

周期崛起 消费修复

——2023年度交运策略报告

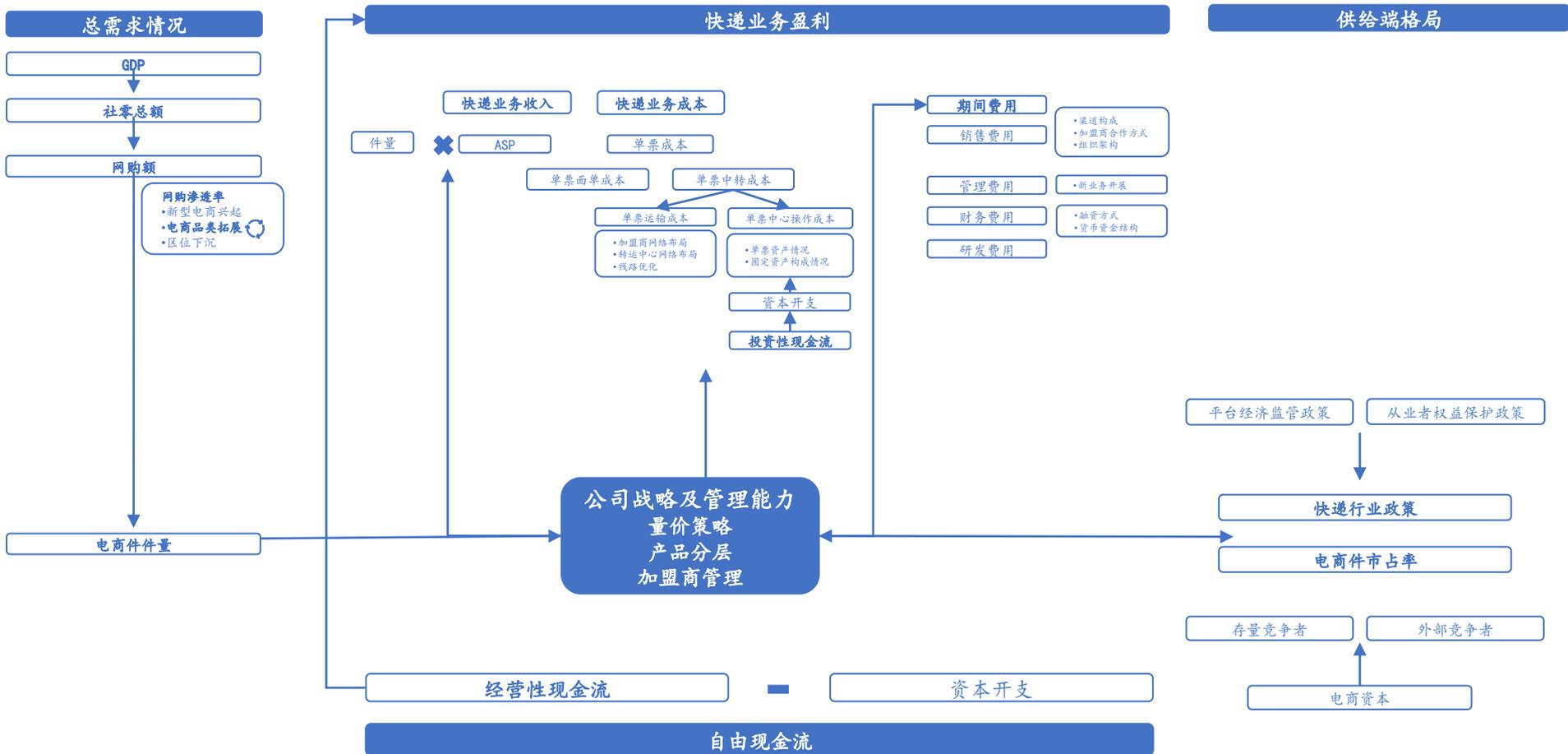
证券分析师：

陈照林 执业证书编号：S0210522050006

- **快递物流板块：快递产能投入降速明显，行业产能利用率上行。** 快递行业格局系近5年来最好、利润释放确定性最高。推荐韵达股份、圆通速递，关注顺丰控股。非快递物流方面，看好直营制快运及危化品物流产业链的高增速的优质个股，推荐密尔克卫，关注德邦股份。
- **油运板块：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存。** 建议关注招商轮船、中远海能、招商南油。
- **航空机场：航空基本面滞后于股价，2024将迎来利润高点，机场复苏晚于航空。** 建议关注春秋航空、吉祥航空、上海机场、白云机场。
- **风险提示：** 快递行业价格竞争加剧风险、经济复苏不及预期风险、环保政策实行力度不及预期风险、疫情反复出行消费需求承压风险。

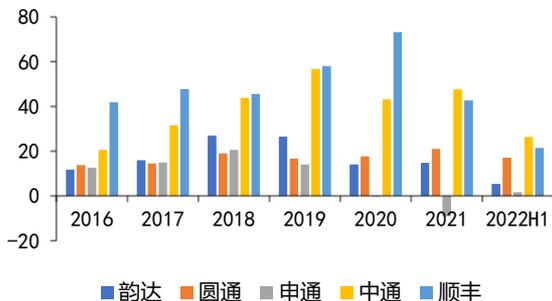
目 录

- 快递物流：格局改善延续，利润修复持续兑现
- 油运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空机场：基本面滞后于股价，2024将迎来利润高点
- 风险提示

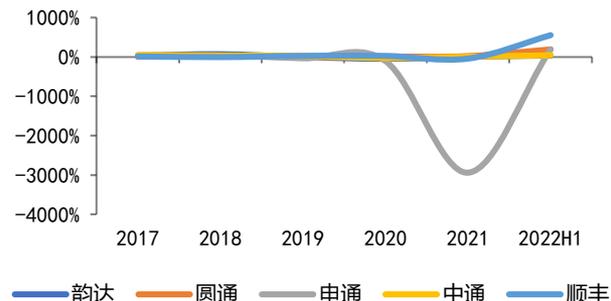


快递行业投资策略：格局改善延续，利润修复持续兑现

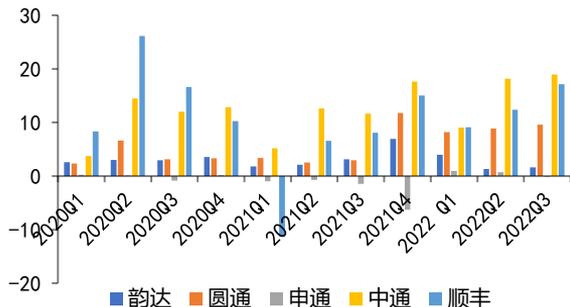
图表：16-22H1扣非归母情况（亿元）



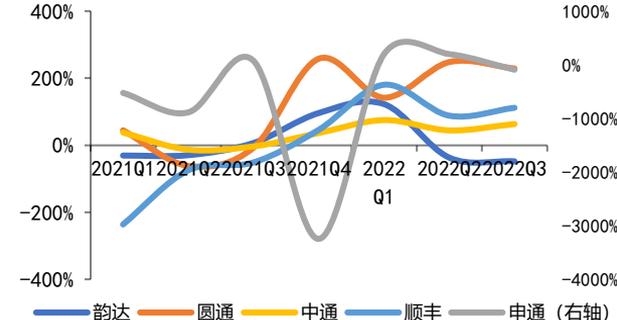
图表：16-22H1扣非归母同比增速（%）



图表：20Q1-22Q3扣非归母情况（亿元）



图表：20Q1-22Q3扣非归母同比增速（%）



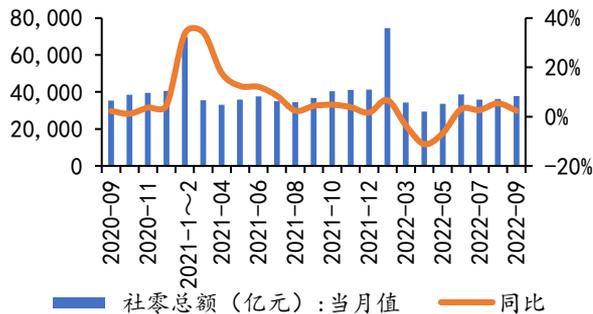
复盘2022，盈利能力修复持续体现在公司业绩上

- 1) 整体看，尽管22H1消费需求波动明显，油价传导成本承压，但上市快递企业的盈利仍呈现较强的修复趋势。
- 2) 边际看，21年下半年起各家快递公司盈利能力持续逐季修复；中通22Q1、22Q2分别实现同比64.1%、38.2%的增长，韵达22Q1同比增长122.4%，圆通翻倍增长，申通实现扭亏。直营制顺丰在健康经营的策略下，盈利能力逐步向好。

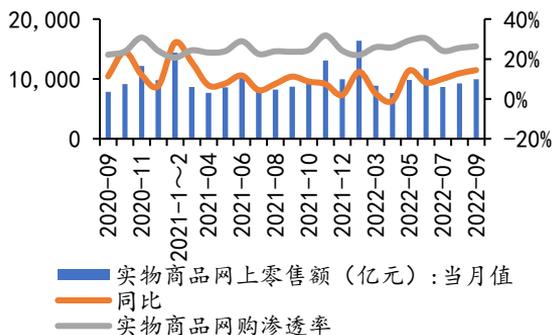
需求承压，期待修复

- 1) 整体看，上游消费承压，网购表现较优。2022年1-9月社零总额32.0万亿元（同比+0.7%），实物商品网上零售额8.2万亿元（同比+25.7%），实物商品网购渗透率25.6%，较上期提升2.0pp，22年宏观经济承压，消费需求持续波动，受疫情影响，线上消费表现较优。
- 2) 边际看，网购需求较稳定。2022年9月国内社零总额3.8万亿元，同比增长2.5%，增速环比2022年8月下降（-2.9pp）。实物商品网上零售额为10.0万亿元，较2021年同期增长14.5%。实物商品网购渗透率当月值为26.4%，网购渗透率较2021年9月上升2.8pp。
- 3) 受上游需求影响快递业务量增速放缓：整体看，2022年1-9月实现快递件量800.1亿件，同比增长4.2%；边际看，2022年9月，实现快递件量97.1亿件，同比增长2.8%。

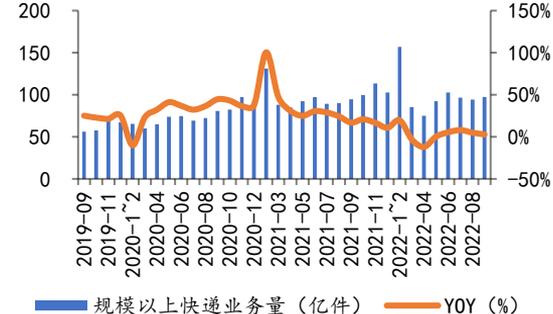
图表：社零增速同比下降



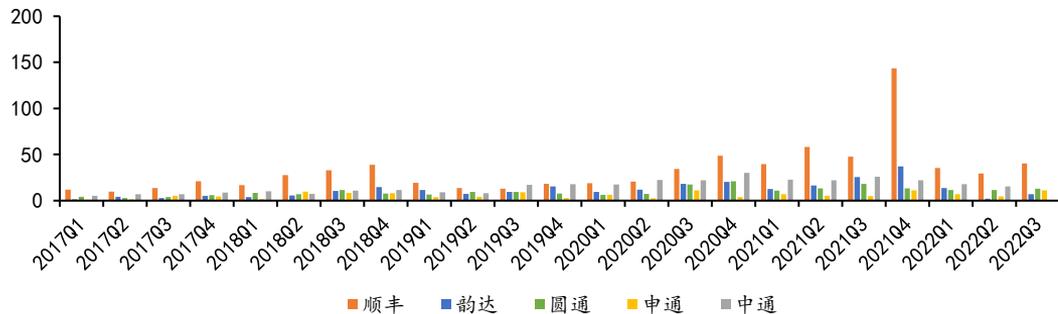
图表：实物商品网上零售额增速稳定



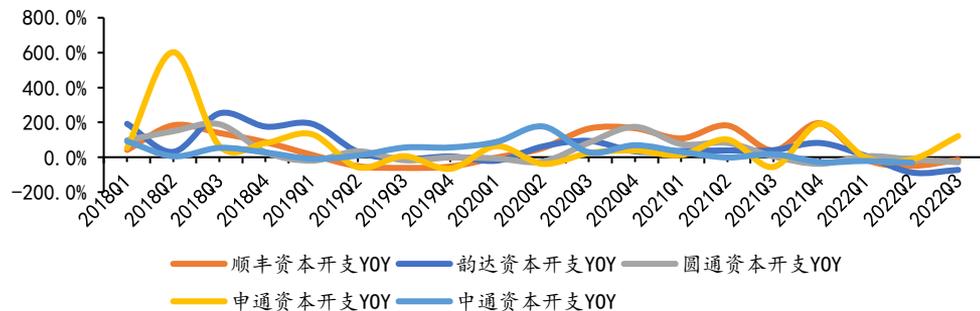
图表：全国快递业务量增速放缓



图表：上市快递公司资本开支情况（亿元）



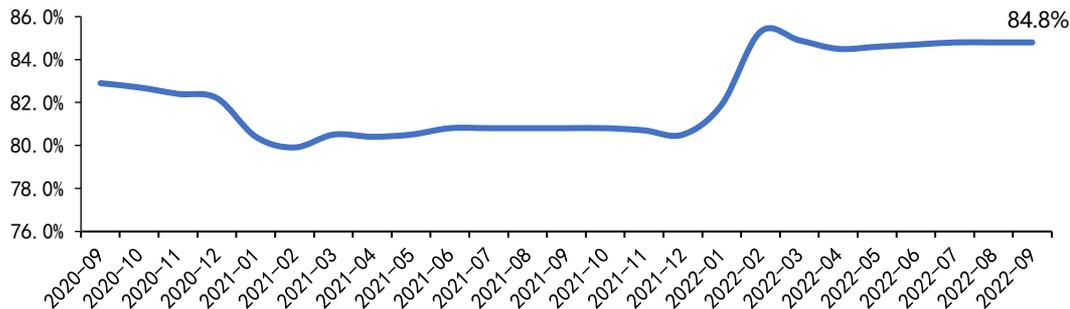
图表：上市快递公司资本开支降速明显



供给端拐点已至，资本开支明显降速

- 1) 上市快递公司资本开支在21Q4达到高峰，2022年起均大幅降速；
- 2) 2022年，顺丰连续三个季度资本开支同比下降，22Q1-Q3增速分别为：-11.1%、-49.0%、-14.8%；
- 3) 韵达、圆通资本开支自22Q2开始持续下降，中通从22Q1起保持下降趋势。

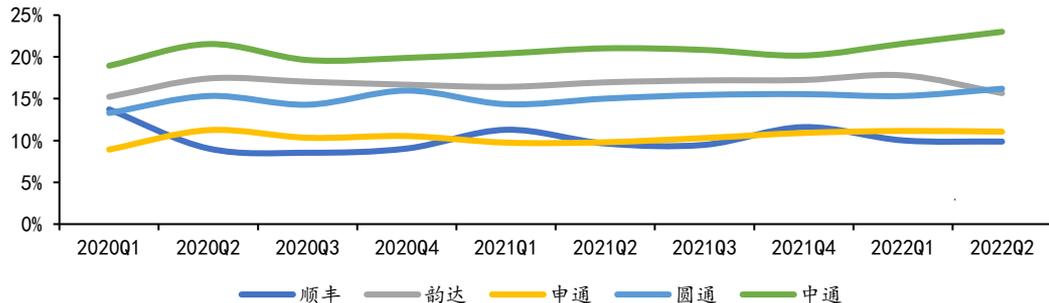
图表：快递行业CR8集中度



➤ 头部集中度先提升后稳定，中通市占率提升

- 1) CR8先提升后稳定：年初受极兔百世合并影响，CR8于2月大幅提升至85.3%，7月起，CR8维持在84.8%。
- 2) 中通市占率稳步提升，韵达圆通互相追赶。22Q2中通、韵达、圆通市占率分别为23%、15.7%、16.2%；申通及顺丰则保持稳定，市占率分别为11.0%、9.9%。

图表：上市快递公司季度市占率变化



资料来源：邮政局，华福证券研究所

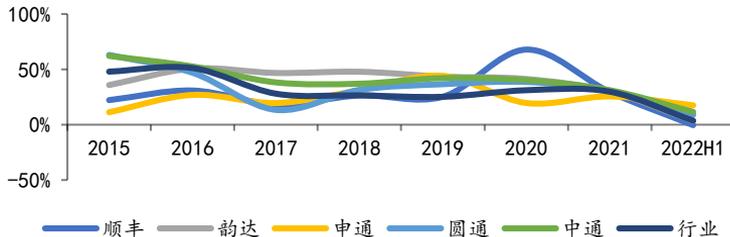
快递需求增速明显放缓，龙头公司月度增速分化

- 2022H1行业实现快递件量512.2亿件，同比+3.7%。中通、圆通、申通22H1的增速均超过行业，分别为：11.5%、9.1%、17.6%；受疫情影响，韵达、顺丰增速低于行业增速，22H1韵达同比增长3.4%、顺丰同比下降0.4%。

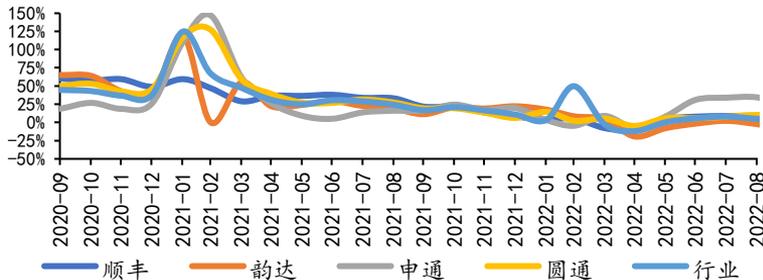
图表：快递量同比增速及市占率变化

快递公司	快递量增速YOY(%)		市占率绝对值及同比变化		
	2021H1	2022H1	2021H1	2022H1	同比变化
中通	47.04%	11.54%	20.75%	22.31%	1.57%
韵达	46.76%	3.39%	16.72%	16.68%	-0.05%
圆通	50.14%	9.09%	15.00%	15.78%	0.78%
申通	37.35%	17.57%	9.78%	11.09%	1.31%
顺丰	40.04%	-0.41%	10.37%	9.96%	-0.41%
全行业	45.79%	3.70%	-	-	-

图表：全国快递业务量同比增速



图表：快递公司月度快递量增速

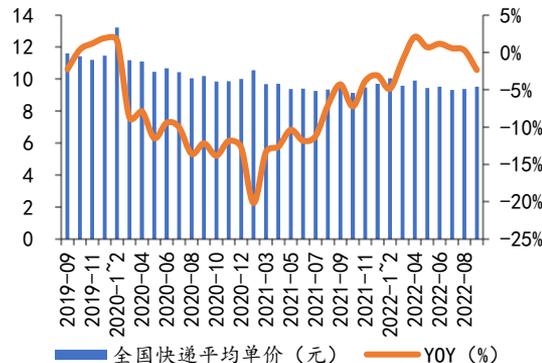


资料来源：邮政局, WIND, 华福证券研究所

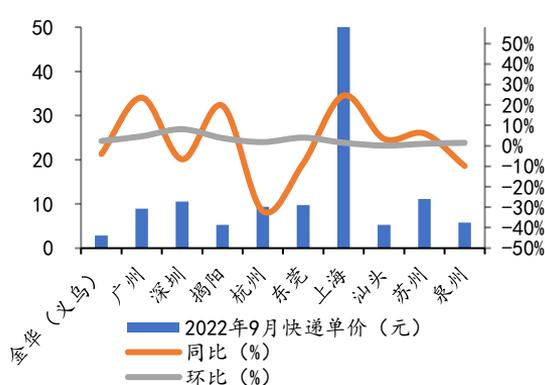
行业价格战缓和趋势延续，单月主要产粮区快递单价环比均为正

- 1) 全国快递单价同比增速波动，整体趋势显示快递价格战缓和持续。
- 2) 受局部疫情影响，主要产粮区快递单价同比增速波动，环比均为正。
- 3) 异地快递单价同比增速持续提升

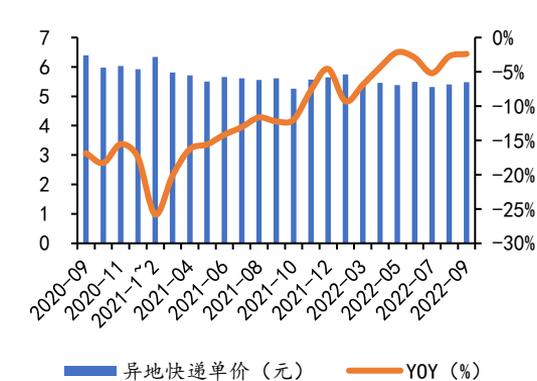
图表：行业价格战缓和



图表：主要产粮区快递单价环比转正

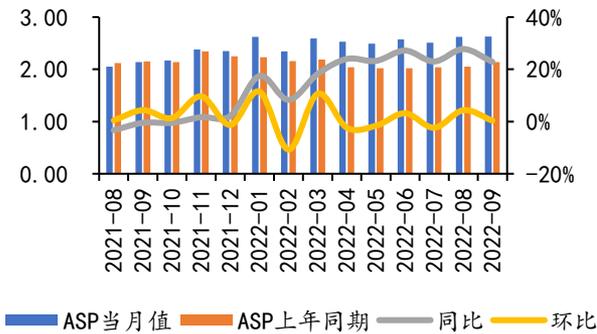


图表：行业异地单价稳步提升

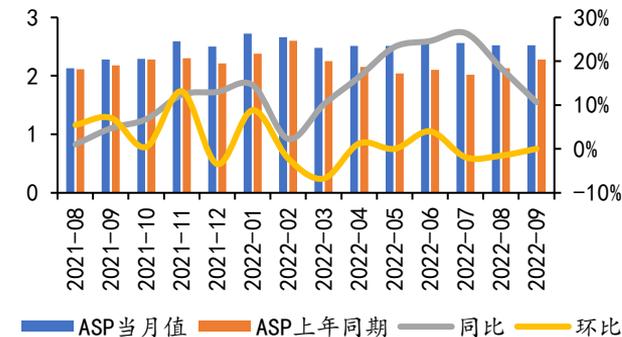


快递行业投资策略：格局改善延续，利润修复持续兑现

图表：韵达ASP（元/票）



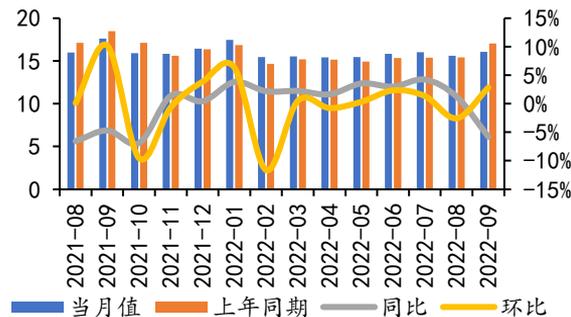
图表：圆通ASP（元/票）



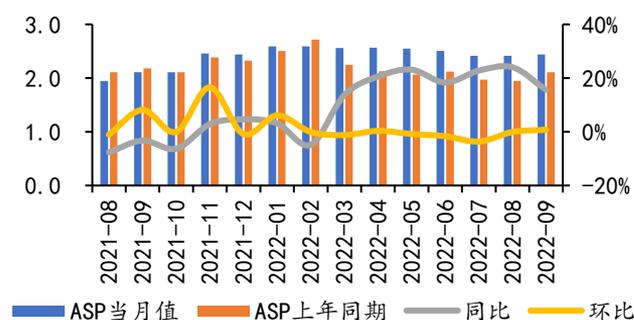
行业价格稳步上升

- 1) 2022年至今，加盟制快递公司月度ASP同比均实现正增长；
- 2) 受局部疫情影响，环比增速存在波动；
- 3) 整体看，价格维持稳步上升趋势。

图表：顺丰ASP（元/票）



图表：申通ASP（元/票）

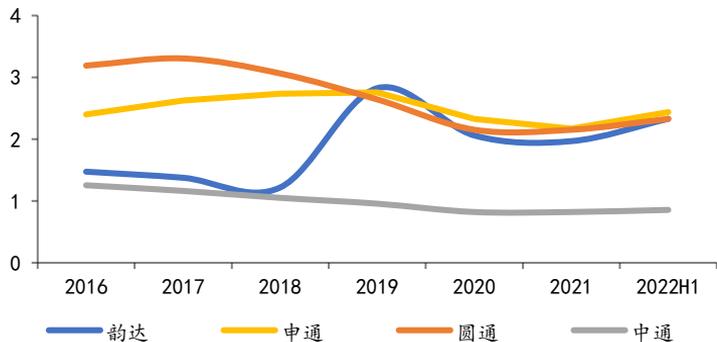


资料来源：上市公司公告，华福证券研究所

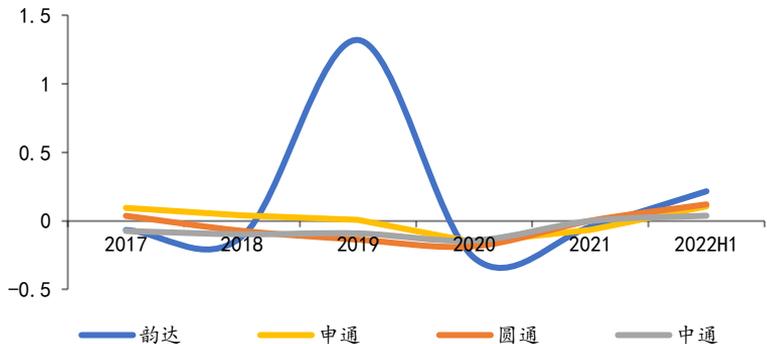
➤ 2022上半年，受油价上升影响明显，各快递公司单票成本均有所上升；我们认为未来在油价回落企稳后，快递企业凭借规模效应仍能实现可观的成本下降空间

- 成本端，2022H1中通快递单票成本0.85元，同比上升0.03元（同比+3.9%）。
- 韵达2022H1快递单票成本为2.33元，同比上升0.41元（+21.6%）。
- 圆通2022H1单票快递成本为2.33元，同比上升0.25元（+12.0%）。
- 申通2022H1单票快递成本为2.21元，同比上升0.23元（+10.6%）

图表：快递公司单票成本变化（元）



图表：快递公司单票成本同比增速变化



图表：通达系单票收入成本拆分（半年度、全口径；单位：元/件）

	韵达			圆通			申通		
	2020H1	2021H1	YOY	2020H1	2021H1	YOY	2020H1	2021H1	YOY
快递量 (亿件)	56.29	82.60	46.74%	49.4	74.1	50.14%	35.17	48.32	37.39%
市占率	16.6%	16.7%		14.6%	15.0%		10.4%	9.8%	
单票营业收入	2.54	2.20	-13.33%	2.95	2.63	-10.95%	2.63	2.28	-13.38%
单票快递收入	2.36	2.10	-10.85%	2.36	2.23	-5.57%	2.58	2.25	-12.84%
单票其他收入	0.19	0.10	-44.51%	0.59	0.40	-32.32%	0.06	0.03	-38.27%
单票营业成本	2.28	2.00	-12.61%	2.61	2.45	-6.32%	2.52	2.23	-11.49%
单票快递成本	2.18	1.92	-12.15%	2.19	2.10	-4.07%	2.47	2.21	-10.74%
面单成本				0.02	0.02	-12.74%	0.02	0.02	-20.45%
中转成本				0.93	0.93	0.93%	0.10	0.11	9.49%
其中：运输				0.51	0.51	1.10%	0.43	0.36	-16.42%
中心操作				0.33	0.31	-5.50%	0.55	0.52	-4.97%
补贴				0.09	0.11	23.77%			
派送成本				1.21	1.12	-7.44%	1.47	1.31	-11.08%
单票其他成本	0.10	0.08	-22.32%	0.42	0.35	-18.05%	0.05	0.02	-49.95%
单票毛利	0.26	0.21	-19.67%	0.34	0.19	-46.09%	0.11	0.05	-55.56%
单票快递毛利	0.18	0.18	5.41%	0.24	0.13	-47.28%	0.11	0.04	-62.09%
单票其他毛利	0.09	0.02	-71.17%	0.17	0.06	-67.26%	0.01	0.01	41.30%
单票三费	0.10	0.16	53.21%	0.11	0.08	-31.54%	0.08	0.09	8.79%
销售费用	0.02	0.02	30.95%	0.01	0.01	-30.31%	0.02	0.02	-8.69%
管理费用	0.08	0.12	46.63%	0.10	0.07	-33.20%	0.07	0.05	-18.34%
财务费用	0.00	0.02	278.59%	0.00	0.00	23.77%	-0.01	0.02	-386.35%
单票归母净利润	0.12	0.08	-34.45%	0.20	0.09	-55.71%	0.02	-0.03	-250.66%
单票扣非归母净利润				0.18	0.08	-55.87%	0.01	-0.03	-485.96%
单票经营性净现金流				0.25	0.12	-53.57%			
综合毛利率	10.2%	9.5%	-0.7%	11.6%	7.0%	-4.6%	4%	2%	-2.1%
快递业务毛利率	7.4%	8.8%	1.4%	10.0%	5.8%	-4.3%	4.1%	1.8%	-2.3%
归母净利润率	4.8%	2.5%	-2.3%	6.7%	3.3%	-3.3%	0.8%	-1.3%	-2.1%

资料来源：公司公告，华福证券研究所

- **快递：电商快递行业格局系近5年来最好、利润释放确定性最高。**
 - 顺丰控股：降本增效下业绩修复显著，叠加经济复苏期权，业绩高弹性。
 - 韵达股份：在疫情改善、油价回落背景下，经营修复带来估值修复将更加明显。
 - 圆通速递：稳健经营市占率提升，年轻化专业化的高管班子助力精细化管理。

- **非快递物流：看好直营制快运及危化品物流产业链的重资产、高增速的优质个股。**
 - 德邦股份：直营快运行业竞争格局改善，行业将进入利润修复景气周期。
 - 密尔克卫：以高毛利的仓储业务为壁垒、通过分销业务实现核心能力的流量变现。

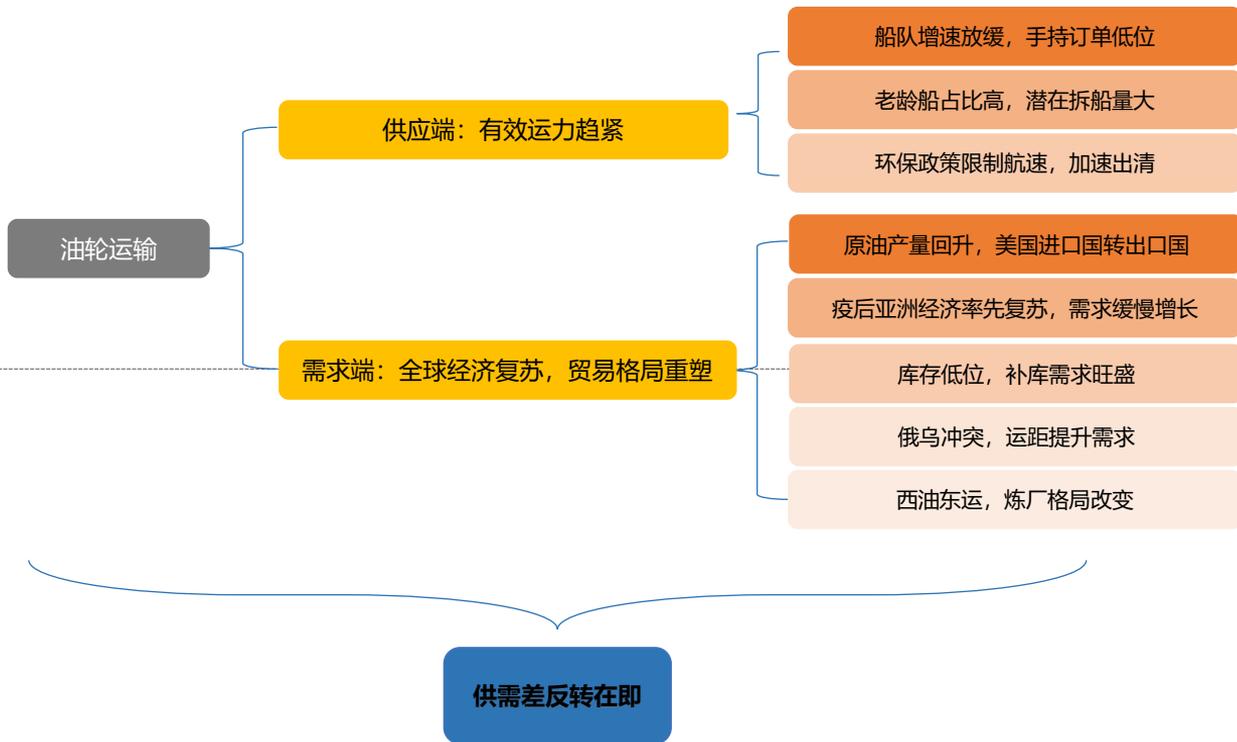
图表：快递物流重点公司估值表

股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)			归母净利润(亿元)				PE				
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
50.95	002352.SZ	顺丰控股	2494.11	2,071.87	2,754.02	3,218.87	3,773.38	42.69	66.23	91.42	118.17	46	38	27	21
11.77	002120.SZ	韵达股份	341.60	417.29	488.74	569.02	630.40	14.77	13.90	27.83	36.83	42	25	12	9
19.30	600233.SH	圆通速递	664.05	451.55	524.56	596.74	674.62	21.03	36.33	43.93	50.48	32	18	15	13
18.88	603056.SH	德邦股份	193.89	313.59	329.32	364.63	402.99	1.43	6.34	10.07	12.69	19	31	19	15
177.50	2057.HK	中通快递-SW	1467.82	304.06	377.90	452.38	510.51	47.55	60.66	78.69	91.76	34	24	19	16
111.60	603713.SH	密尔克卫	183.54	86.45	136.45	188.85	258.05	4.32	6.96	9.11	11.53	77	26	20	16
32.36	603209.SH	兴通股份	64.72	5.67	7.57	11.04	14.38	1.99	2.35	3.41	4.47	0	1,061	731	558
25.91	001205.SZ	盛航股份	44.32	6.13	8.44	11.36	14.08	1.30	1.88	2.60	3.40	26	1,329	958	734
19.84	002930.SZ	宏川智慧	89.57	10.88	13.05	16.53	19.57	2.72	2.93	4.16	5.31	51	852	600	470
11.20	600057.SH	厦门象屿	252.46	4,625.16	5,259.67	6,033.51	6,847.03	21.60	26.89	32.23	38.20	14	93	77	65

资料来源：Wind，华福证券研究所（截止2022/11/27）；除：韵达股份、圆通速递、中通快递、密尔克卫以外均使用wind一致预期

目 录

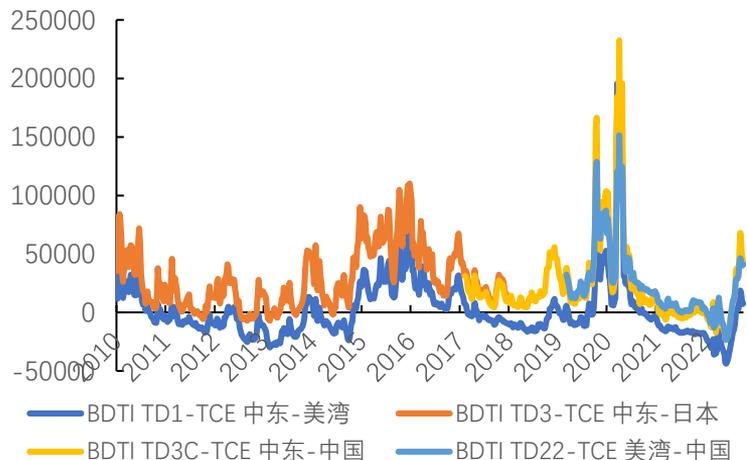
- 快递物流：格局改善延续，利润修复持续兑现
- 油运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空机场：基本面滞后于股价，2024将迎来利润高点
- 风险提示



油运：油轮运价复盘

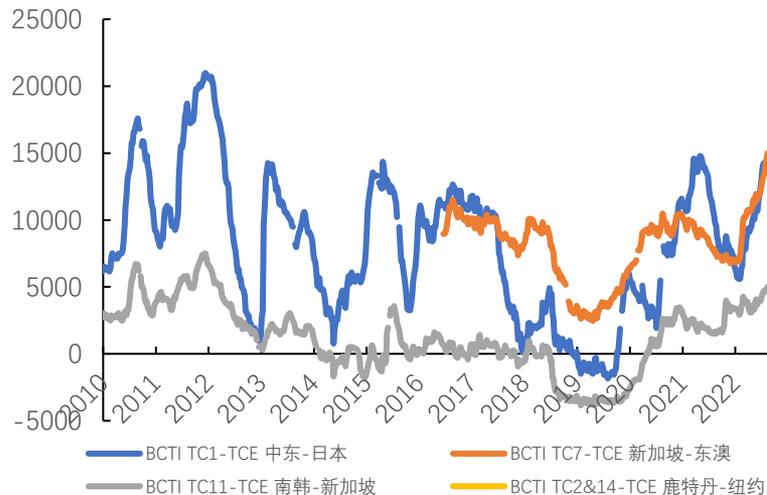
俄乌冲突发生以来，原油和成品油运价波动加剧，从节奏上来讲，成品油运输航线的最先受到冲击，带动中小成品油运价的持续上涨；而原油运输航线在冲突早期，首先对欧洲区域的苏伊士和阿芙拉船型形成直接的短期冲击，但由于当时中国的需求疲弱，长途航线VLCC市场运价仍处于低位，导致了大小船盈利倒挂的现象，但是中小船型的经济效益也限制了其运价的高度。随着中国疫情逐步得到控制、进口量增加，VLCC运价逐步反弹，同时叠加美国大量释放战略储备和出口原油，拉动了VLCC装货量的集中释出。其中美湾出口到远东的部分，运距远耗时长，市场整体闲置运力减少，逆转了货主和船东的相对议价能力。

图表：主要原油运输航线运价(美元/天)



资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

图表：主要成品油运输航线运价(美元/天)

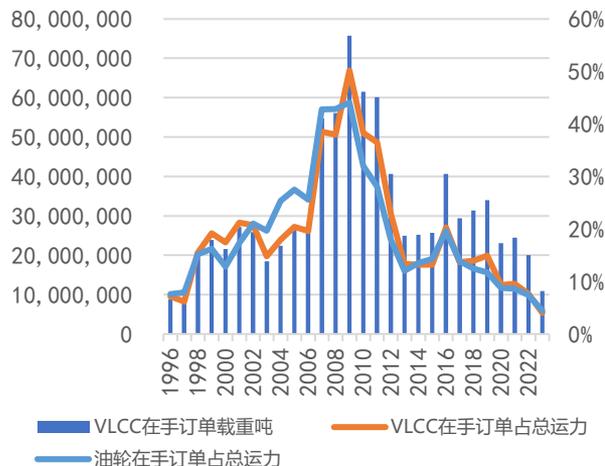


油运：供给端压力缓解，在手订单历史低位

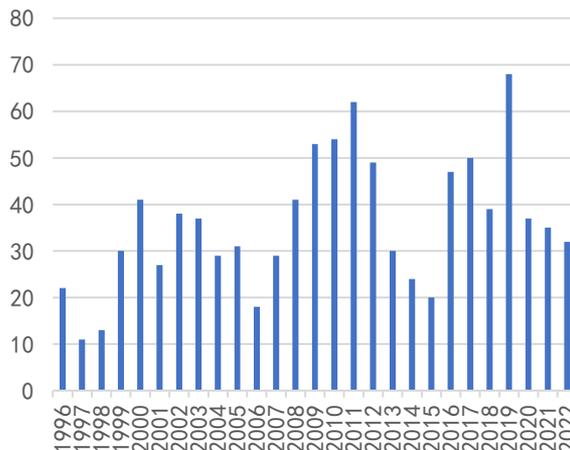
油轮市场在手订单占比下滑至历史低位，新船交付高峰结束，新签订单数骤降

- 全球油轮市场在手订单占比下滑至4.5%，其中VLCC船型占比跌至4%，均为历史新低。
- 新船交付高峰已过，2022年1-9月交付32艘新船，全年预计交付45艘，较2019年交付高峰减少23艘，新补充1367万载重吨的运力。
- 新船订单大幅下滑，2022年1-9月仅2艘VLCC新船订单，根据目前在手VLCC订单统计，2023/2025/2026年将分别交付21/1/1艘VLCC船。

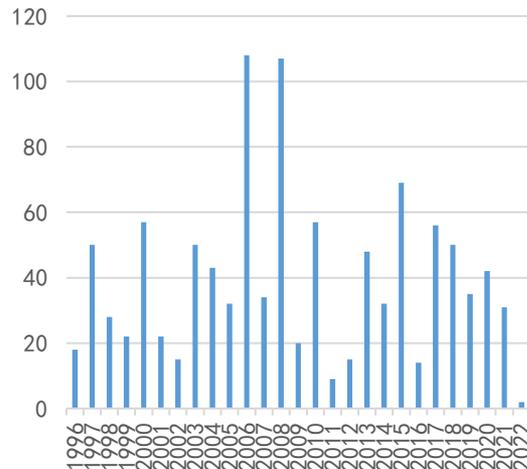
图表：VLCC在手订单量(载重吨，%)



图表：VLCC交付船数 (艘)



图表：VLCC新签订单数 (艘)



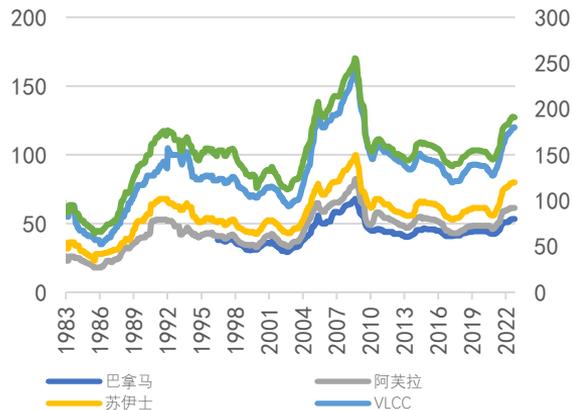
资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

油运：新船供给紧张，补充运力不足

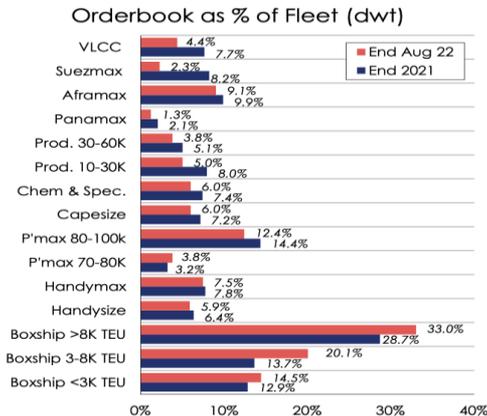
造船产能紧张，新船成本攀升，船东造船意愿低迷，新增运力有限

- 造船产能紧张，新造油轮价格三季度以来整体上涨。**一方面，尽管钢板价格已从高峰水平回调，但船厂方面受到持续的通胀压力，目前克拉克森新油轮价格指数为190.99点，同比上涨4.2%；VLCC最新造价为1.2亿美元/艘，同比上涨11.1%，处于2009年以来的高位水平；另一方面，船台紧张，中国造船产能监测指数维持高位，2022年上半年受国内疫情反复影响有所下滑，但始终高于700点荣枯线；近3年内船厂方面可用船位供应不足，根据克拉克森统计，当前全球船厂手持订单覆盖率达3.5年，以高附加值的LNG、集装箱船订单为主，油轮供应的缓慢增长可能至少持续至2025年。
- 燃料技术的不确定性以及全球加息导致的融资成本上升等因素，导致油轮船东造新船的意愿较低。**目前大多数油轮订单仍然是由燃油和其他化石燃料驱动的船舶，而油轮行业运输安全性要求高，监管尤其严格，环保政策频出，许多船东更愿意延长老船的使用寿命而非投资新船，以降低成本和风险。美联储于3月起实施加息政策，以抑制通货膨胀，目前美国基准利率已由年初的0.08%提升至3.83%，船舶融资成本的显著上涨导致船东造船意愿进一步下滑。

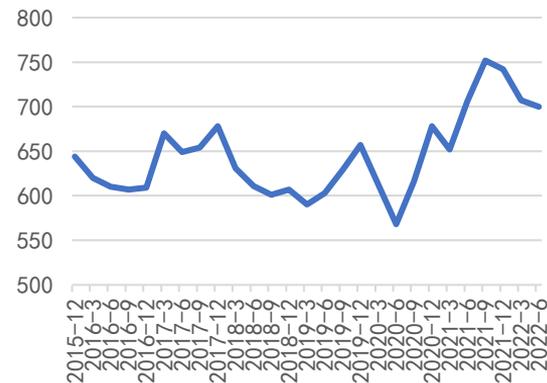
图表：新油轮订单造价（百万美元）



图表：各船型在手订单占比



图表：中国造船产能监测指数(CCI)



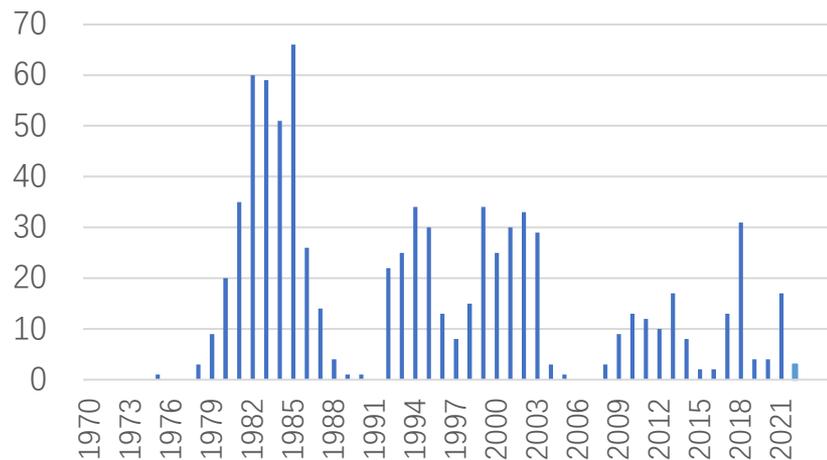
资料来源：Clarksons, 华福证券研究所

油运：老龄船运力占比高位，供给加速出清

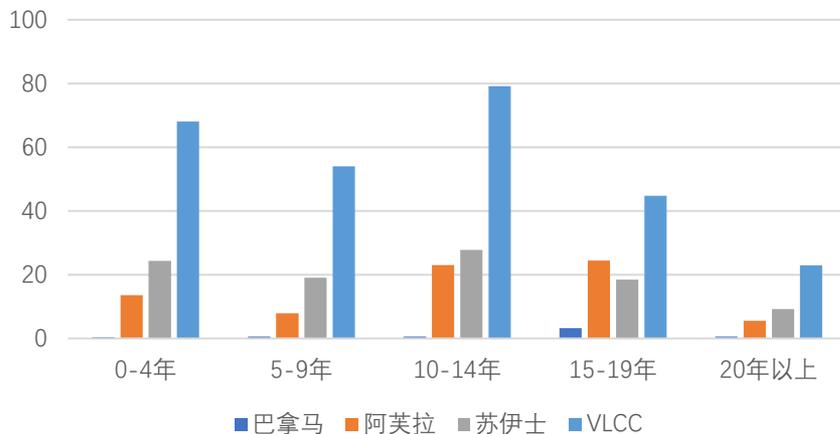
拆船量略低于预期，老旧船加速供给出清

- 拆船情况略低于预期，2022年Q3油轮运价超预期，减弱船东拆船意愿，前三季度仅3艘VLCC船拆解，显著低于去年同期17艘的水平。
- 老龄船占比高，潜在拆解空间大。从现有油轮船队结构上看，老龄船占比大，15年以上船龄的油轮占比29.9%，20年以上占比9.2%；从VLCC船龄结构上看，15年以上船龄占比25.1%，20年以上占比8.5%。油轮即将迎来老船替代高峰，叠加2023年环保条例的施行，或将推动低效能老龄船的改造或报废，加速行业供给出清。

图表：VLCC拆船情况(艘)



图表：各类型原油轮船龄结构(百万载重吨)

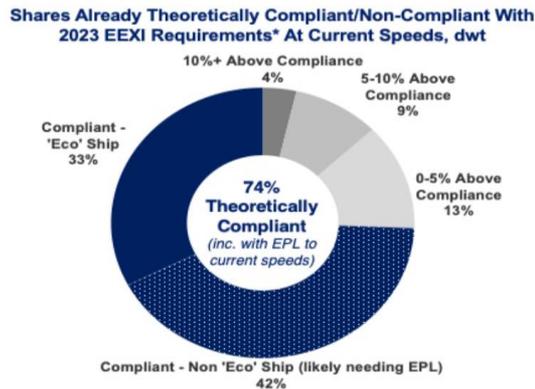


油运：环保政策约束，有效运力趋紧

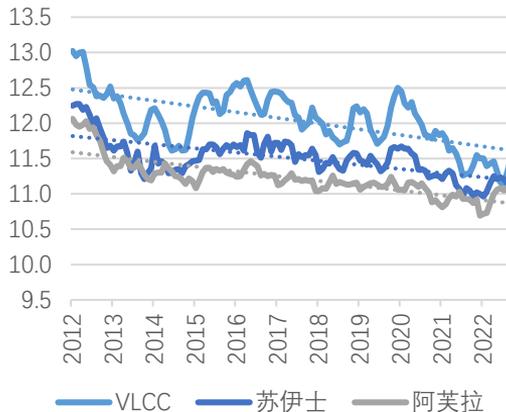
➤ 航速持续下降，有效运力趋紧，供给曲线陡峭

- **外部监督趋严，环保法规推动油轮降速行使。** EXII与CII法案将于2023年先后实施，据克拉克森计算，目前全球油轮中无需额外降速的前提下，仅74%的船队满足EEXI规定的排放标准，不满足要求的船队则需要通过加装主机功率限制器(限制航速)、安装节能装置或者改装使用可替代燃料才可达到要求，将大大减少行业的有效运力，同时装载效率低、耗油量大的老旧船舶，将被加速挤出市场。
- **油轮航速逐年下降。** 2022年1-9月油轮的平均航速为11.2节，其中VLCC为11.4节，而近5年原油油轮最高航速为11.8节左右、VLCC最高为12.5节。VLCC油轮中安装脱硫塔和节能型船舶的航速略高，分别为11.6节和11.5节。
- **有效运力受限，运价弹性增强。** 2020年3月油价暴跌导致储油浮仓需求暴增，大量原油轮退出有效运力，行业产能利用率显著下滑。目前随着去库存阶段接近尾声，油轮市场产能利用率已接近正常水平，可继续释放的运力有限。运力趋紧的情况下，有利于油轮运价弹性的提升。

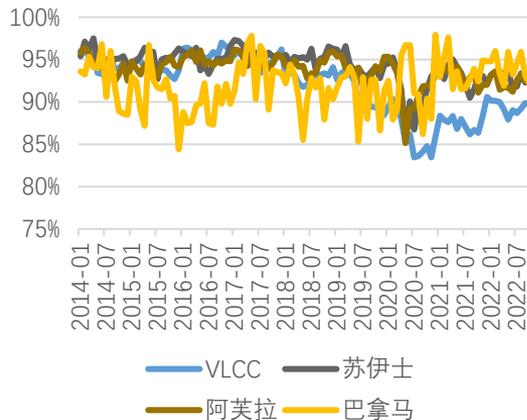
图表：油轮满足EEXI的情况



图表：油轮平均航速(节)



图表：油轮产能利用率



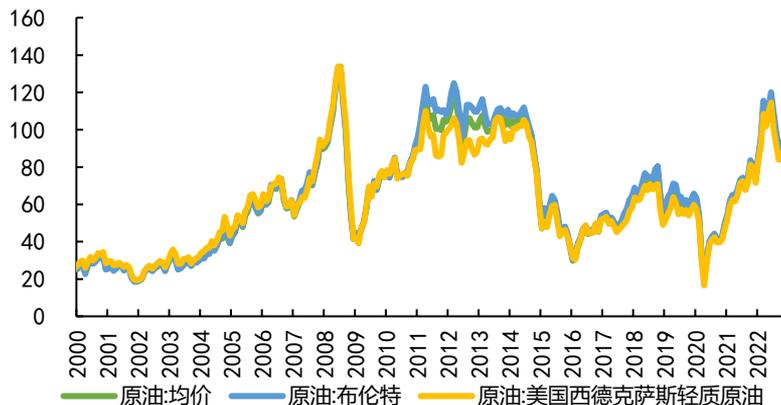
注：产能利用率 = (总运力 - 储油运力 - 闲置运力) / 总运力

油运：高油价维持下，原油产量处于回升通道

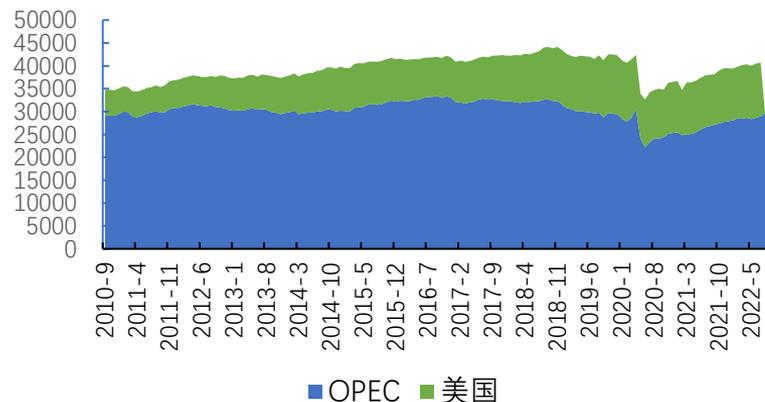
中东美国正常复产，尚未恢复至疫情前水平

- **美国原油产量、出口量不断增长。**美国、OPEC原油产量呈不断增长之势，截至2022年7月，日均原油产量分别为1180、2896万桶，同比增长4%、8.9%，主要系受高油价刺激持续增产影响；但较疫情前2019年同期分别下滑-0.8%、-2.2%，OPEC 产量恢复速度始终低于计划目标，仍未恢复至疫情前生产水平。
- **地缘政治扰动，油价高位震荡。**受俄乌冲突影响，欧洲被迫摆脱对俄罗斯能源的依赖，石油价格保持在历史高位。2022年1-10月，WTI原油均价97.2美元/桶，较2021年同期上涨30.7美元/桶；布伦特国际原油均价102.6美元/桶，较2021年同期上涨33.6美元/桶。WTI与布伦特价差保持震荡趋势，由于在此期间国际原油价格整体大幅上涨，且波动幅度较大，这使得两油价差波动明显，很大程度上刺激了跨市场的原油套利活动。

图表：原油价格(美元/桶)



图表：原油日均生产量(千桶)

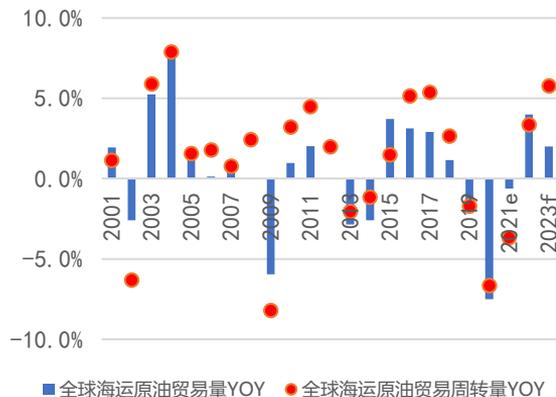


油运：全球经济缓慢复苏，库存持续低位

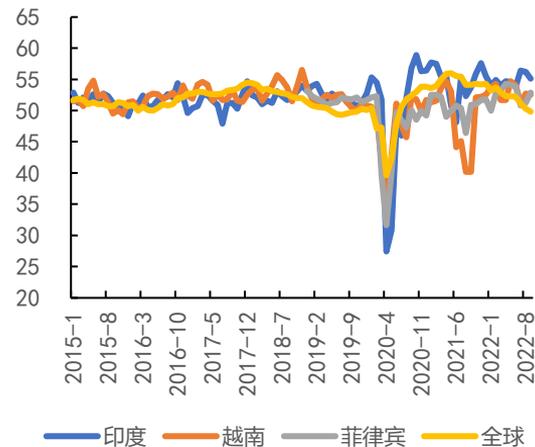
疫后经济持续复苏，补库周期有望开启

- **全球经济持续复苏，增速有所放缓。** 尽管面临全球经济衰退预期，中印和东南亚地区经济维持较快增长；同时欧洲能源危机下，天然气价格高企，欧洲气转油需求或将增加。根据克拉克森，2022、2023年在非OECD的亚洲国家主导下，全球海运原油贸易量预计增长4%、2%；而以吨海里为单位的贸易周转量将受益于运距的拉长，预计分别增长3.3%、5.8%。
- **全球原油库存维持低位，补库需求一触即发。** 年初以来国际原油价格处于历史相对高位，石油库存处于历史低位；年初以来美国政府为抑制国内通胀，持续追加战略库存原油的投放，以到达将原油价格控制在67-72美元/桶以下的水平，补库存周期有望开启。虽无法判断具体的补库时点，但库存消耗的持续性会随着库存水平的下降越来越弱，库存消耗的越多，将来补库存时积累的需求将会越强。

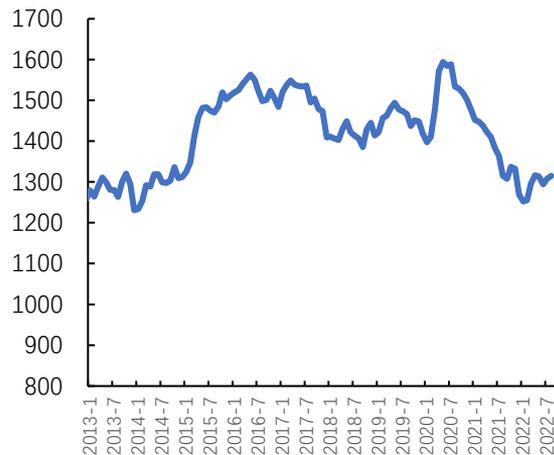
图表：全球海运原油贸易量及周转量同比



图表：全球及亚洲国家PMI指数



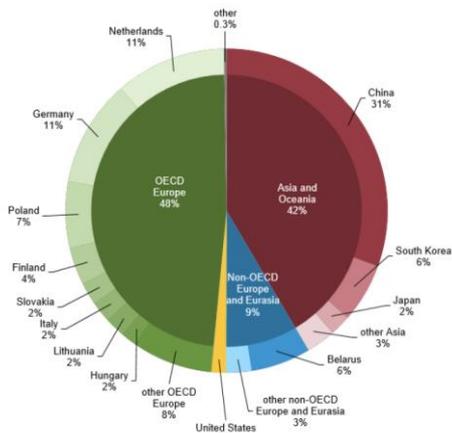
图表：OECD商业原油库存(百万桶)



俄乌冲突长期化，贸易格局重塑

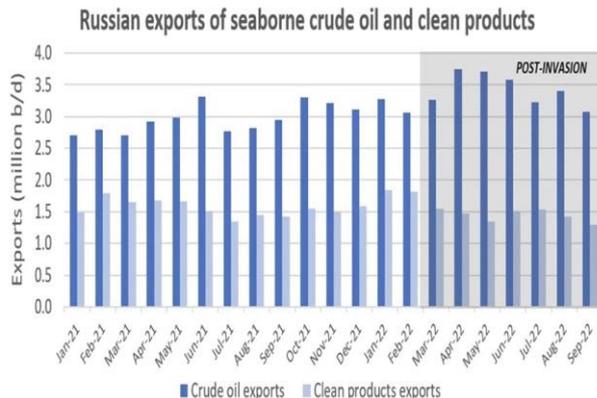
- 俄罗斯是全球能源供应的重要来源，也是世界第三大原油出口国，2020年俄罗斯每天出口近500万桶原油，大部分出口到欧洲国家（48%），特别是荷兰、德国和波兰；亚洲和大洋洲占俄罗斯原油出口总量的42%，中国则是俄罗斯原油的最大进口国，占比为31%。
- 制裁即将生效，运距拉长确定性提升。**俄乌冲突下多国对俄采取制裁措施，欧盟对俄油的大部分禁令将于今年12月生效，从12月5日起，禁运将适用于进口自俄罗斯的海运原油和大多数管道原油，欧盟还将于明年2月5日禁止俄罗斯成品油进口。
- 俄罗斯石油供应转向东亚、中东等地区，支撑中小型船舶运距拉升及运费上行。**欧盟对俄罗斯的原油进口禁令生效后，俄罗斯原油出口预计会进一步下滑，同时被迫继续向中国、印度等地转移以降低制裁影响，截止2022年6月，俄罗斯已经成了印度第二大原油供应国，印度和中国现在占俄罗斯海运原油出口总量的一半以上。由于短期内管道及陆上运输能力无法快速调整，且俄罗斯受到港口基础设施能力限制，仍需苏伊士型、阿芙拉型等中小型油轮进行较长航线运输。

图表：2020年俄罗斯原油出口结构

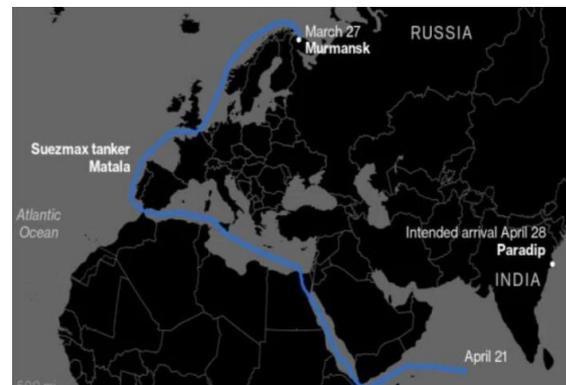


Source: Graph by the U.S. Energy Information Administration, based on Russian export statistics and partner country import statistics from Global Trade Tracker

图表：2021-2022年俄罗斯石油出口量



图表：俄油出口亚洲主要航线

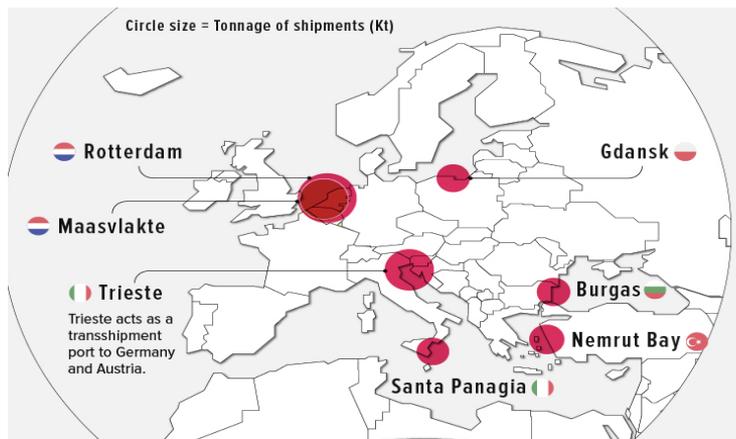


资料来源：EIA, Kpler, Bloomberg, 华福证券研究所

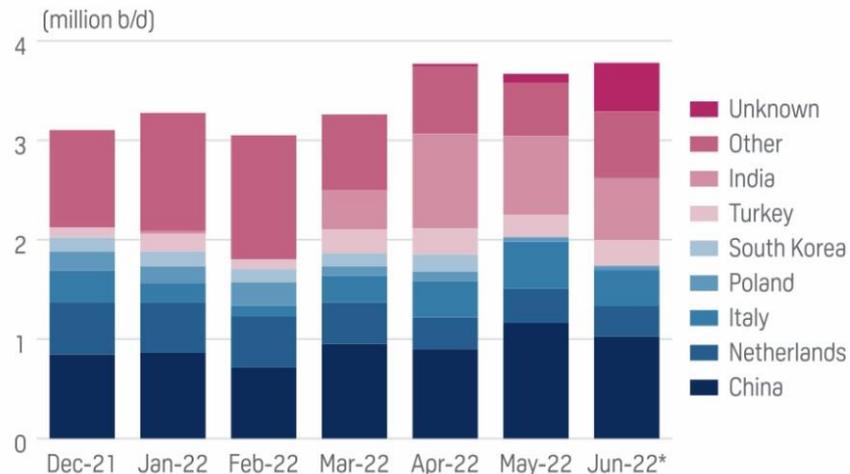
油运：俄乌冲突下，贸易格局重塑

- 北美及中东部分贸易从东亚转向欧洲，对VLCC运费形成支撑。对俄制裁下欧盟大幅减少对俄原油采购量，而日韩在俄乌冲突下同样计划减少或暂停对俄罗斯石油进口，目前欧洲国家正通过转向美国、中东、非洲等国家满足其原油需求，这些国家的出口以VLCC为主，加之运距的显著拉长，均对VLCC运费形成支撑；随着欧盟制裁生效的临近、俄乌冲突的全面升级，油运原油贸易格局的变化带来了更确定的长距离运输需求。

图表：俄乌冲突前-俄原油海运出口欧洲主要港口



图表：2021-2022年俄罗斯原油出口情况

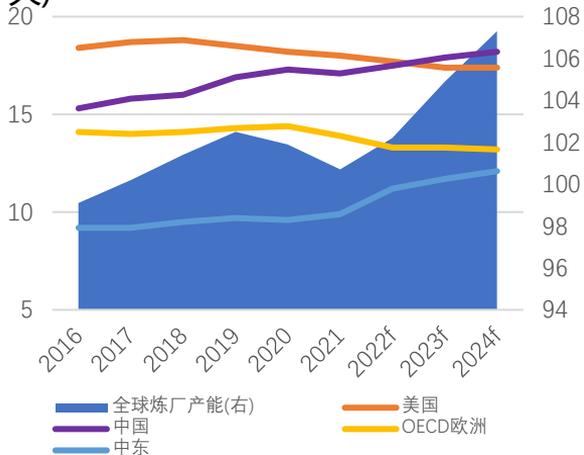


油运：炼厂东移，运距持续增长

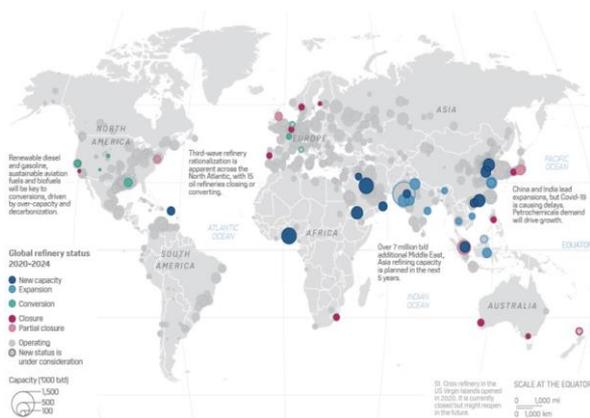
西油东运趋势延续，支撑海运需求提升

- 2008年金融危机后炼油经济恶化，叠加碳中和背景等因素影响下，欧美炼厂陆续关闭；近年在亚洲和海湾地区新型、高效炼化设施的冲击下，全球炼油产能布局加速从此前的墨西哥湾地区、西北欧等地向亚洲和中东地区集中，支撑全球原油运距拉长的趋势。**今年以来中东、西非和亚洲国家炼油产能进一步增加**，克拉克森预计2022年全球炼油产能增长1.5%至1.022亿桶/天。主要原油生产国如中东和西非地区国家炼油产能的持续提升，可能导致原油出口的放缓，克拉克森预计到2024年底，中东国家以及西非国家日炼油产能将分别新增73、65万桶；但亚洲地区尤其是中国和印度的日炼油产能预计新增179和131万桶，从而对海运原油贸易需求(尤其是长途航线)提供了有利支撑。
- 2008年以来原油海运平均运距持续提升，由2009年的4520英里提升至2020年的5171英里，2009-2020年CAGR为1.2%，欧洲成品油进口替代出口的趋势改变了全球贸易路线，从而增加了原油轮远距离运输及吨海里的需求。

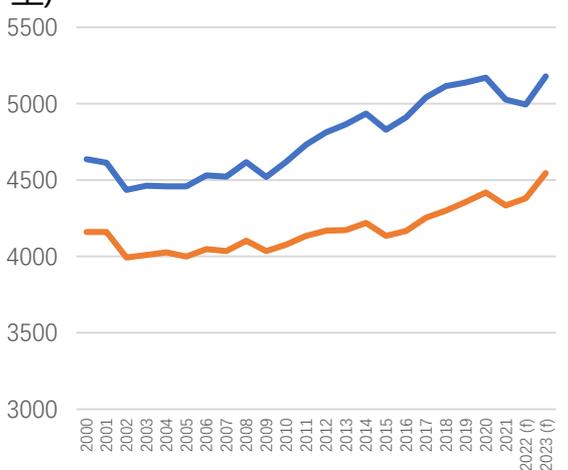
图表：2022-2024全球炼厂产能(百万桶/天)



图表：2022-2024全球炼厂规划



图表：2022-2023原油海运平均运距(英里)



➤ 综合以上对原油主要生产国增产、原油出口量持续提高以及运距拉长的判断，我们对未来三年全球原油海运需求进行测算，测算假设如下：

- 假设2022-2024年OPEC日均产量为 2860/2899/3050万桶/天的水平，并假设其原油出口比例回升至疫情前水平，2022-2024年分别为 71%/71.2%/71.6%；
- 假设2022-2024年美国页岩油生产商持续提高产量，原油产量符合 EIA 预测值，分别为 1175万桶/天(同比+5.0%)、1260万桶/天(同比+7.2%)和1310万桶/天(同比+4.0%)，并假设其2022-2024年原油海运出口比例提升，分别为29.8%/34.1%/36.6%；
- 假设2022-2024年俄罗斯受欧盟禁令影响，原油产量持续下滑，原油海运至远东地区的需求持续提升，原油产量分别为930万桶/天(同比不变)、840万桶/天(同比-9.8%)和880万桶/天(同比+4.8%)，并假设其2022-2024年原油海运出口比例提升，分别为54.7%/56%/56.4%；
- 假设2022年起全球经济逐步复苏，2023年全球加息潮下原油需求复苏受限，2024年疫情影响消退需求反弹，同时叠加俄罗斯原油管道被禁的影响，2022-2024年全球原油海运量分别增长4.5%、4.0%、2.0%；
- 俄罗斯禁令施行后，欧盟国家转向美国、非洲、中东等国家进口原油，而俄罗斯则转向出口亚洲国家，原油运距显著提升，加之炼厂东移趋势延续，假设2022-2024年全球原油海运平均运距分别为4995/5179/5257海里，同比增长-0.6%/3.7%/1.5%。
- 综合以上判断，我们测算2022-2024年全球原油海运量分别为1939/1968/2047百万吨，同比增加 5%/2%/4%；对应原油运输需求量为 96843/101920/107586亿吨海里，同比增加 4.3%/5.3%/5.6%。

油运：原油海运需求测算

图表：2022-2024 全球原油海运需求测算

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全球原油产量(百万桶/天)	83.1	76.8	77.8	80.9	82.6	85.0
YOY(%)	-0.6%	-7.6%	1.4%	4.0%	2.0%	3.0%
OPEC原油产量(百万桶/天)	31.4	27.5	28.2	28.6	29.0	30.5
YOY(%)	-6.1%	-12.3%	2.6%	1.3%	1.4%	5.2%
OPEC原油增产量(百万桶/天)	-2.0	-3.9	0.7	0.4	0.4	1.5
OPEC原油海运出口量(百万桶/天)	22.5	19.7	19.7	20.3	20.6	21.8
OPEC原油海运出口比例	71.6%	71.6%	69.6%	71.0%	71.2%	71.6%
美国原油产量(百万桶/天)	12.3	11.3	11.2	11.8	12.6	13.1
YOY(%)	12.3%	-8.2%	-0.8%	5.0%	7.2%	4.0%
美国原油增产量(百万桶/天)	1.3	-1.0	-0.1	0.6	0.9	0.5
美国原油海运出口量(百万桶/天)	2.8	3.0	2.9	3.5	4.3	4.8
美国原油海运出口比例	22.8%	26.6%	25.9%	29.8%	34.1%	36.6%
俄罗斯原油产量(百万桶/天)	10.8	9.9	9.3	9.3	8.4	8.8
YOY(%)	0.8%	-9.0%	-5.7%	0.0%	-9.8%	4.8%
俄罗斯原油增产量(百万桶/天)	0.1	-1.0	-0.6	0.0	-0.9	0.4
俄罗斯原油海运出口量(百万桶/天)	5.7	4.9	5.0	5.0	4.7	5.0
俄罗斯原油海运出口比例	52.5%	49.6%	53.7%	53.7%	56.0%	56.4%
全球原油海运量(百万桶/天)	40.5	37.5	37.2	39.1	39.6	41.2
YOY(%)	-2.2%	-7.4%	-0.8%	5.0%	1.5%	4.0%
全球原油海运量(百万吨)	2010.4	1861.5	1846.6	1938.9	1968.0	2046.7
YOY(%)	-2.2%	-7.4%	-0.8%	5.0%	2.0%	4.0%
全球原油海运平均运距(海里)	5138.5	5171.3	5026.5	4994.6	5178.8	5256.5
YOY(%)	0.4%	0.6%	-2.8%	-0.6%	3.7%	1.5%
全球原油海运运输需求(亿吨海里)	10330.6	9626.4	9282.0	9684.3	10192.0	10758.6
YOY(%)	-90.2%	-6.8%	-3.6%	4.3%	5.2%	5.6%

资料来源：Clarksons, EIA, OPEC, Wind, 华福证券研究所

- 根据以上分析，我们预测2022/2023/2024年全球油运海运需求端将增长4.3%/5.2%/5.6%；而原油运力供给最快将在2024年出现负增长，以VLCC船队为例，我们根据目前的新船交付计划以及环保政策加速老旧船拆解的可能影响，预计全球VLCC船队运力供给端将增长5.2%/3.6%/-0.7%，**因此2022-2024年VLCC行业的运输需求增速将持续大于供给增速，有利于运价弹性的提升；而中远海能、招商轮船、招商南油等油轮大船东，也将持续受益于行业景气度的加速回升。**
- 假设招商轮船VLCC的单船盈亏平衡点为2.2万美元/天、中远海能为2.5万美元/天。根据悲观、中性、乐观情境下的市场即期运费，可以估算出招商轮船VLCC船队盈利为4.9/34.1/58.5亿元，中远海能为1.1/28.7/51.7亿元。

图表：2022-2024 VLCC供需测算

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全球原油海运运输需求(亿吨海里)	10330.6	9626.4	9282.0	9684.3	10192.0	10758.6
YOY(%)	-90.2%	-6.8%	-3.6%	4.3%	5.2%	5.6%
VLCC船队年末有效运力(百万载重吨)	219.4	230.5	240.9	253.4	262.4	260.5
YOY(%)	0.2%	5.0%	4.5%	5.2%	3.6%	-0.7%
VLCC供需差(需求增速-供应增速)	-90.3%	-11.9%	-8.1%	-0.9%	1.7%	6.3%

资料来源：Clarksons, 公司公告, 华福证券研究所

图表：中远海能及招商轮船VLCC船队盈利测算

	VLCC原油轮 VLCC船舶数(艘)	中远海能	招商轮船
	单船每日盈亏平衡点(万美元/天)	2.5	2.2
	年均TCE每增加1万美元 船队年利润增加(亿人民币)	11.5	12.2
悲观	年均TCE(万美元/天)	2.6	2.6
	单船利润(万美元/天)	0.1	0.4
	单船年利润*335天(万美元)	33.5	134
	VLCC船队年利润(亿人民币)	1.1	4.9
中性	年均TCE(万美元/天)	5	5
	单船利润(万美元/天)	2.5	2.8
	单船年利润*335天(万美元)	837.5	938
	VLCC船队年利润(亿人民币)	28.7	34.1
乐观	年均TCE(万美元/天)	7	7
	单船利润(万美元/天)	4.5	4.8
	单船年利润*335天(万美元)	1507.5	1608
	VLCC船队年利润(亿人民币)	51.7	58.5

注：假设中远海能和招商轮船的VLCC船队有效运力均在外贸市场运行；美元兑人民币汇率为 1 美元 = 7 人民币

油运：盈利弹性测算

- 同时，我们也对成品油轮运价弹性进行了测算，以主力船型MR为例，中远海能MR的单船盈亏平衡点为1.4万美元/天、招商南油为1.3万美元/天。根据悲观、中性、乐观情境下的市场即期运费，可以估算出中远海能MR船队盈利为9.4/15.4/28.2亿元，招商南油为16.7/31.2/64.9亿元。

图表：中远海能及招商南油MR船队盈利测算

MR成品油轮		中远海能	招商南油
外贸MR船舶数(艘)		15	41
内贸MR船舶数(艘)		34	3
单船每日盈亏平衡点(万美元/天)		1.4	1.3
年均TCE每增加1万美元船队年利润增厚(万美元)		5025	13735
悲观	年均TCE(万美元/天)	3	3
	单船利润(万美元/天)	1.6	1.7
	单船年利润*335天(万美元)	536	569.5
	外贸MR船队年利润(亿人民币)	5.6	16.3
	内贸MR船队年利润(亿人民币)	3.8	0.3
	MR船队年利润(亿人民币)	9.4	16.7
中性	年均TCE(万美元/天)	4.5	4.5
	单船利润(万美元/天)	3.1	3.2
	单船年利润*335天(万美元)	1039	1072
	外贸MR船队年利润(亿人民币)	10.9	31
	内贸MR船队年利润(亿人民币)	4.5	0.4
	MR船队年利润(亿人民币)	15.4	31.2
乐观	年均TCE(万美元/天)	8	8
	单船利润(万美元/天)	6.6	6.7
	单船年利润*335天(万美元)	2211	2245
	外贸MR船队年利润(亿人民币)	23.2	64.4
	内贸MR船队年利润(亿人民币)	5	0.4
	MR船队年利润(亿人民币)	28.2	64.9

注：假设中远海能目前在外贸市场运行的MR成品油船舶数量为15艘，招商南油为20艘；美元兑人民币汇率为 1美元 = 7 人民币

资料来源：Clarksons, 公司公告, 华福证券研究所

图表：中性预期下中远海能、招商轮船、招商南油油轮船队盈利测算

油品种类	油轮船型	中远海能	招商轮船	招商南油
原油	VLCC	28.7	34.1	
	苏伊士	3.8		
	阿芙拉	3.0	4.9	
	巴拿马	10.1		
成品油	LR2	11.2		
	LR1	9.8		1.5
	MR	15.4		31.2
	10-25k	0.9		
	5-10k	0.3		
油轮船队总利润(亿人民币)		83.0	39.1	32.7

注：假设美元兑人民币汇率为 1美元 = 7 人民币

- 我们认为全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存，兼顾胜率与赔率。我们建议关注招商轮船（A股）、中远海能（A/H股）以及招商南油（A股）。
- 中远海能：全球最大油轮船东，LNG及内贸业务稳中有进，油运提供弹性。
 - 招商轮船：全球VLCC最大船东，已形成油散气车集特全船型船队布局，增强型航运ETF。
 - 招商南油：专注中小成品油船型，内外贸兼营，攻守兼具。

图表：油运重点公司估值表

当前股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
6.71	601872.SH	招商轮船	545.16	244.12	276.96	287.48	300.20	36.09	52.28	62.41	72.15	12	10	9	8
16.75	600026.SH	中远海能	669.41	126.99	151.38	192.75	211.45	-49.75	15.21	42.30	51.98	12	44	16	13
7.32	1138.HK		726.71									5	44	16	13
4.73	601975.SH	招商南油	229.54	38.62	59.41	72.08	80.16	2.96	16.29	23.92	27.51	7	14	10	8

资料来源：Clarksons，华福证券研究所(盈利预测取自Wind一致预期，收盘价截止2022年11月29日)

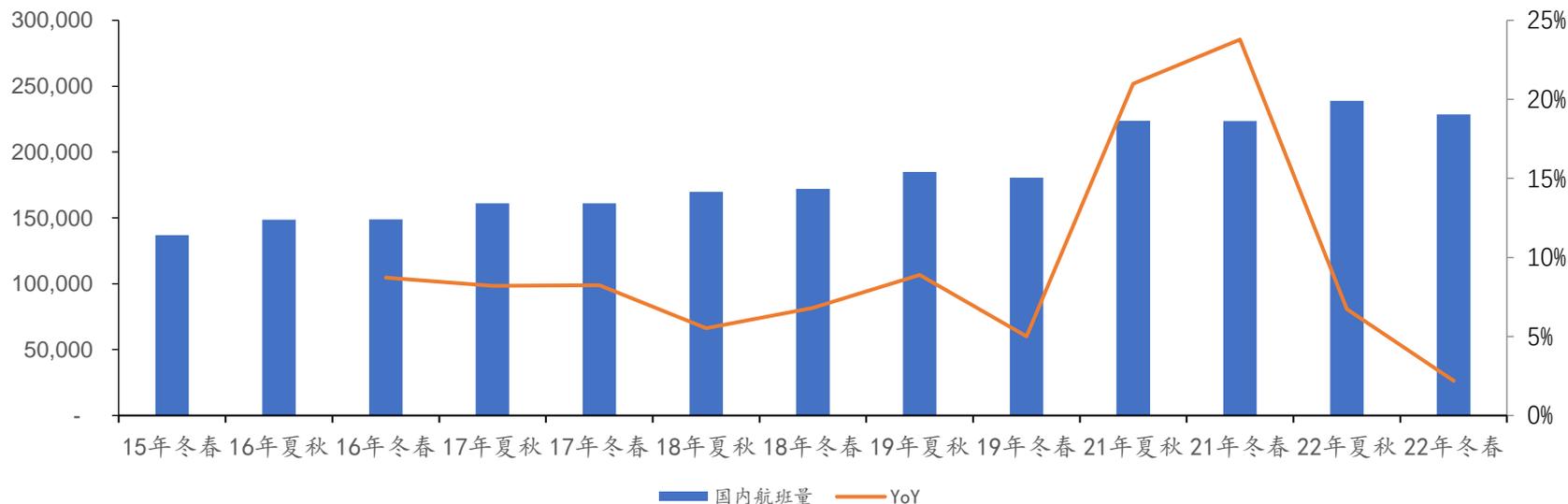
注：中远海能H股当前股价及市值单位均为港元，人民币兑港币汇率为1人民币=1.09港元；

目 录

- 快递物流：格局改善延续，利润修复持续兑现
- 油运：全球油运供应链重构、运距拉长 α 与需求复苏 β 共存
- 航空机场：基本面滞后于股价，2024将迎来利润高点
- 风险提示

- 国内时刻量维持低速增长。
 - 占中国民航业约70%ASK的国内航线依然处于时刻低速扩张的发展阶段

图表：航班时刻国内总量（单位：班次）



资料来源：PreFlight, 民航局, 华福证券研究所

➤ 飞机引进计划滞后，运力维持低速增长。

- 与美国航司在疫情期间机队负增长不同，中国航空业机队仍维持了低速增长；
- 由于飞机引进计划的滞后性，预计2023-2025飞机引进增速会进一步降低，为行业盈利修复打下基础。

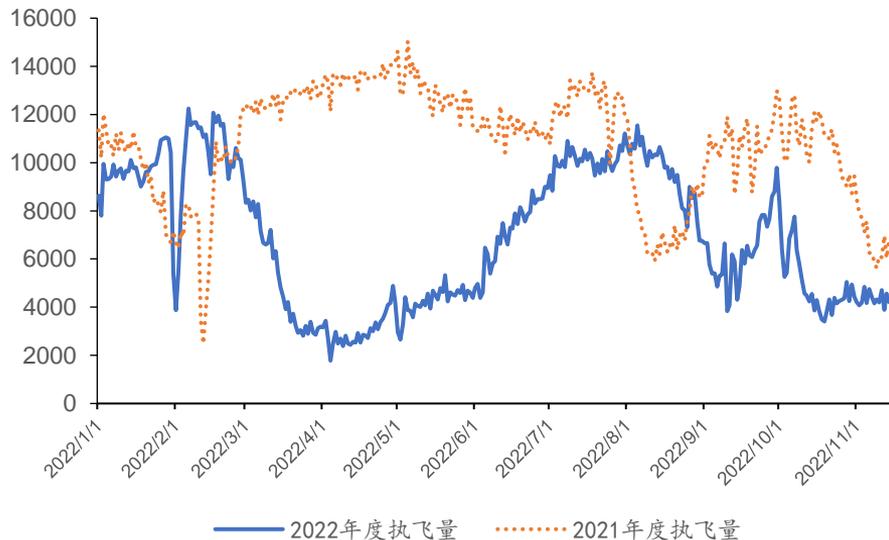
图表：十四五期间民航机队规模测算（单位：架）

民航客机机队（架）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
东航	723	725	758	794	810	793	756
国航	698	708	746	773	775	773	778
南航	862	867	878	937	1003	1025	1050
三大航	2283	2300	2382	2504	2588	2591	2584
三大航增速	3.58%	0.74%	3.57%	5.12%	3.35%	0.12%	-0.27%
海航	361	346	344	345	342	365	410
春秋	93	102	113	118	130	140	158
吉祥	96	98	110	118	130	138	148
六大航	2833	2846	2949	3085	3190	3226	3300
六大航增速	-0.18%	0.46%	3.62%	4.61%	3.40%	1.13%	2.29%
非六大航	812	871	939	962	996	1015	1035
非六大航增速	26.68%	7.27%	7.81%	2.24%	3.33%	2.32%	1.97%
全行业机队（架）	3645	3717	3888	4047	4186	4241	4335
全行业机队增速	4.77%	1.98%	4.60%	4.09%	3.43%	1.51%	2.22%

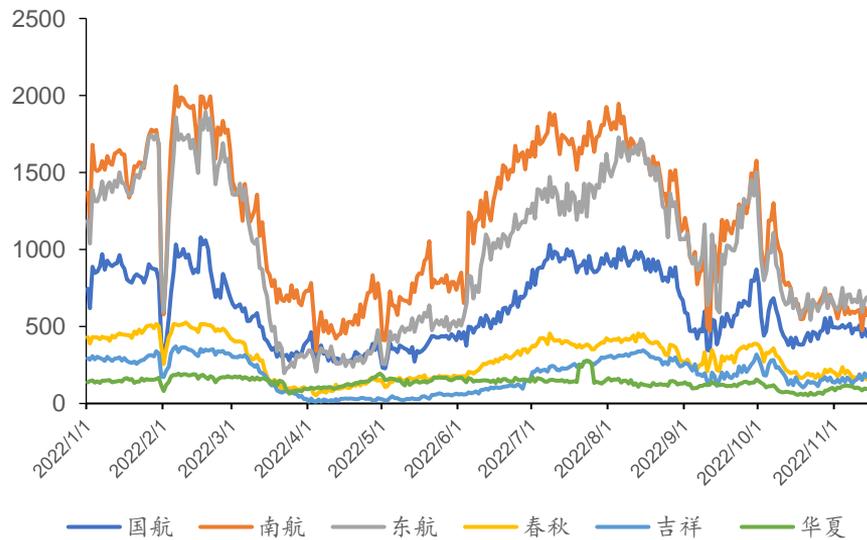
航空机场：短期流量恢复不及预期

- **航班量/执飞率完全由全国疫情进展所主导。**
- 6月上海疫情缓解航空业流量进入修复期，然而暑运后半段全国散发疫情打断了这一过程

图表：2022年中国民航执飞情况（单位：班次）

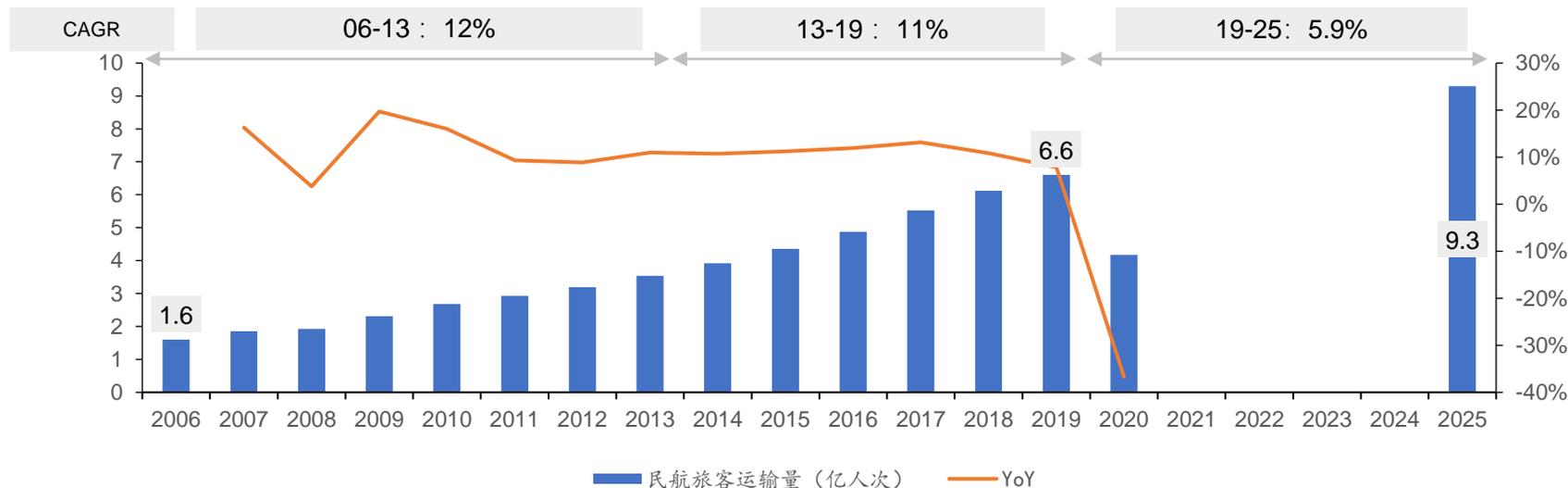


图表：上市航司2022年执飞量（单位：班次）



- **需求端：十四五期间仍有5.9%的增长中枢。**
- 中国航空业渗透率的提升及后疫情出行需求的释放，旅客量仍处于中速成长的阶段。

图表：十四五期间民航出行需求预测（单位：亿人次）



- **航空：完全放开后2024年利润高点可期。**
 - 春秋航空：最优质的民营航司，时刻储备为后疫情复苏打开空间。
 - 吉祥航空：坐拥上海黄金码头和宽体机机队，国际线复飞后业绩弹性足。
- **机场：博弈国际线放开预期，利润兑现晚于航空。**
 - 上海机场：置入虹桥后资产完整度提升，有利于下一个免税招标周期议价能力提升。
 - 白云机场：华南核心枢纽，免税业务处于高增长阶段。

航空机场重点公司估值表

股价 (人民币)	代码	公司	市值 (亿人民币)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
10.21	601111.SH	中国国航	1267.21	745.32	662.01	1,336.85	1,659.08	-166.42	-283.97	37.75	141.91	-9	-4	34	9
7.30	600029.SH	南方航空	1172.04	1,016.44	930.72	1,506.36	1,795.12	-121.03	-194.49	29.53	103.02	-11	-6	40	11
55.18	601021.SH	春秋航空	505.70	108.58	95.14	173.25	223.97	0.39	-17.41	14.76	29.94	-88	-29	34	17
15.09	603885.SH	吉祥航空	334.09	117.67	92.18	182.82	233.48	-4.98	-28.60	9.70	23.82	-74	-12	34	14
55.53	600009.SH	上海机场	1381.85	37.28	53.55	111.00	145.47	-17.11	-23.58	17.41	41.50	-71	-59	79	33
14.50	600004.SH	白云机场	343.17	51.80	49.62	71.62	90.12	-4.06	-6.08	5.39	14.44	-114	-56	64	24

资料来源：Wind，华福证券研究所(盈利预测取自Wind一致预期，收盘价截止2022年11月29日)

- **快递行业价格竞争加剧**，如果快递价格监管政策执行力度上有所松动，或导致行业再次进入恶性价格战。
- **经济复苏不及预期风险**，物流快递、油运和航空机场需求端的驱动因素，底层逻辑均为宏观经济增长预期。尽管各板块短期景气度与当前宏观关联度不一，但在宏观经济增长大幅不及预期的背景下，以上板块景气度也将受到影响。
- **环保政策实行力度不及预期风险**，2023 年航运业将引入 EEXI 以及 CII 船舶环保指标，若 IMO 等政策执行力度放缓，造成老旧船拆船量/存量船只降速运行等不及预期，可能造成供给收缩不及预期。
- **疫情反复，旅客出行消费需求承压风险**，对于航空机场等出行板块而言，如果未来疫情再次出现较为严重的反复，则可能压制需求、进而造成股价较大幅度回调。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道5129号陆家嘴滨江中心N1幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

