

交通运输

经济复苏阶段，交运看好什么？

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



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

摘要

- **经济复苏期，看好航运、航空、原材料供应链**

航运率先受益，价格弹性大、经营杠杆高导致盈利弹性大；航空经营杠杆高导致盈利弹性大，原材料供应链受益于大宗商品价格上涨，收入和利润弹性大。三者的ROE弹性较大，航空和原材料供应链在股票牛市中股价表现较好。

- **经济衰退期，看好港口、公路、铁路**

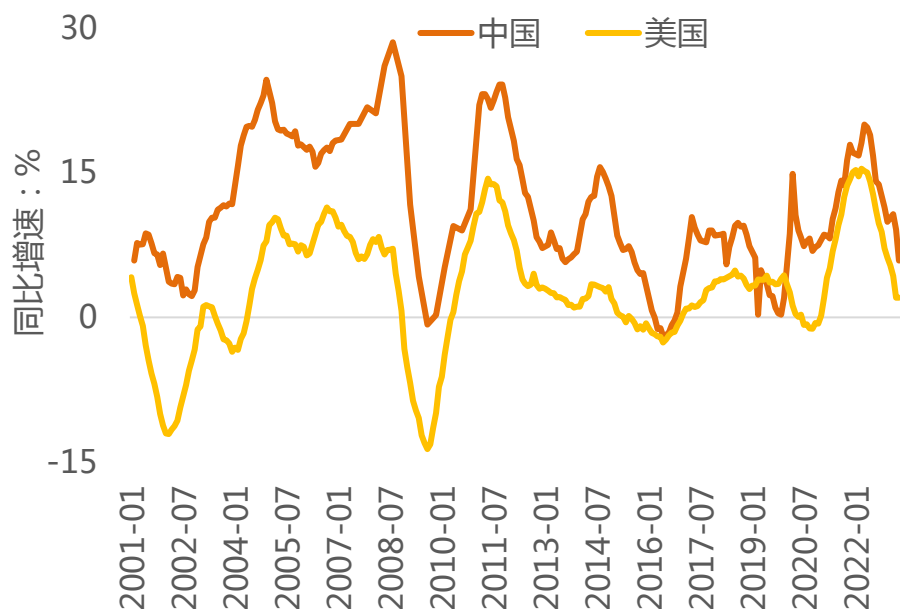
需求和价格弹性低的港口、公路、铁路等板块，盈利具有韧性。在股票弱市中相对配置价值上升，看好高股息公司。

风险提示：全球经济增速下行，大宗商品价格下跌，燃油价格大幅上涨，政策要求降费

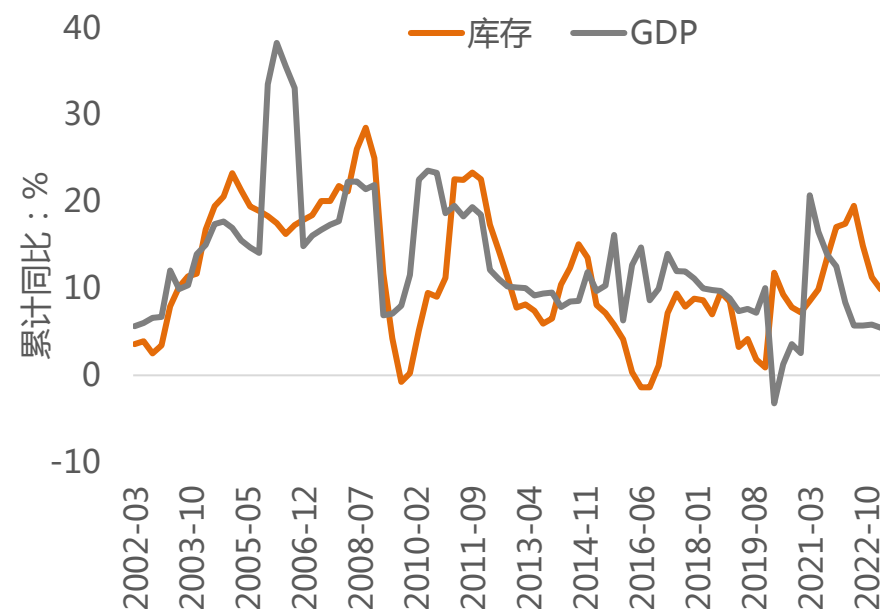
1 库存周期处于历史相对低位

- 2022年来，中国和美国的库存周期下行已超过一年，都处于历史相对低位。
- 按库存周期3年半左右的历史平均规律来看，目前中美共振去库存可能已过半。

■ 中国和美国的库存周期都处于历史相对低位



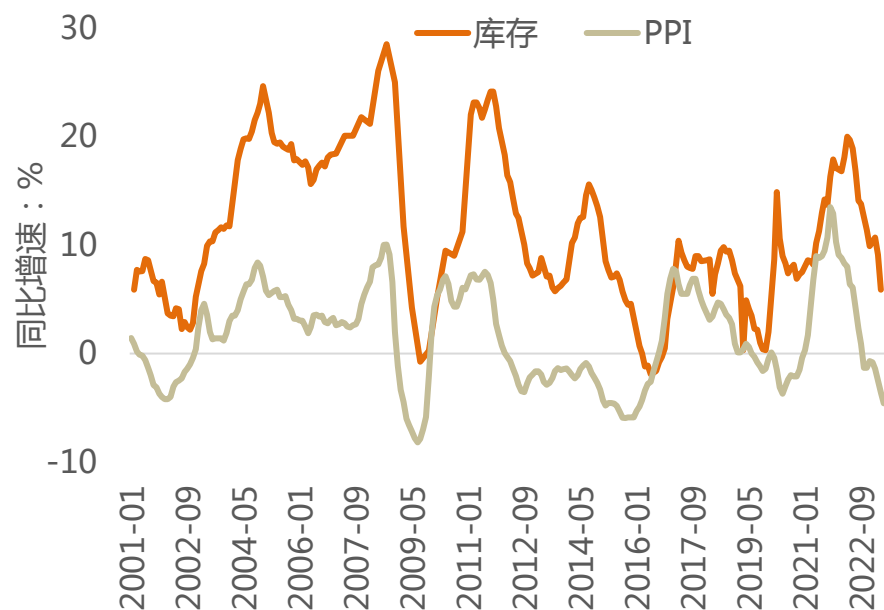
■ 中国库存周期与名义GDP周期比较吻合



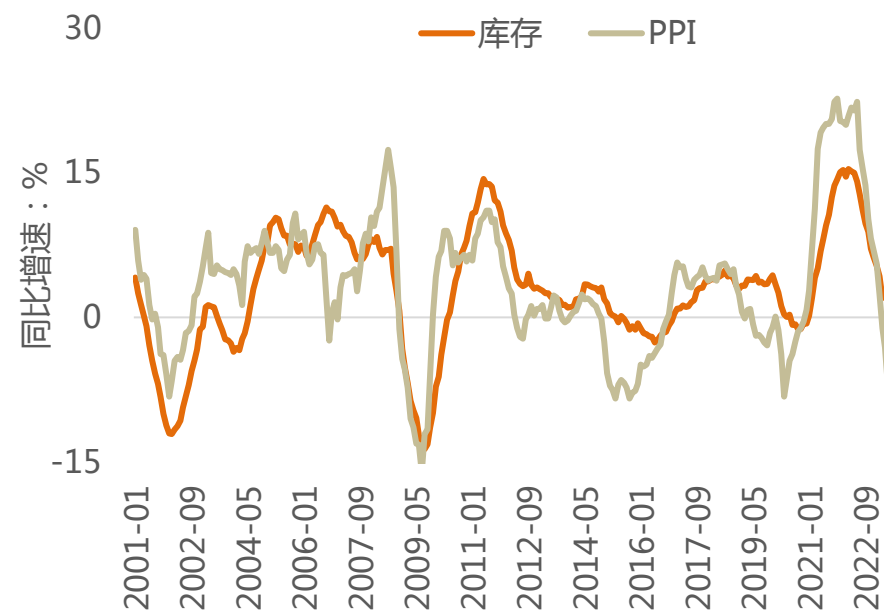
1 库存周期处于历史相对低位

- PPI是库存周期的领先指标，中国和美国的PPI已经处于历史相对底部，库存周期也有望随之见底。
- 如果PPI止跌回升，那么很可能是库存周期上行的信号。

■ 中国库存的领先指标PPI处于历史相对底部



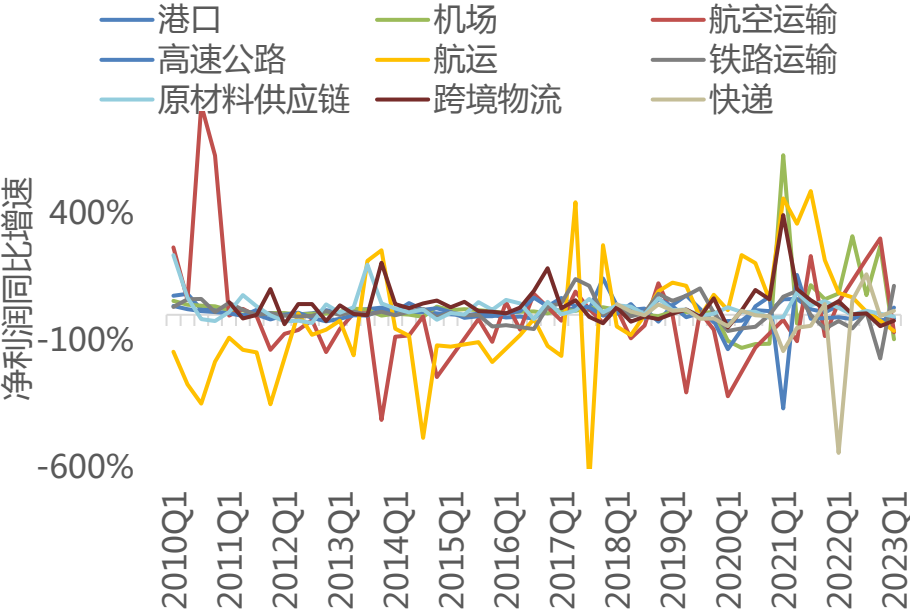
■ 美国库存的领先指标PPI处于历史相对底部



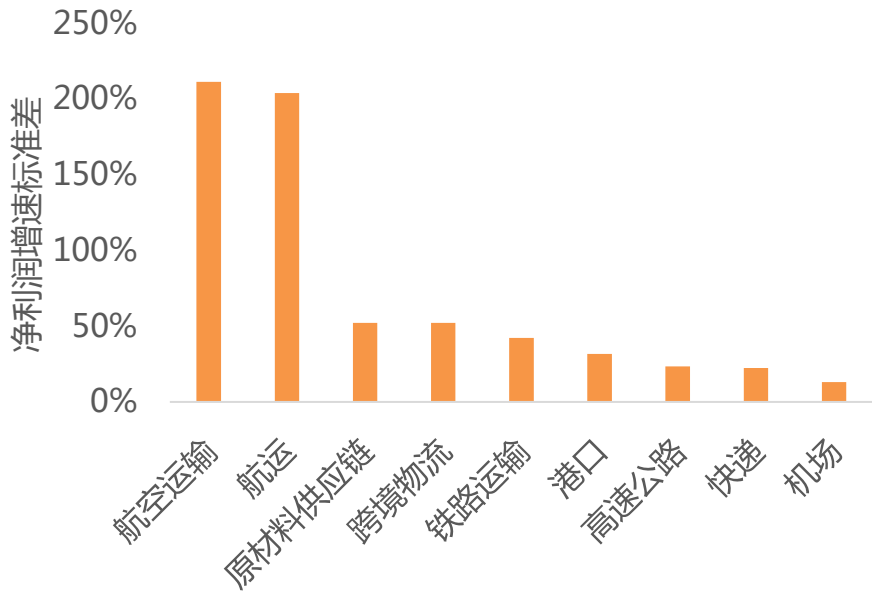
2.1 利润弹性：航空和航运较大

- 在经济周期中，航运和航空的净利润波动较大，原材料供应链和跨境物流次之，港口、公路、机场等波动性较小。
- 经济复苏阶段，航空和航运有望受益于需求增长，盈利大幅增长。

■ 航空和航运板块的净利润增速波动较大



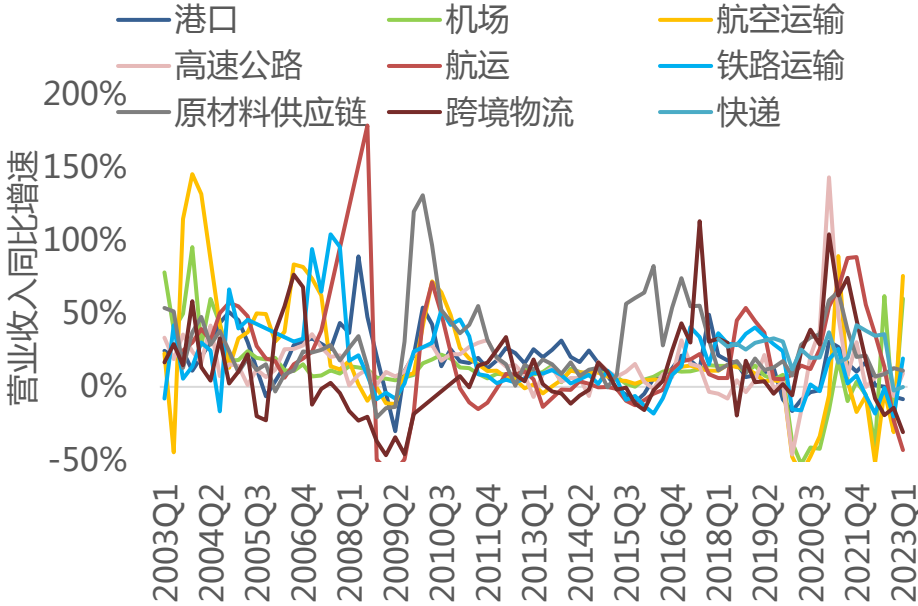
■ 2010-19年航空和航运板块的净利润增速波动性领先



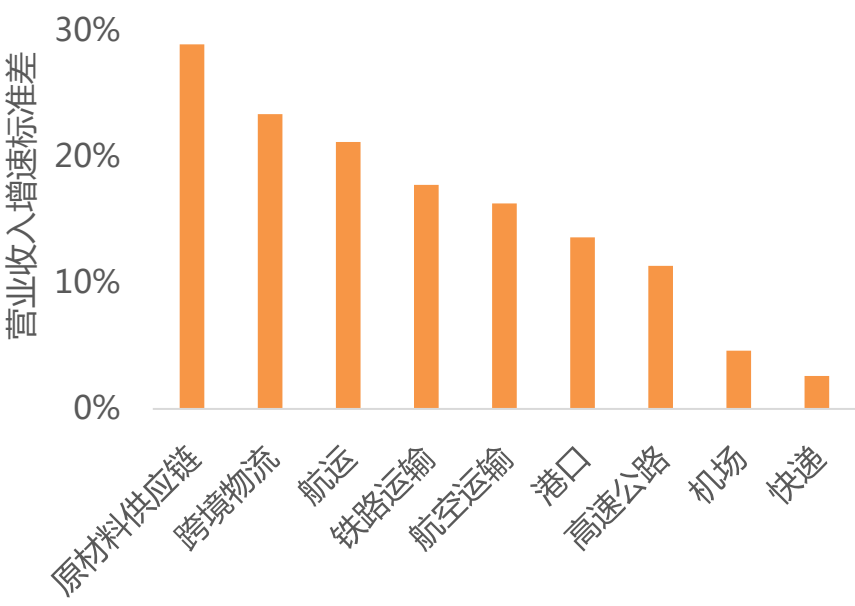
2.2 收入弹性：原材料供应链、跨境物流等较大

- 利润弹性可以分解为收入弹性和利润率弹性。
- 2010-19年，原材料供应链、跨境物流、航运等板块的收入弹性较大，增速波动性领先。

■ 原材料供应链、跨境物流等板块的收入增速波动较大



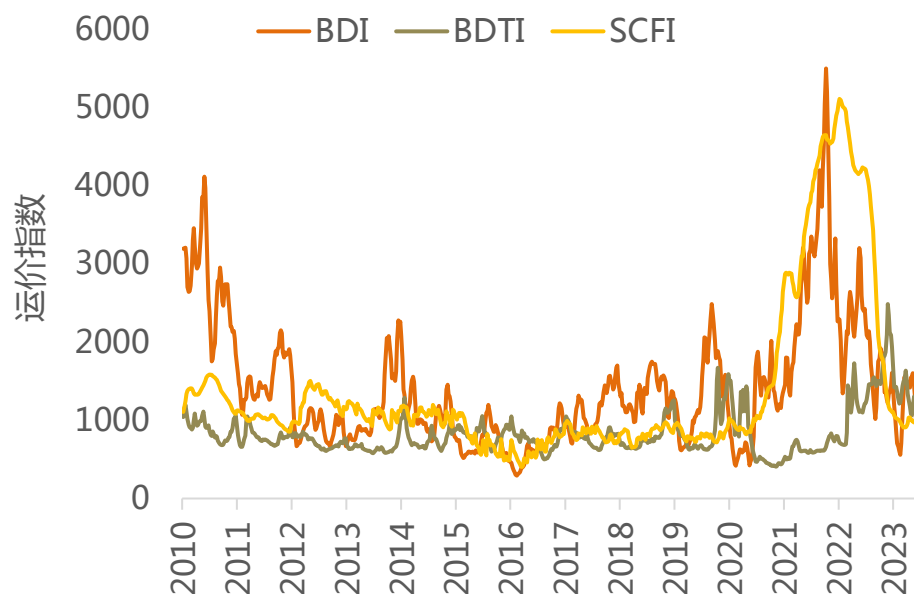
■ 2010-19年，原材料供应链等板块的收入增速波动性领先



2.2 收入弹性：主要来自价格波动

- 大宗商品价格波动大，导致原材料供应链板块收入大幅波动；航运运价波动大，导致航运和跨境物流板块收入大幅波动。

■ 航运运价波动较大，航运和跨境物流公司收入随之波动



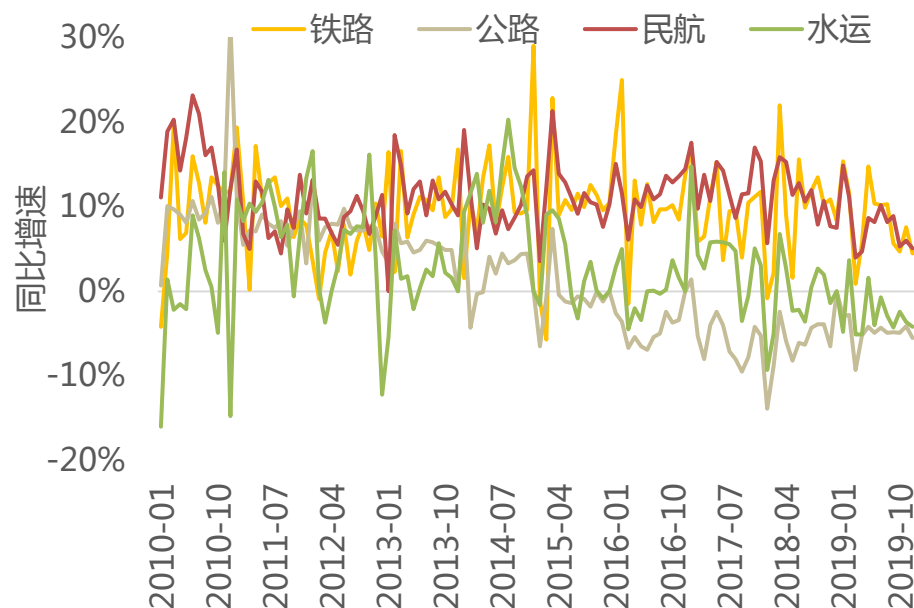
■ 大宗商品价格波动，原材料供应链企业收入随之波动



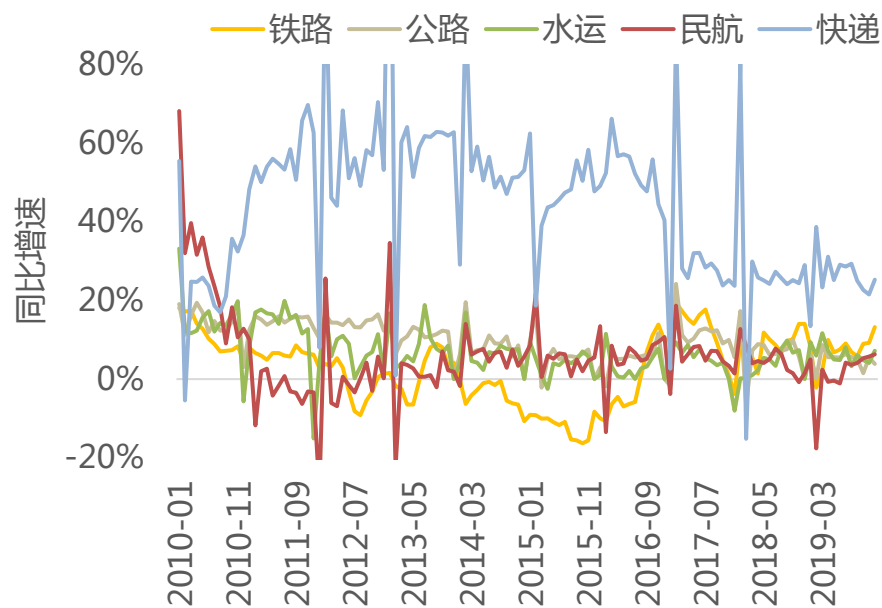
2.2 收入弹性：运量贡献相对较小

- 主要交通运输方式的客运量、货运量增速波动都较小，对收入弹性的贡献相对较小。

■ 主要运输方式的客运量增速波动较小



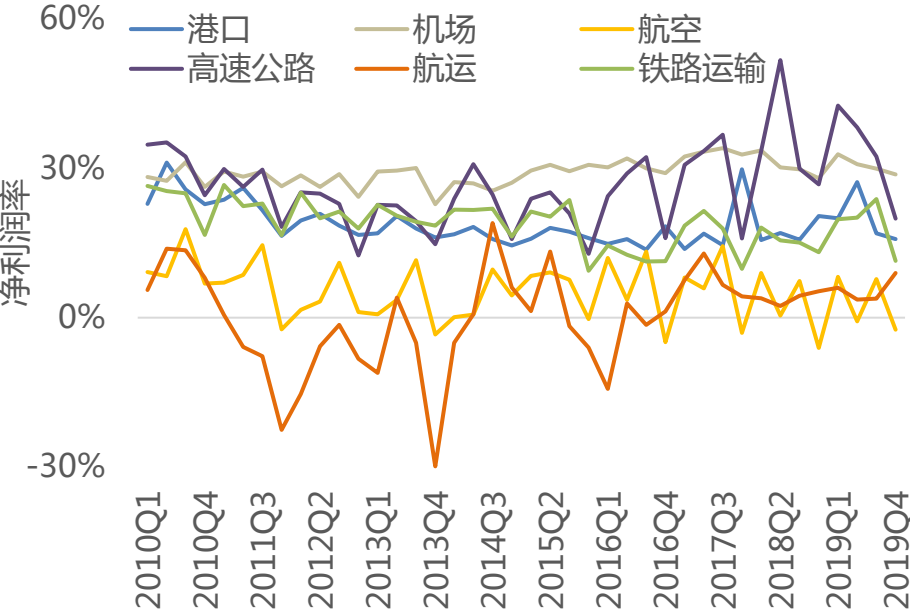
■ 主要运输方式的货运量增速波动较小



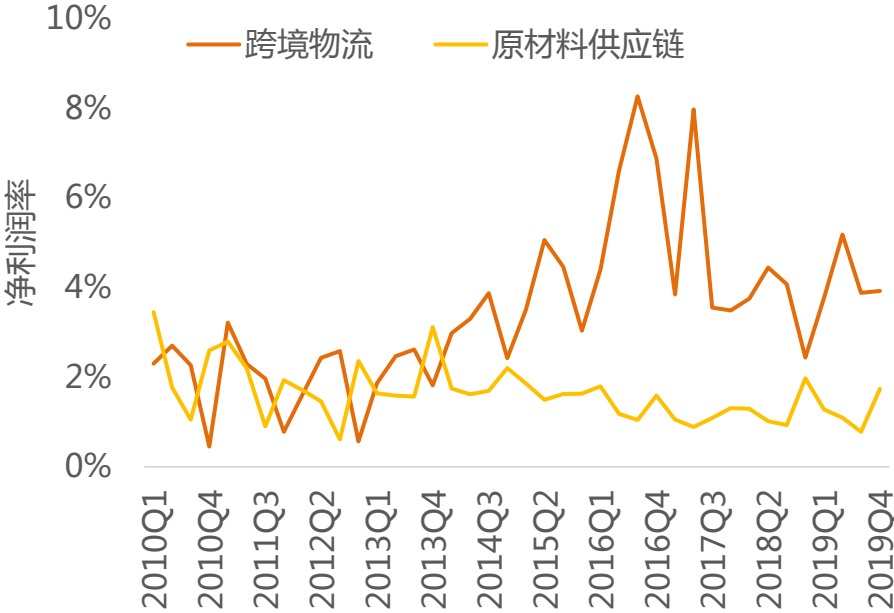
2.3 利润率弹性：航运和航空较大

- 航运和航空的利润率弹性较大：水平较低，且在零附近波动。产能利用率波动会对净利润率产生明显影响，即经营杠杆较高。
- 港口、铁路、机场的利润率弹性较小：水平较高，且波动性小。

■ 航运和航空板块的利润率弹性较大



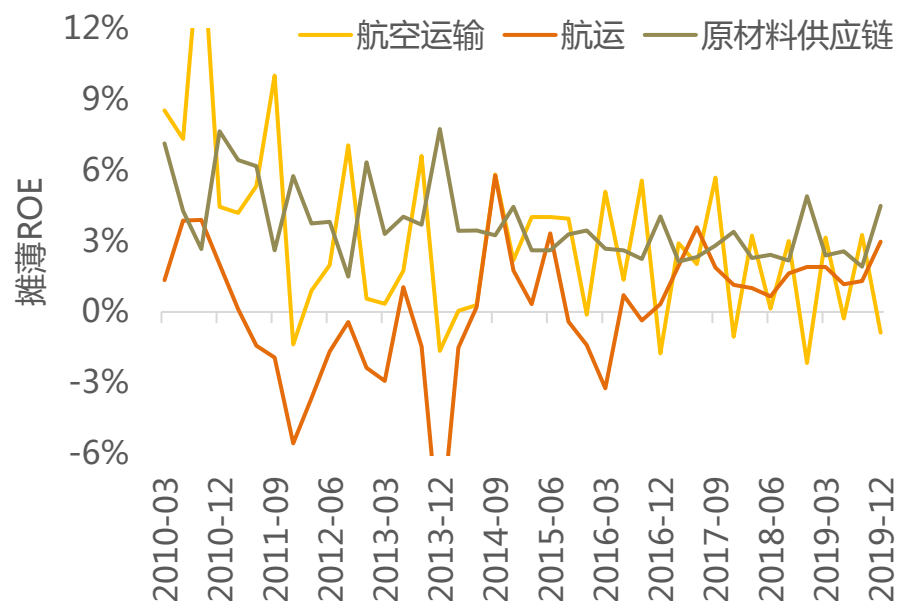
■ 原材料供应链的净利率较低较稳定



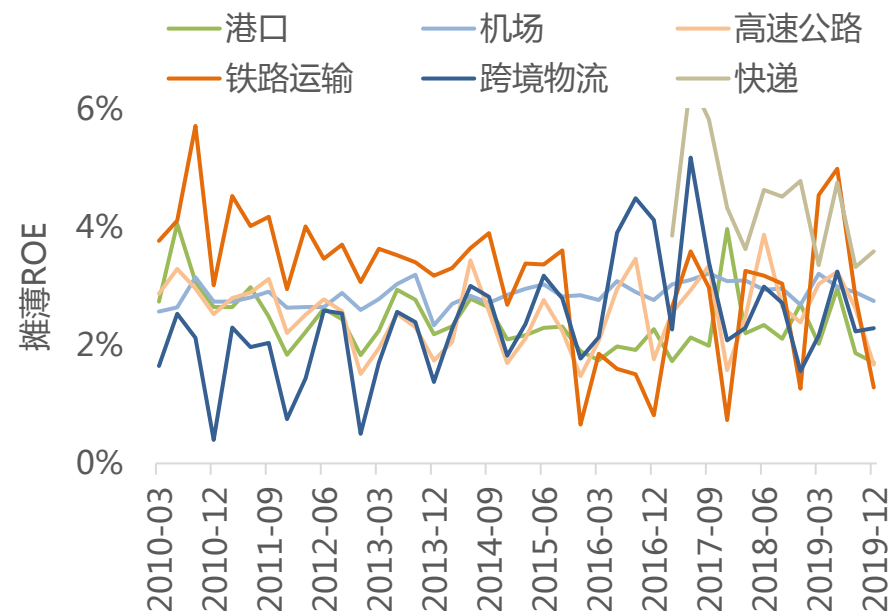
2.4 ROE弹性：航运和航空较大

- 航运和航空的ROE弹性较大：运价和利润率弹性大，导致盈利弹性大。
- 港口、铁路、机场等板块的ROE弹性较小。

■ 航空、航运、原材料供应链板块的ROE弹性较大



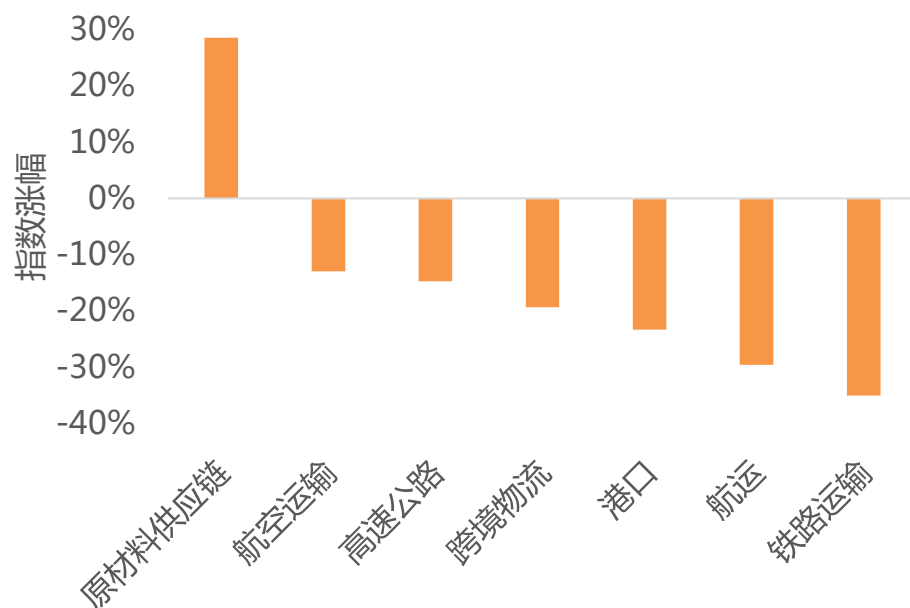
■ 港口、公路、铁路等板块的ROE弹性较小



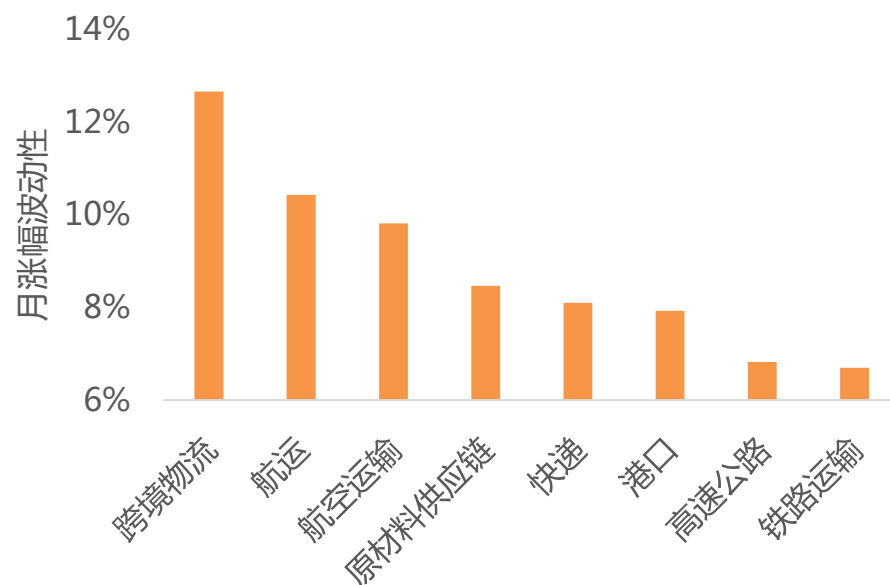
2.5 股价弹性：跨境物流、航运、航空较大

- 2010年至今，交运主要板块指数是下跌的，且跌幅较大。
- 2010年至今，交运主要板块指数月度涨跌幅的波动性，跨境物流、航运、航空较大，高速公路、铁路较小。

■ 2010年至今，交运主要板块指数累计涨跌幅



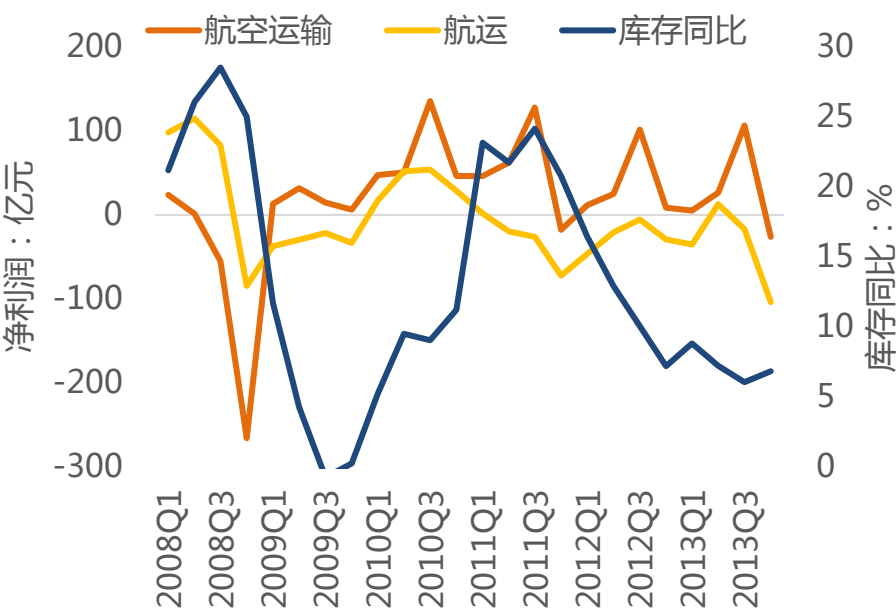
■ 2010年至今，交运主要板块指数月度涨跌幅的标准差



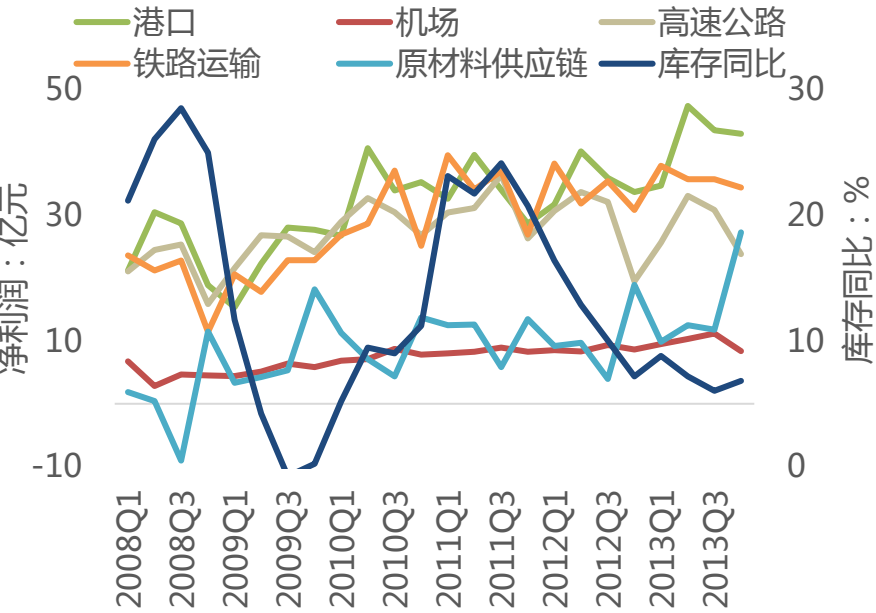
3.1 利润领先性：2009年航空和航运率先回升

- 在2009-2013年库存周期中，航空和航运板块净利润领先于库存周期上升，也领先于库存周期回落。
- 铁路、高速公路板块净利润同步于库存周期见顶。
- 港口、机场、原材料供应链板块净利润增长趋势。

■ 2009年航空和航运的净利润领先于库存周期回升



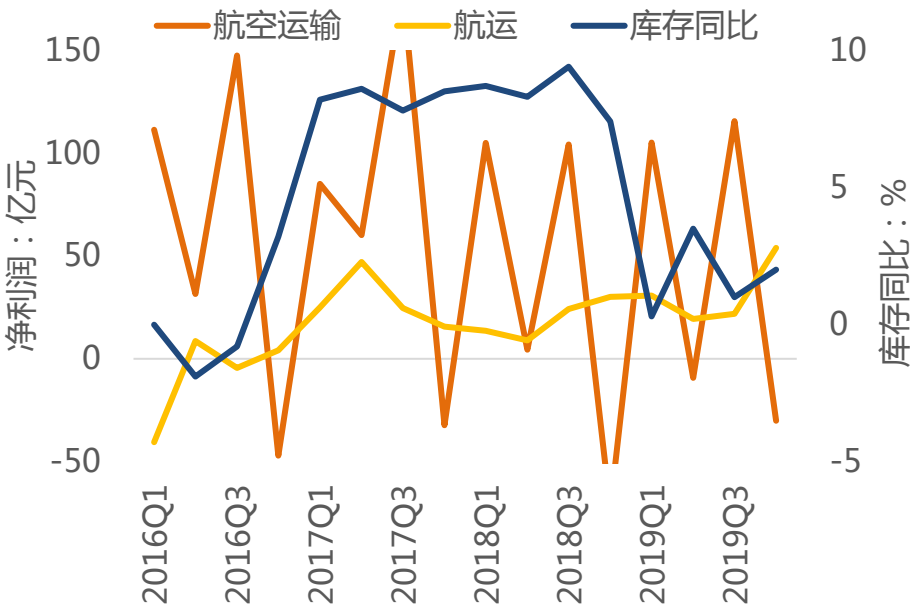
■ 2011年铁路、高速公路等板块净利润同步于库存见顶



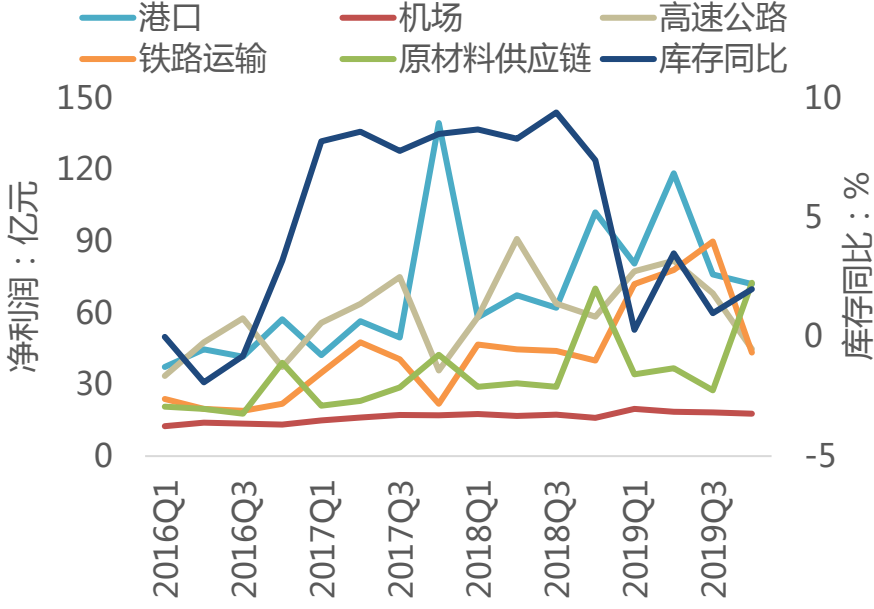
3.2 利润持续性：2016-18年港口、铁路、高速公路增长趋势

- 2016年航运板块的净利润领先于库存周期回升，航空周期波动不明显。
- 2016-18年港口、铁路、高速公路等板块净利润呈增长趋势。

■ 2016年航运板块的净利润领先于库存周期回升



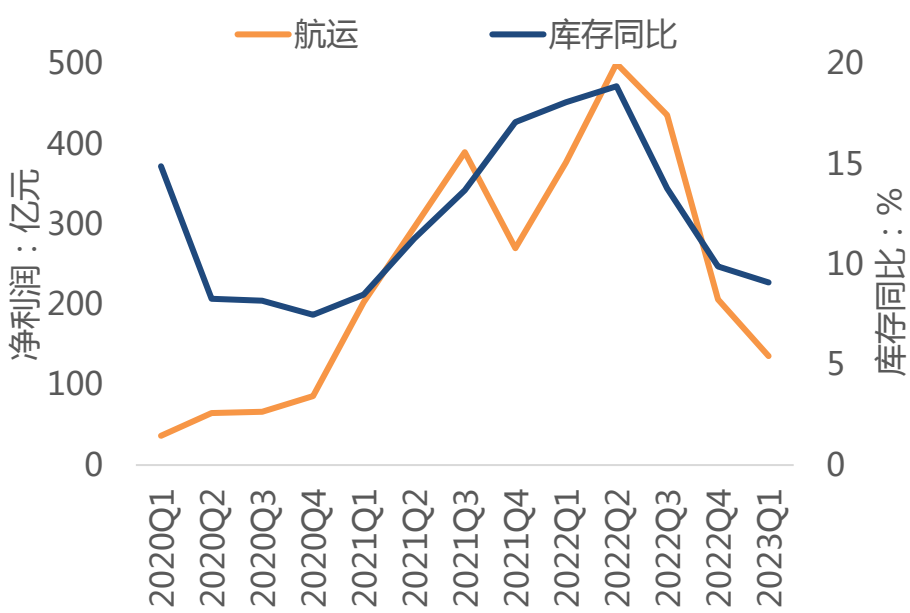
■ 2016-18年港口、铁路、高速公路等板块净利润增长趋势



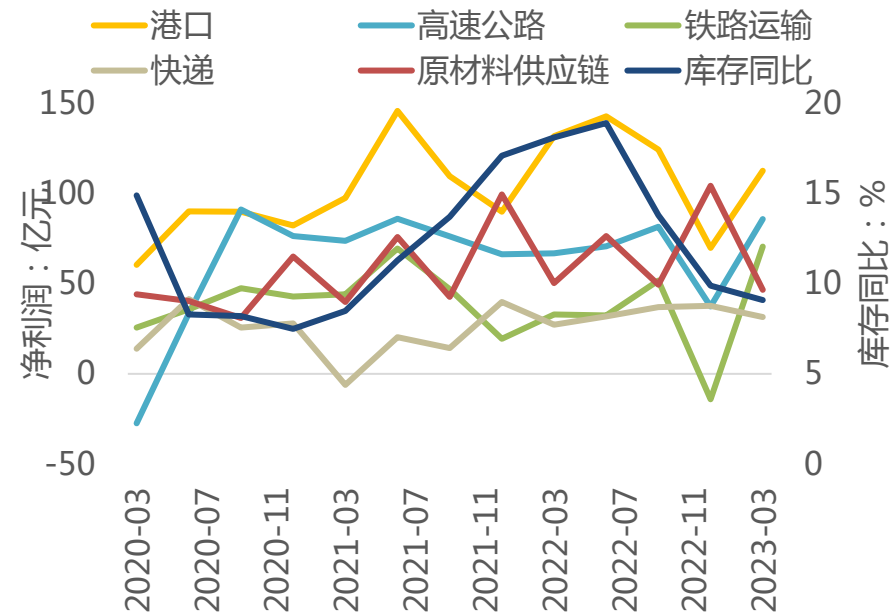
3.3 利润周期性：2020年航运、港口、原材料供应链随周期波动

- 2020年，航运板块净利润领先于库存周期回升，同步见顶。
- 港口、原材料供应链板块净利润与库存周期波动相关。
- 航空、机场、铁路客运净利润受疫情影响，与库存周期关系较弱。

■ 2020年以来，航运板块净利润领先于库存周期回升



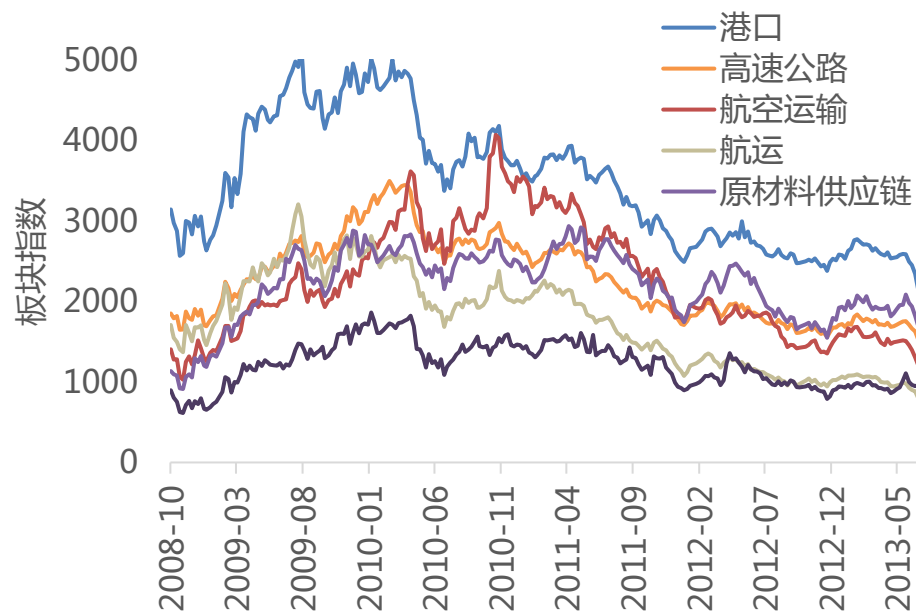
■ 2020年以来，港口、原材料供应链等板块净利润周期波动



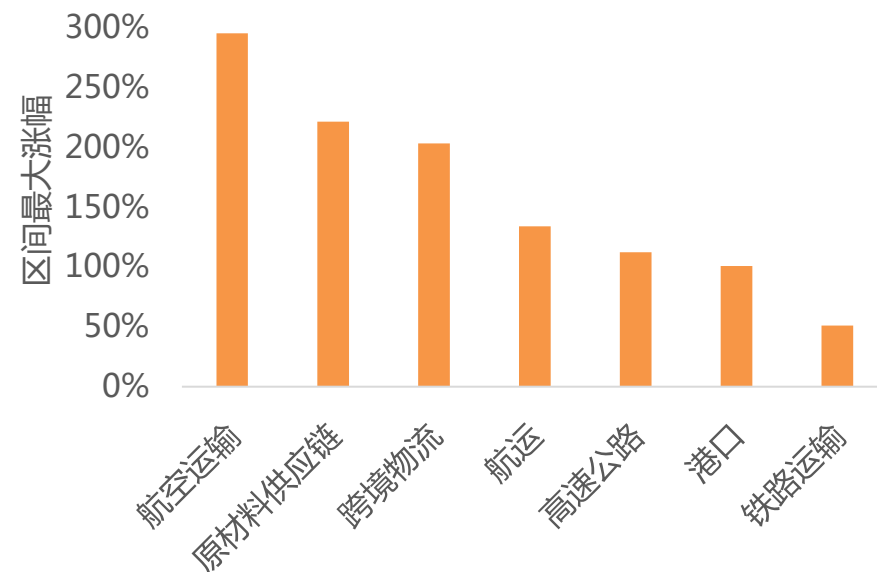
3.4 股价周期性：牛市中航空、原材料供应链在交运行业涨幅领先

- 2008年股市领先于库存周期回升，交运主要板块指数大幅上涨。
- 2008-11年，在交运行业中，航空、原材料供应链、跨境物流等板块指数区间最高涨幅领先。

■ 2008年10月-2011年9月交运主要板块指数大幅回升



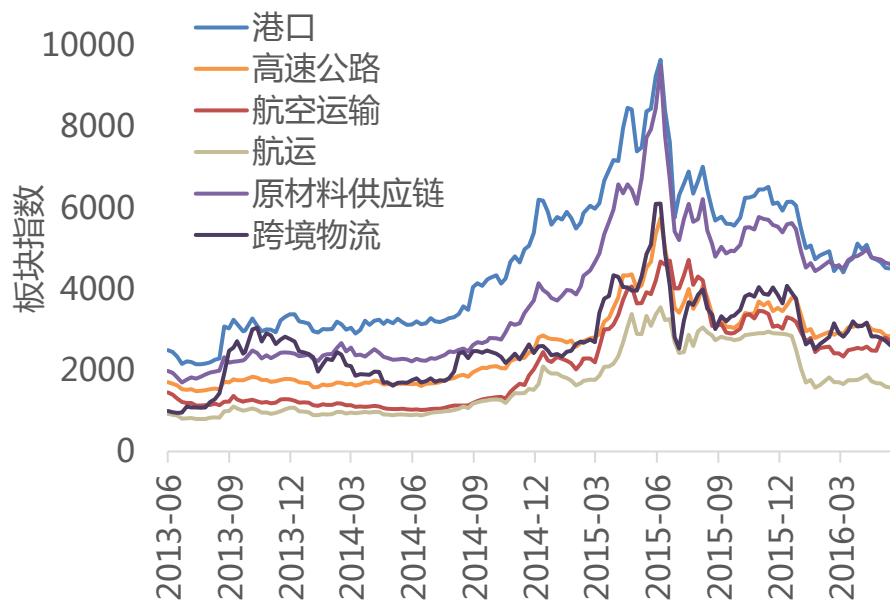
■ 2008年10月-2011年9月航空、原材料供应链等指数涨幅较大



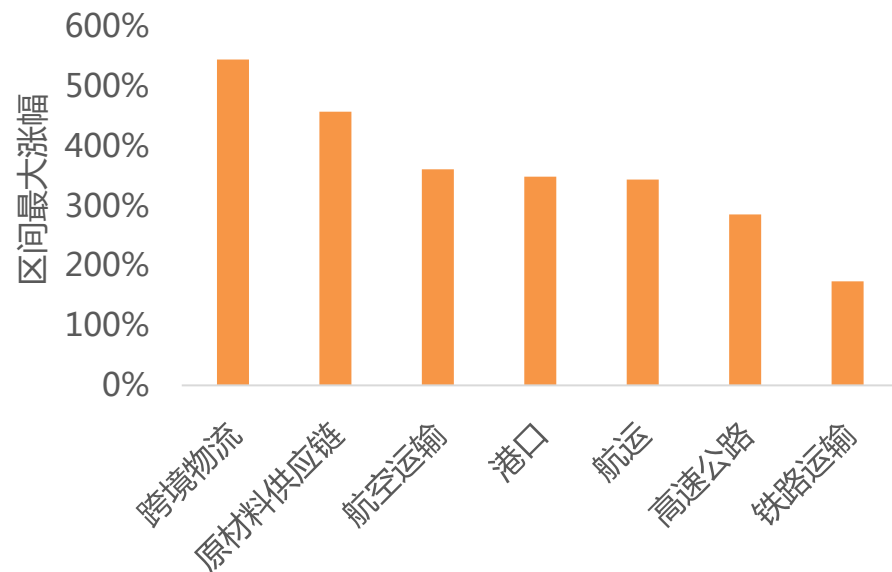
3.4 股价周期性：牛市中跨境物流、原材料供应链在交运行业涨幅领先

- 2015年股市滞后于库存周期回升，交运主要板块指数大幅上涨。
- 2013-16年，在交运行业中，跨境物流、原材料供应链等板块指数区间最高涨幅领先。

■ 2013年6月-2015年9月交运主要板块指数大幅回升



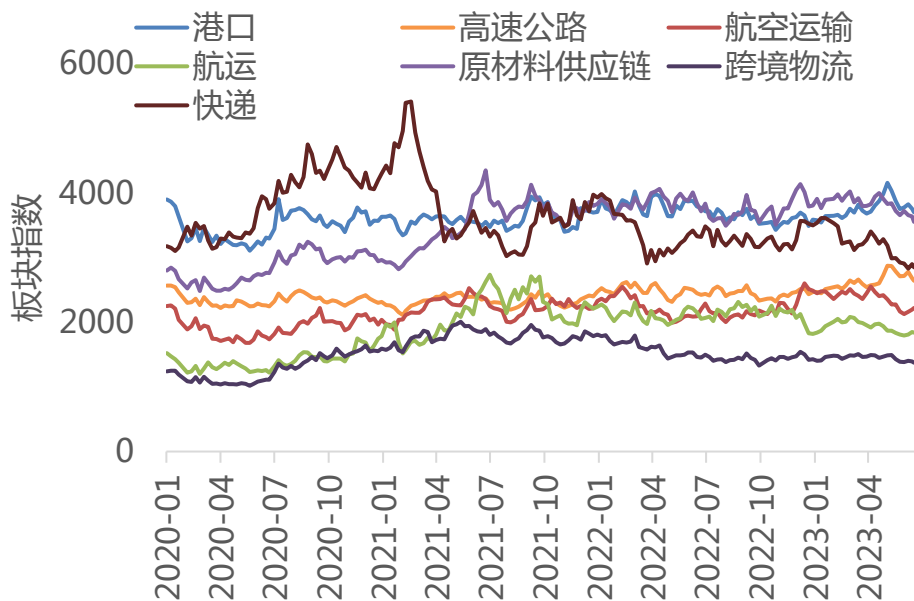
■ 2013年6月-2015年9月跨境物流、原材料供应链等指数涨幅较大



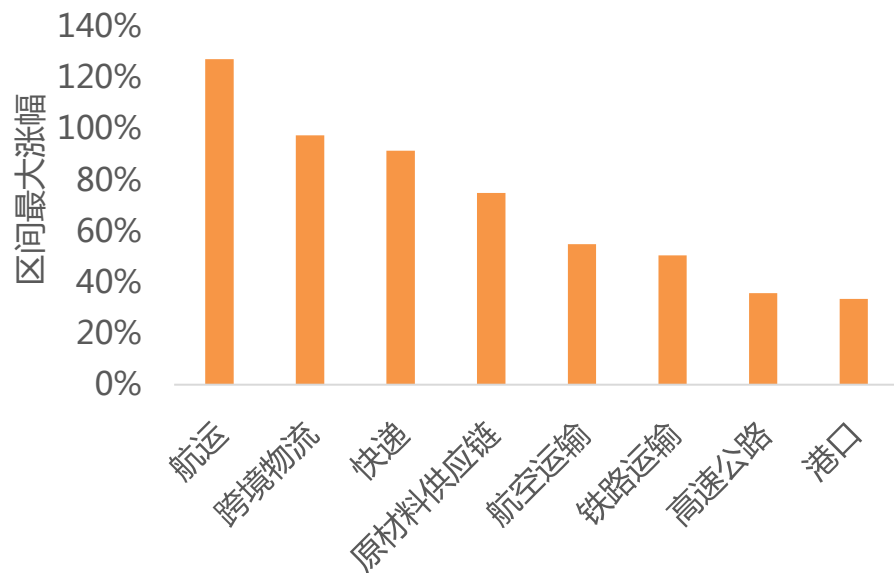
3.4 股价周期性：平衡市中航运、跨境物流等在交运行业涨幅领先

- 2020年以来平衡市，交运主要板块指数小幅上涨。
- 2020年以来，在交运行业中，航运、跨境物流等板块指数区间最高涨幅领先。

■ 2020年以来，交运主要板块指数小幅上涨



■ 2020年以来，航运、跨境物流等板块指数涨幅较大



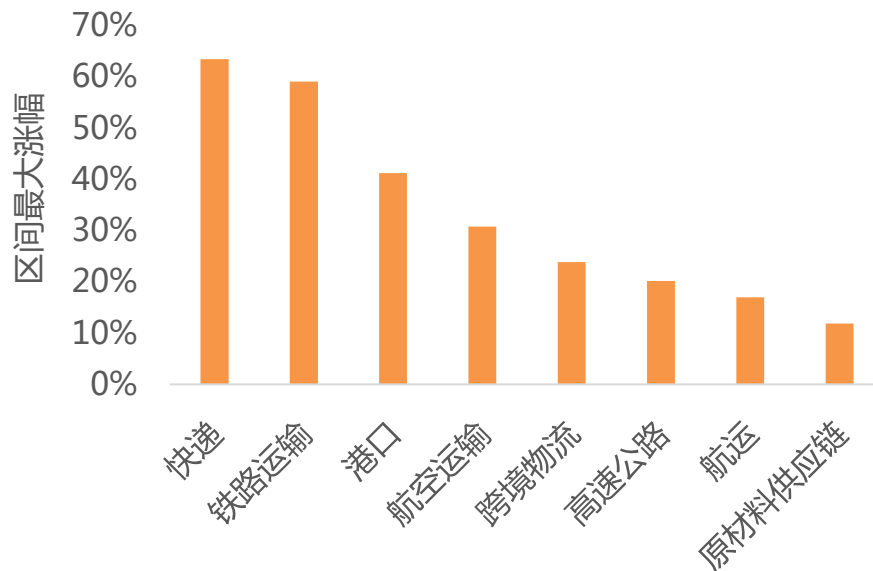
3.4 股价周期性：弱市中快递、铁路等在交运行业涨幅领先

- 2016-19年弱市中，交运主要板块指数小幅下跌。
- 2016-19年，在交运行业中，快递、铁路、港口等板块指数区间最高涨幅领先。

■ 2016-19年弱市中，交运主要板块指数下跌



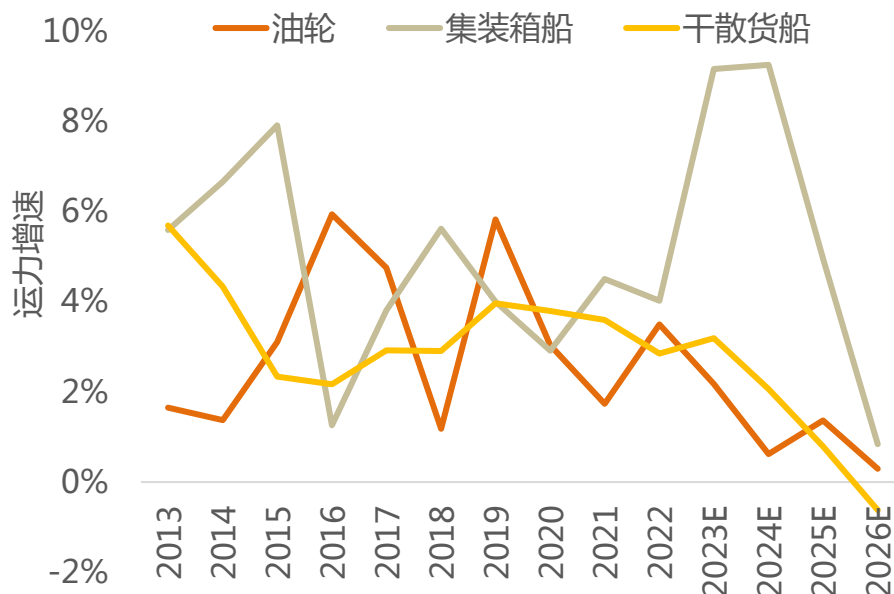
■ 2016-19年，快递、铁路等板块指数区间最高涨幅较大



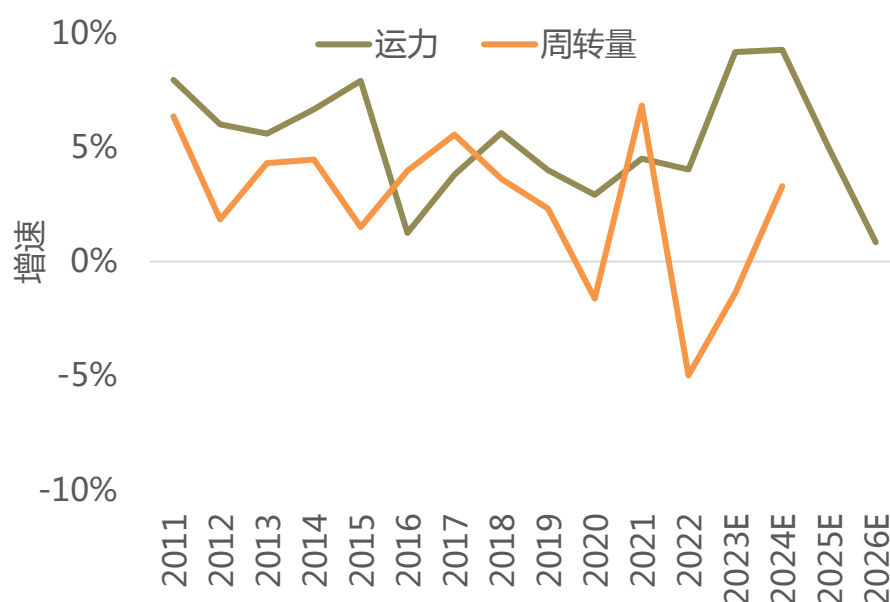
4.1 航运周期：集装箱航运低景气

- 我们预测，2023-25年，油轮和干散货船运力增速有望下降，集装箱船运力高增长。
- 我们预测，2023-24年，集装箱船运力增速或将超过运输周转量增速，行业或将维持低景气度。

■ 2023-25年油轮和干散货船运力增速有望下行



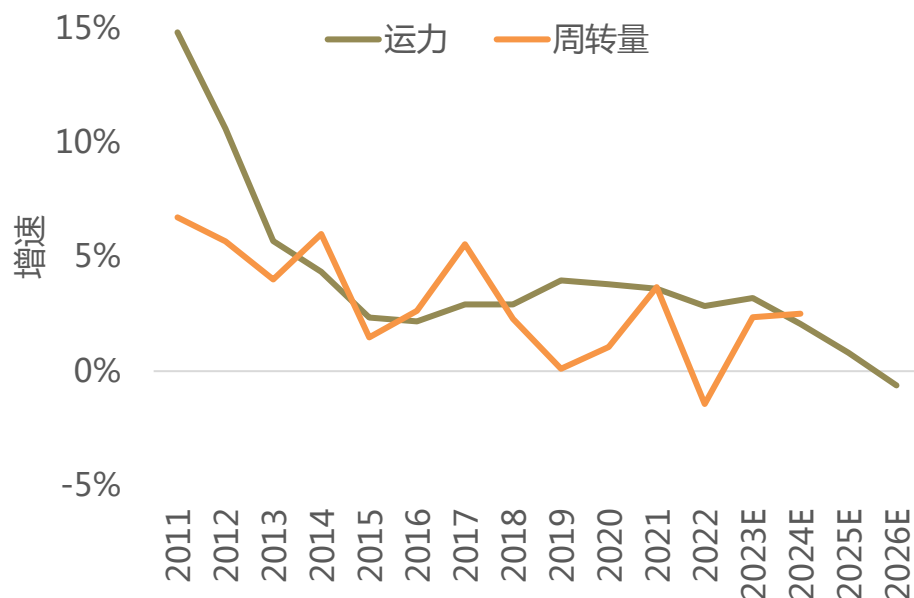
■ 2023-24年集装箱船运力增速或将超过运输周转量增速



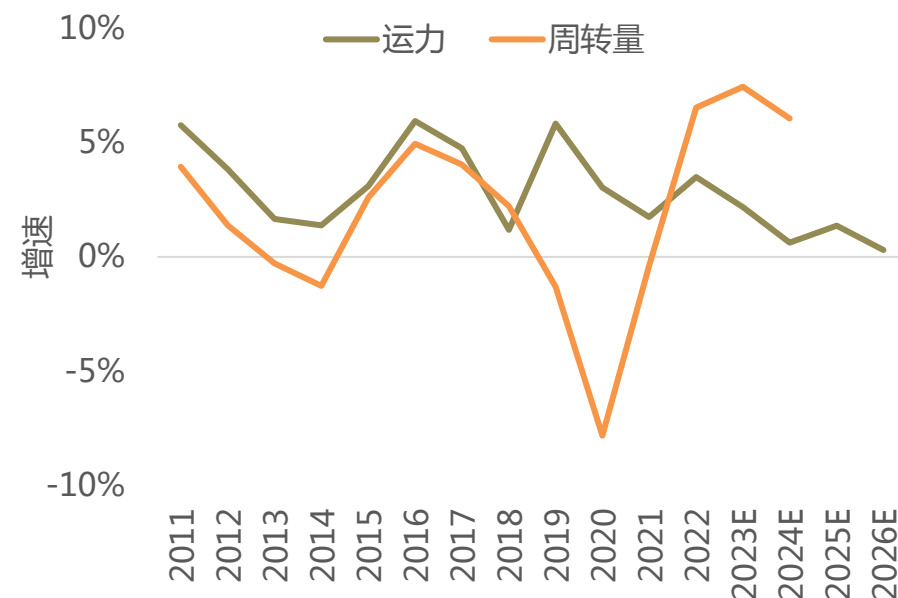
4.1 航运周期：油运有望景气上行

- 我们预测，2023-24年，干散货航运运力增速和周转量增速接近，行业供需平衡。
- 我们预测，2023-24年，油轮运输周转量增速有望超过运力增速，行业景气度有望继续上行。

■ 2023-25年干散货航运运力增速和周转量增速接近



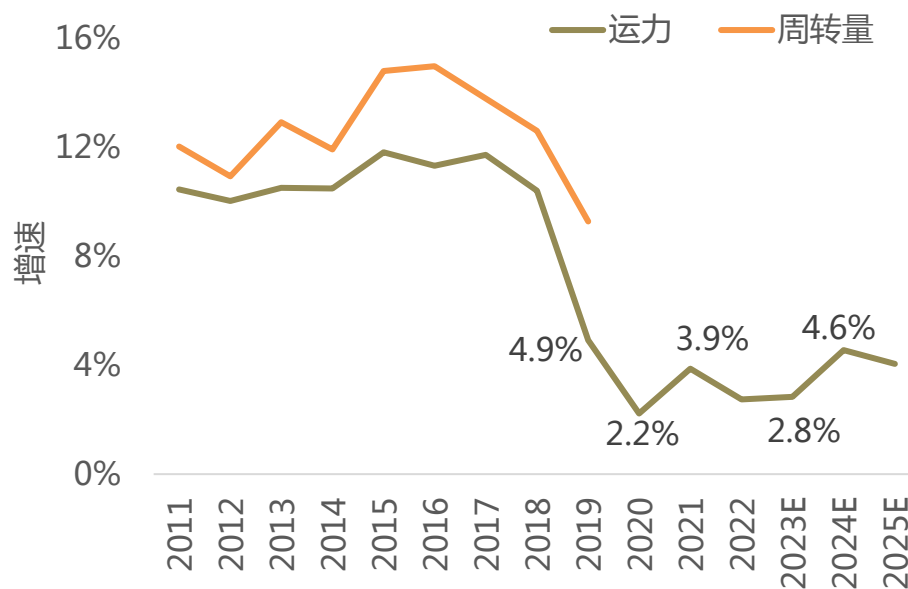
■ 2023-24年油轮运输周转量增速有望超过运力增速



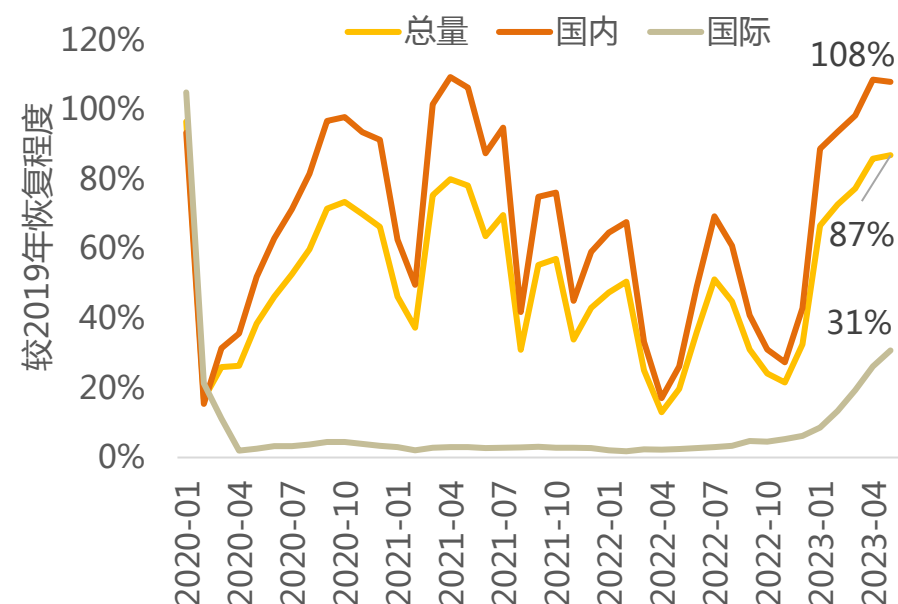
4.2 航空周期：需求恢复带动景气上行

- 2019-22年，中国运输飞机数量持续低增长；2023-25年，飞机数量有望继续低增长，增速明显低于2011-18年。
- 中国民航客运周转量快速恢复，其中国内已经高于疫情前水平。

■ 2019-25年，中国运输飞机数量或将持续低增长



■ 民航客运周转量，国内航线快速恢复，国际航线恢复加快



5 弱市中关注高股息公司

- 部分交通基础设施公司分红比例较高、股息率超过7%，具备投资价值。
- 在股票弱市中，高股息公司的相对配置价值提升。

部分交通基础设施公司的股息率较高

证券代码	证券简称	股价：元 20230621	2023年Wind 一致预期EPS：元	2022年现金 分红比例	2022年 股息率	2023年 预期股息率	分红承诺
601000.SH	唐山港	3.44	0.36	70%	5.8%	7.3%	分红比例30%
601006.SH	大秦铁路	7.36	0.86	64%	6.5%	6.5%	≥0.48元/股
600548.SH	深高速	8.64	1.12	55%	5.3%	7.2%	分红比例55%
000429.SZ	粤高速A	7.67	0.77	70%	5.6%	7.1%	分红比例70%
600012.SH	皖通高速	10.10	1.07	63%	5.4%	6.7%	分红比例60%
600350.SH	山东高速	6.20	0.72	80%	6.5%	6.9%	分红比例60%
600377.SH	宁沪高速	9.46	0.90	62%	4.9%	5.9%	无
600057.SH	厦门象屿	8.44	1.44	55%	7.2%	9.5%	分红比例30%
600153.SH	建发股份	10.81	2.40	41%	7.4%	9.2%	无
600755.SH	厦门国贸	8.51	1.49	40%	7.6%	7.1%	分红比例30%

注：2023年预期股息率根据分红承诺或者2022年的分红比例或2023年分红比例预期计算。

- 全球经济增速下行

全球库存周期还在下行过程中，如果未来超预期下行，那么交通运输需求可能随之下行、运价下跌，影响行业盈利。

- 大宗商品价格下跌

大宗商品价格下跌往往意味着需求疲弱，航运、铁路货运需求可能受影响，原材料供应链的营收也将受到商品价格下跌影响。

- 燃油价格大幅上涨

交通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，运输企业的盈利将受影响。

- 政策要求降费

机场、高速公路、铁路、港口等收费受政策影响。如果出现政策要求降费，那么相关企业的收入和利润将受影响。

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