

推荐 (维持)

交运物流行业2021年度七大展望

2021年01月04日

交运物流行业专题报告

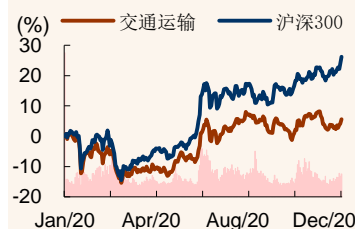
上证指数 3503

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	118	2.9
总市值 (亿元)	25251	3.2
流通市值 (亿元)	19724	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.7	15.4	5.4
相对表现	-5.7	-9.7	-21.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《招商交运物流每周专题报告—多因素共振, 航空将迎来全面复苏》2020-12-06
- 2、《交通运输行业 2021 年度投资策略—否极泰来, 航空机场将强势崛起》2020-11-16
- 3、《招商交运物流每周专题报告—9 月航空持续复苏, 快递行业旺季将至》2020-10-25

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

2020 年疫情肆虐对全球经济产生重大冲击, 隔离措施尤其对交运物流行业产生深远影响, 航空、机场经历史上最长黑暗时刻, 公路、铁路在疫情后稳健复苏悄然开启变革, 航运经历短暂冲击后重演 2017 年的新周期疯狂, 快递行业在价格战的泥泞中开始见证龙头崛起。在新一年的起始, 伴随后疫情时代的到来, 交运物流行业又会迎来哪些变局, 我们在此作出了七大行业展望。

- 展望一: 多重因素共振, 航空将迎来历史性机遇。
- 展望二: 机场盈利触底回升, 相对收益或将显著。
- 展望三: 快递行业价格战中前行, 或有掉队者被兼并。
- 展望四: 集运供不应求仍将持续, 盈利将实现明显跃升。
- 展望五: 疫情催化下仓储物流迎来变革浪潮, 冷链库、高标仓库、智慧物流园区或成未来趋势。
- 展望六: 经历至暗时刻后, REITs 有望撬动收费公路变局。
- 展望七: 铁路票价市场化悄然进行, 静待国铁加速资产证券化。
- 投资策略: 伴随疫苗研制出现重大进展, 因疫情受损严重的行业有望在 2021 年得到明显修复, 预计航空、机场行业将获得较为明显的相对收益, 航空行业推荐业绩弹性较大的三大航空公司中国国航、南方航空、东方航空以及低成本龙头春秋航空, 机场行业推荐免税流量变现龙头上海机场、白云机场。快递行业仍是物流领域景气度最佳的赛道, 重点推荐顺丰控股, 看好其成长为综合性物流龙头, 未来三年进入业绩释放期。集运行业供不应求的局面仍将持续至明年, 运价中枢有望持续维持高位, 看好龙头公司业绩弹性, 重点推荐中远海控。铁路客运环比改善弹性大, 票价市场化改革深化长期成长逻辑, 重点推荐京沪高铁。
- 风险提示: 宏观经济下滑、疫情扩散超预期、油价大幅上涨、人民币汇率贬值、疫情扩散超预期、快递公司价格战超预期恶化、疫苗研制不及预期

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
顺丰控股	90.48	1.32	1.67	2.24	54.2	40.4	7.8	强烈推荐-A
南方航空	5.90	0.22	(0.64)	0.22	-9.2	26.5	1.3	强烈推荐-A
中国国航	7.40	0.47	(0.82)	0.27	-9.1	27.5	1.3	强烈推荐-A
东方航空	4.62	0.20	-0.66	0.16	-7.0	28.9	1.3	强烈推荐-A
春秋航空	57.28	2.01	(0.02)	2.01	(2864)	28.5	3.6	强烈推荐-A
上海机场	77.49	2.61	0.01	1.49	7749.0	52.0	5.0	强烈推荐-A
白云机场	14.04	0.48	(0.14)	0.28	-100.3	50.1	1.7	强烈推荐-A
京沪高铁	5.63	0.29	0.06	0.19	93.8	29.6	1.5	强烈推荐-A
中远海控	13.43	0.56	0.51	0.71	26.3	18.9	4.2	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

展望一：多重因素共振，航空将迎来历史性机遇	4
展望二：机场盈利触底回升，相对收益或将显著	6
展望三：快递行业价格战中前行，或有掉队者被兼并	8
展望四：集运供不应求仍将持续，盈利将实现明显跃升	11
展望五：疫情催化下仓储物流迎来变革浪潮，冷链库、高标仓库、智慧物流园区或成未来趋势	14
展望六：经历至暗时刻后，REITs 有望撬动收费公路变局	16
展望七：铁路票价市场化悄然进行，静待国铁加速资产证券化	17

图表目录

图 1：全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况	4
图 2：五家航司整体 ASK 月度增速对比	4
图 3：五家航司 RPK 月度增速对比	4
图 4：五家航司客座率对比	4
图 5：各大上市航司年度业绩情况	5
图 6：主要航空公司股价涨跌幅走势	5
图 7：上市航司 2020 年前三季度飞机净引进数明显下降	6
图 8：主要机场上市公司年度涨跌幅	8
图 9：社会消费品零售总额月度走势	9
图 10：实物网上销售额月度走势	9
图 11：实物商品网上零售额及同比增速	9
图 12：实物商品网上零售额占社零总额的比重	9
图 13：各主要快递企业单票价格同比增速	10
图 14：各主要快递企业市占率变化	10
图 15：CCFI/SCFI 指数继续攀升	11
图 16：美线运价指数涨幅较为明显	11
图 17：欧洲航线运价指数涨幅较为明显	11
图 18：亚洲线运价指数涨幅较为明显	11

图 19: SCFI 波动较大	11
图 20: 主要港口集装箱吞吐量 11 月增速达 8.8%	12
图 21: 中国 PMI (新出口订单) 自 5 月以来持续复苏	12
图 22: 新船订单占比处于历史低位 (目前仅为 8.9%)	12
图 23: 闲置运力占比变化情况	12
图 24: 中远海控年度涨跌幅	13
图 25: 中美人均物流仓储设施面积对比	14
图 26: 中美高标仓储设施面积及人均对比	14
图 27: 一线城市仓储用地租金走势	16
图 28: 收费公路历年债务余额	17
图 29: 收费公路历年收支	17
图 30: 京沪高铁本线发送旅客量	18
图 31: 交通运输行业历史 PEBand	20
图 32: 交通运输行业历史 PBBand	20
表 1: 上市航司 2020 年前三季度业绩对比	4
表 2: 主要枢纽机场起降架次明细	7
表 3: 主要枢纽机场旅客吞吐量明细	7
表 4: 主要枢纽机场货邮吞吐量明细	7
表 5: 主要上市公司财务数据	7
表 6: 上市快递公司 2020 年前三季度业绩对比	10
表 7: 中远海控集装箱运输货量统计 (单位: 万标准箱)	13
表 8: 国内冷链仓与普通仓的对比	15
表 9: 国内高标仓与普通仓储的对比	15
表 10: 各大企业持有仓储物流资产情况 (万平方米)	16
表 11: 国铁票价改革措施	18

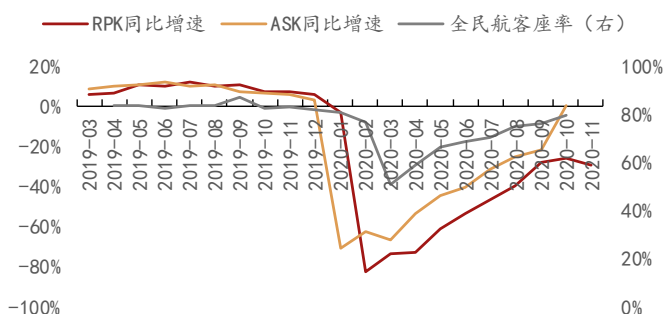
展望一：多重因素共振，航空将迎来历史性机遇

➤ 回顾 2020：业绩预计创近十年最差纪录

国内疫情基本消散，民航需求稳健复苏。2020 年 1 月，新冠疫情在国内进入迅速发展阶段，每日新增病例在 2 月中旬达到高峰。与此同时，国家采取严格的防疫措施，3 月份后疫情基本得到良好控制，国内航空需求也迎来逐季改善。11 月份三大航国内 ASK 同比增速均已经实现增长（南航、国航增速超过 5%），RPK 降幅已收窄至 10% 左右（国航为 -1.6%），复苏更快的春秋航空 ASK 与 RPK 分别同比大增 54.0% 和 35.9%，客座率已经提升至 79.7%。

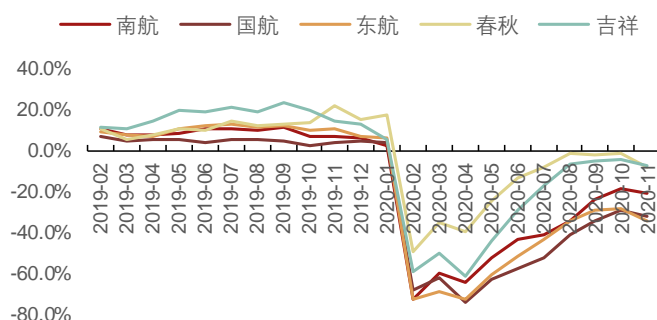
国际线需求仍存在较大压力。虽然国内疫情得到明显控制，较多区域已经无新增病例。但是国外疫情扩散仍然迅速，美国、巴西、印度等地疫情出现大规模反弹。目前我国防疫重点仍然是严防境外输入，“五个一”政策虽有松动但限制仍然较为严格。各航司国际航线运力与需求同比下降超 9 成。

图 1：全民航 ASK 增速、RPK 增速、客座率情况



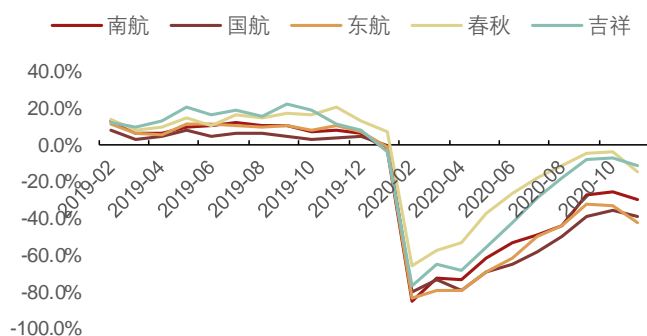
资料来源：Wind、招商证券

图 2：五家航司整体 ASK 月度增速对比



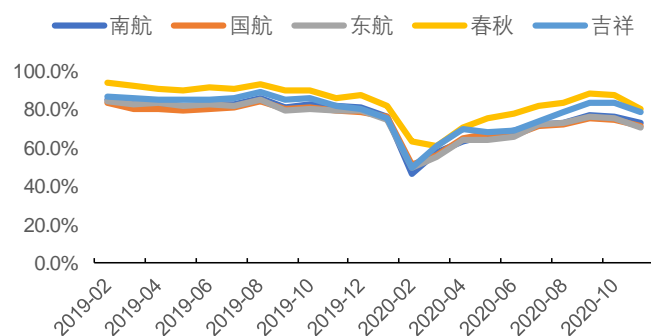
资料来源：Wind、招商证券

图 3：五家航司 RPK 月度增速对比



资料来源：Wind、招商证券

图 4：五家航司客座率对比



资料来源：Wind、招商证券

2020 年航司业绩预计将创下近十年最差纪录。虽 2020Q3 受益于需求复苏及人民币升值，各大航司业绩出现较大程度改善，但 2020 前三季度三大航仍以较大亏损（70 亿元以上）告终。考虑到客流情况，预计 Q4 各大航司盈利也难以扭转 2020 前三季度颓势，则各大航司业绩将在 2020 年创下近十年来最差纪录。

表 1：上市航司 2020 年前三季度业绩对比

单位：亿元	营业收入	同比	归母净利润	同比
南方航空	653.5	-44%	-74.6	-283%

敬请阅读末页的重要说明

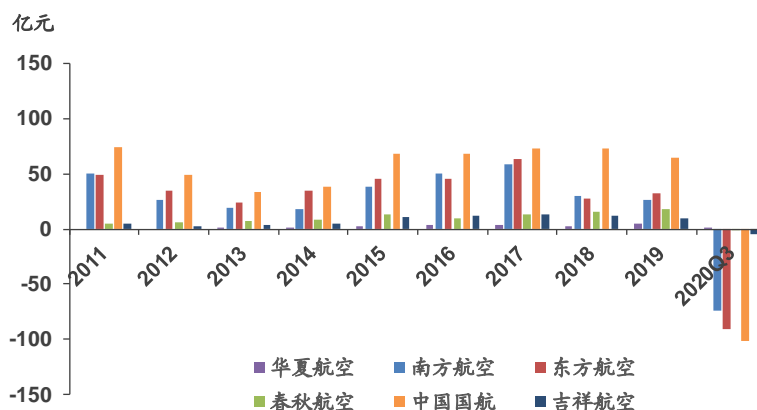
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

单位: 亿元	营业收入	同比	归母净利润	同比
东方航空	423.0	-55%	-91.1	-308%
中国国航	484.5	-53%	-101.1	-250%
春秋航空	68.3	-41%	-1.5	-109%
华夏航空	33.2	-18%	1.7	-53%
吉祥航空	71.7	-45%	-4.8	-139%

资料来源: 公司公告、招商证券

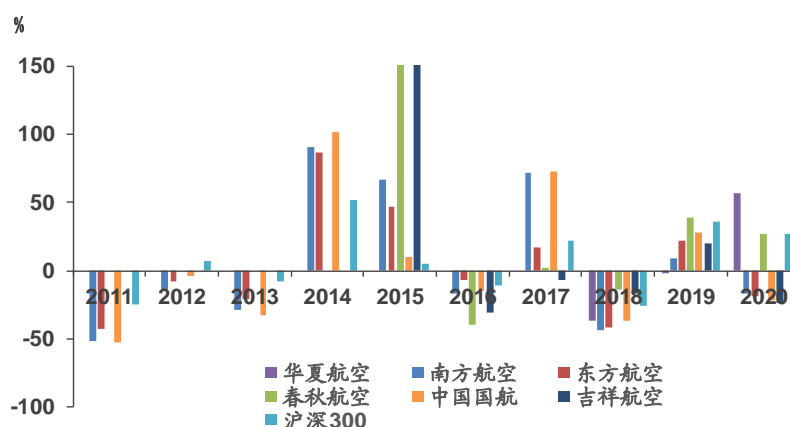
图 5: 各大上市航司年度业绩情况



资料来源: wind, 招商证券

航空公司股价出现分化，春秋华夏强势走高，三大航相对表现为近十年最差。虽疫情对航空公司均造成较大冲击，但股价走势却在 2020 年走出迥然不同的结局。春秋作为低成本廉航龙头，恢复速度最快，且下沉市场需求扩张的逻辑得到加强，股价创下历史新高。华夏航空则因运力采购模式形成利润安全垫，全年涨幅相对沪深 300 基本走平。与之相对，三大航巨额亏损下股价大幅受挫，相对表现创下近十年来最差表现。

图 6: 主要航空公司股价涨跌幅走势



资料来源: wind, 招商证券

➤ 展望 2021 年：汇率提振、需求复苏、油价相对可控，航空将迎来多因素共振回归

需求复苏：国内需求加速复苏，国际需求将迎来拐点

国内需求：短期看，预计四季度国内航空需求（RPK）将实现同比增速转正。拉长周期看，预计 2021 年国内航空市场需求（RPK）绝对值将小幅超过 2019 年水平，未来 3

年我国民航客运量有望保持年化 7% 以上的增长。

国际需求：当前国际疫情形势仍然严峻，但由于疫苗研制出现重大进展，国际航线限制有望被打破，国际航空需求拐点有望更快到来。谨慎假设下，预计 2021、2022 年国际航空市场需求（RPK）分别恢复至 19 年的 50%、90%。

供给收缩：疫情冲击下全球航空运力进一步收紧

飞机引进：疫情冲击后，高杠杆下的大规模运力扩张都将成为过去式，运力收缩和航线调整将成为大多数航司未来 1-2 年的战略选择。截至 20 年前三季度，上市航司飞机净引进数明显下降。

全球航空格局重塑：疫情过后，航空业供给侧将出现明显缩减，在重大危机下生存下来的航司有望迎来更加有利的市场竞争环境。截至 20 年 5 月，全球共有 14 家航司提交破产申请。

图 7：上市航司 2020 年前三季度飞机净引进数明显下降

	2018 前三季度	2019 前三季度	2020 前三季度
南航	57	12	-8
东航	35	26	-1
海航	26	8	-15
国航	18	-4	4
吉祥	3	1	-3
春秋	4	7	4

资料来源：Wind、招商证券

油价：仍维持相对较低位置。EIA/IEA/OPEC 三机构普遍预测原油供需重回平衡要到 2022 年。我们认为油价大概率未来一年主要在 35-45 美元之间波动，仍维持相对较低位置，航企燃油成本短期大规模上行风险较小。

汇率：人民币对美元将进入中期升值通道

展望未来，全球经济有望逐步走出低谷，中国经济将告别下台阶的状态，全球系统性风险下降，中国股票和债券资产价值被低估的局面有望得到改变。美元进入弱势周期，预计 2021 年人民币汇率将向 6.0 的方向升值。

总体而言，随着疫苗研制出现重大进展，国际航空出行需求有望更早地迎来拐点，多因素共振下航空将迎来历史性机遇。从历史经验来看，航空业复苏将经历三阶段：巨亏——微利——盈利大幅增加，我们判断当前时点航空业正从第一阶段向第二阶段转变。中期来看，随着需求加快复苏，全球航空运力供给进入收缩，预计 2021-2022 年航空板块基本面实现大幅改善；同时在油价维持相对合理位置，人民币汇率进入中期升值通道的催化下，航空业复苏将向第三阶段转变，航空股将迎来全面反弹（PB 估值得到修复）。

展望二：机场盈利触底回升，相对收益或将显著

➤ **回顾 2020 年：逐步走出黑暗，国内需求率先迎来修复**

国内疫情率先冲击，海外疫情蔓延持续拖累，2020 年成行业黑色记忆。国内疫情于 2020 年 1 月爆发后，疫情导致的隔离措施致使航空出行锐减，机场的起降架次、旅客吞吐量等主要经营指标自 2 月起遭遇断崖式下滑。虽然国内疫情控制得力，但疫情自 3 月开始在海外蔓延，至今仍未得到有效控制，国际间停航致使国际客流遭遇大幅下挫，成为全年制约机场复苏的主要障碍。回顾 2020 年，新冠疫情对机场行业影响的持续时长、严

重程度均远胜当年非典，在机场行业发展的历史上也重重地划下深刻的黑色印记。

表 2: 主要枢纽机场起降架次明细

架次	上海	同比	白云	同比	深圳	同比	北京首都	同比	香港	同比
2020Q3	95990	-25.92%	107000	-14.43%	92800	-0.75%	76510	-49.78%	30405	-71.29%
2020Q2	66072	-48.64%	72450	-39.29%	70100	-21.24%	45599	-68.32%	30745	-71.33%
2020Q1	72989	-42.50%	73310	-39.58%	62500	-32.07%	73040	-51.02%	63330	-40.08%
2019Q4	126651	-0.29%	125548	2.30%	95600	4.80%	148820	-5.31%	100800	-7.50%
2019Q3	129580	2.03%	125040	4.19%	93500	5.53%	152360	-0.76%	105890	-2.20%
2019Q2	128642	1.45%	119331	2.37%	89000	0.79%	143940	-5.06%	107255	0.53%
2019Q1	126934	2.39%	121330	2.78%	92000	4.66%	149120	-1.12%	105695	1.10%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 主要枢纽机场旅客吞吐量明细

万人次	上海	同比	白云	同比	深圳	同比	北京首都	同比	香港	同比
2020Q3	996	-49.4%	1332	-29.4%	1171	-13.3%	829	-68.0%	28	-98.4%
2020Q2	413	-99.4%	723	-58.7%	734	-41.9%	368	-84.9%	13	-99.3%
2020Q1	808	-57.1%	839	-53.8%	684	-48.1%	933	-62.6%	818	-56.5%
2019Q4	1824	0.6%	1887	5.0%	1359	6.5%	2484	-2.9%	1612	-13.9%
2019Q3	1969	2.6%	1887	7.5%	1351	10.0%	2593	0.3%	1758	-8.0%
2019Q2	1939	3.4%	1750	3.5%	1264	4.6%	2432	-2.1%	1907	2.7%
2019Q1	1883	4.9%	1815	4.8%	1320	7.9%	2492	1.6%	1880	2.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 主要枢纽机场货邮吞吐量明细

万吨	上海	同比	白云	同比	深圳	同比	香港	同比
2020Q3	93.2	0.7%	46.9	-4.5%	37.9	12.7%	113.4	-4.6%
2020Q2	96.5	7.6%	42.0	-11.7%	34.9	10.2%	107.2	-9.6%
2020Q1	74.4	-7.6%	35.4	-17.7%	26.5	-2.4%	98.8	-10.7%
2019Q4	100.7	4.5%	52.5	2.2%	35.8	10.9%	132.1	-3.2%
2019Q3	92.6	-2.8%	49.1	1.9%	33.7	9.3%	118.9	-8.1%
2019Q2	89.7	-7.1%	47.6	0.9%	31.7	1.5%	118.6	-7.8%
2019Q1	80.5	-9.1%	43.0	1.8%	27.1	-0.6%	110.7	-3.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

从财务数据角度来看, 国际客流占比较高的机场业绩降幅更为明显。机场在航空性收入显著减少的同时, 受国际客流锐减的缘故, 非航空性收入也因免税销售的重挫遭遇大幅下滑。从前三季度来看, 收入降幅下降幅度在 20%-60%, 其中国际客流占比较高的上海机场、白云机场受冲击较为明显, 同比降幅为 35.5%、58.1%。由于机场的成本费用较为刚性, 虽然各大机场均极力降本增效, 但仍难逃脱亏损困境。除厦门空港外, 上海机场、白云机场、深圳机场前三季度均处于亏损状态。值得注意的是, 国内疫情控制得力也为各大机场的经营好转创造了有利条件, Q3 深圳机场、厦门空港实现微利, 白云机场、上海机场亏损也已环比大幅收窄 (利润总额)。

表 5: 主要上市公司财务数据

	前三季度收入	同比	前三季度净利	同比	Q3 收入	同比	Q3 净利	同比
深圳机场	21.3	-24.1%	-0.6	-112.8%	8.5	-10.6%	0.9	-47.9%
白云机场	37.6	-35.5%	-2.9	-152.3%	14.1	-28.7%	-1.3	-190.5%
上海机场	34.3	-58.1%	-7.3	-118.5%	9.7	-64.8%	-3.5	-127.2%
厦门空港	8.3	-37.7%	1.0	-75.6%	3.5	-20.1%	0.8	-39.9%

资料来源: wind, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

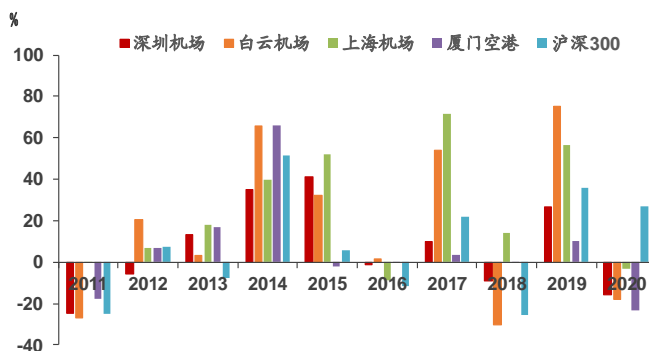
Page 7

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

机场公司股价表现疲软，相对表现为近十年最差。疫情阴云笼罩下，机场上市公司在亏损边缘徘徊，且诸如龙头上海机场、白云机场与中免免税合同谈判迟迟未落定则更加加剧市场对机场未来成长模式的担忧。回顾 2020 年上海机场、深圳机场、白云机场、厦门空港分别下跌 2.9%、15.5%、18.2%、23.4%，为 2011 年后又一次全面下跌。值得注意的是，2020 年全球流动性泛滥带来权益资产普遍上行，沪深 300 全年上行 27.2%，而 2011 年则是国内流动性收紧下的股市全面回落。因此从相对收益的角度来看，2020 年是近十年内机场行业表现最差的一年。

图 8：主要机场上市公司年度涨跌幅



资料来源：wind，招商证券

➤ 展望 2021 年：盈利反转开启，相对收益或较为显著

国内客流延续恢复，时刻放量下盈利改善确定性高。从 2020 年表现来看，国内客流恢复是驱动盈利逐季改善的重要因素。在内循环政策引导下，民航局亦为国内机场时刻放量开启空间。2020-2021 冬春航季机场时刻同比增速超过 20%，主要机场如上海机场、白云机场时刻增速达到 38%、23%，为盈利逐季改善奠定坚实基础。

疫苗接种加快，机场盈利附带看涨期权。在外防输入的压力下，截至目前主要枢纽机场的国际客流同比降幅仍然在 90% 上下，并大幅拖累相应的免税业务。在疫苗已开始接种的情形下，考虑普及度及疫苗生效时长，预计国际航线有望在 Q2-Q3 开始复飞，为机场盈利修复增添看涨期权。

估值逻辑逐渐修复，相对收益或较为明显。主要枢纽机场与中免就免税业务合同的谈判尚未敲定，就双方的利益来看 2020 年各取折中（即 2020 年对保底金额取一定折扣）应是较大概率的结果，自 2020 年末起该部分对股价的影响已基本 price in。展望后续的合作，伴随时间点的推后和疫情的不断好转，机场方面的谈判地位也将随之抬升，有望获取未来年度更加有利的合同条件，修复 2020 年疫情对机场估值逻辑的破坏。从股价的角度看，当前机场行业股价落入低位，横向比较而言已具备突出的性价比，2021 年或将获取较为显著的相对收益。

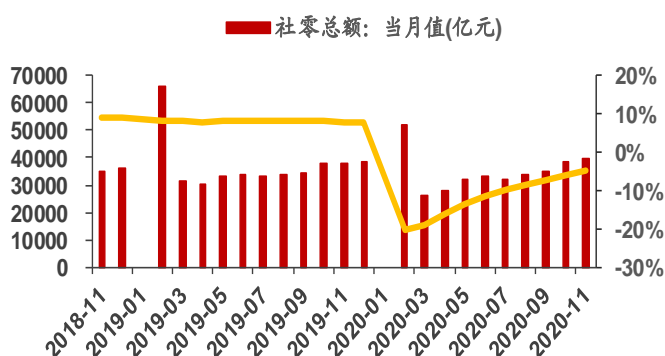
展望三：快递行业价格战中前行，或有掉队者被兼并

➤ 回顾 2020 年：疫情催化线上消费趋势，业务增速持续强劲，价格战下单价遭遇近年最大跌幅

疫情后线上化消费趋势明显增强，快递业务增长持续强劲。疫情在 2020Q1 对快递行业造成短暂冲击，主要为隔离期间快递企业难以如往年同期复工，2020 年 1、2 月快递业务增速分别为 -16.4%、0.2%，成为自 2018 年 2 月以来单月业务增速最差的两个月份。

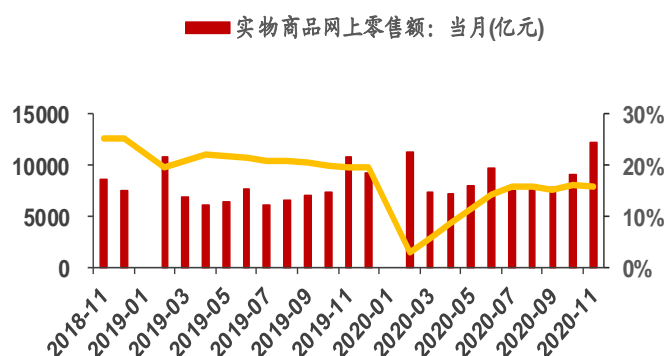
伴随复工加快，疫情对线上消费趋势的催化逐渐显现，在社会消费品零售仍显疲软的情形下，网上销售额出现逆势上行，2020年实物网上销售额占比持续位于20%以上，且仍在继续上升。在此背景下，快递行业业务量出现超预期修复，自2020年4月起单月业务量增速均保持在30%以上，且伴随电商促销、节假日等因素在部分月份增速高达40%以上。截至2020年11月，全国快递业务量累计达到741亿件，同比增长30.5%，在12月电商销售仍然火爆的情形下，预计2020全年业务增速达到30%以上应是大概率事件。

图 9：社会消费品零售总额月度走势



资料来源：WIND、招商证券

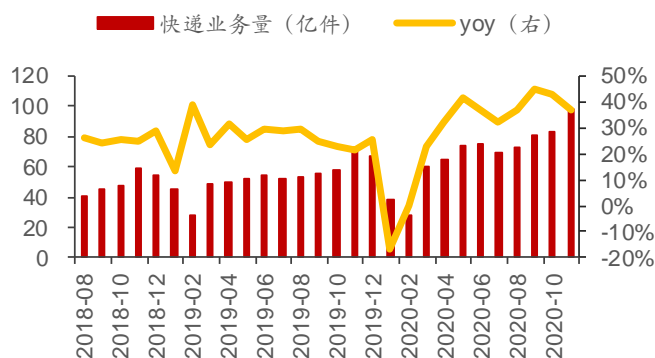
图 10：实物网上销售额月度走势



资料来源：WIND、招商证券

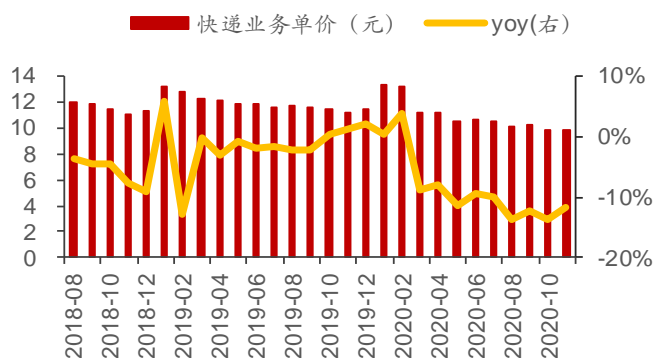
业务火爆背后见证行业史上最惨烈价格战。相较于业务量的高速增长，2020年见证了行业有史以来最惨烈的价格战。自2020年7月起，单月价格降幅连续位于10%以上，而主要的快递企业诸如中通、圆通、韵达、申通等单件价格降幅已达到20%-30%。本轮惨烈的价格战虽有供过于求的因素，但龙头企业的主要求变大大催化了该矛盾，在行业体量已足够大、成本足够低的情形下，希望通过此举进一步逼退末尾的竞争对手，实现市场份额的提升与稳固。纵观2020年，行业集中度CR8均处于82.0以上，较往年更进一步，虽有部分新入局者，但仍难挡行业供给进一步出清的趋势。

图 11：实物商品网上零售额及同比增速



资料来源：邮政局、招商证券

图 12：实物商品网上零售额占社零总额的比重



资料来源：邮政局、招商证券

通达系业绩承压明显，顺丰开始突围。从财务数据来看，顺丰控股在疫情期间竞争优势凸显，直营体制下的高效物流网络展现出强大的协同效应，并将此优势延续至后疫情时期；其各项业务板块实现快速扩张，2020年前三季度实现利润56亿元，同比增长30%，逐渐显现综合物流龙头的实力。与之相对，圆通受益于国际航空货运稍有起色，韵达受制于单票价格大幅下降，申通在价格战中已显露疲态不断损失市场份额。韵达、圆通、

中通 2020 年前三季度业绩同比增速为-48%、1%、-99.5%。

表 6: 上市快递公司 2020 年前三季度业绩对比

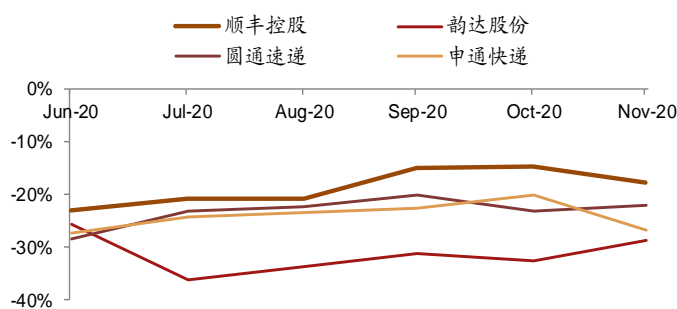
单位: 亿元	营业收入	同比	归母净利润	同比
韵达股份	230.9	-5%	10.2	-48%
中通快递	147.1	-6%	0.05	-99.5%
圆通速递	234.2	8%	13.9	1%
顺丰控股	1,095.9	39%	56.0	30%

资料来源: 公司公告、招商证券

➤ 展望 2021 年: 泥泞中寻求变局, 或有掉队者被兼并

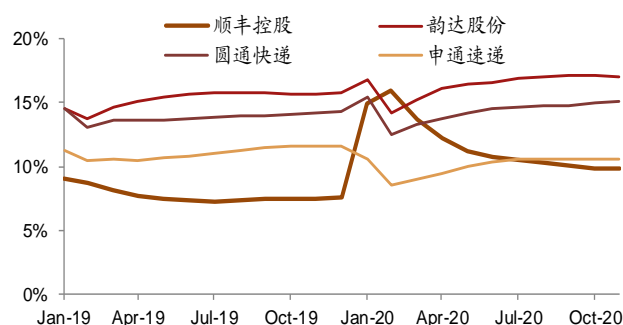
当前二线快递基本出清结束, CR8 的提升空间已经有限, 同时价格战仍未见停止迹象, 而业务增速预计将有所放缓, 行业预计将逐渐开启一线快递企业存量竞争的阶段。预计 2021 年或出现成本难以支撑价格战的掉队者, 随之出现被头部企业兼并重组的可能, 一线快递企业竞争格局出现变局。展望未来 5 年, 我们坚定看好顺丰控股成长为综合性物流龙头, 而中通、韵达、圆通等进一步提升市占率, 行业步入良性发展阶段。

图 13: 各主要快递企业单票价格同比增速



资料来源: 邮政局、招商证券

图 14: 各主要快递企业市占率变化



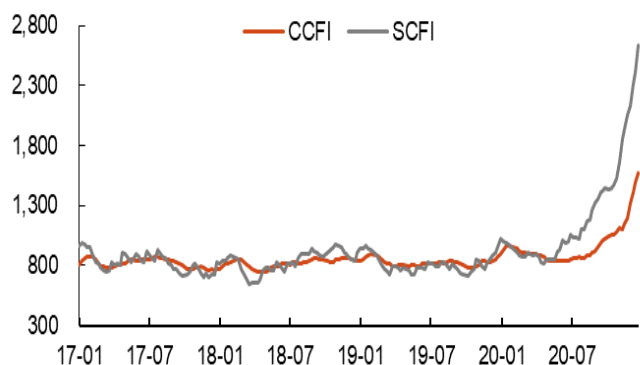
资料来源: 邮政局、招商证券

展望四: 集运供不应求仍将持续, 盈利将实现明显跃升

➤ 回顾 2020 年: 中国出口支撑集运需求, 下半年以来运价持续走高

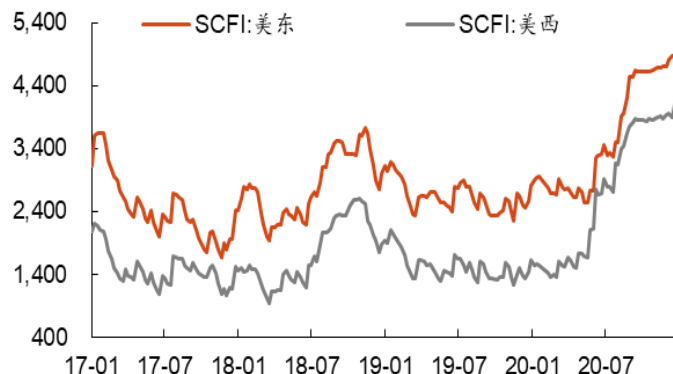
2020 年年初以来, 集运运价在出现短期下跌后持续走高, 下半年运价涨幅明显。受疫情影响, 1-5 月 CCFI 跌幅达 14%, SCFI 跌幅达 18%。5 月下旬疫情对集运冲击达到顶峰, 集运企业估值极度悲观, 中远海控 PB 跌至 1.07x。随着中国疫情管控出现良好成效, 经济实现较快复苏, 集运各航线需求持续超预期, 同时港口拥堵加剧供给瓶颈, 截至 12 月 25 日, CCFI/SCFI 年同比分别增长 79%、176%, 创近年来新高。

图 15: CCFI/SCFI 指数继续攀升



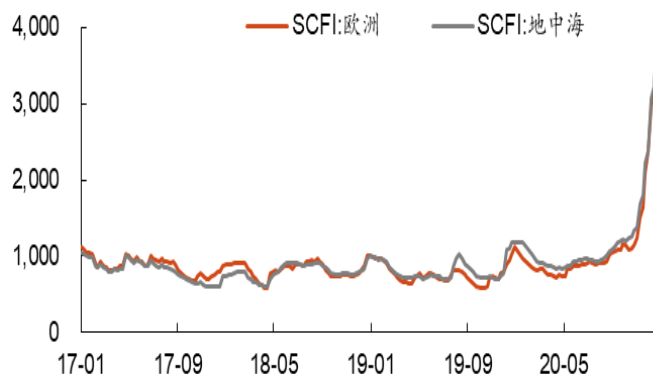
资料来源: 上海航运交易所、招商证券

图 16: 美线运价指数涨幅较为明显



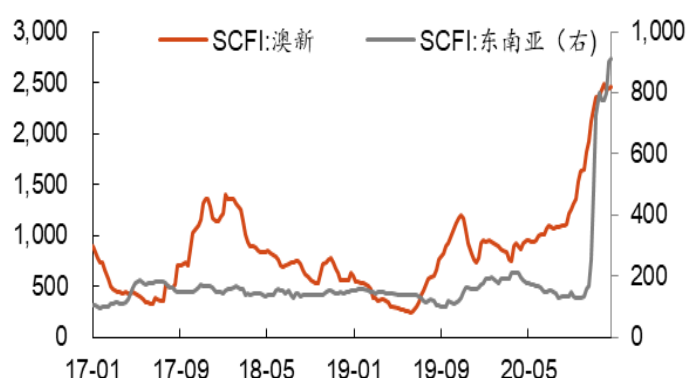
资料来源: 上海航运交易所、招商证券

图 17: 欧洲航线运价指数涨幅较为明显



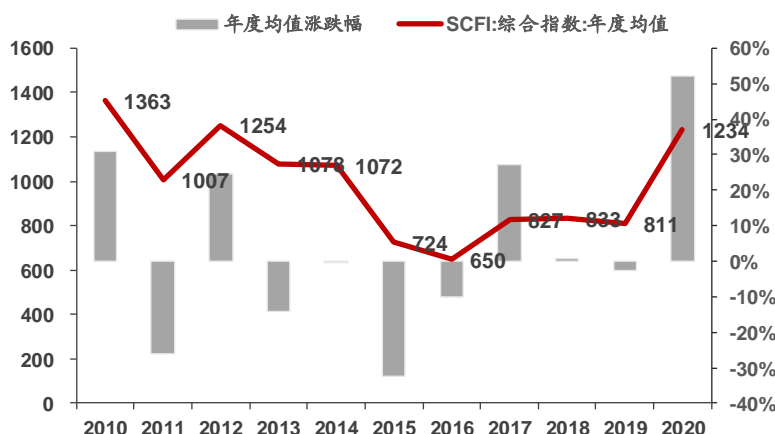
资料来源: 上海航运交易所、招商证券

图 18: 亚洲线运价指数涨幅较为明显



资料来源: 上海航运交易所、招商证券

图 19: SCFI 波动较大



资料来源: wind, 招商证券

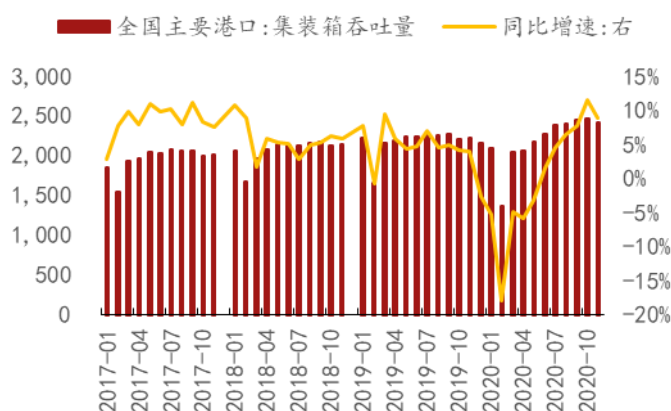
需求端: 全球经济对中国依赖明显, 欧美线需求增速超预期

新冠疫情爆发后全球商品贸易出现较大程度萎缩, 集运需求在 2020 年年初受到较大冲击, 2 月中国主要港口集装箱吞吐量下降 38%。但是中国疫情控制良好, 经济复苏回暖速度较快, 全球经济对中国依赖明显, 吞吐量在 6 月已经实现同比增速转正, 11 月同

比增长 8.8%。我们认为需求加快恢复可能有以下几个原因，

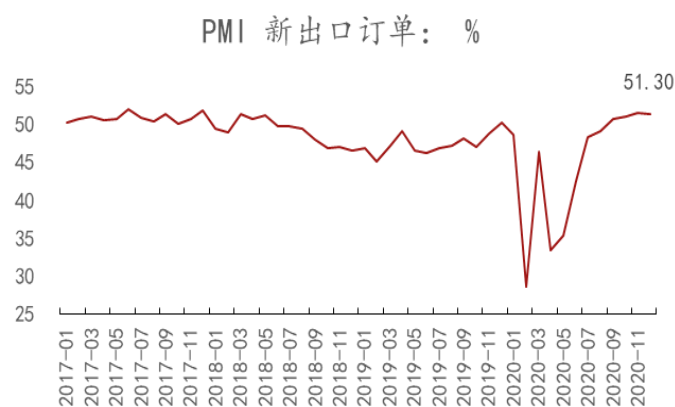
- 1) 疫情下全球供应链受到较大冲击，中国率先复工复产，出口贸易量实现较快复苏；
- 2) 在空运运力大幅缩减的情况下，医疗防护物资海运需求增加；
- 3) 欧美地区疫情持续蔓延，居家隔离和远程办公使得部分品类需求出现增长。另外，欧美政府考虑失业问题加大了消费补贴，从而刺激对中国产品的需求。6 月份后欧美地区居家电等产品的进口需求出现明显上涨。

图 20：主要港口集装箱吞吐量 11 月增速达 8.8%



资料来源：Alphaliner、招商证券 注：集装箱吞吐量以万标箱为单位

图 21：中国 PMI（新出口订单）自 5 月以来持续复苏



资料来源：国家统计局、招商证券。

供给端：新船订单处于低位，闲置运力已达历史低点

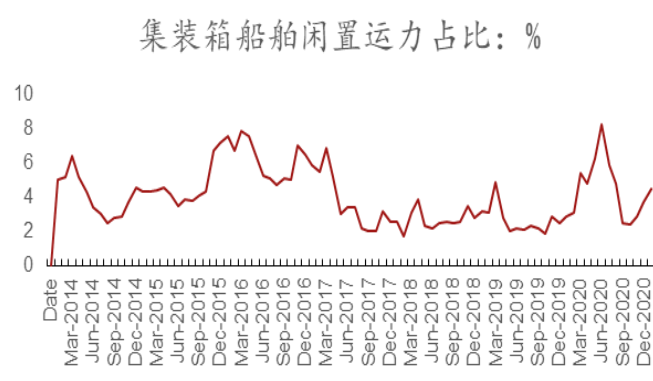
- 1) 在手订单运力占比较低。从供给端来看，大型集装箱船的造船周期在 18 个月左右。17-18 年行业需求低迷，在手订单占运力比例处于下降趋势。同时，疫情下航商进行大规模扩张意愿不强，目前全行业在手订单占比仅 8.9%，未来 1-2 年新船交付压力较小；
- 2) 闲置运力已达历史低点，供给维持紧平衡。疫情下行业联盟采取停航保价的策略，5-6 月份闲置运力占比提升至 11% 左右，有效支撑当期欧美航线运价。目前，随着中国出口需求复苏超预期，行业可用运力已经全部回归市场，10 月行业闲置运力占比下降到 2.4%。（11、12 月闲置运力占比上升主要因为港口拥堵、排队现象严重，行业实际可用运力已基本全部释放）

图 22：新船订单占比处于历史低位（目前仅为 8.9%）



资料来源：Clarksons、招商证券

图 23：闲置运力占比变化情况



资料来源：Clarksons、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

从财务数据来看，中远海控 Q3 业绩实现明显提升。中远海控 Q3 整体外贸航线货运量同比增长 5.2%，其中跨太平洋、亚欧线同比增长 9.2%，4.9%。运价方面，公司国际航线单箱运价（折算美元）同比增长 7.2%。整体来看，Q3 集装箱航运业务净利润提升至 33.4 亿，同比+25.3 亿元。20 年前三季度公司共实现营收 1177 亿元，同比增长 5.5%；归母净利润 38.60 亿元，同比增长 82.4%；扣非归母净利润为 35.83 亿元，同比增长 90%。

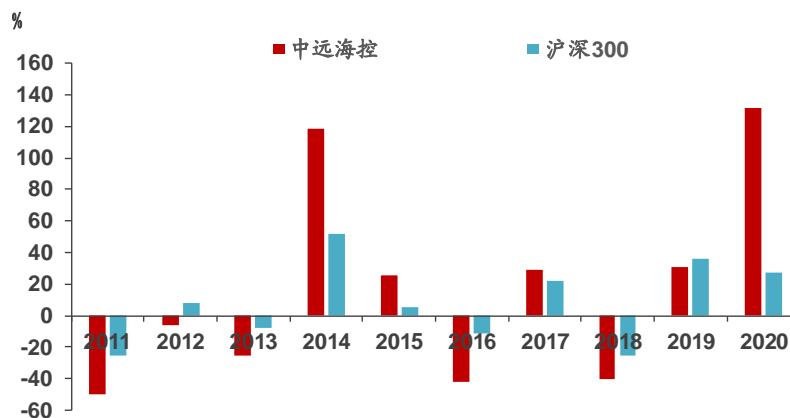
表 7：中远海控集装箱运输货量统计（单位：万标准箱）

航线	第三季度			前三季度累计		
	2020 年 7-9 月	2019 年 7-9 月	同比增减%	2020 年 1-9 月	2019 年 1-9 月	同比增减%
跨太平洋	136	125	9.18	351	348	0.8
亚欧（包括地中海）	133	126	4.92	360	367	-1.98
亚洲区内（包括澳洲）	210	201	4.09	589	586	0.58
其他国际（包括大西洋）	64	64	1.04	179	186	-3.77
中国大陆	166	148	11.66	414	423	-2.22
合计	708	664	6.6	1,893	1,910	-0.92

资料来源：公司公告、招商证券

2020 年下半年中远海控股价触底反弹，相对收益表现亮眼。由于集运行业具有明显的周期性特征，中远海控股价走势与即期运价指数紧密相关。近年来集运行业保持相对低迷状态，中远海控公司股价基本跑输沪深 300 指数。受疫情等多重因素影响，2020 年下半年，集运行业供不应求现象加剧，即期市场运价持续走高，从而驱动股价上行（全年股价涨幅为 133%，下半年股价涨幅达 267%），相对收益表现亮眼。

图 24：中远海控年度涨跌幅



资料来源：wind，招商证券

➤ 展望 2021 年：经济复苏支撑集运需求，高运价持续时间或超预期

全球疫情仍然持续蔓延，海外终端商品进口需求仍然强劲，目前美国零售商库销比仍保持较低水平（10 月降至 1.2），短期内补库存现象仍将持续，同时随着疫苗陆续上市，经济复苏将支撑集运需求。

目前集运行业面临供不应求的局面，疫情使得港口作业效率低下，港口拥堵以及缺箱现象严重。短期来看，闲置运力达到历史低点，供给暂无释放空间；中期来看，依据当前

在手订单量，我们预测 2021 年新船交付量仍然较小。

参考克拉克森预测，我们判断明年集运供需增速剪刀差将达到 2-3%（供给增速为 3%，需求增速为 5-6%），行业景气度有望实现明显提升。

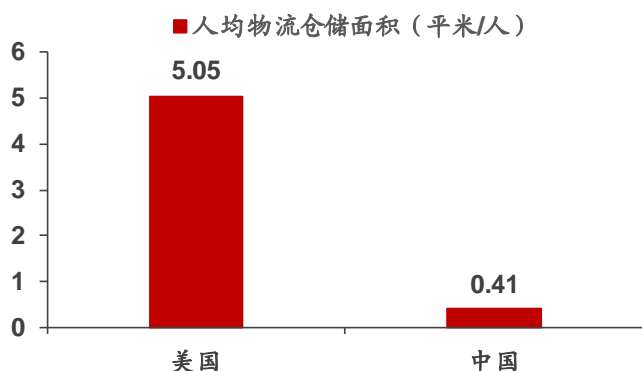
基于行业当前较高的景气度，预计中远海控的美线合同价实现较高涨幅。另外，集运业集中度较高，竞争环境较优，头部企业对运力掌控更加灵活，盈利能力和经营稳定性将持续增强。

展望五：疫情催化下仓储物流迎来变革浪潮，冷链库、高标仓库、智慧物流园区或成未来趋势

➤ 回顾 2020：疫情凸显仓储物流命脉作用，物流地产纳入新基建范畴

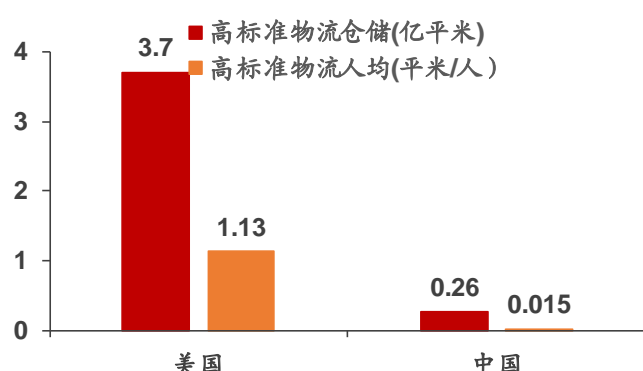
全球疫情进一步凸显仓储物流命脉作用。仓储物流行业在此次疫情中被推上了风口浪尖，关键时刻对医疗及生活物资的输送保证对重大危机事件的有力抗击，凸显其不可或缺的命脉作用。在需求方面，受到疫情隔离措施带来的影响，传统零售品牌全渠道将进一步打开，生鲜电商等冷链新兴需求也将实现提速，电商渗透率进一步提升，客观上造就仓储物流的需求增长。

图 25：中美人均物流仓储设施面积对比



资料来源：世邦魏理仕、招商证券

图 26：中美高标仓储设施面积及人均对比



资料来源：世邦魏理仕、招商证券

纳入新基建范畴，配套电商经济发展需要。伴随电商经济突飞猛进以及新零售的快速连锁化发展，仓储物流基础设施也迎来物联网、制动化、智能化等科技赋能的升级浪潮。十九大报告中首次将“物流”纳入基础设施网络建设的论述范畴。2020 年 3 月政治局会议要求加快新基建建设步伐，旨在以“信息网、能源网及交通物流网”为载体实现“信息流、能源流、物流”的融合，仓储物流在其中扮演实物输送的基石作用。客观上我国现代物流基础设施虽然近年来发展迅速，但仍与海外国家有一定差距。从宏观政策层面，加快新基础设施建设的目的在于促进国家战略升级转型，物流及地产；作为连接生产与消费的国民经济大动脉，尤其在促进新型消费经济方面作用巨大，理应成为国家经济恢复持续增长的战略支撑力量。

➤ 展望 2021：内循环经济模式下，仓储物流再获发展良机，冷链库、高标仓库、智慧物流园区或成未来趋势

内循环经济模式下，仓储物流再获发展良机。鉴于中美关系随疫情陷入更加不明朗的格局，今年 7 月 21 日的企业家座谈会上，总书记再次强调了以国内大循环为主的双循环发展格局。我国拥有超大规模的消费市场，以及完整的生产产业链，具备形成内部大循环的条件。仓储物流搭建的供应链效率较大幅度地实体制造及零售企业的经营情况，而

经济活动的高效运行也会催生更大的仓储物流需求，两者有望形成互相促进的良性发展格局。

冷链仓的进一步加速迭代。冷链仓需要前期进行较大的投资及较高的技术要求，其需求主要涉及到生鲜食品、医药、疫苗等需要恒温恒湿的物品，通常需定制化提供，目前尚处于起步阶段。截至 2019 年，冷库占总仓库数量比例仅为 2.2%，具备较强的稀缺性。疫情催化下生鲜食品在电商渠道的销量继续提升，2020 春节期间，生鲜电商行业日均活跃用户规模达到 1009 万，较 2019 年春节大增 91.5%，较 2019 年平日增长 30%。从 2020 年行业巨头顺丰布局的相关业务表现来看，后疫情时代生鲜食品等线上消费的粘性仍在，而民众对于高质量食品的需求和健康意识进一步提升的情形下，其需求将随之带来供给的扩张。

表 8：国内冷链仓与普通仓的对比

	冷链仓	普通仓储
设施需求	存储+配送	存储
建设成本	3000 元/平方米以上	500 元
功能	调节温度+保存生鲜	存储
设备需求	冷库门、制冷系统、电气系统、管路系统	无
装卸	专业装卸工具，如保温衣、保温箱等	无
管理要求	注重仓库温度、湿度管理；产品堆放遵从先进先出法	无

资料来源：百度百科、招商证券

高标仓运营优势得到体现。和普通仓相比，高标仓具有面积大、净空高、设备自动化、物流流程智能化以及地面平整度高的优点，在运营效率上具备较高优势，租金水平也具备较强吸引力。高标仓由于涉及到自动化设备的布局问题，下游租户在选择仓储地点时会提前进行全盘规划，不轻易搬迁，因此租约一般长达 3—5 年，较大程度保证项目现金流的稳定。此次疫情下，不管是客源还是租约期限上，高标仓的运营都体现出更强的抗风险能力，其运营效率也逐渐凸显优势，有望成为未来优质客户的首选。

表 9：国内高标仓与普通仓储的对比

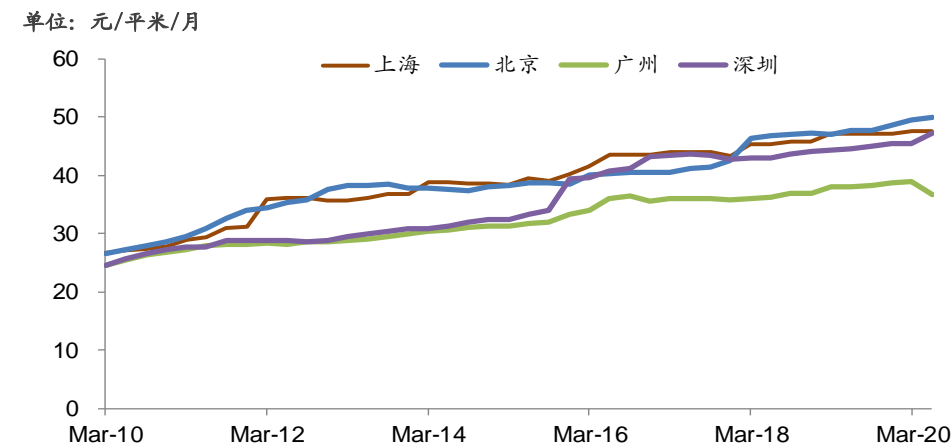
	高标仓	普通仓储
设施需求	存储+配送	存储
建设成本	2000 元/平方米以上	500 元
建筑面积	8000 平方米以上	不一
层高	8 米以上	4—8 米
消防设施	国家丙二类标准，具备自动报警系统、喷淋系统	设施条件差
装卸	可专门装卸与升降（含平台高 1.3 米）	无
管理系统	ERP 等专业系统	无
布局	钢混框架+轻钢布局	无

资料来源：wind、招商证券

从高标仓到智慧物流园。在互联网时代，仓储设施实现网络化、协同化成为趋势。随着物信息系统、物联网、计算机视觉、机器人、大数据等技术在物流领域的广泛应用，智慧升级将成为仓储物流的发展方向，这也是物流建设纳入新基建的原因所在。智慧物流园以全面连接、数字转型、智能升级为特征，通过信息互联网和设施物联网加速园区业务的在线改造，通过自动仓库、拣选机器人、AGV、自动分拣系统及设备以及仓储管理系统等软件的应用，构建起一套完整的智能仓储物流解决方案，让物流管控更加精细、高效、透明、智能，最大程度上帮助客户真正实现降本增效。

优质赛道孕育新生力量。我国开始迈入城镇化后期，普通商业地产诸如酒店、写字楼等资本回报率已逐渐显现疲态，而海外发达国家的经验显示仓储物流设施仍具备一定优势。此次疫情下我们见证其盈利水平的强大韧性和抗风险的能力，尤其一线城市的租金水平在疫情期间仍然强势提升。目前仓储物流基础设施的运营商包括国际巨头普洛斯以及万科万纬、易商、深圳宝湾、嘉民、宇培等国有及民营企业，涵盖房地产企业、物流企业、电商平台等等，未来均存在雄心勃勃的投资计划。恰逢 REITs 试点政策的推出，仓储物流行业有望迎来黄金发展阶段，新生力量或许正在孕育之中。

图 27：一线城市仓储用地租金走势



资料来源：wind，招商证券

表 10：各大企业持有仓储物流资产情况（万平方米）

企业	物流地产项目	仓储物流面积	在运营	在建	待开发	布局
万科	万纬物流	912	320	170	422	44 个城市
易商物流	易商	391	285	65	41	
南山控股	宝湾物流	511	280	120	111	一线及二线城市
宇培国际控股	宇培物流	452	250	70	132	
丰树集团	丰树物流	405	250	90	65	一线及二线城市
安博中国	安博	407	215	100	92	
中国平安	平安	300	200	100		
维龙中国	维龙	127	96	20	11	
东百集团	自营仓储物流	134				
普洛斯		5500				117 个城市

资料来源：招商证券、普洛斯市场报告，为方便比较，数据截至 2019 年

展望六：经历至暗时刻后，REITs 有望撬动收费公路变局

➤ 回顾 2020：遭遇最长免收通行费政策，疫情后时期恢复亮眼

2020 年遭遇最长免收通行费政策。针对疫情的高速公路免收通行费政策施行时间长达 79 天（2 月 17 日至 5 月 6 日），为行业历史之最。由于在此期间通行费收入归零，而成本及费用端由于折旧摊销、财务费用较为刚性，行业经历了最为黑暗的时期，2020H 全行业（上市公司）盈利仅为 6.0 亿元，为历史最差半年表现；2020Q1 亏损 25.9 亿元，为历史最差季度表现。

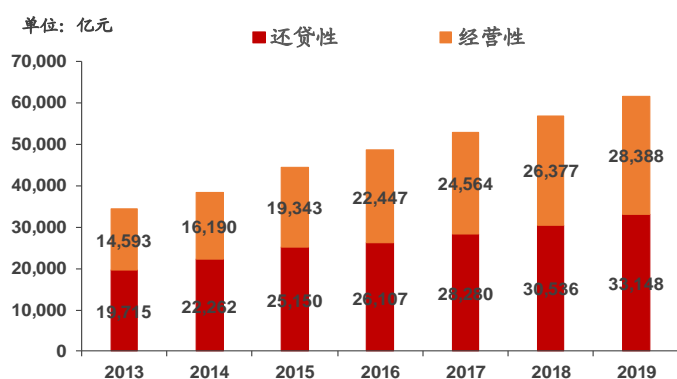
疫情后时期恢复亮眼。2020Q3 作为各高速公路公司疫情后首个完整经营的季度，全行（上市公司）共实现营业收入 255.6 亿元，同比增长 15.6%，已基本摆脱疫情带来的不

利影响。成本端合计达到 140.3 亿元,同比增长 22.4%,主要因部分公司新投路产所致。总体而言,在高经营杠杆下,收入端的大幅恢复使得高速公路业绩出现较大改善,2020Q3 全行业实现归母净利合计达到 86.4 亿元,同比增长 27.1%,交出满意答卷。从部分公司公布的月度经营数据可以看出,大部分路段通行费收入在 2020Q3 已恢复到去年同期水平,进入 2020Q4 仍在环比稳健复苏。

► 展望 2021: REITs 政策有望撬动变局

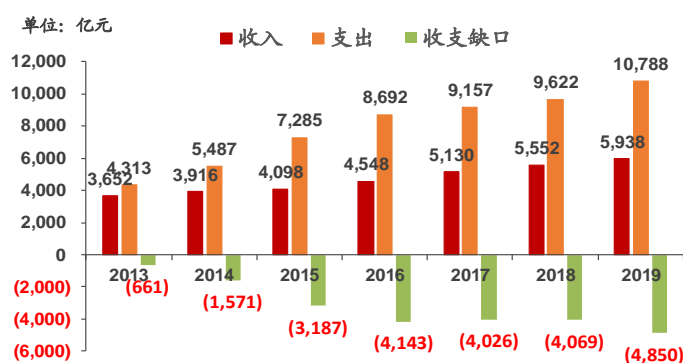
REITs 政策进入试点阶段, 2021 年或将见证行业变局。2020 年初证监会系统工作会议强调,服务实体经济质效,稳妥推动基础设施 REITs 试点。2020 年 5 月,证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》,高速公路资产在政策优先支持的范围之列。经过较长时间的征求意见,我们或许能在 2021 年见证首单高速高路 REITs 产品的诞生。

图 28: 收费公路历年债务余额



资料来源: wind、招商证券

图 29: 收费公路历年收支



资料来源: wind、招商证券

偿债高峰将至, REITs 产品有效盘活存量资产。收费公路行业长期以来投资大,但自有资本金有限,此前多以债务投入为主。伴随我国收费公路通车里程迅速增加(多以高速公路),其债务规模也随之快速膨胀,尤其 2020-2025 年将迎来偿债高峰(十二五为建设最为激进时期,建设期后开始还本付息)。同时近年来收费公路建设及养护成本大幅攀升,而收费标准则因政策限制难以匹配,致使收支缺口逐年扩大。未来伴随基础设施类 REITs 的发行,存量路产将得到有效盘活,从而提升运营效率,并降低地方政府杠杆率。2019 年 9 月 24 日和 12 月 27 日,“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划”和“华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划”陆续在交易所市场发行,为发行 REITs 产品提供较好的参考意义。

展望七: 铁路票价市场化悄然进行, 静待国铁加速资产证券化

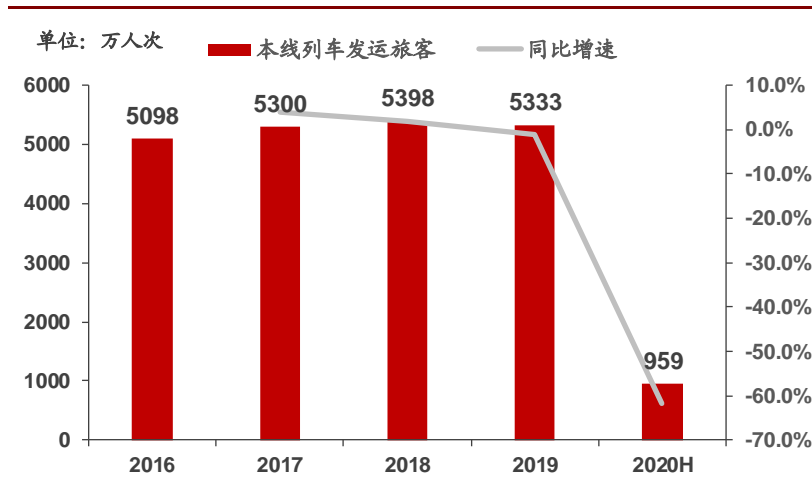
► 回顾 2020: 京沪高铁成高铁第一股, 重塑估值体系

京沪高铁成高铁第一股, 年末开启浮动化定价。作为国铁中最为优质的高铁客运资产,京沪高铁于 2020 年实现 IPO,并将募集资金用于京福安徽公司 65%股权的收购。疫情冲击下高铁客座率大幅下挫,高经营杠杆下京沪高铁上市首年业绩表现不佳,但自 Q3 开始业绩环比改善较为明显。2020 年 12 月 23 日,京沪高铁自开通 9 年以来首次开启浮动票价机制,向市场化定价方向上迈出关键一步。

优质铁路资产受市场认可, 重塑估值体系。以大秦铁路为代表的传统铁路资产因其货运需求严重受制于宏观经济的周期波动,难以表现出持续的成长性,在估值上较难获得市

场的青睐，市净率基本在 1.5PB 以下。即便近年来运能的饱和致使大秦铁路表现出类公用事业标的的属性，可采用股息率进行定价，但估值水平仍然难以向长江电力等标的看齐。另一方面，以广深铁路为代表的客运铁路资产因其运营效率问题，市净率长期处于破净状态。

图 30：京沪高铁本线发送旅客量



资料来源：公司公告，招商证券

京沪高铁自上市以来，在其较为稳定的盈利下，仍能获得 30xPE、1.5PB 以上的估值，表明优质铁路资产是可以得到市场高度认可的。究其原因，一是高铁资产主要面向 C 端（消费者），列车车次（本线及跨线）、运能、票价的提升也从客观条件上给予其业绩成长的空间；二是京沪高铁相对“轻资产”的运营模式（依托线路资源委托运输服务、提供跨线路网服务）在运营效率及业绩上体现充分，而其坐拥的黄金线路资源价值已被充分认知。虽然短期受疫情冲击致使客座率、开行车次出现较大下滑，但 Q3 良好的表现已展现稳健的复苏态势。尤其在疫情冲击的关口，公司抓紧机会开启浮动票价机制，允许二等座票价在当前价格基础上上浮不超过 8.1%、下调不超过 9.9%，向市场化定迈出关键一步。

► 展望 2021：票价市场化改革稳步推进，静待国铁加速资产证券化

票价市场化改革稳步推进。经过近年来高铁通车里程的快速增加，我国铁路运输已呈现高铁客运、普铁货运的运营格局，其中高铁客运量占铁路客运量比重已由 2015 年的 37.9% 提升至 2019 年的 64.4%，占全国总客运量的比重也于 2019 年提升至 13.4%。高铁准点率高、乘坐体验舒适等特点使其在中短途运输上具备较大优势，但长期以来我国高铁定价受行政管控较严，相对航空定价较低，制约了行业的利润空间。2016 年开启了东南沿海高铁的票价限制，此次京沪高铁浮动化定价更具备标志性意义。在旅客黏性较大，高铁服务差异化进一步提升的情形下，我们有望见证票价市场化改革的深化，以实现国铁客运的调度与旅客出行需求的更好匹配。

表 11：国铁票价改革措施

时间	票价改革措施
2013 年	中铁总货改，改革货运受理方式（网上受理）、改革运输组织方式（实货制）、清理规范货运收费（对所有收费实行“一口报价、一张货票核收”）、大力发展铁路“门到门”全程物流服务。
2015 年	修订《铁路法》第二十五条，规定在竞争性领域实行市场调节定价，铁路运输杂费的收费标准由铁路运输企业自主决定。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

时间	票价改革措施
2016 年	宣布放开高铁动车票价，由国家铁路总公司在综合考虑建设运营成本、市场需求等因素的基础上，原则上以公布票价为上限，根据市场供求关系自主定价。
2017 年	发改委、中铁总推进铁路门到门运输一口价，取消部分收费项目，下调铁路电气化附加费。
2018 年	发改委对铁路集装箱、零担货物、整车运输的 12 个货物品种运输价格实行市场调节价，到目前铁路货运实行运输企业以政府指导价为基础，上浮不超过 15%，下浮不设限，基本实现市场化。

资料来源：国铁集团，招商证券

静待国铁加速资产证券化。自建国以来，国铁集团经历了全部依赖国家拨款到国铁集团联合地方政府、社会资本、外资等多主体共同投融资的阶段。多渠道的融资模式能较好解决铁路投资的庞大开支，但国铁自身仍存在杠杆率较高的问题，亟需通过资产证券化的方式进行化解。此次京沪高铁上市，并借由募投资金收购国铁资产，在时间及流程上均创下 IPO 的最快纪录，成为国铁资产证券化的样板。**在京沪高铁之前，国铁集团只有大秦铁路、广深铁路、铁龙物流上市，资产证券化率只有大约 2%。**国铁集团内部仍拥有较多具备上市潜力的优质资产，如京广深、沪宁高铁、哈大高铁等高铁资产，中铁快运等专业运输公司，以及张唐铁路等煤炭运输资产和其他优质客货运资产。同时我们注意到，2020 年大秦铁路亦开启可转债融资收购太原局集团相关铁路资产，开启沉寂 4 年之久的直接融资，距离上一次股权融资亦超过 10 年。客运、货运资产相继开启资本运作，或是国铁集团加速资产证券化的序章。

投资策略汇总：关注因疫情受损严重的相关行业，重点推荐航空、机场、快递、集运行业龙头标的

总体而言，伴随疫苗研制出现重大进展，因疫情受损严重的行业有望在 2021 年得到明显修复，预计航空、机场行业有望获得较为明显的相对收益，航空行业推荐业绩弹性较大的三大航空公司中国国航、南方航空、东方航空以及低成本龙头春秋航空，机场行业推荐免税流量变现龙头上海机场、白云机场。快递行业仍是物流领域景气度最佳的赛道，重点推荐顺丰控股，看好其成长为综合性物流龙头，未来三年进入业绩释放期。集运行业供不应求的局面仍将持续至明年，运价中枢有望持续维持高位，看好龙头公司业绩弹性，重点推荐中远海控。铁路客运环比改善弹性大，票价市场化改革深化长期成长逻辑，重点推荐京沪高铁。

风险提示：宏观经济超预期下滑、油价大涨、人民币汇率贬值、疫情扩散超预期、快递公司价格战超预期恶化、疫苗研制不及预期

宏观经济超预期下滑：交运行业发展与宏观经济发展联系密切，如果宏观经济持续下滑，势必影响大多数公司经营业绩。

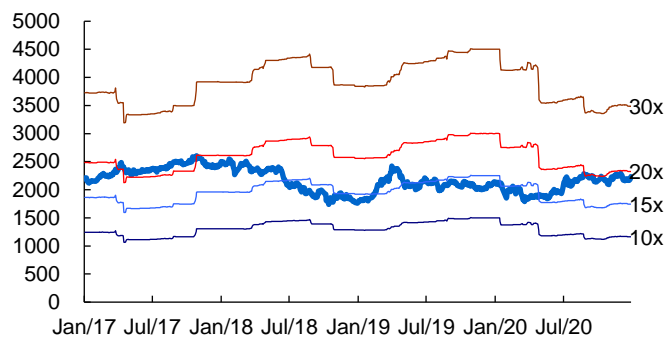
油价大涨、人民币汇率贬值：油价上涨将加剧航空公司燃油成本，人民币贬值将造成航空公司汇兑损失，都将显著拖累业绩。

疫情扩散超预期：如果疫情扩散超预期，那么交运板块的众多行业都将继续受到冲击，业绩将出现明显下降。

快递公司价格战超预期恶化：价格战将侵蚀网点利润，如果程度加深或者时间拉长，网点亏损将显著拖累总部利润。

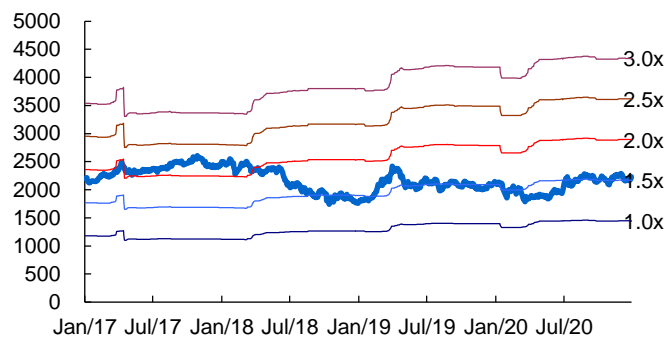
疫苗研制不及预期：当前疫苗是否能够大规模成功上市仍存在不确定性，如果疫苗研制不及预期，可能对交运行业板块估值造成一定冲击。

图 31: 交通运输行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 32: 交通运输行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

王西典：上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>