

大摩闭门会：新能源、交运、工业、房地产行业更新20251112_导读

2025年11月13日 08:11

关键词

航空业 需求 供给 盈利 周期 快递行业 极兔 房地产 资产运营 C位 投资机会 复苏 通缩 通胀 市场份额 估值 政策 监管 竞争格局 市值

全文摘要

摩根士丹利分析师们深入探讨了多个行业的投资机遇与市场反应，重点关注了新电力、新能源、交通运输、工业、房地产等领域。尤其在航空业，供给侧紧张与需求不确定性下，分析师识别出潜在的投资机会。在制造业，浙江鼎力在高空作业平台行业的表现优异，促使评级上调。房地产行业的新趋势与快递业的竞争态势亦是讨论焦点，特别是极兔速递在海外市场的成长潜力。此外，分析师还评估了工业行业内的增长动力与全球市场扩张机会。会议强调了投资者问题的开放性与面向广泛受众，同时预告了后续会议安排，提醒关注会议细节与投票支持。整体而言，这份摘要涵盖了对各行业未来发展的深度分析与投资建议。

章节速览

● 00:00 摩根士丹利行业分析师探讨航空业上行周期与投资热点

摩根士丹利行业分析师在周期论剑在线直播中，讨论了航空业的上行周期及市场反馈，指出外资投资者对航空制造业产业链产能扰动的认知度较高，而内资投资者相对较低。分析师强调，尽管认知度有差异，但普遍认为航空业的供给面正趋于紧张，供给增长可能持续放缓。同时，分析师还提到了工业行业浙江鼎力评级上调及中国房地产未来十年投资新方向。

● 02:49 航空业复苏与债务挑战

对话围绕航空业复苏展开，指出需求不明确影响市场信心，但票价自五月份起转正，商务需求缓慢复苏，表明航空业可能成为经济复苏的早周期行业。尽管债务水平高企，但随着盈利持续上升，债务问题有望得到解决，市场预期股价不会因债务问题而持续下行。

● 06:39 中国航空业复苏与盈利预期分析

对话探讨了中国航空业景气周期复苏的乐观前景，指出票价改革和收入水平提升为盈利上行空间提供了支撑，尽管市场预期仍低迷，但预计未来1到2年内行业将持续回暖，CPI数据变化暗示行业可能从通缩转向通胀，推动市场预期改善。

● 09:30 邮轮市场复苏与合规需求增长分析

讨论了邮轮市场过去两年需求结构性恶化的原因，包括需求转向不合规市场以及影子船队的运营。分析了近期合规市场需求的拐点，认为由于多种因素叠加，如国家选择合规油源、制裁收紧及欧佩克产量提升，市场需求正从不合规市场向合规市场转移。基于此，看好合规市场运营的邮轮公司，特别是港股的中远海能和A股的招商轮船。

● 12:55 快递行业反内卷与头部企业份额争夺

对话讨论了快递行业反内卷后，小快递公司市场份额减少的现象，以及头部企业如中通、圆通可能因此受益，估值有望提升。同时，极兔在海外市场的增长潜力受到关注，但其当前估值需时间消化，东南亚电商竞争可能带来不确定性。

● 17:41 中国房地产转型与C率市场潜力分析

报告聚焦中国房地产从开发模式向资产运营模式转型，指出C率市场虽起步晚但增长迅速，未来10-20年有望吸引大量长期投资者。预计市场规模将达1万亿美元，开发商如华润置地、新城控股等将受益。分析了商业地产相关C率的低占比现状及未来发展空间，强调资产类别收益稳定、波动性低的特点。

● 25:48 浙江鼎力评级上调与新能源行业动态

浙江鼎力评级由中性上调至超配，目标价从52元上调至64元，基于其卓越运营能力、美国市场关税边际改善及多元化海外布局。同时，讨论了新能源行业上游电解液正负极价格上涨的可持续性，但未得到实时解答。

● 31:24 行业主题讨论与亚太峰会预告

对话覆盖了交运、工业、房地产等行业主题，呼吁在接下来的Excel投票中给予支持，承诺提供更优质服务和见解。预告下周在新加坡的亚太峰会周期论剑，直播将暂停一周。会议结束前，邀请参与者保持联系，并感谢大家的参与，期待下次再会。

要点回顾

在本次会议上，您们关注的主要话题是什么？这次会议的投票情况如何？

本次会议我们主要讨论的主题是新电力新能源行业、交运行业的近期投资热点及市场反馈，以及对工业行业浙江鼎力上调评级至超配的看法，并探讨中国房地产未来十年的投资新方向。我们正在进行一个Excel投票，也被称为原来的II投票，它将于本周五11月14日开始。我们非常重视这次投票，并呼吁大家在基础材料、公用事业和新能源、交运、工业、房地产分类中支持我们团队。

航空业的市场反馈如何？

在最近的路演活动中，航空业是讨论最多的子板块之一。外资投资者对航空制造业产业链产能扰动较为熟悉，对行业上行周期观点的认可度较高；而内资投资者因不太熟悉国际航空制造业产业链，对供给侧持续紧张的认识度较低。但总体而言，大家认为行业整体供给正在趋于紧张，供给增长可能持续放缓。

市场对于航空业需求展望的主要疑问是什么？航空业价格拐点何时出现？以及需求变化的情况如何？

市场的主要疑问在于对需求展望的明确性，尤其是在当前中国宏观消费面临困境的背景下，大家不敢对航空业周期过于乐观，对上行周期的可持续性存有疑虑。航空业的价格拐点实际上从五月份就已经出现，这印证了年初我们推荐航空行业的逻辑，即由于供给侧紧张，航空业可能是最早走出通缩压力的消费相关子行业之一。五月份开始观察到票价同比转正，尽管6到8月份受到一些需求侧冲击，如国企和政府部门出差延缓、公务出行推迟等，但九月份以来需求再次转正，并且商务需求缓慢复苏。

对于中国航空业债务高企的问题，市场有何看法？

许多投资者担忧中国三大航空公司的高债务水平。尽管市盈率（EV/EBITDA）看似较高，但我们认为这主要是由于疫情期间亏损造成的累计亏损。随着航空业进入盈利周期并实现盈利持续上升，债务是可以被消化的。因此，我们认为市场不应因行业债务水平而忽视其盈利复苏趋势，航空业景气周期复苏的前景依然乐观。

市场对于航空业盈利空间存在何种预期差异？

市场对于航空业盈利空间预期较为谨慎，部分投资者认为航空业盈利能否回到100亿水平都值得讨论，而我们的基本假设是在乐观情境下，如果票价恢复至2011年的水平，三大航空公司的盈利可能达到每家约400亿人民币。虽然实现这一目标具有一定挑战性，但考虑到中国经济收入水平的提升和票价改革等因素，我们坚信航空业的盈利上行空间巨大，且目前市场的预期较为低迷，对航空业周期性复苏持乐观态度。

在美股市场中，外资投资者对taker shipping的投资情况如何？过去几年邮轮市场发生了哪些变化导致需求侧出现拐点？

外资投资者对美股的taker shipping标的表现出积极的投资态度。对于这一领域的表现，许多投资者在近期中国邮轮市场有所反应时，由于对美股邮轮市场的了解不足以及仓位配置不充分，对当前供给驱动的上行周期持怀疑态度。过去2到3年，整个邮轮市场需求经历了结构性恶化，合规市场需求减少，许多需求转移到了不合规市场，即由老旧船只组成的影子船队运营。从今年8月份开始，游轮基本面复苏是因为市场需求从不合规市场向合规市场切换，这一转变可能源于多种原因，包括国家调整进口源头、欧佩克产量提升、新产能投产等，最终归结为合规市场需求侧出现明显拐点，利好合规市场运行的邮轮公司。

快递行业的讨论热点有哪些？

快递行业的两个主要讨论点：一是从9月和10月的数据中发现，反内卷导致市场份额逐渐被头部快递公司侵蚀，部分小型快递玩家市场份额萎缩；二是市场对于反内卷政策持续时间和未来放开份额管制的预期存在分歧，大多数投资者认为头部快递公司通过竞争获取更多份额的趋势难以持久，但也有观点认为头部快递公司如中通、圆通等，在当前估值水平上有提升空间。

市场对于极兔快递的前景怎么看？

市场普遍看好极兔快递，认为其在海外市场的增长将跑赢大部分国内快递公司，并且极兔有可能在盈利增长上表现出色。然而，也需关注东南亚市场电商竞争可能带来的不确定性，建议更多关注电商竞争动态以增强对极兔在东南亚和南美市场增长前景的信心，从而支撑其估值在现有水平上的判断。

最近一周团队与市场沟通的主要反馈是什么？

最近一周团队与市场的沟通反馈主要围绕中国房地产行业转型新方向，包括中国地产从新建开发模式向资产运营模式转变所带来的长期投资机会。随着人口结构变化、住房需求放缓及监管政策收紧，行业正逐步转向以资产运营为核心的新模式，并受到政策支持。团队的研究认为，这一转变可能会重塑开发商竞争格局并重新定义行业的长期投资逻辑。

从数据上看，中国在房地产市场发展方面是否落后于发达国家，以及瑞兹市场的发展现状如何？

根据数据显示，尽管中国拥有全球最大的房地产市场之一，但在瑞士的发展方面仍落后于发达国家。C位的监管框架在2000年提出，发展进程较慢，直到2021年首批公募瑞兹才上市。然而，自2025年以来，随着增量政策利好，瑞兹市场发行和扩展加速。截至25年九月，境内已上市75只公募瑞兹，累计

发行规模达2000亿人民币，市值约为2200亿，相较于2021年首批九只公募瑞兹，发行规模增长了8.3倍，市值增长了6.63倍。但目前，瑞兹市场市值占中国A股和H股总市值的比例仅为0.15%，远低于成熟市场如美国（2.3%）、日本（1.5%）、澳大利亚（5.8%）、英国（2.1%）和新加坡（11.3%）的水平，表明该市场还有较大发展空间。

商业地产相关的瑞兹（C锐）市场未来发展潜力如何？

商业地产相关的瑞兹市场占比仅为0.1%，而成熟市场的这一比例在4%至29%之间。从商业地产价值角度看，该市场有很大的发展潜力。预计未来整体瑞兹市场规模有望达到1万亿美元，是目前规模的30倍以上。此外，瑞兹资产类别表现出收益稳定、波动性低且与股市相关性较低的特点，部分资产类别如市政设施、物流和零售等，在过去一段时间内跑赢主流股票指数，有望在未来10至20年内吸引长期收益型投资者参与。

当前环境下，开发商如何切入瑞兹市场并从中受益？

开发商可通过以下方式切入瑞兹市场并实现快速发展：首先，开发商拥有庞大的经营类资产组合，目前在瑞兹发行方面的参与度较低，资产剥离空间大，开发商主体参与的瑞兹占市值比例仅为18%，远低于成熟市场的50%至80%。其次，房企战略上日益重视成熟物业投资剥离至瑞兹的机会，多家房企如华润、万科、中海、保利、招商蛇口、新城等，在投资者交流中对此积极表态。剥离物业投资有助于提升资产价值、优化盈利质量、增强股息可持续性以及实现去杠杆。

对于当前及未来一段时间内哪些开发商可能在瑞兹市场中受益最大？

短期内，华润置地可能是最大的受益者，因其拥有最庞大且优质的资产组合，约2800多亿资产，并且已建立成熟的瑞兹平台，能够顺利进行投融管退流程。中期来看，新城控股和龙湖集团也有望受益，特别是他们丰富的购物中心资产，但由于部分资产质押率较高，短期内可能无法受益，但中期潜力较大。此外，中海写字楼、招商蛇口商场及零售组合丰富的房企，如万科、保利、金地、中南建设等，在中长期瑞兹扩容中也可能受益。