

从供给端转向需求端

交运物流行业2025年投资策略

交运物流行业 首席分析师：游道柱 SAC NO：S1120522060002

2024年11月6日

目录

01 宏观环境总结

04 航运行业

02 快递行业

05 交运基础设施

03 航空机场行业

06 投资建议及风险提示

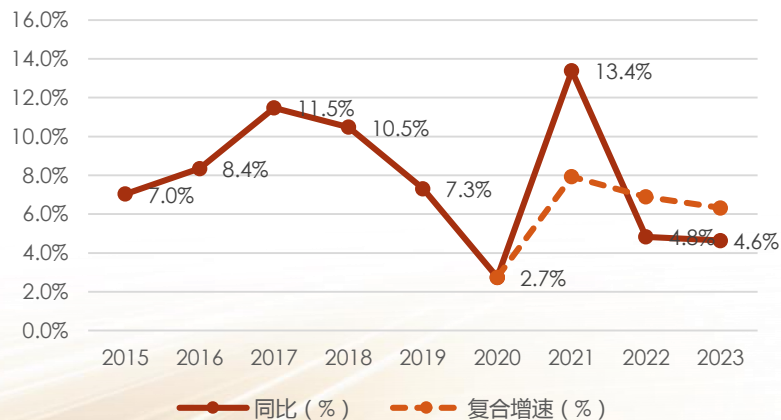


01 宏观环境：现实与预期

1.1 国内生产总值：三季度增速环比提升

当前总体经济增长中枢低于2019年，24Q3高于24Q2、低于24Q1：24Q3现价GDP为332909.8亿元，同比增长4.04%，增速环比24Q2环比提升0.07个百分点。以21年同期为基数计算复合增速，截止24Q3复合增速为4.06%，相较24Q2（4.07%）环比略有下降。

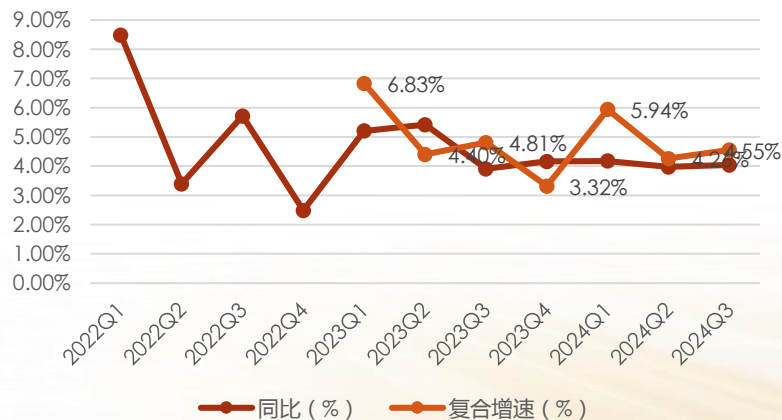
图表：15-23年现价GDP增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2019年为基数的当年累计复合

图表：22Q1-24Q3季度现价GDP增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

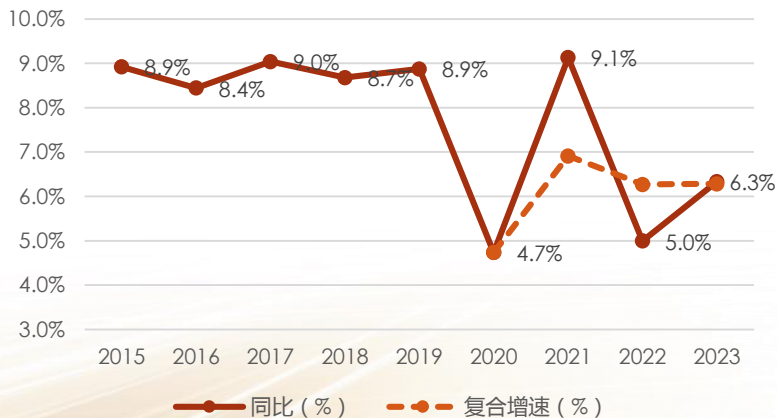
注：复合增速是指以2021年同期为基数的当季累计复合

1.2 人均可支配收入：三季度增速中枢在回升

以年为单位，23年人均可支配收入39218元，同比增长6.3%。19-23年复合增速为6.3%，低于19年。

以季为单位，24Q3人均可支配收入11539元，同比增长5%，增速环比24Q2提升0.5个百分点。以21年同期为基数计算复合增速，截止24Q1复合增速为5.79%，相较24Q2（5.13%）环比提升。

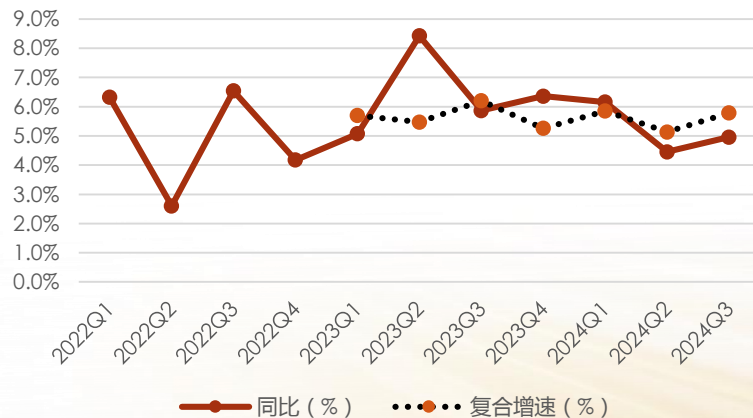
图表：15-23年人均可支配收入增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2019年为基数的当年累计复合

图表：22Q1-24Q3季度人均可支配收入增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2021年同期为基数的当季累计复合

1.3 制造业：10月制造业PMI环比回升幅度好于历史均值

24年10月制造业PMI为50.1%，环比9月份提升0.3个百分点。16-19年10月制造业PMI环比当年9月下降均值为0.275个百分点，20-23年制造业PMI环比当年9月下降均值为0.525个百分点。

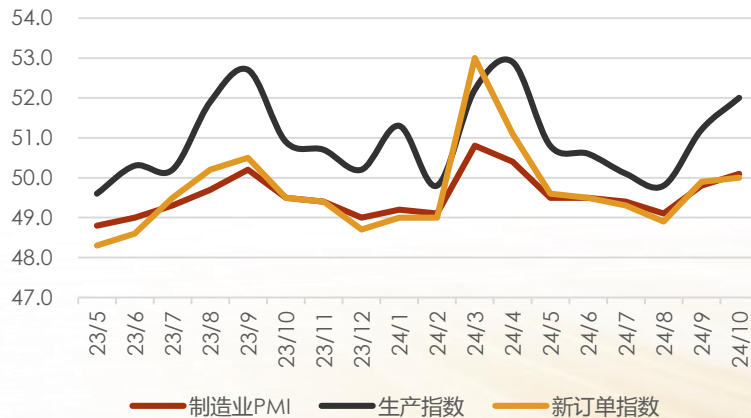
10月生产继续强于需求。10月生产指数、新订单指数分别为52%、50%，我们预计平均价格依旧承压。

图表：16-24年10月制造业PMI环比9月变化幅度情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年5月以来制造业PMI以及分项指数变化趋势（%）



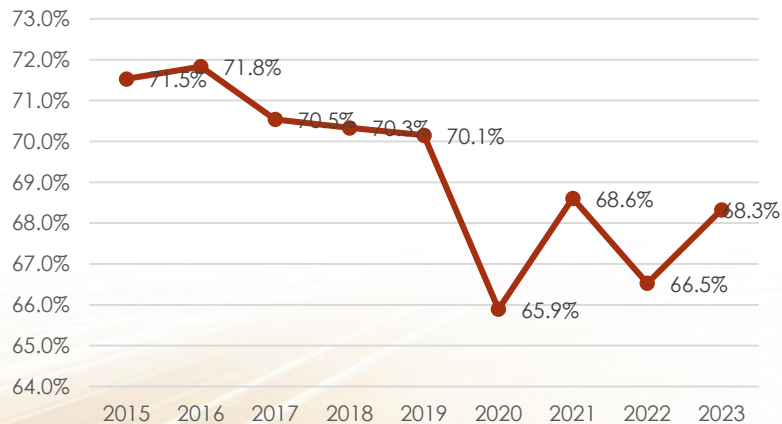
资料来源：wind，华西证券研究所

1.4 消费信心：9月消费者信心指数环比略有回落

以年为单位，23年人均消费支出26796元，同比增长9.2%，占当年人均可支配收入的比例为68.3%。

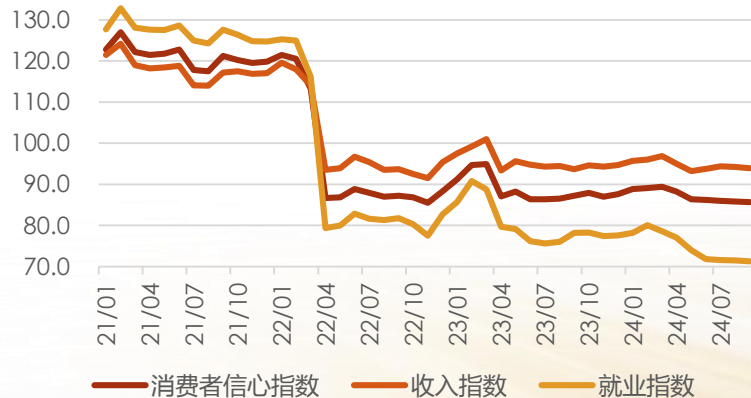
9月消费者信心指数为85.7（10月数据预计12月初披露），环比略有回落。从分项来看，9月收入指数93.9，好于同期就业指数（71.3），其中就业指数连续7个月环比下降。

图表：15-23年人均消费支出占可支配收入比例趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：21年1月以来消费者信心指数以及分项指数变化趋势



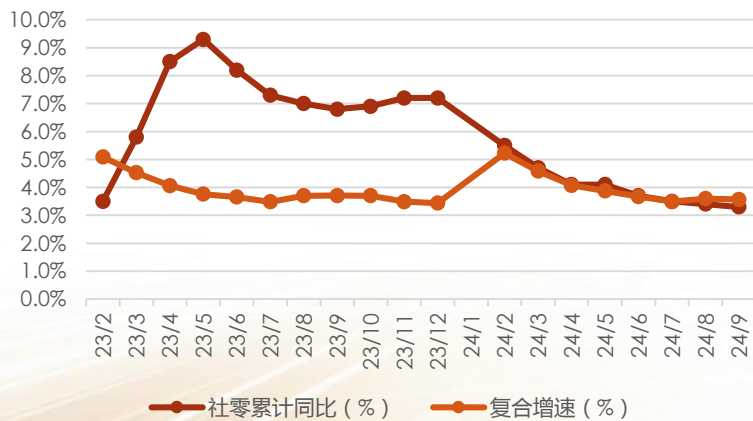
资料来源：wind，华西证券研究所

1.5 总体消费：1-9月社零增速环比回落

24年1-9月社会消费品零售额累计为353564亿元，同比增长3.3%，相较1-6月回落0.4个百分点。

24年9月CPI（居民消费价格指数）同比增长0.4%，环比8月有所下降（同比增长0.6%），其中CPI（消费品）同比增长0.5%。在消费品中，CPI（食品）同比增长3.3%（上个月同比增长2.8%）。

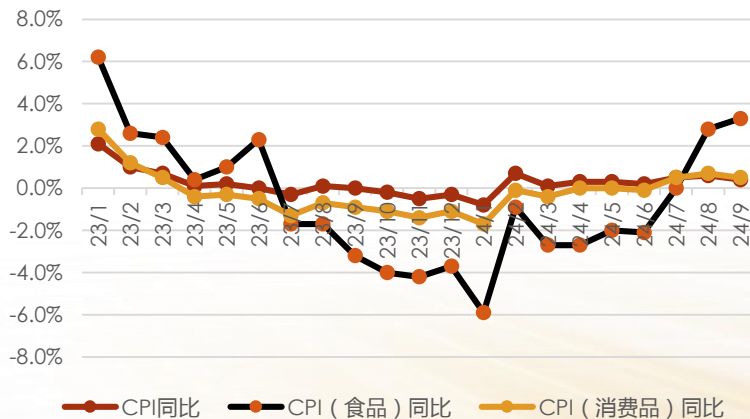
图表：23年2月以来社零累计增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2021年同期为基数的当季累计复合

图表：23年1月以来CPI以及主要分项同比变化情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

1.5 总体消费：结构在持续转向性价比

以出行为例，23年以来航空、铁路均为恢复式增长阶段，但铁路出行需求增速要明显高于航空。

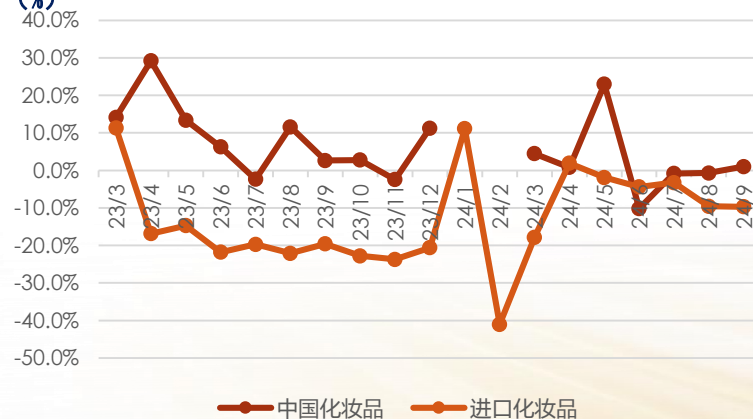
以化妆品为例，由于22年基数的原因，23年中国当月化妆品零售额保持较快的增长。但23年以来，进口化妆品整体负增长、并且增速整体低于中国化妆品零售额增速。

图表：当月航空、铁路旅客量相较19年同期增幅



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年各月中国化妆品零售额、进口化妆品同比增速 (%)



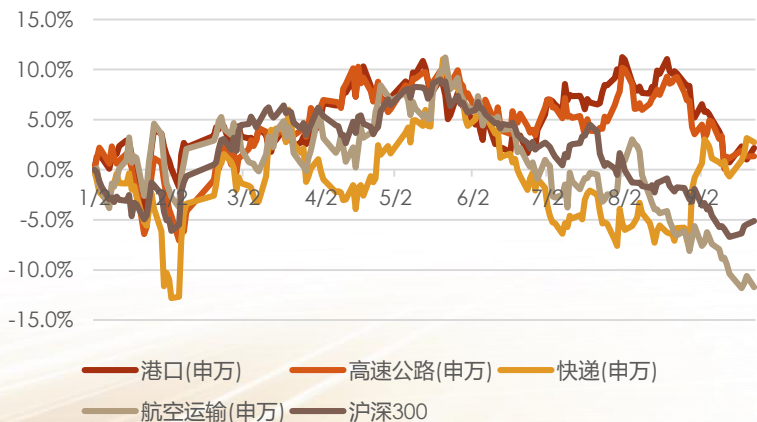
资料来源：wind，华西证券研究所

1.6 现实与预期的变化导致交运各个子行业走势分化

24年初至至9月23日，港口（申万）、高速公路（申万）等交运基础设施具备明显的相对收益。

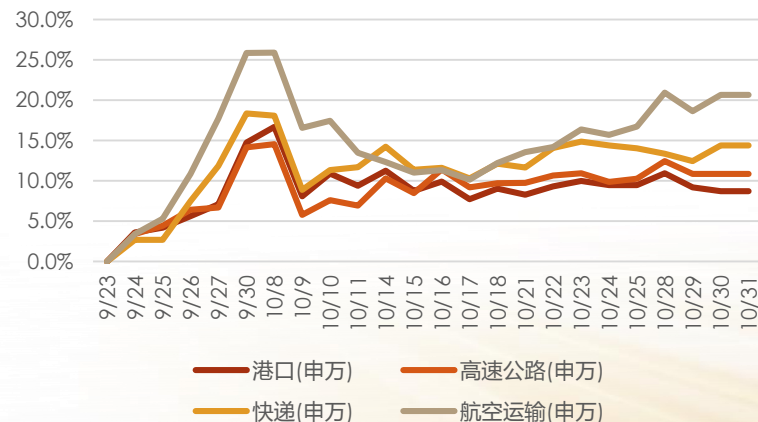
24年9月24日至10月31日，航空运输（申万）、快递（申万）累计涨幅分别为20.6%、14.4%，期间累计涨幅高于港口（申万）、高速公路（申万）等交运基础设施。

图表：24年以来高速公路等累计涨幅（截止9月23日）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：9月23日以来高速公路等累计涨幅（截止10月31日）



资料来源：wind，华西证券研究所

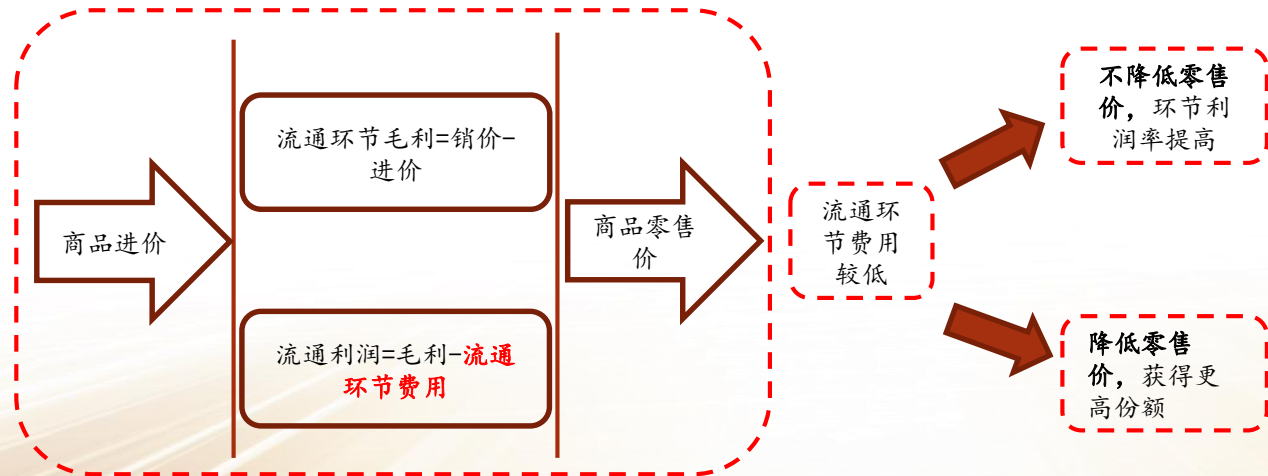


02 快递：竞争创造需求超额增长

2.1 效率比较优势是电商超额增长的主逻辑

我们在9月3日外发报告《快递24年中报总结：需求高增，资本开支负增》提到：电商渗透率的提升，实际上是更高效率线上渠道对低效率线下流通渠道的逐步取代。电商渗透率不会固化的停留在某一个百分比，未来能否继续提升的关键，取决于线上渠道比较优势的边际变化。

图表：零售渠道分析框架

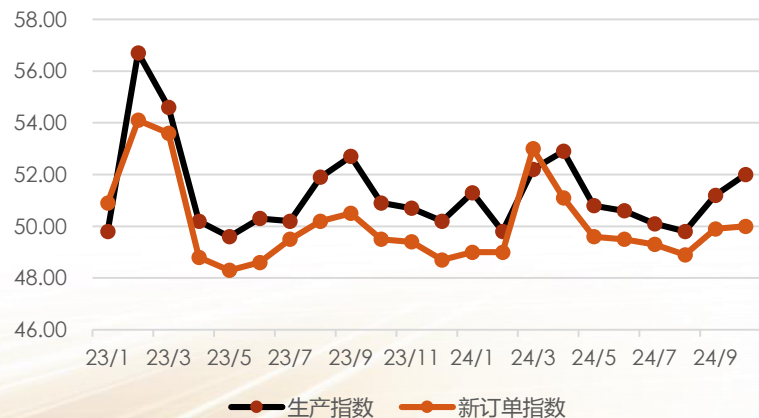


2.2 竞争推动24年电商渠道效率继续优化

首先，从厂家角度，生产大于需求情景下，需要一个高效率渠道帮助其去库存：

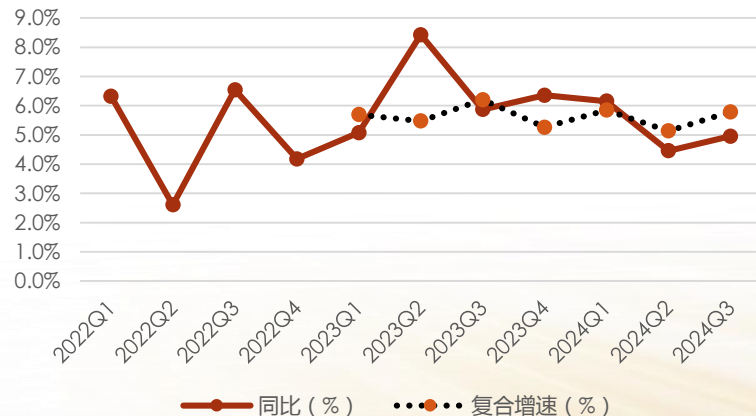
从当月制造业PMI的细项看，24年以来整体呈现生产强于需求，意味着厂家处于生产过剩的状态。线上渠道可以通过快递网络，连接全国甚至全球任意一个消费者，是厂家去库存的较好渠道。

图表：23年1月以来制造业PMI分项指数变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：22Q1-24Q3季度人均可支配收入增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2021年同期为基数的当季累计复合

2.2 竞争推动24年电商渠道效率继续优化

其次，从电商平台角度，集中度下降意味着竞争激烈，电商平台货币化率下降：

主要平台为例：24Q2京东销售费用同比增长7.3%，销售费用率从去年同期3.84%提升至4.07%。根据阿里巴巴财报，24Q1淘天GMV实现两位数增长，但客户管理收入同比增长仅5%，我们推算货币化率在下降。

图表：22Q1-24Q2京东集团销售费用变化趋势（百万元）

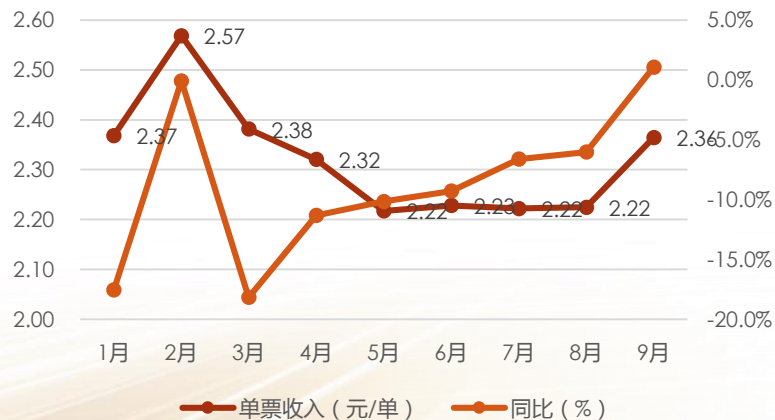


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 竞争推动24年电商渠道效率继续优化

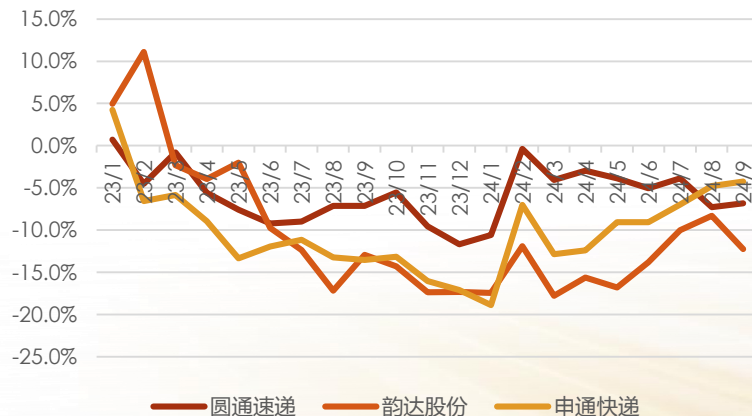
最后，从快递角度，快递业务量是其网络竞争力的基础，降价抢量意味着线上渠道物流递送成本的下降：以义乌为例：1-7月快递单票收入同比下降幅度的均值为13.9%。环比角度，5-7月单票收入稳定在2.22元左右。以A股三家加盟快递公司为例：24年当月单票收入同比降幅在10%左右。

图表：24年1月以来义乌市快递单票收入变化趋势（元/单）



资料来源：邮政管理局，华西证券研究所

图表：23年1月以来各家单票收入同比增速情况 (%)



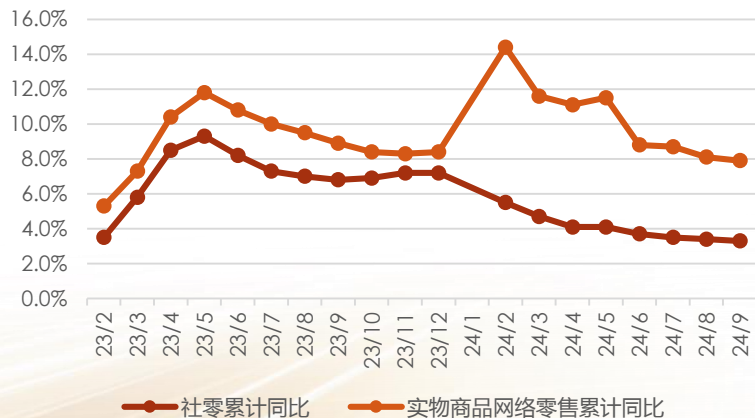
资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 竞争的结果：电商增速>社零增速

24年1-9月累计实物商品网络零售额90721亿元，同比增长7.9%，跑赢同期社零增速4.6个百分点。

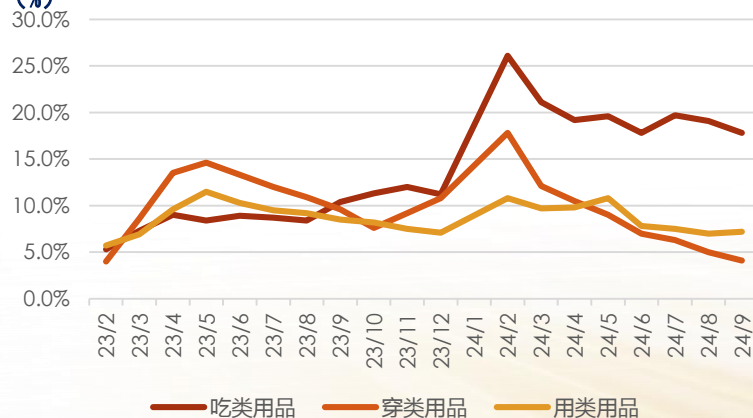
我们认为电商跑赢同期社零增速的主因是线上渗透率的提升，而短期电商渗透率的影响因子包括购物习惯的养成、以及线上驱动效率的变化。

图表：23年2月以来社零等累计同比增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年2月以来各类用品累计网络零售额同比增速情况（%）

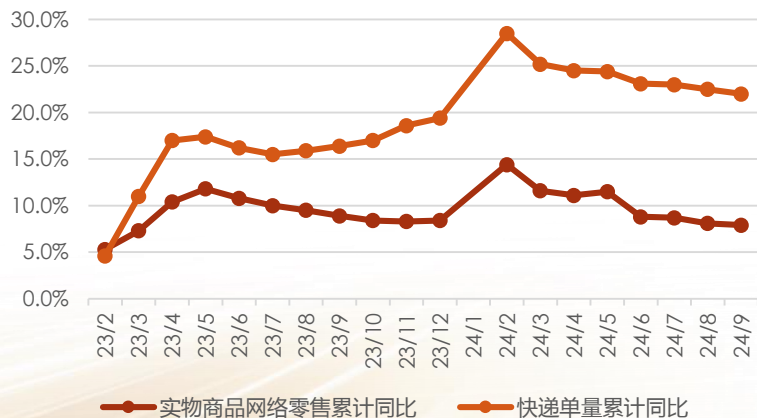


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 竞争的结果：快递增速>电商增速

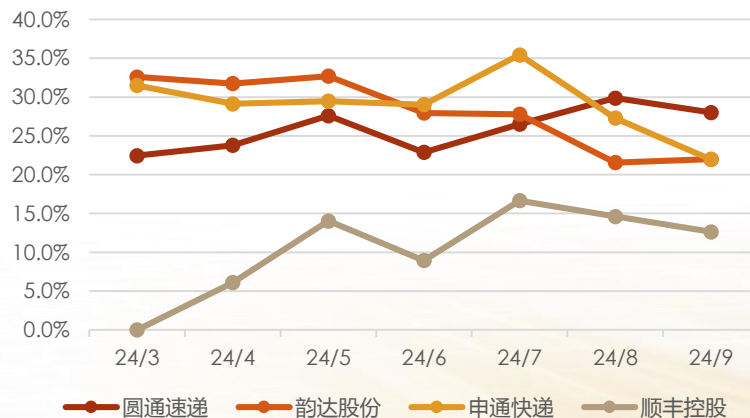
24年1-9月累计快递业务量1237.7亿单，同比增长22%（可比口径），跑赢同期电商增速14.1个百分点。我们认为快递跑赢同期电商增速的主因包括单包裹平均货值下降、退货率提升。

图表：23年2月以来社零及快递单量累计增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：24年3月以来各家快递公司单量同比增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

2.4 24年各家竞争的结果（以半年报为例）

假设：①上半年行业收件端价格平均跌幅是义乌的45%左右；②在短期各家产品力慢变化情况下，单量实现超额增长的前提是收件价格的超额下跌。

图表：2024上半年各家主要经营指标情况

	中通快递	圆通速递	韵达股份	申通快递	极兔速递
总体：					
单量（亿单）	156.23	122.04	109.24	102.27	88.36
单量同比（%）	11.80%	24.84%	30.02%	32.46%	37.00%
收件端：					
收件价格同比（%）	-1.10%	-7.62%	-10.21%	-11.43%	-13.70%
发件成本同比（%）	-1.00%	-4.36%	-15.78%	-11.10%	-2.1%
总部：					
单票收入同比（%）	-1.00%	-4.36%	-15.78%	-11.10%	-2.1%
单票成本费用同比（%）	-1.70%	-9.20%	-17.80%	-16.00%	-9.8%
单票利润（元）	0.32	0.17	0.08	0.04	-0.03

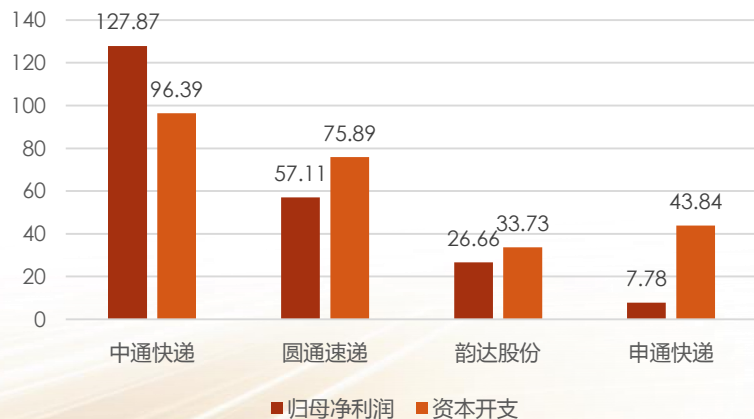
资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：①中通利润采用调整后净利润，圆通采用快递归母净利润，韵达与申通采用扣费归母净利润；②假设极兔中国大陆地区期间费用率与公司整体持平，美元对人民币汇率按照7.12计算；③极免单票成本费用，仅统计成本。

2.4 24年各家竞争的结果（以半年报为例）

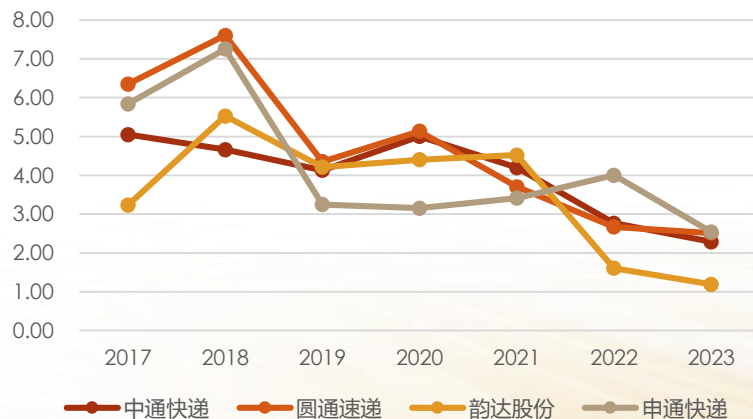
利润规模差异，成为各家资本开支规模关键影响因子：以23-24H1为例，各家归母净利润分别为：中通快递（128亿元）、圆通速递（57亿元）、韵达股份（27亿元）、申通快递（7.8亿元），而资本开支规模分别：中通快递（96亿元）、圆通速递（76亿元）、韵达股份（34亿元）、申通快递（44亿元）。

图表：23-24H1各家合计归母净利润、资本开支规模（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：各家历年资本开支与折旧摊销的倍数变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

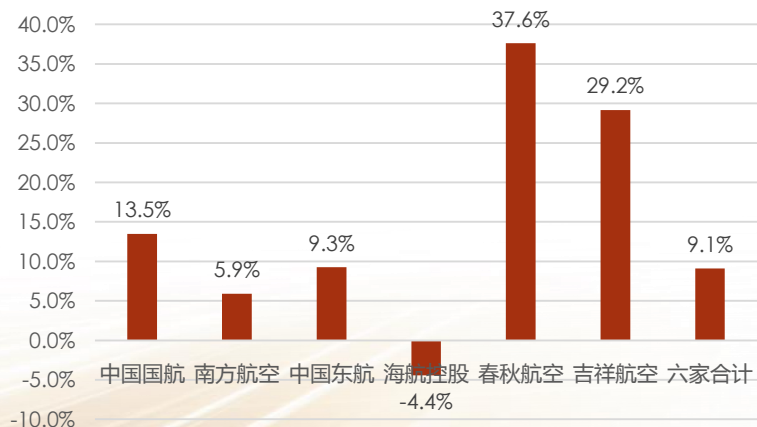


03 航空行业：量是价的结果

3.1 24年航司经营策略之一是保障飞机利用率

以六大上市干线航司为例：截止24年9月合计飞机架次3092架，相较19年12月底累计增幅为9.1%。
 根据19-23年民航行业发展统计公报，截止23年12月底全行业客运飞机4013架，相较19年底累计增幅为10.1%（其中六大上市干线航司合计3035架，增幅为7.1%）。

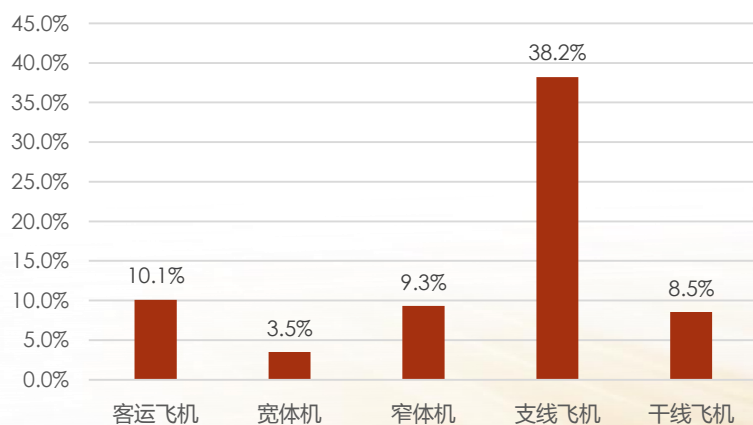
图表：19/12-24/9飞机架次累计增幅情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：六大上市干线航司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、海南控股、吉祥航空，国航剔除山东航空并表影响

图表：19-23年各类客运飞机累计增幅情况（%）

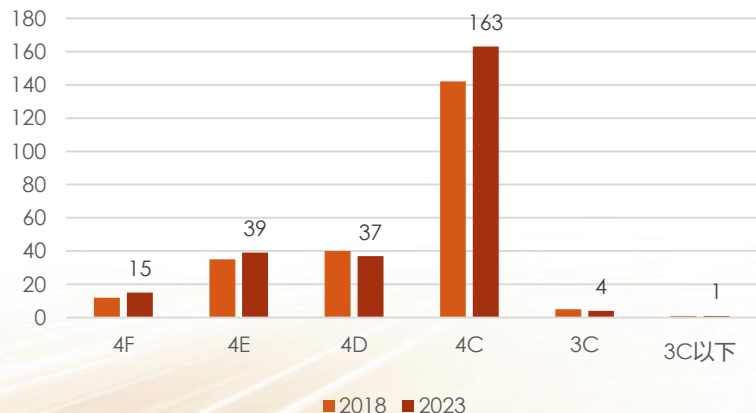


资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 24年航司经营策略之一是保障飞机利用率

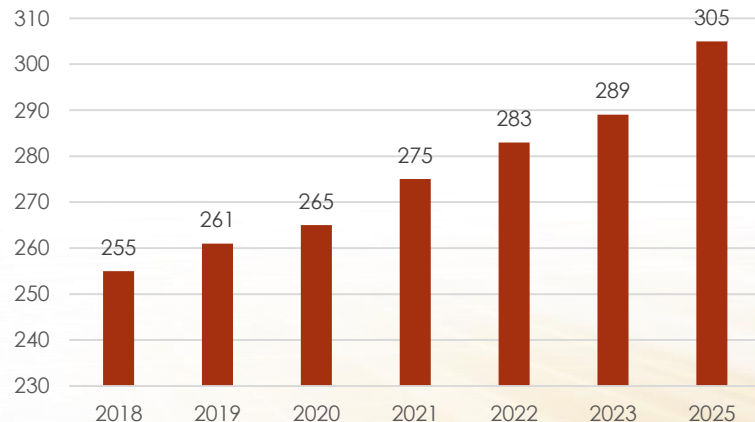
机场保障能力同样在提升：①截止23年底，国内运输机场合计259个（根据“十四五”规划，预计25年底达到270个），相较2018年底增加24个；②截止23年底，国内运输机场共有跑道289条（预计25年底达到305条），相较18年底增加34条。

图表：18与23年各类机场数量情况（个）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2018-2023年国内运输机场跑道数量变化趋势（条）

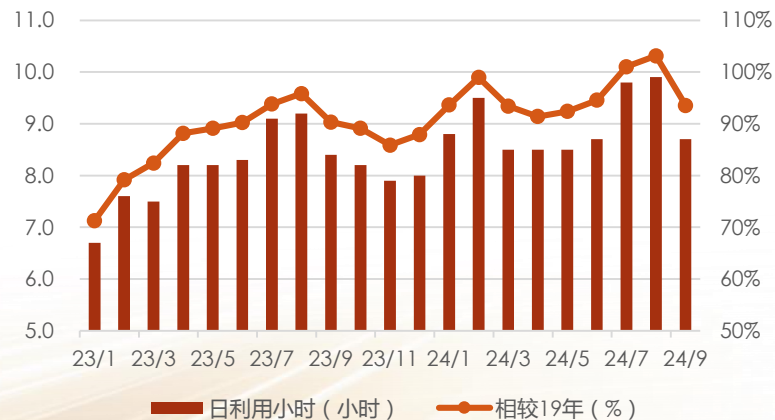


资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 24年航司经营策略之一是保障飞机利用率

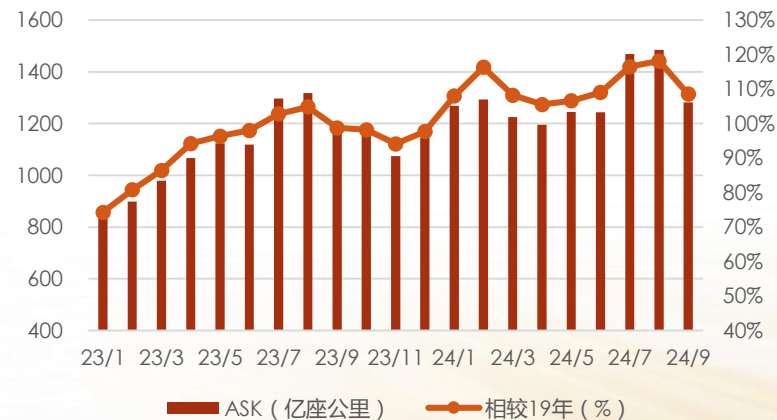
由于飞机持有成本（折旧及租赁成本）是航司一项重要的固定成本项，因此在机场保障能力（跑道、时刻、空域）允许情况下，航司降低其单位飞机保有成本的第一个措施是尽可能提高飞机利用小时数。从24年行业实际运行数据看，1-9月累计飞机利用率为9小时/日，恢复至19年同期96%。

图表：23年1月以来行业飞机日利用小时情况恢复情况



资料来源：中国民用航空局，华西证券研究所

图表：23年1月以来行业ASK投放情况

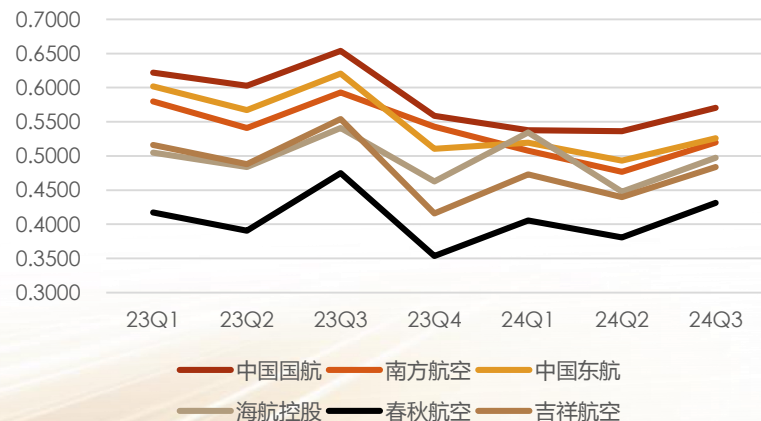


资料来源：中国民用航空局，华西证券研究所

3.2 24年航司经营策略之二是保障客座率

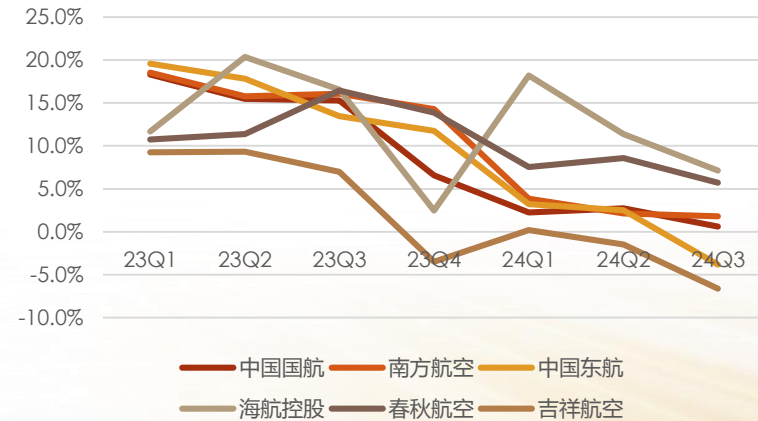
在航班确定执飞后，绝大部分成本不会跟随客座率变化，提升客座率是航司降低单位成本第二个措施。根据第一章观点，当前宏观环境呈现消费信心影响总需求的特点。在24年这个环境下，航司采取的措施是降低机票价格去刺激需求、进而保障客座率。

图表：23Q1以来各家客公里收益变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23Q1以来各家客公里收益相较19年同期增幅（%）

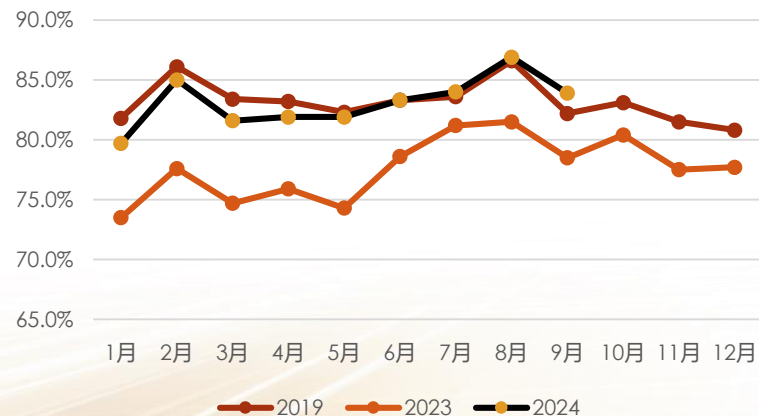


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 24年航司经营策略之二是保障客座率

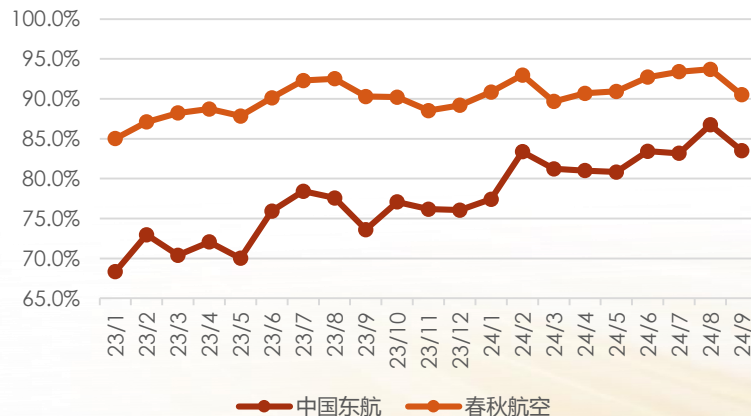
我们在2022年8月外发报告《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》提到，航空出行渗透率取决于机票价格和人均可支配收入。在24年航司以价换量的经营策略下，1-9月行业正班客座率达到83.2%，基本恢复到19年同期水平（83.6%）。

图表：行业当月正班客座率变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年1月以来东航与春秋客座率变化趋势（%）

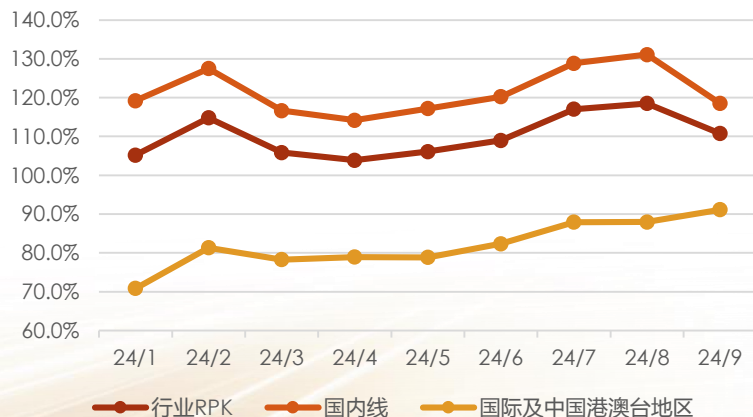


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 24年航空出行的“量”是“价”的结果

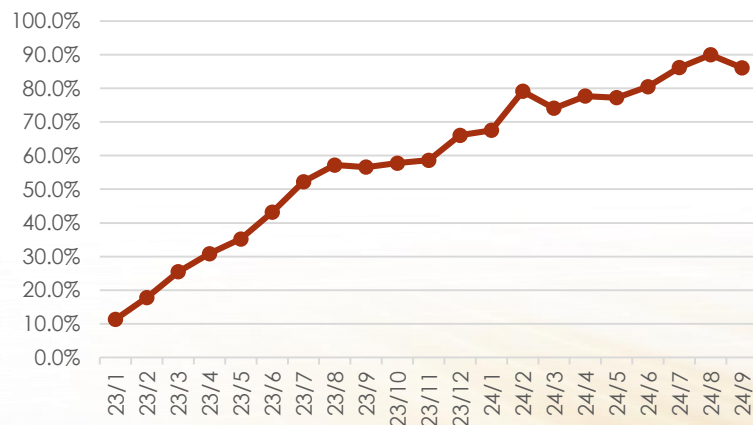
从航司角度，通过保障飞机利用率和客座率两个措施，来降低单位成本。在消费预期较弱宏观背景下降，通过机票价格下降来保障机票的销售。1-9月行业、国内线、国际及中国港澳台地区线的RPK相较19年同期恢复率均值为110.1%、121.5%、82%，不同恢复率同样能够体现当前出行需求的特点。

图表：行业、国内航线等RPK相较19年同期恢复率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：上海浦东机场国际及中国港澳台地区旅客吞吐量恢复率（%）



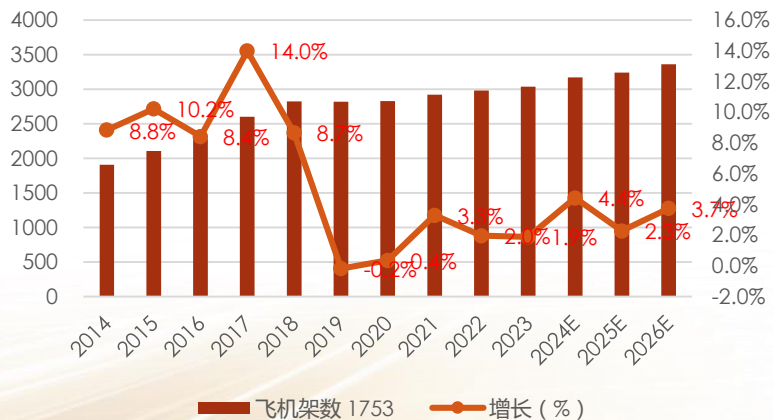
资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 未来航空出行板块值得期待的变量是什么？

客运飞机降速是确定性因素。以6大上市干线航司为例，根据其未来三年经营计划计算，其合计飞机数量在2013-2018年复合增速为10%，而在2018-2026年期间的复合增速仅为2.2%。

根据历年民航行业发展统计公报，疫情后宽体机增速明显低于窄体机，意味着座位数增速低于架次增速。

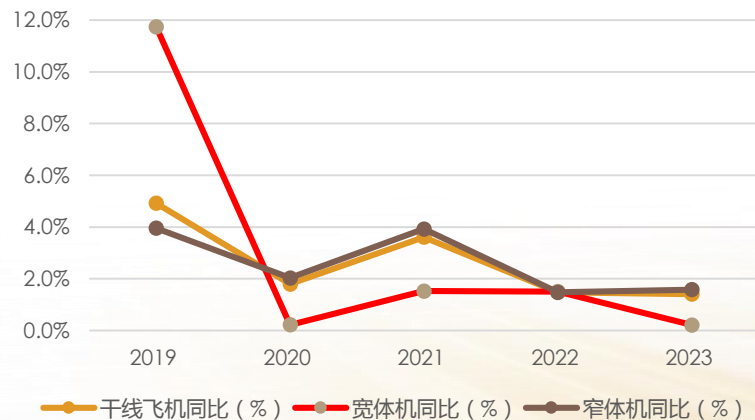
图表：13-26年6大上市干线航司飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

注：中国国航剔除山东航空并表飞机的数量

图表：19-23年各个机型飞机架次增速变化趋势 (%)

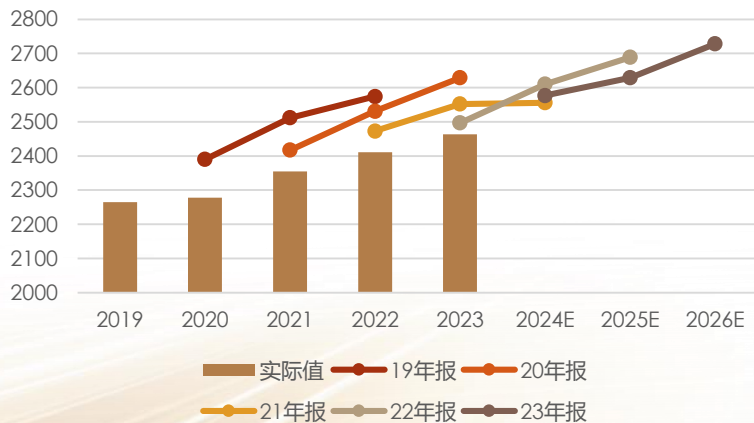


资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 未来航空出行板块值得期待的变量是什么？

过去几年国内航空公司一直在下调飞机引进计划：①以三大航合计数为为例，其在20、21、22年报对23年的客机数量指引分别为2629架、2552架、2497架，而截止23年底三大航客机数量实际值为2463架（不含山东航空）；②根据23年报，三大航预计24年净增加114架，而1-9月累计净增加仅32架。

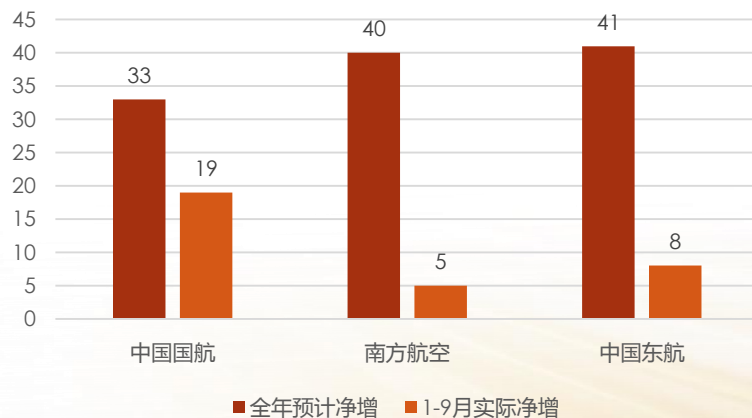
图表：13-26年6大上市干线航司飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

注：中国国航剔除山东航空并表飞机的数量

图表：24年三大航机队规模变化情况（架）

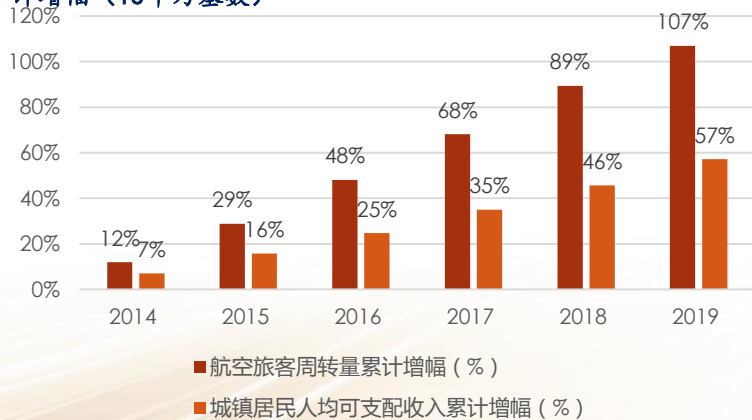


资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 未来航空出行板块值得期待的变量是什么？

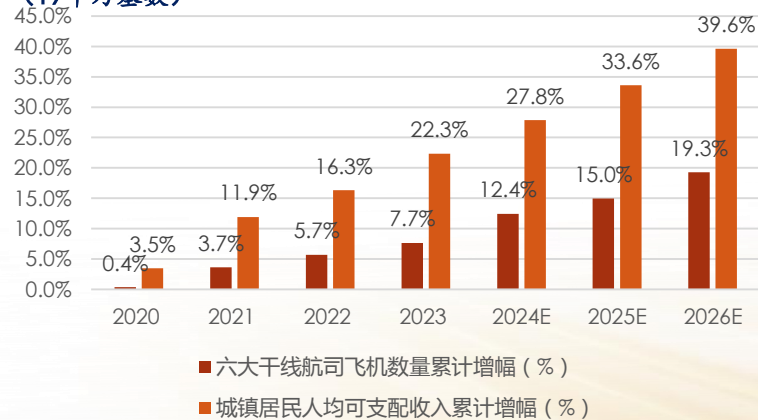
我们期待未来消费信心提振带来航空出行需求的增量：①13-19年，城镇居民人均可支配收入累计增长57%，同期航空旅客周转量累计增长107%；②19-26年，城镇居民人均可支配收入累计增长39.6%（假设24-26年同比增长4.5%），同期6大干线航司飞机数量累计增长19.3%。

图表：14-19年航空旅客周转量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（13年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：6大干线航司飞机数量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（19年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 未来航空出行板块值得期待的变量是什么？

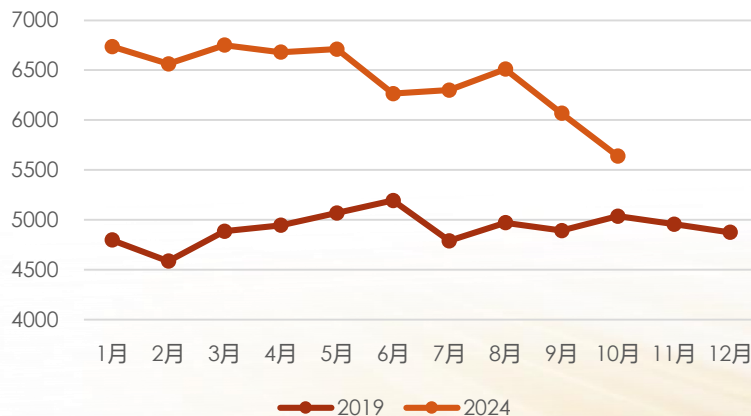
尽管作为交运分析师，我们不具备准确预判未来油价与汇率走势的能力，但是我们依旧需要重视油价与汇率变动对航空板块业绩预期的影响。以南方航空2023年为例，人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将增厚（减少）公司利润3.2亿元，油价每上升或下降10%，将减少（增厚）公司利润52.05亿元。

图表：即期汇率：美元兑人民币变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：航空煤油价格变化趋势（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所



04 航运行业：受益地缘冲突

4.1 油运的上半场受益俄乌冲突

我们认为俄乌冲突造成全球能源贸易重构，是22年油运股表现较好的原因。

以全球剔除中国为例，22年原油海运贸易周转量同比增长14.8%，其中原油海运贸易量同比增长9.5%、运距同比增长4.8%。减掉中国后，22年全球原油海运贸易周转量同比增长7%。

图表：2022年全球不含中国的原油海运贸易量同比增长9.5%



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2022年全球不含中国的原油海运贸易运距同比增长4.8%

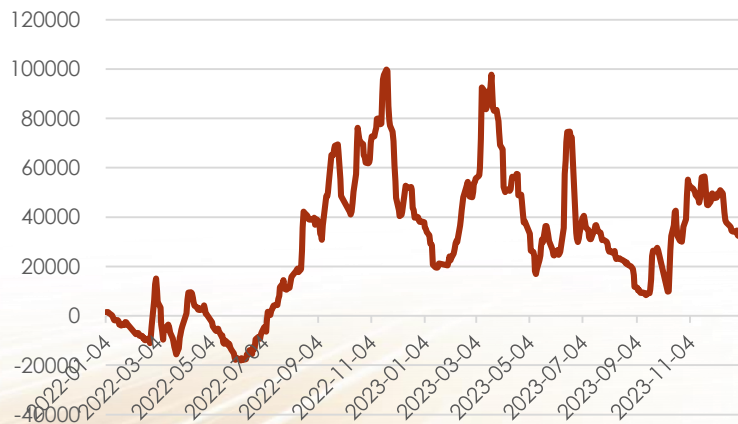


资料来源：wind，华西证券研究所

4.1 油运的下半场静待中国需求恢复

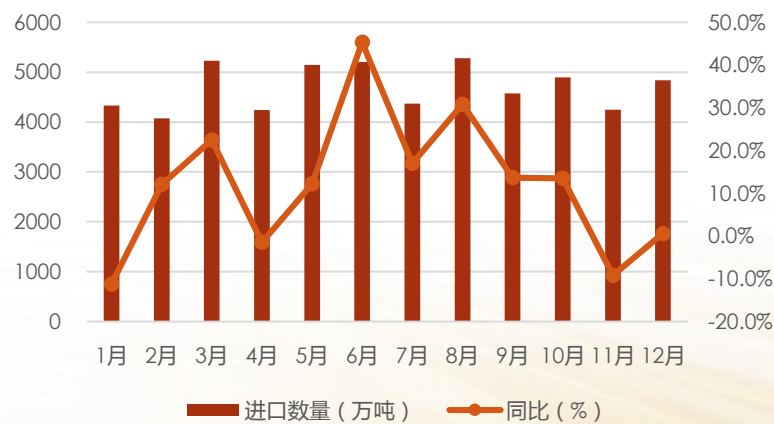
我们认为中国需求恢复情况对总需求是快变量。在国内经济恢复较好假设下：①中国需求恢复，原油进口量将实现同比正增长；②伴随进口量增长，运距有望拉长。如果国内经济恢复不及预期，以上两个推断呈现相反的结论。

图表：22-23年中国进口油轮运价指数：CT1-TCE（美元/日）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年当月中国原油进口量变化趋势（万吨）



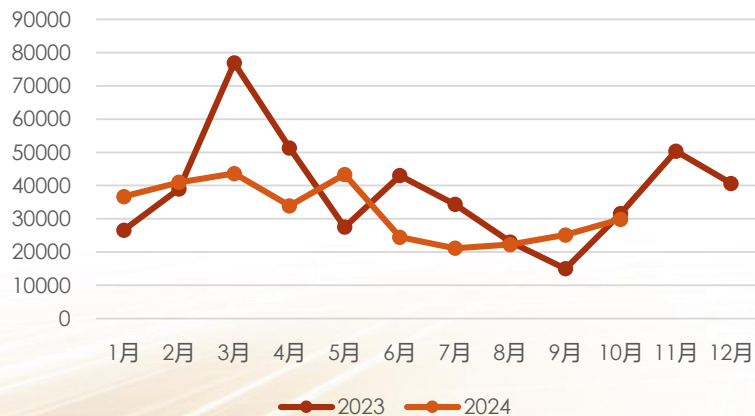
资料来源：wind，华西证券研究所

4.1 油运的下半场静待中国需求恢复

受到国内经济的影响，24年1-9月中国累计原油进口量41243万吨，同比下降2.8%。受到需求的影响，24年总体的运价表现较为平淡（相较23年）。

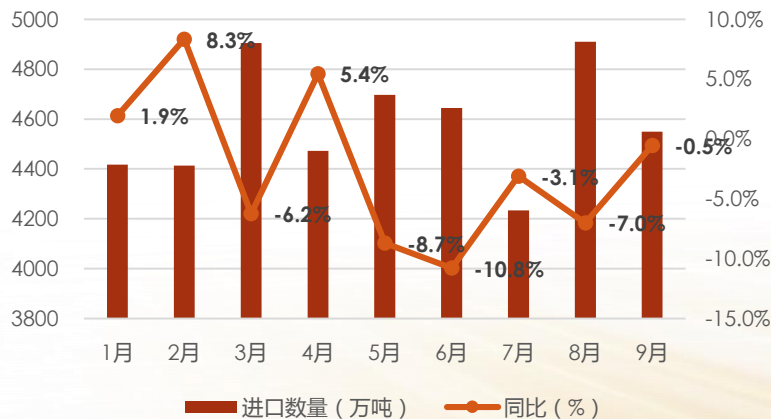
以中远海能为例，24年前三季度归母净利润34.2亿元，同比下降8.1%，在业绩端暂未体现强周期的弹性。

图表：中国进口油轮运价指数：CT1-TCE月度平均（美元/日）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年当月中国原油进口量变化趋势（万吨）



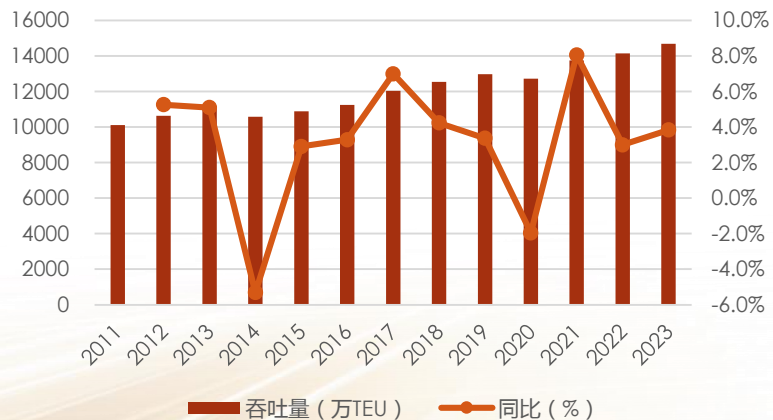
资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 24年集运行业直接受益于红海局势

自2023年12月以来，红海海域的冲突事件导致多艘货船在红海及附近海域遇袭。全球主要船公司纷纷暂停途径红海的服务，选择停航或者绕行好望角，这一举措直接导致运力损失。

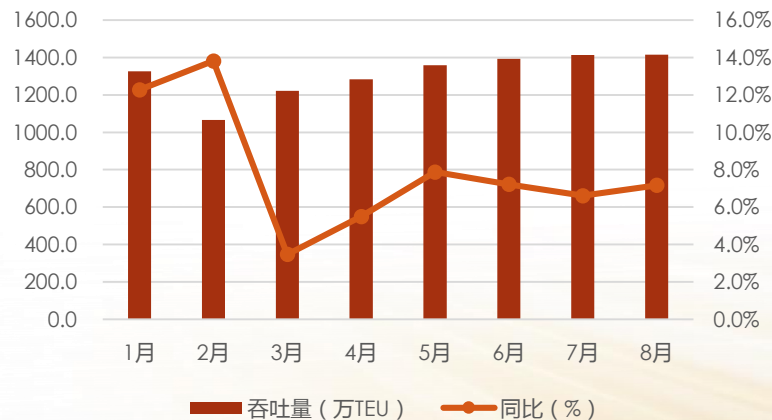
需求端，中国主要港口外贸集装箱吞吐量体现出口目的地国家需求，1-8月同比增长7.8%。

图表：11-23年中国主要港口外贸集装箱吞吐量（万TEU）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：24年当月中国主要港口外贸集装箱吞吐量（万TEU）

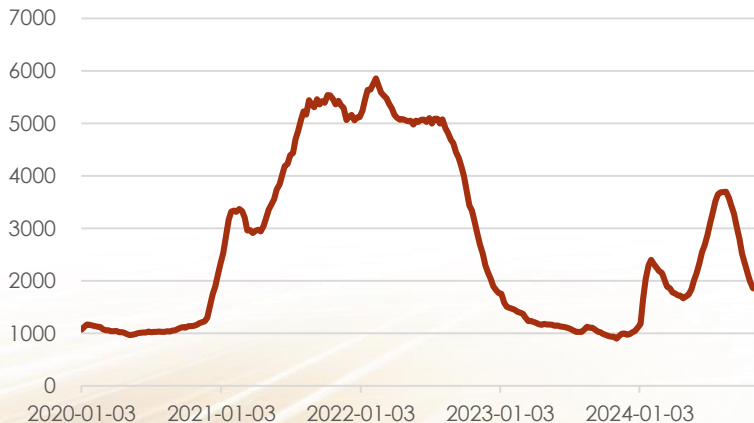


资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 24年集运行业直接受益于红海局势

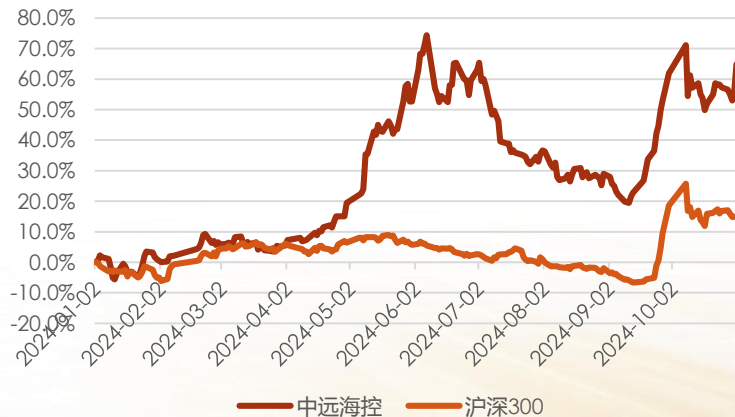
总结24年集运行业的供需两端，船公司绕航好望角产生运力损失，1-8月中国主要港口外贸集装箱吞吐量增速高于往年的平均值。在此背景下，“中国出口集装箱运价指数:欧洲航线”相较年初以来最大累计涨幅达234%，中远海控A股年初以来估计累计最大涨幅为71%。

图表：“中国出口集装箱运价指数:欧洲航线”变化趋势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图表：24年年初以来中远海控、沪深300累计涨幅情况（%）



资料来源: wind, 华西证券研究所

4.2 25年集运行业重点关注的几个变量

好望角绕航是否继续？美国总统候选人特朗普曾经表示“他赢得大选，他希望加沙战争在他明年1月上任前结束”（资料来源：财联社）。

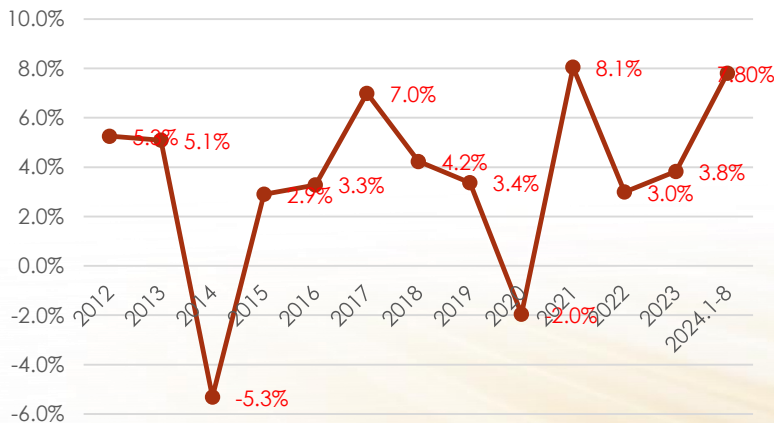
中美贸易关系的变化。在特朗普担任总统的18、19年，中国港口集装箱外贸吞吐量增速连续环比下降。

图表：亚洲-欧洲集装箱航线示意图



资料来源：央视新闻，华西证券研究所

图表：中国主要港口外贸集装箱吞吐量增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所



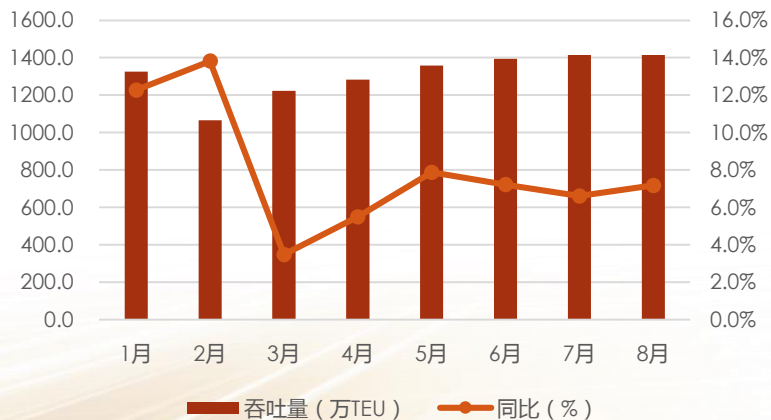
05 交运基础设施

5.1 港口：外贸需求较好，内贸需求受到国内经济影响

外贸部分：外贸集装箱吞吐量体现出口目的地国家需求，1-8月同比增长7.8%。

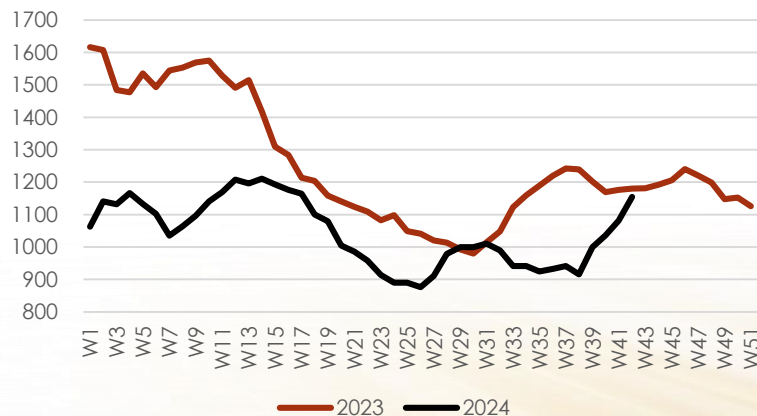
内贸部分：以内贸集装箱运价指数来表征内贸集运需求变化情况，24年运价整体相较23年甚至出现了不同程度的跌幅，意味着内贸需求部分对港口吞吐量形成拖累（不同港口内外贸占比不同）。

图表：24年当月中国主要港口外贸集装箱吞吐量（万TEU）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年以来内贸集装箱运价指数变化趋势



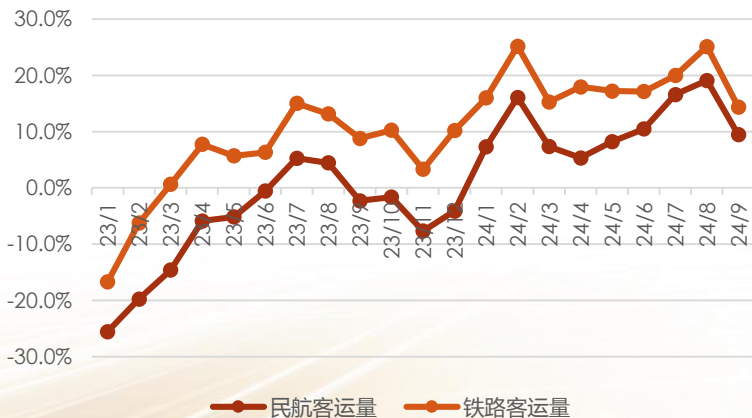
资料来源：wind，华西证券研究所

5.2 铁路：客运受益于性价比消费，货运受到国内经济影响

客运部分：1-9月铁路完成客运量33.38亿人，相较19年同期增长18.9%（民航客运量增幅为11.3%）。

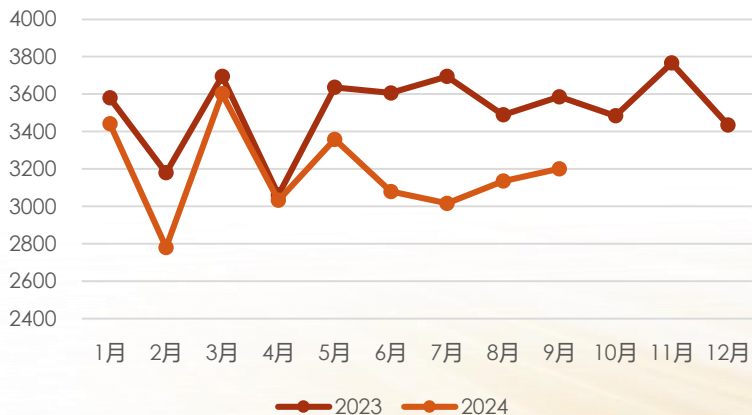
货运部分：大秦铁路为例，24年1-9月大秦线累计货运量为28654万吨，同比下降9.1%，其中7月同比下降18.4%。受此影响，大秦铁路24Q3归母净利润同比下降23.3%。

图表：当月航空、铁路旅客量相较19年同期增幅



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：当月大秦线货运量变化趋势（万吨）

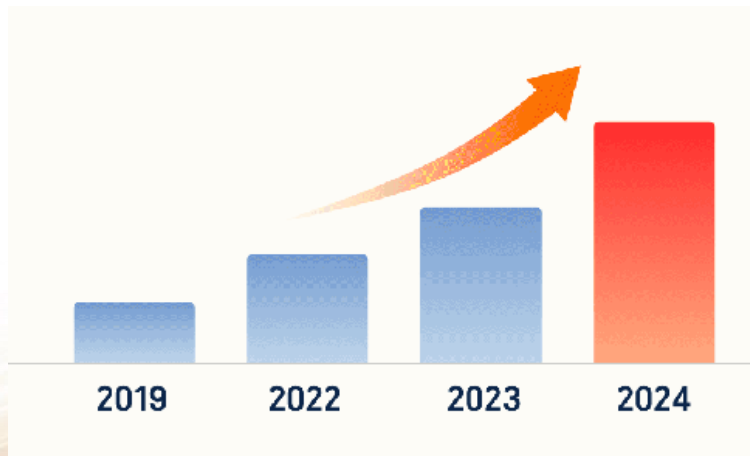


资料来源：wind，华西证券研究所

5.3 高速公路：小汽车受益于自驾游热，货车受到国内经济影响

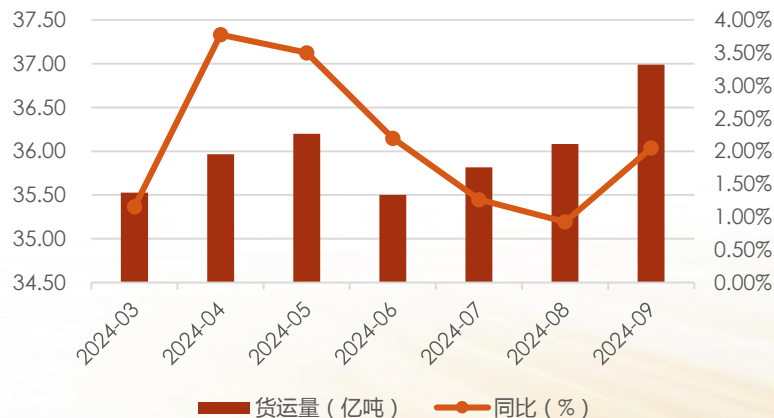
以24年国庆为例，全社会跨区域人员流量量20.03亿人次，其中非营业性小客车出行量15.85亿人次。据《2024年春节租车自驾游报告》，龙年春节国内租车自驾订单同比增长近一倍，较19年增长超400%。1-9月全国公路货运量306.6亿吨，同比增长仅3.1%，我们预计货车占比高的高速公路将受到影响。

图表：19-24年春节租车自驾订单变化趋势



资料来源：携程租车，华西证券研究所

图表：当月公路货运量及同比增长情况 (亿吨, %)



资料来源：wind，华西证券研究所



06 投资建议及风险提示

6.1 投资建议

宏观环境总结：当前消费总需求不足，消费者信心低迷。消费结构开始变化，呈现消费降级特征。同时从当月制造业PMI的细项看，24年以来整体呈现生产强于需求，意味着厂家处于生产过剩的状态。但9月份以来系列重要会议逐渐重振市场信心，市场开始期待“从政策落地到需求恢复”。

快递行业：竞争推动24年快递行业单量的超额增长。而快递行业本身是一个强者恒强的赛道，快递单量是快递公司建立比较优势的基础，单票净利润差距是行业竞争的关键因子。从24半年报看，各家单票净利润已经开始逐步拉开差距。受益公司包括中通快递、圆通速递、顺丰控股、申通快递、韵达股份等。

航空行业：19年以来客运飞机降速是确定性因素，并且过去几年国内航空公司一直在下调飞机引进计划。我们期待宏观政策落地对商旅、因私出行需求的提振，进而带来航空板块业绩弹性。受益公司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、海航控股、上海机场、中国民航信息网络等。

航运行业：油运行业的供给端逻辑没有变化，需求端等待中国需求的恢复情况。24年集运行业受益红海局势的变化，25年重点观察地缘关系及中美贸易关系的边际变化。受益公司包括中远海能、招商轮船等。

交运基础设施行业：投资的主逻辑是股息率，观察的指标包括业绩稳定性、分红率以及当前无风险收益率。在当前国内经济环境下，港口外贸吞吐量、铁路客运以及高速公路的小汽车通行量相对比较稳健。受益公司包括青岛港、招商港口、京沪高铁、广深铁路、宁沪高速、粤高速A、四川成渝等。

6.2 风险提示

宏观经济不及预期。交运主要是重资产企业，如果宏观经济增长不及预期带来下游需求不及预期，将会导致产能利用率不及预期，进而业绩大幅不及预期。

油价或汇率波动幅度超预期。油价是航司重要成本项，航司一般拥有较大规模美元负债（尤其三大航）。如果油价超预期上涨或人民币兑美元汇率超预期贬值，将对航司利润表产生负面影响。

快递价格战超预期。如果出现某一家公司短期经营不理性，不考虑短期利润表而盲目打价格战抢量的情况，将会导致行业整体盈利不及预期。

港口企业分红不及预期。尤其吞吐量没有增速的港口企业，分红是影响其股价最核心因素。如果这些企业的现金分红不及预期，可能会造成股价的回调压力。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。