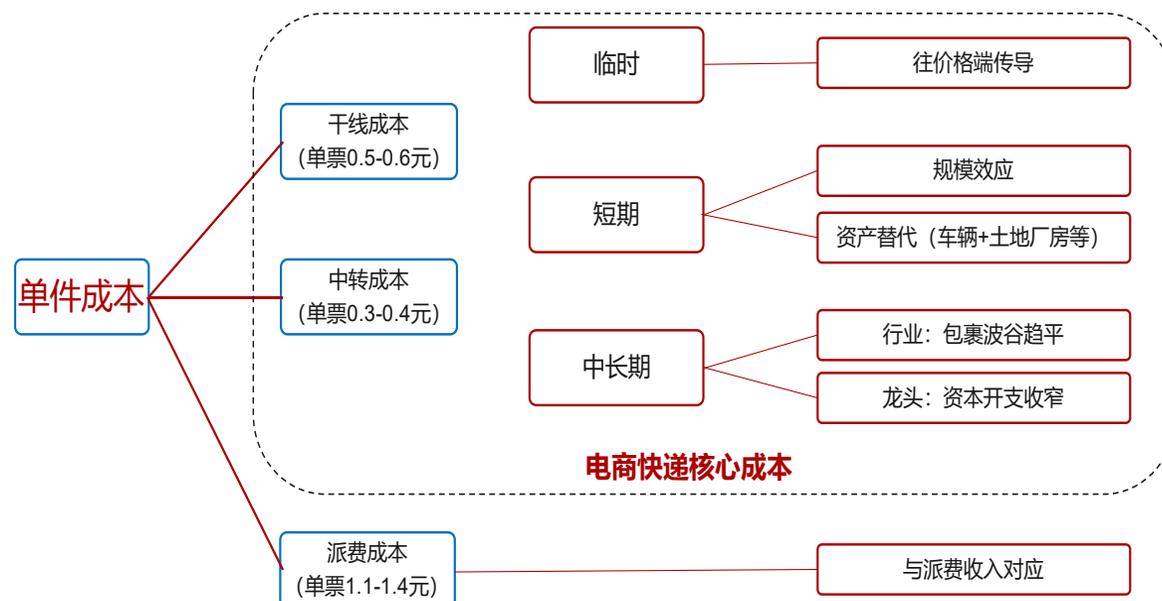
成本：短期具备下行驱动，长期具备优化空间

- 快递行业成本构成主要包括派费成本（对总部盈利影响不大）、干线成本（影响总部盈利）、中转成本（影响总部盈利），其中派费成本及临时性成本可通过价格传导，核心干线及中转成本短长期可有自主优化。
- 短期看，规模效应方面，行业及头部单量还有成长，有望摊低单票成本；车辆替代方面，自有化叠加大型化推进，有望增强成本可控度；土地厂房替代方面，自有土地厂房替代租赁土地厂房能够对冲租金上涨风险，降低中转分拨环节的单票成本。
- 长期看，行业层面快递包裹波谷趋平，助力产需匹配度提升；公司层面快递龙头2021年资本开支已至阶段性高位，后续预计规模收窄。产能与需求匹配度的提升将带来中长期降本增效的空间。

图：通达系单票别派后快递成本随日均单量上升而下降（13-21年）



图：快递行业成本分析框架



弹性看电商快递，对应PE估值具备性价比

- 通达系方面，看好A股电商快递龙头韵达股份，关注圆通速递。
- 考虑到随着疫情影响逐步消减，如果2023年经营回归正常增长，若以股权激励23年行权目标归母净利28亿元看，PE也仅约13倍左右，处于绝对低位，股价超跌有望修复。

顺丰控股利空出尽，中长期价值恢复，对应分部估值空间广阔

- 直营制方面，顺丰控股悲观情绪释放，主业壁垒深厚叠加新兴业态完善带来的价值修复；
- 利润增长及价值拆分关注：1) 时效件利润、2) 经济件利润、3) 快运利润、4) 国际利润、5) 同城等其他。

表：重点快递公司盈利预测及估值

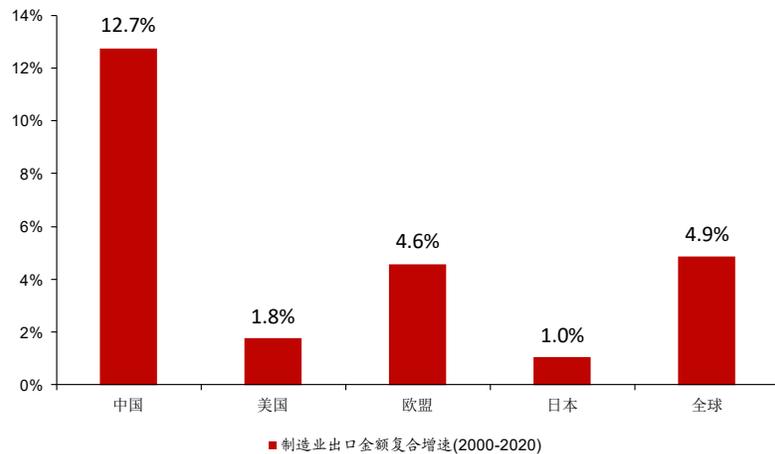
| 证券代码 | 证券简称 | 评级 | 市值 | 归母净利润(亿元) | | PE | | | PB |
|-----------|------|----|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2022/11/30 | 22E | 23E | TTM | 22E | 23E | LF |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 买入 | 357 | 17.29 | 35.96 | 24.44 | 20.65 | 9.93 | 2.16 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 668 | 37.23 | 43.85 | 17.04 | 17.95 | 15.24 | 2.62 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 增持 | 2594 | 70.14 | 90.21 | 37.37 | 36.99 | 28.76 | 3.06 |

03

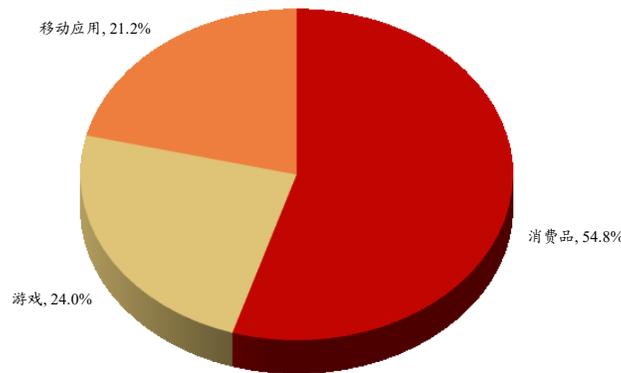
物流持续成长

- **我国跨境物流的发展具备坚实的商流支撑。**制造业出口贸易规模稳步提升，2020年中国制造业出口金额已经达到2.42万亿美元的规模，2000-2020年复合增速12.7%，远高于美国及欧盟1.8%、4.6%的增速。
- **中国品牌的国际话语权稳步提升。**我国公司出海已经走过了上世纪80-90年代以中低端生产制造出口贸易为主的“世界工厂”阶段，逐步通过数字化工具及营销方式革新实现品牌的崛起。
- **中国品牌的崛起利好本土第三方跨境物流服务提供商。**在我国的“世界工厂”时代，制造任务由外资品牌商分包国内制造商，产品出口物流服务商也由外资品牌商指定，彼时本土货代大多仅能等待品牌商指定外资一级货代对部分物流环节的分包，赚取利润基数极薄、议价力极低；中国品牌崛起出海后，在产品出口物流服务商的选择上，也会更加倾向于本土货代，由此我们认为更多本土货代由原来二、三级货代跃升为一级货代，能够承担更加多元的物流服务环节、从而赚取更高的利润。

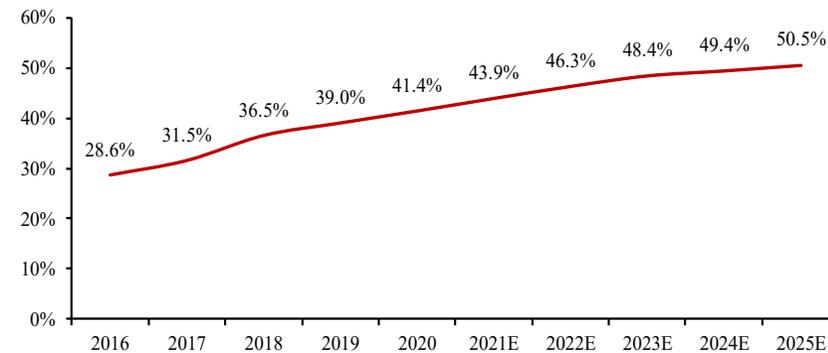
图：我国制造业出口规模增速明显高于美国、欧盟及日本



图：中国出海品牌价值50强中有54.8%来自消费品品牌



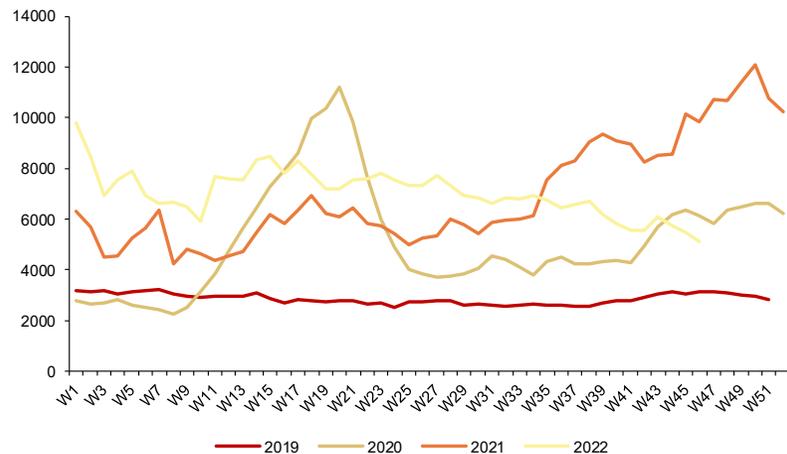
图：预计到2025E四大跨境电商平台（亚马逊、速卖通、eBay、Wish）中国卖家GMV占比继续提升



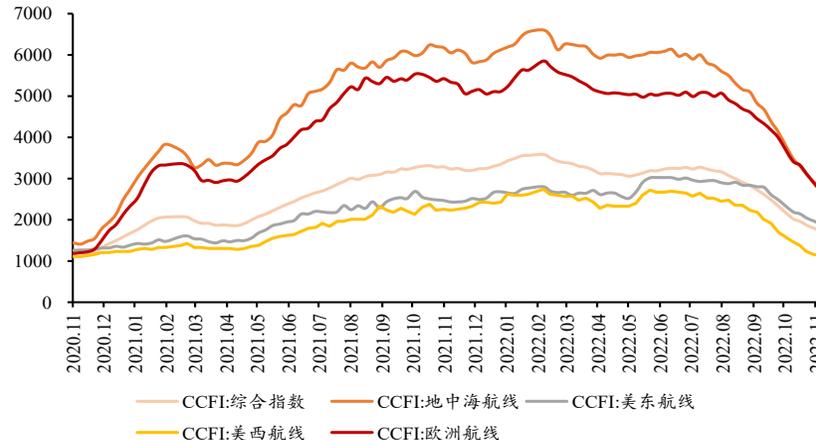
华贸物流：服务盈利逻辑稳步验证

- 22Q3跨境空运及海运价格有所回落，CCFI综合指数周均同比下降1.4%，环比下降6.6%；BAI上海浦东出境航空货运运价指数周均同比下降0.4%，环比下降11.6%，公司营收相应同比下降18.6%至55.23亿元。但受益于业务结构中对低附加值、利润较低的品类优化，公司22Q3归母净利润逆势同比增长30.1%至2.54亿元，销售净利率同比提升1.4pts至4.7%。现金流方面，3Q22经营性净现金流同比多增10.85亿元至10.36亿元，其中22Q3同比多增3.78亿元至3.88亿元。
- 公司持续聚焦空海运主业，通过落实直客战略、建立合作关系，夯实公司经营底盘。直客战略方面，当前公司已在高科技、医疗医药、快消、化工、能源、电商、汽车、供应链领域建立起一大批稳定大客户，近期新增与比亚迪、建发股份等重要客户的合作；运力合作方面，公司积极与中国邮政、东航物流形成战略合作，借助其网络、运力优势，提升货物运输时效、容量水平，优化相应运营成本。
- 公司空海货代基本盘稳健，且跨境电商物流构筑重要第二增长极，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别9.46亿元、12.33亿元、15.46亿元，21-24年复合增速22.7%，当前PE(TTM)为18倍左右。

图：22Q3波罗的海上海浦东出境航空货运运价指数同比下降



图：22Q3中国集装箱综合指数同比下降

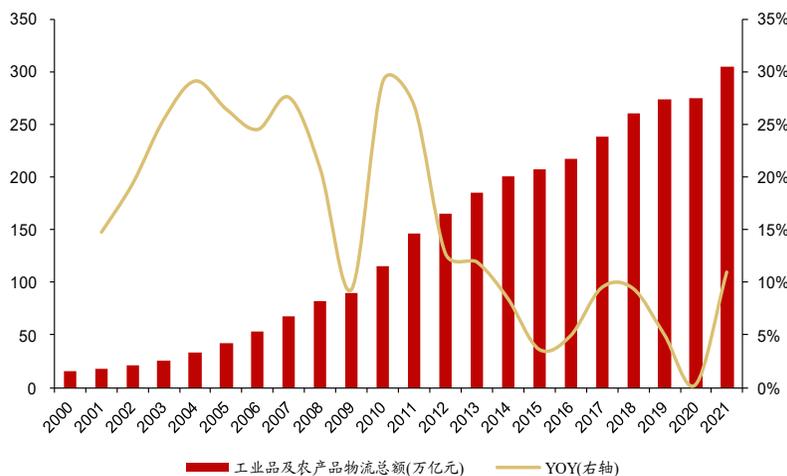


图：华贸物流利润增速稳健

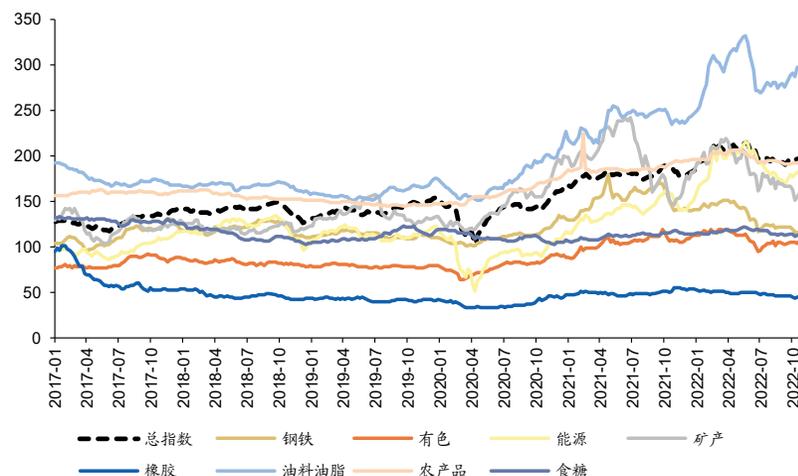


- 大宗供应链行业市场空间广阔。**目前中国正处在工业化中期阶段，随着城镇化和工业化持续推进，我国大宗商品总体消费量和供应量还将在一定时期内维持高位。大宗商品市场容量巨大，制造业产值的增长带动大宗商品原辅材料用量的提升，从而催生对大宗商品配套供应链服务的需求，2021年我国工业品及农产品物流总额达304.60万亿元，2000-2021年复合增速16.2%。
- 服务能力强、风控机制好的龙头企业优势明显。**一方面，我国制造业企业更趋专业化及精细化的发展趋势，对于大宗原辅材料供应链服务的稳定性与全面性提出了更高要求；另一方面，大宗商品价格波动性较强，传统贸易商低买高卖的商业模式在行业周期下承担较大经营风险，要求大宗供应链企业具备完善的风控机制。

图：工业品及农产品物流总额00-21年复增16.2%



图：大宗商品价格指数波动明显

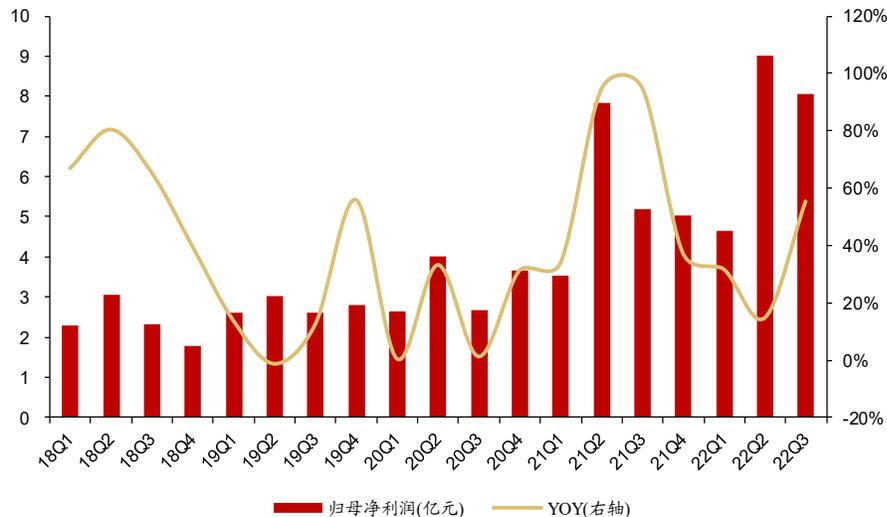


图：大宗供应链服务需求更加多元化

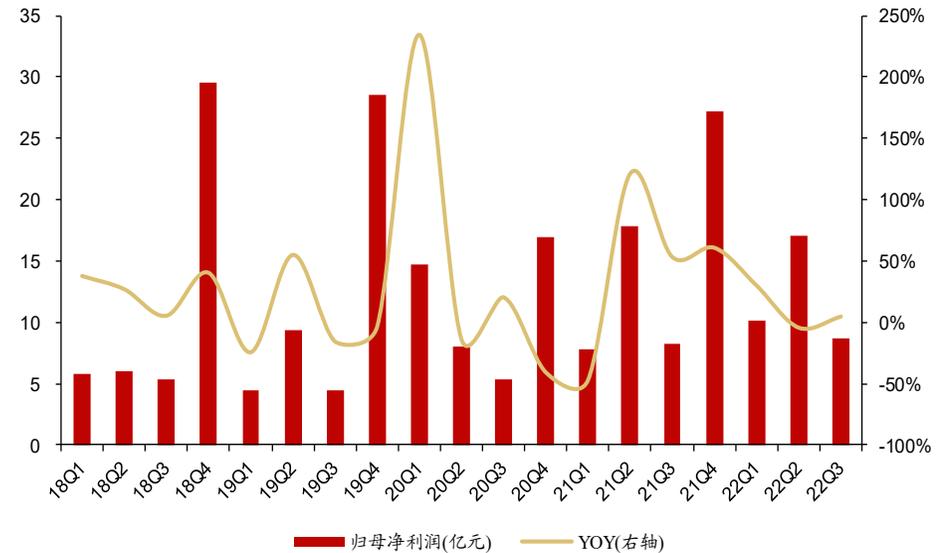


- 厦门象屿：大宗供应链巨头之一，多维优化驱动业绩高增。** 受益于货种结构拓展、客户结构优化以及服务链条延伸，公司盈利稳健穿越大宗价格波动周期，3Q22归母净利润同比增长31.2%至21.73亿元。未来叠加招商局集团、山东港口集团战投入股赋能，公司营运能力将得以增加，有望发挥战略协同效应，全面提升公司中长期增长潜力。我们预计公司2021-2024年归母净利润复合增速22.8%，当前PE(TTM)仅10倍。
- 建发股份：供应链及房地产双主业并行，业绩增长稳健。** 供应链业务方面，大宗商品的“LIFT”供应链服务模式已复制至消费品领域和新能源产业链，拓宽公司服务领域，3Q22分部归母净利润同比增长22.1%至29.14亿元；房地产业务方面，短期因行业整体原因有所承压，3Q22分部归母净利润同比下降33.7%至6.62亿元，静待需求复苏驱动业绩改善。我们预计公司2021-2024年归母净利润复合增速10.7%，当前PE(TTM)仅7倍。

图：厦门象屿季度归母净利润



图：建发股份季度归母净利润



04

公铁港稳增长

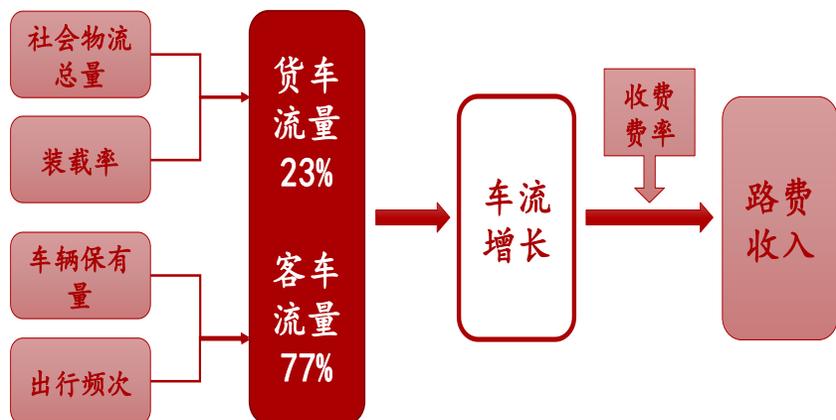
公路板块相对经济具有稳健性

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

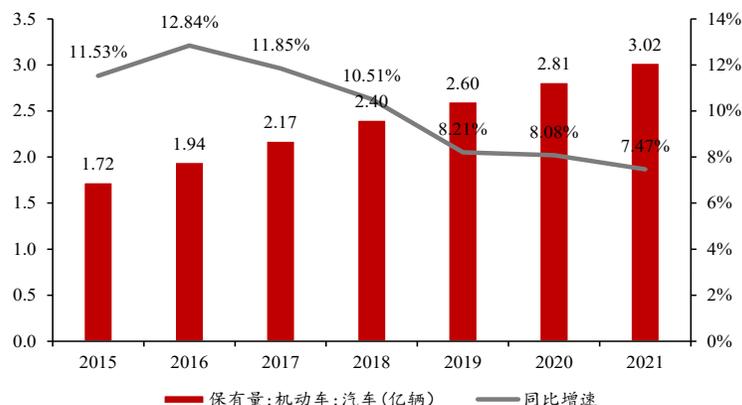
表：近年高速公路治理货车超载相关政策

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

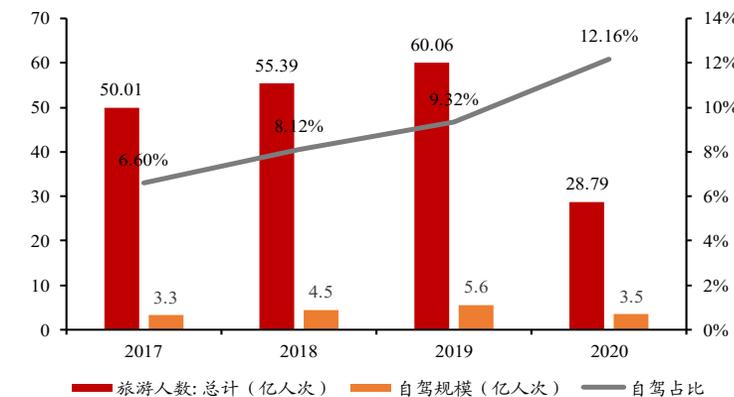
图：客车货车车流增长驱动



图：2015-2021年中国汽车保有量稳步增长



图：2017-2020年中国自驾旅游出行人数占比逐步提升



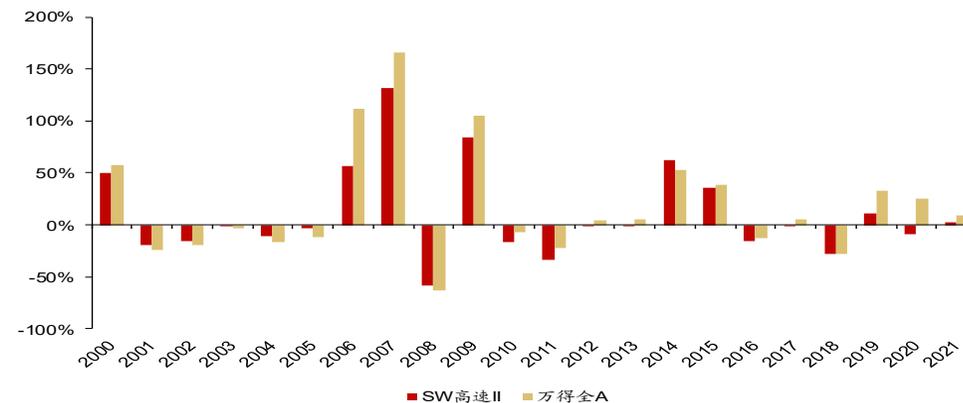
公路板块相对大盘具备稳健性

- 高速公路板块分红稳健，相对大市具备防守性。疫情冲击下相对韧性仍在，2021年高速头部标的公司分红比例平均为57%，山东高速、粤高速A及深高速2021-2023年仍有较高水平的分红比例规划。

图：SW高速公路板块盈利现金比率稳定较高



图：2000-2021年大盘10次年度负收益率（后复权），其中公路板块7次相对跑赢



表：A股高速板块头部公司近6年股利支付情况及分红政策

| 股票代码 | 公司简称 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 6年均值 | 分红政策 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------------|------|---------------------|
| 600350.sh | 山东高速 | 31% | 32% | 36% | 60% | 90% | 63% | 52% | 承诺2020-2024年分红比例60% |
| 001965.sz | 招商公路 | - | 40% | 40% | 40% | 49% | 43% | 42% | 上市以来分红比例维持在40%以上 |
| 000429.sz | 粤高速A | 70% | 70% | 70% | 70% | 70% | 70% | 70% | 承诺2021-2023年分红比例70% |
| 600377.sh | 宁沪高速 | 63% | 62% | 53% | 55% | 94% | 55% | 64% | 每年每股分红不低于前一年 |
| 600548.sh | 深高速 | 41% | 46% | 45% | 45% | 46% | 56% | 46% | 承诺2021-2023年分红比例55% |
| 头部5高速企业算术平均 | | 51% | 50% | 49% | 54% | 70% | 57% | 55% | - |

山东高速：改扩建+高股息攻守兼备

- 22Q3实现扣非归母净利润同比增长2.4%，业绩稳步恢复。**收入端，公司3Q22实现营收120.89亿元，同比增长6.2%；其中22Q3实现营收40.60亿元，同比增长4.0%，我们分析主要受益于疫情逐步修复带来车流回暖以及毅康科技并表。利润端，公司3Q22归母净利润22.78亿元，同比下降1.8%，其中22Q3归母净利润7.38亿元，同比下降10.8%。扣非口径看，3Q22扣非归母净利润同比增长11.8%至22.43亿元，其中22Q3扣非归母净利润同比增长2.4%至7.20亿元，我们分析主要为去年Q3同期齐鲁高速旗下山东舜广实业的工业产品贸易业务产生较多非经所致。
- 核心路产改扩建后量价双升，高成长逻辑有望持续强化。**济青路方面，连接线路段已逐步开放，22Q3日均通行费收入环比提升3.6%。京台路方面，22Q3通行费收入环比提升9.3%，其中德齐段改扩建已于21年7月中旬完工通车，济泰段已于22年10月12日顺利通车，有望进一步贡献利润增量；京台路改扩建项目当前仅剩齐济段稳步推进中，目前已完成PPP项目社会资本方招标工作；并表齐鲁高速济菏高速改扩建也已经开始主体工程施工，改扩建后量价双升、利润释放的高成长逻辑有望持续强化。
- 20-24年分红比例不低于60%，有望持续托底绝对收益。**2021年公司分红比例63%，每股税前分红0.4元，根据公司此前《2020-2024股东回报规划》，每年分红比例不低于60%，我们测算22-24年股息率分别7.3%、8.6%、9.7%，后续随业绩增长有望持续托底绝对收益。

表：财务摘要简表

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 16204 | 17560 | 20863 | 23391 |
| (+/-) | 42.57% | 8.37% | 18.81% | 12.11% |
| 归母净利润 | 3052 | 3348 | 3985 | 4468 |
| (+/-) | 37.71% | 9.69% | 19.03% | 12.10% |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.70 | 0.83 | 0.93 |
| P/E | 9.61 | 8.25 | 6.93 | 6.18 |

招商公路：低估值稳增长全国龙头

- 路产扩张叠加多板块布局，业绩稳健增长将成为公司价值核心驱动。** 1) 公司持续进行全国范围路产扩张，并购经验丰富，优质路产外延并购赋予公司高于同业的通行费收入增速。2) 公司全方位布局交通科技、智慧交通等板块从而打通公路产业链，整体具备产业多维成长性。
- 22Q3归母净利润同比增长0.1%。** 受疫情管控等因素影响，公司22Q3营业收入同比下降7.4%至19.54亿元，但受益于费用管理成效及年内新增参股项目带来投资收益提升（22Q3投资收益同比增长15.0%至11.21亿元），最终公司22Q3实现归母净利润12.91亿元，同比增长0.07%，年内季度利润YOY首度转正（22Q1及Q2分别同比-11.7%、-15.7%）。
- 现金分红仍有提升空间，带来绝对收益配置价值。** 公司2021年拟将现金分红提升至21.38亿元，同比多增10.44亿元，创上市以来新高，我们分析后续还有进一步提升空间。公司业绩具备超额成长性之余，绝对收益同样具备吸引力。
- 整体看，公司路产主业同时具备内生外延成长性，此外产业链拓展具备较为广阔的拓展空间与输出优势，21-24E利润复合增速10%-15%，如若未来分红比例提升至60%，则22-24年股息率分别6.4%、7.5%、8.4%，看好低估值稳增长高速龙头凸显稳健 β 中的 α 属性。

表：财务摘要简表

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|---------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 8626 | 9288 | 10325 | 11194 |
| (+/-) | 22.03% | 7.68% | 11.16% | 8.42% |
| 归母净利润 | 4973 | 5162 | 6040 | 6738 |
| (+/-) | 106.12% | 3.80% | 17.01% | 11.55% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 0.84 | 0.98 | 1.09 |
| P/E | 10.87 | 9.41 | 8.04 | 7.21 |

此外，关注高股息标的宁沪高速、粤高速A、深高速

- **宁沪高速**：前三季度归母净利润31.09亿元，受疫情影响同比下降19.1%。区位优势明显，长期坚持高分红（2020年分红比例94%），短期关注新路投产影响，长期具备稳健投资价值。
- **深高速**：前三季度归母净利润20.13亿元，同比增长4.6%。收费公路与大环保双主业展现协同性，未来公司公路及环保主业有望保持较高的扩张成长性，或带动业绩持续超预期，此外承诺21-23年每年分红比例不低于55%，股息收益可观。
- **粤高速**：前三季度归母净利润11.92亿元，受疫情影响同比下降14.5%。佛开南段改扩建后延长约18年收费期，叠加并表广惠高速，路产经营期限风险及盈利风险大幅收窄，此外21-23年每年70%分红比例承诺同样具备高股息配置价值。

表：A股公路板块高分红标的股息测算统计

| 项目 | | 600377.SH | 600350.SH | 001965.SZ | 000429.SZ | 600548.SH |
|--------------------|-----------|---|--------------|-------------------------|---------------------|---------------------|
| | | 宁沪高速 | 山东高速 | 招商公路 | 粤高速A | 深高速 |
| 2022/11/30收盘市值(亿元) | | 405 | 277 | 486 | 156 | 187 |
| 2022E | 归母净利润(亿元) | 36.42 | 33.48 | 51.91 | 15.71 | 28.42 |
| | 对应PE | 11.11 | 8.28 | 9.35 | 9.93 | 6.58 |
| | 现金分红(亿元) | 24.18 | 20.09 | 31.15 | 11.00 | 15.63 |
| | 分红比例 | 66% | 60% | 60% | 70% | 55% |
| 2023E | 对应股息率 | 5.98% | 7.25% | 6.41% | 7.05% | 8.36% |
| | 归母净利润(亿元) | 39.83 | 39.85 | 60.65 | 16.80 | 30.33 |
| | 对应PE | 10.16 | 6.95 | 8.01 | 9.28 | 6.16 |
| | 现金分红(亿元) | 25.19 | 23.91 | 36.39 | 11.76 | 16.68 |
| 2024E | 分红比例 | 63% | 60% | 60% | 70% | 55% |
| | 对应股息率 | 6.23% | 8.63% | 7.49% | 7.54% | 8.93% |
| | 归母净利润(亿元) | 42.57 | 44.68 | 67.62 | 17.87 | 32.25 |
| | 对应PE | 9.50 | 6.20 | 7.18 | 8.73 | 5.80 |
| 2024E | 现金分红(亿元) | 26.20 | 26.81 | 40.57 | 12.51 | 17.74 |
| | 分红比例 | 62% | 60% | 60% | 70% | 55% |
| | 对应股息率 | 6.48% | 9.68% | 8.35% | 8.02% | 9.49% |
| | 分红情况 | 2017-2021年分别0.44元/0.46元/0.46元/0.46元/0.46元 | 承诺每年分红不低于60% | 2021年分红比例43%，预期后续或进一步提升 | 承诺2021-2023年分红比例70% | 承诺2021-2023年分红比例55% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所
 备注：盈利预测为浙商交运团队预测值

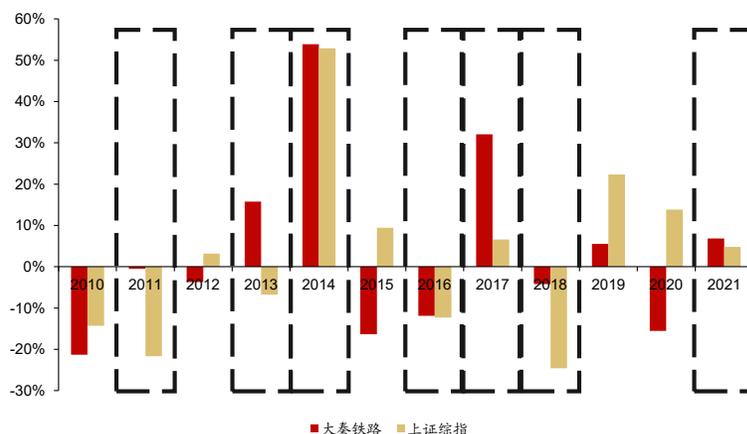
大秦铁路短期疫情影响不改股息价值，中长期仍然稳健

- 短期受疫情影响。**大秦线10月日均运量60.29万吨，同比下降43.1%，主要受大秦线湖东机务段疫情与秋修影响。我们测算，疫情影响10月运量1400万吨左右。通过到港量分析，疫情影响逐步消除，测算当前大秦线日运量已经恢复至100万吨之上。结构上中长期看大秦线运量仍有煤源结构调整、运输结构调整、成本相对优势的“三层安全垫”支撑。
- 高分红托底绝对受益。**公司承诺2020-2022每年DPS不低于0.48元，当前股价对应股息率7.0%。此外，公司当前PB(LF)仅0.8倍左右，估值低位具有安全边际。
- 防御性具备稳健投资价值。**复盘2010-2021年，上证综指年度收益率有5次为负，其中大秦铁路4次跑出超额收益，基于业绩稳增长及股息高防御，建议关注公司在大盘谨慎预期下的稳健配置价值。

图：两港煤炭铁路调入量稳步回升



图：2010-2021的11年间，大秦铁路收益率累计7次跑赢上证指数



图：大秦铁路当前PB (LF) 仅0.8倍



吞吐量预计维持稳增

货物吞吐量：随疫情因素淡化恢复平稳增长，体现吞吐需求韧性。

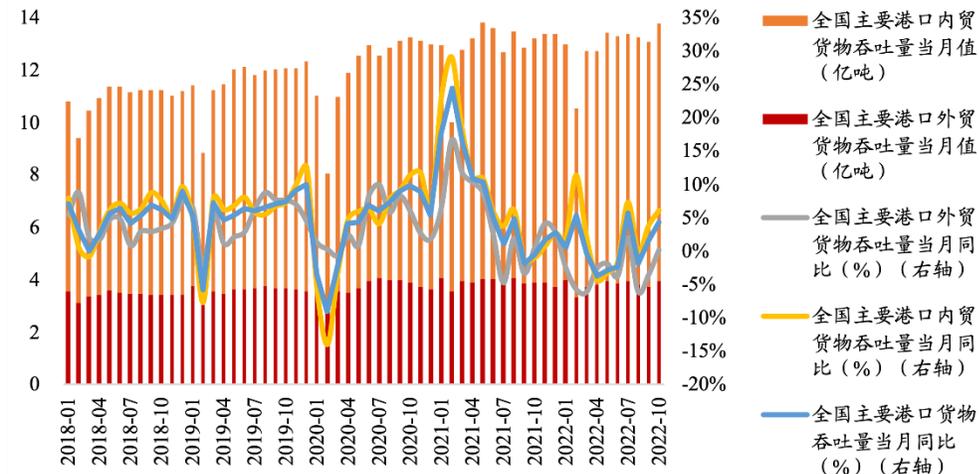
2022年上半年，国内疫情严峻，导致各大港口运行效率出现波动。全国主要港口货物吞吐量当月同比降幅在4月达到峰值3.72%，后续逐步收窄，并在7月恢复正增长，体现吞吐需求韧性。

综合全年水平看，全国主要港口货物吞吐量1-10月累计实现129.34亿吨，全国主要港口货物吞吐量累计同比降幅在6月达到峰值0.8%，7月恢复正增长，预计随着疫情影响淡化，后续增幅逐步回归正常水平。

弱外需下外贸吞吐量持续低速下滑，静待复苏实现反弹。

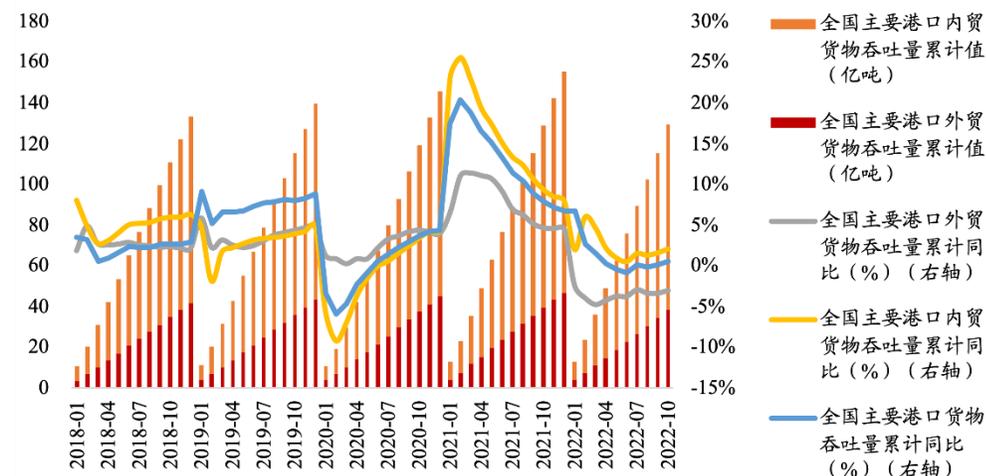
多重宏观因素下，2022年全球经济发展降速，全国主要港口外贸货物吞吐量持续低速下滑，1-10月累计下滑2.98%，占吞吐量比重当月值从1月的30.62%逐步落至10月的29.50%。展望未来，我国供给能力持续领先海外的趋势确定，外贸吞吐量不具备大幅度下滑基础，且具备一定上行弹性，静待复苏反弹。

图：全国主要港口货物吞吐量结构（分内贸、外贸）当月值（交通部口径）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：货物吞吐量结构（分内贸、外贸）累计值（交通部口径）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

吞吐量预计维持稳增

集装箱吞吐量：疫情扰动下维持正增长，后续稳增趋势确定。

2022年上半年国内疫情严峻期间，全国主要港口货物吞吐量出现负增长的同时，集装箱吞吐量维持正增长，且涨幅未有明显下滑，吞吐需求韧性强于其他货种，1-8月累计实现1.51亿标准箱，累计同比为3.46%。

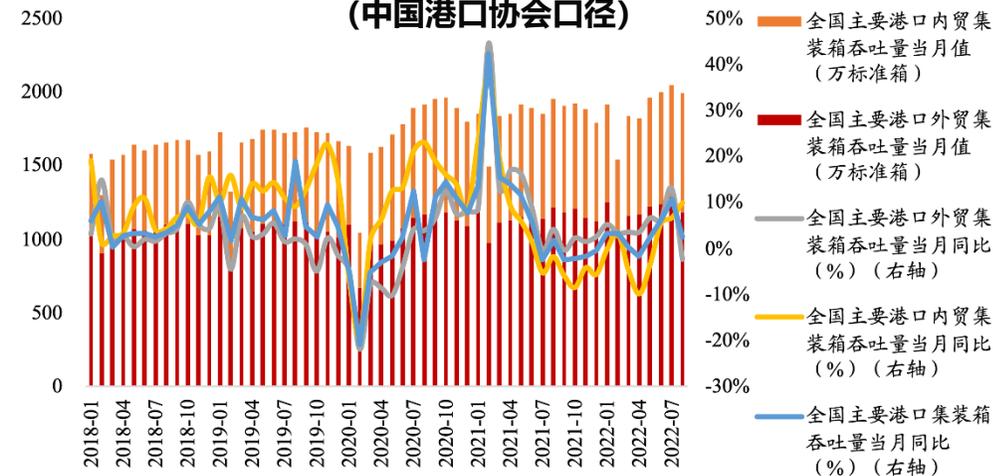
随着疫情影响淡化，经济逐步复苏，集装箱吞吐量得益于较强的韧性，稳增趋势持续的确定性较强。

外需不足冲击有限+内需复苏趋势确定，涨幅预计逐步改善。

在全国主要港口外贸货物吞吐量受制于弱外需而低速下滑的背景下，外贸集装箱吞吐量维持正增长，1-8月累计实现9506.92万标准箱，累计同比为4.75%，考虑到我国出口金额维持稳定增长，弱外需背景下出口优势维持，预计外贸箱吞吐量维持稳定增长。

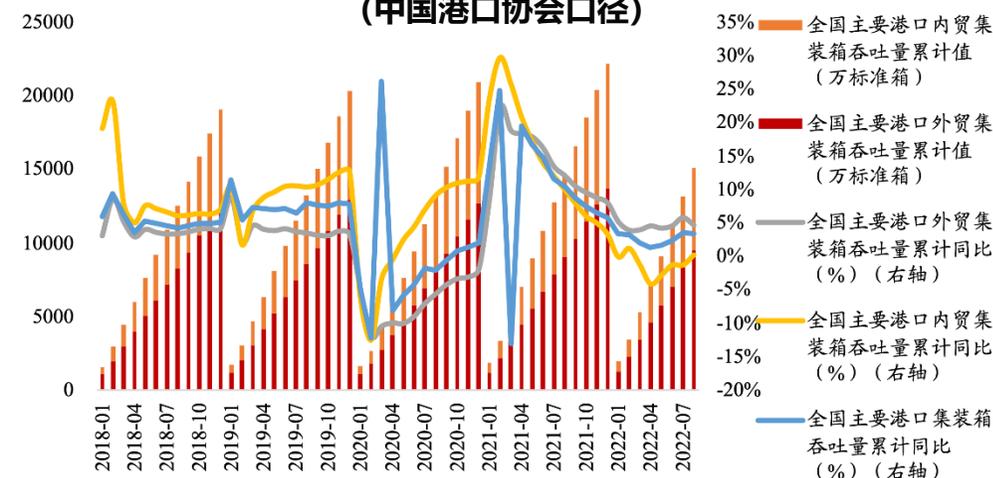
内贸集装箱吞吐量在疫情严峻期间有所下滑，但在6月起已恢复正增长，1-8月累计实现5641万标准箱，累计同比以0.21%恢复正值，预计随着疫情影响淡化、国内经济复苏，逐步恢复正常涨幅。

图：全国主要港口集装箱吞吐量结构（分内贸、外贸）当月值
(中国港口协会口径)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：全国主要港口集装箱吞吐量结构（分内贸、外贸）累计值
(中国港口协会口径)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

装卸费率回归理性，且具备上行弹性

港口整合避免同业竞争，带动费率回归理性。

随着2010年代后期港口竞争激化导致资源利用效率降低，同腹地港口之间的整合增效需求趋于迫切，各省港口区域整合在2015年起趋于频繁。2019年，各省基本已设立港口集团，形成“一省一港”态势，以高效匹配业务资源，避免省内港口腹地重叠引起的同业竞争。

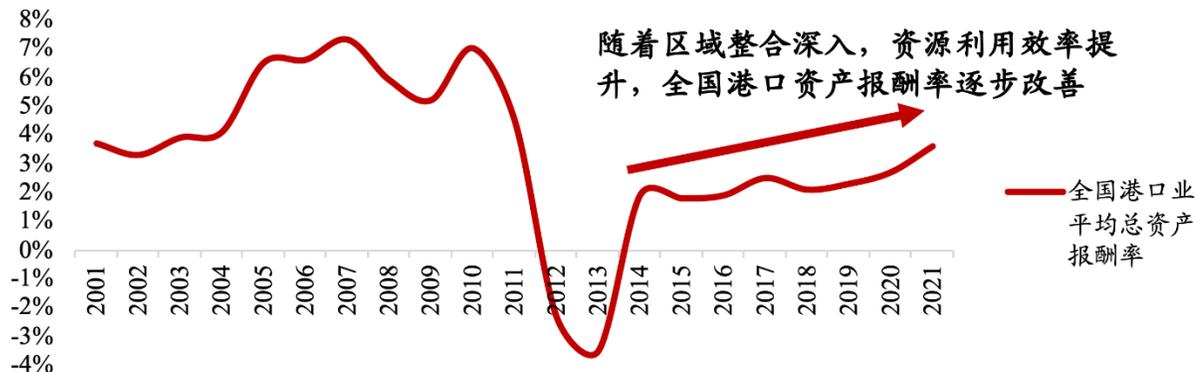
随着区域整合深入，各港口间竞争格局向好，带动整体产能利用效率提升。从港口行业平均资产报酬率来看，从2014年的1.9%提升至2021年的3.6%，提升1.7个百分点，现仍处稳步提升阶段。对各港口而言，区域整合背景下同腹地港口间的同业竞争不再，自身资源价值可充分发挥，建议关注催化港口价值凸显的机会。

表：港口区域整合事件在2015年起趋于频繁，并逐步形成“一省一港”态势

| 省份 | 涉及上市公司 | 事件年月 | 港口整合事件 |
|---------|--|---------|--|
| 广西壮族自治区 | 北部湾港 (000582.SZ) | 2007/02 | 自治区政府独资成立广西北部湾国际港务集团有限公司 |
| | | 2009/12 | 整合钦州、防城港、北海三港，统称“广西北部湾港” |
| 河北省 | 秦港股份 (601326.SH) 唐山港 (601000.SH) | 2009/06 | 河北省国资委出资成立河北省港口集团 |
| | | 2019/10 | 唐山市国资委出资成立唐山港口集团，整合唐山港口实业集团及曹妃甸港集团 |
| 福建省 | 厦门港务 (000905.SZ) | 2009/11 | 福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，省内将整合形成福州港、湄洲港、厦门港三大港口群 |
| 浙江省 | 宁波港 (601018.SH) | 2015/08 | 浙江省国资委注资180亿元成立浙江省海港集团 |
| | | 2015/09 | 宁波港与舟山港集团完成合并 |
| 海南省 | | 2016/12 | 海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》采用“政府推动+市场决定模式” |
| 江苏省 | 南京港 (002040.SZ) | 2017/05 | 江苏交控与南京、苏州等8市国资企业联合发起设立江苏省港口集团 |
| 辽宁省 | 辽港股份 (601880.SH) | 2017/06 | 辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》 |
| | | 2017/11 | 辽宁省、招商局、大连市、营口市共同发起成立辽宁省港口集团 |
| 山东省 | 青岛港 (601298.SH / 6198.HK) 日照港 (600017.SH) | 2018/03 | 渤海湾港口集团成立，整合东营港、潍坊港、滨州港 |
| | | 2019/07 | 青岛港吸收合并威海港 |
| | | 2019/08 | 成立山东省港口集团，在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港，形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局 |

资料来源：各级政府网站，浙商证券研究所

图：2010年代后期，随着区域整合深入，全国港口资产报酬率逐步改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

装卸费率回归理性，且具备上行弹性

费率市场化趋势已开启，贡献业绩弹性想象空间。

我国港口收费形式主要分为政府定价、政府指导价、市场调节价三种形式，近年来已经历多次改革，定价逐步市场化的趋势已现，带动业绩上行的想象空间。

港口现行收费办法为交通运输部、国家发改委于2019年4月1日起执行的《港口收费计费办法》（第2次修订版），其中降低了部分政府定价收费标准，合并了部分收费项目，并赋予船方拖轮使用自主决定权。

本次修订释放后续进一步市场化的信号，对各港口而言，业绩向上弹性仍存想象空间。

核心港口得益于吞吐量增长确定性较强，价格弹性相对较优。

推荐：青岛港（601298.SH）、日照港（600017.SH）

建议关注：上港集团（600018.SH）

表：港口收费改革的根本原则是市场化导向，定价逐步市场化的趋势已现

| 收费项目 | 政府定价 | 政府指导价 | 市场调节价 | 待定 |
|--------------------------------|-----------|--------|-------|-----------|
| 货物港务费 | 现行 | | | |
| 装卸作业包干费 | | 2016年前 | 现行 | |
| 引航费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费、围油栏使用费 | 2016年前 | 现行 | | |
| 外贸理货费 | 1993-2005 | | 现行 | 2005-2016 |
| 船舶代理费 | 1994-2003 | | 现行 | |

资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

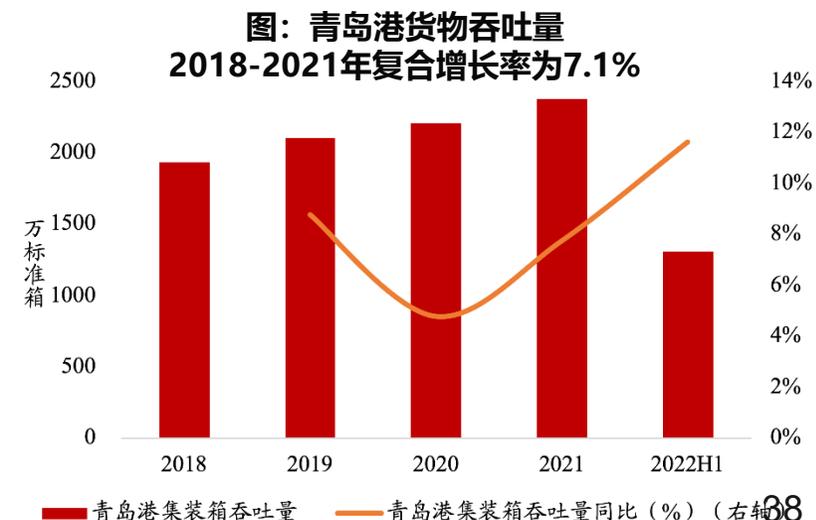
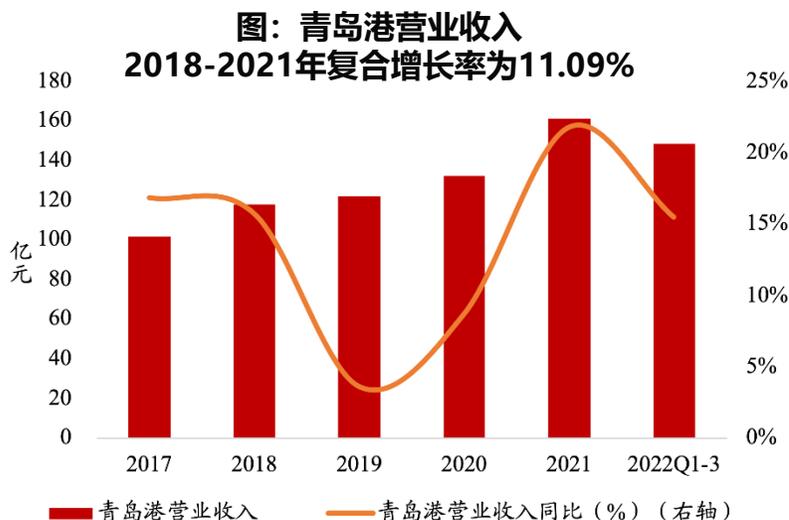
青岛港（601298.SH）：领先综合性港口，量价持续提升条件稳固。维持“买入”评级。

北方重要综合性港口，资源丰富支撑领先规模，2021年货物吞吐量位列世界第4、集装箱吞吐量位列世界第6。

吞吐量增速持续远超行业，量价持续提升条件稳固。

- **吞吐量视角：**受益于腹地及码头产能释放，吞吐量稳健增长。2022年上半年货物吞吐量、集装箱吞吐量增速分别领先行业9.6、8.6个百分点。
- **费率视角：**山东港口整合已基本完成，避免腹地重叠引起的同业竞争，且费率市场化趋势已开启，利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。

盈利预测：预计2022-2024年公司归母净利润分别实现45.16亿元、50.21亿元、55.10亿元，对应PE分别为7.6倍、6.8倍、6.2倍。同时，公司2018年起已连续4年分派权益，2021年年度权益分派比例为41.99%，实施日对应股息率高达4.99%。若利润增长符合预期、权益分派持续且分配比例维持，可实现约15%的绝对收益，维持“买入”评级。



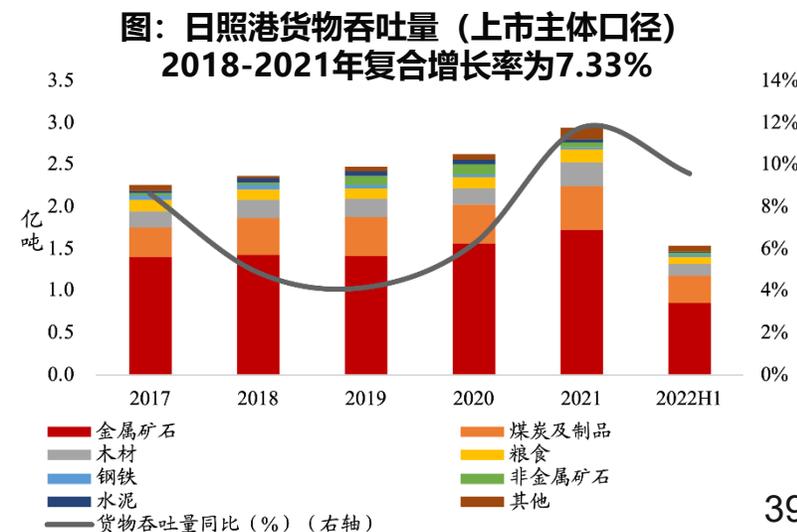
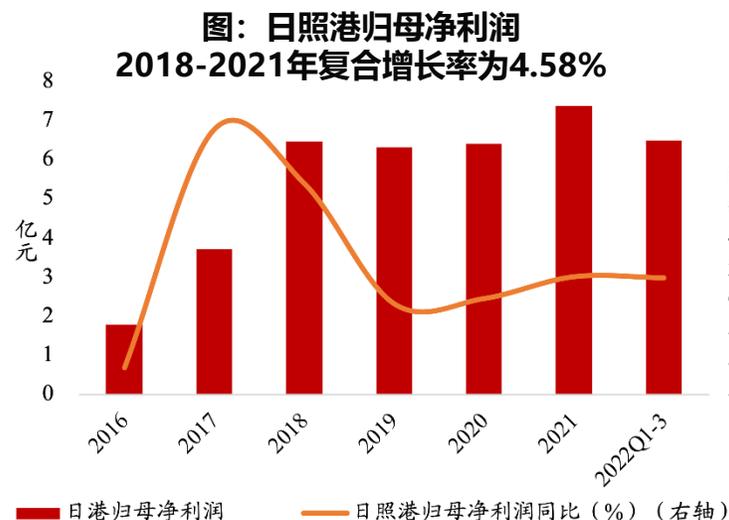
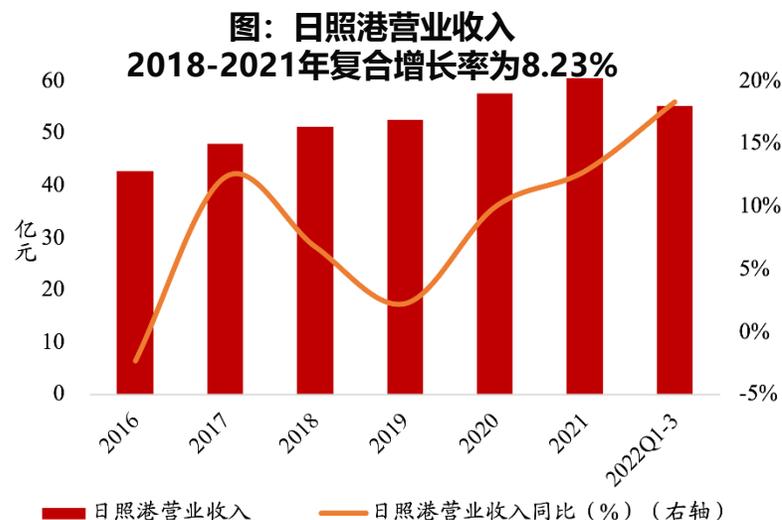
日照港 (600017.SH)：重要干散货港口，量价向好成长性凸显。维持“增持”评级。

山东省重要干散货港口，2021年吞吐量位列沿海港口第6且仍处上升通道，铁矿石吞吐量十数年居全国港口首位。

公司量价向好的趋势确定，预计后续业绩维持高成长性。

- **吞吐量视角：**公司以铁矿石、煤炭为核心货种，腹地具备稀缺铁路资源瓦日线、新荷兖日线，以及领先钢厂资源山钢、日钢。中短期看，预计铁矿石吞吐量企稳、煤炭稳定上量；中长期看，煤炭扩产+“公转铁”推进驱动，铁路运输上量确定性强。
- **费率视角：**山东港口整合已基本完成，避免腹地重叠引起的同业竞争，且费率市场化趋势已开启，利润将随货种吞吐需求提升而具备上行弹性。

盈利预测：预计2022-2024年公司归母净利润分别实现8.58、9.87、11.24亿元，对应PE分别为10.3倍、9.0倍和7.9倍，具备低估值稳增长特征，维持“增持”评级。



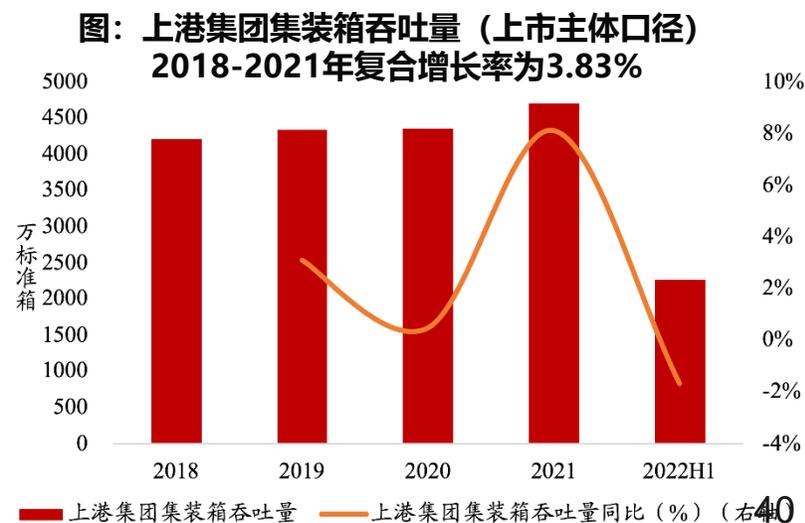
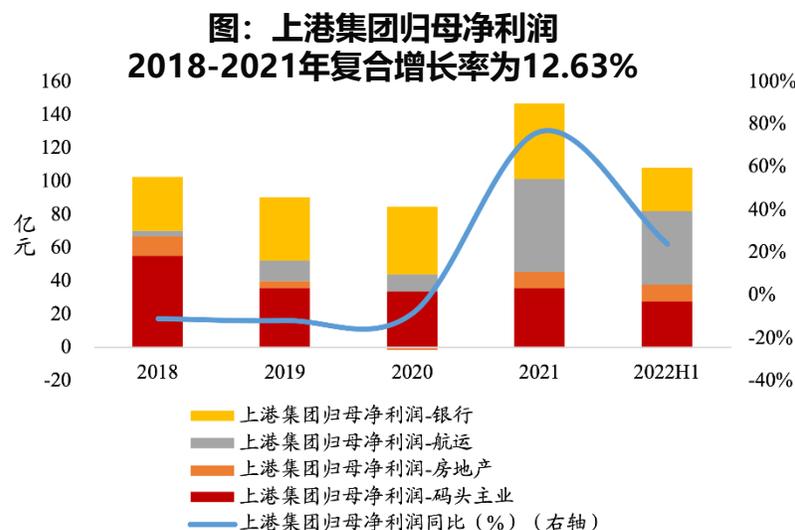
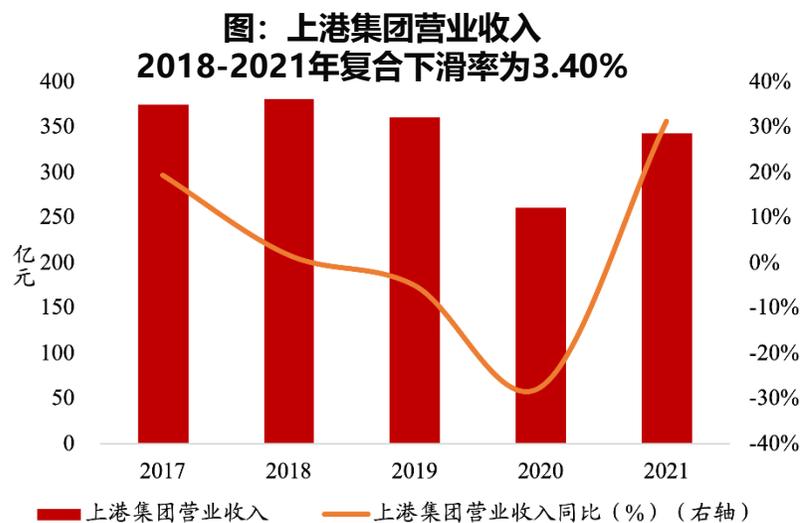
上港集团 (600018.SH)：集装箱吞吐量持续居全球首位，码头主业韧性构建业绩改善基础。建议关注。

全球领先集装箱港口，2010年起集装箱吞吐量稳居首位，航运、房地产、银行等多元投资拓宽利润来源。

公司码头主业韧性强劲，预计随疫情受控实现业绩修复。

- **吞吐量视角：**公司吞吐货种以集装箱为主、以干散货为辅，高度受益于吞吐能力以及外贸航线资源。2022年1-10月，公司母港累计吞吐集装箱3908万标准箱，累计同比增速为0.2%，落后行业3.5个百分点，主要系上半年上海疫情严峻所致。我们认为公司龙头需求韧性强劲且稳定，预计随疫情局势缓和迅速复苏。
- **费率视角：**各大港口集装箱装卸费率上调持续推进，2021年12月3日公司公告内贸20英尺重箱中转费提升约50%。我们测算若综合价格上涨10%，则静态利润弹性8%左右。

盈利预测：预计公司2022-2024年归母净利润分别为185.11亿元、150.71亿元、153.74亿元，对应现股价PE分别为6.9倍、8.4倍、8.3倍，维持“增持”评级。



重点公司盈利预测及估值

| 证券代码 | 证券简称 | 评级 | 市值 | 归母净利润(亿元) | | | | PE | | | | PB | |
|-----------|------|----|------------|-----------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|------|
| | | | 2022/11/30 | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | TTM | 22E | 23E | 24E | LF |
| 600603.SH | 广汇物流 | 买入 | 96 | 5.73 | 7.02 | 10.58 | 16.47 | 16.84 | 33.50 | 13.75 | 9.12 | 5.86 | 1.75 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 买入 | 357 | 14.77 | 17.29 | 35.96 | 48.78 | 24.17 | 24.44 | 20.65 | 9.93 | 7.32 | 2.16 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 668 | 21.03 | 37.23 | 43.85 | 50.02 | 31.77 | 17.04 | 17.95 | 15.24 | 13.36 | 2.62 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 增持 | 2,594 | 42.69 | 70.14 | 90.21 | 99.41 | 60.77 | 37.37 | 36.99 | 28.76 | 26.10 | 3.06 |
| 603128.SH | 华贸物流 | 增持 | 159 | 8.37 | 9.46 | 12.33 | 15.46 | 18.98 | 17.62 | 16.79 | 12.88 | 10.27 | 2.82 |
| 600057.SH | 厦门象屿 | 买入 | 266 | 21.60 | 28.10 | 33.81 | 40.05 | 12.29 | 9.92 | 9.45 | 7.85 | 6.63 | 1.84 |
| 600153.SH | 建发股份 | 增持 | 468 | 60.98 | 65.10 | 74.61 | 82.71 | 7.67 | 7.44 | 7.19 | 6.27 | 5.66 | 1.08 |
| 600350.SH | 山东高速 | 买入 | 277 | 30.52 | 33.48 | 39.85 | 44.68 | 9.08 | 8.49 | 8.28 | 6.95 | 6.20 | 0.95 |
| 001965.SZ | 招商公路 | 买入 | 486 | 49.73 | 51.91 | 60.65 | 67.62 | 9.77 | 10.57 | 9.35 | 8.01 | 7.18 | 0.91 |
| 600377.SH | 宁沪高速 | 增持 | 385 | 41.79 | 36.42 | 39.83 | 42.57 | 9.22 | 11.56 | 10.58 | 9.68 | 9.05 | 1.29 |
| 000429.SZ | 粤高速 | 增持 | 147 | 17.00 | 15.71 | 16.80 | 17.87 | 8.63 | 10.41 | 9.35 | 8.74 | 8.22 | 1.74 |
| 600548.SH | 深高速 | 增持 | 168 | 26.06 | 28.42 | 30.33 | 32.25 | 6.44 | 6.94 | 5.90 | 5.53 | 5.20 | 1.03 |
| 601006.SH | 大秦铁路 | 增持 | 1,018 | 121.81 | 121.34 | 132.32 | 136.08 | 8.36 | 7.99 | 8.39 | 7.70 | 7.48 | 0.82 |
| 601816.SH | 京沪高铁 | 增持 | 2,421 | 48.16 | 13.65 | 114.78 | 130.04 | 50.27 | 389.84 | 177.36 | 21.09 | 18.62 | 1.31 |
| 601298.SH | 青岛港 | 买入 | 342 | 39.64 | 45.16 | 50.21 | 55.1 | 8.64 | 8.47 | 7.58 | 6.82 | 6.21 | 1.01 |
| 600018.SH | 上港集团 | 增持 | 1,269 | 146.82 | 185.11 | 150.71 | 153.74 | 8.64 | 6.86 | 6.86 | 8.42 | 8.25 | 1.15 |
| 600017.SH | 日照港 | 增持 | 89 | 7.37 | 8.58 | 9.87 | 11.24 | 12.02 | 10.81 | 10.32 | 8.97 | 7.88 | 0.65 |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所
备注: 盈利预测为浙商交运团队预测值

风险提示

- 1、新冠疫情反复扰动。
- 2、煤价大幅下跌导致疆煤外运性价比下降。
- 3、网购需求回落影响快递业经营。
- 4、大宗商品价格及跨境空海运价大幅波动。
- 5、高速公路行业政策往不利方向发展。
- 6、铁路货物运输线路事故。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>