

百转千回，终见曙光

——交通运输行业2023年投资策略

- 分析师：程新星 执业证书编号：S0930518120002
- 联系人：卢浩敏

2022年12月14日

- 国内疫情反复，交运各板块大幅波动
- 高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复
- 航空机场：需求有望逐步恢复，股价继续提前基本面修复
- 快递：盈利修复成主要矛盾，经济下行引发市场担忧
- 公路铁路：疫情意外冲击，仍具防御价值
- 投资建议
- 风险提示

一、国内疫情反复，交运各板块大幅波动

□ 1.1、行情回顾：国内疫情反复，交运各板块大幅波动

- 在大盘整体表现较弱的背景下，交运公司具备一定的防御属性。
- 除了机场子行业二季度以来强势反弹以及快递子行业的低位震荡，其他子行业今年以来都呈现出较大波动。

图1：2022年以来交运板块收益位于所有中信一级行业第二位

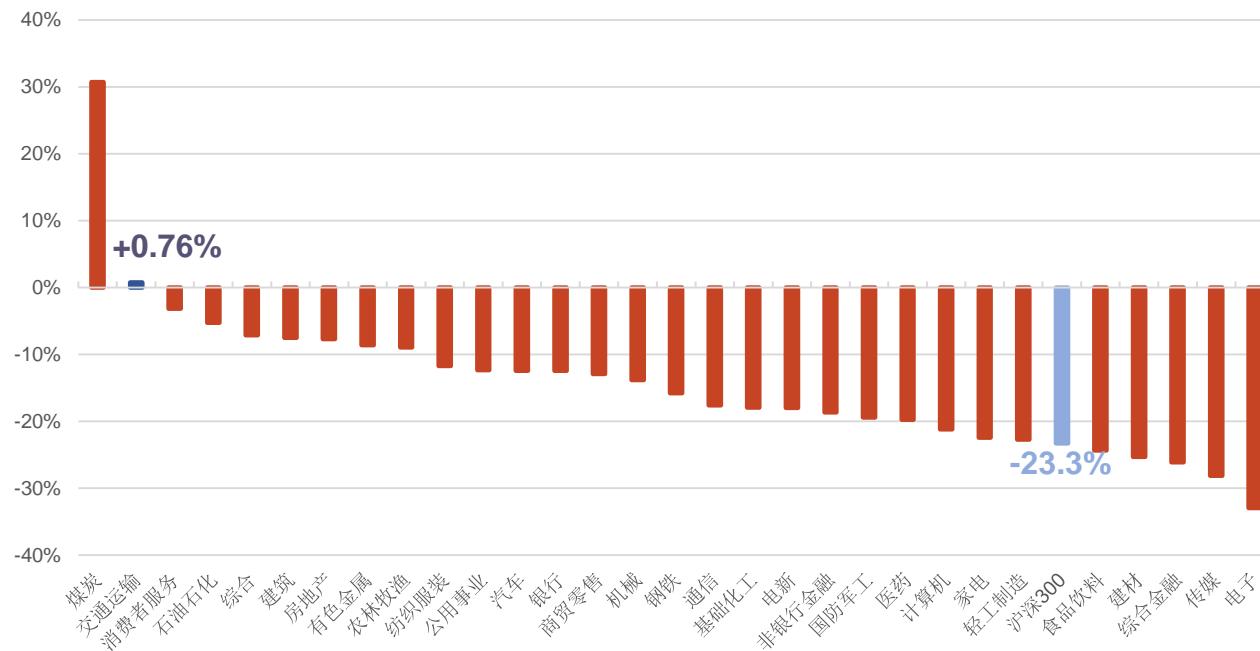
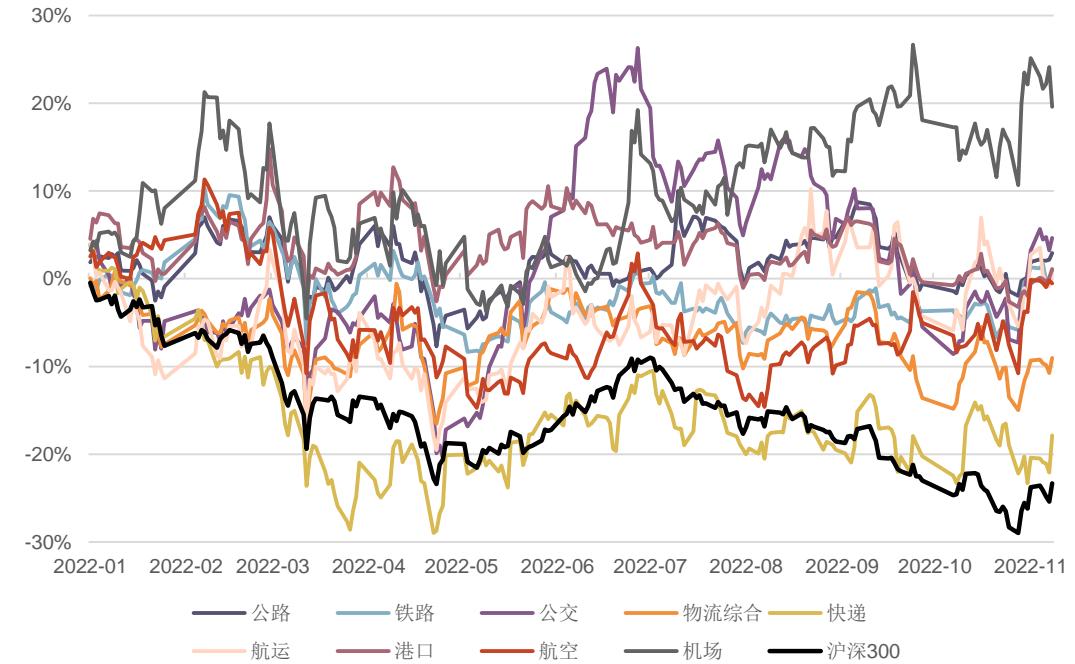


图2：2022年以来交运各子行业继续分化且波动明显



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2022年11月11日

一、国内疫情反复，交运各板块大幅波动



1.1、行情回顾：国内疫情反复，交运各板块大幅波动

- 2022年前三季度，A股交运上市公司合计实现营业收入约25,917亿元，同比增长11.8%，合计实现归母净利润约987亿元，同比下降27%。
- 分结构看，净利润贡献前三的子行业分别是航运、港口、公路，实现归母净利润分别约1,114亿元、328亿元、205亿元；所有子行业中，航空、机场出现亏损，2022年前三季度归母净亏损分别为1,007亿元、36亿元。

图3、图4：交运上市公司前三季度合计营业收入及归母净利润比较

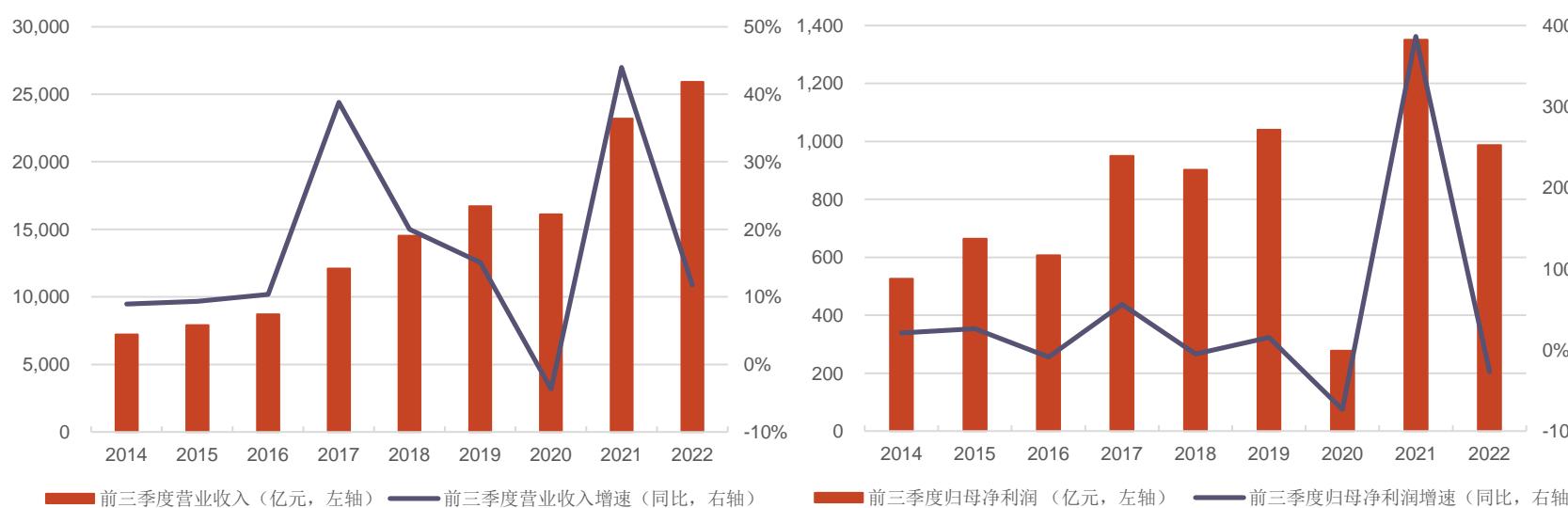
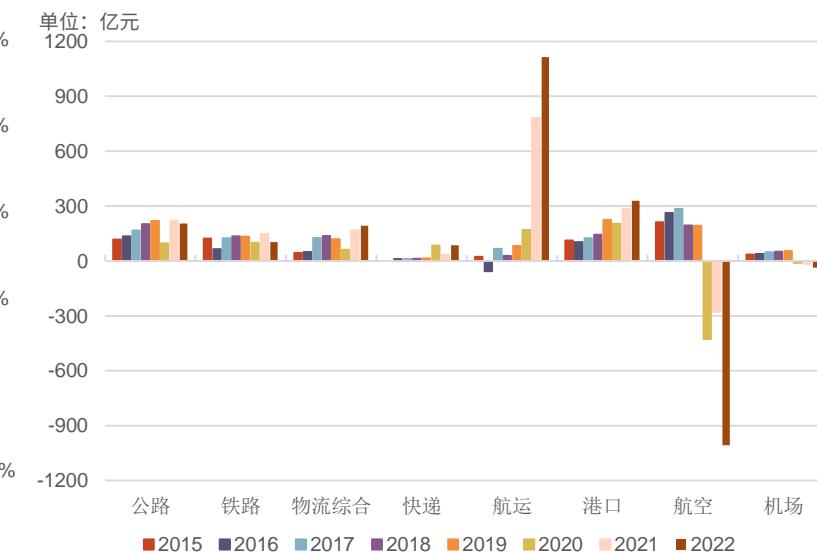


图5：交运各子行业合计归母净利润比较



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计口径剔除海航科技；上海机场2022年前三季度营收及归母净亏损为追溯调整后的数值

一、国内疫情反复，交运各板块大幅波动

1.2、驱动因素分析：新冠疫情边际变化影响仍在，防御性配置需求带来增量动能

- 今年以来国内疫情持续出现多点散发态势，疫情防控依然是重中之重，这也使得市场对于未来疫情演变的节奏出现分歧，进而导致航空机场公司股价出现不同程度的波动。
- 2022年上半年国内疫情对出行市场的影响较为严重，虽然三季度客运需求有所复苏，但恢复程度较为有限。

图 6：国内新冠新增确诊人数出现反复（单位：例）

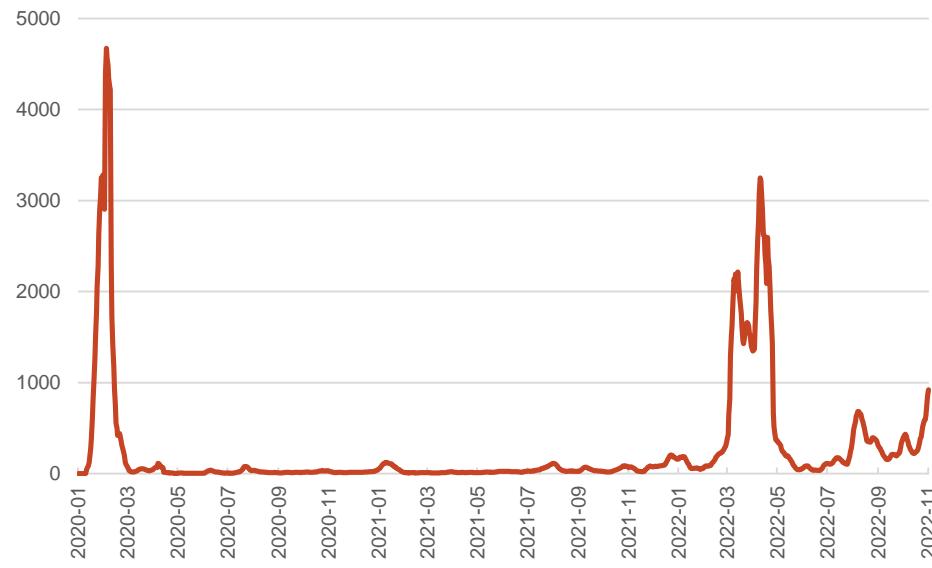
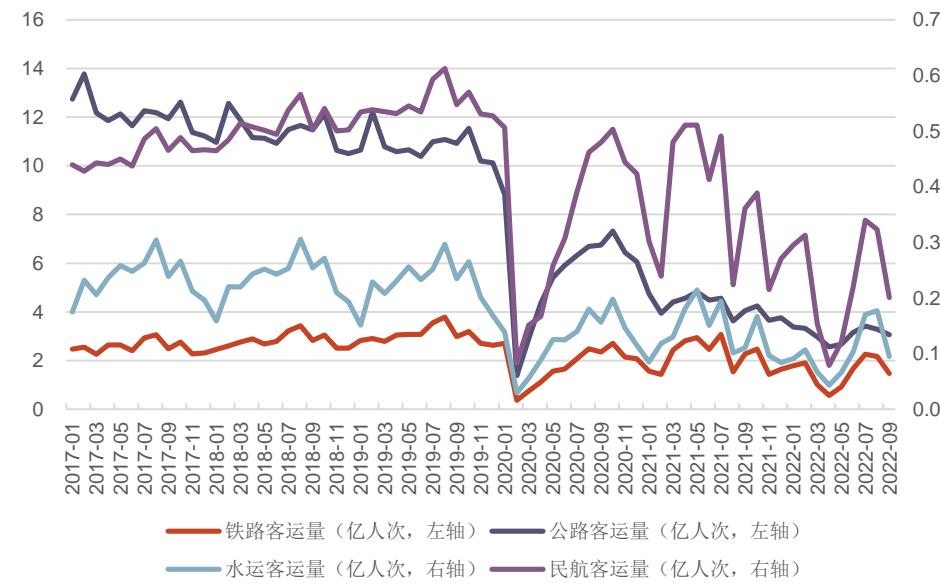


图 7：全国客运需求在2022年3月再次探底



一、国内疫情反复，交运各板块大幅波动



1.2、驱动因素分析：新冠疫情边际变化影响仍在，防御性配置需求带来增量动能

- 全国港口集装箱吞吐量由于去年高基数原因出现增速回落，但依然维持高位运行。
- 油运行业今年表现亮眼：受到全球原油供需结构影响，特别今年“俄乌冲突”以及“伊核问题”等地缘政治事件改变了原油供需结构，导致原油运输价格大幅上涨，进而推动油运板块大幅上涨。

图 8：全国港口集装箱吞吐量维持高位（单位：万标准箱）

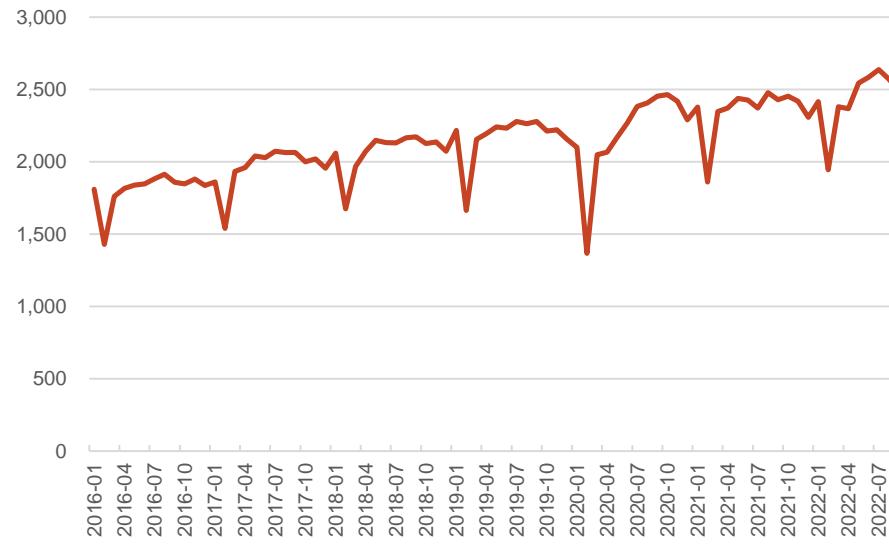
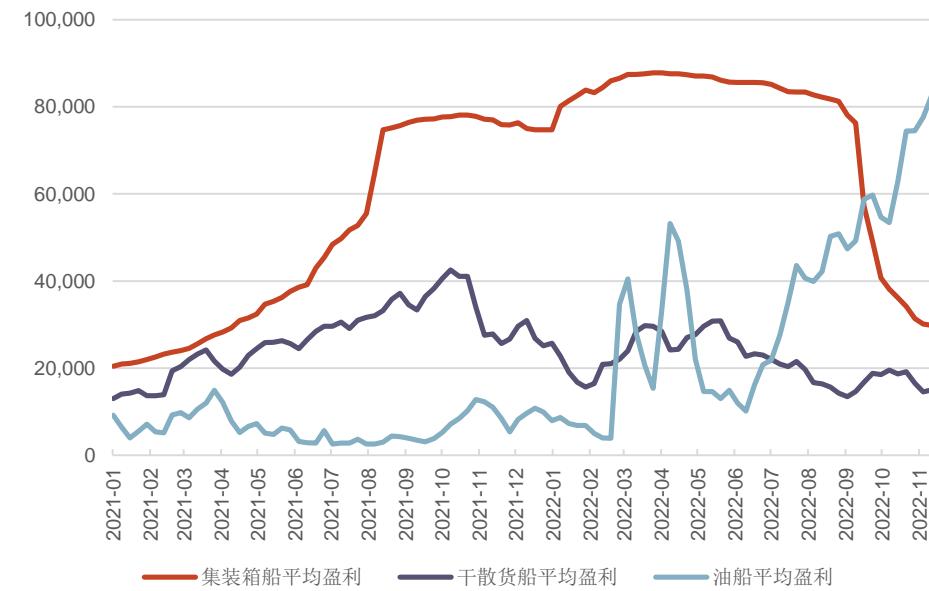


图 9：油轮平均盈利快速上涨（单位：美元/天）



资料来源：Wind，克拉克森，光大证券研究所

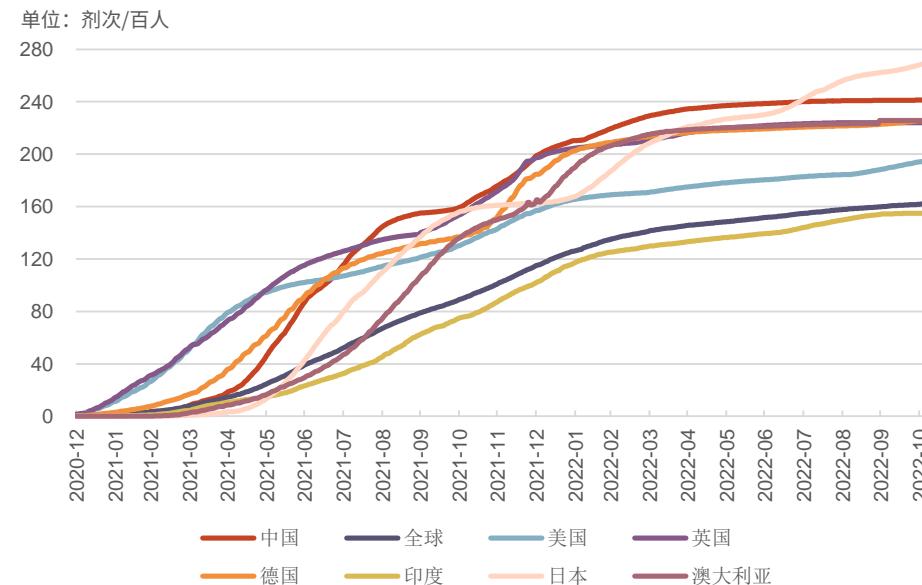
一、国内疫情反复，交运各板块大幅波动



□ 1.3、2023年展望：国内疫情逐步缓解，“疫情受损股”估值继续修复

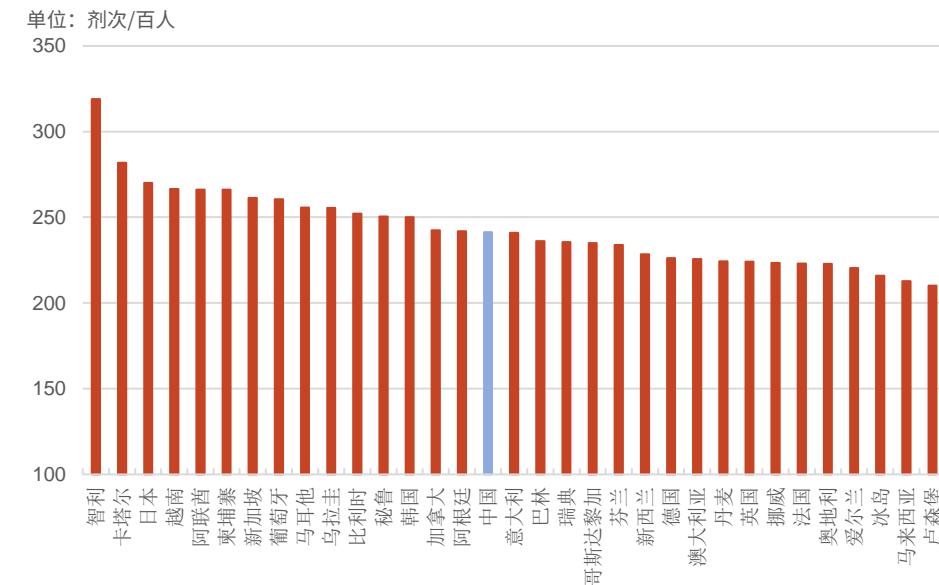
- 2021年以来，全球疫苗接种加快推进。截至2022年11月10日，智利每百人接种达到310剂以上，领跑全球；日本、英国、法国、德国、澳大利亚每百人接种达到220剂以上；中国每百人接种达到240剂以上。
 - “疫情受损股”基本面将持续改善。虽然中国放松出入境限制的节奏可能晚于部分欧美国家，但客运需求逐步恢复的大趋势不可逆转，相关公司基本面将持续修复，并在未来继续完成估值修复，完成自身的均值回归。

图 10：主要国家新冠疫苗接种剂次不断提高



请务必参阅正文之后的重要声明

图 11：全球新冠疫苗接种剂次国家/地区排名



二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.1、酒店、航空、机场、旅游受疫情冲击严重

- 新冠疫情期间，出行人数大幅下降。2020-2021年，全国完成营业性客运量分别约97亿人次、93亿人次，分别相当于2019年同期水平的55%、47%。进入2022年，由于国内疫情反复，整体客运需求持续不振，月度客运量大多数时间都在19年同期水平的40%之下。
- 在客运出行大幅下降的背景下，与居民出行直接相关的四大行业（酒店、航空、机场、旅游）受损严重，都面临行业需求大幅下降，公司大幅亏损的不利局面。

图 12：全国客运量较疫情前水平有较大差距

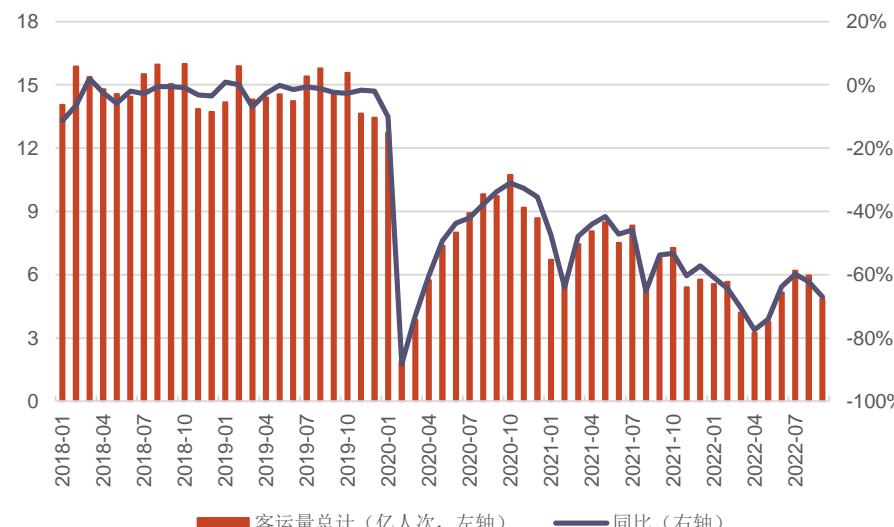
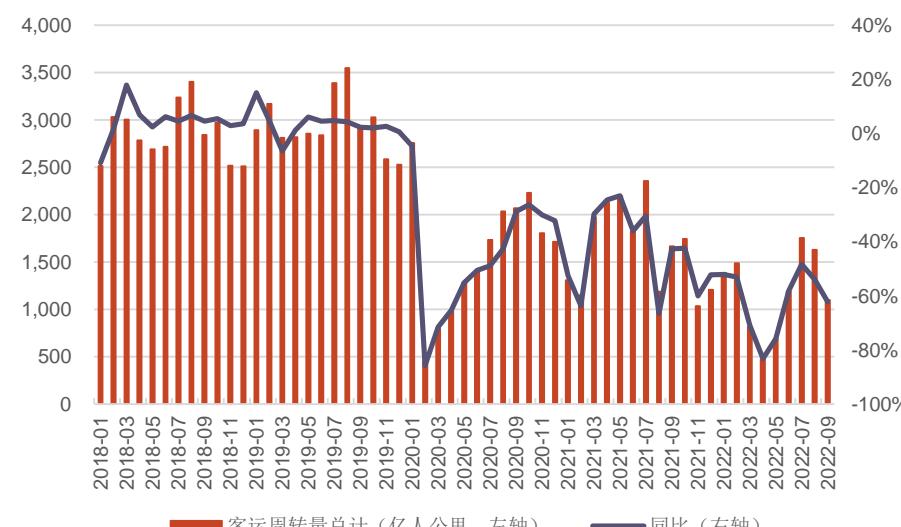


图 13：全国客运周转量较疫情前水平有较大差距



请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.1、酒店、航空、机场、旅游受疫情冲击严重

- 2020-2021年，全民航合计发送旅客4.2亿人次、4.4亿人次，分别相当于2019年同期水平的63%、67%。2022年前九月全民航旅客发送量约2.0亿人次，仅为2019年同期水平的41%，也大幅低于2020-2021年同期水平。
- 2020-2021年，全国机场旅客吞吐量约8.6亿人次、9.1亿人次，分别相当于2019年同期水平的63%、67%。2022年前九月全国机场旅客吞吐量约4.2亿人次，仅为2019年同期水平的58%，也大幅低于2020-2021年同期水平。

图 14：全民航客运量处于低位

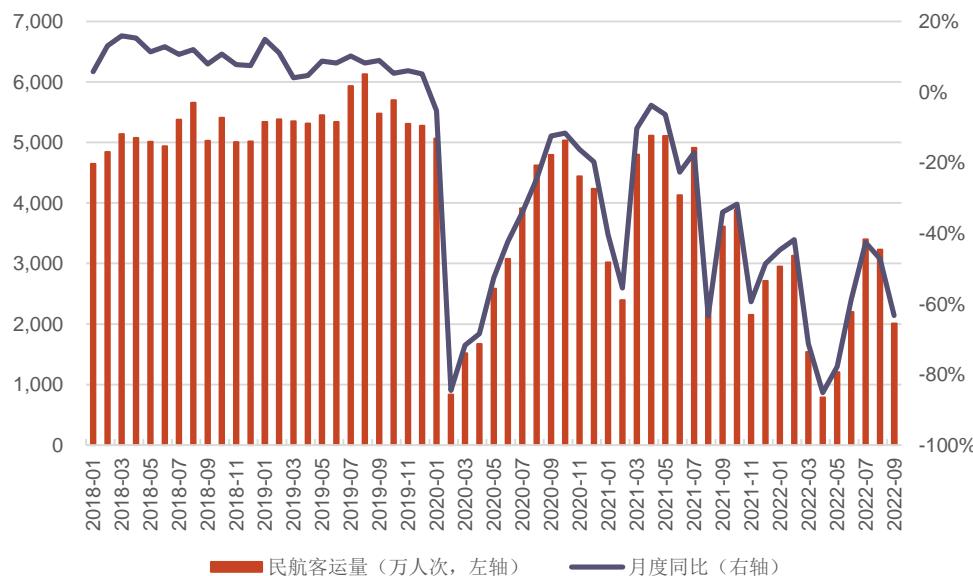
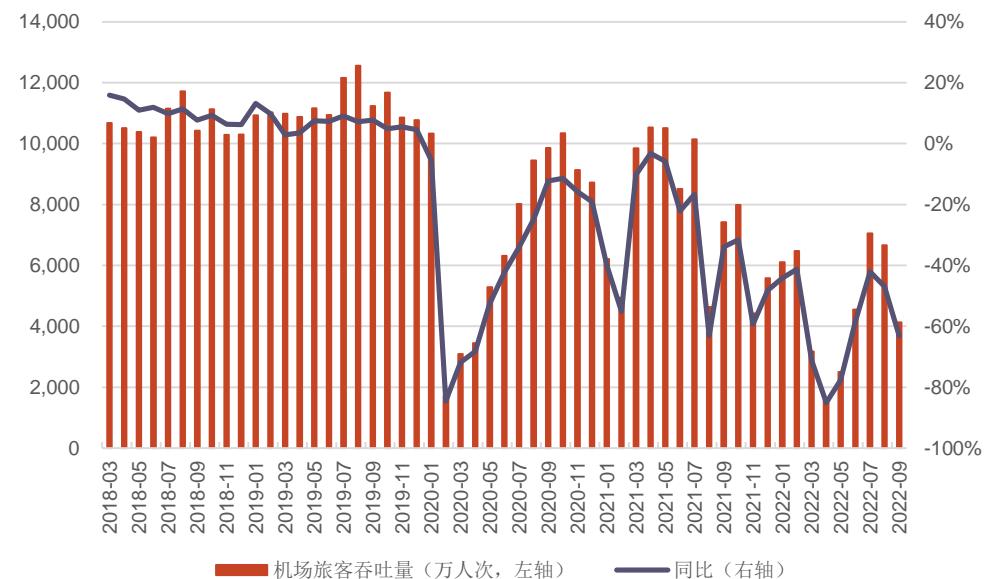


图 15：全国机场旅客吞吐量仍未恢复到疫情前水平



请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.1、酒店、航空、机场、旅游受疫情冲击严重

- 在需求大幅下降的情况下，民航业面临巨额亏损。2020-2021年，全民航合计亏损分别约974亿元、842亿元；2022年上半年，全民航业整体亏损达1,089亿元。2022年第三季度，A股上市航司、机场合计归母净亏损分别为342亿元、9.4亿元（调整后），虽然亏损环比有所收窄，但同比均大幅增加。

图 16：2020-2021年全民航面临巨额亏损

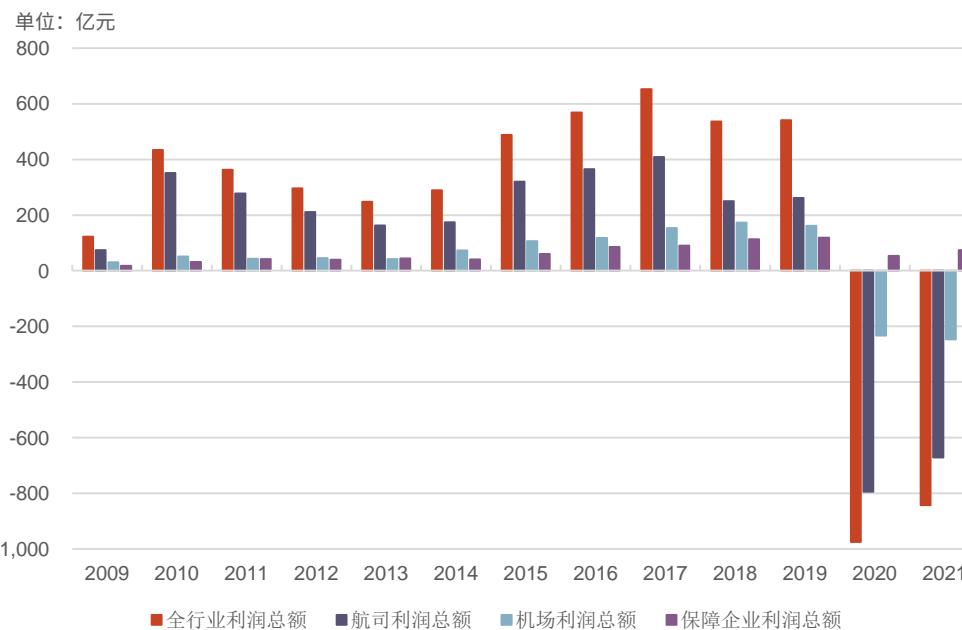
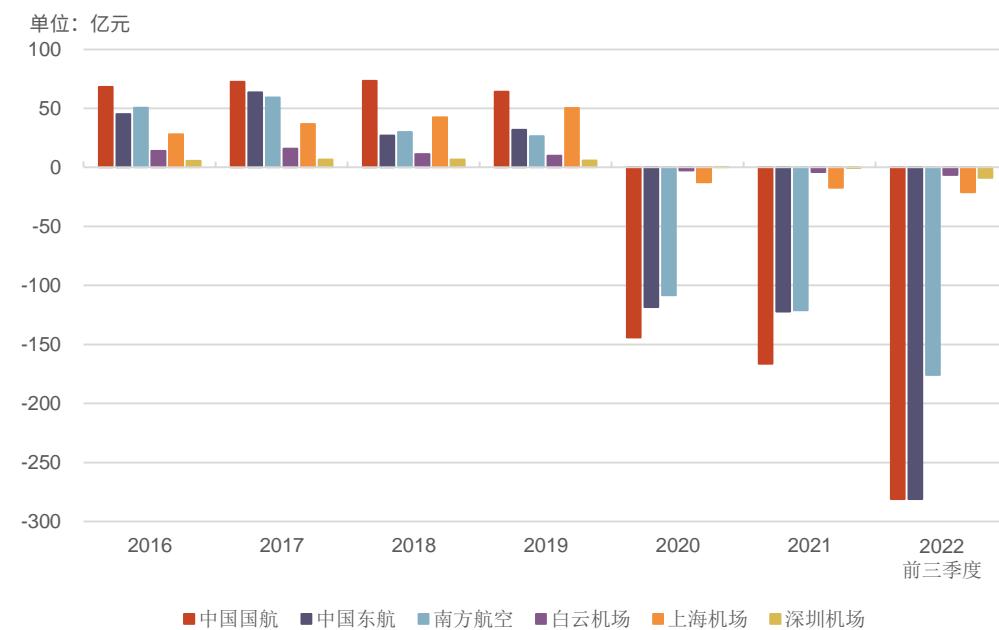


图 17：民航业上市公司亏损不断增加



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.1、酒店、航空、机场、旅游受疫情冲击严重

- 出行需求大幅缩减，酒店、旅游行业也受到严重冲击。2020-2021年全国星级饭店营业收入总额分别约1,222亿元、1,379亿元，相当于2019年同期水平的64%、72%；亏损总额分别约116亿元、118亿元，较2019年同期（盈利56亿元）由盈转亏。
- A股景区板块2020-2021年合计净亏损分别约25亿元、3.4亿元，较2019年同期（盈利36亿元）由盈转亏。

图 18：全国星级饭店疫情后面临亏损

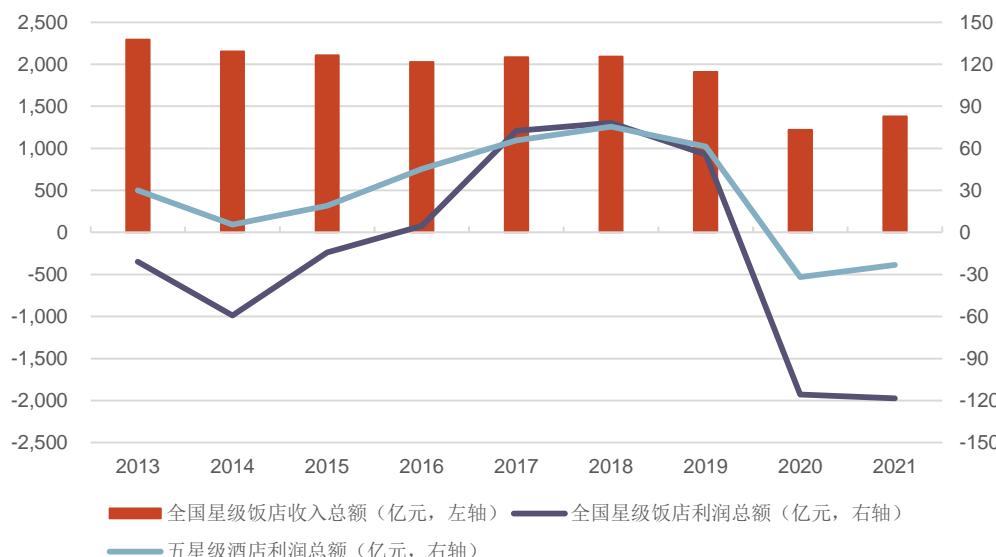
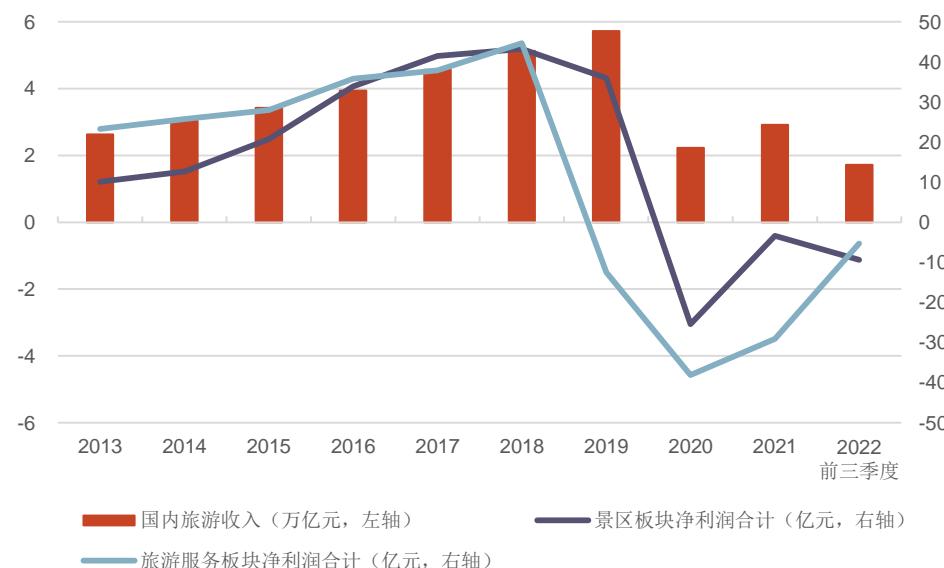


图 19：A股景区板块疫情期间大幅亏损



二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



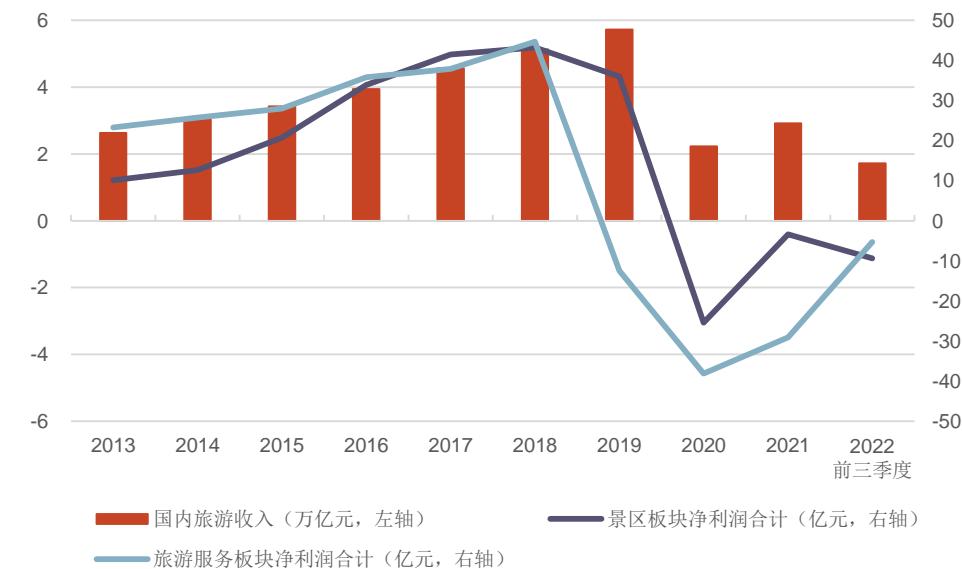
2.1、酒店、航空、机场、旅游受疫情冲击严重

- 2020-2021年，国内旅游人数分别约28.8亿人次、32.5亿人次，相当于2019年同期水平的48%、54%；2022年前三季度，国内旅游人数约20.9亿人次，同比下降22.1%，相当于2019年同期水平的46%。
- A股景区板块2020-2021年合计净亏损分别约25亿元、3.4亿元，较2019年同期（盈利36亿元）由盈转亏。

图 20：国内旅游人次较疫情前水平有较大差距



图 21：A股景区板块疫情期间大幅亏损



资料来源：Wind，文化和旅游部，光大证券研究所

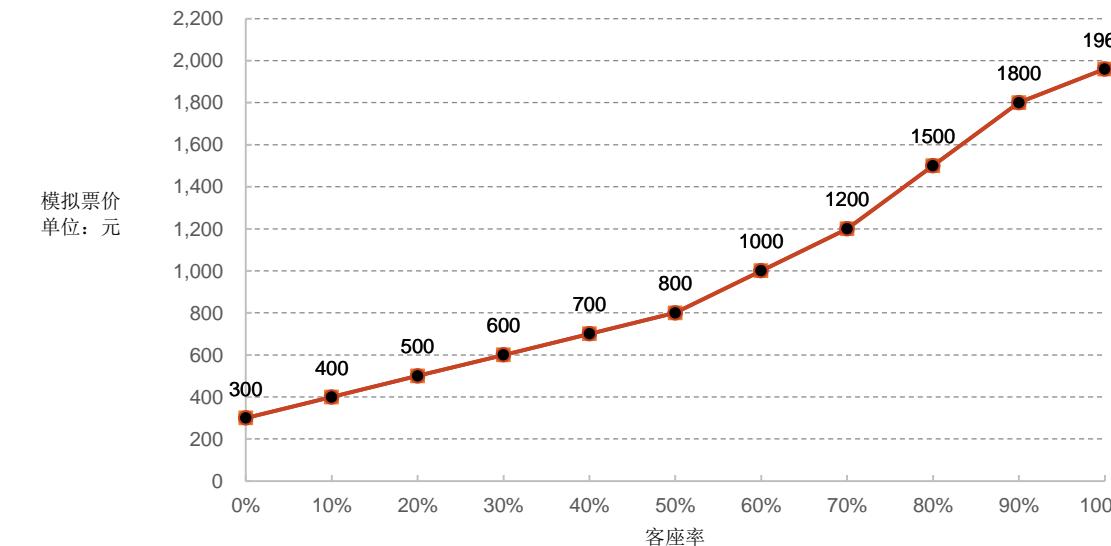
二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——量价弹性

- 航空行业可以享受到“量价弹性”的弹性
- 机票价格基本实现市场化：需求不足时，即使某些航线票价水平低于变动成本，航司基于维持机队活跃度的考虑也会去执飞；航司的收益管理系统能够综合各种市场信息，迅速调整机票价格，以实现整体收益最大化。
- 一旦未来航空需求复苏，航司能够快速响应；同时在需求足够强劲的情况下，航司也能够快速通过提高票价，迅速扭亏并获得超额收益。

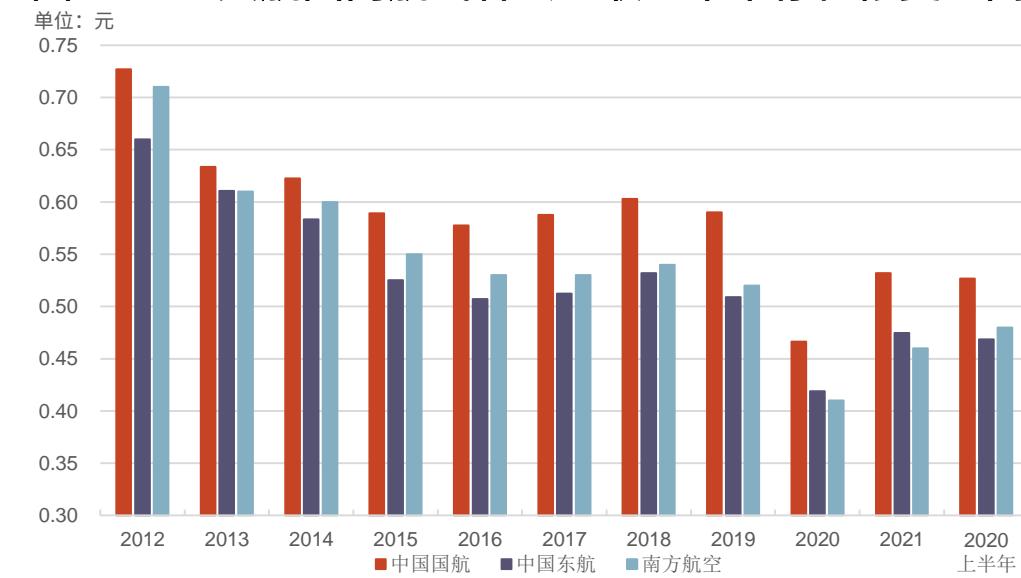
图 22：机票价格与客座率保持正相关



资料来源：光大证券研究所，以上模拟图仅表示机票价格与客座率的相关性，并不代表实际机票价格与客座率的对应关系

请务必参阅正文之后的重要声明

图 23：三大航国内航线客公里收益未来存在修复空间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——量价弹性

- 机场公司可以享受“量”的弹性，但无法完全享受到“价”的弹性。
- 航空性收入：机场收费标准由行政定价，调整频率较低；
- 非航收入：受制于委托经营合同的提成比例和保底/封顶条款；出行可选消费需要考虑运营商等多种因素。

图 24：上海机场航空性收入依然占重要地位

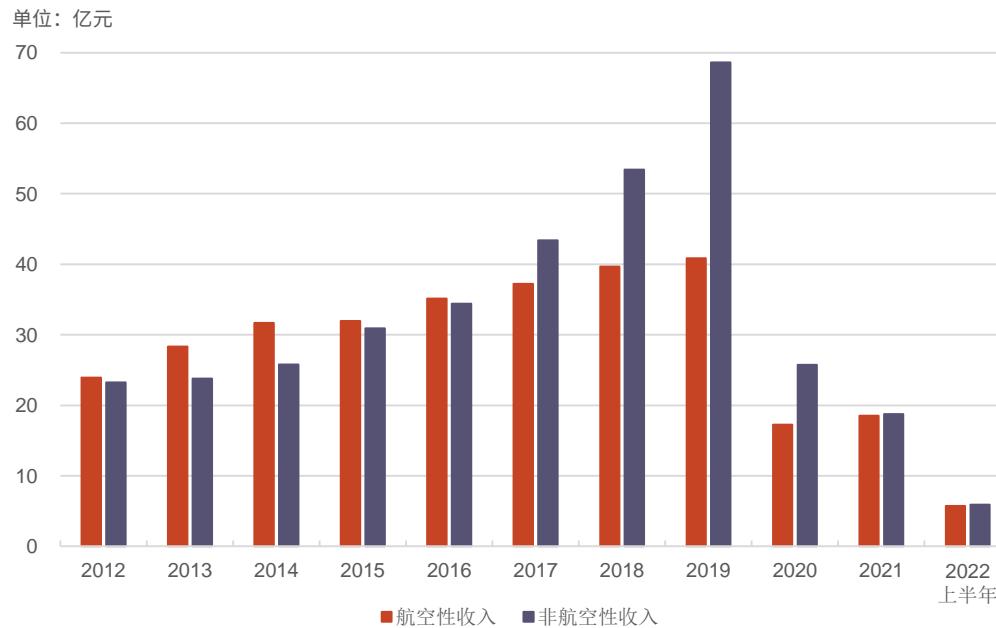
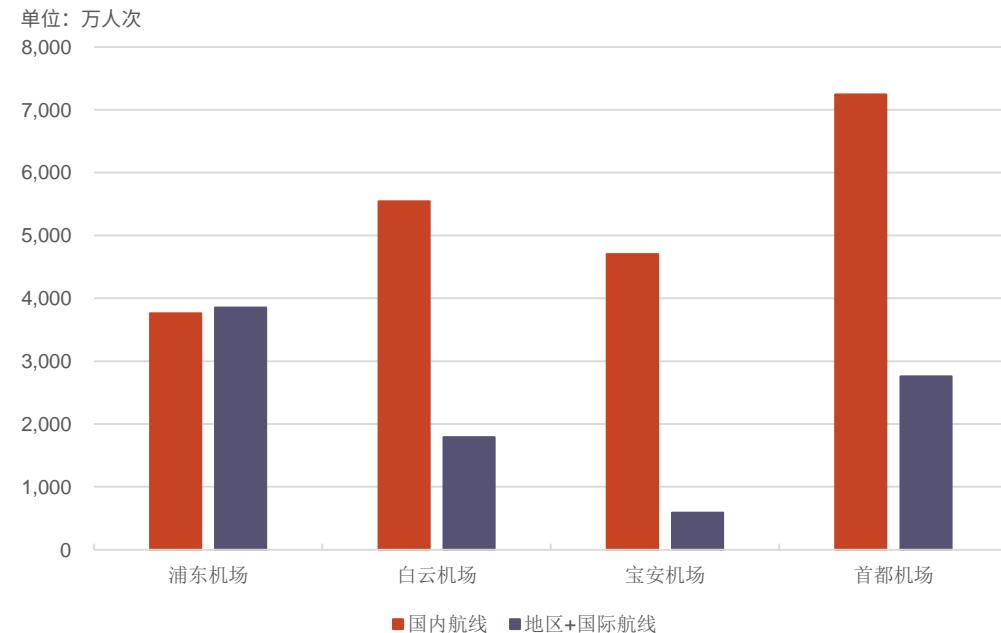


图 25：一线机场旅客吞吐量结构差异明显 (2019年)



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——量价弹性

- 酒店公司能享受足够的“量价”弹性，且潜在的“价”弹性高于航司：完全市场化定价，商品服务价格会跟着市场需求进行快速调整，且酒店房费并没有监管规定价格上限。
- 景区类公司只能享受到“量”的弹性，几乎没法享受到“价”的弹性：景区的门票价格受到行政监管。

图 26：全国星级酒店平均房价、平均出租率较疫情前仍有差距

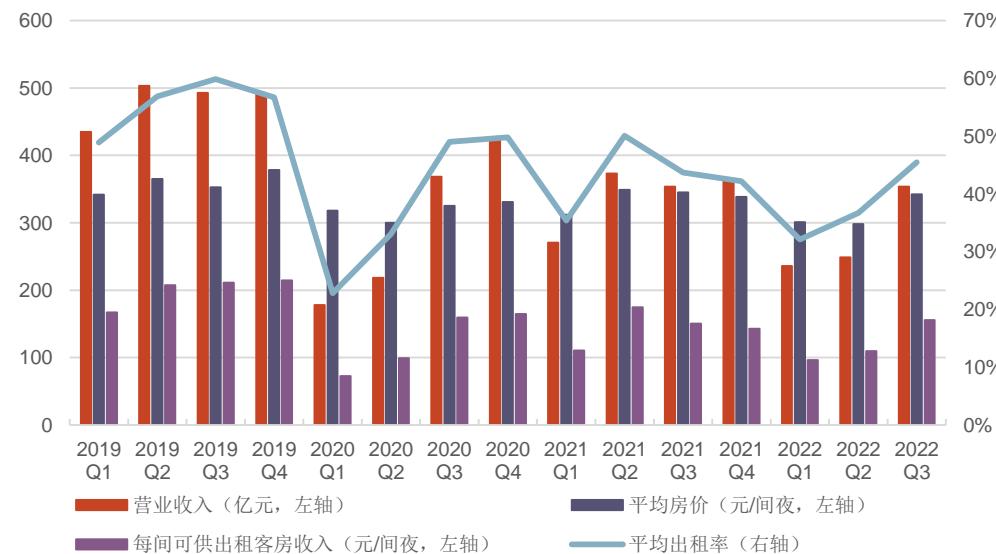
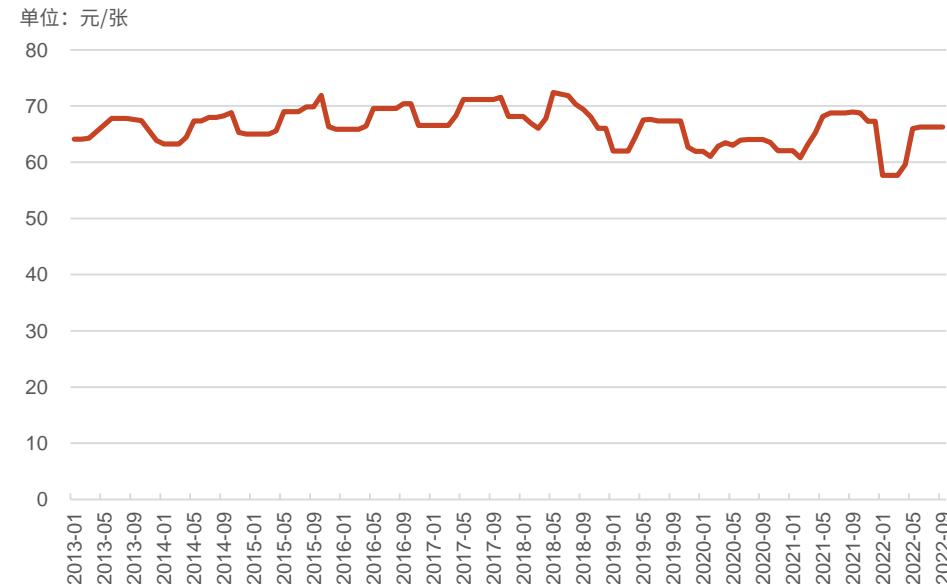


图 27：36城市景点门票价格波动较小



资料来源：文旅部，Wind，光大证券研究所

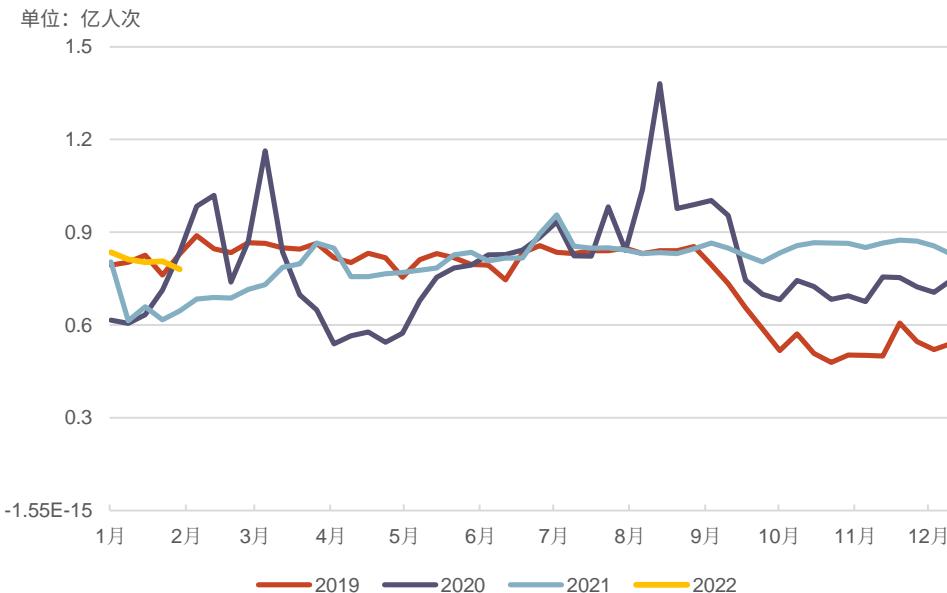
二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——竞争格局

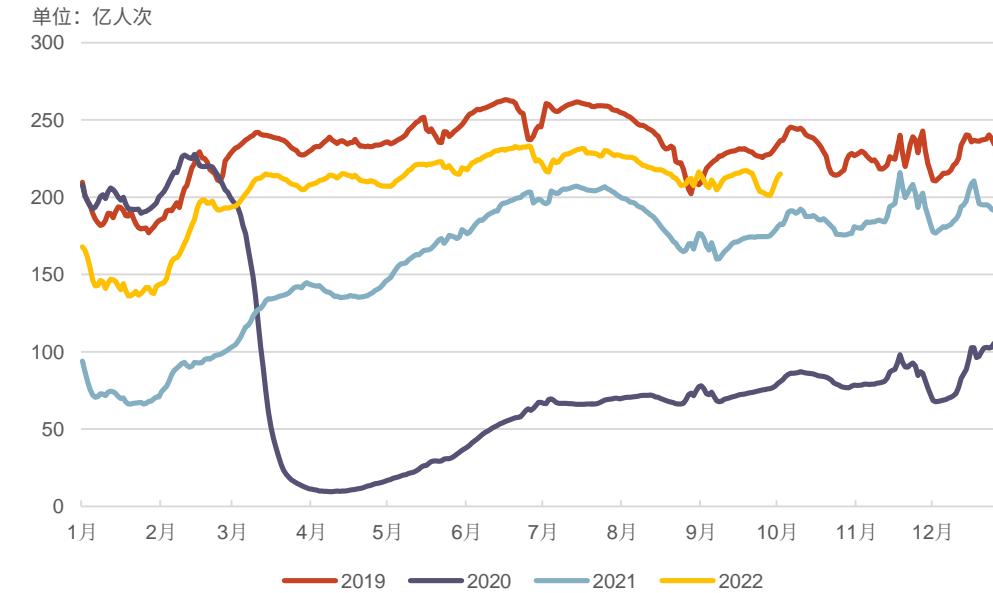
- 航空机场行业外部竞争格局并未因疫情发生本质改变：居民出行习惯不因疫情而改变，出行限制放开后航空出行需求不会被分流。
- 美国新冠疫情期间，居民远距离出行需求存在刚性，所受冲击较小，只是居民在交通工具的选择上较少选择航空出行；合理推断，未来出行限制放开后，至少居民远距离出行习惯不会改变，而飞机作为居民远距离出行的首要交通工具，航空客运需求会迅速恢复。

图 28：美国（大于100英里）出行人数2020年三季度快速恢复



注：数据截至2022年2月5日

图 29：美国机场安检人数2021年后稳步回升



注：数据截至2022年11月7日

资料来源：美国交通部，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——竞争格局

- 航空机场行业外部竞争格局并未因疫情发生本质改变：其他免税渠道对机场免税渠道的分流有限。
- 口岸免税店、离岛免税店、市内免税店的目标客户群体重合度较低，分别为国内（出入境）居民和海外旅客、国内（非出入境）居民、海外旅客；
- 2023年-2026年各类免税店市场规模的复合增速：口岸免税店（36.1%）>离岛免税店，市内免税店>口岸免税店，但市内免税店市场规模仅口岸免税店的31.6%。

图 30：海南离岛免税销售额冲高回落

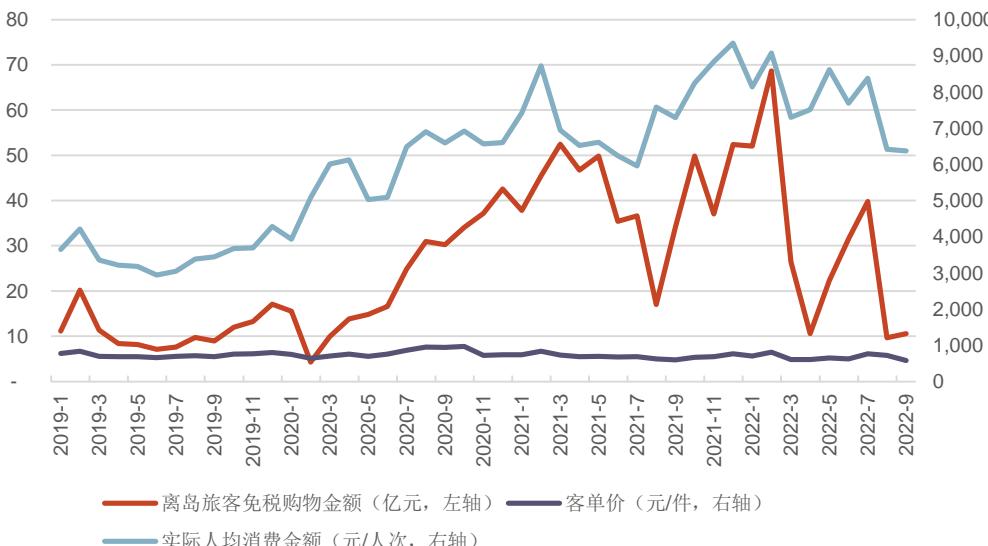
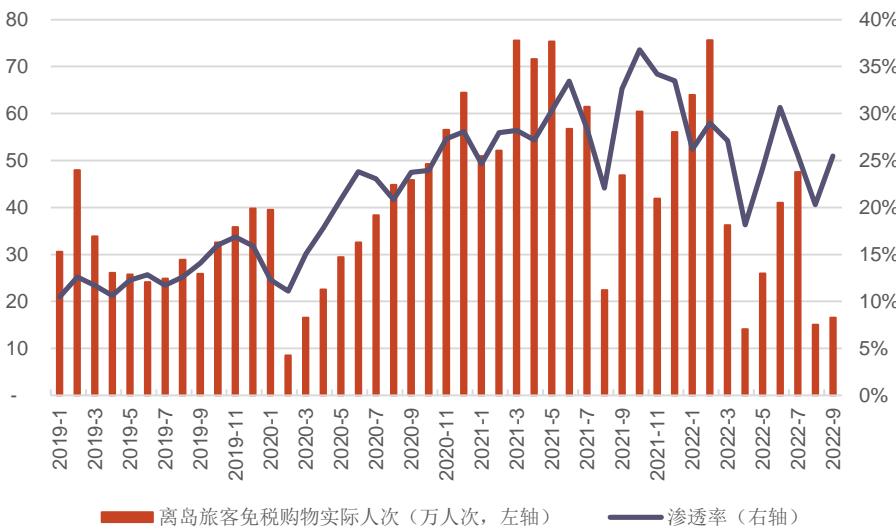


图 31：离岛免税消费者渗透率增长较慢



资料来源：海口海关，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——竞争格局

- **航空机场行业内部竞争格局：**航空机场行业产能没有出清，反而稳健增长。
- 疫情期间国内的航空机场公司几乎没有破产清算，整体产能反而还有正增长，内部竞争格局并没有变化；
- 国内航司机队保持正增长和一线机场的产能扩张为后疫情时代的需求恢复、一线公司的盈利弹性快速释放奠定了基础。

图 32：三大航2020年后客机机队保持净增长（单位：架）

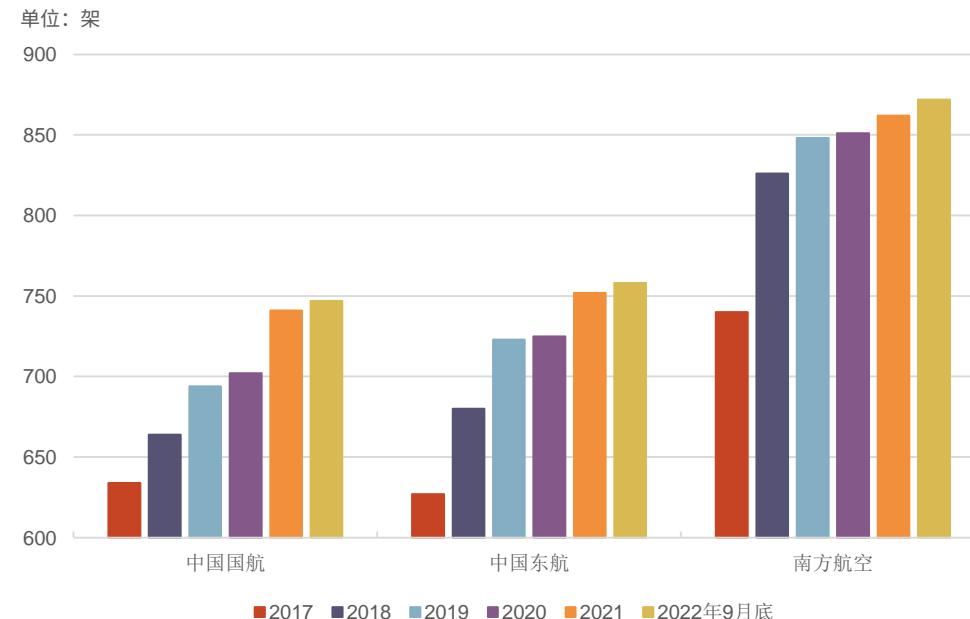
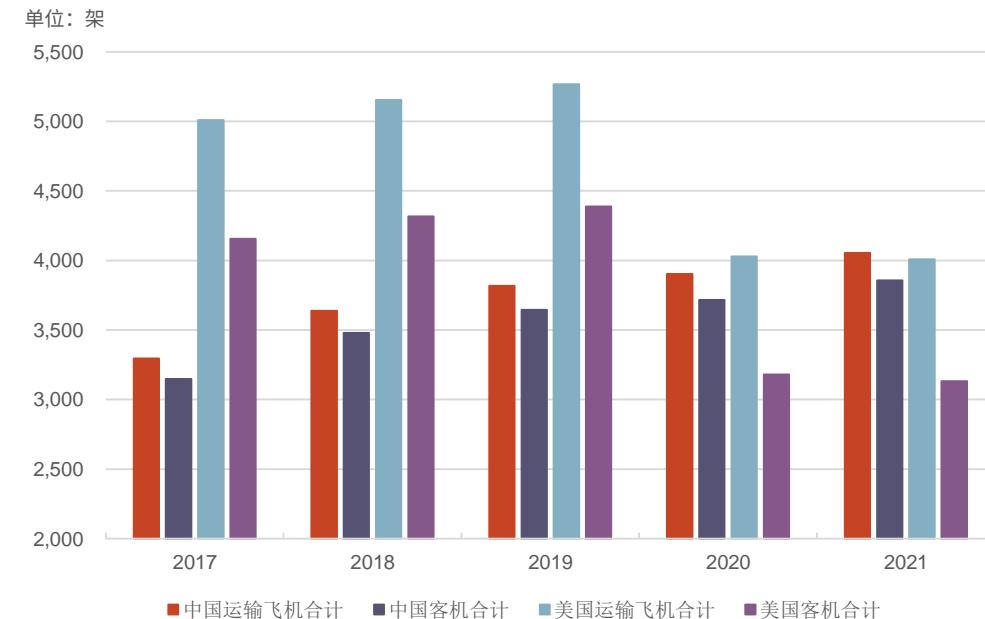


图 33：全国民航空客机机队保持正增长（单位：架）



请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——竞争格局

- 酒店行业竞争格局优化，头部公司保持扩张，部分中小参与者退出，行业集中度明显提升。
- 由于酒店行业在“量价弹性”上与航空行业相仿，再进一步考虑到酒店业竞争格局改善的因素，理论上，当出行需求完全恢复的时候，逆势扩张的酒店龙头公司将获得更大的盈利弹性。

图 34：中国酒店集团CR10疫情期间逐步提升

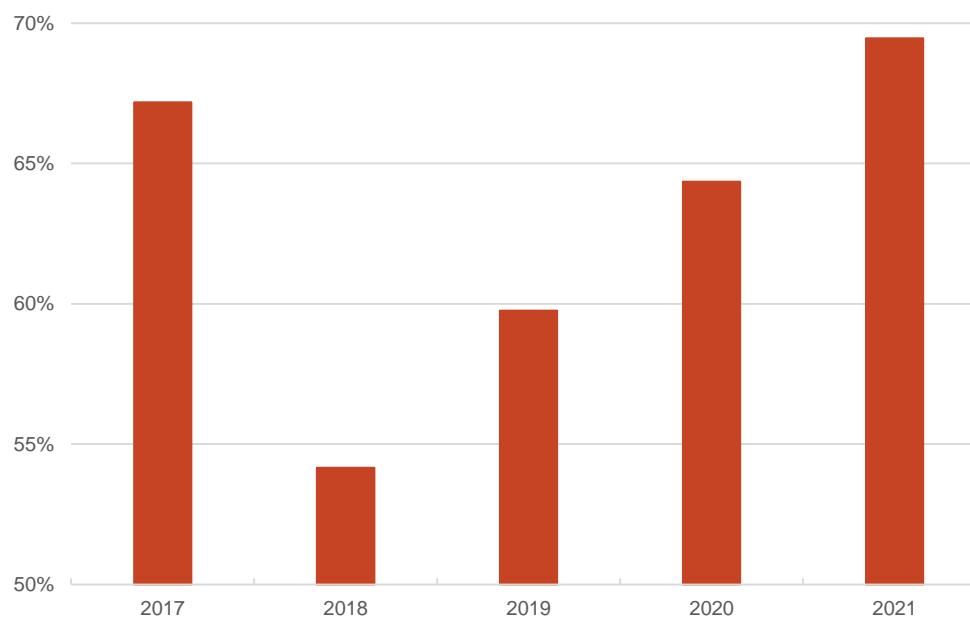
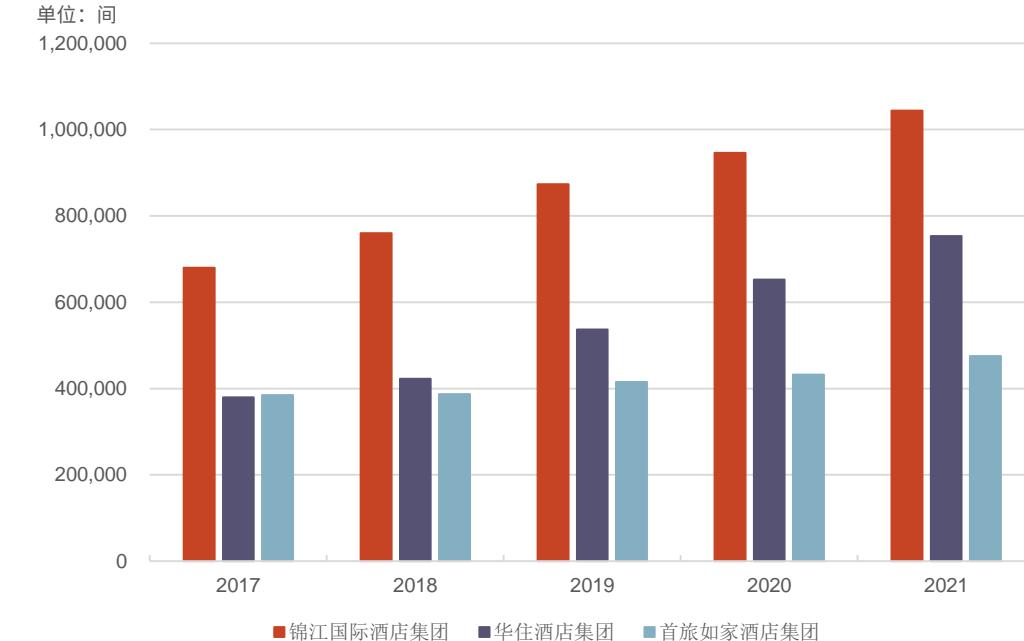


图 35：三大酒店集团疫情期间客房数量保持增长



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.2、后疫情时代四大板块盈利弹性简析——竞争格局

- 旅游行业竞争格局稳定，几乎没有行业竞争格局改善的逻辑。航空机场行业产能没有出清，反而稳健增长。
- 在出行需求恢复的情况下，景区类公司只能享受到“量”的弹性，几乎没法享受到“价”的弹性，同时也不存在行业竞争格局改善的逻辑。所以理论上，旅游行业在四大行业的盈利弹性是最弱的。

图 36：全国旅行社总数疫情期间稳中有升

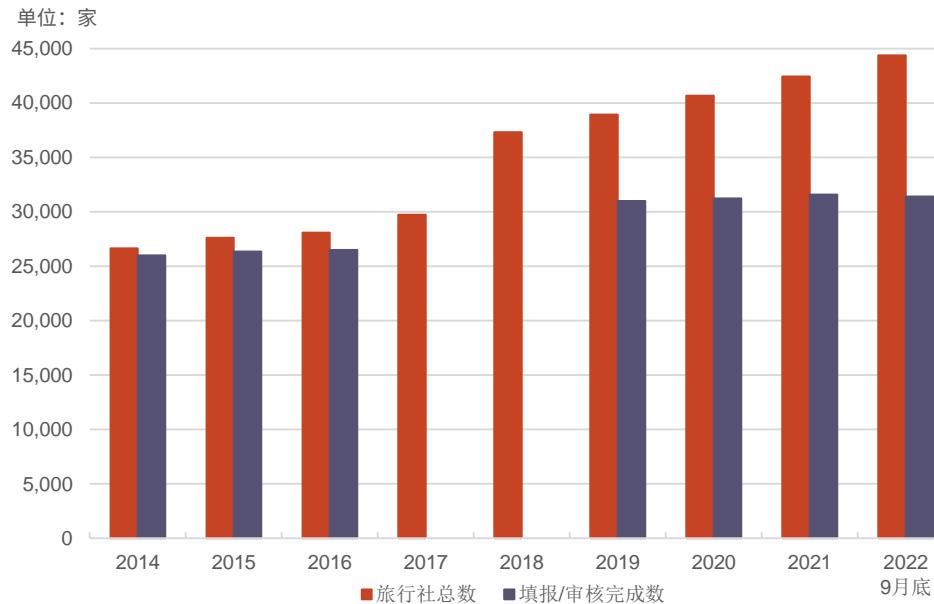
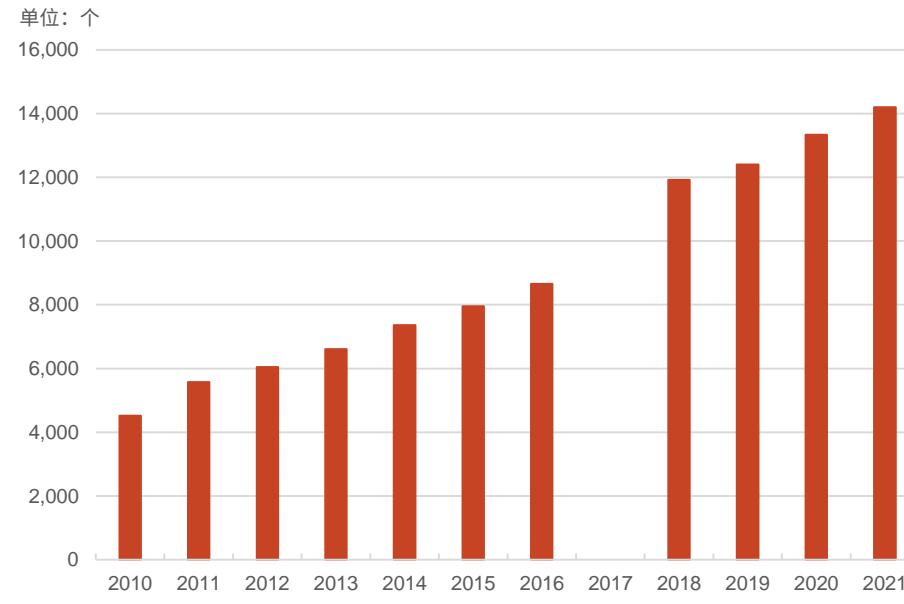


图 37：全国A级景区数量保持增长

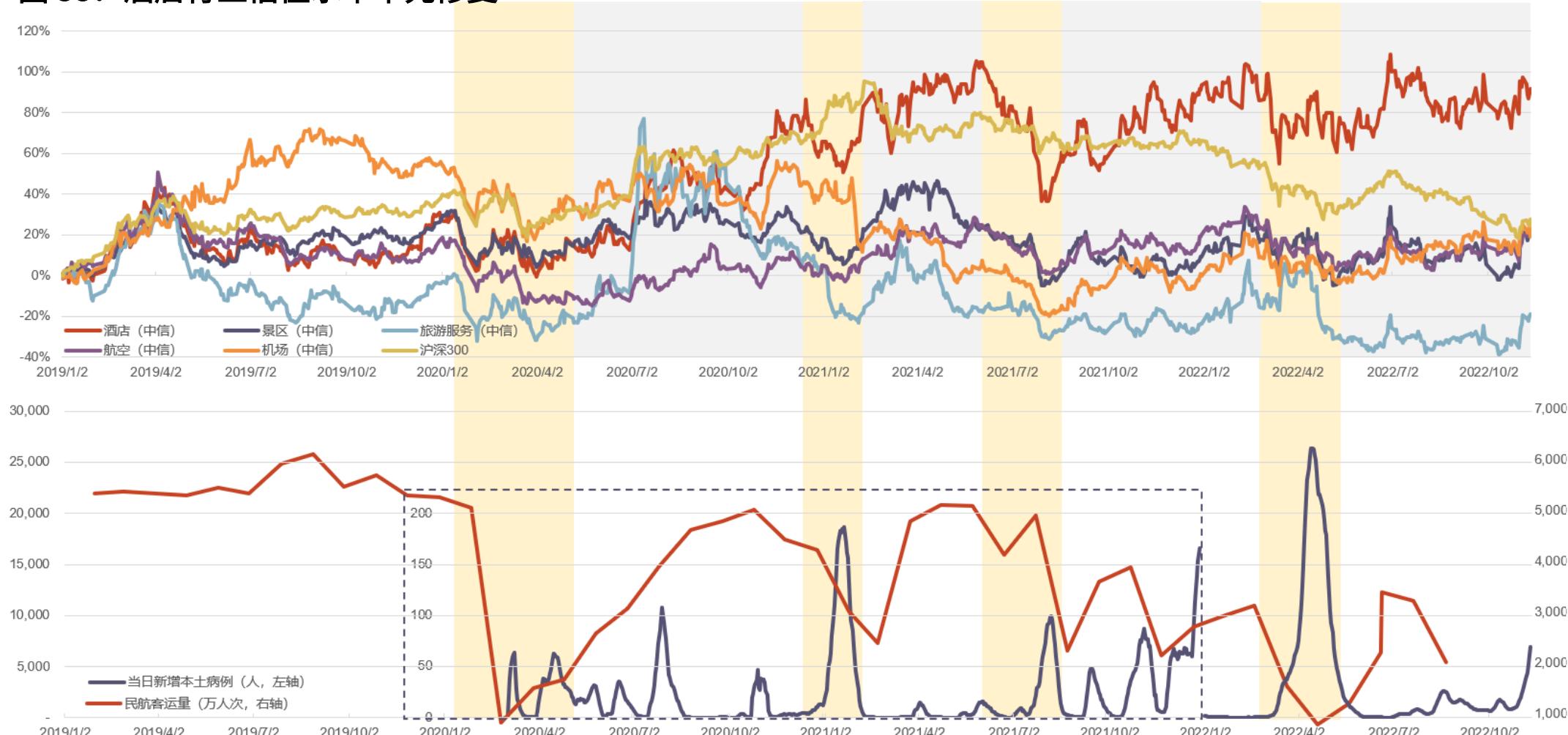


资料来源：wind，文旅部，光大证券研究所

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复

2.3、历史股价表现与盈利弹性高度对应

图 38：酒店行业估值水平率先修复



请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复



2.3、历史股价表现与盈利弹性高度对应

图 39：酒店、航空行业估值提前基本面修复

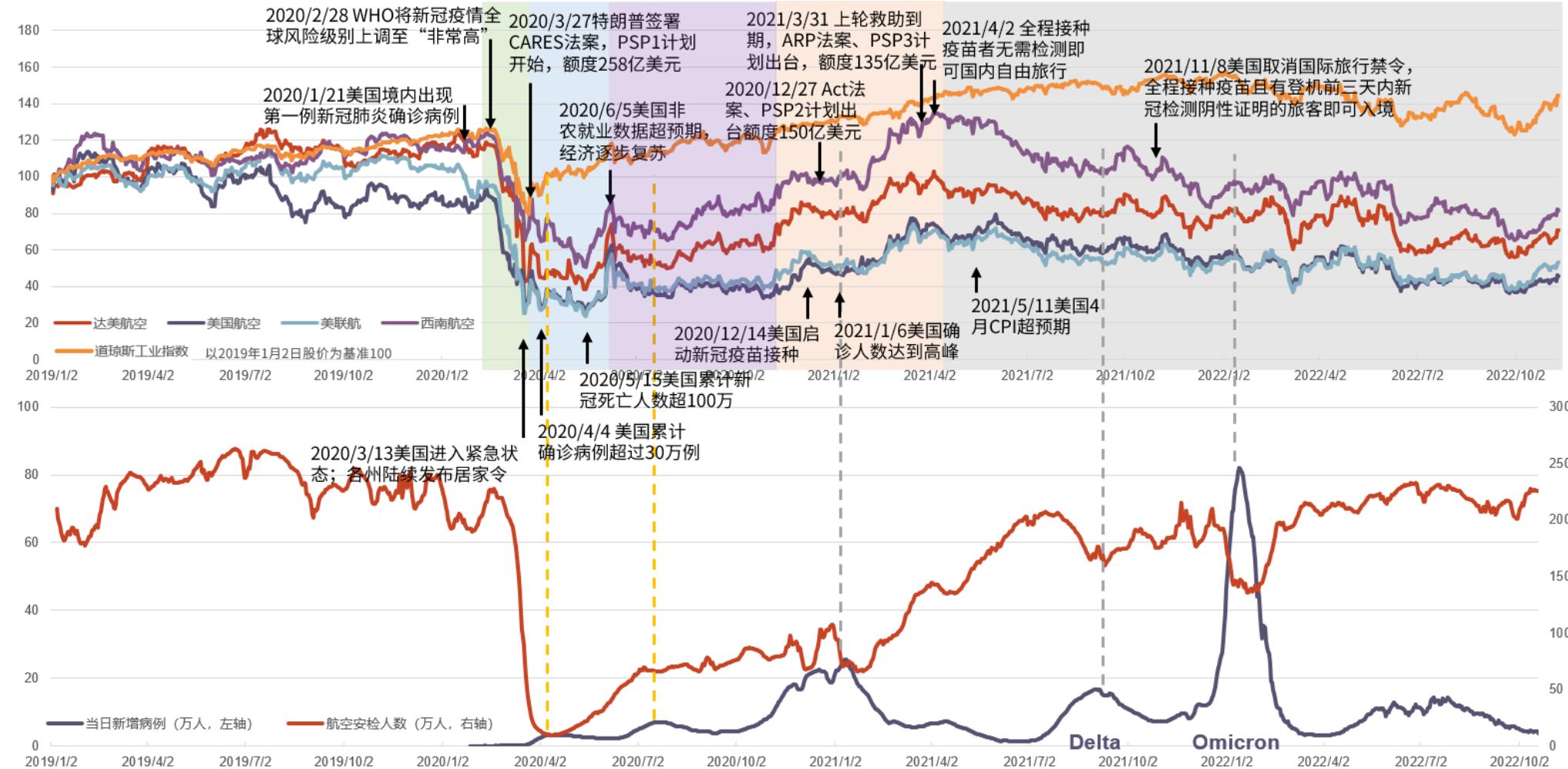


请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复

2.3、历史股价表现与盈利弹性高度对应

图 40：美国航空股股价前期修复在航空出行需求修复之前

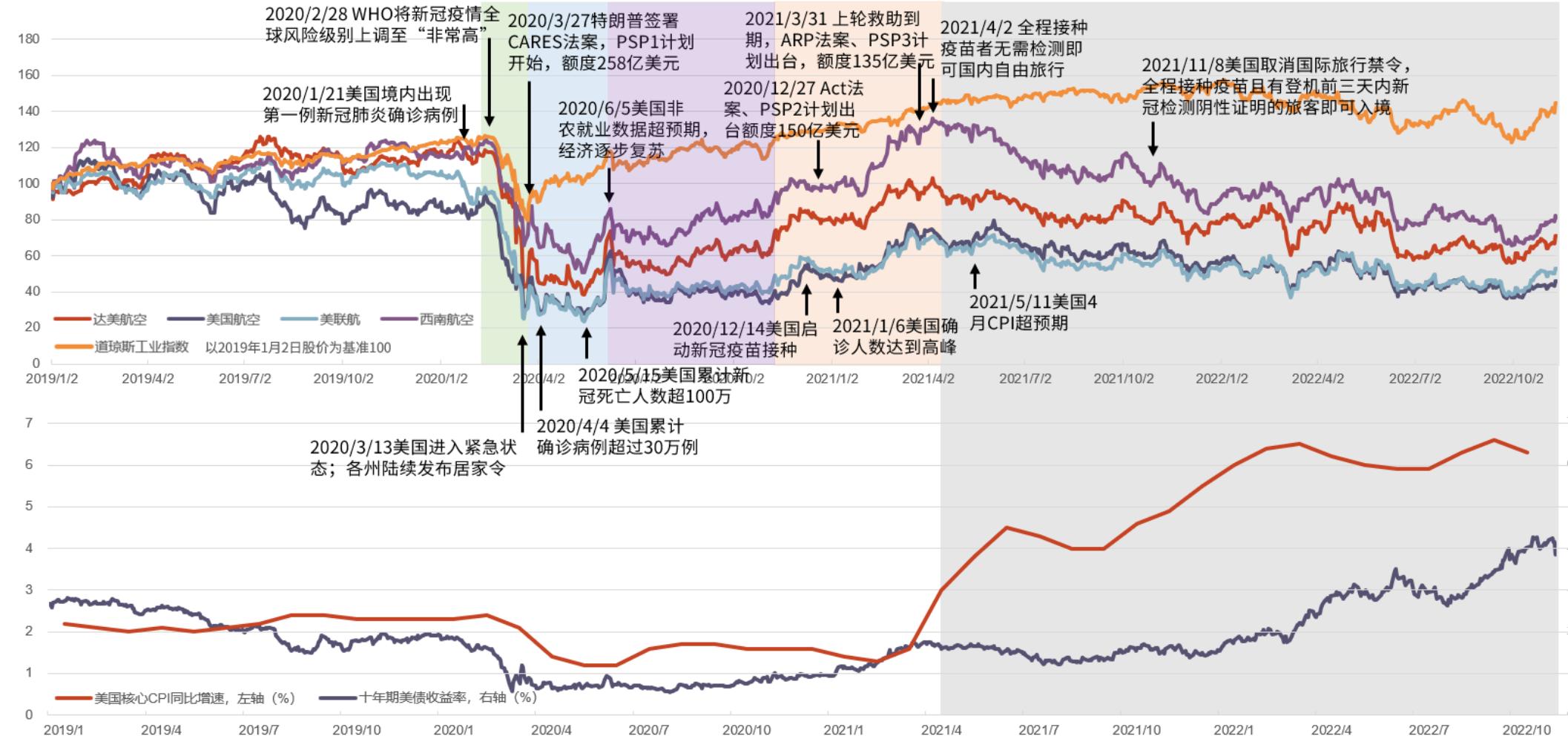


请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复

2.3、历史股价表现与盈利弹性高度对应

图 41：美国航空股估值后期下跌更多因为美国通胀上行

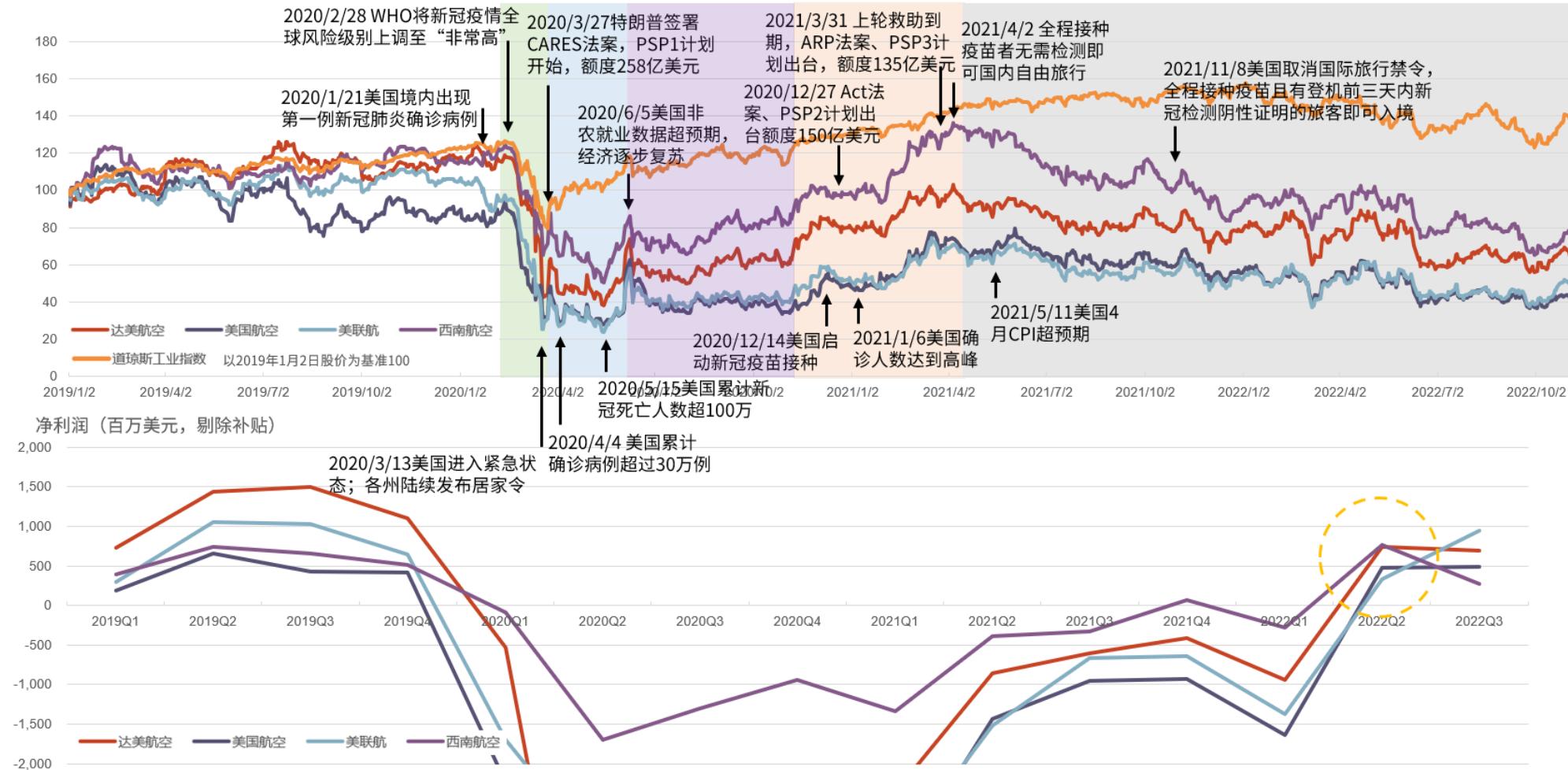


请务必参阅正文之后的重要声明

二、高屋建瓴，理性看待“疫情受损股”估值修复

2.3、历史股价表现与盈利弹性高度对应

图 42：美国航空股股价修复与盈利修复节奏不完全一致



请务必参阅正文之后的重要声明

□ 2.4、航空机场板块估值修复行情仍未结束

- 后疫情时代的“盈利弹性”排序：酒店>航空>机场>旅游；
 - 国内四大行业的股价复盘：疫情以来四大板块的股价都提前基本面修复，各自走势很大程度上已经反映了各自“盈利弹性”的不同预期；
 - 美国航空股价复盘：美国航空股价提前基本面修复。
-
- 基于以上，我们认为虽然航空客运需求恢复相对较慢，但航空机场板块的估值将提前基本面修复，A股航空机场板块的估值修复行情仍未结束，2023年将继续延续。其中，考虑到机场板块存在“错杀”因素，机场公司未来的修复空间可能更大。

■ 2023年航空机场行业研判：需求有望逐步恢复，股价继续提前基本面修复

- 随着防控措施逐步放开，2023年航空需求也将逐步修复。（不过也要认识到，尽管海外航线正在逐步增加，但恢复至正常水平仍需较长时间，航空机场公司盈利能力短期也无法恢复到疫情前水平。）随着航空需求的逐渐恢复，航空机场公司在2023年有望逐渐减亏，个别优质公司可能实现扭亏为盈。
- 新冠疫情边际变化对航空机场公司股价的影响减弱，预期变化已成为主要矛盾。我们通过航空机场板块与酒店旅游板块的比较，以及中美航空股历史走势的比较，得出以下结论：航空机场板块第一段估值修复并未结束，在2023年有望延续；相对来说，机场板块未来的修复潜力可能比航空板块更大。
- 展望2023年，航空机场公司股价修复领先于公司盈利能力的修复。尽管航空机场公司基本面无法完全修复，但随着市场一致预期的形成，市场将对航空机场公司疫情后盈利修复保持一个相对乐观的态度，“疫情受损股”的估值修复有望提前实现，航空机场公司目前仍具备配置价值。

四、快递：盈利修复成主要矛盾，经济下行引发市场担忧



4.1 盈利修复成主要矛盾，经济下行引发市场担忧

- 国内疫情反复叠加经济下行，快递行业件量增速大幅下降。2022年1-9月，全国快递服务企业业务量累计完成800.1亿件，同比增长4.2%；业务收入累计完成7688.9亿元，同比增长3.5%，增速均大幅低于去年同期。在需求收缩的背景下，行业平均单票收入以及CR8表现都较为平稳。
- 头部快递公司盈利修复分化加剧。2022年前三季度，圆通速递、韵达股份、申通快递归母净利润分别同比变化+190%、-2.1%、+189%，韵达股份表现明显掉队。此外顺丰控股盈利持续修复，2022年前三季度归母净利润约45亿元（超过2021年全年水平），同比增加149%，今年全年盈利有望接近2020年水平。

图 43：全国快递行业业务量增速下降

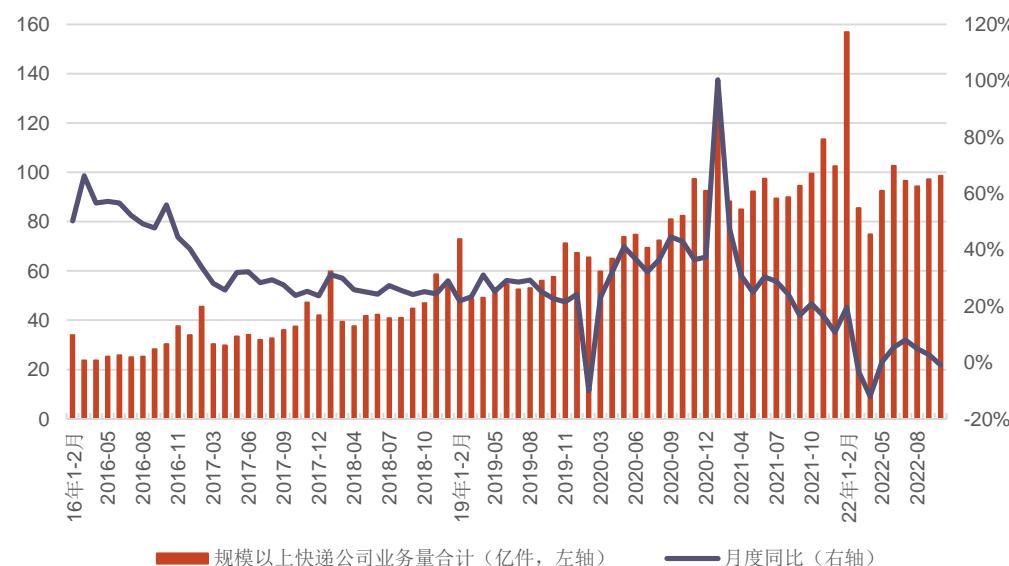
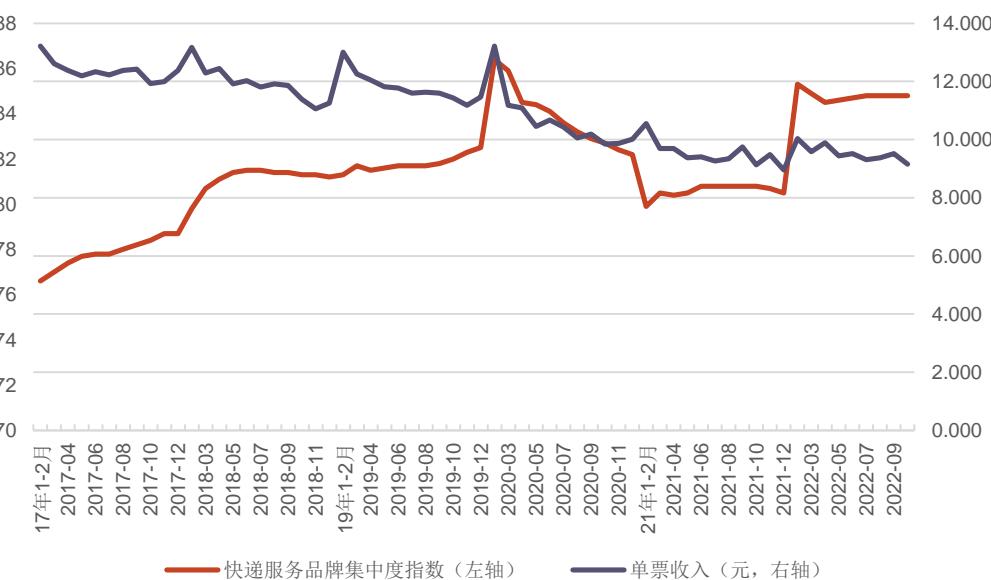


图 44：快递行业CR8保持平稳



资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

4.2 2023年行业研判：顺丰探底回升，通达系公司仍需观察

- 疫情的负面冲击将逐渐平复，经济也将迎来边际改善，行业将会重回增长通道，但整体增速难以回到21年水平。
- 顺丰控股：可能出现较为明确的修复行情。**在经历了2021年的低谷之后，随着收购嘉里物流的落地以及鄂州机场投产，产品线得到扩充，未来成长空间进一步打开，同时传统业务盈利能力也将在前置资源投入后得到持续修复，2023年整体盈利有望进一步增长。
- 通达系公司：价格战是否缓和依然是未来的主要矛盾，后续需要进一步观察。**行业价格战缓和与盈利修复同等重要（特别是面临今年的高基数），两者缺一不可。

图 45：重点快递公司单票收入同比增速冲高回落

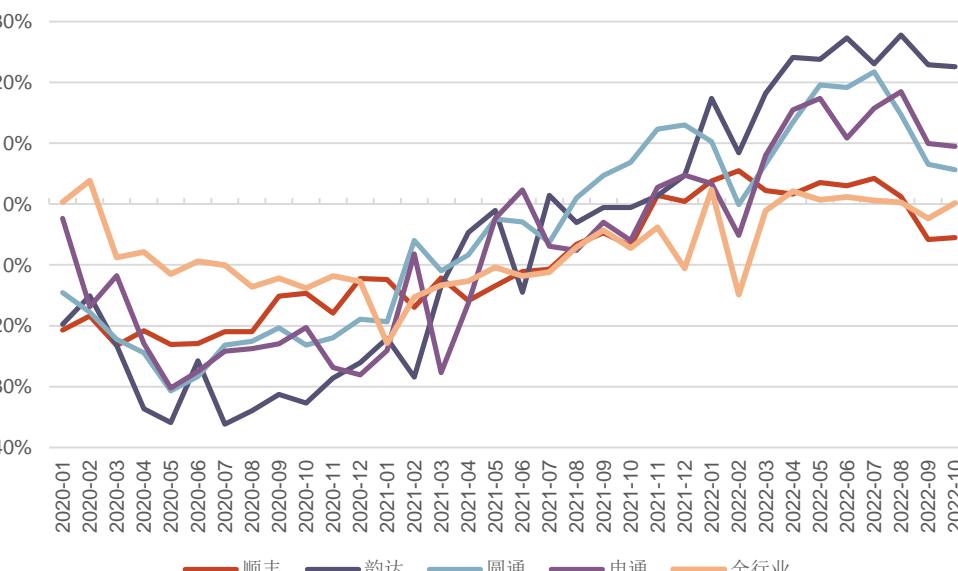
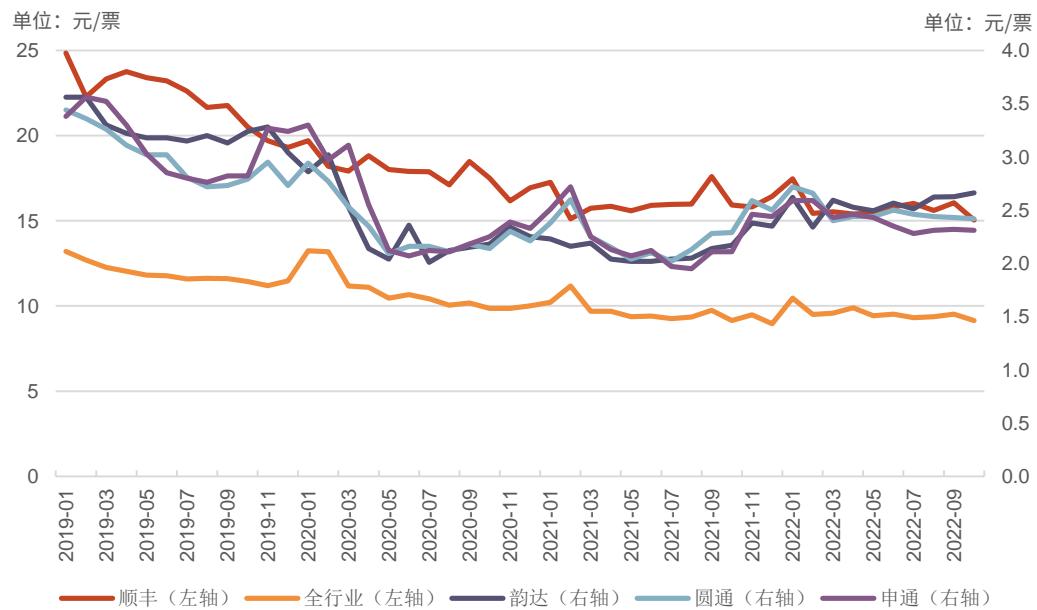


图 46：重点快递公司单票收入保持平稳



四、公路铁路：疫情意外冲击，仍具防御价值

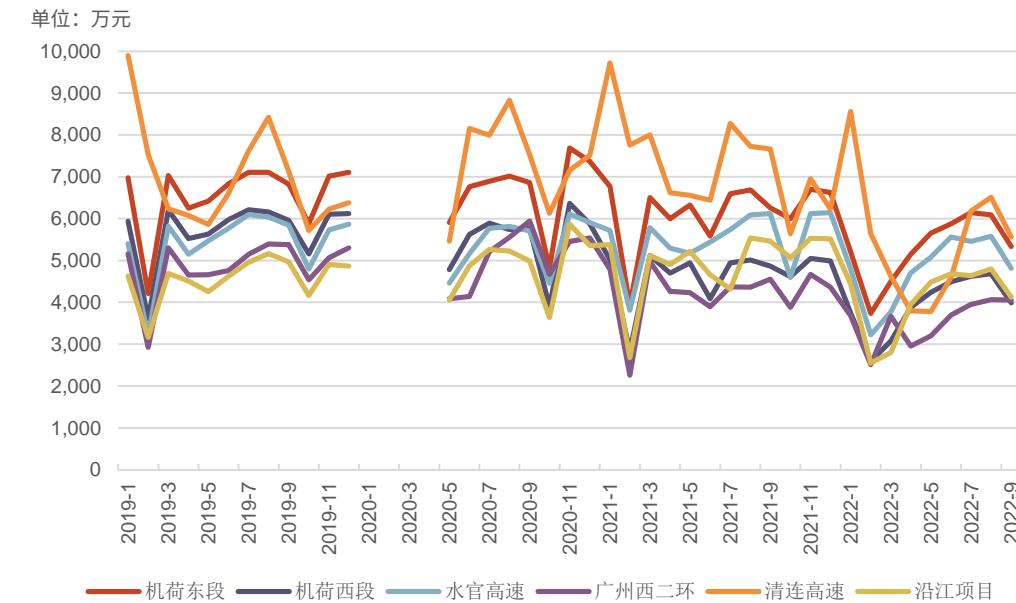
2023年行业研判：公路公司重回稳定增长，铁路公司盈利修复

- 公路公司重回稳定增长：**具有区位优势的收费公路，在国内疫情逐步缓解的背景下，未来需求将快速恢复，2023年有望重回增长。在股息率投资视角下，部分优质高速公路公司已具备投资价值。
- 铁路公司盈利修复：**在国内疫情逐步缓解的背景下，铁路客运需求也将逐步回升，进而带动京沪高铁、广深铁路的业绩修复。同时我们也看到京沪高铁票价改革也在逐步推进，长期来看，铁路运价市场化改革将进一步拉动需求，增加铁路公司的业绩弹性。

图 47：重点公路铁路公司股息率仍有吸引力



图 48：深高速主要收费公路月度通行费收入受疫情冲击下降



资料来源：wind，光大证券研究所

新冠疫情边际变化对交运各板块的影响在逐渐减弱，市场预期、基本面变化对上市公司股价的影响越来越强，交运行业各子板块走势正在慢慢走出新冠疫情的影响，整体估值体系向疫情前体系不断靠拢。

展望2023年，航空机场板块的基本面修复、估值修复都将继续延续，而且估值修复有望继续提前反映基本面；快递板块方面，疫情的负面冲击将逐渐平复，经济也将迎来边际改善，行业将会重回快速增长通道，而顺丰控股可能出现较为明确的修复行情。

我们维持行业“增持”评级，推荐更受益于海外航空需求复苏的**中国国航 (A+H)**、**春秋航空**、**白云机场**和基本面触底反弹的**顺丰控股**，建议关注**中国东航 (A+H)**、**南方航空 (A+H)**、**吉祥航空**、**上海机场**、**韵达股份**和**圆通速递**。

五、投资建议

表1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元/港元)	EPS (元/港元)			P/E(x)		P/B(x)			投资评级		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
601111.SH	中国国航	9.79	-1.21	-1.64	0.17	-	-	59	2.2	3.5	3.3	增持	维持
600115.SH	中国东航	5.07	-0.65	-1.07	0.08	-	-	60	1.9	3.0	2.9	增持	维持
600029.SH	南方航空	7.04	-0.71	-0.74	0.08	-	-	91	1.8	2.2	2.2	增持	维持
0753.HK	中国国航	5.83	-1.33	-1.80	0.18	-	-	32	1.2	1.9	1.8	增持	维持
0670.HK	中国东方航空股份	2.78	-0.71	-1.17	0.09	-	-	30	0.9	1.5	1.4	增持	维持
1055.HK	中国南方航空股份	4.39	-0.78	-0.81	0.08	-	-	52	1.0	1.3	1.2	增持	维持
1848.HK	中国飞机租赁	3.71	0.72	0.45	1.02	5	8	4	0.5	0.4	0.4	增持	维持
601021.SH	春秋航空	51.25	0.04	-1.07	1.59	1201	-	32	3.4	3.7	3.3	增持	维持
603885.SH	吉祥航空	14.51	-0.25	-0.71	0.35	-	-	42	2.8	3.5	3.0	增持	维持
600009.SH	上海机场	53.76	-0.89	-0.95	0.16	-	-	330	3.8	4.0	4.0	增持	维持
600004.SH	白云机场	14.00	-0.17	-0.12	0.21	-	-	65	1.8	1.8	1.8	增持	维持
000089.SZ	深圳机场	7.06	-0.02	-0.26	0.09	-	-	77	1.2	1.3	1.3	增持	维持
002352.SZ	顺丰控股	52.49	0.87	1.29	1.89	60	41	28	3.1	2.9	2.7	买入	维持
600233.SH	圆通速递	19.70	0.61	1.06	1.24	32	19	16	3.0	2.6	2.3	增持	维持
002120.SZ	韵达股份	12.31	0.51	0.61	0.90	24	20	14	2.3	2.1	1.8	增持	维持
002468.SZ	申通快递	10.14	-0.59	0.47	0.58	-	22	17	2.0	1.8	1.7	增持	维持
601816.SH	京沪高铁	4.73	0.10	0.04	0.16	48	116	29	1.2	1.2	1.2	增持	维持
601006.SH	大秦铁路	6.48	0.82	0.89	0.93	8	7	7	0.8	0.7	0.7	增持	维持
601333.SH	广深铁路	2.03	-0.14	-0.19	0.04	-	-	57	0.5	0.6	0.5	增持	维持
0525.HK	广深铁路股份	1.18	-0.15	-0.21	0.04	-	-	30	0.3	0.3	0.3	增持	维持
600377.SH	宁沪高速	7.66	0.83	0.74	0.98	9	10	8	1.3	1.2	1.1	增持	维持
600548.SH	深高速	8.25	1.20	1.24	1.31	7	7	6	0.7	0.7	0.6	增持	维持
0548.HK	深圳高速公路股份	6.12	1.31	1.36	1.44	5	5	4	0.5	0.5	0.4	增持	维持
600153.SH	建发股份	13.40	2.13	2.10	2.38	6	6	6	0.8	0.7	0.7	增持	维持
600057.SH	厦门象屿	10.66	1.00	1.14	1.37	11	9	8	1.3	1.3	1.2	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-18；港股公司 EPS、BPS 汇率按 1HKD=0.91CNY 换算；A 股公司股价单位为“元”，H 股公司股价单位为“港元”

- **宏观经济下行影响上市公司盈利。**宏观经济下行会带来全社会客运、货运需求下行，虽然具有区位优势的交运公司受到的冲击较小，但仍可能出现业绩低于预期的情况。
- **海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求。**海外疫情持续时间超预期将严重影响海外出行需求的恢复，给航司、机场盈利带来负面影响。
- **油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利。**油价上升会提高航空公司运营成本，人民币兑美元贬值会给航空、航运公司带来汇兑损失，直接影响上市公司净利润。
- **机场免税店收入增长缓慢。**如果机场海外航线旅客吞吐量、或免税店人均消费金额增长缓慢，机场免税收入增长可能会低于市场预期。
- **公司分红率下降导致股息率大幅下降。**铁路公司、高速公路公司可能由于新的资本开支或其他原因而减少未来分红率，进而导致股息率大幅下降。

衷心
感谢

光大证券研究所



交运研究团队

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

联系人：卢浩敏

luhaomin@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予以通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。