

交通运输&中小盘 2022 年中期投资策略

复产预期叠加中报观察，优选护城河效应下的绩优股

超配

核心观点

行业综述：我们判断下半年投资主要围绕国内复工复产、海外美国加息、大宗缓解三个关键词展开，策略上看好复工复产节奏最快、景气度可长期持续的子板块，7 月将进入中报公布密集期，绩优股有望脱颖而出。

航运：集运虽景气度边际弱化，但我们预计欧美消费韧性及供应链管理的重心切换仍将带动集运处于高位运行；油运方面，欧盟对俄油的制裁已经带动全球油运运距拉长，但是目前仍主要作用于小船市场，随着全球原油补库和大小船联动开启，我们认为油运有望进入景气修复区间。

航空机场：坚定看好疫情彻底消退后航空股的业绩弹性，供需反转、历史高客座率、票价改革、疫情后的需求报复式释放有望促成一轮高景气周期。下半年投资机会仍然主要来自于暑运表现、政策预期变化及油价汇率走势。建议谷底坚守，静候终将到来的反转，推荐三大航、春秋、吉祥。国际航线恢复程度决定了机场业绩的表现，目前我国正探索有序恢复国际航班，建议静待国际线逐步重启、业绩复苏，推荐上机、白云。

快递：快递行业短期需求更多是受到抑制而非消失，下半年快递需求增长有可能迎来反弹，同时行业竞争格局稳中向好。在经济承压以及疫情严控的背景下，快递行业的经营和需求是具有韧性的，且快递龙头利润大幅修复的确定性高，目前，顺丰、圆通和韵达的 2022 年 PE 分别为 40 倍、23 倍以及 21 倍，估值均处于合理水平，由于该快递龙头公司长期成长空间大且确定性高，我们继续推荐圆通速递、韵达股份、顺丰控股以及港股中通快递。

物流：首推密尔克卫，密尔克卫是我们推荐的长期品种，我们认为公司中长期的成长逻辑非常清晰，即沿着化工品物流+分销服务商的双主业，成长为我国最优质的化工服务企业之一。

中小盘：下半年中小盘选股的思路可概括为：1) 在成长框架下，选取估值、赔率、概率均较为合适的品种，推荐双星新材、浙江自然，把握高概率的阿尔法；2) 下半年选取机会布局长线品种，关注宏华数科；3) 在合理的安全边际下、寻找可能出现边际变化的个股，关注华依科技。

投资建议：交运看好航空、机场、快递物流等受益于疫情消退需求复苏的子板块，中小盘把握确定性，结合个股自下而上以及中报的因素，推荐顺序为：密尔克卫、双星新材、圆通速递、顺丰控股、中国国航、春秋航空、白云机场、浙江自然，关注宏华数科、华依科技。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率波动，行业发展不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	买入	122.32	20117	3.90	6.04	31.4	20.3
002585.SZ	双星新材	买入	16.94	19587	1.92	2.78	8.8	6.1
600233.SH	圆通速递	买入	19.74	67830	0.88	1.12	22.4	17.6
601111.SH	中国国航	买入	10.11	123099	-0.78	0.19	-13.0	53.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业投资策略

交通运输

超配·维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：黄盈

021-60893313

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

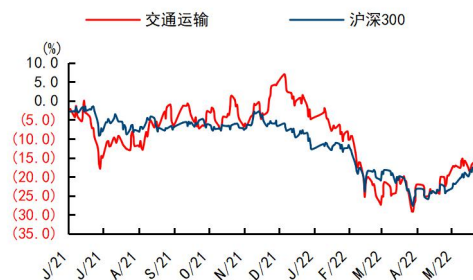
证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运中小盘行业周报-快递 5 月数据如期修复，中小市值龙头估值回暖》——2022-06-19
 《交运中小盘行业周报-快递需求回暖，出行逐步走出谷底》——2022-06-13
 《交运中小盘行业周报-快递 5 月件量同比转正，复产复工持续加速》——2022-06-06
 《交运中小盘 6 月投资策略-复工复产、中报主导，交运优选快递物流》——2022-05-29
 《交运中小盘行业周报-快递复苏趋势良好，出行有望逐步恢复》——2022-05-22

内容目录

行业观点综述.....	5
航运：集运高位运行时长或超预期，油运或迎中期反转.....	6
回顾 2022H1：疫情压制集运，地缘政治影响油运格局.....	6
展望 H2：行业压力与价值并存.....	7
航空：看好高弹性，静候终将到来的反转.....	11
复盘上半年：客流再陷低谷，政策发力，预期驱动股价相对坚挺.....	11
2022 年下半年展望：看好高弹性，静候终将到来的反转.....	13
投资建议.....	18
机场：国际线逐步重启，静待业绩复苏.....	19
复盘上半年：疫情冲击客流承压，股价强势横盘.....	19
展望下半年：静待国际旅客恢复，枢纽机场价值回归.....	19
投资建议.....	21
快递：经营和需求具有韧性，龙头公司利润修复确定性高.....	21
历史回顾：疫情致快递业承压，竞争格局稳中向好.....	21
需求展望：疫情后时代或出现需求反弹.....	25
竞争展望：良性竞争常态化，快递利润修复确定性高.....	26
其他影响：增值税免征增厚利润，高油价成本压力可控.....	28
投资建议：通达系强者恒强，把握顺丰左侧机会.....	29
物流：首推化工物流龙头密尔克卫.....	31
中小盘：把握确定性.....	32
双星新材：获益原材料价格下行，低估值高增速优势凸显！.....	33
浙江自然：出口产业链中的预期差标的.....	33
宏华数科：选取机会配置的长线成长品种.....	34
华依科技：寻找惯性导航突破上的弹性.....	35
投资建议.....	36
风险提示.....	36
免责声明.....	37

图表目录

图 1: 上半年集运运价经过三阶段的宽幅波动.....	6
图 2: 俄乌战争导致俄油出口目的地变化, 拉长运距.....	7
图 3: 美联储点阵图预示美国年内或将激进加息.....	8
图 4: 加息对耐用品消费的实际影响有限.....	8
图 5: 造船订单占运力比 20 年以来出现较为明显提升.....	9
图 6: 行业 2022 年内供给压力较小.....	9
图 7: 拆解交付订单, 22 年 23% 的新增运力为区域内市场运力.....	10
图 8: 经合组织石油库存已达 2010 年以来最低位置.....	11
图 9: 民航旅客运输量.....	12
图 10: 2019 年我国民航客流集中在核心机场.....	12
图 11: 我国国内航线客运航班量.....	12
图 12: SW 航空指数走势.....	13
图 13: 各航空股股价走势.....	13
图 14: 疫情后 A 股航空上市公司逐季度业绩.....	14
图 15: 各航空股股价走势.....	14
图 16: 民航运输飞机数量.....	14
图 17: 2018-2021 年新增客机结构.....	14
图 18: 民航逐月客机引进数量.....	15
图 19: 民航旅客运输量及同比增速.....	16
图 20: 我国 GDP (不变价) 同比增速.....	16
图 21: 美国民航旅客量 (人次)	16
图 22: 美国民航运价表现.....	16
图 23: 美国四大航逐季度非经常性项目前利润 (亿人民币)	17
图 24: 三大航客运收入占比.....	17
图 25: 春秋、吉祥客运收入占比.....	17
图 26: 我国航空股历史 PE 估值水平.....	18
图 27: 各机场旅客吞吐量.....	19
图 28: 各机场年内股价走势.....	19
图 29: 我国实物商品网上月度零售额及增速 (亿元)	21
图 30: 我国快递行业月度业务量及增速 (万件)	21
图 31: 快递行业单票价格变化趋势.....	22
图 32: 义乌地区快递单票价格同比变化.....	23
图 33: 广州地区快递单票价格同比变化.....	23
图 34: 极兔速递国内快递日均业务量变化趋势 (万票)	23
图 35: 2022 年 5 月极兔和通达系的快递日均件量对比 (万票)	23
图 36: 快递龙头公司季度毛利率变化趋势.....	24
图 37: 快递龙头公司季度扣非归母净利润变化趋势 (亿元)	24

图 38: 中通、韵达、圆通、申通以及沪深 300 在 2022 年年初以来的持有收益率变化趋势.....	24
图 39: 顺丰和沪深 300 在 2022 年年初以来的持有收益率变化趋势.....	24
图 40: 我国快递行业业务量及同比.....	25
图 41: 我国快递行业业务量按上游来源不同分拆（亿件）.....	25
图 42: 我国直播电商市场规模预测及增速.....	25
图 43: 我国一线、新一线、二线以及其他低线城市月度快递业务量的增速变化.....	25
图 44: 2022 年疫情期间快递日均揽件量以及去年同期月度的日均件量对比.....	26
图 45: 快递各龙头公司业务量占比及 CR6 变化趋势.....	27
图 46: 快递龙头资本开支变化趋势及 2022 年预测（亿元）.....	27
图 47: 2022 年通达系干线车辆资产规模对比（亿元）.....	29
图 48: 2022 年通达系自动化设备资产规模对比（亿元）.....	29
图 49: 2022 年通达系房屋建筑物资产规模对比（亿元）.....	30
图 50: 2022 年通达系研发人员数量对比.....	30
图 51: 2022 年通达系土地使用权规模对比（亿元）.....	30
图 52: 2022Q1 可用资金规模对比（亿元）.....	30
图 53: 国内 TDI 现货价格（元/吨）.....	34
图 54: 华东地区软泡聚醚市场价（元/吨）.....	34
表 1: 各航司 2022 年客机机队规划.....	15
表 2: 各航司业绩对票价的弹性测试.....	18
表 3: 机场国内线收费标准.....	20
表 4: 机场国际线收费标准.....	20
表 5: 关于规范快递竞争和保障快递小哥、外卖小哥权益的监管措施及政策.....	22
表 6: 通达系公司的单票快递净利对比（元）.....	28
表 7: 增值税免征优惠政策对快递公司 2022 年利润的量化影响（百万元）.....	28
表 8: 2022 年国内油价变动对通达系公司的利润影响可控.....	29
表 9: 国信中小 22 下半年重点公司盈利预测及估值表.....	33
表 10: 宏华数科本次定增募投项目.....	35

行业观点综述

我们判断 2022 下半年的投资主要围绕国内复工复产、海外美国加息、大宗缓解三个关键字展开，投资策略上我们看好复工复产节奏最快、景气度可长期持续的子板块，同时 7 月将进入中报公布的密集期，绩优股有望脱颖而出，行业层面来看：

航运：上半年行业受到疫情扰动、地缘政治、美联储加息等事件的综合影响，集运与油运行业的走势出现较为明显的分化。往后看，集运虽景气度边际弱化，但我们预计欧美消费韧性及供应链管理的重心切换仍将带动集运处于高位运行；油运方面，欧盟对俄油的制裁已经带动全球油运运距拉长，但是目前仍主要作用于小船市场，随着全球原油补库和大小船联动开启，我们认为油运有望进入景气修复区间。

航空：我们认为航空板块下半年投资机会主要来自于暑运表现、政策预期变化及油价汇率走势。拉长周期，我们坚定看好疫情彻底消退后航空股的业绩弹性，供需反转、历史高客座率、票价改革、疫情后的需求报复式释放有望促成一轮高景气周期，各航司业绩有望创历史新高。投资建议上，建议谷底坚守，静候终将到来的反转，推荐三大航、春秋、吉祥。

机场：国门边际松动构成实质性利好，如未来国门全面开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：行业二季度受到疫情负面冲击，但是短期快递需求更多是受到抑制而非消失，下半年快递需求增长有可能迎来反弹，同时行业竞争将维持缓和态势，竞争格局稳中向好。在经济承压以及疫情严控的大背景下，快递行业的经营和需求还是具有韧性的，且今年快递龙头利润大幅修复的确定性高，目前，顺丰、圆通和韵达股份的 2022 年 PE 分别为 40 倍、23 倍以及 21 倍，估值均处于合理水平，由于该快递龙头公司长期成长空间大且确定性高，我们继续推荐圆通速递、韵达股份、顺丰控股以及港股中通快递。

物流：我们遵循成长性、景气度与估值原则精选个股，首推密尔克卫，密尔克卫是我们推荐的长期品种，我们认为公司中长期的成长逻辑非常清晰，即沿着化工品物流+分销服务商的双主业，成长为我国最优质的化工服务企业之一。

中小盘：对于 2022 年下半年，我们中小盘选股的思路可概括为：1) 在成长框架下，选取估值、赔率、概率均较为合适的品种，推荐双星新材、浙江自然，把握高概率的阿尔法；2) 下半年选取机会布局长线品种，关注宏华数科；3) 在合理的安全边际下、寻找可能出现边际变化的个股，关注华依科技。

投资建议：交运看好航空、机场、快递物流等受益于疫情消退需求复苏的子板块，中小盘把握确定性，结合个股自下而上以及中报的因素，推荐顺序为：密尔克卫、双星新材、圆通速递、顺丰控股、中国国航、春秋航空、白云机场、浙江自然，关注宏华数科、华依科技。

航运：集运高位运行时长或超预期，油运或迎中期反转

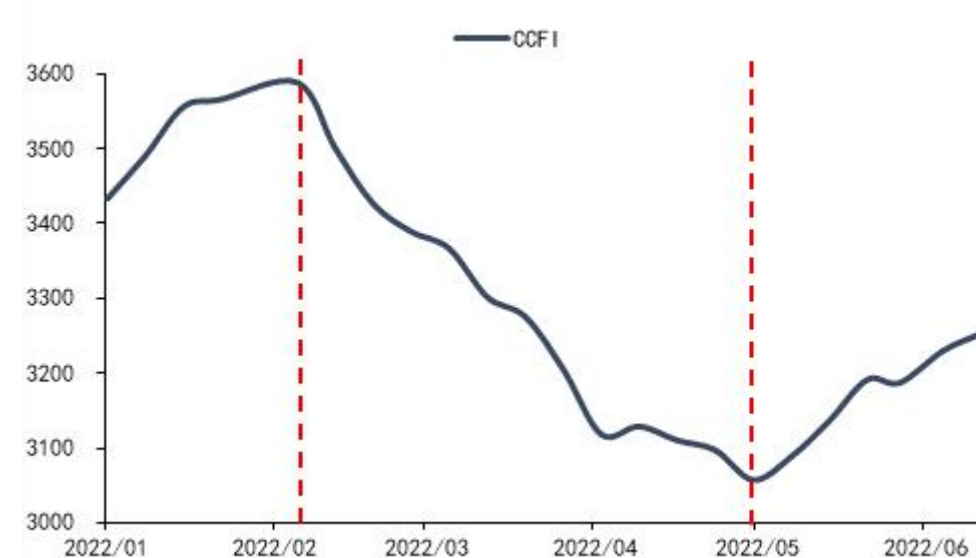
回顾 2022H1：疫情压制集运，地缘政治影响油运格局

2022 年 H1，航运板块（申万，后同）下跌 4.12%，略微跑赢交通运输行业 0.48%，较沪深 300 指数具有 9.66%的超额收益，主要来自于集运行业仍处于高景气，高额的盈利对市值具备较强支持作用，及俄乌问题导致欧洲对俄的原油采购量或将有所下降，全球原油海运的运距有望得以拉长。

集运方面，上半年整体可以划分为三个阶段：

1. 1 月至 2 月上旬：美国港口拥堵持续恶化，供应链效率低下，导致行业有效运力损耗较为严重，运价持续上涨。
2. 2 月中旬至 4 月末：中国新年叠加沪深两大主要出口口岸受到疫情影响，全球集运货量出现较为明显的下滑，运价开启下行趋势。
3. 5 月至今：上海疫情影响逐步边际改善，公路物流的通畅带来货量回补，运价开始回升。

图1：上半年集运运价经过三阶段的宽幅波动

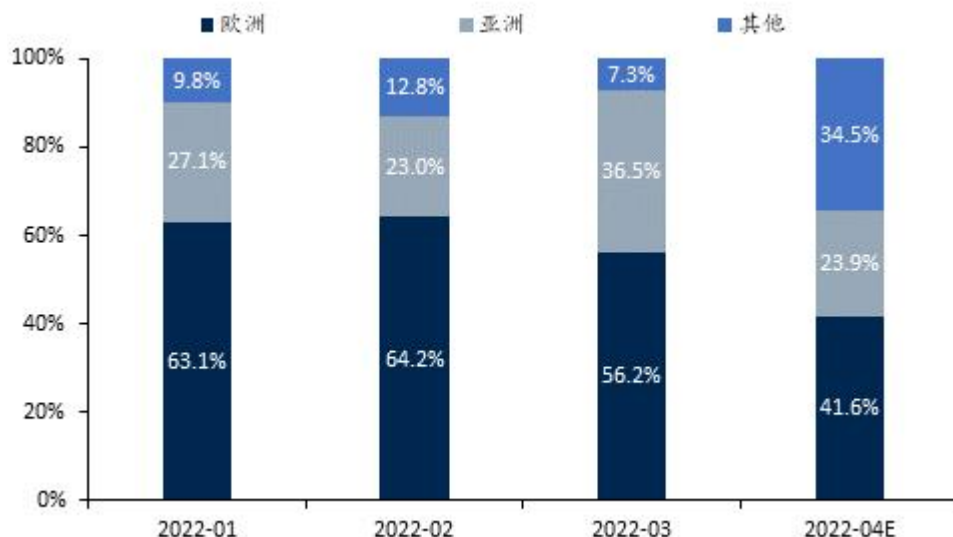


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

油运方面，行业大型船舶和小型船舶的基本面出现一定分化。对于 VLCC 而言，高昂的油价对行业需求持续形成较为明显的抑制，VLCC 的需求表现持续较为低迷，但是由于俄乌战争的影响，欧盟停止购买俄罗斯海运石油，导致了全球原油海运

路线的变化，对小船型的需求形成了较为明显的拉动，一方面来说，欧洲对原油的消费需求仍在，不购买俄罗斯石油则需从运距更长的中东进口；另一方面来说，俄罗斯石油出口的目的地大概率由欧洲切换至亚洲，亦将拉长全球原油海运运距。此外，欧盟对俄罗斯油轮进行制裁，可能会造成有效运力的减少，亦将提振油运市场。

图2：俄乌战争导致俄油出口目的地变化，拉长运距



资料来源：Kpler，隆众资讯，国信证券经济研究所整理

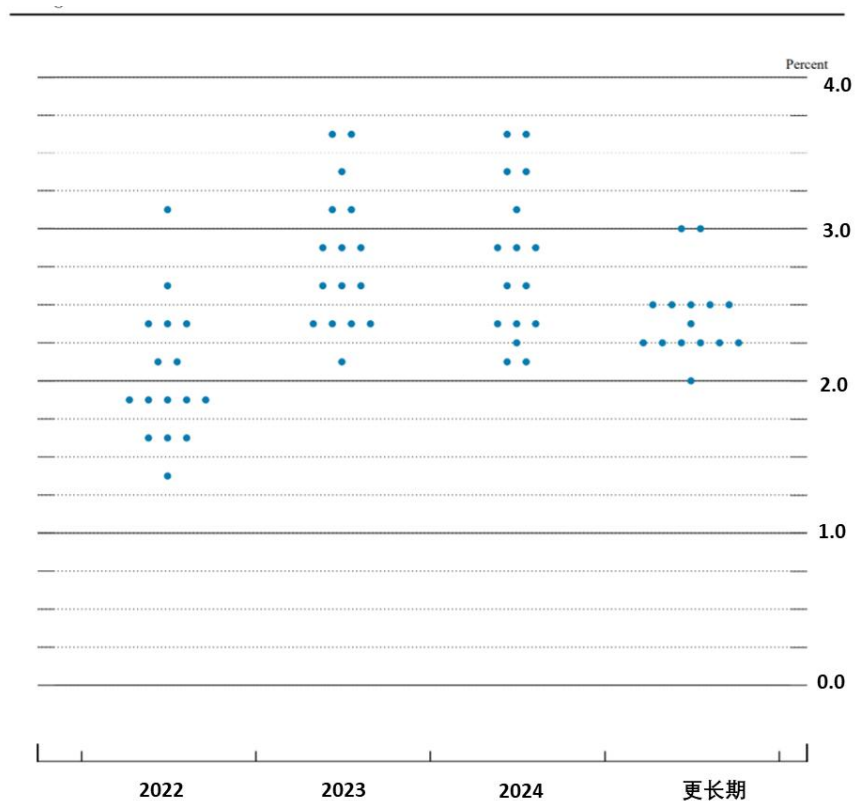
展望 H2：行业压力与价值并存

集运：情绪底已至，价值属性逐步迈入右侧

虽然外部环境仍令人担忧，但是行业或已迎来情绪底。2月以来，中国新年及华东华南的疫情给予了全球集运供应链较预期更长的喘息期，行业整体拥堵情况有所改善，叠加美联储加息、地缘政治等问题，市场对行业的未来发展较为悲观，根据 WIND 一致预期，中远海控当前的市值对应 2022 年的 PE 仅 2.15 倍。

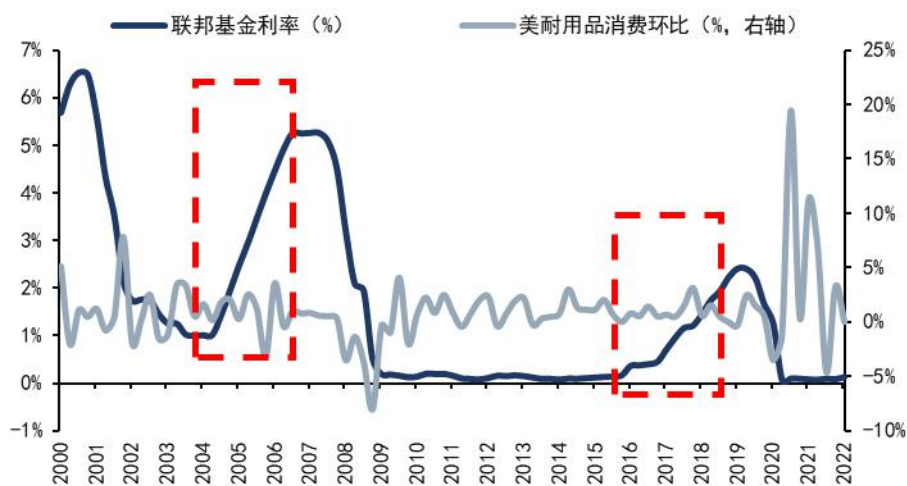
往后看，市场担忧需求端受美国加息影响，但考虑到欧美消费的韧性及疫情对供应链的扰动，国际运输需求预计持续维持强劲。随着当前美联储已经开始加息，并可能在年内保持鹰派，对全球的消费需求存在一定的抑制作用。但是我们认为这一改变对运输需求的影响在短期内不会显现，一方面来说，消费往往是一种习惯，即便宏观环境发生改变，消费者的感知往往滞后其改变，从而形成消费的韧性，历史上来看，历次美联储大幅加息对耐用品消费的影响较为有限；另一方面来说，新冠疫情对供应链的冲击效应非常明显，即便当前国内疫情反复拉长了全球供应链修复的时间窗口，但是由于对供应链再度陷入不稳定的恐惧，全球制造业、零售业企业或将同步提升自身的库存水平，供应链管理重心亦将从以往的经济性，转而更为偏重安全性。

图3：美联储点阵图预示美国年内或将激进加息



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图4：加息对耐用品消费的实际影响有限

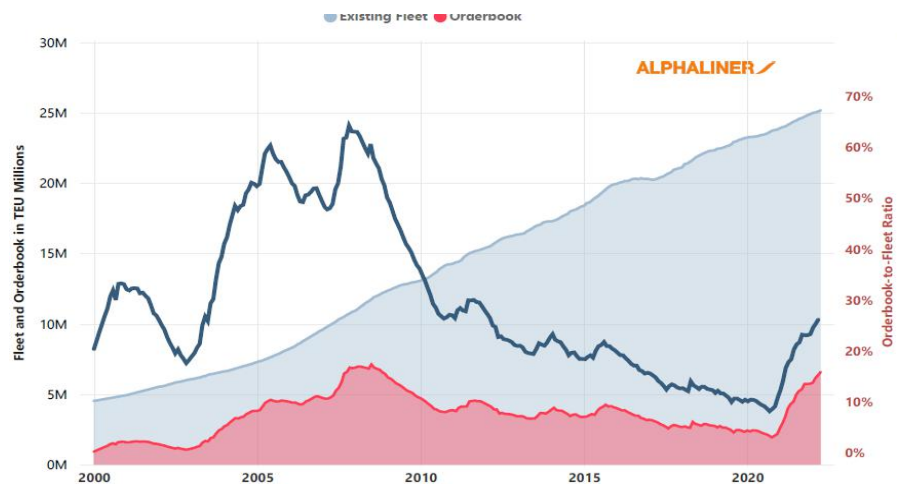


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供给端来看，虽然 20H2 以来集运行业便已步入高景气，但是船东对于公司治理理念的转变及疫情持续性不确定的双重压制下，运力拓张较为有限，2022 年供给侧压力较 21 年更小。集运行业近年最大的变化在于供给侧，自 2010 年行业进入

大船化军备竞赛以来，行业整体均在追逐市占率的提升，而在 2018 年，龙头马士基率先转向，将经营的重心转向盈利质量，此后，我们看到行业中部分公司的运力拓张计划开始明显放缓，马士基、中远海控、ONE 自 2018 年以来运力规模均无明显提升。此外，虽然行业自 20H2 起便已进入了高景气周期，但是由于本轮行情的主要成因在于疫情引发的供应链紊乱，而这一情形的持续性难以判断，因此船东整体较为谨慎，行业新订单未在第一时间出现明显提升，根据 alphasliner 的数据，2022 年运力预计增速为 4.2%，低于 2021 年的 4.5%，且万箱及以上大船占预计交付运力的比例仅为 74.5%，其余的运力则多为区域内市场的运力补充，对干线运输市场的供给冲击较为有限。

图5：造船订单占运力比 20 年以来出现较为明显提升



资料来源：Alphasliner，国信证券经济研究所整理

图6：行业 2022 年内供给压力较小

Fleet as at :	31 Dec 2021		31 Dec 2022		31 Dec 2023		31 Dec 2024	
TEU nominal	ships	teu	ships	teu	ships	teu	ships	teu
> 18,000	146	3,044,783	156	3,285,363	185	3,974,139	198	4,278,103
15,200-17,999	58	954,669	73	1,184,813	98	1,580,597	126	2,027,801
12,500-15,199 NPX*	269	3,712,464	282	3,896,858	329	4,569,084	399	5,565,232
10,000-12,499	190	2,071,533	206	2,262,223	207	2,274,083	207	2,274,083
7,500-9,999	478	4,231,600	478	4,231,600	481	4,255,000	522	4,572,718
5,100-7,499	438	2,731,759	439	2,737,773	465	2,904,528	512	3,208,057
4,000-5,099	625	2,832,567	632	2,864,865	640	2,901,777	643	2,915,619
3,000-3,999	261	906,282	272	940,547	296	1,016,790	326	1,116,588
2,000-2,999	756	1,927,376	789	2,008,206	844	2,153,846	877	2,236,967
1,500-1,999	644	1,115,334	701	1,220,976	754	1,317,890	776	1,358,140
1,000-1,499	712	818,018	735	843,171	766	877,993	785	900,419
500-999	765	566,760	771	571,035	775	573,835	775	573,835
100-499	174	57,177	177	58,127	178	58,247	178	58,247
Total	5,516	24,970,322	5,711	26,105,557	6,018	28,457,809	6,324	31,085,809
Adjusted Total	5,516	24,970,322	5,671	26,015,557	5,888	28,137,809	6,074	30,415,809
Annual Growth		4.5%		4.2%		8.2%		8.1%

资料来源：Alphasliner，国信证券经济研究所整理

图7：拆解交付订单，22年23%的新增运力为区域内市场运力

Del Year TEU nominal	2021 Deliveries		2022F Deliveries		2023F Deliveries		2024F Deliveries	
	ships	teu	ships	teu	ships	teu	ships	teu
>18,000	14	330,438	10	240,580	29	688,776	13	303,964
15,200-17,999	16	250,988	15	230,144	25	395,784	28	447,204
12,500-15,199 NPX*	6	85,120	13	184,394	47	672,226	70	996,148
10,000-12,499	18	214,992	16	190,690	1	11,860	0	0
7,500-9,999	0	0	0	0	3	23,400	41	317,718
5,100-7,499	1	5,295	1	6,014	26	166,755	47	303,529
4,000-5,099	0	0	7	32,298	8	36,912	3	13,842
3,000-3,999	5	15,378	11	34,265	24	76,243	30	99,798
2,000-2,999	43	104,435	33	80,830	55	145,640	33	83,121
1,500-1,999	22	40,424	57	105,642	53	96,914	22	40,250
1,000-1,499	21	23,801	23	25,153	31	34,822	19	22,426
500-999	6	4,004	6	4,275	4	2,800	0	0
100-499	2	715	3	950	1	120	0	0
Total	154	1,075,636	195	1,135,235	307	2,352,252	306	2,628,000
Slippage (Net Est)			-10	-40,000	10	40,000		
Adjusted total	154	1,075,636	185	1,095,235	317	2,392,252	306	2,628,000
Scrapping (Est)				50,000		270,000		350,000

资料来源：Alphaliner，国信证券经济研究所整理

考虑到当前联盟格局较过去已经明显改善，船东具备一定能力进行运价稳定。20年以来，集运联盟的格局较以往出现了较为明显的改善，在疫情叠加中国新年的情况下，联盟共同实行停航控班，将运价维持在较高水平，避免了行业的亏损。当下的情况于2020年初较为类似，且此时运价维持高位或同时符合船东及大客户的利益，对于船东而言，高运价意味着更高的收益，而对于大客户而言，由于其在长协谈判中较小客户更有优势，如即期运价大幅低于长协运价，则会导致其竞争优势丧失。根据中国航务周刊，4月末至5月的未来5周当中，联盟将取消78个航次，我们认为这便是联盟格局已经改善的侧面验证。

油运：静待全球补库，关注小船需求能否顺利向大船传导

当前时点，全球油运库存已经处在偏低位置，补库需求或一触即发。本轮油运行情的低迷始于20年新冠疫情爆发导致油价大跌后，各国均抢购了较多原油，全球库存均处于高位，但消费需求的低迷使得库存消化较慢。同时，在高景气周期之下，船东大量订船，供给维持较快增长，最终导致了供需两端同时恶化。而截至2022年3月，经合组织石油库存已达2010年以来最低水平，补库存的需求或已较为强劲，油运行业或迎来较为明显的边际改善。

考虑到欧洲及俄罗斯港口条件的限制，当前俄乌战争为主线的油运行业催化剂主要仅作用于小船型。如未来俄油需大量出口至欧洲以外地区，且小船型的供给偏紧，为降低运输成本，由小船在港口接油后至波罗的海或黑海，随后将油转入VLCC，并最终运往目的地的方式有望成为主流。在这种情况下，由于VLCC需要停在海上等待小船，周转效率可能出现较为明显的下降，亦可能造成一定的拥堵，进而带动油运行业发生类似于20H2以来集运行业所发生的有效运力不断缩减。

图8：经合组织石油库存已达 2010 年以来最低位置



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

航空：看好高弹性，静候终将到来的反转

我们坚定看好疫情彻底消退后航空股的业绩弹性，供需反转、历史高客座率、票价改革、疫情后的需求报复式释放有望促成一轮高景气周期，各航司业绩有望创历史新高。如只看下半年，由于“动态清零”大方向并未改变，局地疫情如有反复，仍可能对民航景气度产生影响，因此下半年投资机会仍然主要来自于暑运表现、政策预期变化及油价汇率走势。投资建议上，建议谷底坚守，静候终将到来的反转，推荐三大航、春秋、吉祥。

复盘上半年：客流再陷低谷，政策发力，预期驱动股价相对坚挺

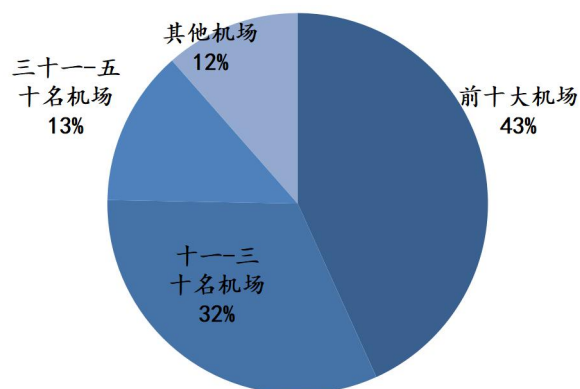
2022 年民航市场再次迎来新冠疫情后的至暗时刻。疫情前，2019 年我国机场吞吐量的 43.2%集中在我国前十大机场，核心城市出行需求表现对民航整体影响很大。2022 年初至今，北上广深航等地或多或少存在疫情扰动，其中北京、上海、深圳三大一线城市均在某段时间采用静态或者接近于静态管理，出行需求受损严重，尤其是 4 月份，民航客流仅为 788 万人次，同比下降 84.6%，甚至低于 2020 年 2 月疫情爆发初期。

图9：民航旅客运输量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2019年我国民航客流集中在核心机场

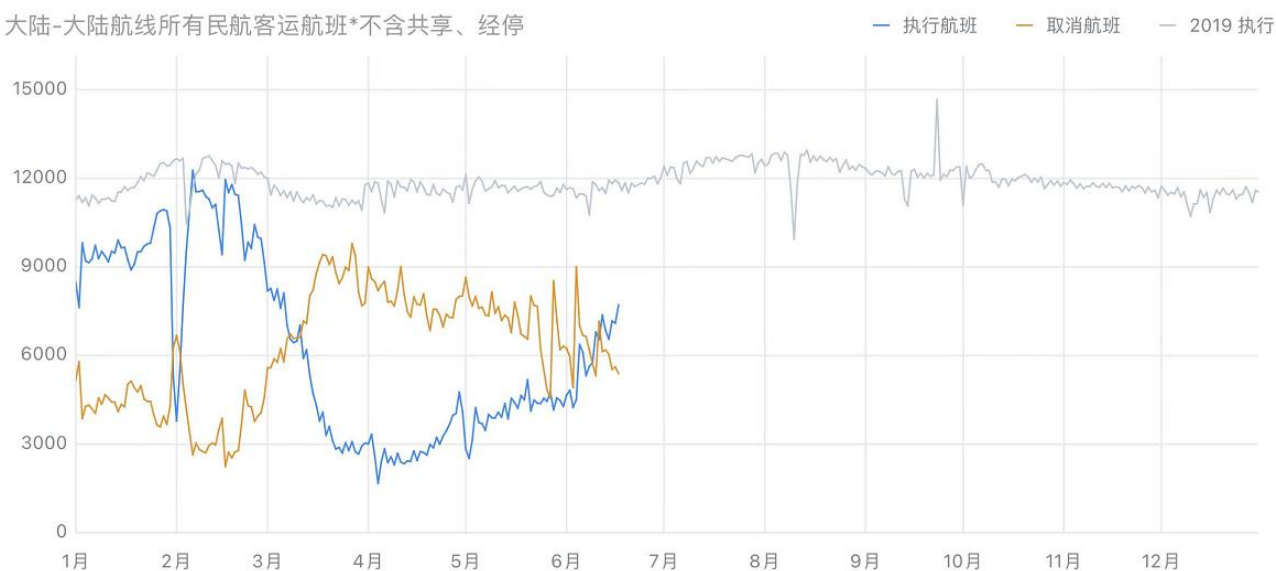


资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

连续的客流低迷，叠加走高的油价，民航业再度陷入亏损的泥潭，其中4月份航班量大幅下跌，部分航司现金流极度紧张。行业危难之际，民航局联合多部门出台政策，提供纾困贷款以及航班补贴力保民航业度过难关。当前全国各地疫情基本接近尾声，航班量底部回升。

图11：我国国内航线客运航班量

大陆-大陆航线所有民航客运航班*不含共享、经停

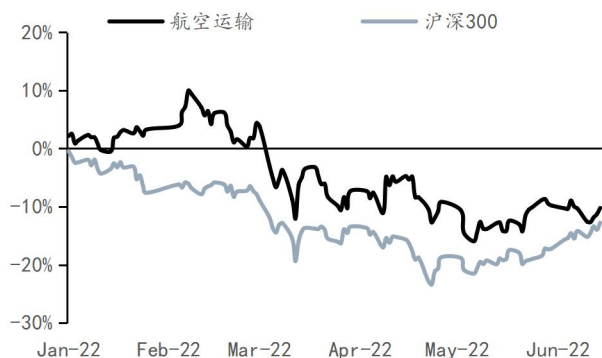


资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

股价方面，尽管民航阶段性压力较大，业绩再陷泥潭，但海外已经开放国门的各国民航复苏态势良好，市场对于常态化防疫后需求复苏、国门有序开放的预期强烈，驱动股价走势相对强势。截至2022年6月17日，申万航空指数年内下跌10.2%，

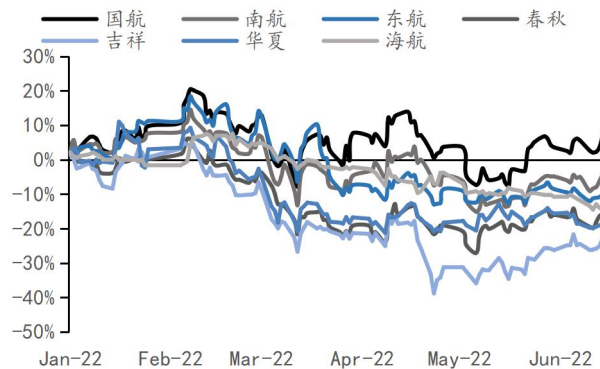
跑赢沪深 300 指数 2.6pct。个股方面，大航表现优于小航，疫情前国内航线网络品质最高，国际航线运投占比最高的国航表现最优，上涨 7.1%，南航、东航分别下跌 4.3%、10.1%，小航则下跌超过 15%。

图 12: SW 航空指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 各航空股股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2022 年下半年展望：看好高弹性，静候终将到来的反转

时至 6 月中下旬，全国各主要城市逐步走出疫情，北京、上海疫情也进入扫尾阶段，如全国各主要城市疫情管控顺利，暑运后半段需求复苏仍值得期待。

国内防疫政策上，国家力推科学精准防疫，近期国务院通报部分地方过度防疫，强调兼顾防疫和保障生产生活，部分大中型城市常态化核酸制度建立，力图尽早切断病毒传播链，保障防疫稳定性。国际线方面，6 月起我国对国际航线的管控政策有所松动，具体表现为复航部分前期断航的国际航班，有序增加航班量，入境航班熔断观察期缩短，入境人员隔离期缩短。

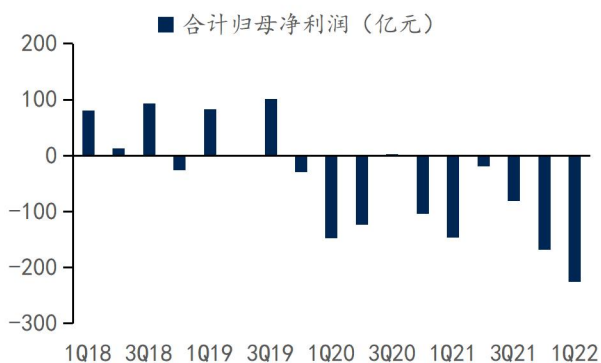
上述政策的推行均是在现行政策大框架下的边际优化，在一定程度上能够保持需求的稳定性，但如局地疫情后续再度反复仍可能对民航需求产生一定影响，因此我们认为下半年航空股的驱动力仍来自于暑运后半段的印证、放开预期的变化及外生变化如油价、汇率的走势。

航空股相对强势的背后是对全面复苏后的弹性的预期

疫情之后航空公司亏损严重，三大航两年平均亏损过百亿，而在如此惨重的亏损之下，航空股在疫情后却走出了坚挺的走势，其中国航、春秋、华夏均录得上涨。我们认为其主导因素是对疫情彻底消退后的业绩高弹性的预期。事实上，在疫情阶段性消退的 2020 年三季度和 2021 年二季度，即便国门接近于关闭，仅依托国内航线的复苏，航空公司业绩便足以显著改善，其中三大航远离巨亏，民营航司恢复盈利。考虑到国门开放的探索实际效果显现尚需时日，2022 年暑运是国内常

态化科学防疫效果的首个观察窗口，目前国内大中型城市常态化核酸制度建立保障需求复苏稳定性，暑运后半程表现仍值得期待。

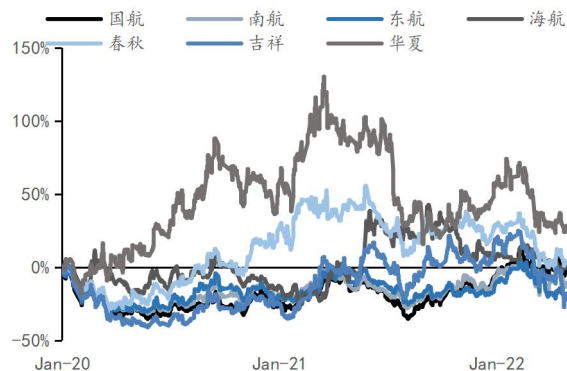
图14: 疫情后 A 股航空上市公司逐季度业绩



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 该数据剔除海航

图15: 各航空股股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

长周期看，我们终将迎来民航业的再度绽放。在供需反转、历史高客座率、核心公商务干线票价改革、疫情彻底消退后的需求报复式恢复的多重刺激下，各航司业绩有望创历史新高。

供给端：2020 年初至今，我国航司经营处于历史级别的谷底，历经巨额亏损后，各航司均大幅降低了运力扩张速度。2020-2021 年，我国民航运输飞机数量分别增长 85 架、148 架至 3903 架、4051 架，其中客机分别为 3717 架、3856 架，同比分别增 2.0%、3.7%，大幅低于 2011-2019 年年化 10.2% 的供给增长，且 2020-2021 年新增客机以窄体机和支线飞机为主，进一步收紧了供给扩张态势。

图16: 民航运输飞机数量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 2018-2021 年新增客机结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2022 年，从各公司年报披露的数据来看，三大航、春秋、吉祥年内计划飞机净增速为 3.6%，海航历经债务重整，经营仍陷泥潭，扩张能力同样有限。实际情况上，计划引进数量保持低位叠加上半年疫情冲击显著超越年初预期，各航司运力扩张继续降速，截至 6 月 15 日，引入客机仅 29 架。因此如不考虑 B737MAX 复飞，则全年供给扩张有望持续保持低位。

表1：各航司 2022 年客机机队规划

	机队（客机）	2022 净增	增速
国航	741	24	3.2%
南航	862	21	2.4%
东航	752	34	4.5%
春秋	113	6	5.3%
吉祥	110	7	6.4%
合计	2578	92	3.6%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18：民航逐月客机引进数量



资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理

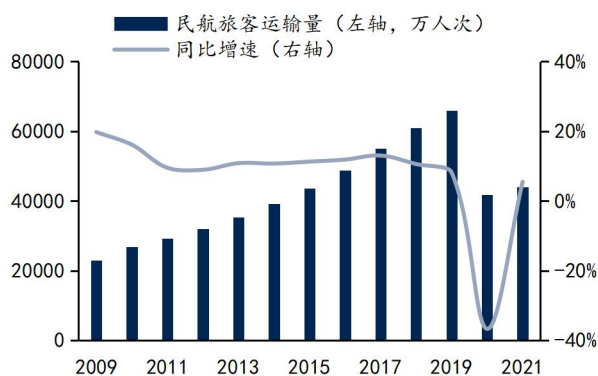
需求端：民航需求的底层动力是国家综合国力的提升及人民日益增长的收入水平，2011-2019 年我国民航旅客运输量年化增速达到 10.7%，相比 GDP 增速的弹性系数为 1.51。尽管面临新冠疫情扰动，2020-2021 年我国 GDP 增速依然达到 2.3%、8.1%，2022 年虽然 4-5 月上海静默管理导致宏观经济压力加大，但随后政策火力全开全力保经济运行在合理区间，实现正增长。

民航理论需求跟随经济发展持续增长，如按照 1.51 的理论弹性系数计算，2022 年民航理论需求有望超过 2019 年的 20% 以上，而供给增速持续保持低位，或约在

10%左右，因此理论供需缺口已经出现，且较大。

疫情前民航客座率已经高达 83.2%，再供需反转来临之际，航司进一步通过以价换量的空间不大，供需缺口有望更多的转化为价格，且随着核心公商务航线经济舱全价票上限持续推高，如有朝一日选择全面开放，在历史高客座率、票价改革的持续突破，供需反转的带动下，民航运价水平有望创历史新高。

图 19：民航旅客运输量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：我国 GDP（不变价）同比增速

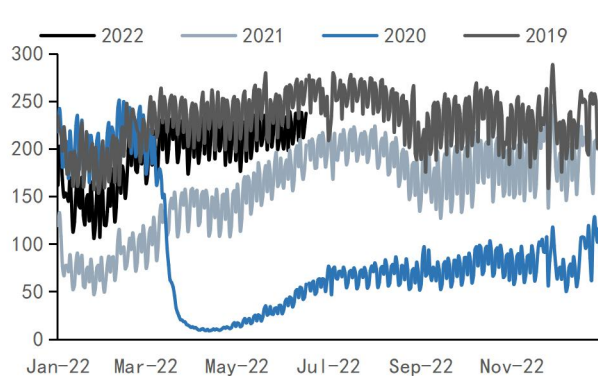


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外运价高企，业绩逐步改善

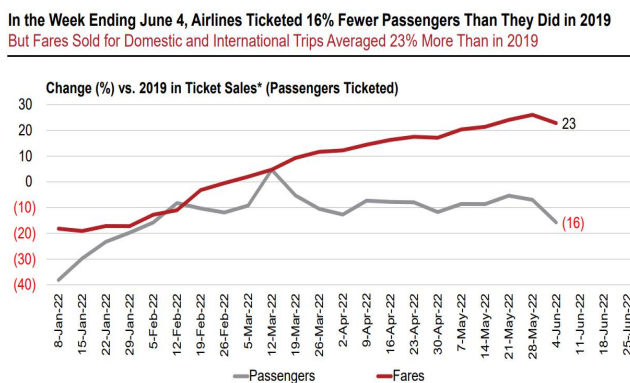
近期美国机票价格高涨，欧洲机场爆满的新闻时有传播。以美国为例，目前美国民航业旅客运输量已恢复至疫情前的九成水平，其中国内线复苏更为强势，2022 年 6 月第一周票价相比 2019 年同期上涨 23%。

图 21：美国民航旅客量（人次）



资料来源：TSA，国信证券经济研究所整理

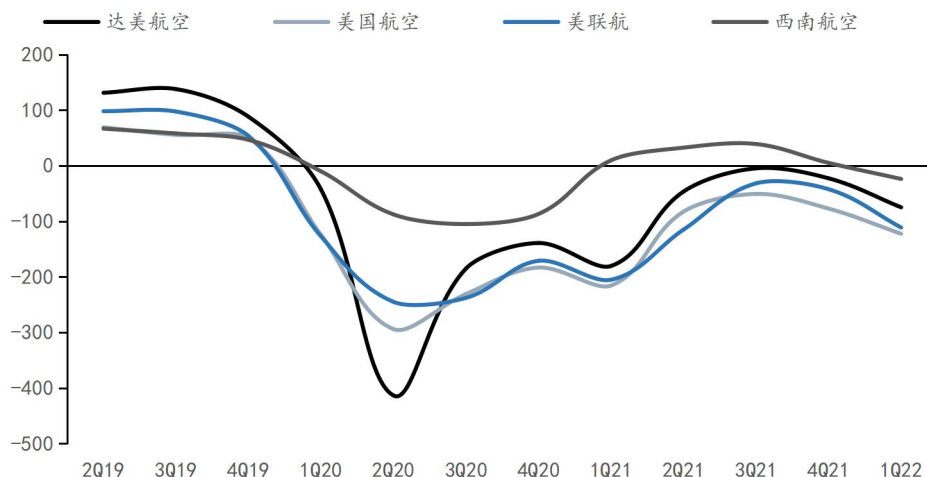
图 22：美国民航运价表现



资料来源：Airlines for America，国信证券经济研究所整理

美国航空业的景气爬坡说明即便客流量尚未完全恢复，但出行需求回暖叠加供给扩张受限足以保证经营水平显著修复。从美国四大航业绩来看，疫情后 2Q20、3Q20 的低谷后逐步爬升，接近盈亏平衡点甚至略有盈利。

图 23: 美国四大航逐季度非经常性项目前利润（亿人民币）

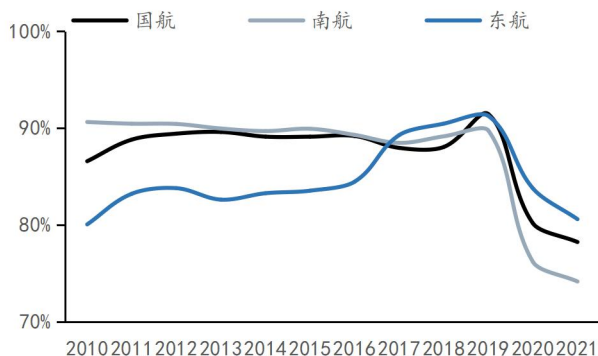


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

票价提升后航空公司业绩弹性大

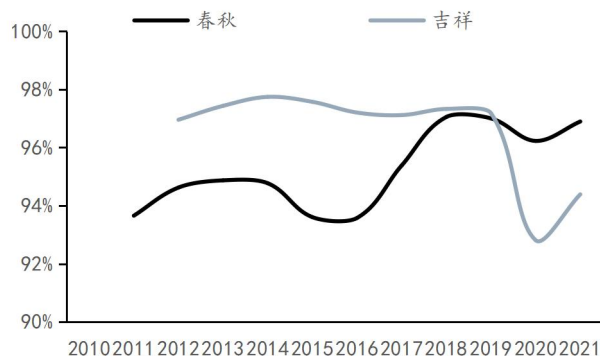
我国民航各航司绝大多数收入来自于客运，疫情前三大航客运收入占比达到 90% 左右，春秋、吉祥更高，分别为 97.0%、97.2%，因此客运运价上行对航司业绩反转具备决定性意义。

图 24: 三大航客运收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 春秋、吉祥客运收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以 2019 年各航司业绩为基准，如客公里收益上升 20%，则国航、南航、东航、春

秋、吉祥估算利润总额分别为 340.1 亿、317.7 亿、318.9 亿、45.1 亿、36.2 亿，业绩弹性分别为 274%、681%、513%、88%、159%。

表2：各航司业绩对票价的弹性测试

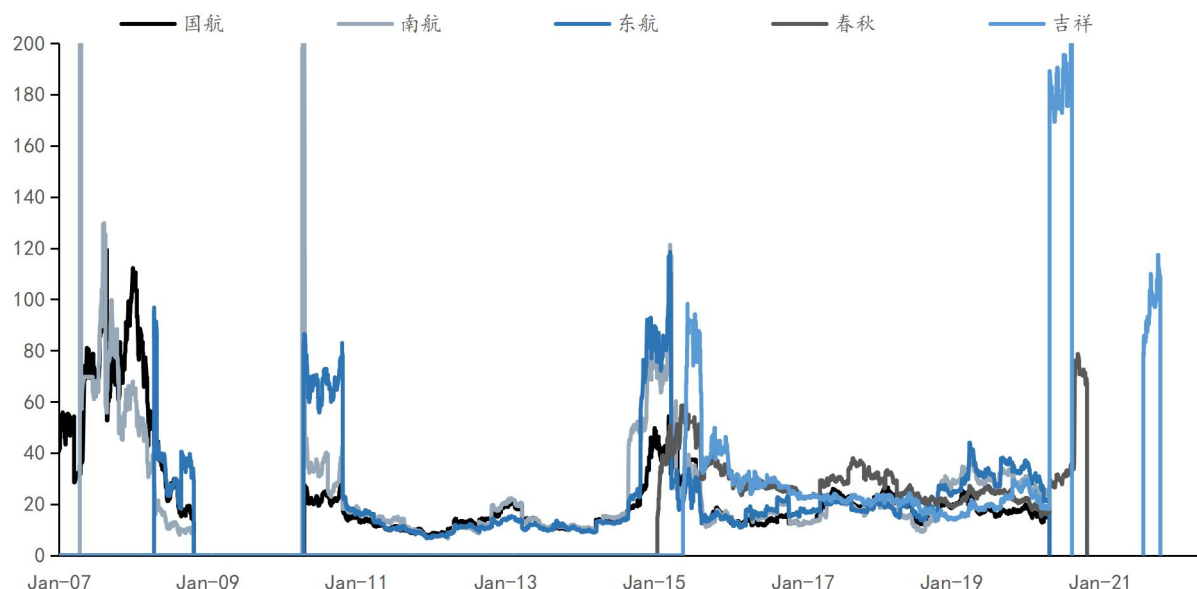
单位(百万)	客运收入	2019 年 利润总额	票价+10%	票价+15%	票价+20%	票价+25%	票价+30%	票价+10%	票价+15%	票价+20%	票价+25%	票价+30%
国航	124525	9105	21557	27783	34010	40236	46462	137%	205%	274%	342%	410%
南航	138502	4070	17920	24845	31770	38696	45621	340%	510%	681%	851%	1021%
东航	110291	4302	15331	20846	26360	31875	37389	256%	385%	513%	641%	769%
春秋	10521	2404	3456	3982	4508	5034	5560	44%	66%	88%	109%	131%
吉祥	11107	1397	2508	3063	3618	4174	4729	79%	119%	159%	199%	238%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

运价全面上涨后，估值容忍度有望提升

民航业贴近民众生活，如有朝一日供需逻辑兑现，票价大幅上行，市场对航空股的估值容忍度或有提升，我们持续看好航空股股价空间。

图26：我国航空股历史 PE 估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

我们坚定看好疫情彻底消退后航空股的业绩弹性，供需反转、历史高客座率、票价改革、疫情后的需求报复式释放有望促成一轮高景气周期，各航司业绩有望创历史新高。如只看下半年，由于“动态清零”大方向并未改变，局地疫情如有反

复，仍可能对民航景气度产生影响，因此下半年投资机会仍然主要来自于暑运表现、政策预期变化及油价汇率走势。投资建议上，建议谷底坚守，静候终将到来的反转，推荐三大航、春秋、吉祥。

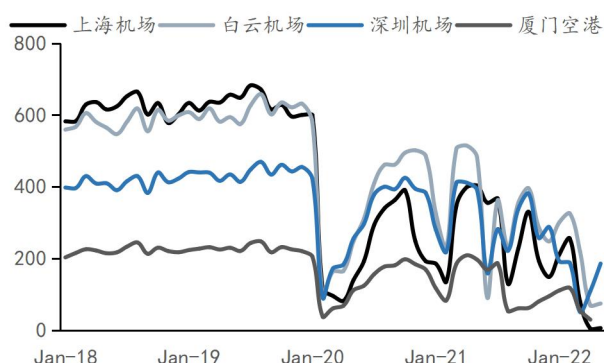
机场：国际线逐步重启，静待业绩复苏

由于机场主业收费标准的差异及非航收入的结构差异，国际航线恢复程度决定了机场业绩的表现。目前我国正探索有序恢复国际航班，缩短入境航班熔断观察期，部分省市缩短入境人员集中隔离期。建议静待国际线逐步重启、业绩复苏，推荐上海机场、白云机场。

复盘上半年：疫情冲击客流承压，股价强势横盘

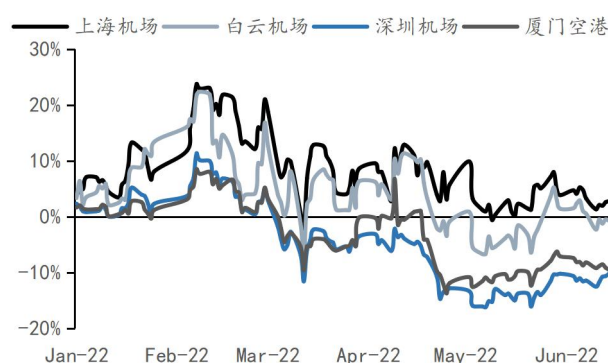
上半年主要城市疫情散发，各机场客流表现不佳，其中4-5月上海两场客流几近归零，但股价基本保持横盘或许说明市场已经基本无视疫情扰动，对复苏后业绩回归的预期强烈。

图27：各机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：各机场年内股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望下半年：静待国际旅客恢复，枢纽机场价值回归

机场对于国内航线及国际航线的收费标准差异决定了当前即便国内航线在疫情消退时全部恢复，仍无法带动航空性收入回归疫情前，而非航收入中，免税租金收入更是直接与国际航线旅客量挂钩，因此枢纽机场业绩全面恢复仍需等待国门有效重启。

我国正探索有序恢复国际航班，缩短入境航班熔断观察期，部分省市缩短入境人员集中隔离期。考虑到国门有所松动是在“动态清零”大政方针下的探索，因此

实际效果仍有待观察。

表3: 机场国内线收费标准

起降费 T 为最大起飞重量	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
25 吨以下	240	250	250	270
26-50 吨	650	700	700	800
51-100 吨	1200+24* (T-50)	1250+25* (T-50)	1300+26 (T-50)	1400+26* (T-50)
101-200 吨	2400+25* (T-100)	2500+25* (T-100)	2600+26* (T-100)	2700+26* (T-100)
200 吨以上	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)
停车场	2 小时内免费, 2-6 小时, 起降费 20%; 6-24 小时 25%; 24 小时以上, 每 24 小时 25% 不足 24 小时, 按 24 小时计 1 小时 200 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计 单桥标准倍数计收			
客桥费: 单桥				
客桥费: 多桥				
旅客安检费 (元/人)	34	40	42	42
旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

表4: 机场国际线收费标准

起降费 T 为最大起飞重量	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
25 吨以下			2000	
26-50 吨			2200	
51-100 吨			2200+40* (T-50)	
101-200 吨			4200+44* (T-100)	
200 吨以上			8600+56* (T-200)	
停车场	2 小时内免费, 后续每停 24 小时, 按起降费 15% 不足 24 小时, 按 24 小时计 1 小时 100 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计 单桥标准倍数计收			
客桥费: 单桥				
客桥费: 多桥				
旅客安检费 (元/人)			70	
旅客行李 (元/人)			12	
货物邮件 (元/吨)			70	

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

长周期看, 我们终将迎来国门的全面开放。疫情前上海机场卫星厅, 白云机场新航站楼均处于建成初期的产能爬坡期, 疫情期间深圳机场 T3 卫星厅也已经投入使用, 上述机场的航站楼资源的产能瓶颈已经突破, 预计疫情消退后机场航空性业务量及收入有望恢复乃至超越疫情前同期水平。

枢纽机场业绩核心驱动力仍来自于非航收入, 尤其是免税租金, 枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变, 且海南离岛免税有望壮大一批免税运营商, 未来在下一次机场免税渠道经营权的争夺中机场或具备更强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点, 但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。伴随着疫情后客流恢复, 枢纽机场非航收入同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

投资建议

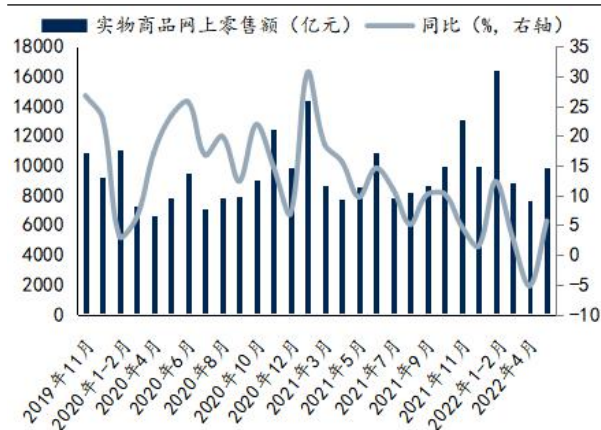
当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到2017年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：经营和需求具有韧性，龙头公司利润修复确定性高

历史回顾：疫情致快递业承压，竞争格局稳中向好

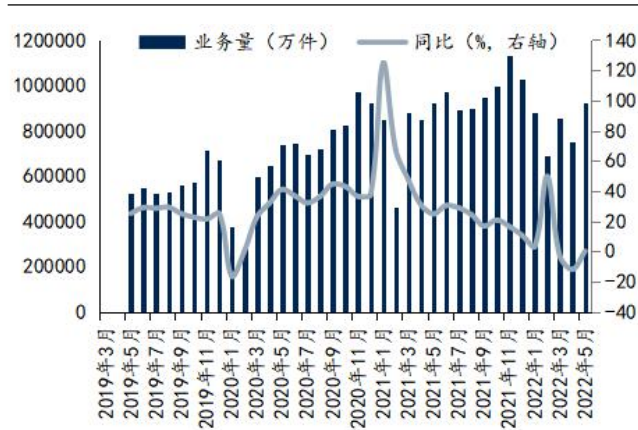
快递需求增长放缓，二季度疫情防控造成负面冲击。延续2020年疫情背景下电商快递景气的趋势，2021年上半年快递行业增长仍然亮眼，但是2021年下半年伴随着电商消费乏力，快递行业增速也开始逐步回落。最终，2021年全年快递行业业务量实现了30%的增长，其中四季度的增速已经掉落至15.8%。2022年1-2月增速环比有所回升，但是由于3月中下旬全国疫情开始爆发，对线上消费和快递经营造成负面影响，3-5月，上海、太原长春等多地因疫情实施封锁防控对快递经营供给造成负面影响，具体包括疫情严重区域的快递网点停收停派、干线运输车辆防疫区进出受阻、中转中心疫情防控升级导致经营效率受损等。从而，导致3月、4月快递行业的业务量同比均出现下降，分别为-3.1%、-11.9%；5月随着疫情防控逐步向好，疫区的快递供给和需求也开始逐步恢复，5月全国快递业务量同比转正。

图29：我国实物商品网上月度零售额及增速（亿元）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图30：我国快递行业月度业务量及增速（万件）



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

竞争监管大方向不变，价格战维持缓和，疫情期间成本高企导致单价提升。去年12月，国家邮政局局长马军胜召开了快递企业电话座谈会，会议明确要旗帜鲜明反对“内卷”，防范不正当竞争。今年上半年快递竞争监管并未放松，通达系价

格竞争维持缓和态势，虽然一季度是淡季，但是价格也一直稳定在高位；4、5月由于疫情导致快递经营成本上行以及快递业务量的区域结构波动，行业单票价格出现波动，环比增长，同比下降幅度明显收窄。

表5：关于规范快递竞争和保障快递小哥、外卖小哥权益的监管措施及政策

日期	事件	影响
4月9日	因低价倾销，百世快递、极兔速递被浙江省义乌市邮政管理局处罚，这两家快递企业在义乌的部分分拨中心停运整顿。	义乌是快递价格竞争洼地，此次处罚对各家快递龙头的无序价格竞争具有警示作用
4月24日	浙江省政府第70次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》。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；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；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。	该法案的提出，对快递行业竞争具有规范和指导作用，倡导良性竞争、禁止恶性竞争和电商平台参与的不公平竞争。
6月23日	经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发了《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》。意见强调做好快递员权益保障工作。	《意见》坚持高质量发展的基本方向，有助于破解行业发展的堵点问题。《意见》针对不正当竞争、区域差异化派费等问题提出了相应措施，将有利于促进快递市场竞争秩序更加规范、快递行业发展更加稳健。
7月22日	人社部等八部门共同印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，“指导意见”要求，各地要放开灵活就业人员在就业地参加基本养老、基本医疗保险的户籍限制，做到应保尽保。	为劳动者的就业身份做了全面归类，就业身份明确了，相应的社保安排就比较方便落实。
7月22日	中国就业培训技术指导中心发布了“2021年第二季度全国招聘大于求职‘最缺工’的100个职业排行”，快递员位列前十。	快递小哥已经出现用工紧缺现象。
7月26日	市场监管总局、国家网信办、国家发展改革委、公安部、人力资源社会保障部、商务部、中华全国总工会联合印发的《关于落实网络餐饮平台责任 切实维护外卖送餐员权益的指导意见》公开发布，对保障外卖送餐员正当权益提出全方位要求。	保障外卖小哥基层员工薪酬，有利于提高终端网络稳定性。
7月13日	京东集团宣布，用两年时间，将员工平均年薪由14薪逐步涨至16薪，将惠及包括仓储、快递、客服等员工在内的24万一线员工。	保障快递小哥基层员工薪酬，有利于提高终端网络稳定性。
7月22日	顺丰推出“一哥丰收计划”，从2021年8月1日起至12月31日，在现有收派计提不变的基础上，新增投入2亿元以上，用于员工收入提升。	保障快递小哥基层员工薪酬，有利于提高终端网络稳定性。
8月底	中通、申通、圆通、韵达、百世和极兔六大快递公司陆续宣布，9月1日起上调全网派费0.1元/票。	保障快递小哥基层员工薪酬，有利于提高终端网络稳定性。
9月6日	顺丰官方发布消息称，再加5亿元力推“员工可持续发展保障”计划。	保障快递小哥基层员工薪酬，有利于提高终端网络稳定性。
12月3日	国家邮政局局长马军胜12月3日主持召开快递企业电话座谈会。会议强调，要旗帜鲜明反对“内卷”，防范不正当竞争。	加强快递行业不正当竞争监管的口风不放松

资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

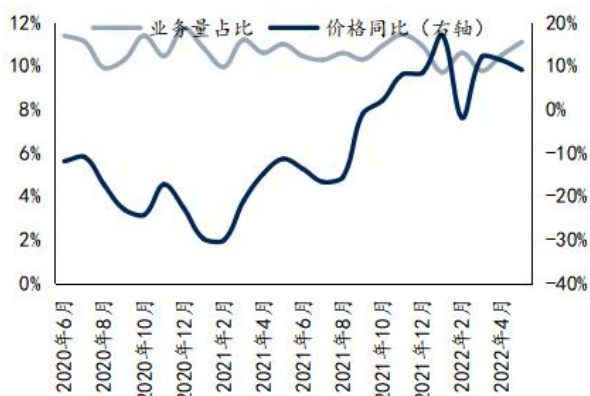
图31：快递行业单票价格变化趋势



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

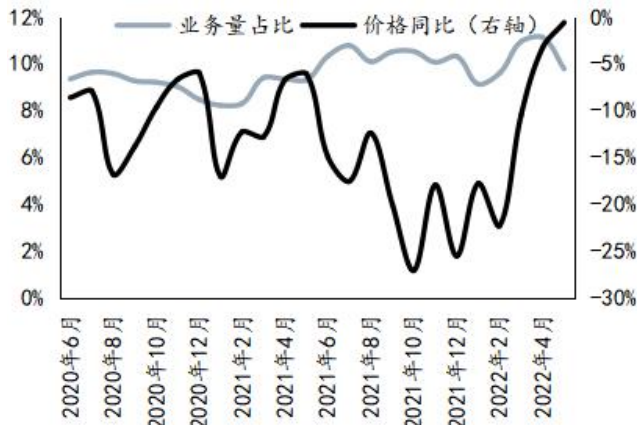
平衡不同地区的快递经济发展，行业价格出现结构性调整。去年监管部门对快递行业竞争管控的一系列动作出台后，义乌地区的快递价格上调幅度较大，导致今年义乌地区的快递价格明显高于以潮汕为代表的广东区域的快递价格，导致义乌当地电商经济受到较大的冲击，近期在监管层的指导下主流玩家均同步调节不同区域之间的价差，从而导致义乌价格有所下调、广东地区的价格有所上升，属于价格结构性调整，不会对行业利润造成明显影响。

图32：义乌地区快递单票价格同比变化



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

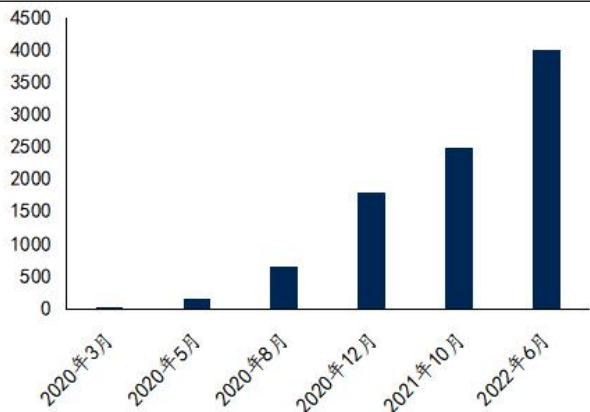
图33：广州地区快递单票价格同比变化



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

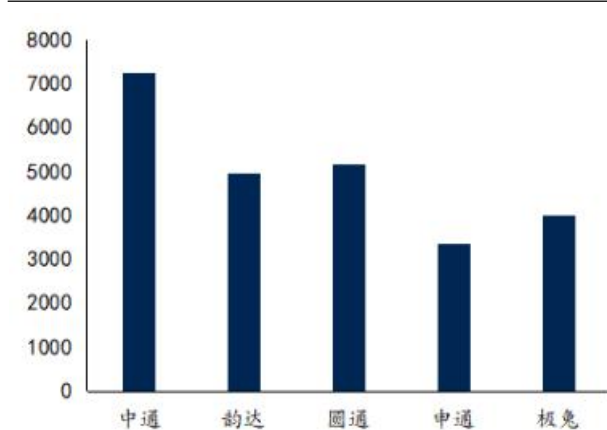
极兔整合百世过程中业务量外溢，近期整合基本完成。2022年一季度，极兔加速推进整合百世，在整合过程中，业务量会外溢至其他竞争对手手中，一是由于极兔和百世加盟商之间的整合冲突会导致部分加盟商带着自己的业务去投靠其他竞争对手；二是由于部分客户担心百世被整合过程中服务质量下降，会主动更换至其他快递公司的服务。因此我们看到极兔整合百世过程中业务量外溢带动中通、韵达和圆通一季度的业务量增速明显高于行业增速。现阶段，极兔整合百世的工作已经基本完成，极兔也已于近期成功全面对接淘系订单。

图34：极兔速递国内快递日均业务量变化趋势（万票）



资料来源：国家邮政局、公司官网、国信证券经济研究所整理

图35：2022年5月极兔和通达系的快递日均件量对比（万票）



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

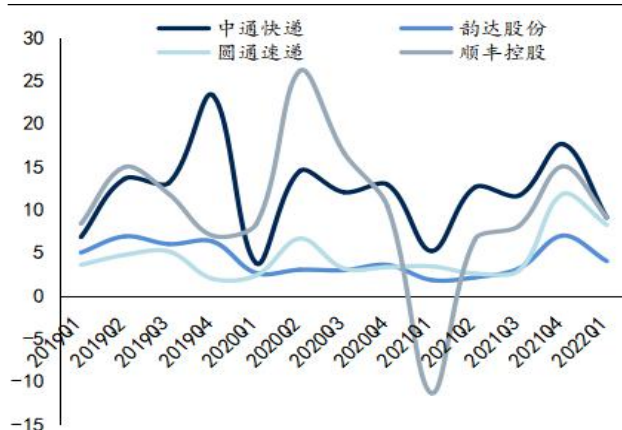
自去年四季度快递旺季提价后，今年一季度价格稳健，快递企业一季度盈利情况同比大幅改善，二季度盈利预计会受到疫情拖累。2022 年一季度，中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递和顺丰控股扣非归母净利润分别为 9.1 亿元、4.0 亿元、8.2 亿元、0.93 亿元、10.2 亿元，中通、韵达、圆通和申通同比分别增长 75%、122%、142%、198%，顺丰利润同比实现扭亏为盈。中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递和顺丰控股的毛利率分别为 20.5%（去年一季度为 16.9%）、10.5%（去年一季度为 10.2%）、12.7%（去年一季度为 8.3%）、5.2%（去年一季度为 2.7%）、12.3%（去年一季度为 7.2%）。

图 36：快递龙头公司季度毛利率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

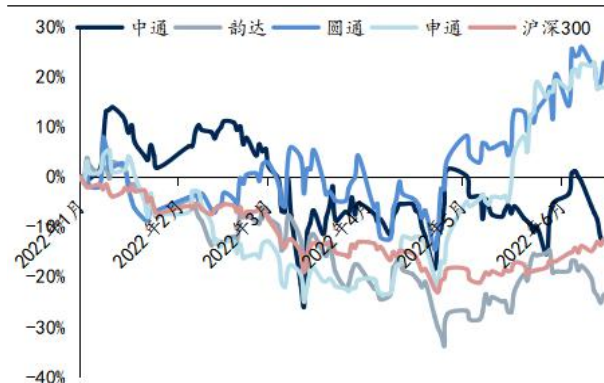
图 37：快递龙头公司季度扣非归母净利润变化趋势（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

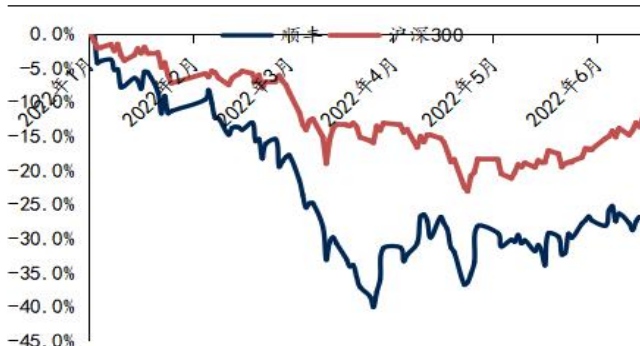
2022 年上半年，虽然快递行业均受到了疫情的负面冲击，但是快递上市公司的个股股价走势表现呈现差异化。其中，圆通速递得益于自身的经营优化以及盈利改善超预期，公司股价今年年初以来上涨了 18%；申通快递得益于自身经营实现困境反转，公司股价今年年初以来上涨了 18%；中通快递和韵达股份自身经营表现稳定，公司股价今年年初以来分别下跌了 13% 和 25%；顺丰由于是直营模式且业务聚焦于高端物流市场、盈利受疫情影响更大，公司股价今年年初以来下跌了 27%。

图 38：中通、韵达、圆通、申通以及沪深 300 在 2022 年年初以来的持有收益率变化趋势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图 39：顺丰和沪深 300 在 2022 年年初以来的持有收益率变化趋势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

需求展望：疫情后时代或出现需求反弹

电商增长放缓，中低端电商占比扩大，快递需求相对更坚挺。经过多年的开垦与下沉，我国电商渗透率以及交易额已经达到很高的水平，近一两年，电商消费增长的景气度开始明显下降。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，拉动电商快递业务量增长。其中新兴的直播电商以内容变现为商业内核，通过高性价比商品和优质化内容输出吸引消费者，相对于传统电商具有一定的价格优势和较高的转化效率，根据阿里研究院数据，2021年直播电商规模达到2万亿元，增长快速且规模庞大。剔除京东、唯品会、苏宁等小众平台，未来电商企业的市场份额预计会形成淘宝系、拼多多、抖音快手为主的电商直播平台三分天下的形势，行业离散化程度预计有明显提升，独立第三方快递相对于具有明显平台色彩的快递企业具有明显的获量优势。在电商模式创新的帮助下，电商也在加速渗透低线城市和农村市场，根据各地邮政局的数据，近两年低线城市的快递业务量增速明显高于一线和新一线城市。

图40：我国快递行业业务量及同比



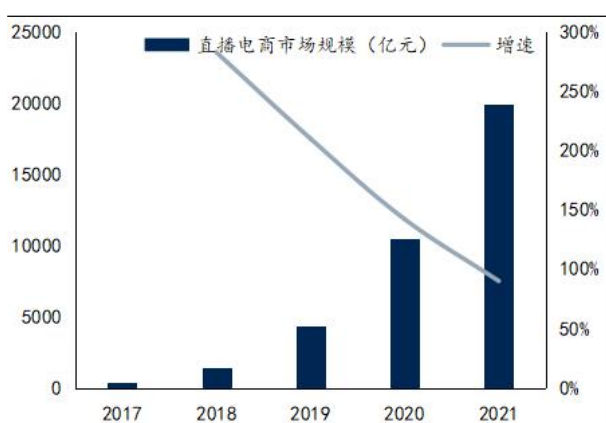
资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图41：我国快递行业业务量按上游来源不同分拆（亿件）



资料来源：国家邮政局、公司公告、国信证券经济研究所整理

图42：我国直播电商市场规模预测及增速



资料来源：国家邮政局、阿里研究院、国信证券经济研究所整理

图43：我国一线、新一线、二线以及其他低线城市月度快递业务量的增速变化



资料来源：地方邮政局、国信证券经济研究所整理

2022 年下半年快递需求增长将逐步恢复且有所反弹。 6 月 1 日起上海全市解封，进入全面复工复产阶段，6 月 3 日北京疫情疫情防控也转入动态清零阶段，全国疫情防控持续向好、快递物流也在加速恢复正常。6 月 3 日-5 日端午节放假期间全国揽收快递包裹约 9.4 亿件，与去年端午节同期相比增长 17%。二季度全国疫情防控对快递物流行业的影响是一次性的，我们认为疫情完全恢复后，快递需求增长将快速恢复至疫情前，此外，短期快递需求更多是受到抑制而非消失，下半年快递需求增长有可能迎来反弹。

图 44: 2022 年疫情期间快递日均揽件量以及去年同期月度的日均揽件量对比

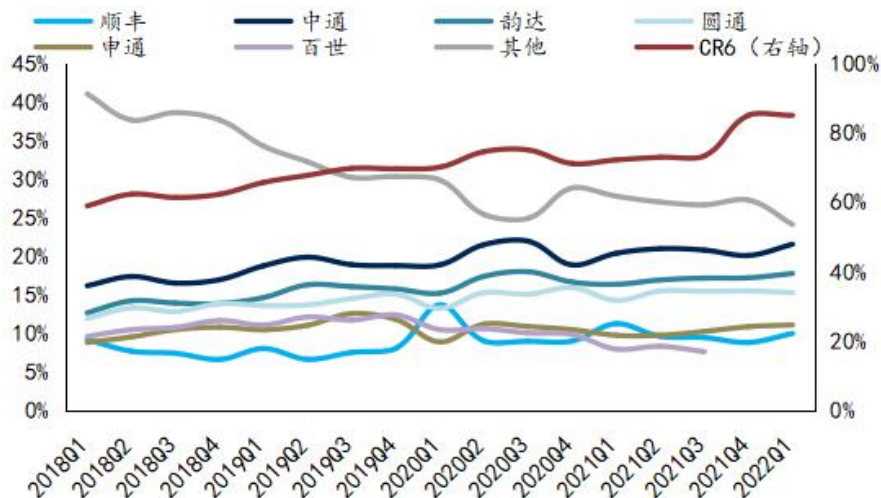


资料来源：国家邮政局、交通运输部、国信证券经济研究所整理

竞争展望：良性竞争常态化，快递利润修复确定性高

2022 年是竞争格局优化的过渡年，集中度缓慢提升，龙头公司资本开支见顶。未来 3-5 年是快递行业龙头向寡头过渡的阶段，我们认为在极兔收购百世中国快递业务后，规模变为最后一名的申通快递短期内仍然较难被淘汰，因为阿里仍然有望继续赋能申通且行驶收购期权，此外从申通自身的经营能力和资金储备来看，其仍然具有战斗的能力。因此，我们预计下半年竞争格局将进入相对稳定的阶段，集中度会成缓慢提升趋势。由于需求增长放缓、行业竞争缓和，快递龙头公司的产能投放节奏也开始放缓，2021 年快递行业的资本开支见顶，2022 年资本开支将明显下行。

图 45: 快递各龙头公司业务量占比及 CR6 变化趋势



资料来源：公司公告、国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 46: 快递龙头资本开支变化趋势及 2022 年预测（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 年价格战大概率维持缓和态势，通达系公司利润有望明显改善。考虑到（1）在共同富裕的大背景下，相关监管部门会继续有效管控行业的价格战，（2）在高质量发展道路上，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，（3）极兔收购百世中国地区快递业务后，竞争格局实现了实质性的优化，极兔一段时间内对业务量诉求也会大幅降低，我们认为 2022 年行业价格战大概率将维持缓和态势。环比来看，虽然 3 月有受到疫情影响，通达系一季度盈利表现仍然稳健，中通、韵达、圆通和申通单票快递净利分别为 0.20 元、0.09 元、0.20 元、0.03 元，圆通得益于客户结构优化，单票快递净利环比明显提升，其他同行玩家单票快递净利环比微幅

下降。我们预计全国疫情恢复后，下半年通达系的单票快递利润将维持在去年以来的相对高位，通达系的净利润同比将实现大幅增长；下半年顺丰的盈利能力和利润水平环比也将大幅修复。

表6：通达系公司的单票快递净利对比（元）

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
中通	0.45	0.51	0.51	0.47	0.25	0.17	0.22	0.20	0.28	0.20
韵达	0.36	0.33	0.31	0.24	0.09	0.05	0.05	0.03	0.10	0.09
圆通	0.29	0.27	0.28	0.17	0.12	0.08	0.04	0.04	0.15	0.20
申通	0.36	0.36	0.34	0.18	0.00	-0.04	-0.03	-0.05	0.03	0.03

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所估算

其他影响：增值税免征增厚利润，高油价成本压力可控

2022年5月11日，财政部、税务局联合发布《财政部 税务总局关于快递收派服务免征增值税政策的公告》，明确规定自2022年5月1日至2022年12月31日，对纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。免征增值税的优惠政策实施将可以弥补快递企业在疫情期间的部分利润损失，其中，直营模式的顺丰将受益最大，加盟制的通达系次之；参考2020年疫情爆发后政府也针对快递企业实施了增值税减免，当年减免政策实施了10个月，今年减免政策会实施8个月，但是今年快递业务量大于2020年，我们预计该政策有望增厚顺丰5-10亿的利润、增厚通达系公司2亿元左右的利润。

表7：增值税免征优惠政策对快递公司2022年利润的量化影响（百万元）

项目	顺丰	中通	韵达	圆通
2022年总部快递收入估计值（加盟制不考虑派费）	141327	31594	21287	22812
2022年总部可抵扣增值税的成本估计值	78465	15802	10877	11253
增值税净额	1261	454	283	343
所得税率	20%	20%	20%	20%
优惠政策执行时间长度	8个月	8个月	8个月	8个月
利润增加值	672	242	151	183

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所估算

快递企业的干线运输成本大约占到（干线运输+中转）成本的60%，干线运输成本中大约25%-30%是燃油成本，今年年初以来国际油价增长了50%，对快递企业的运输成本造成一定压力。我们估算，油价每涨10%的幅度，大概会增加通达系公司约1分钱的单票运输成本。由于目前国际油价已经达到110美元/桶以上，而我国的油价调控上限、下限分别为130美元/桶和40美元/桶，下半年最差的情况我国油价再上涨10%至130美元/桶，如果这样，通达系公司单票运输成本环比来看最多再增加1-2分钱，油价上涨对快递公司利润影响可控。

表8: 2022 年国内油价变动对通达系公司的利润影响可控

项目	中通			韵达		圆通
	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶	全年平均国内油价 110 美元/桶	全年平均国内油价 120 美元/桶
单票快递运输成本 (元)	0.50	0.55	0.50	0.55	0.50	0.55
单票快递净利 (元)	0.24	0.235	0.10	0.095	0.14	0.135
归母净利润 (亿元)	60.0	58.7	22.0	20.9	32.0	31.0

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所估算

投资建议: 通达系强者恒强, 把握顺丰左侧机会

通达系、极兔之间的竞争尚未结束, 中长期来看落后者还将继续被淘汰, 未来两三年竞争的核心要素仍然不变: 核心资产、规模效应、产品质量、加盟商能力、网络平衡性、总部资金能力。

根据 2021 年年报的财务、经营数据, 五方面能力的对比结果如下:

(1) 快递的核心资产主要体现在干线车辆、自动化设备、土地和厂房以及 IT 投入。干线车辆资产规模上, 中通>韵达>圆通>申通; 自动化设备规模上, 韵达>中通>圆通>申通; 土地和厂房规模上, 中通>圆通>韵达>申通; IT 投入规模上, 中通>韵达>圆通>申通。综合实力上来看, 目前排序基本上是, 中通>韵达~圆通>申通。

(2) 快递业务量规模越大, 规模效应越强。2022 年一季度, 通达系间业务量规模排序为, 中通>韵达>圆通>申通, 市占率分别为 21.6%/17.8%/15.3%/11.1%。

(3) 产品质量上, 从 C 端消费者的角度来看, 现阶段通达系各家的快递产品并没有明显的差异化; 但是从小 B 端电商商家的角度来看, 由于商家寄送包裹业务量大, 现阶段已经能够感知到通达系各家产品的稳定性和安全性是存在小幅差异的, 中通最优、圆通和韵达其次。

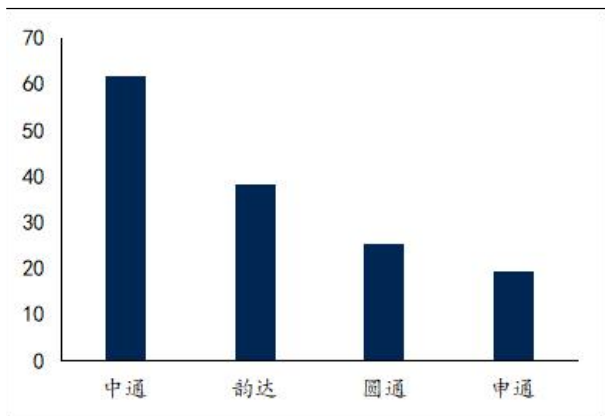
(4) 加盟商能力上, 由于中通近几年来一直处于龙一的位置, 其加盟商不论是资金实力、资产投入以及经营能力上已经有领先优势。

(5) 网络平衡性上, 中通快递仍然表现较优, 其他竞争者中韵达由于华南区域业务量偏少导致网络平衡性稍弱。

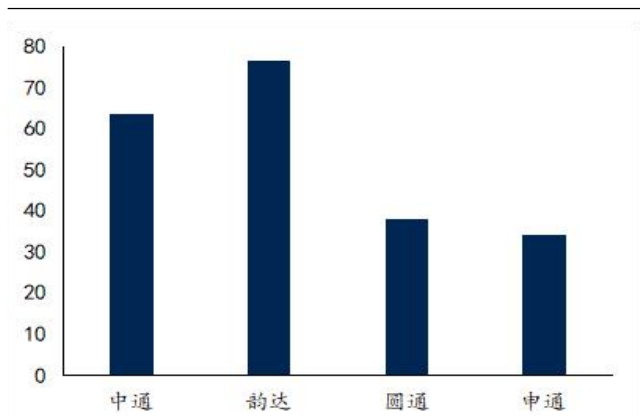
(6) 总部资金能力上, 由于通达系各家盈利能力不同、融资能力不同, 导致目前各家之间现金储备的规模有较大差异, 现金储备越充足, 意味着以后在产能投入、价格战上更有优势, 容易形成良性循环。截止 2022Q1, 可用现金规模 (货币资金+交易性金融资产) 排序为, 中通>圆通>韵达>申通。

图 47: 2022 年通达系干线车辆资产规模对比 (亿元)

图 48: 2022 年通达系自动化设备资产规模对比 (亿元)

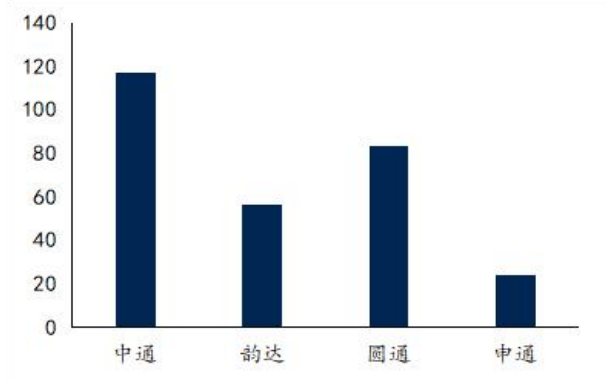


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



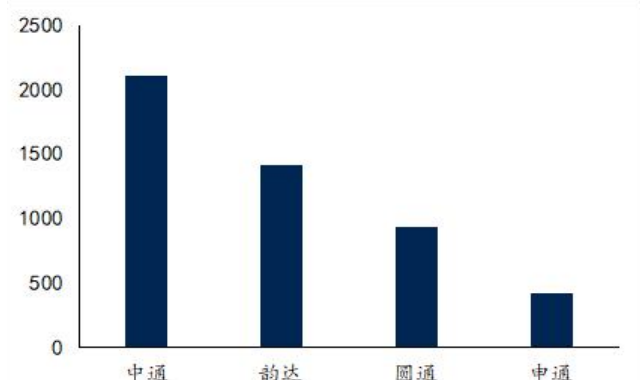
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图49：2022 年通达系房屋建筑物资产规模对比（亿元）



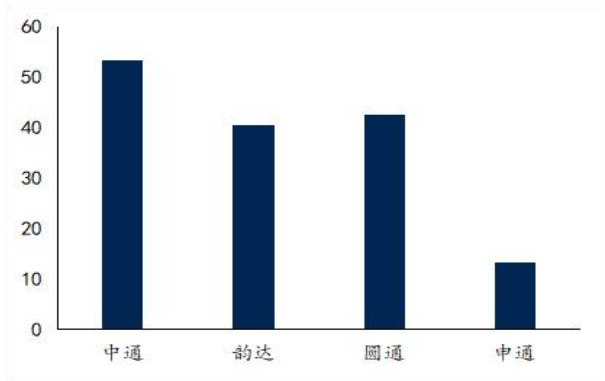
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图50：2022 年通达系研发人员数量对比



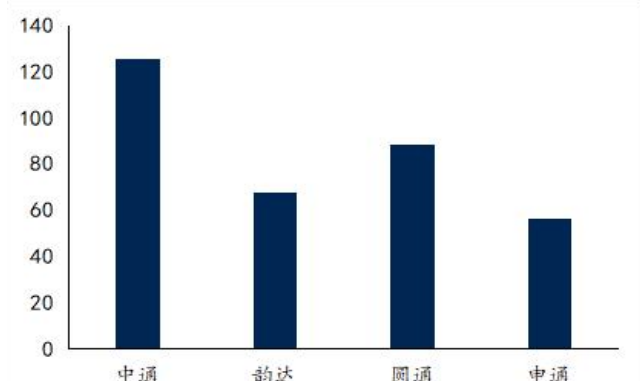
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图51：2022 年通达系土地使用权规模对比（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图52：2022Q1 可用资金规模对比（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

对于顺丰控股，首先，从长期的角度来看，我们认为顺丰控股是具有长期投资价值

值的公司，该类公司往往具有两个共同特点：一是所在行业空间大且集中度高，顺丰所处的物流行业规模巨大，2020 年我国运输物流市场规模超过 7 万亿元，而物流行业尤其是快递市场具有极强的规模效应，目前我国物流行业正处于提升集中度的整合阶段；二是公司具有坚实的护城河，顺丰的“自营网络+正在打造的以鄂州机场为中心的航空网络”保障了时效快、安全性高、服务体验优的高端物流服务，打造了优质品牌，具有很强的定价权。根据我们测算，2025 年左右顺丰控股收入规模有望实现近 5000 亿元，净利润有望实现近 200 亿元，成长潜力巨大。

其次，从中短期角度来看，公司整体产能充足、将可以满足未来较长一段时间内的业务发展需要，我们预计 2022 年公司资本开支将开始出现下降、资产利用率将实现提升，公司将继续享受四网融通和精细化经营带来的成本优化效益，2022 年业绩有望实现大幅修复。2023 年嘉里物流经营的国际业务以及鄂州机场转运中心的投入使用将构成公司的第二成长曲线，我们预计 2023 年公司收入和利润均将进入快速增长通道。

投资建议上，在经济承压以及疫情严控的大背景下，快递行业的经营和需求还是具有韧性的，且今年快递龙头利润大幅修复的确定性高，目前，顺丰、圆通和韵达股份股价对应的 2022 年 PE 分别为 40 倍、23 倍以及 21 倍，估值均处于合理水平，由于该快递龙头公司长期成长空间大且确定性高，我们继续推荐圆通速递、韵达股份、顺丰控股以及港股中通快递。

物流：首推化工物流龙头密尔克卫

物流板块我们遵循成长性、景气度与估值原则精选个股，首推密尔克卫，密尔克卫是我们推荐的长期品种，我们认为公司中长期的成长逻辑非常清晰，即沿着化工品物流+分销服务商的双主业，成长为我国最优质的化工服务企业之一。

◆ 化工物流长期逻辑：集中度逐步向头部企业集中

2022 年 6 月，兰州与上海先后发生化工相关安全事故，引起全国诸多地市应急管理局对化工生产与物流场所的监管加强。我们认为行业监管力度加重长期利于行业头部企业发展。

化工物流行业的特点是：1) 大行业小公司，由于服务于化工大行业，因此化工物流行业规模较大，但头部企业的集中度极低，行业过去小散乱的现象明显，主要参与者包括央企物流子公司、民企龙头、小型企业，民营龙头在灵活性、扩张诉求等方面均有优势，密尔克卫上市之后的市占率扩张非常积极显著；2) 对于危化品物流行业，存在牌照准入壁垒，监管是行业的重要因子。

历史上，2015 年天津港爆炸事件之后，行业监管开始从严，常态化的事后监管逐步倒逼行业中不合规产能出清，行业集中度开始逐步向头部企业集中，我们认为化工生产与物流行业责任重大，长期看监管的严格将会是主旋律。2020 年，应急管理部危化监管司发布了关于征求《危险化学品储存通则》《油品罐区安全管理规范》《氰化物安全管理规范》《加油（气）站油（气）储存罐体阻隔防爆技术要求》《阻隔防爆撬装式加油（气）装置技术要求》等五项标准修改意见的函，向社会公开征求意见。新版国标若实施，今后行业的管理有望更为与时俱进、有

章可循。

◆ 对疫情冲击反应迅速，2022 年盈利质量与增速向上基调不变

短期看，本次疫情下公司反应非常迅速，公司第一时间成立防疫指挥部，近 500 人驻守现场，在沪 11 处运营中心均未停摆。同时公司借助资深在全国的业务网络，打通与长三角之间的运输通道。我们认为二季度的化工物流行业可能出现以价补量情形，公司经历过 2020 年突发疫情，在 20Q1 取得了优异表现，我们认为在上一次的经验下，公司本轮应对及时，表现优于同行，从长期看，反而有望借助特殊时期，与客户形成更紧密、更信任的合作关系，获取优质客户在订单上的倾斜。

2022 年盈利质量向上。公司为化工品物流与分销双主业，2022 年物流端最稀缺的仓储资源投放节奏加快，当前已有张家港、镇江、临港等多个项目落地，且 23 年也将继续该势头，仓储资源的投放将持续增强公司盈利能力并有助于订单获取。

◆ 开辟的化工分销业务进入快速兑现期

分销端公司在 21 年较高基数基础上，预计将在未来的几年内继续非常迅速的成长势头，公司分销业务基于公司在化工物流行业的多年深耕，在供应商、客户等渠道上具有天然优势。另一方面，有别于传统分销企业，公司以快周转模式带来较高 ROE 水平。我们认为未来数年公司的分销业务将进入高速成长期，呈现收入与利润的双重兑现，进一步打开成长空间。

◆ 投资建议

公司是化工物流行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于历史低位。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，维持公司 2022-2024 年 6.4、9.9、13.5 亿盈利预测不变，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 32x，对应 23 年 PE 水平仅为 21x，维持买入评级，持续推荐。

中小盘：把握确定性

对于 2022 年下半年，我们中小盘选股的思路可概括为：

- 1) 在成长框架下，选取估值、赔率、概率均较为合适的品种，推荐双星新材、浙江自然，把握高概率的阿尔法；
- 2) 下半年选取机会布局长线品种，关注宏华数科；
- 3) 在合理的安全边际下、寻找可能出现边际变化的个股，关注华依科技。

表9：国信中小 22 下半年重点公司盈利预测及估值表

标的	最新市值 (亿)	22 年盈利预测 (亿)	23 年盈利预测 (亿)	24 年盈利预测 (亿)	22-PE	23-PE	24-PE
双星新材	193.1	22.23	32.16	42	8.7	6.0	4.6
浙江自然	62.19	3.1	4.0	5.1	20.1	15.5	12.2
宏华数科	144.6	3.2	4.9	6.67	45.2	29.5	21.7
华依科技	29.5	1.06	1.53	-	27.8	19.3	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所估算

备注：公司市值按照 6 月 20 日收盘价计算

双星新材：获益原材料价格下行，低估值高增速优势凸显！

全球最大的聚酯薄膜 BOPET 公司，当前产能 86 万吨，其中近 62 万吨（50 万吨光学级）产能定位于新材料，下游涵盖电子、面板、光伏等新兴产业；2022 年公司将陆续交付 40 万吨光学级产能，届时公司新材料收入占比将会提升至 80%以上，按目前下游价格推断新材料膜的毛利占比会突破 90%。

2022 年上游原材料 PTA 快速上涨，双星受益于新材料产品占比快速提升，公司相对于下游溢价能力增强，1 季度环比 4 季度毛、净利环比小幅下滑 2 个百分点左右，1Q 业绩同比增长 30%（基本是新材料板块拉动业绩增长），预计全年公司依旧保持较强的单价、收入端增长能力，未来两年伴随公司新产能和涂布工艺的进步，双星的新材料特别是终端新材料产品将有效拉动公司持续增长能力。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利润 22.2/32.2/42 亿元，同比增速 60.4/44.7/30.5%。预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，继续推荐。

浙江自然：出口产业链中的预期差标的

我们认为出口产业链中的浙江自然仍有较大的预期差，其当前估值也充满性价比与吸引力。

公司短期股价较顶部有所回调，截止 6 月 20 日收盘市值 62.19 亿，我们认为短期的价格调整更多来自于交易面的因素，以及市场对于二季度之后欧美地区需求的担忧。但从我们对公司的认知来看，公司在产业链地位强势、产品渗透率低、因此业务受周期影响较小，以上因素将不会对公司业绩带来较大影响，公司的长期竞争优势明显。

从产业链角度，公司在新型 TPU 材料户外用品领域具备优势，TPU 材料较传统 PVC 面料具备轻、柔、环保可降解等诸多优势，而 TPU 材料作为较新的高端材料，较低的渗透率也决定了公司的成长性强劲。公司在该材料的制造领域具有多年的经验积累与成本优势，当前已经进入了全球大部分主流户外运动品牌的供应链渠道，

且受到户外巨头迪卡侬的强力支持，我们认为公司在客户供应链中的地位将会逐步增强，且随着公司近年来产能扩张加速，产能不足情况有所缓解，公司对于其他客户的供应能力也将跟上，强化开辟大客户逻辑。

二季度往后原材料价格有所回落，有望助推公司利润率回升。当前公司主要原材料之一 TDI 价格以从 2022Q1 的 18795 回落至 17758，软泡聚醚则从 Q1 至今维持在过去一年以来的低位。公司过去曾出现过季度利润率受到上游原材料高企影响，我们认为当前 TDI 与软泡聚醚的价格下滑有望对公司未来利润率产生正向贡献。

长期来看，我们认为浙江自然是一家非常优质的制造业企业，公司在过去努力探索边界，实现了 1) 战略性大客户迪卡侬为代表的一众优质客户的开辟；2) 从 PVC 床垫到 TPU 床垫的大幅升级，再将品类进一步扩展到硬箱、桨板等多类其他户外用品。我们认为公司在中长期将会维持当前的进取，22-24 年盈利预测分别为 3.1、4.0、5.1 亿，同比增长分别为 41%、30%、27%，22 年盈利预测对应当前估值 20x，我们认为从成长性与 22 年估值角度，公司当前性价比较高，继续推荐

图53：国内 TDI 现货价格（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图54：华东地区软泡聚醚市场价（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宏华数科：选取机会配置的长线成长品种

公司是国内数码印花设备与墨水的领军企业，在高端数码直喷机市场占据龙头地位，近年来成长十分迅速，设备与耗材齐头并进，过去一段时间股价受到下游限产、疫情等原因，短期有所回调。但我们认为公司的长期逻辑非常顺畅，市场地位并未受到短期冲击影响，且从公司的产能布局、渠道等多方面来看具备强大优势，继续推荐。

产能扩张正在进行时，定增项目确保未来数年产能充裕。截止一季度末，公司在手现金较为充裕，货币资金达到 7.97 亿元。非流动资产方面，固定资产 7950 万元，在建工程则由 2021 年底的 1.32 亿增长至 1.76 亿，产能扩张顺利。

公司先前披露定增预案。本次发行拟募资不超过 10 亿，发行价为定价日前 20 个交易日均价的 80%。项目投资方向为 1) 年产 3520 套工业数码喷印智能化产线；2) 补充流动资金。项目建设周期为 24 个月。

本次定增项目代表了公司对未来数码印花市场继续替代传统印花、行业蓬勃发展的乐观预期，能够大幅度扩充公司产能，并且探索印花之外如包装、标牌、建材、电子等下游市场。公司 2021 年实现数码喷印设备产量 950 台，销量 833 台，公司 IPO 时募投项目为年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂，当前已完成厂房验收，正在开展地下管线建设与公用工程建设，生产设备也已进入调试阶段。公司 IPO 募投项目与本次定增项目结合，我们认为将保证未来数年公司设备与耗材的产能充足，为公司市占率的持续扩张提供动能。

表 10：宏华数科本次定增募投项目

序号	项目	拟投资总额	募集资金拟投入额	项目内容
1	杭州宏华软件有限公司年产 3,520 套工业数码喷印设备智能化生产线	88,580.00	70,000.00	本项目产品主要包括高速纸转印数码印花设备、高速导带式数码印花设备、超高速数码印花机和其他数码喷印设备，工厂占地约 71.08 亩，折 47,388 平方米，新增建筑面积 175,620 平方米
2	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	-
合计		118,580.00	100,000.00	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持公司 2022-2024 年 3.2、4.9、6.67 亿元的盈利预测，疫情影响均为短期，从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。维持“买入”评级。

华依科技：寻找惯性导航突破上的弹性

华依科技是国内领先的动力总成测试设备与实验室服务商，公司同时利用自身在整车厂渠道上的积累以及技术上的探索，进入惯性导航市场。我们认为公司股价在经过一段时间调整后，原先的设备与实验室服务已经可以支撑当前市值，公司未来在惯性导航领域的潜在突破都将有望为公司股价带来较大弹性。

专注汽车动力总成测试行业，产品、服务国内领先。公司的主要产品为汽车动力总成下线测试设备与测试服务。测试设备可覆盖燃油发动机、变速箱、涡轮增压器、水油泵、以及新能源动力总成，毛利率 40%左右；测试服务在公司自有实验室中进行，毛利率约 50%。

公司核心竞争力：设备性价比高，服务成长性强。在设备端，技术上，公司成功自研了发动机冷试设备，打破外商垄断，起草了国家冷试行业标准。公司产品各项参数均已达到国际水平且价格优势明显，容易实现进口替代。**测试服务上**，公司与主机厂具有多年合作经验，且公司在设备领域多年的深耕使得公司充分了解测试服务需求，叠加设备自有，可以在测试服务商获取超额利润。我们认为随着新能源车型的快速推出以及车企在推新时的节奏加快，未来测试服务将成为带动公司规模增长的核心看点之一。

开启惯性测试单元开发，把握智能驾驶机遇。在智能驾驶水平逐步提升的背景下，惯

性测试单元 IMU 与卫星定位、视觉定位等组成系统，将填补卫星与视觉在加速度、角速度位移测量上的盲区，2022 年起行业有望迎来蓬勃发展。公司 2019 年启动惯性测量单元的研发，为国内较早开启 IMU 研发的公司之一，IMU 模块 2022 年起有望成为公司的全新发力点。

首次覆盖给予“买入”评级：预计公司 2022–2024 年净利润分别为 1.06、1.53 亿，对应当前市值 PE 分别 28x、19x，给予买入评级。

投资建议

交运看好航空、机场、快递物流等受益于疫情消退需求复苏的子板块，中小盘把握确定性，结合个股自下而上以及中报的因素，推荐顺序为：密尔克卫、双星新材、圆通速递、顺丰控股、中国国航、春秋航空、白云机场、浙江自然，关注宏华数科、华依科技。

风险提示

宏观经济下滑，油价汇率波动，行业发展不及预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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