

证券研究报告

2024年09月25日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

ROE视角，发掘高回报率公司

——交运耐心资本报告

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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- **做耐心资本，看长期机会**

交运多数板块的股价和估值都在历史低位，部分航空、快递、跨境物流公司的ROE和预期投资回报率较高，适合耐心资本做长期投资。一旦经济回暖或股市回升，市场风格可能从红利转向白马，高ROE、盈利较快增长的行业龙头公司有望迎来“戴维斯双击”。

- **航空：春秋航空、吉祥航空**

航空需求增速或将高于GDP，春秋航空和吉祥航空的收入增速更快，ROE有望到15%以上。

- **快递：中通快递、圆通速递**

零售线上化推动快递单量高增长，中通快递和圆通速递的ROE有望在15%左右，且较稳定。

- **跨境物流：嘉友国际、苏美达**

企业出海带动跨境物流高增长，嘉友国际和苏美达的盈利增速快，ROE有望到15%以上。

风险提示：全球经济增速下行，燃油价格大幅上升，价格竞争加剧

1.1 部分交运公司预期回报率较高

- 根据ROE中枢、PB水平，部分交运公司的预期投资回报率较高。

证券代码	证券简称	市值 亿元	PB	PE- TTM	ROE(扣除/加权)		Wind一致预期ROE			预期年化 回报率	预期 股息率	必要的 净利润增速
					2023	2024H1	2024E	2025E	2026E			
601021.SH	春秋航空	484	3.0	17	15%	8%	17%	17%	18%	13.8%	2%	12%
603885.SH	吉祥航空	226	2.7	19	8%	6%	16%	19%	20%	16.1%	1%	15%
2057.HK	中通快递	1404	2.1	15	15%	7%	15%	16%	16%	12.4%	3%	9%
600233.SH	圆通速递	537	1.8	14	13%	6%	14%	14%	14%	11.9%	2%	9%
603871.SH	嘉友国际	186	3.5	14	23%	14%	25%	26%	25%	19.4%	2%	17%
600710.SH	苏美达	108	1.5	10	13%	7%	15%	15%	15%	12.8%	4%	9%
1308.HK	海丰国际	519	3.2	12	24%	17%	37%	27%	29%	15.9%	7%	9%
603565.SH	中谷物流	150	1.5	9	10%	4%	15%	16%	15%	10.8%	9%	2%

注：1.剔除运价、股价、估值分位数较高的航运公司，盈利预测偏高的大宗供应链公司等。

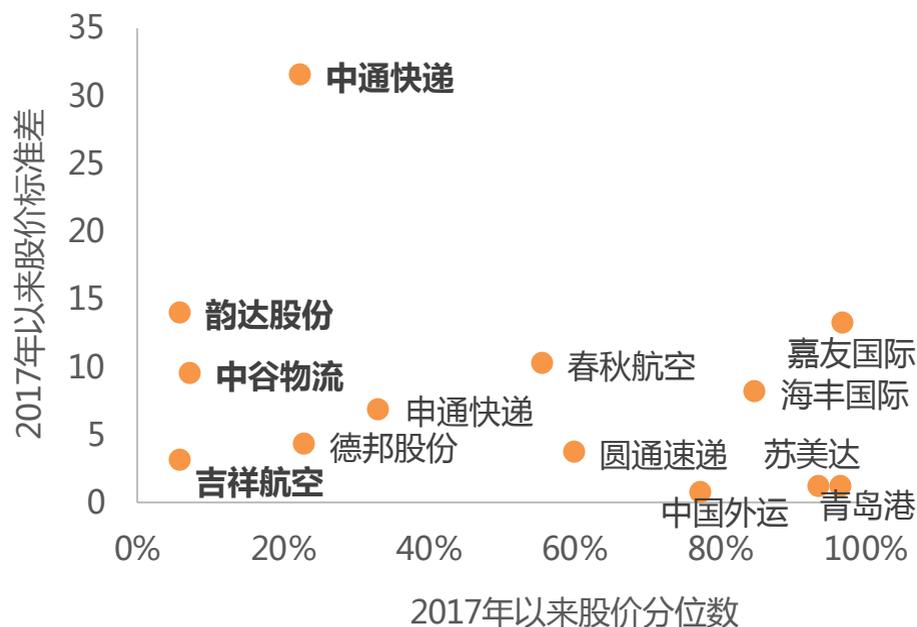
2.必要的净利润增速市值维持ROE水平所需要的净利润增速。

3.数据截止2024年9月23日。

1.1 部分交运公司股价和估值较低

- 股价分位数：部分公司股价低、波动性大。
- 估值分位数：部分公司的PE和PB处于历史低位。

■ 部分公司的股价分位数低、波动性大



■ 部分公司的PE和PB分位数较低



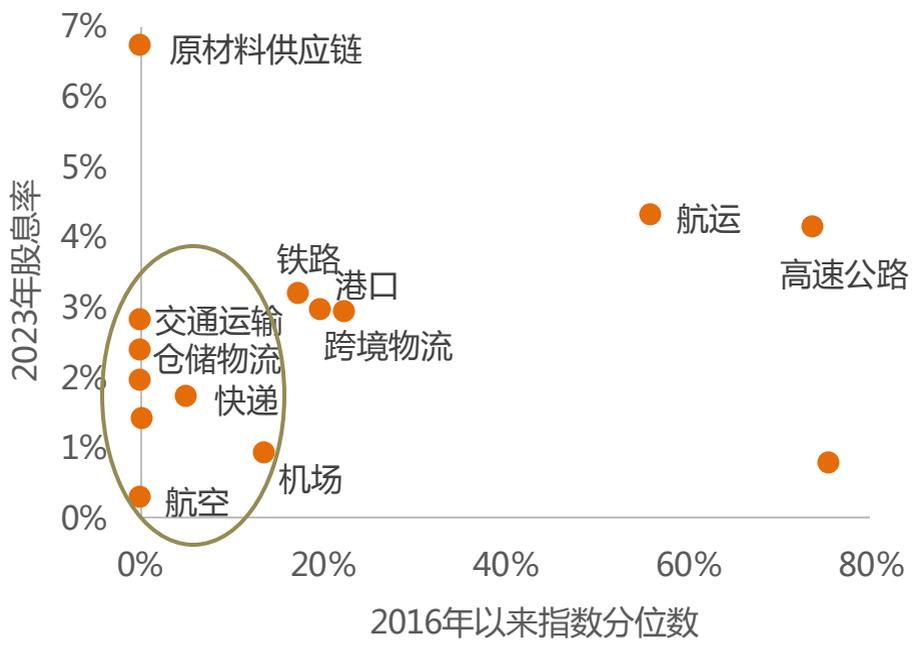
1.2 高ROE，低PB公司投资逻辑

- **背景：** 经过三年调整，部分ROE中枢较高的公司，股价和估值都处于较低水平，潜在投资回报率较高。一旦经济或股市企稳回升，投资风格可能从红利股转向白马股，这些公司的估值弹性较大。
- **逻辑：** 如果一家公司ROE稳定，PB也稳定，分红比例为 k ，那么回报率为
$$R = \frac{ROE \times k}{PB} + ROE \times (1 - k)$$
，其中股息回报率为 $\frac{ROE \times k}{PB}$ ，股价涨幅为 $ROE \times (1 - k)$ ，这也是维持ROE所需的净利润增速。
- **方向：** 一是股息率越高越好，是过去两年红利股的主逻辑；二是净利润增速越快越好，或将是未来的主逻辑。净利润增长来自行业成长，公司份额提升，行业周期上行，竞争格局改善等。

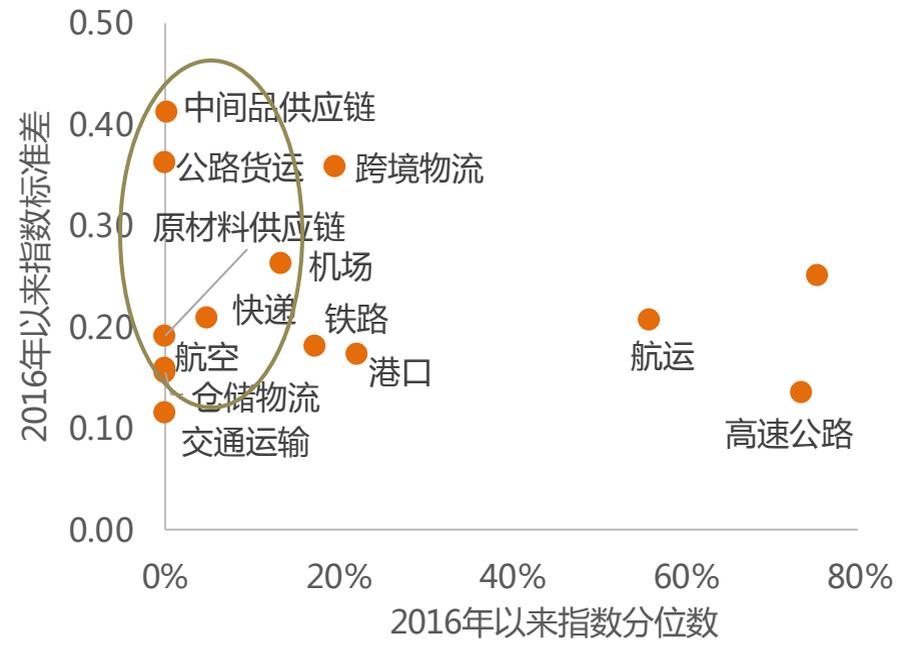
1.2 性价比：红利股与白马股

- 红利风格下，高速公路、港口、铁路等高股息、低波动板块指数处于相对较高分位数。
- 航空、仓储物流、原材料供应链、快递等指数处于低分位数。

■ 高速公路、航运、铁路、港口等高股息板块，指数分位数较高



■ 高速公路、港口、铁路等低波动板块，指数分位相对较高



2.1 高回报率：要么高增长，要么高分红

- 当行业高增长，盈利高增长有望带来较高回报率。

本报告聚焦分析高ROE、业绩有望持续增长的交通运输公司投资机会。交通运输成长公司的股价和估值都处于较低分位数。一旦经济或者股市企稳回升，成长型公司有望迎来“戴维斯双击”。

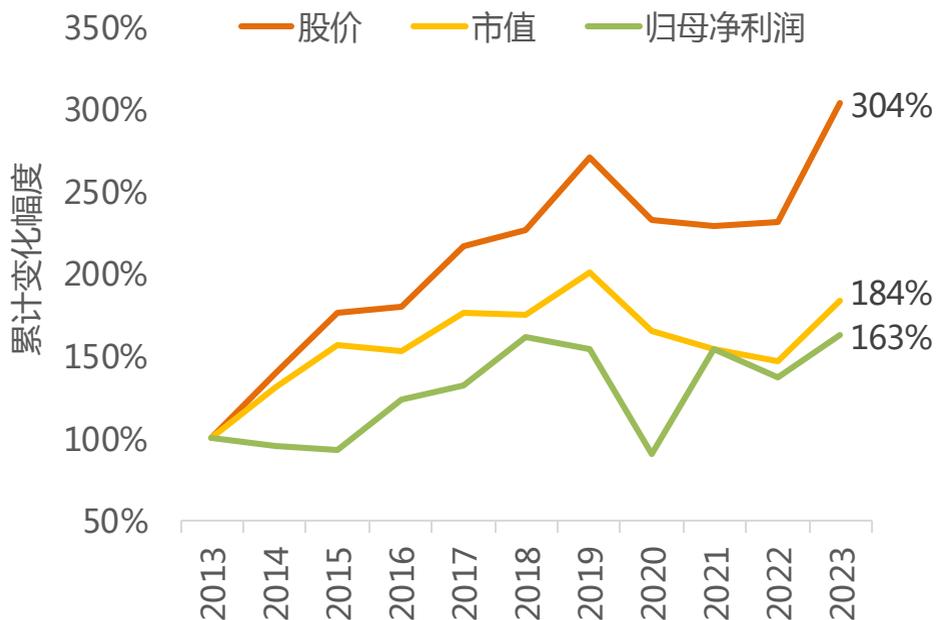
- 当行业增速放缓，高分红也可能维持较高回报率。

我们在《上市公司100亿现金值多少市值？》中，分析了交通运输高分红公司的投资机会。但是当前高分红、高股息公司，股价和估值都已处于较高分位数。

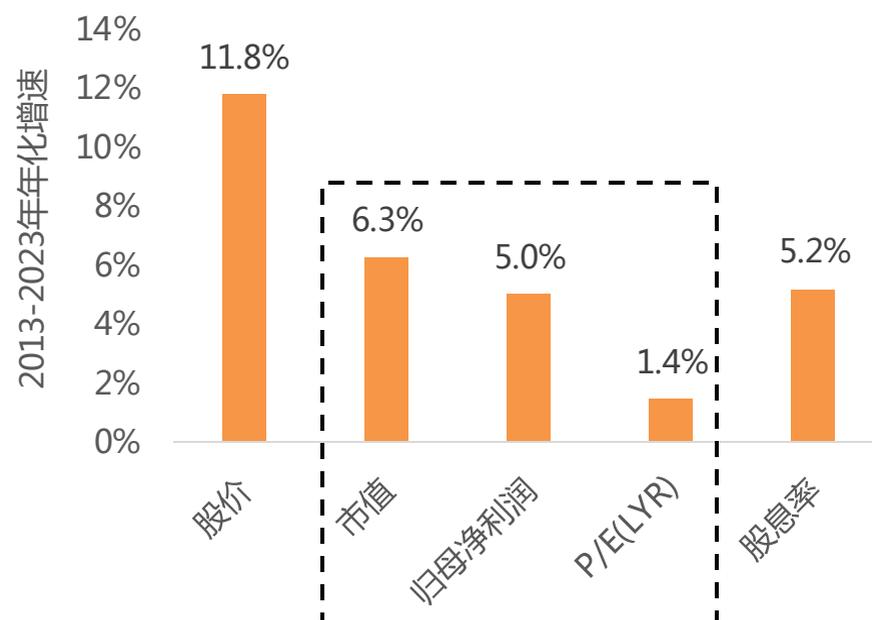
2.2 宁沪高速如何实现高回报率？

- 2013-2023年，宁沪高速股价累计涨幅204%，归母净利润累计增幅63%。
- 股价上涨，主要由归母净利润增长和股息率驱动，PE估值变化较小。

■ 2013-2023年，宁沪高速的股价累计涨幅高于净利润增幅



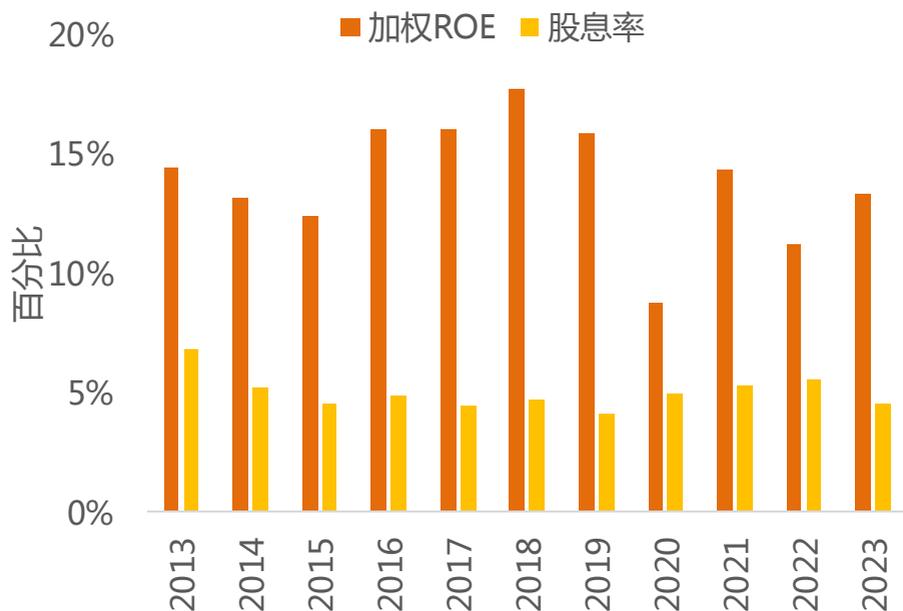
■ 宁沪高速的股价上涨，主要由净利润增长和股息率驱动



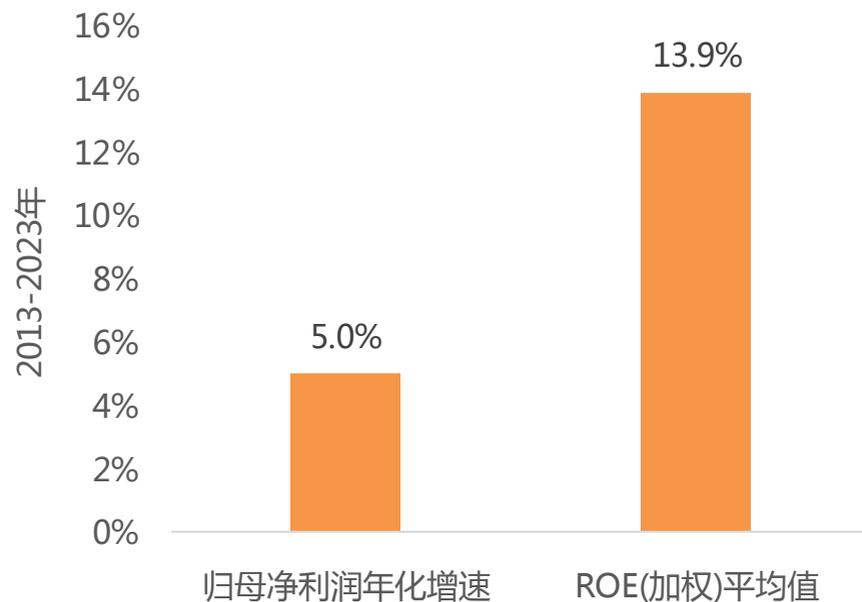
2.2 宁沪高速如何实现高回报率？

- 高ROE是基础，高ROE、高分红比例、低PB才能出现较高的股息率。
- ROE越高，留存利润的再投资回报率越高，盈利增速才能越快。

■ 宁沪高速的股息率低于加权ROE



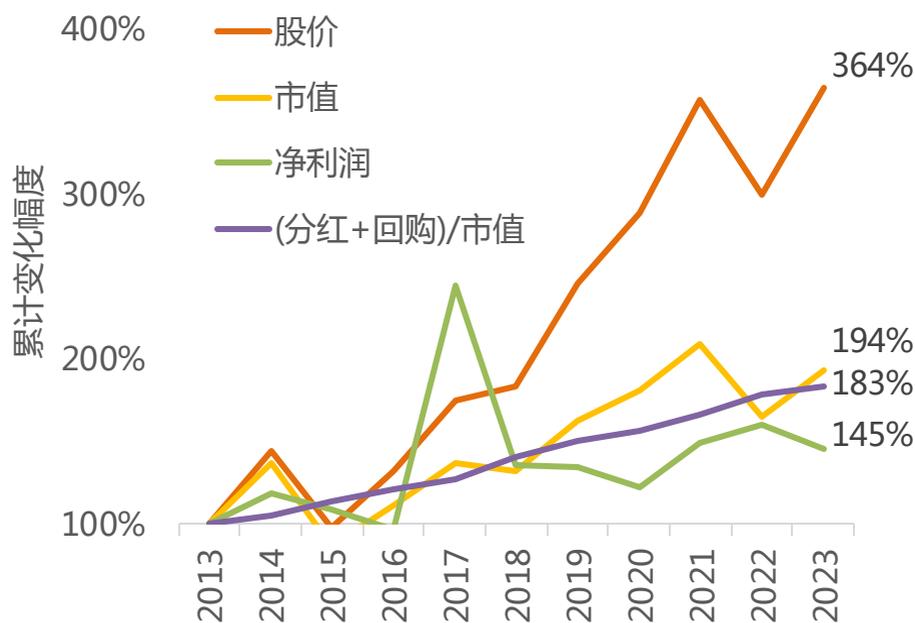
■ 2013-2023年，宁沪高速的净利润年化增速低于ROE均值



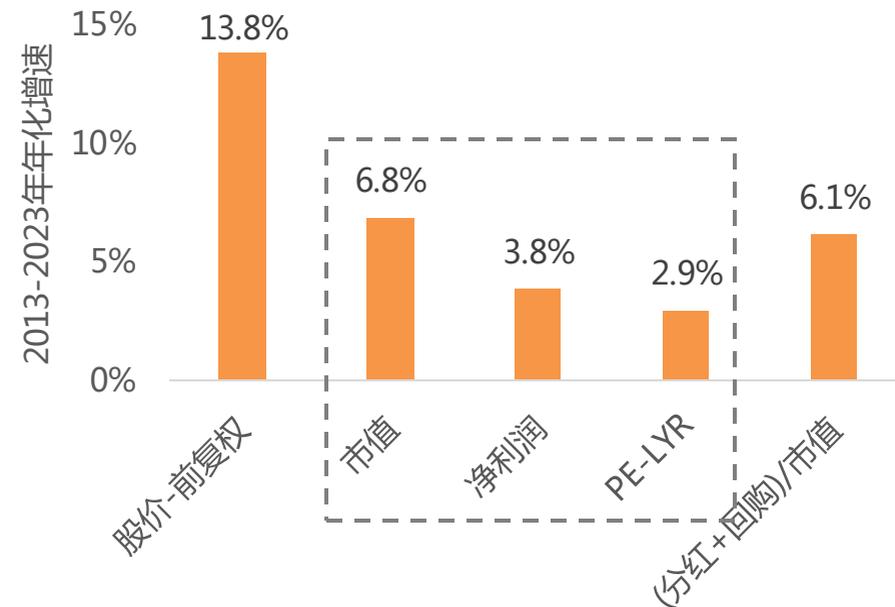
2.3 联合太平洋如何实现高回报率？

- 2013-2023年，联合太平洋股价累计涨幅264%，远高于净利润累计增幅45%。与宁沪高速相比，股价涨幅更高，但净利润增幅更低。
- 股价上涨，主要由股息率、净利润增长、估值提升驱动。

■ 2013-2023年，联合太平洋的股价累计涨幅高于净利润增幅



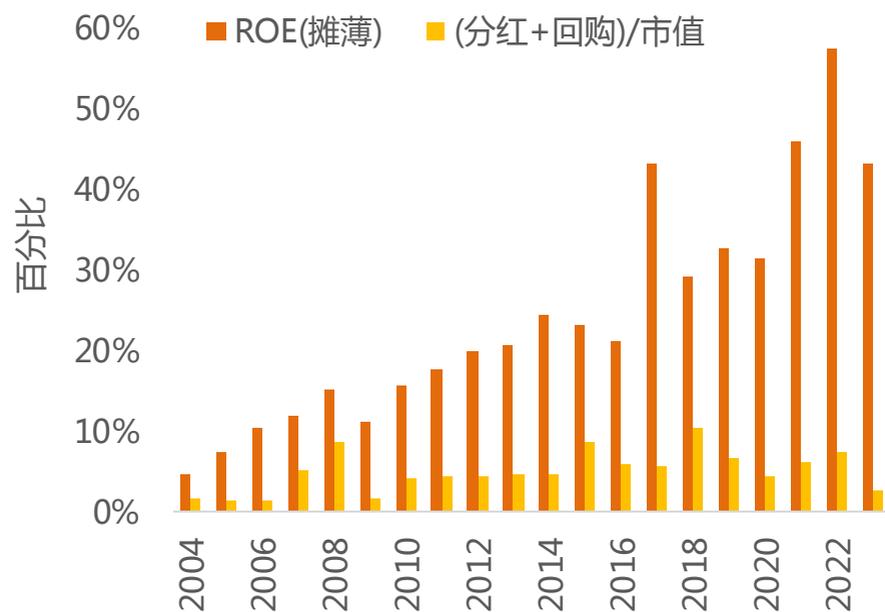
■ 联合太平洋的股价上涨，主要由股息率、净利润增长驱动



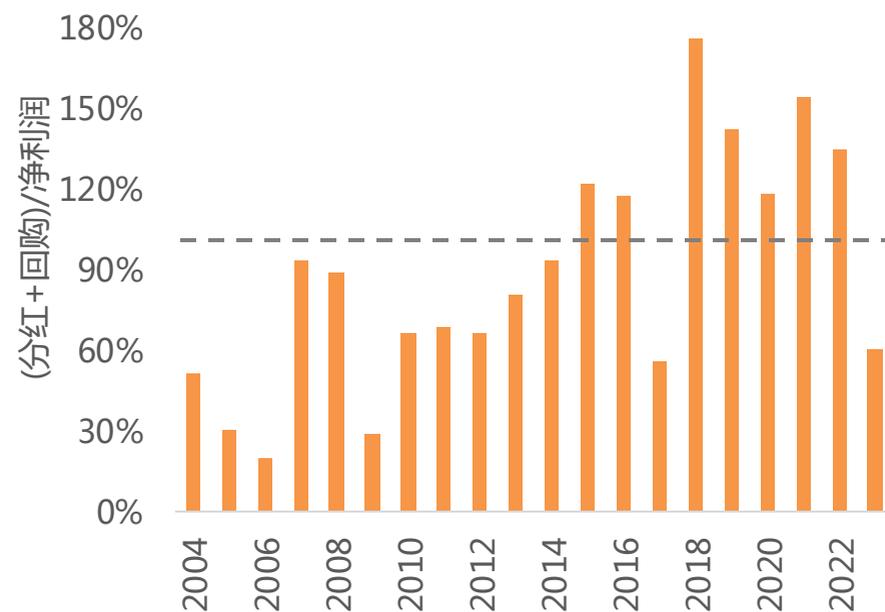
2.3 联合太平洋如何实现高回报率？

- 尽管联合太平洋的PB已经超过10倍，但是ROE高达40%以上。
- “（分红+回购）/净利润”经常超过100%，带来较高回报率。

■ 联合太平洋的股息率低于摊薄ROE



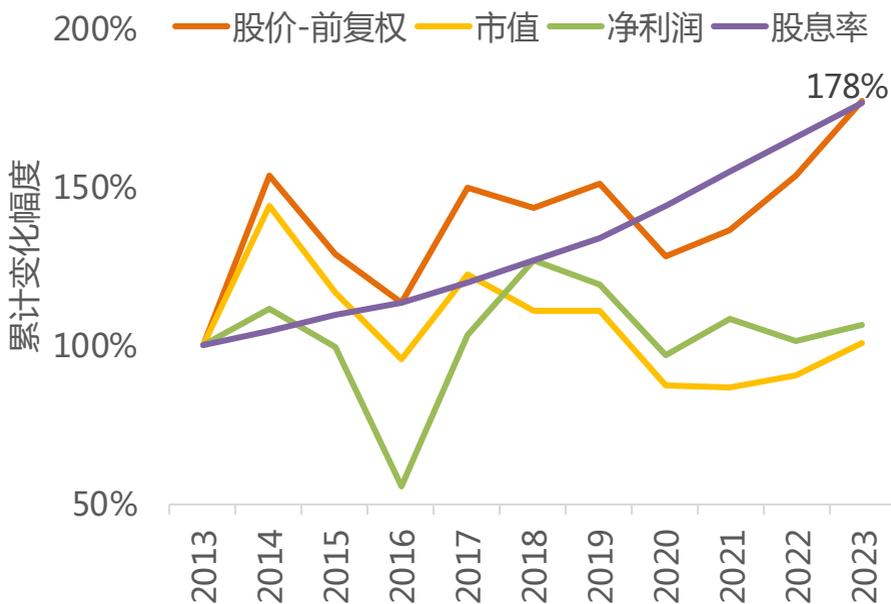
■ 联合太平洋的“(分红+回购)/净利润”较高



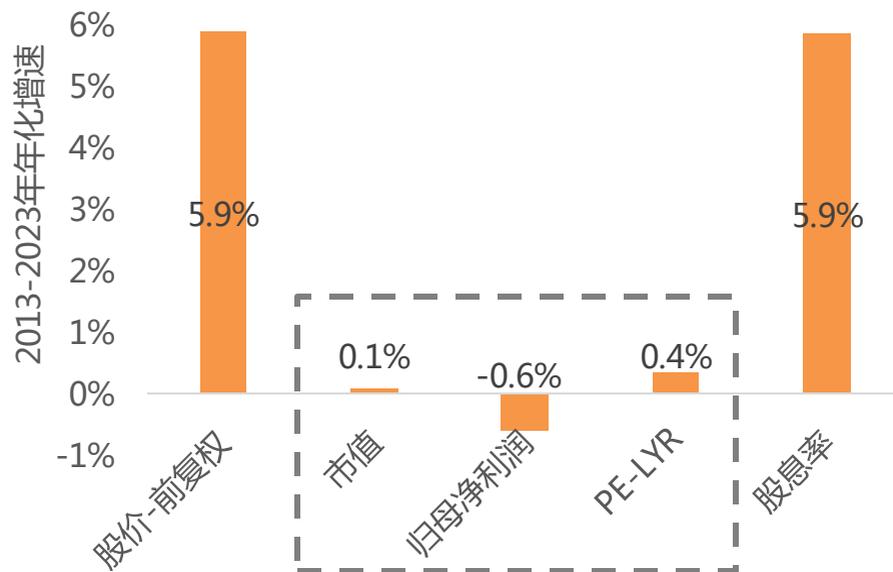
2.4 大秦铁路为何回报率低？

- 2013-2023年，大秦铁路的股价涨幅78%，接近累计股息回报率。
- 2013-2023年，大秦铁路的归母净利润和PE比较稳定，所以市值稳定。

■ 2013-2023年，大秦铁路的股价累计涨幅高于净利润增幅



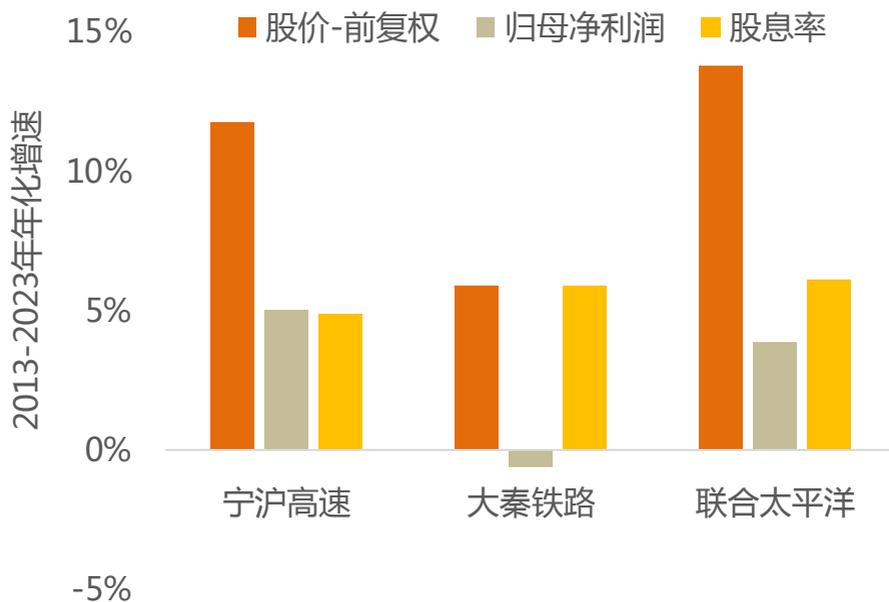
■ 联合太平洋的股价上涨，主要由股息率驱动



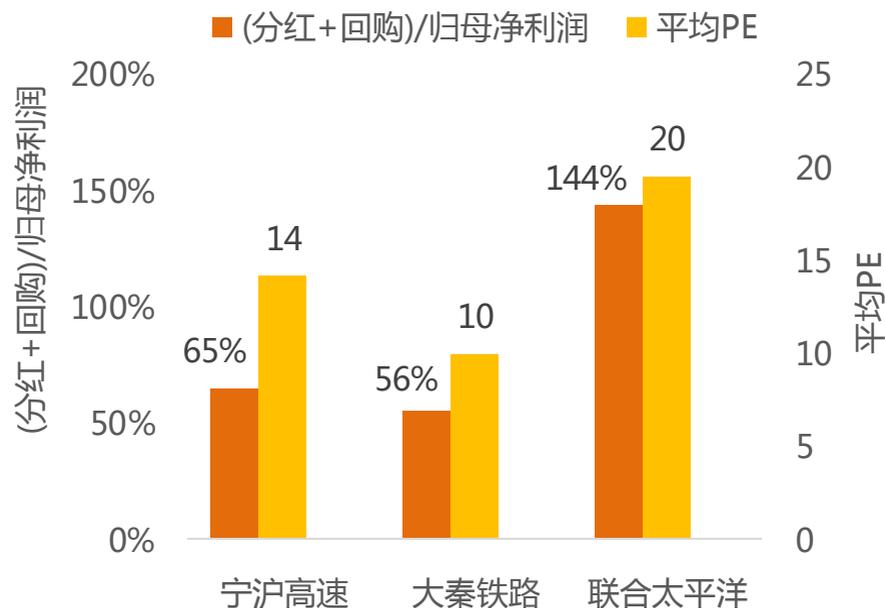
2.4 大秦铁路为何回报率低？

- 2013-2023年，大秦铁路的股价累计涨幅偏低，主要是净利润增速偏低所致，而股息率与宁沪高速、联合太平洋接近。
- 当盈利增速较低，提高分红比例可以使投资回报率达到较高水平。

■ 大秦铁路股价涨幅低，主要是利润增速低所致



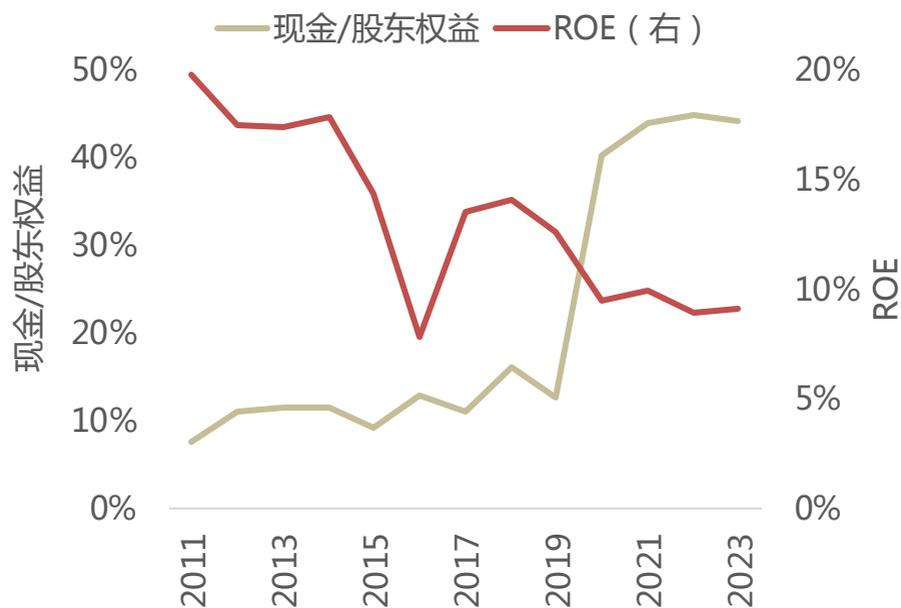
■ 大秦铁路的分红比例也偏低，导致投资回报率偏低



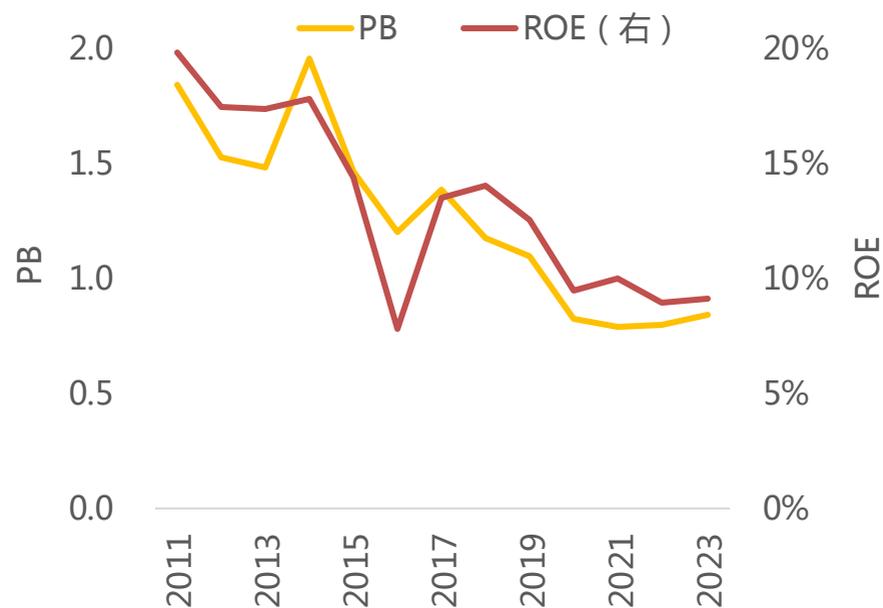
2.4 大秦铁路为何回报率低？

- 如果分红少、留存利润再投资回报率低，那么ROE和PB都会下降。
- 尽管大秦铁路分红比例高达50%左右，但是大量现金积累仍导致ROE下降，从而导致PB估值下降。

■ 大秦铁路的“现金/股东权益”与ROE负相关



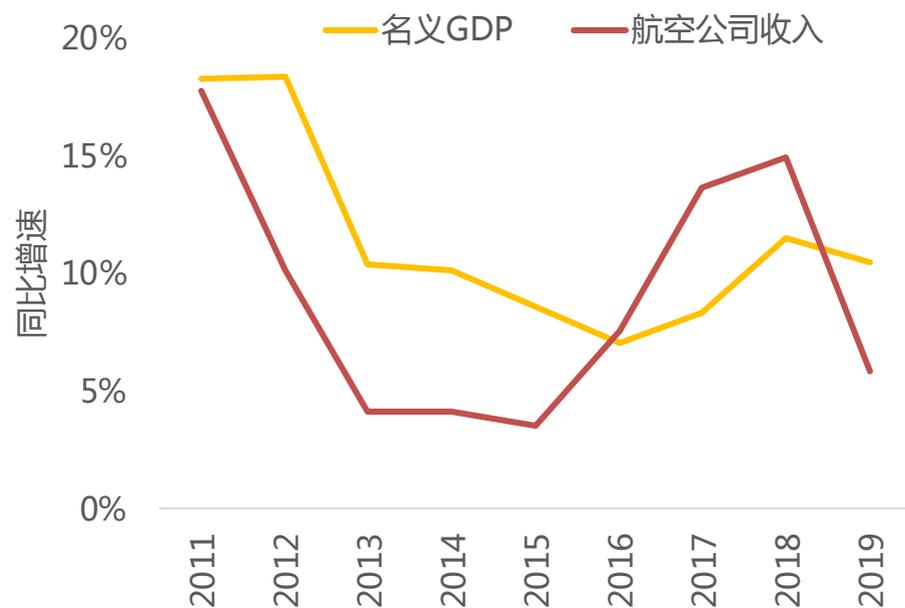
■ 大秦铁路的PB和ROE明显相关



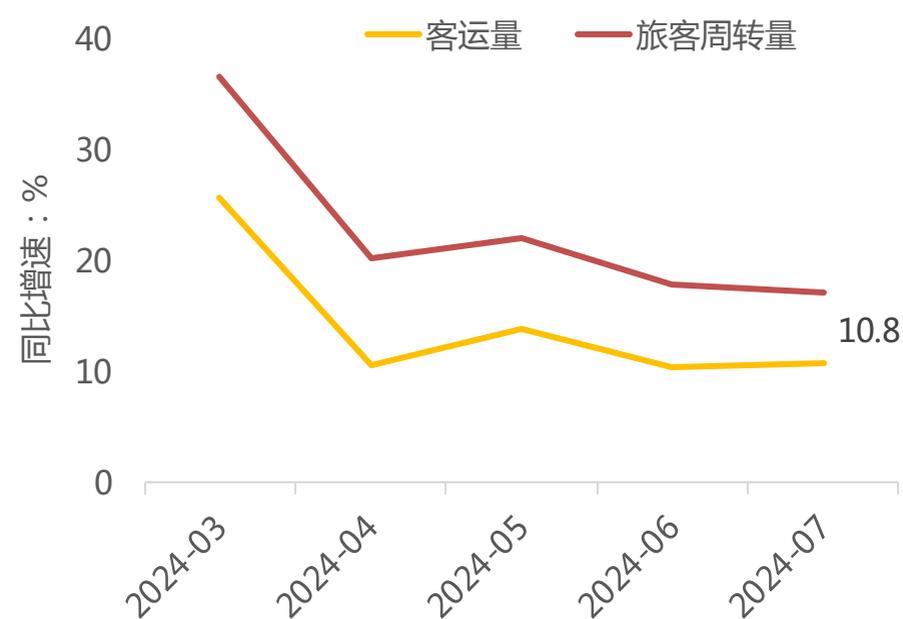
3.1 航空：需求增速高于GDP

- 未来航空需求，有望随GDP和居民收入持续增长，并且增速弹性较高。
- 2024年上半年，航空客运量增速高于名义GDP增速（4%），航空需求还在疫后修复阶段。

■ 航空是可选消费品，收入增速弹性高于名义GDP



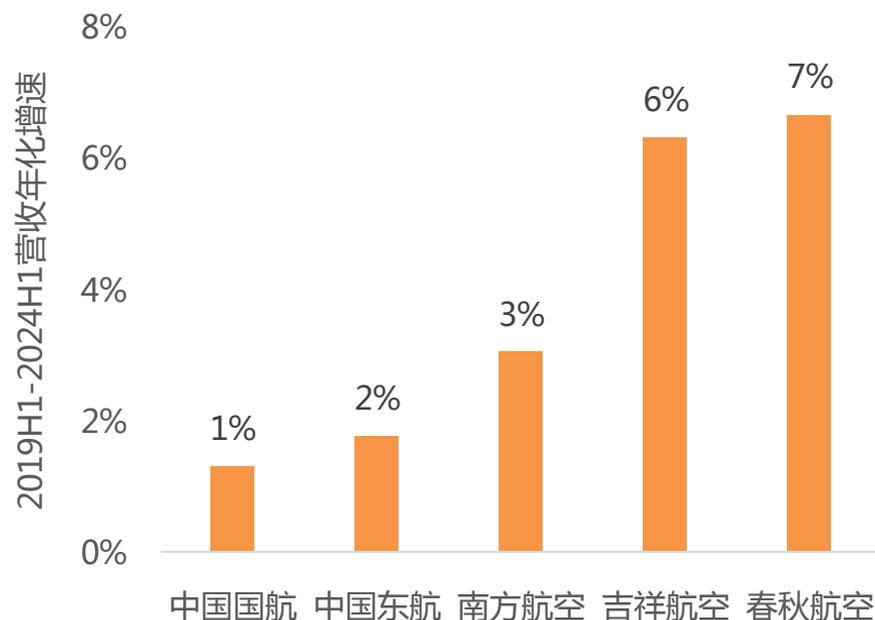
■ 2024年上半年，航空客运量较快增长



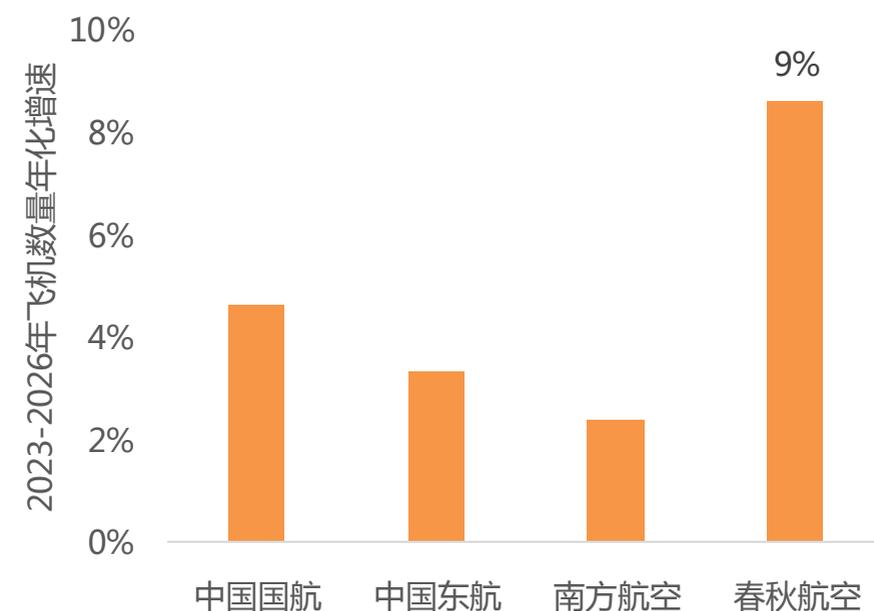
3.1 航空：吉祥、春秋的增速更高

- 2019H1-2024H1，春秋和吉祥航空的营收年化增速，远高于三大航。
- 根据各家公司机队扩张计划，2023-2026年春秋航空增速远高于三大航。

■ 春秋和吉祥航空的营业收入增速远高于三大航



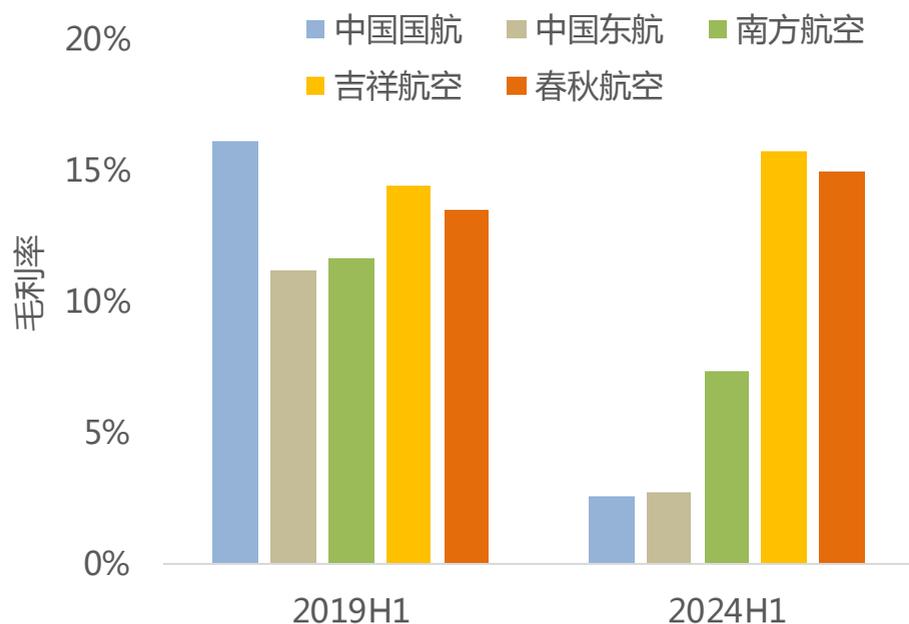
■ 2023-2026年，春秋航空计划的飞机数量年化增速为9%



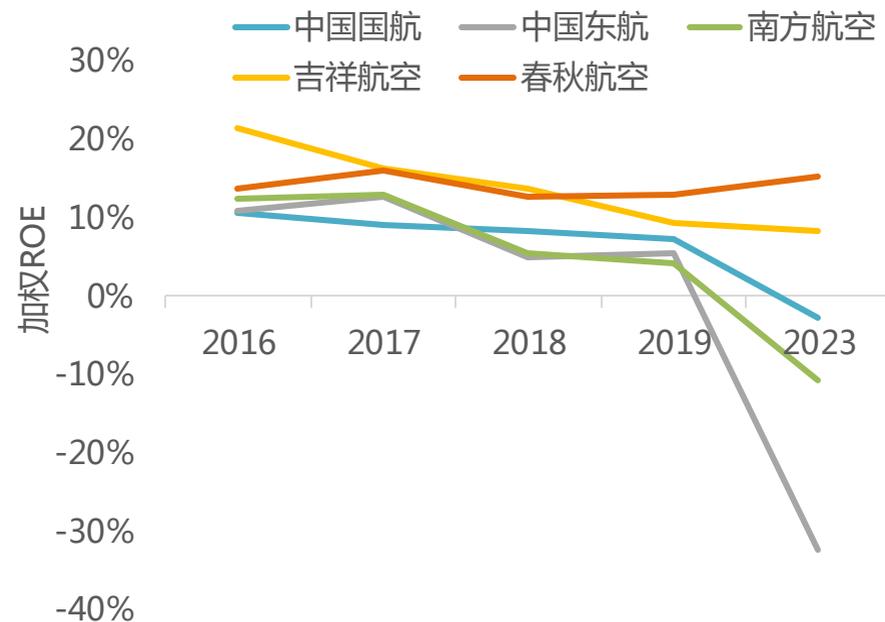
3.1 航空：春秋、吉祥的ROE更高

- 春秋和吉祥航空的盈利能力高于三大航。
- 2024年上半年，春秋航空和吉祥航空的盈利能力远高于三大航。

■ 2024年上半年，春秋和吉祥航空的毛利率远高于三大航



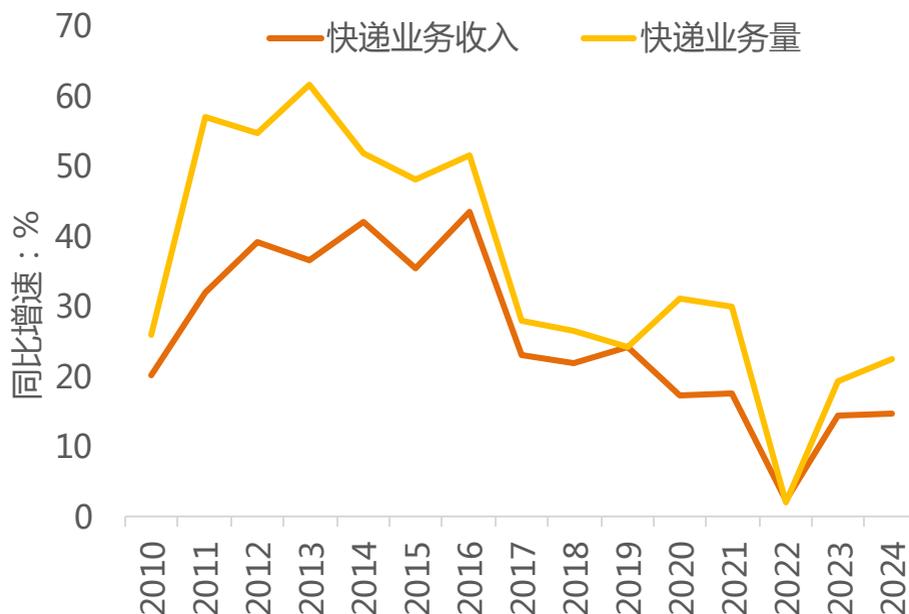
■ 春秋和吉祥航空的ROE高于三大航，且差距扩大



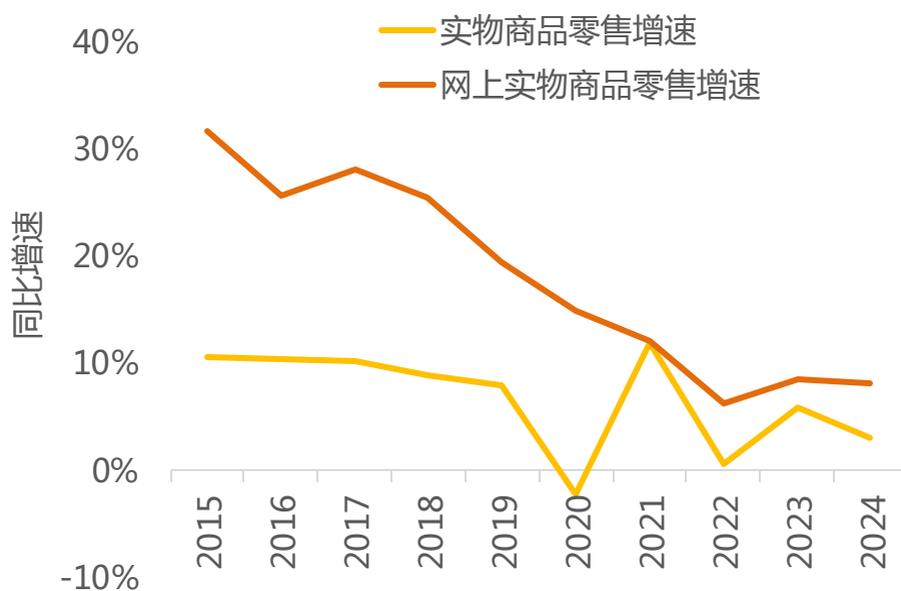
3.2 快递：单量持续高增长

- 零售线上化持续，2023年渗透率31%，未来仍有上升空间。
- 线上零售增长带动快递单量增长，商品降价、退换货比例上升等加速快递单量增长。

■ 快递行业单量和收入仍在持续较快增长



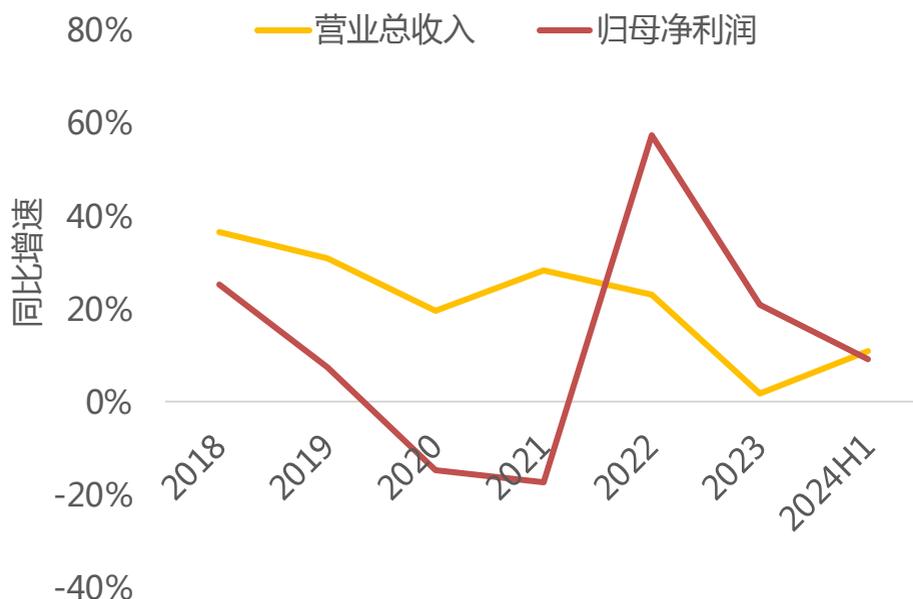
■ 网上实物商品零售增速高于整体增速



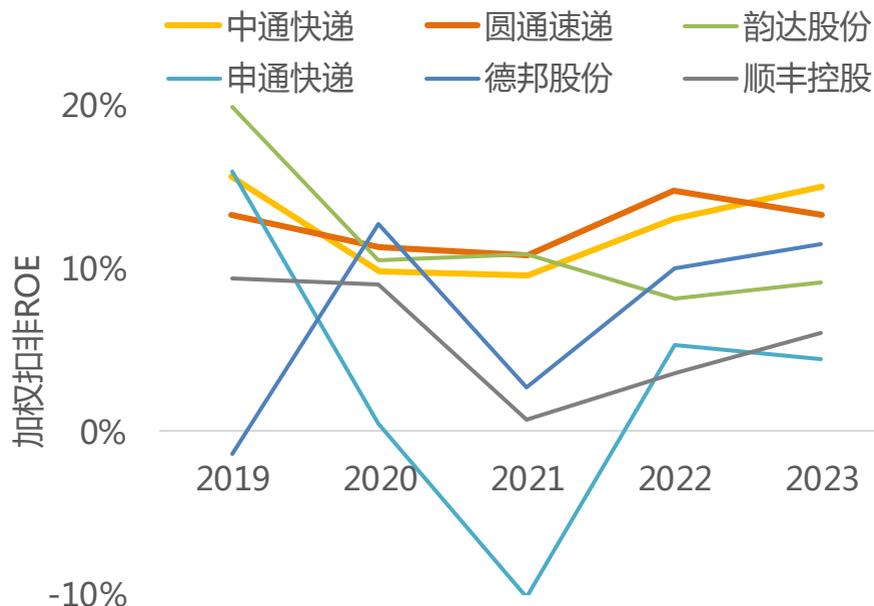
3.2 快递：中通和韵达ROE更高

- 快递单量增长带动收入和利润增长，但是利润增速波动较大。
- 中通和圆通的ROE更高，且更加稳定。

■ 主要快递公司的收入和利润增速波动



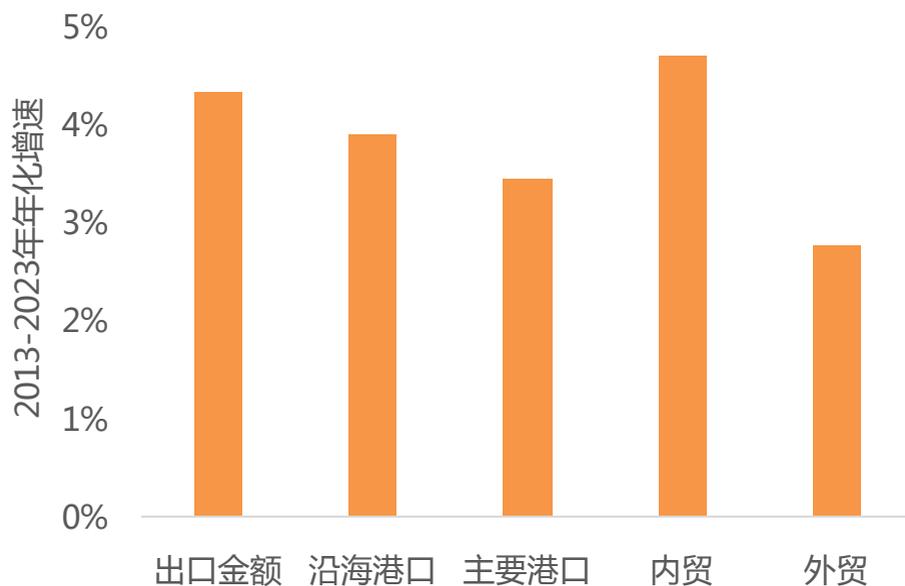
■ 中通和圆通的ROE更高，更稳定



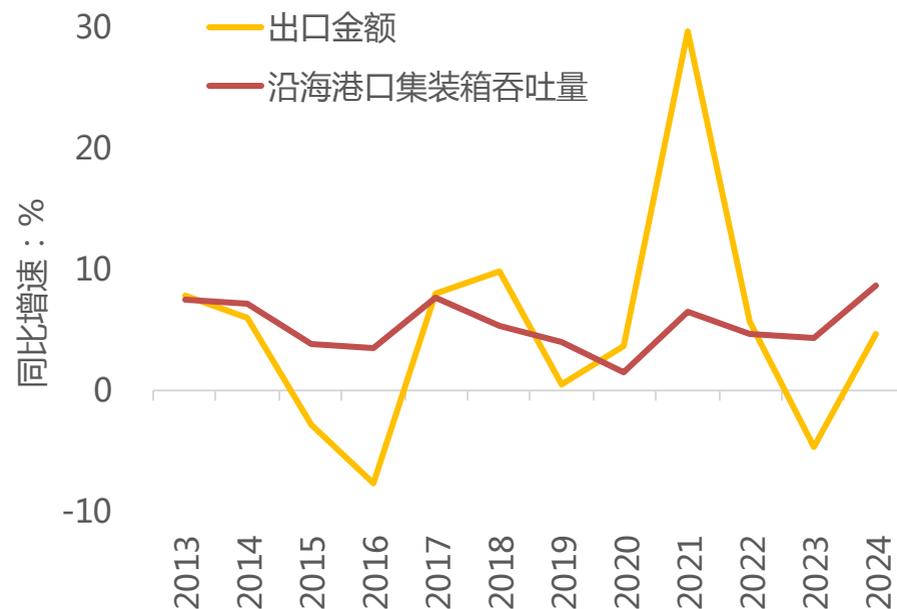
3.3 集运：吞吐量持续增长

- 港口集装箱吞吐量，随着出口增长，并伴随着周期性波动。
- 集装箱港口、集运公司受益于集装箱运量增长，盈利有望持续增长。

■ 2013-2023年出口和港口集装箱吞吐量增长



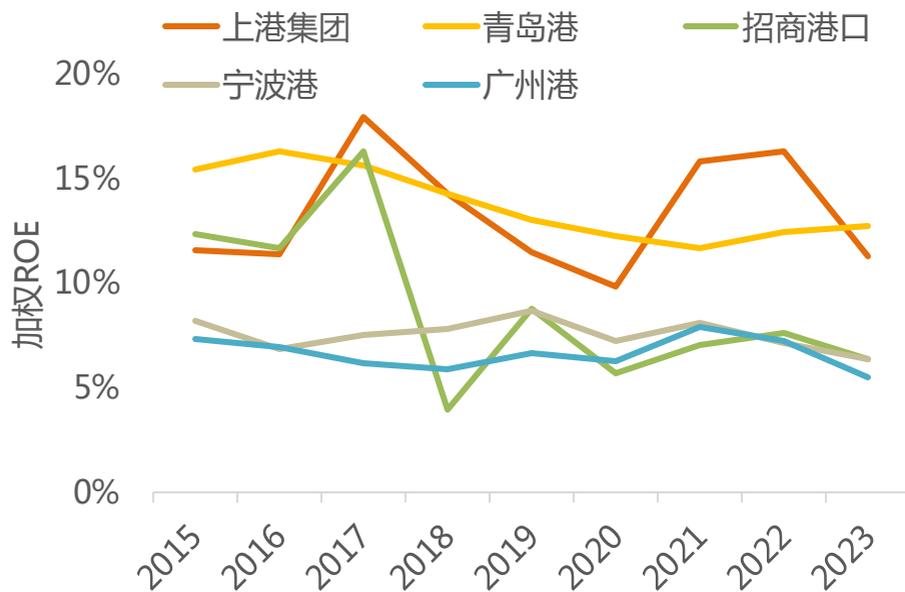
■ 港口集装箱吞吐量增速随着出口增速波动



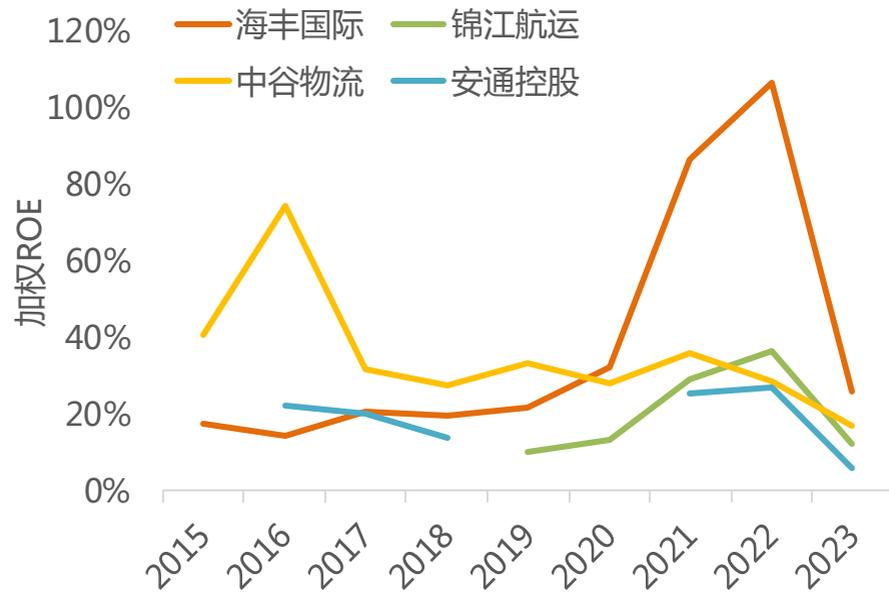
3.3 集运：港口和区域集运ROE较高

- 港口：上港集团和青岛港的ROE领先，但股价都处于较高分位数。
- 集运：海丰国际和中谷物流的ROE在14%以上，随行业周期波动。

■ 上港集团和青岛港的ROE在港口行业中领先



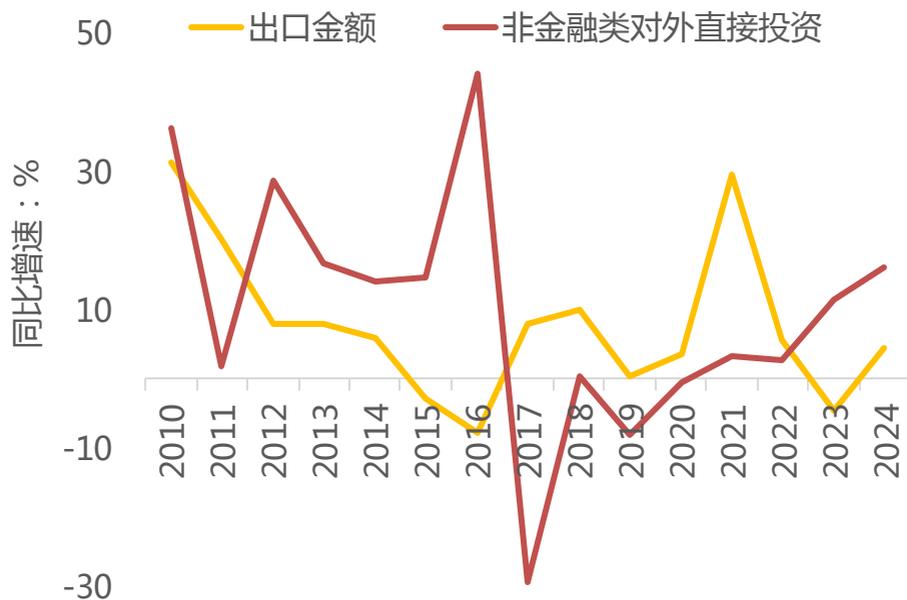
■ 海丰国际和中谷物流的ROE保持在14%以上



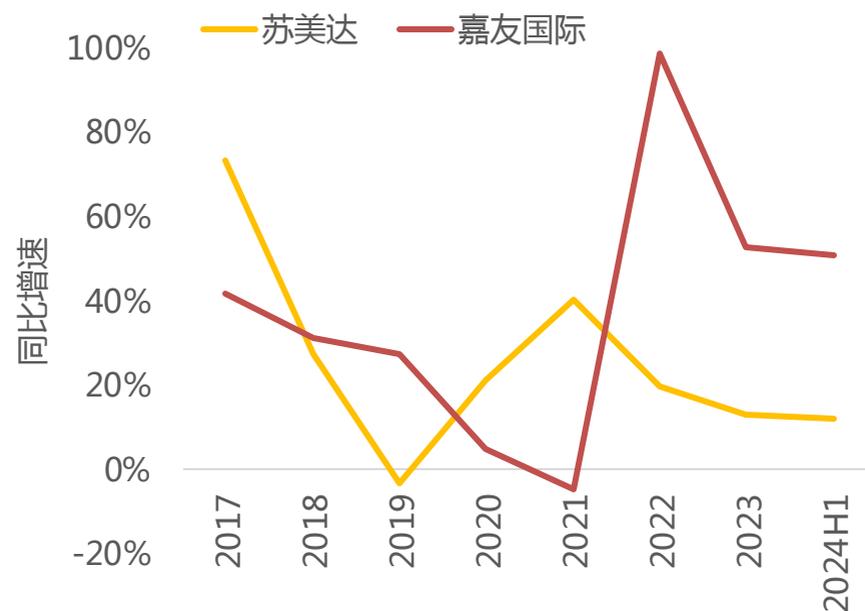
3.4 跨境物流：出海带来高增长

- 企业出海带动对外投资增长，配套的物流服务公司业务随之增长。
- 苏美达、嘉友国际等国际贸易、跨境物流业务增长，带动业绩高增长。

■ 企业出海有望带动跨境物流需求增长



■ 苏美达和嘉友国际的归母净利润高增长



- 全球经济增速下行风险

全球库存周期还在历史低位，如果未来超预期下行，那么运输需求可能随之下行、运价可能继续下跌，影响收入和利润增长。

- 燃油价格大幅上涨

燃油价格上涨将导致交通运输成本上升，航空、快递、跨境物流等公司都将受影响，可能导致净利润增速放缓。

- 价格竞争加剧

航空、快递、海运等价格对盈利影响较大，如果竞争加剧导致价格下降，那么盈利能力可能明显下降。

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