

周聚焦：C919 商业首航成功，顺周期底部品种或迎来反弹契机

核心观点

- **C919 商业首航成功，航空业迎来新成员。**2023 年 5 月 28 日国产大飞机 C919 圆满完成首个商业航班飞行，标志着国产大飞机正式加入航空大家庭。截至 22 年底 C919 已获得 32 家客户 1035 架订单。基于产能爬坡进程和商飞一定程度面临的供应链困难，我们预计 C919 尚难在短时间内快速提升产能，对行业供需影响较小。
- **交运顺周期底部品种或迎来反弹契机&重视中特估下铁路行业趋势性变化。**1) 出行：进入新一轮配置时机。a) 航空：淡季逆市布局时机已至。展望后续暑期旺季，行业大概率将延续五一的火爆局面。近期出行板块下跌幅度较大，估值角度各航司已跌至历史中枢以下水平，底部逆市布局时机已至；b) 机场：客流持续恢复，客单价有望超预期。国际客流持续恢复，短期关注头部机场免税弹性，客单价或有超预期表现。机场近期均跌幅较大，我们认为已相当程度反映悲观预期，建议底部布局。2) 快递：23 年量增价稳，底部布局迎复苏。近期板块受消费大环境影响，表现相对较弱。当前快递行业总体进入底部布局期：a) 消费持续回暖，件量有望维持高速增长；b) 政策监管下，行业总体无激烈价格战风险；c) 量增价稳，成本改善，单票利润有望进一步提升；d) 估值水平：目前快递领域估值水平整体处于历史低位。3) 铁路：重视中特估下铁路行业趋势性变化：a) 财务层面，疫情期间国铁集团累计亏损近 2000 亿，面临较大的补亏压力；b) 政策层面：高质量发展在路上；c) 基本面层面，疫情后客货运内外部驱动力和供需格局发生较大变化。客运高铁恢复显著快于出行大盘，价格改革下量价弹性凸显；货运政策导向和产业趋势叠加，或存在较大预期差；d) 估值端，过往铁路板块估值中枢不断下移，PB 普遍 1X 左右甚至低于 1X，PE 在 10X 左右。我们建议重视相关企业盈利能力和弹性兑现。
- **行业跟踪：**1) 航空：日航班量 14191 班，恢复至 19 年 102.5%；2) 快递：周累计揽收量同比上涨 23.97%；3) 公路货运：5 月整车货运指数同比-2.27%；4) 铁路货运：周累计货运量同比减少 2.61%；5) 航空货运：民航货班量同比下滑 33.18%，货运价格周环比下跌 0.2%；6) 航运：SCFI 周上升 1.13%，BDTI 周下跌 11.49%
- **行情回顾：**本周（20230522-20230526）沪深 300 下跌 2.37%，交通运输板块下跌 2.58%，在申万 31 个一级行业中排名第 22。三级子行业中，公路货运（-0.3%）、仓储物流（-1.1%）和航运（-1.3%）跌幅相对较少，航空运输（-4.8%）、机场（-3.8%）和港口（-3.1%）跌幅前三。

投资建议与投资标的

- 持续推荐顺周期潜在超预期和低估品种 & 重视中特估下铁路行业趋势性变化
- 1) 出行链：底部新一轮布局时机至。a) 航空：淡季进入新一轮配置时机，看好暑期旺季弹性。考虑恢复节奏结构性差异和股价位置，建议关注春秋航空、吉祥航空、中国国航，南方航空，中国东航；b) 机场：国际航班持续恢复，头部机场免税客单价或超预期。建议关注上海机场；
- 2) 快递：重视直营快递顺周期机遇，通达系低位布局期已至。通达系量增价稳，成本改善，单票利润有望进一步提升，板块总体进入底部布局期。建议关注圆通速递、韵达股份、申通快递。
- 3) 物流供应链潜在超跌/底部品种。a) 化工品供应链：长期看好化工供应链龙头高速增长、集中度提升机遇，建议关注密尔克卫、兴通股份；b) 内贸集运：旺季或带来价格和成本超预期表现。推荐中谷物流；c) 外贸链：外贸表现或超预期。建议关注外贸链条相关品种：华贸物流、东航物流等；
- 4) 铁路：“中特估”催化，关注行业趋势性变化。铁路板块上市公司长期估值压制，“中特估”催化下，我们建议重视客货运内外部驱动力和供需格局发生的变化。建议关注京沪高铁、铁龙物流、广深铁路、大秦铁路、西部创业、中铁特货。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、油价和汇率大幅波动风险、相关假设测算偏差风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

交通运输行业

报告发布日期

2023 年 05 月 28 日



证券分析师

刘阳

liuyang6@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522030001

联系人

燕斯娴

yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

- 快递公司收入与件量普遍高速增长，淡季行业价格下跌幅度有所扩大：——快递行业 4 月数据点评 2023-05-22
- 周聚焦：交运顺周期品种底部配置时机又至，重视中特估下铁路行业趋势性变化 2023-05-15
- 高质量发展盈利能力显著改善，23 年量增价稳，底部布局迎复苏：——快递公司 22 年报及 23 一季报综述 2023-05-05

目 录

周聚焦：C919 商业首航成功，顺周期底部品种或迎来反弹契机.....	5
C919 商业首航成功，航空业迎来新成员.....	5
交运顺周期底部品种或迎来反弹契机&重视中特估下铁路行业趋势性变化.....	8
航空：淡季逆市布局时机已至.....	8
机场：客流持续恢复，客单价有望超预期.....	10
快递：23 年量增价稳，底部布局迎复苏.....	11
铁路：重视中特估下铁路行业趋势性变化.....	13
行业跟踪.....	15
航空：日航班量 14191 架次，较 19 年同期增长 2.5%.....	15
地铁：北京恢复至 19 年同期 85%，深圳恢复至 19 年同期 128%.....	16
快递：周累计揽收量同比上涨 23.97%.....	16
公路货运：5 月以来整车货运指数同比下降 2.27%.....	17
铁路货运：周累计货运量同比周均减少 2.61%.....	18
航空货运：周累计民航货班量同比下滑 33.18%，货运价格周环比下跌 0.2%.....	18
航运：SCFI 周上升 1.13%，BDTI 周下跌 11.49%.....	19
行情回顾.....	22
投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图 1: C919 客舱.....	5
图 2: 机身印有“全球首架”的“中国印”标识和对应英文	5
图 3: C919 主要参数	5
图 4: C919 大事记	6
图 5: 商飞 ARJ21 历年交付数量（架）	7
图 6: 商飞 I 类供应商名录.....	7
图 7: 全国航班量（班）	8
图 8: 国内航班量（班）	8
图 9: 国际航班量（班）	9
图 10: 地区航班量（班）	9
图 11: 各主要航司单机市值及历史中位数比较（亿元）	9
图 12: 我国民航国际航班量月趋势（班）	10
图 13: 2023 年 4 月国际出港航班目的地区域占比	10
图 14: 4 月主要国家/区域航班量及恢复率（班）	10
图 15: 全国快递每周揽派量（亿件）	11
图 16: 各快递公司单票收入（元）	12
图 17: 各快递公司单票收入同比增速.....	12
图 18: 快递公司目前 PE（TTM）百分位数情况	12
图 19: 快递指数 (884818.WI) - PE Bands.....	12
图 20: 铁路客运上市公司逐季净利润（亿元）	13
图 21: 铁路货运上市公司逐季净利润（亿元）	13
图 22: 国铁集团历年净利润（亿元）	13
图 23: 国铁集团 ROE	13
图 24: 各类交通方式疫情以来客运量恢复率（VS 19）	14
图 25: 京沪高铁浮动票价调整历史（元）	14
图 26: 铁路月度货运量（亿吨）	14
图 27: 铁路集装箱发送量增速（%）	14
图 28: 上市铁路公司 PB 估值	15
图 29: 全国航班量（班）	16
图 30: 国际航班量（班）	16
图 31: 四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程	16
图 32: 全国快递每周揽派量（亿件）	16
图 33: 公共物流园吞吐量指数	17
图 34: 快递分拨中心吞吐量指数	17

图 35：全国整车货运流量指数	17
图 36：铁路货运量（万吨）	18
图 37：全国货运航班数量（班）	18
图 38：浦东离港航空货运价格指数	19
图 39：SCFI 指数	19
图 40：国际主要航线 SCFI 指数	19
图 41：CCFI 指数	20
图 42：PDCI 指数	20
图 43：BDTI&BCTI 指数	20
图 44：油轮各船型 TCE	21
图 45：TD3C-TCE：中东-中国航线	21
图 46：BDI 指数	21
图 47：各船型运价指数	22
图 48：CCBFI 指数	22
图 49：申万一级行业表现	22
图 50：交运子行业周涨幅	23
图 51：交运子行业年涨幅	23

周聚焦：C919 商业首航成功，顺周期底部品种或迎来反弹契机

C919 商业首航成功，航空业迎来新成员

2023 年 5 月 28 日上午 10 时 32 分，中国东方航空使用中国商飞全球首架交付的 C919 大型客机，执行 MU9191 航班，从上海虹桥机场飞往北京首都机场，这一机型全球首次商业载客飞行圆满成功。

根据相关资料,今天执行商业首飞的 C919 飞机为 164 座两舱布局，公务舱 8 座，经济舱 156 座。客舱内饰、旅客座椅、机载娱乐系统和飞机外部涂装做了定制化设计。

图 1：C919 客舱



数据来源：民航资源网、东方证券研究所

图 2：机身印有“全球首架”的“中国印”标识和对应英文



数据来源：民航资源网、东方证券研究所

按计划，东航首架 C919 在上海虹桥-成都天府航线上实施初始商业运行；后续随着该机型的陆续引进，逐步扩展投放到更多的航线。

图 3：C919 主要参数



数据来源：民航资源网、东方证券研究所

图 4：C919 大事记



数据来源：民航资源网、东方证券研究所

C919 商业首飞成功，标志着国产大飞机正式加入航空大家庭，未来将与波音空客同场竞争。

根据相关报道，截至 2022 年底，C919 已获得 32 家客户 1035 架订单。

上市公司来看，

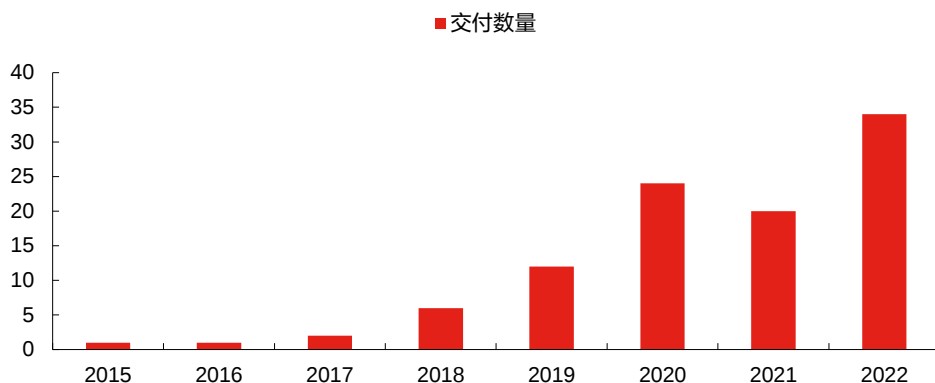
根据 2022 年年报，目前仅东航确认订单 5 架，22 年已引入 1 架，计划 23 年引入 4 架。

此外根据报道，4 月 27 日，海航航空集团与中国商飞公司在上海签署 100 架 C919 和 ARJ21 飞机框架性订单协议。根据海航控股上市公司公告披露，乌鲁木齐航空（公司之控股子公司）、金鹏航空股份有限公司、海航航空集团有限公司与中国商用飞机有限责任公司签署了《C919 大型客机与 ARJ21 新支线客机买卖合同核心条款清单》，其中乌鲁木齐航空拟向中国商飞购买 30 架 C919 飞机。双方将在《核心条款清单》签署后，另行协商签署 C919 飞机购机协议，并具体约定交付安排。签订《核心条款清单》后，乌鲁木齐航空可作为 C919 飞机的首批次用户，在飞机引进商业条件等方面享受优惠政策。

产能角度，我们预计 C919 尚难在短时间内快速提升产能。

参考 ARJ21 历年交付数量，呈现逐年爬坡趋势。ARJ21 支线机型自 15 年交付首架后，前 4 年产能爬坡较慢，19 年起产能快速提升。

图 5：商飞 ARJ21 历年交付数量（架）



数据来源：商飞官网、东方证券研究所

我们认为或有 2 方面原因：

- 1) ARJ21 于 2014 年 12 月取得型号合格证后，直至 17 年 7 月民航局才颁发生产许可证（也是国内喷气客机首张生产许可证），导致前期放量节奏较慢；
- 2) ARJ21 交付初期，商飞浦东总装基地尚未完全建成，最后一架在大场总装车间制造的 ARJ21 飞机于 21 年 1 月 20 日下线。

考虑 ARJ21 已有的成熟经验和浦东总装基地基本完善，C919 顺利取证后，预计最终放量节奏快于 ARJ21。

同时另一方面不得不考虑商飞当前以及未来一段时期面临的供应链困难：

当前 C919 还面临着美国出口管制难题。2020 年 12 月，美国商务部工业和安全局（BIS）将上海飞机制造有限公司等 58 家中国实体列入首份“军事终端用户（Military End User, MEU）”清单，要求美国供应商在向清单用户出口特定产品时申请出口许可证。上飞是中国商飞旗下的总装制造厂，负责 C919、ARJ21 等机型的总装制造。

而当前 C919 的供应链体系与美国息息相关。当前 C919 采用的唯一一款发动机是 CFM 公司（通用电气和法国赛峰集团的合资公司）生产的 LEAP-1C，航电机载设备供应商则包括霍尼韦尔、伊顿集团等美国航空巨头。上述出口禁令或给 C919 未来的量产交付造成影响。

图 6：商飞 I 类供应商名录

系统	I类供应商	国别	系统	I类供应商	国别
发动机	CFM国际	美法合资	机载设备	柯林斯	美国
	加普惠	加拿大		利勃海尔	法国
	赛峰	法国		美捷特	英国
	通用电气	美国		穆格	美国
机体	菲舍尔	奥地利		派克	美国
	航天海鹰	中国		陕西航空电气	中国
	航天特种材料及工艺技术研究所	中国		上海航空测控技术研究所	中国
	江西昌河	中国		上海航空电器	中国
	江西洪都	中国		四川九洲	中国
	浙江西子	中国		松下电器	日本
	中航成飞	中国		泰雷兹	法国
	中航飞机股份有限公司	中国		唐纳森	美国
	中航光电	中国		西安鸿翔飞控	霍尼韦尔与中航西安飞行自动控制技术有限公司合资
	中航哈飞	中国		中电科航空电子	中国
	中航济南特种结构研究所	中国		中航南京金城	中国
	中航沈飞	中国		中航西安飞行自动控制研究所	中国
机载设备	昂际航电	GE和中航工业合资		中航西安航空计算技术研究所	中国
	标翼	美国		卓达宇航	法国
	航空工业南京机电	中国		福克	荷兰
	霍尼韦尔	美国			

数据来源：商飞官网、各公司官网、东方证券研究所

除商飞自身外，供应商受限也加剧了国产大飞机不确定性。如今年2月7日，美国商务部将33家中国实体纳入“未经核实清单”（UFL, Unverified List），要求美国实体向这些实体出口、再出口或转移受美国出口管理条例（EAR）管辖的物项时，必须申请出口许可。名单包含中国第二重型机械集团德阳万航模锻有限责任公司。而万航模锻是中国商飞的供应商之一（III类供应商）。官网资料显示，万航模锻承担了C919机身、机翼、起落架、舱门等7大部段上百项关键件的研制生产，提供超过2000多件试验件和装机件。该公司称，通过C919大飞机锻件关键技术攻克，万航模锻大幅提高了大飞机材料国产化水平，实现大型客机锻件自主创新的国产化道路。

总体来看，商飞和C919后续仍面临诸多困难需要克服，尚难言放量。对行业总体供需影响较小。

交运顺周期底部品种或迎来反弹契机&重视中特估下铁路行业趋势性变化

航空：淡季逆市布局时机已至

五一节后数据稳步回升，淡季布局，静待暑运旺季表现。

5月26日，全民航执行客运航班量14191架次，同比2022年增长209.1%，同比2019年上涨2.5%，环比上周同期增长1.6%。其中

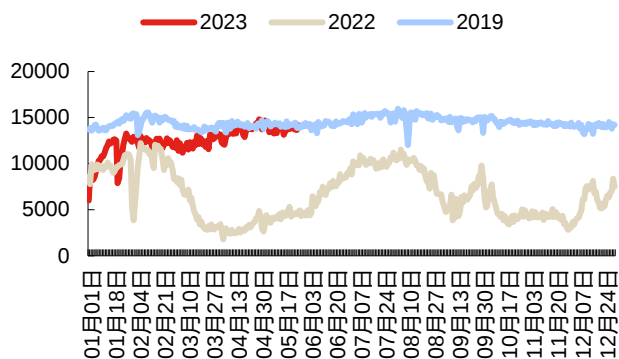
国内执行客运航班量13064班，同比增长194.2%，较19年上涨16.1%。

国际执行客运航班量853班，同比增长797.9%，较19年下降58.9%。

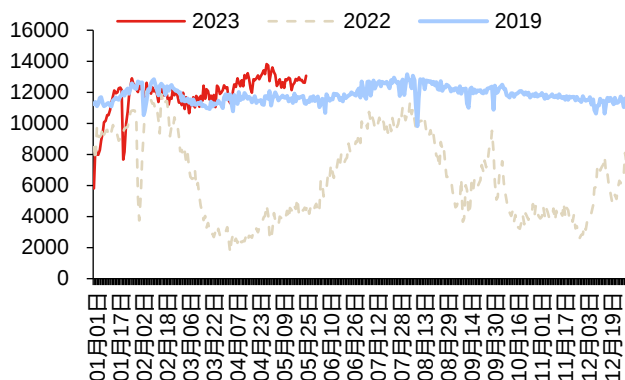
地区执行客运航班量274班，同比增长398.2%，较19年下降47.9%。

图7：全国航班量（班）

图8：国内航班量（班）

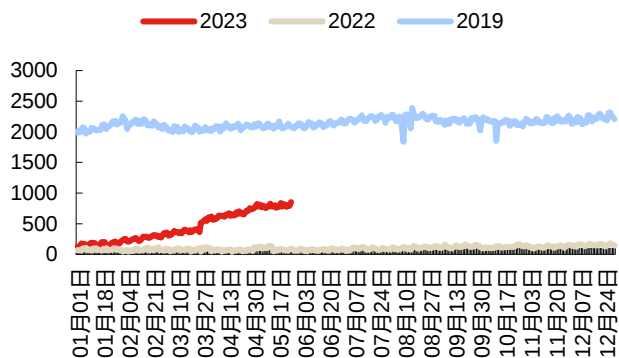


数据来源：航班管家、东方证券研究所



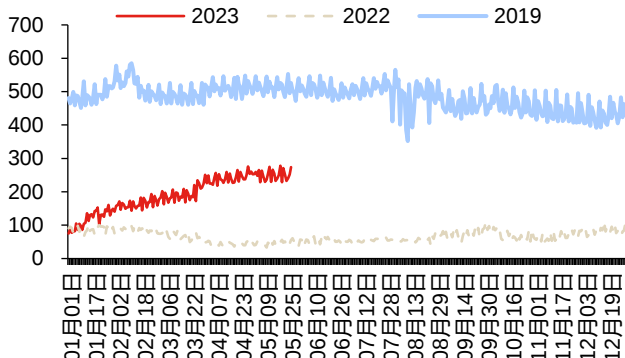
数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 9：国际航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 10：地区航班量（班）

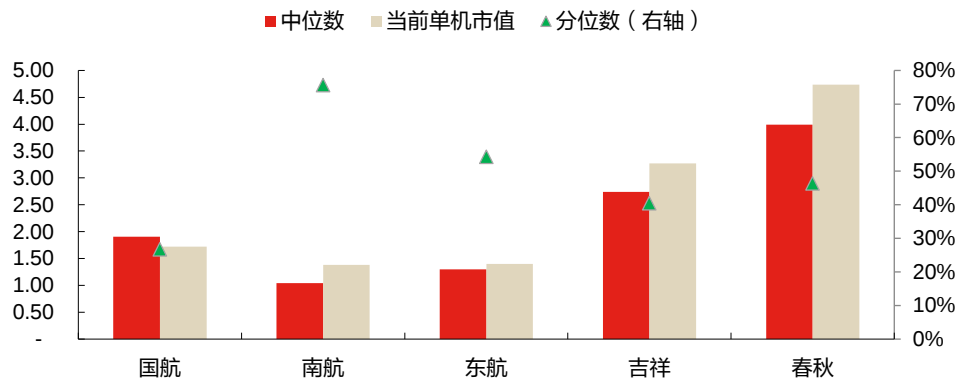


数据来源：航班管家、东方证券研究所

展望后续暑期旺季，我们认为行业将延续和复制五一的出行火爆状态，航司经营业绩也将在三季度迎来大幅释放。

而从市场表现来看，基于对宏观经济和消费复苏的担忧，出行板块近期总体下跌幅度较大，从单机市值来看，部分航司已跌至历史中枢以下水平，底部逆市布局时机已至。

图 11：各主要航司单机市值及历史中位数比较（亿元）



数据来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

基本面角度，五一为暑期预演，我们看好暑期各航司业绩弹性超预期；**股价角度**，目前已处于低估水平，逆市布局时机。考虑恢复节奏结构性差异，建议关注春秋、吉祥、三大航、华夏；

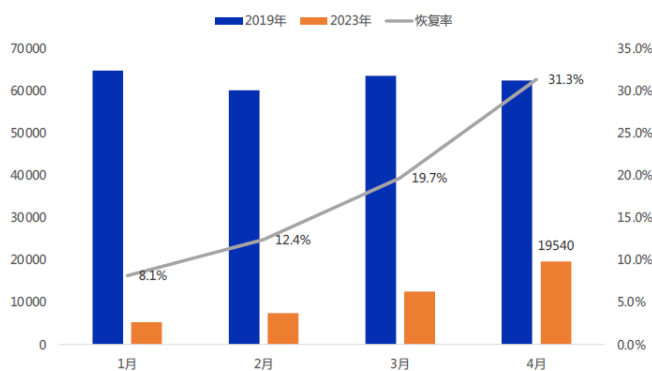
机场：客流持续恢复，客单价有望超预期

对于机场，我们认为当前市场主要有三方面担忧：

1) 国际客流恢复节奏慢于预期。根据航班管家披露，4月国际航班恢复至19年同期31.3%，其中东南亚为主要目的地区域，占比达到46.4%。分主要国家来看，美国恢复水平最低，仅恢复至疫情前的5.6%，日本21.9%，韩国35.1%，欧洲32.2%。进一步拆分欧洲来看，意大利69.9%，英国36.1%、德国36.5%，西班牙21.4%、法国10.4%。总体恢复进度差异较大。

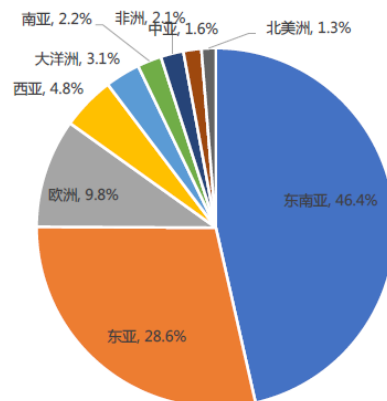
考虑国际航班恢复特别是欧美航线受多方面因素影响，后续持续增班节奏不确定性较大。

图 12：我国民航国际航班量月趋势（班）



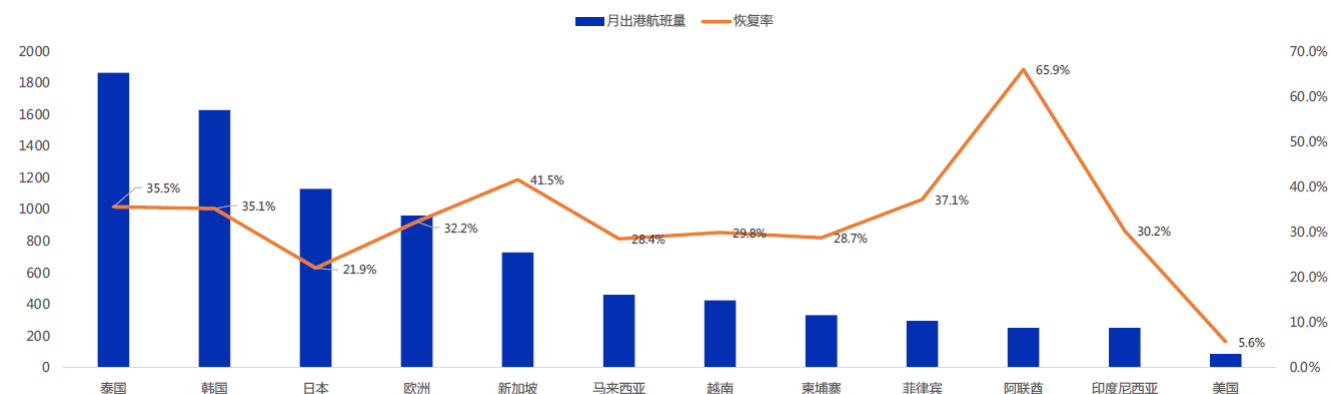
数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 13：2023 年 4 月国际出港航班目的地区域占比



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 14：4 月主要国家/区域航班量及恢复率（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

2) 宏观消费环境较弱，居民购买力下降，免税销售预期较弱。从五一假期数据来看，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综合测算人均旅游收入 540.35 元，为 19 年 639.28 元的 **84.5%**。人均旅游收入下降，一定程度反映出当前相对较弱的消费环境。

3) 免税行业多渠道竞争格局较为明确，机场后续免税合同谈判方向尚不明朗。疫情期间多机场签订补充协议，随着客流恢复，同时考虑行业竞争格局变化，后续免税合同走向及影响尚不明朗。

基本面角度，我们认为国际客流恢复节奏不确定但方向确定，短期关注头部机场免税弹性，随着客流逐步恢复，出入境客群商业价值将愈发体现，叠加品牌商、免税经营方和机场共同推动，最终客单价或有超预期表现。中长期机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。

此外深圳机场拟与深免集团投资设立深圳鹏盛空港免税品有限公司，共同经营深圳机场 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，其中公司持股比例为 49%。在免税行业环境变化、免税招标政策限制等背景下，我们建议关注后续机场与免税运营商在创新合作方面进展和变化。

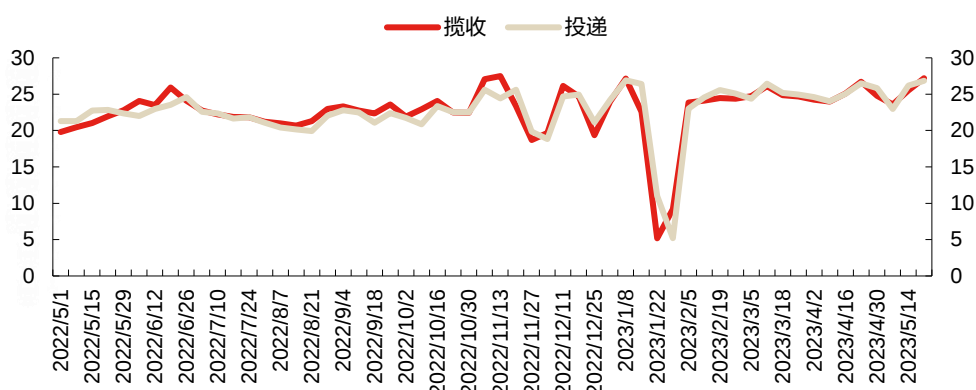
股价来看，机场近期均跌幅较大，主要受消费大环境预期影响，我们认为当前股价已相当程度反映悲观预期，而客流持续恢复和客单价稳中有升趋势确定，免税弹性将逐步体现。建议底部布局，建议关注白云机场、上海机场。

快递：23 年量增价稳，底部布局迎复苏

近期快递板块受消费大环境影响，表现相对较弱。我们认为当前快递行业总体进入底部布局期：

1) 消费持续回暖，件量有望维持高增速。根据交通运输部数据，5 月前四周快递揽收量同比增长 20%以上，低基数+逐步进入旺季，快递件量有望持续高增；

图 15：全国快递每周揽派量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

2) 政策监管下，行业总体无激烈价格战风险。短期局部性、阶段性、季节性价格波动较为正常，但基于监管环境和当前行业现状，总体无大规模价格战基础。我们预计**全年降幅预计控制在 5% 以内**。

表 1：2021 年以来快递行业代表价格监管政策

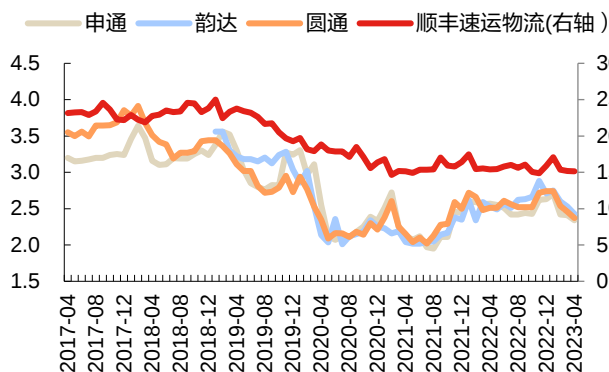
时间	部门	政策	内容
----	----	----	----

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021 年 3 月	义乌邮政管理局	《关于维护行业平稳有序 推进行业高质量发展的实施意见》	即“义乌七条”，要求维护市场秩序，科学制定增速标准，加强市场主体自律和快递小哥合法权益保障等
2021 年 4 月	浙江省政府	《浙江省快递业促进条例（草案）》	规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。
2021 年 7 月	交通运输部等七部门	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，加强劳动保障监察执法。
2022 年 1 月	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》	更加有效规范市场主体经营行为，不断提升快递服务质量和安全水平，促进快递业持续健康发展，明确提出经营快递业务的企业及其从业人员不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务
2023 年 2 月	国家邮政局	2023 年全国邮政市场监管工作会议	加强监管执法，整治规范市场秩序，优化市场竞争生态，保障快递员基本劳动权益及合理报酬。

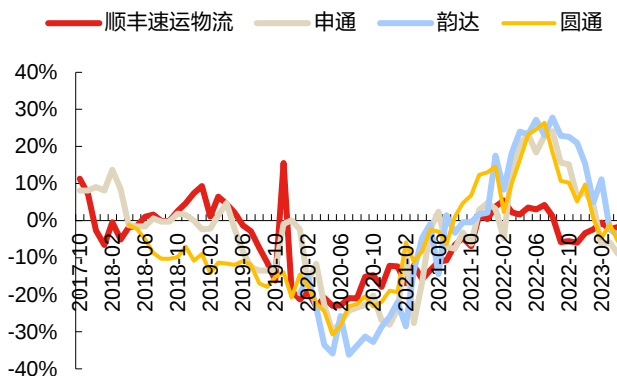
数据来源：政府官网、东方证券研究所

图 16：各快递公司单票收入（元）



数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

图 17：各快递公司单票收入同比增速

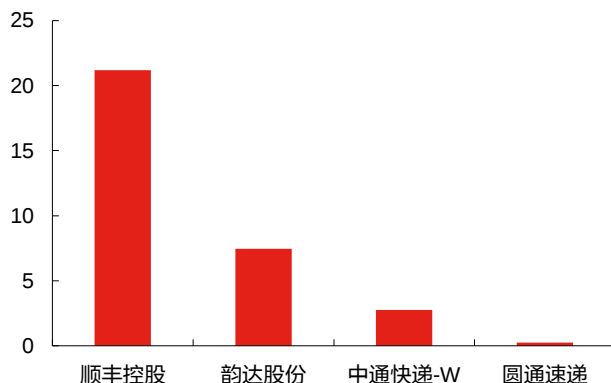


数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

3) 量增价稳，成本改善，单票利润有望进一步提升。规模效应持续提升，叠加燃油、防疫开支等下降，行业单票利润有望进一步提升。

4) 估值水平：目前快递领域估值水平整体处于历史低位。截止 23 年 5 月 12 日收盘日，行业维度，快递指数（884818.WI）收盘点位处于过去三年 0-25% 的估值百分位区间。公司维度，各快递公司的 PE（TTM）百分位数均低于近两年的 50% 分位数，**总体处于底部布局阶段。**

图 18：快递公司目前 PE（TTM）百分位数情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 19：快递指数 (884818.WI) - PE Bands



数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

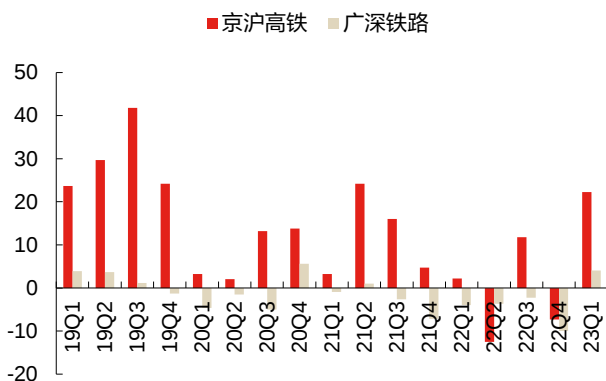
持续推荐顺丰控股：一季度实现盈利 17 亿超预期，虽有嘉里物流业绩拖累，但公司本部主业全面发力表现突出，需求回暖+降本增效，收入毛利率回升明显。今年速运主业受益顺周期增速改善、精益成本，多元物流业务条线全面转向盈利驱动，总体表现有望超预期。同时鄂州机场转运中心预计三季度投产，将打开短中长期想象空间。维持目标价 72.95 元，维持买入评级。

快递行业估值总体低位，量增价稳，成本改善，行业单票利润有望进一步提升，板块总体进入底部布局期。建议关注圆通速递、申通快递、韵达股份。

铁路：重视中特估下铁路行业趋势性变化

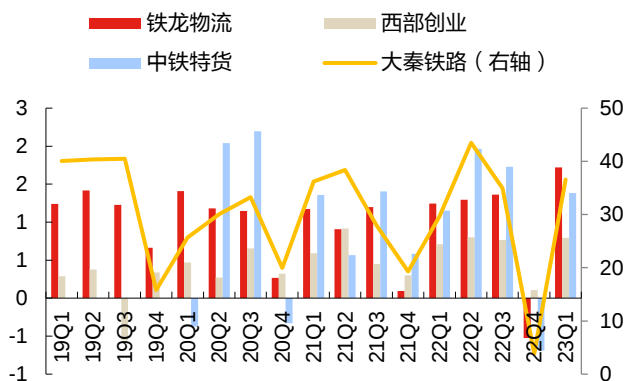
今年以来受中特估等催化，表现突出。从一季报表现来看，铁路板块 6 家上市公司普遍取得了超预期的业绩，甚至是多年以来最高一季度盈利：

图 20：铁路客运上市公司逐季净利润（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 21：铁路货运上市公司逐季净利润（亿元）

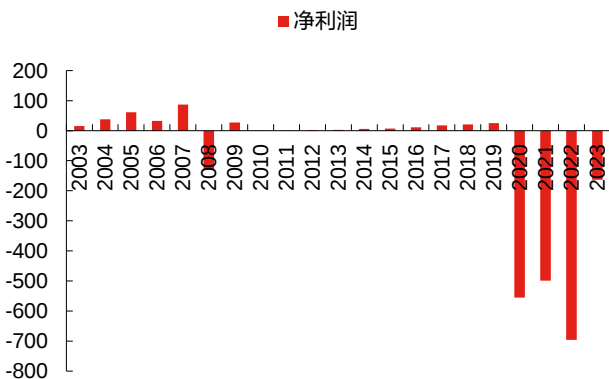


数据来源：Wind、东方证券研究所

我们建议重视铁路行业自上而下，及行业供需层面发生的变化：

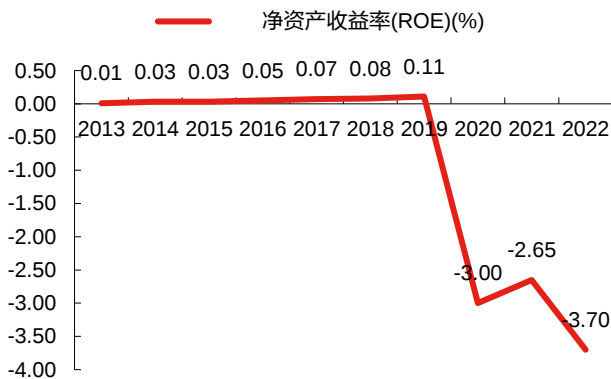
1) 财务层面，疫情期间国铁集团累计亏损近 2000 亿，面临较大的补亏压力；

图 22：国铁集团历年净利润（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 23：国铁集团 ROE



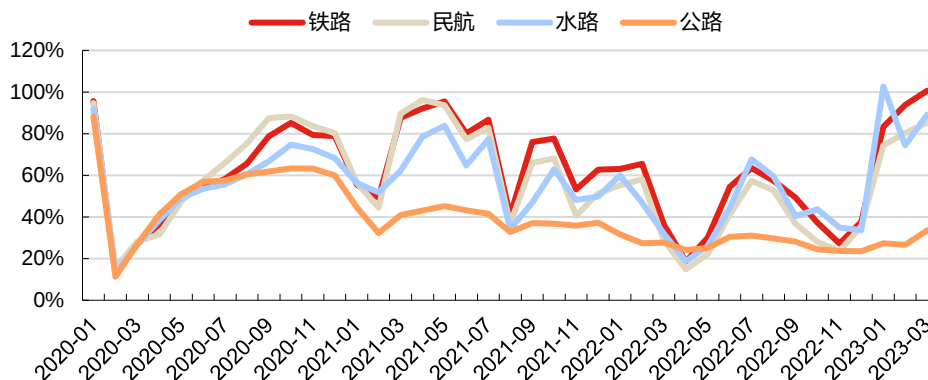
数据来源：Wind、东方证券研究所

2) 政策层面：高质量发展在路上。国铁集团逐步强调提质增效，高质量发展，以及谋划推进新一轮国铁企业改革行动方案等，而在此前的工作会议中普遍提及较少，我们认为事情在向积极方向发生变化；

3) 基本面方面，疫情后客货运内外部驱动力和供需格局发生较大变化。

对于客运，高铁恢复显著快于出行大盘，叠加价格改革，量价弹性凸显；

图 24：各类交通方式疫情以来客运量恢复率（VS 19）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 25：京沪高铁浮动票价调整历史（元）

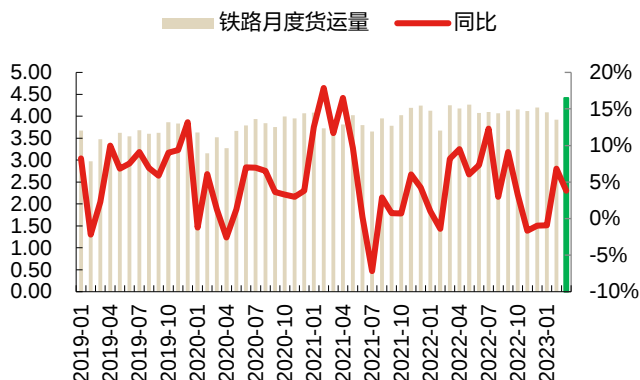
	商务座		一等座		二等座	
	票价	较原票价变动	票价	较原票价变动	票价	较原票价变动
原固定票价	1748		933		553	
公布票价（全价票）	2318	33%	1060	14%	662	20%
2020/12调价	1748	0%	884	-5%	498	-10%
	1873	7%	930	0%	526	-5%
	1998	14%	969	4%	553	0%
			1006	8%	576	4%
					598	8%
2021/6 调价	1748	0%	884	-5%	498	-10%
	1873	7%	930	0%	526	-5%
	1998	14%	969	4%	553	0%
	2158	23%	1006	8%	576	4%
	2318	33%	1035	11%	598	8%
			1060	14%	626	13%
					662	20%

数据来源：公司公告、12306、东方证券研究所

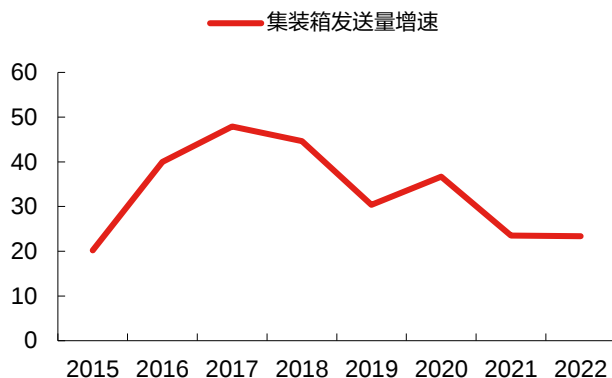
对于货运，或存在较大预期差。主要竞争方式公路货运受疫情影响及政策导向冲击较大，面临长期系统性问题，引发货运量回流铁路，导致铁路货运资源趋于紧张，推动价格上行。

图 26：铁路月度货运量（亿吨）

图 27：铁路集装箱发送量增速（%）



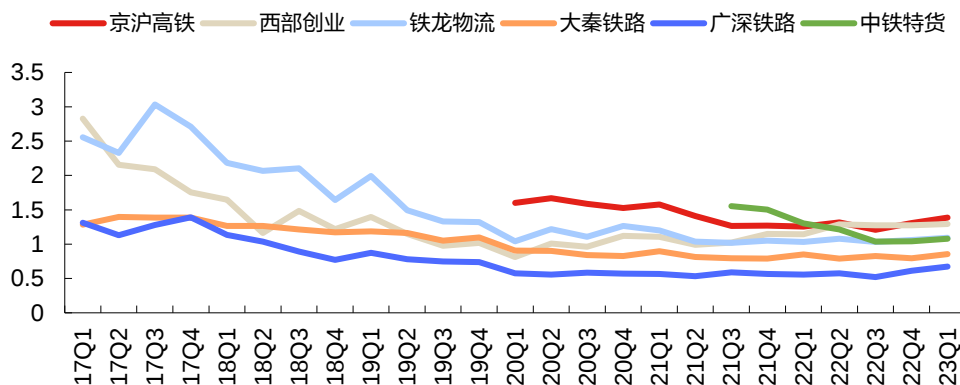
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：历年铁道统计公报、东方证券研究所

4) 估值端，过去受行业属性和定位局限，铁路板块估值中枢不断下移，PB 普遍 1X 左右甚至低于 1X，PE 在 10X 左右。

图 28：上市铁路公司 PB 估值



数据来源：Wind、东方证券研究所

诚然铁路行业内主体过去在市场敏感性和主动性、定价机制等方面有较多瑕疵或市场诟病，但在当前“中特估”体系下，同时客观上疫情期间铁路系统承受了巨大的亏损压力，我们建议重视相关企业盈利能力和弹性兑现，并推动 ROE 提升，继而带动估值提升。

建议关注京沪高铁、铁龙物流、广深铁路，此外建议关注大秦铁路、西部创业和中铁特货。

行业跟踪

航空：日航班量 14191 架次，较 19 年同期增长 2.5%

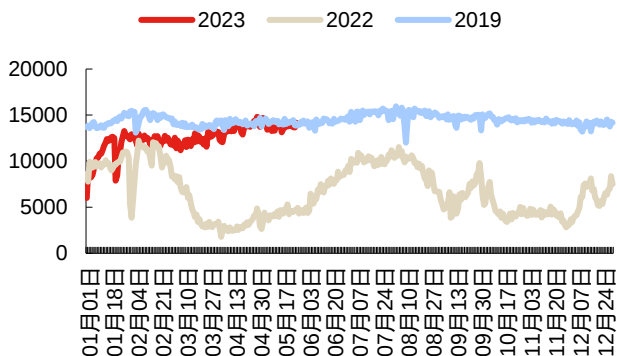
5 月 26 日，全民航执行客运航班量 14191 架次，同比 2022 年增长 209.1%，同比 2019 年上涨 2.5%，环比上周同期 1.58%。

国内执行客运航班量 13064 班，同比增长 194.2%，较 19 年上涨 16.1%。

国际执行客运航班量 853 班，同比增长 797.9%，较 19 年下降 58.9%。

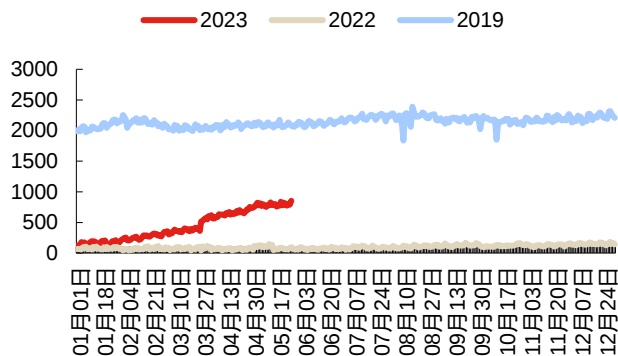
地区执行客运航班量 274 班，同比增长 398.2%，较 19 年下降 47.9%。

图 29：全国航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 30：国际航班量（班）

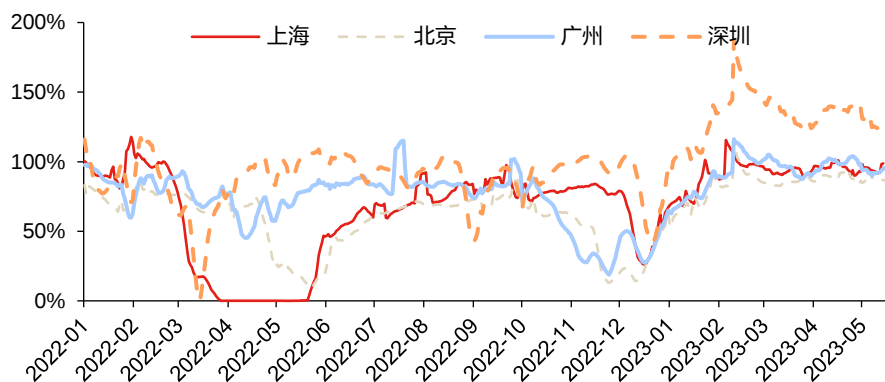


数据来源：航班管家、东方证券研究所

地铁：北京恢复至 19 年同期 85%，深圳恢复至 19 年同期 128%

5 月 25 日的 7 日平均地铁客流量：上海 1041.74 万人次，为 19 年同期的 99%；北京 959.05 万人次，为 19 年同期的 85%；广州 867.20 万人次，为 19 年同期的 94%；深圳 715.48 万人次，为 19 年同期的 128%；

图 31：四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程

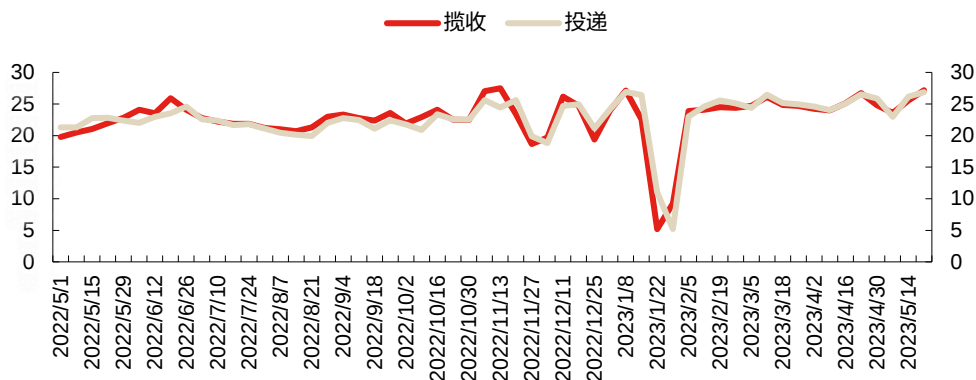


数据来源：WIND、东方证券研究所

快递：周累计揽收量同比上涨 23.97%

23 年 5 月 15 日-5 月 21 日累计快递揽收量为 27.20 亿件，环比上涨 6.50%，同比上涨 23.97%。

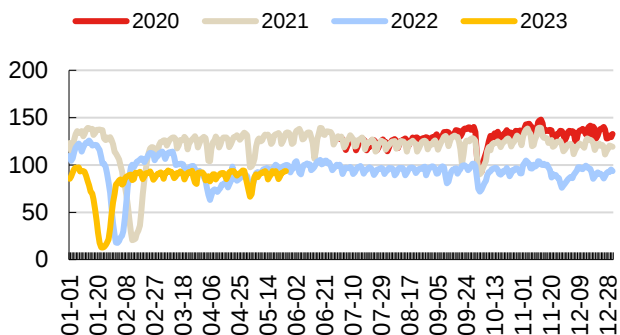
图 32：全国快递每周揽派量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

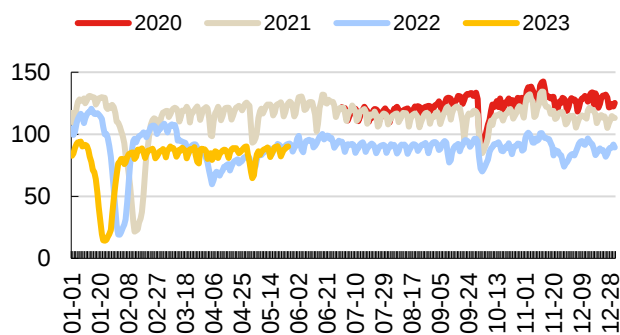
5月26日，全国公共物流园吞吐量指数93.45点，环比-0.12%，5月以来均值87.59，同比-5.45%；主要快递分拨中心吞吐量指数90.05点，环比0.17%，5月以来均值84.23，同比-1.29%；

图 33：公共物流园吞吐量指数



数据来源：G7、东方证券研究所

图 34：快递分拨中心吞吐量指数

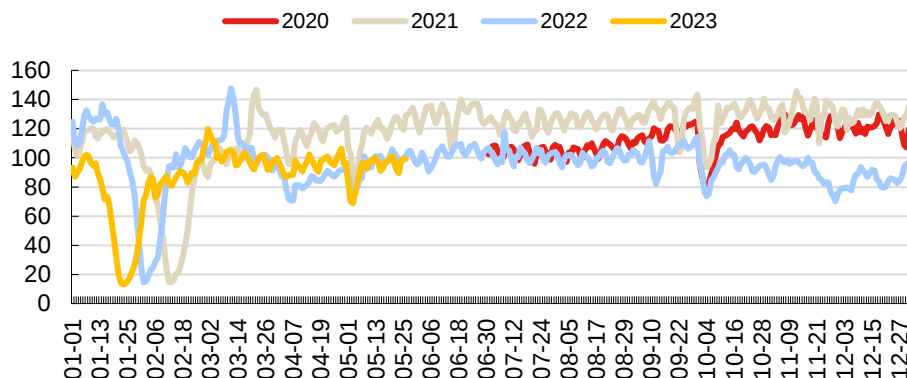


数据来源：G7、东方证券研究所

公路货运：5月以来整车货运指数同比下降 2.27%

整车货运流量指数来看，5月26日全国整车货运流量指数（以19年为基数100）99.22点，环比0.28%，5月以来均值92.33，同比-2.27%；

图 35：全国整车货运流量指数

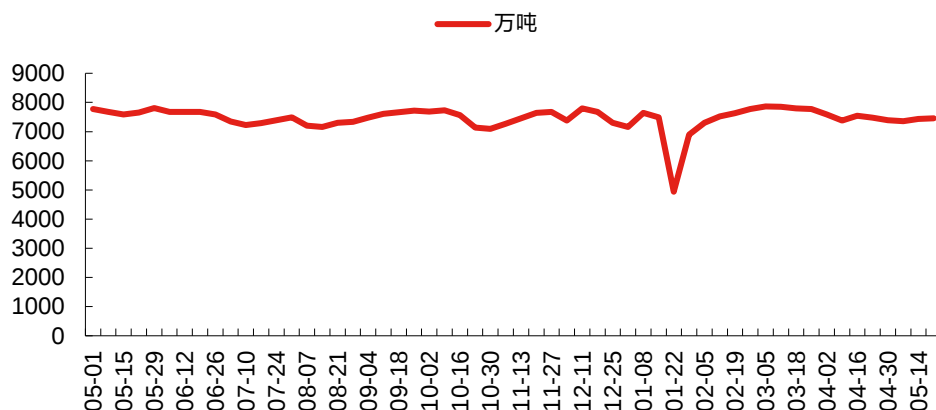


数据来源：G7、东方证券研究所

铁路货运：周累计货运量同比周均减少 2.61%

同比去年 5 月周均值，今年 5 月 15 日-5 月 21 日累计铁路货运量降低 2.61%。

图 36：铁路货运量（万吨）

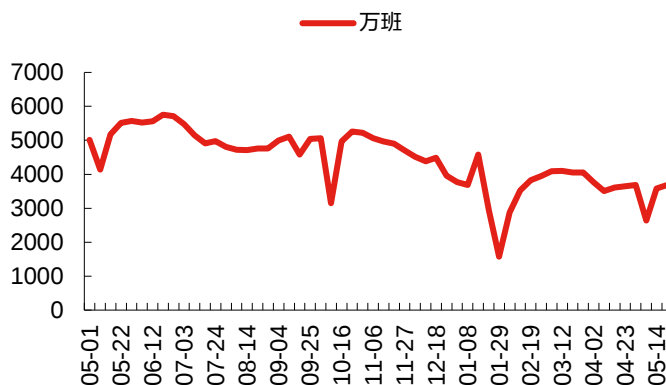


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运：周累计民航货班量同比下滑 33.18%，货运价格周环比下跌 0.2%

自 2022 年 4 月 20 日披露各货运方式保通保畅数据以来，5 月 15 日-5 月 21 日累计值较 2022 年 5 月对应周累计值（2022 年 5 月 16 日-5 月 22 日），民航货班同比下滑 33.18%。

图 37：全国货运航班数量（班）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运价格方面，根据 TAC Index 数据，截至 2023 年 5 月 22 日，上海浦东离港航空货运价格指数 3513.00 点，周环比下跌 0.2%，同比下跌 53.4%。

图 38：浦东离港航空货运价格指数



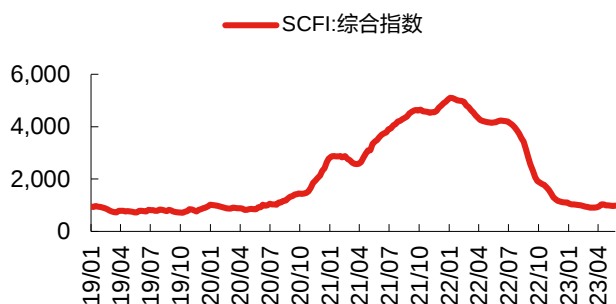
数据来源：TAC Index、东方证券研究所

航运：SCFI 周上升 1.13%，BDTI 周下跌 11.49%

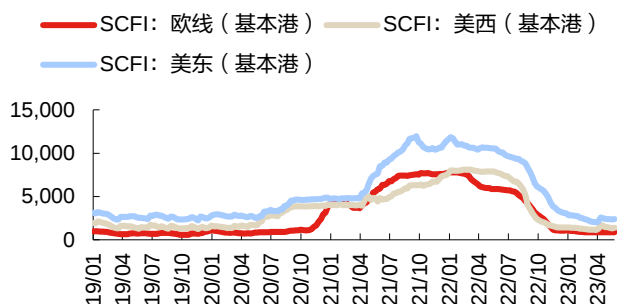
集装箱运输：5 月 26 日 SCFI 收于 983.46 点，周环比+1.13%；2023 年以来均值 979.51 点，同比-78.53%；其中欧洲航线收于 859.00 点，周环比-1.15%；美西航线收于 1398.00 点，周环比+5.19%；美东航线收于 2374.00 点，周环比+0.38%；**CCFI** 收于 938.74 点，周环比-0.79%，2023 年以来均值 1043.47 点，同比-0.79%。

图 39：SCFI 指数

图 40：国际主要航线 SCFI 指数



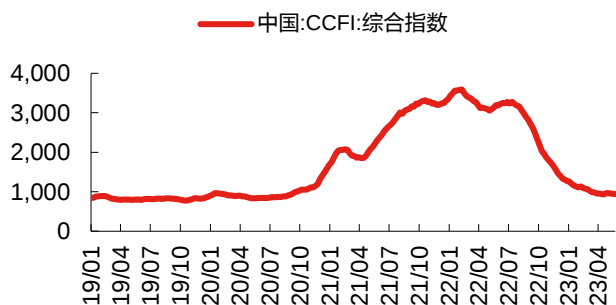
数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Clarksons、东方证券研究所

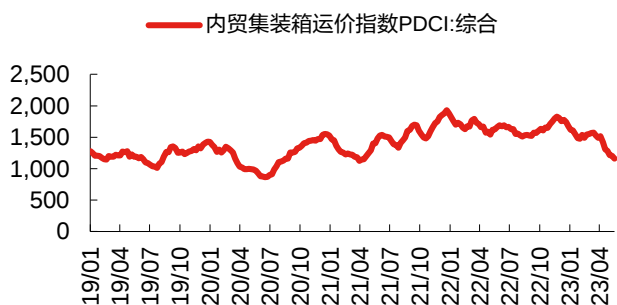
内贸集装箱运输：5月19日 PDCI 收于 1158.00 点，周环比-3.82%；2023 年以来均值 1451.37 点，同比-13.62%。

图 41：CCFI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 42：PDCI 指数

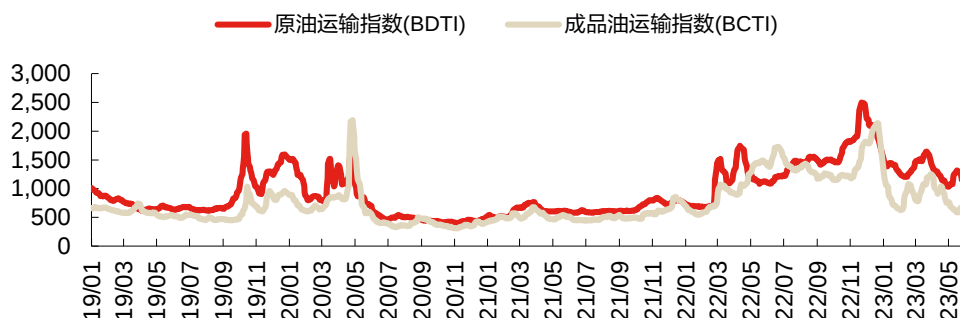


数据来源：Wind、东方证券研究所

油品运输：5月26日原油运输指数 BDTI 收于 1156.00 点，周环比-11.49%，2023 年以来均值 1331.52 点，同比 23.71%；成品油运输指数 BCTI 收于 670.00 点，周环比+14.53%，2023 年以来均值 878.89 点，同比-5.72%。

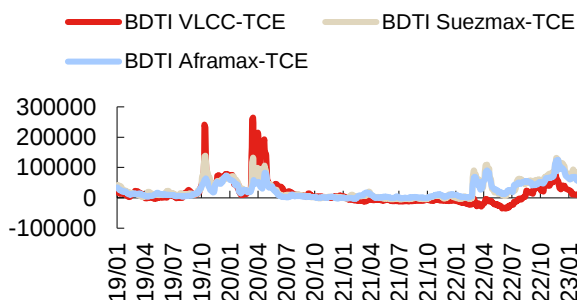
5月25日 VLCC-TCE 收于 17185.00 美元/天，周环比-9.24%；Suezmax-TCE 收于 53942.00 美元/天，周环比-10.92%；Aframax-TCE 收于 61445.00 美元/天，周环比-8.85%。中东至中国航线 TD3C-TCE 收于 27812.00 美元/天，周环比 1.01%。

图 43：BDTI&BCTI 指数



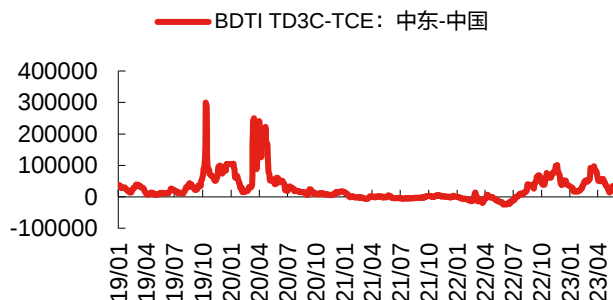
数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 44: 油轮各船型 TCE



数据来源：Clarksons, 东方证券研究所

图 45: TD3C-TCE: 中东-中国航线

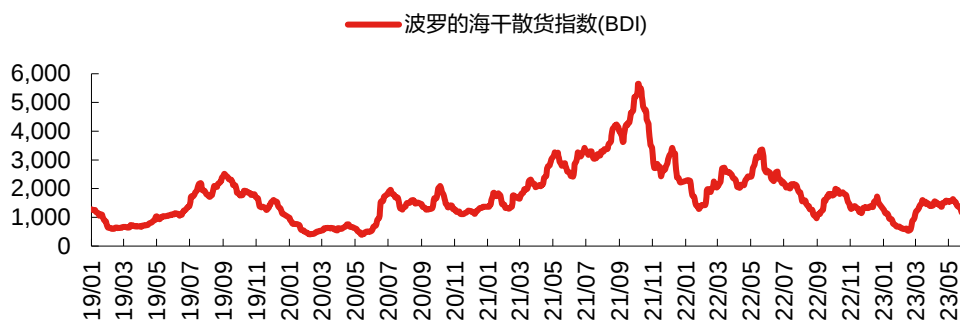


数据来源：Clarksons, 东方证券研究所

干散货运输：5月26日 BDI 收于 1172.00 点，周环比-15.32%，2023 年以来均值 1175.50 点，同比-47.80%；超级大灵便型运费指数 BSI 收于 946.00 点，周环比-12.16%，巴拿马型运费指数 BPI 收于 1119.00 点，周环比-8.43%；好望角型运费指数 BCI 收于 1683.00 点，周环比-20.05%；小灵便型运费指数 BHSI 收于 588.00 点，周环比-3.92%。

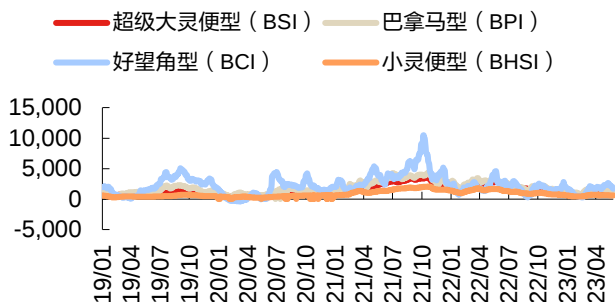
沿海散货：5月26日 CCBFI 收于 990.51 点，周环比+0.38%，2023 年以来均值 1052.97 点，同比-6.37%。

图 46: BDI 指数



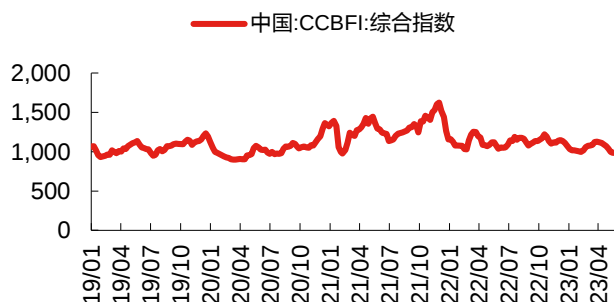
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47: 各船型运价指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 48: CCBFI 指数

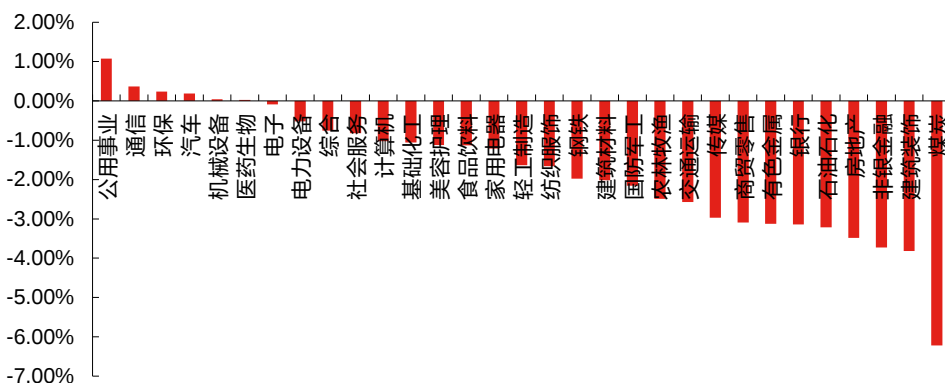


数据来源：Wind，东方证券研究所

行情回顾

本周（20230522-20230526）沪深 300 下跌 2.37%，交通运输板块下跌 2.58%，在申万 31 个一级行业中排名第 22。

图 49: 申万一级行业表现

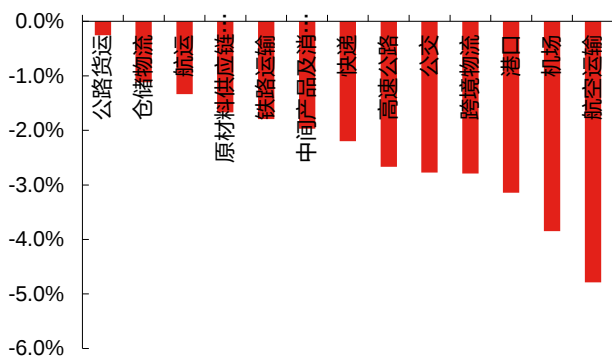


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

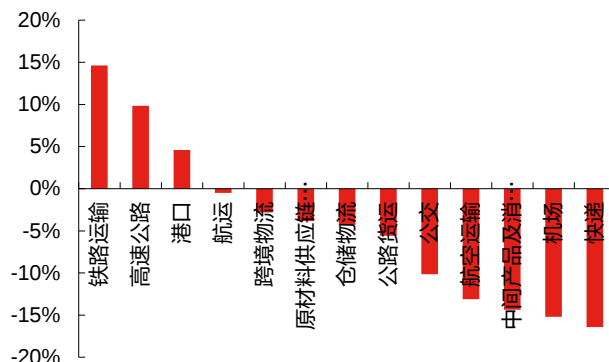
三级子行业中，公路货运（-0.3%）、仓储物流（-1.1%）和航运（-1.3%）跌幅相对较少，航空运输（-4.8%）、机场（-3.8%）和港口（-3.1%）跌幅前三。

图 50：交运子行业周涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 51：交运子行业年涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

本周个股涨幅前三分别为长久物流（6.51%）、厦门国贸（4.36%）和中谷物流（4.06%），跌幅前三分别为龙江交通（-10.86%）、南方航空（-8.01%）和中国国航（-7.93%）。

投资建议

持续推荐顺周期潜在超预期和低估品种 & 重视交运“中特估”潜在洼地

出行链：淡季布局，静待暑期旺季弹性

a) 航空：淡季逆市布局时机已至

一季报航司业绩深蹲起跳，行业大幅减亏，春秋吉祥盈利。短期来看出行量价齐升，旅客量逐步超越 2019 年和 2021 年，票价同比大幅上行表现突出。后续暑期旺季指引将全面上调，全面提前和拉高本轮航空大周期。

股价角度，目前已处于低估水平，逆市布局时机。

考虑恢复节奏结构性差异和股价位置，建议关注春秋航空(601021，未评级)、吉祥航空(603885，未评级)、中国国航(601111，未评级)、南方航空(600029，未评级)、中国东航(600115，未评级)。

b) 机场：国际航班快速恢复，关注头部机场免税弹性

在经历了 3 年疫情后，各大枢纽免税业务逐步恢复，基于疫情期间的消费压抑得到释放、疫情前尚未充分体现的免税销售潜力等，恢复期各机场免税销售或迎来跃迁式提升，将有效带动机场业绩快速转正和提升。短期枢纽机场迎来量价快速修复期，中长期机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。建议关注上海机场(600009，未评级)。

快递：重视直营快递顺周期机遇，通达系低位布局期已至

当前快递行业总体进入底部布局期：1）消费持续回暖，件量有望维持高速增长；2）政策监管下，行业总体无激烈价格战风险。短期局部性、阶段性、季节性价格波动较为正常，但基于监管环境和当前行业现状，总体无大规模价格战基础；3）量增价稳，成本改善，单票利润有望进一步提升。规模效应持续提升，叠加燃油、防疫开支等下降，各公司单票利润有望进一步提升。

通达系总体低位，量增价稳，成本改善，单票利润有望进一步提升，板块总体进入底部布局期。建议关注圆通速递(600233，未评级)、韵达股份(002120，未评级)、申通快递(002468，未评级)。

物流供应链潜在超跌/底部品种：

a）化工品供应链：长期看好化工供应链龙头高速增长、集中度提升机遇，建议关注密尔克卫(603713，未评级)、兴通股份(603209，未评级)，当前对应 23 年估值均不足 20 倍；

b）内贸集运：当前整体处于内贸集运淡季，基于行业格局稳定，散改集持续推进，或在旺季带来价格和成本超预期表现。推荐中谷物流(603565，增持)；

c）外贸链：一季度外贸表现超预期。建议关注外贸链条相关品种：华贸物流(603128，未评级)、东航物流(601156，未评级)等；

“中特估”催化，关注铁路板块行业趋势性变化：

一季度铁路板块上市公司普遍超预期，基础设施属性，铁路板块上市公司长期估值压制，“中特估”催化下，我们建议重视客货运内外部驱动力和供需格局发生的变化。

建议关注京沪高铁(601816，未评级)、铁龙物流(600125，未评级)、广深铁路(601333，未评级)、此外建议关注大秦铁路(601006，未评级)、西部创业(000557，未评级)、中铁特货(001213，未评级)

风险提示

- 1、宏观经济不及预期：**疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；
- 2、疫情冲击超预期：**疫情对经济、客运出行乃至货运领域影响深远，后续客流货流恢复节奏和幅度或不及预期；
- 3、政策不及预期：**行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；
- 4、油价和汇率大幅波动风险：**国际局势波动，导致油价和汇率大幅波动造成相关企业受损风险；
- 5、相关假设测算偏差风险：**报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有兴通股份（603209.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。