

交运中小盘行业周报

民航市场稳步复苏，货运物流有序进行

超配

核心观点

航运：本周 CCFI 综合指数报 3229.72 点，环比跌 1.4%，其中美西航线报 2536.56 点，环比跌 4%，欧线报 5086.48 点，环比涨 0.01%。近期随着联盟停航控班及上海的复工复产，运价回落的速率已经下降，短期行业有望迎来旺季和港口拥堵带来的运价催化，远期看，21 年由于船东对于运力扩张较为谨慎，22-23 年行业供需将延续错配状态，行业整体盈利能力仍将维持在较高水平，当前估值具备较强吸引力。

航空机场：近期疫情散发，民航运营依然整体平稳，凸显需求韧性，美国三大航恢复盈利可作为我国民航业未来复苏的参考。展望未来，我们继续看好疫情全面消退后的投资机会。航空板块，我们终将见到民航业再度绽放，如有朝一日开放，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高，推荐板块性的投资机会，推荐三大航、春秋、吉祥。当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费驱动逻辑下很难再回到公用事业股估值体系，看好枢纽机场投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：6 月快递公司件量增长继续向好，通达系价格表现仍然坚挺，由于 6 月快递旺季导致经营成本短暂上行，韵达和圆通的单票价格均实现环比提升。随着 6 月电商旺季结束，快递已经进入淡季，我们认为行业价格环比出现小幅下调属于季节性价格波动，不用过于担忧价格战重启。快递龙头企业今年利润大幅修复的确定性高，继续推荐圆通速递、顺丰控股和韵达股份。

物流&中小盘：精选物流行业优质个股，推荐密尔克卫。双星新材 PET 铜箔在成本与安全性上均优于传统铜箔，业绩有望大增，继续推荐；推荐国联股份、浙江自然、宏华数科、久祺股份、安利股份、华依科技，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：7 月暑运开启，尽管小规模散发疫情持续，旅客出行需求仍保持强劲。统计数据显示，暑运以来民航日均旅客运输量达 100 万人次、全国高速公路日均流量环比上升 6.77%，预计暑运 62 天内铁路发送旅客 5.2 亿人次。6 月中旬以来，全国货运物流有序运行。交运推荐出行板块受益标的国航、春秋、吉祥、上海机场、白云机场，业绩表现最好的密尔克卫及受益于复工复产的快递板块标的圆通、顺丰；中小盘继续看好业绩持续增长的双星新材、浙江自然以及长期受益数码印花的宏华数科。

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

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	148.35	24398	4.08	6.18	36.4	24.0
688789.SH	宏华数科	买入	191.17	14529	4.23	6.45	45.2	29.6
002585.SZ	双星新材	买入	24.08	27843	1.92	2.78	12.5	8.7
605080.SH	浙江自然	买入	61.30	6199	3.05	3.98	20.1	15.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

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

chuanhuangying4@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

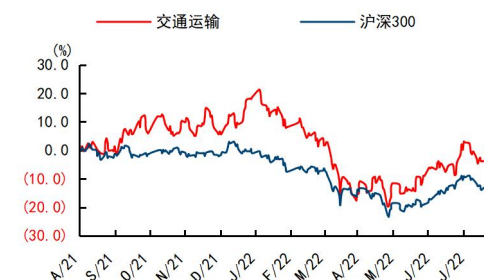
S0980521030003

证券分析师：高晟

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

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

- 《2022 年 6 月交运行业数据观察-疫情受控，数据向好》——2022-07-22
- 《交运中小盘行业周报-航空中报利空落地，快递物流表现稳健》——2022-07-18
- 《交运中小盘行业周报-新增覆盖国联股份，快递物流稳中向好》——2022-07-11
- 《交运&中小盘 7 月投资策略-聚焦暑运出行复苏，看好疫后快递表现》——2022-07-04
- 《交运中小盘行业周报-航空出行加速复苏，快递件量恢复趋势良好》——2022-06-26

内容目录

本周回顾	4
投资观点综述	5
交运板块	5
中小盘	10
行业数据概览	19
近期重点报告回顾	22
航空机场 2022 中报预告点评：三重压力下亏损延续，持续看好疫情消退后的投资机会（2022-7-15）	22
PET 铜箔一体化生产优势显著，KNOWHOW 型公司有望脱颖而出（2022-7-18）	23
投资建议	24
风险提示	24
免责声明	25

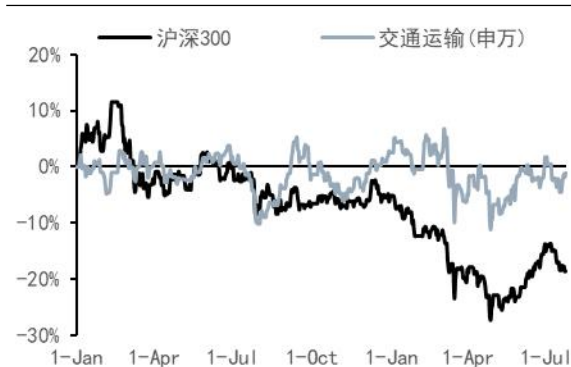
图表目录

图1：2021年初至今交运及沪深300走势	4
图2：2022年初至今交运及沪深300走势	4
图3：本周各子板块表现（2022.7.18-2022.7.22）	4
图4：本月各子板块表现（2022.7.1-2022.7.22）	4
图5：我国民航国内线航班量走势	7
图6：美国三大航业绩（百万美元）走势	7
图7：BDI 走势	19
图8：BPI 走势	19
图9：BCI 走势	19
图10：BSI 走势	19
图11：CDFI 煤炭运价指数	20
图12：螺纹钢期货价格	20
图13：新加坡燃料油价格	20
图14：海运煤炭运价指数 OCFI：综合	20
图15：原油运输指数(BDTI)	20
图16：成品油运输指数(BCTI)	20
图17：国际油价——布伦特原油	21
图18：国际油价——WTI 原油	21
图19：CCFI 综合指数	21
图20：SCFI 综合指数	21
图21：SCFI（地中海航线）	21
图22：SCFI（欧洲航线）	21
表1：本周个股涨幅榜	5
表2：本周个股跌幅榜	5

本周回顾

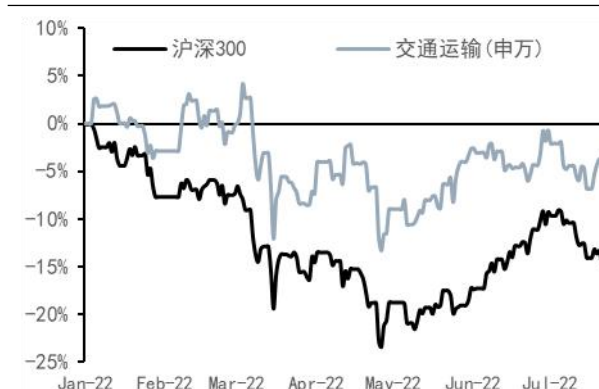
本周 A 股表现分化，上证综指报收 3269.97 点，环比上涨 1.3%；深证成指报收 12394.02 点，环比微跌 0.14%；创业板指报收 2737.31 点，环比下跌 0.84%；沪深 300 指数报收 4238.23 点，环比下跌 0.24%。本周交运指数上涨 3.56%，相比沪深 300 指数跑赢 3.80pct。

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2：2022 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

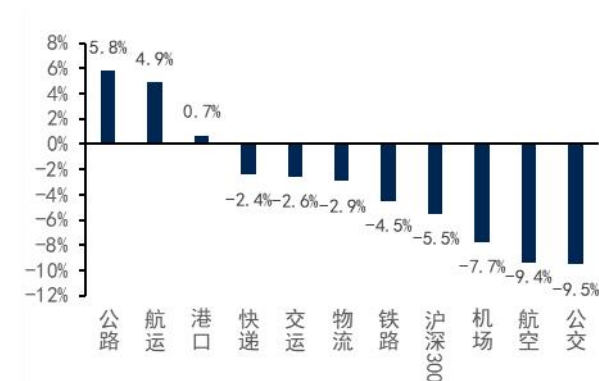
本周交运子板块涨幅最大的为航运板块，涨幅为 8.7%，其次为快递、港口，分别上涨 7.2%、3.8%。个股方面，涨幅前五名为中远海能(+35.7%)、招商轮船(+25.0%)、韵达股份(+21.8%)、中远海特(+21.3%)、申通快递(+18.8%)；跌幅榜前五名为建发股份(-4.7%)、华鹏飞(-4.1%)、福建高速(-3.9%)、嘉友国际(-3.7%)、吉林高速(-2.3%)。

图3：本周各子板块表现（2022.7.18-2022.7.22）



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（2022.7.1-2022.7.22）



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	600026.SH	中远海能	12.01	35.7%	16.3%	102.9%
2	601872.SH	招商轮船	6.76	25.0%	19.6%	68.0%
3	002120.SZ	韵达股份	19.17	21.8%	12.7%	-6.0%
4	600428.SH	中远海特	5.30	21.3%	11.3%	5.2%
5	002468.SZ	申通快递	12.62	18.8%	5.9%	38.8%
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	000755.SZ	山西路桥	8.73	5.2%	108.9%	89.0%
2	601872.SH	招商轮船	6.76	25.0%	19.6%	68.0%
3	000885.SZ	城发环境	11.07	11.9%	19.0%	6.2%
4	300013.SZ	新宁物流	5.17	13.4%	17.8%	12.9%
5	600026.SH	中远海能	12.01	35.7%	16.3%	102.9%
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	603069.SH	海汽集团	31.65	8.9%	-27.5%	117.7%
2	600026.SH	中远海能	12.01	35.7%	16.3%	102.9%
3	000755.SZ	山西路桥	8.73	5.2%	108.9%	89.0%
4	601975.SH	招商南油	3.65	15.1%	-9.4%	81.6%
5	601872.SH	招商轮船	6.76	25.0%	19.6%	68.0%

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	600153.SH	建发股份	11.30	-4.7%	-9.1%	30.9%
2	300350.SZ	华鹏飞	6.29	-4.1%	-3.2%	-16.8%
3	600033.SH	福建高速	2.99	-3.9%	7.9%	11.7%
4	603871.SH	嘉友国际	17.99	-3.7%	6.4%	23.6%
5	601518.SH	吉林高速	2.95	-2.3%	10.5%	10.1%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

交运板块

航运

本周 CCFI 综合指数报 3229.72 点，环比跌 1.4%，其中美西航线报 2536.56 点，环比跌 4%，欧线报 5086.48 点，环比涨 0.01%。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会，因此 2 月以来供应链效率持续处于改善状态，叠加近期国内疫情较为严重影响制造业开工、美联储加息、地缘政治等影响，给予全球供应链进行修复的时间窗口较预期明显拉长，带来了货量和运价的双双回落。但是 5 月以来，随着联盟开启停航控班，叠加上海疫情及物流的逐步恢复，美线出现了较为明显的反弹，欧线亦已逐步企稳。由于当前即期运价已经与部分长协价较为接近，甚至低于部分长协价，我们有理由相信短期联盟将会为自己的利益及大客户的利益努力，即期运价进一步大幅下跌的空间已经不大。远期看，21 年由于船东预期疫情影响将会逐步消散，对于运力扩张较为谨慎，造船亦需要一定周期，22-23

年行业供需仍将延续此前的错配状态，行业整体的盈利能力仍将维持在较高水平，当前估值仍具备较强吸引力。

虽然运价目前尚未开启反弹，集运行业或在近期迎来货量潮汐效应的运价催化：

从制造业的角度来看：在国内 20-21 年的优异表现下，全球制造业订单大量回流至中国，虽然近期我国疫情有所加剧，但是在强势的疫情管控下，工业生产受到的影响料将较为有限，且考虑到本轮疫情中国向全球证明了其供应链的完备性和韧性、品牌企业亦对制造商具有一定黏性，我国制造业预计仍将处于中长期的高景气阶段，即便后续订单再度流失至东南亚，由于疫情管控对制造业开工的影响仍在，进程或将偏缓慢。

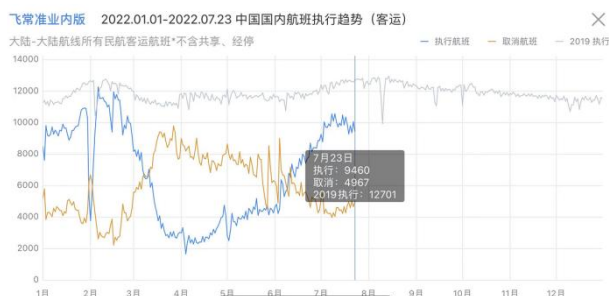
从供应链的角度来看：一方面，本轮疫情已经充分暴露了海外港口疏运体系效能低下的弊端，而集运的供应链比较复杂，除了航线、码头之外，还涉及到内陆汽车、火车、驳船的集疏运以及仓库、堆场的操作，同时集装箱还必须要匹配于各地的进出货物，如后续劳工谈判的进程不顺，供应链仍将持续面临较大压力，进而带动集运景气度回升。另一方面，考虑到生产具备连贯性，我们认为本次国内制造业受到的影响或主要在运输端，货量在短期的下滑后可能迎来一轮高峰，进而在疫情得到有效管控后对供应链形成潮汐式的冲击效应。

航空

近期国内零散疫情再度反复，但远不同于去年 7 月底南京疫情彻底终结暑运，今年各地疫情反复仅在一定程度上影响局地航班量，国内线总航班量恢复受阻，却也仍维持在每天 9000-10000 班的水平，为疫情前的近八成，可见民航需求稳定性已经显著提升。

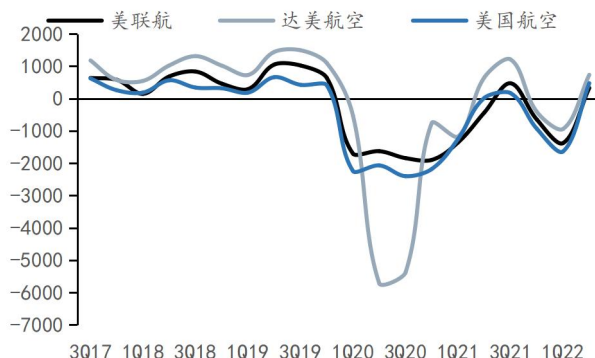
美国三大航陆续公布二季报，得益于需求复苏，美国三大航已经全面恢复盈利，民航需求的韧性再度显现，也对为我国如有朝一日选择开放后的航空业绩走向作出参考。

图5：我国民航国内线航班量走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：美国三大航业绩（百万美元）走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

尽管当前疫情反复仍可能对民航景气度带来显著影响，但我们认为民航业周期反转的条件已经具备，如有朝一日选择放开，民航景气度有望大幅上升。供给端，我们继续强调民航业近三年供给增长已经从过往 10% 的增速中枢大幅下降至 3% 左右，2020-2021 年我国民航运输飞机数量增速为 2.2%、3.8%，其中新增客机以窄体机为主，2022 年上半年客机引进数量仅为 36 架，供给降速已成既定事实。需求端，我们持续看好民航需求韧性，尽管疫情冲击国内经济总量增速受到一定影响，但 2020-2022 年上半年均实现正增长，居民收入也在同步提高，民航理论需求应有显著增长，当前需求承压不改变未来需求释放。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场

上海机场公告完成收购虹桥机场等资产的交割，虹浦两场终合二为一，历史遗留问题被解决，期待公司后续进一步产生积极变化。

过去两年半时间枢纽机场因国际线大幅减量，业绩持续承压。国家表态有序放开国际航线航班，但我们很难想象在国内仍采用严格措施的前提下国际线能够有效放开，因此枢纽机场业绩全面回归尚需等待国内政策发生变化。

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 T2 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，枢纽机场业绩同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

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

6月1日起上海全市解封，进入全面复工复产阶段，6月快递行业业务量增长继续恢复，增速为+5.4%，环比增加了5.2个百分点，由于国内疫情仍然面临反复，行业需求增长略低于预期。在监管管控的大背景下，快递行业价格战一直维持缓和态势，6月快递旺季以及疫情防控会导致快递经营成本短期上行，所以6月行业单票价格环比增加了0.12元至6.42元，同比下降3.8%，同比降幅维持在低位。目前，全国疫区的快递经营正处于快速恢复阶段，我们估计快递龙头公司6月的业务量也均实现了不同幅度的正增长。

本周，A股快递公司公布了6月经营数据，受益于全国疫情防控逐步向好以及快递经营加速恢复，快递公司的6月经营数据继续向好，顺丰6月公司速运物流业务量同比提升了7.9%，时效快递业务同比增速继续稳步回升；韵达、圆通和申通6月业务量同比分别为-1.7%、+5.6%、+30.8%，其中由于韵达山西太原的物流园以及北京长阳网点在二季度陆续爆发疫情，其业务量恢复速度弱于其他同行，而申通业务量增长高于同行主要得益于公司价格策略相对更激进（韵达和圆通6月单票价格均环比提升、申通6月单票价格环比下降）；由于疫情导致快递经营成本上行，韵达、圆通和申通单票价格同比均维持在高位，分别为+27.2%、+24.6%、+18.4%。近期，顺丰公布了2022年半年度业绩预告，公司2022年第二季度预计实现归母净利润14.1-15.6亿元（同比下降11%-19%），扣非归母净利润11.7-13.2亿元（同比增长78%-101%）。在二季度国内部分城市疫情防控造成经营承压的背景下，公司二季度业绩表现已属非常稳健。虽然二季度国内部分核心城市因疫情实施封控，得益于顺丰物流网络在全国范围内的广覆盖以及直营模式的稳定性强，我们估计公司二季度业务量同比仍然实现了微幅正增长。而公司二季度扣非归母净利润环比实现28%-45%的正增长，主要得益于：1）公司坚定聚焦核心物流战略，强调长期可持续的健康发展；2）坚持差异化竞争，产品结构逐步调优，低毛利产品件量同比减少；3）持续推进精益化资源规划和成本管控，在多网融通方面进一步加强网点、中转场、干支线运输资源整合及跨业务板块的资源协同，提升资源使用效率和投入产出比；3）新业务盈利能力改善；5）自2021年第四季度起合并嘉里物流联网有限公司的业绩；6）2022年5月1日至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可享受免征增值税的优惠。在监

管管控的大背景下，快递行业价格战一直维持缓和态势，由于去年义乌地区价格上调幅度较大，导致今年义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差，近期行业调节不同区域之间的价差导致义乌价格有所回调，属于价格结构性调整，目前行业价格竞争仍然理性；随着 6 月电商旺季结束，即将进入快递淡季三季度，我们认为行业价格环比出现微幅下调是属于季节性价格波动，不用过于担忧价格战重启。

投资建议上，（1）疫情对快递需求的影响有限，由于 2021 年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓，我们预计 2022 年快递行业需求增长将明显放缓。（2）在共同富裕的大背景下，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，且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，我们认为 2022 年行业价格战大概率仍将维持缓和态势。（3）在今年全国疫情影响范围和持续时间可控的假设下，通达系公司单票利润有望实现明显回升，利润有望实现高速增长；对于顺丰来说，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。继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。

物流

密尔克卫：二季报同、环比高增意味着什么？

主要逻辑&不同于市场的观点：

公司 2 季度受损，增速贡献主要来自物流板块：公司华东产能及客户收入占比接近 50%，上海区域尤为重要，因疫情影响，公司 4-5 月影响较大，虽然公告业绩区间远超市场预期，但我们判断剔除疫情影响，增速大概率更快。此外，对比 1H21，虽然公司分销板块依然保持较快增长，但我们判断净利润增加额的贡献主要来自物流板块，尤其是仓储。

2H22 业绩弹性有望超预期，逻辑有四点：

- 1、首先下半年是传统旺季，历史公司下半年业绩高于上半年；
- 2、其次公司从 2021 年底以来累计交付近 5 万平仓库，考虑到仓库的爬产周期多为 6-12 个月，因此这部分仓库下半年将会体现更多业绩；除此以外，公司预计在下半年额外交付 5 万平仓库，或将贡献部分业绩；
- 3、2 季度疫情大概率干扰了公司的分销业务拓展，伴随三季度复工复产加速，下半年大概率表现更佳；
- 4、新闻已报道 7 月公司已收购江西省祥旺物流 100%股权，这意味着疫情后，公司已回归到过去每一年的外延布局节奏，不排除后续有进一步动作，并表利润或将进一步增厚业绩。

公司进入新一轮扩张加速期：剔除传统业务的自然增长，近年来公司的看点包括危化品仓库产能扩张（3年危化品仓库从26扩张至56万万平）、国际化加速（北美、欧洲、东南亚分支机构已陆续投入运营）及大力拓展大件物流（22年大幅增长）、分销业务，我们判断公司22年开始，密尔克卫将会进入新一轮加速期，其未来三年业绩增速有望超越过去三年。

多年来持续高增长，当前估值处于低点

为将密尔克卫当前的估值与全市场标的进行比较，我们按照以下标准筛选出个股：

- 1) 截止2021年，3年归母净利润复合增速超过40%的个股；
- 2) 在符合条件1)的个股中，19-21年每年归母净利润增速均超过35%、且22年ifind一致预期增速也超过35%的个股

按照以上标准，我们筛选出一个可以满足“长期高速增长”要求的股票池，全A同时满足以上3个条件的个股合计54个，22年PE平均值47.3x。密尔克卫对应22年盈利PE为35.2倍，远低于平均；同时，密尔克卫历史股价对应当年的PE中枢值也基本匹配于过往的EPS增速，基本为40-45倍；综合来看，公司当前估值处于历史低点。

投资建议：我们对公司下半年以及未来展望更加乐观，我们将公司2022-2024年6.4、9.9、13.5亿盈利预测上调至6.7、10.2、14.0亿，公司当前市值对应2022年业绩预测为35x，对应23年PE水平仅为23x，强烈推荐！

中小盘

国联股份：业绩持续高速增长，剑指工业数字化蓝海

国联股份披露2022年半年度业绩预增公告

公司上半年实现营业收入277-279亿元，同比增加97.4%-98.8%；归母净利润4.18-4.22亿元，同比增加93.4%-95.2%；公司实现扣非归母净利润3.73-3.75亿元，同比增加86.3%-87.3%。

换算单季度业绩，公司2Q2022预计实现收入155.62-157.62亿元，同比增长95.5%-98.1%，归母净利润2.63-2.67亿，同比增长90.3%-93.2%。自3Q2020以来，公司各个季度归母净利润增长均在85%以上，成长势头强劲。

高增长前提下，归母净利率曲线逐步走平

公司过去几年收入体量快速增长，不论是多多平台的数量、各个多多平台内部纵向产业链的挖掘都在扩张，利润率受到新SKU扩充、销售策略等因素有所下降，但近数个半年度，净利率的下降斜率开始逐渐趋缓。

商业模式跑通，国联云工厂进一步深化客户粘度

我们认为，多多平台商业模式的核心，是上下游的“粘度”。拼单模式给予小 B 客户低价，解决小 B 客户缺货或拿货价格贵的痛点，集单之后面对上游供应商时，多多平台则具备采购上量的优势，随着小 B 客户粘度加深和渠道倾斜，多多平台成交量放大，可以实现更低的拿货价格和更强的服务能力，形成正循环。国联云的推出则进一步在生产上与客户、供应链加深绑定。公司在财务上体现的高速周转、轻资产运营、规避国货等，本质基于平台在上下游中的粘度，正是有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。公司推出的国联云工厂业务服务工厂生产环节，近年来拓展顺利，标志着公司 2B 服务能力的再上台阶，有利于多多平台的供应商和用户粘度的加深，为公司打开新的成长极。

投资建议

公司作为化工 B2B 电商的头部企业，其核心供应链管理、产业链延伸、集合小 B 客户采购需求的模式成功解决了化工供应链上下游在价格波动中遇到的痛点问题；国联云数字技术服务是在产业互联发展大方向上的延伸。我们认为公司的商业模式已经进入正向循环，维持 2022-24 年将实现营业收入 687.83/1175.32/1914.89 亿元，归母净利润 10.19/17.35/28.39 亿元不变，对应 PE 42.9X/25.2X/15.4X，维持“买入”评级。

华依科技：汽车动力测试领域龙头供应商

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 2021-2023 年净利润分别为 0.67、1.06、1.53 亿，对应当前市值 PE 分别 47x、30x、21x，公司 21-23 年归母净利润复合增速 54%，我们认为公司合理市值对应未来三年 PEG 在 0.7-0.75x 较为合理，给予 2022 年 38-40.5x PE，市值在 40.3-42.9 亿元之间，相对于公司目前股价有 26.8-35.1%溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

双星新材：新材料产能陆续释放，季度盈利持续新高

2021 年利润高增长，整体表现略超预期。21 年公司收入 59.3 亿元（YOY+17.22%），毛利率 32.8%（YOY 增加 10.43 个百分点），净利润率达 23.4%（YOY 增加 9.12 个百分点），归母净利润为 13.85 亿元（YOY+92.3%）。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年 30 万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期。

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020 年底公司产能 56 万吨，其中新材料光学级产能约为 20 万吨，2021 年公司新增 6 条线合计 30 万吨光学级产能，拉动整体产量至 52.4 万吨，同比增长 16.4%，销量 51 万吨，同比增长 3%（2020 年去库存导致销量高于产量），收入增长 17.2%，毛利增长 71%，净利增长 92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入 40.86 亿，贡献 69%收入，环比提升 15 个百分点；实现毛利 14.6 亿元，占整体毛利比重 74.7%，环比提升 14.5%个百分点；整体新材料板块毛利同比增长 112%，远高于公司整体 71%的水平。

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21 毛利净利率环比表现稳健。公司 21 年 1Q-4Q 毛利率分别为 32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21 和 1H22 公司毛利率分别为 33.7%、32.2%；1Q-4Q 净利润率分别为 21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21 和 1H22 的净利润率分别为 22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然 2022 年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：1）新材料占比提升，价格转嫁能力较强；2）原材料带量采购，平抑毛利率波动；3）新产能较同行有显著的规模和成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放（原先 3 亿平米，合计 10 亿平米），据此我们认为：1）新增产能会不断爬坡，产销量继续增加；2）涂布产能进一步带来利润弹性。

风险提示：新冠疫情、俄乌局势带来的宏观不确定、产线安装达产低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

预计 2022-2024 年归母净利润 22.2/32.2/42 亿元（22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%），同比增速 60.4/44.7/30.5%。双星 2021 年交付的 30 万吨产能中仍有部分产线处于爬产期，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间将会陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%，预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，建议“买入”。

久祺股份：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”**中国是自行车制造第一大国，自行车电动化需求大势所趋**

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区，而自行车制造主要在中国等发展中国家。中国已经成为了全球自行车制造和出口的第一大国，每年中国自行车的产量占到全球的近 7 成，出口额占到全球出口的近 5 成。每年全世界自行车需求规模保持在 1 亿辆左右的水平，欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场。随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，且受益于疫情催化，近两年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼，现阶段，欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场，2020 年销量超过 500 万辆，根据官方预测，2020 年至 2025 年欧洲助力电动车销量年复合增速有望维持在 20%以上。

公司是国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

公司深耕自行车制造二十余年，是国内主要的自行车制造出口商之一。我国自行车企业可分为三个梯队：一是拥有规模优势的大型自行车企业，具有较高的市场认知度和品牌知名度；二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业；三是行业内的众多中小企业，设备水平较低、缺乏自主创新能力。久祺股份属于第二梯队，凭借充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系，规模越来越大，未来将有望向第一梯队进军。

公司发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强

（1）随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展，该产品销量已经从 2018 年的 3.6 万辆增长至 2020 年的 11 万辆。

（2）公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌自行车卖给终端消费者，一方面销售高速增长，另一方面加速自有品牌的建立。2020 年公司跨境电商和自有品牌的收入占比分别达到了 7.7%和 15.6%，未来还有较大提升空间。此外，随着高毛利率（2020 年 76%）的跨境电商业务收入占比提升，公司盈利能力也将明显提升。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同

比增 27.3%、41.3%、44.1%，给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 26X、18X。

安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期

合成革制造老牌企业，深耕多年国内领军

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，主要生产经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，是国内合成革行业领军企业。公司在合成革行业经营多年，下游需求主要包括沙发汽车、功能鞋服、电子、箱包等，客户包括大量头部品牌商如 Nike、苹果、丰田等。

突破环保型产品，下游应用空间更为宽广

公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构与利润率共同改善

随着产品优化，公司的客户结构发生显著改善，开始快速进入国际国内头部企业的供应商名单中，典型包括苹果、Nike 等，同时在新能源整车市场中与比亚迪、小鹏等展开合作。我们预计 2022 年公司客户与利润率的改善将更为明显。1H2021 面对原材料成本上行、海运成本高企等问题，公司上半年该产品毛利率从 20 年的 20.14% 提升至 25.41%，我们预计若后续原材料价格恢复正常，公司利润率上涨空间将会更大。公司当前已有 25% 产能为无溶剂产品产线。

风险提示：下游客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

首次覆盖给予买入评级：公司当前市值对应明年的盈利预测仅 16.5 倍，成长性与估值性价比兼具。我们认为公司 2022 年在客户、产品以及盈利能力上的拐点将体现得更为清晰，并迎来连续数年的快速成长，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.9-25.0 元/股，首次覆盖给予买入评级。

牧高笛：产品体系与渠道持续拓展，带动品牌高增长

牧高笛披露 2022 年半年度业绩预增公告

根据公告，公司预计上半年实现主营收入 8.64 亿元（+60.77%），归母净利润 1.13

亿元（+112.12%），扣非归母净利润 1.11 亿元（+138.65%）。

分季度看，公司预计 2Q22 实现主营收入 5.36 亿元（+63.6%），归母净利润 7656 万元（+137.62%），扣非归母净利润 7912 万元（+177.08%）。

大牧销售额历史新高，IP 联名与上新等策略功不可没

根据公司公布半年度业绩预增公告，可以发现公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得了同比高增长，而品牌业务中主打露营装备的大牧部门销售表现尤为亮眼。具体来看：

1) 外销（ODM/OEM）与其他业务：1H22 实现收入 5.18 亿元，同比增长 24.8%；分季度看 2Q22 实现收入 2.83 亿元，同比增长 12.3%。

2) 品牌业务：1H22 实现收入 3.46 亿元，同比大增 182.5%；分季度看 2Q22 实现收入 2.53 亿元，同比大增 234.7%。

其中，主打户外鞋服的小牧 22 年上半年实现收入 3174 万元，同比减少 20%；Q2 实现收入 1324 万元，较去年同期减少 30.2%。宁波 4 月疫情使公司线下订货会的开展受到影响；同时小牧以春秋、冬季款式服装为主，5-6 月气温开始升高为订货淡季，两原因叠加造成了小牧二季度营收下降较多。

主打露营装备的大牧 2022 年上半年实现收入 3.14 亿元，同比增长 182%，其中大牧线上自营渠道收入 1.47 亿元左右，同比大增 248.21%；大牧线下（专业装备分销与大客户）收入 1.68 亿元左右，同比大增 338.45%。分季度看，2022 年二季度大牧实现收入 2.4 亿，同比大增 323%。公司精致露营产品收入在大牧的占比约 70%，持续的产品联名推广、上新等策略共同促成收入增长。

多重因素带来露营需求爆发式增长，推广渠道进一步丰富有利产品渗透

疫情常态化背景下，中国户外经济兴起，消费升级驱动长途游向周边游过渡、传统露营向精致露营转型；创业者偏好、社交媒体推广与露营相关综艺等成为国内需求增长推手。露营地经营前期的装修投入较少，投资回报周期比民宿短，同时价格比民宿更亲民，受创业者追捧。《一起露营吧》、《向往的生活第六季》、《追星星的人第二季》等真人综艺的上线为火热的露营再次升温。“去哪儿大数据”显示，“五一”期间露营相关产品预定量为去年 3 倍；飞猪平台上“五一”露营订单量环比增长超 350%；6 月小红书旅行热搜词中绝大部分为露营相关。

二季度内，公司推出 MobiVilla 山系潮流露营服装品牌，继续丰富大牧产品体系；联名 PANDAER（魅族）推出新品；6 月 1 日牧高笛全国首家线下旗舰店在宁波开业，让消费者实地体验露营生活。我们认为，公司作为国内为数不多的露营品牌，在长期经营中形成了领先的产品设计理念，并借助品牌优势开展立体的产品推广，在露营需求火爆的市场环境下，公司能精准抓住行业先机，实现高增长。

投资建议：调高盈利预测，维持“增持”评级

我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力上表现突出，叠加品牌收入占比快速提升与盈利能力改善，22 年公司的净利润将翻倍增长。结合公司上半年品牌经营的超预期表现，我们预计年内公司 ODM/OEM 与品牌收入有望同比增长

32%/140%；推算两部分业务净利率约 12.2%/10.3%，对应净利润 9939/7559 万元，据此我们上调公司 2022-2024 年 1.27/1.7/2.18 亿盈利预测，至 1.75/2.4/3.1 亿元，22-24 年盈利预测对应当前市值分别为 34、25、19X。估值上我们采用分部估值法，OEM/ODM 给予 28-30 倍 PE，品牌部分给予 48-50 倍 PE，对应市值 64.11 至 67.61 亿，合理估值区间为每股 96.2-101.4 元，维持“增持”评级。

凯立新材：全年业绩增 54%，强化研发拓展未来

凯立新材 2021 年全年实现营业收入 15.9 亿，同比增长 51.1%，实现归母净利润 1.63 亿，同比增长 54.3%。其中四季度营业收入 3.66 亿，同比增长 22.6%，归母净利润 3636 万，同比提高 23.2%。2022 年一季度营收小幅下滑，但利润实现大幅增长，超出市场预期。

全年营收高增长，四季度疫情及贵金属价格走低影响营收表现。公司的业务模式决定了营收增长一方面来自于催化剂销售量，一方面来自于贵金属价格波动。2021 年公司实现多相催化剂销售 12.4 万 Kg，同比提高 20.8%，均相催化剂销售 1.77 万 Kg，同比提高 530.9%。从招股书中更细分的产品结构我们大致可以推断 2021 年单价更高的均相催化剂直接销售量应出现明显增长，拉动营业收入提高 51.1%至 15.9 亿。

2021 年贵金属价格同比走高，公司库存周转相对较快，采购成本水涨船高，叠加产品结构改变，全年营业成本 13.3 亿，同比提高 52.5%。公司毛利润更多取决于销售量及产品结构而非单位成本，受单位成本上升影响，毛利率出现小幅下降，全年毛利润 2.56 亿，同比增 43.8%，毛利润率 16.1%，同比下降 0.8pct。四季度因西安疫情及贵金属价格走低，公司营收利润环比出现下降，库存有所提高，一季度贵金属价格上涨及一季度后半段经营逐步恢复库存去化，营收及业绩有望逐步修复。

研发投入保持高增，业绩符合预期。2021 年公司销售费用率 0.59%，同比下降 0.10pct；管理费用率 1.47%，同比下降 0.08pct；研发费用保持高增，与收入增速同步，研发人员数量增长 13 人至 70 人，研发费用率 3.18%，同比提高 0.01pct；财务费用率 0.41%，同比下降 0.08pct。营业外收支方面，公司获得一定金额上市补贴，营业外收入 1651 万，同比有所提高。整体来看，公司业绩基本符合预期。

投资建议：维持“增持”评级

得益于下游医药、化工等领域持续增长，贵金属催化剂行业前景依旧向好。公司将进一步强化研发，在稳定存量市场的基础上锐意进取，拓展新客户，并力争在研项目逐步落地并投入市场化，募投项目有望在 2022 年底投产，驱动公司持续发展。自 2.35 亿、3.05 亿分别下调 22-23 年盈利预测至 2.16 亿、2.85 亿，增速为 32.9%、32.1%，引入 24 年预测，归母净利润 3.77 亿，增速为 32.1%，22-24 年 EPS 分别为 2.31 元、3.06 元、4.04 元，当前价格对应 22-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 40X、30X、23X，维持“增持”评级。

浙江自然：户外运动新兴龙头，开启新一轮成长曲线

浙江自然披露 2021 年年报与 2022 年一季报

2021 全年实现营收 8.42 亿元（+44.91%），归母净利润 2.2 亿元（+37.59%），扣非归母净利润 1.99 亿元（+44.93%）。公司 2022 年一季度实现营收 3.33 亿元，同比增长 46.61%，归母净利润 8497.99 万元，同比增长 37.82%，扣费净利润 7727.94 万元，同比增长 34.49%。

产品增长较快，充气床体现升级趋势。我们结合公司披露的 2021 年各大品类销量与收入数据，看到：

- 1) **充气床垫：**收入 6.36 亿，同比增 47%，占收入比重 76%，依旧为公司的拳头产品。从价格角度，单个充气床垫的价格由 2020 年的 113.14 元提升至 149.92 元，产品升级趋势明显；
- 2) **户外箱包：**收入 1.11 亿，同比增长 59.6%，其中新产品冰包边际贡献较大。户外箱包价格稳定，由 58.34 元增值 59.71 元；
- 3) **头枕坐垫：**收入 5571 万，同比增 37.4%，价格整体稳定；
- 4) **其他产品：**收入 4014 万，同比增 4.7%。

2021 年，公司第一大客户占公司收入比重 28.98%，前五大客户合计占比 44.2%，较为健康。

原材料价格上行，利润率维持稳定。公司 2021 年全年毛利率 38.8%，21Q4 毛利率 33.9%，22Q1 毛利率 36.5%，我们判断 Q1 环比提升主因在于 21 年底公司向下游客户进行了一定的价格传导，以及 Q1 较四季度淡季的产能利用率提升。预计原材料的价格上涨将会是公司 Q1 利润率环比略有下滑的主要因素，以 TPU 粒子的主要原材料 TDI 价格为例，自 2021 年四季度开始重新进入上升通道，而后在 2-3 月维持 19000 元/吨以上的高位，4 月开始有所下滑；此外关键材料软泡聚醚的价格在 Q1 环比下降。

我们认为公司深耕行业多年，对原材料的价格具有相当强的把握能力，我们判断公司先前已有应对，且进行了适度的价格传导，因此 22Q1 利润率较 21Q4 环比已经有所提升。随着未来上游原材料的价格压力释放，我们认为公司随后的季度利润率有望环比上行。

产能扩张顺利，为持续成长打下坚实基础。公司自筹资金提前建设的募投项目投产，是 2021 与 22Q1 公司稳步成长的基础，2021 年底，固定资产由 20 年底的 2.46 亿增加至 3.50 亿，此外公司越南生产基地工程已经完工，未来也有望持续为公司成长提供动力。公司当前在手资金充沛，货币资金 4.43 亿，交易性金融资产 4.40 亿。

深耕户外行业，拥有长期竞争力。我们认为公司近几年的成长性将会具有持续性，中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，并非简单受益于海外疫情。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合

面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景；2）凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3）就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，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“买入”评级

公司业绩增长非常扎实，我们维持公司 2022-2023 年 3.1、4.0 亿的盈利预测，新增 2024 年盈利预测 5.14 亿，对应当前市值 PE 分别为 20.6、15.8、12.4x，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。

宏华数科：全年增长平稳，长期看好数码印花渗透率提升

宏华数科披露 2022 年一季报

一季度公司实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 25.05%，实现归母净利润 7299 万元，同比增长 30.60%，实现扣非后净利润 7023 万元，同比增长 26.28%。公司业绩整体符合预期。

收入环比提升，利润率显著恢复

2022 年一季度，公司实现收入 2.76 亿元，环比 21Q4 增加 3565 万元，考虑春节影响，一季度收入表现较为突出。利润率方面，21Q1-22Q4 毛利率分别为 42%、44%、44%、41%与 45%，我们认为收入的提振有助于带来制造业生产的规模效应，毛利率亦有所改善，达到过去 5 个季度中的最高值，净利率趋势与毛利率趋势一致。

产能扩张正在进行时，定增项目确保未来数年产能充裕

公司固定资产 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，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，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

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

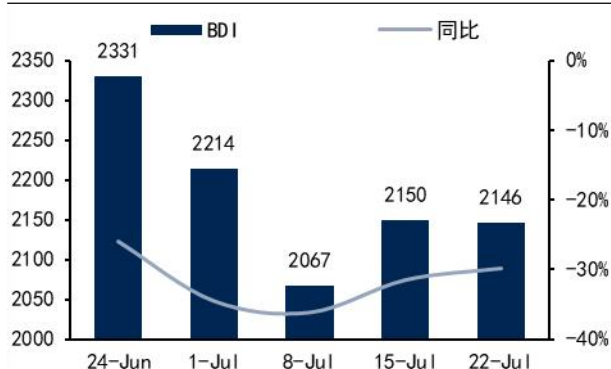
亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

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。

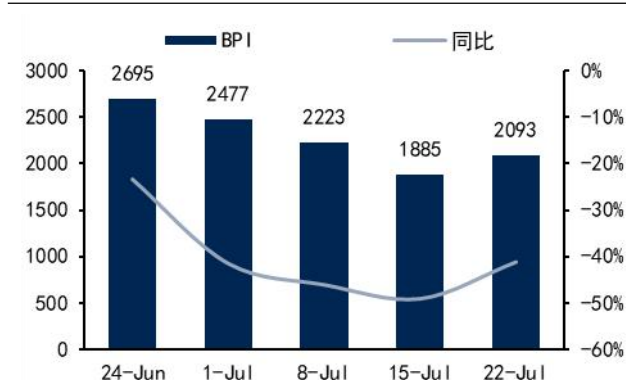
行业数据概览

图7: BDI 走势



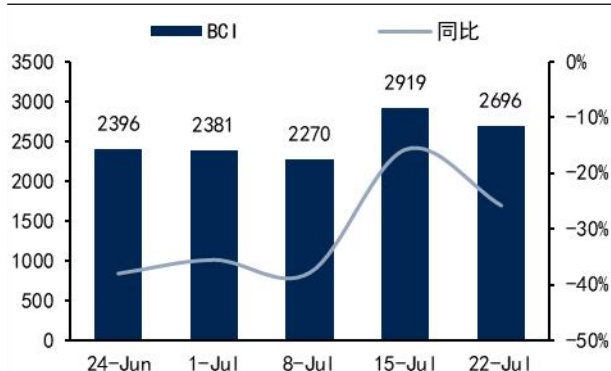
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

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



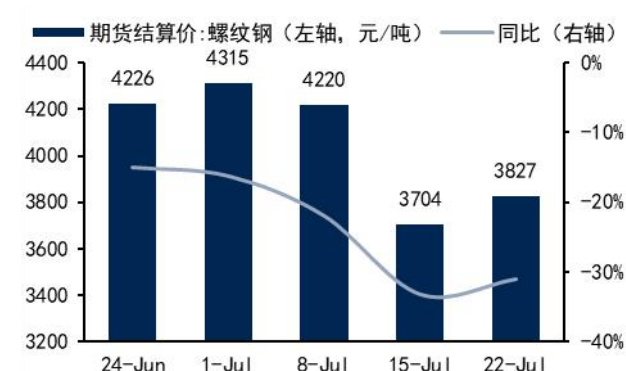
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11: CDFI 煤炭运价指数



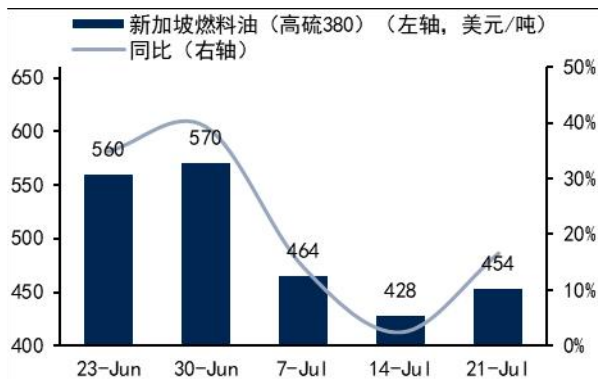
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 螺纹钢期货价格



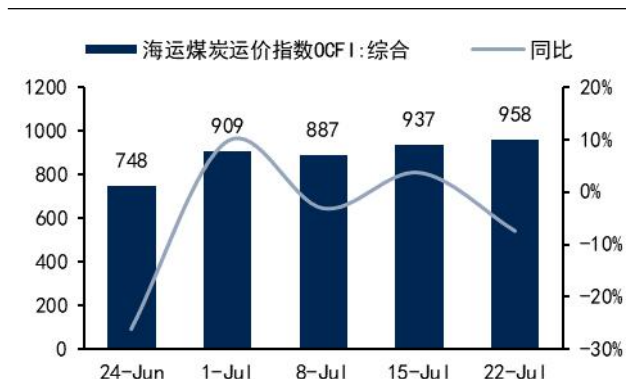
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 新加坡燃料油价格



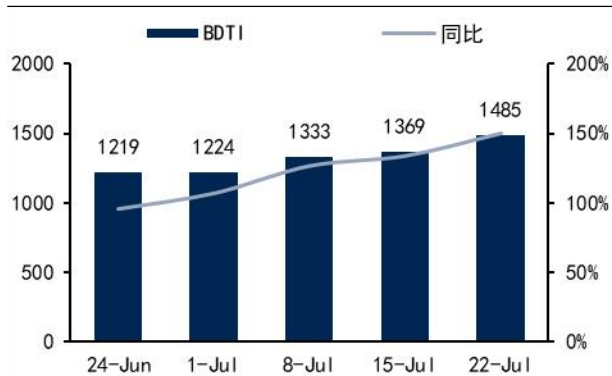
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



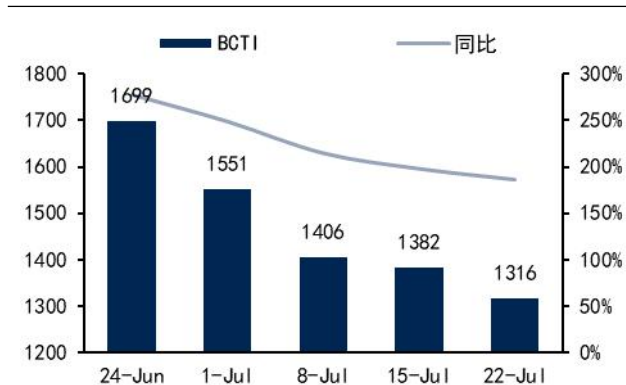
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

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)



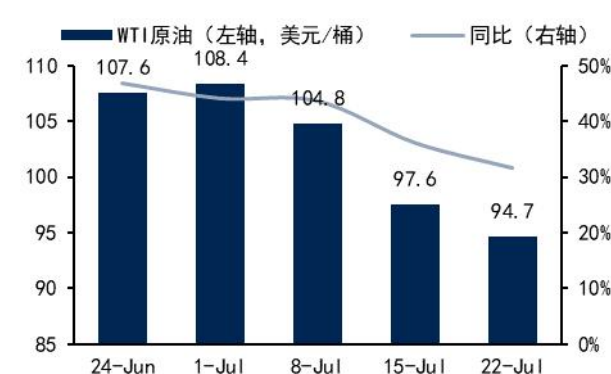
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 国际油价——布伦特原油



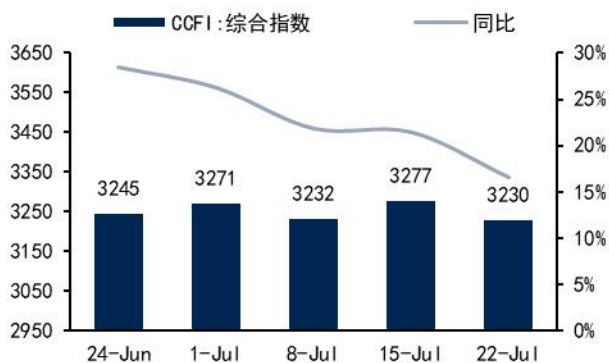
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

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



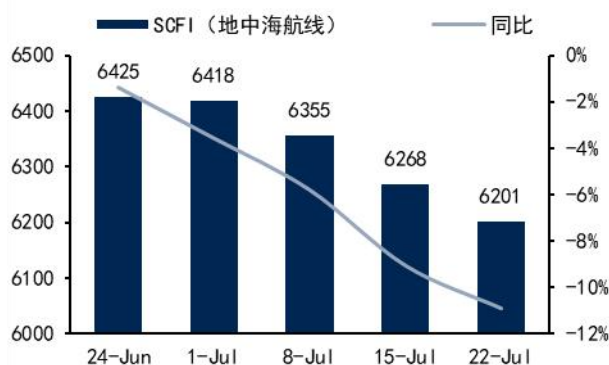
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

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 (欧洲航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

航空机场 2022 中报预告点评：三重压力下亏损延续，持续看好疫情消退后的投资机会（2022-7-15）

航空机场公司披露中报预告，业绩亏损符合预期。各航空、机场公司集中披露 2022 年中报预告。二季度民航客流量仅为 4182 万人次，同比降 70.8%，相比疫情前同期降 74.0%。除需求显著承压外，国际油价持续破百，航油价格保持高位，叠加汇率贬值带来汇兑损失，需求、油价、汇率三杀，民航业录得全面亏损，上半年民航业亏损 1089 亿元，超过 20、21 年全年。机场板块表现稍好，由于国际旅客量持续低迷，国际客对应的航空及非航收入已经超过两年维持低位，且国内线旅客对机场的业绩贡献相对较小，因此尽管国内线客流断崖式下滑，但各机场业绩亏损边际变化并不十分显著。整体来看，各公司亏损幅度基本符合预期。

静待柳暗花明，看好长期投资机会。伴随着经济增长和飞机引进的持续降速，我国民航业的理论供需缺口已经出现。目前美国民航业显著恢复，或许可以作为我国民航业未来复苏趋势的参考。我国民航已经进入暑运运营，航班量整体仍在恢复中，期待疫情对我国民航业的影响逐步消退，并最终迎来全面的景气周期。枢纽机场的业绩回归仍需等待国际线的全面解禁，未来我们终将迎来国门的全面开放。目前枢纽机场的航站楼资源产能瓶颈已经突破，且前期白云机场坚持高扣点或说明机场免税议价权并未有本质上变化，预计疫情消退后机场业务量及收入业绩规模有望迅速回归乃至超越疫情前水平。

投资建议：航空板块：疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场板块：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。

PET 铜箔一体化生产优势显著，KNOWHOW 型公司有望脱颖而出（2022-7-18）

PET 铜箔关注度持续提升：锂电池需求快速增长，市场对电池性能的要求也不断提高。作为锂电池电芯的主要材料，铜箔性能对锂电池能量密度影响大，PET 铜箔有望在未来部分替代锂电铜箔，其解决了电池内易短路引发的热失控问题，并在一定程度上提高了能量密度。技术革新总是会引领新一轮赛道景气度和牛股爆发，目前二级市场已经出现了宝明、双星、万顺等相关标的，其中宝明科技 7 月 6 日晚间公告拟投资建设锂电复合铜箔生产基地，双星新材在公告中提及 2020 年起便已着手立项 PET 铜箔生产，目前进展顺利，产品已送往客户进行认证。近期相关个股市场表现较好，关注度较高。

先发 KNOW-HOW 型公司有望脱颖而出，一体化生产优势显著

对于相关标的，市场最关心的无非在于是否有下游认证、定点，其中高增的动力电池认证更为重要。目前各家公司工艺选择存在差异，大多数产品尚处于开发-送样-反馈-再送样阶段，虽然定点尚有不稳定性，但产业的趋势已经相当明确。

工业产品竞争优势核心来自于性能及价格。性能方面，产品的各类物理、化学指标要满足需求，这一环节是理论替代；其次是 PET 铜箔产品能否匹配于产线上的设备。基于上述两个要求，我们认为基膜、磁控溅射、水镀各个环节密不可分，某些指标可能通过单一环节无法满足，而膜产业链的共性都是在多个环节累计 KNOW-HOW 才能做出最具性价比的产品，因此先发者有经验优势。假设未来隔膜参与者来做 PET 铜箔，逻辑上也具备膜产业链 KNOW-HOW 和存量客户渠道优势，但最终我们判断具备一体化加工能力、多平台产品的公司会胜出，逻辑是相同指标下成本最低。

传统 6 μm 铜箔的价格在 5-7 元，若采用 PET 铜箔路线，其要求在 4.5 μm 的 PET 基膜上磁控溅射，再进行水镀，市场上价格差异较大，其取决于产业布局和良率。双星新材传统业务已经配备了切片聚合、拉膜线和磁控溅射装置，后续量产只要增加水镀线。公司去年生产超过 50 万吨的产品，未来额外增加 PET 铜箔产品，水镀线之前的人工折旧水电将综合摊销在所有产品上，且公司从原材料聚合-基膜-磁控溅射-水镀一条龙完成，不需要外采半成品损失利润空间，一体化生产成本优势显著。

投资建议：手握 PET 铜箔期权，双星新材低估值高弹性

我们认为 PET 铜箔市场前景广阔，渗透率有望不断提升。相关公司中，我们深度覆盖的双星新材致力于先进高分子复合材料产品研发及生产销售，以基膜生产为平台，涂布深加工后对应下游各种场景，包括光伏、面板、电子、包装等。当前多家公司布局 PET 铜箔赛道，相关技术参数暂时难以获取，如不考虑各家产品差异，我们认为双星当前运营的成品膜一体化模式具备强大的成本优势。不同于传统认知下其仍是以传统包装膜产销为主的周期类公司，当前公司新材料用膜利润贡献已经超过 80%。公司过去三年业绩复合增速达到 62.8%，未来继续保持高增长，目前公司市值对应 2022 年一致预期盈利的 PE 估值仅 12 倍，具备低估值高弹性属性，继续推荐。

投资建议

7月暑运开启，尽管小规模散发疫情持续，旅客出行需求仍保持强劲。统计数据显示，暑运以来民航日均旅客运输量达100万人次、全国高速公路日均流量环比上升6.77%，预计暑运62天内铁路发送旅客5.2亿人次。6月中旬以来，全国货运物流有序运行。若境内疫情不向更严峻的方向发展，流量有望稳定恢复。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、国联股份、顺丰控股、中国国航、吉祥航空、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

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕20号）第十二条规定，我公司特披露：截至2022年07月24日，我公司以自有资金投资持有“嘉诚国际”（603535）2391483股。

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提及的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