

交运高股息资产

推荐一线交运基础设施，看好上行周期品股息价值

分析师： 许可



SAC 执证号：S0260523120004



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师： 王航



SAC 执证号：S0260523120003



0755-88285816



wanghang@gf.com.cn

分析师： 代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE.no: BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师： 钟文海



SAC 执证号：S0260523120011



0755-88285816



zhongwenhai@gf.com.cn

分析师： 周延宇



SAC 执证号：S0260523120008



0755-82534236



zhouyanyu@gf.com.cn

请注意，许可,周延宇,王航,钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **交运高股息复盘：铁公机港长期高分红，周期品有分红提升潜力。** 高股息是高分红与低估值的结合体。从分红角度看，过去 20 年公路、铁路、机场（疫情前）、港口等垄断型资产始终维持高分红比例（30%+），变化则主要发生在航运、跨境、大宗、仓储等周期类板块，其分红随行业发展至成熟期而逐渐提升至 30-50% 区间。但高分红不等同于高股息，结合估值，近年来受益于周期上行的航运、跨境、大宗等周期品板块以及作为交运传统股息板块的公路行业股息率更具备吸引力。
- **传统高股息：稳定优先，资金的优质避风塘。** 公路、铁路、机场、港口等政府垄断型资产发展阶段成熟，其共性和优势在于回报的稳定性与确定性，在宏观预期波动之时，股息率相较下行的无风险利率凸显出更高的性价比。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，历经 20 年发展，传统交运高股息资产经历了从铁公机到公铁港的变迁。
- **周期高股息：攻守兼备，周期上行高性价比。** 油运、跨境、大宗等周期高股息近年来分红率、股息率逐渐提升至与传统高股息可比的区间。与传统高股息相比，周期品呈现 g 和 WACC 双高的特点，g 的增长决定是高股息机会还是高股息陷阱，周期上行是周期高股息选股的必要约束条件。
- **推荐顺序：推荐一线交运基础设施，看好具备上行条件的周期品。** 以股息价值为主的基础设施板块是交运行业的防守底色：沿海发达地区资产业绩能见度高，股息价值率先凸显；同时部分稳健的非一线标的或存在分红提升机会，迎来资产重估机遇的深圳国际也建议关注。周期类资产攻守兼备，在高股息保护下具备跑出独立行情和创造超额收益的机会，关注现阶段供给约束的油运、景气上行的跨境电商供应链、产能爬坡的嘉友国际。给予行业“买入”评级。
- **关注公司：1.传统高股息率标的：** 皖通高速、宁沪高速、招商公路、粤高速、赣粤高速、四川成渝、唐山港、北部湾港、招商港口、大秦铁路、厦门空港、深圳国际；**2.周期高股息标的：** 招商南油、招商轮船、东航物流、中远海能、中国外运、嘉友国际、华贸物流、中通快递。
- **风险提示：** 宏观方面：经济大幅波动或将导致收入和利润断层；能源危机可能导致资源价格大幅抬升抑制需求等；行业方面：重大政策变动将致使竞争优势削弱，竞争加剧将致使利润水平大幅下降，行业事故将可能导致全行业公司发展步伐放缓等；公司方面：受治理问题等影响业绩不及预期，分红政策调整下降将影响股息率等。

目录索引

一、 交运高股息复盘：铁公机港长期高分红，周期品有分红提升潜力	5
（一）铁公机港长期高分红，周期品有分红提升潜力	5
（二）公路股息率最稳定，周期品股息率有吸引力	5
二、 公铁港高股息：稳定优先，资金的优质避风塘	7
（一）交运价值类高股息一览	7
（二）价值类高股息具备清晰的防御特征	8
（三）息差高位，板块股息具备性价比	8
（四）稳定的基本面特征最重要，变化关注网络变化与定价改革	9
（五）公路：遴选稳健标的，关注公路收费体系改革	10
（六）港口：优质港口有路产化趋势，关注港口整合和贸易流向变化	13
（七）铁路：货运铁路具备路产特征，客运铁路关注成长节奏	15
（八）机场：股息标的关注航空主业，成长标的关注非航弹性	16
（九）顺应城市发展，资产价值重估，关注深圳国际	16
三、 周期类高股息：攻守兼备，周期上行高性价比	18
（一）交运周期类高股息一览	18
（二）供给约束，周期上行——油运运输是优质的周期类高股息	20
（三）需求驱动，景气上行——跨境电商供应链值得关注	22
（四）项目驱动，产能爬坡，关注嘉友国际	25
四、 投资建议：推荐一线交运基础设施，看好具备上行条件的周期品	27
（一）交运高股息股价复盘：高股息是长期策略，短期有效应不足	27
（二）交运高股息定价复盘：息差定价标的	28
（三）推荐顺序：推荐一线交运基础设施，看好具备上行条件的周期品	30
五、 风险提示	32

图表索引

图 1: 近年来十年期国债到期收益率继续下行.....	9
图 2: 以股息率+十年期国债到期收益率来衡量, 基础设施板块收益性价比自 2020 年以来持续上行.....	9
图 3: 股息率的主要影响因素分析.....	10
图 4: 华南物流园土地整备利益统筹项目土地整备单元规划公示.....	17
图 5: 2023 年中远海能定价中枢逐渐趋于稳定.....	20
图 6: 2023 年中远海能估值中枢显著高于成品油轮龙头招商南油.....	20
图 7: VLCC 订单量占比触达近 20-30 年低点.....	20
图 8: VLCC 交付数在未来两年都只有 3 艘.....	20
图 9: 基于现阶段的高船价下, VLCC 建造性价比可能相对较低.....	20
图 10: 2030 年的油达峰预期可能压制船东当前阶段油船建造欲望.....	20
图 11: VLCC/Aframax/Suezmax 的 CII 分布图来看, 2023 年, 34.73% 的 VLCC 都会是非合格运力.....	21
图 12: 各类原油船的 20 岁以上的老旧船占比均偏高.....	21
图 13: 2021-2023 年期间, VLCC 市场极端运价 (TCE: 美元) 发生的次数愈发频繁, 市场对突发事件的反应在变大.....	22
图 14: 1H2023 我国跨境电商出口约 8254 亿元, 同比增长 20.6%.....	22
图 15: 出口端美国占我国跨境电商出口总额的 35.1%.....	23
图 16: 进口端日本占我国跨境电商进口总额的 21.9%.....	23
图 17: 跨境电商供应链一览图, 供应链系统可分为揽、仓、关、干、关、转、配七个环节.....	23
图 18: 全球全货机 ACTK 基本修复到疫情前.....	24
图 19: 国际货邮装载率年底出现修复趋势.....	24
图 20: 2023 年 12 月主要国家/地区/区域航班量及恢复率.....	24
图 21: 2023 年我国航空货邮周转量整体恢复超 2019 年同期水平.....	24
图 22: 2023 年航空货运旺季运价环比大幅上行.....	25
图 23: 近期集运运价迅速上扬.....	25
图 24: 嘉友国际商业模式一图.....	25
图 25: 蒙煤进口快速增长, 稳固公司基本盘.....	26
图 26: 非洲铜矿产量开始释放, 开启公司第二曲线.....	26
图 27: 2002 至今长江电力与水电行业的息差.....	29
图 28: 2002 至今机场行业息差.....	29
图 29: 2002 至今铁路行业息差.....	29
图 30: 2002 至今港口行业息差.....	30
图 31: 2002 至今公路行业息差.....	30
表 1: 历史上交运各板块的分红水平统计.....	5
表 2: 历史上交运各板块的股息率统计.....	6
表 3: 交运价值类标的股息率排名.....	7

表 4: 多数价值类高股息公司的 β 逐渐下降, 优质的类债标的逐渐显现对冲属性	8
表 5: 网络效应和协同效应构成交运高股息资产价值波动的主要因素	10
表 6: 公路行业分析框架	11
表 7: 优质高速公路资产梳理 (一): 宁沪高速、粤高速	12
表 8: 优质高速公路资产梳理 (二): 招商公路、皖通高速	13
表 9: 港口行业分析框架	14
表 10: 唐山港资产梳理	14
表 11: 北部湾港资产梳理	14
表 12: 招商港口资产梳理	15
表 13: 铁路行业分析框架	15
表 14: 铁路类债标的: 大秦铁路	16
表 15: 机场行业分析框架	16
表 16: 厦门空港基本面梳理	16
表 17: 交运周期类高股息一览	19
表 18: 交运各板块超额收益 (相对万得全 A 指数)	28
表 19: 交运基础设施关注公司	30
表 20: 交运周期高股息类重点关注公司	31

一、交运高股息复盘：铁公机港长期高分红，周期品有分红提升潜力

（一）铁公机港长期高分红，周期品有分红提升潜力

高股息是高分红与低估值的结合体。从分红角度看，过去20年公路、铁路、机场（疫情前）、港口等垄断型资产始终维持高分红比例（30%+），变化则主要发生在航运、跨境、大宗、仓储等周期类板块，其分红随行业发展至成熟期而逐渐提升至30-50%区间。

表1：历史上交运各板块的分红水平统计

	快递	航空	航运	大宗	跨境	仓储	机场	港口	公路	铁路
2000		19.62%	18.52%	258.63%		13.67%	57.72%	53.87%	36.33%	-
2001		21.71%	14.92%	15.79%		41.68%	32.97%	47.83%	51.34%	0.00%
2002		0.89%	-	39.04%		-	24.60%	31.08%	49.69%	26.65%
2003		0.00%	14.20%	37.32%		0.00%	32.01%	30.06%	54.82%	1.07%
2004		2.96%	6.38%	52.46%		19.90%	36.29%	40.29%	57.94%	0.32%
2005		0.00%	11.96%	-		30.63%	32.73%	35.69%	61.83%	0.43%
2006	快递企业于2017年后集体借壳上市，此前数据无法反映真实情况	166.80%	22.82%	92.46%		29.02%	39.74%	35.96%	53.43%	84.70%
2007		12.02%	16.27%	-		14.53%	23.07%	33.13%	45.89%	56.89%
2008		0.00%	23.92%	124.73%		12.84%	19.77%	29.17%	46.86%	57.09%
2009		0.00%	-	20.12%	3.32%	11.97%	22.41%	28.07%	43.06%	53.67%
2010		6.55%	13.19%	11.55%	2.10%	14.25%	21.75%	28.99%	38.74%	47.29%
2011		18.88%	-	9.76%	2.24%	17.41%	52.48%	39.10%	36.70%	47.80%
2012		13.61%	-	17.73%	4.87%	16.73%	38.25%	34.43%	43.55%	47.68%
2013		9.07%	-	16.66%	6.75%	15.62%	32.02%	29.89%	35.94%	48.36%
2014		15.00%	5.19%	33.35%	4.32%	13.65%	30.65%	29.59%	36.46%	58.68%
2015		12.96%	-	18.15%	5.51%	12.90%	30.24%	35.76%	36.66%	35.67%
2016	25.51%	-	39.33%	6.27%	11.47%	35.80%	35.95%	36.78%	26.35%	
2017	21.00%	16.84%	9.53%	23.65%	5.13%	12.07%	33.41%	30.70%	41.34%	31.49%
2018	26.38%	18.91%	18.99%	29.82%	27.68%	21.41%	33.05%	38.45%	41.12%	28.93%
2019	20.04%	11.75%	19.09%	34.34%	27.05%	17.95%	29.99%	34.32%	40.21%	37.46%
2020	20.30%	-	15.09%	35.59%	23.67%	26.47%	-	39.02%	57.74%	61.02%
2021	21.74%	0.00%	19.36%	31.01%	34.75%	31.98%	-	35.53%	44.94%	57.49%
2022	17.78%	0.00%	46.52%	36.26%	31.62%	28.92%	-	28.92%	49.36%	84.27%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）公路股息率最稳定，周期品股息率有吸引力

但高分红不等同于高股息，结合2022年及最新的估值水平去看，受益于近年来周期

上行的航运、跨境、大宗等周期品板块以及作为交运传统股息板块的公路行业股息率更具备吸引力。机场受疫情影响业绩+免税逻辑抬升估值目前股息率吸引力不足，港口在区域整合的大背景下股息率有逐年抬升的趋势，铁路则受京沪高铁上市和业绩受损影响板块股息率稍有回落。

表2: 历史上交运各板块的股息率统计

	快递	航空	航运	大宗	跨境	仓储	机场	港口	公路	铁路
2000		1.13%	1.15%	0.63%		-	-	1.71%	0.84%	-
2001		0.55%	1.36%	1.26%		0.35%	2.81%	0.75%	1.14%	4.34%
2002		0.57%	1.85%	0.62%		1.02%	1.87%	1.98%	1.24%	-
2003		0.39%	1.42%	2.28%		0.58%	1.50%	1.21%	1.42%	1.10%
2004		-	1.83%	3.68%		-	0.98%	2.56%	2.44%	0.95%
2005		0.83%	4.15%	5.18%		0.53%	1.66%	5.19%	2.65%	0.28%
2006	快递企业于 2017年后集 体借壳上市， 此前数据无 法反映真实 情况	-	2.76%	3.28%		0.48%	1.58%	3.46%	3.27%	0.37%
2007		0.18%	0.71%	1.00%		0.25%	0.64%	0.90%	1.40%	1.10%
2008		1.67%	3.09%	2.11%		1.00%	1.52%	2.51%	3.99%	3.48%
2009		-	2.01%	1.12%		0.36%	0.56%	1.67%	2.25%	2.57%
2010		-	0.85%	1.66%	0.63%	0.51%	0.98%	2.13%	2.35%	2.93%
2011		1.67%	1.96%	1.38%	0.95%	0.70%	1.52%	2.65%	3.57%	4.37%
2012		2.80%	1.25%	1.28%	1.13%	1.07%	3.92%	3.29%	3.87%	5.10%
2013		1.89%	0.90%	1.81%	0.54%	0.75%	2.66%	2.40%	3.98%	4.81%
2014		0.65%	0.68%	2.09%	0.54%	0.37%	1.76%	1.44%	2.47%	3.72%
2015		0.72%	0.25%	0.83%	0.46%	0.34%	1.24%	1.42%	2.24%	4.47%
2016	1.03%	0.97%	1.08%	0.54%	0.29%	1.56%	1.95%	2.48%	5.01%	
2017	0.31%	0.89%	1.97%	2.71%	1.05%	0.34%	1.30%	1.54%	2.79%	2.35%
2018	0.78%	1.21%	1.19%	2.84%	1.41%	1.12%	1.51%	2.46%	3.65%	5.05%
2019	1.00%	0.82%	1.02%	4.21%	2.29%	0.60%	1.01%	2.24%	3.71%	5.19%
2020	0.47%	0.67%	1.50%	4.84%	1.87%	0.49%	1.07%	2.34%	4.42%	2.59%
2021	0.49%	0.54%	2.04%	3.83%	2.19%	0.70%	0.45%	2.56%	3.64%	2.62%
2022	0.39%	-	16.36%	4.39%	3.92%	1.27%	0.49%	2.74%	4.87%	2.64%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、公铁港高股息：稳定优先，资金的优质避风塘

（一）交运价值类高股息一览

公路、港口、铁路等交运基础设施的传统股息标的，其所面临的供需环境及盈利水平都相对稳定，且行业整体已经度过大规模资本支出阶段，正在沿着从扩量到提质的方向演进。此类资产其核心优势在于回报的稳定性与确定性。在宏观预期波动之时，股息率相较下行的无风险利率凸显出更高的性价比，成为市场避险资金可选择的良港之一。以2024 wind一致归母净利润预期×30%分红率，股息率排名如下所示：

表3：交运价值类标的股息率排名

所属行业	代码	公司名	盈利稳定性			近三年分红比例			预期股息率				交易风险			
			归母净利润增速						30%分红率假		50%分红率假		风险系数: Beta			换手率
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E	2024E	β (2010年以来)	β (2015年以来)	β (2020年以来)	最新换手率分位
公路	600035.SH	楚天高速	-49%	128%	-2%	35%	30%	31%	3.87%	4.16%	6.45%	6.94%	0.86	0.88	0.53	65%
公路	600548.SH	深高速	-20%	27%	-23%	46%	52%	50%	3.45%	3.96%	5.74%	6.60%	0.70	0.69	0.40	37%
公路	600269.SH	赣粤高速	-53%	69%	-22%	89%	31%	34%	3.60%	3.89%	6.00%	6.48%	0.82	0.86	0.46	67%
港口	600018.SH	上港集团	-8%	77%	17%	36%	30%	19%	3.56%	3.88%	5.93%	6.47%	0.79	0.81	0.64	23%
港口	601298.SH	青岛港	1%	4%	14%	44%	42%	39%	3.43%	3.83%	5.72%	6.39%	0.64	0.64	0.54	24%
公路	601107.SH	四川成渝	-38%	177%	-59%	36%	18%	40%	3.09%	3.62%	5.15%	6.04%	0.88	0.90	0.48	61%
铁路	601006.SH	大秦铁路	-21%	13%	-8%	65%	59%	65%	3.29%	3.33%	5.48%	5.56%	0.68	0.69	0.31	59%
公路	600350.SH	山东高速	-27%	34%	-6%	90%	63%	68%	2.85%	3.08%	4.75%	5.14%	0.79	0.84	0.34	61%
港口	001872.SZ	招商港口	-28%	30%	24%	35%	31%	34%	2.76%	2.95%	4.59%	4.92%	0.72	0.60	0.61	20%
公路	600012.SH	皖通高速	-21%	74%	-5%	42%	60%	63%	2.68%	2.95%	4.46%	4.92%	0.82	0.89	0.46	63%
公路	001965.SZ	招商公路	-49%	124%	-2%	49%	43%	53%	2.68%	2.93%	4.47%	4.88%	0.57	0.57	0.45	50%
港口	000507.SZ	珠海港	18%	77%	-34%	21%	24%	21%	2.64%	2.92%	4.41%	4.87%	0.97	0.93	0.56	15%
港口	601000.SH	唐山港	4%	13%	-19%	64%	57%	70%	2.73%	2.90%	4.56%	4.83%	0.80	0.79	0.49	46%
公路	000429.SZ	粤高速 A	-41%	96%	-25%	70%	70%	70%	2.64%	2.84%	4.40%	4.74%	0.60	0.55	0.32	51%
机场	600897.SH	厦门空港	-67%	-17%	-80%	30%	30%	-	2.13%	2.79%	3.55%	4.65%	0.83	0.86	0.57	53%
港口	000582.SZ	北部湾港	9%	-5%	2%	28%	32%	30%	2.51%	2.78%	4.18%	4.63%	0.91	0.92	0.65	32%
公路	600377.SH	宁沪高速	-41%	74%	-13%	94%	55%	62%	2.45%	2.72%	4.09%	4.53%	0.56	0.57	0.22	66%
机场	600004.SH	白云机场	-123%	-62%	-164%	-40%	0%	0%	0.69%	2.08%	1.15%	3.47%	0.97	1.07	0.87	38%
铁路	601333.SH	广深铁路	-175%	-74%	-105%	0%	0%	0%	1.86%	2.10%	3.09%	3.50%	0.87	0.94	0.59	73%
铁路	600125.SH	铁龙物流	-12%	-16%	0%	33%	31%	31%	1.85%	2.09%	3.08%	3.48%	1.02	1.03	0.65	41%
港口	601018.SH	宁波港	5%	24%	-3%	38%	33%	40%	2.08%	2.09%	3.47%	3.48%	0.68	0.71	0.59	35%
铁路	601816.SH	京沪高铁	-71%	49%	-112%	50%	50%	-97%	1.50%	1.75%	2.49%	2.91%	0.63	0.63	0.63	26%
机场	600009.SH	上海机场	-125%	-25%	-90%	0%	0%	0%	0.37%	1.49%	0.62%	2.48%	0.88	0.92	0.88	26%
机场	000089.SZ	深圳机场	-95%	-223%	-3218%	0%	-179%	0%	0.59%	1.03%	0.99%	1.72%	0.90	0.96	0.76	28%
公路	00152.HK	深圳国际	-20%	-11%	-65%	7%	8%	49%	4.34%	5.59%	7.23%	9.31%	0.78	0.75	0.62	65%

数据来源：Wind, iFinD, 广发证券发展研究中心

(二) 价值类高股息具备清晰的防御特征

步入成熟期的价值类高股息资产业绩波动幅度整体弱于周期类资产，同时相对稳定的供需环境也有助于提升其盈利预测置信度。故而从数据统计来看，2010年以来价值类高股息资产的受系统性风险波动的影响逐渐下降。

另外，部分公司近年来在提升分红力度、优化公司治理水平等层面持续发力并取得正向反馈。外部环境波动之下，此类公司回报的相对确定性和收益率得以进一步提升。从数据统计来看，2023年以来部分公司的风险系数降至负值，防御特征明显。

表4: 多数价值类高股息公司的 β 逐渐下降，优质的类债标的逐渐显现对冲属性

所属行业	代码	公司名	β (2023年以来)	年度涨跌幅 (%)	3月涨跌幅 (%)	1月涨跌幅 (%)
公路	600035.SH	楚天高速	0.024	22.20	1.27	1.01
公路	600548.SH	深高速	0.028	10.73	-5.21	-1.04
公路	600269.SH	赣粤高速	0.079	28.83	1.19	2.91
港口	600018.SH	上港集团	0.212	-1.94	-0.97	1.39
港口	601298.SH	青岛港	0.095	20.39	1.89	5.19
公路	601107.SH	四川成渝	-0.063	21.68	9.73	3.68
铁路	601006.SH	大秦铁路	-0.085	17.94	1.10	1.52
公路	600350.SH	山东高速	-0.248	38.19	3.49	9.45
港口	001872.SZ	招商港口	0.558	14.46	0.38	0.44
公路	600012.SH	皖通高速	0.053	67.91	4.59	9.01
公路	001965.SZ	招商公路	0.075	34.23	3.52	1.42
港口	000507.SZ	珠海港	0.400	-2.66	-2.18	-2.53
港口	601000.SH	唐山港	-0.345	46.82	3.25	4.67
公路	000429.SZ	粤高速 A	-0.047	19.45	5.25	9.84
机场	600897.SH	厦门空港	0.217	6.69	-2.38	-2.68
港口	000582.SZ	北部湾港	0.239	6.47	-2.03	2.53
公路	600377.SH	宁沪高速	-0.281	41.10	6.26	8.34
机场	600004.SH	白云机场	0.479	-38.57	-17.68	-16.41
铁路	601333.SH	广深铁路	0.327	19.82	-5.88	3.03
铁路	600125.SH	铁龙物流	0.339	14.58	-0.32	-0.96
港口	601018.SH	宁波港	0.249	3.19	4.35	-0.28
铁路	601816.SH	京沪高铁	0.579	-3.08	-7.21	-5.74
机场	600009.SH	上海机场	1.040	-45.50	-17.00	-12.35
机场	000089.SZ	深圳机场	0.301	-18.96	-6.32	-6.46

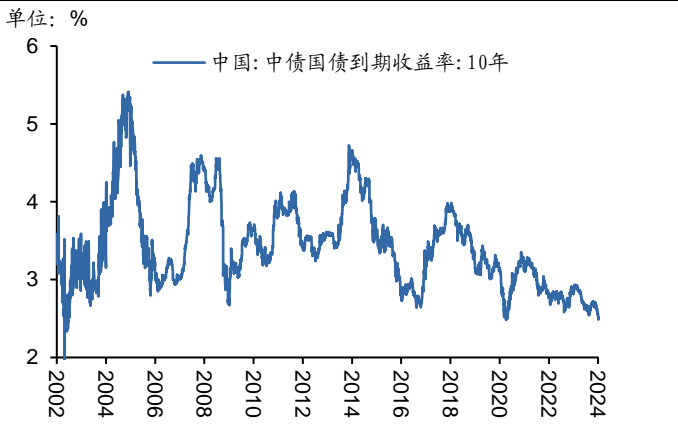
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 息差高位，板块股息具备性价比

得益于稳健的基本面，板块受险资等长期资金关注，息差（股息率-无风险收益率，本文无风险收益率使用十年期国债到期收益率）成为衡量板块估值的重要指标。从息差角度去看，公路、港口板块息差处于历史均值的上沿，仍然具有性价比，而铁

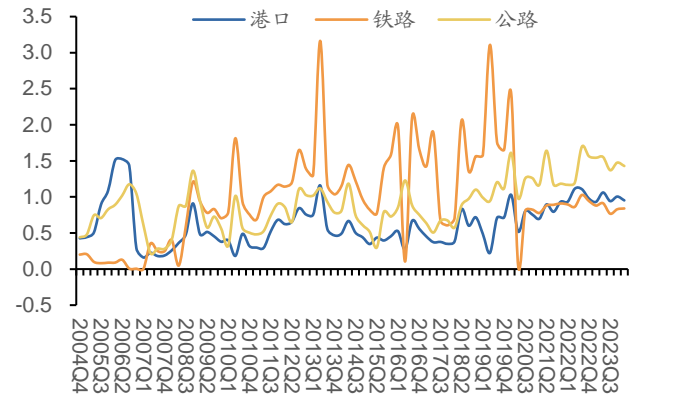
路板块则处于历史中枢的下沿。

图1：近年来十年期国债到期收益率继续下行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：以股息率÷十年期国债到期收益率来衡量，基础设施板块收益性价比自2020年以来持续上行



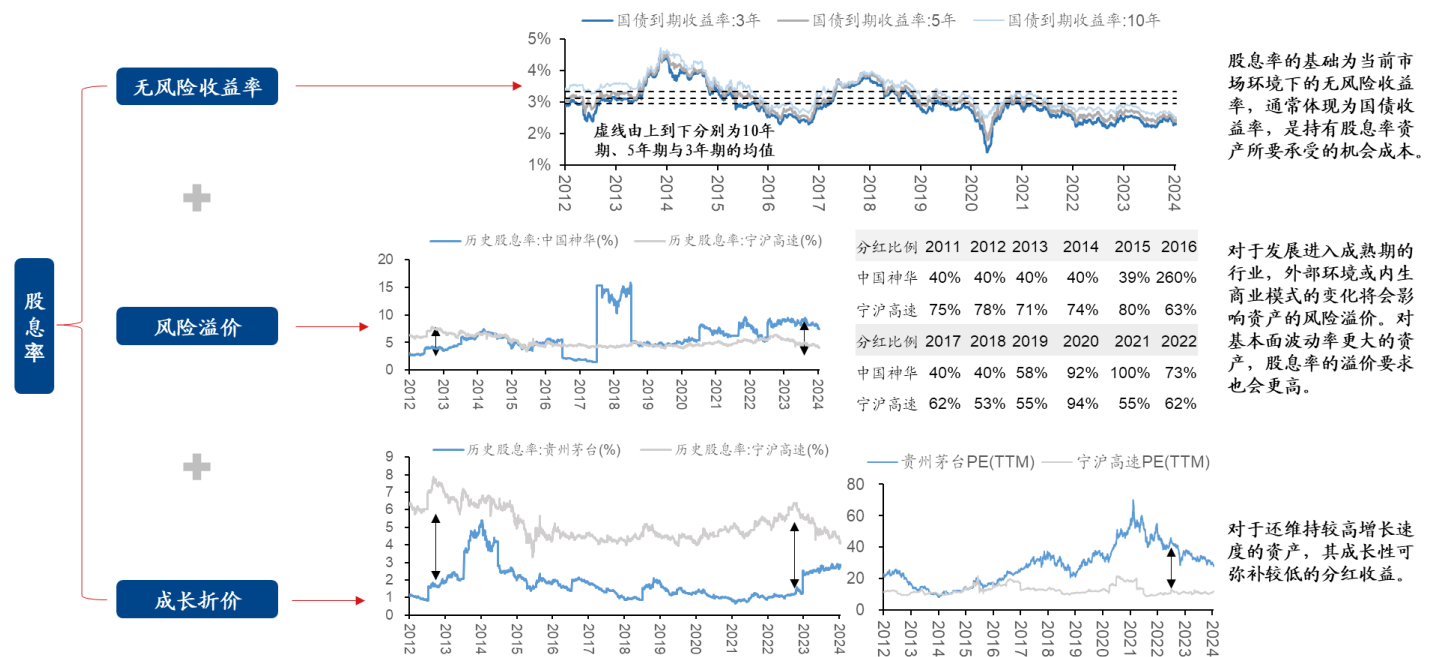
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）稳定的基本面特征最重要，变化关注网络变化与定价改革

在选择的同时，应当避免股息率陷阱。对于交运领域的公、铁、港等成熟期基础设施板块，我们从CAPM模型出发，将息差（风险溢价因子）进一步拆分为公司的经营风险（体现为股息溢价）和成长潜力（体现为股息折价），考察股息率与无风险收益率、资产风险溢价及成长折价的关系：

- 1. 无风险收益率：**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。
- 2. 风险溢价：**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。
- 3. 成长折价：**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。而对于股息率资产而言，低利率叠加低成长环境下，拥有稳定的基本面特征最为重要。

图3: 股息率的主要影响因素分析



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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，历经20年发展，传统交运高股息资产经历了从铁公机到公铁港的变迁。

表5: 网络效应和协同效应构成交运高股息资产价值波动的主要因素

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 穗莞深城际 广汕高铁	2021年赣深高铁 广汕高铁联络线	广州东站、广州站升级改造; 广州东-新塘站五、六线建设; 广州南-广州站联络线建设; 广州-广州东三、四线建设;	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	/
机场	白云机场	香港机场、深圳机场	广河高铁、广中珠澳高铁、22号线北延段、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标	非航业务,有税+免税+广告
港口	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	/	/	/

数据来源: 交通运输部, 新华网, 国铁集团, 广州市人民政府, 民航智库, 《环渤海地区港口发展现状与趋势分析》, 广发证券发展研究中心

(五) 公路: 遴选稳健标的, 关注公路收费体系改革

高速公路是交运基础设施中财务可预测性最强的资产: 客货兼营挂钩消费, 核心成本多为车流量折旧法, 实际经营杠杆较小。同时上市公司旗下通常经营区域核心干

线高速路段，在当前全国高速路网已经大体成型之际，东部发达地区省份的高速上市公司所面临的分流风险相对较小。

定价端，新版收费公路管理条例的出台进入倒计时：根据2023年5月《交通运输部2023年立法计划》，公路行业的“一法两条例”：公路法（修订）、收费公路管理条例（修订）、农村公路条例，被列为“年内完成部内工作或者公布的立法项目”。此次修订或将在解决收费公路债务及养护成本攀升等重要问题上发力，公路收费体系改革可以期待。

表6：公路行业分析框架

核心指标	关键影响因素
一、收入：	
量： 供给：运营里程 客：人均收入水平、出行频率、私家车 货：上游原材料、中游基建地产、下游消费	地区规划/综合运输体系 经济发展水平、经济结构基础、路网协同
价（元/辆&吨公里）： 车型差异定价 客车分类： 1类：核定载人数≤9 2类：核定载人数10-19 3类：核定载人数≤39 4类：核定载人数≥40 货车分类： 1类：2轴：车长<6000mm+最大允许总质量<4500kg 2类：2轴：车长≥6000mm或最大允许总质量≥4500kg 3-6类：3轴-6轴，严格遵循轴数	中央/地方公路收费政策 收费期能否延长？
二、成本	
折旧摊销 路产规模&收费年限：高无形资产	车流量折旧法&年限平均法
人工维保	
三、费用	
财务费用 修路借款资金规模：建设期结束后杠杆率会有明显提升	借款资金利率（成本）

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

表7: 优质高速公路资产梳理(一): 宁沪高速、粤高速

资产名称	收费年限	主业分流情况	改扩建
沪宁高速江苏段	1996.09-2032.06		
宁常高速	2007.09-2032.09		
镇溧高速	2007.09-2032.09		
广靖高速	1999.09-2029.09		
锡澄高速	1999.09-2029.09		
锡宜高速	2003.09-2028.09		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;
环太湖高速	2006.10-2031.10		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。
宁沪高速 苏嘉杭高速江苏段	2002.12-2032.12	宜长高速受2022年11月溧广高速溧阳至宁德江苏段通车分流影响,通行费收入同比有所下降。	
沿江高速	2004.08-2034.08		
江阴长江公路大桥	1999.09-2029.09		
常嘉高速	2016.12-2041.12		
常宜高速	2020.12-2045.12		
宜长高速江苏段	2021.01-2046.01		
五峰山公路大桥及南北接线	2021.06-2046.06		
龙潭过江通道	待定		
龙潭过江通道北接线	待定		
广佛高速	2022.3.3起停止收费		
佛开高速	北段: 2016.10-2036.03 南段: 2019.11-2044.06		1、京珠高速广珠段改扩建工程(控股)预计2026年完工
京珠高速广珠段	1999.12-2030.05		2、中降高速(2025年完工)
广惠高速	萝岗至石湾段: -2029.08 石湾至小金口段: -2027.08 小金口至凌坑段: -2027.08	目前没有大的分流项目出现	3、惠盐高速(地面层2024年通车,立体层2027年通车)改扩建工程进度跟进
惠盐高速	深圳段改扩建: 2022.02-2047.02		4、开展广惠高速(控股)、粤肇高速(参股)改扩建项目前期研究工作
广肇高速	2021.04-2046.04		
江中高速	-2027.08		
康大高速	2007.12-2037.12		
广乐高速	2014.09-2039.09		

数据来源: 宁沪高速官网2022年路演推介材料; 粤高速2022年财务报告; 重大资产购买暨关联交易报告书, 广发证券发展研究中心

表8: 优质高速公路资产梳理(二): 招商公路、皖通高速

	资产名称	收费年限	主业分流情况	改扩建
招商公路	甬台温高速温州段	2002.01-2030.09		
	九瑞高速	2011.01-2040.12		
	桂兴高速	2013.04-2042.06		
	桂阳高速	2008.08-2037.10		
	阳平高速	2008.11-2037.09		
	灵三高速	2008.03-2038.06		
	京津塘高速	1999.09-2029.09	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。其他个别路段的改扩建对公司整体利润影响较小。
	鄂东大桥	2010.09-2040.12		
	渝黔高速	2007.03-2037.06		
	沪渝高速	2013.12-2044.03		
	机场高速	2014.01-2027.04		
	亳阜高速	2006.12-2036.12		
	京台高速	2021.07-2046.06		
皖通高速	合宁高速公路	1996.08-2026.08		
	205 国道天长段新线	1997.1-2026.12		
	高界高速公路	1999.10-2029.09		
	宣广高速公路	1999.01-2028.12	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
	广祠高速公路	2004.07-2029.07		
	宁淮高速公路天长段	2006.12-2032.06		
	连霍高速安徽段	2003.01-2032.06		
	宁宣杭高速公路安徽段	狸桥至宣城段：2017.12-2047.12 宣城至宁国段：2013.09-2043.09 宁国至千秋关段：2015.12-2045.12		
	安庆长江公路大桥	2004.12-2033.12		
岳武高速安徽段	2015.12-2045.12			

数据来源：招商公路 2022 年年度报告，关于公司投资京津塘高速公路改扩建工程项目的公告，皖通高速 2022 年年报，央广网，广发证券发展研究中心

(六) 港口：优质港口有路产化趋势，关注港口整合和贸易流向变化

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。

表9: 港口行业分析框架

核心指标		关键影响因素
一、收入		
量:	需求: 腹地经济、货物品类 供给: 泊位数量、水域条件	省内港口整合、省间港口竞争、一带一路
价:	多重定价方式 政府定价、政府指导价、市场调节价	定价改革
二、成本		
折旧成本		港口改扩建
人工成本		
三、投资收益	多元化经营能力: 房地产、金融、保险	发展战略

数据来源: 中华人民共和国交通运输部, 广发证券发展研究中心

表10: 唐山港资产梳理

公司简称	资产规模	主业引流情况	主业分流情况	改扩建
唐山港	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	东出西联、陆海联动的“一带一路”大通道: 陆域方面: “东部沿海—京津冀—西北”集装箱海铁公多式联运项目。布局建设内陆港50个, 开行国际班列线路7条, 辐射范围至中亚、西亚、欧洲; 海洋方面: 内外贸航线235条, 其中内贸航线连接上海、天津、青岛、舟山、深圳等国内各港口, 外贸航线通达美国、加拿大、日本、韩国、古巴等80多个国家和地区的200个港口。	可能分流至天津港、秦皇岛港、黄骅港	25万吨级内航道; 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。

数据来源: 唐山港2023年半年报, 环渤海新闻网, 中国港口官网; 新华社; 招标信息, 广发证券发展研究中心

表11: 北部湾港资产梳理

公司简称	资产规模	主业引流情况	主业分流情况	改扩建
北部湾港	北部湾港拥有及管理沿海生产性泊位82个, 万吨级以上泊位77个, 10万吨级以上泊位32个, 15万吨级以上泊位15个, 20万吨级以上泊位4个, 30万吨级1个, 年吞吐能力3.55亿吨, 其中集装箱吞吐量能力870万标箱。截至目前, 共开通内外贸集装箱航线75条, 其中外贸集装箱航线47条(远洋航线6条), 内贸集装箱航线28条, 通过北部湾港现有航线网络可通达全球集装箱港口, 辐射范围涵盖100多个国家和地区的200多个港口。	西南出海的便捷通道: 北部湾是国家西南地区最便捷的出海通道, 区位优势明显。 经济圈交汇: 北部湾港北靠重庆、云南、贵州, 东邻广东、海南、香港、澳门, 西接越南, 南濒海南岛。地处华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部。 东南亚贸易量攀升: RCEP生效实施, 西部地区与东南亚的物资贸易量增大。 政策支持: 发展“一带一路”、“海上丝绸之路”的重要节点港口, 西部陆海新通道建设的重要部分。	可能分流至招商港口、珠海港、中远海运港口	2023年中报: 防城港企沙港区赤沙作业区1号泊位(一期)工程; 钦州大榄坪南作业区9-10#泊位自动化集装箱码头建设项目; 防城港第四作业区401号泊位后续建设; 北海港铁山港西港区北暮作业区南7-10号泊位工程; 铁山港5-6#泊位8台41t轮胎式集装箱起重机。

数据来源: 北部湾港公司官网, 北部湾港2023年半年报, 广发证券发展研究中心

表12: 招商港口资产梳理

公司简称	资产规模	主业引流情况	主业分流情况	改扩建
招商港口	蛇口港（500吨级以上泊位47个，其中经营性万吨级以上深水泊位18个），汕头港（广澳、马山2个港区，码头泊位7个），青岛港（9个散杂货泊位，9个深水集装箱泊位），赤湾港区（500吨级以上泊位共24个，其中万吨级以上深水泊位11个），妈湾港区1-4#（2个20万吨级的集装箱专用泊位），漳州招商局码头（8个不同等级的泊位），厦门港（一个15万吨级通用泊位），湛江港（生产性泊位36个），巴西TCP集装箱码头（4个集装箱泊位），科伦坡国际集装箱码头 CICT（五个泊位），汉班托塔港 HIPG（12个2至15万吨级油气、集装箱、多用途及通用泊位），澳大利亚纽卡斯尔港（4个港区，包括20个码头泊位）	“一带一路”政策支持： 国内方面：国内15个“一带一路”沿海港口中，公司在上海、天津、宁波、深圳、湛江、汕头、青岛、大连、厦门等地均有布局； 国外方面：海外母港位于海上丝绸之路的脐点斯里兰卡。	可能分流至珠三角、北部湾港、中远海运港口	湛江港东海岛港区杂货码头工程；湛江港宝满港区拆装箱服务区一期工程；湛江港宝满港区集装箱码头一期扩建工程；佛山港了哥山港区本港作业区码头二期工程；深圳港大铲湾港区集装箱码头二期工程。

数据来源：招商港口公司官网，招商港口2023年半年报，广发证券发展研究中心

（七）铁路：货运铁路具备路产特征，客运铁路关注成长节奏

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。

表13: 铁路行业分析框架

核心指标		关键影响因素
一、收入		
量	本线列车：客运量/货运量 跨线列车：列公里	腹地辐射范围、腹地经济强度、网络结构
价	本线列车：票价 （高铁在指导价基础上浮动，货运执行政府指导价，普铁为政府定价） 跨线列车：路网服务项目价格 （一般由铁路公司与路局协商确定）	票价改革
二、成本		
线路折旧	路产规模	
设备租赁服务		经营模式
人工成本		
三、财务费用		贷款规模、资金利率

数据来源：铁路12306，中国政府网，中华人民共和国国家发展和改革委员会，广发证券发展研究中心

表14: 铁路类债标的: 大秦铁路

资产规模	主业引流情况	主业分流情况	改扩建
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	大秦线：“西煤东运”战略，国内煤炭生产重心向中西部地区转移	可能分流至浩吉铁路（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

数据来源：大秦铁路公司官网，大秦铁路 2023 年半年报，广发证券发展研究中心

（八）机场：股息标的关注航空主业，成长标的关注非航弹性

机场行业与港口类似，但其服务的需求兼具客货两面。其中客运业务可进一步拆分为航空性业务和非航业务：前者体现为机场作为承接客流进出的基础服务设施，收费遵循政府定价框架，弹性较低；后者由零售、广告等市场化定价的商业业务组成，为市场化定价，弹性较高。我国一线城市机场定位于国际枢纽，流量基础和变现潜力都要大幅优于区域枢纽。但以厦门空港为代表的国内成熟区域型枢纽，在进入成熟期后产能持续处于满载状态，加之公司自身治理水平较为优异，可为股东产生稳定的分红回报。

表15: 机场行业分析框架

核心指标	关键影响因素
一、收入	
航空性收入	起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检服务费
非航收入	基础非航业务、特许经营业务
二、成本	
人工成本	航站楼、跑道等固定资产；
折旧成本	需注意土地租金等方面与母公司的关联交易

数据来源：上海机场 2023 年半年度报告，广发证券发展研究中心

表16: 厦门空港基本面梳理

资产规模	主业引流情况	主业分流情况	改扩建
拥有 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，可起降 B747-8 等大型飞机。停机坪总面积 80 万平方米，拥有 96 个停机位，现有厦门航空、山东航空、东方航空、春秋航空四家基地航空公司。	福厦高铁、龙厦铁路、厦深铁路	福州长乐国际机场	厦门翔安机场

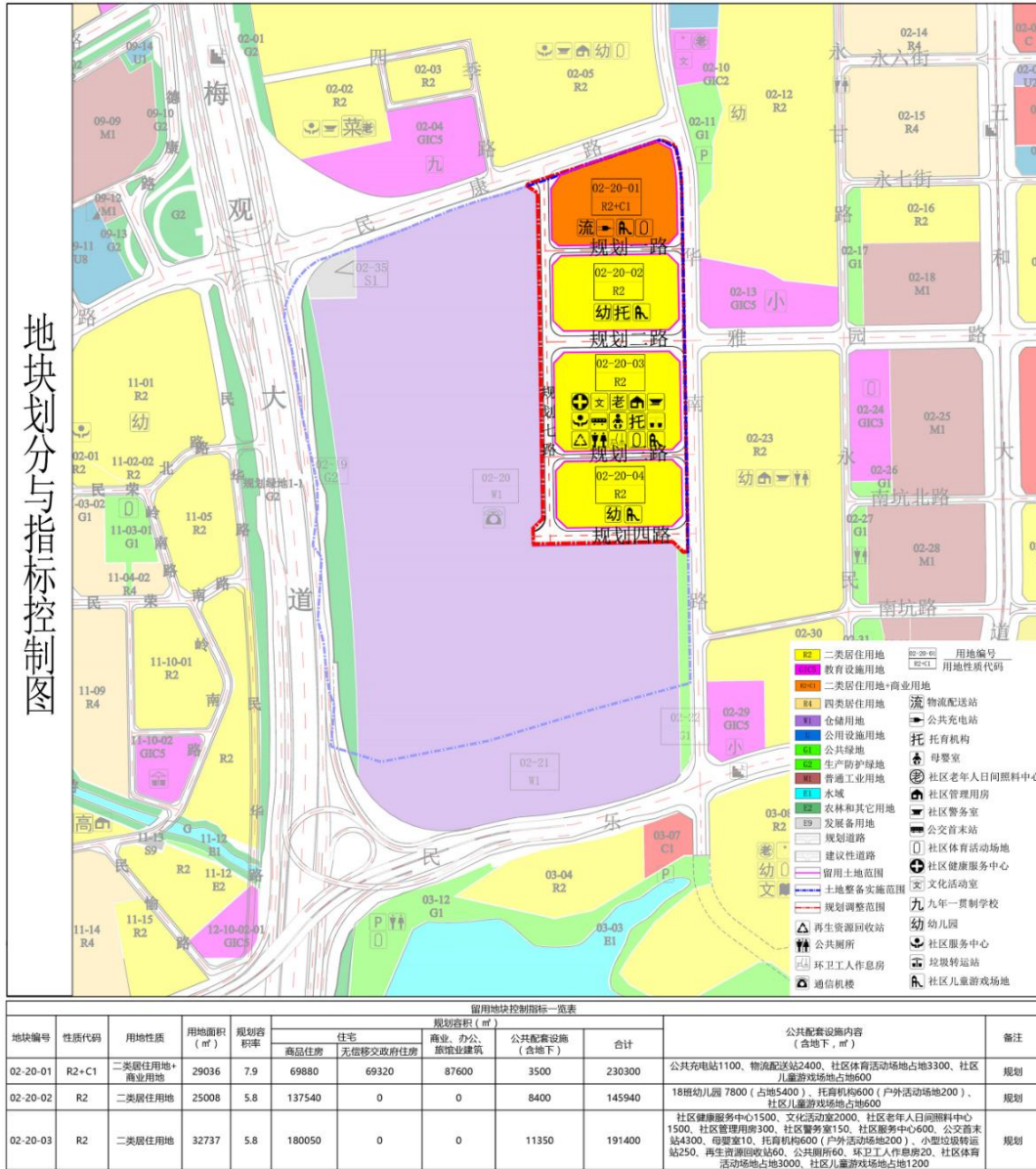
数据来源：厦门空港公司官网，厦门市翔安区人民政府，广发证券发展研究中心

（九）顺应城市发展，资产价值重估，关注深圳国际

伴随城市发展进入新阶段，背靠深圳国资委的深国际抓住土地功能调整的机遇，通过土地变性和住宅销售，将实现土地价值的快速释放。2023年10月31日公司全资子公司华南物流公司与深圳市龙华整备局、深圳市龙华管理局及深圳市民治街道办事处

处就开展本集团华南物流园一期面积约53万平方米土地整备项目签订了土地整备监管协议书。根据土地整备协议，各方将会综合采用安排留用土地和货币补偿的方式实施本项目。货币补偿方面，公司将获得约人民币10.58亿元的拆迁补偿费，整备范围内除留用土地以外的土地公司将分期移交给政府收储。而伴随后续土地整备工作和地产项目的持续推进，公司利润有望得到大幅增厚。

图4：华南物流园土地整备利益统筹项目土地整备单元规划公示



数据来源：深圳市龙华区城市更新和土地整备局，广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/868037070034006031>