

证券研究报告

2024年12月23日

行业报告：行业投资策略

交运2025年投资策略

航空看预期，物流看股息

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
TF SECURITIES

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

● 政策刺激复苏，航空顺周期、高弹性

提振消费、扩大内需，看好顺周期、高弹性的航空、内贸航运、快递。2025年航空供需有望逆转，盈利或迎拐点。供给有约束、价格弹性大，内贸集运>化学品航运>干散货航运。快递等待价格竞争趋缓。推荐吉祥航空、中国国航、中谷物流、盛航股份、中通快递等。

● 利率下行，高股息公司配置价值上升

十年期国债利率下降，看好高股息的高速公路、港口等。经济复苏，公路车流量有望小幅增长。港口集装箱吞吐量有望持续增长，散杂货吞吐量或将持平。推荐青岛港、唐山港，建议关注粤高速A、宁沪高速、中原高速、赣粤高速等。

● 新能源和智能运输，将重塑交运格局

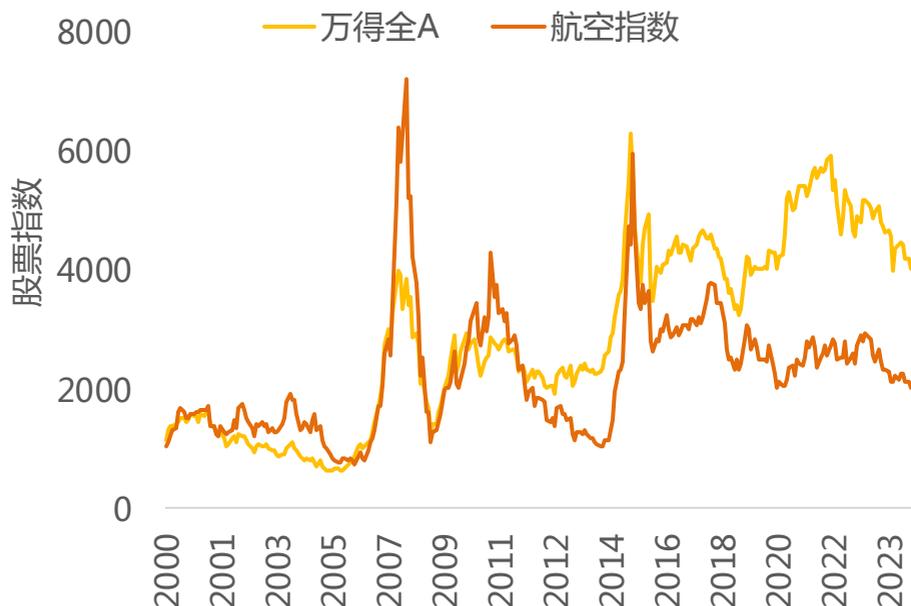
新能源汽车和智能驾驶降低公路运输成本、提升运量份额，网约车、数字货运平台或将受益。建议关注滴滴出行、嘀嗒出行、满邦集团等。

风险提示：中国经济增速下滑，美国加征关税，原油价格大幅上涨，物流降费政策

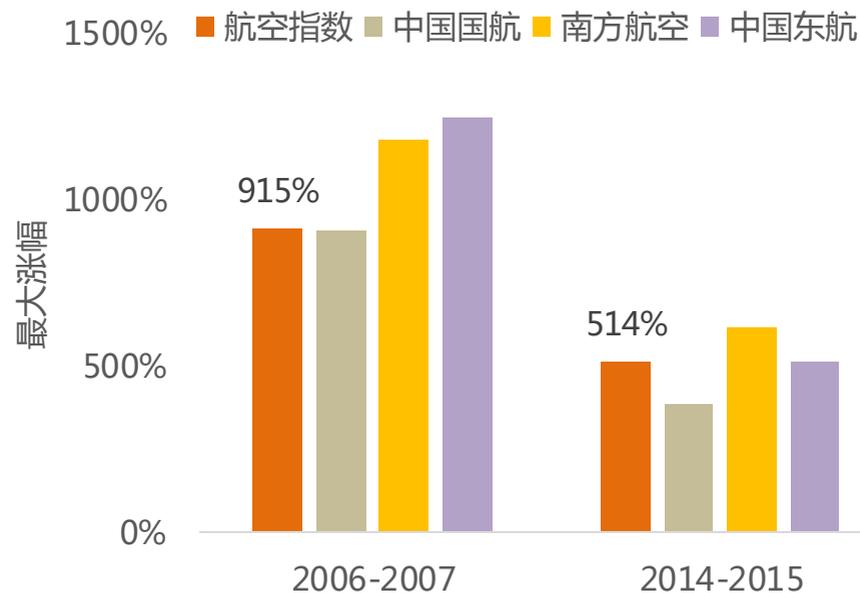
1.1 航空：牛市中股价弹性大

- 在A股大盘指数大幅上涨阶段，航空指数往往涨幅更大。
- 2006-07年A股牛市，航空指数最大涨幅915%，三大航A股最大涨幅9-13倍。
- 2014-15年A股牛市，航空指数最大涨幅514%，三大航A股最大涨幅4-6倍。

■ 股票牛市中，航空指数涨幅比大盘指数更大



■ 在两轮股票牛市中，航空股股价最大涨幅高达数倍



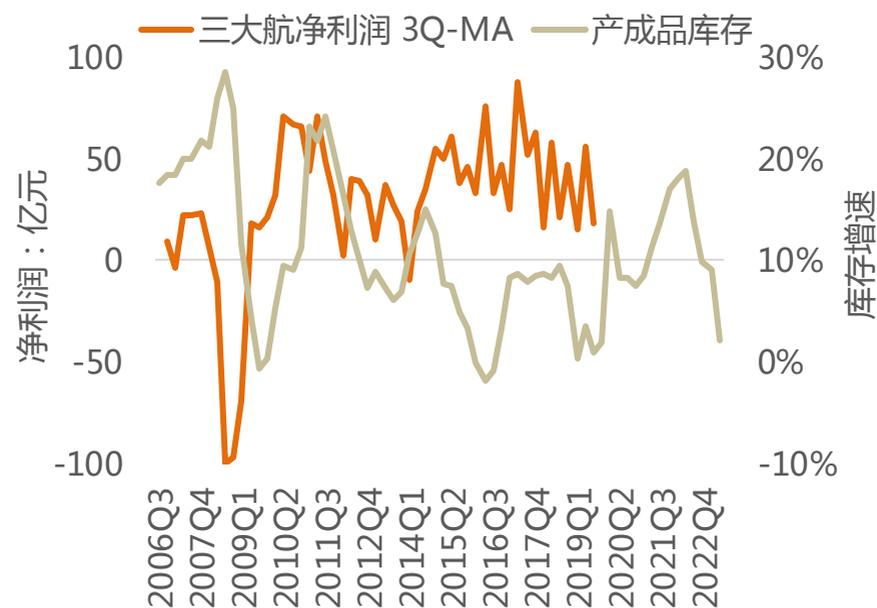
1.1 航空：股价领先于经济复苏

- 航空指数与库存周期相关，并且多次领先于库存周期波动。
- 三大航利润与库存周期相关，两者往往同向波动。

■ 航空指数与库存周期相关，略有领先



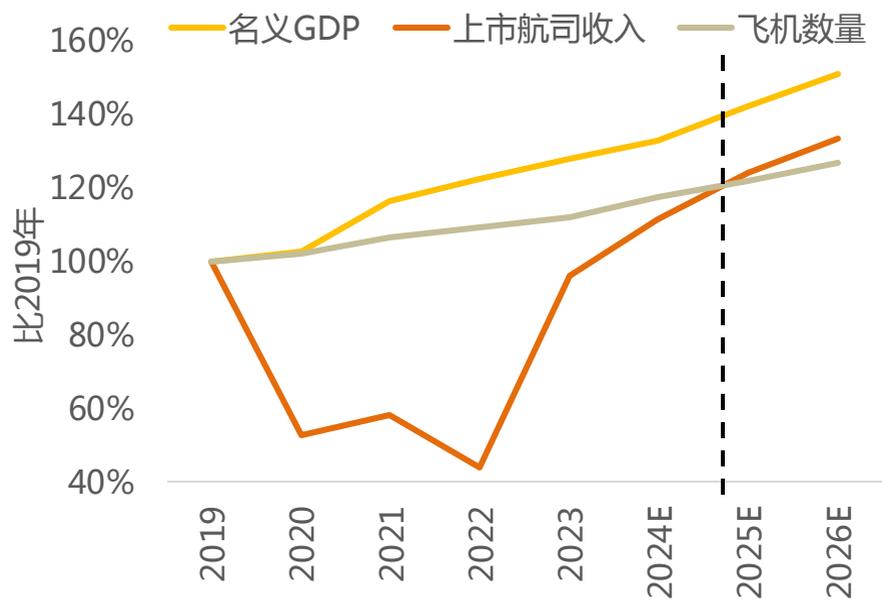
■ 三大航净利润与库存周期相关



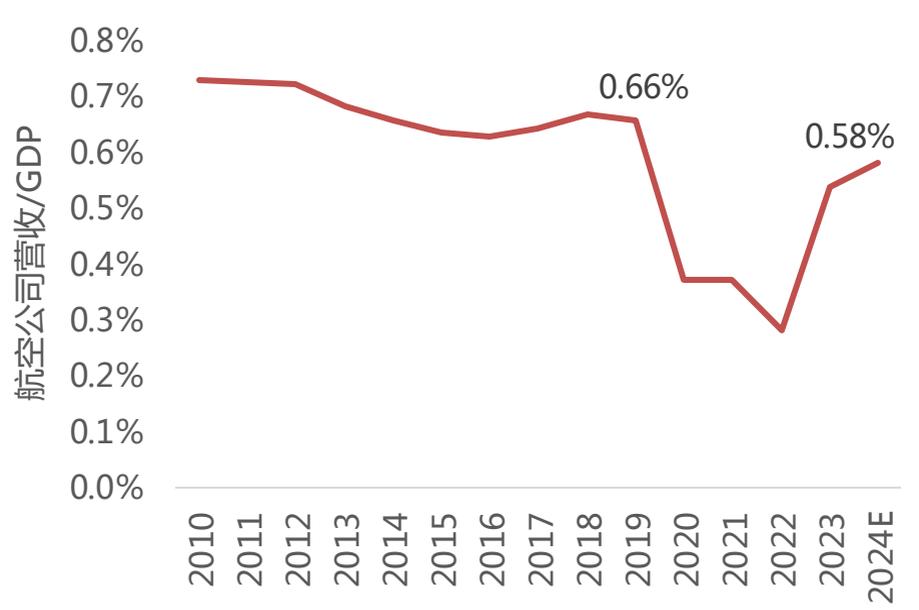
1.1 航空：供需差拐点或在2025年

- 2019-25年，航空公司收入的累计增幅有望达到飞机数量的累计增幅，之后供需逆转。
- 航空公司收入累计增幅，有望趋向名义GDP累计增幅，即产业占比恢复。

■ 2025年航空业供需形势有望逆转



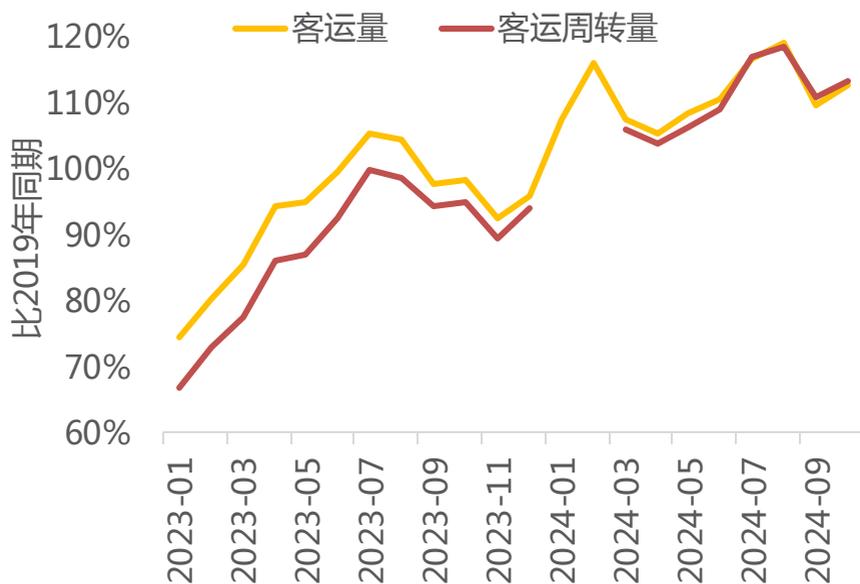
■ 航空需求仍在疫后恢复过程中



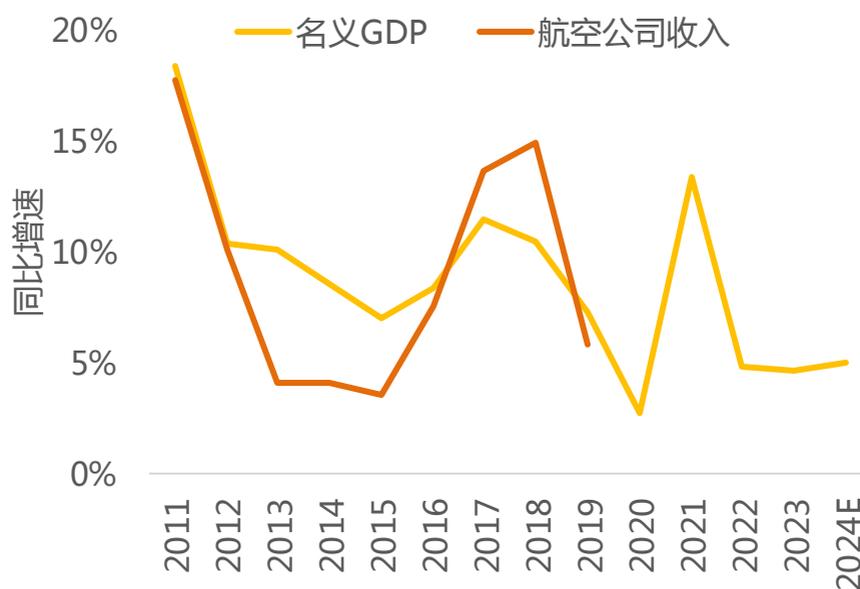
1.1 需求增长：疫后修复+周期复苏

- 2024H1客运量比2019年同期的增幅趋势上升，说明需求仍在疫后修复。
- 如果经济复苏，航空公司的收入增速有望上升，弹性更大。

■ 航空业需求仍在疫后恢复过程中



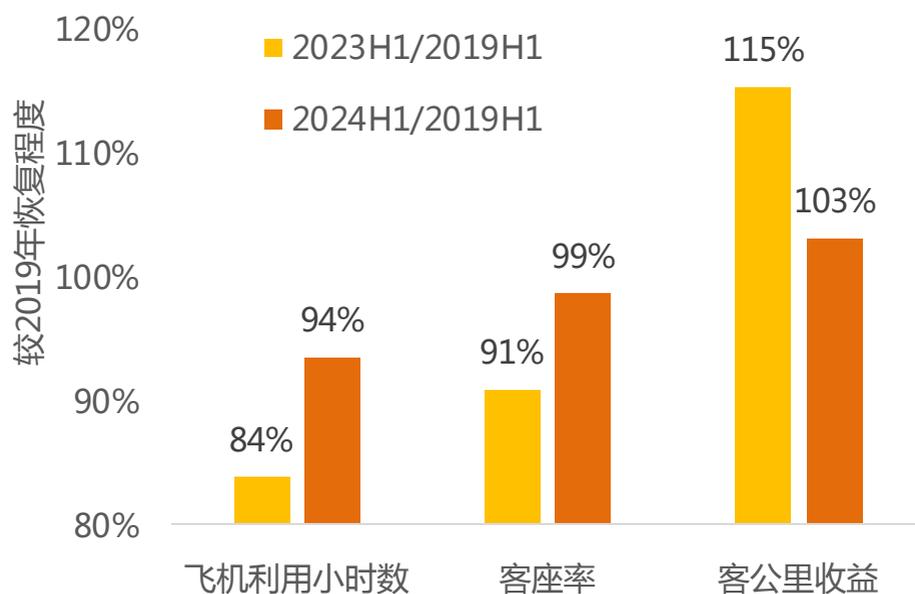
■ 如果经济复苏，航空公司收入增速有望上升



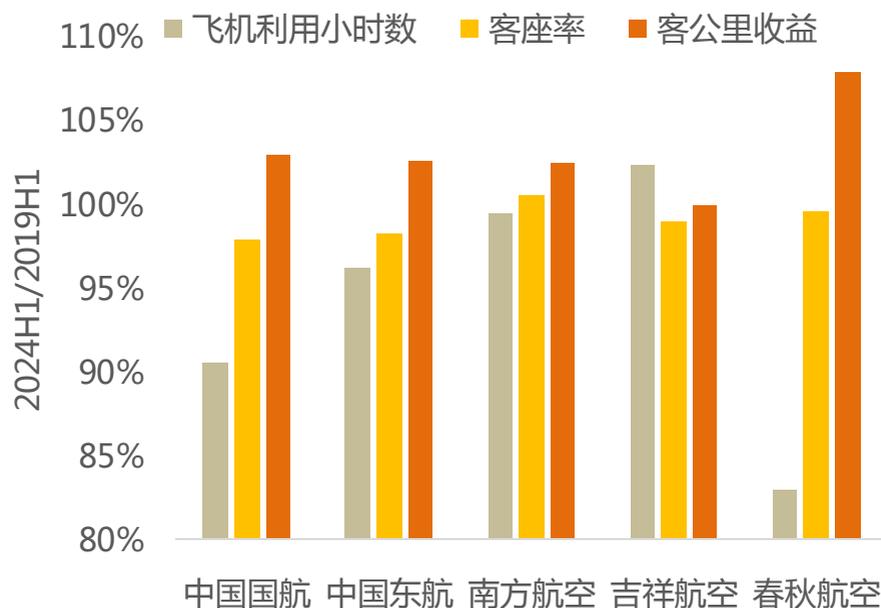
1.1 盈利拐点：供需差转化为利润

- 收入增长更快，通过飞机利用小时数上升、客座率上升、票价上涨实现。
- 票价市场化改革后，未来客公里收益的上升空间较大。

■ 航空业的飞机利用小时数仍有恢复空间



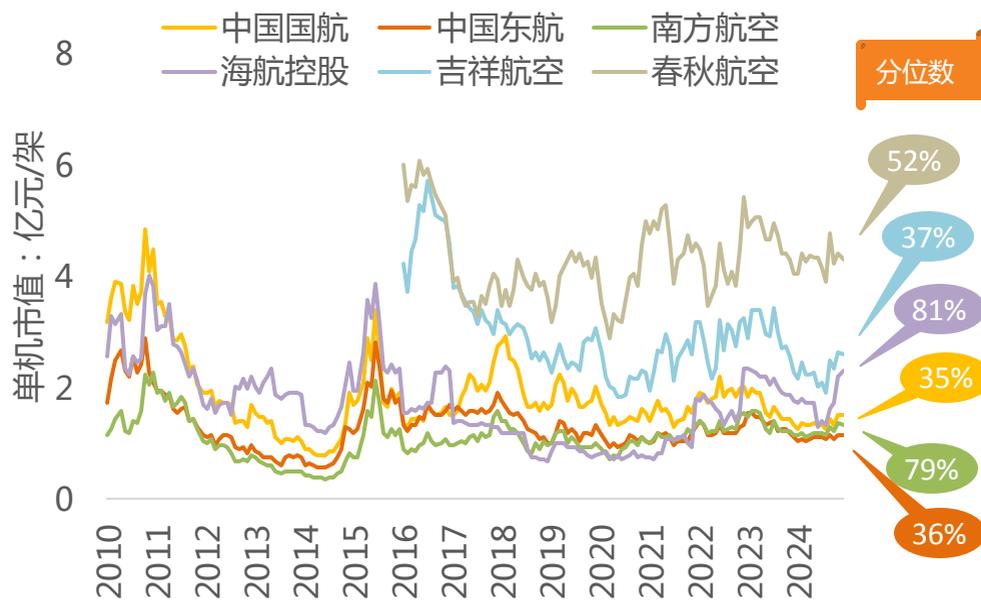
■ 主要航空公司的客座率、票价恢复情况



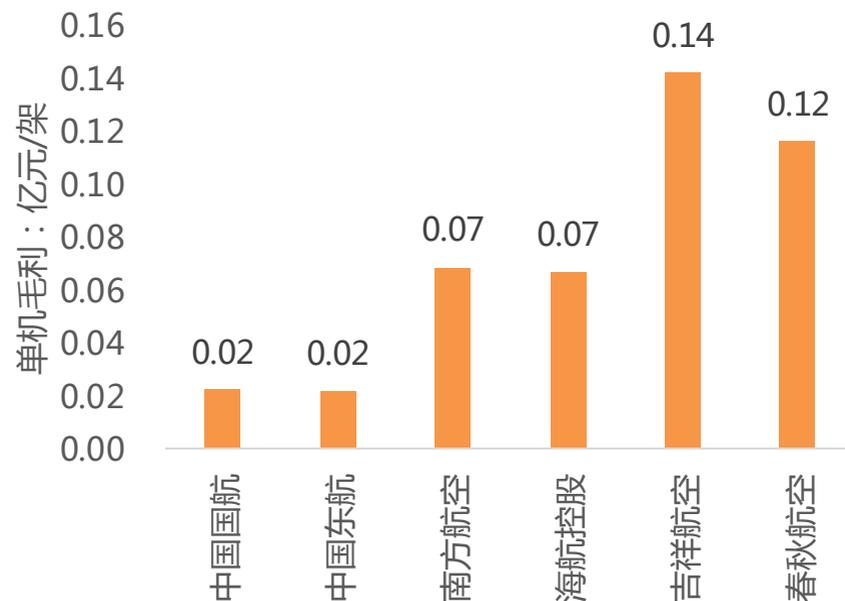
1.1 航空：单机市值或有上升空间

- 未来供需差或将推动盈利中枢抬升，单机市值或有上升空间
- 主要上市航司的单机市值差异，或与单机毛利（含航线补贴）相关。

■ 2010年以来，主要上市航司的单机市值变化



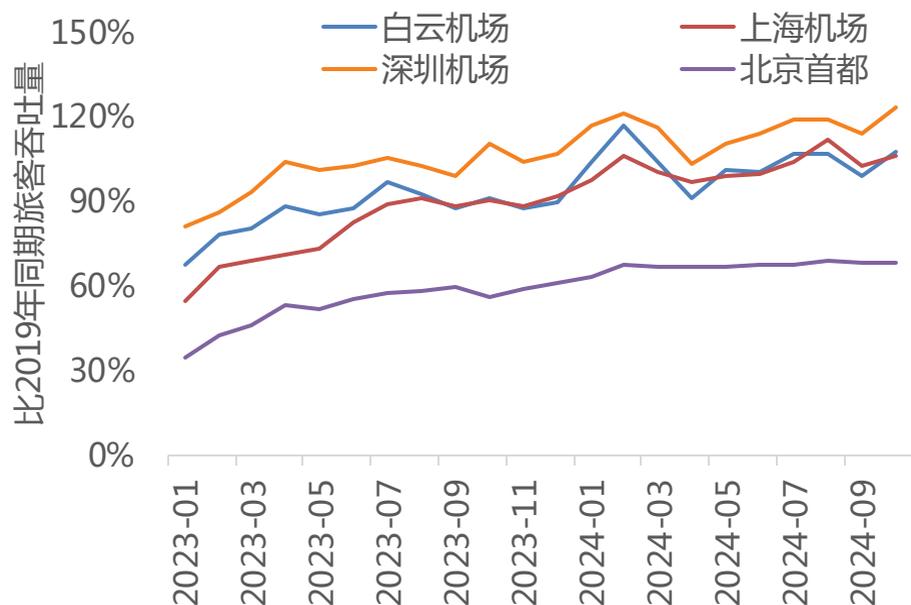
■ 2024年上半年，上市航司的单机毛利（含航线补贴）



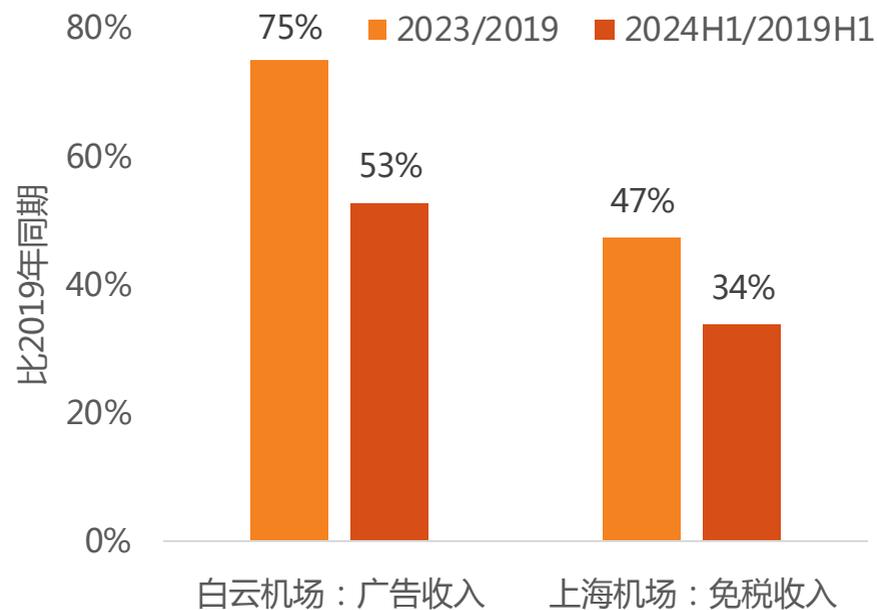
1.2 机场：客流恢复，非航业务谨慎乐观

- 机场客流持续恢复，推动航空性业务收入较快增长。
- 消费疲软背景下，免税、广告等非航业务表现欠佳，静待需求改善。

■ 2023年以来，国内主要机场旅客吞吐量呈恢复态势



■ 机场免税、广告等非航业务表现欠佳

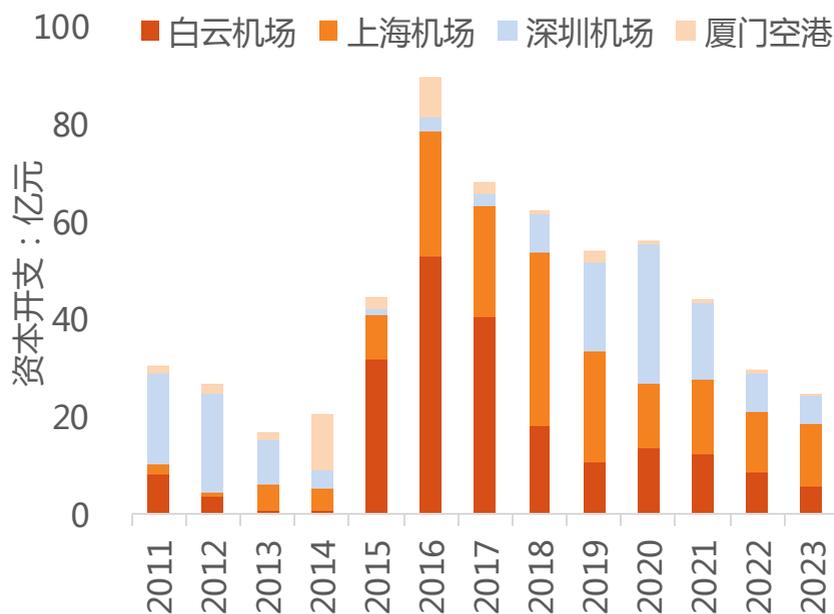


1.2 机场：资本开支较大，短期业绩仍承压

- 主要机场的大额扩建和新建投资，影响航空性业务盈利。
- 机场渠道免税销售的占比和议价能力的下降，影响非航业务盈利。

■ 主要上市机场的扩建和新建工程比较庞大

■ 主要上市机场资本开支下降，但规模仍较大



机场	扩建和新建工程概况
浦东机场	四期扩建工程：新建119万m ² 的T3航站楼，设计保障能力5000万人次，建设航空超级货站，完善配套功能。2022年1月开工，预计2028年建成，扩建航站区工程投资387.6亿元，四期扩建工程总投资近1000亿元。
白云机场	三期扩建工程：新建42.2万m ² 的T3航站楼，14.4万m ² 的T2航站楼东四和西四指廊，西二、东三跑道，以及24.2万m ² 的综合交通中心和停车楼。2020年9月开工，预计2025年底竣工投产，总投资537.7亿元。
深圳机场	新一期扩建工程：卫星厅、三跑道、T4航站楼等项目。卫星厅总建筑面积23万m ² ，设计年旅客吞吐量2200万人次。三跑道扩建项目总投资投资达123.3亿元。T4航站楼总建筑面积40万m ² ，年旅客吞吐能力3100万人次。卫星厅于2021年12月投用；T4航站楼、机场三跑道及国际、国内转运库等货运基础设施计划将于2025年底前建成；T1、T2航站楼将于2027年建成。
厦门机场	厦门新机场：概算投资约258亿元，新建2条跑道（长3800米、宽45米的北一跑道和长3600米、宽45米的南一跑道）、55万m ² 航站楼、196个机位的站坪，近期设计年旅客吞吐量4500万人次、货邮吞吐量75万吨。翔安机场本期工程计划2026年实现通航。

2.1 公路：防御价值下降，投资价值上升

- 防御价值下降：A股指数回升，配置高股息公路公司防御的价值下降。
- 投资价值上升：利率仍在下降，高股息公路公司的贴现价值上升。
- 优选高ROE、高分红的粤高速A、宁沪高速、山东高速、皖通高速等。

■ A股指数回升，高股息公路公司防御价值下降



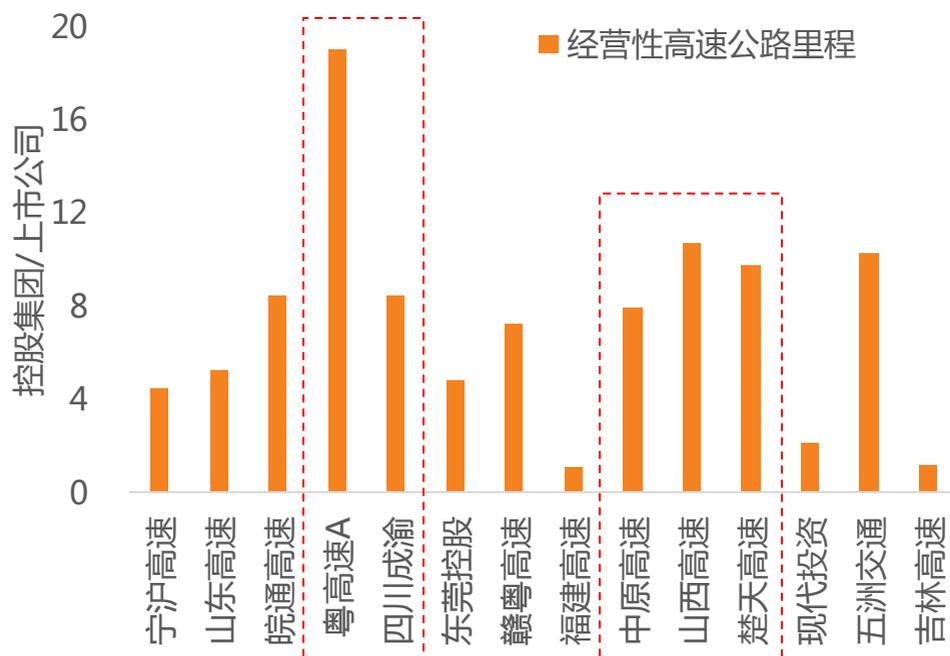
■ 利率下行，高股息公路公司投资价值上升



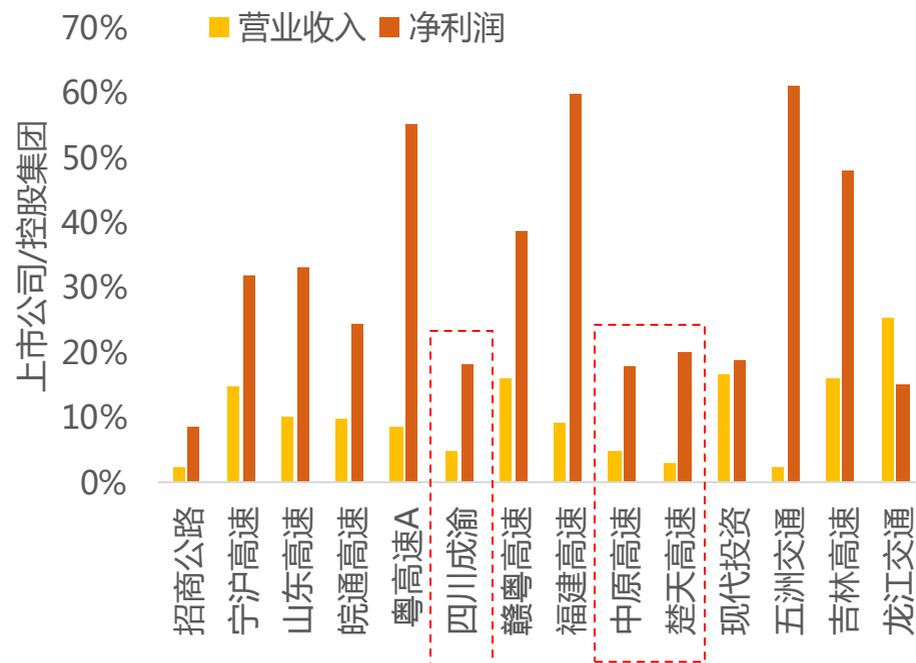
2.1 公路：并购潜力较大

- 路产：部分公路公司的控股股东拥有大量非上市路产，未来注入空间较大。
- 利润：发现多数省交投集团的大部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产证券化的潜力或较大。

■ 部分上市公路公司具备较大收购路产的空间



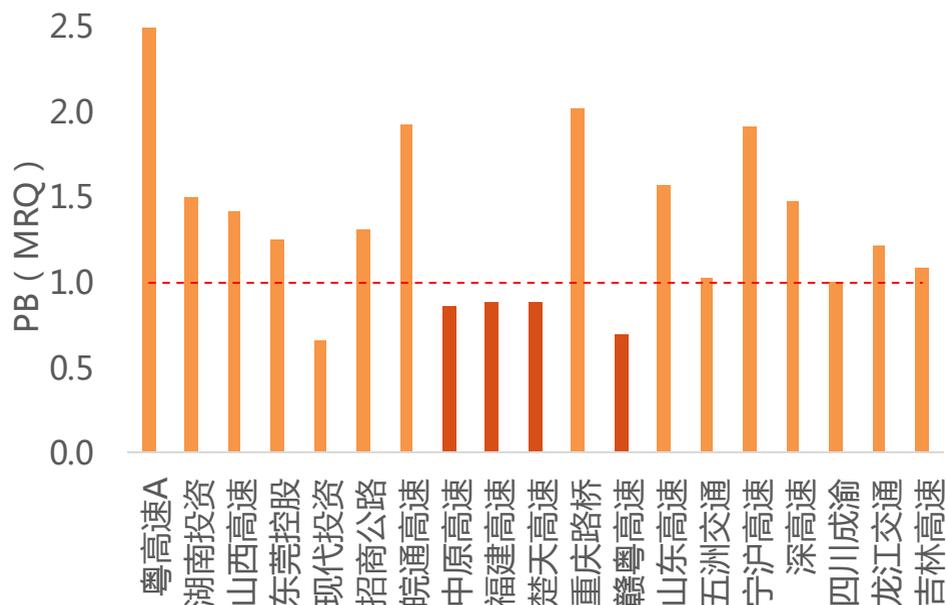
■ 部分上市公路公司未来资产证券化的潜力或较大



2.1 公路：破净公司有望估值修复

- 市值管理趋严，长期破净股或有变化。中原高速、赣粤高速、福建高速等上市公路长期破净，期待运用提分红等方式提升自身价值。详见《上市公司100亿现金值多少市值？——论高分红提升公司价值》
- 静待收费公路管理条例修订完成，公路板块有望迎来估值修复。

■ 赣粤高速、中原高速等上市公路长期破净，等待转机



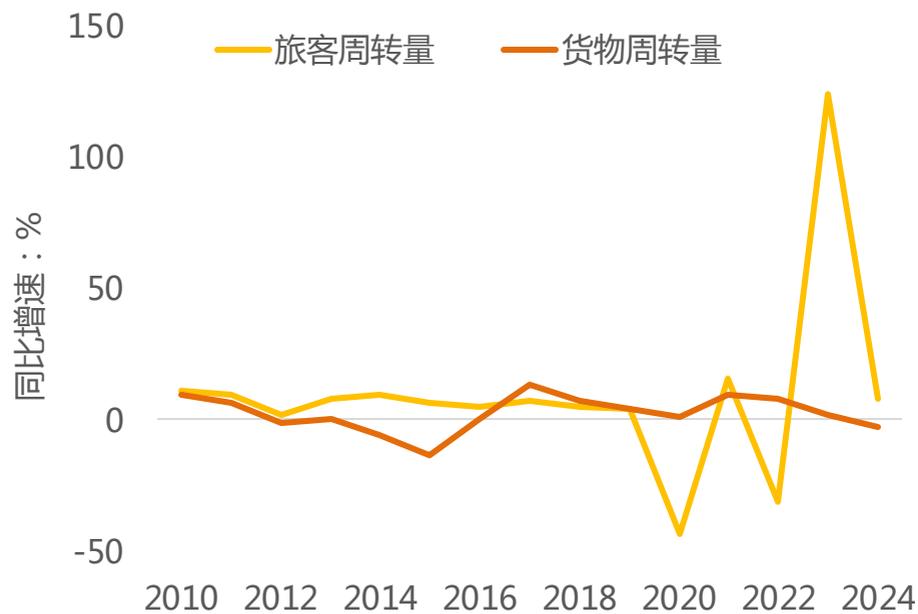
■ 2024年以来市值管理相关的会议、文件核心要点

时间	核心要点
2024/1/24	国新办发布会上，国务院、国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。
2024/1/25	在2024年系统工作会议上，证监会推动将市值纳入央企国企考核评价体系。
2024/1/29	在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上，国务院、国资委宣布2024年全面推开上市公司市值管理考核。
2024/11/15	《上市公司监管指引第10号——市值管理》要求上市公司运用并购重组、现金分红、等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量，对长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。
2024/12/17	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》明确指出，中央企业要从并购重组、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强控股上市公司市值管理工作。

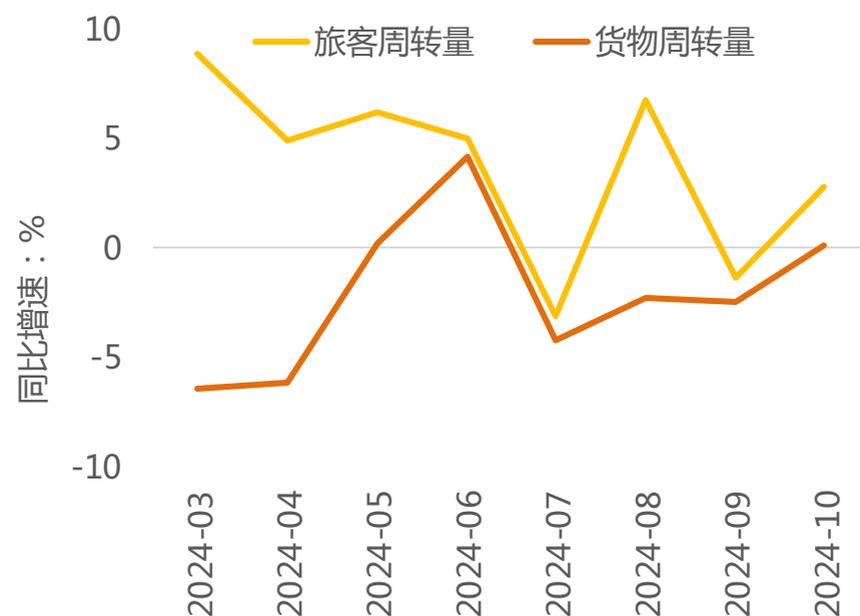
2.2 铁路：总运量低增长

- 2024年水电、进口煤影响铁路货运量，老龄化、消费低迷影响铁路客运量，2025年铁路运量低增长或将持续。
- 新能源汽车降低公路运输成本，销量增长或将分流铁路客货运量。（详见《新能源和无人运输，或将重塑交运格局》）

■ 铁路旅客和货物周转量处于低增长阶段



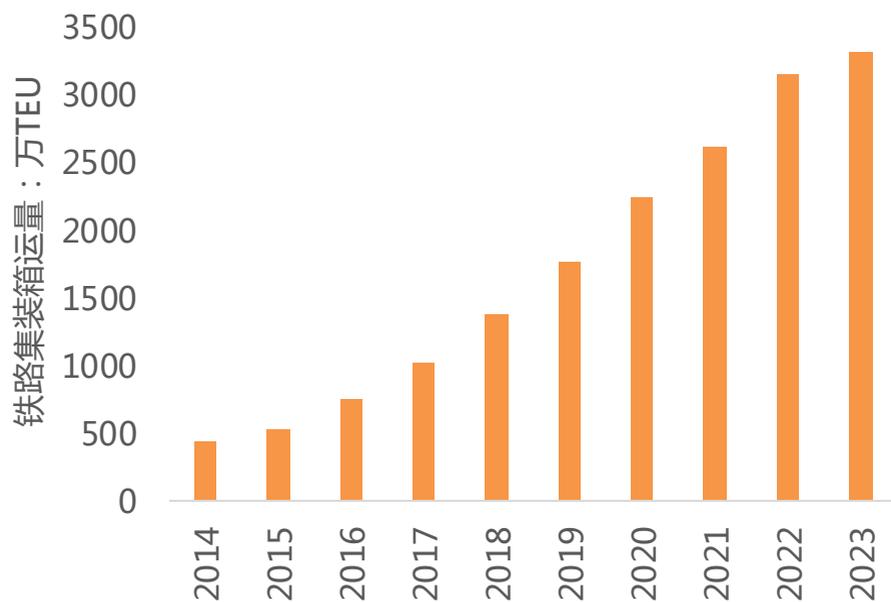
■ 2024年下半年铁路旅客和货物周转量低增长



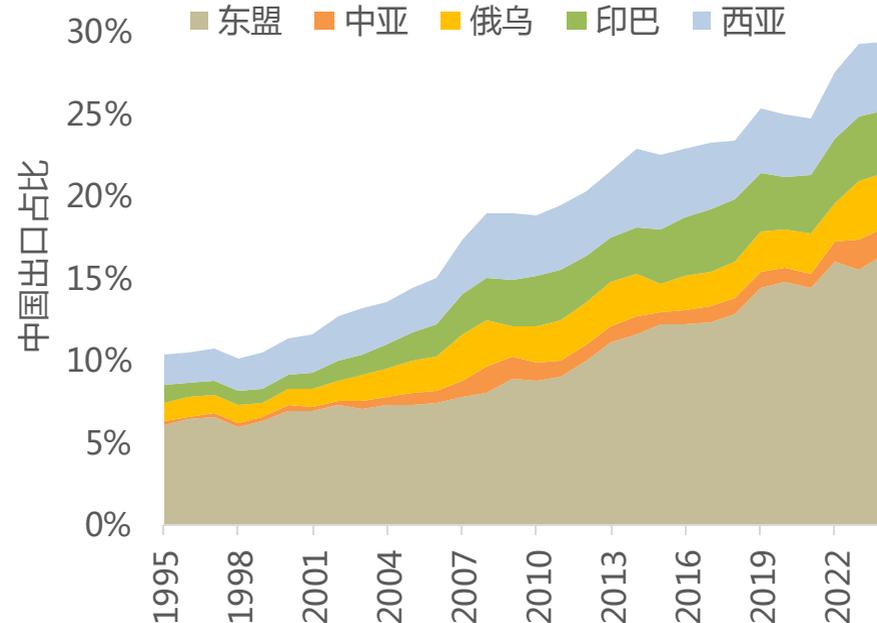
2.2 铁路：集装箱运量高增长

- 2015-23年铁路集装箱运量年化增长26%，集装箱货物渗透率上升。
- 铁水联运、中欧班列、产业西迁、散改集、一带一路等，有望推动铁路集装箱运量持续高增长。（详见《铁路集装箱运量，能持续高增长吗？》）

■ 中国铁路的集装箱运量持续较快增长



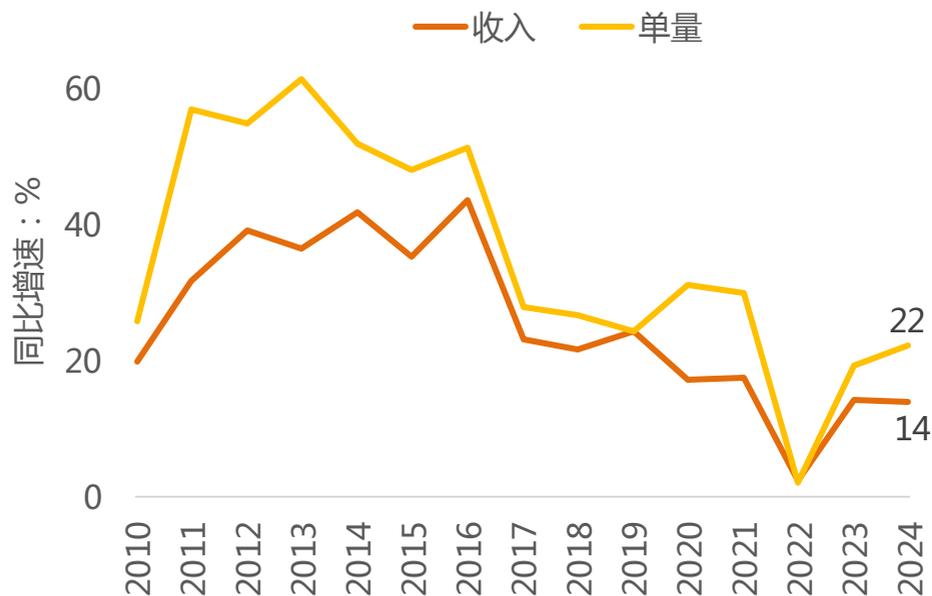
■ 中国出口中，到周边地区的比例大幅上升



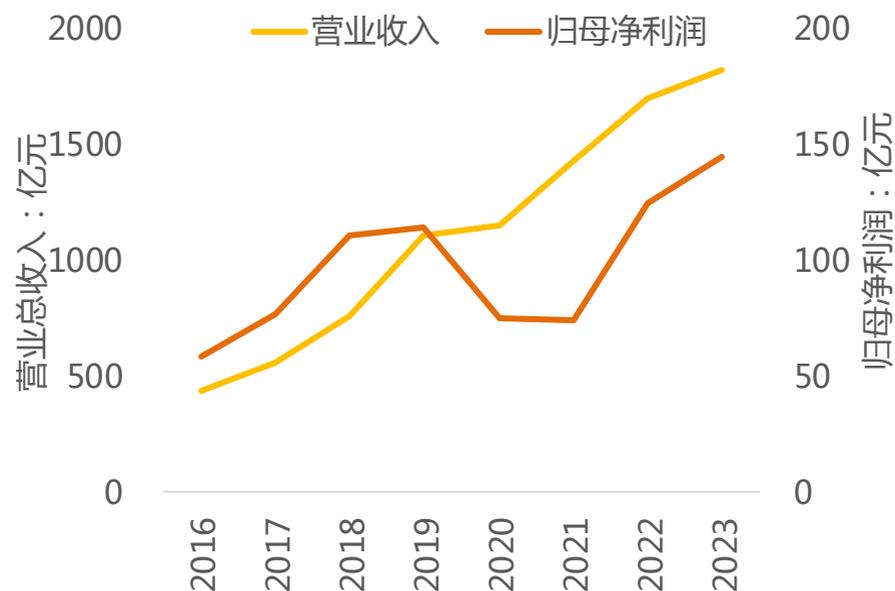
3.1 快递：单量高增长，价值在上升

- 快递行业收入和单量仍在高增长，三通一达的收入和利润呈上升趋势。
- 电商行业渗透率上升，直播电商、边远地区、低价商品等拓展有望带动快递单量和收入继续较快增长。

■ 快递行业单量和收入仍在快速增长



■ 三通一达的收入和净利润呈上升趋势



3.1 快递：价格竞争缓和，带来投资机会

- 快递板块股价指数涨跌，与快递价格涨跌密切相关。
- 2025年三通一达追求市场份额，或导致价格竞争激烈。
- 如果未来快递单量增速放缓，价格竞争可能出现缓和。

■ 快递股价指数与快递价格涨跌正相关



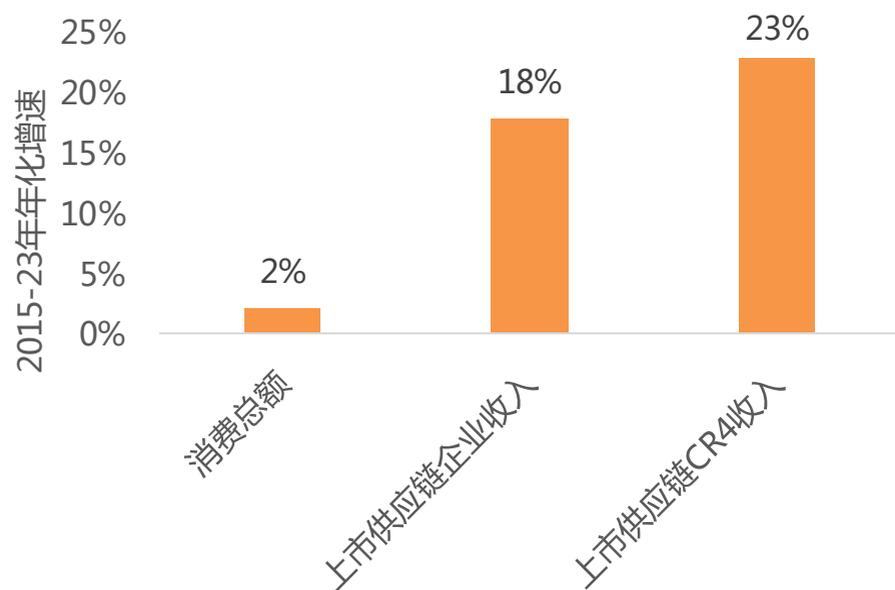
■ 快递价格涨跌与快递单量增速负相关



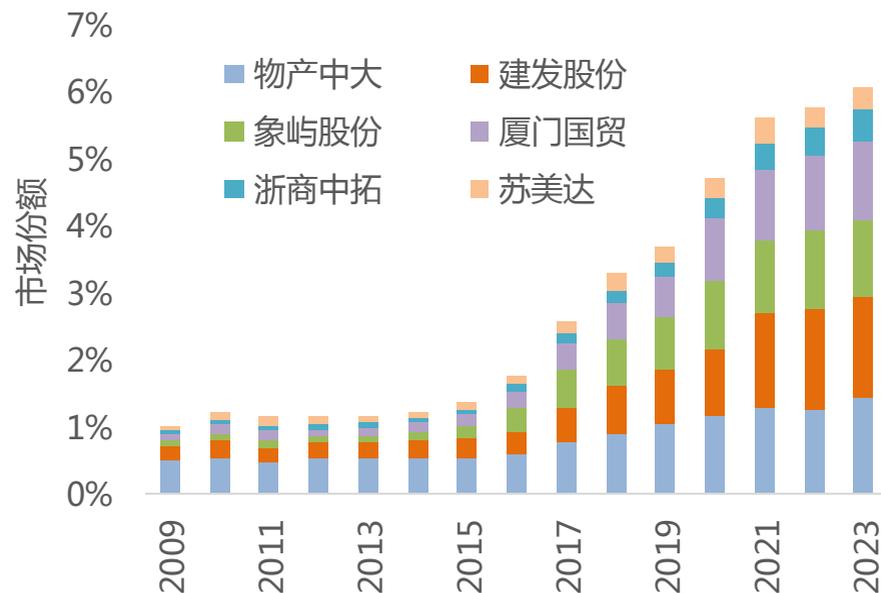
3.2 大宗供应链：从规模扩张，到产业整合

- 大宗供应链行业的收入低增长，头部公司的市场份额提升放缓。
- 毛利率呈下降趋势，融资利差、分销价差、服务费差等都有收窄压力。

■ 中国的大宗商品消费总额低增长



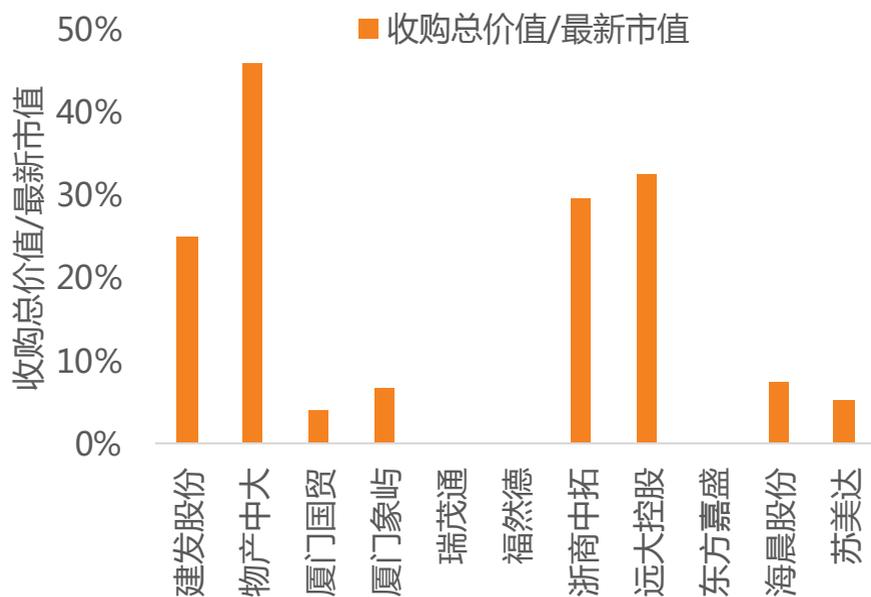
■ 头部大宗供应链公司的市场份额提升放缓



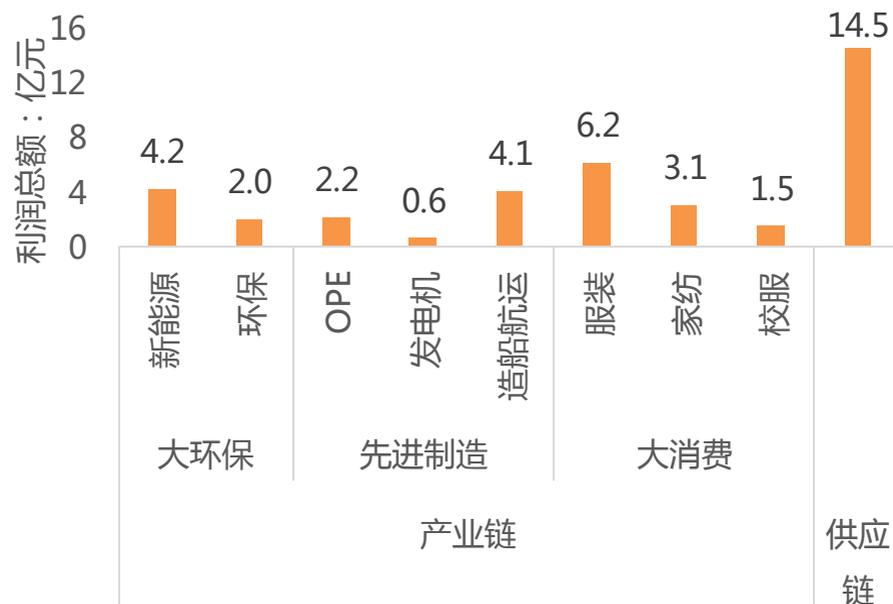
3.2 大宗供应链：从规模扩张，到产业整合

- 建发股份、物产中大等大量收并购，或将加快产业整合。
- 苏美达的产业链利润总额占比63%，是产业整合的先行者。

■ 2019年以来，主要供应链上市公司累计并购金额/最新市值



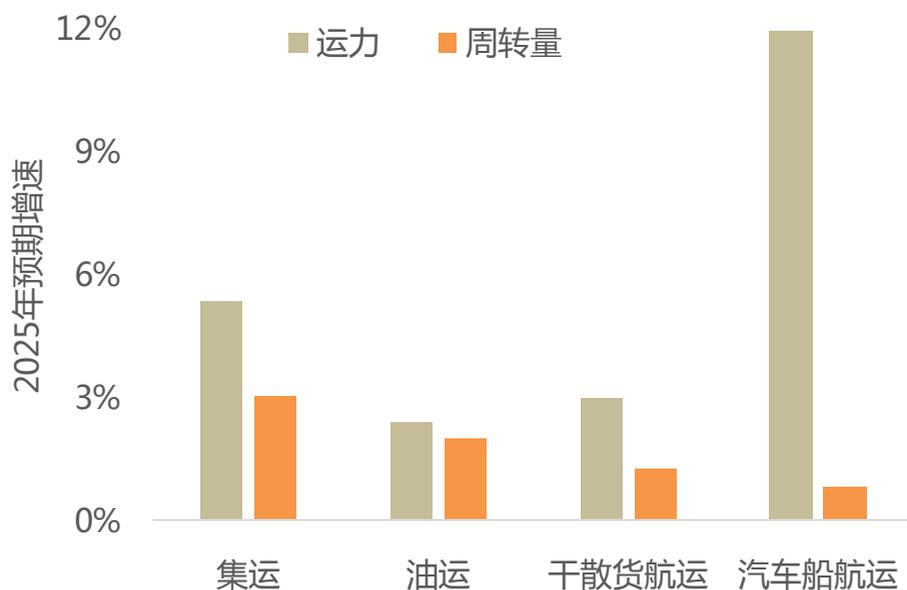
■ 2023年苏美达的产业链业务贡献63%的利润总额



4.1 航运：期待需求改善

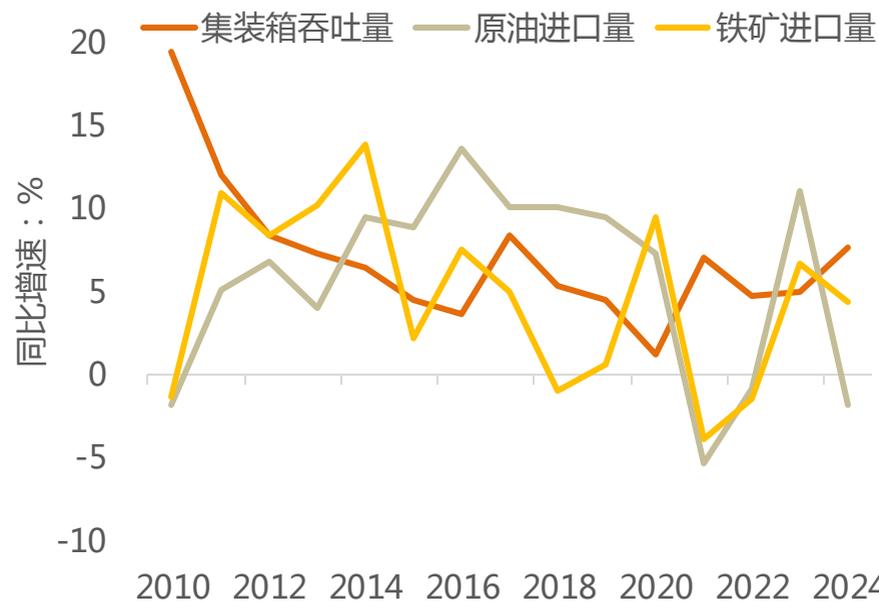
- 2025年全球航运需求或将低增长，增速低于供给，导致运价承压。
- 欧美消费和商品进口温和增长，有望支撑集运需求，但美国加关税是隐忧。
- 中国实施积极财政政策、扩大内需，或将带动石油和干散货航运需求增长。

■ 2025年主要航运细分板块供给增速超过需求增速



注：汽车船航运需求为运量预期增速

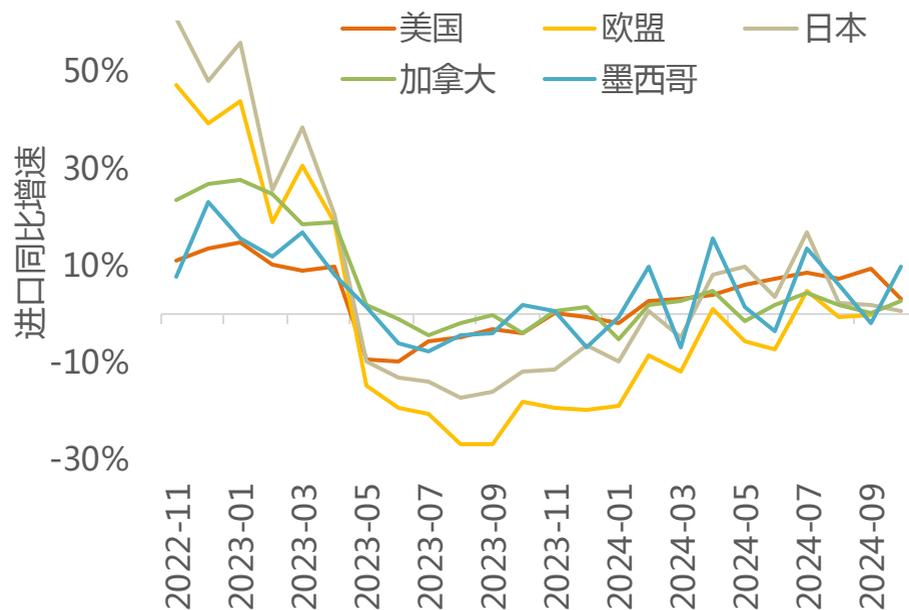
■ 港口集装箱吞吐量较快增长，原油和铁矿进口量低增长



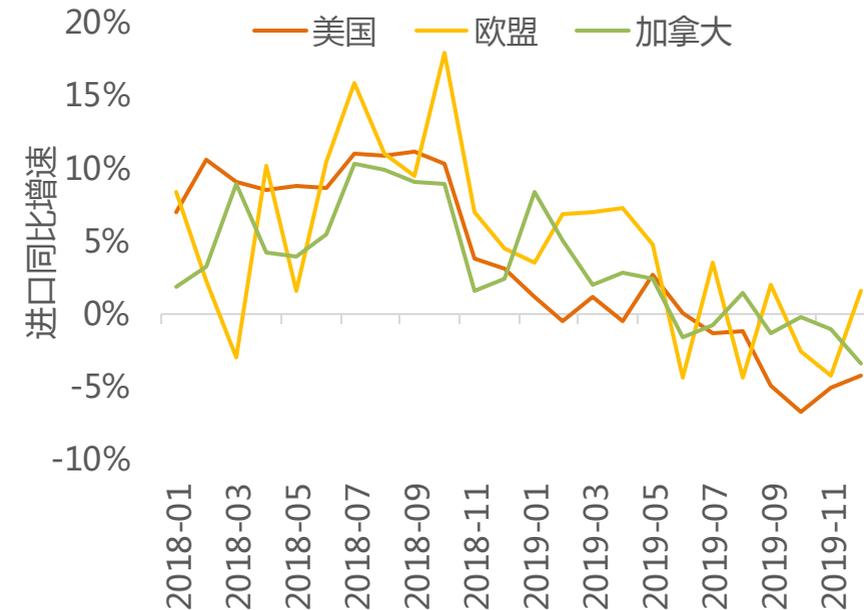
4.2 集运：期待抢出口

- 海外发达经济体消费和商品进口增长，有望带动集运需求继续增长。
- 如果2025年美国加关税，或将导致美国商品进口增速下降，拖累集运需求。
比如2019年美国商品进口增速低于欧盟和加拿大。
- 集运短期机会或在“抢运”。（详见报告《特朗普当选，交运投资机会》）

■ 主要发达经济体商品进口仍在温和增长



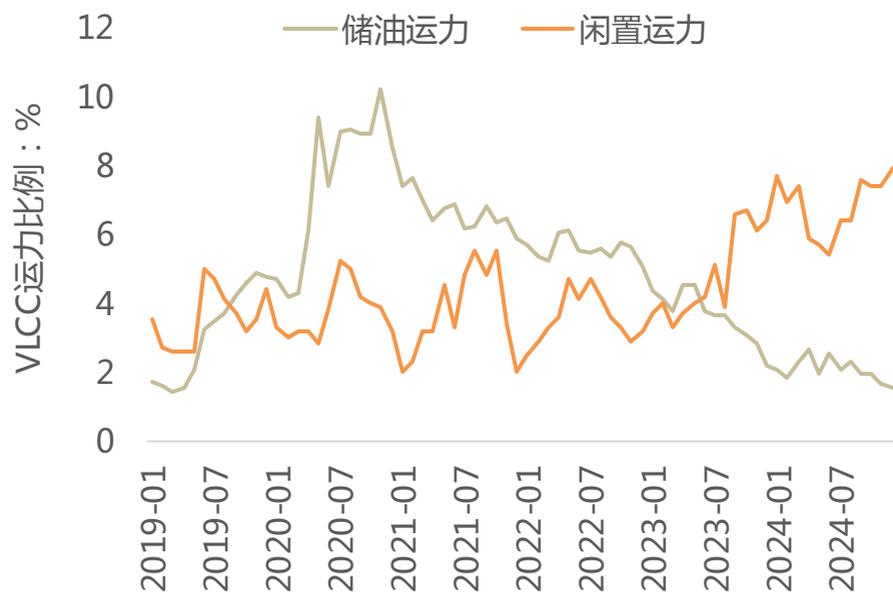
■ 美国对中国商品加征关税，2019年商品进口增速偏低



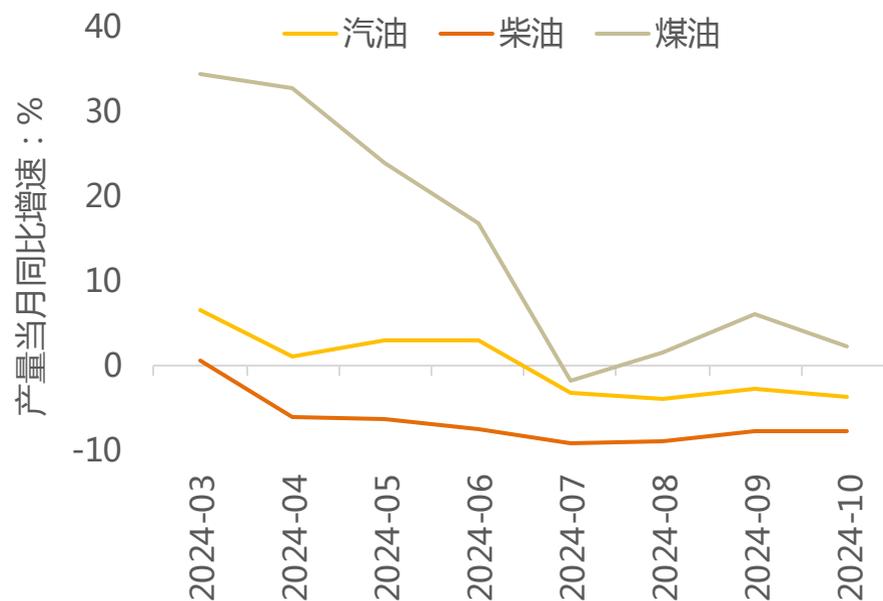
4.3 油运：期待补库存

- 闲置运力比例上升，意味着运力供给充足，抑制运价上涨。
- 2024年下半年，中国的汽油和柴油产量下降，拖累油运需求。
- 2025年油运机会或在“补库存”带来的油运需求增长。（详见报告《特朗普当选，交运投资机会》）

■ 2023年底以来，闲置VLCC运力比例上升



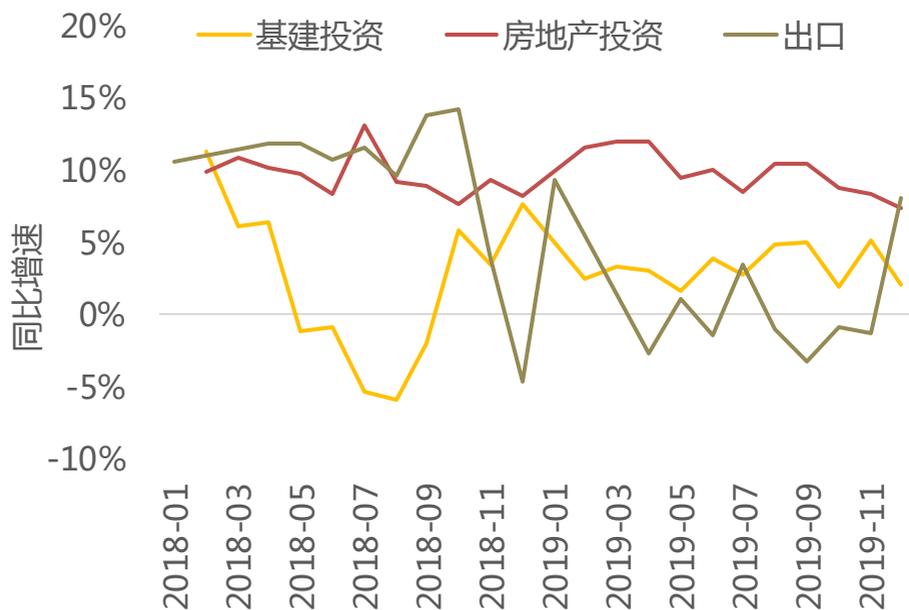
■ 2024年下半年，中国的汽油和柴油产量同比下降



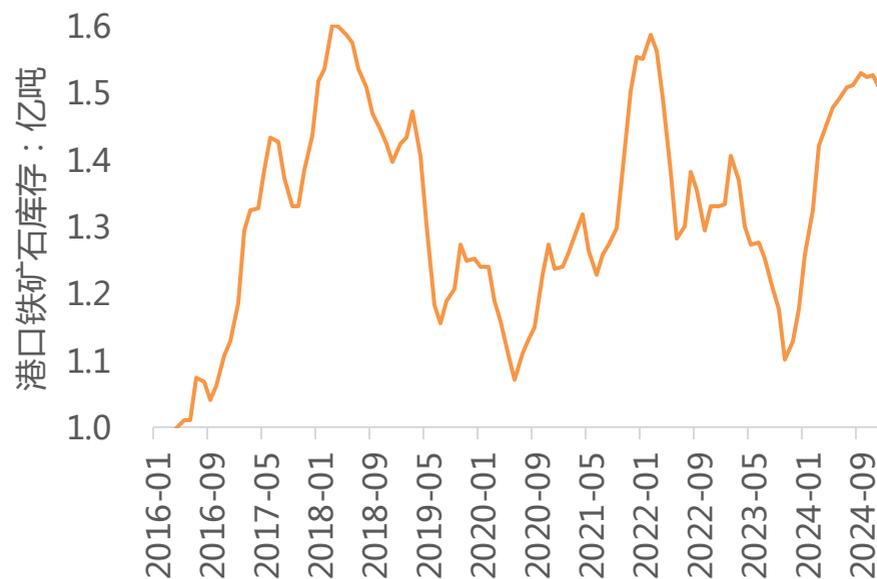
4.4 干散货航运：期待增投资

- 中国铁矿石进口量或已达峰，2025年有去库存隐忧。
- 2025年加大内循环，刺激国内消费、投资，那么干散货运输需求有望增加。

■ 2019年出口增速下行，基建投资增速上行



■ 2024年底，中国港口铁矿石库存处于历史较高水平



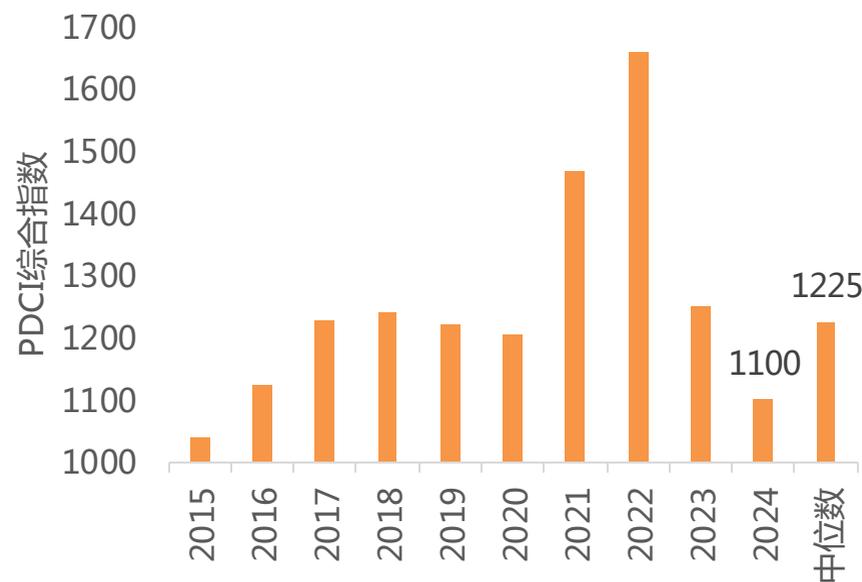
4.5 内贸集运：期待扩内需

- 2019年外贸承压，扩大内需使内外贸集装箱吞吐量增速背离。
- 内贸集装箱船出租到外贸集运市场，将导致内贸运力减少。
- 2024年内贸集运运价处于历史低谷，2025年有望回升。

■ 2019年外贸集装箱吞吐量增速下行，内贸上行



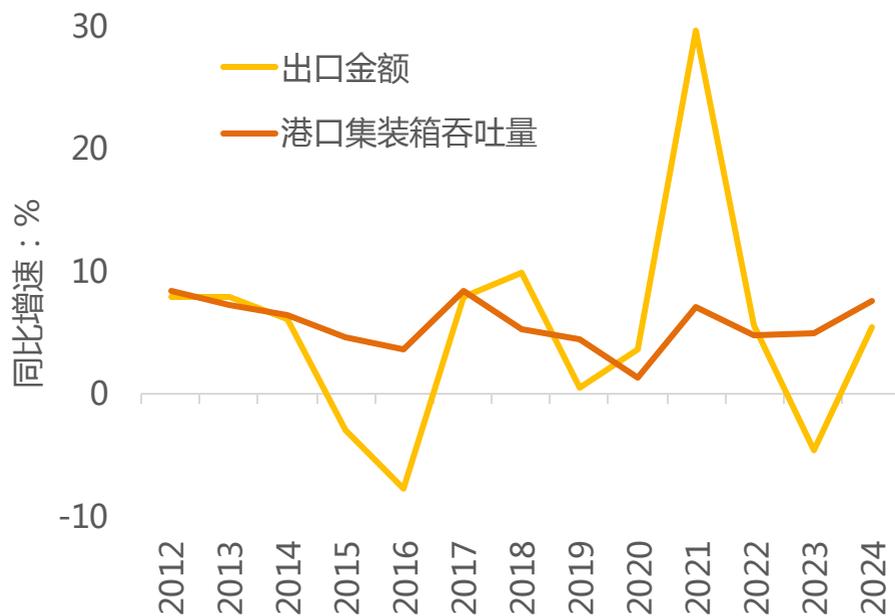
■ 2024年内贸集运运价处于历史较低水平



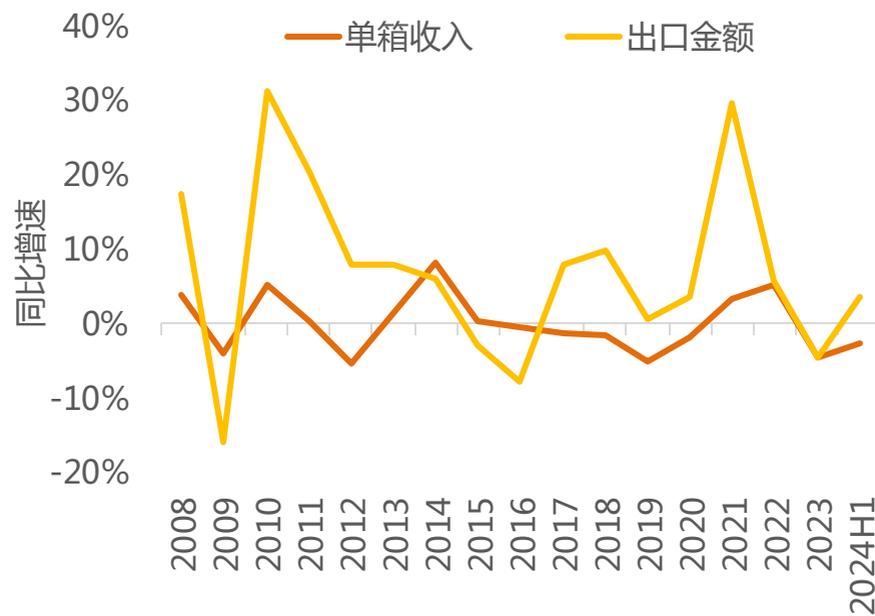
4.6 港口：预计量价平稳

- 我们预计，2025年港口集装箱吞吐量增速有韧性，散货吞吐量或将低增长。
- 尽管港口费率与出口顺周期波动，但是政策要求降低物流成本，我们预计2025年港口费率或难以上涨。

■ 中国出口增速大幅波动，但港口集装箱吞吐量增速有韧性



■ 上港集团的单箱收入增速与出口增速正相关



4.6 港口：主题投资活跃

- 港口主题投资活跃：地域性强、股价低、机构持仓少、业务明了。
- 关注北部湾港：RCEP、东盟自贸区、西部陆海新通道、平陆运河。

■ 区域经济政策往往带来港口主题投资机会

时间	主题	代表港口
2013年8月	自贸区	上港集团，珠海港，天津港
2014年3月	京津冀一体化	唐山港
2014年9月	中日韩自贸区	营口港，连云港，天津港
2015年3月	一带一路	宁波港，连云港
2017年3月	雄安新区	唐山港，天津港
2017年3月	粤港澳大湾区	珠海港，盐田港
2019年3月	自由港	连云港，上港集团
2020年7月	粤港澳大湾区	盐田港，东莞控股
2022年11月	中特估	唐山港，青岛港，招商港口

■ 北部湾港是面向东盟自贸区的门户

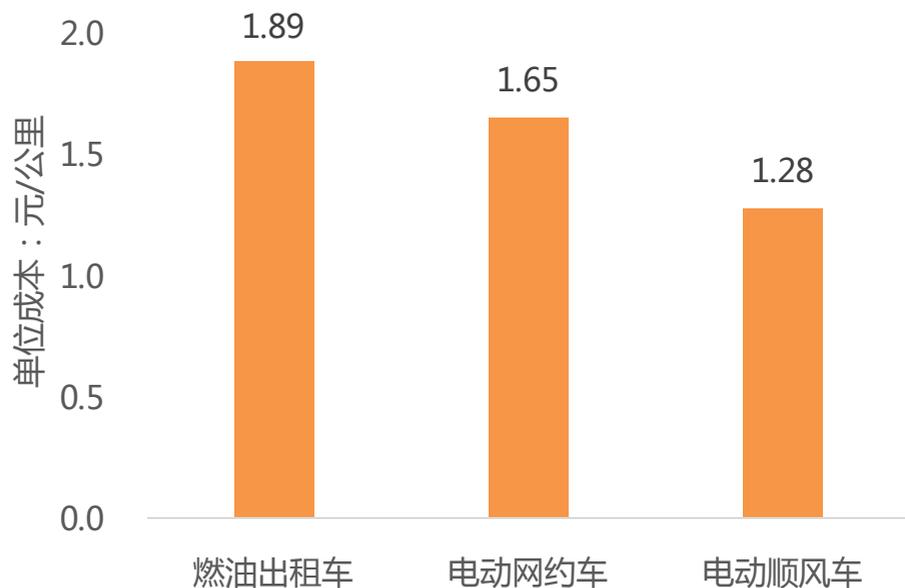


5.1 新能源和无人运输，重塑交运格局

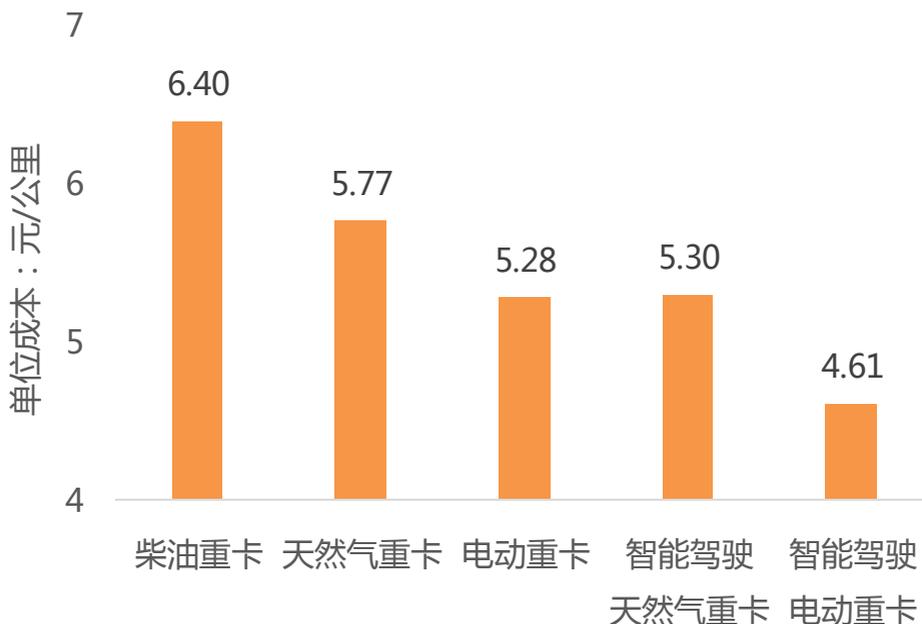
- 新能源汽车使动力成本下降，智能驾驶使人工成本下降。
- 网约车将分流高铁旅客，新能源重卡将分流铁路、水路货运量。

详见《新能源和无人运输，或将重塑交运格局》

■ 新能源乘用车使旅客出行成本明显下降

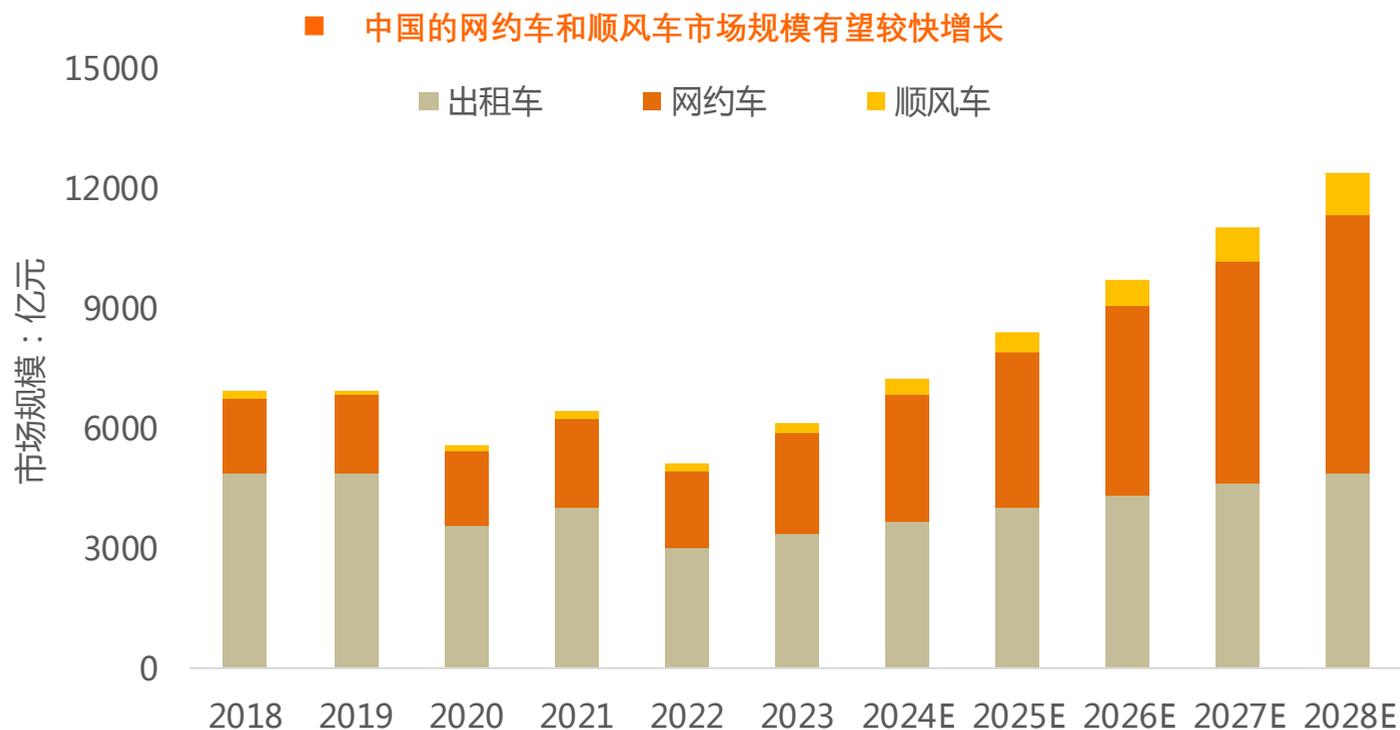


■ 新能源重卡使公路货运成本明显下降



5.2 网约车和顺风车市场有望高速增长

- 嘀嗒出行预计，2023-2028年网约车和顺风车市场年化增速20%、31%。
- 增长动力：收入增长带动便捷、舒适、高效的出行需求增长，大数据、物联网、人工智能提升出行服务质量，智能驾驶降低成本等。



5.3 网络运输平台或将受益

- 客运领域的网约车公司或将受益，货运领域的车货匹配平台或将受益。

股票代码	公司名称	公司概况	2023年交易额 亿元	市场份额
DIDIY.OO	滴滴出行	成立于2013年，总部位于北京，主要提供网约车、顺风车等出行服务。	1924	75.5%
无	T3出行	成立于2019年，总部位于南京，主要提供网约车等出行服务。	158	6.2%
H01994.HK	曹操出行	成立于2015年，总部位于苏州，主要提供网约车服务。	122	4.8%
09680.HK	如祺出行	成立于2019年，总部位于广州，主要提供网约车和Robotaxi出行服务。	27	1.1%
02559.HK	嘀嗒出行	成立于2014年，总部位于北京，主要提供顺风车等出行服务	8	0.3%
YMM.N	满帮集团	领先的数字货运平台，由运满满和货车帮于2017年合并而成	84	47.9%
H01877.HK	拉拉科技	成立于2013年，是从事同城/跨城货运等的货运平台	98	7.6%

6.1 重点公司推荐表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603885.SH	吉祥航空	14.27	0.54	0.92	1.16	26.28	15.52	12.34
601111.SH	中国国航	7.97	0.00	0.34	0.58	1695.74	23.68	13.72
600029.SH	南方航空	6.67	0.05	0.29	0.48	136.40	22.76	13.93
600115.SH	中国东航	4.03	-0.04	0.21	0.34	-96.41	19.16	11.82
603565.SH	中谷物流	9.92	0.78	0.83	0.88	12.64	11.98	11.22
001205.SZ	盛航股份	17.96	1.09	1.43	1.69	16.55	12.53	10.60
600125.SH	铁龙物流	6.13	0.38	0.45	0.50	16.07	13.53	12.23
601298.SH	青岛港	8.26	0.80	0.85	0.90	10.32	9.68	9.15
601000.SH	唐山港	4.63	0.34	0.35	0.37	13.57	13.10	12.35
2057.HK	中通快递-W	153.20	12.11	14.01	16.01	12.65	10.94	9.57
600233.SH	圆通速递	14.18	1.24	1.46	1.69	11.43	9.74	8.40

注：盈利预测均来自万得一致预期，股价截至2024年12月22日

风险提示

中国经济增速下滑

全球库存周期处于拐头向上的初始阶段，经济复苏过程可能出现反复。中国经济增速或将下滑，交运行业景气度将随之下降。

美国加征关税

贸易活动受关税影响较大，如果美国加征关税，全球贸易运输企业的盈利将受影响。

原油价格大幅上涨

交通运输需要消耗大量燃油，如果原油价格大幅上涨，成本上升，运输企业的盈利将受影响。

物流降费政策

物流降费政策落地，如果使得运输费率下降，交通基础设施企业的盈利将受影响。

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

THANKS