

交通运输分析框架

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文旨在分析交通运输板块绝对收益以及超额收益的驱动逻辑。

摘要：

交通运输板块特征：交通运输企业具有国企占比高、折价摊销大、股息率较高的特征。行业内部来看，细分行业波动率与 beta 匹配，基础设施属于低 beta 资产，可归属稳健类资产，股息率与低 beta 是其博弈项，航运航空 beta 偏高，运价具有弹性，但 ROE 波动大，周期属性显著，快递具备成长属性，近年电商下沉驱动业务量高增。

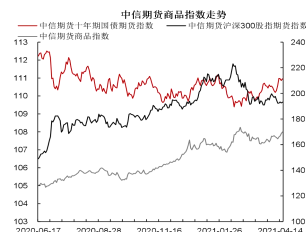
基础设施驱动逻辑：由于价格受政府管控，流量变现是其核心逻辑，以港口为例，集装箱吞吐量、集装箱出口量、水运货运量可较好拟合其业绩，2011 年之后拟合景气度指标与营收相关系数可达 0.52。但由于基础设施板块的低 beta 属性，高景气阶段未必一定对应高 Alpha。如使用景气度对港口指数/港口超额进行择时，绝对收益策略年化优化效果可达 11.1%，相对收益策略年化效果仅有 2.2%，景气度择时对绝对收益更为有效。而超额收益的决定因素与市场风格有关，计算红利指数相对于中证 800 的超额以及公路铁路相对于中证 800 的超额，中期来看两者趋同，显示市场环境是否适合低 beta、高股息因子才是获得超额的关键所在。

航空驱动逻辑：疫情之前，航空收入有 90% 属于客运收入，收入端与旅客周转率强相关。此外航空成本的浮动项在于飞机购置以及航空油料变动，航空具有人民币升值、原油下跌受益属性。以三者构建景气度指标，绝对收益策略年化优化效果可达 12.9%，相对收益策略年化优化效果可达 7.5%。

航运驱动逻辑：航运可细拆为集运、干散货、油运，博弈点在于运价弹性。行业差异在于干散货、油运周期属性更重，且因为上下游集中，议价能力相对弱势，集中度不及集运。同时以 BDI、BCTI、铁矿石进口价、动力煤价格拟合航运景气度，绝对收益策略年化优化效果可达 4.5%，相对收益策略年化优化效果可达 6.1%。

快递驱动逻辑：快递收入可拆分为快递业务量以及单件收入，近年因为价格战，单件收入同比下滑驱动行业 ROE 下行，单件收入增速与行业收入增速的匹配度较高。以两者构建景气度，绝对收益策略年化优化效果可达 9.3%，相对收益策略年化优化效果可达 11.6%。

风险因素：1) 行业驱动逻辑变化



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135952
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

目 录

摘要:	1
目 录.....	2
图目录.....	2
二、基础设施（机场）驱动逻辑.....	7
三、基础设施（公路铁路）驱动逻辑.....	10
四、基础设施（港口）驱动逻辑.....	14
五、航空驱动逻辑.....	16
六、航运驱动逻辑.....	18
七、快递驱动逻辑.....	20
免责声明.....	23

图目录

图表 1: 交运行业市值占比.....	5
图表 2: 企业属性分布.....	5
图表 3: 板块 ROE 均值与 ROE 标准差（2017-2021）.....	6
图表 4: 板块年化波动率与 beta（2017-2021）.....	6
图表 5: 折旧与摊销/（存货+固定资产+在建工程）.....	6
图表 6: （固定+在建）/资产.....	6
图表 7: 资产负债率.....	7
图表 8: 经营现金流/营业收入.....	7
图表 9: 部分个股股息率（基础设施）.....	7
图表 10: 部分个股股息率（基础设施）.....	7
图表 11: 上海机场收入结构.....	8
图表 12: 民用运输机场新能产能.....	8
图表 13: 上海机场旅客货邮收入与旅客吞吐量.....	8
图表 14: 上海商业租赁收入与旅客吞吐量.....	8
图表 15: 三大机场旅客吞吐量增速与收入增速.....	8
图表 16: 三大机场起落架次增速与收入增速.....	8
图表 17: 三大机场收入增速与机场/中证 800.....	9
图表 18: 上海机场收盘价与陆股通持股占比.....	9
图表 19: 三大机场 QFII 持股占比.....	9
图表 20: 三大机场陆股通持股占比.....	9
图表 21: 机场拟合景气度与机场营收增速.....	10
图表 22: 机场景气度超额择时.....	10
图表 23: 公路铁路收入增速与公路货运量增速.....	10
图表 24: 公路铁路收入增速与铁路货运量增速.....	10
图表 25: 公路铁路收入增速与公路固定资产投资增速.....	11

图表 26: 公路铁路收入与铁路固定资产投资增速.....	11
图表 27: 公路铁路/中证 800 与红利指数/中证 800.....	11
图表 28: 与公路铁路/中证 800 的月频相关系数.....	11
图表 29: 个股年化回报率与股息率均值 (2011-2021)	12
图表 30: 经营现金流/营业收入 (高股息组 VS 低股息组)	12
图表 31: 资产负债率 (高股息组 VS 低股息组)	12
图表 32: 利息费用/营业收入 (高股息组 VS 低股息组)	13
图表 33: ROE 中位数 (高股息组 VS 低股息组)	13
图表 34: 公路铁路拟合景气度与公路铁路营收增速.....	13
图表 35: 公路铁路拟合景气度与公路铁路超额.....	13
图表 36: 公路铁路景气度超额择时.....	14
图表 37: 公路铁路景气度超额择时.....	14
图表 38: 公路铁路/中证 800 与公路货运量.....	14
图表 39: 上港集团集装箱收入占比与毛利率.....	14
图表 40: 港口集装箱吞吐量增速与营收增速.....	15
图表 41: 集装箱出口数量增速与营收增速.....	15
图表 42: 集装箱 PPI 与营收增速.....	15
图表 43: 集装箱出口数量增速与营收增速.....	15
图表 44: 港口拟合景气度与港口营收增速.....	16
图表 45: 港口拟合景气度与港口超额收益.....	16
图表 46: 港口景气度择时.....	16
图表 47: 港口景气度超额择时.....	16
图表 48: 航空客运收入占比.....	17
图表 49: 东航营业成本构成 (航空油料是浮动项)	17
图表 50: 原油同比与营收增速.....	17
图表 51: 人民币汇率同比与营收增速.....	17
图表 52: 民航货物周转量与营收增速.....	17
图表 53: 民航旅客周转量与营收增速.....	17
图表 54: 航空拟合景气度与航空营收增速.....	18
图表 55: 航空拟合景气度与航空超额收益.....	18
图表 56: 航空景气度择时.....	18
图表 57: 航空景气度超额择时.....	18
图表 58: BDI 与航运收入.....	19
图表 59: BCTI 与航运收入.....	19
图表 60: 铁矿石价格与航运收入.....	19
图表 61: 动力煤价格与航运收入.....	19
图表 62: 航运拟合景气度与航运收入.....	20
图表 63: 航运拟合景气度与航运超额收益.....	20
图表 64: 航运景气度超额择时.....	20
图表 65: 航运景气度择时.....	20
图表 66: 快递业务量与其营收增速.....	21
图表 67: 快递单票收入同比与其营收增速.....	21

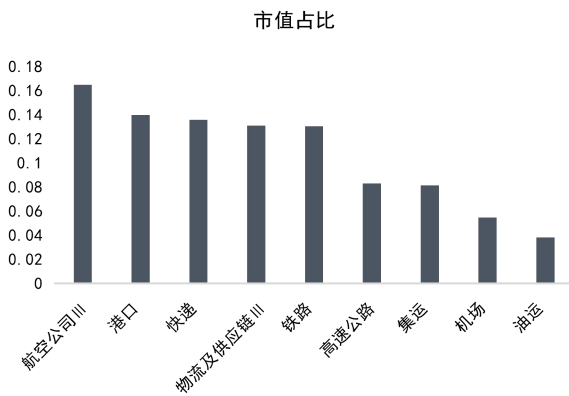
图表 68: 快递拟合景气度与快递营收增速.....	21
图表 69: 快递拟合景气度与快递超额收益.....	21
图表 70: 快递景气度择时.....	22
图表 71: 快递景气度超额择时.....	22

一、交通运输行业特征

(一) 市值及属性划分

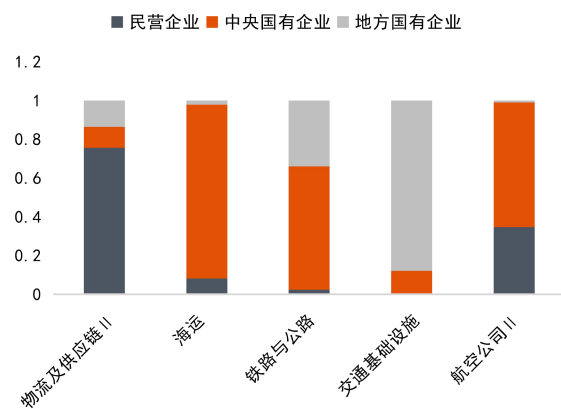
截止 2022 年 Q2，交通运输行业市值已超 3 万亿，其中航空、港口、快递等细分行业市值占比较高，且大部分上市企业隶属于国企。按利润来源划分，交通运输行业可划分为物流（快递）、基础设施（机场、港口、公路铁路）及航空航运，其中基础设施收入来自于公路收费、港口装卸费等，其定价受到政府管控，业绩不具有爆发性，属于传统意义上的稳健资产，航空航运收入与全球宏观经济挂钩，业绩具有鲜明的周期属性，而物流行业近年受益于电商下沉至三四线城市，快递业务量高增，可归属为成长板块。

图表 1： 交运行业市值占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 企业属性分布

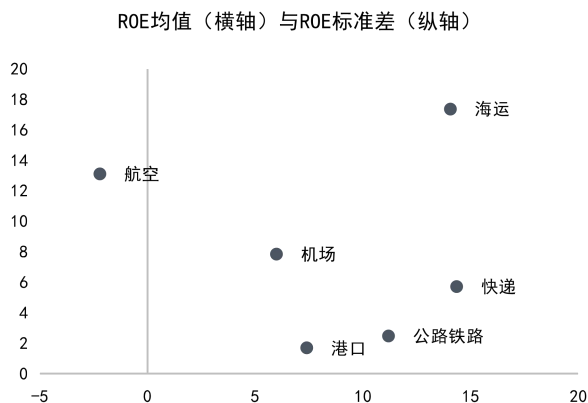


资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) ROE 及 beta 特征

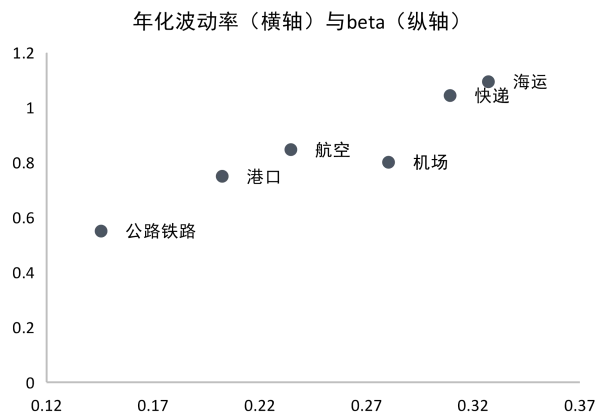
计算细分行业近 5 年年化波动率与行业 beta，数据显示两者正相关，其中基础设施 beta、波动率偏低，航运、快递是唯二 beta 大于 1 的细分行业。同时统计细分板块 ROE 与其标准差，基础设施 ROE 标准差偏低，航空航运 ROE 标准差较高。结合行业属性，航空航运的跟踪重心在于景气度，基础设施的跟踪重心在于股市环境是否适合低 beta 资产，物流的跟踪重心在于成长性。

图表 3： 板块 ROE 均值与 ROE 标准差（2017-2021）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4： 板块年化波动率与 beta（2017-2021）

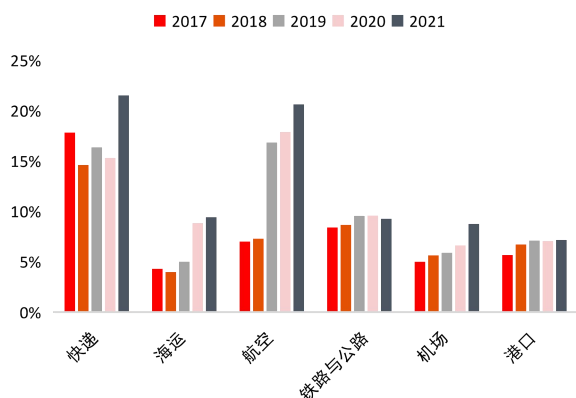


资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 财务指标

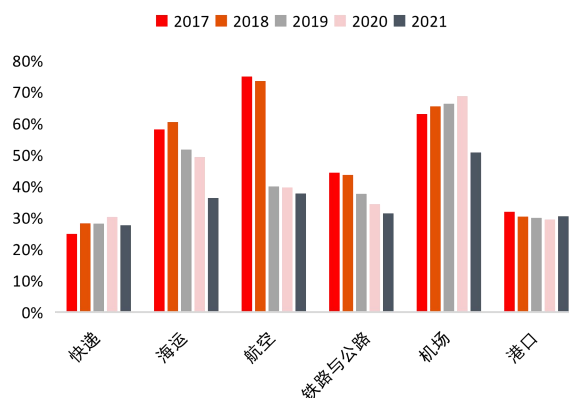
财务维度，交运板块具有以下特征：1) 资产负债率分化，其中基础设施显著低于航运航空快递，因其经营现金流充裕，基础设施并无过多的负债需求；2) 基础设施现金流充裕还与以下两个因素有关，折价与摊销维度，计算该指标与存货、固定资产、在建工程的比值，港口、机场常年稳定在 7%附近，折旧摊销较少，投资维度，计算固定资产、在建工程占总资产的比例，铁路、公路、港口多数年份位于 40%以下，除机场改扩建需求以外，基础设施再投资规模偏低；3) 结合健康的现金流以及投资需求偏弱，基础设施不乏高股息个股，其中多集中在公路、铁路、港口中，股息率是基础设施另一炒作重心。

图表 5： 折旧与摊销/(存货+固定资产+在建工程)



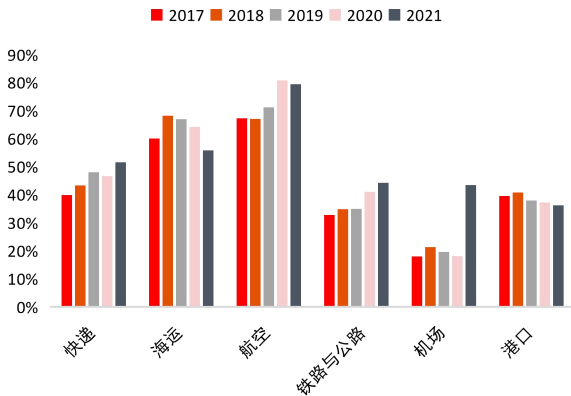
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： (固定+在建)/资产

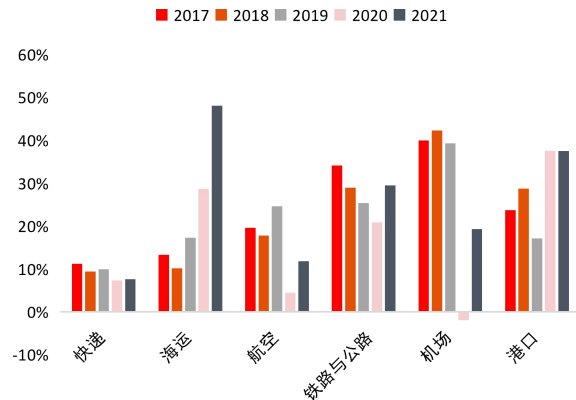


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 资产负债率



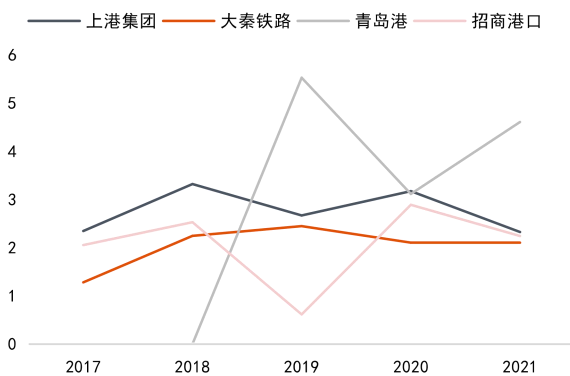
图表 8： 经营现金流/营业收入



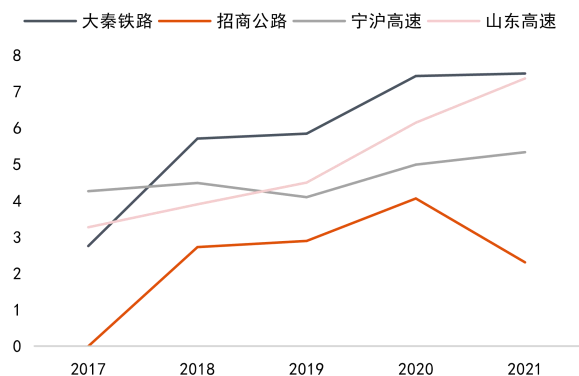
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9： 部分个股股息率（基础设施）



图表 10： 部分个股股息率（基础设施）



资料来源：Wind 中信期货研究所

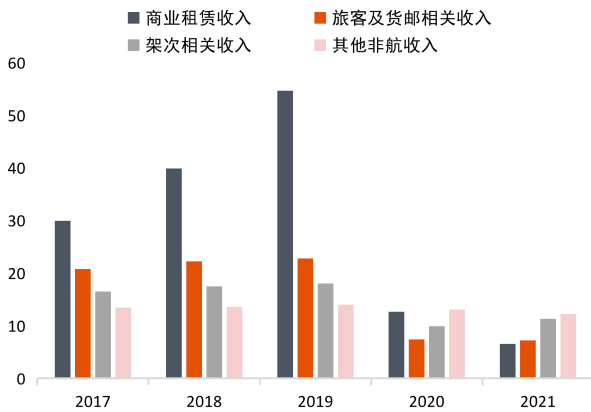
资料来源：Wind 中信期货研究所

二、基础设施（机场）驱动逻辑

（一）驱动因素

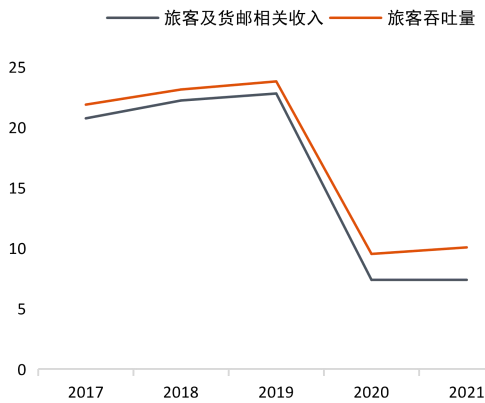
机场收入扩张空间有二，一是非航业务，疫情之前，非航收入已经成为机场收入的主要来源，以上海机场为例，2019 年非航收入占比达到 62%，免税业务令机场具有消费属性，二是航空业务，由于新增机场需要民航局批复，且每年新增机场数量控制在个位数，机场相较于港口、公路具有稀缺性。同时，无论是非航业务还是航空业务，业绩增量均取决于机场流量，统计上海机场旅客吞吐量与旅客货邮收入、商业租赁收入的关系，两者趋势同步。

图表 11：上海机场收入结构



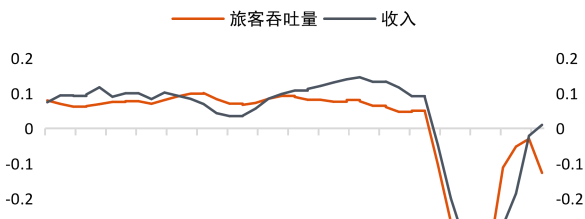
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：上海机场旅客货邮收入与旅客吞吐量

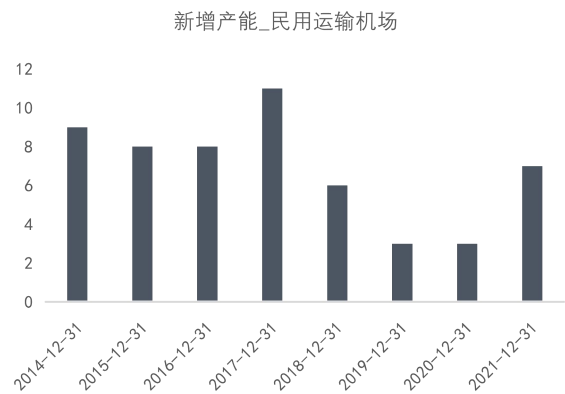


资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 15：三大机场旅客吞吐量增速与收入增速

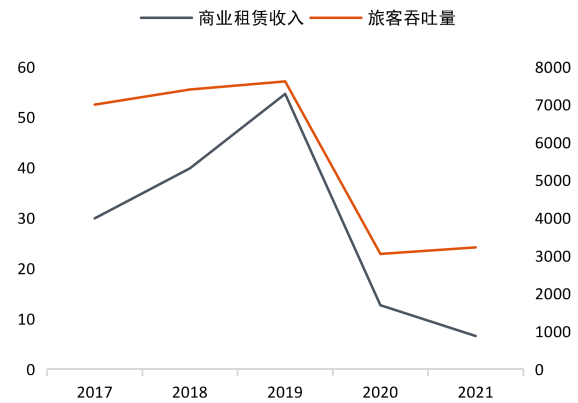


图表 12：民用运输机场新增产能



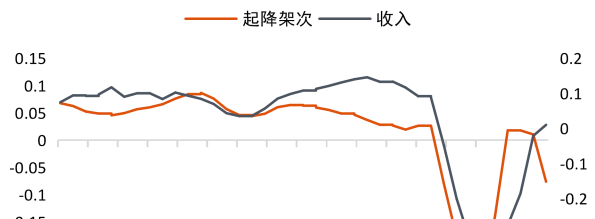
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：上海商业租赁收入与旅客吞吐量



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 16：三大机场起降架次增速与收入增速



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44334



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn