



交通运输行业 2024 半年度展望：重视快递板块边际改善，高股息个股有望持续强势

2024 年 7 月 30 日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

行业回顾：基建类板块有相对收益，追求高性价比成为需求端主线

上半年，行业需求端表现尚可，但能够看出一定的消费降级影响，不管是客运还是货运，客户都更加注重性价比。客运方面的具体表现包括铁路客运恢复程度超过航空，低成本航空恢复情况好于全服务航空等；货运方面变身为网购商品每单的平均货值出现下降，以及商家发货时倾向于选择价格更低的快递公司，导致低价电商件超预期增长等。这一变化值得我们重视。

年初至今交运板块涨幅约 5.6%，与之对比沪深 300 微跌约 1%。今年大部分板块上半年股价走弱，而交运中大量的基建类个股由于需求和定价偏刚性，业绩稳定且确定性强，符合市场偏好，因此呈现出相对收益。年初至今，基建类板块都跑赢行业指数，也跑赢沪深 300。

下半年展望：重视快递板块边际改善，高股息个股继续受重视

我们认为下半年行业配置一方面要重视边际改善的行业，另一方面需要继续关注高确定性的低估值高股息个股。行业边际改善方面，我们认为快递与航空下半年都有望受益。快递价格战下半年有望出现明显的缓和，航空则受益于供给端的限制以及需求的逐步改善。对于高股息板块，我国目前处于降息周期中，高股息个股有望维持强势。相关板块中我们重点推荐处于改扩建周期，具备较强成长性的高速公路板块。

快递：行业盈利分化逐渐清晰，下半年价格战有望缓和

今年以来低价电商件增长迅猛，表现强势，但也导致行业价格竞争加剧，加盟商承压。低价电商件的高速增长也进一步分化了上市公司的单票收入与单票盈利表现。从各企业单票盈利的走势可以看出，以价格优势为核心竞争力的公司，市场份额可以持续提升，但单票盈利受限于行业价格内卷始终难以突破；而价格与服务并重的快递公司通过服务实现溢价，单票盈利更稳定，且在价格战期间抵御业绩波动的能力更强。长期来看，行业从低价优先向价格与服务并举的转变是不可逆的。

我们认为目前的价格战已经导致加盟商承压，因而难以长期维持。下半年随着快递业务量继续增长，行业受限于产能压力很可能主动缓和价格战。一旦价格战缓和，则各快递公司业绩都具备较大弹性。目前通达系快递估值具备较强的安全边际，后续股价向上弹性较大。标的方面，我们重点推荐处于行业龙头地位的中通快递（H 股）与圆通速递。

高速公路：高股息有望持续强势，高速公路板块重点关注改扩建相关标的

我们持续推荐高股息的高速公路公司。我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，而是长期趋势；降息周期则进一步提高了高速公路股的安全边际；改扩建带来的业绩成长性以及收费年限延长有望带来业绩与估值戴维斯双击。因此，我们预计未来较长一段时间里，高速公路板块受益于行业周期上行以及公司治理优化的提升，投资价值会持续凸显。标的方面，我们持续推荐皖通高速（A+H）、宁沪高速（A+H）及越秀交通基建（H 股）。

航空：股价回归理性，供给增速可控，关注行业边际改善

今年上半年航空业实现了减亏，但不及市场预期，导致股价低位徘徊。行业的供给过剩还未完全解决是三大航持续亏损的主要原因。但展望后续，25 年行业飞机引进将重新降至较低水平，届时低供给增速叠加国际线需求回暖，行业边际改善可期。

从市值表现来看，相比去年股价大幅下滑，今年三大航市值水平趋于稳定，我们认为这是市场对行业的期望趋于理性的表现。在市场预期重回理性之后，航空业基本面的边际改善对股价的拉动效应会较为明显。得益后续较低的供给增长以及需求端的持续恢复，行业的边际改善有望在后续的 1-2 年里持续兑现。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

目 录

1. 行业回顾与展望：基建类板块有相对收益，但除航运外无明显强势板块	4
1.1 上半年行业需求受消费降级影响较大，客户追求高性价比	4
1.2 除航运外缺乏明显强势板块，基建类板块有相对收益	5
1.3 下半年展望：重视快递板块边际改善，高股息个股继续受重视	5
2. 快递板块：低价件竞争激烈，但行业分层逐渐清晰	5
2.1 上半年量升价降，且不同公司经营指标分化明显	5
2.2 经营策略分化的背后是因地制宜的对价格端与服务端的侧重不同	6
2.3 持续高增长或对产能形成考验，下半年价格战有望缓和	8
2.4 股价处于相对底部，业绩具备向上弹性	9
3. 高速公路板块：高股息个股受重视，改扩建周期带来行业估值中枢回升	10
3.1 高速公路板块分红意愿持续提升，分红率对股价起到较强的锚定作用	10
3.2 路产改扩建将大幅提升企业存续能力，是行业最值得关注的变量	11
3.3 高速公路行业目前处于高确定性的上行周期中	12
4. 航空板块：股价回归理性，供给增速可控，关注行业边际改善	13
4.1 二季度需求端略低于预期，客座率还有待恢复	13
4.2 股价回归理性，供给端增速可控，期待边际改善	14
5. 风险提示	15
相关报告汇总	16

插图目录

图 1： 去年以来铁路客流恢复程度超过航空（万人）	4
图 2： 24 年以来快递价格战逐渐白热化，单价降幅明显	4
图 3： 实物商品网上零售额增速降至较低水平（亿元）	4
图 4： 快递件量增速维持在 20% 以上	4
图 5： 基建类板块上半年跑赢行业指数（以年初数值为 100）	5
图 6： 航空及快递表现较弱，航运强势（以年初数值为 100）	5
图 7： 快递行业业务量同比增速处于较高水平	6
图 8： 二季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高	6
图 9： 快递公司业务量增速出现分化（中通暂无 Q2 数据）	6
图 10： 单票收入同比降幅的走势有所分化（中通无 Q2 数据）	6
图 11： 一季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元）	7
图 12： 一季度各公司单票净利润同比变化（元/票）	7
图 13： 上市公司盈利水平继续分化（亿元）	7
图 14： 上市公司单票盈利形成 2 个梯队（元/票）	7
图 15： 单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平，与 21 年情况较为类似	8
图 16： 22 年后行业资本开支进入下行期（亿元）	9
图 17： 上市公司季度业务量较 21Q4 的比值	9

图 18： 各公司股份走势大体趋同（以 23 年初为基准）	9
图 19： 上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票）	9
图 20： 16 年至今多家高速公路公司上调分红比例，高速公路板块重新开始重视分红（单位：%）	10
图 21： 粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价	11
图 22： 山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价	11
图 23： 我国高速公路主干线已经逐步进入改扩建周期	11
图 24： 通车超过 20 年的高速公路是目前改扩建的主力	11
图 25： 进入改扩建周期后，行业 PE 重新回到上升通道	12
图 26： 主要高股息公司 PE 与股息率估计（净利润预测来自同花顺一致预期）	13
图 27： 国内航线旅客周转量已经高于 19 年同期（万人公里）	13
图 28： 国际航线旅客周转量恢复到 19 年 30% 左右（万人公里）	13
图 29： 国内航线客座率略低于疫情前水平	13
图 30： 国际航线客座率还有待继续恢复	13
图 31： 三大航一季度同比减亏明显（亿元）	14
图 32： 23 年以来行业指数较为低迷	14
图 33： 三大航机队引进速度可控，25 年增速很低	14
图 34： 宽体机增长基本停滞，窄体机 25 年增量小	14
图 35： 经过一年多的下跌，三大航市值回归理性区间（亿元）	15
图 36： 各航司估值对比（净利润预测来自同花顺一致预期）	15

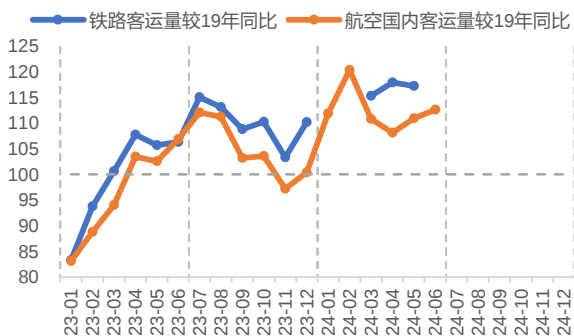
1. 行业回顾与展望：基建类板块有相对收益，但除航运外无明显强势板块

1.1 上半年行业需求受消费降级影响较大，客户追求高性价比

今年上半年，行业需求端表现尚可，但能够看出一定的消费降级影响，不管是客运还是货运，客户都更加注重性价比。

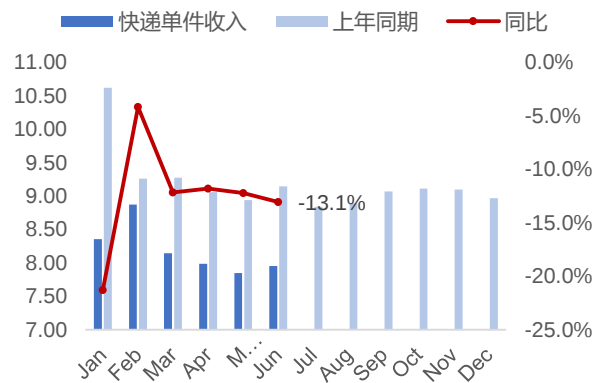
客运方面，上半年铁路旅客运输量同比疫情前（19 年）的增速高于航空；航空业中，低成本的春秋航空业绩恢复程度强于三大航和吉祥，这都一定程度上说明了客户出行时对于价格更加敏感。

图1：去年以来铁路客流恢复程度超过航空（万人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

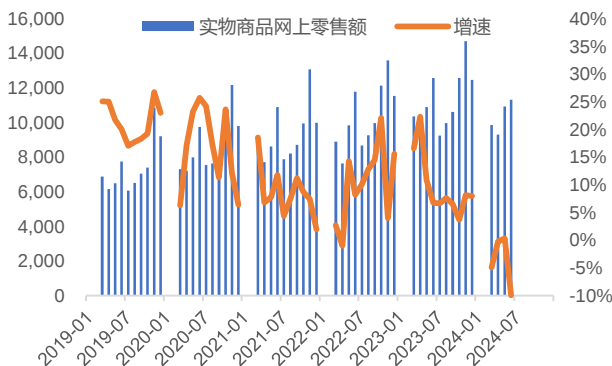
图2：24 年以来快递价格战白热化，单价降幅明显（元/票）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

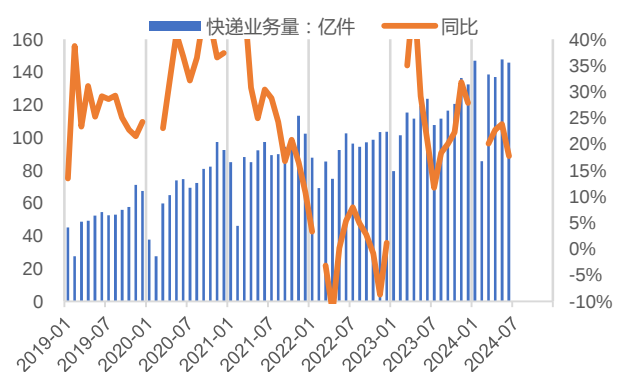
货运方面，上半年快递行业价格战激烈，快递单价降幅明显。今年实物商品网上零售额增速有明显下降，部分月份较为罕见的出现了同比负增长，但与之相对的，快递业务量强势回升，上半年增速超过 20%。这说明网上零售的商品平均货值可能出现了一定程度的下滑，消费者倾向于购买高性价比商品，而部分商家也倾向于选择价格更低的快递公司发货。

图3：实物商品网上零售额增速降至较低水平（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：快递件量增速维持在 20%以上

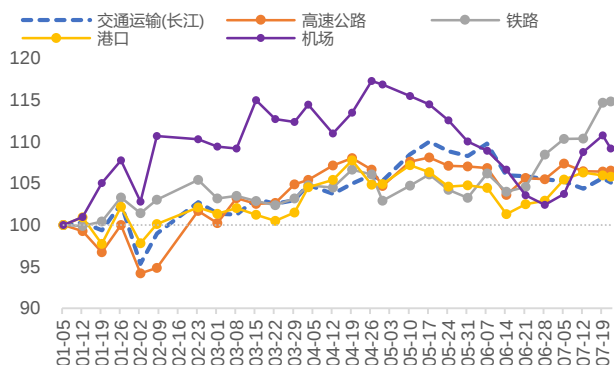


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 除航运外缺乏明显强势板块，基建类板块有相对收益

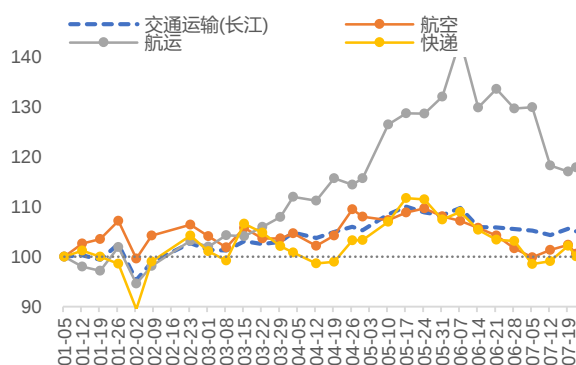
截至报告发布日，年初至今交运板块涨幅约 5.6%（参考指数为交通运输（长江）），与之对比沪深 300 微跌约 1%。受消费降级影响，A 股大部分板块股价走弱。而交运中大量的基建类个股由于需求和定价偏刚性，在市场较弱的情况下呈现出相对收益。可以看到，年初至今，基建类板块都跑赢行业指数。

图5：基建类板块上半年跑赢行业指数（以年初数值为 100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：航空及快递表现较弱，航运强势（以年初数值为 100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

上半年走势较弱的是航空以及快递板块。其中航空板块主要受限于上半年业绩承压。快递板块走弱主要是由于价格战烈度提升，市场担心价格战对行业盈利造成负面影响。

1.3 下半年展望：重视快递板块边际改善，高股息个股继续受重视

我们认为下半年行业的配置一方面要重视边际改善的行业，另一方面需要继续关注高确定性的低估值高股息个股：

对于高股息板块，我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，很可能是长期趋势，因此会持续利好高股息板；此外我国目前处于降息周期中，也导致高股息个股较为强势。

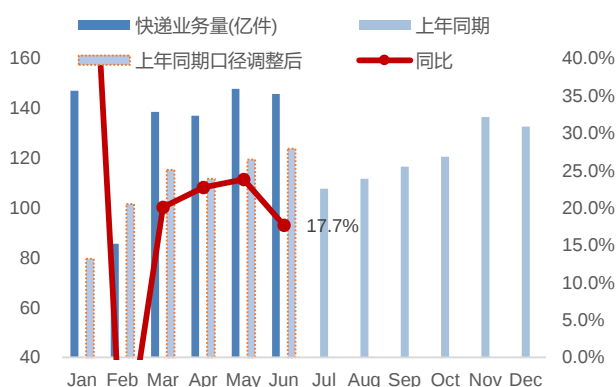
行业边际改善方面，我们认为快递与航空下半年都有望受益。快递价格战下半年有望出现明显的缓和，航空则受益于供给端的限制以及需求的逐步改善。

2. 快递板块：低价件竞争激烈，但行业分层逐渐清晰

2.1 上半年量升价降，且不同公司经营指标分化明显

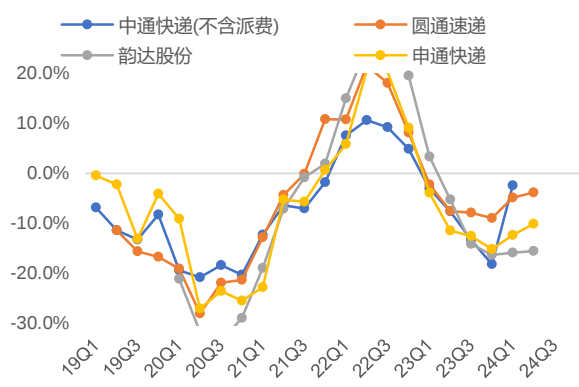
今年上半年行业件量维持了 20% 以上的高增速，超出市场预期。而在业务量超预期的同时，行业件单价也出现超预期的下降，行业的价格战并未缓和，反而是低价件领域的价格战有愈演愈烈的趋势。新型直播电商和社交平台的蓬勃发展，一方面刺激了大众的线上消费，带动了快递业务量的增长；另一方面，也促成了低价电商件的比例上升，快递价格竞争进一步加剧。

图7：快递行业业务量同比增速处于较高水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：二季度韵达与申通的单票收入同比降幅较高



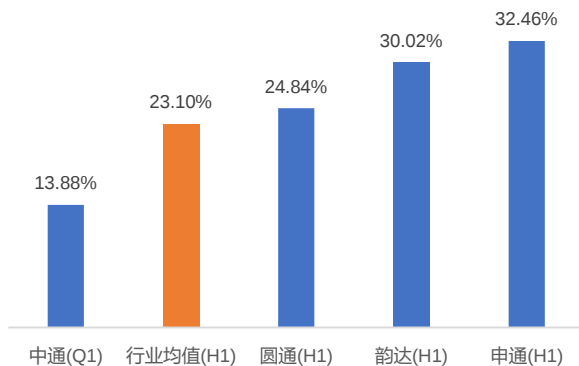
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

低价电商件“薄利多销”的特点导致快递企业在经营策略上面临重要的抉择。积极拥抱低价件无疑可以拓展市场份额，并依靠规模摊薄成本；但低价件客户价格高度敏感，缺乏忠诚度，容易导致增量不增利的情况。

很显然，不同公司对于低价电商件采取了不同的策略，这导致在行业竞争加剧的背景下，通达系不同公司间的经营指标也出现分化，特别是单票收入和单票盈利在逐渐拉开差距。

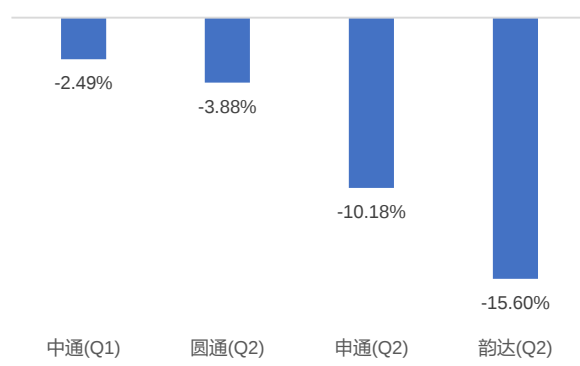
件量同比增速方面。韵达和申通上半年业务量增速分别为 30.0%和 32.5%，明显高于行业增速，圆通增速接近行业均值；中通还未发布中报，但一季报增速较罕见的低于行业均值，结合中通季报中“坚持不做亏本件”的表态可以看出，中通主动放弃了对低价件的争夺。

图9：快递公司业务量增速出现分化（中通暂无 Q2 数据）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：单票收入同比降幅的走势有所分化（中通无 Q2 数据）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

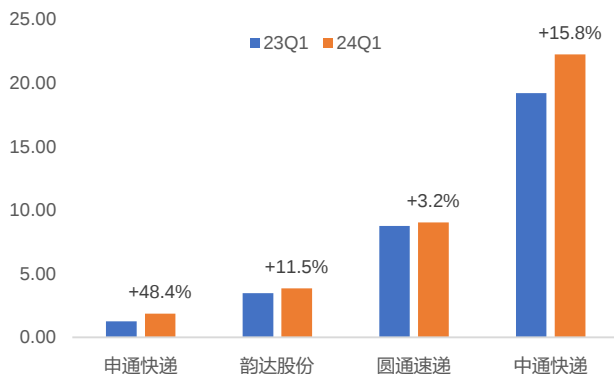
单票收入走势分化更加明显，其中中通一季度单票收入同比降幅控制在 2.5%左右，圆通二季度降幅约 3.9%，同比降幅都较低；申通与韵达的单票同比降幅分别为 10.18%和 15.6%，降幅较高。

2.2 经营策略分化的背后是因地制宜的对价格端与服务端的侧重不同

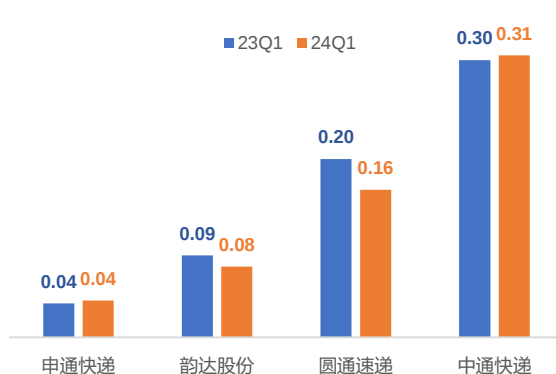
从件量增速和单票收入的差异可以看出，面对超预期增长的低价件市场，中通坚持了其不做亏损件的原则，基本没有参与低价件的价格竞争；圆通有选择性的吸纳了一部分业务，保证了自身市场份额的稳定，但没有过多介入，单票收入同比降幅可控；申通和韵达选择拥抱增量客户，并为争夺这部分增量客户展开了激烈的价格战，单票收入下滑较明显。

我们认为企业经营策略分化的背后的是价格路线与服务路线的差异。重视价格和重视服务之间并没有优劣之分，本质上是各公司采取了更加适合自身的策略。从结果上看，一季度四家通达系上市公司皆实现了扣非归母净利润的增长。选择服务优先路线的龙头中通在业务量增速明显低于行业的情况下，调整后净利润同比增长 15.8%，利润份额较去年同期进一步提升；选择拥抱低价件的申通虽然单票收入明显下降，但扣非净利润反而同比增长 48.4%，单票盈利同比也略微增长，表现依旧较为亮眼。

图11：一季度各公司扣非归母净利润同比皆有提升（亿元） 图12：一季度各公司单票净利润同比变化（元/票）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

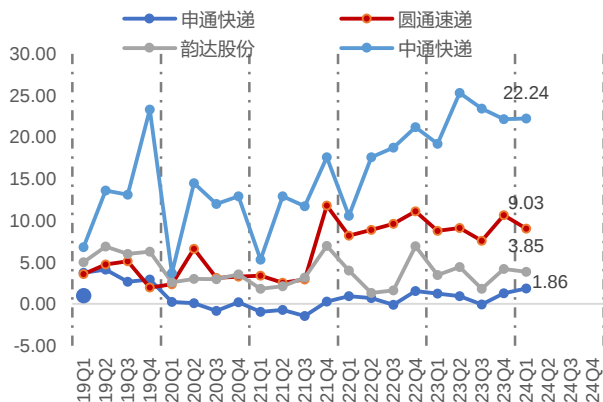


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

虽然结果上各公司都取得了盈利的增长，但盈利提升的逻辑却不完全相同。申通与韵达在单票收入降幅较大的情况下实现盈利增长，我们认为与公司产能利用率的显著提升有较大关联，通过吸纳大量低价件填补空仓，申通与韵达解决了淡季产能不饱满的问题，实现单票成本摊薄，因此盈利增长的驱动力更多来自于规模效应与成本下降。中通业务量增长并不突出，其盈利提升除了依靠常规的成本优化外，与其他公司最主要的差异在于收入的维持，因此我们认为一季报中通的利润增长更多是服务驱动的。

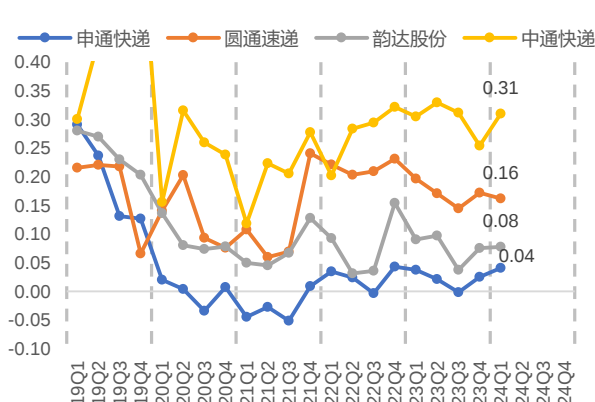
在各公司一季度都取得盈利增长的背景下，也需要关注到，各公司的单票盈利水平已经稳定拉开了差距，形成了高低两个梯队。行业龙头中通 22 年以来单票盈利维持在 0.25 元以上，是通达系中盈利表现最好且最稳定的公司；圆通 22 年以来的大部分时间里，单票盈利维持在 0.15 元以上。韵达和申通单票收入则相对较低且不稳定，受价格战影响较大，大部分时间单票盈利不超过 0.1 元。

图13：上市公司盈利水平继续分化（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：上市公司单票盈利形成 2 个梯队（元/票）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从过去几年的情况可以看出，在 19 年行业盈利整体下行之后，决定公司盈利走向的因素逐渐由业务量转向单票利润，在行业整体利润空间受到压缩时，收入端的溢价变的尤为重要。企业决策的有效性最终需要在利润上有所表现，因此我们认为，行业从重视价格向价格与服务并举的转变是不可逆的。对于目前以低价为主要竞争力的韵达与申通，也需要尽早在服务质量上取得突破。

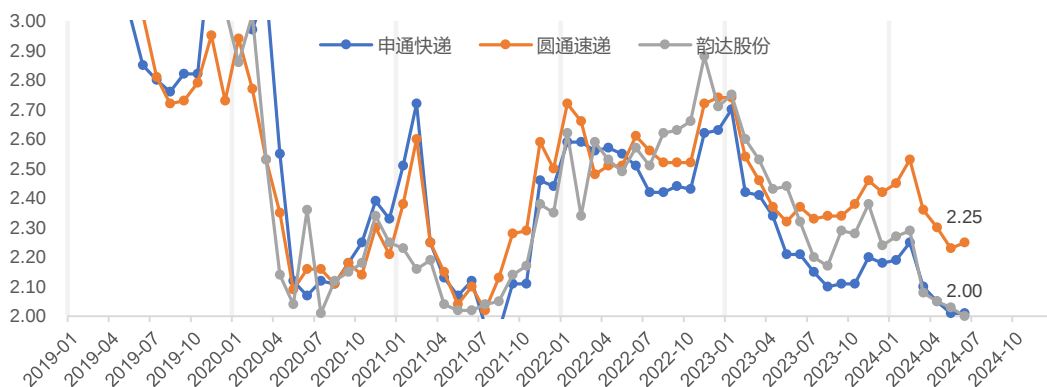
2.3 持续高增长或对产能形成考验，下半年价格战有望缓和

我们认为目前价格战的烈度已经处于较高水平。从今年上市公司月度数据来看，韵达与申通的单票收入已经降至 2 元附近，已经接近 2020-2021 年价格战最激烈时期的水平。

20-21 年的价格战最终在政策的规范和行业自身的约束下得到缓和。在 20-21 年期间，仅有申通出现了亏损，但也必须意识到，加盟制快递的上市部分仅为总部，加盟商的情况并不体现在报表中。行业自发的缓和价格战说明虽然快递总部依旧盈利，但各家公司的加盟商部分都承受了相当大的压力，过低的价格无法长期维持。

21 年价格战缓和后，圆通、申通与韵达的单票收入的从之前的接近 2 元/票快速提升至 2.5 元/票附近，单票收入提升明显，但单票盈利的提升除圆通外都不超过 0.1 元/票，这说明由于加盟商在价格战中承担的压力大于总部，在价格战缓和后，收入提升的大部分通过派费增长的方式被用于缓解加盟商与基层快递员的压力。

图15：单票收入水平（元/票）显示通达系价格战烈度处于较高水平，与 21 年情况较为类似



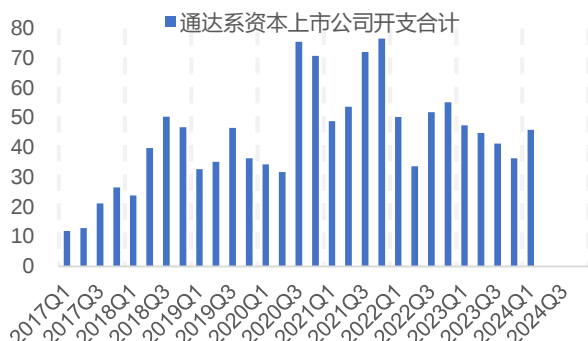
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

展望后续，我们预计下半年价格战有望出现缓和。这一判断一方面是因为我们认为目前价格战的强度会对加盟商形成较大的压力，因而难以长期持续；另一方面则是出于对企业产能的考虑。

通达系的资本开支在通达系公司上市融资后进入快速上升期，并在 2021 年末达到高点，后续开始进入下行通道，这主要是因为经过长期的投资，快递行业的基础设施布局逐渐完善，同时行业竞争加剧也使得企业现金流压力加大，能够用于资本开支的资金规模有所下降。

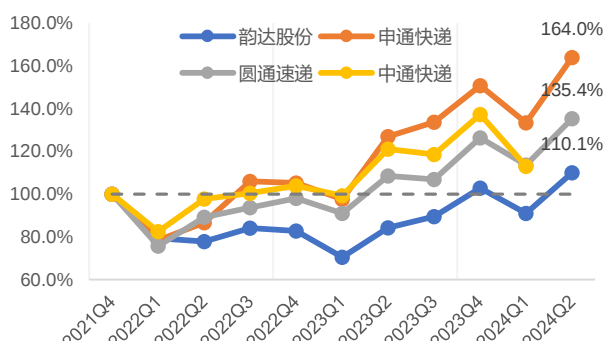
快递行业每年四季度为旺季，四季度的业务量为年内最高水平。我们以 21 年 Q4 各公司的业务量为基准，申通、圆通与韵达在 24 年 Q2 的业务量分别相当于 21Q4 的 164%、135%、和 110%。由于 22 年行业受疫情影响增长率很低，快递行业 21 年以来的业务量复合增长率并不高。即使 22 年之后行业资本开支进入下降通道，目前行业的产能也足够支撑现有件量。但若今年下半年行业继续维持高增长，则业务量高增对现有产能的压力或逐渐显现。届时，受制于产能压力，低价电商件对于企业的吸引力会明显下降，并带来价格战的缓和。

图16：22 年后行业资本开支进入下行期（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：上市公司季度业务量较 21Q4 的比值

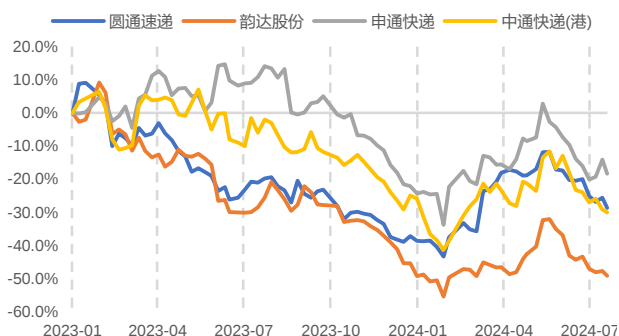


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.4 股价处于相对底部，业绩具备向上弹性

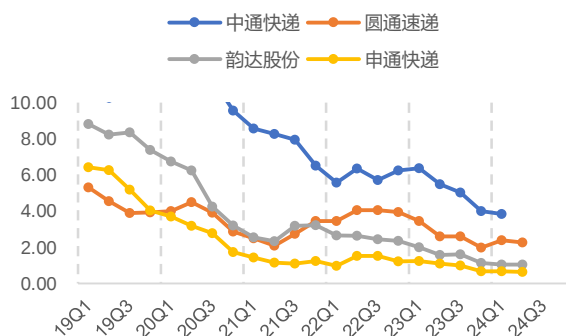
23 年以来，各快递公司股价走势大体趋同。在经历了 23 年的显著下跌后，今年上半年行业股价经历了上涨和回落。我们认为股价上涨主要系市场对于快递公司的业绩预期筑底，且认为今年价格战有望缓和；后续回落则是因为价格战持续时间和烈度超出市场预期。

图18：各公司股价走势大体趋同（以 23 年初为基准）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：上市公司单票市值与单票盈利高度相关（元/票）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

目前行业表现出的价格战烈度已经处于较高的水平，烈度继续提升的空间有限。若价格战缓和，则行业中各公司业绩都会具备较大弹性。目前来看，企业市值与业务量增速和市场份额的关联度持续下降，而单票市值与单票盈利的相关性逐渐提升，这代表了市场对行业估值的考量从重数量向重质量的转变，也比较符合行业从重价格向重服务转型的趋势。

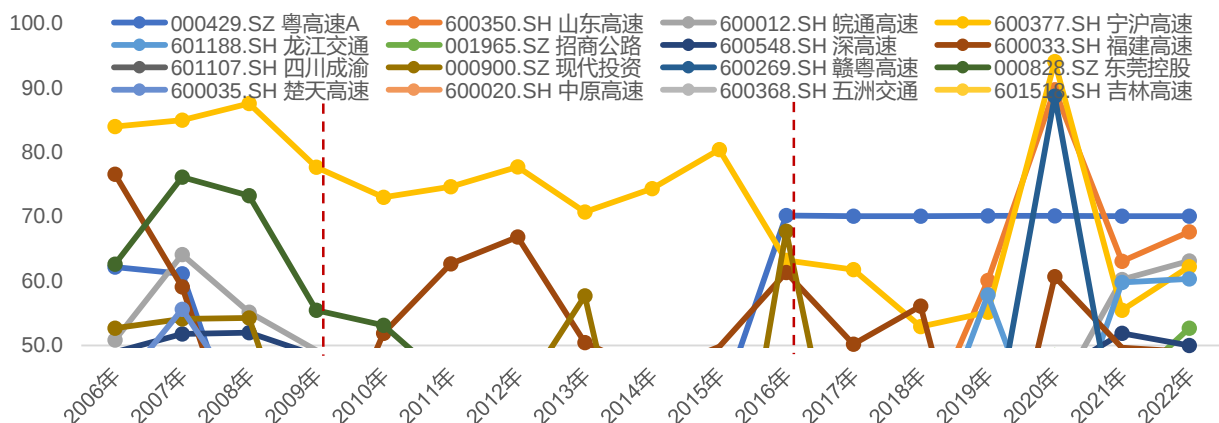
3. 高速公路板块：高股息个股受重视，改扩建周期带来行业估值中枢回升

高股息板块中我们重点选取了高速公路板块进行分析与推荐。我们认为高速公路板块目前兼具了稳定性与一定的成长性，属于攻守兼备的板块。

3.1 高速公路板块分红意愿持续提升，分红率对股价起到较强的锚定作用

经过多年的观察，我们认为高速公路行业的公司治理水平在 16 年之后出现了明显的提升，行业对中小股东的重视程度提升了一个大台阶。观察高速公路板块的分红比例变化可以发现，十几年来，高速公路公司经历了一个“重视分红—不重视分红—重新重视分红”的过程。09 年之前，多家上市公司分红比例在 50% 以上，但 09-16 年间，除宁沪高速外没有一家公司能够将分红比例稳定在 50% 以上；16 年以后高速公路公司又开始重新重视分红，到目前为止已经有多家上市公司连续多年分红比例高于 50%。

图20：16 年至今多家高速公路公司上调分红比例，高速公路板块重新开始重视分红（单位：%）



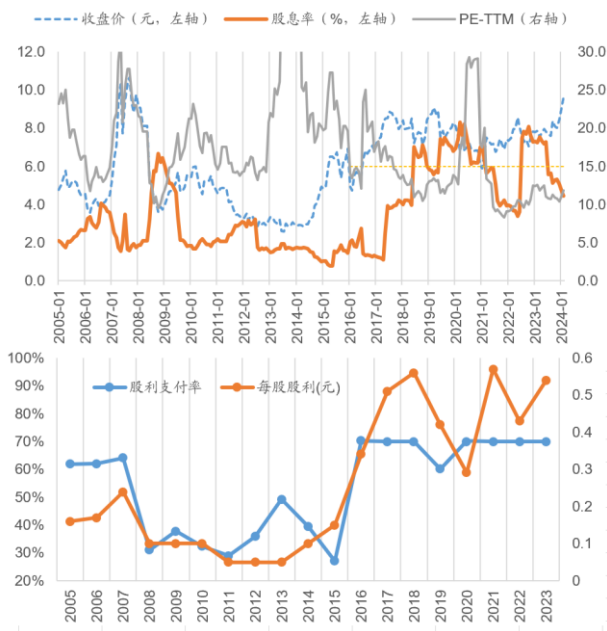
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们认为，在降息周期的大背景下，高分红对于企业和投资者来说能够实现双赢（企业获得较高的关注度和稳定的市值，投资者获得稳定的分红收益），因此高速公路板块的高分红具备稳定性，可长期维持。

股息率对企业股价存在重要的影响。股价过高会导致股息率下降，个股对投资者吸引力下降，反之股价过低则股息率会上升，增加对投资者的吸引力。因此对于大部分分红比例超过 50% 的高速公路个股，其股息率会保持一个相对稳定的区间，股息率或者未来 1-2 年的预期股息率可以作为一个有较强参考意义的锚定指标。

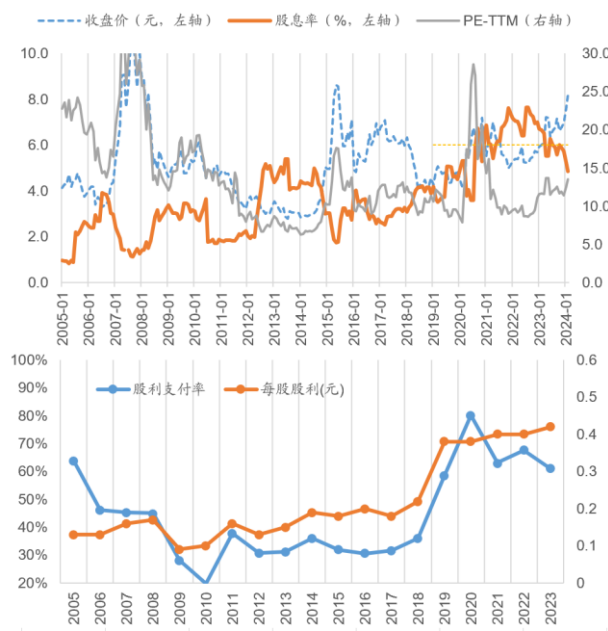
以粤高速 A 和山东高速为例：粤高速 A 在 2016 年起分红比例提升至 70%（实际上 2017 年才会发放 2016 年的分红，股价的反应存在一个时间差），公司 17 年开始股息率大幅提升，之后以 6% 左右为中枢波动。比较类似的还有山东高速，其 2019 年大幅提升分红比例至 60%（实际发布公告在 2020 年），之后股息率中枢也稳定在 6% 左右。

图21：粤高速 A 从 17 年起主要通过股息率锚定股价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：山东高速从 20 年起主要依靠股息率锚定股价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

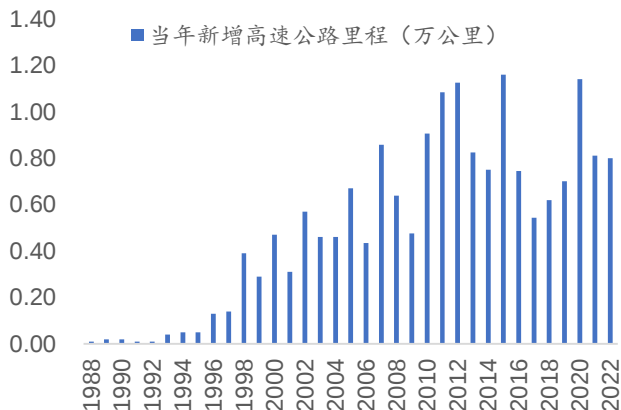
稳定的业绩与股息率的锚定作用使得高股息公路股普遍具备较强的绝对收益能力，在市场较弱时还能够获得相对收益，目前经济环境与国际局势存在较大的不确定性，高股息个股非常适合作为股票投资组合的压舱石。

3.2 路产改扩建将大幅提升企业存续能力，是行业最值得关注的变量

除了稳定性外，高速公路行业在现阶段具备较强的成长性，这主要是因为行业进入了改扩建周期。

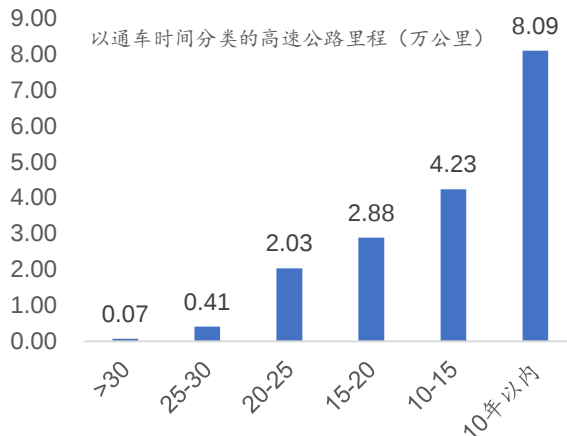
我国高速公路收费年限定为 25-30 年，但可以通过改扩建的方式重新核定年限。这意味着，当一条高速公路进入生命周期末期后，可以通过投入一笔重大资本开支，将 4 车道扩容为 8 车道（或者 6 车道改 10 车道），并重新获得收费年限。

图23：我国高速公路主干线已经逐步进入改扩建周期



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：通车超过 20 年的高速公路是目前改扩建的主力



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我国早期建设的高速公路以双向四车道为主，已经逐渐难以满足现有车流通过量的要求，基本都存在改扩建的需求。从通车的年限来看，通车时间超过 25 年的高速公路不到 5000 公里，基本都已经完成改扩建。而年限在 20-25 年的高速公路约 2.0 万公里，其中有很大一部分处于正在改扩建或准备改扩建的状态。

目前阶段，高速公路改扩建项目大部分符合成本低，见效快的特点。成本方面，由于目前改扩建的路产以路龄接近或超过 20 年的核心干线为主，而主干线路在初始建设四车道高速时就会预留部分土地用于可能的改扩建，因此改扩建项目重新征地压力较小，建设成本可控；见效快是指改扩建路产通车时即是成熟路产，不用经历新建路产车流量从无到有的培育过程，通车就能增厚业绩。

图25：进入改扩建周期后，行业 PE 重新回到上升通道



资料来源：自行绘制，东兴证券研究所

此外，改扩建项目也解决了高速公路个股 PE 中枢受收费年限压制的问题。以往高速公路股的 PE 长期走下降通道，因为随着时间推移，企业路产的收费年限也在下降，对于收费年限较短的资产，市场无法给予高 PE。但随着改扩建重新核定年限，收费年限不足的问题被解决。所以我们可以看到，当行业进入改扩建周期之后（2020 年之后），行业 PE 从下行改为上行。

3.3 高速公路行业目前处于高确定性的上行周期中

从大环境看，高速公路行业在 2010 年之后经历了一个较为漫长的下行周期。这段时间高速公路行业面临的最大问题在于现金流充裕，但再投资的效率持续下降，因为随着高速路网的逐步完善，已有路产占据了大部分的优势区位，新建路产在创收能力上整体而言不如老路。同时，无风险利率处于较高水平，高分红并不能为个股带来很强的吸引力，因此上市公司虽然手握大笔资金，却缺乏提升分红的意愿，大部分公司将沉淀资金投向金融、地产等板块，进一步导致高速公路板块整体估值下行。

然而，随着改扩建周期的到来，上市公司“有钱无处投”的问题得到显著缓解，投资重心回归到区位优势的主干线路上来，同样的投资相较以往能够创造更高的收益，我们认为这代表着行业大周期的回升。另一方面，无风险利率的持续下降则放大了高分红带来的吸引力，上市公司提升分红能够带来股价的直接提升，分红意愿显著增强。因此，目前高速公路行业时隔多年之后重回上行周期。我们预计未来较长一段时间里，高速公路板块受益于行业周期上行以及公司治理优化的提升，投资价值将会逐渐凸显。

图26：主要高股息公司 PE 与股息率估计（净利润预测来自同花顺一致预期）

		市值（亿元） (A股股价*总股本)	净利润（亿元）			PE			分红率 (假设)	股息率	
			2023A	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E		对应2024年	对应2025年
001965.SZ	招商公路	864.8	67.7	67.9	72.4	12.9	12.7	11.9	55.0%	4.3%	4.6%
600377.SH	宁沪高速	652.4	44.1	47.9	52.5	14.7	13.6	12.4	每股0.48元	3.7%	3.7%
600350.SH	山东高速	425.5	33.0	36.4	39.9	13.1	11.7	10.7	60.0%	5.1%	5.6%
600548.SH	深高速	230.1	23.3	25.1	28.1	9.8	9.2	8.2	55.0%	6.0%	6.7%
600012.SH	皖通高速	240.7	16.6	18.7	19.8	14.5	12.9	12.1	70.0%	5.4%	5.8%
000429.SZ	粤高速A	221.4	16.3	16.5	16.9	13.5	13.4	13.1	70.0%	5.2%	5.4%

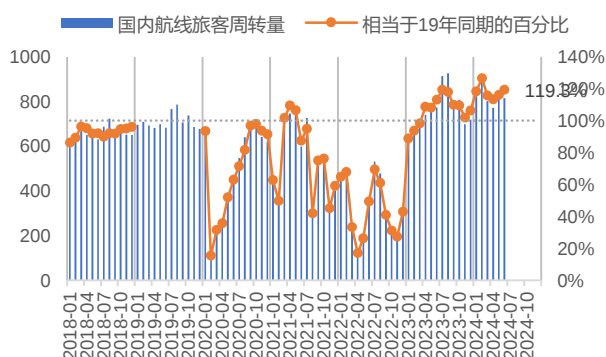
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 航空板块：股价回归理性，供给增速可控，关注行业边际改善

4.1 二季度需求端略低于预期，客座率还有待恢复

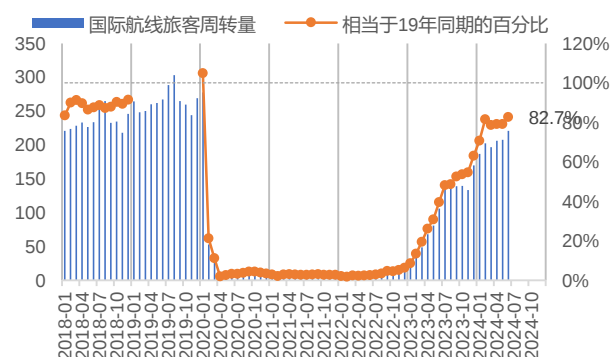
今年一季度航空板块需求端有较好表现，但进入二季度淡季后，行业需求略低于市场预期。目前民航业国内航线旅客周转量相当于 19 年同期的约 120%，国际旅客周转量恢复至 19 年同期的 83% 左右。

图27：国内航线旅客周转量已经高于 19 年同期（万人公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

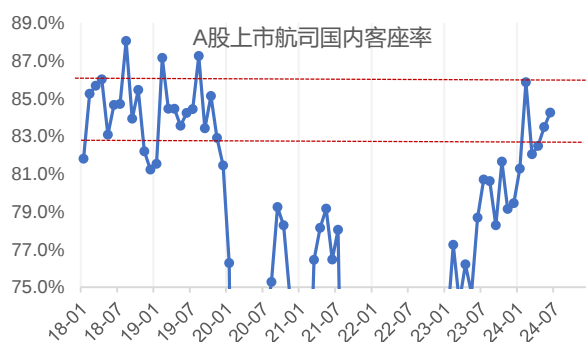
图28：国际航线旅客周转量恢复到 19 年 30% 左右（万人公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

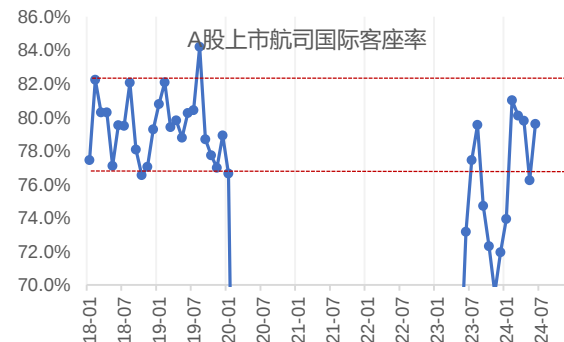
客座率方面，目前不管是国际还是国内，客座率与疫情前都存在一定差距，特别是国际航线需求端还没有完全稳定下来，供给的快速增长导致客座率波动幅度较大。

图29：国内航线客座率略低于疫情前水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：国际航线客座率还有待继续恢复



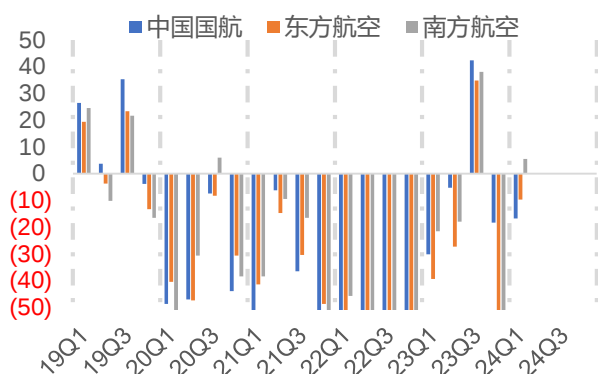
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.2 股价回归理性，供给端增速可控，期待边际改善

根据上市公司业绩预告，国航预计上半年扣非净利润为-28 亿元到-38 亿元，上年同期扣非净利润-49.4 亿元；南航预计上半年扣非净利润为-32 亿元到-40 亿元，上年同期扣非净利润-39.6 亿元；东航预计上半年扣非净利润为-27 亿元到-32 亿元，上年同期扣非净利润-66.8 亿元。

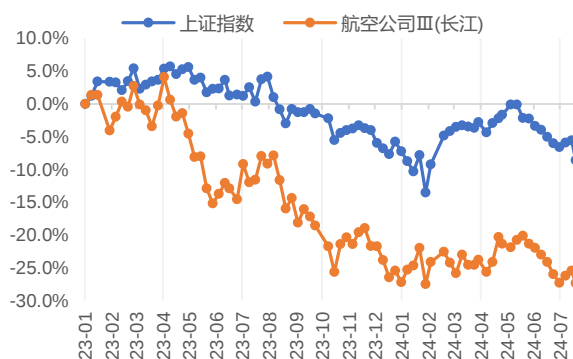
今年上半年航空业实现了减亏，但市场此前显然对行业抱有更高的期待。中报的亏损导致市场需要重新调整对行业的预期。表现在股价上，自去年起市场对航空业的预期就在不断下修，导致股价持续下跌。今年一季报的表现短期拉高了市场预期，但随着后续月度经营数据的发布，预期重新回落。

图31：三大航一季度同比减亏明显（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：23 年以来行业指数较为低迷

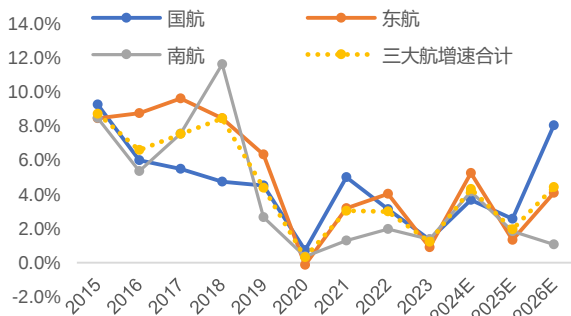


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们认为目前市场对航空业的预期处于低谷，但结合基本面可能发生的变化，我们认为行业后续存在较大的改善空间。

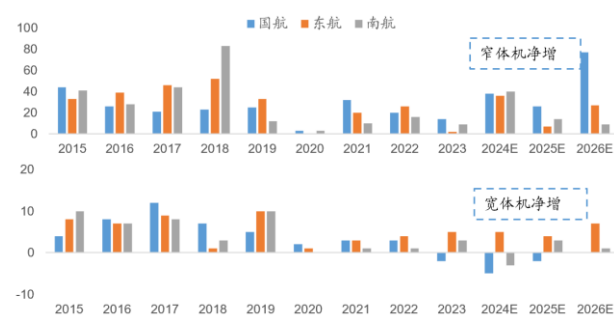
今年继续行业亏损主要要还是由于供给端存在过剩。观察今年各航司的飞机引进可以发现，今年行业的飞机引进处于疫情以来的较高水平，三大航窄体机数量都有较明显的净增长。虽然增长的绝对数量不算大，与疫情前的正常年份相仿，但考虑到受消费降级的影响，今年国内需求偏弱，而国际航线也没有完全恢复，行业对供给的增长会非常敏感。

图33：三大航机队引进速度可控，25 年增速很低



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

图34：宽体机增长基本停滞，窄体机 25 年增量小（单位：架）

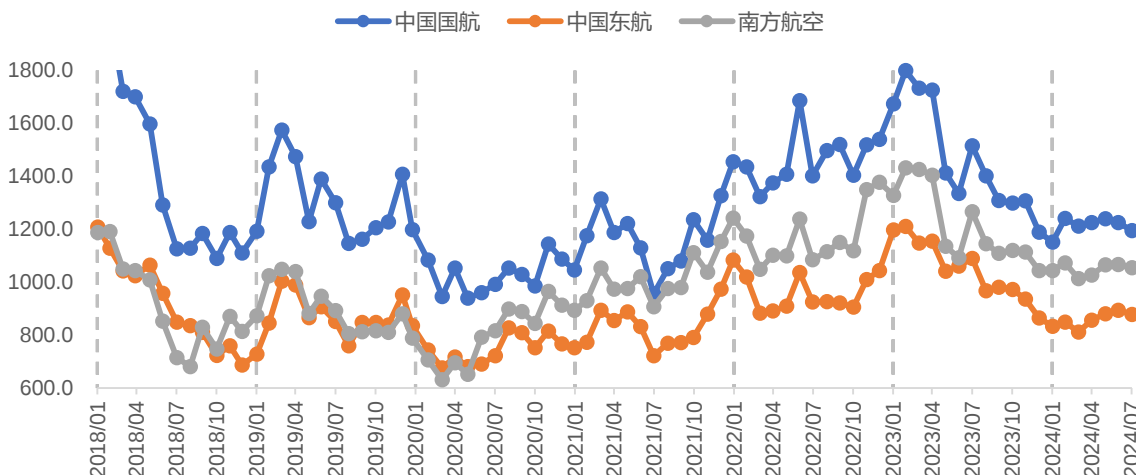


资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

虽然 24 年行业供给端存在过剩，但根据三大航的飞机引进计划，25 年行业飞机引进将重新降至较低水平，届时，低供给增速叠加国际线需求回暖，行业边际改善是可期的。

从市值表现来看，三大航 23 年以来经历了较大幅度的调整。但相比去年的大幅下滑，今年三大航市值水平趋于稳定，我们认为这是市场对行业的期望趋于理性的表现。

图35：经过一年多的下跌，三大航市值回归理性区间（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在市场预期重回理性之后，我们认为航空业基本面的边际改善对股价的拉动效应会较为明显。得益后续较低的供给增长以及需求端的持续恢复，行业的边际改善有望在后续的 1-2 年里持续兑现。

图36：各航司估值对比（净利润预测来自同花顺一致预期）

	市值（亿元） （A股股价*总股本）	净利润（亿元）			PE		
		2023A	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E
601111.SH 中国国航	1189.8	(10.5)	69.9	118.7	578.8	17.0	10.0
600029.SH 南方航空	1049.2	(42.1)	67.9	109.7	(67.5)	15.5	9.6
600115.SH 东方航空	878.3	(81.7)	54.5	88.4	(17.1)	16.1	9.9
601021.SH 春秋航空	525.0	22.6	32.5	40.0	19.4	16.2	13.1
603885.SH 吉祥航空	239.1	7.5	19.6	26.7	25.0	12.2	9.0

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策变化、宏观经济增速下滑，地缘政治风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 6 月数据点评：618 峰值前移导致件量增速下降，价格依旧处于底部	2024-07-23
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评：运力投放较为克制，客座率环比回升	2024-07-18
行业普通报告	快递 5 月数据点评：业务量维持高增长，单票价格继续下探	2024-06-21
行业普通报告	航空机场 5 月数据点评：国内需求企稳回升，国际航线淡季承压	2024-06-19
行业深度报告	快递行业一季报点评：低价件竞争激烈，数据分化的背后是对价格与服务的侧重不同	2024-05-27
行业普通报告	快递行业 4 月数据点评：件量增速超预期，价格依旧处于底部区域	2024-05-22
行业普通报告	航空机场 4 月数据点评：淡季加强运力管控，客座率企稳回升	2024-05-21
行业普通报告	快递行业 3 月数据点评：通达系公司维持较高增速，低端件价格降幅略超预期	2024-04-23
行业普通报告	航空机场 3 月数据点评：淡季数据走弱，换季带来国际长航线供给端修复	2024-04-17
行业普通报告	快递行业 1-2 月数据点评：低基数下维持较高增速，价格竞争或将逐步缓解	2024-03-25
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：坚持不做亏本件，单票盈利逆势提升	2024-05-17
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：单票利润稳健，成本持续优化	2024-04-30
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：扣非净利符合预期，路网贯通利好后续增长	2024-04-03
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：业绩符合预期，派息提升值得关注	2024-03-25
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：扣非业绩符合预期，北二环高速改扩建即将启动	2024-03-08
公司普通报告	【东兴交运】圆通速递(600233.SH)：三季度淡季业绩承压，后续有望迎来旺季修复	2023-11-01
公司普通报告	【东兴交运】皖通高速：收入符合预期，分红率进一步提升	2023-09-01
公司普通报告	【东兴交运】越秀交通基建：业绩弹性逐步显现，财务费用控制良好，股息率具备吸引力	2023-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，8 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526