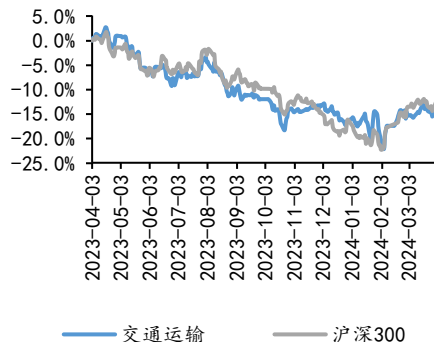


交通运输行业高股息透视

利率下行期，寻找交运赛道优质高股息资产

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

经济弱复苏下，国债收益率不断下行，股债息差持续扩大，**高股息资产因其低估值的防御属性、高股息的绝对收益较沪深300表现优异，取得了超额收益，2023年至今受到市场广泛关注。**为寻找交运赛道里较为优质的高股息资产，我们拆分股息率影响因素“股息率=股息/股价=分红率/PE”，推断高股息率主要依赖：①高分红比例，既需要企业具备持续分红意愿、制定明确的分红计划，也需要强且稳定的盈利能力奠定分红基础；②低估值。据此，我们认为最符合高股息资产特点的主要有两大板块：

1) **垄断行业：铁路、公路、港口，稳健盈利，安全边际较高。**铁路、公路、港口均属于重资产行业，具有区域垄断性，盈利水平普遍较高；因相对弱周期，且运价不同程度受相关政府部门管控，盈利稳定性普遍较强，奠定高分红基础。我们认为限制估值的影响因素有：铁路板块运价管控严格下成长性低；公路板块非永续经营，延长收费期限需进行资本开支改扩建；港口板块股息率相对公铁路偏低且差异较大。建议关注高位运营的大秦铁路；改扩建落地、分红比例持续提升的皖通高速，优质路产赋能的招商公路，地理优势带动业绩增长、分红计划稳定的粤高速，改扩建稳步推进的宁沪高速；以及分红比例领先、受益港口整合的唐山港。另关注港航企业中低资本开支、分红比例提升的客滚运输企业渤海轮渡。

2) **竞争行业：大宗供应链、货代，低估值，具备成长性。**与公铁路和港口相比，大宗供应链、货代行业集中度低、服务同质化严重、竞争激烈，因而盈利水平普遍较弱，跟国际公司差距明显。近年来，头部企业不断改善业务结构提升风险管理能力，行业资源向头部集中趋势凸显，盈利具有较高成长空间。中长期看，因中国企业加速出海、产业升级与跨境电商出口突破使得本土企业话语权有望提升，利润水平增长可期。同时，大宗供应链和货代公司估值普遍较低，且股息率较高，具备较高性价比的配置价值。建议关注强成长性、积极调整经营策略的厦门象屿；业务量与单箱/吨利润增长的中国外运、华贸物流。全球竞争的集运公司在经历2020-2022年景气周期后现金留存丰厚，关注央企集运龙头中远海控和内贸集运龙头中谷物流。

风险提示：宏观经济波动风险、价格管控政策变更风险、分红政策调整风险、汇率变动风险、大宗商品价格波动风险

团队成员

分析师 陈照林
执业证书编号：S0210522050006
邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1	前言：利率下行期，寻找交通运输优质高股息资产	1
2	垄断行业：铁路、公路、港口	3
2.1	铁路：盈利稳健奠定防御属性，关注运价管控政策	3
2.1.1	铁路货运	3
2.1.2	铁路客运	6
2.2	公路：非永续经营限制估值，分红比例抬升提升配置价值	7
2.3	港口：港口整合带动费率回升，唐山港分红领先	11
3	竞争行业：大宗供应链、货运代理	14
3.1	大宗供应链：资源向龙头集中，维持高分红计划明确	14
3.2	货运代理：向“现代物流服务”加速变革，盈利提升空间可见	17
4	总结	18
5	风险提示	20

图表目录

图表 1: 红利低波指数超额收益	1
图表 2: 10 年国债收益率 (%); 红利指数股息率 (%)	1
图表 3: 申万一级行业 PE (横轴)、股息率 (纵轴) 和市值 (面积)	1
图表 4: 申万一级行业近 12 个月股息率排名	2
图表 5: 申万一级行业 PE 排名	2
图表 6: 交运子行业净利率平均值 (横轴)、净利率标准差 (纵轴) 和 PE (面积)	2
图表 7: 铁路、公路、港口指数及沪深 300 涨跌幅	3
图表 8: 大宗供应链、货代指数及沪深 300 涨跌幅	3
图表 9: 大宗商品货运量 (万吨)	3
图表 10: 2019 年煤炭生产消费错配情况	3
图表 11: 大秦铁路日均运量 (万吨)	4
图表 12: 大秦铁路盈利水平	4
图表 13: 大秦铁路人均薪酬 (元/人)	4
图表 14: 大秦铁路分红情况	5
图表 15: 大秦铁路相对沪深 300 收益	5
图表 16: 高铁客运量情况	6
图表 17: 铁路客运量情况	6
图表 18: 铁路客运运价政策	6
图表 19: 高速公司基本情况	7
图表 20: 公路客运量与汽车保有量关联性	7
图表 21: 公路货物周转率与经济周期关联性	7
图表 22: 2020 年高速公路单公里通行费 (万元/公里) 和人均 GDP (万元/人) 的关系	8
图表 23: 2019 年高速公路客车和货车车流量 (万辆)	8
图表 24: 全国高速公路里程 (公里)、YOY	8
图表 25: 各省 2018-2022 年平均里程增长率	8
图表 26: 宁沪高速收费公路业务成本 (亿元)	9
图表 27: 主要高速公司收费公路特许经营权摊销法	9
图表 28: 宁沪高速 2008-2023 年净利率、ROE	9
图表 29: 主要高速公路公司资本支出/折旧及摊销	10
图表 30: 主要高速公路公司分红情况	10
图表 31: 宁沪高速相对沪深 300 收益	10
图表 32: 高速公路收费年限	11
图表 33: 高速公路收支情况	11
图表 34: 集装箱与外贸关联性较高	12
图表 35: 其他货种与内需关联度较高	12
图表 36: 历年《港口收费计费办法》变动: 市场调节价范围放宽	12
图表 37: 唐山港盈利水平	13
图表 38: 主要港口公司分红情况	13
图表 39: 中国大宗商品供应链市场规模 (万亿元)、CR4 市占率	14
图表 40: 近十年头部供应链企业毛利率	14
图表 41: 近十年头部供应链企业净利率	14
图表 42: 近十年头部供应链企业资产负债率	15
图表 43: 近十年头部供应链企业资产周转率	15
图表 44: 近十年头部供应链企业 ROE	15
图表 45: 大宗商品价格指数 (CCPI)	16

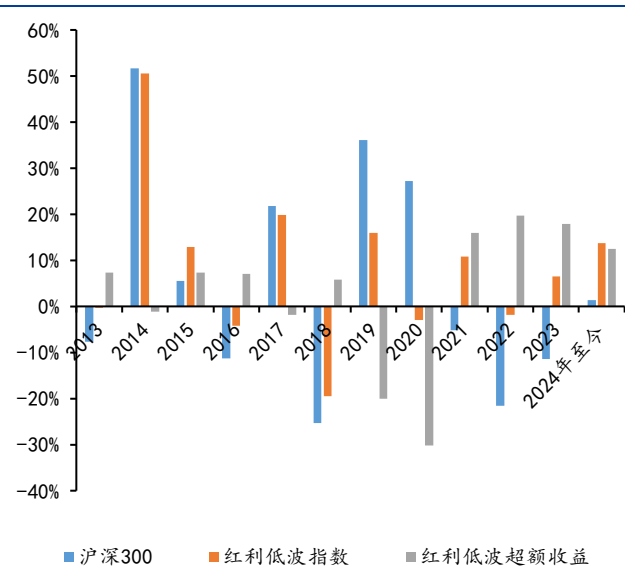


图表 46: 主要大宗供应链公司分红情况	16
图表 47: 厦门象屿相对沪深 300 收益	16
图表 46: 全球货代公司市场份额 (基于 22 年营收)	17
图表 49: 主要货代公司净利率	17
图表 50: 主要货代公司货代空运单吨利润 (元/吨)	17
图表 51: 主要货代公司货代海运单吨利润 (元/TEU)	17
图表 52: 主要货代公司分红情况	18
图表 53: 交运板块高股息标的指标汇总	19

1 前言：利率下行期，寻找交运赛道优质高股息资产

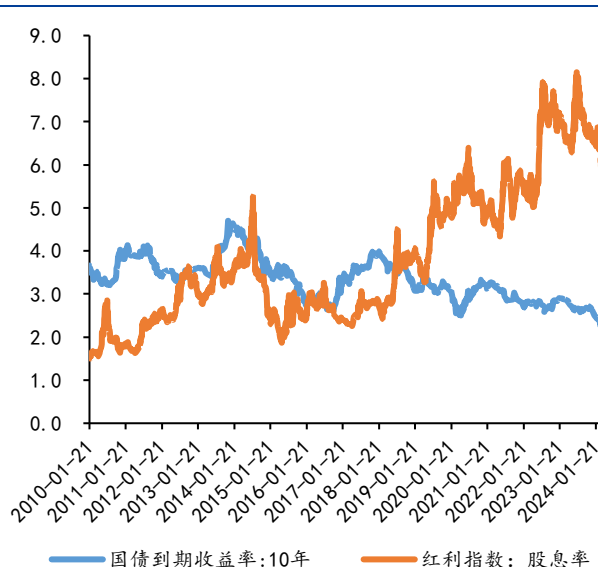
经济弱复苏下，国债收益率不断下行，股息息差持续扩大，高股息资产因其低估值的防御属性和高股息的绝对收益较沪深300表现优异，2023年至今受到市场广泛关注。截至2024年4月12日，10年期国债收益率达2.3%的历史低点，而红利低波资产股息率达6.1%的历史较高水平，利差超3.8%。

图表 1：红利低波指数超额收益



数据来源：Iifind，华福证券研究所（截至2024.4.12）

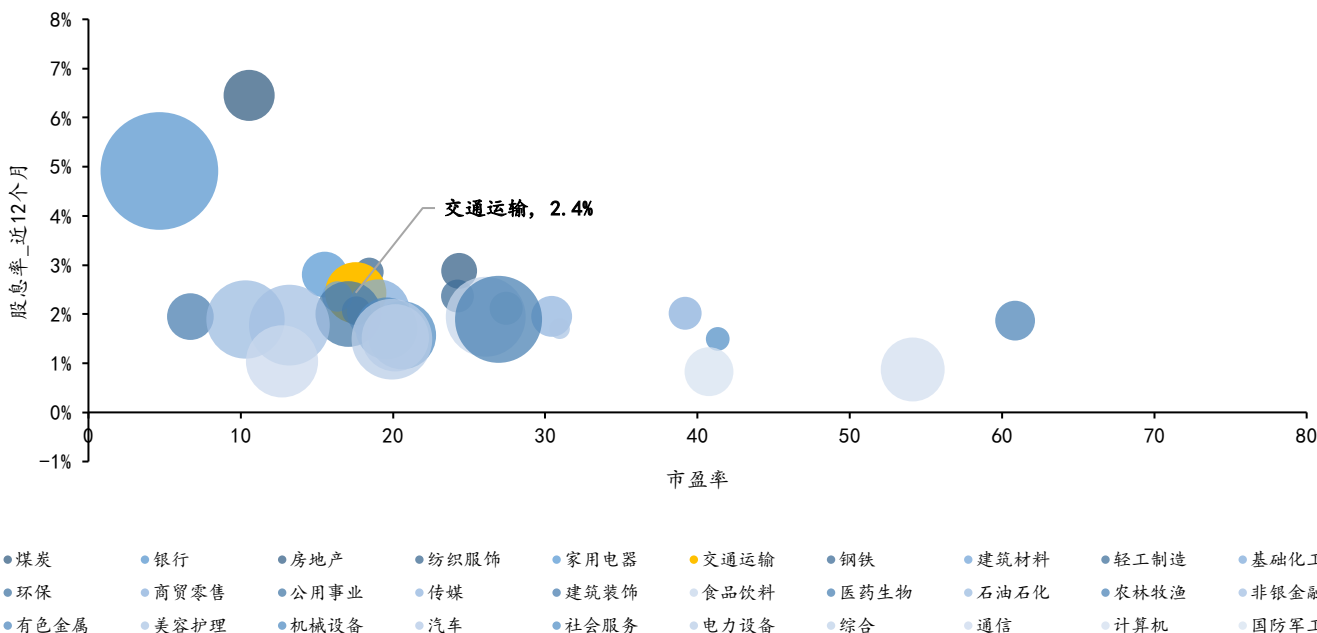
图表 2：10 年国债收益率(%)；红利指数股息率(%)



数据来源：Iifind，华福证券研究所（截至2024.4.12）

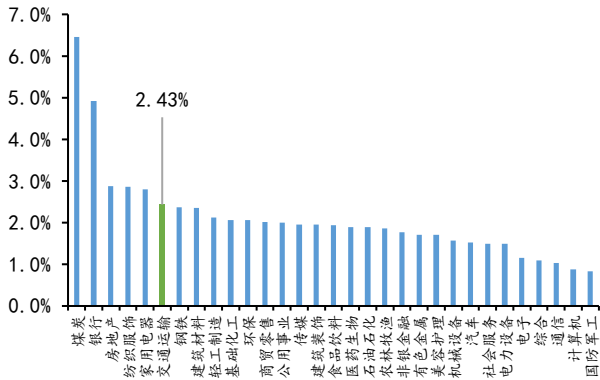
交运行业具备显著的高股息资产特点，近12个月股息率2.43%，高于国债收益率，位列31个一级行业第6；2023年PE为17.6，位列31个一级行业第21。

图表 3：申万一级行业 PE（横轴）、股息率（纵轴）和市值（面积）



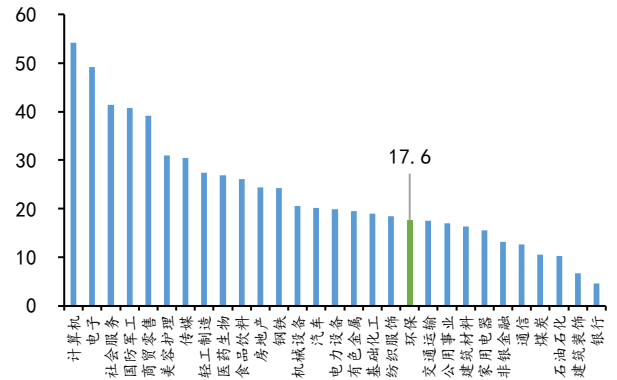
数据来源：Iifind，华福证券研究所（注：时间截至2024.4.12）

图表 4: 申万一级行业近 12 个月股息率排名



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (注: 时间截至 2024.4.12)

图表 5: 申万一级行业 PE 排名



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (注: 时间截至 2024.4.12)

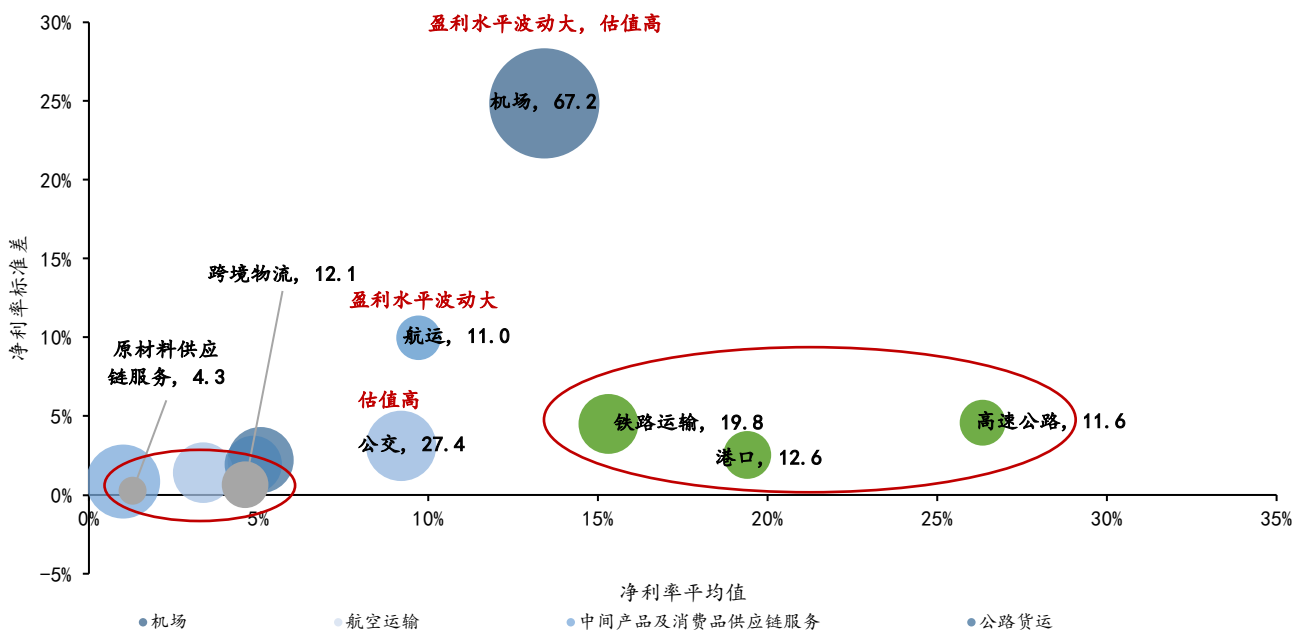
为寻找交运赛道里较为优质的高股息资产，我们拆分股息率影响因素“股息率=股息/股价=分红率/PE”，推断高股息率主要依赖：1) 高分红比例：既需要企业具备持续分红意愿，即“愿意分红”，也需要强且稳定的盈利能力，即“有钱分红”，有些企业具有较低的资本开支，即“开销很少”；2) 低估值。

通过计算交运各子行业近 10 年（2014-2022）净利率平均值和净利率标准差，结合 PE 值，我们认为最符合高股息资产特点的主要有两大板块：

1) 铁路、公路、港口：盈利能力强，盈利稳定性相对较强，PE 相对较高。2014-2022 年平均净利率分别为 15%/26%/19%，分别位列全市场前 12%/4%/6%。

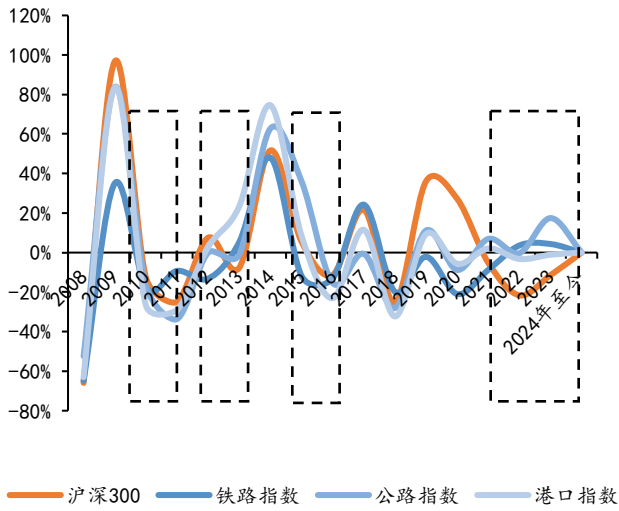
2) 大宗供应链、货运代理：盈利能力相对较弱，盈利稳定性强，PE 相对较低。2014-2022 年净利率标准差分别为 0.3%/0.7%，分别位列全市场前 1%/4%。

图表 6: 交运子行业净利率平均值（横轴）、净利率标准差（纵轴）和 PE（面积）



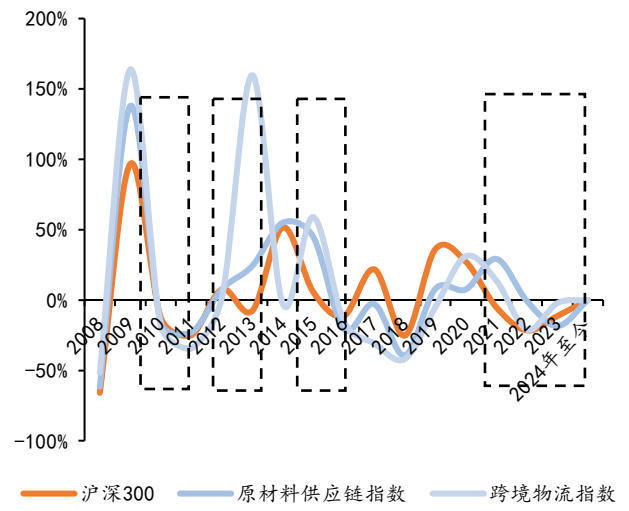
数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 7: 铁路、公路、港口指数及沪深 300 涨跌幅



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (注: 时间截至 2024.4.12)

图表 8: 大宗供应链、货代指数及沪深 300 涨跌幅



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (注: 时间截至 2024.4.12)

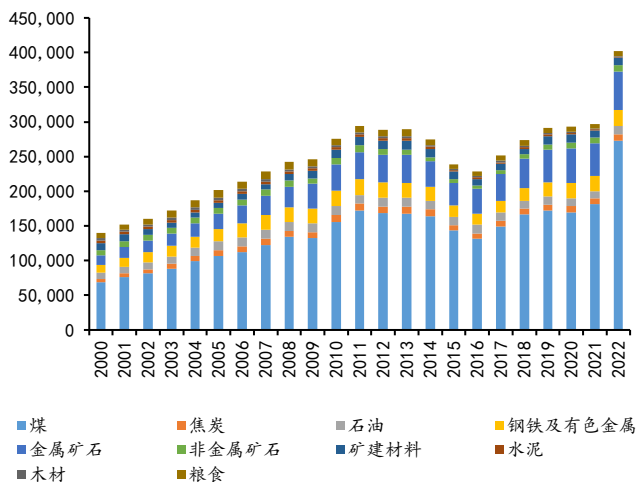
2 垄断行业: 铁路、公路、港口

2.1 铁路: 盈利稳健奠定防御属性, 关注运价管控政策

2.1.1 铁路货运

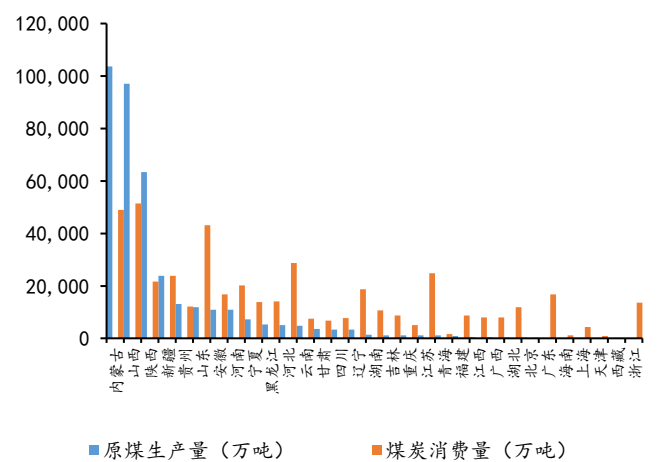
铁路货运主要受煤炭运输影响。大宗商品占我国铁路货运量超 80%，其中煤炭占大宗商品比例超 50%。我国煤炭存在显著的区域分布不均的特点，“北多南少，西多东少”，晋陕蒙三省区煤炭产量占全国总产量的比重超 70%，促使我国形成以晋陕蒙煤炭外运为主的“九纵六横”煤炭物流通道网络，以满足“北煤南运、西煤东调”的煤炭运输需求。

图表 9: 大宗商品货运量 (万吨)



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 10: 2019 年煤炭生产消费错配情况

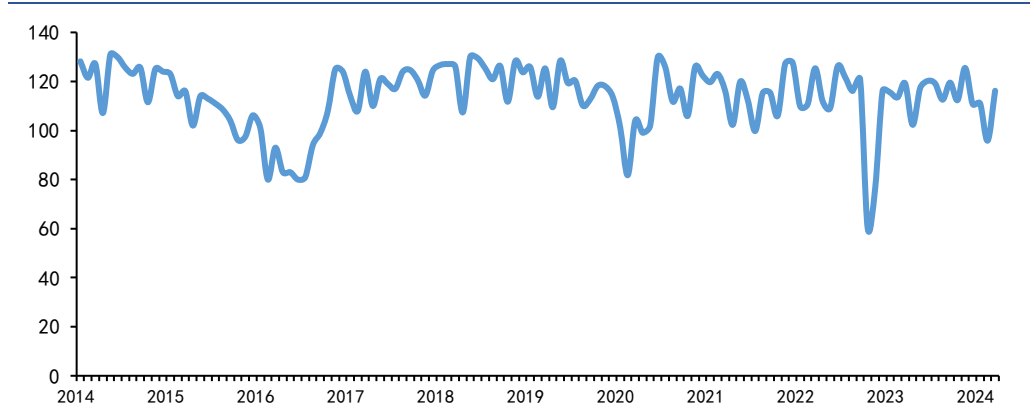


数据来源: Ifind, 华福证券研究所

大秦铁路在“九纵六横”网络中占据重要地位，23H1 大秦铁路完成货物发送量 3.43 亿吨，占全国铁路货物发送总量 13.74%，占国家铁路货物发送总量 17.76%；完成煤炭发送量 2.92 亿吨，占全国铁路煤炭发送量 21.24%，占国家铁路煤炭发送量 27.73%。

除 2016 年煤炭限产减量政策出台，2020 年新冠疫情外，大秦铁路日均货运量大致稳定在 100-130 万吨/天（每年 4 月、10 月例常检修，较低），已达饱和水平。

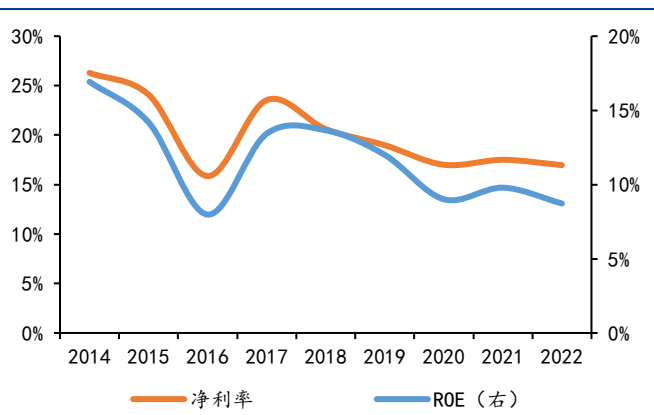
图表 11：大秦铁路日均运量（万吨）



数据来源：Iifind，华福证券研究所

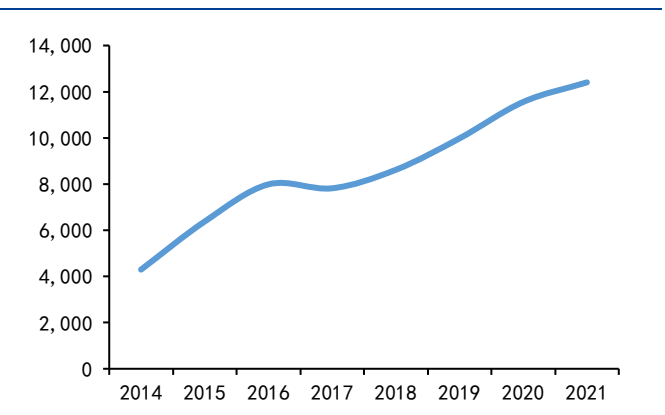
净利率、ROE 中枢有所下滑，主要系成本端中人员费用占比最高（2022 年大秦铁路人员费用占比 34.6%），且每年存在刚性增长。

图表 12：大秦铁路盈利水平



数据来源：Iifind，华福证券研究所

图表 13：大秦铁路人均薪酬（元/人）

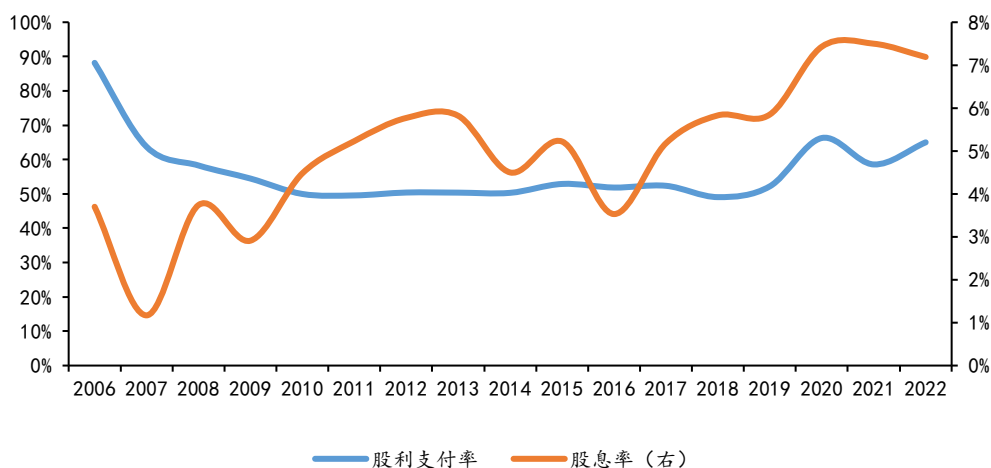


数据来源：Iifind，公司公告，华福证券研究所

铁路公司利润=运量*运价-成本。我们认为，运量饱和下，我国铁路货运运价长期受政府管制，收入端增长天花板可见，叠加成本刚性上涨，**盈利成长性有限。**

虽然盈利能力提升有限，但大秦铁路长期维持高股利支付率和高股息率，2022 股利支付率 65%，股息率 7.2%。据公司 2020 年发布的《2020-2022 年股东分红回报规划》，每年派发现金股利原则上不低于 2018 年度的 0.48 元/股，若公司维持计划，股息率仍将维持目前高位。

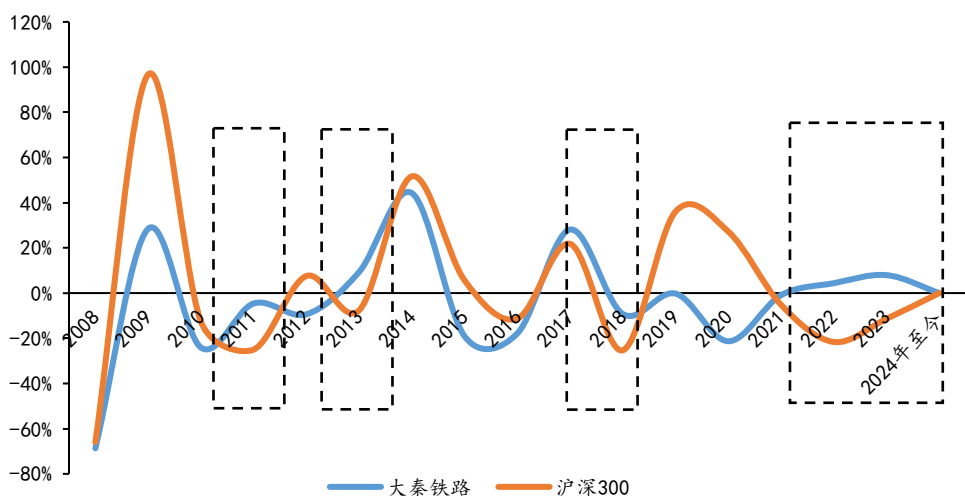
图表 14：大秦铁路分红情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

大秦铁路属于典型的红利低波资产，复盘大秦铁路 2008-2023 年相对沪深 300 的收益情况，市场下行期具有明显的超额收益。

图表 15：大秦铁路相对沪深 300 收益



数据来源：Ifind，华福证券研究所（时间截至 2024.4.12）

中长期看，我们认为未来运价提升有望来自于两个方面：

1) 市场化趋势：2014 年铁路货运价格由政府定价改为政府指导价；2015 年铁路运输企业可以国家规定的基准运价上浮不超过 10%；2017 年实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变后，上浮范围放宽至不超过 15%。

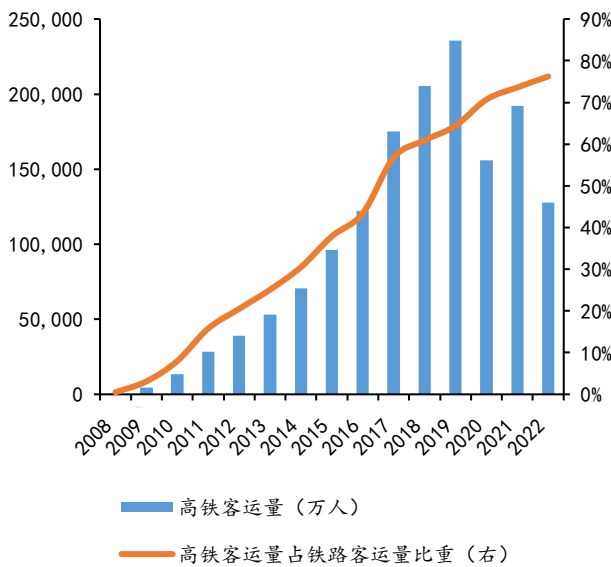
2) 放开部分限制：2014 年 12 月通知放开部分交通运输服务价格，对 4 项“具备竞争条件的铁路运输价格”实行市场调节价，铁路运输企业可以根据生产经营成本、市场供求和竞争状况、社会承受能力等，自主确定具体运输价格。2015 年逐步放开路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围。

2.1.2 铁路客运

以京沪高铁为例，铁路客运收入主要包括：1) 为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；2) 其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。收入主要受铁路客运量和铁路客运单价影响。

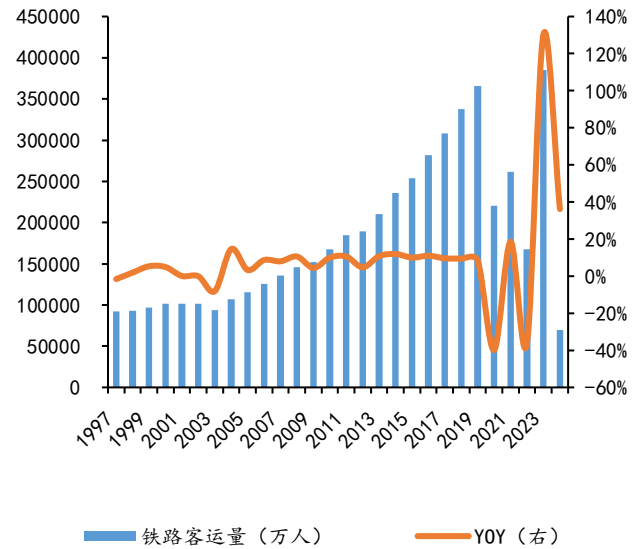
客运量恢复良好，具备成长空间。2008 年以来，高铁客运量占铁路客运量比重逐年提升，至 2022 年达 76.2%。2023 年铁路客运量 38.5 亿元，同比+130.4%，较 2019 年+5.3%；2024 年 1-2 月铁路客运量合计 6.9 亿元，同比+36.2%。

图表 16: 高铁客运量情况



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 17: 铁路客运量情况



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

铁路客运运价较铁路货运运价具有更高的灵活度和提升空间。2007-2016 年，高铁客运价参考政府指导价，上下浮动 10%；2016 年 1 月 1 日起，据《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，铁路运输企业对设计时速 200 公里以上的高铁动车组自主定价。

图表 18: 铁路客运运价政策

时间	政策	内容
2007.3	《关于动车组票价有关事项的通知》	旅行速度达到每小时 110 公里以上的动车组列车软座票价基准价：每人公里一等座车为 0.3366 元，二等座车为 0.2805 元，可上下浮动 10%。
2015.12	《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	对设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争情况等因素自主制定。

数据来源: 12306, 政府官网, 华福证券研究所

2.2 公路：非永续经营限制估值，分红比例抬升提升配置价值

公路运输是衔接其他各种运输方式和发挥综合交通网络整体效率的主要支撑，2023 年承担了我国 49%的旅客运输量和 72%的货物运输量。高速公路公司大多由各省国资委或政府部门控制，具有区域垄断型，大致可以分为长三角、珠三角、京津冀和中原地区（山东、河南、安徽等）。

图表 19：高速公司基本情况

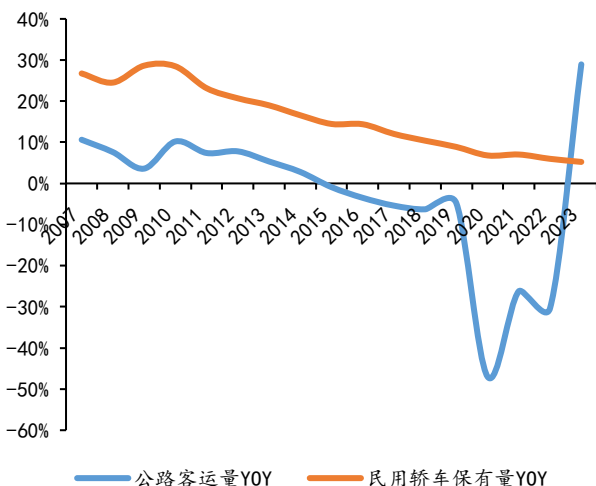
代码	公司	实际控制人	区域
001965.SZ	招商公路	国务院国有资产监督管理委员会	全国
600377.SH	宁沪高速	江苏省国有资产监督管理委员会	长三角
000429.SZ	粤高速 A	广东省国有资产监督管理委员会	珠三角
600548.SH	深高速	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	
600012.SH	皖通高速	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会	中原地区
600020.SH	中原高速	河南省人民政府	
600035.SH	楚天高速	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会	
600269.SH	赣粤高速	江西省交通运输厅	
600350.SH	山东高速	山东省国有资产监督管理委员会	

数据来源：ifind，华福证券研究所

高速公路公司盈利框架： $\text{利润} = \text{车流量} * \text{单里程收费} * \text{里程} - \text{成本}$ 。

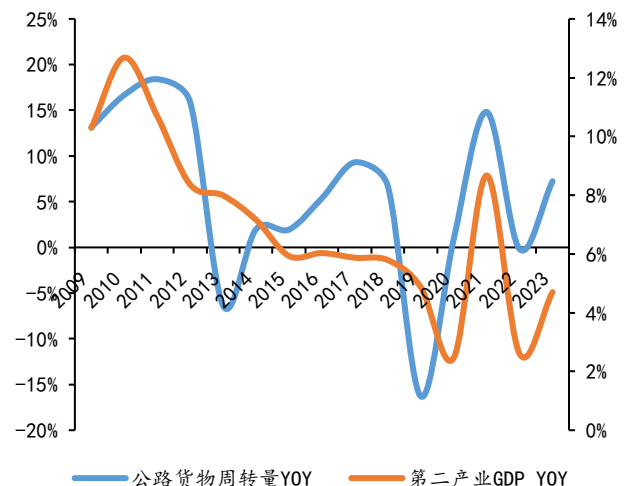
1) 车流量：已过高速增长期，整体维持稳定。高速公路车流量中，占比约 77%的客车车流量主要受汽车保有量和居民出行意愿影响，与经济周期关联度相对较低；占比约 23%的货车车流量与经济周期关联度相对较高。20-22 年车流量异常主要系新冠疫情影响，23-24 年迅速修复，24 年春运期间公路人员流动量超 78 亿人次，创历史新高，全年出行数据预期良好。

图表 20：公路客运量与汽车保有量关联性



数据来源：ifind，华福证券研究所

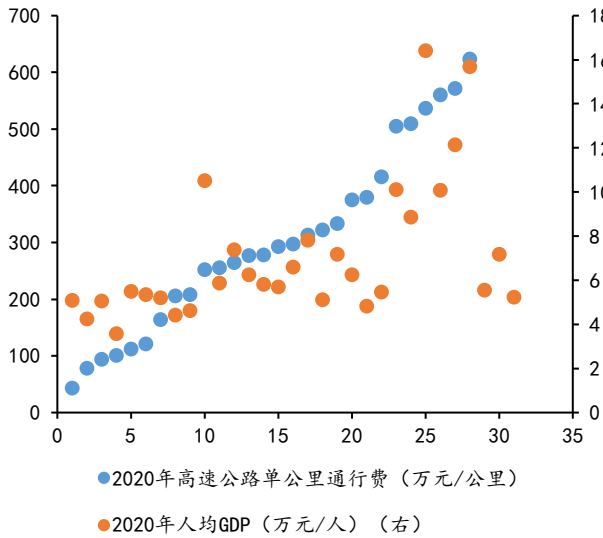
图表 21：公路货物周转率与经济周期关联性



数据来源：ifind，华福证券研究所

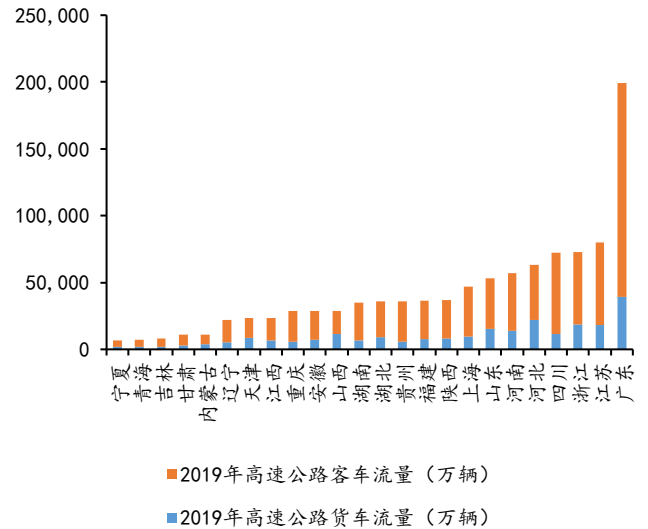
2) 单里程收费：受地方严格管控。我国各省份由于人口数量和经济发展水平不同，车流量、单里程收费标准也不同。据《收费公路管理条例》，政府还贷公路由地方政府交管部门、价格主管部门、财政部门审核，报本级人民政府审查批准；经营性公路由地方政府交管部门、价格主管部门审核，报本级人民政府审查批准。

图表 22: 2020 年高速公路单公里通行费 (万元/公里) 和人均 GDP (万元/人) 的关系



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

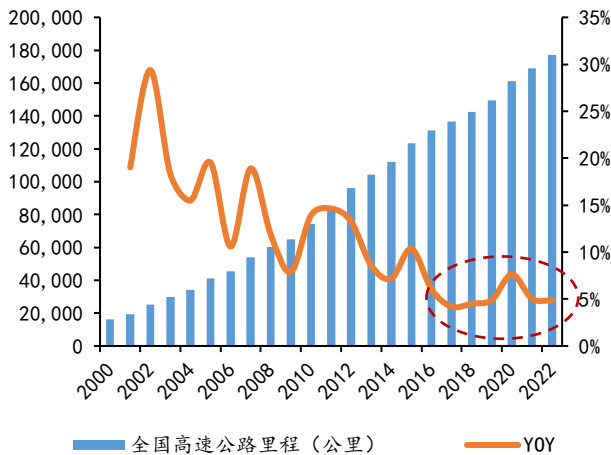
图表 23: 2019 年高速公路客车和货车车流量 (万辆)



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

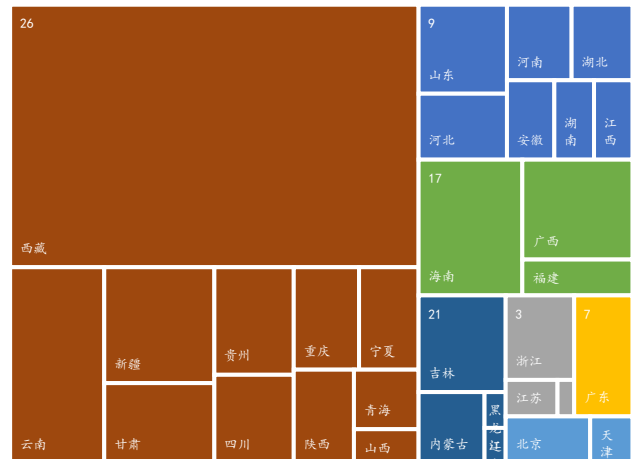
3) 里程：已过高速增长期，未来成长空间看中西部新增+成熟地区扩容改造。我国高速公路在 2016 年后进入成熟期，同比增速稳定在 5% 左右。近五年里程增长大多在中西部地区；除此之外根据“十四五规划”，十四五期间成熟地区（京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等）的主线拥挤路段实施扩容改造，新改建的高速公路 2.5 万公里。

图表 24: 全国高速公路里程 (公里)、YOY



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

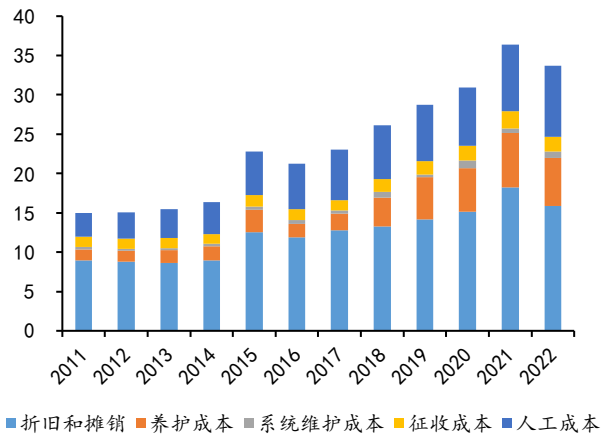
图表 25: 各省 2018-2022 年平均里程增长率



数据来源: Ifind, 华福证券研究所 (面积越大增长率越高, 相同颜色为相邻区域)

4) 成本：高速公路公司成本以折旧摊销成本、养护成本和人工成本为主，整体较稳定。其中，折旧摊销成本占比最大，宁沪高速折旧摊销成本占收费公路业务成本比常年维持 50%左右，绝大多数公司采取车流量法进行摊销，折旧摊销成本随营业收入变化，对盈利影响较小。除此之外，养护成本与车流量、使用年限密切相关；人工成本每年存在刚性上涨。

图表 26: 宁沪高速收费公路业务成本 (亿元)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

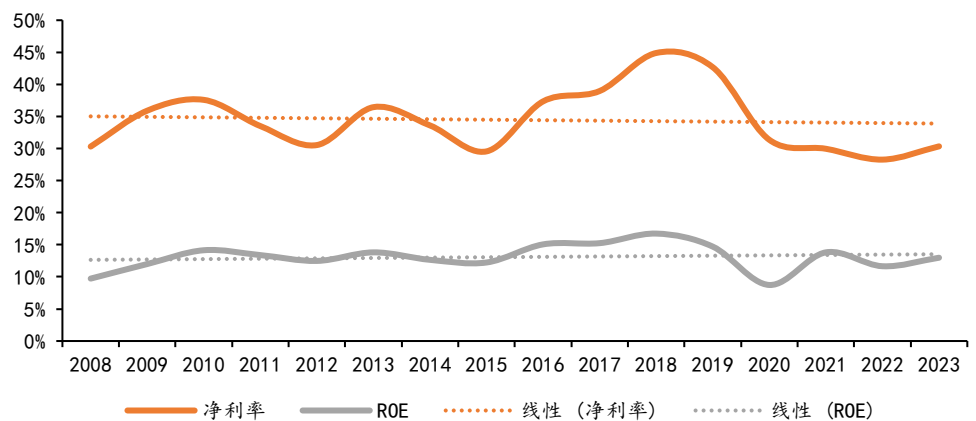
图表 27: 主要高速公司收费公路特许经营权摊销法

	收费公路特许经营权摊销法
招商公路	车流量法
宁沪高速	车流量法
粤高速 A	车流量法
深高速	车流量法
皖通高速	年限平均法
中原高速	车流量法
楚天高速	车流量法
赣粤高速	车流量法
山东高速	车流量法

数据来源：公司公告，华福证券研究所

综上，收入端因车流量和里程进入成熟期、单里程收费受地方部门严格管控，收入维持高位但增幅有限；成本端因绝大多数高速公路公司采取车流量法摊销，与收入增幅同频，盈利水平长期维持高且稳定。以宁沪高速为例，2008 年以来，宁沪高速净利率常年维持 35%左右，ROE 维持 12%左右。

图表 28: 宁沪高速 2008-2023 年净利率、ROE

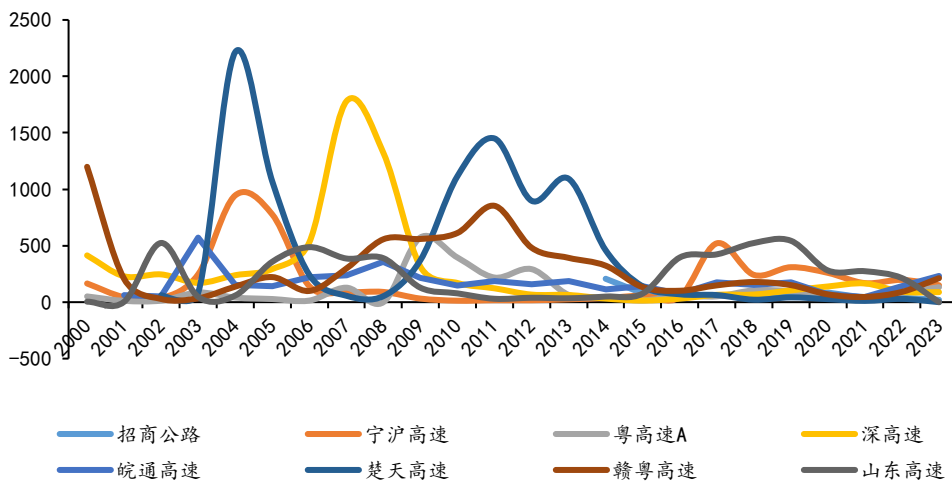


数据来源：Ifind，华福证券研究所

由于高速公路公司具有稳定的盈利水平、较高的垄断壁垒、以及近年来资本支出建设减少，普遍具有较高的分红比例。看各公司未来分红计划，长年维持高分红确定性较强。以皖通高速为例，2021-2023 计划分红比例 60%，2023-2024 计划分红比例原定提升至 70%后再次提升至 75%。



图表 29：主要高速公路公司资本支出/折旧及摊销



数据来源：Ifind，华福证券研究所

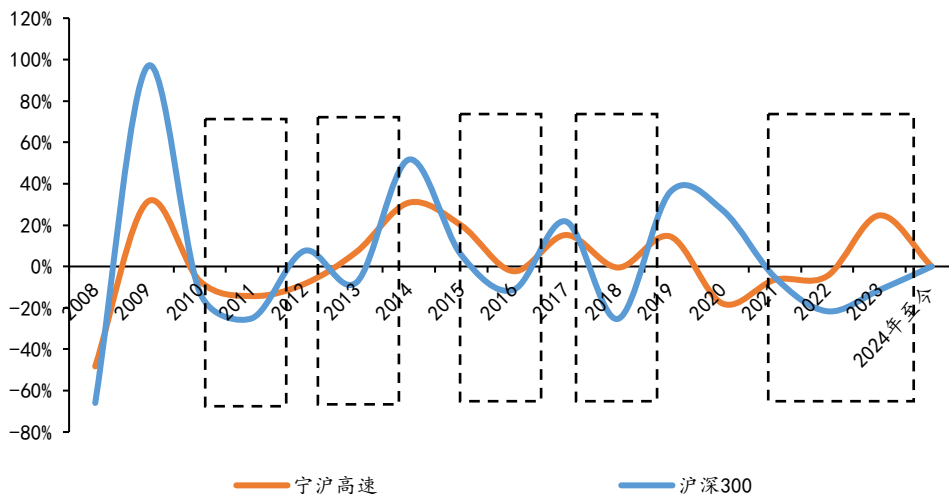
图表 30：主要高速公路公司分红情况

代码	公司	20-22 年 平均股息率	20-22 年 平均现金分红比例	未来分红计划
001965.SZ	招商公路	4.1%	48.3%	2022-2024 年分红比例不低于 55%
600377.SH	宁沪高速	5.3%	70.6%	
000429.SZ	粤高速 A	6.0%	70.1%	2024-2026 年分红比例不低于 70%
600548.SH	深高速	5.4%	49.2%	
600012.SH	皖通高速	6.3%	55.0%	2023-2025 年分红比例不低于 75%
600035.SH	楚天高速	3.7%	32.1%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
600269.SH	赣粤高速	4.1%	51.2%	
600350.SH	山东高速	7.0%	73.4%	2020-2024 年分红比例不低于 60%

数据来源：Ifind，公司公告，华福证券研究所

高且稳定的盈利、高股息率，使得高速公路公司在市场下行期取得超额收益。

图表 31：宁沪高速相对沪深 300 收益



数据来源：Ifind，华福证券研究所（时间截至 2024.4.12）

中长期看，我们认为估值提升主要看收费年限延长：在“借钱修路、收费还贷”的收费公路政策下，由于高速的公共产品属性，且每年需要较高的养护费用和人工费用，在有限的收费年限里很难收回投资，对地方财政产生较大影响，2013-2021年高速公路收支不平衡的情况逐年加重。

1) 政策放开的可能性：根据《收费公路管理条例》，目前我国高速公路收费年限为15-30年，属于非永续经营。日本与我国一样都是采取收费公路政策，因还贷压力大，日本在2014年和2023年两次延长了收费年限，目前已延长至2115年，高速公路收费将“半永久化”，为我国指明了一条解决途径。

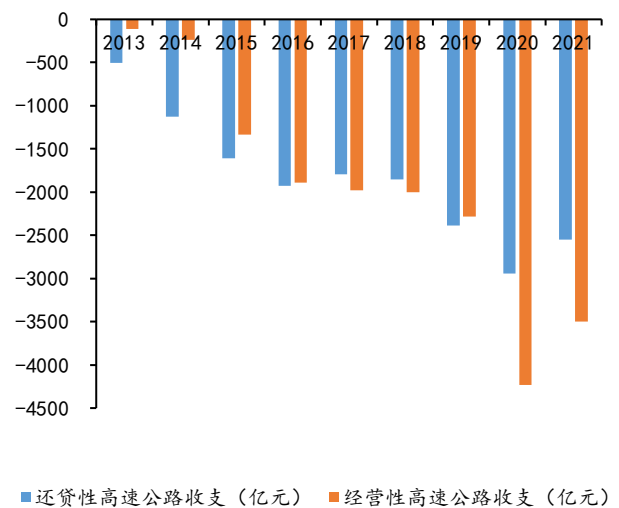
2) 现有高速公路改建扩容：“十四五规划”计划对成熟地区主线拥挤路段实施扩容改造，这些成熟路线大多建设时间较早，车流量爬坡已完成，改建扩容将重新计算收费年限。

图表 32: 高速公路收费年限

高速公路	地区	收费年限 (不超过)
政府还贷公路	其他	15 年
	中西部省、自治区、直辖市	20 年
经营性公路	其他	25 年
	中西部省、自治区、直辖市	30 年

数据来源：人民政府官网，华福证券研究所

图表 33: 高速公路收支情况



数据来源：Iifind，华福证券研究所

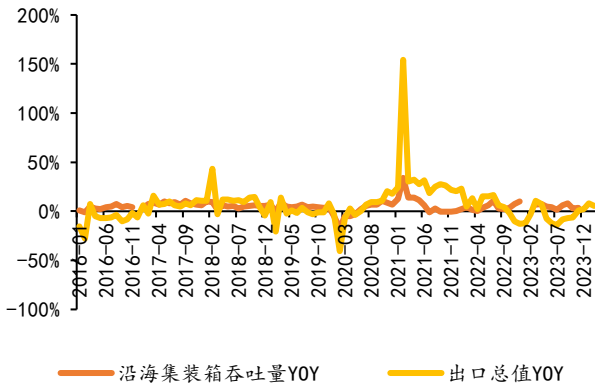
2.3 港口：港口整合带动费率回升，唐山港分红领先

全国沿海港口划分为环渤海、长三角、东南沿海、珠三角和西南沿海，港口依赖优质岸线资源，具有区域垄断性。

港口公司盈利框架：利润=货物吞吐量*费率-成本。

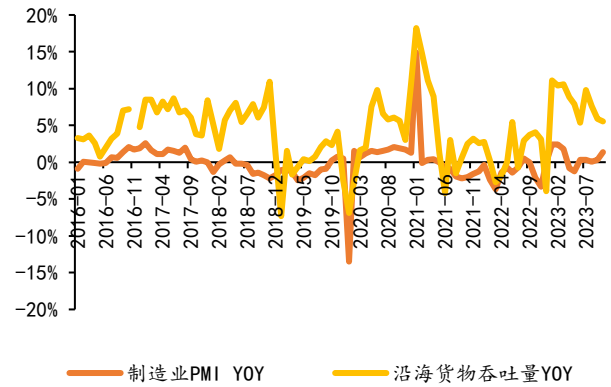
1) 货物吞吐量：2022年全国港口货物吞吐量157亿吨，同比+0.9%；其中外贸占比29%，内贸占比71%。港口货物主要有集装箱以及煤炭及制品、石油天然气及制品、金属矿石等，其中集装箱与外贸关联性较高，2023年主要港口企业集装箱吞吐量中外贸占比约60%；煤炭主要是“西煤东运、北煤南运”，而石油天然气制品、金属矿石以进口为主，与内需关联度较高。

图表 34: 集装箱与外贸关联性较高



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 35: 其他货种与内需关联度较高



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

2) 费率: 政府定价+政府指导价+市场调节价, 市场调节价范围逐渐放宽。根据 2019 年的《港口收费计费办法》, 我国港口收费标准主要由三部分构成: ①政府定价: 货物港务费、港口设施保安费, 严格执行计收。②政府指导价: 引航(移泊)费、拖轮费、停泊费、围油栏使用费, 以指导价为上限。③市场调节价: 港口作业包干费、库场使用费、船舶供应服务费、船舶污染物接收处理服务费、理货服务费, 收费标准可随市场情况上下浮动。

图表 36: 历年《港口收费计费办法》变动: 市场调节价范围放宽

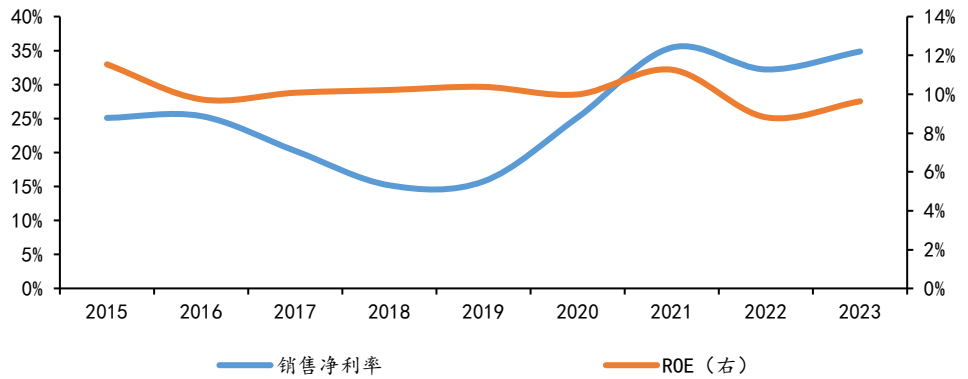
交本发〔2015〕206号	交本发〔2017〕104号	交本发〔2018〕77号	交本发〔2019〕2号
政府定价			
货物港务费	货物港务费	货物港务费	货物港务费
港口设施保安费	港口设施保安费	港口设施保安费	港口设施保安费
国内客运和旅游船舶港口作业费			
政府指导价			
引航(移泊)费	引航(移泊)费	引航(移泊)费	引航(移泊)费
拖轮费	拖轮费	拖轮费	拖轮费
停泊费	停泊费	停泊费	停泊费
联船取送费	联船取送费		
特殊平舱费	特殊平舱费		
围油栏使用费	围油栏使用费	围油栏使用费	围油栏使用费
市场调节价			
港口作业包干费	港口作业包干费	港口作业包干费	港口作业包干费
堆存保管费	堆存保管费	堆存保管费	堆存保管费
库场使用费	库场使用费	库场使用费	库场使用费
提供船舶服务的供水(物料)服务费	提供船舶服务的供水(物料)服务费	提供船舶服务的供水(物料)服务费	提供船舶服务的供水(物料)服务费
供气(气)服务费	供气(气)服务费	供气(气)服务费	供气(气)服务费
供电服务费	供电服务费	供电服务费	供电服务费
垃圾接收处理服务费	垃圾接收处理服务费	垃圾接收处理服务费	垃圾接收处理服务费
污水接收处理服务费	污水接收处理服务费	污水接收处理服务费	污水接收处理服务费
	理货服务费	理货服务费	理货服务费

数据来源: 中华人民共和国中央人民政府, 华福证券研究所

随着我国港口规模不断扩大，港口建设重复投入和同质化竞争问题愈加突出，导致港口资源过剩。自 2015 年宁波舟山港开始实施港口整合，福建、广西、辽宁、广东、山东、江苏、河北等省份逐渐加入港口整合队伍，“一省一港”成为我国港口发展新格局。受港口整合影响，各港口费率开始合理回升，提质增效、减少同质化竞争，港口议价能力有望提升。

收入端看，吞吐量与内需外贸密切相关，具有经济周期性；费率相对于铁路和公路拥有更高的自主权，经过港口整合后理性回升，未来波动主要看港口整合阶段性情况。成本端看，港口公司成本主要有服务成本、折旧、人工成本，随营收变动，盈利水平维持相对稳定高位。

图表 37：唐山港盈利水平



数据来源：Ifind，华福证券研究所

尽管相比公铁路，港口公司分红比例相对较低，但大多仍维持 30%左右的较高分红水平。唐山港 2020 年开始提升分红至 60%+，在港口板块领先。

图表 38：主要港口公司分红情况

代码	公司	20-22 年平均股息率	20-22 年平均现金分红比例	未来分红计划
601000.SH	唐山港	63.7%	63.7%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
601880.SH	辽港股份	50.0%	50.0%	
601008.SH	连云港	0.8%	43.9%	2024-2026 年分红比例不低于 30%
601298.SH	青岛港	4.5%	41.6%	2022-2024 年分红比例不低于 40%
601018.SH	宁波港	2.3%	36.9%	
001872.SZ	招商港口	2.7%	33.3%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
601326.SH	秦港股份	2.3%	32.1%	
601228.SH	广州港	1.5%	30.5%	
600717.SH	天津港	2.0%	30.1%	
000582.SZ	北部湾港	2.1%	29.8%	
600018.SH	上港集团	3.0%	28.3%	
600017.SH	日照港	1.4%	17.7%	2023-2025 年分红比例不低于 10%

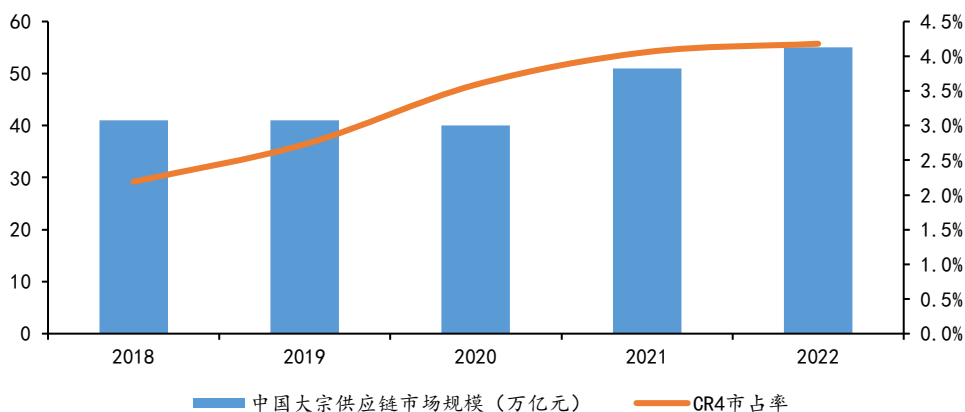
数据来源：Ifind，公司公告，华福证券研究所

3 竞争行业：大宗供应链、货运代理

3.1 大宗供应链：资源向龙头集中，维持高分红计划明确

大宗供应链以客户需求为导向，服务于大宗商品的生产和流通环节。我国大宗供应链行业具有“大而散”的特点。2018-2022年，中国大宗商品供应链市场规模从41亿元提升至55亿元，CR4合计营收从9000亿元快速提升到2.3万亿元，对应市场占有率从2.2%快速提升到4.2%。尽管提升速度较快，但我国大宗供应链市场集中度仍远低于海外大宗供应链市场，存在较大提升空间，比如日本头部五大综合商社2021年贸易体量已占日本对外贸易总额的31%。

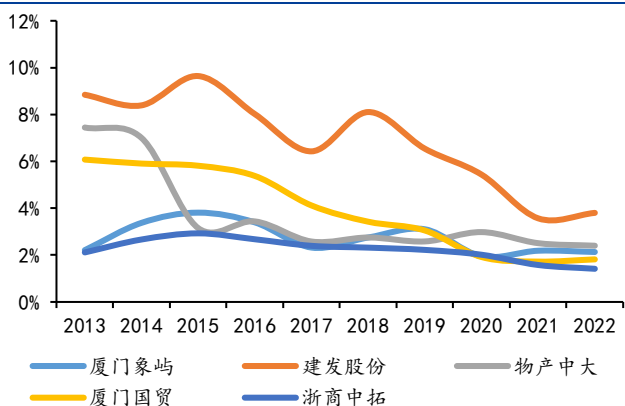
图表 39：中国大宗商品供应链市场规模（万亿元）、CR4 市占率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

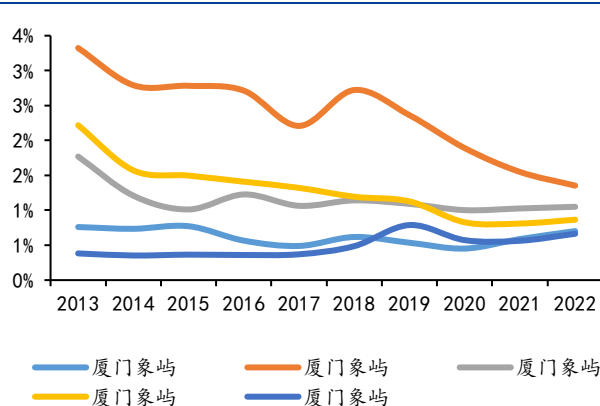
大宗供应链公司普遍重资产、低利润、高周转。因为采取全额法确定收入，大宗供应链公司普遍具有较低的毛利率和净利率，2022年五家头部企业毛利率均低于4%，净利率均低于1.5%。因为需要不断的垫资采购和销售，供应链公司通常具有较高的杠杆率和资产周转率，因此 ROE 成为衡量供应链公司的重要指标。

图表 40：近十年头部供应链企业毛利率



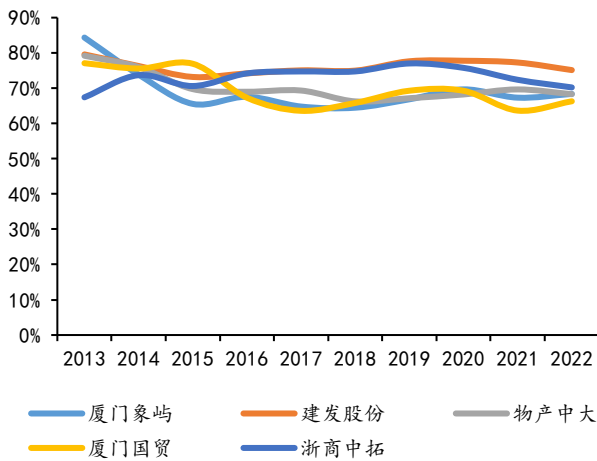
数据来源：Ifind，华福证券研究所

图表 41：近十年头部供应链企业净利率



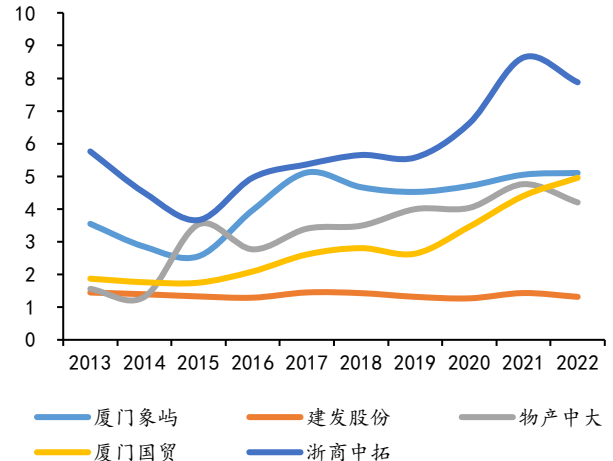
数据来源：Ifind，华福证券研究所

图表 42: 近十年头部供应链企业资产负债率



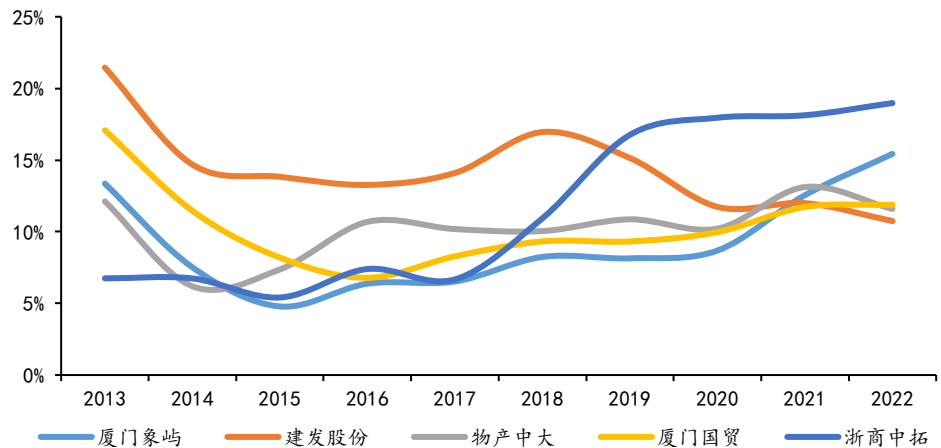
数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 43: 近十年头部供应链企业资产周转率



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

图表 44: 近十年头部供应链企业 ROE



数据来源: Ifind, 华福证券研究所

受宏观经济、市场供需等因素影响,大宗商品价格波动频繁,直接影响公司盈利稳定性,因此公司通常会采用套期等方式以规避存货市场价格波动风险。以厦门象屿为例,大宗供应链企业盈利主要来自服务收入和交易收益:

1) 服务收入: 为客户提供代理采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务,赚取服务费(含金融服务收益),与大宗商品价格关联度较弱。

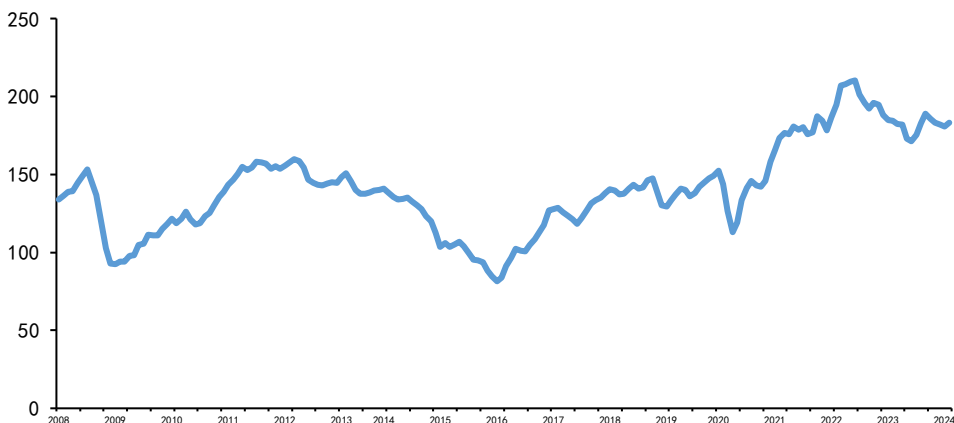
2) 交易收入:

①规模集拼收益: 依托庞大的业务体量,通过集中采购及专业化运营获得成本优势,降低各环节运营成本,贡献交易收益。随着规模优势和专业化优势的进一步提升,交易收益对大宗商品价格波动的敏感度也在降低。

②通过研究商品价格变动趋势(时间维度)和区域价格差异(空间维度)进行交易从而获取收益,与大宗商品价格关联度较强。



图表 45：大宗商品价格指数（CCPI）



数据来源：Iifind，华福证券研究所

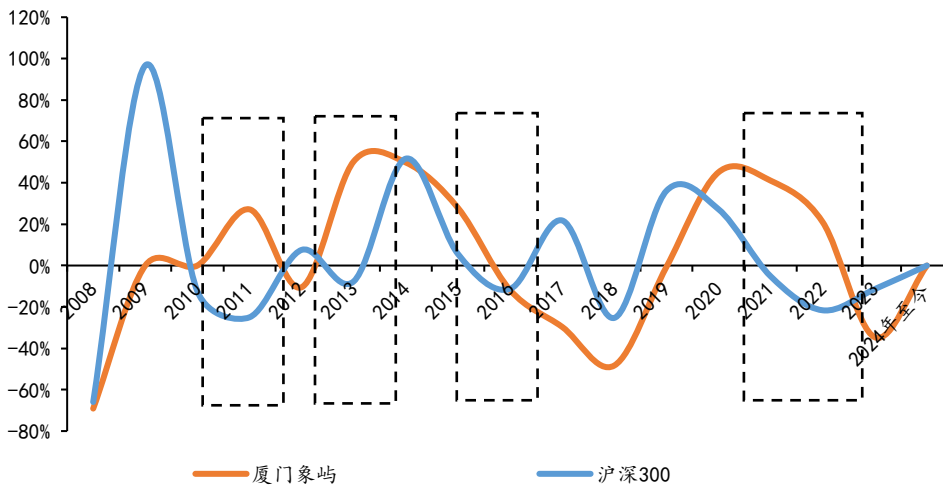
我们认为大龙头公司具有更稳定的盈利水平和更严格的风险管理能力，不断深入产业链上下游，行业蛋糕有望进一步向龙头公司集中。大宗供应链市场规模增长环境下，主要大宗供应链公司近年来维持较高股息率，在市场下行期取得超额收益，未来几年也计划保持高分红比例政策。

图表 46：主要大宗供应链公司分红情况

代码	公司	20-22 年平均股息率	20-22 年平均现金分红比例	未来分红计划
600057.SH	厦门象屿	5.6%	51.0%	2022-2024 年分红比例不低于 30%
600153.SH	建发股份	6.2%	33.2%	2023-2025 年分红比例不低于 30%
600704.SH	物产中大	3.5%	25.9%	
600755.SH	厦门国贸	7.6%	35.6%	2024-2026 年分红比例不低于 30%
000906.SZ	浙商中拓	4.6%	34.8%	2020-2024 年分红比例不低于 33%

数据来源：Iifind，公司公告，华福证券研究所

图表 47：厦门象屿相对沪深 300 收益

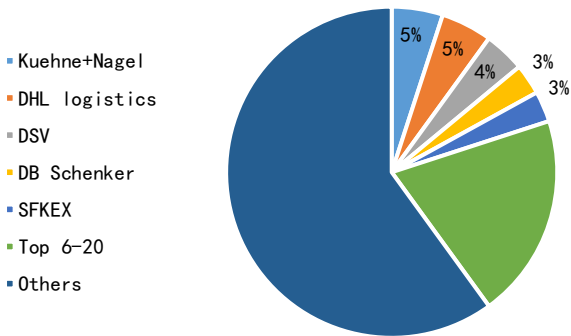


数据来源：Iifind，华福证券研究所（截至 2024.4.12）

3.2 货运代理：向“现代物流服务”加速变革，盈利提升空间可见

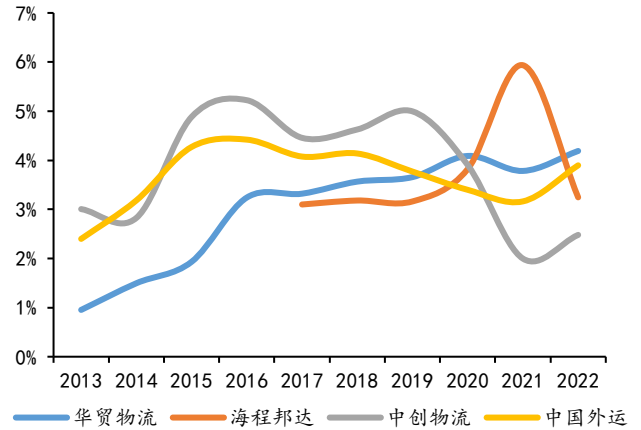
国际货代公司接受进出口货物收货人、发货人或其代理人的委托，提供前端服务、出口仓储、离岸管理、国际运输和目的港服务，将货物运送到收货人。因为国际货代公司普遍采取轻资产运营，入行门槛较低、业务同质化严重，导致行业竞争激烈、集中度较低，货代公司盈利水平普遍较低。

图表 48：全球货代公司市场份额（基于 22 年营收）



数据来源：DSV 公告，华福证券研究所

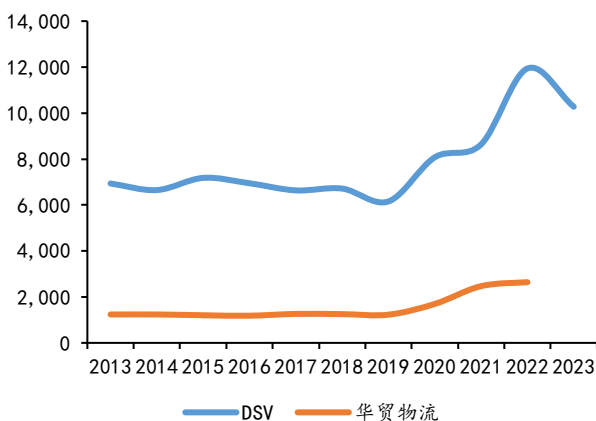
图表 49：主要货代公司净利率



数据来源：Iifind，华福证券研究所

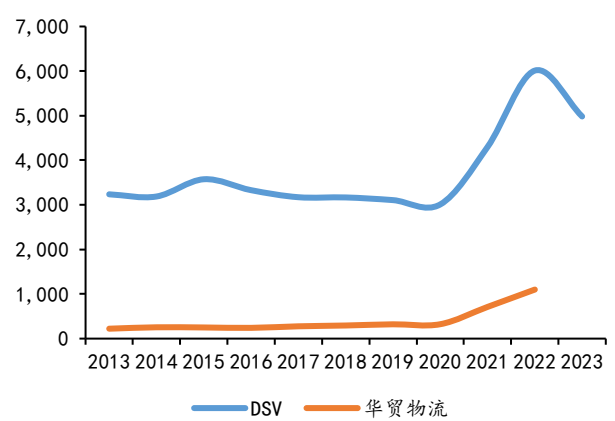
中国已经有货量领先的公司，2023 年全球海运货代排行榜中，中国外运排名第二；2023 年全球空运货代排行榜中，中国外运排名第 8、华贸物流排名第 16，但中国货代企业利润率水平较国际仍有较大提升空间。

图表 50：主要货代公司货代空运单吨利润（元/吨）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 51：主要货代公司货代海运单吨利润（元/TEU）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

未来发展趋势：盈利具有成长性，行业加速整合收购

1) 本土企业话语权增强，盈利能力有望提升：过去我国进出口主要贸易模式是 FOB，海外货主掌握物流决定权，海外货主直接指定外资物流服务商，外资物流商再将部分业务分包给本土物流供应商，本土物流企业价值分配少，本土物流企业话语权

弱。近年来，产业升级与跨境电商出口成为了重要的突破口，出口商掌握更多话语权，在产品出口物流服务商的选择上，会更加倾向于本土第三方综合物流服务商，未来本土物流企业的话语权将不断提升。

2) 向头部集中：跨境综合物流业务依赖于国际贸易量，而国际贸易量的变动与宏观经济波动具有较强的正相关性，市场行情波动大对公司的经验和管理要求较高；且物流中间产业链长，每个环节都面临风险管理。因此，行业加速整合收购，全球货运代理市场集中度加强的趋势越来越明显，企业向综合物流与供应链服务发展，行业资源正向头部企业不断集中。

主要货代公司近年来维持较高股息率，具有安全边际。

图表 52：主要货代公司分红情况

代码	公司	20-22 年平均股息率	20-22 年平均现金分红比例
603128.SH	华贸物流	2.5%	48.5%
603836.SH	海程邦达	3.0%	34.6%
603967.SH	中创物流	3.6%	61.6%
601598.SH	中国外运	4.0%	28.6%

数据来源：Ifind，华福证券研究所

4 总结

1) 垄断行业：铁路、公路、港口，稳健盈利，安全边际较高。铁路、公路、港口均属于重资产行业，具有区域垄断性，盈利水平普遍较高；因相对弱周期，且运价不同程度受相关政府部门管控，盈利稳定性普遍较强，奠定高分红基础。我们认为限制估值的影响因素有：铁路板块运价管控严格下成长性低；公路板块非永续经营，延长收费期限需进行资本开支改扩建；港口板块股息率相对偏低且差异较大。建议关注量价稳中有升的大秦铁路；改扩建落地、分红比例持续提升的皖通高速，优质路产赋能的招商公路，地理优势带动业绩增长、分红计划稳定的粤高速，改扩建稳步推进的宁沪高速；以及分红比例领先、受益港口整合的唐山港。另关注港航企业中低资本开支（23 年资本开支仅为当年净利润的 7%）、分红比例提升的客滚运输企业渤海轮渡。

2) 竞争行业：大宗供应链、货代，低估值，具备成长性。与公铁路和港口相比，大宗供应链、货代行业集中度低、服务同质化严重、竞争激烈，因而盈利水平普遍较弱，跟国际公司差距明显。近年来，头部企业不断改善业务结构提升风险管理能力，行业资源向头部集中趋势凸显，盈利具有较高成长空间。中长期看，因中国企业加速出海、产业升级与跨境电商出口突破使得本土企业话语权有望提升，利润水平增长可期。同时，大宗供应链和货代公司估值普遍较低，且股息率较高，具备较高性价比的配置价值。建议关注强成长性、积极调整经营策略的厦门象屿；业务量与单箱/吨利润

增长的中国外运、华贸物流。全球竞争的集运公司在经历 2020-2022 年景气周期后现金留存丰厚，关注央企集运龙头中远海控和外贸集运龙头中谷物流。

图表 53: 交运板块高股息标的指标汇总

板块	代码	公司	净利率	ROE	PE	资本开支/净利润		股息率	未来分红计划
			20-22 平均	20-22 平均	2022	2023Q1-3	2023	20-22 平均	
铁路	601006.SH	大秦铁路	17%	9%	8.9	20%		7.4%	
公路	001965.SZ	招商公路	55%	7%	9.9		7%	4.1%	22-24 年分红比例不低于 55%
	600377.SH	宁沪高速	30%	11%	11.1		83%	5.3%	
	000429.SZ	粤高速 A	42%	15%	12.8		68%	6.0%	24-26 年分红比例不低于 70%
	600548.SH	深高速	25%	10%	9.7		88%	5.4%	
	600012.SH	皖通高速	33%	11%	8.4		126%	6.3%	23-25 年分红比例不低于 75%
	600035.SH	楚天高速	21%	8%	7.6	17%		3.7%	22-24 年分红比例不低于 30%
	600269.SH	赣粤高速	12%	4%	11.4		190%	4.1%	
	600350.SH	山东高速	21%	7%	9.6	20%		7.0%	20-24 年分红比例不低于 60%
港口	601000.SH	唐山港	31%	10%	9.6	145%		9.4%	22-24 年分红比例不低于 30%
	601880.SH	辽港股份	14%	4%	30.4		17%	1.4%	
	601008.SH	连云港	9%	3%	38.0		44%	0.8%	24-26 年分红比例不低于 30%
	601298.SH	青岛港	30%	12%	8.0		106%	4.5%	22-24 年分红比例不低于 40%
	601018.SH	宁波港	19%	7%	16.5		49%	2.3%	
	001872.SZ	招商港口	48%	6%	10.8		172%	2.7%	22-24 年分红比例不低于 30%
	601326.SH	秦港股份	16%	7%	11.7		26%	2.3%	
	601228.SH	广州港	10%	7%	22.0		68%	1.5%	
	600717.SH	天津港	9%	5%	16.0		330%	2.0%	
	000582.SZ	北部湾港	20%	9%	12.6		68%	2.1%	
	600018.SH	上港集团	43%	13%	7.2	226%		3.0%	
	600017.SH	日照港	12%	5%	13.7		57%	1.4%	23-25 年分红比例不低于 10%
大宗供应链	600057.SH	厦门象屿	1%	12%	8.8	66%		5.6%	22-24 年分红比例不低于 30%
	600153.SH	建发股份	2%	11%	6.5	9%		6.2%	23-25 年分红比例不低于 30%
	600704.SH	物产中大	1%	12%	6.4	41%		3.5%	
	600755.SH	厦门国贸	1%	11%	4.4	100%		7.6%	24-26 年分红比例不低于 30%
	000906.SZ	浙商中拓	1%	18%	6.2	40%		4.6%	20-24 年分红比例不低于 33%
货代	603128.SH	华贸物流	4%	14%	15.8	5%		2.5%	
	603836.SH	海程邦达	4%	20%	11.7	24%		2.0%	
	603967.SH	中创物流	3%	10%	14.2		41%	3.6%	
	601598.SH	中国外运	3%	11%	6.9		36%	4.0%	
航运	601919.SH	中原海控	24%	48%	1.5		54%	12.6%	22-24 年分红比例 30%-50%
	603167.SH	渤海轮渡	15%	5%	21.3		7%	1.7%	23 年拟每 10 股派发现金股利 5.3 元; 24 年中期每 10 股派发现金股利 2.7 元; 若 24 年净利润保持稳定增长, 24Q4 可实施一次特别分红, 现金分红不低于 1 亿元。
	603565.SH	中谷物流	16%	25%	7.5		177%	6.3%	23-25 年分红比例不低于 60%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



5 风险提示

宏观经济波动风险：交通运输行业与宏观经济波动关联性较大，公路、铁路依赖货运和客运需求，港口、货代依赖内外贸，大宗供应链依赖大宗商品的生产和流通。若宏观经济低景气，将直接影响交运公司业绩。

价格管控政策变更风险：铁路运价、公路运价及收费期、港口费率均不同程度受国家相关部门管控，若知道价格调整或限制范围放宽，将对公司的业绩和未来预期产生直接影响。

分红政策调整风险：分红政策由企业自主制定，通常几年调整一次。尤其是高速公路有可能进行大额资本开支进行改扩建，以延长收费年限，公司现金流下降后会导致企业分红意愿下降。

汇率变动风险：港口集装箱与外贸高度相关，大宗供应链公司交割可能涉及外币结算，短时间内汇率大幅变动，将影响公司业绩。

大宗商品价格波动风险：当前国际部分区域局势紧张，贸易形势不友好，国际冲突事件将直接影响大宗商品价格，对公司造成减值损失。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn