

证券研究报告

2024年11月14日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

特朗普当选，交运投资机会

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 李宁



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

● 航运：集运抢运，油运拉长运距

加征关税预期导致提前出口，推动短期集运运价上涨，中远海控或将受益；中国出口转向东盟，东南亚航线运量增加，海丰国际、北部湾港等或将受益。若关税谈判增加进口美国石油，油运运距拉长；压低油价，石油补库存，中远海能、招商轮船、招商南油等或将受益。

● 航空：低油价、高利率、强美元

压低油价，航司成本下降。限制留学和移民，抑制中美航线运量。美元高利率，增加美元负债、飞机租赁成本。美元升值，汇兑损失增加。无中美航班、利率和汇率敏感性低的吉祥航空、春秋航空，或将受益于低油价。

● 内循环：快递、内贸航运等受益

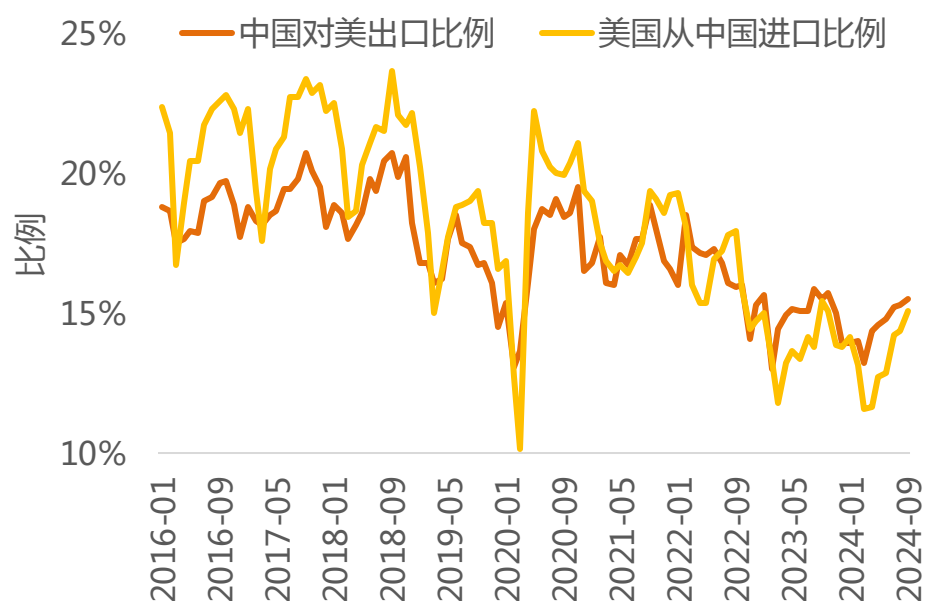
如果刺激国内投资、消费，那么快递、内贸航运等运量增速和运价涨幅有望上行，中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、中谷物流、安通控股、盛航股份、兴通股份等或将受益。

风险提示： 全球经济增速下行，燃油价格大幅上涨，人民币继续贬值，美元利率上行

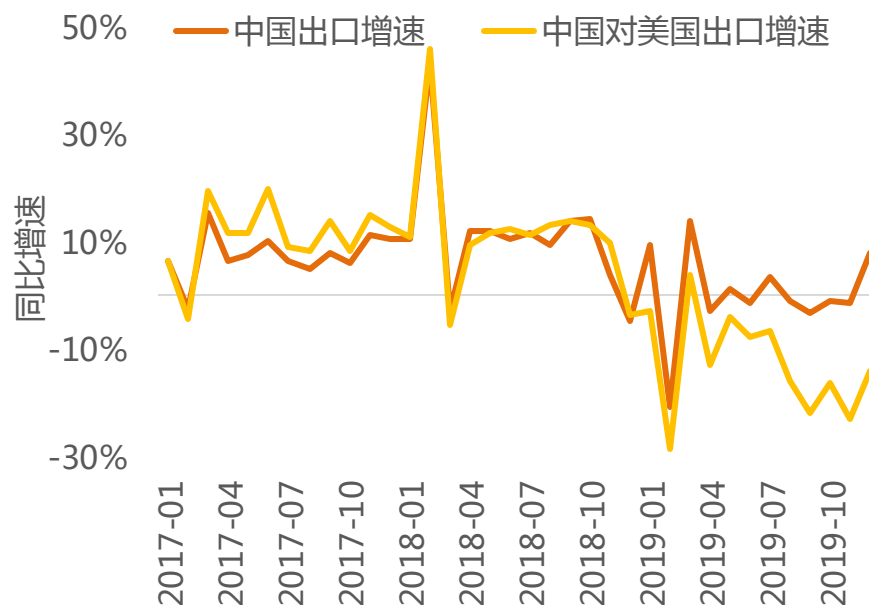
1.1 集运：加征关税抑制运量

- 特朗普在2017-2020年任期内，对中国加征关税，导致中美贸易占比下降。
- 2018年加征关税陆续落地，导致2019年中国对美国出口增速明显偏低。
- 2018年未加征关税货物抢出口和已加征关税货物出口减少，扰乱出口增速。

■ 中美贸易在本国外贸中的占比都呈下降趋势



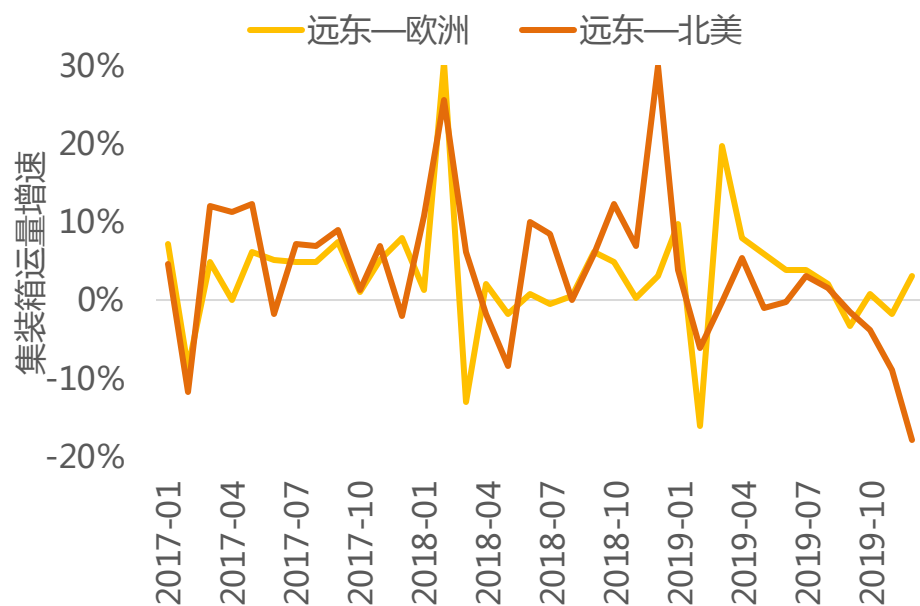
■ 2019年中国对美国出口增速明显低于整体出口增速



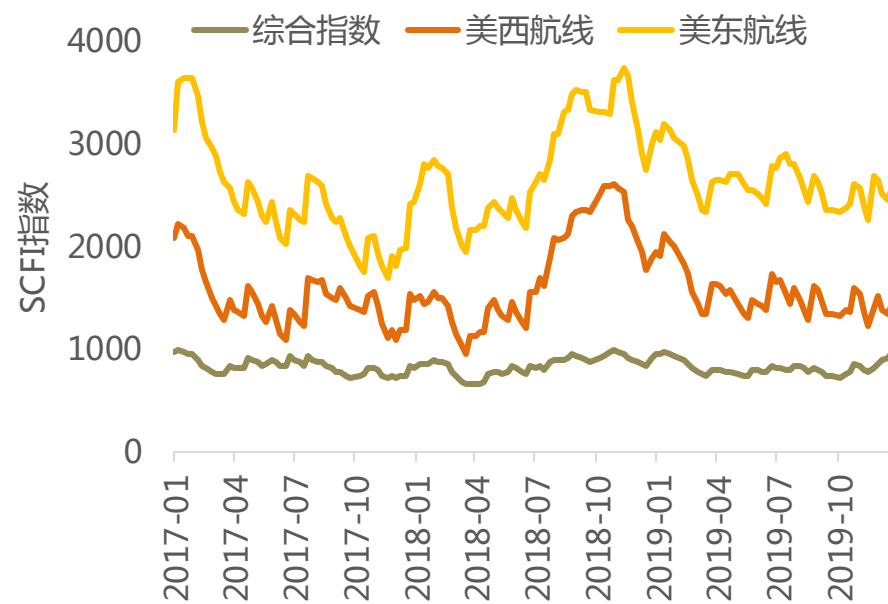
1.2 集运：抢运推升短期运价

- 加征关税落地前抢出口，使2018年下半年远东—北美航线运量增速更高。
- 抢出口使供需错配，2018年下半年美东和美西航线集运运价大幅上涨。
- 抢出口结束后，2019年美线集运运价恢复到2017年水平附近。

■ 2018年远东—北美集装箱运量增速高于远东—欧洲



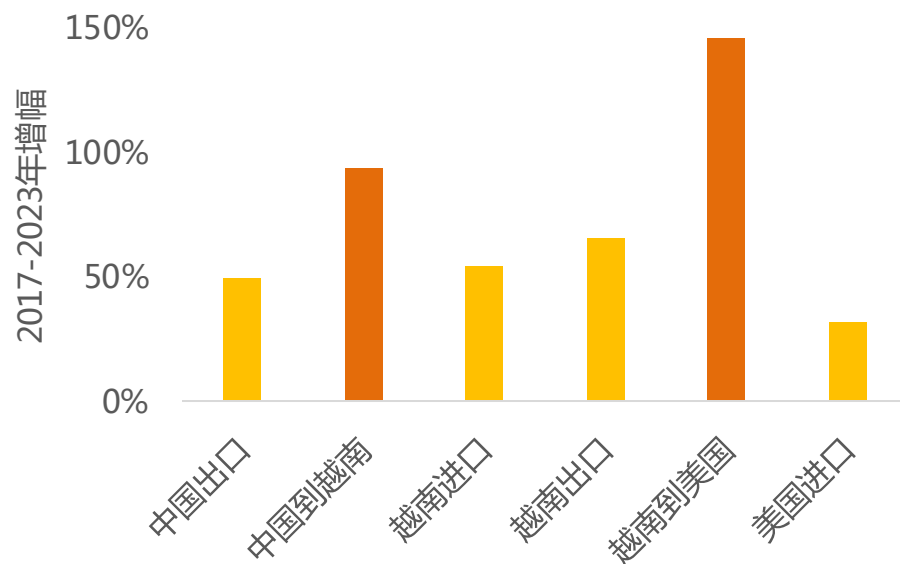
■ 2018年下半年，抢出口推动美线集运运价上涨



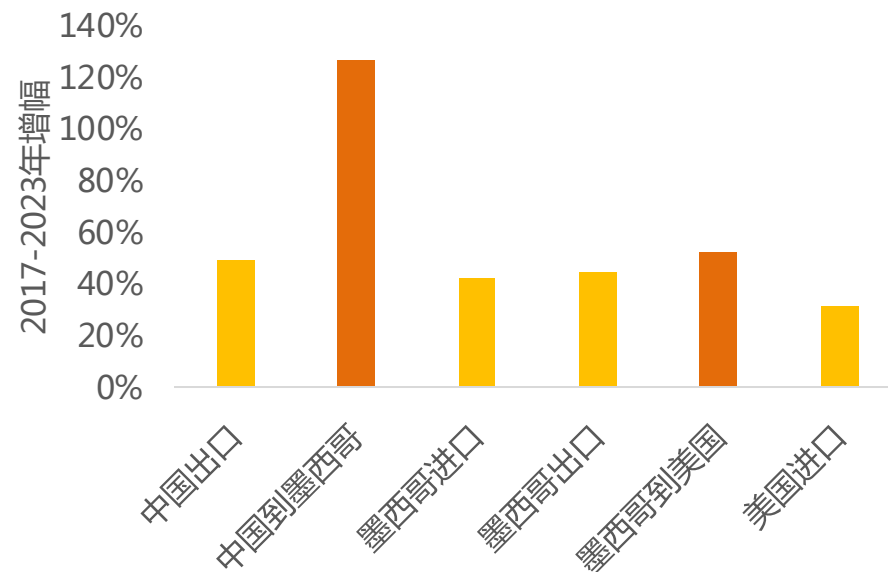
1.3 集运：通过东南亚转口，对集运影响较小

- 中国对越南出口和越南对美国出口增速更高，疑似存在转口贸易。
- 经东盟转口对中美航线运量影响较小，因为中美航线往往经过东盟。
- 通过墨西哥转口可能性偏低，因为墨西哥对美国出口增速并无明显异常。

■ 2017-23年，中国出口越南和越南出口美国增幅更高



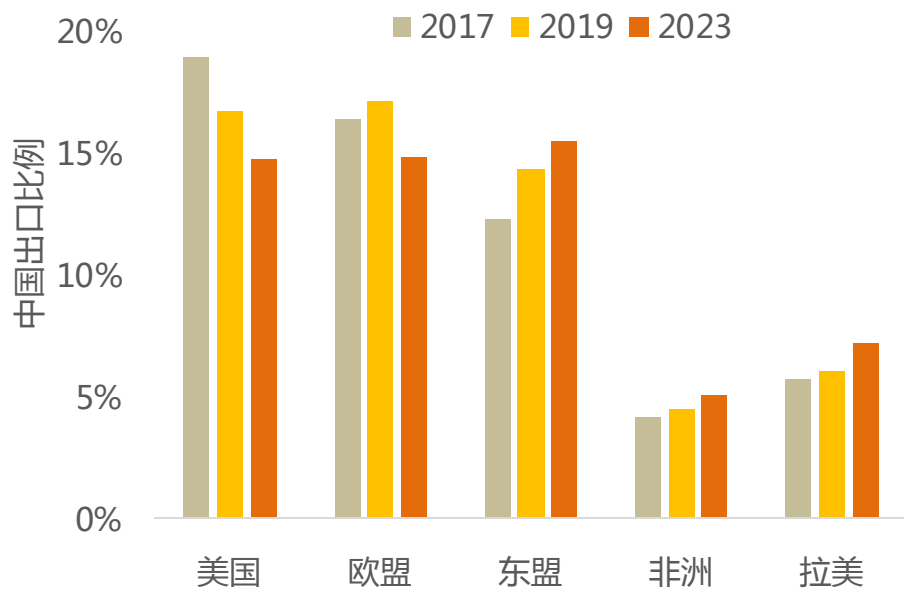
■ 2017-23年，墨西哥出口美国的增幅并无明显异常



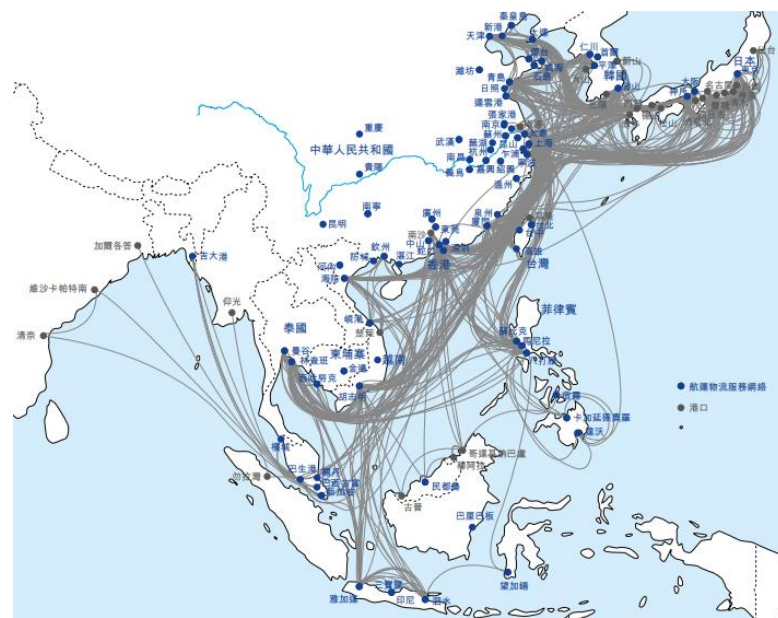
1.4 集运：东南亚航线受益

- 中国对欧美出口占比下降，对东盟出口占比上升，东南亚航线运量增加。
- 海丰国际：经营东南亚航线，受益于运量增长。
- 北部湾港：面向东盟的重要门户，外贸集装箱吞吐量的40%往来东南亚。

■ 2017-23年，中国对东盟出口占比明显上升



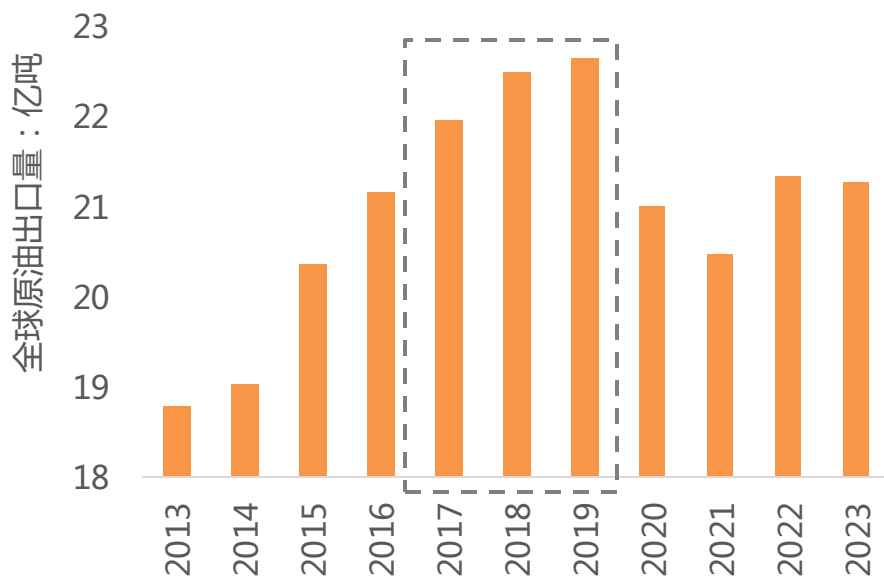
■ 2023年海丰国际在亚洲的集运航线网络



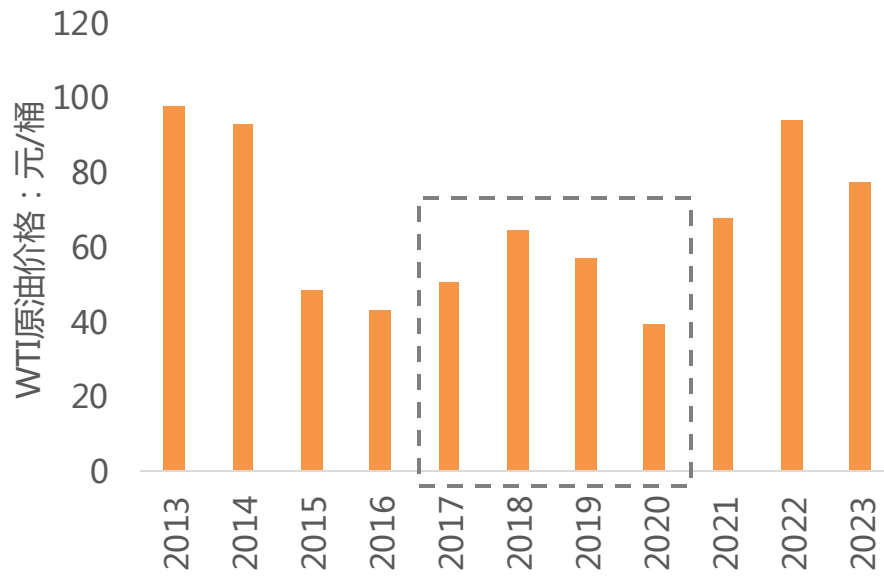
2.1 油运：原油出口高、油价低

- 2017-2020年，全球原油出口量处于较高水平，油价处于较低水平。
- 如果未来特朗普要求增加原油产量、压低原油价格，那么油运需求有望增加。
- 中远海能、招商轮船、招商南油有望受益于油运需求增长。

■ 2017-19年，全球原油出口量高于前后年度



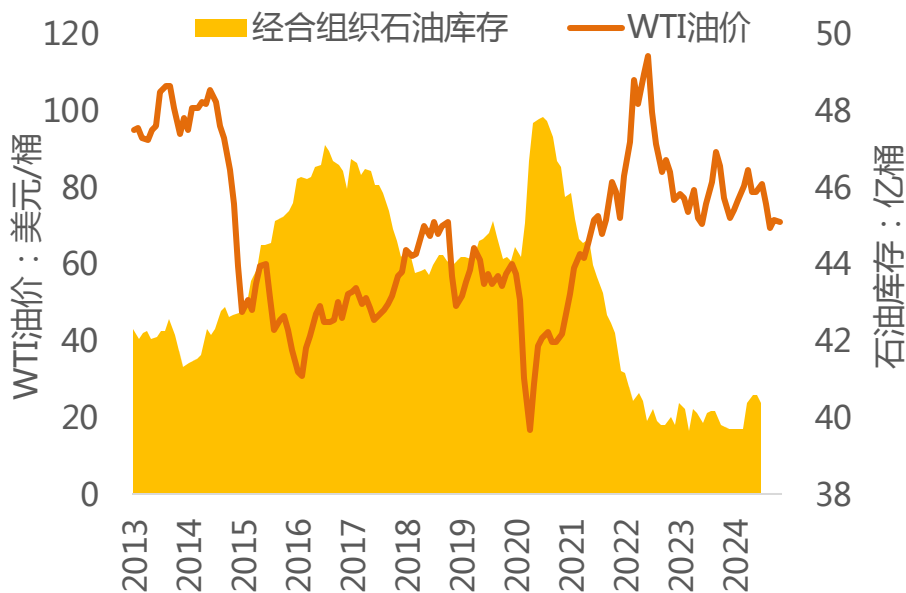
■ 2017-20年，油价处于十年低谷期



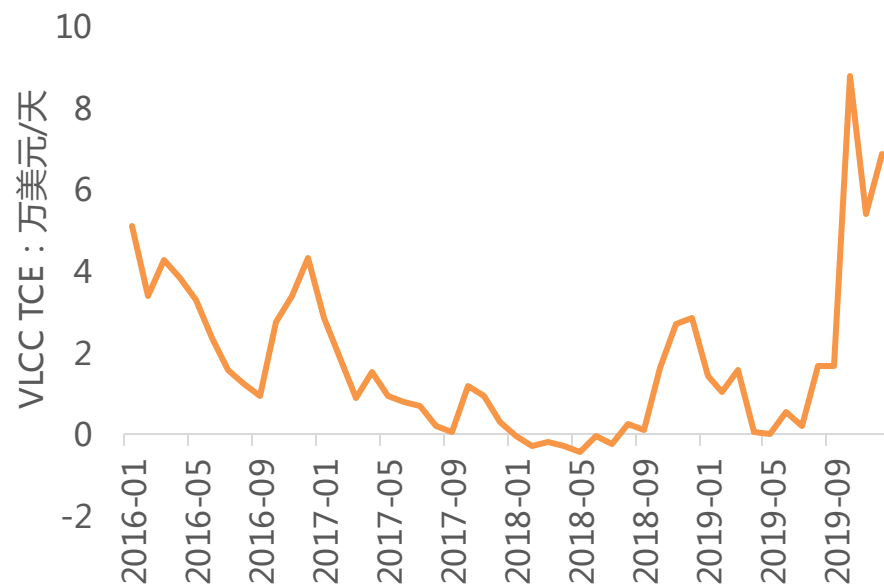
2.3 油运：低油价有望带动补库存

- 油价和原油库存量负相关，如果未来油价下跌，原油有望补库存。
- 2017-19年，油价呈上升趋势，原油库存呈下降趋势，抑制油运需求，导致油轮运价在低位。
- 2024年原油库存在低位，如果油价下跌，有望迎来补库存，增加油运需求。

■ 2013-23年，油价和原油库存量负相关



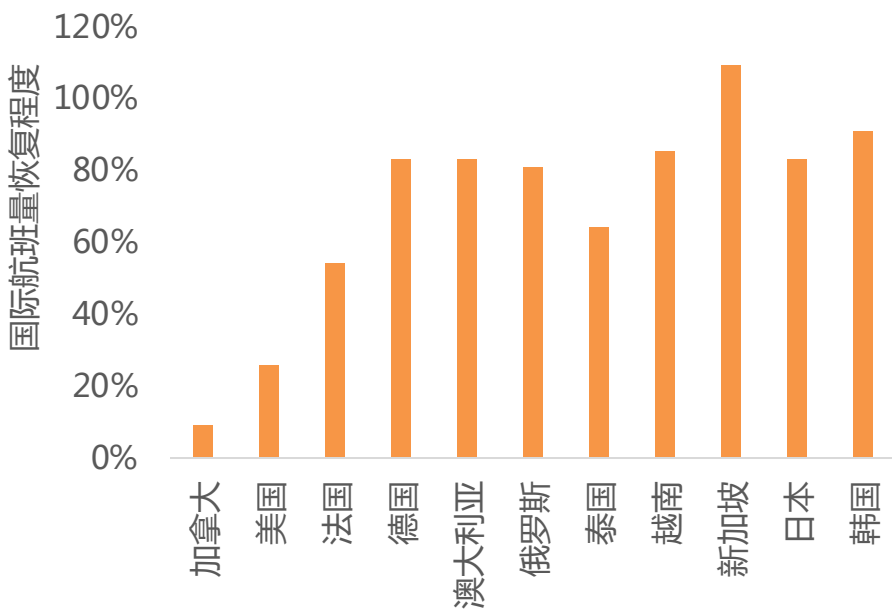
■ 2017-19年，VLCC TCE处于历史较低水平



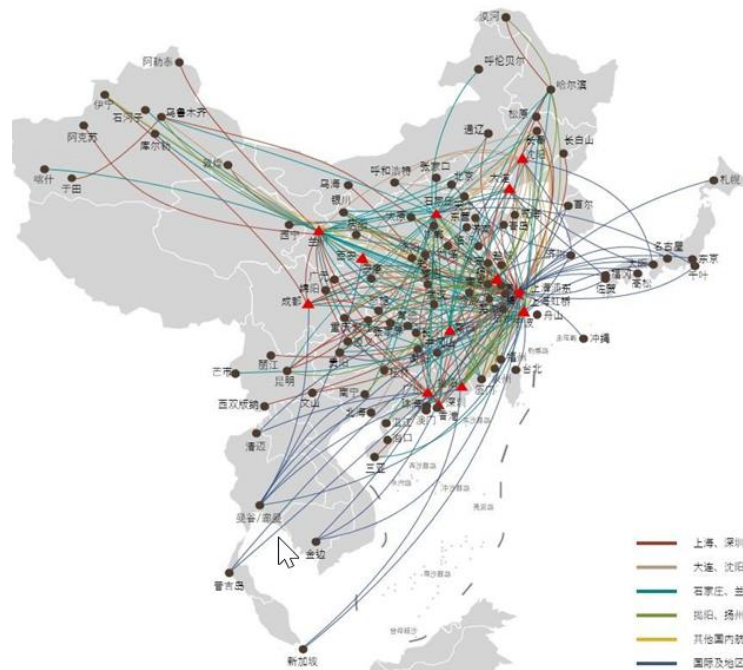
3.1 航空：中美航班恢复或受阻

- 2024年9月，中国到北美航线的航班量恢复程度较低。
- 如果美国加强限制留学和移民，那么航空客运量恢复将受阻。
- 春秋航空和吉祥航空未开通北美航线，受影响较小。

■ 2024年9月北美航线的航班量较2019年9月恢复程度较低



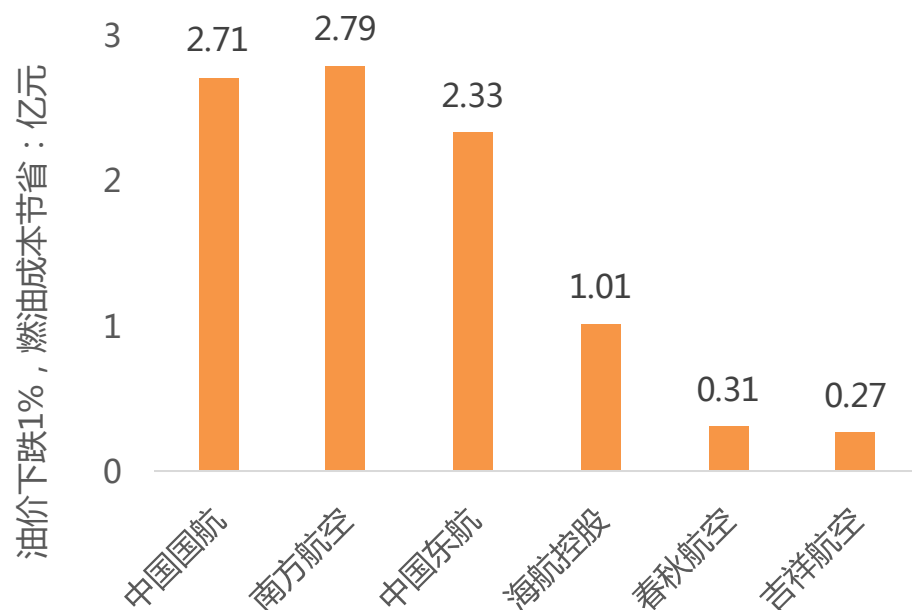
■ 2024年上半年春秋航空的航线网络



3.2 航空：油价下跌有望节省成本

- 2024年底，原油价格处于近10年较高水平。
- 如果油价下跌，主要上市航空公司将节省燃油成本，尤其是三大航。
- 机票价格取决于供需，而非成本，所以油价下跌有望增加航司利润。

■ 若油价下跌1%，主要上市航司成本节省金额



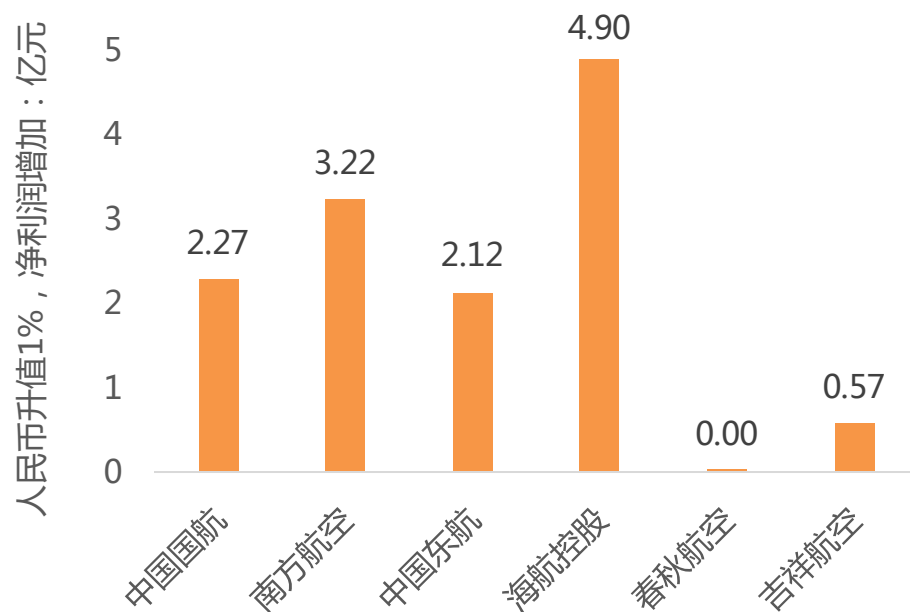
■ 原油价格处于近十年较高水平



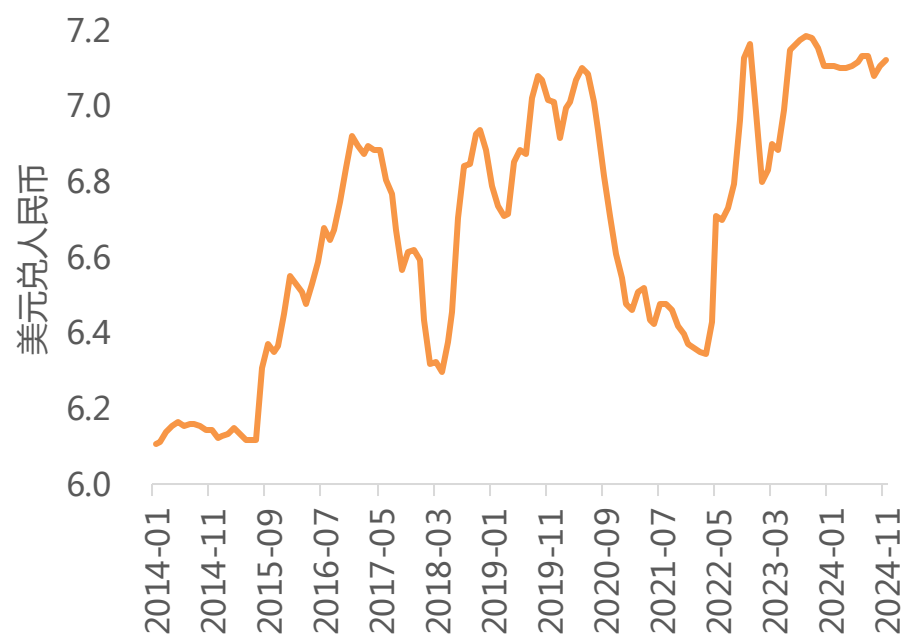
3.3 航空：人民币贬值减少利润

- 2024年11月，美元兑人民币在历史高位，人民币升值空间较大。
- 如果美国再通胀、美元可能对人民币升值，减少上市航司净利润。
- 汇兑损益是一次性调整，难以给PE估值，对市值影响偏小。

■ 若人民币升值1%，主要上市航司净利润增加金额



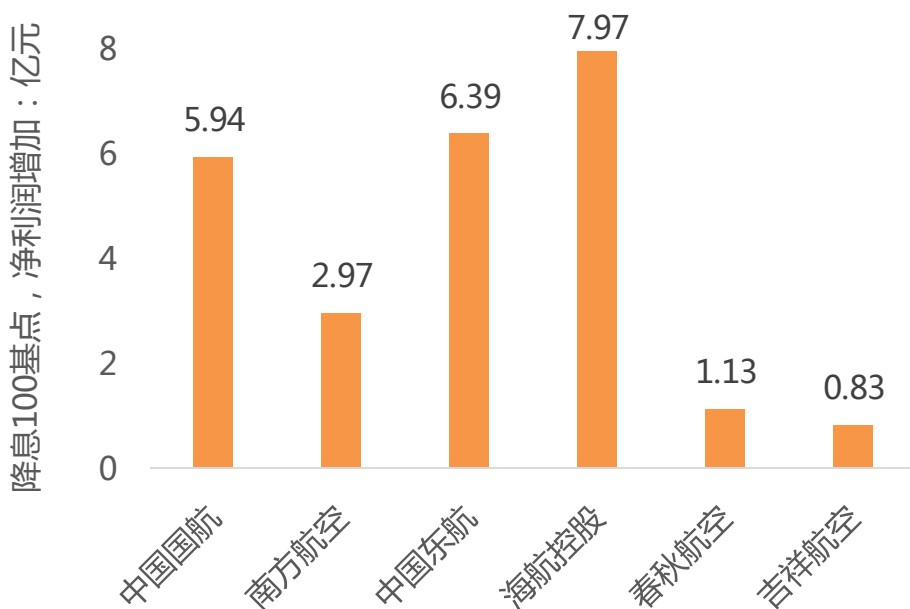
■ 美元兑人民币在历史高位，人民币升值空间较大



3.4 航空：美元加息减少利润

- 2024年11月，美元利率在历史高位，降息空间较大。
- 如果美国再通胀、再加息，主要上市航空公司将减少净利润。
- 加息增加未来年度的利息支出，应该给PE，对市值影响较大。

■ 降息100基点，主要上市航司净利润增加金额



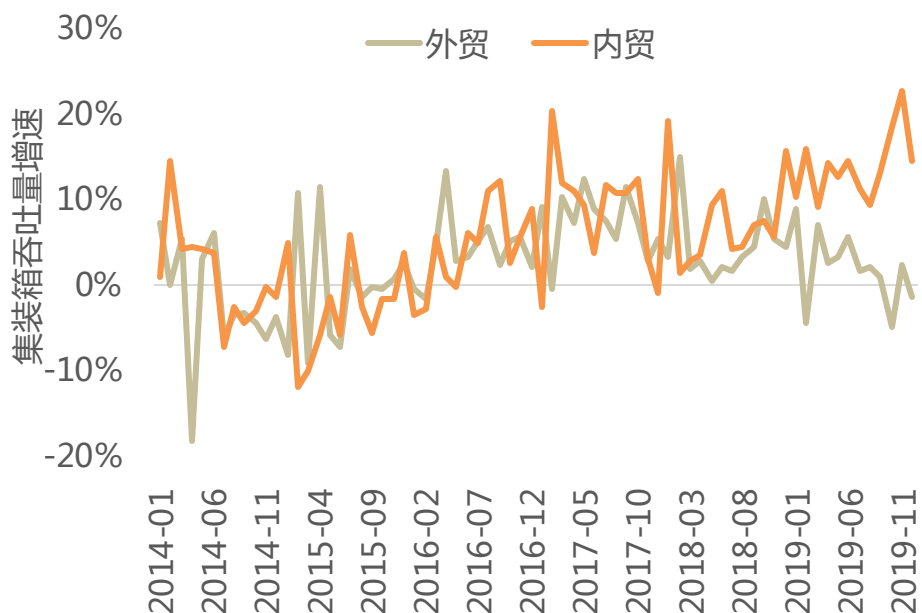
■ 美国10年期国债收益率在历史高位



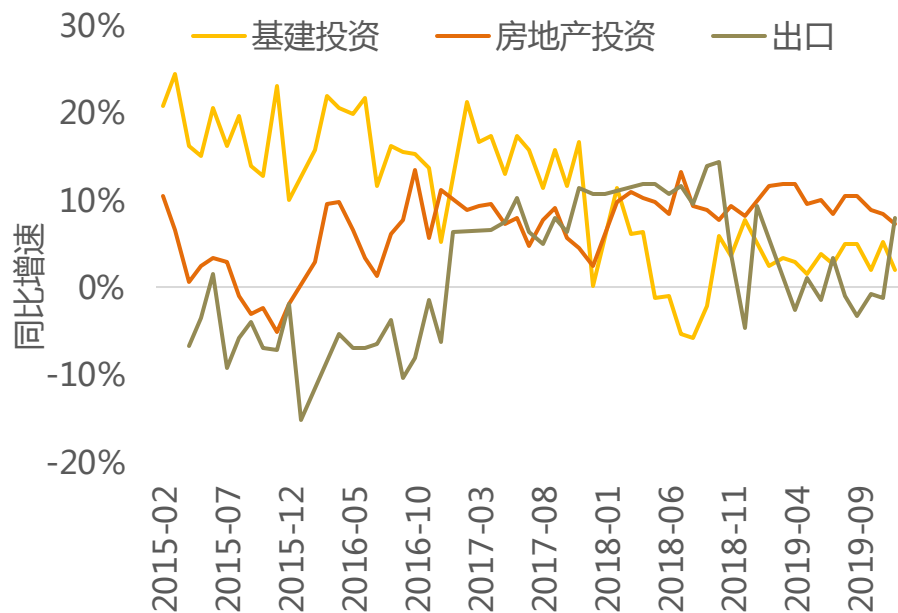
4.1 加大内循环，利好国内运输

- 如果未来加大内循环，刺激国内消费、投资，那么国内运输将受益。
- 2019年内外贸集装箱吞吐量增速背离，基建投资增速和出口增速背离。

■ 2019年外贸集装箱吞吐量增速下行，内贸上行



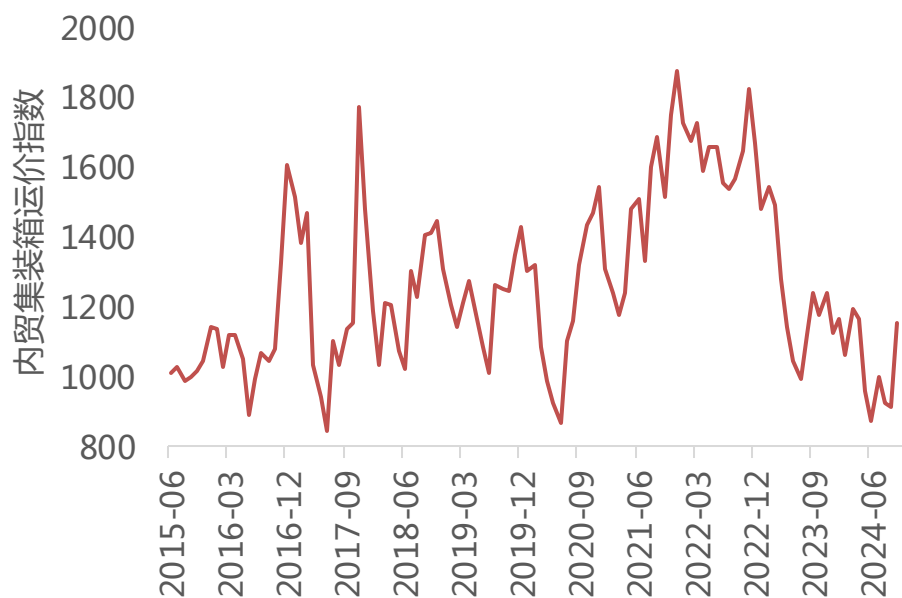
■ 2019年出口增速下行，基建投资增速上行



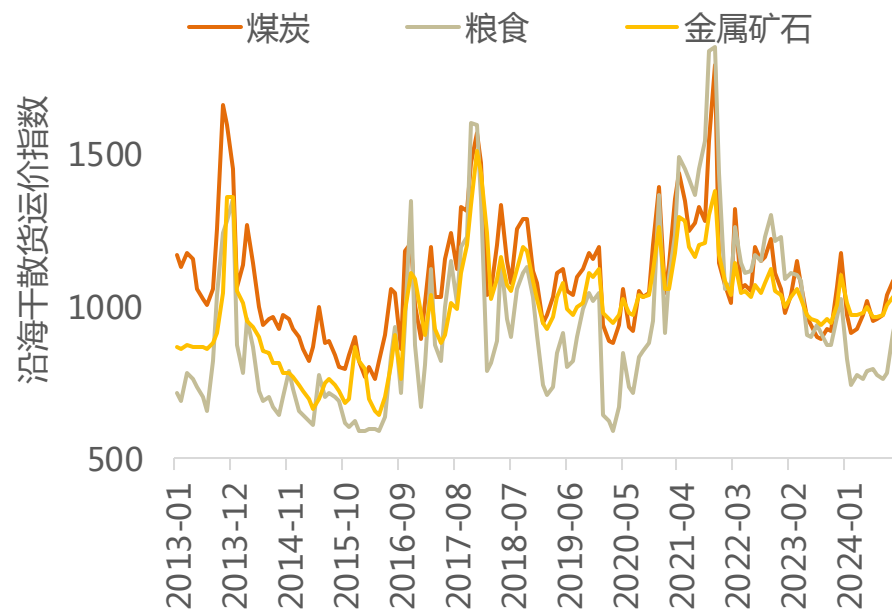
4.2 内贸航运：运价有望上涨

- 如果刺激国内消费，内贸集装箱运量、运价有望上行，中谷物流、安通控股等公司或将受益。
- 如果刺激国内投资，沿海干散货运量、运价有望上行，盛航股份、兴通股份等公司或将受益。

■ 内贸集装箱运价指数处于低位，有望回升



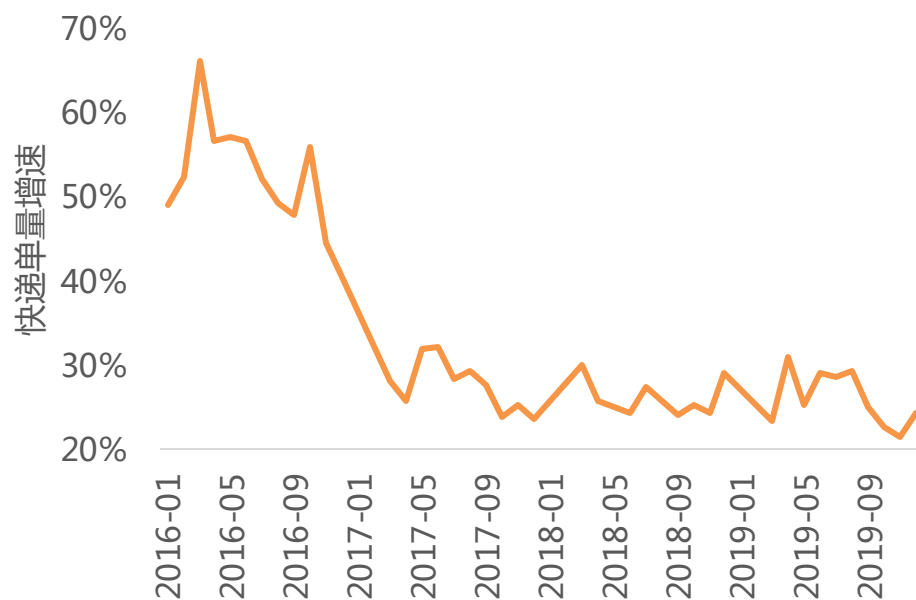
■ 沿海干散货运价处于相对低位，有望回升



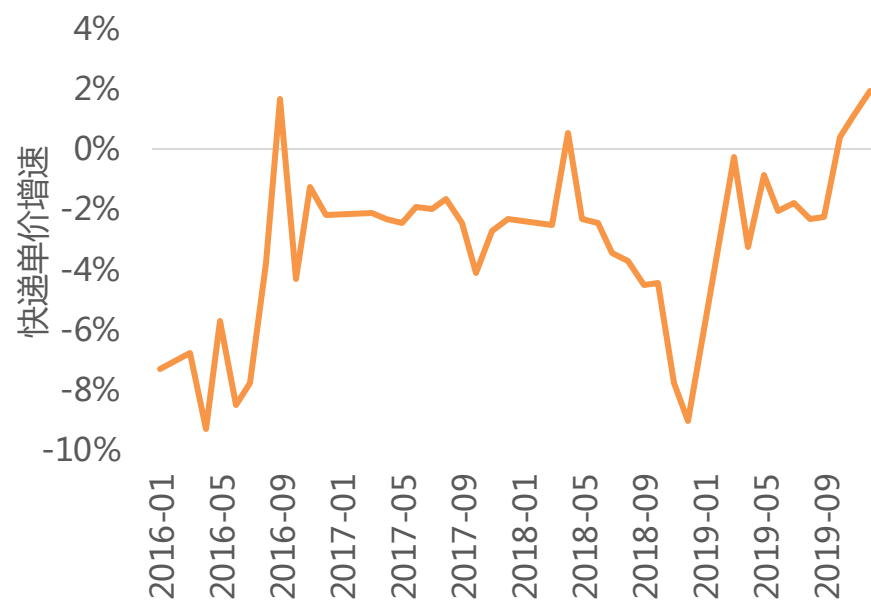
4.3 快递：量价增速有望上行

- 如果刺激国内消费，快递单量增速和价格涨幅有望上行。
- 2019年，快递单量增速和价格涨幅都有阶段性上行。
- 电商快递公司中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递等有望受益。

■ 2019年4-8月快递单量增速略有上行



■ 2019年快递价格涨幅有所上行



- 全球经济增速下行风险

全球库存周期在低位，如果未来超预期下行，那么运输需求可能随之下行、运价下跌，影响行业盈利。

- 燃油价格大幅上涨风险

航空、海运、快递运输需要消化大量燃油，如果燃油价格大幅上涨，将导致成本上升，盈利将受影响。

- 人民币继续贬值风险

如果人民币继续贬值，那么航空公司持有的大量美元负债，将产生汇兑损失。

- 美元利率上行风险

如果美国再通胀导致美元利率上升，将导致航空公司的融资成本增加，拖累盈利。

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 |

THANKS