

交通运输

天风问答系列：鲜花无需再着锦，否极总有泰来时

证券研究报告

2021 年 10 月 06 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

高晟

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521040001

gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业专题研究:成长的物流,复苏的客运——2021 年四季度投资策略》2021-09-14
- 2 《交通运输-行业专题研究:后疫情时代的交运研究框架——交运行业首席联盟培训》2021-07-24
- 3 《交通运输-行业研究周报:商流携手物流,春节快递件量增长有望加速》2021-02-07

● 集运拐点何时来临？看四季度

集运处于周期顶峰，拐点大概率在四季度。我们预计四季度集运需求增速周期性下滑，货量季节性下降，能耗双限影响近期生产和出口；而疫情影响减弱和货量减少，有望使港口拥堵缓解，供给环比增加，因此运价回落压力显现。但是如果冬季全球疫情再度大暴发，那么集运的高景气将持续。

● 油运机会来了吗？旺季心动可期

油运周期复苏未至，但四季度旺季心动可期。预计 2021 年底，全球石油需求还未恢复到 2019 年底水平，而运力累计增长 5%左右，船舶运力利用率和运价在底部，周期复苏还需要时间。但是疫情冲击最大的时候已经过去，四季度是传统旺季，运价有望季节性上涨，股价有望随之上涨。

● 快递涨价可持续吗？难度较大

三季度快递价格上涨，四季度有望季节性上涨，2022 年涨价的持续性待跟踪。三季度快递涨价，是政策要求缓和竞争、保障快递员权益带动的。四季度有“双十一”、“双十二”网购节，快递量增加带动快递价格季节性上涨。本轮快递价格上涨，是对 2020 年以来激烈价格竞争导致行业盈利恶化的修正。但是 2022 年快递涨价是否持续，需要跟踪市场结构、竞争策略等变化。

● 航空何时投资？逆向布局

航空复苏的方向是明确的，但是过程是曲折的，因此适合在复苏过程中逆向投资。疫情缓解后，预计收入增长和双减政策将使需求大幅增长，航空景气高度有望超预期。疫情期间，小国航司亏损和飞机制造寡头减产抑制供给，未来航空景气长度有望超预期。但是疫情反复将使复苏过程充满波折，没有明确的拐点，因此航空股投资适合在逆境中择机布局。

● 如何看待大宗供应链？弱周期、高成长

大宗供应链头部公司有市场份额持续提升的阿尔法和大宗商品涨价的贝塔。大宗供应链大行业、小公司的格局，头部公司依托竞争优势，市场份额持续提升，实现高增长，未来有望持续高增长。大宗供应链公司把货值计入营业收入，大宗商品涨价加速盈利增长；收取服务费的模式下利润率稳定，盈利也随大宗商品涨价而加速增长。

● 物流板块看点？传统行业的新变化

物流行业的智能化升级进程已经步入加速期，在物流费用持续压降、招工难且贵这两大矛盾以及产业集群化发展、国内智能物流装备崛起、制造业和物流业深度融合推进这三大催化的共同作用下，智能物流行业整体有望迎来黄金发展期。具体来看，3PL 运营商和设备制造商均有望实现快发展，在本轮升级中充分受益。

投资建议：1、推荐业绩持续高增长、2021 年加速增长的大宗供应链公司：浙商中拓、建发股份；推荐受益于智能化升级浪潮的优质第三方物流企业海晨股份，关注京东物流、飞力达；推荐在波动中复苏的航空公司：中国国航、南方航空、中国东航。2、关注受益于旺季运价上涨的油运公司：中远海能、招商轮船，快递公司：韵达股份、圆通速递。

风险提示：经济增速大幅下滑，全球疫情再度暴发，物流智能化进程不及预期

内容目录

1. 集运拐点何时来临？看四季度	4
2. 油运机会来了吗？旺季心动可期	5
3. 快递涨价可持续吗？难度较大	7
4. 航空何时投资？逆向布局	8
5. 如何看大宗供应链？弱周期、高成长	9
6. 物流板块的核心看点？传统行业的智能化升级	10
7. 投资建议	12
8. 风险提示	13

图表目录

图 1：2021 年集运运力周转率在低位，运价创新高	4
图 2：疫情暴发以来，全球锚泊集装箱船数量超过疫情前水平	4
图 3：洛杉矶和长滩港拥堵与疫情高度相关	4
图 4：夏季台风导致中国枢纽港集装箱吞吐量阶段性下降	4
图 5：四季度中国沿海港口集装箱吞吐量季节性下降	5
图 6：四季度美国洛杉矶和长滩港进口集装箱吞吐量季节性下降	5
图 7：随着疫情缓解，美国的服务消费在替代耐用品消费	5
图 8：在美日欧的进口中，中国的份额大幅回落	5
图 9：美国制造商和批发商库存远超疫情前，补库存空间不大	5
图 10：剔除了机动车和部件，美国零售商的补库存空间也不大	5
图 11：油轮运力持续增长，而石油需求尚未恢复	6
图 12：2020-21 年全球油轮运力周转率处于历史低位	6
图 13：2021 年 VLCC 运价创历史新低	6
图 14：油运行业复苏还要经历大量的过程	6
图 15：四季度是油轮运输旺季，运价季节性上涨	6
图 16：2010-20 年四季度 VLCC 平均 TCE 高于当前值	6
图 17：疫情缓解有望带动煤油消费需求增加	7
图 18：2010-20 年第四季度油运股平均股价上涨	7
图 19：2021 年 8 月全国快递平均单价上涨	7
图 20：2021 年 8 月圆通速递和韵达股份单票收入上涨	7
图 21：韵达、圆通和申通的固定资产原值增速高于快递件量	7
图 22：通达系快递的市场格局变化较慢	7
图 23：2020-21 年通达系快递的件量增速分化加大	8
图 24：通达系快递的盈利能力分化持续	8
图 25：航空客运需求随着 GDP 增长，两者关系稳定	9
图 26：从“暑运”推断，双减政策将推动航空需求增长	9
图 27：国际航空市场恢复缓慢，小国航司经营压力大	9
图 28：2019-20 年飞机交付量大幅减少	9

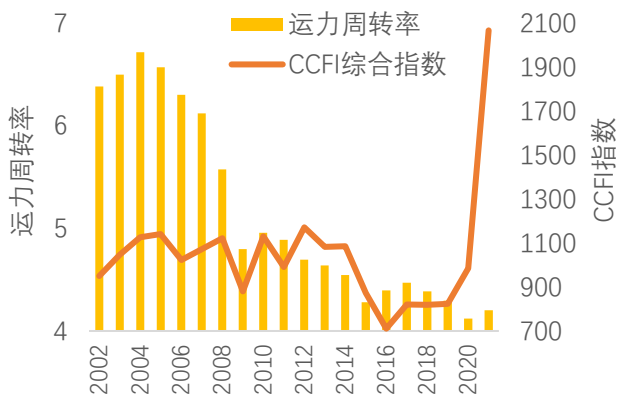
图 29: 中国国航的股价与全球疫情的相关性不大	9
图 30: 中国国航的股价与本土疫情密切相关	9
图 31: 2010-20 年头部公司供应链营收大幅增长	10
图 32: 头部供应链公司的钢材市场份额在提升	10
图 33: 大宗商品价格上涨, 大宗供应链头部公司收入加快增长	10
图 34: 大宗商品价格上涨, 大宗供应链头部公司净利润加快增长	10
图 35: 我国物流信息化运用广泛但缺乏深度	11
图 36: 尚有一半企业未引入物流自动化设备, 且系统化率较低	11
图 37: 优质一体化 3PL 有望迎来黄金发展	11
 表 1: 我国制造体系较欧美日更为庞大, 有望孕育出全球物流设备巨头	 12

1. 集运拐点何时来临？看四季度

集运周期拐点大概率在四季度。我们预计四季度集运需求增速周期性下滑，货量季节性下降，能耗双限影响近期生产和出口；而疫情影响减弱和货量减少，有望使港口拥堵缓解，供给环比增加，因此运价回落压力显现。但是如果冬季全球疫情再度大暴发，那么集运的高景气将持续。

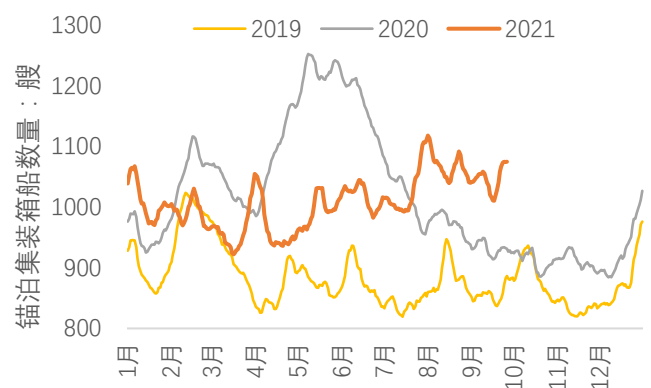
2020 年以来的集运高景气，主要是运输紊乱导致的。2020-21 年，全球集装箱船舶的运力周转率创新低，而运价创新高，主要原因是港口拥堵导致船舶在港时间延长、运力周转率被动下降。港口拥堵的原因，一方面是疫情导致港口吞吐能力下降，另一方面是货量增加带来了港口压力。

图 1：2021 年集运运力周转率在低位，运价创新高



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

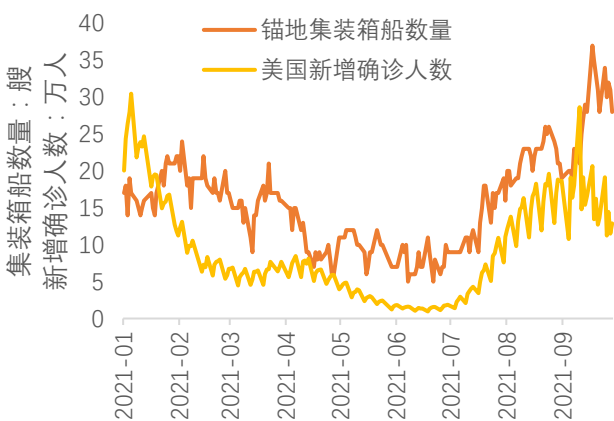
图 2：疫情暴发以来，全球锚泊集装箱船数量超过疫情前水平



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

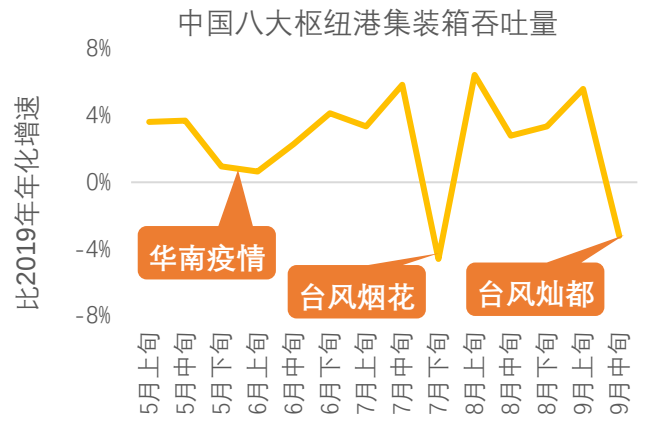
随着疫情缓和和台风减少，港口拥堵有望缓解。美国西海岸港口拥堵和疫情高度相关，随着疫情缓和，洛杉矶和长滩港的拥堵有望缓解。中国港口拥堵和夏季台风相关，进入四季度台风减少，港口吞吐能力上升将使拥堵缓解。

图 3：洛杉矶和长滩港拥堵与疫情高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

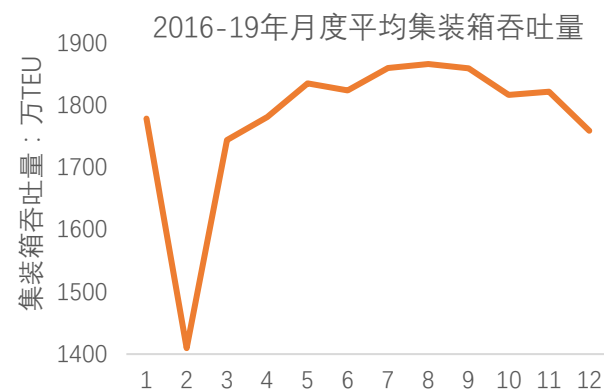
图 4：夏季台风导致中国枢纽港集装箱吞吐量阶段性下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

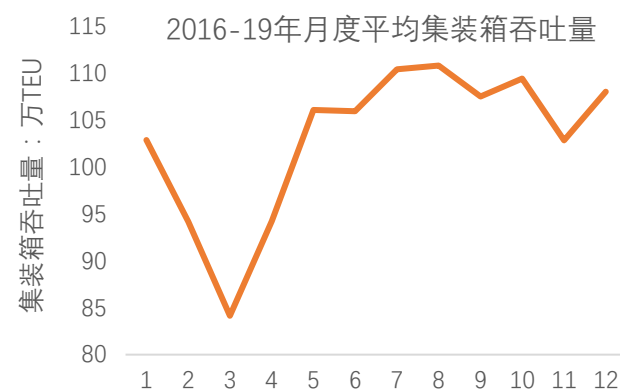
四季度集装箱吞吐量季节性减少，港口压力减轻。进入冬季，生产活动减少，进出口需求下降，表现为港口吞吐量下降，其中中国港口集装箱吞吐量季节性降幅在 6% 左右，洛杉矶和长滩港在 10% 左右。

图 5：四季度中国沿海港口集装箱吞吐量季节性下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

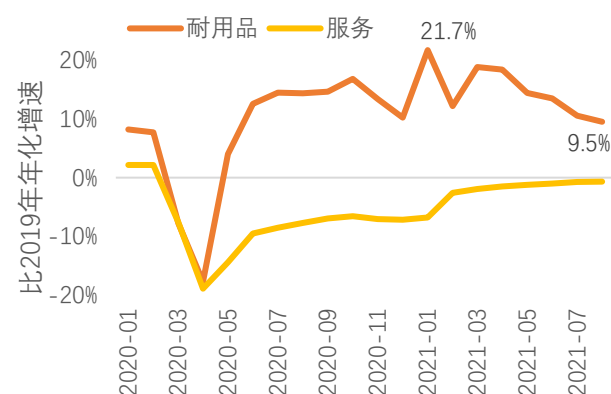
图 6：四季度美国洛杉矶和长滩港进口集装箱吞吐量季节性下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

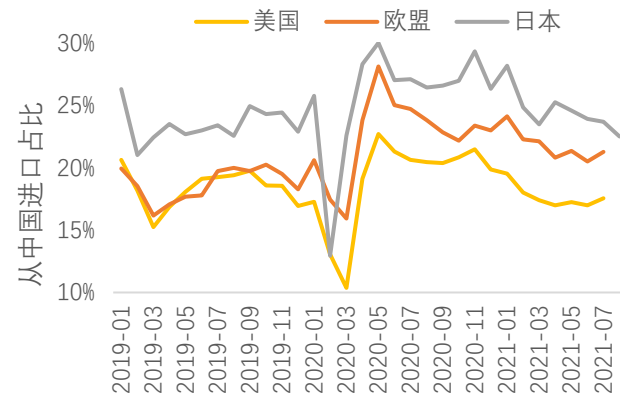
集运需求将周期性下降。一是疫情影响减弱，美国的服务消费在替代商品消费，耐用品消费支出增速持续大幅下降。二是海外生产逐渐恢复，中国的出口份额下降。三是美国库存远高于疫情前，补库存或将结束。四是中国 PMI 新出口订单持续下降，连续五个月低于 50。

图 7：随着疫情缓解，美国的服务消费在替代耐用品消费



资料来源：Wind，天风证券研究所

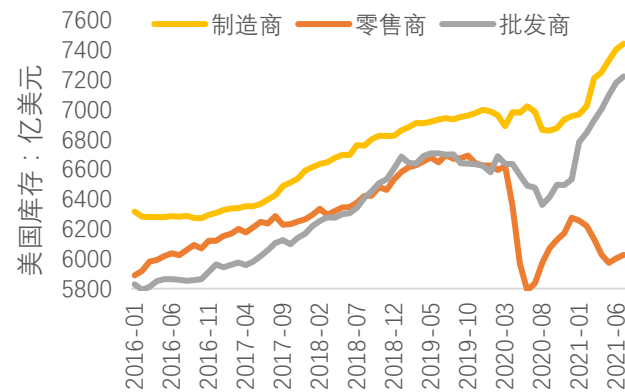
图 8：在美日欧的进口中，中国的份额大幅回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

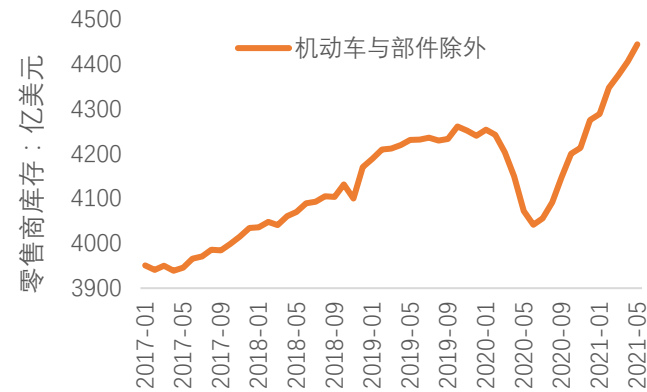
库销比滞后于库存变化，难以据此推断未来库存波动方向。在主动补库存阶段，销售好转带动补库存，但此时库销比往往不会明显上升；在被动补库存阶段，销售转弱而补库存持续，库销比就会明显上升。2021 年 7 月，美国库存创新高、商品销售较快增长，所以库销比还在低位；一旦销售转弱，库销比就会被被动上升。

图 9：美国制造商和批发商库存远超疫情前，补库存空间不大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：剔除了机动车和部件，美国零售商的补库存空间也不大

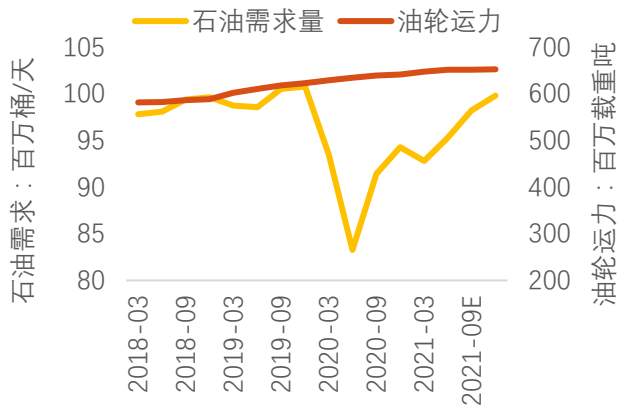


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2. 油运机会来了吗？旺季心动可期

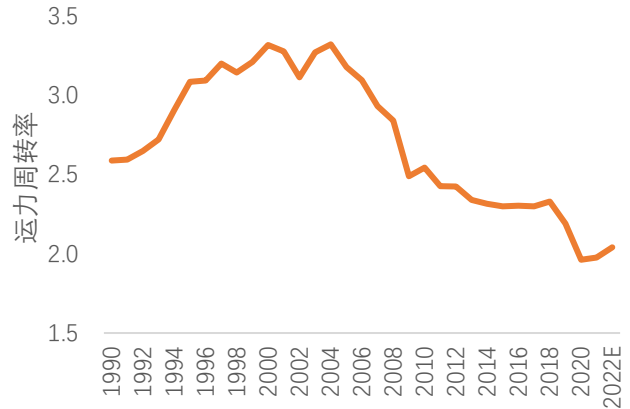
油运周期复苏未至，但四季度旺季心动可期。预计 2021 年底，全球石油需求还未恢复到 2019 年底水平，而运力累计增长 5% 左右，船舶运力利用率和运价在底部，周期复苏还需要时间。但是疫情冲击最大的时候已经过去，四季度是传统旺季，运价有望季节性上涨，股价有望随之上涨。

图 11：油轮运力持续增长，而石油需求尚未恢复



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

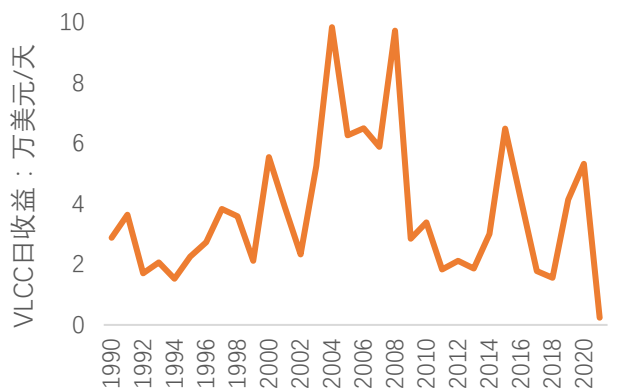
图 12：2020-21 年全球油轮运力周转率处于历史低位



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

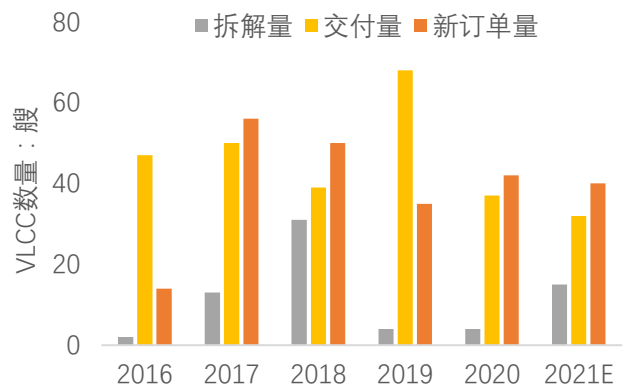
油运行业复苏还需要经历去产能过程。2020-21 年疫情影响石油消费和油运需求，但是大型油轮交付量仍然较大、拆船数量较少，导致运力过剩。大量老旧油轮需要拆解、淘汰过剩运力，油运行业才会迎来复苏。

图 13：2021 年 VLCC 运价创历史新低



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

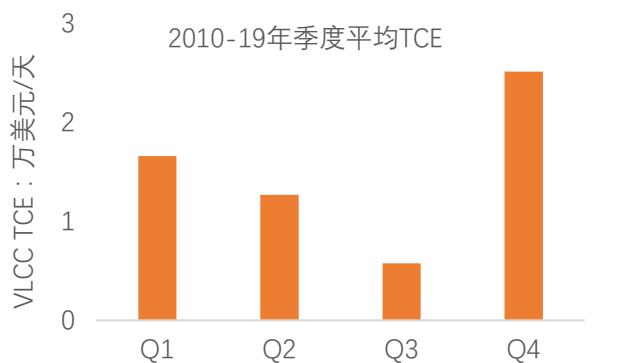
图 14：油运行业复苏还要经历大量的过程



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

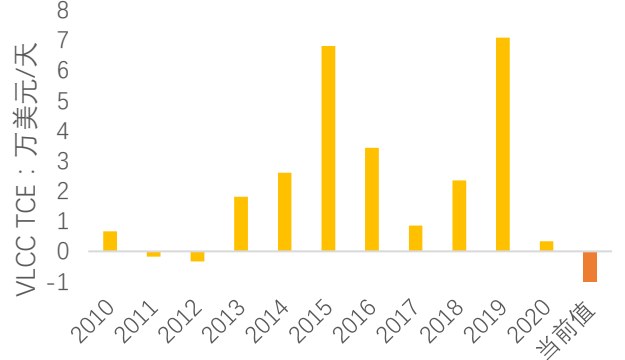
四季度油轮运价会季节性上涨。四季度是传统运输旺季，2010-19 年平均运价环比大幅上涨。随着疫情缓解，四季度居民出行有望增加，带动石油消费增长。2021 年 9 月底运价远低于 2010-20 年的四季度平均运价，四季度有望环比大幅上涨。

图 15：四季度是油轮运输旺季，运价季节性上涨



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

图 16：2010-20 年四季度 VLCC 平均 TCE 高于当前值

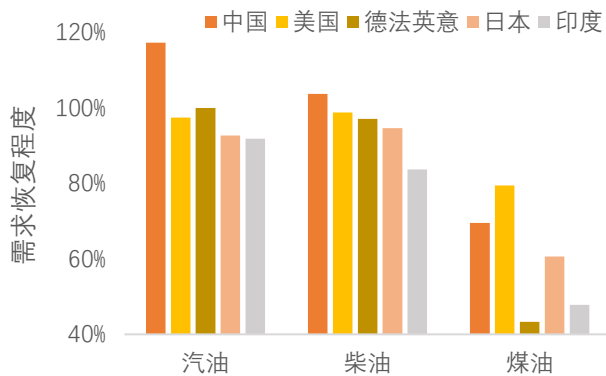


资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

第四季度中国主要油运公司股价环比上涨。第四季度运价上涨，带动股价上涨。近期市

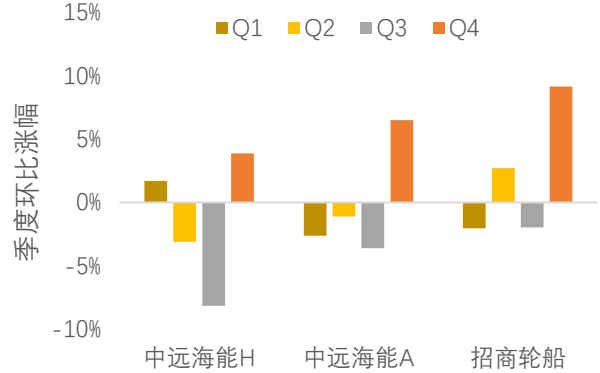
场资金青睐价格环比上涨、价格弹性大的行业，四季度油运行业具有该特征，股价有望上涨。

图 17：疫情缓解有望带动煤油消费需求增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2010-20 年第四季度油运股平均股价上涨



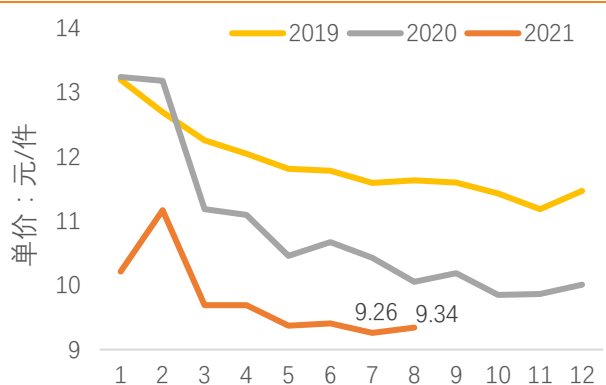
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 快递涨价可持续吗？难度较大

三季度快递价格上涨，四季度有望季节性上涨，2022 年涨价的持续性待跟踪。三季度快递涨价，是政策要求缓和竞争、保障快递员权益带动的。四季度有“双十一”、“双十二”网购节，快递量增加带动快递价格季节性上涨。本轮价格上涨，是对 2020 年以来激烈价格竞争导致行业盈利恶化的修正。但是 2022 年快递涨价是否持续，需要跟踪市场结构、竞争策略等变化。

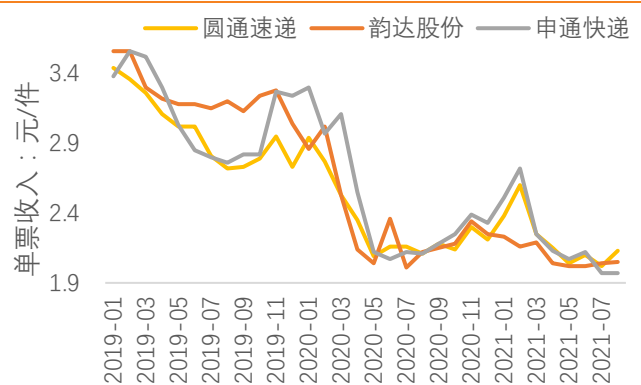
政策推动三季度快递价格上涨。2021 年 4 月出台的《浙江省快递业促进条例(草案)》要求快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务，快递价格竞争趋缓；8 月底应七部委的《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，主要加盟制快递企业均宣布全网末端派费上调 0.1 元/单。8 月份快递平均单价已经上涨，圆通速递和韵达股份的单票收入上涨，预计 9 月份将继续上涨。

图 19：2021 年 8 月全国快递平均单价上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2021 年 8 月圆通速递和韵达股份单票收入上涨

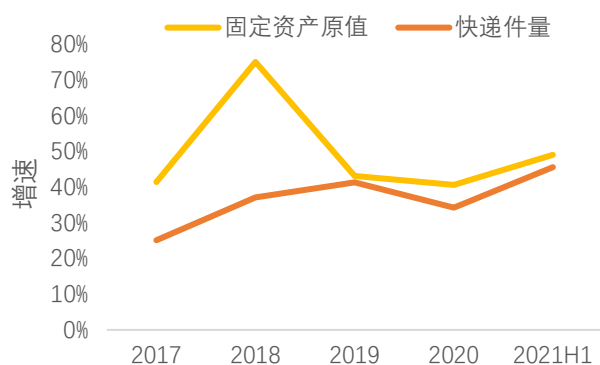


资料来源：Wind，天风证券研究所

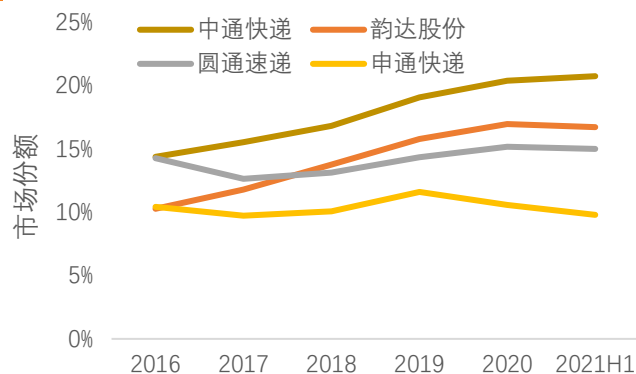
中长期涨价的持续性待跟踪。价格是供需在市场规律下的运行结果，外部干扰会导致价格短暂偏离均衡点，但是难以持续。除非行业供需、产品属性、市场结构、竞争策略等发生变化，导致均衡价格变化。但是电商快递服务同质化的属性难以改变，供需变化趋势比较吻合，竞争策略还是成本领先，市场结构尚未出现明显变化，所以旺季之后的价格如何变化，有待继续跟踪。

图 21：韵达、圆通和申通的固定资产原值增速高于快递件量

图 22：通达系快递的市场格局变化较慢



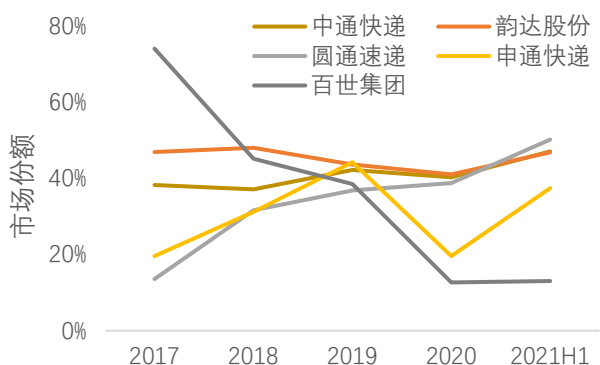
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

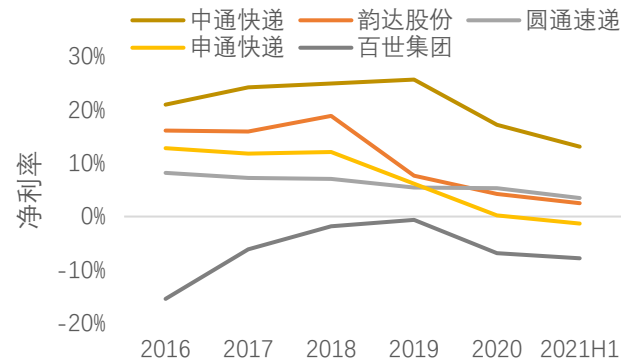
期待快递行业竞争格局改善。电商快递公司的单量增速和盈利分化在加大，中通、韵达和圆通表现较好，而申通和百世较差，这种局面难以长期持续。如果行业内出现整合，那么竞争者数量减少将使价格竞争缓和，行业的盈利有望改善。集中度提高后，竞争策略有望从成本和规模领先，转变为盈利最大化，那么行业盈利有望改善。

图 23: 2020-21 年通达系快递的件量增速分化加大



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 通达系快递的盈利能力分化持续



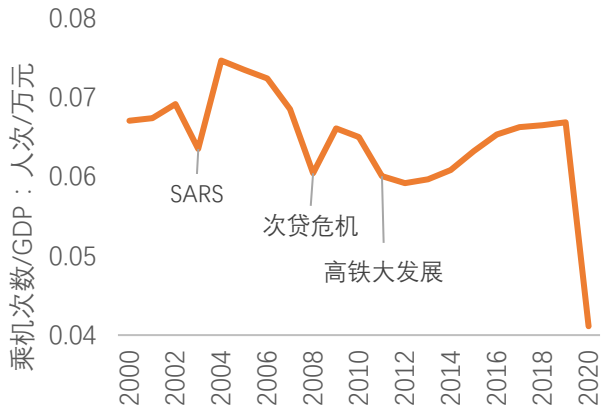
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 航空何时投资？逆向布局

航空复苏的方向是明确的，但是过程是曲折的，因此适合在复苏过程中逆向投资。疫情缓解后，预计收入增长和双减政策将使需求大幅增长，航空景气高度有望超预期。疫情期间，小国航司亏损和飞机制造寡头减产抑制供给，未来航空景气长度有望超预期。但是疫情反复将使复苏过程充满波折，没有明确的拐点，航空股投资适合在逆境中择机布局。

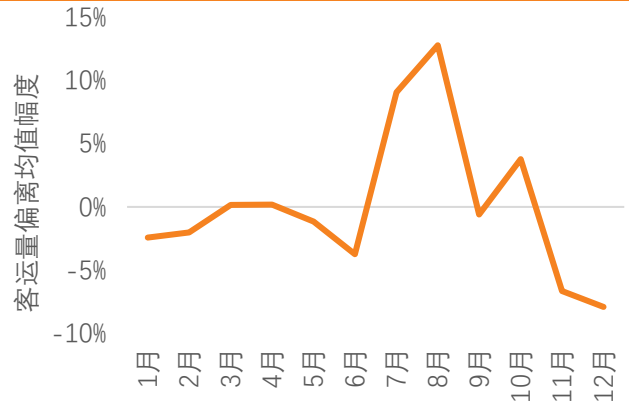
航空需求持续增长，潜在的客运量将在疫情后释放。2000-19 年客运量与 GDP 存在较为稳定的关系。2020-21 年 GDP 持续增长，航空需求随之增长。暑运带来航空运输旺季，意味着假期学生出行需求量大。教育双减政策，使学生有更多的出行时间、更大的出行消费能力，将带动航空需求增长。

图 25：航空客运需求随着 GDP 增长，两者关系稳定



资料来源：Wind，民航局，天风证券研究所

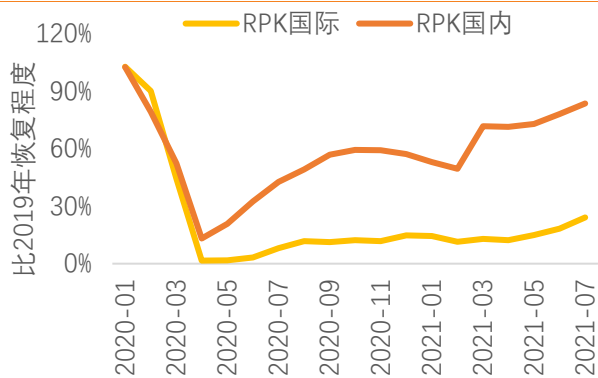
图 26：从“暑运”推断，双减政策将推动航空需求增长



资料来源：Wind，民航局，天风证券研究所

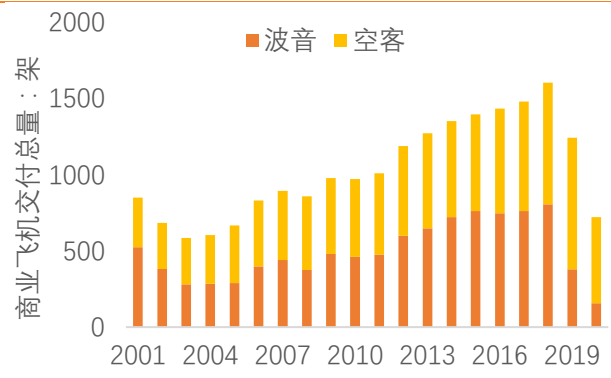
疫情抑制运力供给，未来可能出现运力短缺。国际航线客运量恢复缓慢，意味着小国航空公司经营困难，限制了资本开支的能力和意愿，将压低未来运力增速。波音和空客作为航空产业链上游的双寡头，有意愿和能力控制未来的飞机交付节奏。

图 27：国际航空市场恢复缓慢，小国航空公司经营压力大



资料来源：Wind，IATA，天风证券研究所

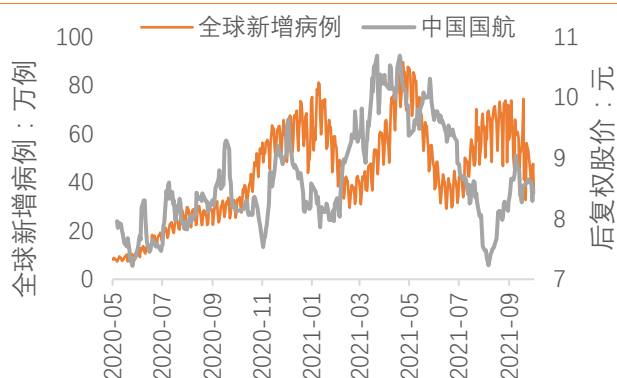
图 28：2019-20 年飞机交付量大幅减少



资料来源：Wind，波音官网，空客官网，天风证券研究所

中国航空股股价与本土疫情高度相关。中国国航的历次股价大幅回调，都与本土疫情扩散有关，而与全球疫情的暴发相关性不大。本土疫情得到控制后，股价都出现回升。所以，如果本土疫情再次扩大并导致股价回调，或将是投资航空股的好时机。

图 29：中国国航的股价与全球疫情的相关性不大



资料来源：Wind，世界卫生组织，天风证券研究所

图 30：中国国航的股价与本土疫情密切相关



资料来源：Wind，国家卫健委，天风证券研究所

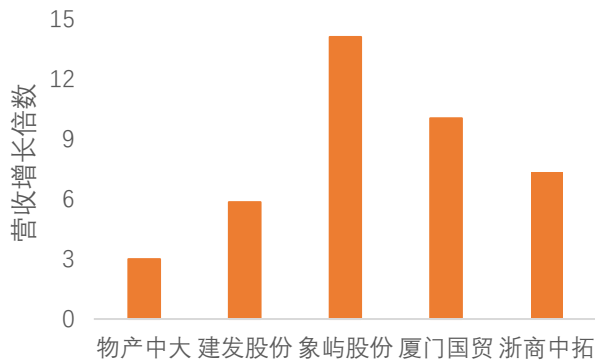
5. 如何看大宗供应链？弱周期、高成长

大宗供应链头部公司有市场份额持续提升的阿尔法和大宗商品涨价的贝塔。大宗供应链大行业、小公司的格局，头部公司依托竞争优势，市场份额持续提升，实现高增长，未

来有望持续高增长。大宗供应链公司把货值计入营业收入，大宗商品涨价加速盈利增长；收取服务费的模式下利润率稳定，盈利也随大宗商品涨价而加速增长。

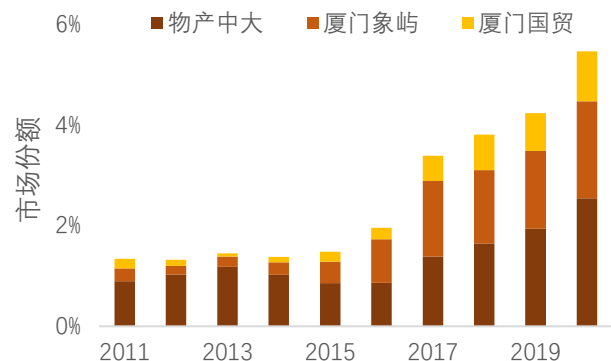
市场份额提升，带动大宗供应链头部公司高增长。尽管 2010-20 年钢铁、煤炭、有色金属等产销量低增长，但是大宗供应链头部公司收入实现了高增长。核心原因是大宗供应链头部公司规模大，具有原材料采购成本低、融资成本低、周转效率高、风控能力强等优势，市场份额持续提升。

图 31：2010-20 年头部公司供应链营收大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

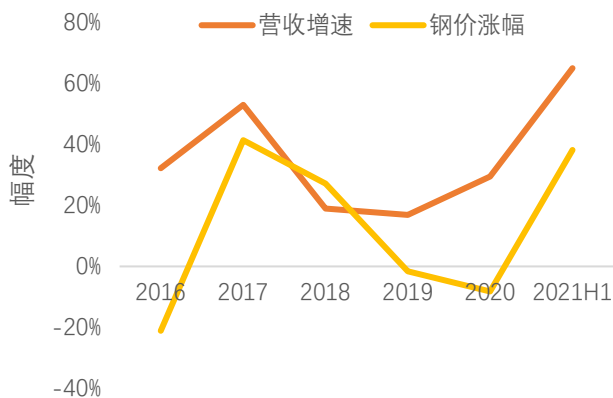
图 32：头部供应链公司的钢材市场份额在提升



资料来源：Wind，国家统计局，债券募集说明书，天风证券研究所

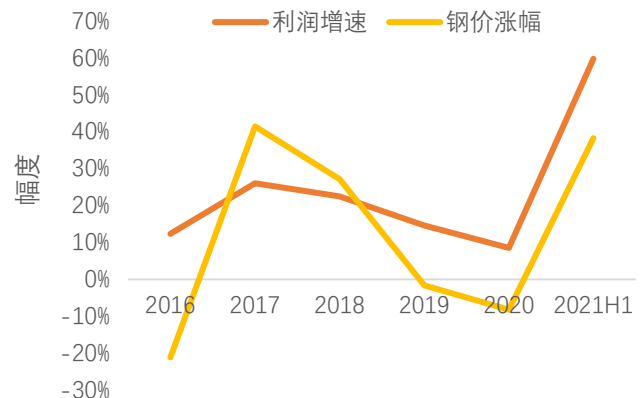
大宗商品涨价，大宗供应链头部公司的收入和利润加速增长。一方面，大宗供应链公司普遍把货值计入营业收入，商品涨价推动营收增长。另一方面，商品涨价阶段往往需求较强、交易活跃，大宗供应链公司的销量也会加速增长。大宗供应链公司的盈利来自交易、融资等服务增值，毛利率和净利率比较稳定，因此货值增长带动服务利润增长。

图 33：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司收入加快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：大宗商品价格上涨，大宗供应链头部公司净利润加快增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

份额提升带来高增长属性，利润率稳定带来弱周期属性。即使大宗商品价格下跌，市场份额提升仍有望带动利润增长。只要销量增速超过价格跌幅，那么大宗供应链公司的收入和利润有望实现增长。在 2019-20 年大宗商品价格下跌阶段，大宗供应链头部公司的收入和利润仍在增长。

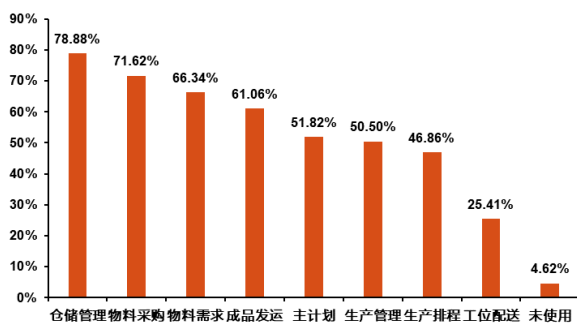
6. 物流板块的核心看点？传统行业的智能化升级

物流作为传统行业，具有劳动力密集、行业集中度低等特点，但是近年来，智能化升级或将成为行业的竞争格局改善的契机。未来物流行业将会面对两大矛盾点和三个催化剂，矛盾主要体现在物流需求的蓬勃发展与物流总费用持续压降的冲突、招工难度与用工成本持续提升；而催化剂则分别为我国高端制造产业持续集群化发展、智能物流设备的国

产替代趋势已起、制造业与物流业的深度融合是大势所趋（详细解析可参考天风交运团队研报《高端制造的重要拼图，智慧仓储物流产业迎黄金发展》）。我们认为，率先布局及使用智能物流系统的运营商有望在服务能力、物流成本、效率把控上对传统物流服务商形成降维打击，行业的进入门槛、竞争格局均将随之改善。

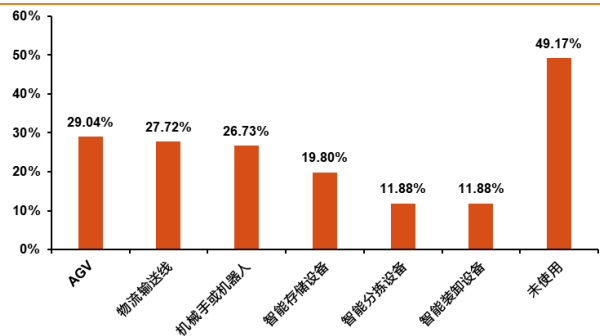
从渗透率的角度来看，国内生产物流的信息化布局已经初有成效，超 95% 的企业完成了单一或多环节的信息化建设，但在物流业与制造业融合度较高的工位配送领域，目前的渗透率仅为 25%，换言之，目前我国生产物流信息化仍处于广而不精、缺乏系统性规划运用的阶段。而在智能仓储物流设备的渗透率上，尚有 49% 企业未引入使用物流自动化设备，目前的运用广泛集中于输送系统领域，主要代表为 AGV、输送线、机器人方向，仓储、拣选、装卸设备的渗透率均不足 20%。

图 35：我国物流信息化运用广泛但缺乏深度



资料来源：京东物流研究院，天风证券研究所

图 36：尚有一半企业未引入物流自动化设备，且系统化率较低



资料来源：京东物流研究院，天风证券研究所

在物流产业新一轮升级中，我们认为第三方运营商和设备集成商有望充分受益。运营商层面，优质 3PL 对客户的服务环节有望前置到物流系统设计的环节，战略地位和绑定深度有望同步提升，借助 3PL 的物流专业经验，制造企业可以在智能物流系统设计时更好地预见潜在问题，亦有可能可以与 3PL 共同进行资本开支，减轻负担，而更为复杂、精细、柔性的亦需要更为专业、专注的运营商为制造业企业统一打理。设备集成商层面，智能仓储行业产业链中中游的系统集成商处于整个产业链的核心地位，由于物流仓储系统不是简单的设备组合，是以系统思维的方式对设备功能的充分应用，并保证软硬件接口的无缝和快捷，目的是实现集成创新，是一个全局优化的复杂过程。只有通过运用系统集成方法，才能实现物流的信息化、自动化、智能化、快捷化和合理化。

图 37：优质一体化 3PL 有望迎来黄金发展

近年多个文件支持物流降成本、促进一体化供应链、智能化供应链发展

运输端的单位价格已经较低，物流费用的进一步降低需要生产端的发力

β1：政策支持

α1：需求的复杂度构建壁垒

一体化供应链继续高速发展

β2：制造端仍有提升效率的空间

α2：增值服务空间大、价值高

不同垂直领域的客户具有各不相同的复杂需求，需要长期深耕方可制定出合适的方案

企业供应链各个环节产生的数量庞大的数据具有巨大的价值，因为对该等数据的分析能使彼等更全面地了解其运营低效的来源并使彼等能够作出更好的业务决策。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

表 1：我国制造体系较欧美日更为庞大，有望孕育出全球物流设备巨头

2020 排名	2019 排名	公司	2019 全球年收入 (百万美元)	2020 全球年收入 (百万美元)	同比增长率	三年变化率
1	1	大福	4016	4540	13%	9%
2	3	德马泰克	2662	3226	21%	37%
3	2	胜斐迩	3217	3120	-3%	-3%
4	6	范德兰德	1700	2100	24%	37%
5	4	霍尼韦尔智能	1800	2018	12%	19%
6	4	村田制作	1800	1490	-17%	11%
7	7	柯耐普	1370	1450	6%	38%
8	8	伯曼	1100	1400	27%	40%
9	9	MHS	1000	1050	5%	22%
10	11	TGW Logistics Group	850	1000	18%	22%
11	NA	西门子物流	NA	1000	NA	NA
12	12	WITRON Integrated Logistics	673	855	27%	34%
13	10	瑞仕格	673	646	-4%	-5%
14	13	Kardex AG	532	466	-12%	-3%
15	14	Bastian Solutions	353	405	15%	28%
16	15	Electric80	272	354	30%	30%
17	16	System Logistics SpA	261	262	0%	16%
18	17	DMW&H	214	214	0%	0%
19	19	viaStore System	157	192	22%	-3%
20	NA	Savoye	NA	185	NA	NA
合计			22650	25934	15%	

资料来源：MMH，天风证券研究所

7. 投资建议

推荐业绩持续高增长大宗供应链：浙商中拓，建发股份。2009-20 年，浙商中拓营收增长 12 倍，净利润增长 23 倍。在大宗商品供应链这个庞大且分散的市场里，浙商中拓有望依托竞争优势和优厚激励，实现持续高增长，规模达到行业龙头水平。建发股份供应链业务较快增长，股息率高。

物流智能化升级进程中，优质三方物流运营商有望实现战略地位提升，推荐海晨股份，关注京东物流、飞力达。3PL 丰富的细分行业物流经验及智能物流设备使用经验可以帮助制造企业在升级时更好地避免可能出现的问题，并加深制造和物流的绑定程度。设备层面，在我国物流行业整体升级过程中，有望孕育出体量与海外巨头相当的企业，而集成商直接面向终端客户，其设计能力、售后服务能力可以更好地打造其品牌效应，建议关注诺力股份、兰剑智能、德马科技、音飞储存，及尚未上市的昆船智能、中科微至、科捷智能、欣巴科技等。

推荐受益于航空业复苏的中国国航、南方航空、中国东航。航空复苏的方向明确、过程波动。因此适合在本土疫情扩大、股价低谷做逆向投资。

关注受益于运价上涨的油运公司：中远海能，招商轮船。四季度油轮运价有望季节性上涨，油运公司比较受益。中远海能和招商轮船主业为国际油轮运输，国际油轮运价弹性

较大。

关注受益于涨价的电商快递公司：韵达股份、圆通速递。四季度快递价格有望继续上涨，盈利有望改善。如果市场格局能够改善，竞争策略转向盈利，那么将出现较大投资机会。

8. 风险提示

（1）经济增速大幅下滑

交通运输需求与宏观经济密切相关。如果经济增速下滑，那么运输需求增速可能随之下降，部分行业的价格也会下降，导致企业盈利恶化。

（2）全球疫情再度暴发

如果疫情反复，将影响客运和石油运输，不利于航空、油运、大宗供应链板块；但是有利于集运、快递板块。

（3）物流行业智能化进程不及预期

如物流行业的智能化升级进程低于预期，相关标的的增长亦存在低于预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com