

把握高景气油运和化工品物流

2023年交运物流行业投资策略

交运物流团队 首席分析师：游道柱 SAC NO:S1120522060002

2022年10月30日



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

 证券研究报告

目录

- 01 2022年主要子板块行情回顾
- 02 油运：正处在景气向上周期
- 03 化工品物流：从分散走向集中
- 04 快递：短期受疫情和消费低迷影响
- 05 航空机场：等待疫情影响消退
- 06 投资建议
- 07 风险提示

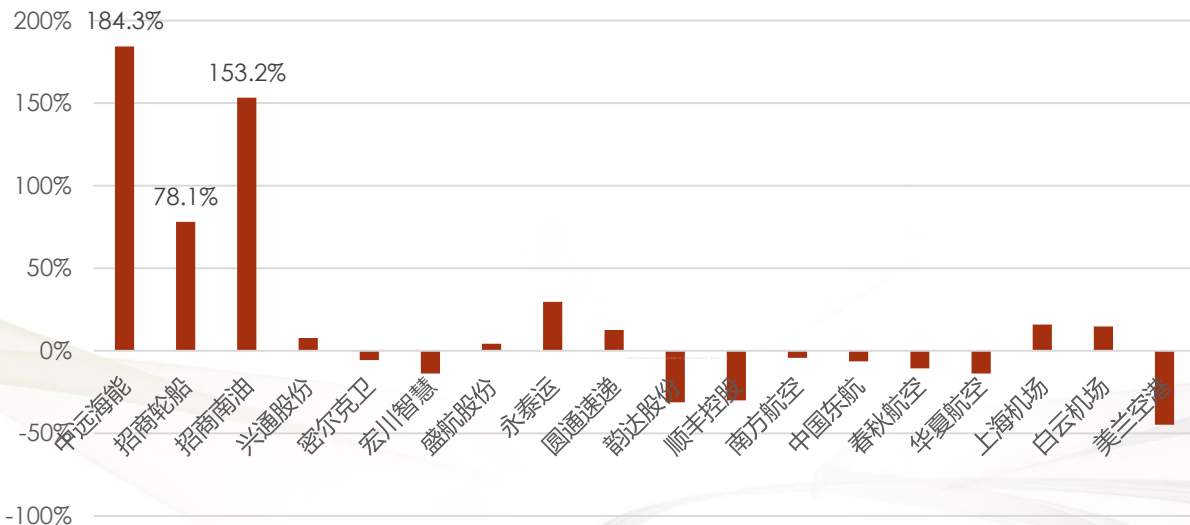


01 2022年主要子板块行情回顾

1 2022年主要子板块个股行情回顾

- 从年初以来（截止2022年10月28日），油运板块三个主要公司的股价均取得了较大涨幅（中远海能+184.3%、招商南油+153.2%、招商轮船+78.1%）。

图表：交运物流行业主要公司的股价涨幅（年初以来，截止2022年10月28日）



资料来源：wind，华西证券研究所

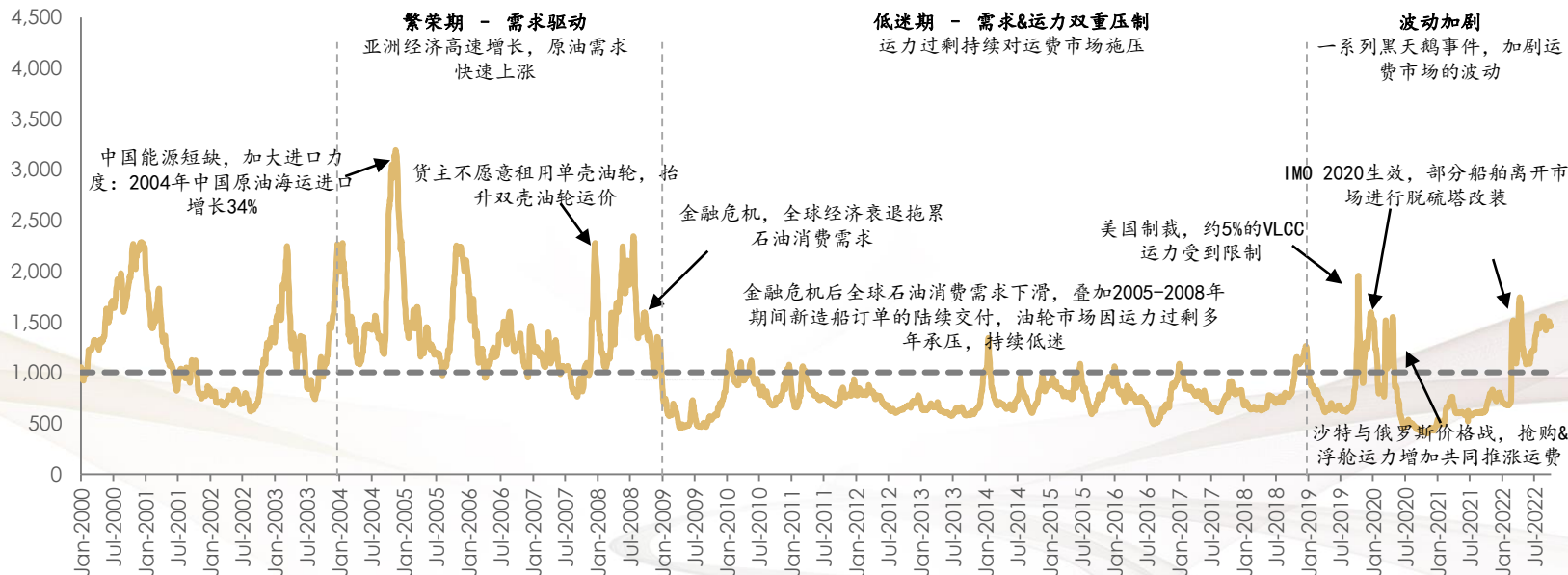


02 油运：正处在景气向上周期

2.1 原油油轮运费周期

- 运费市场特点：①原油运输需求趋势的转变需要时间积累，往往为运费带来中长期的上行支撑或下行压力；②船队运力变化弹性小，突发事件更易导致运力的短期紧缺而带来运费的阶段性强高。

图表：原油油轮运费指数 - BDI

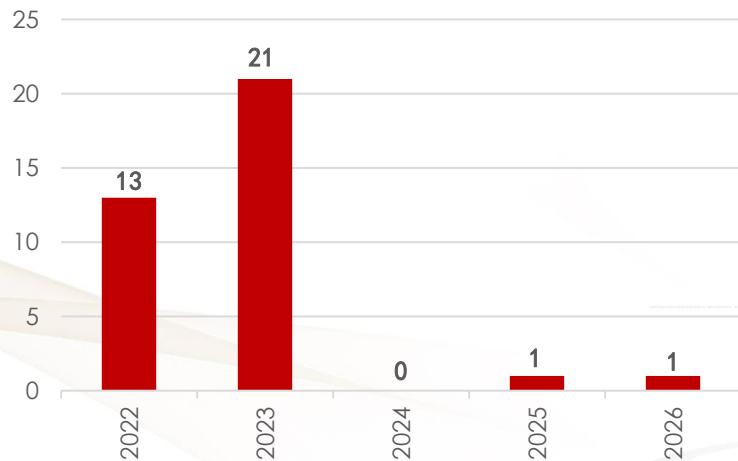


资料来源：Baltic Exchange，华西证券研究所

2.2 供给端是这一轮油轮上行周期最确定因素

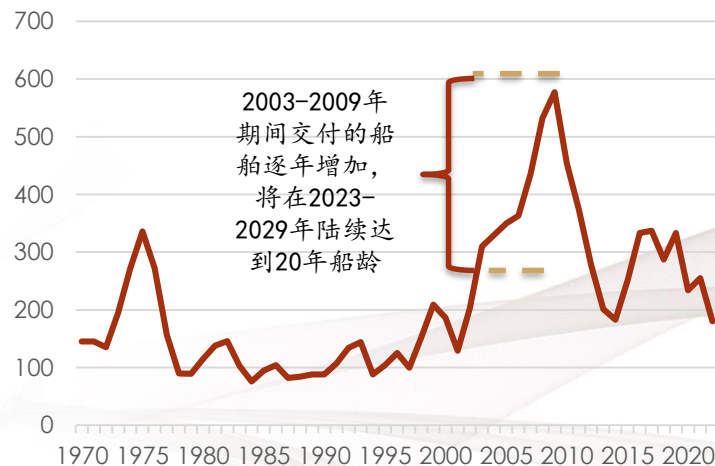
- 以未来新交付运力为例：截止10月1日，目前全球VLCC手持订单为36艘，其中13艘将在2022年4季度交付，2023年将交付约21艘；此后，2024年无VLCC交付。
- 以拆解运力为例：我们判断，未来拆解运力将受到船龄结构、伊核协议、环保新规等因素推动。

图表：VLCC油轮手持订单的未来交付计划（艘）



资料来源：Clarkson，华西证券研究所

图表：历年来油轮交付量（艘）



资料来源：Clarkson，华西证券研究所

2.2 供给端是这一轮油轮上行周期最确定因素

- 根据我们在2022年10月8日外发的《航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架》，预计2022年VLCC有效运力扩张10%、2023年增速将降至3%左右。
- 其中核心假设：①2023年船队产能利用率回到2019年水平；②2023年满足EEXI标准的船舶受到运费市场改善的鼓励继续提速0.3节，其余未能满足标准的船舶降速10%。

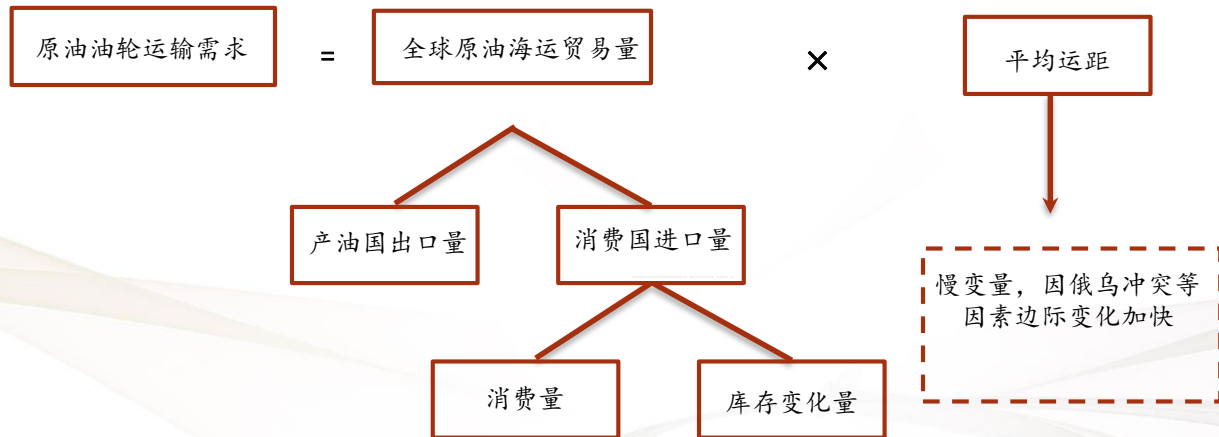
图表：2022-2023年有效运力推演

数量		上一期期末船队	新交付运力	拆解运力	产能利用率	航速变化	有效运力	%增速
2022年								
	VLCC	848	44	6	89%	-0.14	782	10%
	苏伊士	600	39	8	92%	0.03	585	8%
	阿芙拉	670	35	15	88%	0.05	608	1%
2023年								
	VLCC	887	21	8	90%	-0.06	810	3%
	苏伊士	631	9	9	93%	-0.05	587	0%
	阿芙拉	690	20	35	89%	-0.05	600	-1%

2.3 需求端有望运输量与运距共振

- **原油海运贸易量：**原油产油国和消费国的地理区域不匹配产生原油贸易。据BP数据显示，2021年全球原油贸易余额为4130万桶/天，其中约3720万桶/天为海运贸易量，占比接近90%。
- **运距：**运距的拉长可以有效提升对原油油轮的需求。在稳定的贸易格局下运距的变化是缓慢的。今年俄乌冲突爆发后，全球原油贸易格局重塑，平均运距边际变化加快。

图表：运输需求分析框架



注：2023年航速变化基于假设：满足EEXI规范的75%运力受市场改善提速0.3节，其余15%运力降速10%；2023年产能利用率假设会到2019年水平

2.3 需求端有望运输量与运距共振

- 根据我们在2022年10月8日外发的《航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架》，预计2023年原油海运贸易量增长3%，预计2023年平均运距增长3%。
- 综合而言，2022年全球原油周转量为9.7万亿吨海里，增长4%；2023年受到运距拉长的乘数效应，将突破10万亿吨海里，增长5%。

图表：全球原油海运需求变化推演

	2021	2022	%增速	2023	%增速
海运贸易量 (百万吨)	1855	1921	4%	1975	3%
海运距 (海里)	5027	5055	1%	5187	3%
周转量 (十亿吨海里)	9323	9712	4%	10246	5%

资料来源：Clarkson，华西证券研究所

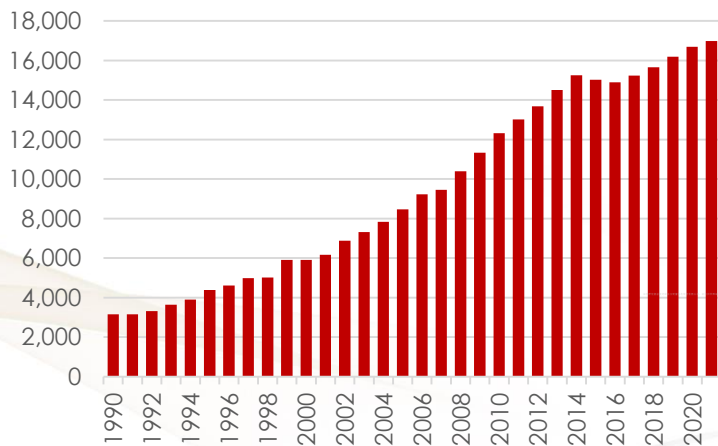


03 化工品物流：从分散走向集中

3.1 下游炼厂产能投产推动行业需求增长

- 以化学品国内沿海运输为例，中短期角度下游炼厂产能投产将推动其需求增长：①国内优质产能扩张将直接带动大宗基础化工品产量快速提升，成为化学品国内沿海运输需求新增长点。②以对二甲苯（PX）为例，2016-2021年我国产量复合增速21.9%，表观需求量增速9.8%，国产自给自足率逐步提高。

图表：中国原油炼化产能（千桶/天）



资料来源：BP，华西证券研究所

图表：2016-2021年我国对二甲苯（PX）产量及需求量（万吨）

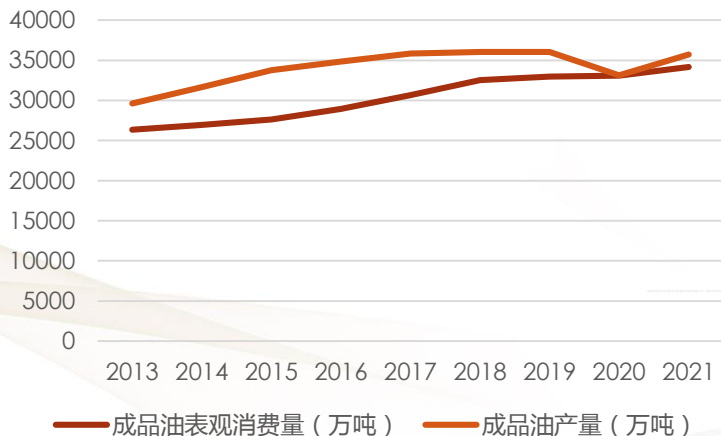


资料来源：智研咨询，华西证券研究所

3.1 下游炼厂产能投产推动行业需求增长

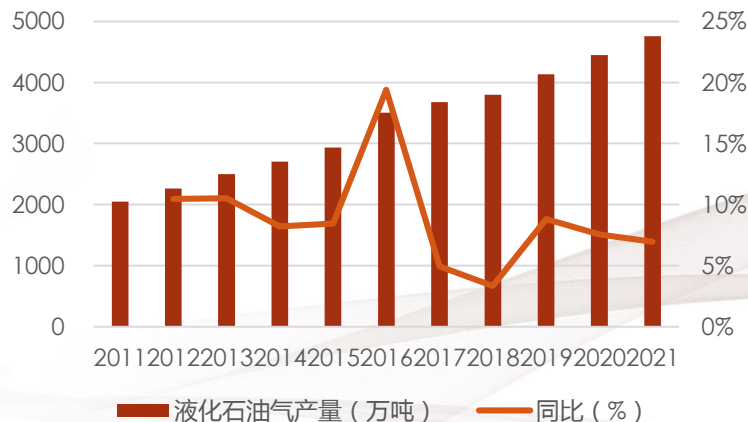
- 长期角度，下游炼厂产能投产将带来两个方向的需求增长（以液体危化品水上运输为例）：①随着国内成品油逐步供大于求（部分出口），炼厂开始“减油增化”调高化工品产量的占比。②随着国内各大宗基础化工品逐渐实现自给自足，下游大型炼化企业将有望开拓国际市场。

图表：2013-2021年成品油表观消费量与产量（万吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2011-2021年我国液化石油气产量（万吨）

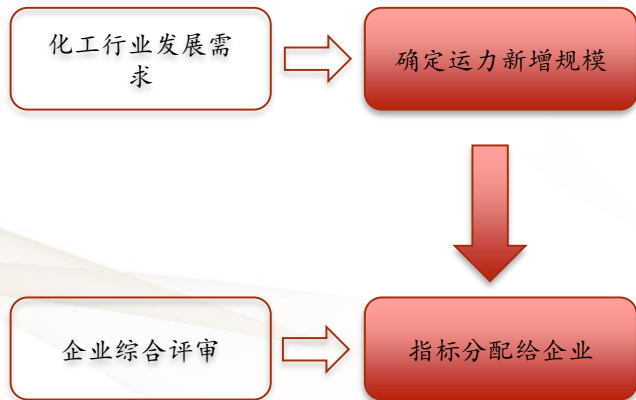


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 供给有序增长是行业高毛利率主要原因

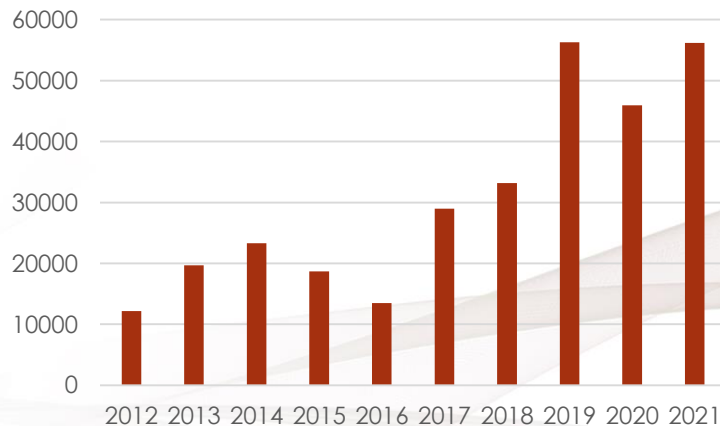
- 管理部门对供给端强监管是危化品物流共同的特点。从液体危化品水上运输的角度，管理部门的监管手段主要包括：经营资质、运力调控、船员管理、安全管理、危险品管理、环境保护等。

图表：交通运输部调控液货危险品水上运输运力的主要流程



资料来源：华西证券研究所

图表：2012年-2021年沿海散装液体化学品船舶获批运力规模（万吨）



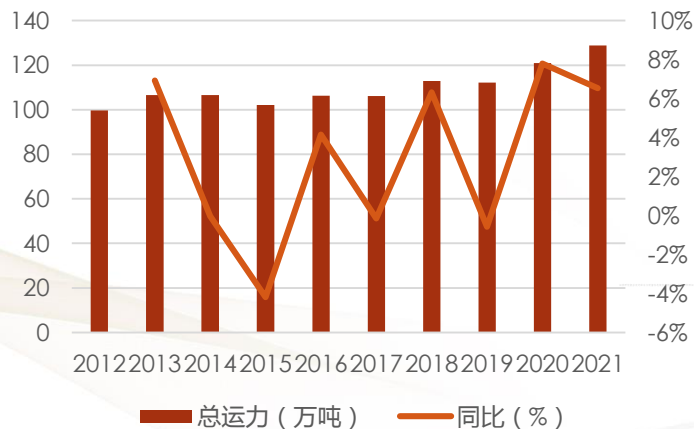
资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：2019年没有包括第二批运力评审，因为本次评审是为浙江石化特批的。

3.2 供给有序增长是行业高毛利率主要原因

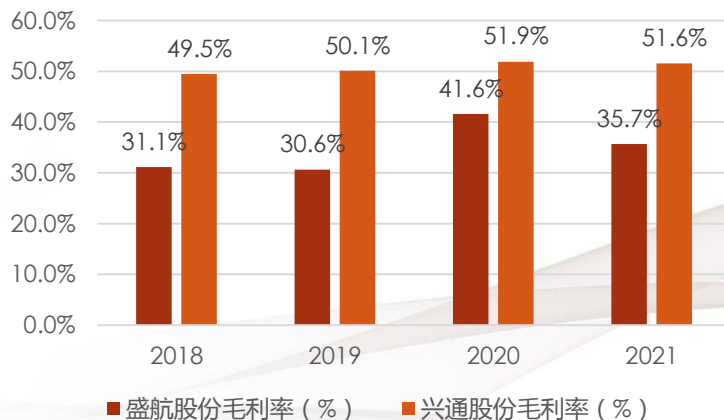
- 运力调控的直接结果是行业供给呈现有序增长的状态。以2015-2021年为例，内贸液体化学品船总运力复合增速只有3.96%。供给有序增长是行业高毛利率主要原因，比如兴通股份2018-2021年毛利率均值为50.8%，同期盛航股份的毛利率均值为34.8%。

图表：2012-2021年内贸液体化学品船总运力变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2018-2021年兴通股份、盛航股份毛利率对比 (%)

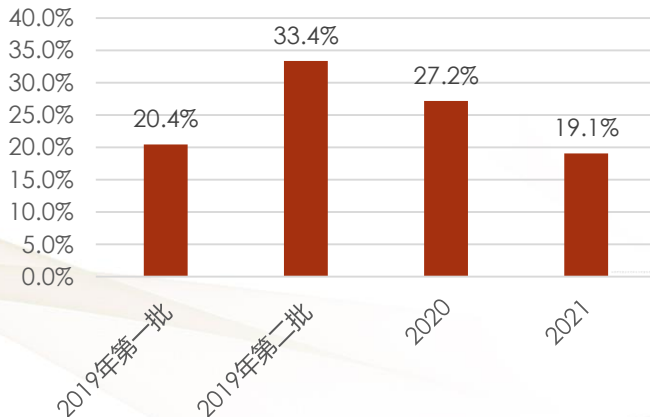


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 行业格局正在从分散走向集中

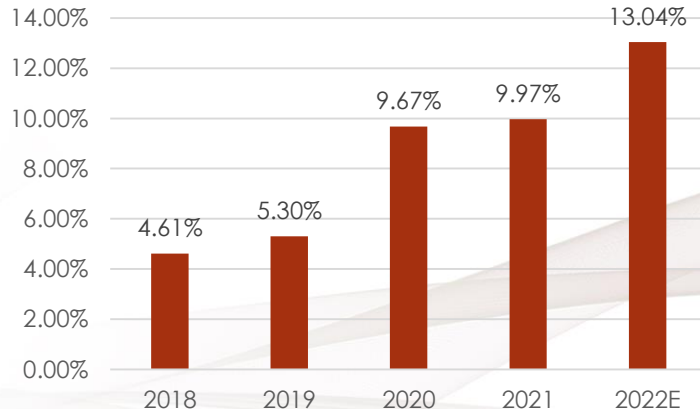
- 顺着监管政策目标，我们可以推断出一个结论：由于大公司在环保和安全治理上具有比较优势，因此更容易获得行业的有限新增产能。以兴通股份为例，2019-2021年行业新批运力27.81万吨，兴通股份获得了26.8%的运力指标，这明显高于公司总运力市占率（2021年为9.97%）。

图表：兴通股份在过去四次运力评审中的市占率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2018-2022E期末兴通股份运力市占率变化趋势（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

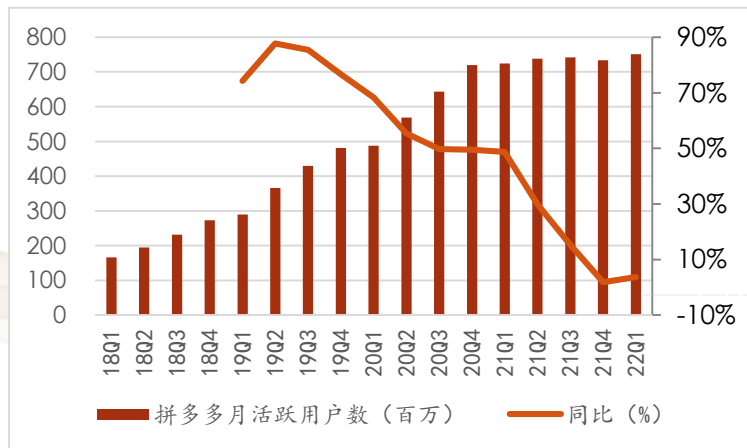


04 快递：短期受疫情和消费低迷影响

4.1 长期角度：正处在产业趋势的拐点

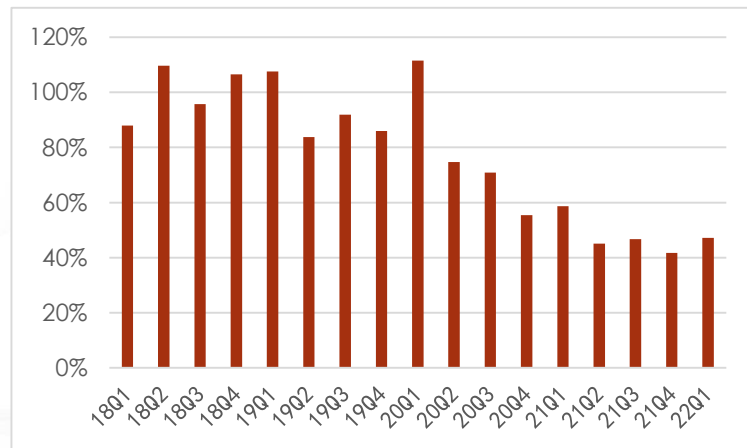
- 我们判断，电商行业变化趋势始终在深刻影响快递行业。电商上半场，GMV增长主要依赖网购用户数的增长。电商下半场，GMV增长主要依赖客单价和购物次数的增长。当前正处于电商的中场阶段：电商用户数接近顶部，GMV增长驱动因素开始切换。上半场价格（成本）致胜，下半场服务致胜。

图表：18Q1-22Q1拼多多月活跃用户数变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：18Q1-22Q1拼多多销售费用率变化趋势

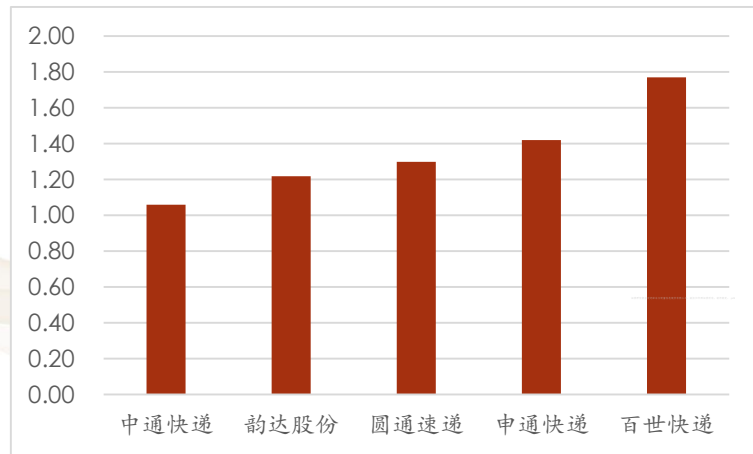


资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.1 长期角度：正处在产业趋势的拐点

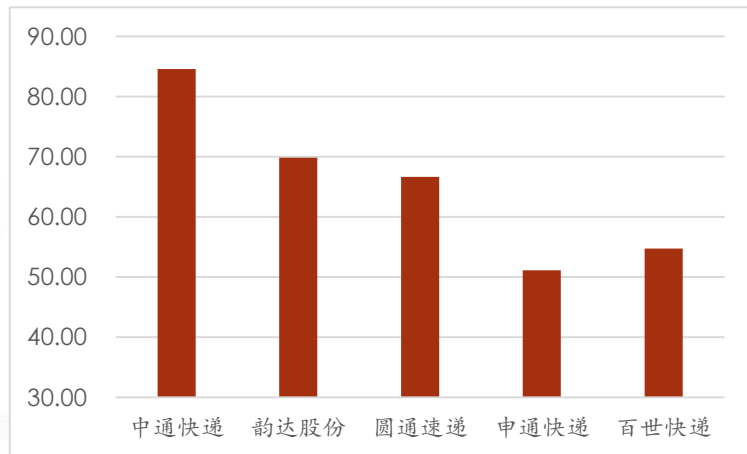
- 电商上半场的特点：粗放式发展。GMV增量主要由新用户贡献，尤其2018年拼多多崛起后，新增用户以下沉市场为主，需要更低客单价商品实现揽客。电商上半场对快递的要求，价格低是第一位。从各家公司来看，这一阶段是成本越低的公司市占率相对较高。

图表：2018年各家单票成本（元/单，不含派送成本）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2018年各家快递单量（亿单）

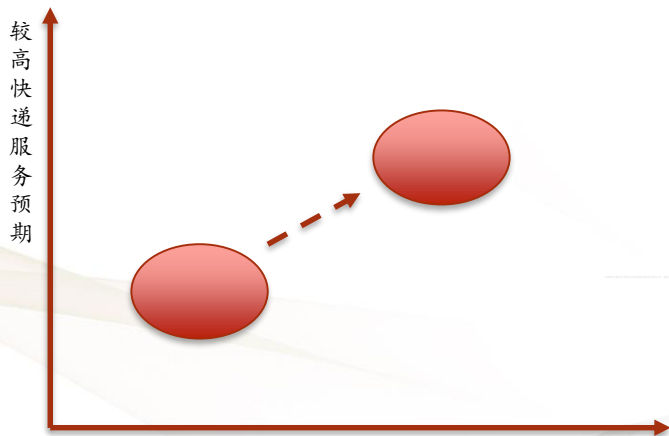


资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.1 长期角度：正处在产业趋势的拐点

- 电商下半场：网购用户数接近顶部，行业需要精细化管理，GMV需要客单价和购物次数的增长来驱动。客单价和购物次数的增长，需要更好的快递服务体验。电商发展环境变化，导致快递核心竞争要素将发生变化，这是我们未来做快递行业投资研究必须要重视的一个变化。

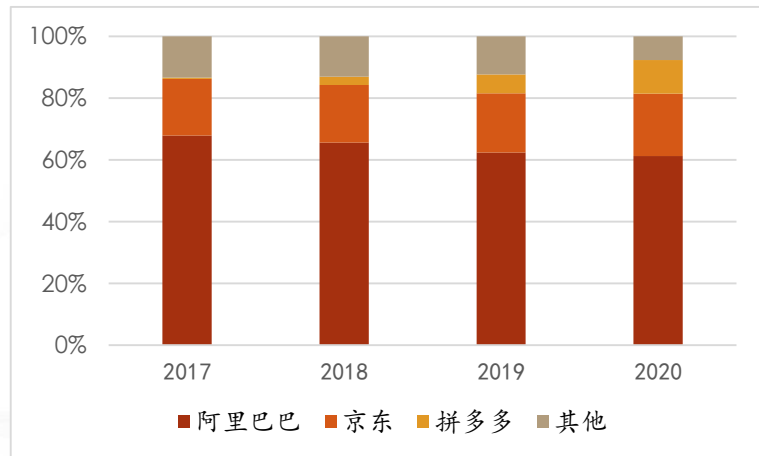
图表：单价越高的商品对快递服务的预期越高



资料来源：华西证券研究所

较高价格的商品

图表：2017-2020年各家电商平台市占率（%）

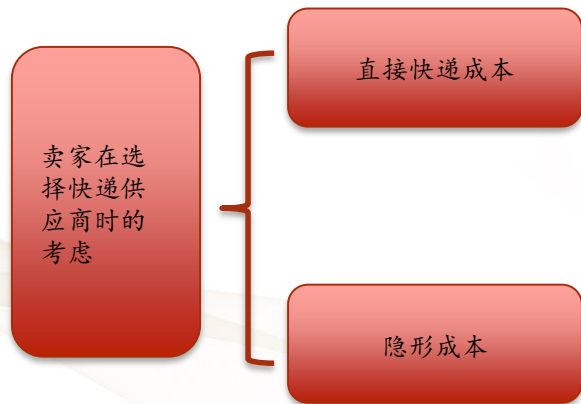


资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.1 长期角度：正处在产业趋势的拐点

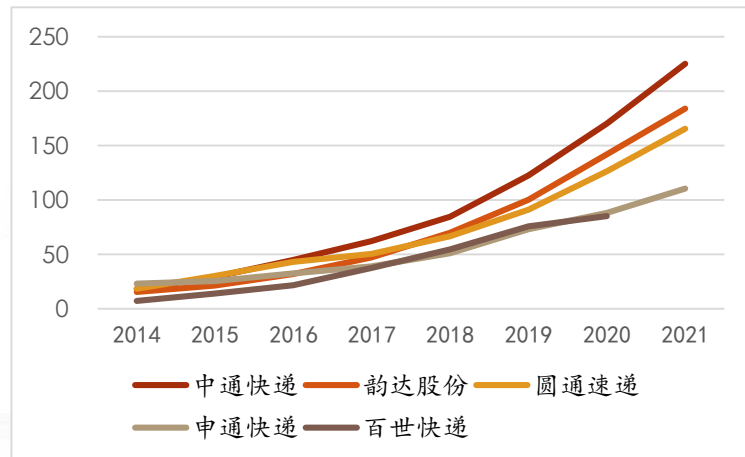
- 从电商卖家角度，选择快递供应商会考虑直接快递成本和隐形成本（因快递服务差导致的差评、退货等）。从快递公司角度，好的快递服务其实就是服务稳定性和快递时效。从通达系最底层经营逻辑，我们可以推断一个结论，快递单量规模越高的公司，它的服务稳定性和时效将好于其他同行。

图表：单价越高的商品对快递服务的预期越高



资料来源：华西证券研究所

图表：2014-2021年各家快递单量（亿单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2 短期角度：受疫情和消费低迷双重影响

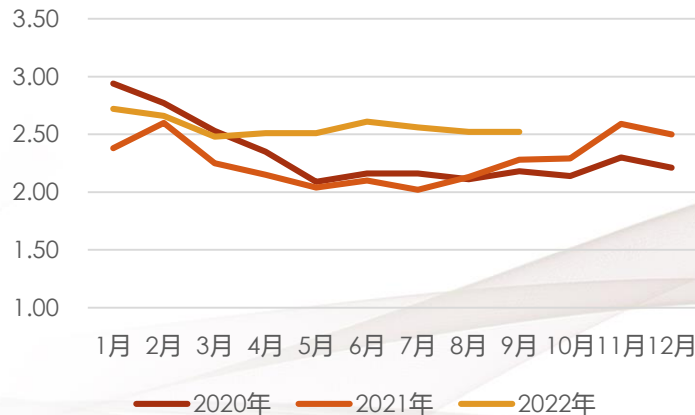
- 从居民消费情况看：以人均消费支出/人均可支配收入为例，2022H1进一步降低至63.7%。
- 以快递量增速为例，2021年全年增速为29.9%，2022年1-8月增速为4.4%（其中1-2月合计增速为19.6%）。与此同时，快递价格迎来持续修复。

图表：2021-2022年当月快递单量同比增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2021-2022年圆通速递当月快递单票收入（元/单）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

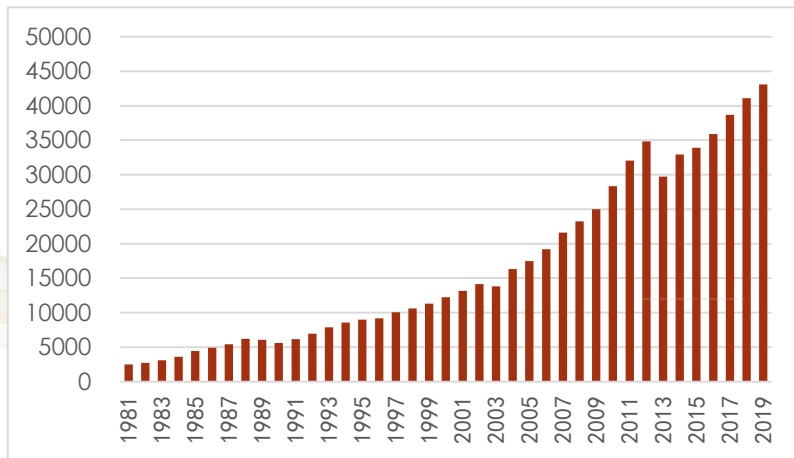


05 航空机场：等待疫情影响消退

5.1 长期角度：航空出行还在成长期的上半场

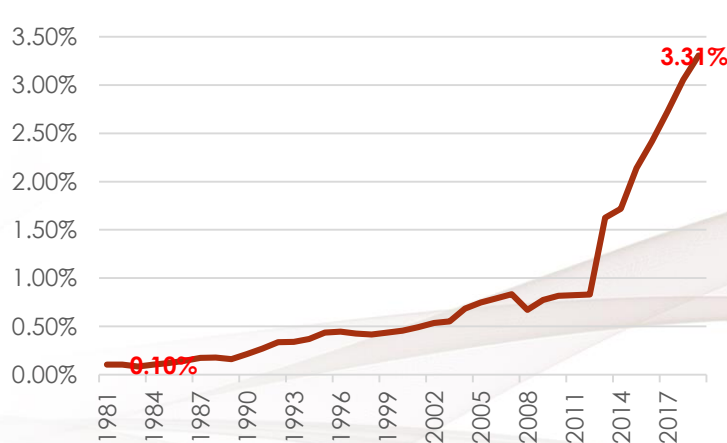
- 航空客运总需求=出行总需求*航空出行渗透率：①经济增长是出行总需求增长的底层逻辑。②航空出行是旅客出行的消费升级。任何一个出行方式的成本包括直接成本（票价）和时间成本，人均可支配收入增长直接带动旅客时间成本提升，这个是航空出行渗透率提升的最底层逻辑。

图表：1981-2019年旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：1981-2019年航空旅客占比（%）

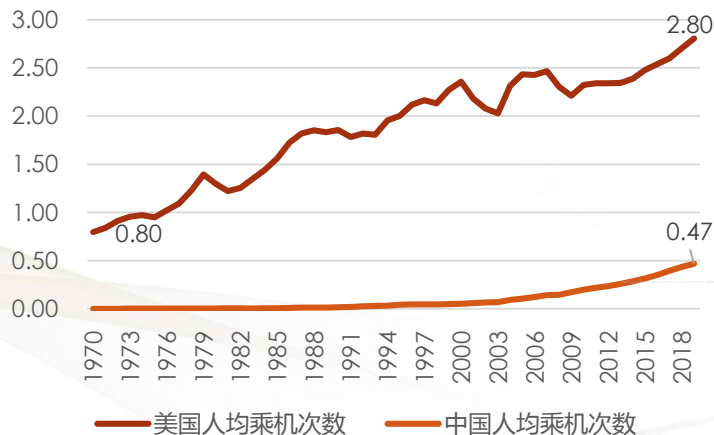


资料来源：wind，华西证券研究所

5.1 长期角度：航空出行还在成长期的上半场

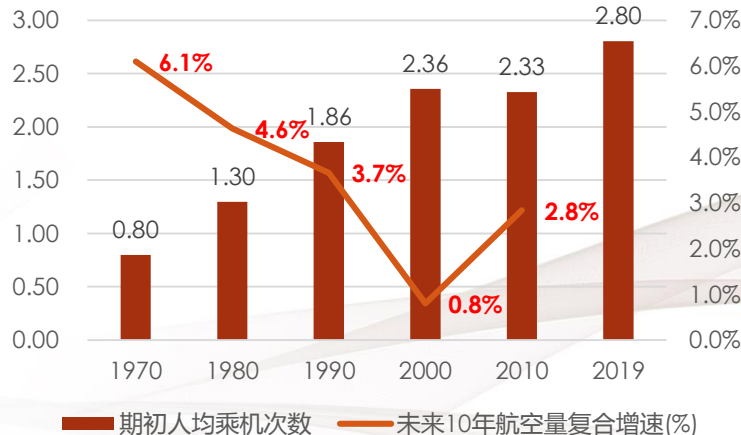
- 中美两国横向对比：以2019年为例，中国人均航空出行人次仅0.47次，而同期美国为2.80次。
- 纵向看中国：假设2027年中国人均乘机次数达到0.8次（从0.39次到0.8次，花费10年时间），则2017-2027年航空客运量复合增速为7.4%，当前中国航空出行还在成长期的上半场。

图表：1970-2019年中国美国人均乘机次数对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：过去近50年美国人均乘机次数及复合增速情况

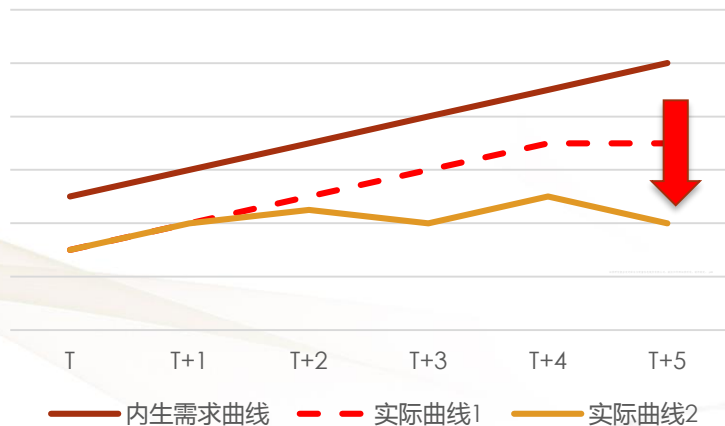


资料来源：wind，华西证券研究所

5.2 中短期：等待疫情对出行影响消退

- 疫情的变化，一方面通过防疫政策影响出行，另一方面会从心理层面影响非疫区的出行需求。疫情边际变差时，实际需求曲线低于民航客运内生的幅度会扩大；疫情边际变好时，实际需求曲线会抬升、直到与民航客运内生需求重合。

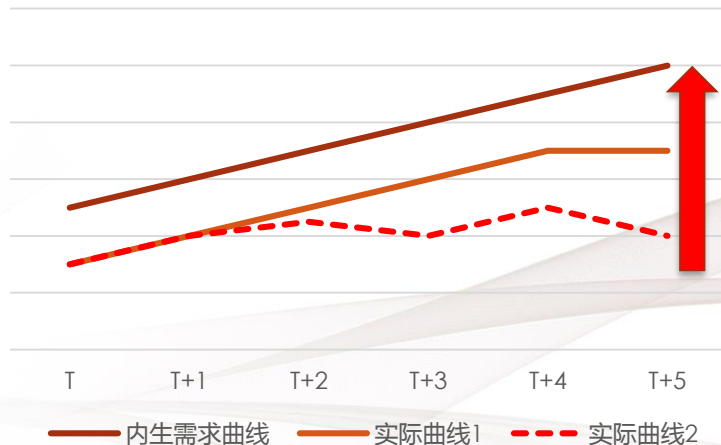
图表：疫情边际变差，实际需求曲线低于民航客运内生幅度扩大



资料来源：华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向

图表：疫情边际变好时，实际需求曲线会抬升



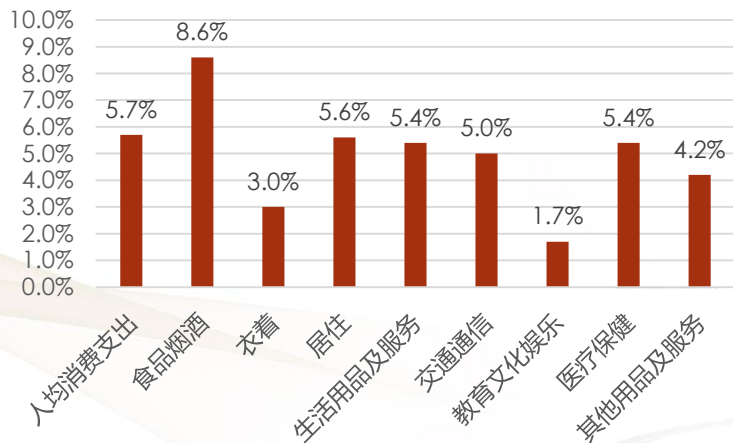
资料来源：wind，华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向

5.2 中短期：等待疫情对出行影响消退

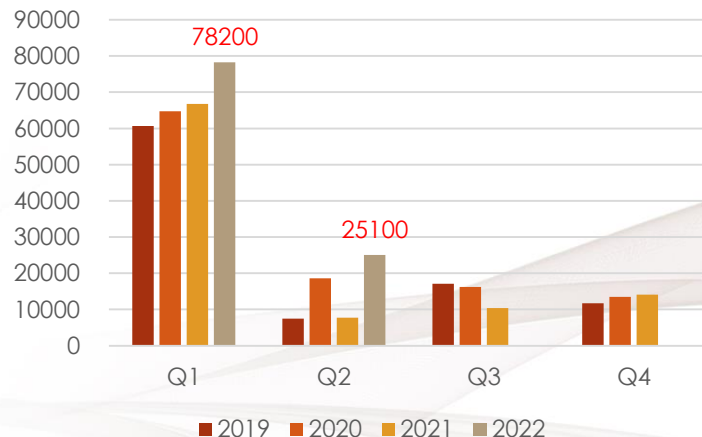
- 我们对疫情后国内线需求总量恢复速度更乐观些，逻辑主要有两个：①我们判断，未来一旦疫情好转，随着消费信心的修复，未来人均消费支出增量部分将主要集中在可选消费。②2022年前两个季度，中国居民新增人民币存款10.33万亿元。我们认为，居民新增存款部分能够起到“蓄水池”作用。

图表：2019–2021年人均消费总支出及各项支出复合增速（%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图表：2019–2022年单季度居民新增人民币存款（亿元）

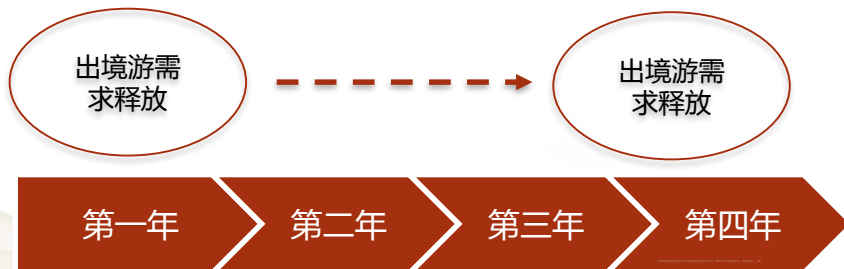


资料来源：wind，华西证券研究所

5.2 中短期：等待疫情对出行影响消退

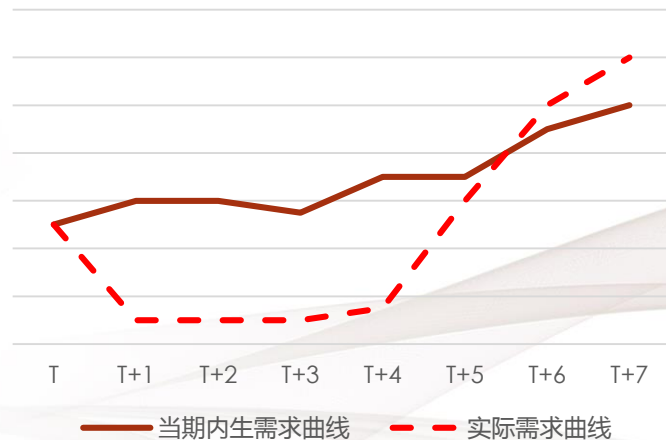
- 结合国际线放开的节奏、以及需求的特点，我们认为未来国际线需求恢复的速度大概率要超预期：对于跨境旅游，和耐用消费品更相似一些，假设家庭3-4年出国旅游一次，过去两年半不能出国的旅游需求，可以延迟至疫情后释放。

图表：出境游需求的特点



资料来源：华西证券研究所

图表：预计国际线需求恢复的节奏



资料来源：华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向



06 投资建议

6 投资建议

- **油运：**正处在景气向上周期。我们判断，供给端是这一轮油轮上行周期最确定因素，需求端有望运输量与运距共振，比如2023年受到运距拉长的乘数效应，将突破10万亿吨海里，增长5%。相关受益公司包括中远海能、招商轮船、招商南油。
- **化工品物流：**从分散走向集中。下游炼厂产能投产推动行业需求增长。供给端，政府对供给端强监管是危化品物流共同特点，供给有序增长，行业龙头呈现高毛利率的特点。对于龙头而言，享受“行业增长+市占率提升”双重红利，受益公司包括兴通股份、密尔克卫、宏川智慧、永泰运、盛航股份。
- **快递。**从长期角度，电商行业变化趋势始终在深刻影响快递行业，目前正处于产业趋势的拐点。从短期角度，短期需求端受疫情和消费低迷双重影响。
- **航空机场。**从长期角度，以2019年为例，中国人均航空出行人次仅0.47次，而同期美国为2.80次。从中短期角度，航空机场需求的恢复还需要等待疫情影响的消退。未来走出疫情影响后，我们对疫情后国内线需求总量恢复速度更乐观些；同时结合国际线放开的节奏、以及需求的特点，我们认为未来国际线需求恢复的速度大概率要超预期。



07 风险提示

7 风险提示

- **宏观经济增长大幅不及预期。**油运、化工品物流、快递和航空机场需求端的驱动因素，最底层的均是宏观经济增长预期。尽管以上各个板块短期景气度和当前宏观经济关联度有差异，但如果宏观经济增长大幅不及预期，以上板块景气度也将同步下滑。
- **安全生产风险。**对于化工品物流公司而言，所运输或储存的货物大部分为易燃、有毒或腐蚀性的化学品，若发生操作失误或设备故障，会给公司带来不利的影响。
- **疫情再次出现反复。**对于航空机场而言，如果未来疫情再次出现较为严重的反复，则可能出现预期反向波动、进而造成股价较大幅度回调。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

附录：近期华西交运团队深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等领域。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。