

交通运输

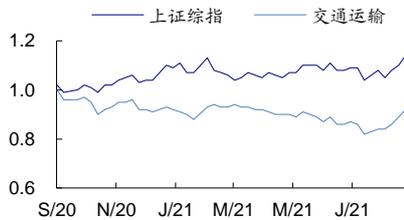
交运&中小盘行业周报

超配

(维持评级)

2021年09月14日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《交运&中小盘行业周报: 快递派费上涨释放积极信号, 持续推荐中小盘龙头》——2021-09-06
 《交运&中小盘9月投资策略: 中报陆续披露, 景气分化重视龙头》——2021-08-31
 《行业点评: 集运前瞻: 约价提升助推行业持续改善》——2021-08-25
 《2021年7月快递行业数据点评: 韵达单价同比转正, 快递竞争回归理性》——2021-08-24
 《交运&中小盘行业周报: 疫情消退将带动出行恢复, 浙江自然中报增45%》——2021-08-23

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 黄盈

E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010003

证券分析师: 罗丹

E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060003

证券分析师: 曾凡喆

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业周报

单价迎向上拐点, 推荐龙头快递

板块周度回顾:

航运: 本周 SCFI 综合指数报 4568.16 点, 环比升 1.4%。我们认为“继续涨价, 影响出口”在 2021 年的现实模型中已不具指导意义, 集运是全球竞争, 各国官方无法指导海外船公司, 船公司不涨价只会让利润流失到其它主体中, 一切都是供需决定。2021 年美线差价远高于欧线, 说明产业链不会用成本加成方式制定价格! 我们认为 2022 年船公司的利润很大一部分是从货代挤出, 预计会大幅抬升始于 10 月谈判的 2022 年合约价格, 依据群体、合作紧密度不同, 预计价格是 2011 年的 2-3 倍, 覆盖船公司 2022 年约 30% 的运量 (各家公司覆盖率会有差距); 叠加来年现货价格依旧坚挺, 集运环比 2021 年继续改善已是大概率事件! 建议配置核心标的-中远海控。

航空机场: 莆田再现疫情, 须予以密切关注。各航司 2Q 业绩及众多数据印证即便只靠国内线需求回暖, 航司大幅亏损的风险也已基本解除, 民营航司可实现盈利。国门开放无明确时间表, 各航司克制扩张冲动并积极调整机队结构适应国内线发展需求, 我们认为即便国门不开放, 2022 年在无明显疫情扰动的前提下各航司整体盈利表现有望进一步向疫情前靠拢。推荐三大航、春秋吉祥。航空主业收费规则的差异及免税租金的影响决定了国门未开放时, 仅凭国内线的强势复苏不足以拉动枢纽机场业绩全面回归。若国门全面开放, 枢纽机场国际客流恢复, 将大幅修复航空性收入及免税租金收入。推荐上海机场, 白云机场, 关注美兰空港。

快递: 近期, 四通一达均明确表示全网派费上调, 用以提高快递员收入。在高质量发展中促进共同富裕的指导思想下, 价格战已经无法使得竞争快速出清, 龙头之间有望达成价格同盟, 而当下正值快递旺季, 我们认为快递公司在同步上调派费后有望继续延续涨价节奏, 今年旺季通达系提价幅度和提价周期长度均有望明显优于往年, 快递小哥、加盟商以及快递公司总部均将享受快递价格上涨带来的利润红利。投资建议上, 中短期来看在政策指导下, 价格战激烈度和快递公司盈利能力将环比明显改善, 快递龙头公司将迎来一波估值提升的行情, 短期重点推荐圆通速递和韵达股份。

物流&中小盘: 精选物流行业优质个股, 推荐密尔克卫、华贸物流。双星新材业绩连续环增, 新材料贡献持续提升, 继续推荐; 浙江自然中报增 45%, 维持“买入”评级。此外, 推荐数码印花革命者宏华数科, 关注中际联合。

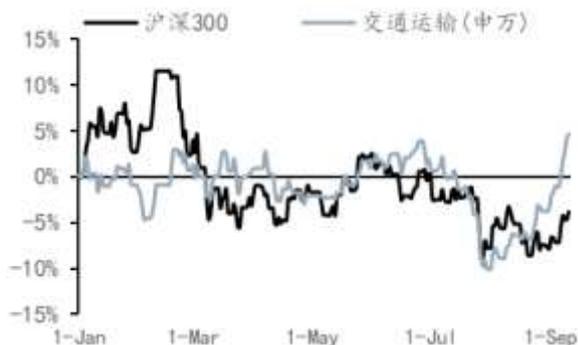
投资建议: 航运运价维持高位, 关注航空再度复苏的机会, 短期重点推荐圆通速递和韵达股份, 推荐中小盘龙头。推荐: 宏华数科、双星新材、浙江自然、中远海控、吉祥航空、春秋航空、三大航、密尔克卫、华贸物流、中通快递、韵达股份、嘉诚国际。关注上海机场、京沪高铁、中际联合。

风险提示: 宏观经济复苏不及预期, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动

本周回顾

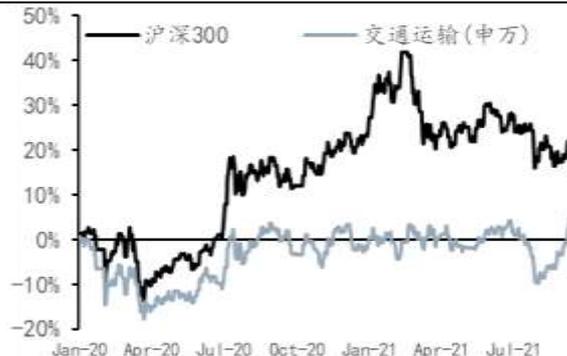
本周 A 股强势上涨，上证综指报收 3703.11 点，环比上涨 3.39%；深证成指报收 14771.87 点，环比上涨 4.17%；创业板指报收 3232.01 点，环比上涨 4.19%；沪深 300 指数报收 5013.52 点，环比上涨 3.52%。本周交运指数上涨 5.75%，相比沪深 300 指数跑赢 2.23pct。

图 1：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

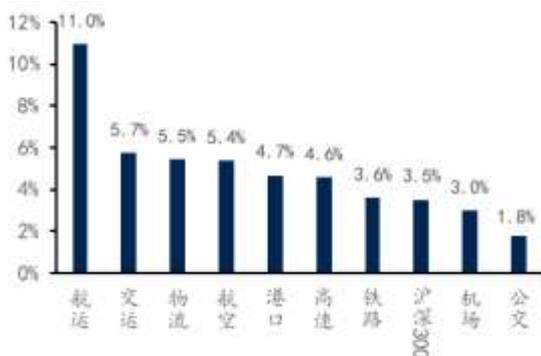
图 2：2020 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

本周交运子板块涨幅最大的为航运，涨幅为 11.0%，其次为物流、航空，涨幅分别为 5.7%、5.5%；个股方面，涨幅前五名为物产中大 (+16.9%)、海峡股份 (+15.2%)、中远海特 (+14.1%)、中远海控 (+12.4%)、建发股份 (+12.3%)；跌幅榜前五名为恒基达鑫 (-9.3%)、蔚蓝锂芯 (-7.1%)、珠海港 (-3.4%)、华鹏飞 (-2.7%)、海晨股份 (-2.4%)。

图 3：本周各子板块表现 (2021.9.6-2021.9.10)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：本月各子板块表现 (2021.9.1-2021.9.10)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600704.SH	物产中大	7.12	16.9%	17.1%	67.1%
2	002320.SZ	海峡股份	7.81	15.2%	25.2%	30.5%
3	600428.SH	中远海特	6.78	14.1%	16.3%	49.5%
4	601919.SH	中远海控	22.42	12.4%	8.1%	138.7%
5	600153.SH	建发股份	9.15	12.3%	17.6%	18.7%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600233.SH	圆通速递	12.18	11.4%	29.0%	7.4%
2	002320.SZ	海峡股份	7.81	15.2%	25.2%	30.5%
3	603885.SH	吉祥航空	16.83	8.6%	18.7%	48.9%
4	002120.SZ	韵达股份	18.27	3.3%	18.6%	16.8%
5	002928.SZ	华夏航空	11.04	10.2%	17.8%	-12.3%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603032.SH	*ST 德新	37.97	2.4%	8.2%	155.2%
2	601919.SH	中远海控	22.42	12.4%	8.1%	138.7%
3	603565.SH	中谷物流	38.47	3.6%	6.0%	124.9%
4	300350.SZ	华鹏飞	10.00	-2.7%	9.9%	98.4%
5	603223.SH	恒通股份	36.80	1.5%	-4.2%	96.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	002492.SZ	恒基达鑫	5.94	-9.3%	-6.6%	13.8%
2	002245.SZ	蔚蓝锂芯	21.92	-7.1%	-3.9%	69.3%
3	000507.SZ	珠海港	7.94	-3.4%	7.6%	41.2%
4	300350.SZ	华鹏飞	10.00	-2.7%	9.9%	98.4%
5	300873.SZ	海晨股份	45.93	-2.4%	-1.2%	8.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2 投资观点综述

2.1 交运板块

航运:

本周 SCFI 综合指数报 4568.16 点, 环比升 1.4%, 其中, 地中海航线报 7365 点, 环比升 1.0%, 欧线报 7491 点, 环比升 0.6%。

当前欧美线持续爆仓, 大量货柜依旧无法按时出货, 9 月开始的圣诞出货旺季即将到来, 10 月开始船公司又要酝酿新一轮的 2022 年约价谈判, 那么现在要讨论的问题是: 疫情短期是看不到结束, 船公司会如何制订策略? 答案显然是船公司会大幅胜出, 拿回更多的收益, 即和货代重新分配利润空间, 其原因在于:

- 1、价格已不可同日而语: 当前市场价格远高于 2020 年底, 欧地线高了 5 倍; 美西、美东线高了 4 倍; 约价水涨船高是必然, 对于船公司来说, 按照现在市场价打个对折给货代, 运价比去年高一倍还多;
- 2、保障舱位, 货代割爱: 签约意味着舱位保障, 疫情下大货代也要保障下游直客的常年出货需求, 让步利润会是大概率事件;
- 3、2021 年的经验: 中短期看不到运价回落的空间, 2022 依旧会是集运大年。

我们认同当前行业从业者的主流判断，2022 年集运的价格会依旧强势并极有可能超预期，其原因在于本轮集运的供需改善源于疫情席卷全球后：

- 1、 中国疫情处置得当，供应链恢复优于海外，大量出口订单回流国内，这种状态中期不会结束，中国距离欧美、亚非拉的运距都很长，利于吸纳运力；
- 2、 全球疫情导致船舶、码头、内陆集疏运的周转效率远低于常态，叠加欧美国家的码头、物流行业罢工频发，这种情况加剧了运力、集装箱资源的消耗，供给进一步收缩；
- 3、 疫情的褪去不可能一蹴而就，运力吃紧的现状缓解需要全球疫情同步改善，目前各国船舶停靠主要码头都需要排队检测新冠，不妨假设一种场景：2022 年假设欧美疫情大幅改善，这样就能提升上海港的操作效率吗？实际情况是未必，首先，船上如果有其它疫区的转运货物，排队检测一样做；其次，码头若有其它疫区排队检测的人、货，码头运转效率还是无法恢复；最后，2020 年的盐田、宁波港都出现疫情突发现象，个别事件都会让现货价格大幅向上波动；
- 4、 从宏观角度来看，欧美国家货币宽松政策未变，国内疫情控制不利，消费品从中国进口需求依旧旺盛；放眼中国，制造业升级如火如荼开展，各类原材料、设备进口和大宗商品价格同步强势，BDI 也追随集运价格再次大幅反弹。

我们认为“继续涨价，影响出口”在 2021 年的现实模型中已不具指导意义，集运是全球竞争，各国官方无法指导海外船公司，船公司不涨价只会让利润流失到其它主体中，一切都是供需决定。2021 年的美线差价远高于欧线，说明产业链不会用成本加成方式制定价格！我们认为 2022 年船公司的利润很大一部分是从货代挤出，预计会大幅抬升始于 10 月谈判的 2022 年合约价格，依据群体、合作紧密度不同，预计价格是 2011 年的 2-3 倍，覆盖船公司 2022 年约 30% 的运量（各家公司覆盖率会有差距）；叠加来年现货价格依旧坚挺，集运环比 2021 年继续改善已是大概率事件！建议配置核心标的-中远海控。

航空板块：

莆田再现疫情，密切关注其发展态势。

各航司中报披露完毕，二季度大航集体大幅减亏，民营航司均单季盈利并实现中报扭亏。二季度各公司国内线运价虽相比 19 年同期仍有一定差距，但供需敞口相比 2020 年已经显著缩小。各方面数据印证表明，海外运力回流带来一定供给压力，但即便只靠国内线需求回暖，航司大幅亏损的风险也已经基本解除，民营航司可实现盈利。

国门开放无明确时间表，各航司仍克制扩张冲动，并积极调整机队结构，增加窄体机比重适应国内线发展需求，2021 年 1-8 月国内航司客机引进（不含退出）数量为 98 架，保持低位。供给延续收紧态势，需求进一步回暖并持续增长，我们认为即便国门不开放，2022 年仅依靠国内线复苏，在无显著疫情扰动情况下各航司整体盈利表现有望向疫情前进一步靠拢。推荐三大航、春秋航空、吉祥航空，关注华夏航空。

机场板块:

各机场业绩披露，三大枢纽延续亏损，说明航空主业收费规则的差异及免税租金的影响决定了国门未开放时，仅凭国内线的强势复苏不足以拉动枢纽机场业绩全面回归。

机场阶段性议价能力的下降更主要是来自于不可抗力下，短期国际客流断崖式下滑时的权益之举长期来看，机场是国际客流的核心集散地，流量垄断地位无可比拟，而海南离岛免税的蓬勃发展有望壮大一批免税运营商，未来机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权。国际惯例来看，成熟市场市场化谈判中机场作为地主方均具备较高的收费能力。疫情消退后，机场议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。

在国家大力发展海南自贸岛建设的大背景下，海口作为海南省的经济中心将充分发挥其对产业、客流、物流的聚集效应，旅客量有望进一步增长。美兰空港航站楼投产后产能持续提升，且在免税限额放开的加持下，免税租金收入将持续提高，建议密切关注。具体标的上，推荐上海机场、白云机场，关注北京首都机场股份、深圳机场、美兰空港。

快递板块:

今年7月行业业务量同比实现了28.8%的较高速增长，增速稳定在高位；快递监管部门4月开始管控义乌地区的无序竞争，该地区快递价格最低价已经从1元以下提高到1.4元以上，在政策指导和管控下，快递行业价格战有所缓和，7月行业价格环比下降2.1%，价格战维持缓和趋势。考虑到（1）电商继续向低线城市和农村渗透，根据国家邮政局数据，我们可以看到目前三四五线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市，3月5日的政府工作报告也提出要健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村；（2）自2014年微商和跨境进口电商兴起到2018年拼多多兴起再到2020年直播带货兴起，线上销售模式不断创新，不断拓宽消费人群以及消费品类；（3）疫情其实进一步加强了大众线上消费习惯，我们认为中期内我国快递需求仍然将维持较景气的增长态势，我们预计2021年行业业务量规模有望超过1100亿件，增速有望近30%。

近期，四通一达均明确表示全网派费上调，其中中通、韵达、圆通和申通均宣布自9月1日起，全网末端派费每票上涨0.1元，用以提高快递员收入。六大快递公司同步上调派费，对总部公司的影响在于，一是保障终端快递小哥的权益，有利于增强网络稳定性；二是总部上调派费有利于减轻加盟商的人力成本压力，由于总部承担了全网的利益分配职能，从而也减轻了总部给予加盟商补贴的压力；三是竞争对手同步上调派费，成本有望顺利转嫁到终端。中短期来看，在保障快递小哥权益、维护市场良性竞争、提倡高质量发展的大背景下，价格战无法使得竞争快速出清，龙头之间有望达成价格同盟，而当下正值快递旺季，我们认为快递公司在同步上调派费后有望继续延续涨价节奏，今年旺季通达系提价幅度和提价周期长度均有望明显优于往年，快递小哥、加盟商以及快递公司总部均将享受快递价格上涨带来的利润红利。中长期来看，未来竞争格局出清后，行业业务量对于剩下的玩家肯定是充足的，价格战有望停息甚至短期出现涨价，这个周期内，胜出的玩家有望享受量价齐升的红利。在出清之前，龙头快递保持投资力度、保证充足产能是必不可少的。

投资建议上，政策管控快递无序竞争、保障快递小哥权益有利于行业中长期的高质量发展，中短期来看在政策指导下，价格战激烈度和快递公司盈利能力将环比明显改善，快递龙头公司将迎来一波估值提升的行情；中长期来看，市场竞争出清的趋势不变，最终胜出的龙头将享受量价齐升的红利。短期重点推荐圆通速递和韵达快递。

物流板块:

重点推荐成长性突出的物流个股，推荐标的密尔克卫、华贸物流。

密尔克卫披露 2021 年半年报，整体业绩符合预期。2021 上半年实现营收 34.6 亿元 (+133.06%)，归母净利润 1.84 亿元 (+30.46%)，扣非归母净利润 1.85 亿元 (+35.44%)。其中二季度单季营收 20.18 亿元 (+137.7%)，归母净利润 1.06 亿元 (+21.0%)，公司当前处于业务结构的调整阶段，叠加 2020 年二季度是公司单季度净利润金额最高的季度，基数压力较大，我们认为公司二季度业绩整体符合预期。

得益于快速成长的供应链业务，公司收入快速成长。1) 物流：剔除贸易板块收入后，预计公司 2021 年上半年物流与其他收入达到 23.15 亿元，同比增长 84.3%。我们认为海运运价推升货代收入增长为物流板块增长主因。2) 化工品交易：2021 年上半年，公司的化工品交易板块收入 11.47 亿元，同比增长 400.52%。过去货代毛利率基本在 12-15%之间，化工品交易的毛利率则在 2-7%之间，远低于仓储业务超过 40%的毛利率水平。21H1 货代收入占物流收入接近 6 成；化工品交易则是由于公司战略布局大幅增长 400%至 11.46 亿，收入占比从 20 全年的 20%提升至 33%。

期待化工物流与交易的协同效应。我们认为公司产能扩张的步伐从未停止，对交易业务的探索并非是在物流主业上有所徘徊，而是加强化工品交付能力的一环，与物流业务存在协同效应，公司半年报亦有提及，化工交易对物流业务的装载率等是有正面作用的，但当前公司的交易业务整体规模尚不算大，我们认为随着交易业务的体量扩张，对物流业务的拉动、物流成本的摊薄、二者的协同效应将会更加明显。

维持“买入”评级。我们认为公司短期正在经历业务边界的扩张，从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司，但就短期而言，化工品交易的建设、国际海运运价的高企对公司当前的表观利润率难免有所影响，但公司扩张目前较为顺利。此外，公司的物流主业也在沿着原定路线扩张，预计疫情缓和后的开发与外延收购可能加速，随着以上事项落地与高基数压力减小，预计下半年业绩增长将高于上半年，因此我们维持公司 2021-2023 年 4.3、6.0、8.1 亿的归母净利润不变，已进入具有强估值吸引力区间，继续推荐。

此外，继续看好华贸物流。公司业务受益于跨境电商邮政小包的放量以及国际货运价格的高企，远期逻辑上，疫情有望带来货代行业集中度的提升，公司在跨境电商领域不断加强布局，强者恒强，特种物流子公司拓展铁路代理多式联运业务，维持“买入”评级。

2.2 中小盘

宏华数科：数码印花革命引领者

专注数码喷印技术多年，当前为全球领先数码印花设备与墨水商。公司主要产品为纺织数码喷印设备及墨水，其中数码喷印设备可分为数码直喷印花机、数码喷墨转移印花机、超高速工业喷印机三种，历年毛利率水平稳定在 40% 以上。根据 WTIIN，2017-2018 年公司设备生产的纺织品占全球数码印花产品总量的 12% 和 13%，仅次于 MS 和 EFI-Reggiani 位居世界第三。公司在国内高端产品中市场占有率第一。

数码印花市场：渗透率低，天花板高，适应纺服新型供应链；数码印花方式相对于传统的制版印花，在印花的灵活度、环保程度、能耗减少等方面都具有领先优势，数码印花方式无需模具，可以快速适应新时代快消品的产品迭代，同时更为节水节能。到 2018 年为止，全球使用数字印刷的纺织品生产比例只有 5~8% 左右，欧洲数码印花渗透率达到 25-26%，国内仅为 10-11%，东南亚、巴基斯坦、印度、印尼等国家更有极大的渗透率提升空间。

公司核心竞争力：技术全球领先，性价比与商业模式上兼具优势。公司沉淀数码印花行业多年，在各项指标上全球领先，与海外品牌并驾齐驱，但国产设备借助其规模化优势，预计在性价比上领先。此外，海外品牌所在母公司从利润率角度落后公司。另外公司设备与耗材兼具，由于原厂墨水与设备之间的耦合度更好，公司能够借助自己在设备市场占有率上的优势，提升墨水销量。规模效应下，墨水与设备价格若能下降，有望反向促进渗透率的提升。

首次覆盖给予“买入”评级。公司是海内外领先的数码印花设备龙头，将迎来行业红利与公司成长的双击。预计公司 21-23 年净利润 2.43、3.73、5.75 亿元，21-23 年复合增速 54%，公司合理市值对应 2022 年 65-70x，市值在 242-261 亿元之间，首次覆盖给予“买入”评级。

双星新材：新材料突破放量，加速推动国产替代！

市场未意识到公司技术突破导致业绩超预期

公司传统上做 BOPET 包装膜，19 年光学膜技术突破后，56 万吨产能中的 30 万吨用于生产光学、光伏等新材料产品，20 年新材料板块贡献 50% 收入及 56% 的毛利，新材料产品毛利平均高于传统包装膜毛利 5-10 个点，由于 20 年业绩释放恰逢化工周期上行，这导致投资人惯性思维是周期导致业绩大幅反弹，而忽视了产品结构变化。

一体平台化的模式，光学基膜加速替代进口，新品推广显著加快

就当前情况看，双星是国内唯一具备新材料光学级切片-基膜-成品膜规模化生产能力的公司，尤其是光学基膜的突破，彻底改变了该领域长期依赖日韩进口的状况，同指标产品价格目前已低于进口竞品 30-40%，这使得公司复合、增亮、扩散等成品膜加速推广至国内面板产业链，预计 2021 年公司成品膜销售面积

同比翻倍，超过 2 亿平（复合膜展开面积算）；除面板产业链以外，在下游中国主导的光伏、电子产业链中，背板膜、MLCC、电子离保（可参考斯迪克相关收入）等光学级产品需求旺盛，调研结果看，今年公司年化产能接近 70 万吨，而意向订单已接近 100 万吨。

产能释放，订单饱满，股权激励彰显业绩成长和确定性

公司存量产能 56 万吨，新材料产能 30 万吨，9 月份前公司将陆续交付 30 万吨光学级薄膜产能，1Q22 公司 20 万吨产能也将完成交付，这将有效满足客户订单需求。

赋能中国制造，产品升级将会长期趋势

伴随电子、面板、光伏产业链在国内的扎根，涌现出京东方、宁德、恩杰、先导、杉杉、三利谱等一系列产业细分龙头，我们判断双星已迈过 PET 新材料用膜的第一道坎，具备细分行业龙头的潜力，预计后续产品销售量和新产品推广大概率超预期，目标群体除海外巨头外，核心是国内一线面板、光伏、电子类企业，目前已放量的下游包括三星、海信、中来、赛伍、中环等。

投资建议

21-23 年公司新材料收入占比将逐年提升，预计毛利占比为 77%、87%和 90%，归母净利润分别为 11.9 亿元、16.5 亿元、21.6 亿元，增速为 65%、39%、31%；2021 年公司净利润中传统、新材料板块占比匹配于毛利，分别为 2.74 和 9.16 亿，给予传统板块 8 倍、新材料板块 25 倍的分部估值法（市场可比标的对应 21 年估值约为 30 倍），短期先看 250 亿。

浙江自然：户外运动新兴龙头，开启新一轮成长曲线

公司深耕户外用品行业，主要产品为基于热熔接技术的床垫等产品

公司的产品基于 TPU 几项核心技术：TPU 薄膜及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术、高周波熔接技术、热压熔接技术等，公司将以上技术应用于户外运动领域，当前的主要产品体系包括充气床垫、户外箱包、头枕坐垫等户外用品，主要从事其研发、设计、生产与销售。公司主要客户包括迪卡侬、SEATOSUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等海内外著名运动品牌及商超渠道。

基于研发与技术实力，产品类型有望快速扩充

我们认为公司在 TPU 面料核心技术上的积累有望在多个品类上复制，公司专有的研发团队对于面料、工艺的理解深刻，积累了多项专利技术，当前的研发项目并不局限于公司现有的产品。另外，公司和迪卡侬等海外头部户外用品品牌多年合作，关系稳定，ODM 行业的特点决定了以销定产的形式更为广泛，因此新品类的需求风险较小。我们认为其未来的产品线扩充将会快于市场的预期。

产能增长有望快于预期，支撑公司业绩成长

公司过去的成长掣肘为产能扩张速度有限。上市后，公司多个募投项目将支撑产能进一步加大。我们认为公司的产能扩张可能快于预期，我们通过分拆过去几年公司的固定资产与在建工程后发现，已有部分在建工程转固，2020 年公司

固定资产房屋建筑物增加 316%、机器设备增加 125%，预计 TPU 面料产线已经进入预定可使用状态，我们相信新增产能有望支持公司的中期成长。

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.2、3.0、3.9 亿，对应当前股价 PE 分别为 22、16、12x，20-23 年复合增长 35%，我们认为公司股票价值在 70-81 亿元之间，2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 37 倍，相对于公司目前股价有 46%-69%溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

中际联合：迎难而上，安全护航

公司成为国内风电高空安全作业设备领域的隐形冠军

中际联合从事专用高空安全作业设备的制造和销售，产品主要服务于风电市场。公司产品矩阵完整，可以满足于高中低端的不同升降产品需求以及不同大防护需求。我们估计 2020 年公司的高空安全升降设备在国内新增风机市场占有率近 70%，市场地位显著，居于领先地位，且有所增长。公司在国内没有真正的竞争对手，竞争对手主要在国外。

行业景气，国内外业务同步快速拓展，收入实现高增长

我们预计 2020 年风电高空安全作业设备（升降机+免爬器）国内市场规模约 8 亿元，国外市场规模与国内规模估计相近，受益于“存量升级+增量释放”，国内外风电高空安全作业设备行业均处于景气周期，未来有望维持较快增长。

中际联合最核心的销售产品是塔筒升降机和免爬器，该两大产品在国内和国外市场的拓展均处于高速成长期。公司产品在国内销售高增长的驱动力主要来自于三方面，一是行业新增项目的需求，二是行业存量项目的升级需求，三是市占率提升。就国外市场来说，公司已经成功拓展了印度和美国市场，未来在国外还有很大的市占率提升空间。受益于以上原因，公司收入规模从 2017 年的 2.89 亿元增长至 6.81 亿元，年复合增速达到 33%。

“研发技术+品牌+资质”构筑坚实竞争壁垒，盈利能力强

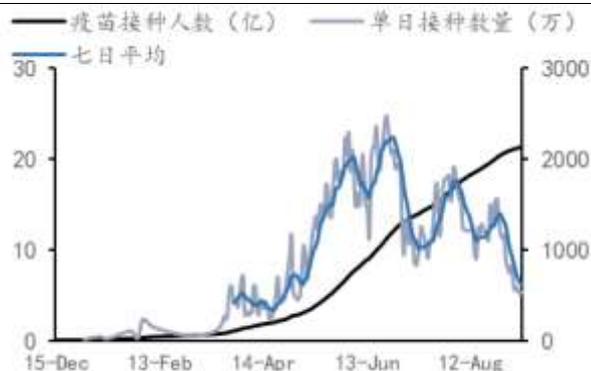
中际联合的核心竞争壁垒主要体现在三方面：（1）公司自成立以来始终重视研发创新，近三年研发费用占收入比例稳定在 4.9%左右，高于其他可比公司。（2）通过长期的积淀，公司已经积累了广泛的优质客户基础，具有品牌效应。（3）资质和产品认证需要投入大量时间和研发费用，公司已经获取了 65 项国内外资质认证，为公司开拓国内外市场打下基础。由于公司竞争格局优以及壁垒高，公司享受了超过 50%的高毛利，净利润从 2017 年的 0.72 亿元增长至 2020 年的 1.85 亿元，年复合增速达到 37%。

给予“增持”评级

预计公司 21-23 年收入分别为 8.0 亿、9.4 亿、10.8 亿，归母净利润分别为 2.4 亿、3.2 亿、3.9 亿，同比增 28.1%、34.5%、22.4%，给予中际联合“增持”评级，目标价 68.2 元，目标价对应 21-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 31.6X、23.5X、19.2X。

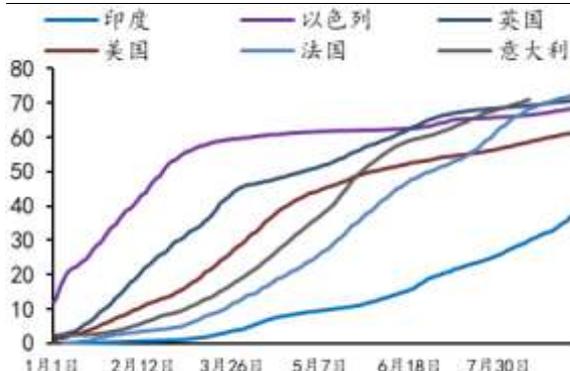
3 行业数据概览

图 5: 中国疫苗接种走势图



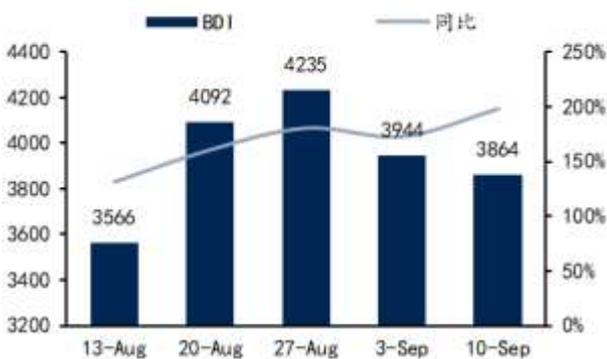
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 全球主要国家疫苗接种比率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 此数据为至少完成一剂接种的人数

图 7: BDI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: BPI 走势



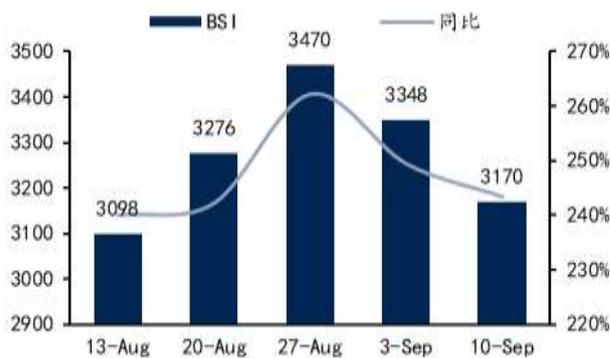
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: BCI 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: BSI 走势



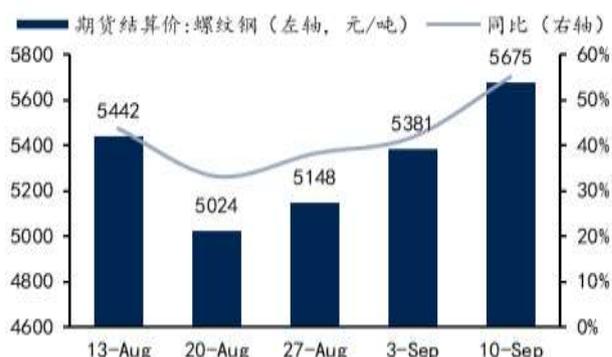
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: CDFI 煤炭运价指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 螺纹钢期货价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 新加坡燃料油价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 原油运输指数(BDTI)



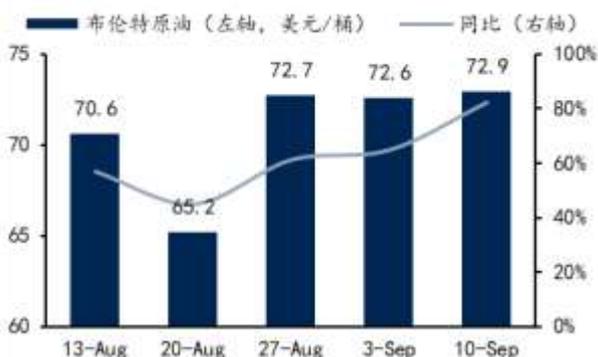
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 成品油运输指数(BCTI)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 国际油价——布伦特原油



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 国际油价——WTI 原油



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: CCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4 本周行业重大事件及重点公司公告

表 3: 本周交运公司重点公告

子板块	公告内容	公告日期
港口	北部湾港公布 8 月份港口吞吐量数据, 货物吞吐量 2341.66 万吨, 同比增加 5.26%。	2021/9/6
公路	楚天高速独立董事李娟女士辞职。	2021/9/8
公路	招商公路公布全资子公司北仑(香港)投资有限公司完成注销。	2021/9/9
公路	龙江交通公布持股 5%以上股东之一致行动人进行股票质押式回购交易的公告。	2021/9/9
航空	华夏航空公布公司股份回购报告书, 回购金额不低于人民币 5,000 万元, 不超过人民币 10,000 万元, 回购价格不超过人民币 15 元/股。	2021/9/7
航空	春秋航空副总裁王清晨先生辞职。	2021/9/8
航运	海峡股份公告决定注销全资子公司司南游艇。	2021/9/8
航运	渤海轮渡董事长冯万斌先生辞职。	2021/9/9
航运	中远海特公布 8 月份主要生产数据, 8 月份运量 1,067,401 吨, 同比增长 0.4%。	2021/9/11
机场	白云机场公布更正后的 8 月生产经营数据, 起降架次 24,474.00 架次, 同比减少 34.18%; 旅客吞吐量 2,298,488.00 人次, 同比减少 50.15%; 货邮吞吐量 166,933.20 吨, 同比增加 9.18%。	2021/9/7
机场	深圳机场公布 8 月份生产经营快报, 旅客吞吐量 221.32 万人次, 同比减少 44.66%。	2021/9/10
快递	韵达股份公告控股股东的一致行动人减持公司股份比例达到 1%。	2021/9/11
快递	圆通速递副总裁兼财务负责人林凯先生辞职。	2021/9/11
铁路	大秦铁路公布 8 月份大秦线生产经营数据, 8 月份公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3,572 万吨, 同比增长 3.09%; 日均运量 115.23 万吨。	2021/9/9
物流	华鹏飞公布公司原持股 5%以上股东减持计划实施进展暨减持计划数量过半的公告, 安赐捌号累计减持本公司股份 202,600 股, 占公司总股本的 0.036%。	2021/9/7
物流	德邦股份公布控股股东减持股份结果, 控股股东德邦控股共持有股份 685,438,161 股, 占当前总股本 66.74%。	2021/9/8
物流	新宁物流公布股东宿迁京东振越企业管理有限公司减持比例达到 1%, 占公司总股本比例 7.97%, 曾卓持有股份占总股本比例 8.13%, 公司第一大股东变更为曾卓。	2021/9/9
物流	普路通公告大股东陈书智先生拟减持公司股份不超过 7,466,361 股。	2021/9/9
物流	*ST 飞马公布公司重整计划执行进展, 重整计划尚未执行完毕主要事项为黄壮勉先生让渡 50%股票事项。	2021/9/10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5 近期重点报告回顾

5.1 中际联合深度报告: 迎风而上, 安全护航

公司成为国内风电高空安全作业设备领域的隐形冠军

中际联合从事专用高空安全作业设备的制造和销售，产品主要服务于风电市场。公司产品矩阵完整，可以满足于高中低端的不同升降产品需求以及不同大防护需求。我们估计 2020 年公司的高空安全升降设备在国内新增风机市场占有率近 70%，市场地位显著，居于领先地位，且有所增长。公司在国内没有真正的竞争对手，竞争对手主要在国外。

行业景气，国内外业务同步快速拓展，收入实现高增长

我们预计 2020 年风电高空安全作业设备（升降器+免爬器）国内市场规模约 8 亿元，国外市场规模与国内规模估计相近，受益于“存量升级+增量释放”，国内外风电高空安全作业设备行业均处于景气周期，未来有望维持较快增长。

中际联合最核心的销售产品是塔筒升降机和免爬器，该两大产品在国内和国外市场的拓展均处于高速成长期。公司产品在国内销售高增长的驱动力主要来自于三方面，一是行业新增项目的需求，二是行业存量项目的升级需求，三是市占率提升。就国外市场来说，公司已经成功拓展了印度和美国市场，未来在国外还有很大的市占率提升空间。受益于以上原因，公司收入规模从 2017 年的 2.89 亿元增长至 6.81 亿元，年复合增速达到 33%。

“研发技术+品牌+资质”构筑坚实竞争壁垒，盈利能力强

中际联合的核心竞争壁垒主要体现在三方面：（1）公司自成立以来始终重视研发创新，近三年研发费用占收入比例稳定在 4.9%左右，高于其他可比公司。（2）通过长期的积淀，公司已经积累了广泛的优质客户基础，具有品牌效应。（3）资质和产品认证需要投入大量时间和研发费用，公司已经获取了 65 项国内外资质认证，为公司开拓国内外市场打下基础。由于公司竞争格局优以及壁垒高，公司享受了超过 50%的高毛利，净利润从 2017 年的 0.72 亿元增长至 2020 年的 1.85 亿元，年复合增速达到 37%。

给予“增持”评级

预计公司 21-23 年收入分别为 8.0 亿、9.4 亿、10.8 亿，归母净利润分别为 2.4 亿、3.2 亿、3.9 亿，同比增 28.1%、34.5%、22.4%，给予中际联合“增持”评级，目标价 68.2 元，目标价对应 21-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 31.6X、23.5X、19.2X。

5.2 宏华数科点评：产能扩张进度超出预期，股权激励绑定员工利益

上半年业绩高速增长，净利润增速超出指引上限

2021 上半年公司实现营收 4.56 亿元（+56.42%），归母净利润 1.08 亿元（+49.36%），扣非归母净利润 1.05 亿元（+55.25%）。归母净利润增长超出公司招股书中的指引。公司同时披露 2021 年限制性股票激励计划草案，拟向 179 人，以 136 元/股价格授予不超过 50 万股限制性股票。

设备与耗材兼顾，墨水增长速度快于设备

分拆公司合同产生的收入情况，1H21 数码喷印设备产生收入 2.76 亿，墨水收入 1.42 亿，其他收入 3265 万元，占收入比重分别为 60.6%、31.3%与 7.2%，同比 2020 全年墨水收入占比为 27.8%，21 上半年公司墨水收入的占比显著提升，体现出原厂墨水作为耗材，与设备同时向下游客户销售的协同效应。

毛利率保持较高水平

1H2021, 公司实现毛利额 1.96 亿, 同比增长 55.29%, 毛利率 43.01%。公司毛利率 18 年以来均在 42% 以上。盈利能力会是公司巨大的竞争优势, 全球数码印花设备市场的竞争格局为 2 家意大利企业与宏华数科排名前三, 但在同样参数、更优价格的基础上, 宏华数科拥有远超同行竞争者的利润能力, 这将会为公司的长期竞争打下深厚壁垒。

产能快速超出预期, 2021 年底进入试生产阶段

公司 IPO 募投项目为“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”, 目前该项目公司已经试用自有资金推动, 当前基本完成土建施工并进入相关生产设备的安装阶段, 预计 2021 年底可以进入试生产阶段, 投产进度快于预期。此外, 该项目建成后, 公司将具备年产 5000 吨数码印花墨水的能力。作为对照, 公司 2020 年设备销量 617 套, 墨水销量 2779 吨, 扩张幅度较大。产能扩张将对公司未来两年的业绩与市占率扩张起到强有力支持。

投资建议: 维持“买入”评级

公司是海内外领先的数码印花设备龙头, 将迎来行业红利与公司成长的双击。考虑公司 2021 年末产能扩张超出预期, 我们维持 21 年业绩预测不变, 将 22-23 年净利润预测由 3.73、5.75 亿元上调至 3.81、5.91 亿, 21-23 年复合增速 56%, 维持“买入”评级。

5.3 韵达股份中报点评: 毛利润同比正增长, 维持核心竞争力

非经营因素拖累, 二季度业绩同比下滑

2021 年二季度营收 98.8 亿元(+13.6%), 扣非归母净利润 2.11 亿元(-29.6%), 主要由于财务费用增加、计提应收坏账、理财产品损益变动等非经营因素导致净利同比大幅下滑, 而公司二季度毛利润同比实现了 12% 的正增长。

快递价格单价降幅收窄, 业务量增速也有所回落

今年 4 月份以来, 一方面得益于相关监管部门不断加码对快递行业无序竞争的管制, 另一方面龙头开始重视服务质量的良性竞争, 行业竞争明显缓和, 二季度公司快递单价同比下降 7.1%, 降幅环比大幅收窄(一季度为 19%)。二季度公司业务量达到 46.6 亿票, 同比增长 25.2%, 受价格策略影响, 业务量增速也明显回落(去年全年增速为 41%), 二季度公司市占率达到 17.0%, 环比有所提升。

单位成本较快下降, 加大资本开支保证产能和竞争力

得益于规模效应、提升装载率、优化现场管理, 公司 2021 年上半年单票快递成本同比下降 12.2%, 降幅高于竞争对手。受益于单位成本下降以及二季度价格战有所缓和, 公司二季度毛利率为 8.9%, 同比基本持平。今年二季度公司非经营性损失明显增加, (1) 由于公司去年通过债务渠道融资, 导致二季度财务费用同比增加; (2) 由于拓展大客户导致应收账款账期延长以及加盟商资金压力较大, 公司二季度信用减值损失同比增加; (3) 二季度交易性金融资产产生了公允价值变动损失。公司持续增加核心资产、扩充产能、维持竞争力, 2021 年二季度资本开支为 16.7 亿元, 投入力度同比、环比均加大。

5.4 嘉诚国际中报点评：产能释放拐点已现，单季新高！

嘉诚国际披露 2021 年中报

上半年实现营业收入 5.96 亿，同比增长 19.7%，实现归母净利润 1.01 亿（预增数据为 0.98-1.03 亿），同比增长 23.9%，扣非归母净利润 9384 万元（预增数据为 9130-9630 万），同比增 58.0%，其中二季度收入 3.46 亿，同比增 1.24%，归母净利润 6177 万，同比增 32.9%，扣非归母净利润 5641 万元，同比增 35.4%。

营收毛利双升，费用率相对平稳，单季度扣非利润历史新高

嘉诚国际港二期于上半年实现试运营，公司综合物流收入同比显著提升，拉动公司营收快速增长。毛利润明显改善，上半年为 1.71 亿，同比增四成，其中二季度毛利润 1.0 亿，同比增 25.0%。上半年公司毛利率突破历史 24% 左右的中枢达到 28.67%，同比增 4.32pct，二季度毛利率 29.0%，同比升 5.52pct。费用端整体平稳。得益于收入快速增长及利润率提升，公司单季度扣非前后业绩创历史新高。

产能释放拐点已现，内生外延助力成长

嘉诚国际港二期即将全面投产，三期项目已经开展建设，海南项目、大湾区（华南）国际电商港项目均将陆续上马。此外，公司扩张区域不限于广州海南，布局方式或将考虑外延，打开长期增长空间。

投资建议：维持“买入”评级，合理股价 53.2-58.5 元

伴随广州嘉诚国际港部分面积的试运营，公司 2Q 业绩出现显著拐点，我们判断全部 52 万平（存量产能 15 万平）将在 3 季度末陆续投入运营并开始加速释放业绩；定位免税+跨境物流的海南 21 万平仓储也会在 2022 年 4 季度投入运营。预计 2021-2023 年归母净利分别为 2.20 亿、3.82 亿、4.72 亿，同比分别增 36.4%、73.4%、23.5%，年化增速为 43%，EPS 分别为 1.47 元、2.54 元、3.14 元。维持“买入”评级，给予合理股价 53.2-58.5 元，合理股价中值 55.85 元对应 2021-2023 年 EPS 的 PE 估值分别为 38.1X、22.0X、17.8X。

5.5 春秋航空中报点评：业务迅速恢复，中报实现盈利

春秋航空披露 2021 年中报

春秋航空披露 2021 年中报，上半年营业收入 54.5 亿，同比增 34.8%，实现归母净利润 0.1 亿，成功实现盈利。二季度公司营业收入 32.3 亿，同比增 94.5%，实现归母净利润 2.95 亿，同比扭亏。

二季度业务量同比大增，营收接近 2019 年同期

得益于行业需求快速企稳回升，二季度公司业务量大幅提高，RPK 同比升 53.9%，客收尤其是国内线客收同比显著改善，拉动营收同比明显修复，相比 2019 年同期仅下降 7.9%。

成本管控卓越，费用情况良好，业绩扭亏基本符合预期

公司延续着卓越的成本管控力。上半年航油成本因油价上升及业务量增长明显

上升，单位非油成本表现依旧亮眼，其中上半年、单二季度单位非油成本相比 2019 年同期分别下降 6.0%、8.5%，带动业绩迅猛恢复。此外，二季度各项费用率指标因收入回暖同比明显下降，业绩扭亏基本符合预期。

投资建议：彰显低成本韧性，维持“买入”评级

二季度公司基本完全消化运力，业务量大幅回升，运价降幅收窄，实现扭亏，再度彰显低成本航空的韧性。鉴于国内疫情仍偶发，国门开放暂无明确预期，我们暂不调整公司盈利预测。得益于低成本航空优质的成本管控能力，春秋航空即便面对不确定的市场环境仍将脱颖而出，维持“买入”评级。

5.6 中国国航中报点评：减亏略超预期，看好远期业绩表现

中国国航披露中报

国航披露 21 年中报，营收 376.6 亿 (+27.0%)，归母净利-67.9 亿，其中 2Q 收入 230.8 亿 (+86.3%)，归母净利-5.8 亿，大幅减亏。

二季度需求迅速复苏，营收显著提升

二季度民航逐步走出春运就地过年阴霾，需求迅速复苏，清明、五一国内线客流已达到甚至超越 19 年同期，公司上半年尤其是二季度运投、运量、客座率、运价水平同比均显著回升，拉动收入快速修复，但由于国际线暂无恢复迹象，疫情前公司国际线运力占比国内最高，海外运力回流消化压力大，客运表现仍逊于 2019 年同期。

运力逐步消化，单位成本改善，投资损失大幅收窄，业绩略超预期

由于航油价格上涨及业务量回升，上半年公司航油成本 99.2 亿，同比提升 45.6%，单位航油成本同比升 15.7%；运力逐步消化逐步摊薄固定成本，公司非油成本 317.4 亿，同比升 16%，单位非油成本同比降 7.8%，单位非油成本的同比改善在二季度体现更为明显。营收显著回暖摊薄单位费用，叠加汇兑收益助力，整体费用水平明显下降，此外，投资损失大幅降低拉动业绩略超预期。

投资建议：短期业绩无确定性，看好国内线复苏趋势及远期业绩表现

疫情导致暑运提前结束，输入病例及国内零散疫情偶发仍可能导致民航景气度阶段性下滑，因此我们应降低短期业绩和情绪预期。1-8 月全民航客机引进数量仅为 95 架，且国航中报提及未来两年机队净引进以窄体机为主，均降低了未来供给增量。压紧的供给终将为未来景气周期的出现创造先决条件。二季度国内线强势复苏说明民航需求在无疫情扰动时并未降温，虽然国门关闭海外运力回流仍将带来一定供给压力，但随着需求持续增长，预计 2022 年即便国际线保持现状，各航司经营表现也会明显强于 2021 年，而一旦国门开放，大航的盈利弹性将全面释放，维持“买入”评级。

5.7 南方航空中报点评：二季度大幅减亏，扣汇利润已逐步接近疫情前

南方航空披露中报

南航披露 21 年中报，营收 515.8 亿，同比升 32.4%，实现归母净利润-46.9 亿；二季度营业收入 303.2 亿，同比升 70.1%，实现归母净利润-6.82 亿，大幅减亏。

国内客流迅速修复，货邮景气助力减亏

年初全国疫情散发，就地过年政策拖累客流，但春运后民航需求迅速复苏，4-5月国内线客流超越 2019 年同期，公司业务量、客座率、运价等数据指标均显著修复。虽然国门依旧关闭，宽体机消化运力压力犹存，但国门关闭带来的腹舱运力下滑导致国际航空货运运力紧缺，运价高企，同时得益于公司并未剥离货邮业务，上半年货邮收入 88.7 亿，助力亏损大幅收窄。

油价仍具备优势，非油成本日渐摊薄，扣汇利润已逐步接近疫情前

国际油价震荡企稳，航油价格仍低于疫情前，上半年公司航油成本 123.4 亿，同比升 46.9%，单位航油成本升 10.2%，但仍明显低于 2019 年同期。得益于运力逐步消化，收入不断提升，公司单位非油成本同比下降 14.6%，费用率亦同比明显下降。单看二季度，公司扣汇利润总额为-6.9 亿，相比 2019 年同期仅下降 11.3 亿，降幅大幅收窄。

投资建议：维持“买入”评级，看好国门开放后盈利潜力

疫情导致暑运提前结束，输入病例及国内零散疫情偶发仍可能导致民航景气度阶段性下滑，因此我们应降低短期业绩和情绪预期。1-8 月全民航客机引进数量仅为 95 架，压紧的供给终将为未来景气周期的出现创造先决条件。2Q 国内线强势复苏及公司旗下以国内线为主的子公司 2Q 强势盈利，说明民航需求在无疫情扰动时并未降温，虽然国门关闭海外运力回流仍将带来一定供给压力，但随着需求持续增长，预计 2022 年即便国际线保持现状，各航司经营表现也会明显强于 2021 年，而一旦国门开放，大航的盈利弹性将全面释放。维持“买入”评级。

5.8 中国东航中报点评：二季度减亏，长期趋势依旧向好

中国东航披露 2021 年中报

上半年公司营业收入 347.1 亿，同比增 38.1%，归母净利润-52.1 亿，二季度公司营业收入 213.2 亿，同比增 120.3%，归母净利润-14.0 亿，明显减亏。

客运回暖，货运火热，营收明显恢复

二季度民航客流持续恢复，公司运投、运量、客座率及运价指标环比均明显改善，其中国内线运量已经超越 2019 年同期，运价降幅亦不断收窄，拉动客运收入达到 284.7 亿，同比提高 40.1%，货邮因量价双升收入同比增 51%，带动营收明显恢复。

成本费用持续摊薄，显著减亏符合预期

油价上升提高航油成本，但持续恢复的业务量及不断回升的营收进一步摊薄固定成本，上半年公司单位 ASK 非油成本同比降 18%，其中二季度降 34.2%。费用率整体同比明显下降，投资收益及其他收益的增长同步助力业绩显著减亏，基本符合预期。

投资建议：继续看好行业复苏趋势，维持“买入”评级

疫情导致暑运提前结束，输入病例及国内零散疫情偶发仍可能导致民航景气度

阶段性下滑，因此我们应降低短期业绩和情绪预期。1-8月全民航客机引进数量仅为95架，压紧的供给终将为未来景气周期的出现创造先决条件。2Q国内线强势复苏及公司旗下以国内线为主的子公司2Q强势盈利，说明民航需求在无疫情扰动时并未降温，虽然国门关闭海外运力回流仍将带来一定供给压力，但随着需求持续增长，预计2022年即便国际线保持现状，各航司经营表现也会明显强于2021年，而一旦国门开放，大航的盈利弹性将全面释放。考虑到疫情影响难以预测，且公司增发暂未落地，暂不修改盈利预测，维持“买入”评级。

南方航空 | 中报点评：二季度大幅减亏，扣汇利润已逐步接近疫情前【国信交运中小盘】

5.9 上海机场中报点评：亏损小幅收窄，静待国门开放

上海机场中报亏损，二季度小幅减亏

上海机场上半年营业收入18.0亿，同比降27%，归母净利-7.41亿。2Q营业收入9.35亿，同比升12.1%，归母净利-3.07亿，环比减亏。

国内线逐步放量，带动营收逐步恢复

虽然国门暂未放开，但上半年国内线客流同比增长118%至1749万人次，相比19年仅下降7%，其中2Q客流同比增179%至1112万人次，相比2019年上升17.0%，国内航线的发力带动公司单季度营收提升12.1%。细分来看，上半年航空性收入因业务量及结构变化同比明显上升，但由于国际线客流仍然低迷及新免税合约生效，免税收入2.21亿（-5.29亿），非航收入同比仍明显下降，其中商业租赁收入下降68.9%。

费用成本整体波动不大，业绩基本符合预期

机场成本相对稳定，经租进表导致成本费用核算口径发生一定改变，成本有所降低，费用有所提高，但营业总成本基本稳定，为32.95亿，同比微升1.26亿。由于航班量恢复，公司投资收益恢复至4.27亿（+2.41亿），整体来看业绩基本符合预期。

投资建议

机场投资更宜着眼长期，其国际客流量垄断地位并未改变，未来疫情消退机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权，议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。考虑到国门放开时点难以预测，增发落地时点尚不明确，因此暂不修改盈利预测，维持“买入”评级。

5.10 双星新材中报点评：新材料贡献持续提升，盈利环增六个季度

公司1H21收入26.4亿元，同比增长23.1%，毛利率33.7%，较去年同期增加14.5个百分点，净利率22.86%，实现净利6.04亿元，同比增长160.3%，较预增上限5.8亿元增加2000万元，超市场和我们的预期。

加速向新材料转型，新材料收入占比持续提升

整体来看，2021年1Q、2Q收入分别为12.8和13.6亿元，同比增长分别为31.1%和16.4%，我们认为2季度增速环比放缓一方面因为去年1季度疫情影响下基数低，另一方面新材料板块是从去年1季度逐步爬坡；此外，2季度环比1季度微增0.8亿元，源于今年30万吨光学二期前期产能是从4月份逐步交付，未能有效体现在当季。分板块来看，新材料四大板块光学、新能源、可变信息和热缩膜有不同程度增长，分别为25%、113%、40%和20%，传统包装膜同比下滑5.7%，这意味公司继续加快部分具备升级潜力的传统产能向新材料板块的转移。整体来看，四大新材料板块合计贡献收入17.6亿元，占收入比重67%，较去年提升11个百分点，公司向新材料转型的速度在不断加速，伴随30万吨产能在今年9月的交付，未来新材料收入占比将会持续提升。

各板块景气度呈上行态势，毛利率持续改善

整体来看，1H21公司毛利率持续改善主要原因包括：1)高毛利的新材料板块收入占比提升；2)传统板块毛利率水平好于去年同期水平。分板块来看，四大新材料板块毛利率分别为38.9%、34.3%、46.5%和32.4%，同比分别提升18、14、4和5个百分点，环比提升幅度分别为13、8、7和21个百分点。新材料板块整体贡献毛利6.61亿，占整体比重74%，同比、环比分别提升5、19个百分点。综上，公司所有板块景气度呈上行态势，其中光学膜的毛利率提升最为明显，我们认为大概率来自终端显示膜在海信、三星的持续放量；新能源板块的良好表现则来自于下游光伏的景气度上行。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到公司盈利能力改善，上调盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为13.2/18.6/24.1亿元（21-23年上调幅度11%/12%/11%），分别同比增长82.7%/41.1%/29.5%。通过分部估值方法，得出公司的合理估值约为29.5元，维持“买入”评级。

5.11 密尔克卫点评：化工品交易带动收入增长，预计下半年利润提速

密尔克卫披露2021年半年报，整体业绩符合预期。2021上半年实现营收34.6亿元（+133.06%），归母净利润1.84亿元（+30.46%），扣非归母净利润1.85亿元（+35.44%）。其中二季度单季营收20.18亿元（+137.7%），归母净利润1.06亿元（+21.0%），公司当前处于业务结构的调整阶段，叠加2020年二季度是公司单季度净利润金额最高的季度，基数压力较大，我们认为公司二季度业绩整体符合预期。

得益于快速成长的供应链业务，公司收入快速成长。1)物流：剔除贸易板块收入后，预计公司2021年上半年物流与其他收入达到23.15亿元，同比增长84.3%。我们认为海运运价推升货代收入增长为物流板块增长主因。2)化工品交易：2021年上半年，公司的化工品交易板块收入11.47亿元，同比增长400.52%。过去货代毛利率基本在12-15%之间，化工品交易的毛利率则在2-7%之间，远低于仓储业务超过40%的毛利率水平。21H1货代收入占物流收入接近6成；化工品交易则是由于公司战略布局大幅增长400%至11.46亿，收入占比从20全年的20%提升至33%。

期待化工物流与交易的协同效应。我们认为公司产能扩张的步伐从未停止，对交易业务的探索并非是在物流主业上有所徘徊，而是加强化工品交付能力的一

环，与物流业务存在协同效应，公司半年报亦有提及，化工交易对物流业务的装载率等是有正面作用的，但当前公司的交易业务整体规模尚不算大，我们认为随着交易业务的体量扩张，对物流业务的拉动、物流成本的摊薄、二者的协同效应将会更加明显。

投资建议：维持“买入”评级。我们认为公司短期正在经历业务边界的扩张，从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司，但就短期而言，化工品交易的建设、国际海运运价的高企对公司当前的表观利润率难免有所影响，但公司扩张目前较为顺利。此外，公司的物流主业也在沿着原定路线扩张，预计疫情缓和后的开发与外延收购可能加速，随着以上事项落地与高基数压力减小，预计下半年业绩增长将高于上半年，因此我们维持公司 2021-2023 年 4.3、6.0、8.1 亿的归母净利润不变，已进入具有强估值吸引力区间，继续推荐。

5.12 浙江自然中报点评：业绩成长性突出，户外赛道享受长期红利

浙江自然发布 2021 年半年报，公司成长较快，业绩符合预期。2021 年上半年，公司实现营收 4.95 亿元（+44.72%），归母净利润 1.37 亿元（+44.73%），扣非归母净利润 1.32 亿元（+46.83%）。其中二季度单季营收 2.70 亿元（+37.06%），归母净利润 7572 万元（+34.47%），扣非归母净利润 7572 万元（+34.47%），公司保持较快业绩增速。

TPU 产品持续放量，自动充气垫、箱包等品类增长较快。上半年公司 TPU 产品销售金额 3.53 亿，同比增长 48.55%，TPU 产品收入占比达到 71.3%，TPU 面料产品依旧是公司出厂的核心。产品端，上半年自动充气垫产品增长 46.03%，防水箱包同比增长 97.96%。公司上半年正式同迪卡侬签订了战略合作伙伴协议。我们认为该协议的达成有助于公司未来在迪卡侬供应商体系内的地位提升和品类扩张。

应对多种外部不利影响，成本控制得当，毛利率维持稳定，体现较强的管理能力。2021 年上半年，公司毛利率达到 40.7%，基本维持稳定，毛利额 2.02 亿，同比增长 42%。上半年对于大量制造业出口企业而言存在多项外部因素冲击，但公司通过技术、生产流程改进与各类对冲抵御了诸多风险，公司的工作主要体现在：1）技术改进对冲原材料提价；2）自动化改造控制人力成本；3）原材料和汇率对冲。

户外行业发展迅速，有益于公司中长期发展。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司过去已经体现出了较强的设计研发能力与面料核心技术。海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议：维持盈利预测与买入评级。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.2、3.0、3.9 亿，对应当前股价 PE 分别为 27.5、20.1、15.4x，20-23 年业绩复合增长 35%，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

5.13 中通快递中报点评：降价幅度大幅收窄，兼顾规模、质量和盈利收入小幅增长，调整后净利润小幅下降

2021年二季度公司实现包裹量 57.72 亿件，同比+25.6%；营业收入为 73.3 亿元，同比+14.4%；调整后净利润为 12.72 亿元，同比-12.5%，公司二季度业绩基本符合预期。

单票价格降幅大幅收窄，业务量增速也同时放缓

今年 4 月份以来，一方面因为相关监管部门不断加码对快递行业无序竞争的管制，行业竞争明显缓和，另一方面因为公司希望兼顾末端网络稳定性、产品服务质量和盈利表现，中通二季度采取了相对保守的价格策略，单票快递收入同比下降 5.9%，降幅环比大幅收窄（一季度降幅为 12.4%）。从而导致公司业务量增长也有所放缓（一季度和二季度同比分别为 88.8%/25.6%），二季度市占率达到 21%，同比略微有所减少。

盈利能力环比改善，维持高资本开支保证产能充裕

由于去年二季度过路费免征且油价低导致成本基数低，中通二季度单票运输成本同比上升 10.2%；由于人力成本上涨和大量资产投入，公司二季度单票中转成本同比上升 2.4%。虽然公司的降价趋势放缓，但是单票成本同比提升，导致二季度快递业务毛利率 43.2%同比减少 7.1 个百分点，但毛利率环比一季度有所改善（一季度为 28.7%）。公司二季度资本开支仍然维持较高水平，达到 22 亿元（明显高于竞争对手），其中近 70%用于土地收购和分拨中心建设升级，我们认为中通在干线运输优势足够明显的基础上开始大力提升中转环节的竞争实力，预计全年公司资本开支有望达到 90-100 亿元，保证充裕的产能来抢占市场份额。

投资建议：维持“买入”评级

我们维持业绩预测不变，我们预计 2021-23 年归母净利润分别为 48.5/61.0/73.8 亿元；同比增速分别为 12.6%/25.6%/21.0%，当前股价对应 PE 分别为 29/23/19x。考虑到公司具有明显的领先优势，成长为物流巨头的确定性很高，我们给予公司 21 年 35-38 倍的目标 PE，得到目标价 240-260 港元，维持“买入”评级。

5.14 航空 7 月数据点评：暑运提前结束，关注疫情消退后的修复机会

各航空公司集中披露 7 月运营数据。由于 7 月初广深疫情影响尚未完全消退，月底则因南京疫情外扩，暑运被迫提前结束，整体表现并非十分亮眼。但即便如此，7 月民航国内线运量仍已非常接近于 2019 年同期，且民营航司客座率相比 2019 年已经相当接近。考虑到 7 月初民航整体航班量仍在爬坡，7 月 20 日起民航航班量便开始逐步下降，因此我们认为在民航市场未受疫情显著影响的 7 月中旬，暑运表现仍可圈可点。

国信交运观点：

虽有疫情扰动，但不论从运力运量，还是从运价的跟踪指标上看，暑运前半段的表现基本印证了我们前期的判断：行业总量上看，即便国内需求完全恢复，其仍难与海外运力大幅回流带来的供给增量相匹配，阶段性压力犹存，航司间的分化仍将存续，但即便供需难以完全匹配，二者相差已经不大，大航受制于

宽体机运力消化压力，业绩仍将低位徘徊，而民营航司得益于较高的运营效率和精简机队下的灵活运力腾挪能力，业绩率先回温。

国内疫苗接种仍在进行，截至8月15日，全国新冠疫苗累计接种了达到18.63亿剂次，考虑到我国目前核心接种人群为18岁以上年龄段人群，目前可接种疫苗人群中接种率或已相对较高。近期各地陆续开启对12-17岁青少年进行疫苗接种，群体免疫的目标有望加速实现。海外疫情仍在持续，日新增确诊数在50万人上下震荡，但积极的信号是，在疫苗接种率已经较高且已率先开放的英国和美国，虽然新增确诊病例数量大幅反弹，但新增死亡病例数量及死亡率已经初步得到控制，因此需密切关注已放开管控的高疫苗接种率国家和地区疫情数据表现。

本轮疫情目前已经见顶回落，新增确诊数量逐步走低，但由于学生开学前政策层面往往有对家庭成员流动的种种限制，因此我们认为疫情对出行的影响大概率逐步在月底至9月初逐步消退。本次疫情或再次说明在群体免疫完成前，常态化抗疫难以避免，而我们无法预测何时国内疫情防控能以封城限制人员流动为代价，亦无法准确预测国门开放时间，但4-5月的行业数据以及暑运前半段的国内线景气度足以说明一旦疫情消退，民航需求并未降温，因此阶段性关注疫情消退后的股价修复机会。

我们判断行业性的大机会仍来自于国门放开。即便国门封闭，海外运力大幅回流，但在没有明显疫情扰动的4-5月和7月中段，民航运营数据全面向好，因此一旦国门放开，宽体机运力消化，民航具备较大的向上弹性。推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航。

6 投资建议

航运运价维持高位，关注航空再度复苏的机会，短期重点推荐圆通速递和韵达股份，推荐中小盘行业龙头。推荐：宏华数科、双星新材、浙江自然、中远海控、吉祥航空、春秋航空、三大航、密尔克卫、华贸物流、中通快递、韵达股份、嘉诚国际。关注上海机场、京沪高铁、中际联合。

7 风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032