

交通运输基础设施投资框架

评级：推荐(维持)

许可(首席分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

周延宇(证券分析师)

S0350521090001

zhouyy01@ghzq.com.cn

钟文海(证券分析师)

S0350523050003

zhongwh@ghzq.com.cn

王航(联系人)

S0350121100020

wangh09@ghzq.com.cn

最近一年走势



相关报告

《——交通运输行业2023年投资策略：多算胜，少算不胜（推荐）*交通运输*许可》——2022-12-12

《——物流行业深度研究：油价上涨，快递企业成本影响几何？（推荐）*物流*许可，周延宇》——2022-03-12

《新物流时代系列之一：破茧成蝶，跨境电商重塑百年货代新格局（推荐）*物流*周延宇，许可》——2021-09-06

《快递行业投资框架：短期看政策、中期看格局、长期看成本（推荐）*交通运输*周延宇，许可》——2021-09-05

《2023年中期投资策略：交运投资中最重要的事（推荐）*交通运输*胡国鹏，许可》——2023-07-05

相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
交通运输	-0.2%	-7.9%	-5.7%
沪深300	0.9%	-6.2%	-13.1%

◆ 五类交运基础设施，股债属性各一半

交运基础设施共有五类：公路、铁路、港口、机场、仓储。五类资产的共性是稳定的供需环境（资本开支接近尾声且需求波动不大），也因此被市场定义为防御板块，有债的属性。共性之外也有差异，基础设施自然禀赋的差异会通过网络效应、协同效应两个维度影响企业发展，交叉引流、平行分流、基建拓流、定价改革、流量变现构成基础设施价值波动的主要因素。综合来看，交运基础设施股债属性各半，投资方法差异较大。

◆ 债属性资产：核心在于稳定，谨防股息陷阱

网络规划成熟的资产往往价值更稳定，体现为债属性，股息率对定价的参考性较强。五类板块中，公路财务可预测性最强，最具备债属性投资机会；优质港口成熟期后分红率有望提升，存在路产化的可能；同时成熟期的货运铁路、面向内需的机场、经济发达地区的物流仓储项目都存在债属性投资机会。考虑股息率=无风险收益率+风险补偿+成长折价的分析框架，应当避免高股息率但风险难以评估的股息率陷阱。

◆ 股属性资产：高铁看网络优化，港口看贸易流向，危险品仓库与机场看流量变现

交叉引流、基建拓流、定价改革、流量变现构成交运基础设施的主要机遇，平行分流则是主要风险的来源。目前铁路板块高铁、普铁的两网分流与融合看点较多，广深铁路站在分流的尾声和引流的起点，京沪高铁受益于线路结构的调优和价格改革；港口板块则受益于“一带一路”贸易流向的变化和港口整合对定价能力的提升；化工供应链和机场免税的流量变现趋势值得长期关注。

◆ 投资策略：积极配置优质防御与“一带一路概念”，出行高景气广深铁路、京沪高铁持续受益

配置价值：经济发达地区的优质基础设施标的，其股息率/十年国债收益率仍位处历史中枢的中上沿，在经济预期不稳定的环境下具备防御价值，同时核心枢纽港口具备一带一路主题配置价值；

投资价值：短期看景气度，客运优于货运、铁路优于机场，重点关注疫后修复弹性标的京沪高铁、普铁资产价值重估的广深铁路；中长期看流量变现能力，机场免税消费驱动，增长具有一定韧性，危险品供应链生产驱动，增长弹性更大。

交运基础设施属性不同，在不同的发展阶段中各具投资价值，维持交通运输行业“推荐”评级。

◆ 风险提示

宏观方面：经济大幅波动、地缘政治冲突、能源危机、欧美深度衰退等；

行业方面：需求增长不及预期、重大政策变动、竞争加剧、行业事故等；

公司方面：重点关注公司业绩不及预期、分红政策调整不及预期等。

一、交通运输基础设施：公路、铁路、港口、仓储、机场

1.1 交运基础设施共有五大类型：公路、铁路、港口、仓储、机场

图表1：交运基础设施有公路、铁路、港口、仓储与机场共5大类型

行业	资产类型	具体资产项目	资产结构	定价方式	主要业务类型	主要业务量指标	代表公司
公路	客运 货运	路产	固定资产 无形资产 (公路收费权)	根据车型由政府定价	收费公路业务	车流量	招商公路 宁沪高速 山东高速
铁路	客运 货运	线路、车辆、通讯 设备等	固定资产	①政府定价：普铁票价； ②政府指导价下的浮动价：高铁票价、货运	旅客运输业务 货物运输业务	客运量 货运量	京沪高铁 大秦铁路 广深铁路
港口	货运	港口码头、汽车、 船舶、装卸设备等	固定资产	港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费： ①政府定价：货物港务费、港口设施保安费； ②政府指导价：引航（移泊）费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费和围油栏使用费； ③市场调节价：港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费及船舶服务类费用	装卸及相关业务 港口物流业务 港口增值服务业务 港口配套服务业务	货运吞吐量	上港集团 青岛港 唐山港
仓储	货运	仓库	固定资产	根据区域、仓库类型、货物类型进行市场化定价	仓储租赁业务	货量 出租率	宏川智慧 恒基达鑫 保税科技
机场	客运 货运	航站楼、卫星厅、 跑道等	固定资产	①政府定价：航空性业务 ②市场调节价：非航空性业务	航空性业务 非航空性业务	旅客吞吐量 货邮吞吐量	白云机场 上海机场 美兰空港

1.2 商业模式：本质上都是固定资产坐商的流量变现

- 交运基础设施的商业模式本质均为运营固定资产进行流量变现（客流/货流），资产建设周期长、运营年限久，并且拥有明显的区位优势。

图表2：从立项起，基础设施建设周期基本都在4年以上

项目名称	前期规划开始时间	建设历时	投运时间	运营年限
济青高速建设	北线： 1986年4月勘察设计 1990年7月开工建设 2016年6月改扩建 南线： 2005年开工建设	1994年年初北线建成 2007年年底南线建成 2019年12月改造完成	北线工程1994年通车 南线工程2007年通车	收费权2029年到期 通过改扩建延续到2044年
京沪高铁建设	2006年2月立项 2008年4月全线开工	2010年11月全线铺通	2011年6月全线通车	永续经营
浦东机场建设	1986年开始规划建设 1994年进入总体规划和预可研阶段 1997年开工建设	1999年8月一期工程通过验收 2005年3月二期飞行区通过验收	1999年一期建成通航 2005年第二跑道启用 2008年第二航站楼、三跑道启用 2015四跑道启用 2019年三期卫星厅启用	永续经营

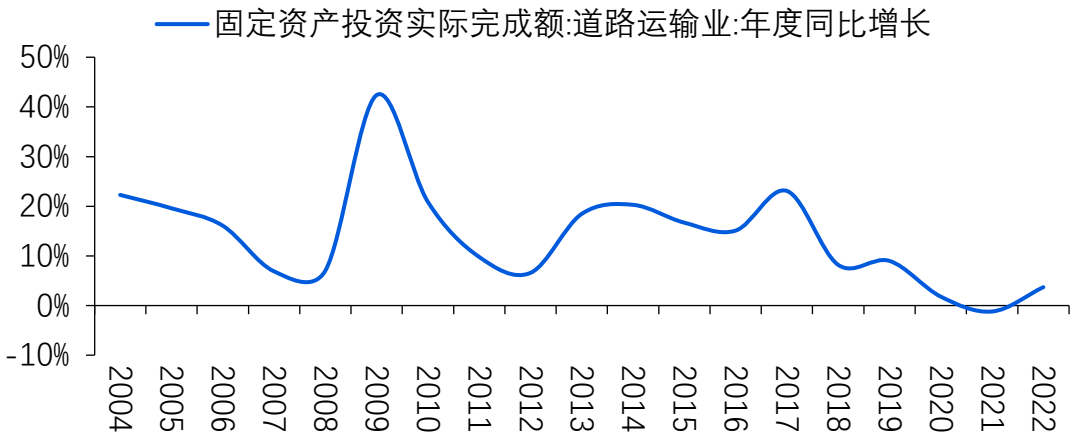
图表3：区位优势明显，在量或价上各有体现

单位：亿元/公里	收费公路：单公里通行费				
	2017	2018	2019	2020	2021
上海	0.10	0.11	0.11	0.08	0.12
北京	0.10	0.10	0.09	0.06	0.08
广东	0.07	0.07	0.08	0.06	0.07
山东	0.04	0.04	0.04	0.03	0.05
辽宁	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
四川	0.03	0.04	0.04	0.03	0.04

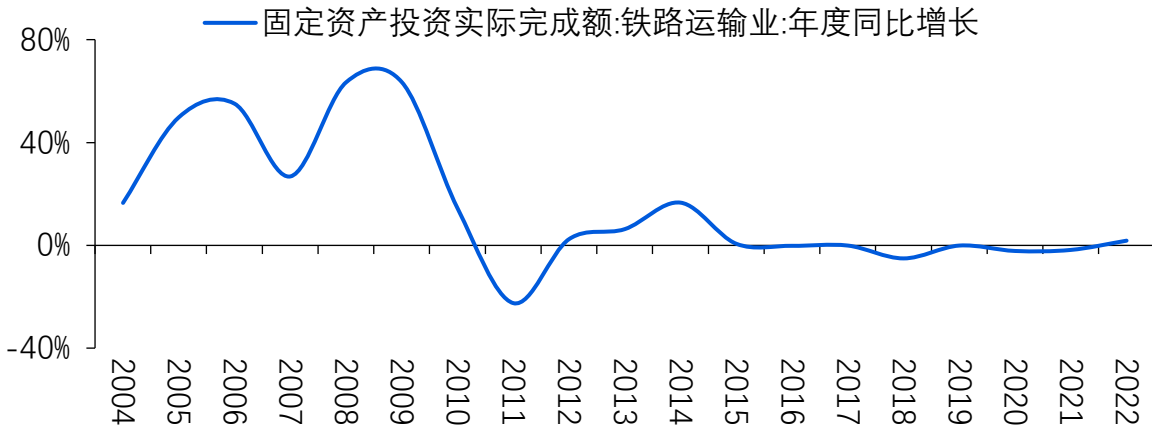
单位：万吨	沿海港口货物吞吐量				
	2018	2019	2020	2021	2022
唐山	55,423	65,675	70,258	72,238	76,885
上海	62,920	66,351	65,104	69,826	66,831
青岛	49,352	57,734	60,459	63,029	65,755
广州	53,802	60,520	61,240	62,367	62,906
日照	40,264	46,376	49,613	54,117	57,056
天津	45,839	49,221	50,289	52,954	54,902
北部湾	22,027	25,568	29,567	35,820	37,135
连云港	20,429	23,455	24,182	26,917	30,112
深圳	22,618	25,786	26,507	27,838	27,242

1.3 共性①稳定的供给环境：投资降速，优质区域近于饱和

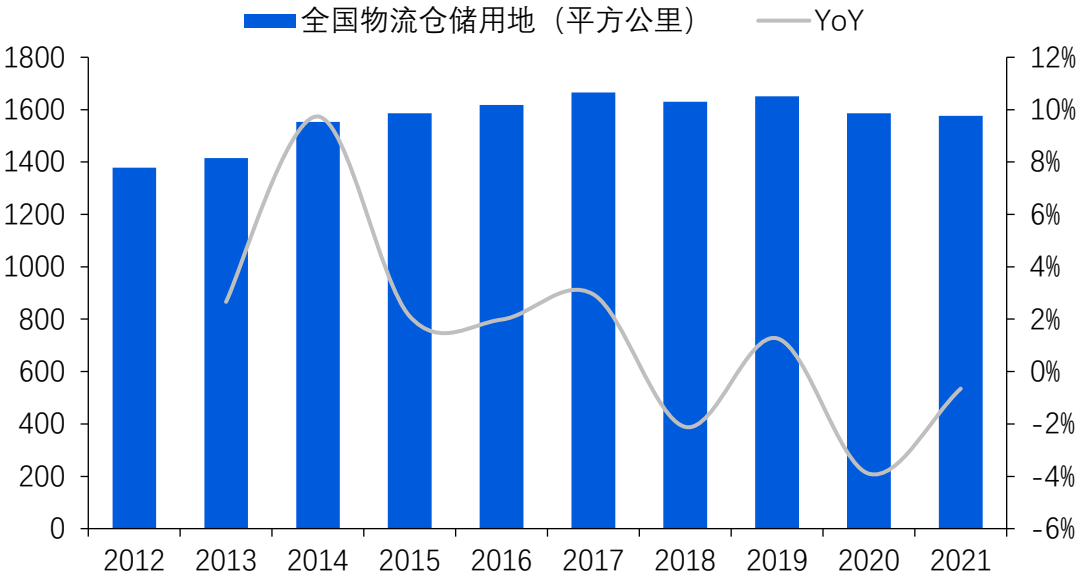
图表4：道路运输业固定资产投资额年度同比降至低单位数



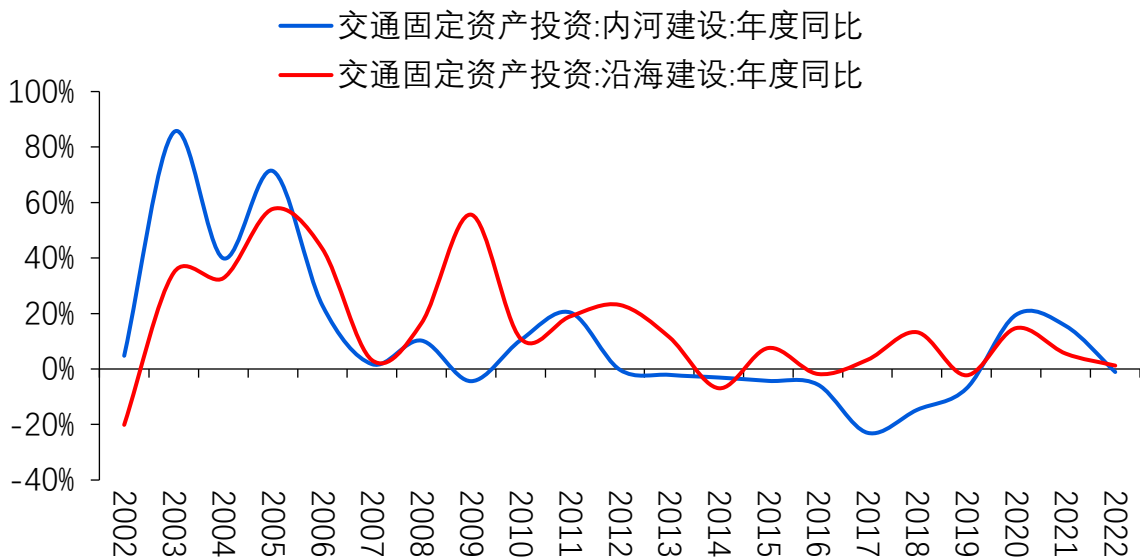
图表5：铁路运输业固定资产投资额2015 年起呈低波动趋势



图表6：全国物流仓储用地2020-2021年均处于负增长状态



图表7：沿海、内河建设同比增速均回落至低位



1.3 共性①稳定的供给环境：投资降速，优质区域近于饱和

- 综合来看，公路、铁路、仓储、港口的固定资产投资均已降速，且优质区域内的现有资产近于饱和。两种现象代表交运基础设施行业具备稳定的供给环境。

图表8：发达地区高速公路、铁路里程增长均降速

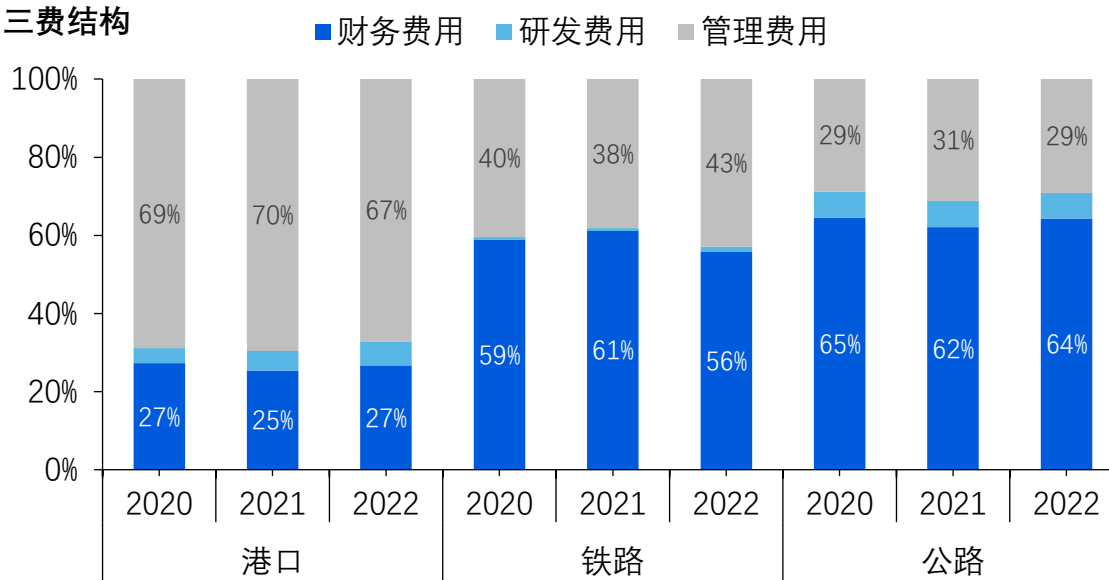
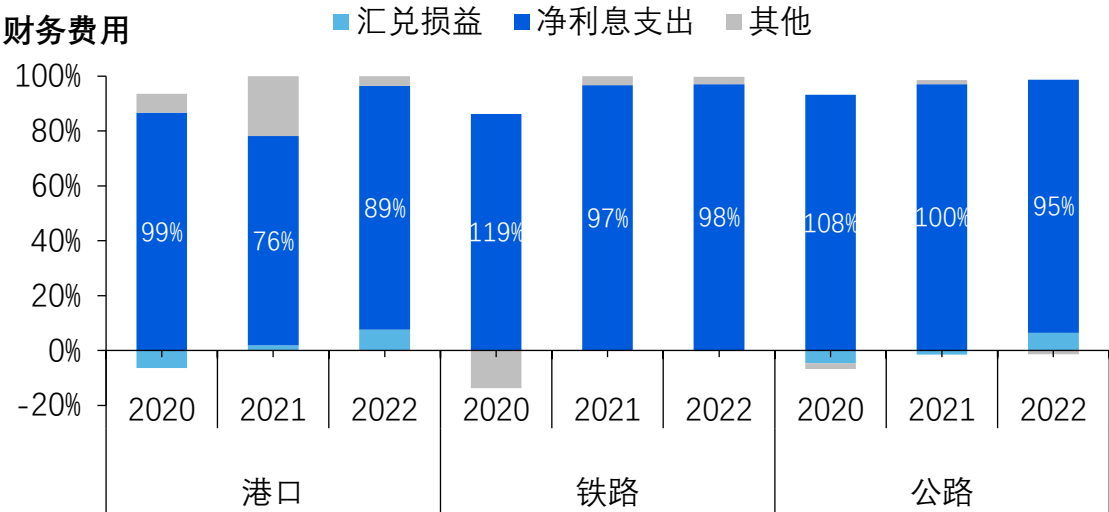
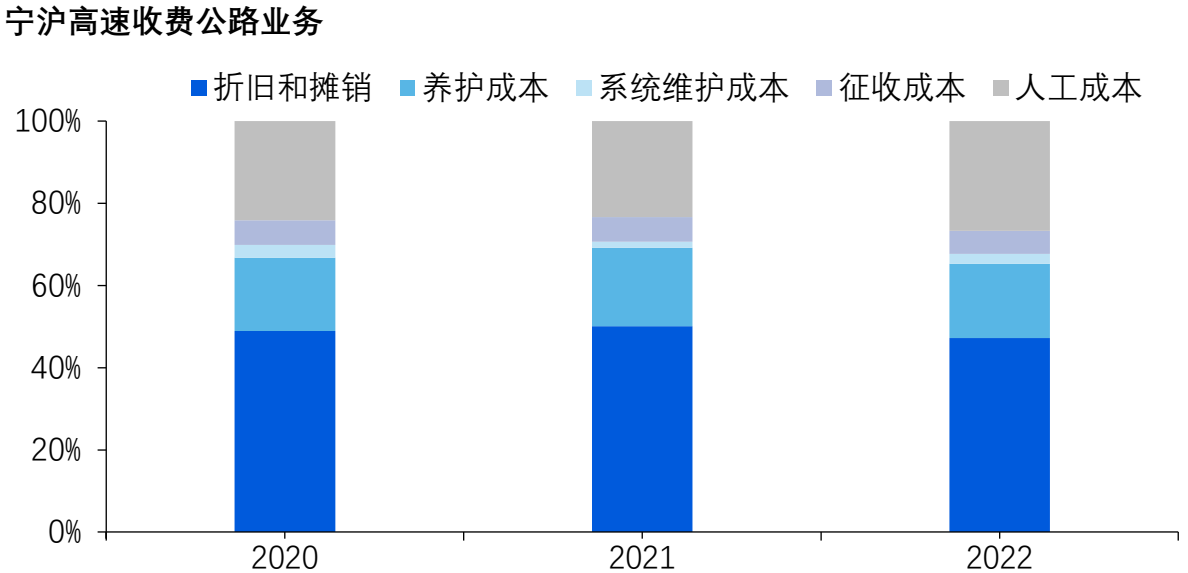
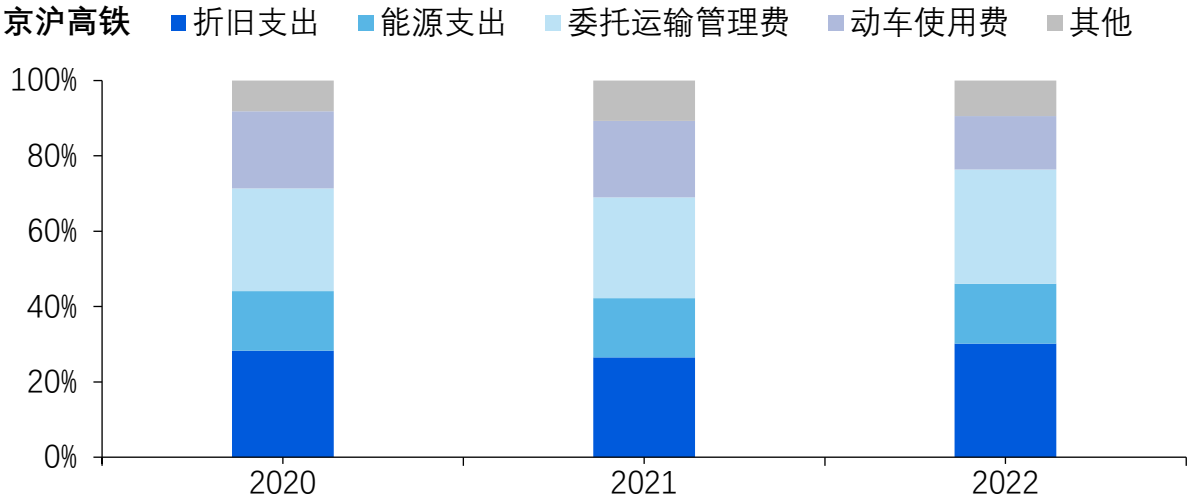
省/直辖市	北京	天津	上海	浙江	江苏
截至当年统计日，高速公路里程：公里					
2000年	268	305	98	627	1090
2005年	548	593	560	1866	2886
2010年	903	982	775	3383	4059
2015年	982	1130	825	3917	4539
2020年	1173	1325	845	5096	4925
区间复合增速					
“十五”期间(2001-2005)	15%	14%	42%	24%	21%
“十一五”期间(2006-2010)	11%	11%	7%	13%	7%
“十二五”期间(2011-2015)	2%	3%	1%	3%	2%
“十三五”期间(2016-2020)	4%	3%	0%	5%	2%

省/直辖市	北京	天津	上海	浙江	广东
截至当年统计日，铁路营业里程：公里					
2000年	1,100	500	300	700	-
2005年	1,125	665	269	2,225	-
2010年	1,169	781	422	2,727	1,761
2015年	1,285	1,044	465	4,035	2,527
2020年	1,404	1,186	491	4,871	3,160
区间复合增速					
“十五”期间(2001-2005)	0.5%	6%	-2%	26%	-
“十一五”期间(2006-2010)	1%	3%	9%	4%	-
“十二五”期间(2011-2015)	2%	6%	2%	8%	7%
“十三五”期间(2016-2020)	2%	3%	1%	4%	5%

注：“十五” “十一五” “十二五” “十三五” 期间区间复合增速分别以2000-2005， 2005-2010， 2010-2015， 2015-2020对应区间复合增速计算值代替

1.3 共性②典型重资产的财务表现：相似的成本费用结构，强劲의现金流

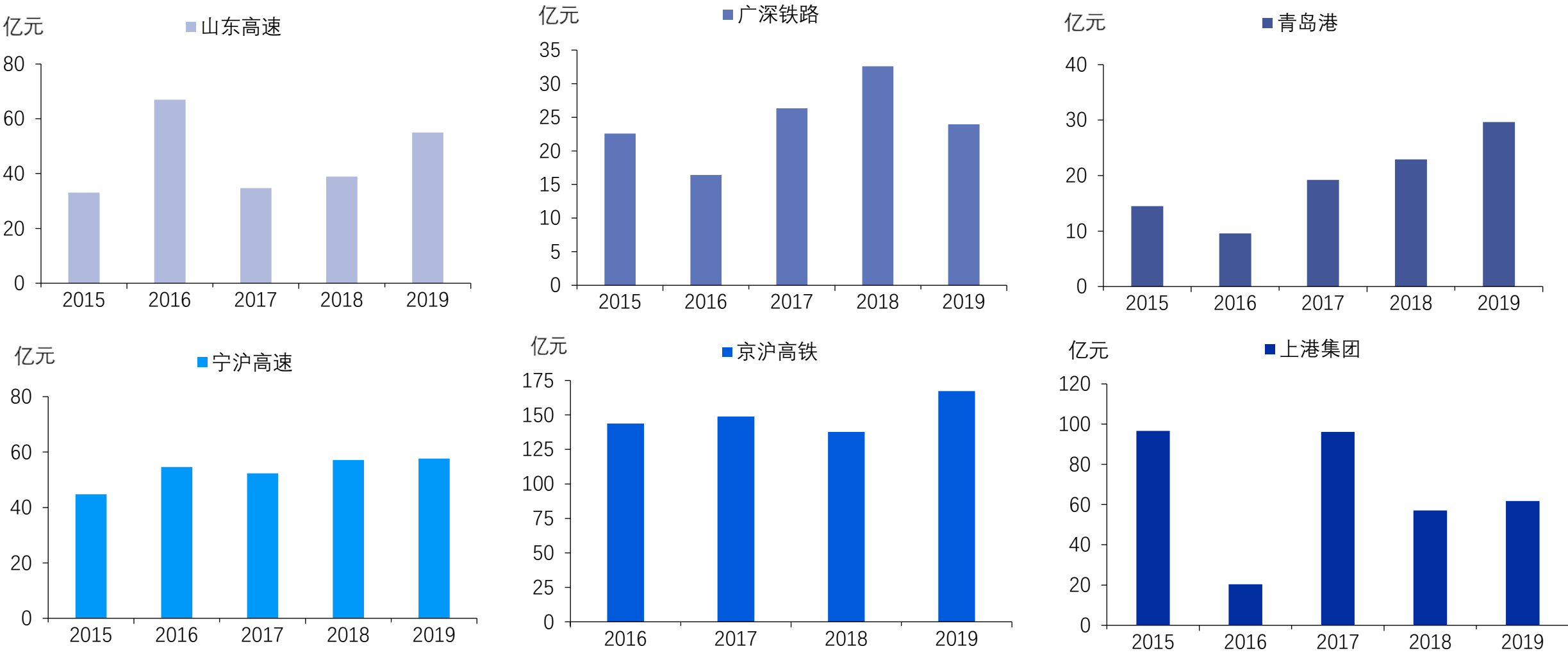
图表9：交运基础设施企业拥有相似的成本与费用结构



注：统计标的均为 A 股上市公司，其中港口18家，铁路7家，公路20家。

1.3 共性②典型重资产的财务表现：相似的成本费用结构，强劲现金流

图表10：各类基础设施公司均有优秀的现金流表现，此为防御性资产的共性之一

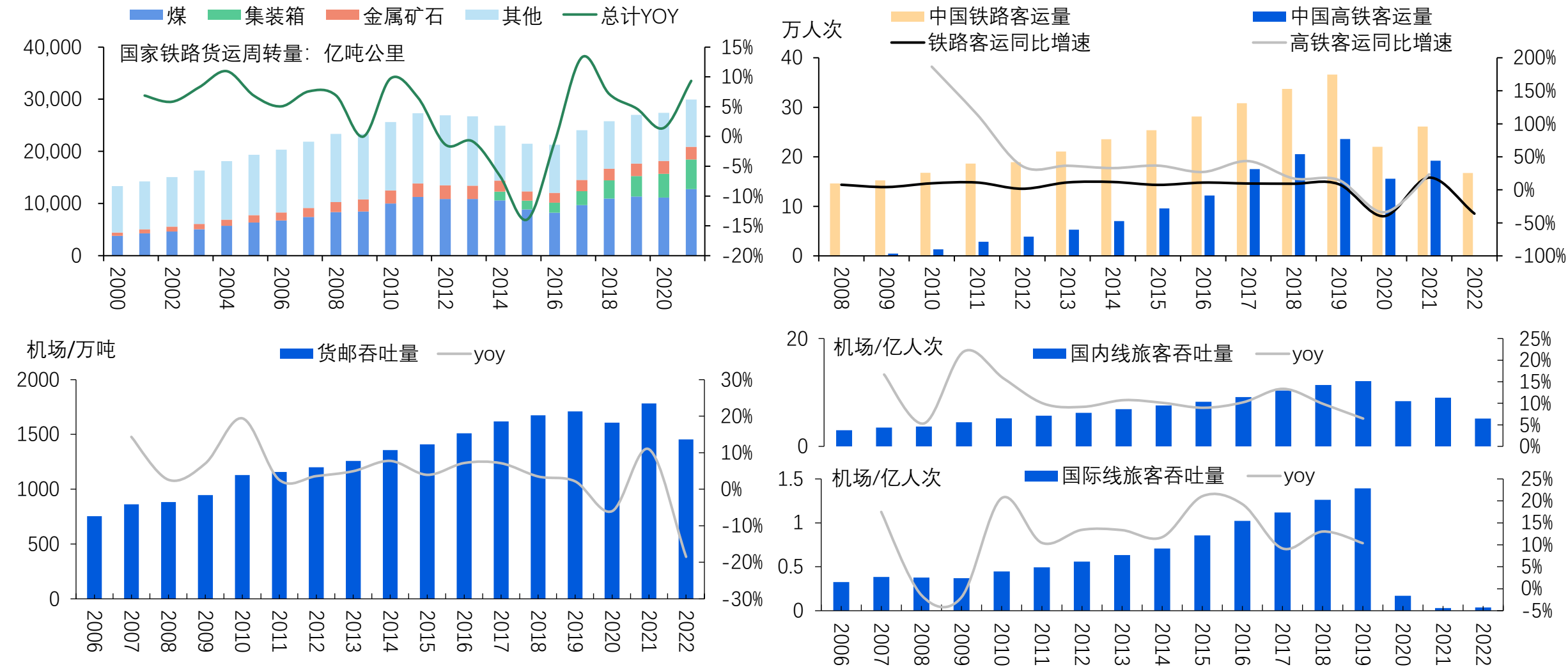


注：均为经营性现金流

1.4 特性①需求差异：客/货专营与客货混营

- 交运基础设施的需求端分为客流与货流，各类基础设施根据流量载体的不同又分为只经营客流或货流的资产，以及客货都经营的资产。

图表11：交运基础设施需求分为客流与货流，2020年前经济快速发展下两种需求均处于稳步增长状态



1.4 特性②定价方法差异：政府定价或市场化定价，决定行业属性

- 基础设施中，高速公路、港口与机场（航空性业务）均由政府定价。政府定价通常意味着稳定的利润率，业绩变化更多由流量端决定。

图表12：高速公路的定价各地定价略有差异，但都是政府指导价

收费类型 (元/公里)	广东		湖南湖北		
	六车道	四车道	京珠高速	襄荆高速	湖南高速
1类	0.60	0.45	0.4	0.4	0.40
2类	1.26	0.95	0.96	0.96	0.70
3类	1.90	1.42	1.36	1.36	1.14
4类	2.25	1.69	1.76	1.76	1.44
5类	2.32	1.74	2.16	2.16	1.59

收费类型	客车（元/公里）				货车（元/公里）			
	上海	江苏	山东	贵州	上海	江苏	山东	贵州
1类	0.60	0.45	0.5	0.50	0.60	0.45	0.5	0.50
2类	0.60	0.68	0.65	0.75	0.90	1.05	0.9	0.70
3类	0.90	0.90	0.78	1.00	1.02	1.57	1.46	1.50
4类	0.90	0.90	0.98	1.75	1.32	1.90	2.05	2.10
5类					1.43	1.94	1.91	2.25

资料来源：上海市交通委员会，江苏省交通运输厅，山东省交通运输厅，交通运输部，国海证券研究所

图表13：港口在作业过程中的多数项目遵循政府定价

贸易类别	收费项目	收费标准	计费单位
外贸		货物：进口2.80元/重量吨、1.80元/体积吨；出口1.40元/重量吨、0.90元/体积吨	重量吨/体积吨
	1、货物港务费	装载一般货物的集装箱、商品箱：进口34元/20英尺、68元/40英尺；出口17元/20英尺、34元/40英尺	箱
		装载一级危险货物的集装箱、冷藏箱（重箱）：进口68元/20英尺、136元/40英尺；出口34元/20英尺、68元/40英尺	
	2、引航（移泊）费	40000净吨及以下部分0.45元/计费吨、40001-80000净吨部分0.40元/计费吨、80000-120000净吨部分0.375元/计费吨；10海里以上超程部分0.004元/计费吨·海里；过闸引领0.14元/计费吨；港内移泊0.20元/计费吨	计费吨
	3、停泊费	0.25元/计费吨·日；锚地停泊0.05元/计费吨·日	
	4、围油栏使用费	1000净吨以下船舶3000元/船·次；1000-3000净吨船舶3500元/船·次；3000净吨以上船舶4000元/船·次	船·次
内贸		货物：沿海港口0.425元/重量吨、0.21元/体积吨；内河港口0.85元/重量吨、0.42元/体积吨	重量吨/体积吨
	1、货物港务费	装载一般货物的集装箱、商品箱：沿海和内河港口7元/20英尺、14元/40英尺	箱
		装载一级危险货物的集装箱、冷藏箱（重箱）：沿海和内河港口14元/20英尺、28元/40英尺	
	2、引航（移泊）费	0.18元/计费吨；0.0018元/计费吨·海里；引领国内航线船舶在港内移泊0.135/计费吨；引领国内航线船舶航行黑龙江水系在港内移泊0.105元/计费吨	计费吨
	3、停泊费	0.08元/计费吨·日	
	4、围油栏使用费	500净吨以下船舶3000元/船·次；500-1000净吨船舶1200元/船·次；1000净吨以上船舶1400元/船·次	船·次
港口设施保安费		集装箱重箱：8元/20英尺、12元/40英尺	箱
		货物：0.20元/重量吨或体积吨	重量吨/体积吨

1.4 特性②定价方法差异：政府定价或市场化定价，决定行业属性

图表14：机场的航空性业务收费标准由政府定价

内航内线/收费项目		一类1级	一类2级	二类	三类
1.起降费 (元/架次) 按飞机最大 起飞全重	25吨以下	240	250	250	270
	25-50 吨	650	700	700	800
	51-100 吨	1200+24×(T-50)	1250+25×(T-50)	1300+26×(T-50)	1400+26×(T-50)
	101-200 吨	2400+25×(T-100)	2500+25×(T-100)	2600+26 ×(T-100)	2700+26×(T-100)
	201 吨以上	5000+32×(T-200)	5100+32×(T-200)	5200+33×(T-200)	5300+33×(T-200)
2.安检费	旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
	货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63
3.旅客服务费 (元/人)		34	40	42	42
4.停场费(元/架次)		2小时以内免收；每停场24小时按照起降费的25%计收，不足24小时按24小时计收。			
5.客桥费（元/小时）		单桥：1小时以内200元；超过1小时每半小时100元。不足半小时按半小时计收。多桥：按单桥标准的倍数计收。			

内航外线/收费项目		一类1级	一类2级	二类	三类
1.起降费 (元/架次) 按飞机最大 起飞全重	25吨以下	2000			
	25—50 吨	2200			
	51-100 吨	2200+40×(T-50)			
	101-200 吨	4200+44×(T-100)			
	201 吨以上	8600+56×(T-200)			
2. 安检费	旅客行李 (元/人)	12			
	货物邮件 (元/吨)	70			
3. 旅客服务费（元/人）		70			
4. 停场费(元/架次)		2小时以内免收；每停场24小时按照起降费的15%计收，不足24小时按24小时计收。			
5. 客桥费（元/小时）		单桥：1小时以内200元；超过1小时每半小时100元。不足半小时按半小时计收。多桥：按单桥标准的倍数计收。			

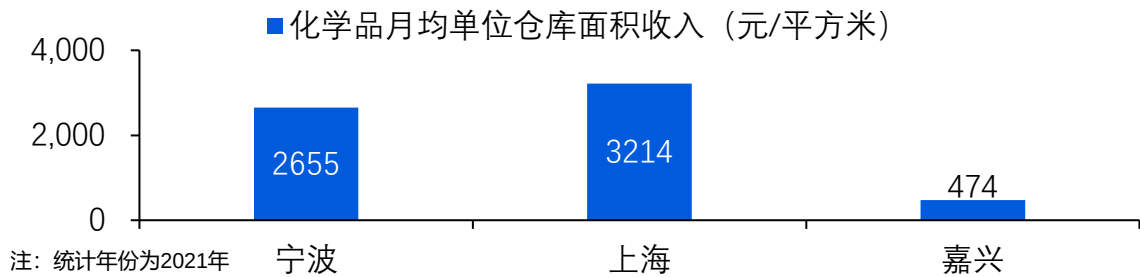
1.4 特性②定价方法差异：政府定价或市场化定价，决定行业属性

- 铁路与仓储均为市场化定价。其中铁路由政府指导定价转向自主定价阶段，而由于区位差异、高标准或特殊仓库供需关系更为紧张等因素，基础设施中定价最为市场化是仓储行业。此类资产的回报率变化更需要关注定价能力、周转率的变化。

图表15：高速客运铁路逐步转向偏市场化定价的阶段

阶段	年份	政策文件	内容
政府指导价阶段 (2016年以前)	2007	《关于动车组票价有关事项的通知》	时速110公里以上的动车一、二等座票价由固定公式计算得出；广深线开行的动车组列车票价可在国铁统一运价为中准价上下浮动50%的基础上再上下浮动50%，由企业自主定价。
	2011	《关于时速200～250公里动车组列车特等座、商务座等席位票价有关事项的通知》	特等座、商务座票价由固定公式计算得出；一等包座、观光座按商务座公布票价执行。
自主定价阶段 (2016至今)	2015	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	从2016年1月1日起放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自行定价。
	2017至今		分批次对不同线路动车组列车票价进行优化调整。

图表16：特殊货品仓储价格高昂，优质区位也能带来更高的单位收入



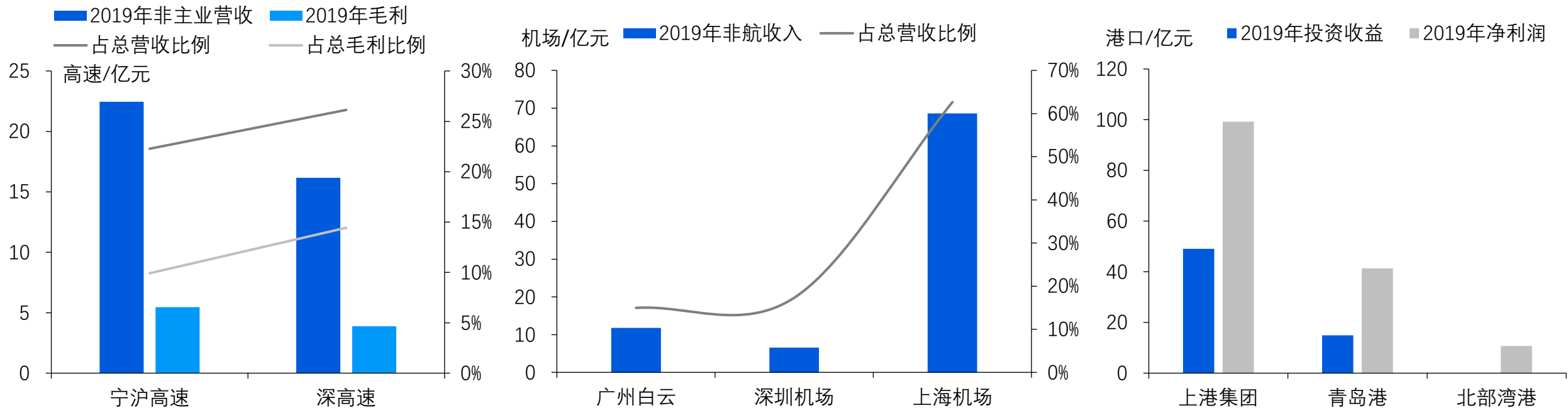
重点城市	租金 (元/㎡·月)	同比	环比
天津市	29.39	-3.40%	-1.39%
廊坊市	30.83	-22.67%	-14.77%
北京市	62.31	-2.09%	-4.41%
石家庄市	21.29	-16.10%	-9.28%
京津冀城市群	34.99	-5.63%	-4.95%
成都市	25.88	-0.35%	-0.40%
重庆市	23.75	0.32%	0.00%
成渝城市群	24.53	-0.41%	-0.45%
苏州市	40.31	1.71%	0.07%
上海市	50.32	0.29%	-0.45%
嘉兴市	35.22	-0.31%	0.22%
杭州市	39.21	1.72%	1.04%
南京市	32.36	-0.75%	-0.26%
无锡市	32.8	-1.27%	-0.27%
合肥市	29.08	-1.48%	-0.30%
宁波市	34.07	-1.80%	-0.58%
绍兴市	32.14	4.50%	-0.08%
南通市	26.78	-0.87%	-1.19%
长三角城市群	37.01	-0.62%	0.26%
广州市	45.58	-1.05%	0.28%
佛山市	38.22	3.94%	-0.39%
东莞市	46.74	6.90%	-0.06%
惠州市	37.73	0.46%	-2.15%
珠三角城市群	41.91	-0.18%	-0.90%

注：统计时间为2023年第一季度

1.4 特性③成长路径差异：坚守本业与第二曲线

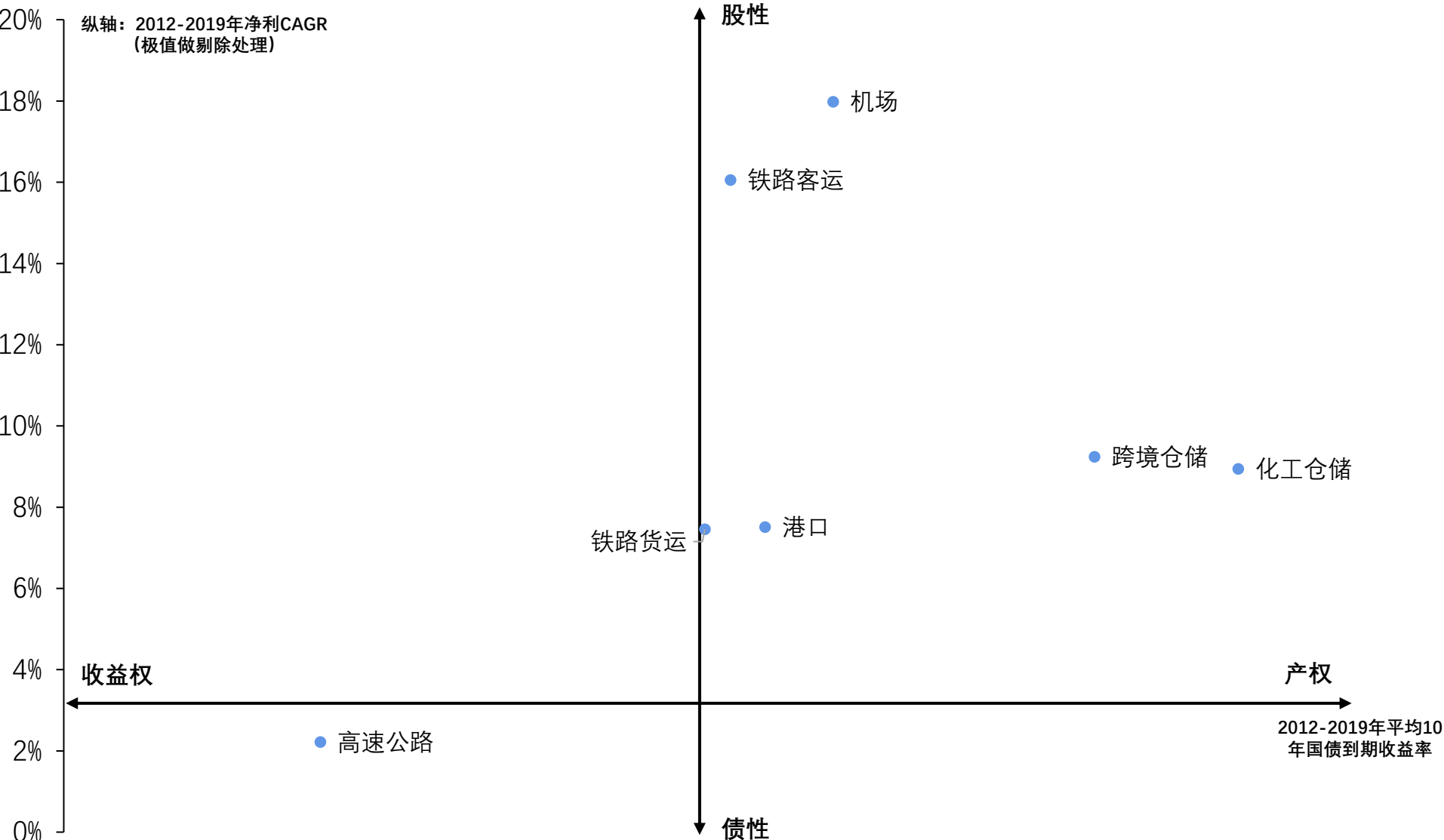
- 供需来看，交运基础设施的传统主业已进入成熟期，各上市企业未来大概率会处于稳健增长的阶段，若不出现在定价权、流量或股东回报的变化，其类债属性也会逐步凸显。
- 但具有优异现金流的基础设施企业多在积极寻找第二增长曲线，一些高速企业布局金融、商品销售、新能源、环保等领域，一些港口企业则进行了较多的股权投资。而机场企业的非航收入是更为成功的第二曲线，2019年上海机场非航收入占比达到63%，打开增长空间，成长股属性凸显。

图表17：基础设施企业主业进入成熟期，企业会选择坚守本业，也有企业会寻找第二增长曲线



1.4 总结： 交运基础设施的投资框架

图表18： 基础设施投资框架



注： 1.横坐标统计口径为经验判断； 2.详细的各子行业统计A 股标的数附于最后的附录。

二、类债资产：核心在于稳定，谨防股息陷阱

2.1 优质类债标的梳理

- 在各类交运基础设施中，量的增长一般挂钩经济，波动率不大；定价权和成本的波动决定不同资产股债属性。我们以基本面经营的稳定性（考虑主业的价格和成本变化因素、第二曲线的占比）、股东回报的稳定性（考虑资本开支和分红率），筛选优质类债标的如下，筛选后的标的池以公路为主，货运铁路、优质港口、国内机场、优质仓储也有较强的类债属性。

图表19：优质类债标的梳理

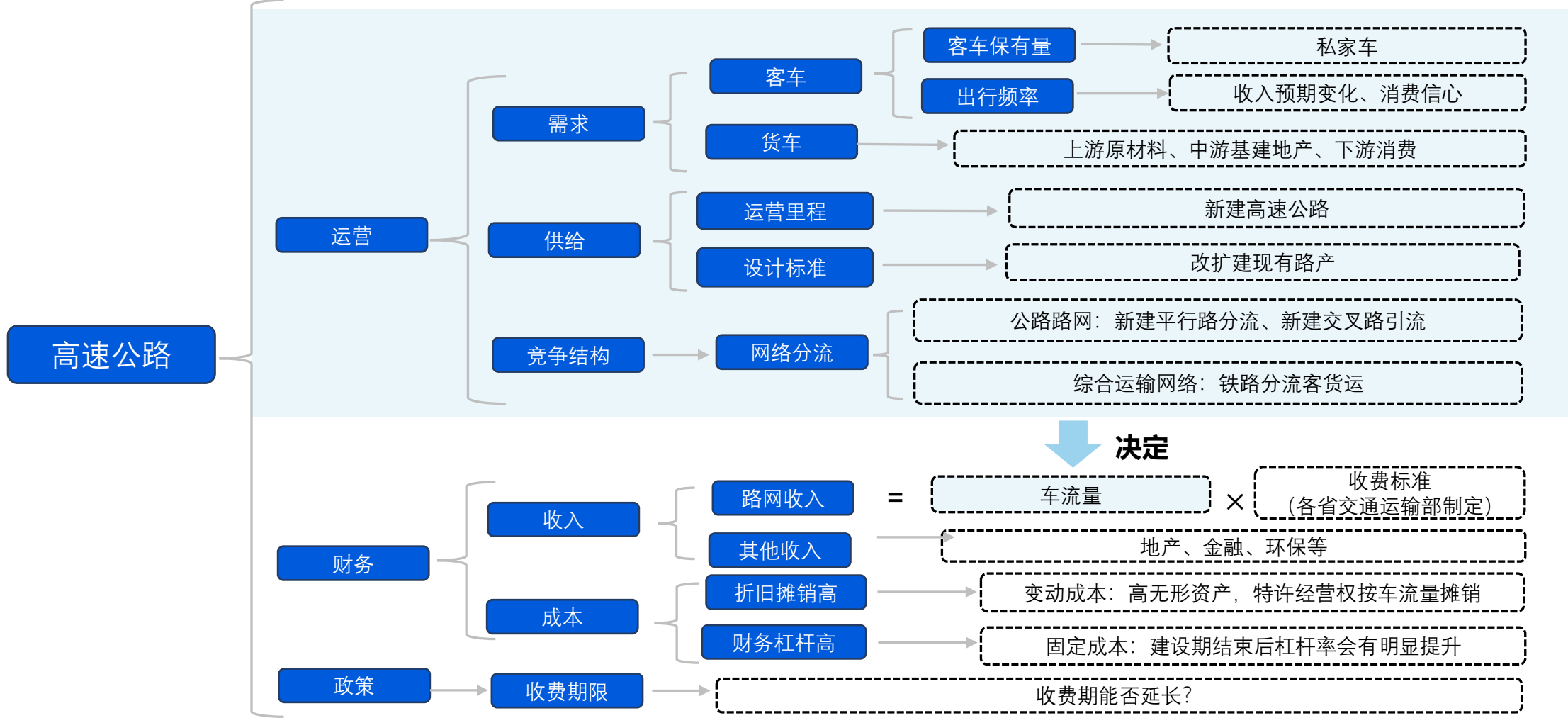
证券简称	股息率		成长性		年度现金分红比例					配置性价比	资金配置情况		股东回报
	2022年股息率	股息率（TTM）	2013-2022 营收 CAGR	2013-2022 归母净利润 CAGR	2018	2019	2020	2021	2022	股息率（TTM） / 10年国债收益率	持有基金数量	公募基金持股占流通股比例	未来分红计划
宁沪高速	5.60%	4.67%	6.36%	3.60%	52.95%	55.18%	94.04%	55.46%	62.23%	1.73	11	0.06%	—————
皖通高速	7.52%	5.15%	9.34%	6.10%	36.92%	34.76%	41.53%	60.25%	63.13%	1.91	7	0.07%	不少于当年合并报表归母净利润的60%
招商公路	5.33%	3.60%	8.10% (2014-2022年)	7.54% (2014-2022年)	40.13%	39.98%	49.20%	42.99%	52.68%	1.33	9	0.15%	—————
山东高速	7.03%	6.14%	13.68%	2.32%	36.12%	60.07%	89.66%	63.05%	67.63%	2.27	12	1.60%	不少于当年实现合并报表归母净利润60%
深高速	5.14%	11.96%	12.38%	12.11%	45.01%	45.37%	45.64%	51.88%	50.02%	4.43	4	0.05%	不低于当年合并报表归母净利润扣除对永续债等权益工具持有者分配后利润的55%
唐山港	7.30%	5.36%	2.37%	7.42%	25.77%	30.00%	64.32%	56.74%	70.14%	1.98	17	4.14%	不低于归属于上市公司股东净利润的30%
大秦铁路	7.19%	6.30%	4.42%	-1.38%	49.06%	52.21%	65.49%	58.58%	63.74%	2.33	66	1.07%	—————
厦门空港	0.51%	0.70%	-2.42%	-26.34%	75.39%	30.05%	30.06%	30.05%	91.15%	0.26	2	0.72%	不少于归母可供分配利润30%

注：资金配置情况截至2023Q1；股息率（TTM）数据日期为2023.06.29；10年期国债收益率数据日期为2023.06.30；招商公路CAGR为2014-2022年

2.2 公路财务可预测性最强，具备较强的类债属性

- 高速公路是交运基础设施中财务可预测性最强的资产：其量以客车为主，挂钩消费；价格为政府定价；主要成本特许经营权摊销采取车流量折旧法，实际经营杠杆较小，其中的优质路产具备较强的类债属性。

图表20：高速公路投资框架

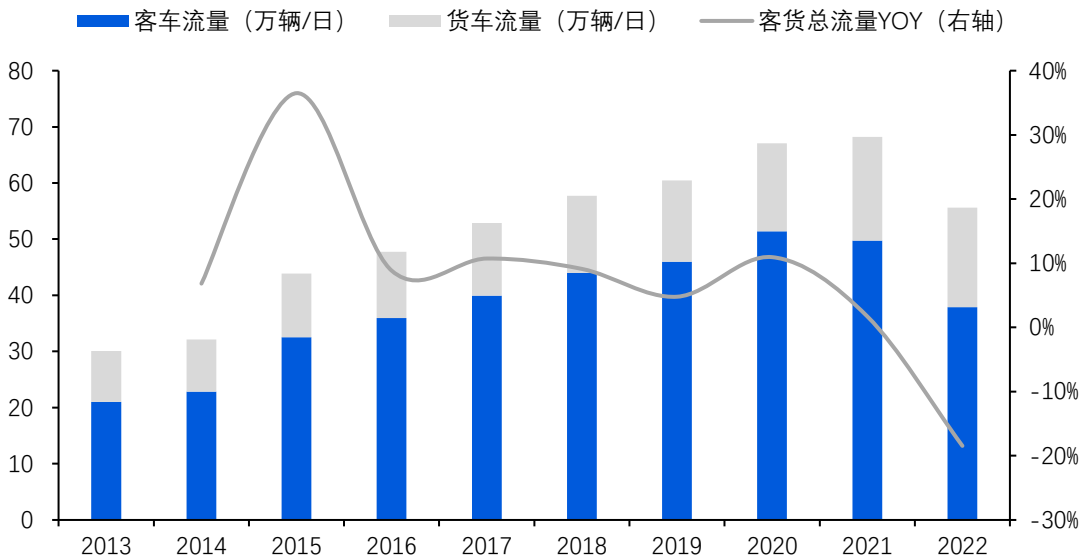


2.2 优质路产梳理：①宁沪高速

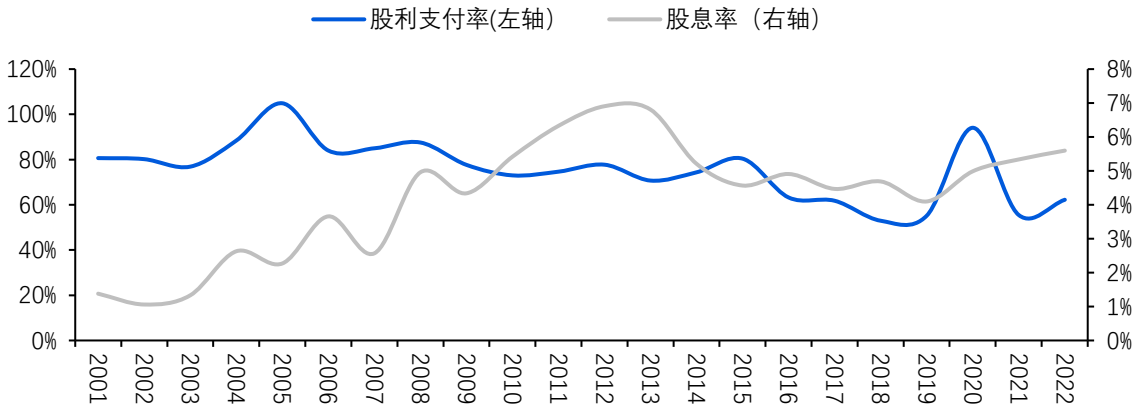
图表21：宁沪高速资产梳理（截至2022年年报）

资产名称	长度	收费年限	主业分流情况	改扩建
沪宁高速江苏段	248.21km	1996.09-2032.06	目前没有大的分流项目出现	1.锡宜高速南段扩建项目将于2026年6月底建成通车，本次改扩建能够极大地提高锡宜高速的通行能力，缓解交通压力； 2.启动沪宁高速公路江苏段改扩建工程的前期研究，有助于提升国家通道通行能力、助力苏南五市都市圈集聚发展。
宁常高速	87.26km	2007.09-2032.09		
镇溧高速	65.66km	2007.09-2032.09		
广靖高速	17.2km	1999.09-2029.09		
锡澄高速	35km	1999.09-2029.09		
锡宜高速	69.3km	2003.09-2028.09		
环太湖高速	20km	2006.10-2031.10		
镇丹高速	21.63km	2018.09-2043.09		
苏嘉杭高速江苏段	100.1km	2002.12-2032.12		
沿江高速	134.6km	2004.08-2034.08		
江阴长江公路大桥	3.07km	1999.09-2029.09		
常嘉高速	28.44km	2016.12-2041.12		
常宜高速一期	17.71km	2020.12-2045.12		
常宜高速	25.46km	2021.01-2046.01		
五峰山公路大桥及南北接线	2.88+33.01km	2021.06-2046.06		
龙潭过江通道	4.93km	待定		
龙潭过江通道北接线	12.4km	待定		

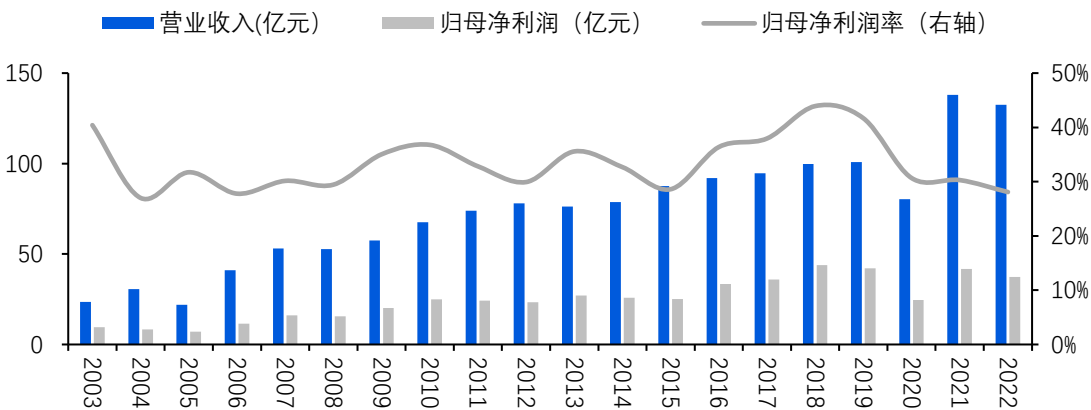
图表22：宁沪高速车流量主要以客车为主



图表23：宁沪高速股利支付率及股息率



图表24：宁沪高速归母净利润率总体上维持在30%左右

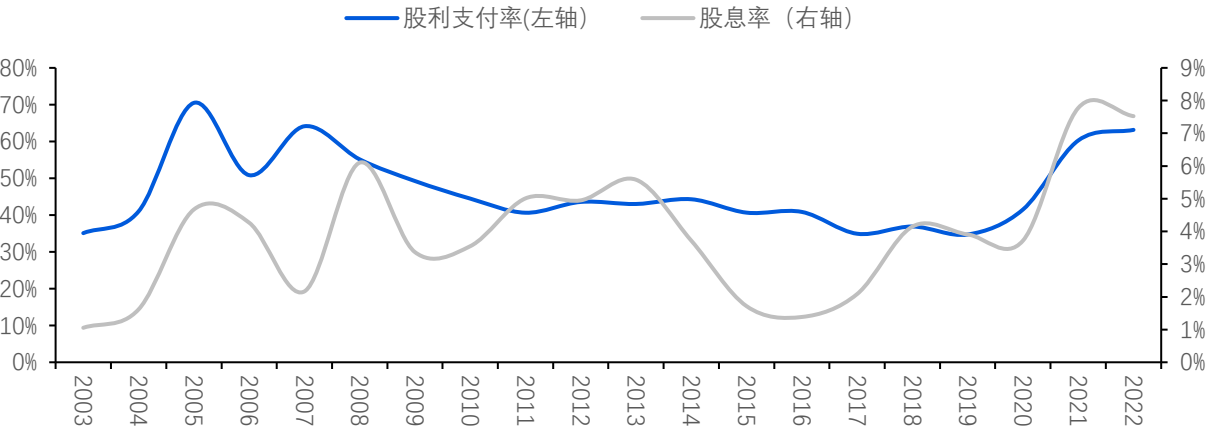


2.2 优质路产梳理：②皖通高速

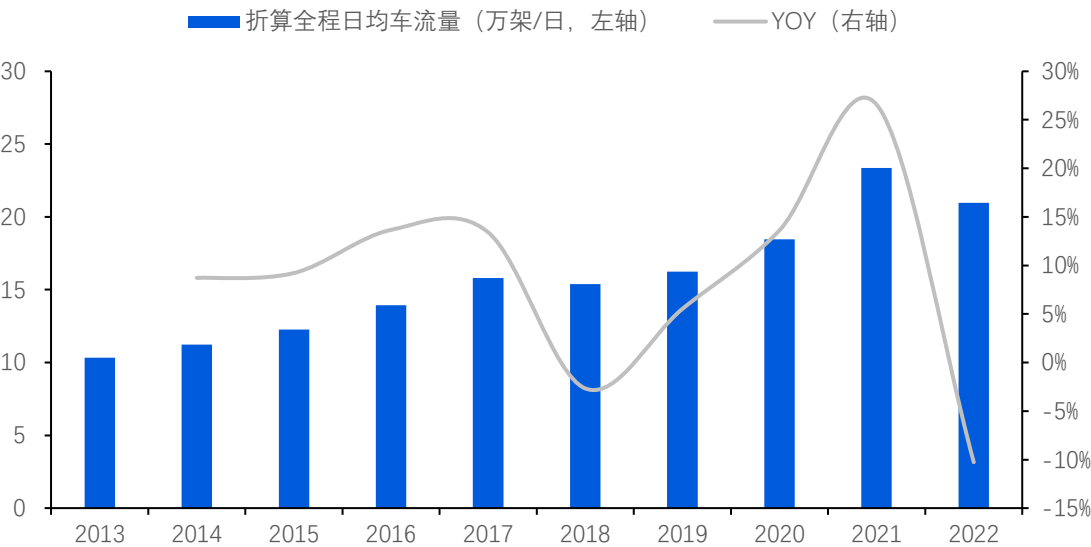
图表25：皖通高速资产梳理（截至2022年年报）

资产名称	长度	剩余收费年限	主业分流情况	改扩建
合宁高速公路	134km	1996.8-2026.8	310、311国道在20年和21年开通以后与连霍路并行，对连霍车流影响较大；另101省道（淮北至徐州段）施工改造为徐淮快速通道，路况较好，对连霍高速安徽段产生分流影响	2022年宣广改扩建工程PPP项目顺利实施，预计2024年完工
205国道天长段新线	30km	1997.1-2026.12		
高界高速公路	110km	1999.10-2029.9		
宣广高速公路	84km	1999.1-2028.12		
广祠高速公路	14km	2004.7-2029.7		
宁淮高速公路天长段	14km	2006.12-2032.6		
连霍高速安徽段	54km	2003.1-2032.6		
宁宣杭高速公路安徽段	117km	2043,2045,2047		
安庆长江公路大桥	5.99km	2004.12-2033.12		
岳武高速安徽段	46.26km	2015.12-2045.12		

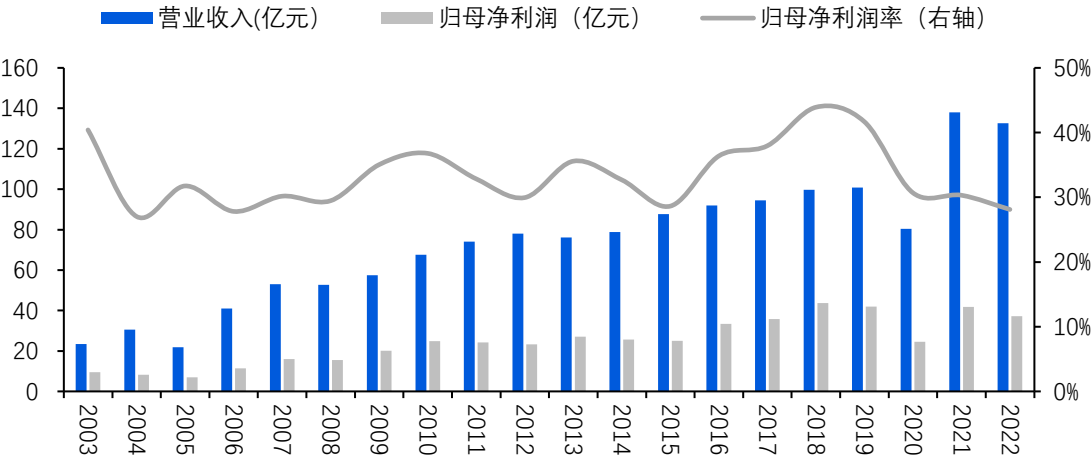
图表27：皖通高速股利支付率及股息率



图表26：皖通高速日均车流量总体上保持稳步提升



图表28：皖通高速归母净利润率维持在35%左右

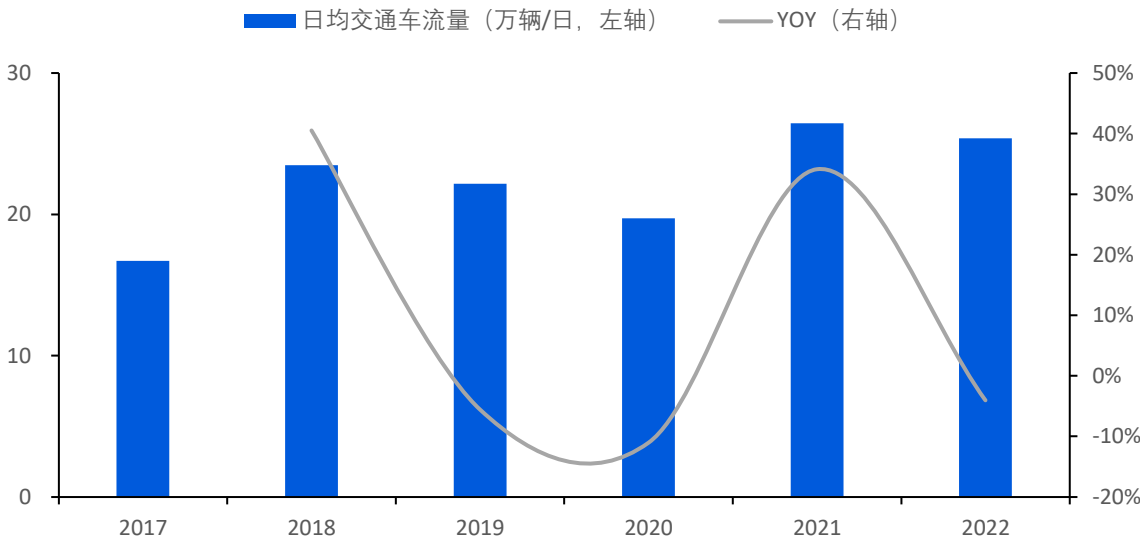


2.2 优质路产梳理：③招商公路

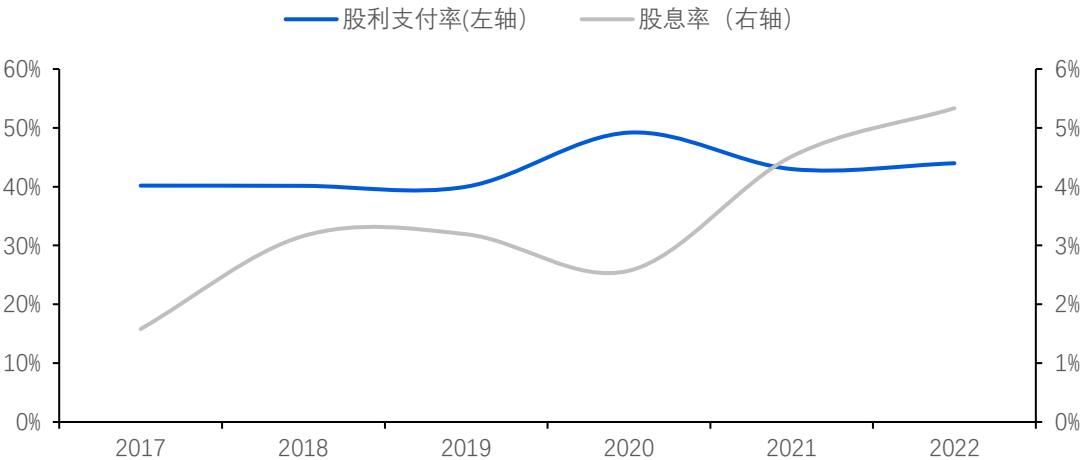
图表29：招商公路资产梳理（截至2023年3月1日）

资产名称	长度	剩余收费年限	主业分流情况	改扩建
京津塘高速	137.64km	23年3月1日公司表示路产剩余平均收费年限约为15年	目前没有大的分流项目出现	京津塘高速改扩建正在稳步推进前期相关工作。当前行业内改扩建施工大多采用“不断路施工”方式进行，以尽可能降低因改扩建施工对路产项目带来的当期业绩影响。此外，公司路产项目较多，个别路段的改扩建对公司整体利润影响较小。
甬台温高速	138.83km			
北仑港高速	49.02km			
九瑞高速	53.22km			
桂兴高速	53.4km			
桂阳高速	67km			
阳平高速	39.66km			
灵三高速	47km			
鄂东大桥	16.89km			
渝黔高速	90.42km			
沪渝高速	84.30km			
亳阜高速	101.3km			
机场高速	13.69km			
京台高速	146.5km			

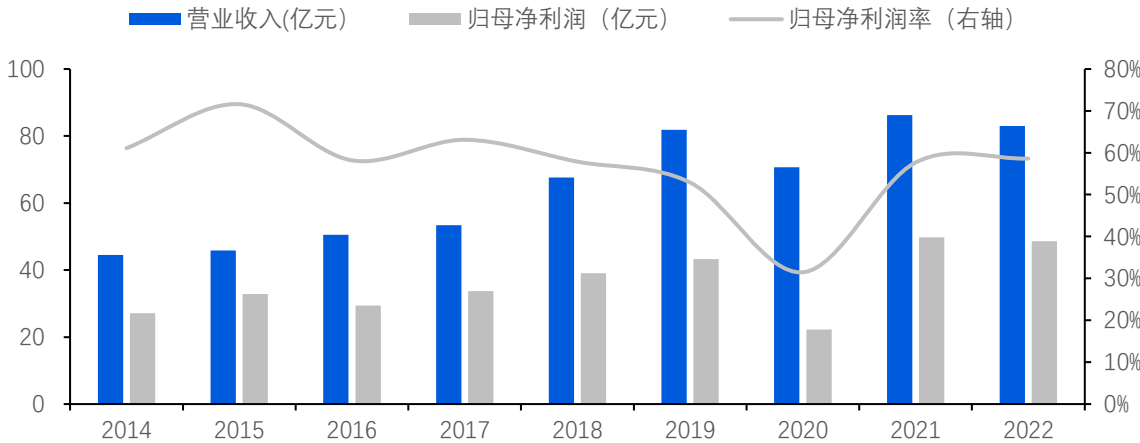
图表30：招商公路日均交通车流量



图表31：招商公路股利支付率及股息率



图表32：招商公路归母净利润率总体维持在55%左右

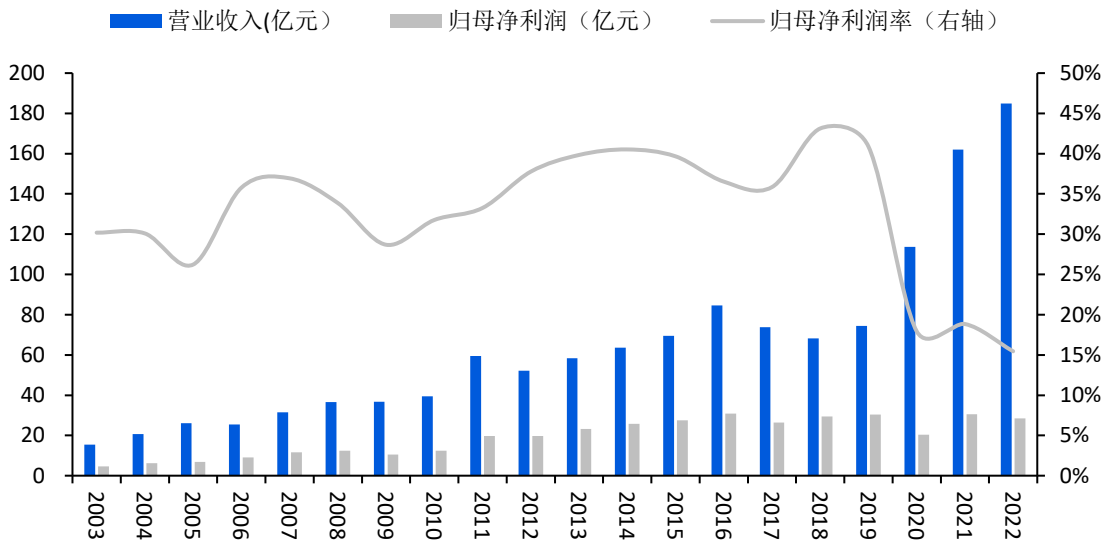


2.2 优质路产梳理：④山东高速

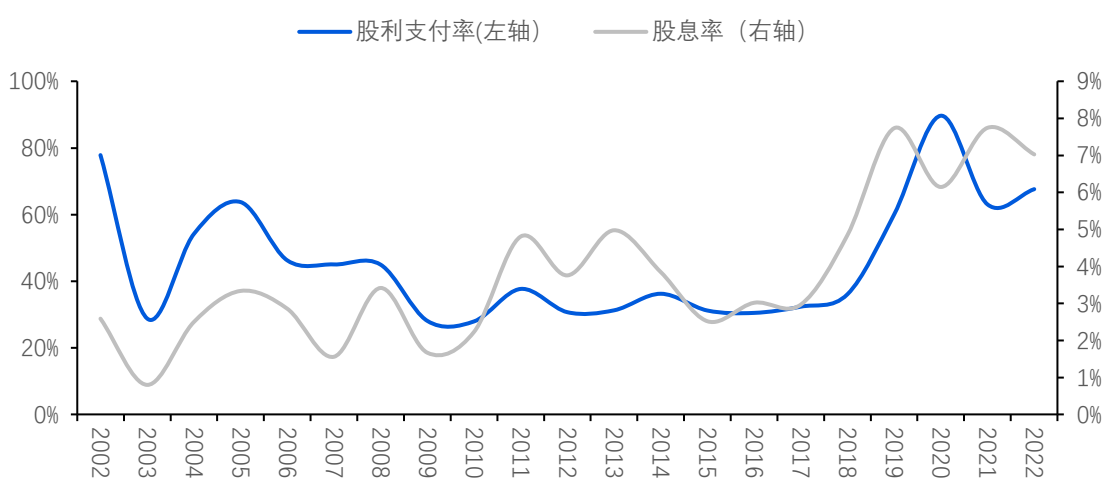
图表33：山东高速资产梳理（截至2022年年报）

资产名称	长度	收费到期时间	主业分流情况	改扩建
济青高速	318.5km	2044.12	目前没有大的分流项目出现	济荷预计2023年底单幅通车
北京-福州高速公路德州至齐河段	91.284	2046.7.15		
济南第二黄河公路大桥	5.75	2032.4.16		
北京-福州高速公路齐河至济南段	21.971	2024.10.31		
北京-福州高速公路济青连接线	16.376	2024.10.31		
北京-福州高速公路济南至泰安段	59.546	2047.12.29		
济莱高速	76.05 km	2034.10.21		
潍莱高速	140.64 km	2024.7.31		
威乳高速	70.55 km	2032.12.19		
泰曲路	64.17 km	2025.11.15		
利津黄河公路大桥	1.35 km	2029.9.25		
许禹高速	39.07 km	2036.8.28		
济晋高速	20.56 km	2038.9.9		
衡邵高速	132.06 km	2040.12.29		
武荆高速	183.21 km	2040.5		
泸渝高速	73.15 km	2043.6.27		
济荷高速	153.60 km	2034.09.22		
德上高速	68.94 km	2040.11.15		
莘南高速	18.27 km	2043.09.27		

图表34：山东高速营业收入及归母净利润



图表35：山东高速股利支付率及股息率

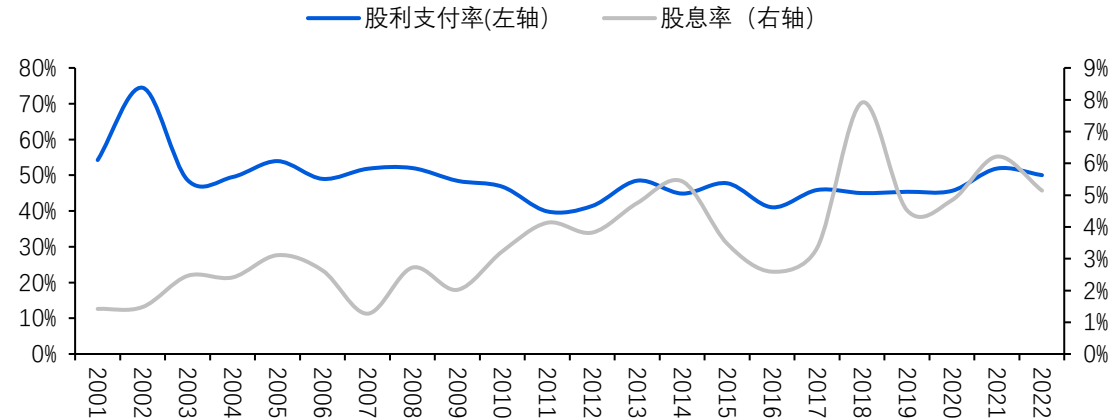


2.2 优质路产梳理：⑤深高速

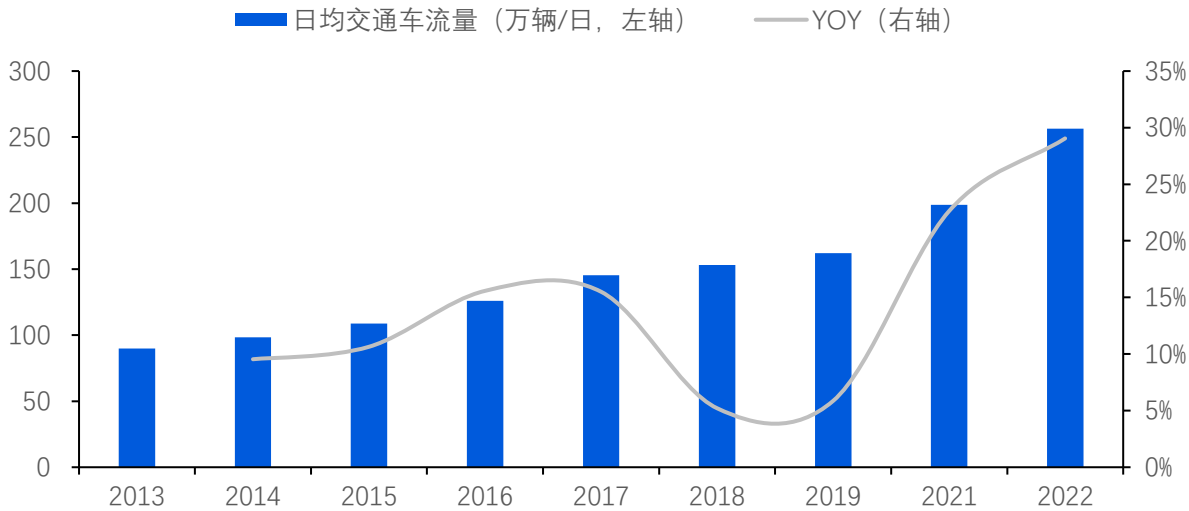
图表36：深高速资产梳理（截至2022年末）

资产名称	长度	收费到期时间	主业分流情况	改扩建
梅观高速	5.4km	2027.3	机荷改扩建分流；广连高速2021年底通车，对清连高速造成分流；广中江高速四期2021年底通车对西线高速造成分流；外环项目与梅观、沿江、龙大有协同效应，但会分流机荷高速	机荷高速改扩建，投资129.87亿元，预计2028年完工，获得25年特许经营权至2052年。
机荷东段	23.7km	2027.3		
机荷西段	21.8km	2027.3		
水官高速	20km	2027.2		
水官延长段	6.3km			
沿江项目	36.6km	2038.2		
外环项目	60km	2045.12 (尚未得到最终批准)		
龙大高速	4.426km	2027.10		
阳茂高速	79.8km	2027.7		
广州西二环	40.2km	2030.12		
清连高速	216km	2034.7	一期2033.09、二期2035.06、三期2038.01	
益常项目	78.3km	2033.12		
长沙环路	34.7km	2029.10		
南京三桥	15.6km	2030.10		
西线高速	98km	2027.6		
广深高速	122.8km			

图表38：深高速分红比例及股息率

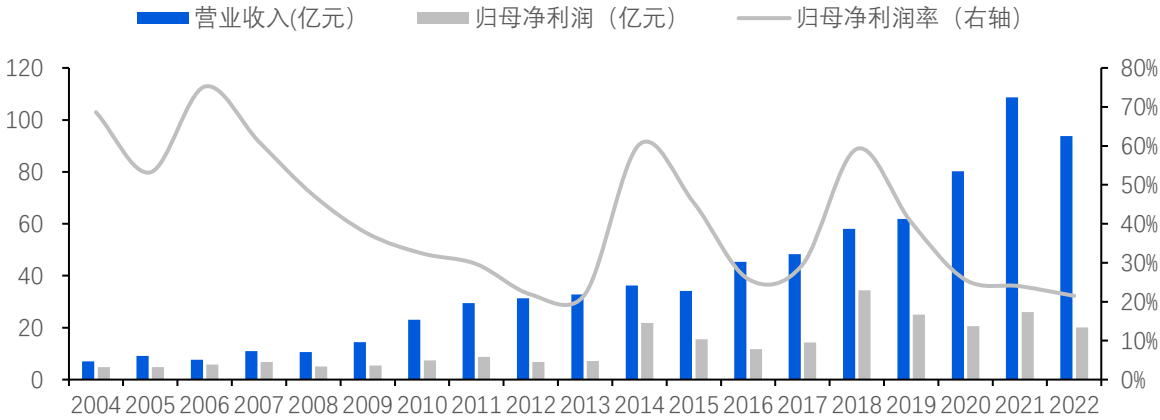


图表37：深高速日均交通车流量



注：深高速未披露2020年日均车流量数据，2021年yoy为相较于2019年数据得到。

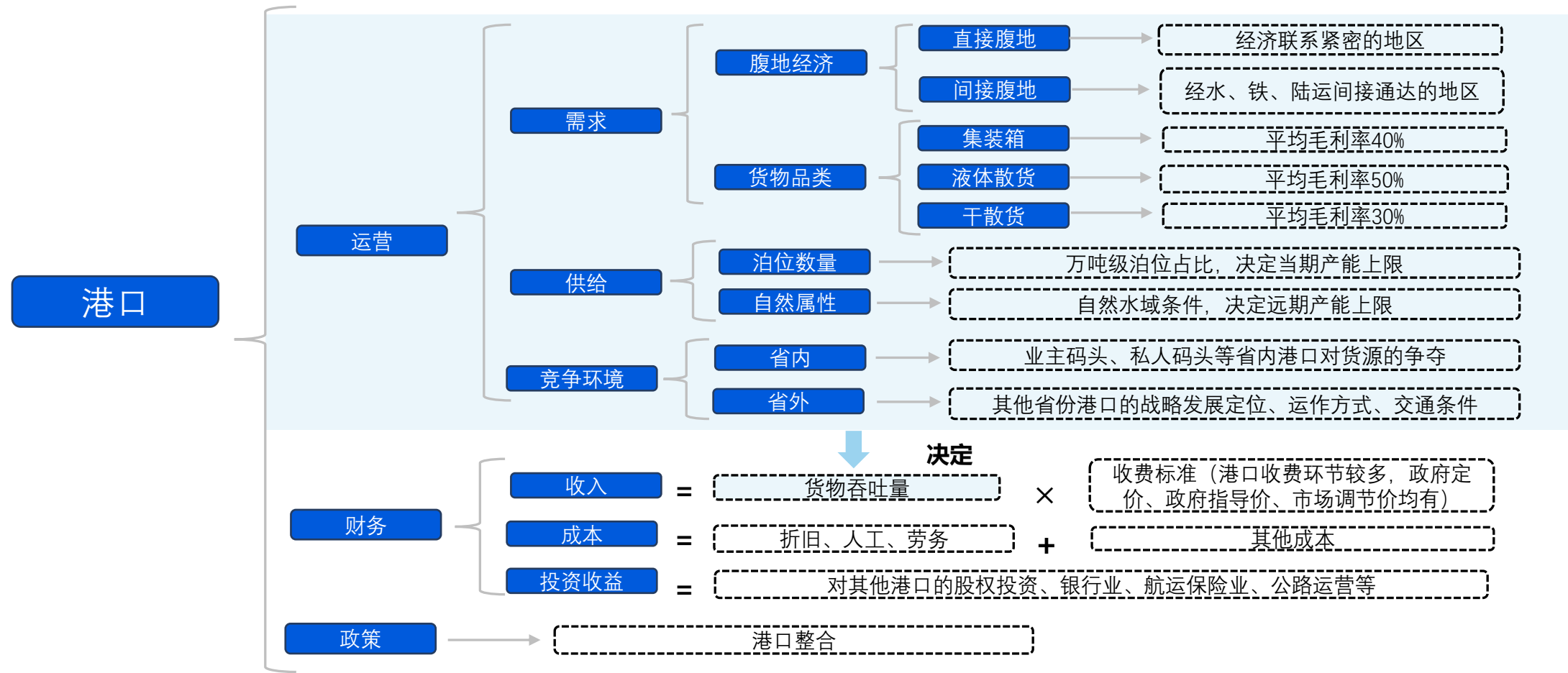
图表39：深高速营业收入及归母净利润



2.3 港口确定性不及公路，但优质港口有路产化趋势

- 港口在交运基础设施中的可预测性次于公路，但优质港口近年来呈现出路产化的特征：港口量的增长挂钩经济腹地的发展水平，具备一定可预测性；但港口价格体系复杂，货物流转的不同环节有政府定价、政府指导价、市场调节价三种类型，同时由于不同港口覆盖的经济腹地有所重叠，竞争也会影响到港口的定价基准。同时，经营杠杆会放大企业的利润波动。

图表40：港口投资框架



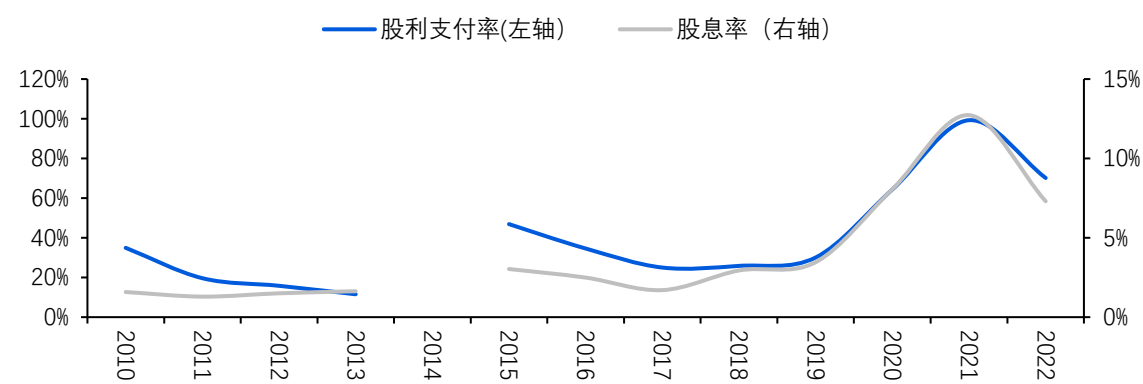
2.3 路产化的优质港口：唐山港

- 港口财务预测的干扰项较多，但部分优质港口如唐山港，刚好迈过资本开支期，利润稳定分红率有提升空间；同时通过港口整合动作解决同业竞争问题，价格也趋于稳定；此类港口具备路产化的趋势，类债属性较强。

图表41：唐山港资产梳理（截至2022年年报）

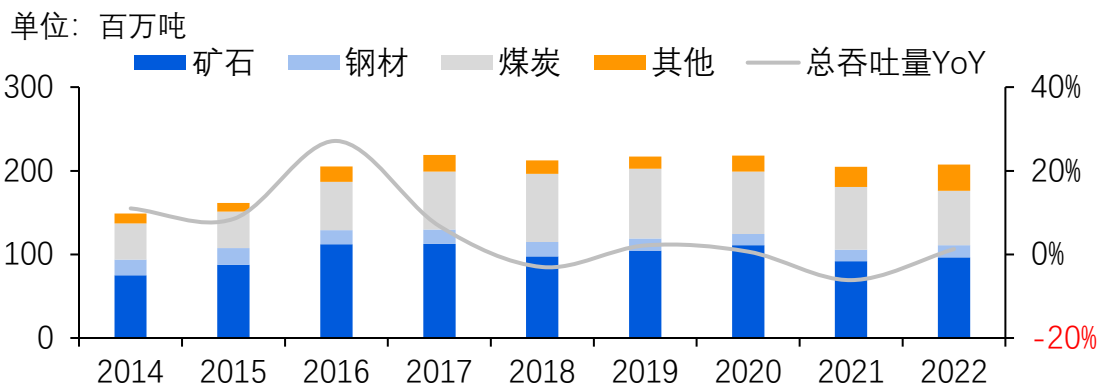
资产规模	主业分流情况	改扩建
可规划布置泊位625个，生产性泊位143个，其中万吨级以上泊位129个	天津港、秦皇岛港、黄骅港	25万吨级内航道；东港站路基桥涵工程；36号至40号煤炭泊位工程堆场条形仓；矿石铁路疏港配套装车系统工程；唐山港京唐港区T区固定式喷枪洒水装置；其他。

图表43：唐山港近五年分红比例及股息率

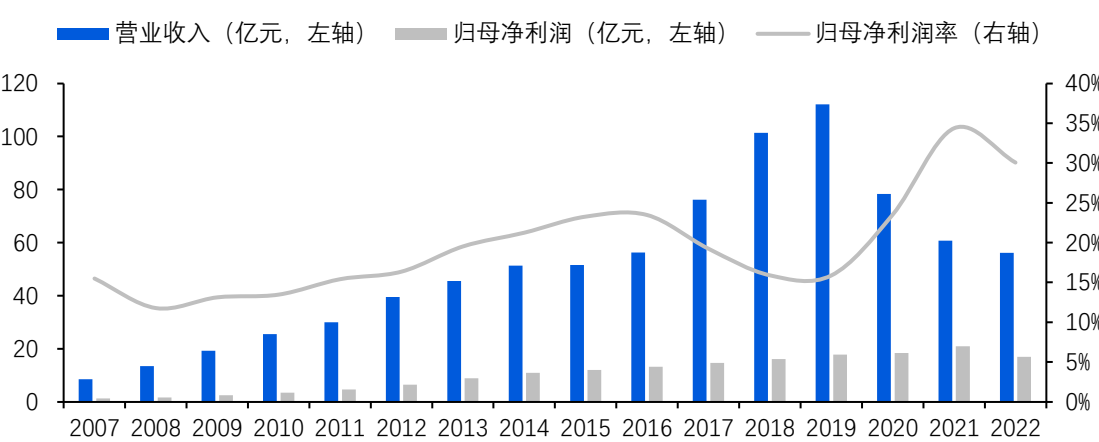


注：唐山港2014年末进行利润分配

图表42：唐山港货物吞吐量总体保持稳定



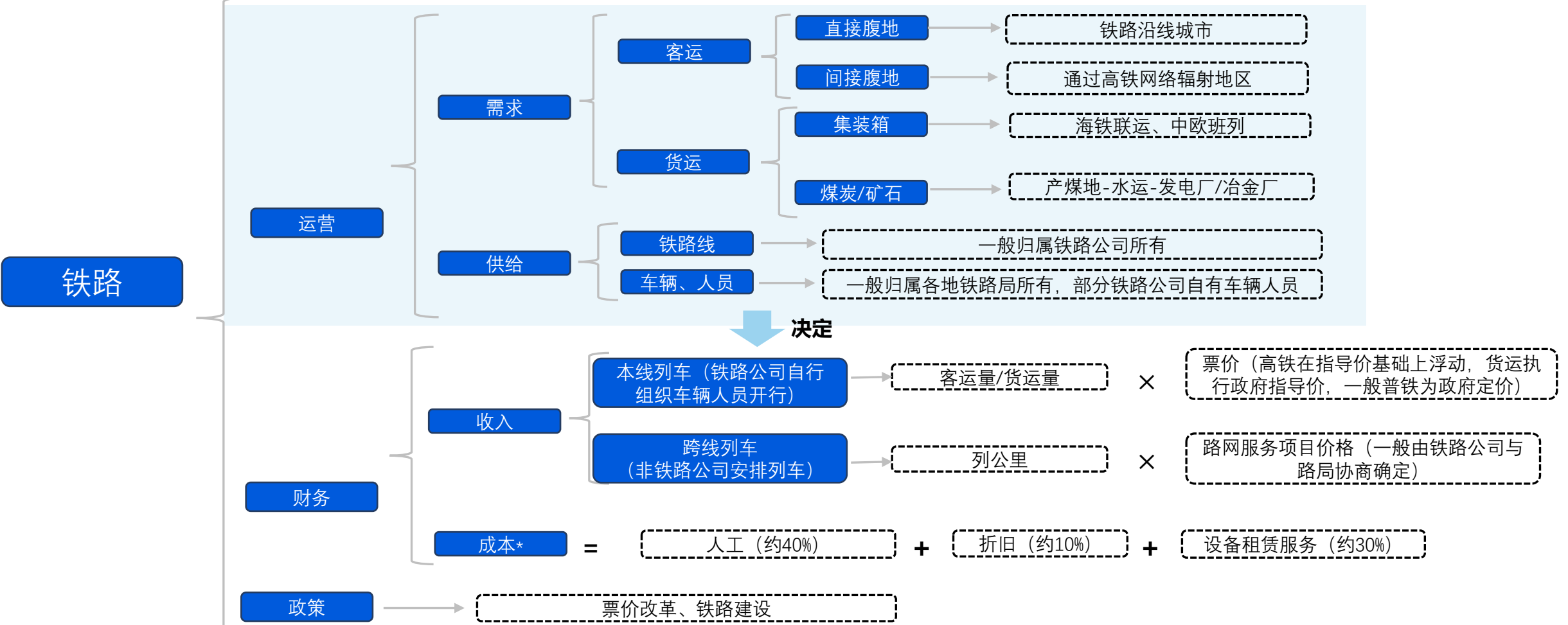
图表44：唐山港归母净利润率总体呈上升趋势



2.4 铁路板块股性较强，但货运铁路有路产特征

- 铁路在交运基础设施中商业模式最为复杂，客运高铁、普铁，货运铁路、铁路运输公司定价模式各异。其中高铁成长性较强，量价都有提升空间；货运铁路资产量价稳定，有路产特征，类债属性较强。

图表45：铁路投资框架



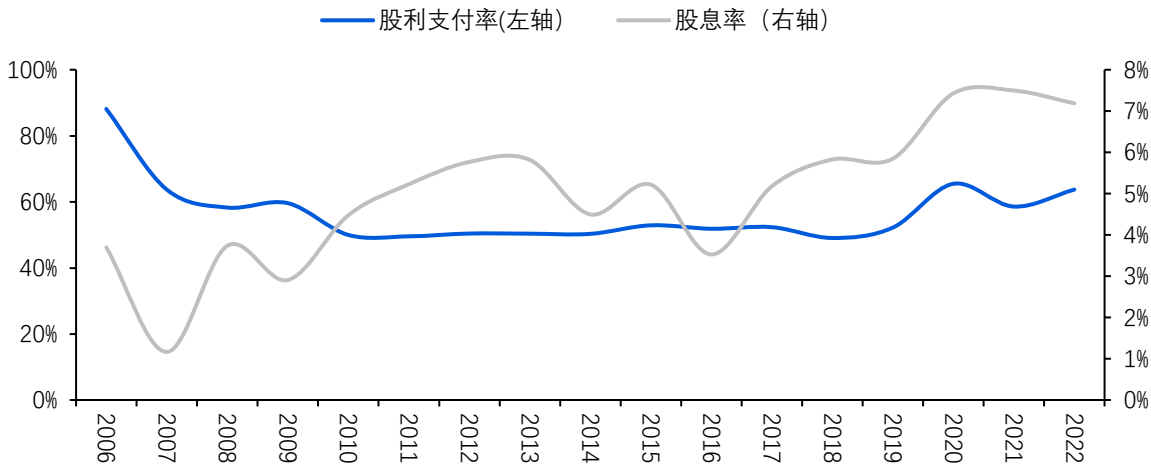
注：铁路上市公司运营模式差异较大，此处成本结构仅以广深铁路作为参考

2.4 量价稳定的货运铁路：大秦铁路

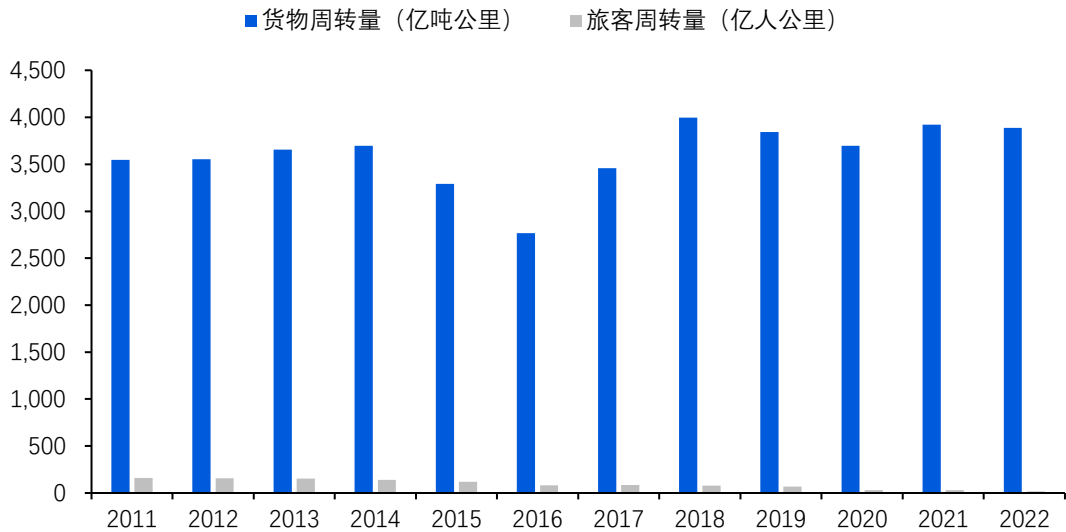
图表46：大秦铁路资产梳理（截至2022年年报）

资产规模	主业分流情况	改扩建
公司管辖大秦、北同蒲、南同蒲、侯阎、侯月、石太、太焦、太兴、京原、京包、迁曹、宁岢、介西、太原铁路枢纽西南环等铁路线路，纵贯三晋南北，横跨晋冀京津，线路营业里程为3149公里	浩吉铁路（2019年投用）/ 瓦日铁路（2014年投用）/ 蒙冀铁路（2016年投用）	太原南站综合调度楼及列车换乘中心建设工程；南同蒲线侯马至风陵渡段增设噪声防治工程；迁安北站道岔改造工程；太原枢纽新建客车存车场工程；北同蒲线阳曲至南塔底段路基、排水等设施升级改造；固定资产大修；其他工程

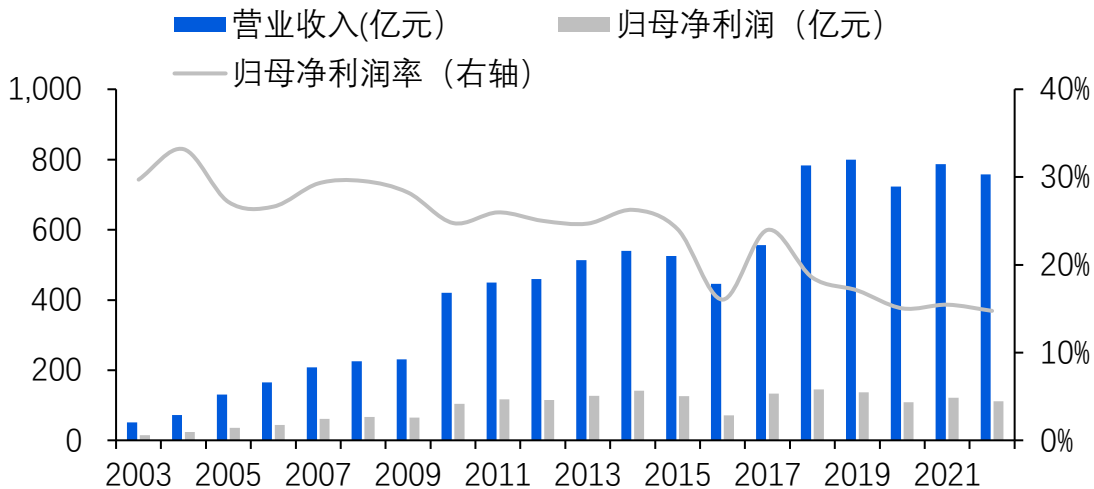
图表48：大秦铁路股利支付率及股息率



图表47：大秦铁路以货运为主

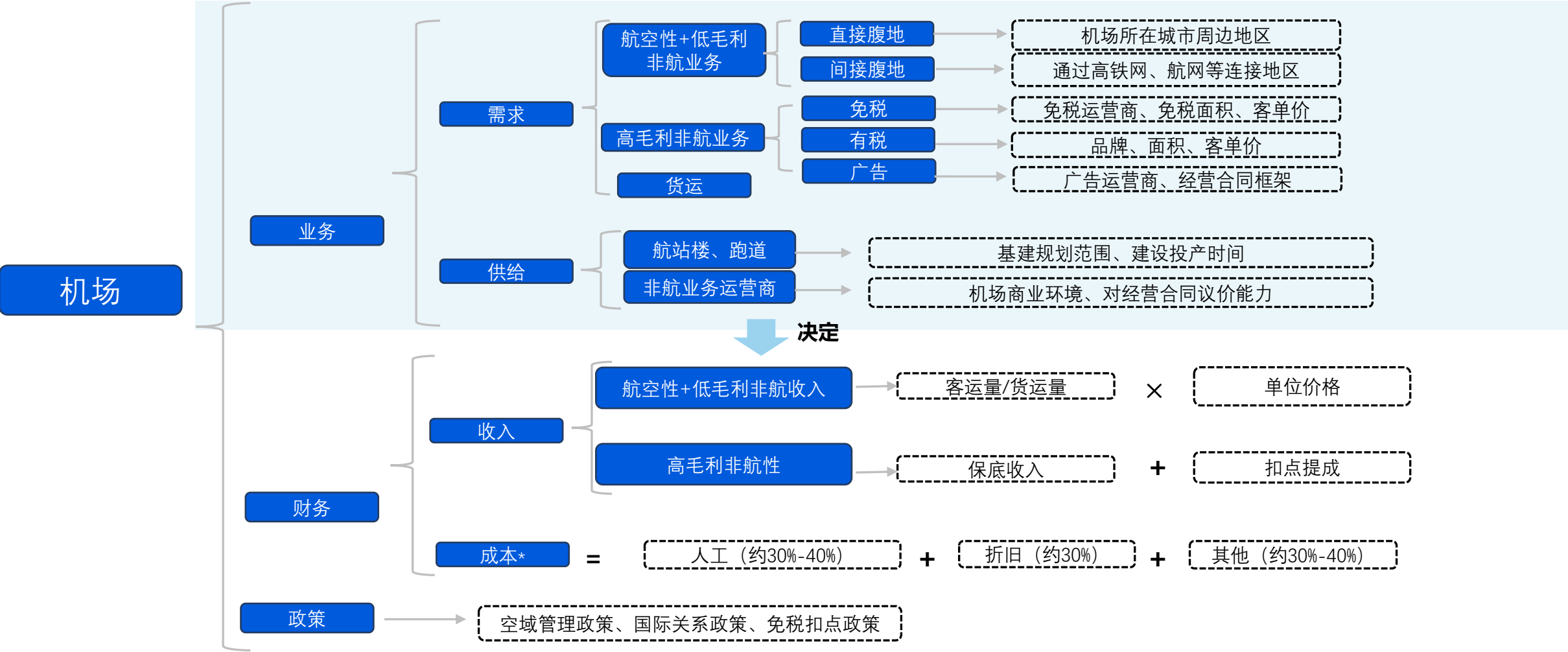


图表49：大秦铁路营业收入总体提升



2.5 国内机场基本面稳定，国际机场非航收入弹性较大

图表50：机场投资框架



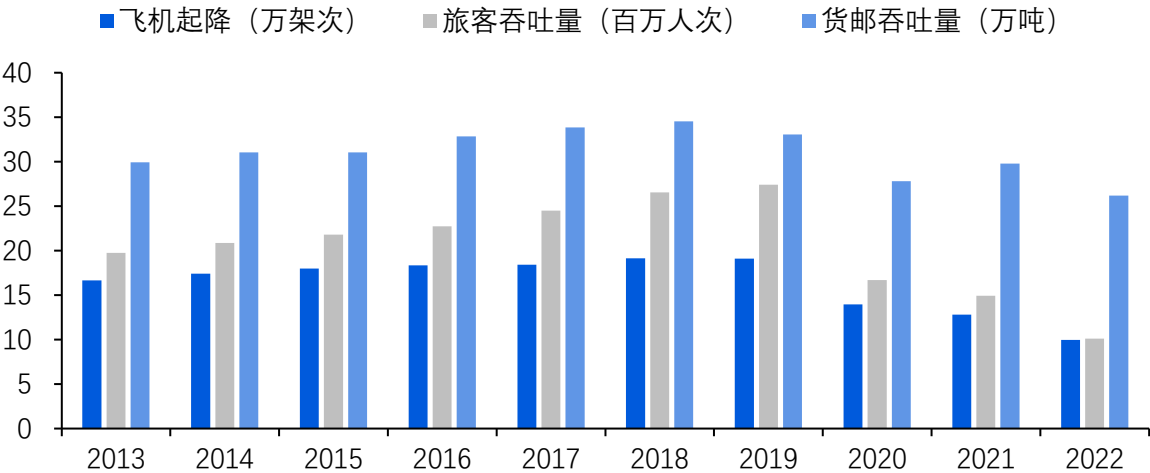
注：此处成本结构以白云机场、上海机场作为参考

2.5 面向内需的机场：厦门空港

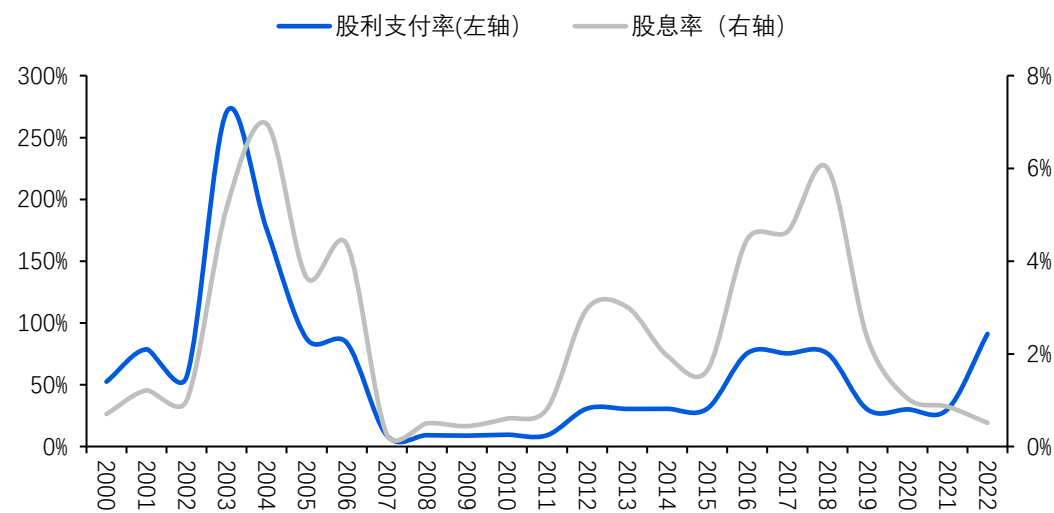
图表51：厦门空港资产梳理（截至2022年年报）

资产规模	主业分流情况	改扩建
T3、T4两座候机楼，1条3400米长的跑道和2条平行滑行道及10条联络道，停机坪总面积80万平方米，拥有96个停机位	厦门空港将会有分流福州长乐国际机场、泉州晋江国际机场的情况。	高崎口岸24小时直接过境项目

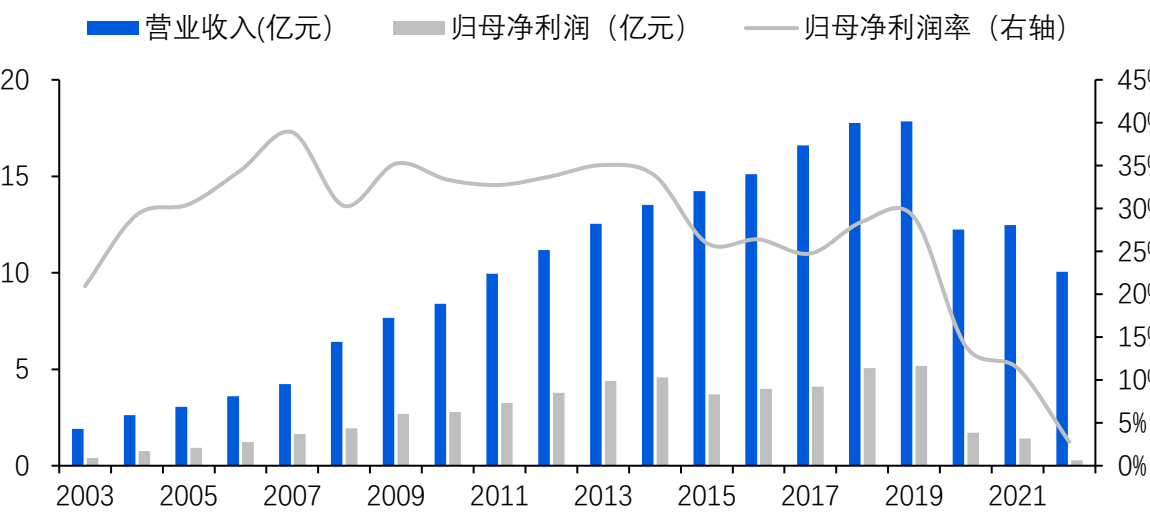
图表52：厦门空港近三年旅客吞吐量下滑较多



图表53：厦门空港股利支付率及股息率



图表54：厦门空港近三年营业收入及归母净利润下滑较多



2.6 稀缺仓库资产：高标仓

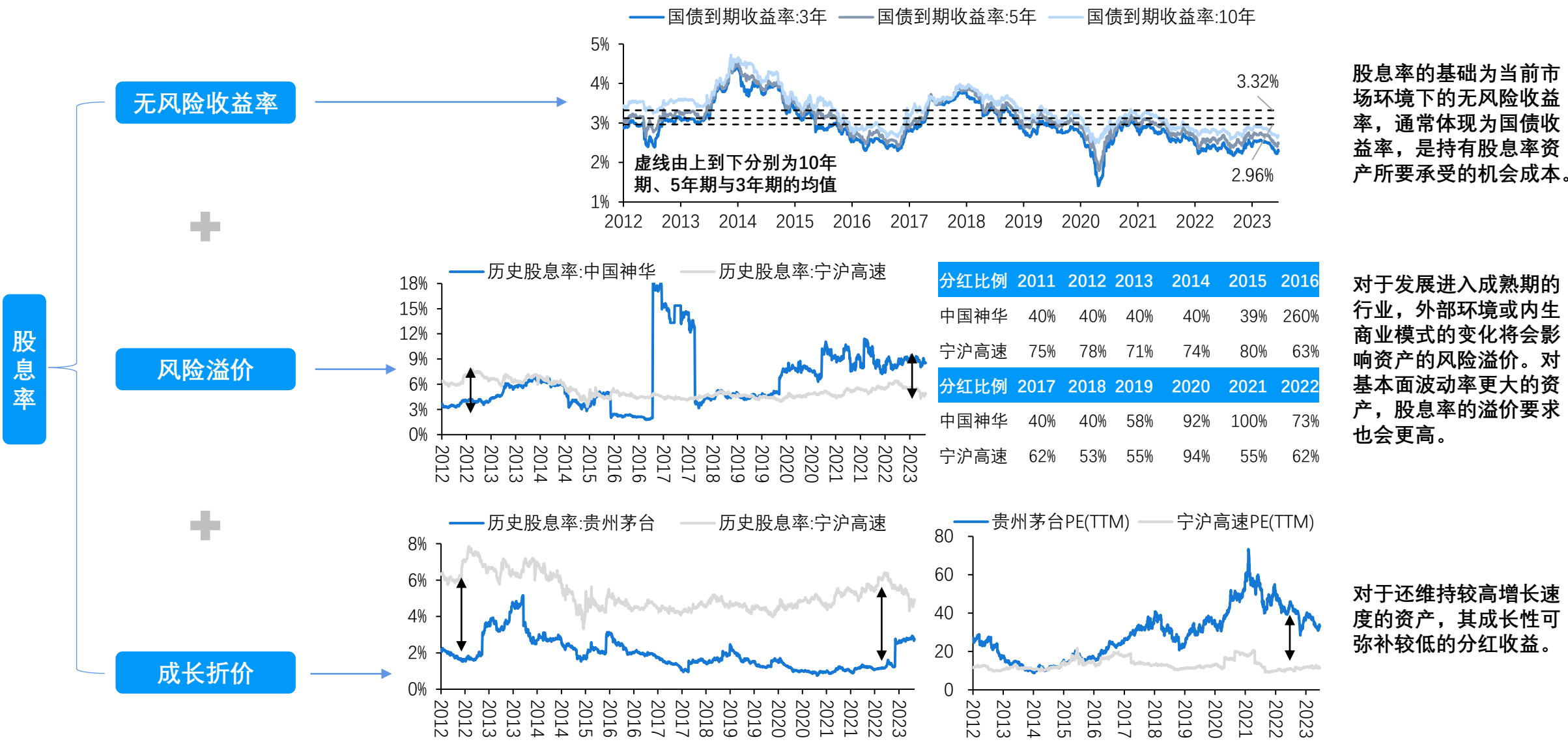
图表55：优质高标准物流仓储资产共有中金普洛斯REIT、红土创新盐田港REIT与嘉实京东仓储基础设施REIT三个

行业	资产市值	具体资产项目	资产基础情况	租户行业分类	财务情况
中金普洛斯REIT	79.78亿元	普洛斯北京空港物流园； 普洛斯通州光机电物流园； 普洛斯广州保税物流园； 普洛斯增城物流园； 普洛斯顺德物流园； 苏州望亭普洛斯物流园； 普洛斯淀山湖物流园	截至2022年12月31日，建筑面积合计约707,637平方米，目标基础设施资产合计平均出租率约94.18%，合同租金及管理费有效平均单价为 44.43元/平方米/月。	运输，商业和专业服务，软件与服务，零售业，资本货物，多元金融，医疗保健设备与服务	2022年： 净利润0.30亿元 可分配金额2.66亿元 总资产66.45亿元
红土创新盐田港REIT	24.32亿元	深圳市盐港现代物流发展有限公司现代物流中心项目	截至2022年12月31日，总建筑面积320,446.22 平方米，仓储及配套部分总可租赁面积为266,113平方米，项目出租率为99%，高标准物流仓储物业租金介于37-52元/平方米/月。	-	2022年： 净利润0.41亿元 可分配金额0.87亿元 总资产18.87亿元
嘉实京东仓储基础设施REIT	17.97亿元	京东重庆电子商务基地项目（中转配送中心）一期； 京东商城亚洲 1 号仓储华中总部建设项目； 京东亚洲一号廊坊经开物流园	截至2023年3月31日，合计建筑面350,995.49平方米，三个项目的租赁率为100%。	-	2023Q1： 净利润0.12亿元 可分配金额0.18亿元

注：市值截止至2023.6.28

2.7 债属性选股：避免股息率陷阱，稳定的基本面特征最重要

图表56：合理股息率=无风险收益率+风险溢价+成长折价，对于股息率资产而言，低利率+低成长环境下，拥有稳定的基本面特征最为重要



股息率的基础为当前市场环境下的无风险收益率，通常体现为国债收益率，是持有股息率资产所要承担的机会成本。

对于发展进入成熟期的行业，外部环境或内生商业模式的变化将会影响资产的风险溢价。对基本面波动率更大的资产，股息率的溢价要求也会更高。

对于还维持较高增长速度的资产，其成长性可弥补较低的分红收益。

三、股属性资产：高铁看网络优化，港口看贸易流向，危险品仓库与机场看流量变现

3.1 优质股票投资逻辑梳理

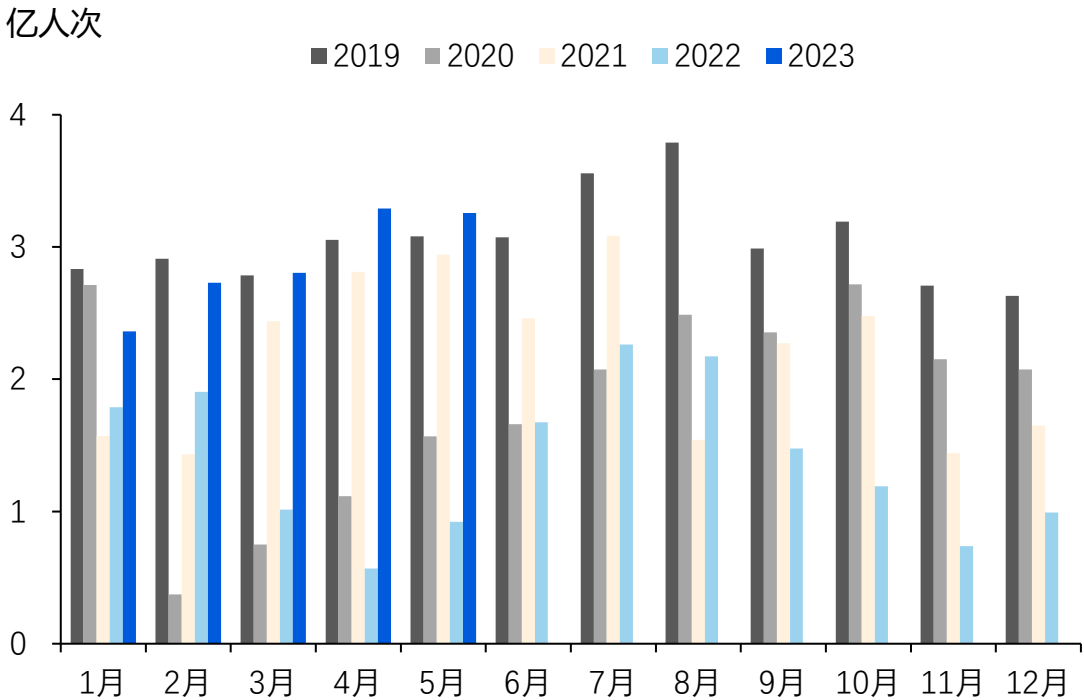
图表57：交叉引流、基建拓流、定价改革、流量变现构成交运基础设施的主要机遇，平行分流则是主要风险的来源

行业	公司名	平行分流	交叉引流	基建拓流	定价改革	流量变现
铁路	广深铁路	广深港高铁（2018年底投产，分流）、穗莞深城际铁路（2019年底投产）	2021年赣深高铁、2023年6月广汕高铁公司以联络线形式接入，担当部分高速列车的运营。	暂无扩建计划	从2016年1月1日起放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自行定价，分批次对不同线路动车组列车票价进行优化调整	/
	京沪高铁	京沪二线建设（最后一段“潍坊-宿迁”段与2023年5月获批，预计全线铁路2027年底能全面落成）；京沪航线加密（2019年大兴机场投用、浦东三期投用）	/	截至2022年底，完成对于京福安徽公司的收购，新增合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段等线路，与原有铁路相连，有效缓解京沪高铁徐蚌段运输能力饱和现状	从2016年1月1日起放开高铁动车票价，改由中国铁路总公司自行定价，分批次对不同线路动车组列车票价进行优化调整	/
机场	上海机场	无明显分流	上海机场联络线、沪苏通铁路等	暂无扩建计划	基础非航业务市场化定价，特许经营业务市场化招投标	非航业务，有税+免税+广告
	白云机场	香港机场、深圳机场	T3航站楼计划引入“两高铁、两城际”：广河高铁、广中珠澳高铁、地铁22号线北延段（芳村至白云机场城际）及穗莞深城际	三期工程正在建设	基础非航业务市场化定价，特许经营业务市场化招投标	非航业务，有税+免税+广告
	深圳机场	香港机场、白云机场	深圳机场东枢纽	仍处于资本开支高峰期，2021年年底新卫星厅投产，产能爬坡中/2023年开建东枢纽/2025年预计三跑道落地	基础非航业务市场化定价，特许经营业务市场化招投标	非航业务，有税+免税+广告
港口	北部湾港	广州港、珠海港	受益于一带一路、RCEP	暂无扩建计划	/	/
	天津港	大连港、秦皇岛港、唐山港	受益于一带一路、RCEP、贸易格局变化	2022年间接增持天津港联盟国际集装箱码头有限公司20%股权	/	/
	唐山港	天津港、秦皇岛港、大连港	受益于一带一路、贸易格局变化	暂无扩建计划	/	/
	青岛港	天津港、大连港	受益于一带一路、RCEP、贸易格局变化	2035年规划：董家口港棋子湾作业区、鳌山湾港区将战略留白	/	/
仓储	宏川智慧	区域垄断特征强，无明显分流	/	2022年底福建港能二期34.5W立方米产能投产	市场化定价	/
	密尔克卫	区域垄断特征强，无明显分流	受益于多式联运	截至2022年底，广西慎则仓储物流项目、宁波慎则化工供应链管理有限公司项目、西青仓库等	市场化定价	链条延伸，围绕仓储拓展至运输、关务、贸易等环节
	永泰运	区域垄断特征强，无明显分流	受益于多式联运	截至2022年底：天津瀚诺威仓库改造投产使用	市场化定价	链条延伸，围绕仓储拓展至运输、关务、贸易等环节
	嘉诚国际	具有保税区区位优势，暂无大的分流项目出现	有望受益于南沙自贸区与海南自贸港	截至2022年底，投资建设天运国际（海南）数智加工流通中心项目；签订嘉诚国际（三亚）超级云智世界港项目合作协议	从制造业供应链拓展至跨境电商供应链	链条延伸，围绕仓储拓展至运输、关务、揽收等环节

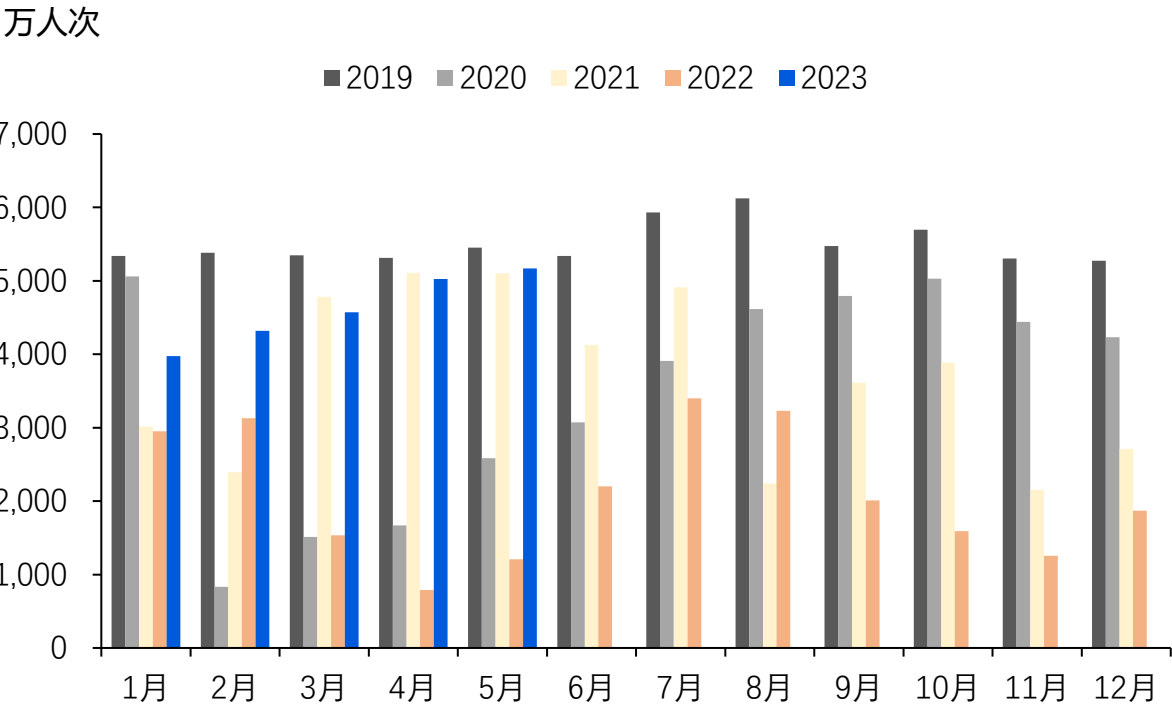
3.2 客运：疫后修复强劲，铁路优于航空

- 铁路运输区别于航空的特点在于其主要服务于国内客运大市场，疫情冲击过后，铁路的恢复速度明显快于民航。2023年4、5月，铁路客运量分别达到3.29、3.26亿人次，相当于2019年同期107.74%、105.71%，连续两个月超过2019年同期水平。

图表58：2023年5月，铁路客运量达3.26亿人次，相当于2019年同期的105.71%



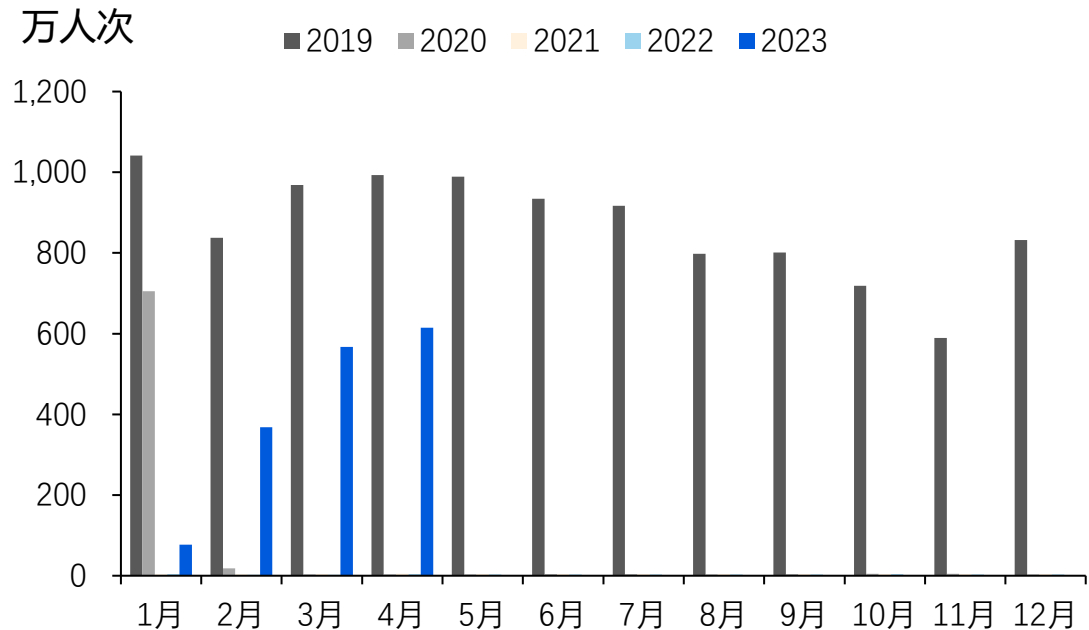
图表59：2023年5月民航客运量0.52亿人次，约为2019年同期94.84%



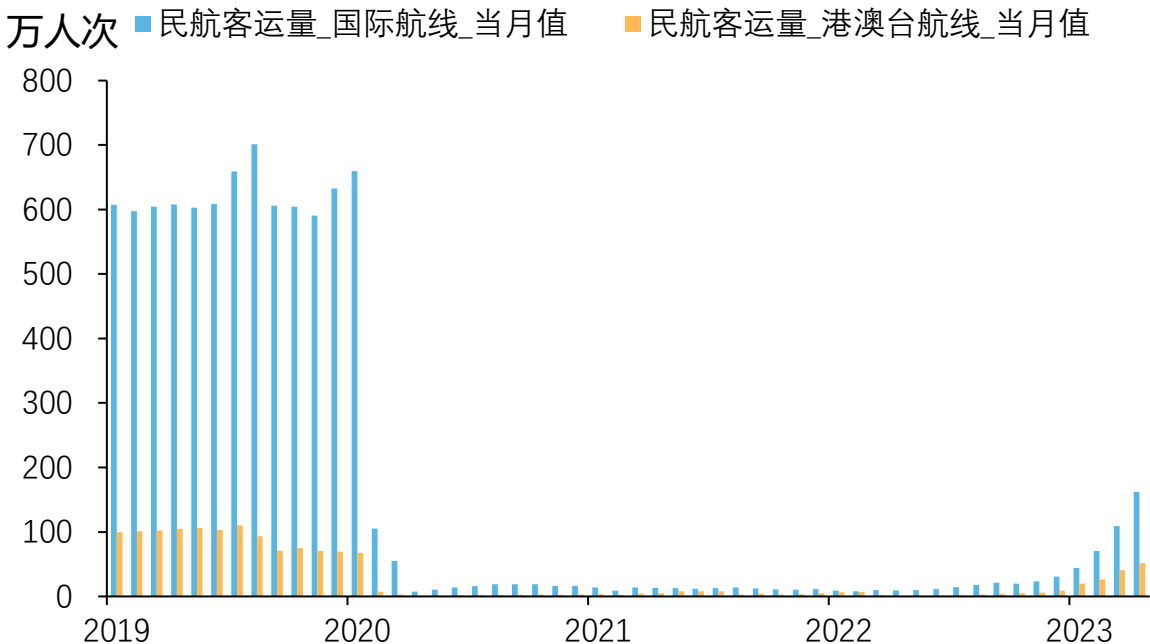
3.2 客运：客运修复强劲，地区优于国际

- **铁路跨境客流修复好于航空：**跨境方面，自香港与内地恢复全面通关以来，访港旅客数快速回升。根据港铁公司显示，其2023年4月高铁发送的旅客量达614.4万人次，环比+8.36%，恢复至2019年同期61.87%。而航空国际线恢复受国际关系、机场保障等多重因素影响，4月国际+地区旅客流恢复至2019年同期约3成水平。

图表60：4月通过香港高铁跨境旅客量（港铁运营段）已达2019年同期62%



图表61：航空国际+地区线客流量



3.2 客运-铁路：平行分流尾声，交叉引流起点，路产价值重估

- 公司独立经营纵向贯穿光山东省全境的深圳-广州-坪石段普铁线路，营业里程总计481.2公里，以客运（占比长途车>广深城际>>港深直通车）、路网清算为双重主业。广深铁路目前自有的路网全部为普铁客运担当列车以自有车辆为主。
- 伴随高铁网络持续加密，广深铁路迎来多重机遇：①平行分流尾声：平行线路产能增长放缓，客流爬坡尾声，预计对公司的分流作用边际减弱。②交叉引流起点：2021年赣深高铁、2023年6月广汕高铁公司以联络线形式接入后，公司可担当部分高速列车的运营。此外公司还通过赣深高铁接通关深港高铁，并担当运营广州东-西九龙高铁，以及部分京九、昆九高速列车。③基建拓流接力：广州东、广州站规划改建为高铁站（两车站均为广深铁路资产），公司或借机全面切入高铁运营领域，线路价值有望得到重估。

图表63：广深铁路所属线路（蓝色双虚线）



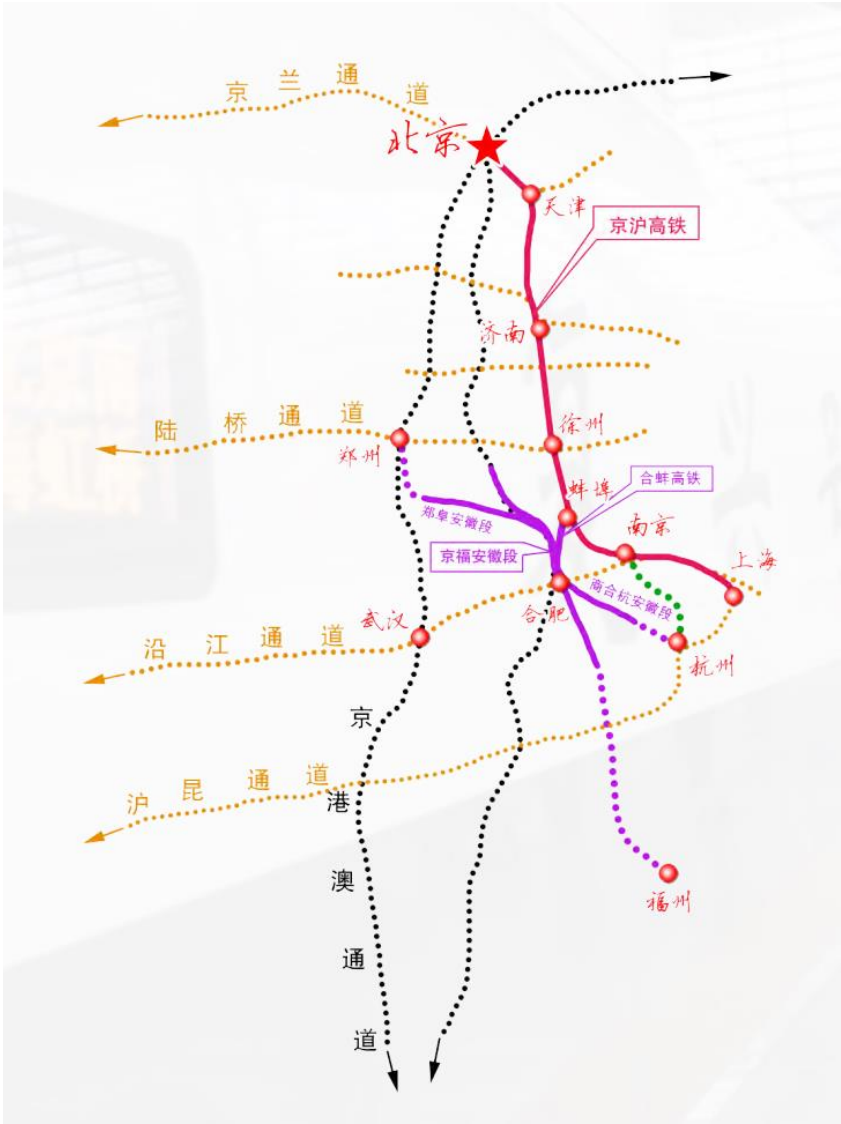
图表62：广深铁路借助赣深高铁在境内与全国高铁网络联通，跨境借助广深港高铁与香港高铁联通



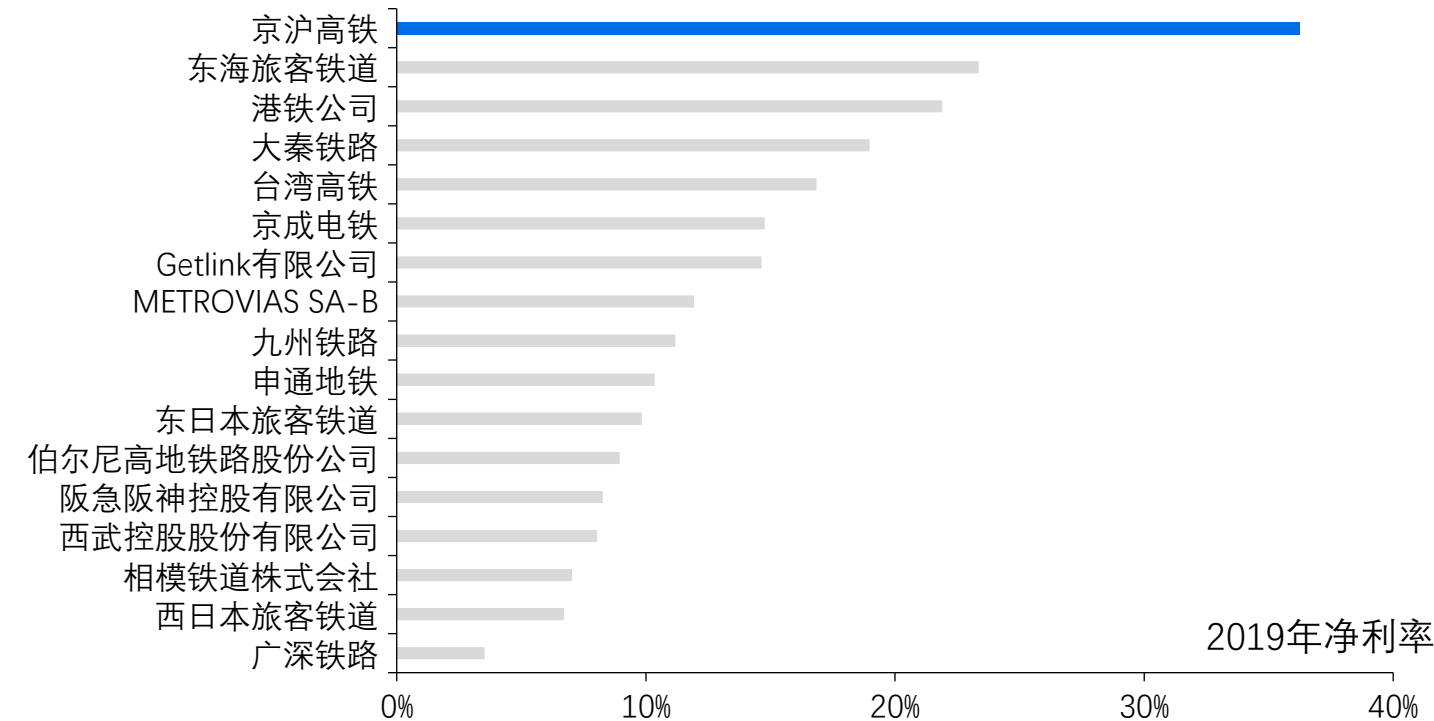
3.2 客运-铁路：核心线路供不应求，京沪高铁盈利能力全球领先

- 京沪高铁是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体、中国铁投公司旗下极优质资产。京沪高铁地处南北大动脉，线路产能长期供不应求，且率先享受铁路改革红利，2019年之前净利率长期维持在30%左右水平，全球领先。

图表65：京沪高铁公司旗下铁路线分布，包括京沪干线及京福安徽公司旗下路产



图表64：京沪高铁净利率处于全球铁路企业领先水平



3.2 客运-铁路：核心线路供不应求，票价改革打开高铁公司成长空间

- 高铁票价空间已经被打开：自2020年12月23日起实施浮动票价，其中第六档二等座票价较改革前涨幅接近2成。伴随票价改革工作持续推进，京沪高铁有望充分受益。

图表66：京沪高铁毛利弹性测算表

毛利（亿元）		平均票价较2019年涨幅(%)				
		0%	5%	10%	15%	20%
客座率相较于2019年涨幅(pcts)	1	169.94	177.97	186.00	194.04	202.07
	2	171.90	180.03	188.16	196.29	204.42
	3	173.86	182.09	190.32	198.55	206.78
	4	175.82	184.15	192.48	200.81	209.14
	5	177.78	186.21	194.64	203.07	211.50

注：以2019年为基准，列车数量不变，营业收入仅考虑票价及客座率的变动，营业成本仅考虑商务旅客服务费的变动

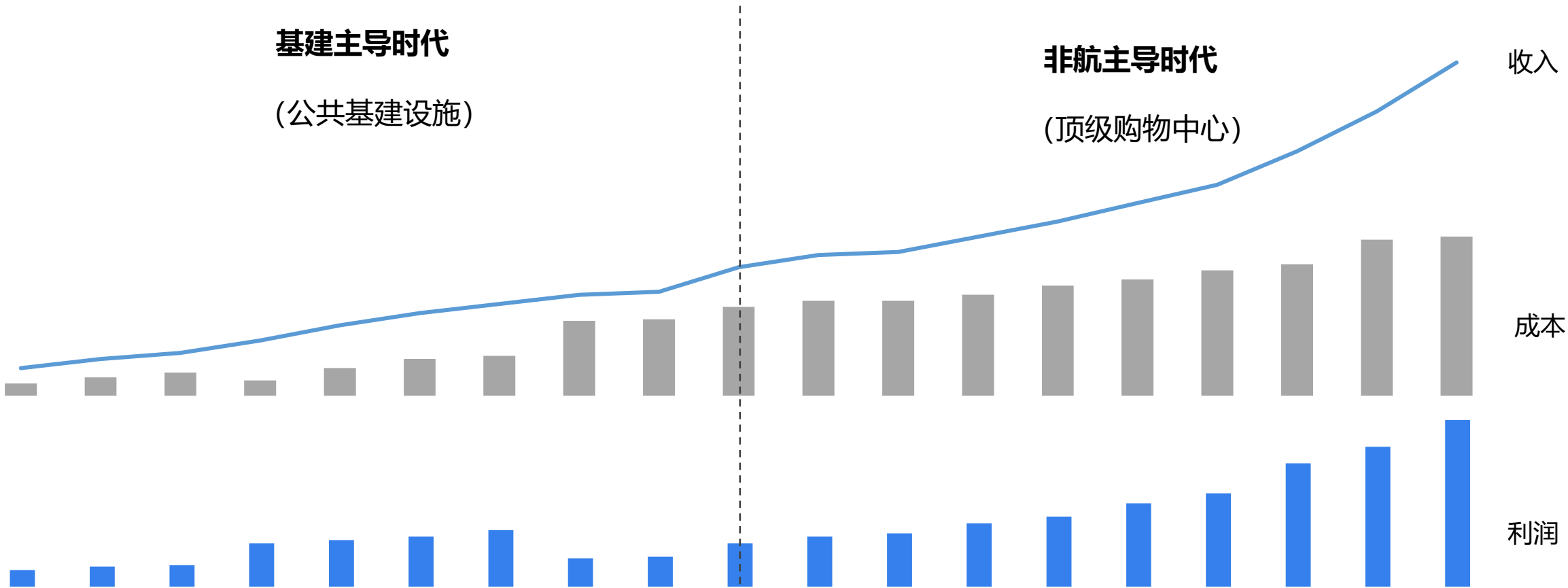
图表67：京沪高铁票价涨幅（2023年6月19日查询）

收入项			内容					
本线	票价		商务座	较原票价涨幅	一等座	较原票价涨幅	二等座	较原票价涨幅
		原票价	1748		933		553	
		第一档	1748	0.0%	884	-5.3%	526	-4.9%
		第二档	1873	7.2%	930	-0.3%	553	0.0%
		第三档	1998	14.3%	969	3.9%	576	4.2%
		第四档	2158	23.5%	1006	7.8%	598	8.1%
		第五档	2318	32.6%	1035	10.9%	626	13.2%
		第六档	2331	32.6%	1060	13.6%	662	19.7%
	客站商业资产使用费		2022-2024年收益分配金额以2021年北京局、上海局、济南局集团向公司实际支付的客站商业资产使用费为基数，按每年6.275%增幅比例确定。					

3.2 客运-机场：一线国际机场进入非航主导时代

- **过去：**机场看基建。
- **现在：**机场看非航，非航看免税。
- **未来：**机场看非航，免税加有税。

图表68：机场行业由基建主导时代进入非航主导时代



注：该数值仅用于定性分析，为机场行业模型抽象图

3.3 货运-港口：港口整合提升定价能力

图表69：2005年至今全国主要港口整合情况

省份	整合平台	开始时间	整合进度	未来整合规划	主要标的
海南省	海南港航控股有限公司	2005	中远海运集团为海南港航第一大股东和实际控制人，省内主要港口均已整合完成	/	
广西壮族自治区	广西北部湾国际港务集团	2007	北部湾三港整合全面完成	/	北部湾港
福建省	福建港口集团	2009	全省范围内“一市（区）一港”区域化发展的新格局初步形成	围绕发展大港口、大通道、大物流，积极整合港口资源，整合优化福州和宁德港	厦门港务
浙江省	浙江海港集团	2015	省内主要港口已初步整合完成，形成以宁波舟山港为主体和枢纽，嘉兴港、温州港、台州港、义乌陆港以及内河港口联动发展的“一体两翼多联”全省海洋港口发展新格局	从行政资源、港口资产和运营管理等全面方面推进港口资源深度整合，发挥港口枢纽作用	宁波港
广东省	深圳港口集团、广州港集团	2017	/	以广州港集团、深圳港口集团（深圳市内部整合组建）为两大主体，分区域整合沿海14市及佛山市范围内的省属、市属国有港口资产	招商港口 珠海港 盐田港 广州港
辽宁省	辽宁港口集团	2017	2019年大连港、营口港、盘锦港率先完成整合；同年，锦州港股份有限公司、葫芦岛港集团初步达成一体化经营共识；2020年底丹东港破产重整顺利完成	持续深化辽宁沿海港口资源整合，加强统筹协调，全面实现“六港合一”	辽港股份 锦州港
江苏省	江苏省港口集团	2017	南京、苏州、镇江、扬州的主要港口集团已经完成了股权划转，泰州、常州的部分港口已经并入江苏省港口集团，南通、连云港主要港口集团股权暂未并入江苏省港口集团	整合南通、连云港	南京港 连云港
山东省	渤海湾港口集团	2018	完成东营、潍坊、滨州三市港口实质性整合	/	日照港 青岛港
	山东省港口集团	2019	以青岛港为龙头、日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局逐步完善		
河北省	河北港口集团	2022	河北港口集团通过无偿划转受让唐山港口实业集团100%股权，实现秦、唐、沧三地港口业务重组整合	进一步整合省内港口资源、为客户提供更加优质的服务	唐山港 秦港股份

资料来源：中国政府网，同花顺iFinD，人民资讯，中国研究中心，山东省交通运输厅，辽宁省人民政府办公厅，河北

3.3 货运-港口：“一带一路”改变贸易流向，重点关注受益港口

图表70：“一带一路”政策实施架构及沿线主要上市港口分布

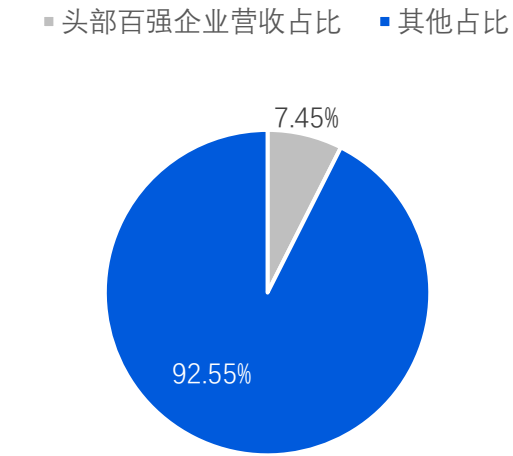


港口	2023年4月货物吞吐量累计同比增速	主要涉及贸易路线
①锦州	-2.1%	丝绸之路经济带 + 21世纪海上丝绸之路
②大连	-4.9%	
③秦皇岛	-5.4%	
④唐山	15.3%	
⑤天津	3.3%	
⑥青岛	4.2%	
⑦日照	4.7%	
⑧连云港	14.5%	21世纪海上丝绸之路
⑨上海	13.2%	
⑩宁波	7.5%	
⑪厦门	-3.6%	
⑫广州	3.4%	
⑬深圳	3.5%	
⑭珠海	5.6%	
⑮广西北部湾港	12.9%	

3.3 货运-仓储：危险品仓储快速洗牌，集中度提升

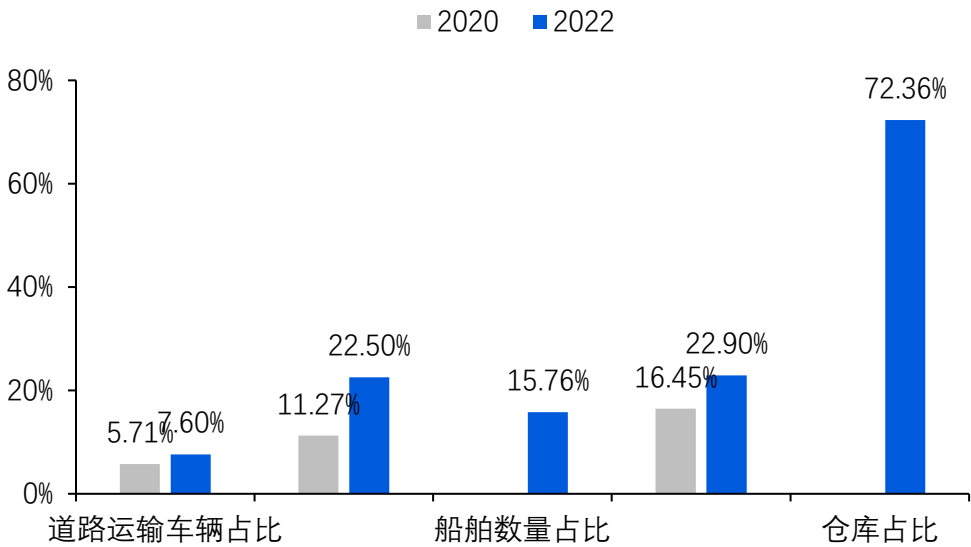
- **危险品仓储集中度提升：**自天津港事故后，危化品行业监管愈发趋严，行业集中度加速提升。资金实力较强的头部企业为了加速发展对危险品仓储这一核心流量资源的整合也明显提速，危险品仓储的集中度快速提升。

图表71：2021-2022年度，化工物流行业头部百强企业在整个行业营收中占比偏低



注：市场总规模为2021年数据

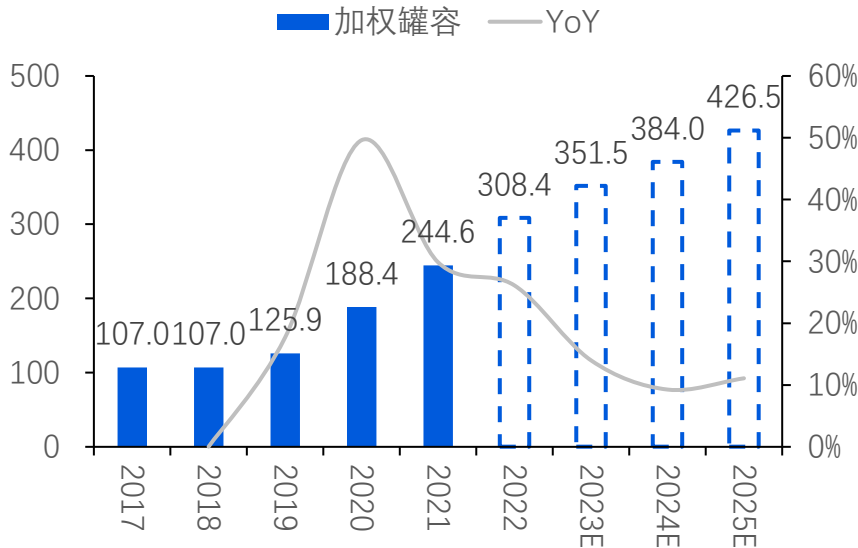
图表72：化工物流头部百强企业在行业中的占比提高



注：2020年头部企业船舶数量占比及仓库占比数据缺失。仓库口径为甲、乙两类

图表73：宏川智慧罐容快速增长

单位：万立方米



注：罐容数据根据公司所持资产股权及投产月份进行加权调整

3.3 货运-仓储：仓库导流供应链，头部企业变现能力提升

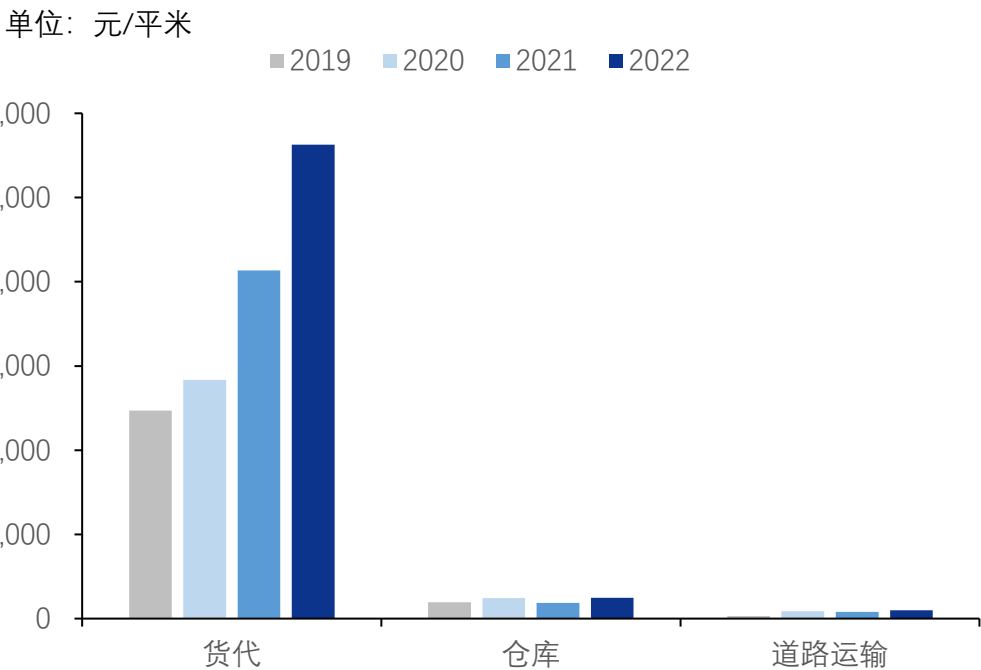
图表74：仓储供应链企业的成长路径



3.3 货运-仓储：仓库导流供应链，头部企业变现能力提升

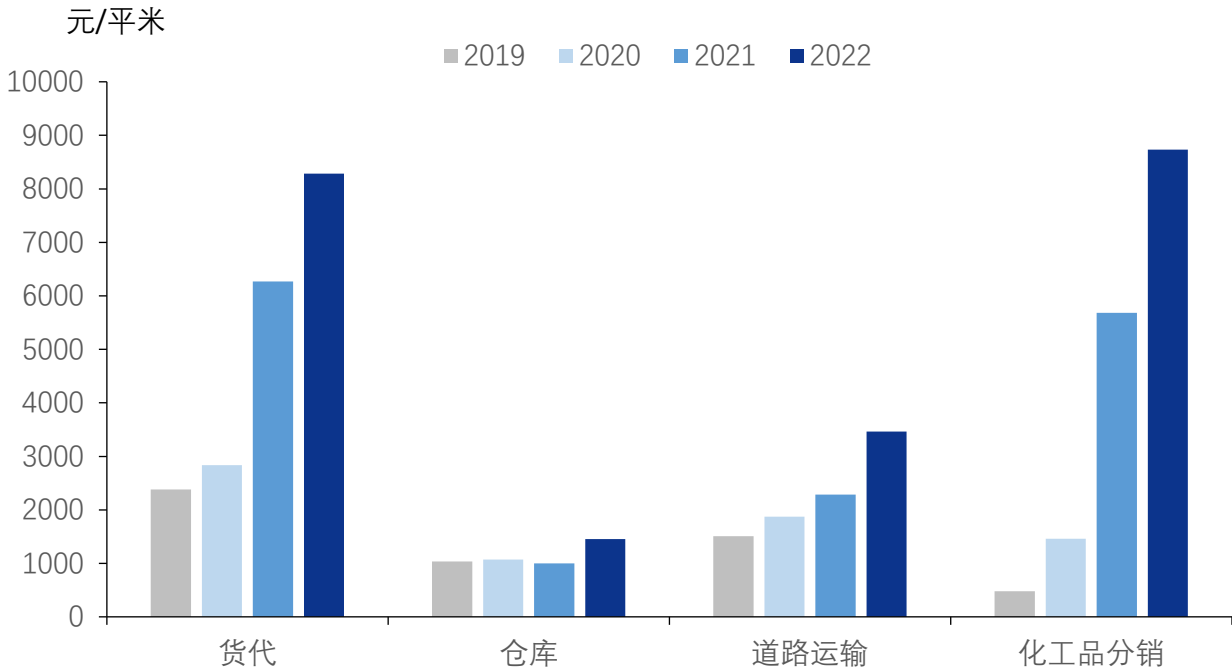
- 仓库流量变现：**仓库作为供应链中的核心流量环节，对供应链的其他环节具有极强的导流功能。头部企业由于拥有资源优势，近些年来加速整合仓库资源，变现能力逐步提高。

图表75：永泰运各业务单位收入



注：某业务单位收入=该业务营业收入/仓库面积

图表76：密尔克卫各业务单位收入



注：某业务单位收入=该业务营业收入/仓库面积；密尔克卫货代业务为MGF与MTT的合并

四、投资策略：积极配置优质防御与“一带一路概念”，铁路出行高景气有望持续受益

4.1 生命周期视角看交运基础设施的投资价值

图表77：基础设施生命周期

纵轴：2019年ROE水平



4.1 配置价值：低利率+弱预期，优质基础设施配置价值凸显

- 由于公铁港等交运传统板块长期价值中枢相对稳定且清晰，其配置价值往往受外部环境影响较大。
- 在目前经济预期下行（十年国债利率底部回调）的背景下，公铁港股息率/十年国债到期收益率仍处于中等偏高的位置（公路性价比较为显著），建议积极配置公铁港优质股息率资产。

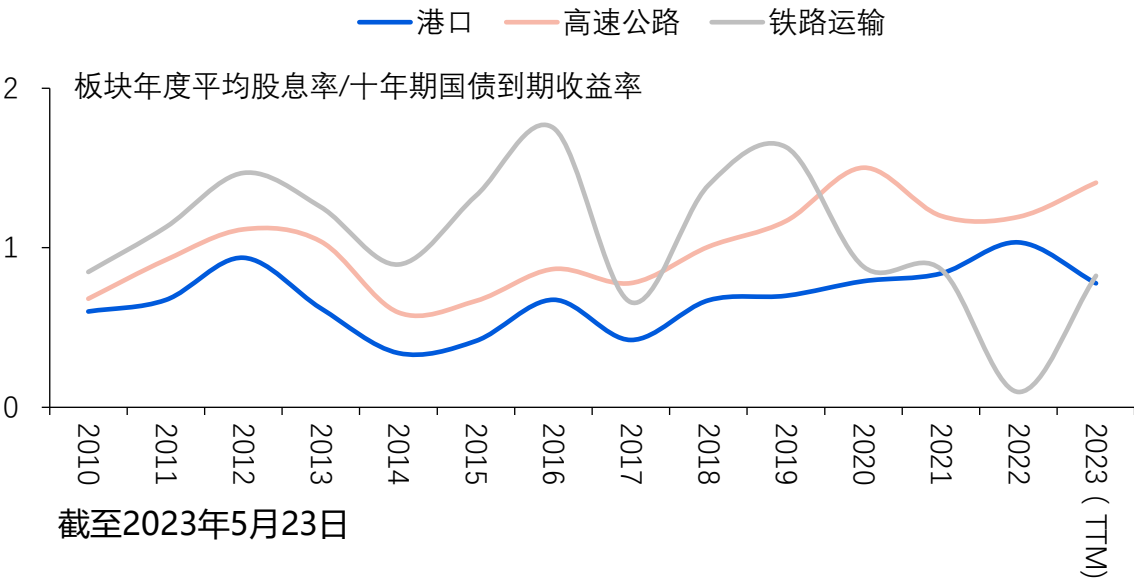
图表78：3Q2022-1Q2023公募基金对公铁港板块持仓情况

3Q2022-1Q2023期间公募基金持股市值占板块流通市值比例			
	3Q2022	4Q2022	1Q2023
港口	0.066%	0.043%	0.028%
高速公路	0.024%	0.029%	0.017%
铁路运输	0.064%	0.100%	0.088%

图表79：近期十年期国债到期收益率水平持续下行

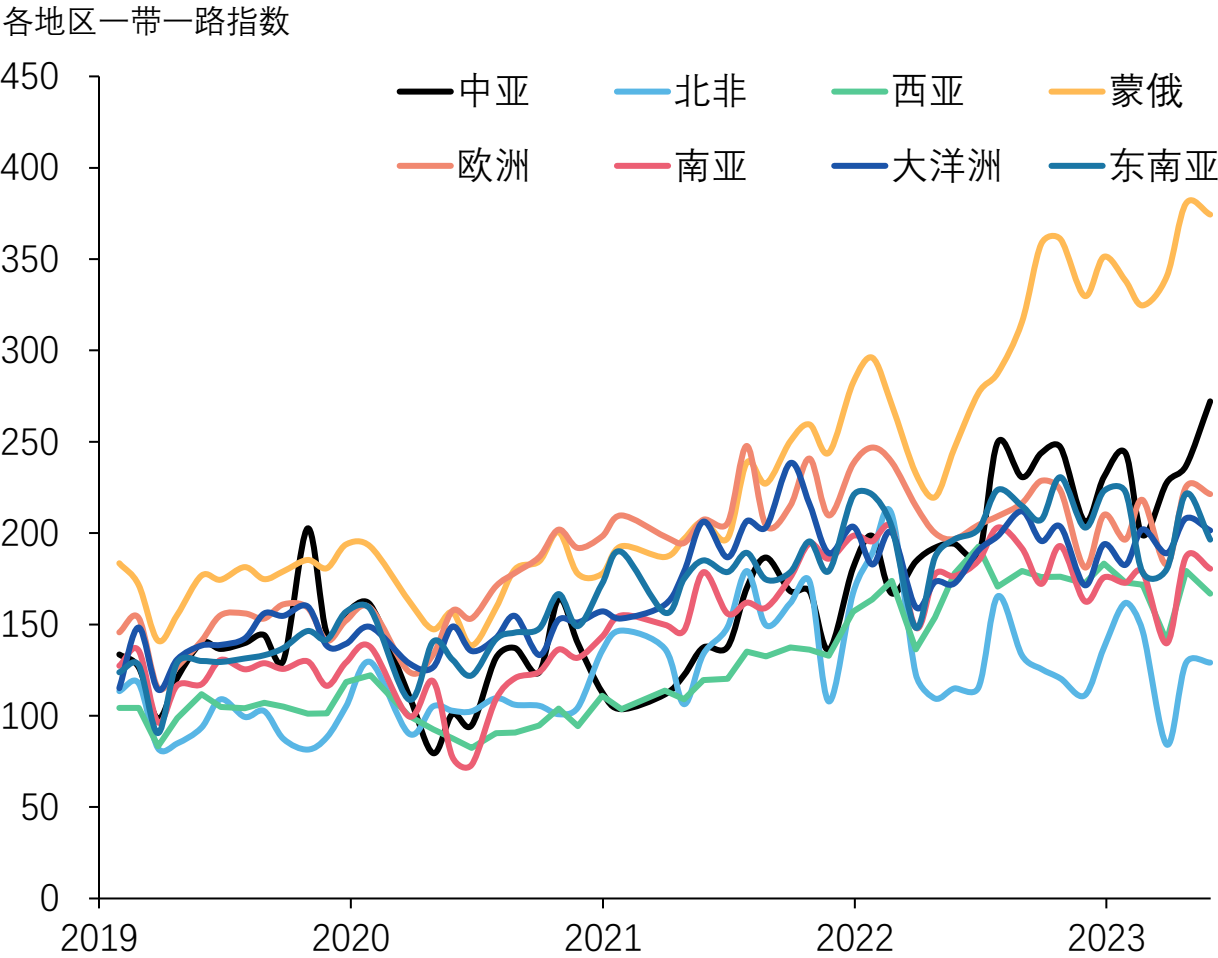


图表80：从过去十年期间公铁港板块股息率相较十年期国债到期收益水平来看，高速公路等板块当下的配置性价比凸显



4.1 配置价值：一带一路概念表现活跃

图表81：进入2023年，蒙俄、中亚等一带一路地区贸易指数表现强劲



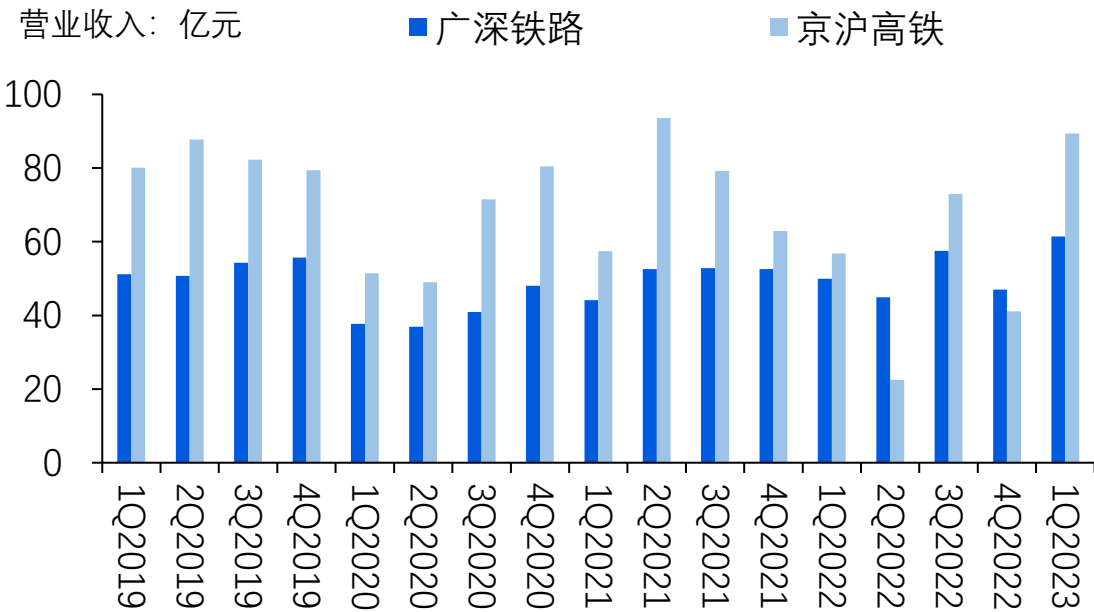
图表82：一带一路标股票指数表现强劲



4.2 投资价值：客流修复领先，关注路网协同及票价改革机会

- 在防控政策转向后，铁路客运在出行板块当中恢复领先，京沪高铁、广深铁路等1Q2023业绩实现快速修复。而在2023年五一假期期间，铁路日均出行人次同比2019年增长20%。
- 量方面，伴随“八纵八横”高铁网络逐渐落成，新建高铁线与既有铁路网之间融合协同工作持续推进，铁路的网络效应已经显现。价方面，六档浮动票价机制于2020年在京沪高铁线上开始施行，2023年京沪高铁二等座最高档价位较原票价涨幅达19.7%，铁路系统的票价弹性潜力正在释放。

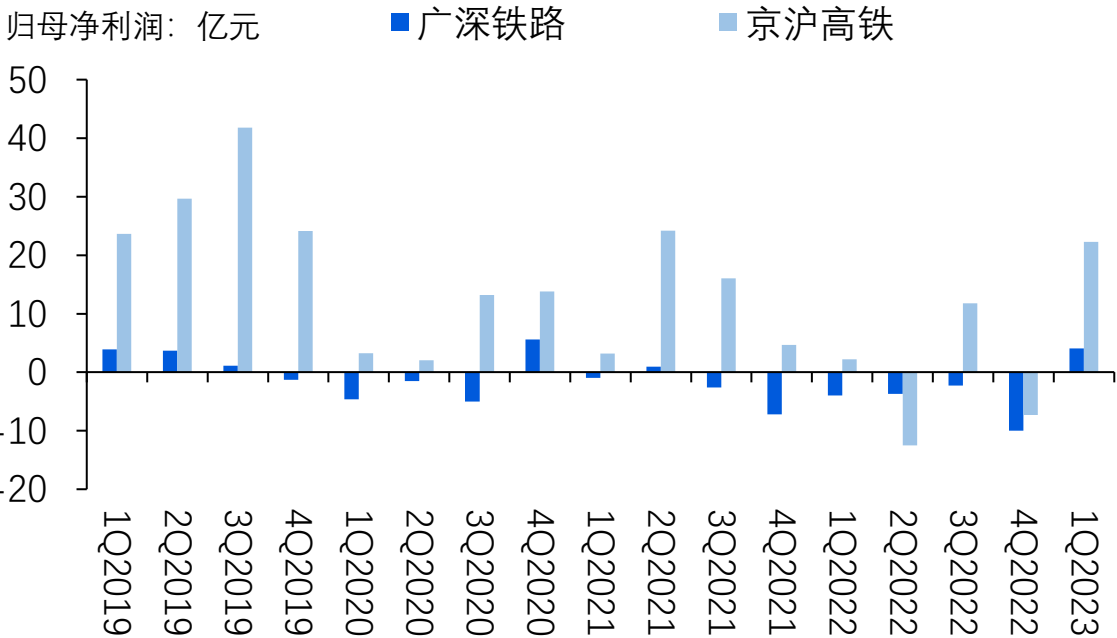
图表84：广深铁路、京沪高铁1Q2023业绩快速回升



图表83：2023年五一期间，铁路日均出行人次较2019年同期增长20%

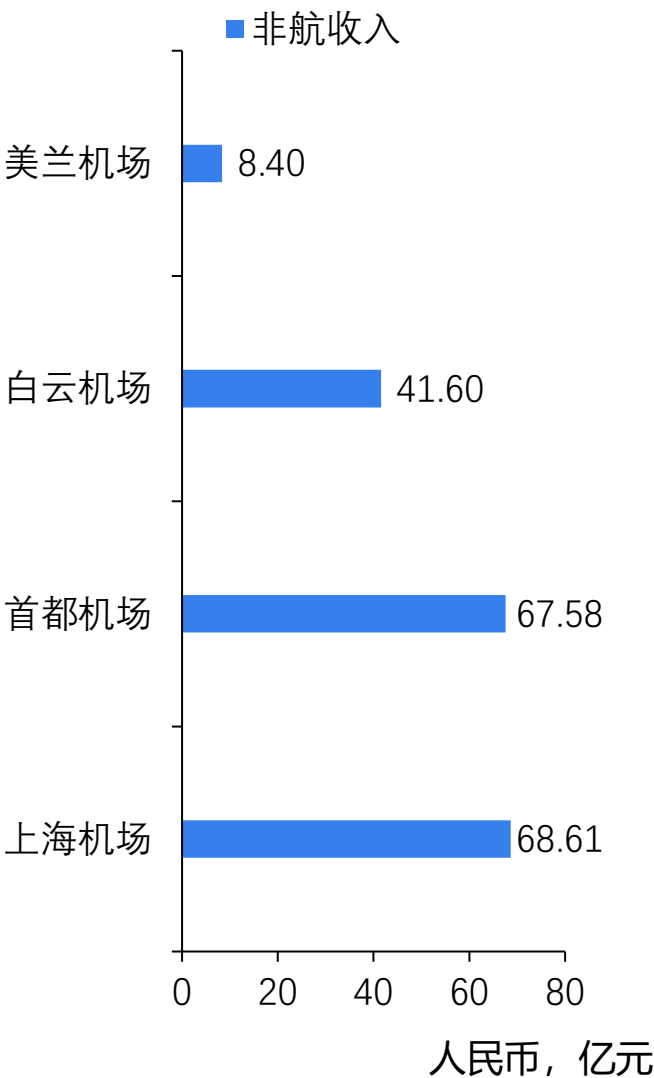
铁路客运量：万人次	2019年	2023年	同比增长
4/29		1966.1	14%
4/30		1783.1	35%
5/1	1724.30	1682.6	26%
5/2	1318.82	1721.3	3%
5/3	1330.72	1935	16%
5/4	1667.00		
日均	1510.21	1817.62	20%

注：假期第一天对应，2023.4.29对应2019.5.1，此后4月30日-5月2日的3天顺延对应，2023.5.3对应2019年假期最后一天（2019.5.4）

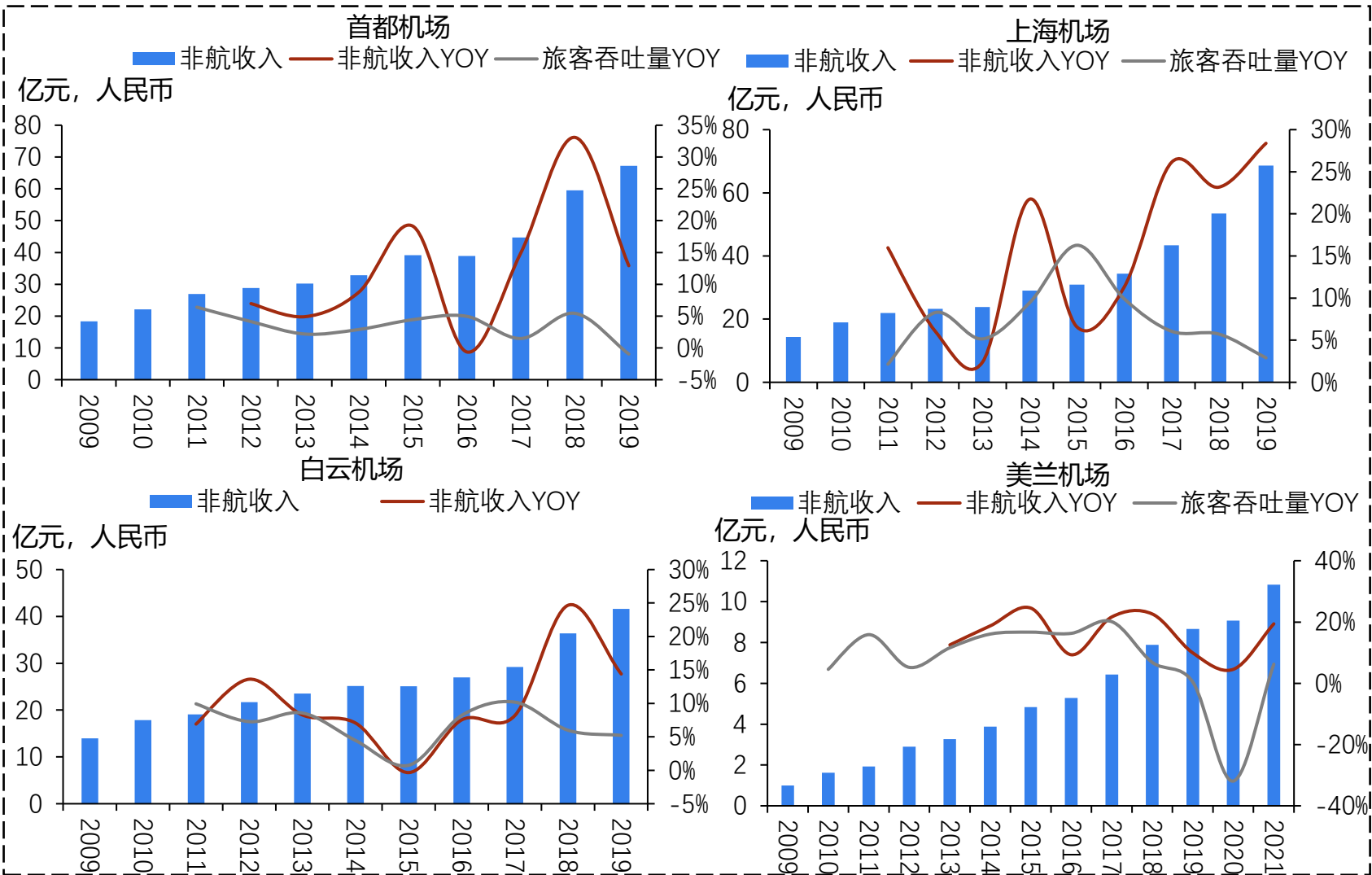


4.2 投资价值：机场免税消费驱动，增长韧性十足

图表85：各机场2019年非航收入对比

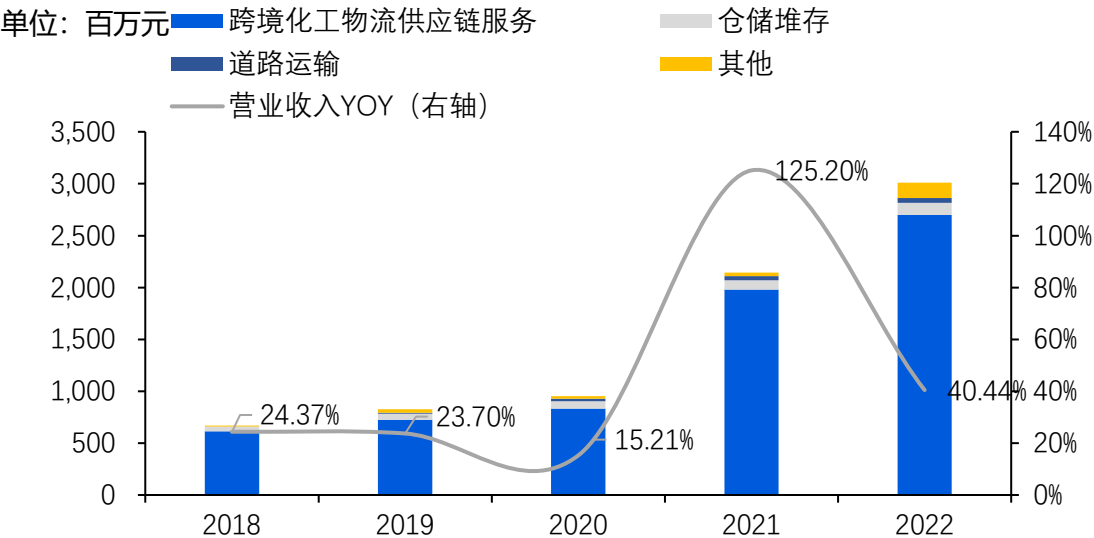


图表86：非航收入呈现加速成长态势

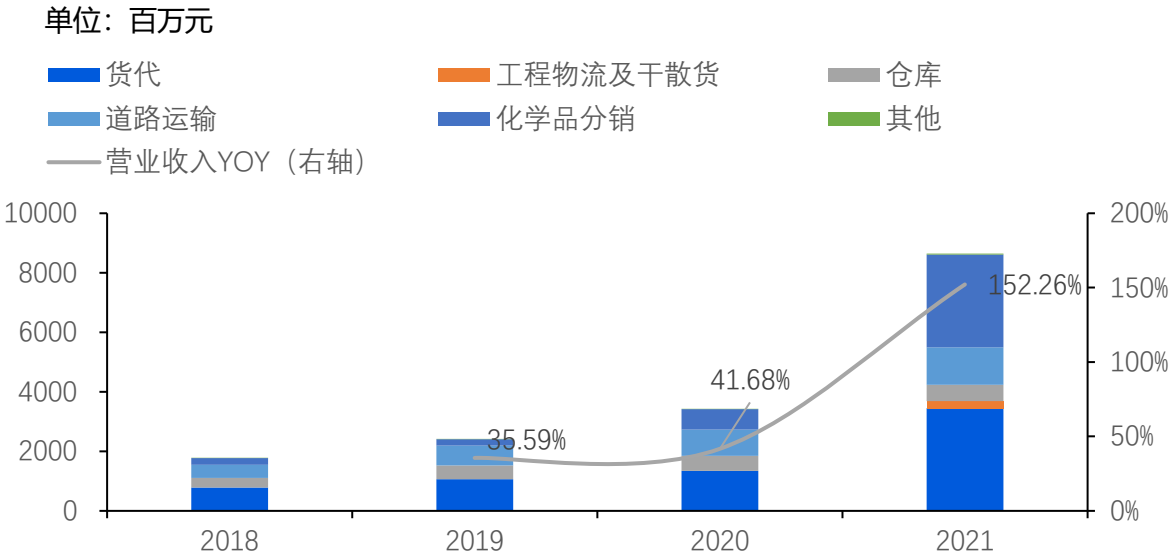


4.2 投资价值：危险品物流生产驱动，增长弹性可观

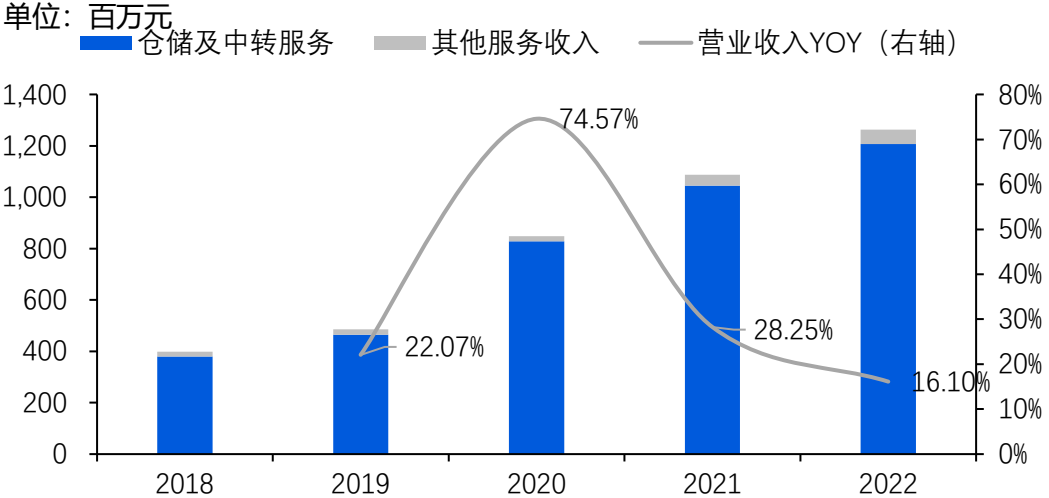
图表87：永泰运近五年营收处于高速增长趋势



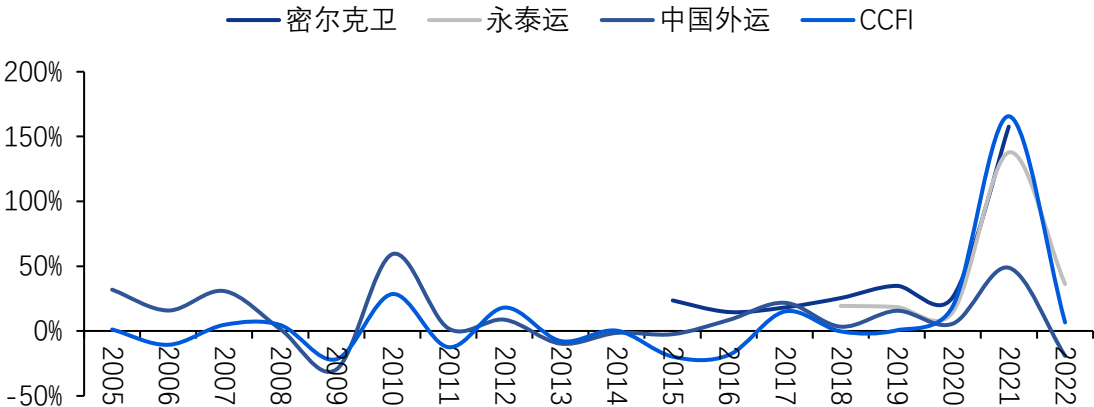
图表88：密尔克卫分销业务占比逐年提升



图表：仓储及中转收入为宏川智慧的主要收入来源



图表：各公司货代收入与运价高度相关，呈现出较强的周期性



- 总结而言，交运基础设施投资策略可分为配置与投资两个方向：
- **配置价值：**经济发达地区的优质基础设施标的，其股息率/十年国债收益率仍位处历史中枢的中上沿，在经济预期不稳定的环境下具备防御价值，同时核心枢纽港口具备一带一路主题配置价值；
- **投资价值：**短期看景气度，客运优于货运、铁路优于机场，重点关注疫后修复弹性标的京沪高铁、普铁资产价值重估的广深铁路；中长期看流量变现能力，机场免税消费驱动，增长具有一定韧性，危险品供应链生产驱动，增长弹性更大。
- 交运基础设施属性不同，在不同的发展阶段中各具投资价值，维持交通运输行业“推荐”评级。

- **宏观方面：**经济大幅波动、地缘政治冲突、能源危机、欧美深度衰退等；
- **行业方面：**需求增长不及预期、重大政策变动、竞争加剧、行业事故等；
- **公司方面：**重点关注公司业绩不及预期、分红政策调整不及预期等。

许可：交通运输行业首席，国海研究所培训总监，2次带领团队入围新财富，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验。更注重从买方视角看待公司长期投资价值。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，4年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，4年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运及船舶制造板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，2年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，1年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻机场航空、铁路等出行板块及船舶制造板块。

张付哲：交通运输行业研究员，航运行业专家，3年行业从业经验，先后就职于Drewry和VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

分析师承诺

许可，周延宇，钟文海，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

- P16中统计的A股标的共56个，其中包括：
 - ①**机场（3个）**：深圳机场、白云机场、上海机场；
 - ②**化工仓储（5个）**：宏川智慧、恒基达鑫、保税科技、密尔克卫、永泰运；
 - ③**跨境仓储（1个）**：嘉诚国际；
 - ④**铁路客运（2个）**：广深铁路、京沪高铁；
 - ⑤**铁路货运（3个）**：中铁特货、铁龙物流、大秦铁路；
 - ⑥**高速公路（22个）**：深高速、皖通高速、四川成渝、楚天高速、重庆路桥、山西路桥、城发环境、中原高速、保税科技、龙江交通、东莞控股、湖南投资、山东高速、福建高速、吉林高速、赣粤高速、粤高速A、招商公路、粤高速B、五洲交通、现代投资、宁沪高速；
 - ⑦**港口（20个）**：唐山港、宁波港、天津港、厦门港务、上港集团、连云港、南京港、日照港、珠海港、北部湾港、盐田港、重庆港、辽港股份、招商港口、秦港股份、锦州港、招港B、锦港B股、广州港、青岛港。
- P34页资料来源：各公司公告，永泰运招股说明书，密尔克卫招股说明书，澎湃新闻，新华网，上海机场官网，国家铁路局，交通运输部网站、新华社、国家发展和改革委员会网，中国政府网，广东省交通运输厅，光明网，民用机场收费标准调整方案，民航新型智库，深圳市交通运输局，深圳政府在线，商务部，中国网，山东省人民政府，国海证券研究所

国海证券·研究所·交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597