

交通运输

证券研究报告

2024年02月27日

央企市值考核，交运投资机会

市值管理考核，推升 ROE 和估值

国资委和证监会推动央企市值管理考核，有助于盈利能力和估值提升。2024年初，国资委和证监会陆续在公开会议上表示要推进央企市值管理考核。我们认为，一是有助于央企增加与投资者交流的积极性，提高信息透明度，推动估值上升；二是有助于央企提高分红比例，股息率上升，推动估值上升；三是有助于央企遏制过度投资、减少现金积累，促进 ROE 维持甚至上升。港口、高速公路、铁路公司往往具有区域垄断属性、能自主决定产能、影响价格，有能力推动净利润增长、ROE 提升。

低估值的港口、公路、铁路或将受益

相对低估值的港口、公路、铁路公司，有望受益于市值管理考核。一是市值考核可能带动分红比例提升，低 PE、低负债率的高速公路、铁路、港口公司有望高股息；二是市值考核促进投资者交流、降低风险溢价，估值有望上升，低 PE、高 ROE 的公路、铁路、港口公司潜力较大；三是市值考核抑制过度投资、推升 ROE，再投资回报率高的公司，增长潜力较大。

港口：关注秦港股份 H、青岛港 H 等

港口主要投资逻辑是分红、提价、整合。PE 低、负债率低、现金流入的港口可能高分红。河北和山东港口整合带来提价和资产注入的机会。关注秦港股份 H：现金大量流入、资产负债率低、未来资本开支较少，如果分红 50%，H 股股息率能达到 11%；港口整合带来单吨收入上升，未来资产整合有望进一步推升利润。关注青岛港 H：资产负债率低、有能力继续分红 40%左右，股息率 7%左右；12%左右的 ROE 有望带来较高长期回报率。

公路：关注五洲交通、吉林高速

高速公路的主要投资逻辑是分红和收购路产：低估值、分红比例可能提升；收购路产，比新建和改扩建更能推动利润增长。关注吉林高速：现金大量净流入、资产负债率低、未来资本开支少，分红比例可能提升。关注五洲交通：现金大量净流入、资产负债率较低，具备提高分红比例的能力；收购集团路产带来利润增长。

铁路：关注大秦铁路

铁路的主要投资逻辑是分红。铁路运量增长缓慢，收购机会较少。关注大秦铁路：现金大量流入、资产负债率较低、大量在手现金，有能力高分红；现金大量积累导致 ROE 下降，需要更高分红才能维持现有 ROE。

风险提示：经济增速持续下滑，国家出台降费政策，市值考核权重过低，**重点标的推荐**

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601000.SH	唐山港	4.24	买入	0.29	0.35	0.38	0.40	14.62	12.11	11.16	10.60
601326.SH	秦港股份	3.05	买入	0.23	0.32	0.40	0.44	13.26	9.53	7.63	6.93

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

徐君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110001
xujuna@tfzq.com

邹嫚 联系人
zouman@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《交通运输-行业点评:美元利率下降，船舶和飞机租赁有望受益》2024-01-16
- 《交通运输-行业专题研究:交运看经济：10月趋势复苏，假期增速波动》2023-11-03
- 《交通运输-行业专题研究:菜鸟智慧物流：电商平台物流龙头公司，机遇与挑战并存》2023-10-10

内容目录

1. 市值管理考核，推升 ROE 和估值	5
1.1. 全面推开央国企市值管理考核	5
1.2. 明确市场预期，估值水平上升	6
1.3. 提高分红比例，增加股东回报	7
1.4. 控制过度投资，提升 ROE 水平	8
2. 港口、公路、铁路公司或将受益	10
2.1. 分红潜力：高现金流、低负债	10
2.2. 回报潜力：高 ROE、低 PE	11
2.3. 增长潜力：再投资、收并购	12
3. 港口：关注秦港股份 H、青岛港 H 等	13
3.1. 投资逻辑：分红、提价、整合	13
3.2. 秦港股份 H：高股息+利润增长	14
3.3. 青岛港 H：高股息+高 ROE	15
4. 公路：关注五洲交通、吉林高速	16
4.1. 投资逻辑：分红、收购	16
4.2. 吉林高速：分红潜力较大	17
4.3. 五洲交通：收购带动增长	18
5. 铁路：关注大秦铁路	21
5.1. 投资逻辑：分红	21
5.2. 大秦铁路：分红潜力较大	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：截止 2024 年 2 月初，交运行业的央国企市值占 80%	5
图 2：截止 2024 年 2 月初，交运部分板块的央国企市值占比高	5
图 3：央国企的 PE 低于民企	6
图 4：央国企的 PB 低于民企	6
图 5：机构投资者持股比例与预期股息率正相关	6
图 6：机构投资者持股比例与 PE 的相关性较低	6
图 7：高速公路、铁路运输等板块的分红比例较高	7
图 8：港口、高速公路、铁路运输等板块的股息率较高	7
图 9：港口、高速公路、铁路运输等板块的 ROE 呈下降趋势	7
图 10：主要铁路上市公司的 ROE 呈下降趋势	7
图 11：部分头部高速公路上市公司 ROE 有所下降	8
图 12：多数头部港口上市公司 ROE 呈下降趋势	8
图 13：2014 年以来，港口和铁路运输的货币资金/总资产上升	8
图 14：港口和铁路运输的资产负债率有所下降	8
图 15：交通运输客运周转量增速普遍放缓	8

图 16: 交通运输货运周转量增速普遍放缓	8
图 17: 交通运输行业的固定资产投资仍然较快增长	9
图 18: 交通基础设施的产能仍然在较快增长	9
图 19: 港口、高速公路、铁路板块的 ROE 呈下降趋势	9
图 20: 港口、高速公路、铁路板块的毛利率呈下降趋势	9
图 21: 港口、高速公路、铁路的 PE 估值呈下降趋势	9
图 22: 港口、高速公路、铁路的 PB 估值呈下降趋势	9
图 23: 交运行业部分板块的 PE 较低、现金流充足	10
图 24: 交运行业部分板块的有息负债率、资产负债率低	10
图 25: 交运行业 PE 较低、现金流充裕的公司	10
图 26: 交运行业资产负债率和有息负债率较低的公司	10
图 27: 交运行业 PE 较低、现金流充裕公司 2022 年分红比例	11
图 28: 如果分红比例提高到 70%，部分公司的股息率超过 10%	11
图 29: 交运行业部分公司 PE 低于 6 倍，隐含回报率较高	11
图 30: 交运行业部分公司的市值/经营性净现金流低于 4	11
图 31: 交运行业部分公司的 ROE 较高	11
图 32: ROE 较高，且分红可能使 ROE 进一步提升的公司	11
图 33: 交运部分板块的归母净利润大幅增长	12
图 34: 交运少数板块的 ROE 稳定或上升	12
图 35: 交运部分公司的 ROE 较高，净利润增速较快	13
图 36: 交运部分公司的长期股权投资回报率较高	13
图 37: 2018 年以来，秦港股份的净利润与折旧摊销上升	14
图 38: 2022 年以来，秦港股份的资本支出已经低于折旧摊销	14
图 39: 秦港股份的历史分红比例在 50% 左右	14
图 40: 如果 2023 年秦港股份分红 50%，股息率有望达到 11%	14
图 41: 2021 年以来，秦港股份的港口业务单吨收入上升	14
图 42: 秦港股份受托管理股权的公司 2022 年权益净资产和净利润	14
图 43: 青岛港的资本支出远高于折旧摊销	15
图 44: 青岛港的分红比例在 40% 左右波动	15
图 45: 2023 年青岛港 H 的股息率有望达到 7% 左右	15
图 46: 青岛港的 ROE 和 ROIC 都在 10% 以上	15
图 47: 2017 年以来，吉林高速的资本开支较少	17
图 48: 吉林高速的资产负债率和有息负债率大幅下降	17
图 49: 吉林高速 2017 年以来的分红比例较低	18
图 50: 吉林高速的 ROE 有望达到 10% 左右	18
图 51: 长平高速的车流量还有较大上升空间	18
图 52: 预计 2010-2023 年吉林高速的收入和利润较快增长	18
图 53: 五洲交通的净利润+折旧摊销较多，而资本开支较少	19
图 54: 五洲交通的资产负债率和有息负债率大幅下降	19
图 55: 五洲交通的分红比例较低，且波动较大	19
图 56: 五洲交通从 2017 年开始 ROE 维持在 10% 左右	19

图 57: 五洲交通的主要控股公路的通行费收入增长.....	20
图 58: 五洲交通收购路产股权贡献的净利润增加.....	20
图 59: 五洲交通的多元化业务盈利较差.....	20
图 60: 2023H1 五洲交通的利润主要来自运输业.....	20
图 61: 大秦铁路的折旧摊销与资本支出接近.....	22
图 62: 大秦铁路的资产负债率和有息负债率较低.....	22
图 63: 大秦铁路的分红比例处于较高水平.....	22
图 64: 大秦铁路的股息率处于较高水平.....	22
图 65: 大秦铁路的 ROE 呈下降趋势.....	22
图 66: 大秦铁路的货币资金和归母股东权益不断积累.....	22
表 1: 2024 年初央国企市值管理纳入考核的相关会议.....	5
表 2: 上市公司对利润处理方式及其股东回报率.....	12
表 3: 部分港口上市公司具备高股息潜力.....	13
表 4: 部分高速公路上市公司具备高股息潜力.....	17
表 5: 吉林高速控股的主要路产情况.....	18
表 6: 五洲交通控股和参股的主要路产情况.....	20
表 7: 部分铁路运输上市公司具备高股息潜力.....	21

1. 市值管理考核，推升 ROE 和估值

国资委和证监会推动央国企市值管理考核，有助于盈利能力和估值提升。2024 年初，国资委和证监会陆续在公开会议上表示要推进央国企市值管理考核。我们认为，一是有助于央国企增加与投资者交流的积极性，提高信息透明度，推动估值上升；二是有助于央国企提高分红比例，股息率上升，推动估值上升；三是有助于央国企遏制过度投资、减少现金积累，促使 ROE 维持甚至上升。港口、高速公路、铁路公司往往具有区域垄断属性、能自主决定产能、影响价格，有能力根据考核指标调整经营管理，推动净利润增长、ROE 提升、分红比例上升。

1.1. 全面推开央国企市值管理考核

国资委鼓励央企在增加值、功能价值等五个方面着力提升价值。在 2024 年 1 月 24 日的国务院新闻发布会上，国资委副主任袁野表示：通过提升增加值，推动国有经济不断地发展壮大，努力实现股东有回报、企业有利润、员工有收入、国家有税收的发展，提高对国民经济增长的贡献度；通过提升经济增加值，优化资本投向和布局，遏制盲目投资冲动，减少低效无效资本的占用，形成更多有利润的收入、有经营现金流的利润。

国资委要进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。前期已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

2024 年将继续坚持“一利五率”目标体系，明确“一利稳定增长，五率持续优化”。继续努力推动中央企业经营效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长；净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发经费投入强度和科技产出效率持续提升，整体资产负债率保持稳定。

证监会推动将市值纳入央国企考核评价体系。2024 年 1 月 25-26 日，证监会召开 2024 年系统工作会议，强调要突出以投资者为本的理念。督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。加快构建中国特色估值体系，推动将市值纳入央国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。

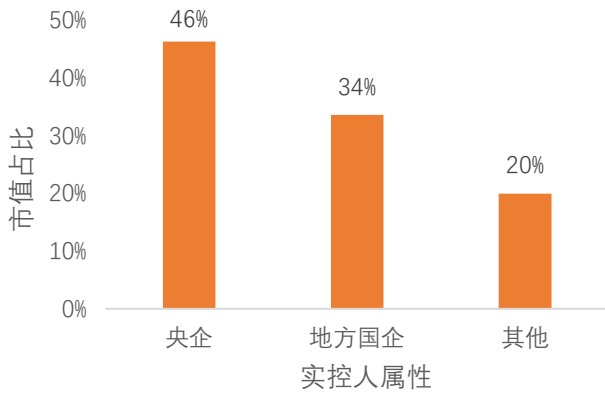
国资委全面推开上市公司市值管理考核。2024 年 1 月 29 日，国资委召开中央企业、地方国资委考核分配工作会议。要求聚焦做强做优做大目标，推动提高核心竞争力，国务院国资委将全面实施“一企一策”考核，全面推开上市公司市值管理考核，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

表 1：2024 年初央国企市值管理纳入考核的相关会议

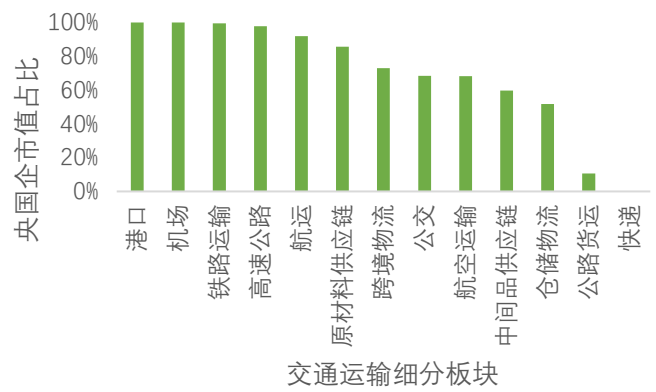
时间	部委	会议	内容
2024 年 1 月 24 日	国务院 国资委	国新办新闻发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核
2024 年 1 月 25 日	证监会	2024 年系统工作会议	推动将市值纳入央国企考核评价体系
2024 年 1 月 29 日	国务院 国资委	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	2024 年全面推开上市公司市值管理考核。

资料来源：央广网，天风证券研究所

交通运输行业的央国企占比高。截止 2024 年 2 月初，A 股交通运输行业的央国企市值占比 47%、地方国企市值占比 34%，港口、机场、铁路运输、高速公路、航运等板块的央国企市值占比在 90%以上，这些板块的市值在交运细分板块中也领先。



资料来源: Wind, 天风证券研究所



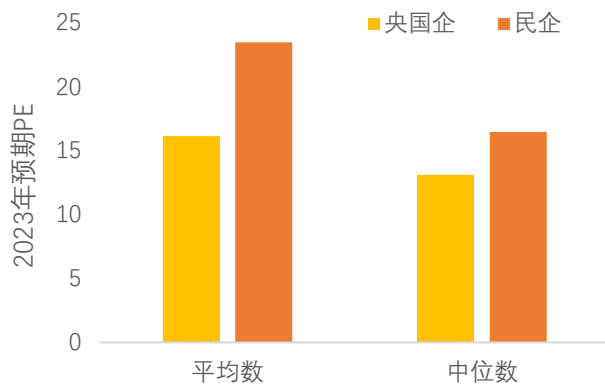
资料来源: Wind, 天风证券研究所

港口、公路、铁路等国内经营为主的公司受市值管理考核影响较大。港口、公路、铁路、机场等往往在国内经营，具有区域垄断属性，企业能自主决定产能、影响价格，有能力根据考核指标调整经营管理，对收入和利润产生较大影响。而航运、跨境物流、原材料供应链在全球范围内经营，面临国际竞争，收入和利润更受市场的影响。

1.2. 明确市场预期，估值水平上升

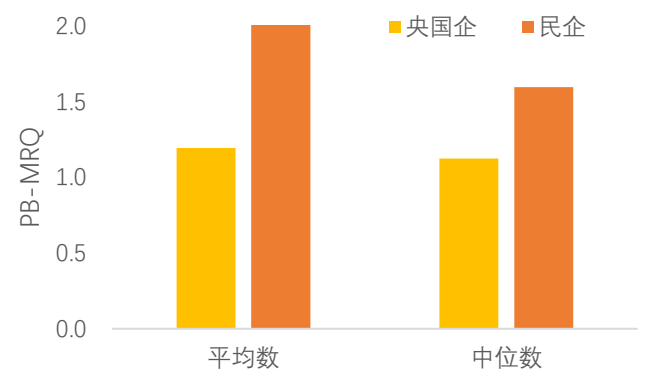
交运行业央企的估值低于民企。无论是 PE 还是 PB，2023 年央企都更低。民营企业市值，是大股东（通常是董事长）财富的直接体现，因此比较关注估值。而央企的董事长并非大股东，受委托代理机制的影响，对市值关注偏少，导致估值偏低。

图 3: 央企的 PE 低于民企



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 央企的 PB 低于民企



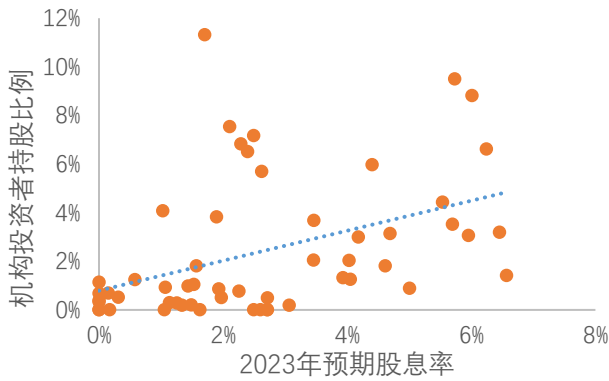
资料来源: Wind, 天风证券研究所

如果不考核市值，央国企管理层缺乏动机做市值管理。在信息透明度上，管理层可能缺乏动机与投资者交流，因此市场给予的风险溢价和贴现率更高，导致估值更低。在经营目标上，收入规模或许更能体现管理层的权力，而非净利润，因此投资者可能认为央国企会过度扩张、盈利能力偏低。

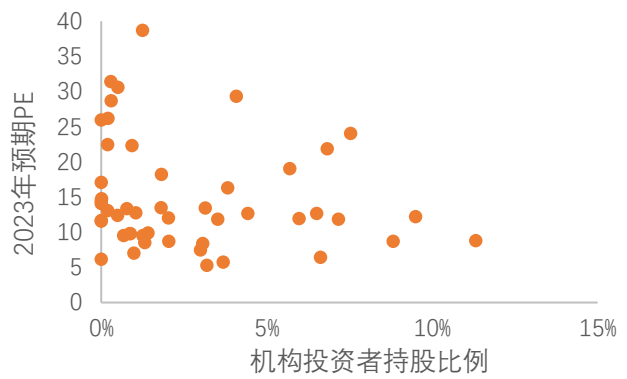
交通基础设施公司多数以股息率估值为主。投资者基于悲观假设，把拿到的分红作为投资回报，而预期留存收益的再投资回报率低、甚至亏损，因此采用股息率估值法。港口、高速公路、铁路运输等板块以央国企为主，以股息率作为估值的锚。股息率较高的公司，才能吸引较多机构投资者。如果股息率较低，即使 PE 较低（隐含回报率较高），也难以吸引大量机构投资者。

图 5: 机构投资者持股比例与预期股息率正相关

图 6: 机构投资者持股比例与 PE 的相关性较低



资料来源：Wind，天风证券研究所



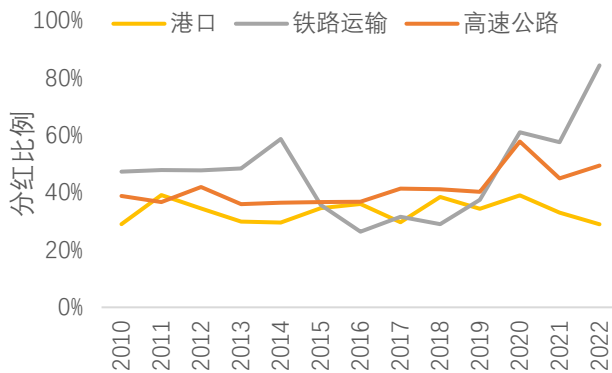
资料来源：Wind，天风证券研究所

如果考核市值，那么央国企的盈利能力和估值都有望提升。央国企盈利与市值的关系更大，管理层可能更多追求利润，从而减少过度投资。为了提升估值，管理层与投资者交流的意愿可能增强，分红比例可能提升。

1.3. 提高分红比例，增加股东回报

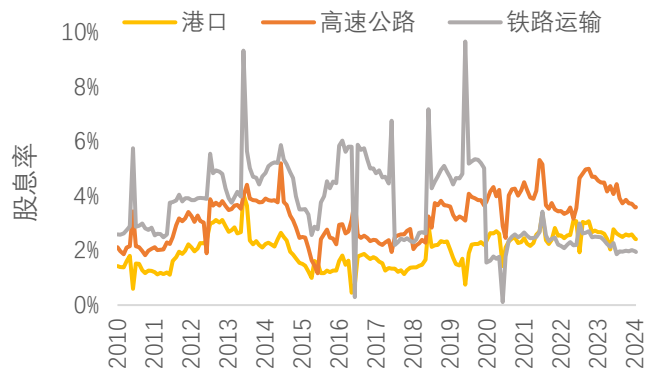
推开市值管理考核，加大现金分红力度，有助于股东回报率上升。投资者从上市公司获得投资回报，直接的途径是获得分红收益。分红比例越高，股息率越高，投资回报率越高。我们认为，交运行业分红比例较高的港口、铁路运输、高速公路等板块，分红比例还有较大提升空间，股息率也有较大提升空间。

图 7：高速公路、铁路运输等板块的分红比例较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

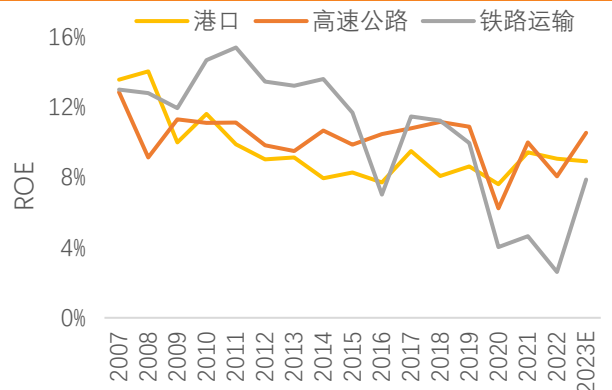
图 8：港口、高速公路、铁路运输等板块的股息率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

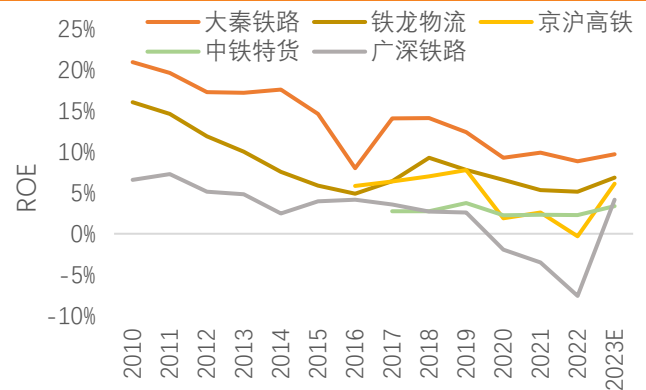
当再投资回报率低于现有资产，提高分红比例能增加股东回报。需求增速放缓、投资成本上升，导致再投资回报率下降。港口、高速公路、铁路运输等板块的 ROE 呈下降趋势，各板块头部公司的 ROE 普遍呈下降趋势。如果减少再投资、加大回购力度、提高分红比例，那么股东的回报率有望上升。

图 9：港口、高速公路、铁路运输等板块的 ROE 呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：主要铁路上市公司的 ROE 呈下降趋势

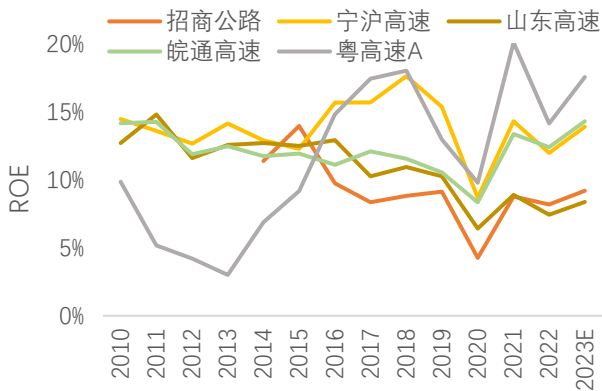


资料来源：Wind，天风证券研究所

港口和铁路板块提升分红比例更加迫切。港口和铁路运输板块的 ROE 下降更明显，头部公司的 ROE 下降也更明显，所以需要提高分红比例来维持 ROE 和 PB 估值。高速公路

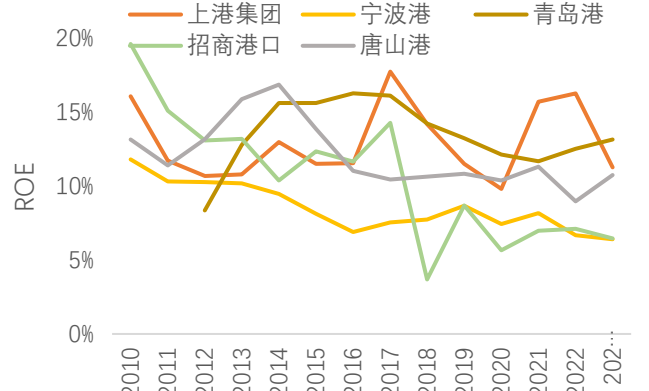
板块的 ROE 开始趋于稳定，部分头部公司甚至上升，说明再投资回报率较高。

图 11：部分头部高速公路上市公司 ROE 有所下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

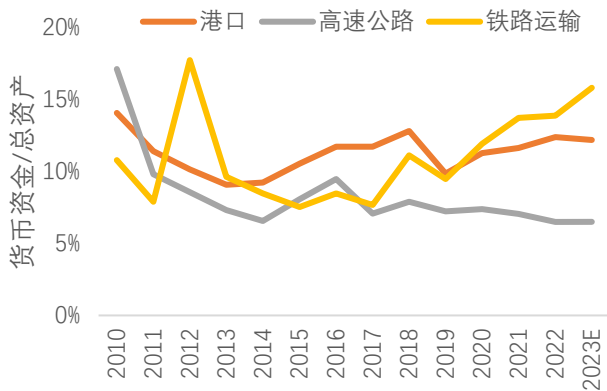
图 12：多数头部港口上市公司 ROE 呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

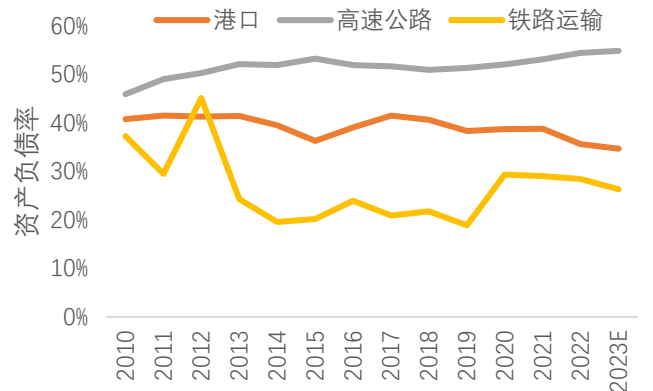
上市公司积累现金，会导致股东回报率下降。港口、高速公路、铁路运输板块的 ROE 在 10% 左右，而上市公司的现金回报率在 2% 左右。所以现金积累越多，对 ROE 的拖累越明显。同样的，资产负债率下降导致权益乘数下降，也会拖累 ROE 下降。港口和铁路运输板块的 ROE 下降，或与货币资金占比上升、资产负债率下降有关。

图 13：2014 年以来，港口和铁路运输的货币资金/总资产上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：港口和铁路运输的资产负债率有所下降

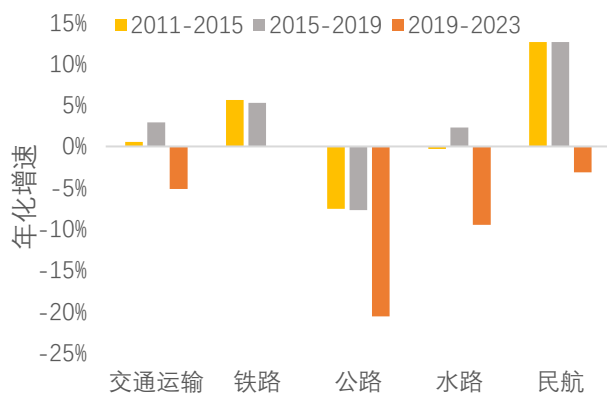


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 控制过度投资，提升 ROE 水平

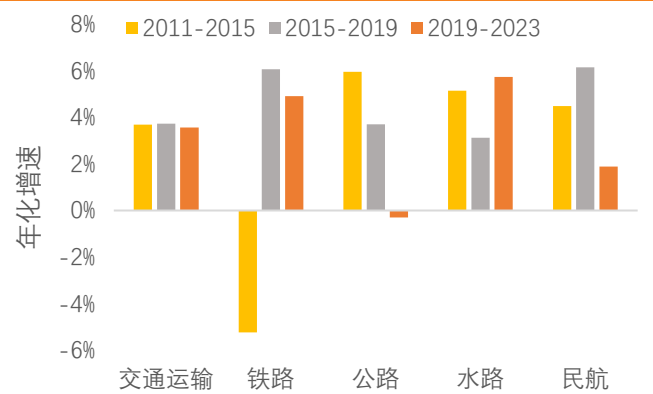
经济增速放缓，投资机会减少。随着经济增长速度放缓，交通运输的客运和货运周转量增速普遍在下降，意味着对交通基础设施的需求增速放缓，固定资产投资需求或将下降，投资机会在减少。

图 15：交通运输客运周转量增速普遍放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：交通运输货运周转量增速普遍放缓

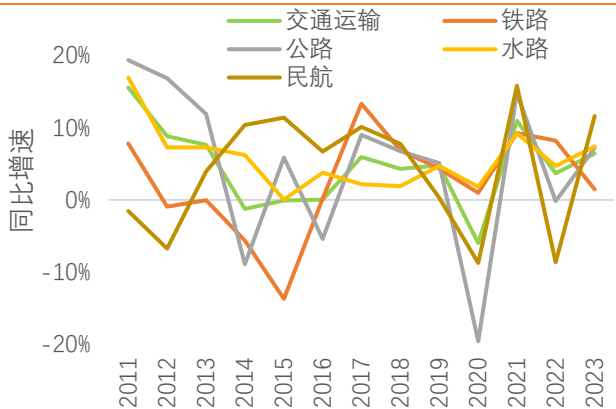


资料来源：Wind，天风证券研究所

但是固定资产投资和新增产能的增速并未明显放缓。2017-2023 年，交通运输行业及子

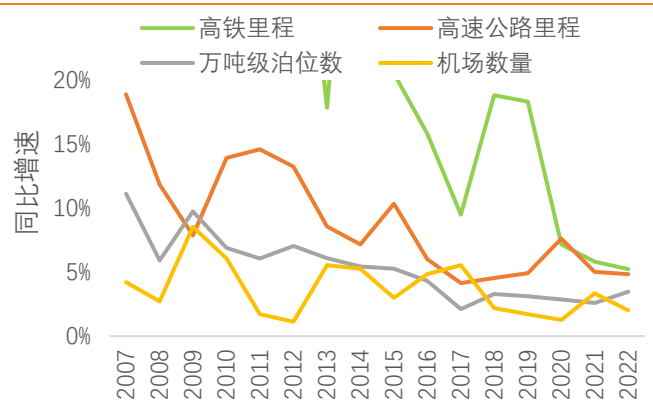
行业的固定资产投资仍然较快增长，尤其是铁路和水路运输，增速有所加快。固定资产投资增长带动交通基础设施的产能增长，2018-2022 年维持较快增长。

图 17：交通运输行业的固定资产投资仍然较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

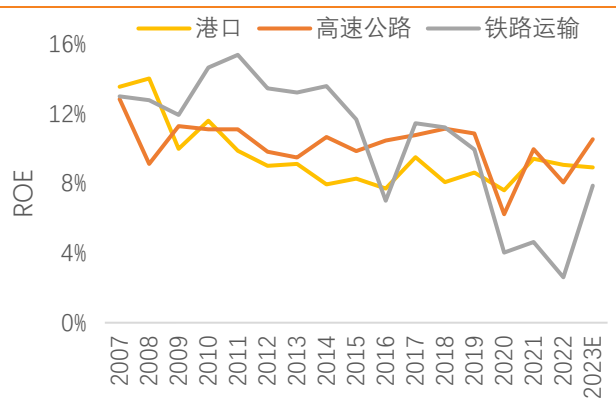
图 18：交通基础设施的产能仍然在较快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

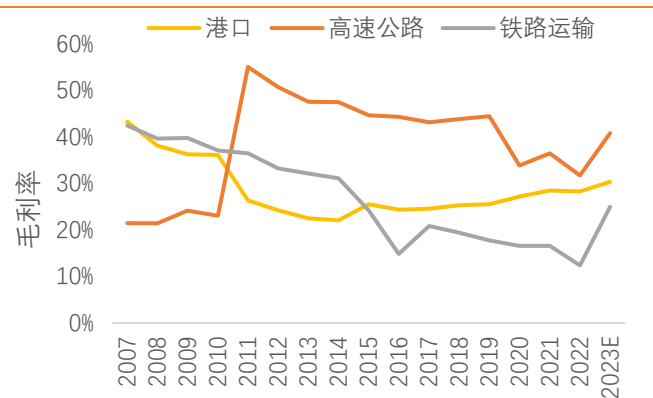
过度投资，导致盈利能力下降。基础设施建设贡献当期 GDP，GDP 导向政策容易产生过度投资，导致产能过剩、低价竞争，拖累盈利能力。GDP 导向也可能促使央企企业追求运量增长，加剧价格竞争，导致资产盈利能力下降。此外，通货膨胀带来的新增投资成本上升，导致新产能的盈利能力低于原有产能。

图 19：港口、高速公路、铁路板块的 ROE 呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：港口、高速公路、铁路板块的毛利率呈下降趋势

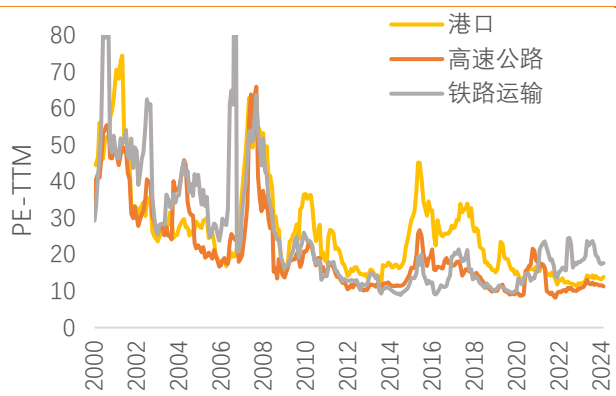


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：港口板块 2015 年以来毛利率上升，主要是唐山港等压缩低毛利率的商品贸易业务，上港集团等调整港口物流业务收入确认方法等所致

增长速度放缓、盈利能力下降，导致估值下降。旅客和货物周转量增速放缓，意味着运输收入和利润增速放缓，合理 PE 估值下降。过度投资导致的盈利能力下降，导致合理的 PB 估值下降。2000-2023 年，港口、高速公路、铁路运输板块的 PE 和 PB 都呈下降趋势。PB 低于 1 的上市公司，对于股东是在损害价值。

图 21：港口、高速公路、铁路的 PE 估值呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：港口、高速公路、铁路的 PB 估值呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

“一利五率”考核，有望遏制过度投资，促使 ROE 上升，推升估值，分红能力上升。

“一利五率”注重企业盈利增长和盈利能力提升，而非收入规模，有助于遏制企业盲目投资、过度投资，缓解产能过剩和低价竞争，促进企业盈利能力和估值提升。同时，资本开支减少，也有助于企业分红能力提升。

市值管理考核有助于企业盈利改善、估值上升。市值取决于盈利和估值。在需求增长放缓的情况下，控制供给推动盈利能力上升，是提升盈利的有效手段。盈利能力上升，能推动合理 PB 上升。盈利能力上升和 PB 估值上升，能共同推动市值上升。

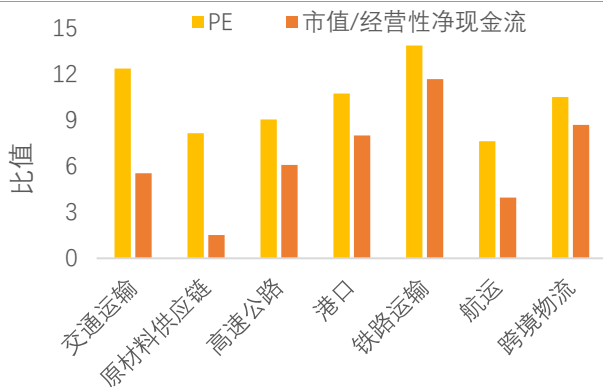
2. 港口、公路、铁路公司或将受益

相对低估值的港口、公路、铁路公司，有望受益于市值管理考核。一是市值考核可能带动分红比例提升，低 PE、低负债率的高速公路、铁路、港口公司，提分红、高股息的可能性较大；二是市值考核可能促进投资者交流、降低风险溢价，估值有望上升，低 PE、高 ROE 的高速公路、铁路、港口公司静态和动态回报率较高；三是市值考核抑制过度投资、推升 ROE，再投资回报率高的高速公路、铁路、港口公司，未来增长潜力较大。

2.1. 分红潜力：高现金流、低负债

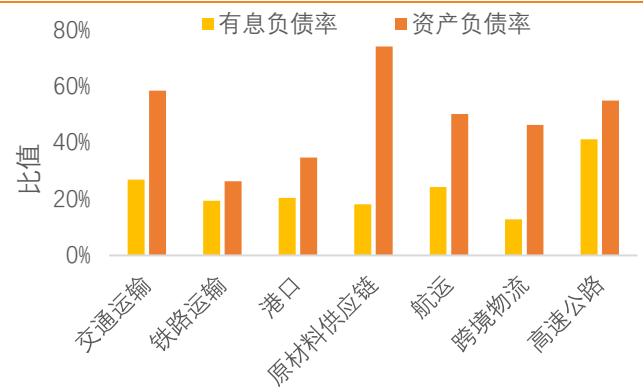
现金流充裕、负债率低的公司，分红潜力较大。动态看，分红来自公司经营获得的利润和现金，如果经营性净现金流充足、折旧摊销高于资本开支，那么分红潜力较大。静态看，资产负债率低，尤其是有息负债率低的公司，分红潜力较大。

图 23：交运行业部分板块的 PE 较低、现金流充足



资料来源：Wind，天风证券研究所

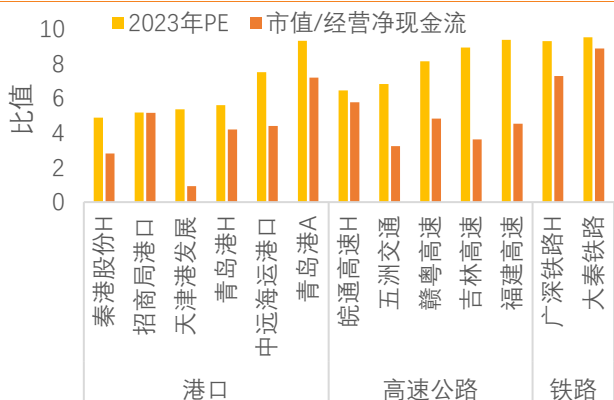
图 24：交运行业部分板块的有息负债率、资产负债率低



资料来源：Wind，天风证券研究所

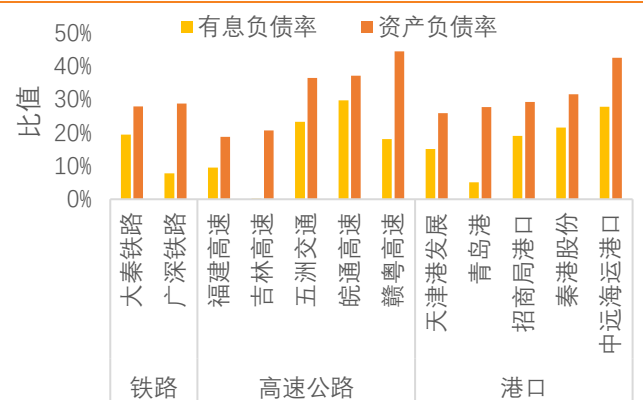
分红潜力较大的公司主要在港口、高速公路和铁路运输板块。我们筛选 PE 低于 10 倍、市值/经营性净现金流低于 10、资产负债率低于 50% 的公司，发现主要集中在港口、航运、高速公路、铁路运输板块。考虑到航运强周期性导致的盈利高波动性，不符合分红型投资者对盈利稳定的要求，因此剔除航运板块。

图 25：交运行业 PE 较低、现金流充裕的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：交运行业资产负债率和有息负债率较低的公司

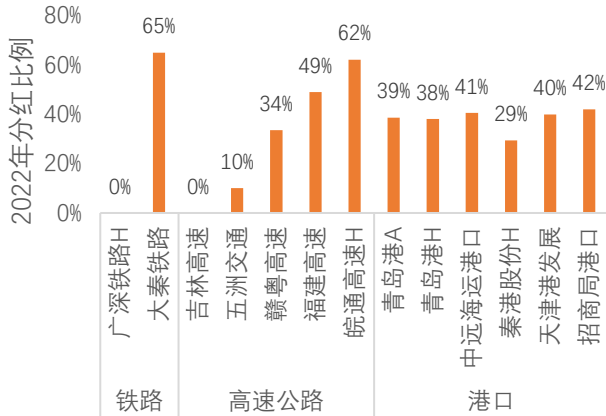


资料来源：Wind，天风证券研究所

如果分红比例提升，部分公司的股息率有望大幅上升。尽管多数公司的分红比例低于

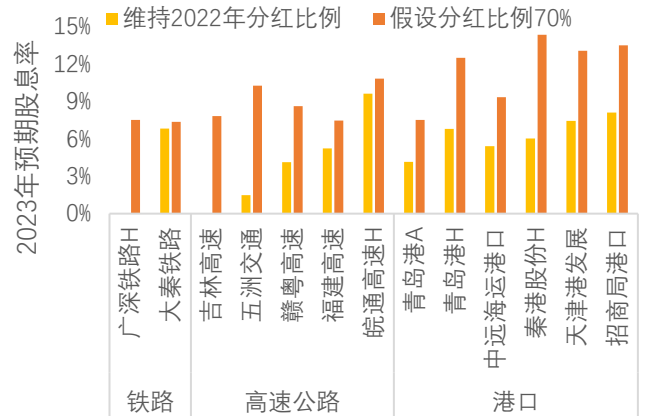
50%，但是部分公司 2023 年的预期股息率已经达到 6% 以上。如果 2023 年分红比例提高到 70%，那么秦港股份 H、青岛港 H、天津港发展、招商局港口等公司的股息率有望超过 10%。

图 27：交运行业 PE 较低、现金流充裕公司 2022 年分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：如果分红比例提高到 70%，部分公司的股息率超过 10%

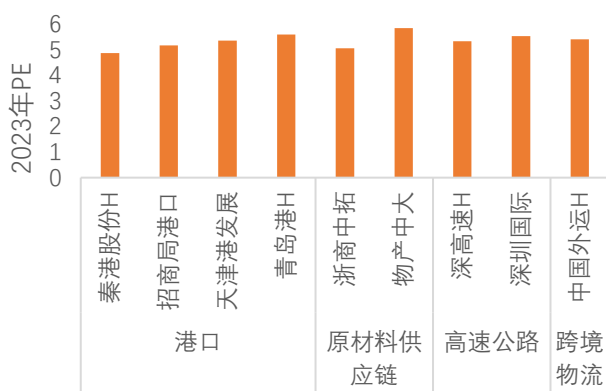


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 回报潜力：高 ROE、低 PE

静态看，投资回报率为 PE 的倒数。净利润/市值是股东持有当年的投资回报率。如果分红比例 100%，在不考虑红利税的情况下，股东获得的股息回报率为 1/PE。所以 PE 越低，固定获得的投资回报率越高。更进一步，市值/经营性净现金流越低，说明投资企业的现金回收期越短。如果企业的经营性净现金流 100% 用于分红，那么市值/经营性净现金流越低，分红回报率越高。

图 29：交运行业部分公司 PE 低于 6 倍，隐含回报率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：交运行业部分公司的市值/经营性净现金流低于 4

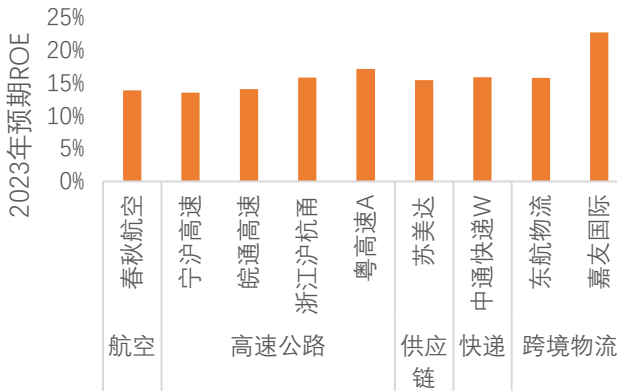


资料来源：Wind，天风证券研究所

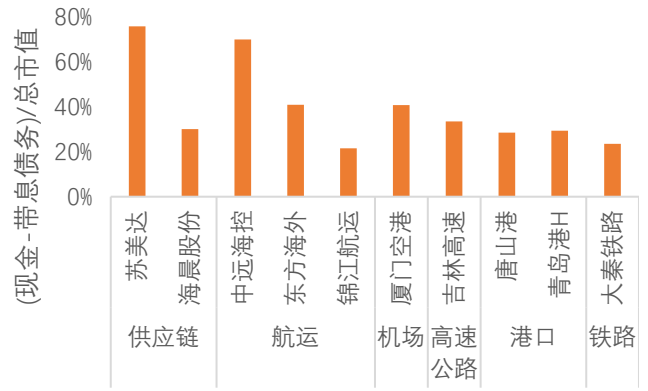
动态看，投资回报率为上市公司的 ROE。长期看，投资收益来源于上市公司创造的净利润。ROE 越高，意味着上市公司的盈利能力越强，给投资者带来的回报率越高。只要 ROE 能保持稳定，合理 PB 水平就能保持稳定，投资时的 PB 水平并不影响投资回报率。

图 31：交运行业部分公司的 ROE 较高

图 32：ROE 较高，且分红可能使 ROE 进一步提升的公司



资料来源: Wind, 天风证券研究所



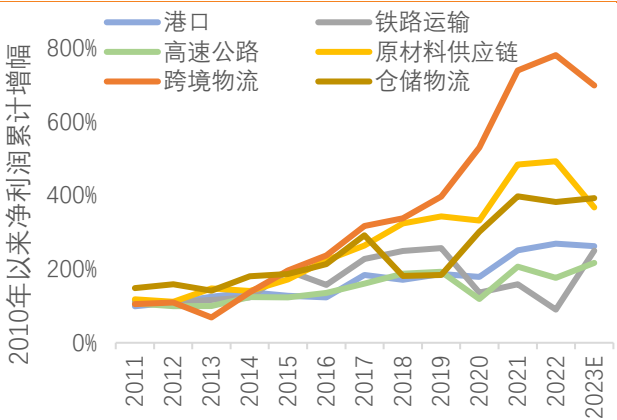
资料来源: Wind, 天风证券研究所

提高分红比例, 有助于维持甚至提高 ROE。当经济增长放缓、投资机会减少、投资回报率下降, 提高分红比例能缓解再投资压力, 使上市公司的 ROE 保持较高水平, 合理 PB 维持稳定。股东把分红用于增持上市公司股票, 能起到再投资的作用。对央企进行 ROE、市值管理考核, 能促进上市公司提高分红比例。

2.3. 增长潜力: 再投资、收并购

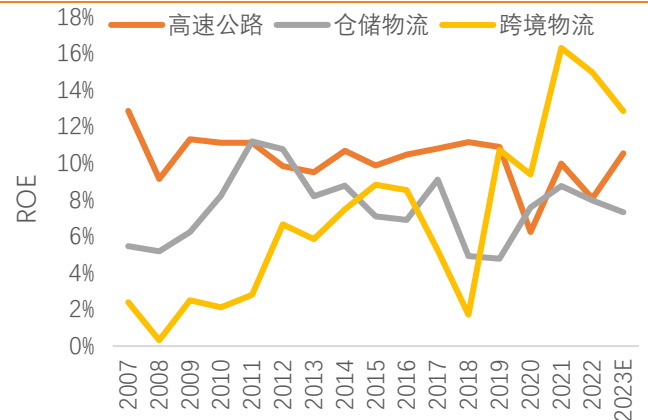
再投资能力强、空间大的公司, 盈利有望较快增长。港口、高速公路、铁路等交通基础设施公司往往聚焦主业进行再投资和收并购, 带动盈利增长。由于原有主业简单、竞争压力较小, 因此普遍不具备拓展多元化业务的能力。只有少数公司依托原有主业的优势进行多元化投资, 才取得较高的投资回报率。

图 33: 交运部分板块的归母净利润大幅增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 交运少数板块的 ROE 稳定或上升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

基于以上分析, 我们认为交运行业上市公司对于净利润, 有利于股东的处理方式依次为: 分红、主业再投资、偿债或积累货币资金、多元化投资。分红使股东直接获得投资回报, 是公司治理良好的直接表现, 有助于公司维持 ROE 水平。主业再投资的回报率往往低于原有资产, 无论是新(扩)建产能, 还是收并购, 导致公司整体 ROE 下降。偿债或积累现金的回报率较低, 会导致 ROE 和 PB 估值下降。多元化投资很可能失败, 损害股东价值。

表 2: 上市公司对利润处理方式及其股东回报率

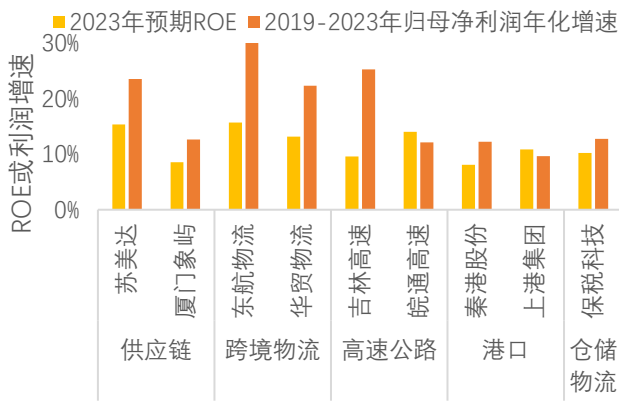
利润处理方式	优劣	预期回报率	原因	ROE 趋势
分红	最优	等于原有资产	分红可用于购买原有公司股权	稳定
主业再投资	次优	低于原有资产	产能利用率下降、价格竞争、投资成本上升等	下降
偿债或积累现金	较差	融资利率或理财利率	偿债或现金用于理财	下降
多元化投资	最差	较低或亏损	缺乏多元化经营或投资能力	下降

资料来源: 天风证券研究所

交运部分公司再投资能力强, 盈利较快增长, ROE 保持较高水平。供应链、跨境物流、高速公路、港口等板块都有代表性公司, 2019-2023 年预期归母净利润 CAGR 在 10%

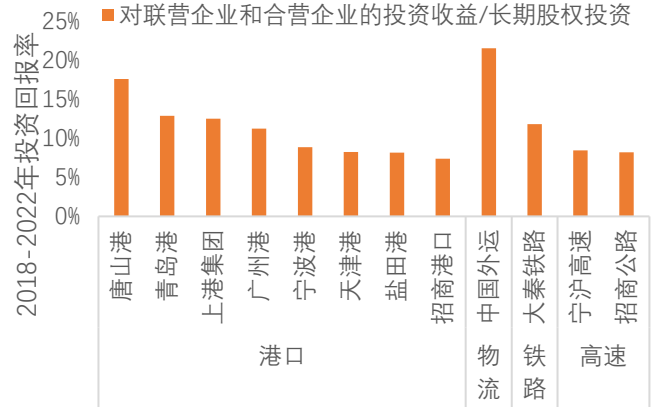
以上，2023 年 ROE 在 8%以上，说明再投资回报率较高。

图 35：交运部分公司的 ROE 较高，净利润增速较快



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：交运部分公司的长期股权投资回报率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 港口：关注秦港股份 H、青岛港 H 等

港口未来的主要投资逻辑是分红、提价、整合。PE 低、负债率低、现金流好的港口公司，高分红的可能性较大。区域港口整合带来提价和资产注入的机会，河北省和山东省港口正在整合。关注秦港股份 H：经营性现金大量流入、资产负债率下降、未来资本开支较少，具备提高分红比例的条件，如果分红 50%，H 股股息率能达到 11%；港口整合带来单吨收入上升，未来资产整合有望进一步推升利润。关注青岛港 H：资产负债率低、有能力维持 40%左右分红比例，对应股息率 7%；12%左右的 ROE 有望带来长期较高回报率。

3.1. 投资逻辑：分红、提价、整合

秦港股份 H、天津港发展、青岛港 H 具备高股息潜力。一是秦港股份 H、青岛港 H、招商局港口等公司的 PE 较低、现金流较好，如果高分红就有高股息。二是青岛港、天津港发展等公司的资产负债率较低、有息负债率更低，具备高分红的能力。三是 2024 年证监会将督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红，A 股上市公司及对应 H 股有望提高分红比例。

表 3：部分港口上市公司具备高股息潜力

证券代码	证券简称	市值/经营净现金流	分红潜力				收益潜力		增长潜力
			资产负债率	带息负债率	2022 年分红比例	分红 50% 对应股息率	2023 年预期 PE	2023 年预期 ROE	2019-2023 年预期归母净利润年化增速
601298.SH	青岛港 A	7.0	28%	5%	39%	5.5%	9.1	13%	7.3%
600018.SH	上港集团	11.1	32%	24%	19%	5.3%	9.5	11%	9.6%
0144.HK	招商局港口	5.5	29%	19%	42%	9.1%	5.5	8%	-2.6%
1199.HK	中远海运港口	4.6	42%	28%	41%	7.3%	6.8	5%	-2.2%
3369.HK	秦港股份 H	2.9	33%	22%	29%	11.4%	4.4	8%	12.0%
3382.HK	天津港发展	1.0	26%	15%	40%	15.6%	3.2	4%	8.6%
6198.HK	青岛港 H	4.0	28%	5%	39%	9.5%	5.2	13%	7.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：市值截止 2024 年 2 月 26 日，A 股和 H 股财报截止 2023 年 9 月 30 日，其他港股财报截止 2023 年 6 月 30 日。2023 年预期净利润，依次优先采用业绩快报、业绩预告均值、Wind 一致预期、前三季度年化值，预期 PE、股息率、ROE、利润增速等都据此计算。

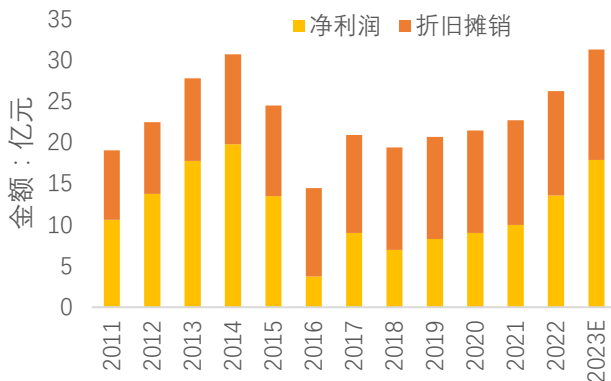
秦港股份、天津港发展、青岛港具有提价机会，ROE 有望上升。河北省和山东省港口整合，有助于遏制过度投资、缓和区域港口竞争，港口产能利用率和费率有望上升，带动 ROE 上升，PB 有望随之上升。天津港受益于河北港口整合，区域竞争有望缓和。

秦港股份和青岛港有港口资产整合机会，净利润有望增长。河北省和山东省港口整合，都需要解决省内上市港口公司之间、上市码头与非上市码头之间的同业竞争问题，因此非上市码头资产有望注入上市公司，带来净利润增长。如果净利润增幅高于股本增幅，那么 EPS 也有望增长。

3.2. 秦港股份 H：高股息+利润增长

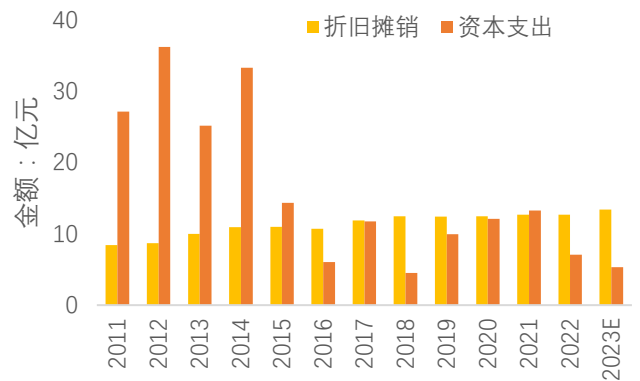
秦港股份具备提高分红比例的条件。一是资产负债率持续下降，2023 年第三季度末为 32%，在港口板块处于偏低水平。二是经营性净现金流充足，2023 年前三季度净利润 13 亿元、预计折旧摊销 10 亿元。三是新建和扩建码头等资本开支较少，2023 年第三季度末在建工程 4 亿元，预计全年资本支出 5 亿元，远低于折旧摊销金额。四是央企考核 ROE、市值管理，有助于促进上市公司分红。

图 37：2018 年以来，秦港股份的净利润与折旧摊销上升



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：2023 年数据为前三季度年化值。

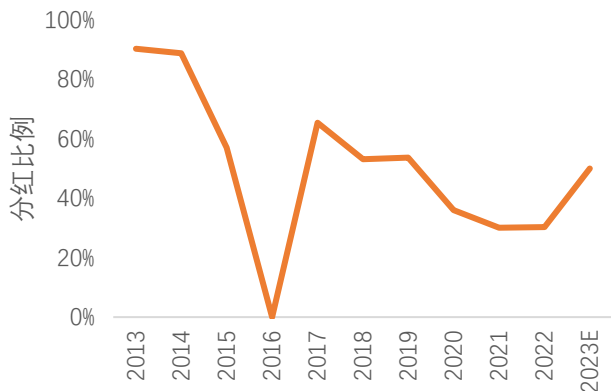
图 38：2022 年以来，秦港股份的资本支出已经低于折旧摊销



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：2023 年数据为前三季度年化值。

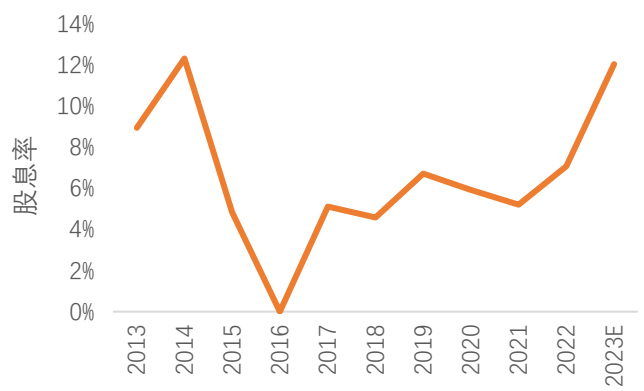
如果分红比例提高到 50%，2023 年 H 股股息率有望达到 11%。2013 年秦港股份在香港上市，2013-2022 年分红比例平均值为 50%。2019-2021 年资本开支小高峰，2020-2022 年分红比例下降。随着资本开支减少、资产负债率下降，秦港股份的分红比例有望回升。假设 2023 年归母净利润为前三季度的 4/3、分红比例 50%，那么 H 股股息率为 11%。

图 39：秦港股份的历史分红比例在 50%左右



资料来源：Wind，天风证券研究所
注：2023 年为假设值。

图 40：如果 2023 年秦港股份分红 50%，股息率有望达到 11%

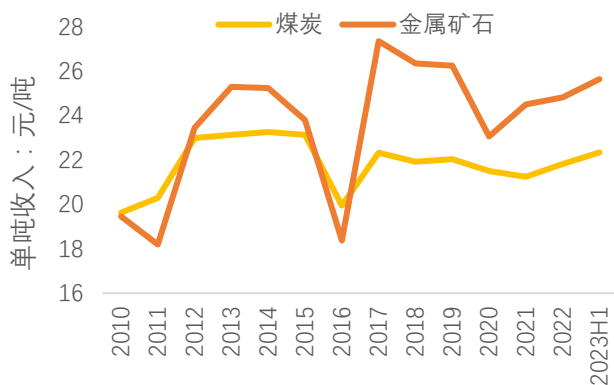


资料来源：Wind，天风证券研究所
注：假设 2023 年归母净利润为前三季度年化值。

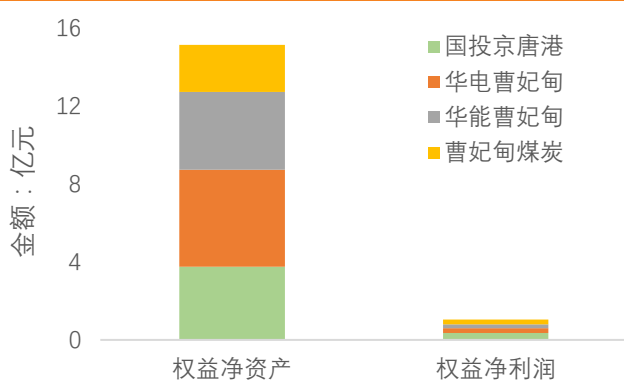
码头产能利用率和港口费率有望上升，推动利润增长。一方面，河北省港口资源整合将有效解决省内港口无序恶性竞争、重复建设局面。另一方面，央国企“一利五率”和市值管理考核，有助于遏制盲目投资冲动，缓解产能过剩和低价竞争。

图 41：2021 年以来，秦港股份的港口业务单吨收入上升

图 42：秦港股份受托管理股权的公司 2022 年权益净资产和净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所



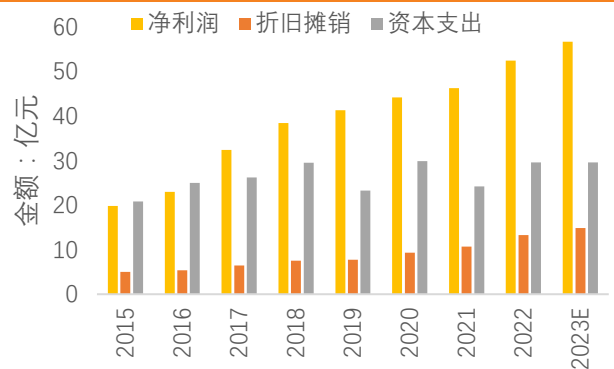
资料来源：Wind，天风证券研究所

河北港口资产整合，可能推动秦港股份净利润增长。河北港口集团承诺：将在股权划转完成（2022年10月31日）后5年内，综合运用资产重组、资产置换、股权置换、业务调整、委托管理等多种措施解决同业竞争问题。2023年，秦港股份已经受托管理国投京唐港20%股权、华电曹妃甸40%股权、华能曹妃甸23%股权、曹妃甸煤炭21%股权等。河北港口集团内的其他同业竞争资产，有望进一步整合。

3.3. 青岛港 H：高股息+高 ROE

如果维持40%分红比例，2023年青岛港H的股息率有望达到7%。2023年9月30日，青岛港的资产负债率28%、有息负债率5%，具备高分红的能力。但是青岛港的资本开支远高于折旧摊销，考虑山东省港口整合导致的潜在资产收购，我们认为青岛港的分红比例难以大幅提升。假设2023年青岛港归母净利润达到Wind一致预期值、分红比例40%，那么H股股息率在7%左右。

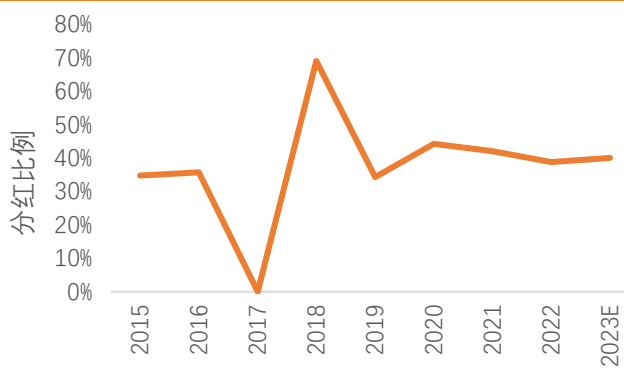
图 43：青岛港的资本支出远高于折旧摊销



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2023年净利润为前三季度年化值，折旧摊销和资本支出为上半年年化值。

图 44：青岛港的分红比例在 40%左右波动



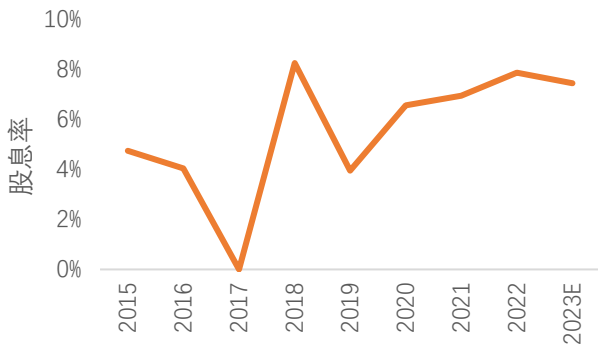
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2023年为假设值。

青岛港的高 ROE 有望给股东带来长期高回报率。2014 年以来，青岛港的 ROE 和 ROIC 一直维持在 10%以上，说明资产盈利能力强。大量的资本开支并未拖累盈利能力下降，说明再投资回报率高。即使分红比例低一些，股东的回报率依然较高。

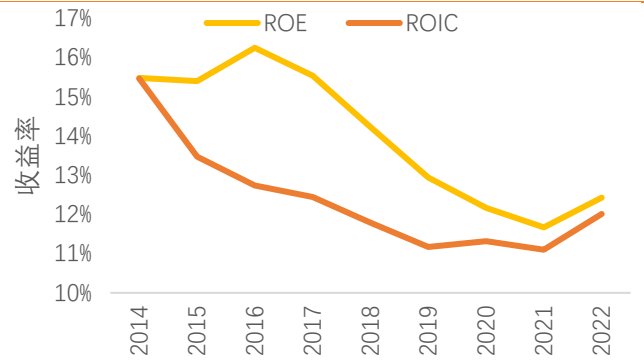
图 45：2023 年青岛港 H 的股息率有望达到 7%左右

图 46：青岛港的 ROE 和 ROIC 都在 10%以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2023年归母净利润为Wind一致预期值，假设分红比例40%。



资料来源：Wind，天风证券研究所

港口资产整合是否摊薄 EPS 和 ROE，取决于现金支付比例。山东省港口资产整合，青岛港可能收购非上市码头资产。如果采用现金收购，且标的资产 1/PE 高于青岛港现金的投资回报率，那么就能增厚 EPS、推升 ROE。如果采用现金+发行股份购买资产，则需要视收购方案而定。

4. 公路：关注五洲交通、吉林高速

高速公路的主要投资逻辑是分红和收购路产。部分高速公路公司的分红比例较高，使股息率较高；未来关注低估值、分红比例可能提升的公司。高速公路公司收购路产，比新建和改扩建更能推动利润增长。关注吉林高速：经营性现金大量净流入、资产负债率低、未来资本开支少，分红比例可能提升，10%左右 ROE 有望带来较高的长期投资回报率。关注五洲交通：经营性现金大量净流入、资产负债率较低，具备提高分红比例的能力；收购集团路产带来利润增长；但是核心路产坛百路或将改扩建，给未来分红和盈利带来不确定性。

4.1. 投资逻辑：分红、收购

部分高速公路公司股息率较高，未来有望继续提升。多数高速公路公司现金流良好、PE 偏低、分红比例较高，因此股息率也较高。2023 年 A 股高速公路上市公司的预期 PE 平均值为 12 倍，2022 年平均分红比例 38%，2023 年预期股息率平均值为 3.5%。如果未来分红比例提升，那么股息率有望上升。

表 4：部分高速公路上市公司具备高股息潜力

证券代码	证券简称	市值/经营 净现金流	分红潜力				收益潜力		增长潜力	
			资产 负债率	带息 负债率	2022 年 分红比例	分红 60% 对应股息率	2023 年 预期 PE	2023 年 预期 ROE	2019-2023 年预期 归母净利润年化增速	
600368.SH	五洲交通	3.4	36%	23%	10%	9.3%	6.5	11%	-6.4%	
600269.SH	赣粤高速	5.2	44%	18%	34%	6.9%	8.7	7%	1.3%	
601518.SH	吉林高速	3.9	21%	0%	0%	6.9%	8.6	10%	25.3%	
600033.SH	福建高速	4.7	19%	10%	49%	7.2%	8.4	8%	2.2%	
600035.SH	楚天高速	3.2	52%	40%	31%	8.0%	7.5	10%	7.0%	
600548.SH	深高速	5.2	60%	46%	50%	7.4%	8.1	11%	-1.0%	
0737.HK	湾区发展	10.1	40%	32%	102%	4.9%	12.3	9%	-10.7%	
0995.HK	皖通高速 H	5.2	39%	30%	62%	8.5%	7.1	15%	13.3%	
0177.HK	宁沪高速 H	5.2	52%	41%	61%	7.6%	7.9	14%	2.8%	
0548.HK	深高速 H	3.5	60%	46%	50%	11.0%	5.5	11%	-1.0%	
0576.HK	浙江沪杭甬	3.1	74%	38%	31%	9.3%	6.5	16%	7.9%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：市值截止 2024 年 2 月 26 日，A 股和 H 股财报截止 2023 年 9 月 30 日，其他港股财报截止 2023 年 6 月 30 日。2023 年预期净利润，依次优先采用业绩快报、业绩预告均值、Wind 一致预期、前三季度年化值，预期 PE、股息率、ROE、利润增速等都据此计算。

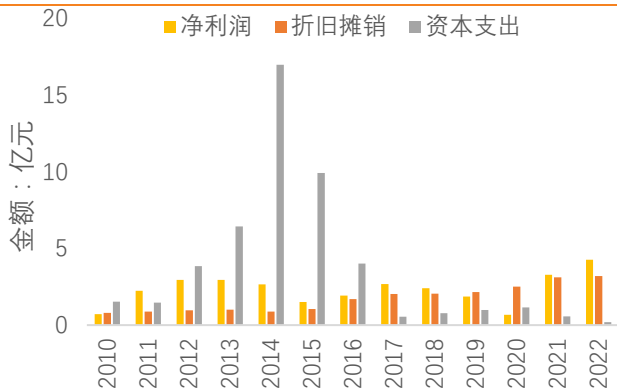
高速公路公司可以通过收购路产来实现盈利增长。各省高速公司上市公司的控股股东往往是省交通投资集团或高速公路集团，拥有大量非上市路产，上市的高速公路公司可以收购路产实现增长。相比新建或改扩建路产，避免了对原有路产分流通行量，能缩短产能爬坡期，更有利于利润增长。

高速公路存在收费期限、政府定价等影响因素。高速公路开始通行后，省交通厅就会核定收费年限和收费标准，并且收费标准比较稳定。因此，投资高速公路需要考虑剩余收费年限，以此计算现金流贴现值。在车流量饱和后，高速公路也难以提价来获得更高的收益。

4.2. 吉林高速：分红潜力较大

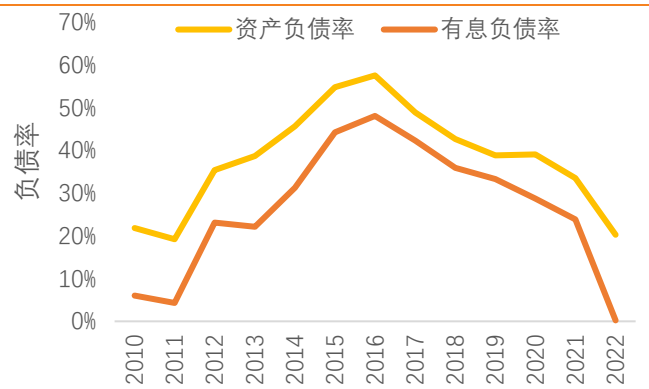
吉林高速具备高分红的条件。一是长平高速改扩建完成后，2017 年开始，资本支出远小于折旧摊销，经营性现金大量净流入。二是偿还负债导致资产负债率和有息负债率大幅下降，处于较低水平。

图 47：2017 年以来，吉林高速的资本开支较少



资料来源：Wind，天风证券研究所

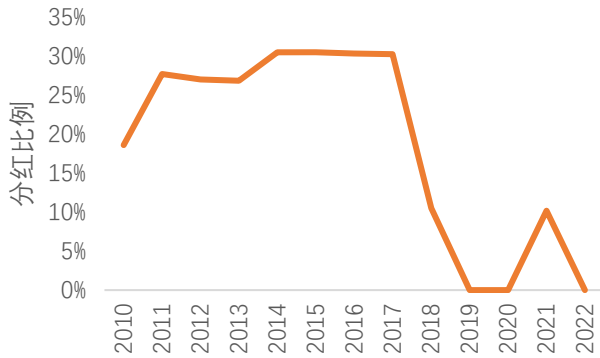
图 48：吉林高速的资产负债率和有息负债率大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

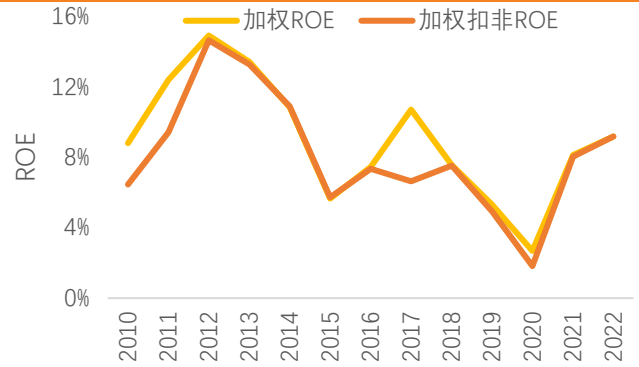
吉林高速的历史分红比例较低，未来有望提升。2018 年开始，吉林高速的分红比例大幅下降，维持较低水平。分红少导致吉林高速的股东权益增加，未来可能拖累 ROE 和 PB 估值。在央企考核“一利五率”和市值管理的情况下，未来可能提高分红比例。

图 49: 吉林高速 2017 年以来的分红比例较低



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 50: 吉林高速的 ROE 有望达到 10% 左右



资料来源: Wind, 天风证券研究所

吉林高速的收费公路主要是长平高速和长春绕城高速西北环。长平高速经过改扩建后, 收费年限还有近 18 年。2021 年长平高速的日均通行量占 71%、通行费收入占 78%。2023 年上半年, 经营长春市绕城高速公路的长春高速公路有限公司净利润 0.47 亿元, 贡献 13% 的归母净利润, 占比较低, 收费到期对归母净利润的影响较小。

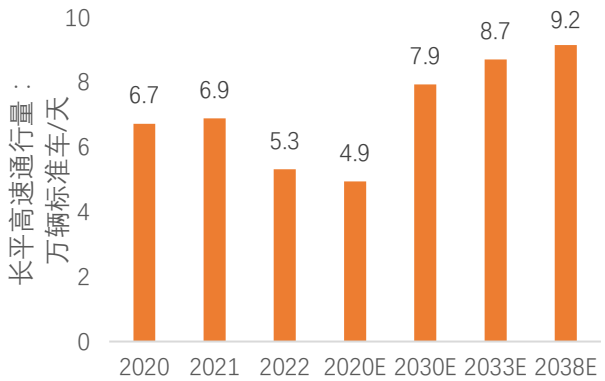
表 5: 吉林高速控股的主要路产情况

公路名称	持股比例	公路里程: 公里	运营期限	剩余收费年限: 年
长平高速	100%	109.8	1996.9-2041.9	17.7
长春绕城高速西北环	63.8%	41.9	2002.9-2027.9	3.7

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

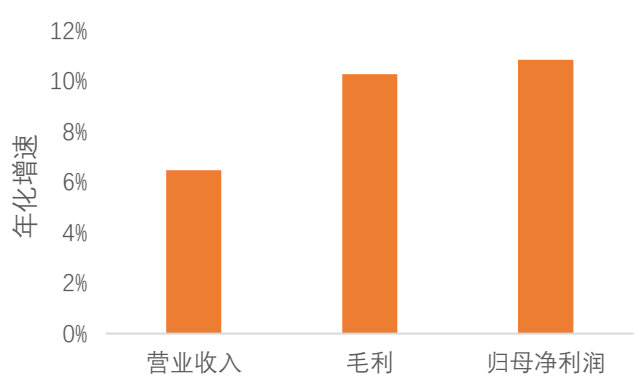
我们认为通行费收入有望增长, 带动净利润增长、ROE 达到 10% 左右。长平高速改扩建后公司预期 2020、2030、2033、2038 年车流量分别为 4.9、7.9、8.7、9.2 标准小客车辆/日, 而 2021 年实际为 6.9 标准小客车辆/日, 未来还有较大增长空间。长平高速的车流量有望随着经济发展而增长, 带动利润增长、ROE 维持较高水平。

图 51: 长平高速的车流量还有较大上升空间



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 预计 2010-2023 年吉林高速的收入和利润较快增长

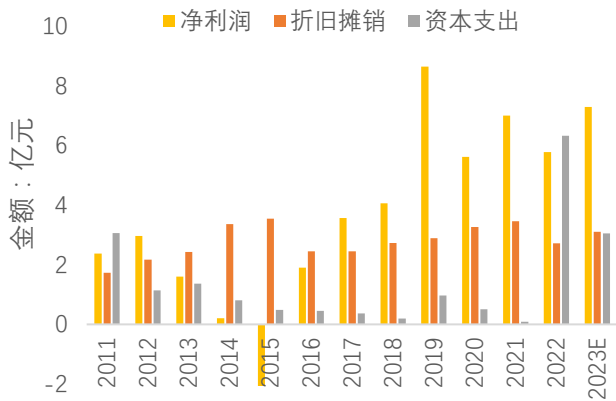


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 五洲交通: 收购带动增长

五洲交通比较具备高分红的条件。一是经营性净现金持续大量流入, 净利润+折旧摊销在 10 亿元左右; 而资本开支很少, 扣除收购后仅数百万元。二是不断偿还负债, 2023 年 9 月 30 日资产负债率 36%、有息负债率 23%, 如果维持低分红, 2 年左右可以偿还所有有息负债。三是央企考核 ROE, 五洲交通通过高比例分红可以维持高 ROE。

图 53：五洲交通的净利润+折旧摊销较多，而资本开支较少

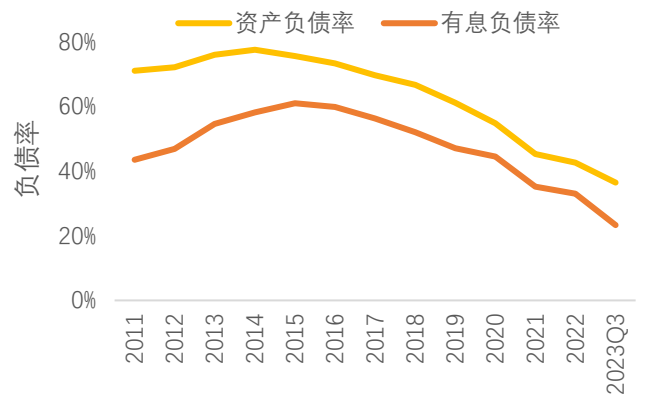


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2022 年资本支出主要是购置富雅·国际商务大厦 A 栋写字楼和车位

5.85 亿元，2023 年预期资本支出主要是支付金桥三期项目开发成本。

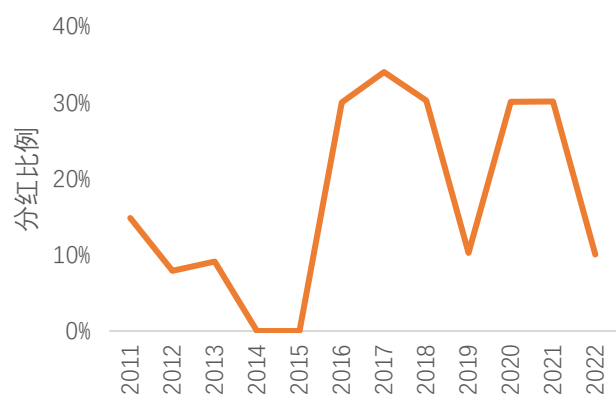
图 54：五洲交通的资产负债率和有息负债率大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

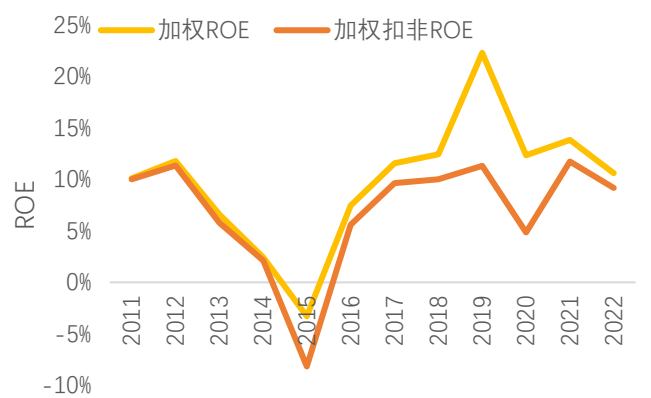
五洲交通承诺和实际分红比例都较低。五洲交通承诺 2018-2020 年和 2021-2023 年分红比例仅为 10% 左右。2011-2022 年的实际分红比例平均值为 17%，在高速公路上市公司中处于偏低水平，而且分红比例波动较大。

图 55：五洲交通的分红比例较低，且波动较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 56：五洲交通从 2017 年开始 ROE 维持在 10% 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

坛百路或将改扩建，给未来分红和盈利带来不确定性。坛百路已经获得改扩建批复，项目估算总投资约 204 亿元，其中项目资本金 41 亿元。五洲交通的现金不足，或需股权融资才能满足资本金要求。而五洲交通的 PB 仅 0.74 倍，股权融资或是提高分红、提升估值的契机。但是改扩建公路投产初期，可能大幅拖累净利润。如果推迟改扩建，五洲交通有望保持高 ROE，但是分红比例或将较低。

五洲交通的 ROE 在 10% 左右，有望带来长期较高回报率。2013-2016 年 ROE 处于低谷的原因：2013-2016 年短期借款、应付债券增加导致利息支出增加；2015-2016 年人民币贬值导致汇兑损失增加；2014-2016 年计提大量坏账损失。2015 年五洲交通转让矿业公司、缩减大宗商品贸易业务、回归高速公路主业，之后 ROE 大幅回升，2017 年开始维持 10% 左右。

五洲交通的高速公路剩余收费年限在 14 年左右。截止 2023 年底，五洲交通控股和参股高速公路的收费年限都在 14 年左右，考虑收费里程和持股比例，加权收费年限为 13.7 年。在估值过程中，需要考虑路产收费年限的影响。

表 6：五洲交通控股和参股的主要路产情况

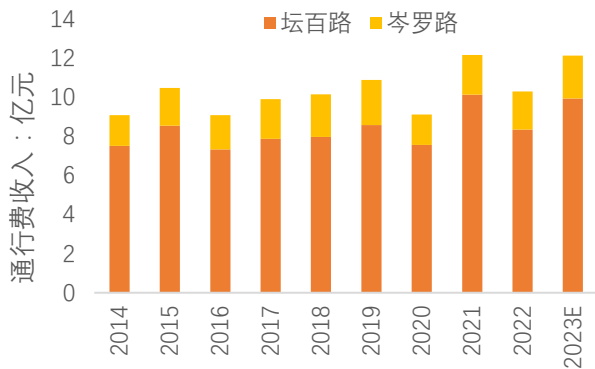
路产简称	持股比例	收费里程：公里	收费起始日期	收费截止日期	剩余收费年限：年
岑罗路	100%	40	2010/4/13	2039/6/30	15.5
坛百路	100%	188	2007/12/28	2037/3/16	13.2
岑兴路	34%	148	2008/12/20	2037/11/19	13.9
全兴路	34%	61	2008/11/30	2038/9/16	14.7
岑梧路	17%	67	2008/1/16	2036/3/25	12.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

五洲交通主要控股路产的通行费收入较快增长。2014-2023 年，我们预计坛百路和岑罗路的通行费收入年化增速分别为 3.2%和 3.7%，预计 2023 年坛百路和岑罗路的产能利用率分别为 163%和 83%。

五洲交通参股高速公路公司的投资收益增加，带动净利润增长。2019 年通过资产置换获得岑兴高速公路公司 34%股权，2022 年收购全兴高速公路公司 34%股权和岑梧高速公路公司 16.8%股权。2018H1 到 2023H1，五洲交通对联营企业和合营企业的投资收益增加 0.9 亿元，带动归母净利润增加 1.1 亿元。2023 年上半年，岑兴、全兴、岑梧公司的净利润/收购金额分别达到 4.7%、5.5%和 15.5%，投资回报率较高。

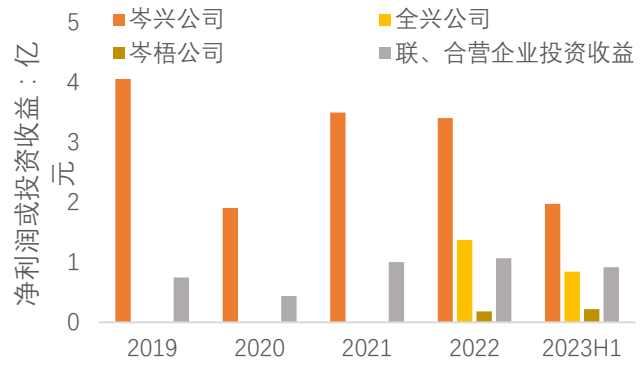
图 57：五洲交通的主要控股公路的通行费收入增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2023 年通行费收入，根据 2019H1、2019 年、2023H1 比例计算。

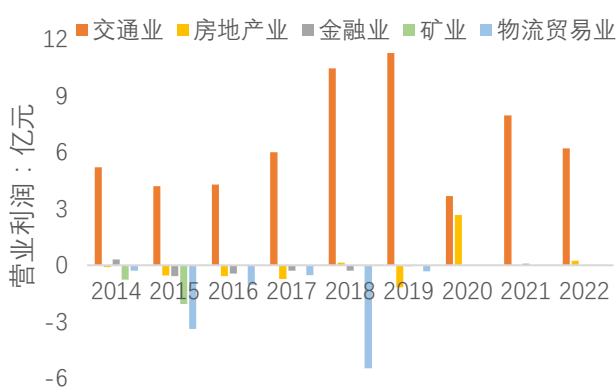
图 58：五洲交通收购路产股权贡献的净利润增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

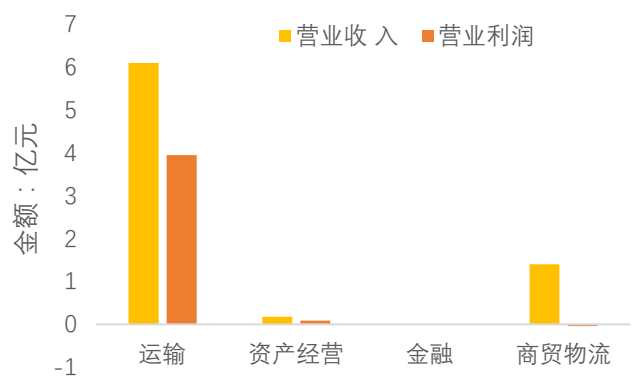
五洲交通的多元化业务都亏损。2014-2022 年，五洲交通的房地产、金融、矿业、物流贸易业务累计营业利润都小于零，只有交通业实现盈利。

图 59：五洲交通的多元化业务盈利较差



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 60：2023H1 五洲交通的利润主要来自运输业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

好在五洲交通不断退出或压缩多元化业务。2015 年转让矿业公司，退出矿业；2022 年开始金融业务主要开展逾期贷款催收工作，未开展新的金融项目；截止 2023 年底，房地产业务规模大幅压缩，在售项目仅为五洲国际项目尾盘、金桥市场一二期，无在建项目，拟建项目为金桥市场三期、计划总投资 3.12 亿元；物流贸易业务规模大幅压缩。五洲交通的战略规划中以收费公路及物流作为未来发展主业，逐步退出其他业务。

五洲交通“十四五”发展规划：定位成为广西优秀的高速公路和现代物流运营服务商，目标到 2025 年实现营业收入约 30 亿元、利润总额约 10 亿元、总资产约 300 亿元。业务布局上实施高速公路和物流“双核驱动”，高速公路板块以资本运营为抓手，通过并购、资产置换、项目投资等方式，扩大公路资产规模，做大高速公路产业；物流板块全面升级物流园区的服务功能，打造物流服务优质品牌。

5. 铁路：关注大秦铁路

铁路的主要投资逻辑是分红。铁路运量增长缓慢，缺乏成长机会。铁路运输上市公司的 ROE 普遍较低，非上市的铁路公司 ROE 或许更低，收购带来增长的机会较少。低估值的铁路公司高分红，或许能给投资者带来较高的股息率。关注大秦铁路：经营性现金大量净流入、资产负债率较低、大量在手现金，具备高分红的条件；现金大量积累导致 ROE 下降，未来需要更高分红才能维持现有 ROE 水平。

5.1. 投资逻辑：分红

铁路运输公司的主要投资逻辑是分红，大秦铁路的预期股息率较高。2023 年 9 月 30 日，A 股铁路运输上市公司的资产负债率平均值为 25%，有息负债率为 12%，分红能力较强。如果 PE 和市值/经营性净现金流较低，那么分红潜力较大，股息率有可能达到较高水平。

表 7：部分铁路运输上市公司具备高股息潜力

证券代码	证券简称	市值/经营 净现金流	分红潜力			收益潜力		增长潜力	
			资产 负债率	带息 负债率	2022 年 分红比例	2023 年 预期 PE	2023 年 预期 ROE	2019-2023 年预期 归母净利润年化增速	
601006.SH	大秦铁路	9.1	28%	19%	65%	5.1%	9.7	9%	-1.5%
000557.SZ	西部创业	8.2	8%	0%	0%	1.8%	27.6	4%	52.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：市值截止 2024 年 2 月 26 日，财报截止 2023 年 9 月 30 日。2023 年预期净利润，依次优先采用业绩快报、业绩预告均值、Wind 一致预期、前三季度年化值，预期 PE、股息率、ROE、利润增速等都据此计算。

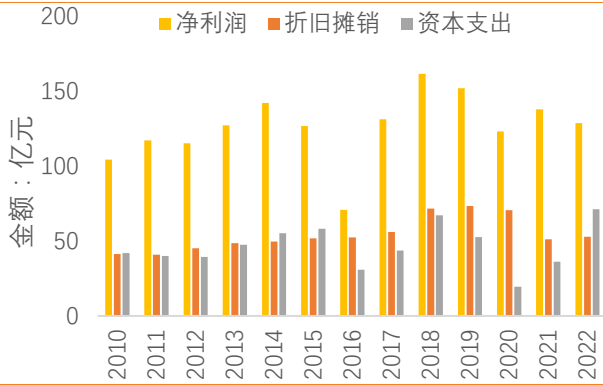
铁路运量增长缓慢，缺乏成长机会。2019-2023 年，铁路客运周转量年化增速 0%左右，货物周转量年化增速 5%左右，增速较低。2015-2019 年，铁路客运周转量年化增速 5%左右，货物周转量年化增速 6%左右，增速也不快。

铁路运输上市公司的 ROE 普遍较低，盈利能力较差，收购带来增长的机会较少。2023 年，预期 ROE 高于 5%的 A 股铁路上市公司只有大秦铁路、铁龙物流、京沪高铁，非上市的铁路运输公司 ROE 或许更低。考虑到铁路国有资产交易价格需要在 1 倍 PB 以上，所以非上市铁路资产收购的机会较少，对铁路上市公司净利润增长的潜在贡献较少。

5.2. 大秦铁路：分红潜力较大

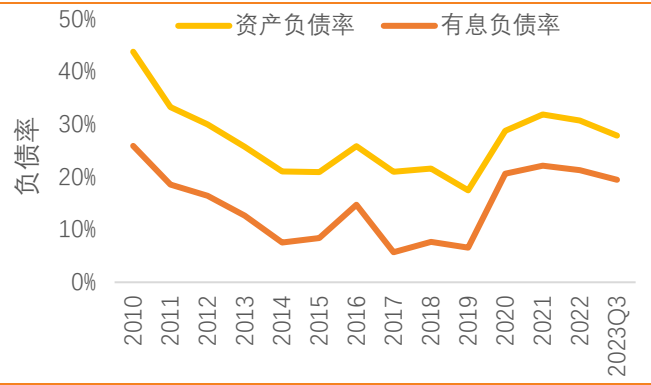
大秦铁路具备高分红的条件。一是大秦铁路的资本支出与折旧摊销接近，经营性现金大量净流入。二是资产负债率和有息负债率处于较低水平，2023 年 9 月 30 日的货币资金达到总资产的 33%，高于 28%的资产负债率和 19%的有息负债率。但是大秦铁路的实控人为财政部，可能不受国资委“一利五率”考核影响，受证监会市值考核影响。

图 61：大秦铁路的折旧摊销与资本支出接近



资料来源：Wind，天风证券研究所

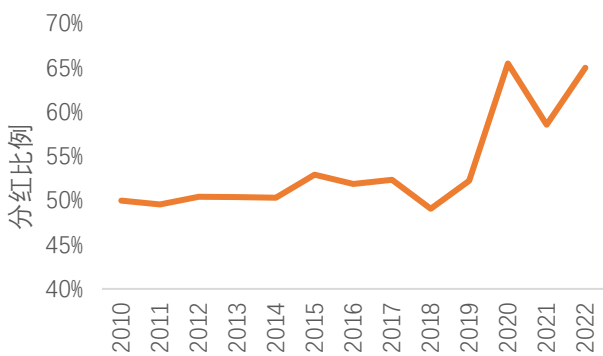
图 62：大秦铁路的资产负债率和有息负债率较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

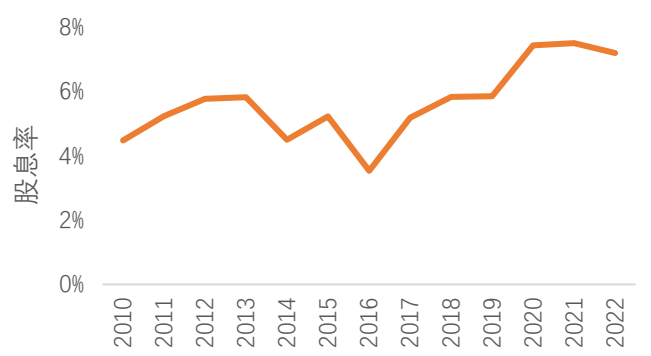
大秦铁路的历史分红比例和股息率都较高。2010 年以来分红比例多数在 50%以上，股息率在 6%左右。如果 2023 年分红比例 50%，那么股息率可能在 5%左右。

图 63：大秦铁路的分红比例处于较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

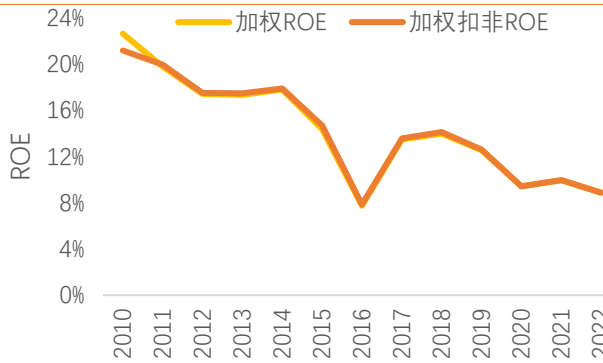
图 64：大秦铁路的股息率处于较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

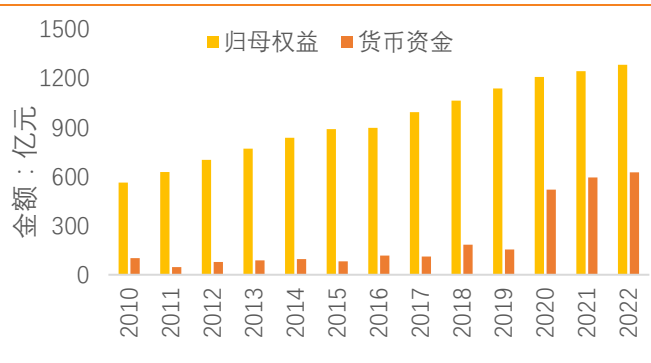
2020 年以来货币资金大量积累，ROE 大幅下降。2010-2022 年大秦铁路的 ROE 呈现明显下降趋势，原因是归母股东权益持续上升，而归母净利润在 120 亿元上下波动。如果能把大量的货币资金分红给股东，那么有望维持高 ROE。

图 65：大秦铁路的 ROE 呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 66：大秦铁路的货币资金和归母股东权益不断积累



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

经济增速持续下滑。经济增速下滑可能导致运输需求增速下降，如果低于供给增速，那么将导致资产利用率下降、价格可能随之下降，企业盈利可能下降。

国家出台降费政策。在经济低迷阶段，为了降低物流成本，国家可能出台公路、铁路、港口的降费政策，影响相关公司的收入和利润。

市值考核权重过低。尽管国资委和证监会都要求考核市值，但是如果考核权重过低，那么对企业的实际经营管理影响较小，企业提高分红比例、抑制过度投资、增加沟通交流的意愿不强，对市值提升的作用不大。

委托代理影响。央国企管理层并非企业拥有者，可能追求企业的 GDP 贡献、掌控资源、升迁等，而非股东利益最大化，存在委托代理影响。

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com