

证券研究报告

2024年11月08日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

交运并购谁最多，谁的潜力大？

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 李宁



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

1. 政策鼓励并购，产业整合加速

2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合，助力传统行业通过重组合理提升产业集中度。未来产业整合有望加速。

2. 哪些板块并购多？

2019-2024年，高速公路、供应链、石化仓储等板块的并购数量和金额较多，并购金额/市值较高，比如：楚天高速、山西高速、四川成渝、建发股份、物产中大、宏川智慧等。

3. 哪些板块并购潜力大？

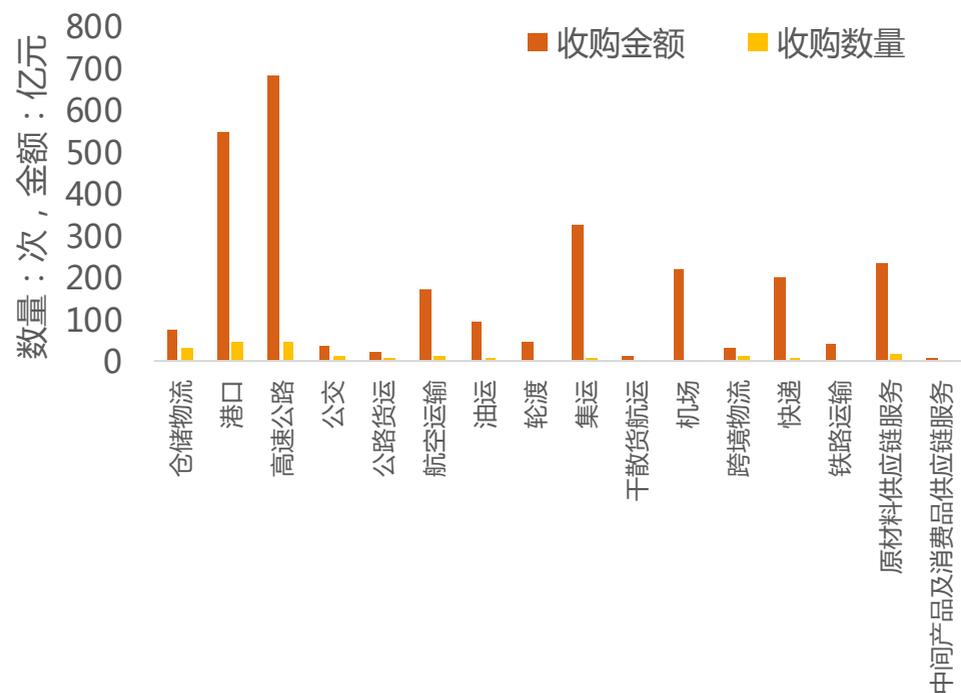
在并购政策鼓励下，过去并购较多的公司，未来或将继续并购。大股东优质资产多的公司，并购潜力较大，如高速公路板块。集中度低、具有规模效应的行业，未来可能进行产业整合，如供应链、石化仓储板块。铁路、港口、航运、航空、快递等板块的并购潜力较小。

风险提示： 并购支持政策转向，资产价格大幅上涨，并购重组效果不及预期，经济增速下滑

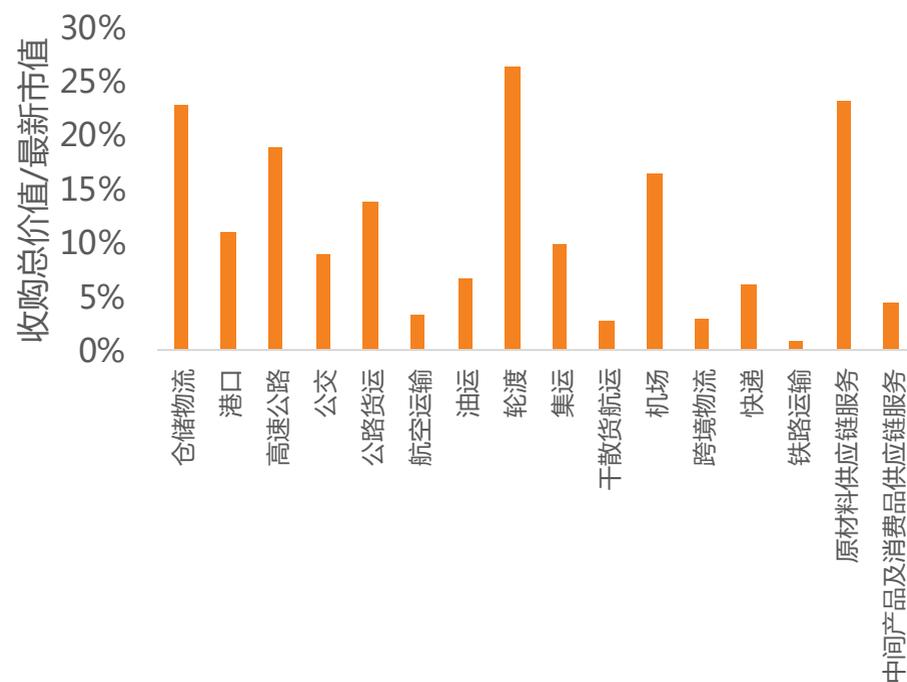
1.1 高速公路、供应链、石化仓储等板块并购较多

- 2019年以来，高速公路、供应链、石化仓储、港口等板块的并购较多，累计并购金额占市值的比例较高。

■ 2019年以来，交运细分板块的并购金额和数量



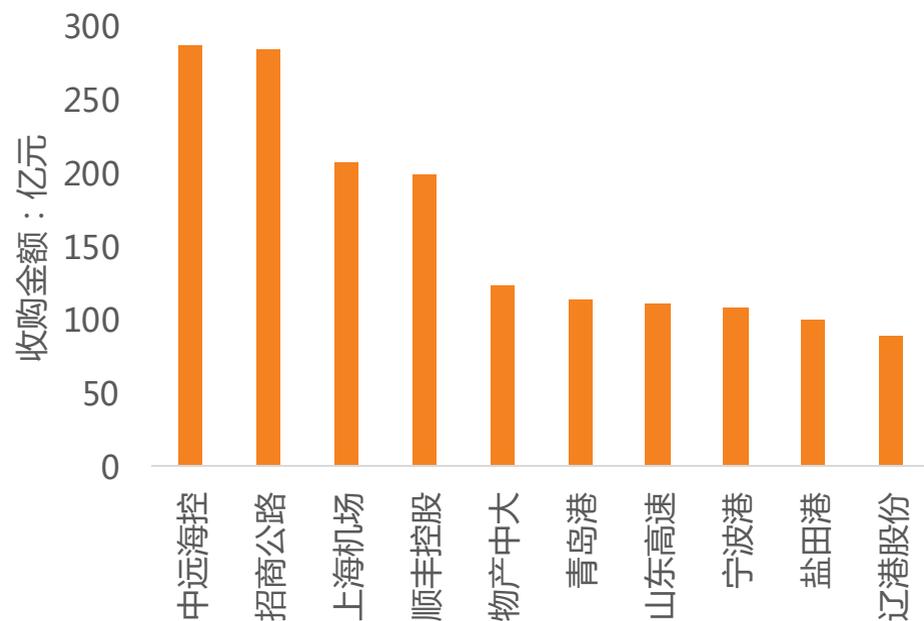
■ 2019年以来，交运细分板块累计并购金额/最新市值



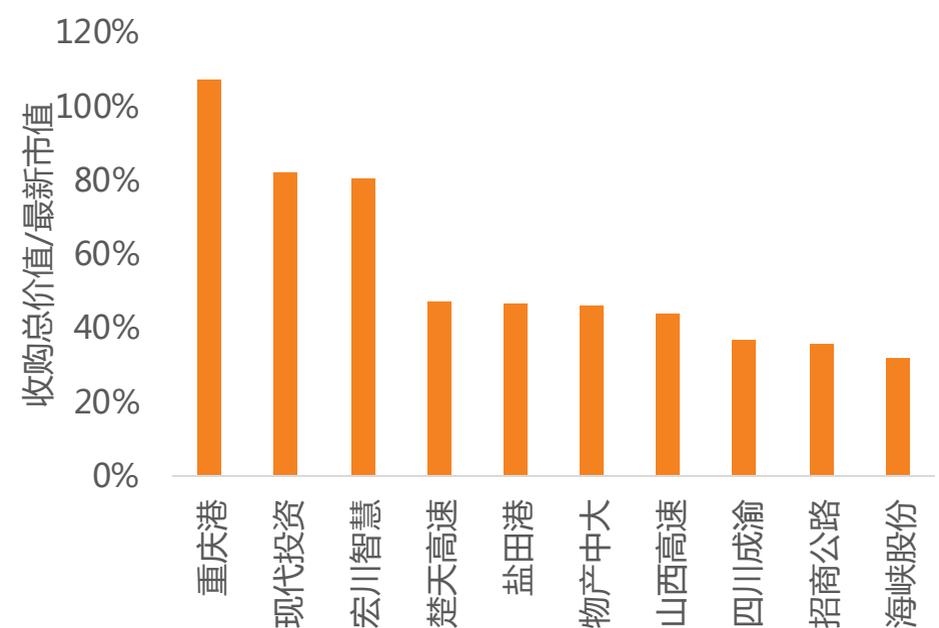
1.2 中远海控、招商公路、重庆港等公司并购较多

- 2019年以来，并购较多、并购金额/市值较高的公司有中远海控、招商公路、重庆港、楚天高速、物产中大等。

■ 2019年以来，中远海控、招商公路等交运公司并购较多



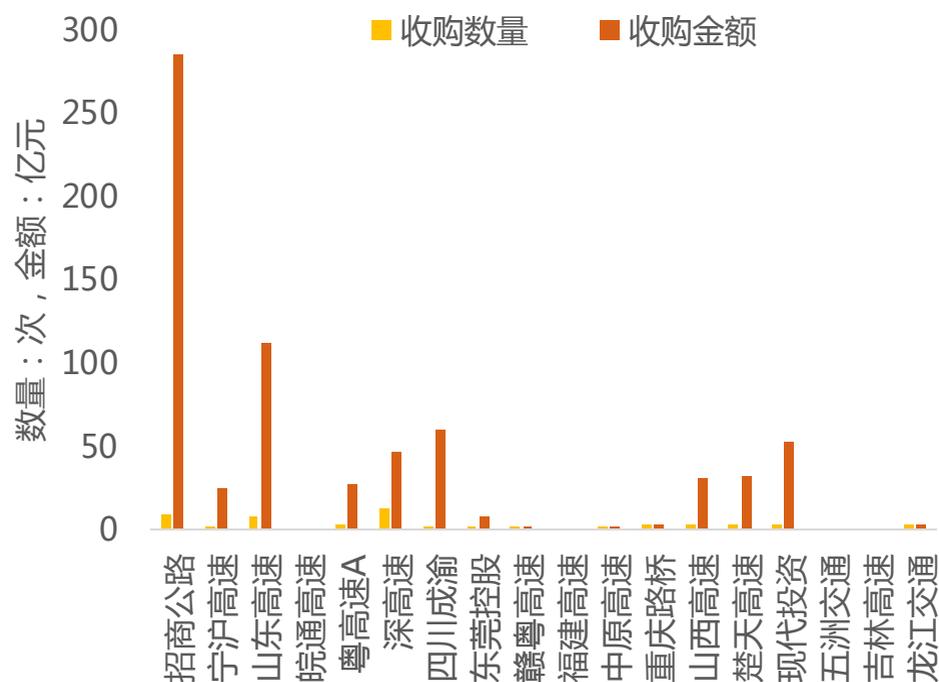
■ 2019年以来，重庆港等交运公司累计并购金额/最新市值较大



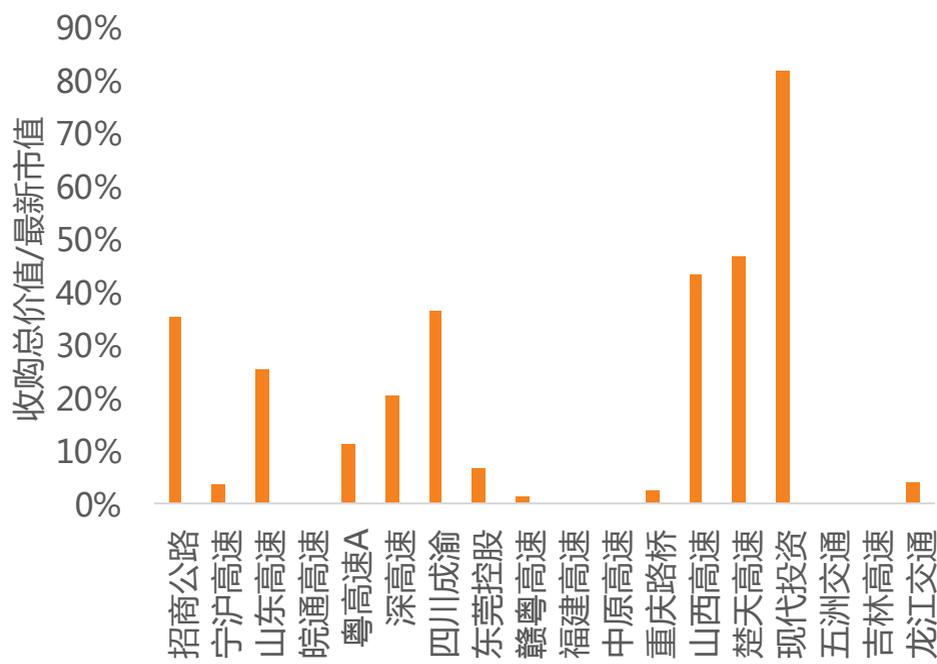
2.1 高速公路：并购多、潜力大

- 并购多：2019年以来，并购较多、并购金额比市值较高的公司，有招商公路、楚天高速、山东高速、四川成渝等。
- 高速公路公司可以通过收购路产来实现盈利增长。

■ 2019年以来，招商公路和山东高速的并购较多



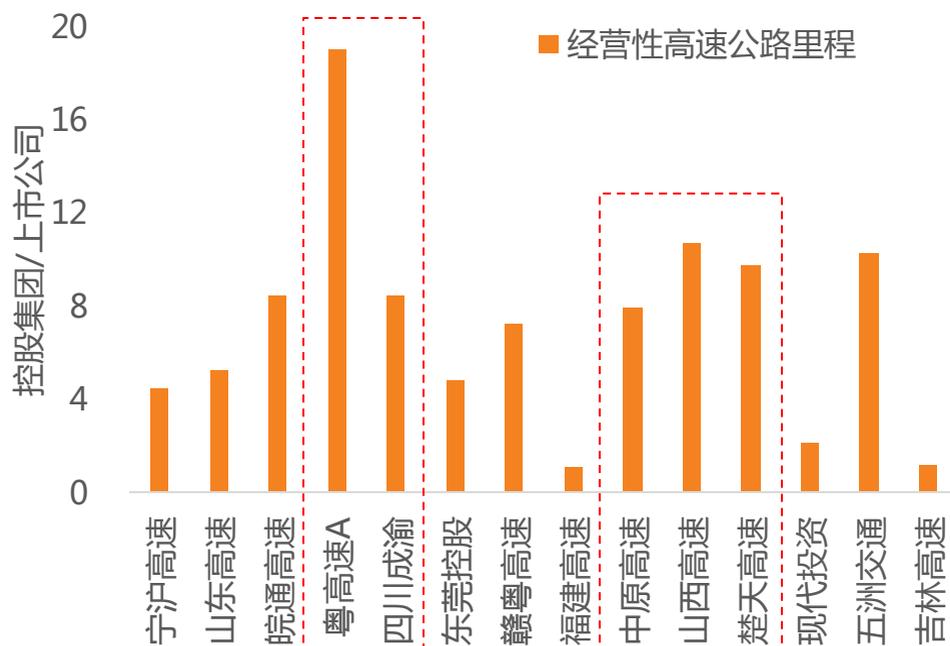
■ 2019年以来，高速公路上市公司累计并购金额/最新市值



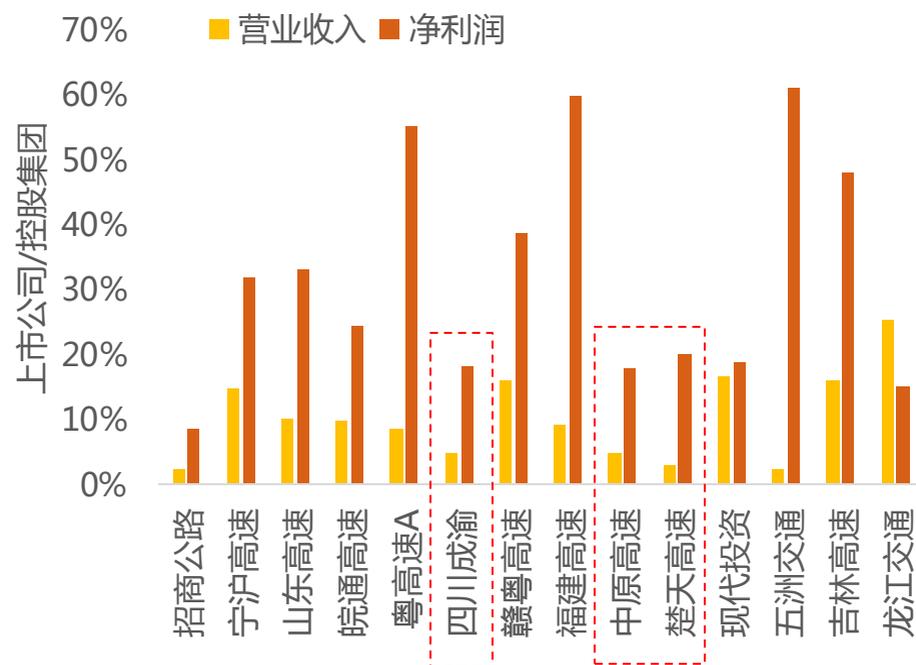
2.1 高速公路：并购多、潜力大

- 潜力大：部分上市公路的控股集团拥有大量非上市路产，路产注入空间较大。
- 对比各省交通投资集团或高速公路集团与控股上市公路企业，发现多数集团的大部分收入和利润并未在上市公路公司，未来资产并购潜力较大。

■ 部分上市公路公司具备较大收购路产的空间



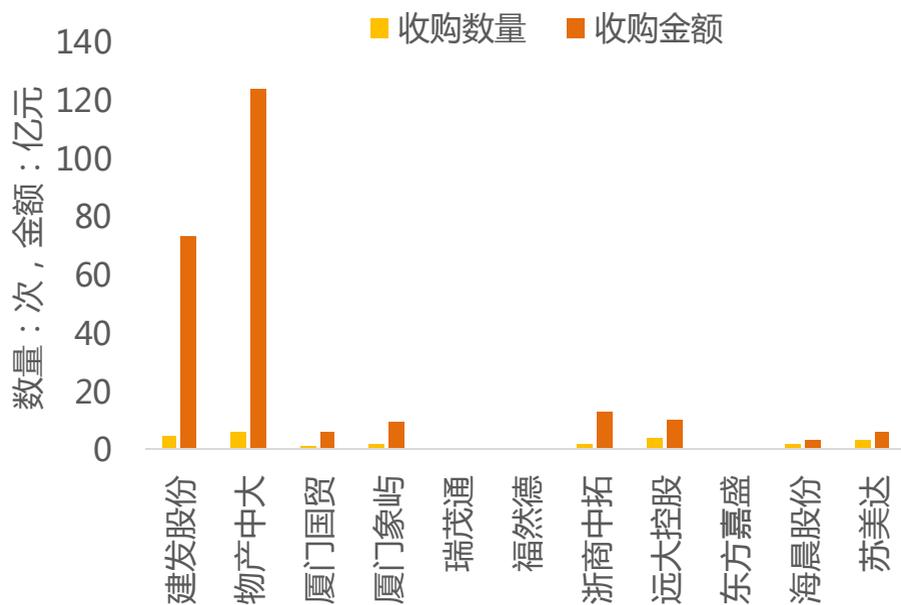
■ 部分上市公路公司未来资产并购潜力较大



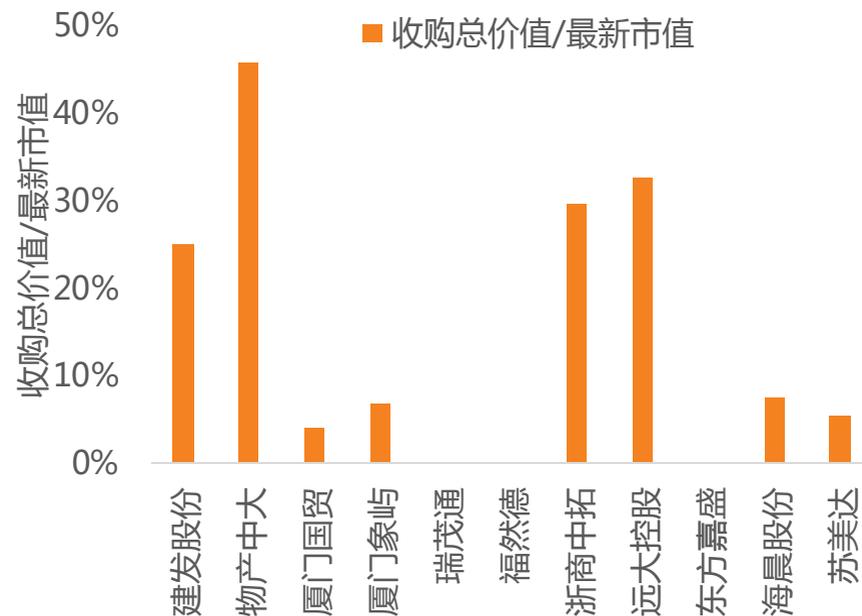
3.1 供应链：并购多、潜力大

- 2019年以来，部分供应链公司的并购较多，并购金额占市值比例较高。
- 供应链企业往往涉及众多行业，从贸易向制造延伸有助于提升利润率。

■ 2019年以来，建发股份和物产中大的并购较多



■ 2019年以来，主要供应链上市公司累计并购金额/最新市值



3.1 供应链：并购多、潜力大

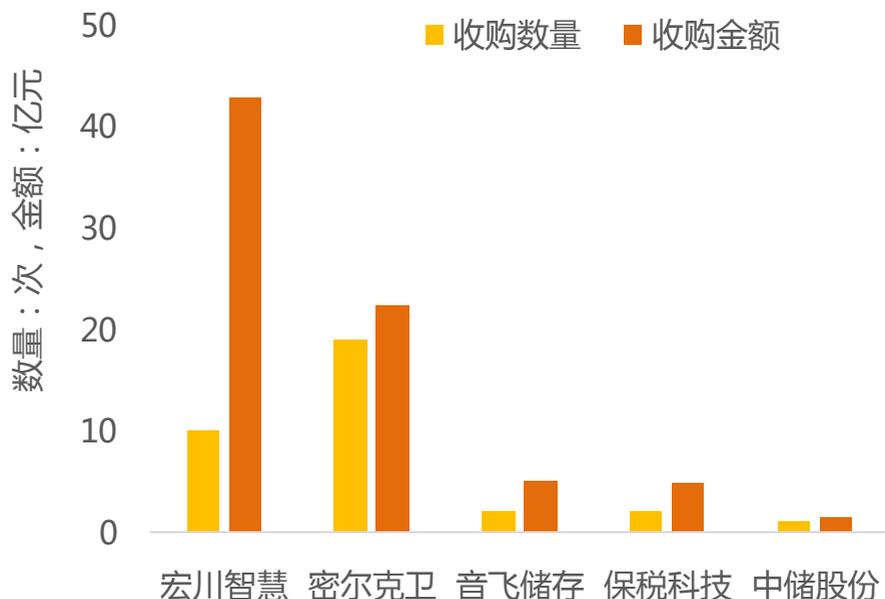
- 2021年以来，建发股份和物产中大都做了较多上市公司股权并购。
- 未来推进供应链与产业链整合，需要供应链公司继续收购资产。

| 供应链公司 | 并购时间 | 标的公司 | 交易金额：亿元 |
|-------|---------|-----------------------------|---------|
| 建发股份 | 2023年6月 | 美凯龙 (601828.SH) 29.95%股权 | 62.86 |
| | 2022年1月 | 森信纸业 (00731.HK) 70.66%股权 | 1.10 |
| | 2021年 | 建发合诚 (603909.SH) 29.01%股权 | 10.94 |
| 物产中大 | 2024年4月 | 信泰人寿33%股权 | 60.65 |
| | 2023年9月 | 柒鑫公司82.3%股权 | 22.13 |
| | 2023年6月 | 沧州明珠 (002108.SZ) 5%股权 | 3.35 |
| | 2023年1月 | 物产金轮 (002722.SZ) 17%股权 | 3.18 |
| | 2022年6月 | 物产金轮 (002722.SZ) 22%股权 | 7.51 |
| | 2021年5月 | 盛泰集团等轮胎板块资产 | 11.08 |

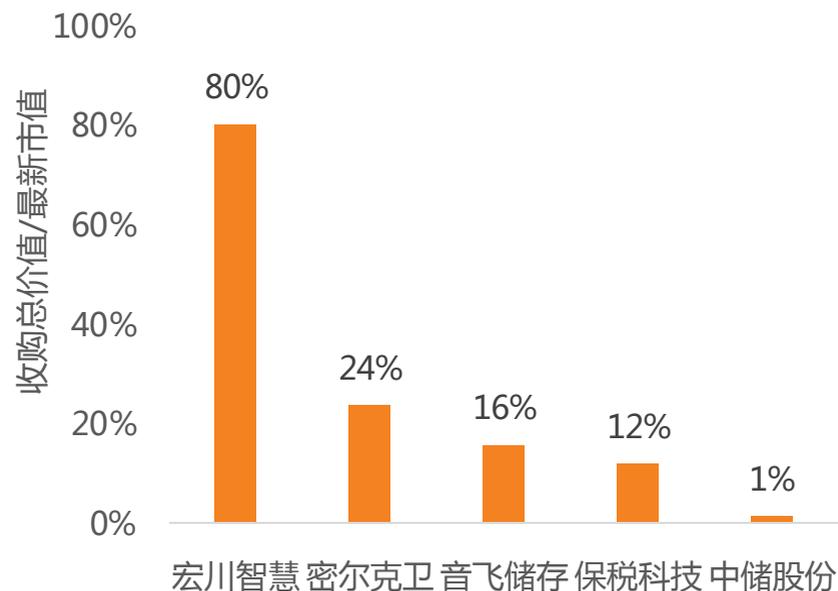
4 石化仓储：并购多、潜力大

- 并购多：2019年以来，宏川智慧和密尔克卫的并购数量多、金额大，形成了持续并购的成长路径。
- 潜力大：2023年宏川智慧的储罐罐容份额仅1%+，我们估计密尔克卫化学品仓库面积份额不足1%。未来头部公司有望继续提高市占率。

■ 2019年以来，主要仓储物流上市公司并购次数和金额



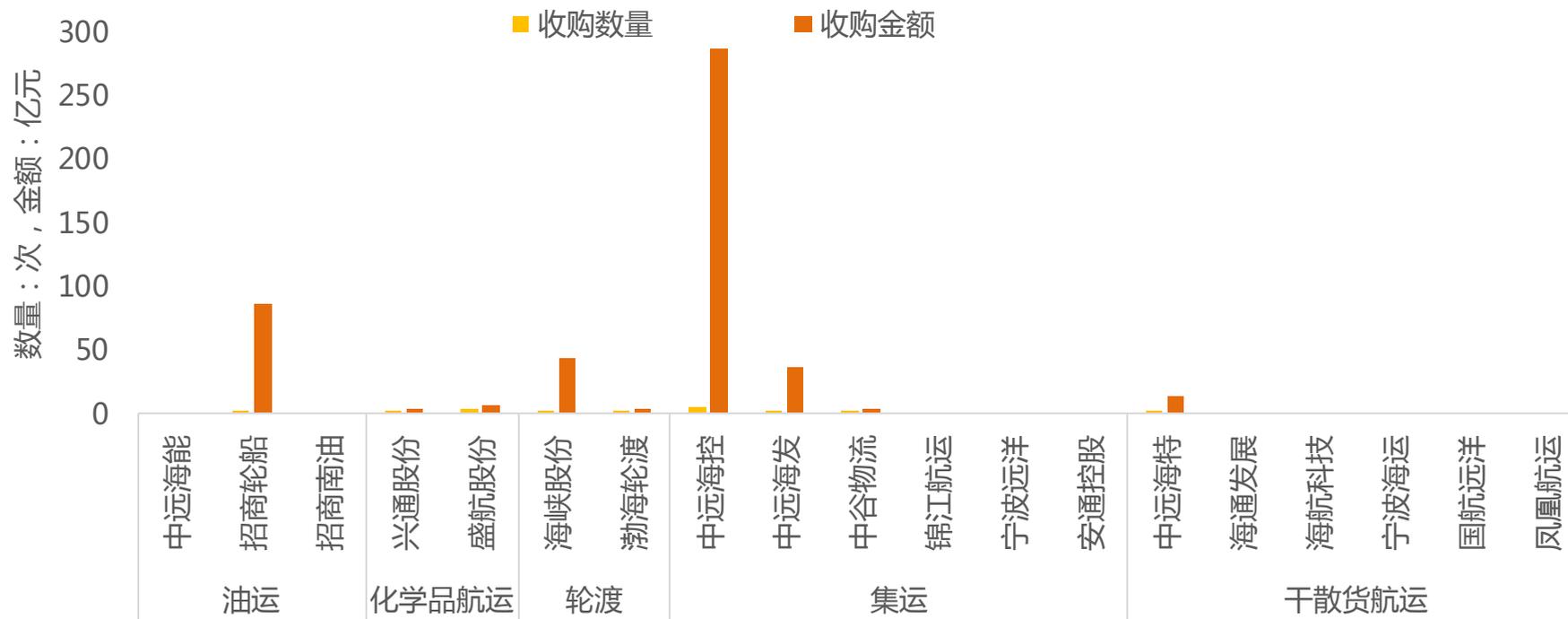
■ 2019年以来，主要仓储物流上市公司累计并购金额/最新市值



5.1 航运：并购数量较少

- 2019年以来，多数航运公司的并购数量和金额较少。
- 三家公司并购较多：中远海控收购上港集团、广州港、中粮福临门部分股权，招商轮船收购中外运长航部分资产，海峡股份重组琼州海峡轮渡资产。

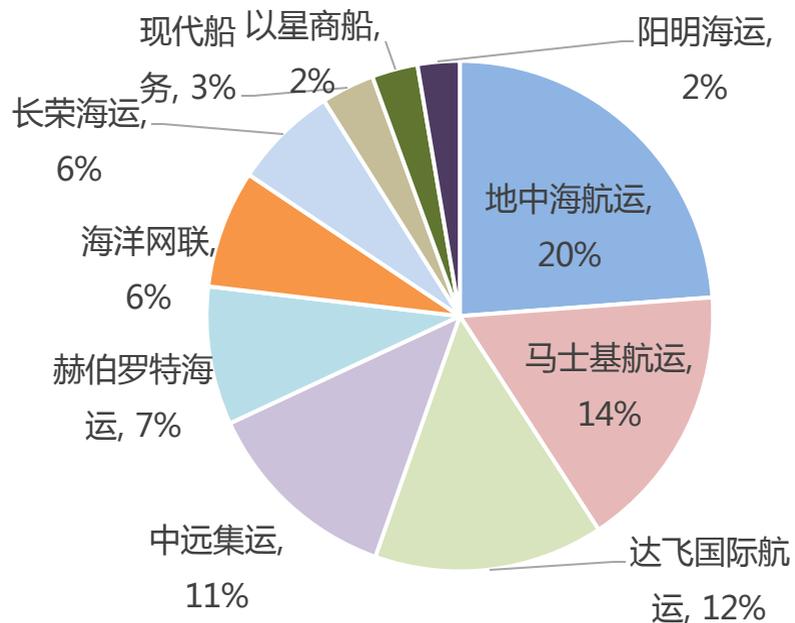
■ 2019年以来，多数上市航运公司的并购数量和金额较少



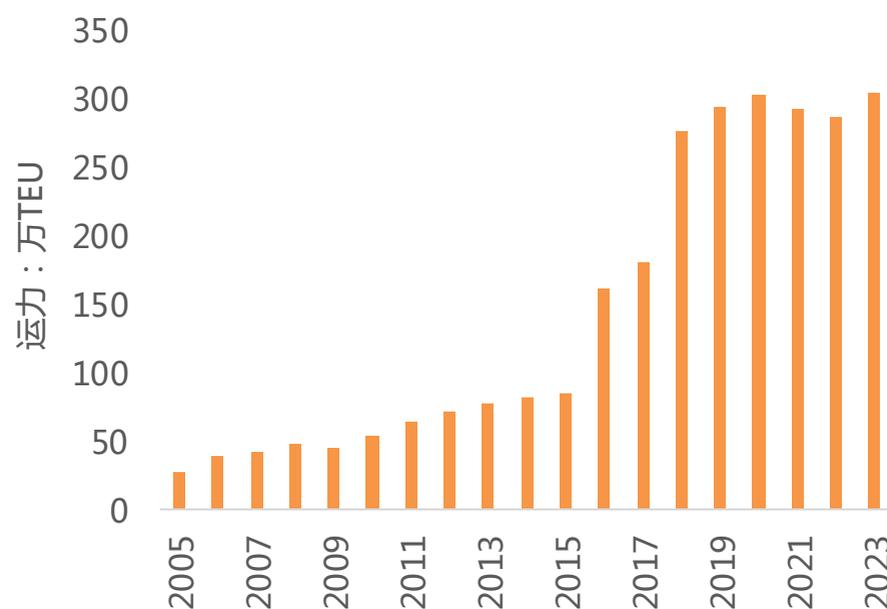
5.2 集运：并购潜力较小

- 国际集运市场集中度较高、竞争格局较稳定，2018年以来中远海控的运力规模比较稳定，并购机会较少。
- 2023年，内贸集运CR3在80%左右，竞争格局稳定，并购的机会较少。

■ 国际集运市场集中度较高，竞争格局稳定



■ 中远集运的集装箱船运力规模趋于稳定

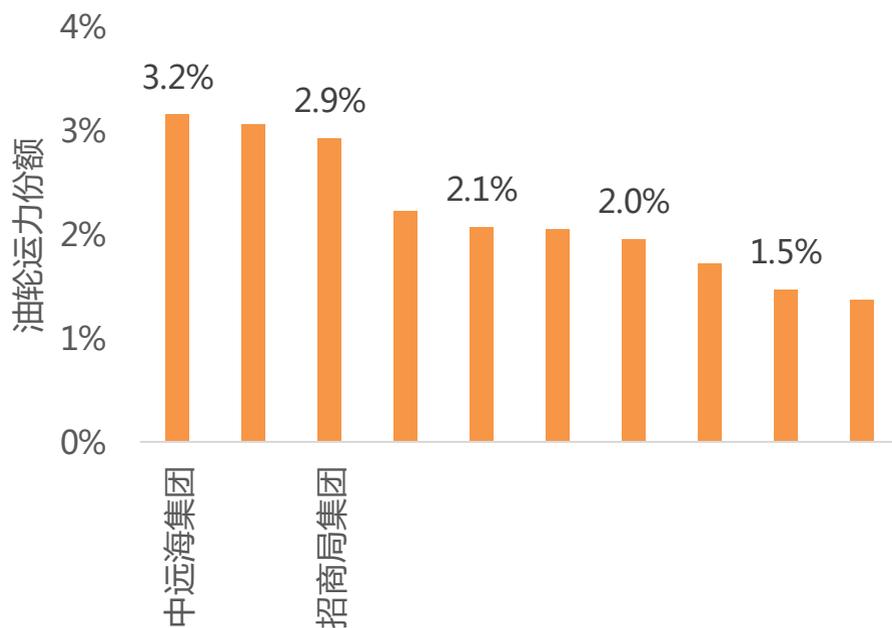


注：数据截止2024年10月底

5.3 油运和散运：并购潜力较小

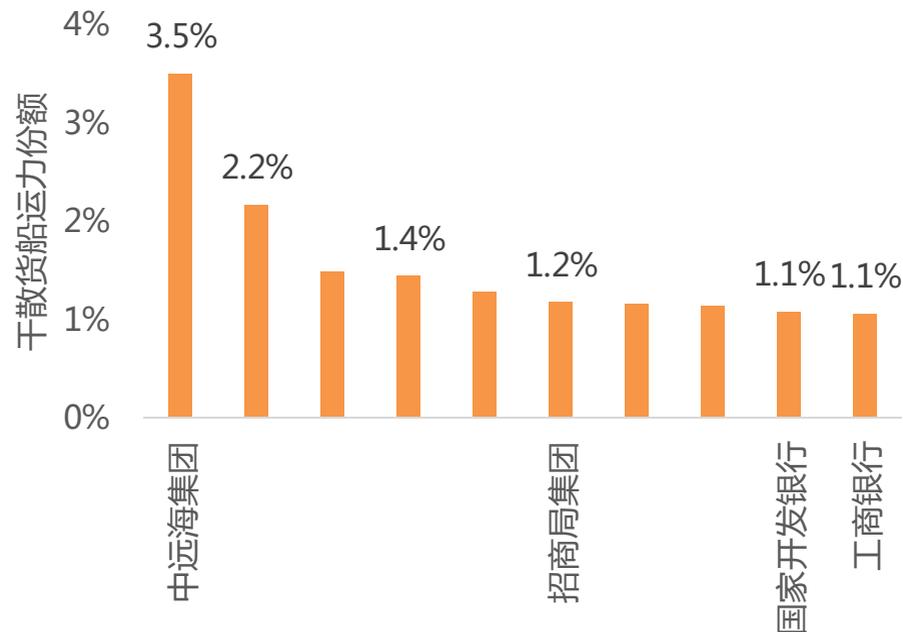
- 油运和散运的市场集中度都较低，因为缺乏规模经济性。
- 我们认为油运和散运的并购潜力较小，一是中国原油、铁矿石等进口需求趋于稳定，二是航运周期性强、缺乏规模经济性。

■ 油运市场的运力集中度较低



注：数据截止2024年10月底

■ 散运市场的运力集中度较低

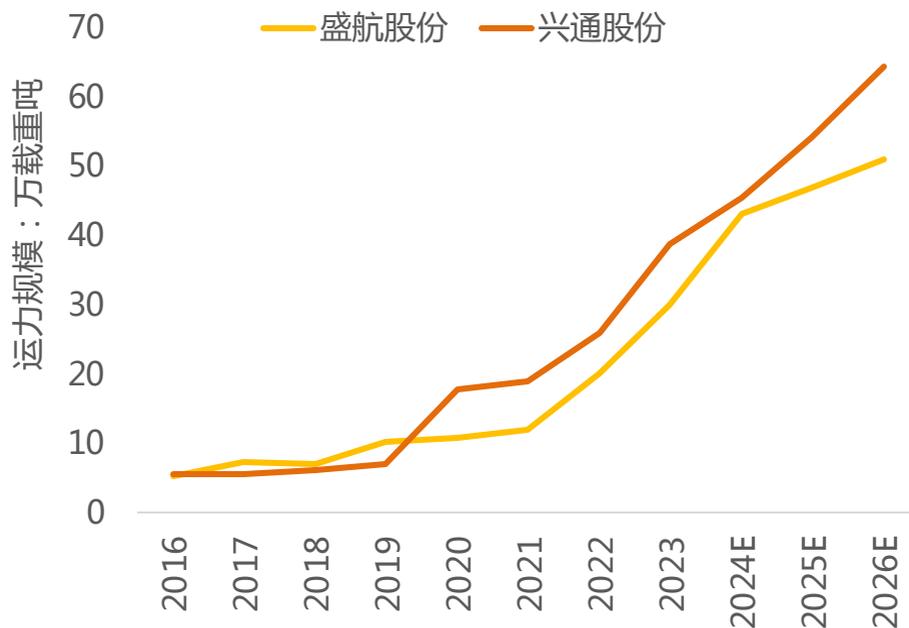


注：数据截止2024年10月底

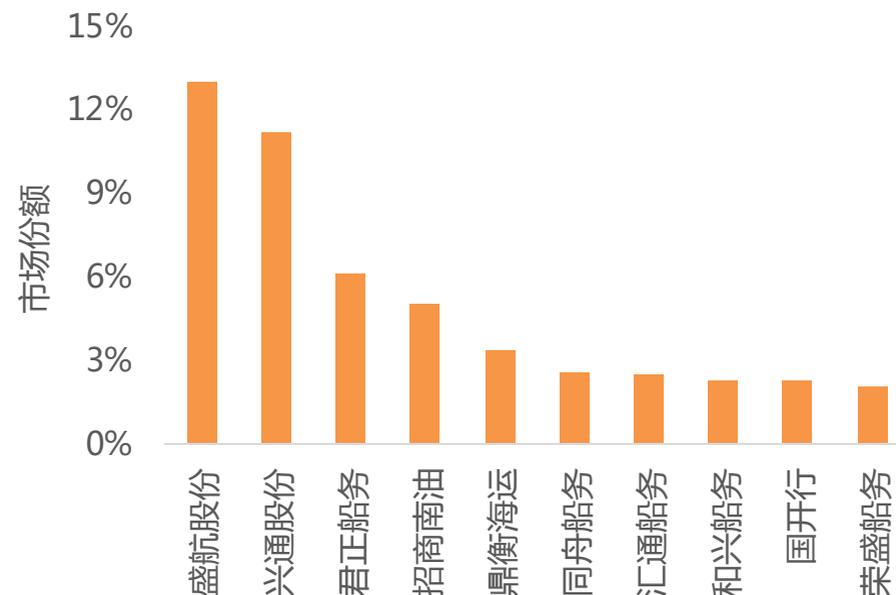
5.4 化学品航运：并购潜力较大

- 通过收购船舶和船公司，兴通股份和盛航股份的运力规模快速扩张。
- 内贸化学品航运市场的运力集中度较低，兴通股份和盛航股份的运力份额有望继续提升，新造和收购船舶或是重要方式。

■ 盛航股份和兴通股份的船舶运力规模快速扩张



■ 国内化学品航运市场的运力集中度还较低

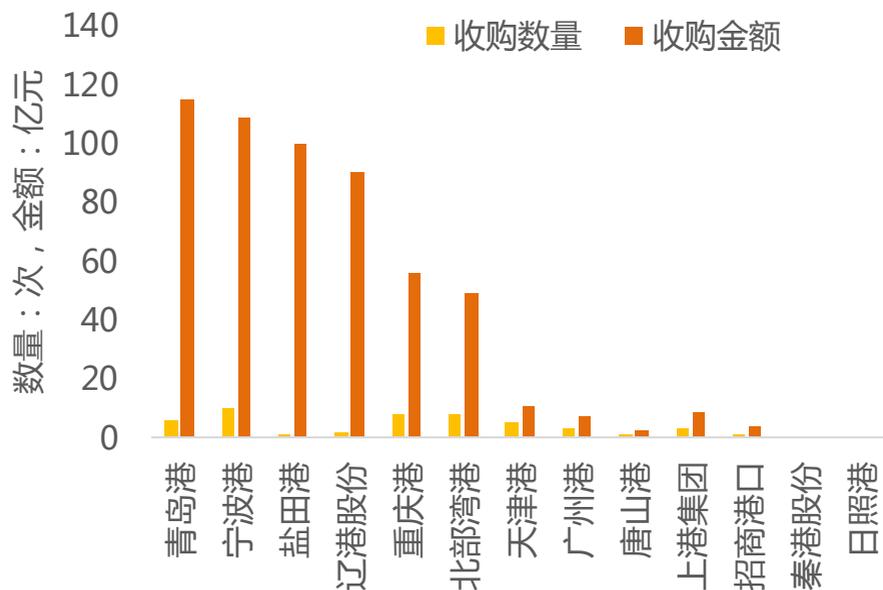


注：采用2024年10月底Clarkson的中国旗化学品船数据，与交通部的内贸化学品船数据统计口径不同。

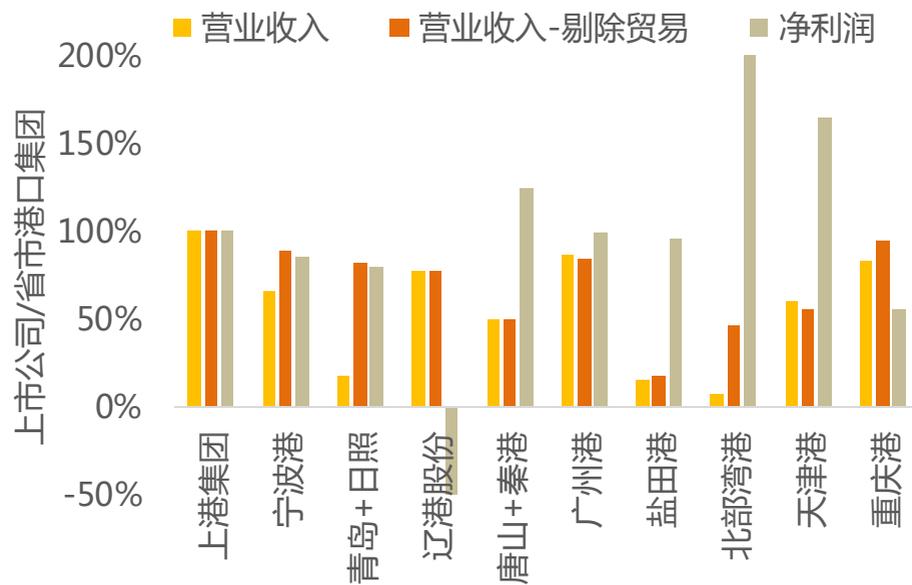
6 港口：并购潜力较小

- “一省一港”改革趋势逐渐明晰，并购与港口整合进度相关。
- 对比各省市港口集团与控股上市港口企业，发现多数港口集团的大部分收入和利润已经在上市港口公司，未来资产并购潜力较小。

■ 2019年以来，部分港口并购金额较大



■ 主要上市港口未来资产并购潜力较小

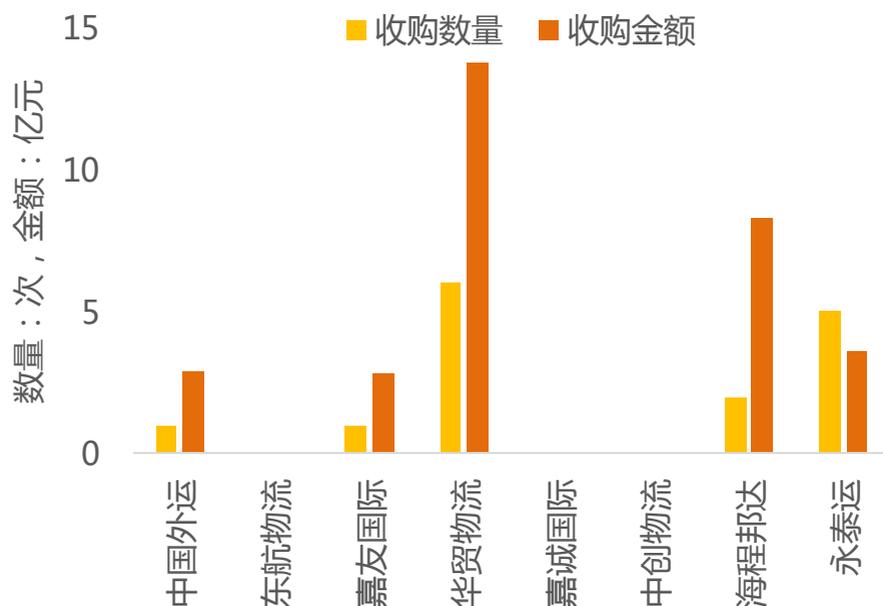


注：数据截止2023年12月31日

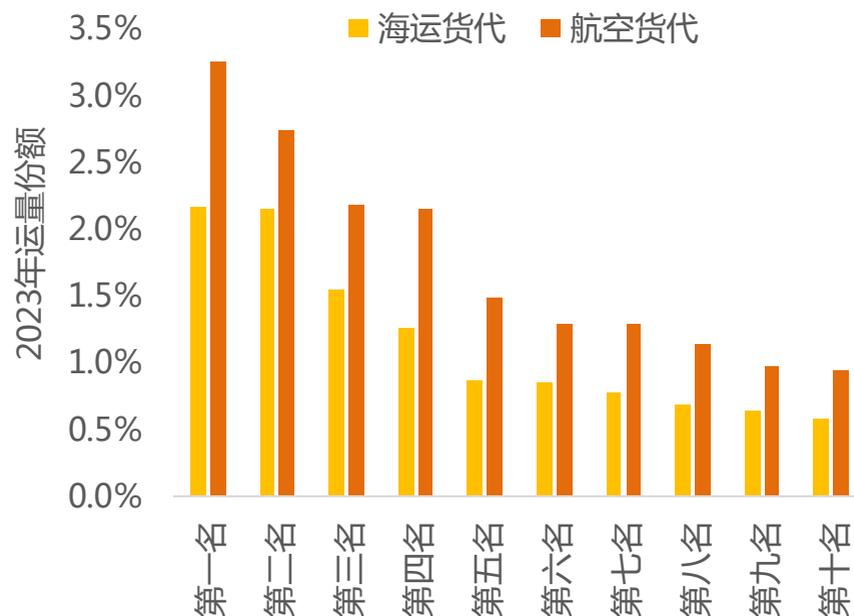
7 跨境物流：并购潜力较小

- 2019年以来，国内上市跨境物流公司的并购较少。
- 由于缺乏规模经济性，全球海运货代和航空货代的市场集中度较低。

■ 2019年以来，上市跨境物流公司的并购数量和金额都较小



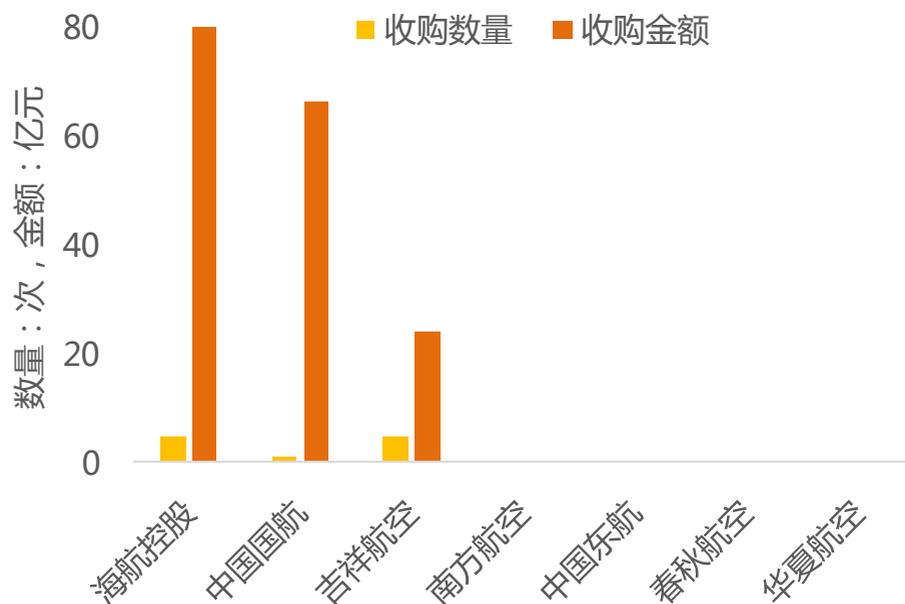
■ 国内化学品航运市场的运力集中度还较低



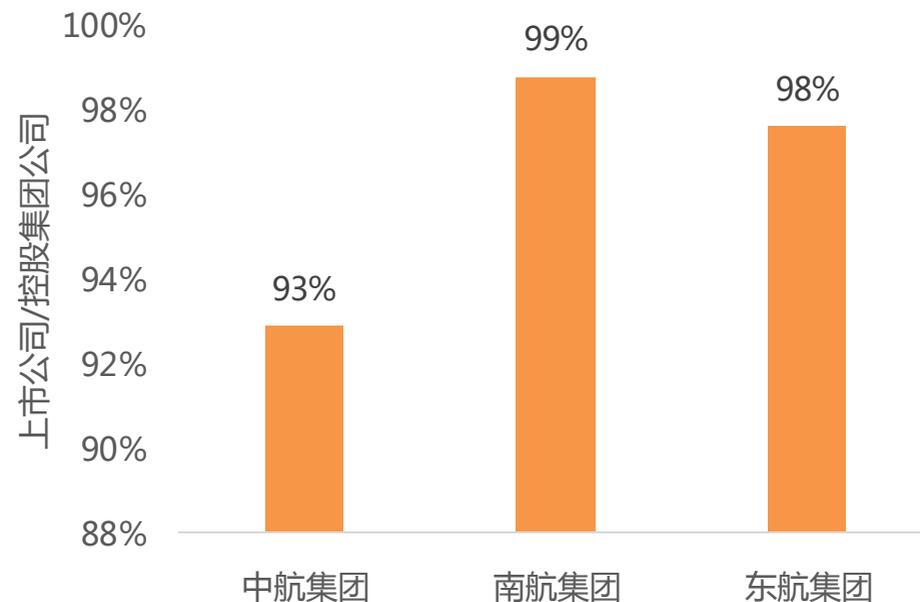
8 航空：并购数量较少

- 2019年以来，上市航空公司的并购数量和金额都较少。
- 2023年，三大航集团的营收，主要都在上市公司。

■ 2019年以来，上市航空公司的并购数量和金额都较小



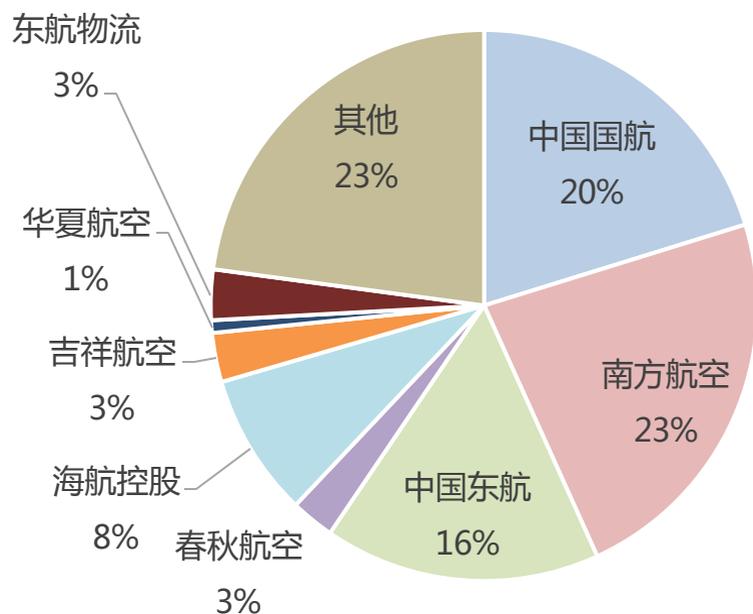
■ 2023年三大航上市公司营收占集团营收的比例较高



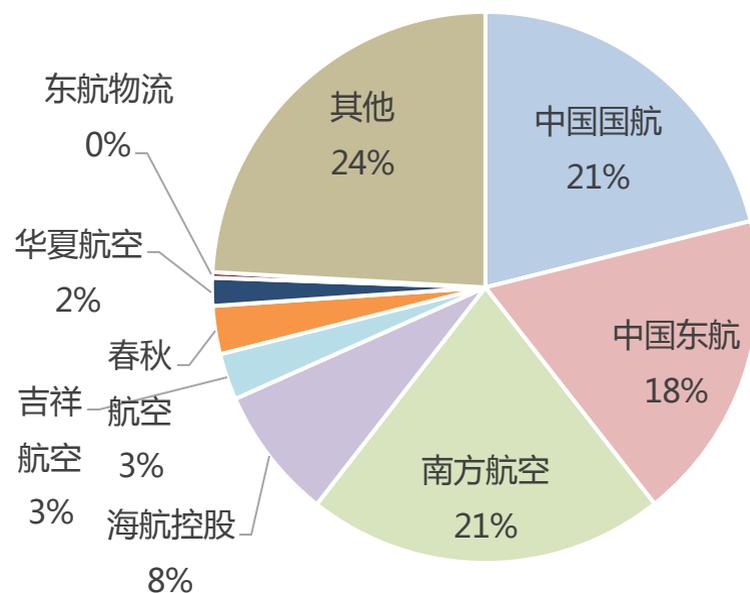
8 航空：并购潜力较小

- 2023年，民航飞机和营收都主要在上市航空公司，非上市公司不足1/4。
- 行业集中度高，未来即使并购整合，上市公司的增量空间比较有限。

■ 2023年，民航业营收主要在上市公司



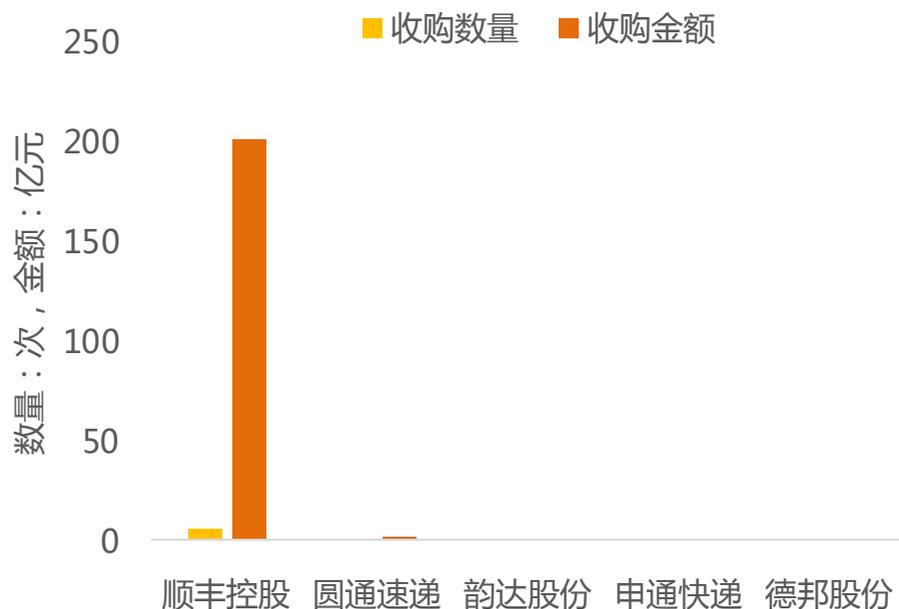
■ 2023年，民航飞机数量主要在上市公司



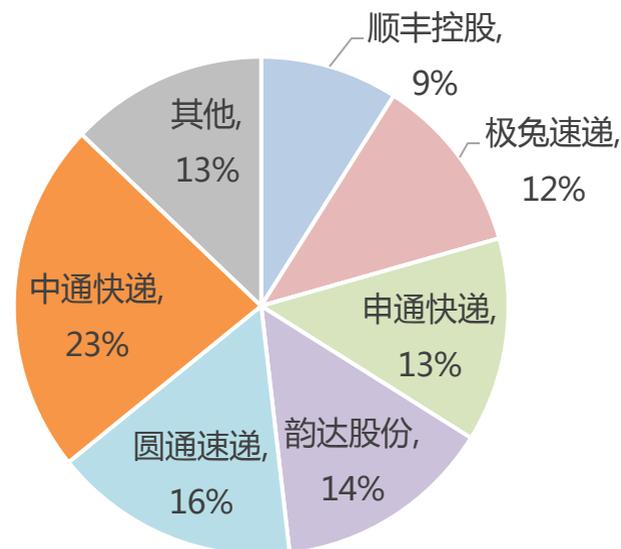
9 快递：并购潜力较小

- 2019年以来，快递企业增长以内生增长为主，并购较少。
- 快递行业集中度较高、竞争格局稳定，未来并购潜力较小。

■ 2019年以来，上市快递公司的并购数量和金额都较小



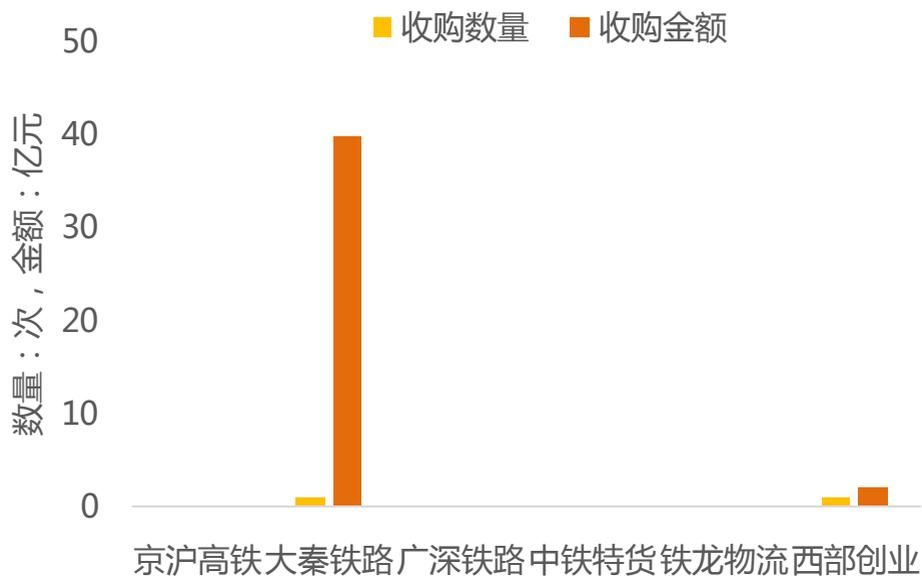
■ 2023年快递行业市场集中度较高，竞争格局稳定



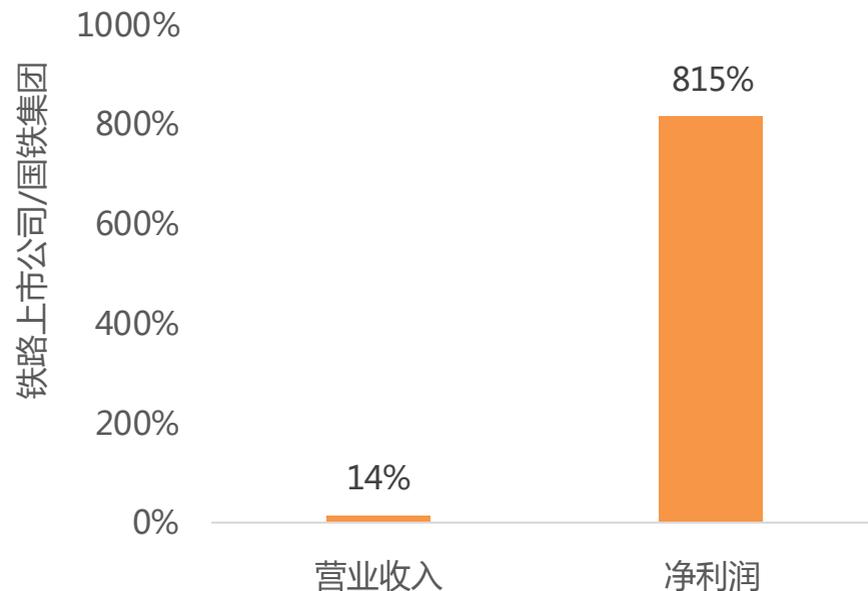
10 铁路：并购潜力较小

- 2019年以来，上市铁路公司的并购较少。
- 国铁集团内，大量业务未在上市公司，但是这些业务的盈利较差，难以达到并购要求。

■ 2019年以来，上市铁路公司的并购数量和金额都较小



■ 国铁集团的非上市资产盈利较差，难以达到并购要求



- 并购支持政策转向

如果并购相关政策从鼓励变为抑制，那么并购的难度将加大，并购可能减少。

- 资产价格大幅上涨

如果资产价格大幅上涨，那么并购价格也会随之上涨，并购资产的潜在回报率下降，上市公司的并购意愿可能下降。

- 并购重组效果不及预期

如果一些突发事件出现，使得并购重组流程发生变化，那么最终上市公司并购重组效果存在不及预期的风险。

- 经济增速下滑

如果经济增速仍然低迷，那么交运资产的盈利能力可能较差，达不到并购的盈利要求，即使并购，完成业绩承诺的难度也较大。

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