

交运中小盘行业周报

出行政策优化不停步，快递件量快速复苏

超配

核心观点

航运：本周 VLCC 市场成交量受中国需求拉动环比明显增长，运价止跌回升。当前时点虽逐步旺季转淡，但是我们对淡季运价并不悲观，从运输量上来看，一方面全球原油库存均在低位，补库存的需求有望集中爆发，另一方面来说，中国疫情政策的放开有望带动国内油品消耗量提升，对淡季的需求形成支撑；从运距来看，俄油限价的落地有望长期改变欧盟的石油进口来源，美国的大出大进亦带来了运距的拉长。且远期行业供给端的逻辑未出现明显改变，我们持续看好 23-24 年行业运价中枢抬升，标的上建议关注中远海能；虽然当前集运运价下行趋势明显，但本周运价的跌幅有所趋缓，地中海线及澳新航线出现明显反弹，中远海控作为全球领先的远洋集运船东，本轮高景气带来了资产负债表的修复，截至 Q3 公司在手净现金已达 2308 亿元，超过公司总市值，当前运价下公司仍将实现较好的盈利水平，建议关注中远海控。

航空机场：“新十条”减码出行限制，民航复苏之路或正式开启，各机场航班量显著提升。乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短，中期看股价仍有明显空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空，机场板块推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

快递：11 月底以来，疫情防控加速优化、快递经营效率加速修复，全国快递件量快速恢复，根据交通运输部数据，全国快递日度揽收件量自 11 月 28 日的 2.5 亿件提升到了 12 月 8 日的 3.83 亿件，已经高于去年 12 月份日均 3.42 亿件的件量。我们预计明年快递需求将明显修复，快递龙头公司明年的 PE 估值均处于历史低位，重点推荐顺丰控股，继续看好圆通速递和韵达股份。

物流&中小盘：精选物流优质个股，推荐密尔克卫。推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技、三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：交运板块推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。。中小盘推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技，推荐三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注凯立新材、牧高笛。

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	密尔克卫	买入	125.21	18354	3.92	5.52	31.9	22.7
600004	白云机场	买入	15.32	31738	-0.33	0.06	-46.4	255.3
601021	春秋航空	买入	59.28	45365	-2.30	0.12	-25.8	494.0
600233	圆通速递	买入	21.55	66405	1.05	1.25	20.5	17.2

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：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：黄盈

021-60893313

chuanhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

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

《交运行业 2023 年度投资策略-阴霾尽散!积极配置快递、出行!》

——2022-12-04

《2022 年 10 月交运行业数据观察-航空国际航线显著增量，海运旺季持续》——2022-12-02

《交运中小盘行业周报-中通披露季报，三季度业绩强劲》——2022-11-28

《交运中小盘行业周报-航空快递 10 月数据披露，海运运价创新高》——2022-11-21

内容目录

本周回顾	5
投资观点综述	6
航运	7
航空机场	10
快递板块	11
物流板块	13
铁路	13
中小盘	14
行业数据概览	19
近期重点报告回顾	22
交运行业 2023 年度投资策略：阴霾尽散！积极配置快递、出行！（2022-12-04）	22
航空机场行业点评：“新十条”再度减码，出行复苏之路或正式开启（2022-12-07）	23
投资建议	24
风险提示	24
免责声明	25

图表目录

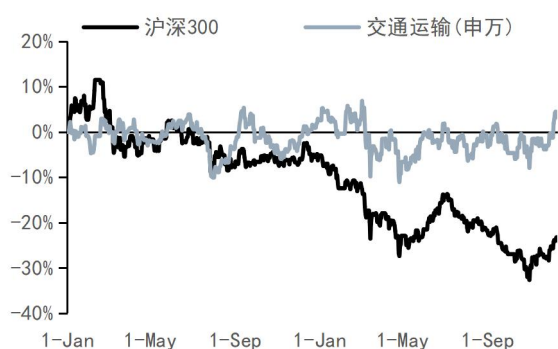
图1: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图2: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图3: 本周各子板块表现 (2022.12.01-2022.12.09)	5
图4: 本月各子板块表现 (2022.12.05-2022.12.09)	5
图5: BDTI	7
图6: BCTI	7
图7: CCFI 综合指数	9
图8: SCFI 综合指数	9
图9: SCFI (地中海航线)	9
图10: SCFI (欧洲航线)	9
图11: SCFI (美东航线)	9
图12: SCFI (美西航线)	9
图13: 民航国内线客运航班量	10
图14: 民航国际地区线客运航班量	11
图15: BDI 走势	19
图16: BPI 走势	19
图17: BCI 走势	20
图18: BSI 走势	20
图19: CDFI 煤炭运价指数	20
图20: 螺纹钢期货价格	20
图21: 新加坡燃料油价格	20
图22: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合	20
图23: 原油运输指数 (BDTI)	21
图24: 成品油运输指数 (BCTI)	21
图25: 国际油价——布伦特原油	21
图26: 国际油价——WTI 原油	21
图27: CCFI 综合指数	21
图28: SCFI 综合指数	21

表1：本周个股涨幅榜	6
表2：本周个股跌幅榜	6

本周回顾

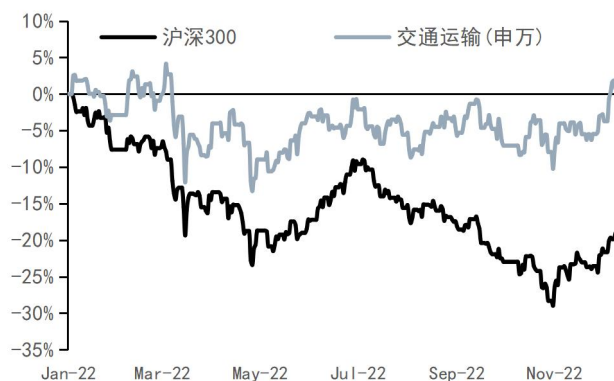
本周 A 股震荡收涨，上证综指报收 3206.95 点，环比涨 1.61%；深证成指报收 11501.58 点，环比涨 2.51%；创业板指报收 2420.63 点，环比涨 1.57%；沪深 300 指数报收 3998.24 点，环比涨 3.29%。本周交运指数上涨 4.63%，相比沪深 300 指数跑赢 1.34pct。

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

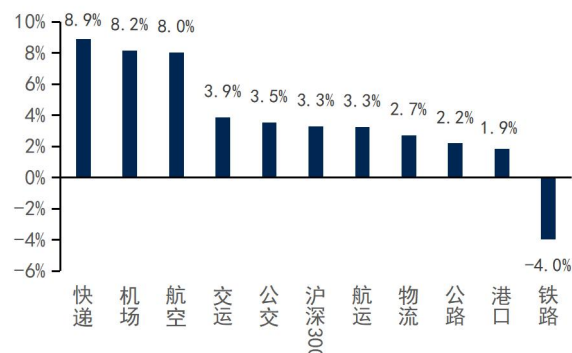
图2：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

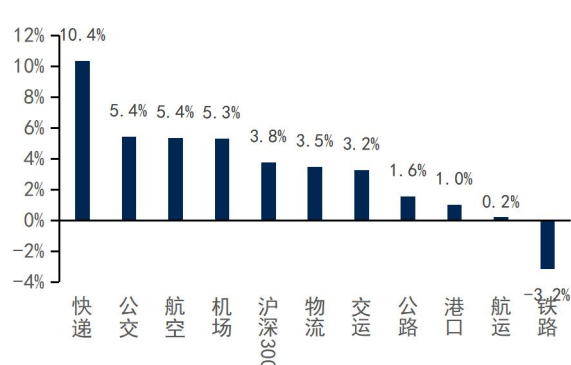
本周交运子板块涨幅最大的为快递板块，涨幅为 8.9%，其次为机场、航空板块，涨幅分别为 8.2%，8.0%。个股方面，涨幅前五名分别为三羊马（+19.6%）、海航控股（+15.3%）、圆通速递（+12.4%）、普路通（+12.2%）、飞力达（+11.7%）；跌幅榜前五名为京沪高铁（-5.8%）、厦门象屿（-2.8%）、重庆路桥（-2.8%）、中国物流（-2.7%）、恒通股份（-2.2%）。

图3：本周各子板块表现（2022.12.01-2022.12.09）



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（2022.12.05-2022.12.09）



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	001317.SZ	三羊马	48.80	19.6%	25.5%	-42.7%
2	600221.SH	海航控股	1.88	15.3%	14.6%	1.1%
3	600233.SH	圆通速递	21.55	12.4%	11.0%	30.2%
4	002769.SZ	普路通	10.03	12.2%	14.4%	49.9%
5	300240.SZ	飞力达	8.22	11.7%	14.6%	1.1%
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	001317.SZ	三羊马	48.80	19.6%	25.5%	-42.7%
2	002120.SZ	韵达股份	14.29	10.6%	16.2%	-29.9%
3	603871.SH	嘉友国际	21.91	6.2%	15.4%	50.5%
4	300240.SZ	飞力达	8.22	11.7%	14.6%	1.1%
5	600221.SH	海航控股	1.88	15.3%	14.6%	1.1%
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	600026.SH	中远海能	13.65	-0.9%	-11.2%	130.6%
2	601975.SH	招商南油	4.38	0.7%	-1.4%	117.9%
3	603056.SH	德邦股份	21.00	3.4%	11.3%	105.3%
4	603069.SH	海汽集团	28.17	5.3%	5.1%	93.7%
5	600153.SH	建发股份	15.20	2.6%	-2.4%	76.1%

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	601816.SH	京沪高铁	4.71	-5.8%	-4.5%	-1.4%
2	600057.SH	厦门象屿	11.15	-2.8%	-5.3%	39.0%
3	600106.SH	重庆路桥	5.25	-2.8%	-3.1%	18.4%
4	603565.SH	中谷物流	16.25	-2.7%	-0.3%	-4.4%
5	603223.SH	恒通股份	20.73	-2.2%	-1.5%	-15.6%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

疫情反复和复苏预期、中美关系、俄乌冲突是主导 2022 年以来交运板块投资的主要变量，就目前形势看，有以下几点是较为确定的：

1. 油运供需格局不断改善，高景气度有望持续；
2. 全球恢复正常生产生活节奏的进程不断加速，出行相关的航空、机场、酒店、旅游等场景不断修复；
3. 随着疫情防控措施优化，快递行业需求增长有望逐渐修复，行业竞争维持理性。

推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

航运

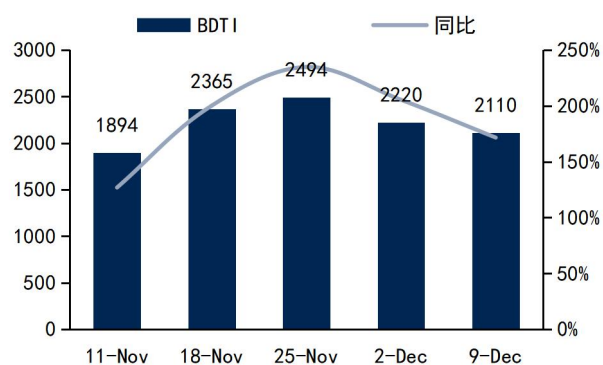
油运方面，本周原油运输运价有所回落，截至 12 月 9 日，BDTI 报 2110 点，较上周末下降 110 点，约 5.0%，BCTI 报 1835 点，较上周末上涨 29 点，约 1.6%。VLCC 止跌，中东-远东的 TCE 回升至接近 5 万美金/天的水平。从 VLCC 的成交量来看，本周 VLCC POOL 的成交共 37 单，较上周的 14 单明显回升，主要来自于中国需求的大幅回升。往后看，虽然行业已经开始逐步由旺转淡，但是需求因素有望带来淡季不淡：

从运输量角度来看，近期国内对于疫情管控的政策有所放松，人员跨省及跨国的流动有望随之出现较为明显的回升，带来油品消耗量的提升，往后看中国需求的修复有望对淡季的运输量形成支撑；此外，当前全球原油库存的绝对量均处于较低位置，虽然可供使用天数较为合理，但是一旦需求有所修复，可能带来补库存的需求一触即发，在当前全球能源安全受到挑战的背景下，一个大型经济体的补库可能引发其他经济体的跟随，届时可能出现抢船抢油的情景。

从运距角度来看，一方面来说，本周欧盟对俄油的禁令已经正式生效，且欧盟对俄罗斯制裁的决心目前来看较为坚定，未来原油进口的来源或更改为运距明显更长的中东及美国，带来运距的拉长；另一方面来说，去年底以来，为抑制通胀，美国持续进行较大规模的原油出口以压低油价，在此期间消耗了较为大量的战略储备库存，但目前战略库存已经处于较低位置，如后续仍需维持该等规模的出口量，则可能需要加大原油的进口量，或带来西方石油运输的量距进一步提升。

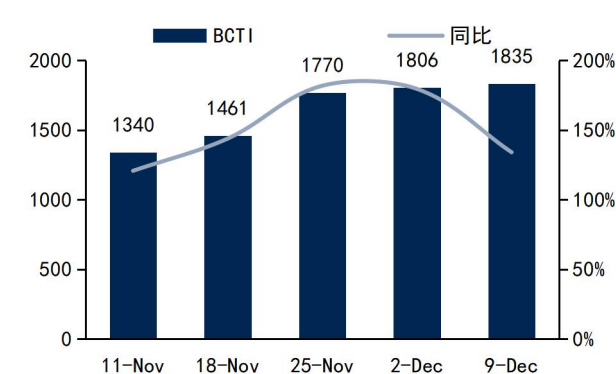
拉长看，行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 EEXI 环保公约的执行，业内或有较大比例的船舶需要进坞改造，带来行业有效运力进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。我们持续看好油运供需格局自 2023 年起实现中枢的持续抬升，建议关注中远海能。

图5: BDTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: BCTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

集运方面，截至 12 月 9 日，CCFI 综合指数报 1410.1 点，环比跌 3.7%，其中美西航线报 927.2 点，环比跌 0.1%，欧线报 2035.3 点，环比跌 5.9%。SCFI 报 1138.1 点，环比下降 2.8%，从指数层面来看，本周运价下滑的速率明显放缓，主要航线中地中海线及澳新线的运价甚至出现了一定回升。当前来看，虽然欧美两大主要消费经济体的情况均不容乐观，但是圣诞节将近，如黑五对库存形成较大消耗，则行业的景气度有望回升。

我们认为，短期能否企稳或为行业中长期价值的关键因素，其背后的原因有二，其一，如停航控班可以稳定运价，且联盟成员团结一致稳定运价，则行业运价有望在较长时间维度上稳定在较高水平上，带来行业中长期的盈利稳定性；另一方面来说，短期运价的下滑主要因素来自于欧美大型零售商的去库存需求，在当前美国耐用品消费需求并未出现大幅下滑的背景下，集运行业如可以通过短期的停航控班安然度过美零售商去库存、欧洲受能源问题影响的困难时刻，则有望以一个较好的运价基础迎接行业需求的回升。

中长期来看，我们对行业的需求并不悲观：

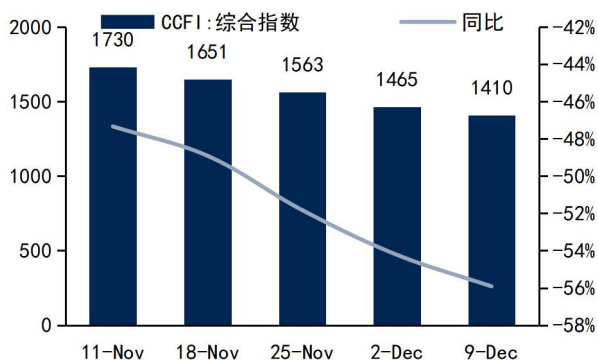
从消费需求的角度来看：当前美联储已经开始加息，并可能在年内保持鹰派，对全球的消费需求存在一定的抑制作用。但是我们认为这一改变对运输需求的影响在短期内不会显现，原因在于消费往往是一种习惯，即便宏观环境发生改变，消费者的感知往往滞后其改变，从而形成消费的韧性，历史上来看，历次美联储大幅加息对耐用品消费的影响较为有限，并且 CPI 上涨的同时，美国劳工薪酬亦在上涨，且与 CPI 的涨幅较为接近，对可支配收入的影响较为有限。

从库存需求的角度来看：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，一旦其中一环出现不顺，供应链全链路将面临较大压力。本轮疫情的冲击效应之下，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，供应链管理的中心亦将从以往的经济性，转而更为偏重安全性，安全库存的增加有望促使行业进入一个新的平衡。

供给端或对 23-24 年行业景气度形成较大制约：

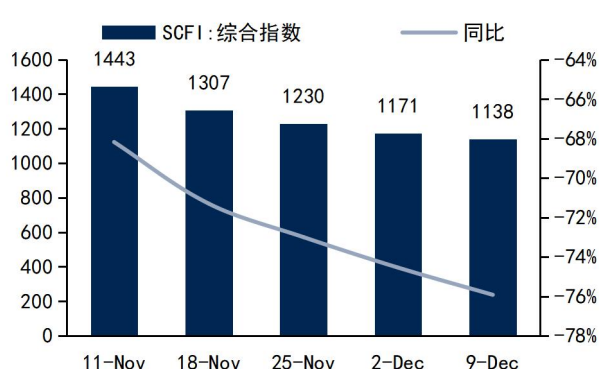
20H2 以来行业的高度景气以及供应链紊乱带来有效运力大幅下降的景象导致了主要集运船东再度加大了对船舶的资本开支，且 21-22 的拆船量出现了断崖式的滑坡。根据 Alphaliner 的预测，23-24 年的运力增速将高达 7.8% 和 8.4%，在当前全球经济仍存较大压力的状况下，运力的大幅增长对行业的景气度可能形成较大的制约。我们认为，短期运价或仍因供给因素承受较大压力，需进一步观察行业拆船数量何时出现回升，以及 EEXI 等环保因素对行业有效运力的影响。

图7: CCFI 综合指数



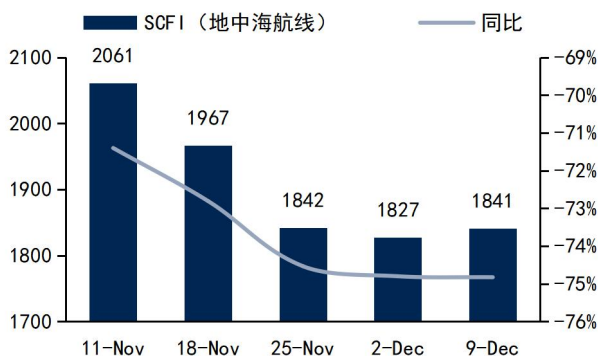
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



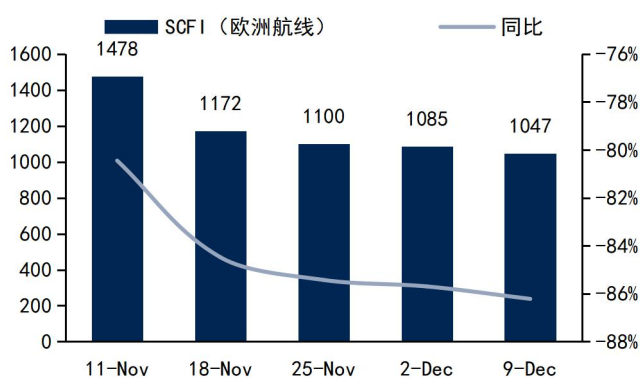
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (地中海航线)



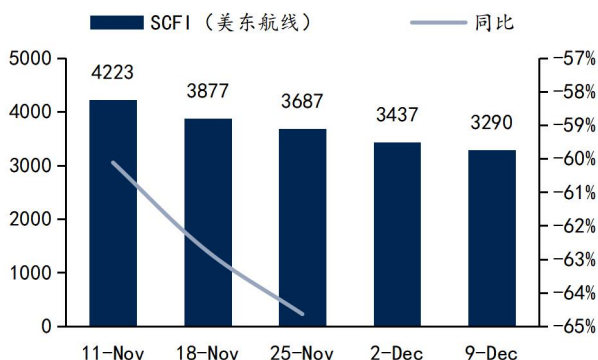
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (欧洲航线)



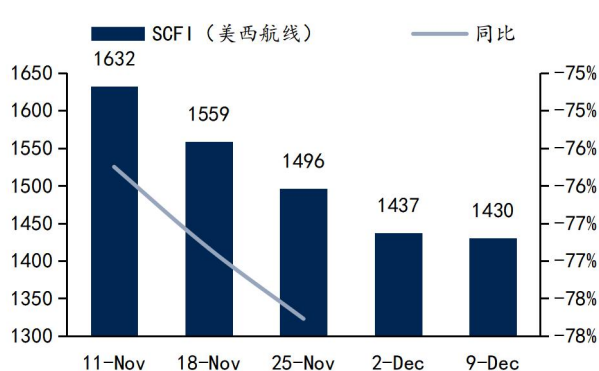
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: SCFI (美西航线)



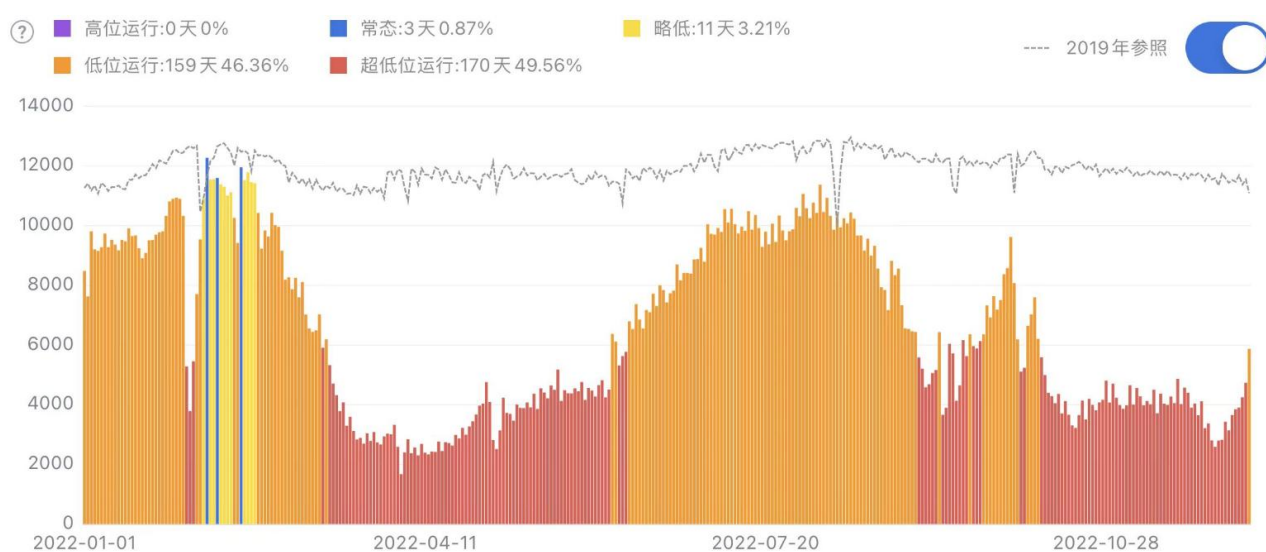
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空机场

2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，提出进一步科学精准划分风险区域，优化核酸检测，优化调整隔离方式，无症状感染者和轻症病例可居家隔离，非高风险地区不得停工、停产、停业，没有疫情的学校开展正常的线下教学活动等相关要求。同日，中国铁路发布消息，自即日起，购买火车票乘车及进出站停止查验 48 小时核酸证明和健康码，进京防控政策调整时间另行通知。此外，卫健委发言人表示，对入境人员管理等外防输入的措施，也将依法依规逐步推进、加快推进，进一步优化完善。

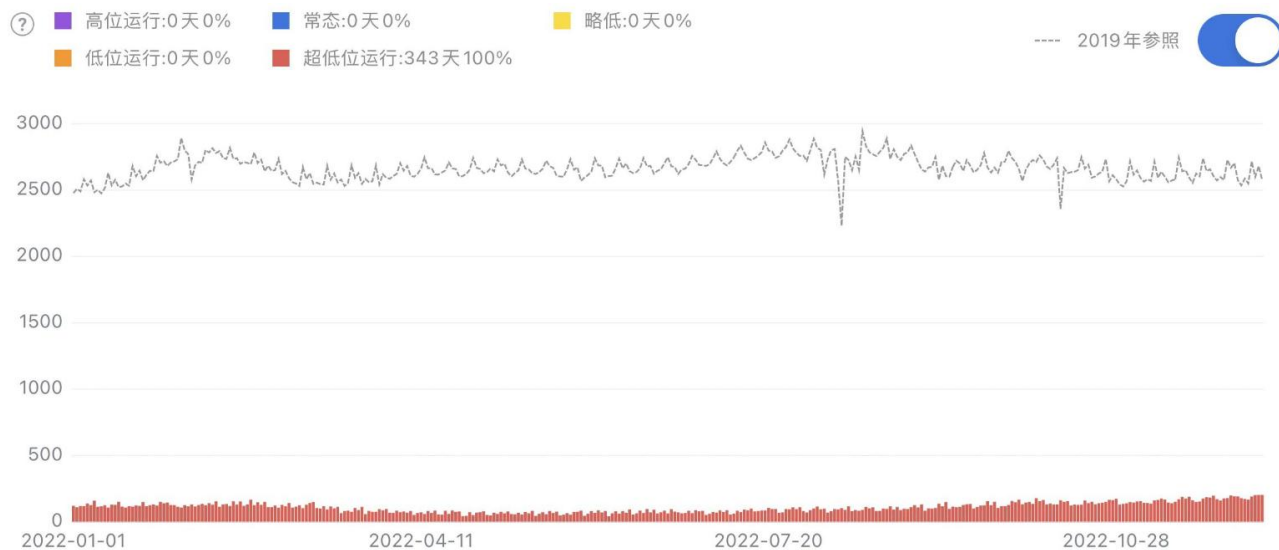
11 月 11 日二十条公布以来，防疫政策优化“走小步，不停步”，近期各地陆续松绑属地内防疫措施，“新十条”更是全国范围定调防疫政策进一步优化，我们认为出行复苏之路或已开启。我们在 12 月 4 日发布的 2023 年交运行业投资策略报告《阴霾尽散！积极配置快递、出行！》中提出，乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，“第九版”、“二十条”出台后，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短。

图 13: 民航国内线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图14: 民航国际地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

航空板块：心怀乐观，迎接复苏：疫情期间我国经济仍保持正增长，我国民航理论需求增速或明显高于疫情前，但供给增速大幅放缓，理论供需缺口已经出现，叠加疫情期间票价改革仍在推进，我们持续看好民航需求复苏后票价显著上行。历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的 PE 估值往往在 10 倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场板块：国际线逐步复苏拉动业绩回暖：我们认为在国内政策显著优化之时，国际航线开放速度可能快于预期。我们认为机场的高净值旅客流量入口地位并未改变，伴随着机场客流复苏，免税租金仍将是未来驱动枢纽机场业绩增长的核心推手，未来机场免税销售额的重要性或大于扣点，继续看好枢纽机场业绩表现。枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转，看好枢纽机场业绩回暖及长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

快递板块

根据国家邮政局最新数据，11 月我国快递业务量收预计出现一定幅度下降，主要因为双十一大促之后，线上消费需求回落，快递业务量降中趋稳，11 月下旬，疫情多点散发，对行业在生产端的揽收和消费端的派送带来较大压力。但 11 月底以来，疫情防控加速优化、快递经营效率加速修复，全国快递件量快速修复，根据交通运输部数据，全国日度快递揽收件量自 11 月 28 日的 2.5 亿件提升至了 12 月 8 日的 3.83 亿件，相比去年 12 月份日均 3.42 亿件的件量，近几日均已经实现了同比正增长。我们预计 12 月快递需求将明显反弹，弥补 11 月的件量损失。

快递上市公司三季度财报均已经完成公布，1)就顺丰来说，公司前三季度实现营业收入 1991.5 亿元（同比增长 46.6%），归母净利润 44.7 亿元（同比增长 149%），扣非归母净利润 38.6 亿元（同比增长 1061%）。公司前三季度虽仍面临局部地区疫情反复及燃油价格高位运行的外部压力，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，公司前三季度毛利率维持稳定（今年 Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 12.3%、12.8%、12.2%），助力公司前三季度业绩同比实现大幅修复：a. 通过不断提高服务质量与差异化产品竞争力，进一步夯实端到端多元物流服务能力，实现健康的产品结构与收入增长（特惠件产品已于今年 7 月正式下线，快运、同城等亏损新业务拓展速度明显放缓）；b. 在成本端，精益化资源规划与成本管控的成果稳固，持续深入多网融通和营运模式优化，网点、中转场、干支线运输资源整合与跨业务板块的资源协同能力增强，伴随业务量回升，网络规模效益持续改善；c. 自 2021 年第四季度起合并嘉里物流的业绩；d. 2022 年 5 月 1 日至 12 月 31 日，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。2)就通达系来说，各公司三季度表现分化明显，a. 从前三季度业务量同比增速的角度来看，圆通、韵达和申通三家 A 股公司中，申通表现最优，其次是中通和圆通，韵达排最后，它们的增速分别为 22.1%、11.6%、8.9%和 1.1%。b. 从三季度单季市占率的角度来看，中通市占率遥遥领先，约 33.2%；韵达和圆通拥有一样的市场份额，约 15.9%；申通市占率排最后，但是申通市占率的同比和环比表现最好，2021 年 Q3、2022 年 Q2 以及 2022Q3 申通市占率分别为 10.3%、11.0%、12.7%。c. 从单票快递价格来看，圆通和韵达的价格相对更加稳定，申通的价格策略相对更加积极，就最近的三季度来说，通达系公司价格表现还算稳健，价格竞争尚且算不上激烈，中通三季度单票价格同比和环比分别为+10.4%、+1.4%，圆通三季度单票快递价格同比和环比分别为+18.0%、-0.5%，韵达三季度单票快递价格同比和环比分别为+24.5%和-2.8%，申通三季度单票快递价格同比和环比分别为+20.3%、-4.6%。d. 从三季度盈利能力角度来看，中通的单票净利最高（约 0.29 元），其次是圆通（约 0.20 元），再其次是韵达（约 0.04 元），最后是申通（盈亏平衡）。其中，中通和圆通的单票快递净利去年四季度以来一直稳定在较高水平上；而对于韵达，因为今年二季度其自己的部分网络爆发疫情，导致其疫情受损明显大于同行，三季度单票快递净利仍然处于历史低位；对于申通，由于其三季度去争取了更大了市占率，导致盈利能力短期仍然承压，单票快递净利环比有所下滑。因此，我们可以看到，前三季度中通和圆通的归母净利润表现亮眼，分别为 46.5 亿元和 27.7 亿元，同比分别为+55%和+191%；韵达和申通归母净利润表现较弱，分别为 7.7 亿元和 2.1 亿元。

投资建议上，今年二、三、四季度是快递需求增长的低点，随着疫情防控优化政策落地，明年快递需求增长有望修复，且通达系之间的良性的价格竞争可持续，圆通和韵达 2023 年 PE 均处于前瞻估值的历史低位水平，维持对圆通和韵达的推荐。对于顺丰来说，其每年资本开支的波动导致其利润具有周期属性，今明两年公司资本开支缩减，而整体物流需求明年有望回暖，明年顺丰的资产利用率有望继续修复，净利润将继续大幅修复，同时考虑到明年年中鄂州机场转运中心投入运营的催化，重点推荐顺丰控股。

物流板块

密尔克卫：三季度利润如期高增，收入受到货代与分销影响

三季度业绩较快增长。2022 年前三季度，公司实现营收 90.93 亿元（+52.84%），归母净利润 4.76 亿元（+58.06%），扣非归母净利润 4.63 亿元（+61.59%）。其中三季度单季营收 28.24 亿元（+13.53%），归母净利润 1.72 亿元（+46.33%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+64.14%），公司业绩保持较快增长。

公司三季度收入或受到海运运价与分销业务影响，但公司高毛利业务增长势头依旧较好，三季度利润率环比较大提升，体现公司强大的抗风险能力。表征国际海运价格水平的 SCFI 指数在 22 年一季度达到季度均值顶点，Q2、Q3 各自有环比 13.2%、22.1% 的下滑。但即便受此影响，由于公司主要与下游大型客户长期合作，货代业务的单位利润波动相对较小，我们认为公司货代业务受到海运价格的影响幅度较为可控。分销方面，我们推测二季度疫情带来公司的扩张速度受到影响。但从利润率角度，公司三季度综合毛利率 11.9%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，净利率达到 6.1%，同比提升 1.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，利润率提升非常显著，背后体现了公司高毛利业务景气度较高。

扩张步履迅速，内生与外延并举。22 年三季度，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70% 股权的交割，南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100% 股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：维持“买入”评级。二季度疫情影响公司分销业务，导致分销团队拓展慢于规划，资金更多分配在物流业务，我们给予 2022-2024 年盈利预测 6.4、9.1、12.5 亿，增速分别为 49%、41%、38%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且盈利质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩仅为 25x，远低于公司的复合增长，维持买入评级，继续推荐。

铁路

大秦铁路三季报点评：货量保持高位，3Q 业绩同比增 25.2%

大秦铁路披露 2022 年三季报。2022 年三季度公司营业收入 198.3 亿，同比增长 4.25%，实现归母净利润 34.95 亿，同比增长 25.24%；前三季度营业收入 58.76 亿，同比增长 1.96%，实现归母净利润 108.10 亿，同比增长 5.44%。

货量高位稳定，营收小幅增长。三季度大秦线货运量 1.10 亿吨，同比增长 8.6%，客运板块由于疫情影响预计仍处于低位，大秦铁路八成收入来自于货运，货量上行带动公司实现小幅增长。

成本微幅提升，费用改善，业绩录得增长。三季度公司营业成本 151.47 亿，同比微增 1.2%，公司毛利润 46.85 亿，同比增 15.6%。费用端，公司各项费用整体低于去年，四项费用率合计 1.37%，同比下降 0.46pct。三季度公司投资收益为 6.06 亿，同比下降 1.41 亿，此外，考虑到公司去年三季度录得 3.3 亿元信用减值损失带来的低基数，公司归母净利润仍同比上升超过两成。

煤炭仍将长期主导我国能源结构，公司高股息率防御属性凸显。煤炭目前以及在未来相当长的时间内仍将是我国能源结构的主要组成部分，大秦铁路仍将是我国西煤东运的核心动脉，预计未来公司运量仍将保持平稳运行。公司前期公告中提及除特殊情况外，每股派发现金股利原则上不低于 0.48 元/股，如顺利完成，预计 2022 年股息率仍在 7% 以上，稳定的高股息使公司防御属性凸显，具备长期配置价值。

投资建议：考虑部分可转债转股造成盈利预测小幅变化，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 122.5 亿、124.4 亿、125.5 亿，同比增长 0.5%、1.6%、0.8%，维持“增持”评级。

中小盘

兰剑智能：专注研发的智能仓储物流系统提供商

兰剑智能是仓储物流自动化行业领军企业。公司始建于 1993 年，是国内领先的智慧物流系统解决方案提供商，目前产品已成功应用于医药、电商、烟草、电力、快运、机械、交通、服装、教育、军工等各个行业，是目前国内少数实现物流设备（多穿系统&堆垛机系统）整体出口海外发达国家的厂商，仓储物流设备系统销售占比约 88%，其余收入为设备系统销售的衍生服务。

仓储物流自动化行业长坡厚雪，行业未来空间较大。在物流总需求提升与总费用下降的矛盾、用工招工难的矛盾，以及我国高端制造持续集群化发展、智能仓储物流设备国产替代趋势已起、制造业与物流业深度融合的催化下，我国智能仓储物流行业有望步入高速发展期。软件层面，虽然大多企业已经运用信息化软件，但是还缺乏系统性；硬件层面，目前我国仍有近一半企业尚未引入自动化设备，中性假设下，2025 年面向制造业的智能仓储物流设备市场空间有望超 2500 亿。

兰剑产品达到国际先进水平，技术优势、多行业的布局、背靠山东大学的工程师红利有望带动公司实现优于行业整体的增长。我们抓取了公司的设备参数并与国际巨头大福、德马泰克等公司的设备进行比较，我们发现公司产品与软件在国际上具备较强竞争力，部分核心参数甚至领先国际巨头，且公司在组织架构上独立设立了研究院，人员上核心技术团队稳定、董事长吴耀华现仍担任山大博导，为公司产品和技术的持续更新迭代打下基础。

兰剑在手订单饱满，超级工厂投产有望带来高增长。公司在手订单规模已连续三期稳定于 10 亿左右，其主要原因或在于其现有工厂仅可以支撑约 10 亿元规模的订单，随着 IPO 募投的超级工厂投产，公司产能有望翻番至 20 亿元规模，预计公司在手订单规模有望回归高速增长，打开公司盈利规模天花板，增速有望超越当前业内领先的今天国际和诺力股份。

盈利预测与估值：美欧日等制造强国均有本土的智能仓储物流巨头，中国作为制造业品类最为齐全的国家，具备较海外更广袤的发展空间，亦有望诞生本土相关领域的巨头，我们认为研发和营销能力或为企业能否走出来的关键，当前兰剑技术实力领先，亦在加大力度培养自身品牌和营销能力，有望持续高增长。我们预计公司 2022-24 年归母净利润 94/139/181 百万元（+17%/47%/32%）。通过与同行公司 2023 年的估值比较，我们认为公司合理估值为 22.73-23.91X，对应目标价 42.96-45.18 元，相对目前股价有 24%-30%溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格超预期上涨、公司研发转化率下降等。

微光股份：收入结构持续优化，原材料成本下行提升盈利能力

22 年三季度收入同比实现微增，利润同比实现较高增长。2022 年前三季度，公司实现营业收入 9.33 亿元（同比+17.4%），归母净利润 2.49 亿元（+47.2%），扣非归母净利润 2.28 亿元（同比+56.6%）；三季度单季公司实现营业收入 2.79 亿元（同比+3.5%），归母净利润 0.87 亿元（+31.3%），扣非归母净利润 0.80 亿元（同比+32.3%）。

ECM 电机收入实现高增长，收入结构持续优化。在国内外宏观经济增长承压且国内疫情反复的大背景下，公司三季度单季总收入同比能够实现 4% 的正增长主要得益于下游冷链需求相对比较稳定以及公司采取“快研发、抢订单”的策略。其中，公司前三季度 ECM 电机销售收入同比增长约 80%（ECM 电机三季度单季的收入增速环比上半年有所回落），ECM 电机销售收入占比估计已经提升至 20% 左右。此外，公司境外销售表现比国内更好，前三季度境外销售收入同比增长约 45%。

受益于原材料成本回落以及人民币贬值，公司利润同比实现较高增长。受益于原材料成本下行以及人民币贬值，公司三季度单季的毛利率同比和环比均有明显提升（21 年 Q3、22 年 Q2 和 22 年 Q3 毛利率分别为 31.6%、33.1%、35.2%），因此三季度利润同比增速明显优于收入增速。同时，人民币贬值还给公司带来了汇兑收益，公司前三季度财务费用为-1940 万元，较去年同期的 171 万元明显改善。

公司扩产稳步推进，增资控股新能源公司。公司在杭州和泰国布局的新产能项目推进顺利，其中，公司以自有资金人民币 4211 万元已经竞得用于杭州扩产的建设用地的使用权，子公司微光泰国也已完成设立登记且签订了土地购买协议。近期，公司董事会同意以自有资金对参股的优安时公司增资 4000 万元，本次增资完成后，公司持股比例由 20% 增至 52%，优安时公司成为公司控股子公司。优安时公

司干法磷酸铁锂产线已经落成，开始试生产，并对外送样形成小规模销售，公司增资将推动优安时公司快速实现规模生产。

风险提示：国内疫情变化；原材料价格波动；ECM 业务拓展低于预期。

投资建议：微幅调整盈利预测，维持“买入”评级。

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.38/4.25/5.29 亿元（22-24 年调整幅度 +0.5%/-2.5%/-3.1%），分别同比增长 33%/26%/24%。考虑到公司虽然短期需求受宏观经济波动影响，但长期成长逻辑不变，维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 20X、15X。

牧高笛：期内利润短期受损，品牌业务仍具增长前景

牧高笛公布 2022 年三季报，单季收入增长稳健但利润承压。公司前三季度实现收入 11.58 亿（+60%）；归母净利润 1.3 亿元（+82.3%）；扣非归母净利润 1.32 亿元（+115.6%）。单三季度营收 2.91 亿元（+56%），归母净利润 1711 万元，同比减少 5%。

1) 外销与其他业务：Q3 单季收入 1.1 亿元，同比增长 14.4%，毛利率 19.6%环比下降但较去年同期高 1.7pct。海外通胀压力下需求受压制，Q2 海运费高企，叠加公司外汇套保上的亏损，净利润受到一定影响。

2) 品牌业务：小牧 Q3 收入 2159 万元，同比减少 11.6%。其中加盟店贡献 1785 万元同比减少 13%，在去库存背景下毛利率降至 20%。大牧 Q3 收入 1.51 亿，同比增长 157%。电商渠道收入 7163 万元；线下收入 7945 万元。公司增加小红书流量投放，销售费用率达 8.9%，短期拉低了净利率但有助于培育潜在消费者。

周边游热度不减，露营经济持续站在风口。动态清零与精准防控背景下，多地倡导假期就地过节，“秋天的第一场露营”受追捧。文化和旅游部数据显示，国庆期间跨省游和省内跨市游的游客比例分别下降了 14.4%和 9.5%；而前往城郊公园、周边乡村、城市公园的游客占比分别达 23.8%、22.6%和 16.8%。国庆长假期间郊野露营热度不减，携程《2022 年国庆假期旅游总结报告》显示，国庆期间露营旅游订单量同比增长超 10 倍，人均露营花费为 650 元左右，较中秋高约 30%。

产品矩阵再度丰富，营销推广力度持续加码。7 月以来，公司推出充气帐篷、黑胶天幕，丰富公司核心单品的款式功能，进一步推出摇曳露营、艺术家王略等联名款产品。渠道上，公司与中青旅遨游网达成合作，露营产品有望进一步铺开，同时积极参与 ISPO、淘宝造物节、Line Friends 内地露营大会、一帐露营会等活动，强化品牌曝光度。

风险提示：原材料成本增加；订单低于预期；行业需求不及预期。

投资建议：公司较早切入精致露营，持续在款式与功能上更新迭代，加大各渠道推广力度，重视品牌特殊性与消费者体验。作为国内户外品牌的头部企业，必然能享受行业红利。考虑到公司在渠道、流量的投放增长，以及通胀对需求的压制，我们下调 2022-2024 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，至 1.55/2.27/2.93 亿。对应当前市值 PE 分别为 25、17、13X，维持“增持”评级。

浙江自然：出口与汇率短期冲击，期待长期成长兑现

浙江自然披露 2022 年三季度业绩。前三季度，公司实现收入 8.03 亿元，同比增长 20.82%，归母净利润 1.99 亿元，同比增长 8.84%，扣非净利润 2.04 亿元，同比增长 19.40%。单看三季度，实现营收 1.68 亿元，同比下滑 1.19%，归母净利润 2493 万，同比下滑 45.44%，扣非后净利润 3990 万，同比增长 2.67%。公司三季度公允价值变动损益影响归母净利润。

毛利率环比上升，汇率波动较大影响整体利润表现。公司 3Q22 毛利率 37.1%，环比上升 1.8 个百分点，同比下滑 0.9 个百分点，但毛利率水平达到 4Q21 以来的高点。三季度单季实现毛利额 6212 万元，同比下滑 4%。今年以来汇率波动幅度较大，公司出于中性原则，对汇率进行套期保值，但汇率的进一步剧烈波动导致 Q3 公司公允价值变动较大，单三季度公允价值变动净收益为-1871 万元，对整体业绩影响较大，剔除非经常性损益影响，公司三季度的扣非净利润 3990 万元，同比增长 2.68%。

深耕户外行业，我们认为公司成长具备韧性。公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。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，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；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。

风险提示：全球经济超预期下滑；国内户外运动行业渗透放缓；公司扩品类速度低于预期

投资建议：维持“买入”评级。公司短期受到出口景气度与汇率的双重夹击，我们将公司 2022-2024 年 3.1、4.0、5.14 亿盈利预测下调至 2.46、3.26、4.16 亿，对应当前市值 PE 分别为 19.6、14.8、11.6x，但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。

华依科技：车载惯导获奇瑞定点，平台化发展把握发展先机

华依科技公布 2022 年三季报，利润实现高增长。公司前三季度实现收入 2.33 亿元(+23.3%);归母净利润 2574 万元(+3.64%);三季度单季营收 1.62 亿元(+55.7%)，归母净利润 4540 万元，上年同期为 2275 万元，同比增长 99.6%。

与宁德时代确认合作，IMU 惯导获奇瑞定点。三季度内，公司与比亚迪签订了约 5000 万元的混合动力专用发动机冷试测试台架订单；同时与宁德时代签订了战略框架协议，按其委托提供相关服务（有效期自 2022 年 09 月 01 日至 2024 年 08 月 30 日）。我们认为两份合作直接为公司带来效益的同时，更是对公司行业地位与产品服务能力的肯定。在自动驾驶惯导产品上，公司于 10 月 11 日收到奇瑞的定点通知，实现从“0”到“1”的突破，利好公司的业务布局和持续发展。

定增方案落地，平台化发展把握行业先机。公司计划向不超过 35 名特定对象募集资金总额不超过 6.95 亿元，用于投资建设新能源汽车动力总成高性能测试中心、智能驾驶测试中心、德国新能源汽车测试中心、组合惯导研发及生产、氢能燃料电池测试研发中心等项目。公司在国内扩建实验室的同时，跟随车企客户产能建设脚步，在德国新建的新能源汽车测试中心，或将成为公司开拓海外市场的落脚点。此外，公司紧跟行业发展前景，布局智能驾驶测试服务与氢燃料汽车开发测试，平台化发展有助于巩固行业地位并增厚利润、开拓新客户。

风险提示：汽车行业增速不及预期；利润率受到市场竞争影响；产能扩张不及预期；惯导元件研发投入进度慢于预期；疫情影响生产与产品交付

投资建议：公司持续研发加强新能源汽车开发测试与服务能力，与比亚迪的合作四季度有望开始产生积极影响。在 2022-2024 年 IMU 产品分别至少实现 3/15/30 个车型配套的股权激励目标下，我们认为公司未来仍有扎实的成长能力。但疫情除了对公司的当期生产经营的影响，对后续的产品在客户验证、收入确认进度上也有影响。同时在定增项目中，新建实验室与测试台架的情况低于我们此前预期。本次下调公司 22-24 年 0.8/1.61/2.3 亿的盈利预测，至 0.7/1.25/2 亿，对应当前市值 PE 分别为 60.5、34、21X，维持“买入”评级。

宏华数科-三季度趋势改善，不改长期趋势

宏华数科披露 2022 年三季报。公司前三季度实现营收 6.97 亿元，同比下滑 0.82%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 14.32%，扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 15.16%。但三季度，公司实现营收 2.35 亿元，同比下滑 4.95 亿元，实现归母净利润 6334 万，同比增长 14.39%，实现扣非净利润 6642 万，同比增长 21.33%。公司营收与利润趋势环比二季度有所改善。

三季度收入环比改善趋势明显，毛利额同比增长。公司三季度收入规模 2.35 亿，同比二季度增长 26.3%，改善较大，下滑幅度大幅收窄。反应公司从二季度华东疫情之后恢复趋势较好。毛利率方面，三季度毛利率 46.6%，环比二季度下滑 0.3

个百分点，维持稳定，但毛利率同比上升 2.91 个百分点，我们预计毛利率的显著提升，与公司出口业务相对强劲以及外销业务采用美元欧元等外币结算相关。受到收入趋势改善与毛利率较高的拉动，公司三季度毛利额同比增长 1.39%。

在建工程显著增长，产能扩张进度顺利。公司三季度末在建工程 2.51 亿，较 2021 年末增加近 1.2 亿。根据半年报，IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”已完成全部基坑围护、地下室工程，1#厂房工程、2#厂房工程、1#配套楼、仓库工程正在装修中，配套工程形象进度完成 60-80%，预计 2022 年四季度土建工程达到预定可使用状态。项目投产后有望为后续的需求回复提供足够支持，同时有望加强规模效应、有助于降本增效。

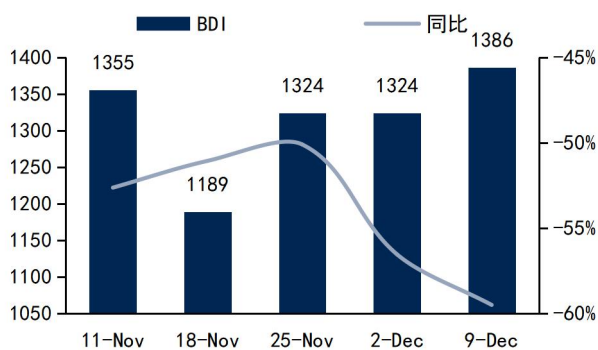
数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

风险提示：宏观经济超预期波动；数码印花渗透率提升低于预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持公司 2022-2024 年盈利预测为 2.81、3.98、5.99 亿，疫情和下游影响为短期，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。

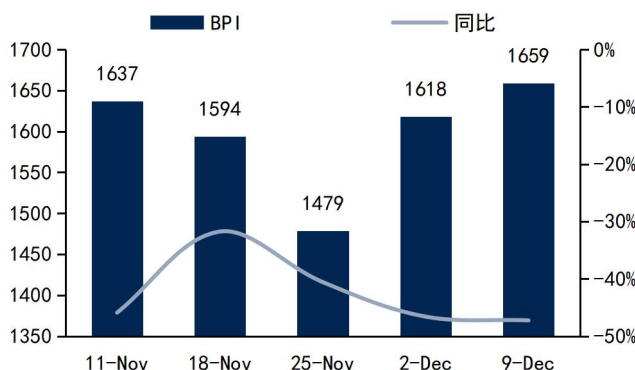
行业数据概览

图 15: BDI 走势



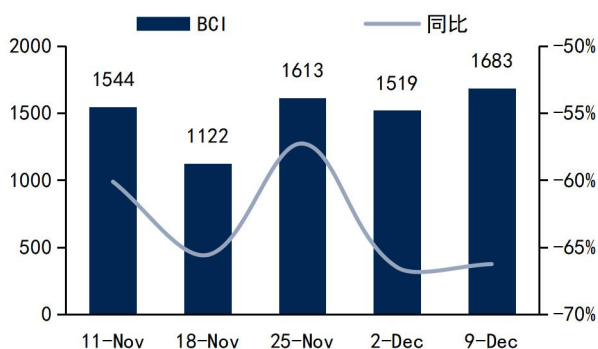
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 16: BPI 走势



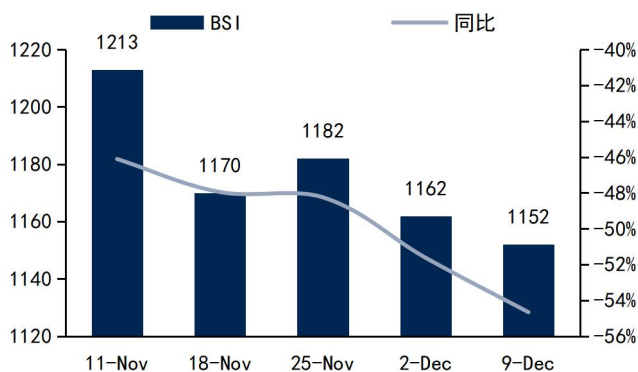
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图17: BCI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图18: BSI 走势



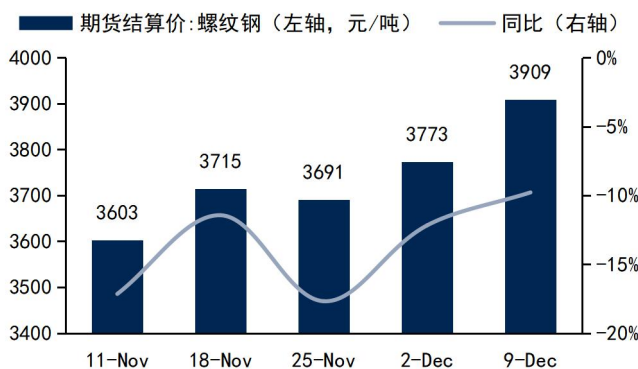
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图19: CDFI 煤炭运价指数



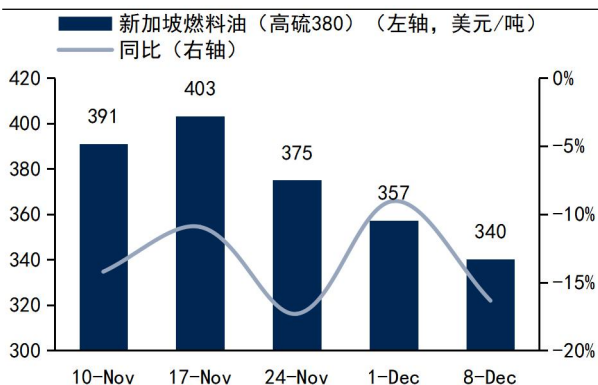
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 螺纹钢期货价格



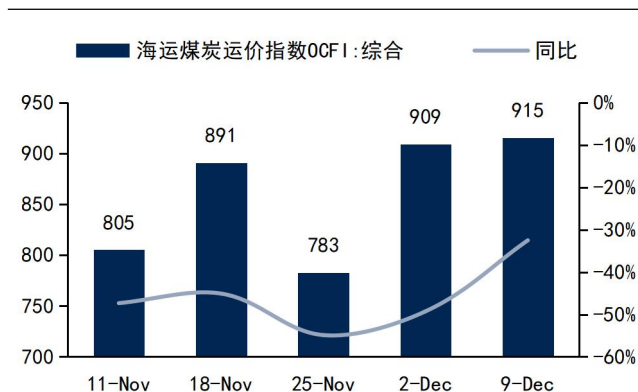
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 新加坡燃料油价格



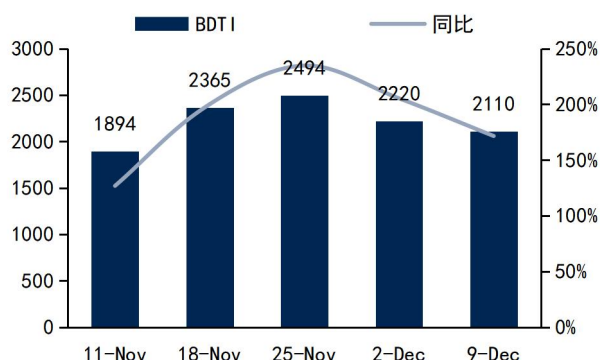
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



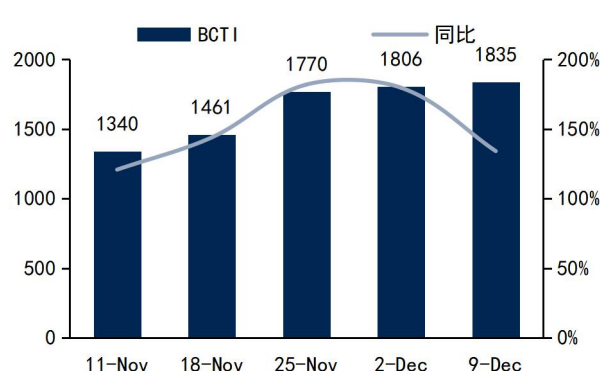
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图23: 原油运输指数 (BDTI)



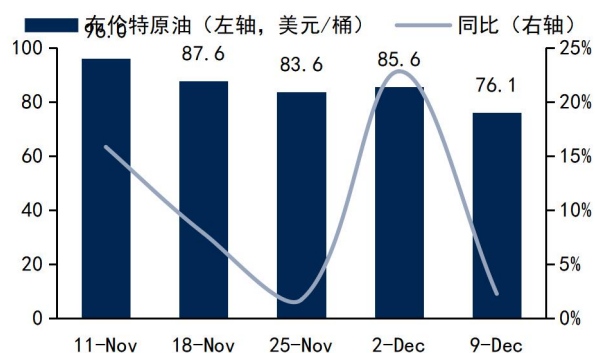
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图24: 成品油运输指数 (BCTI)



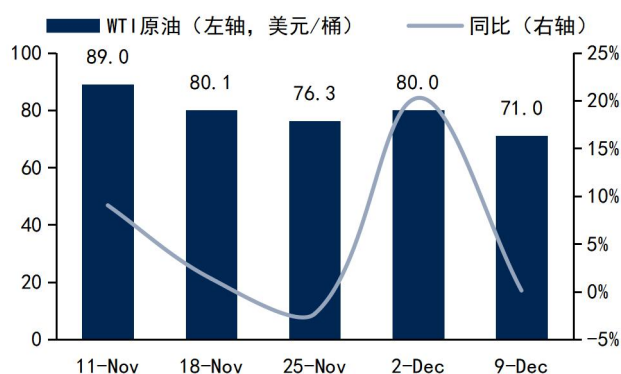
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 国际油价——布伦特原油



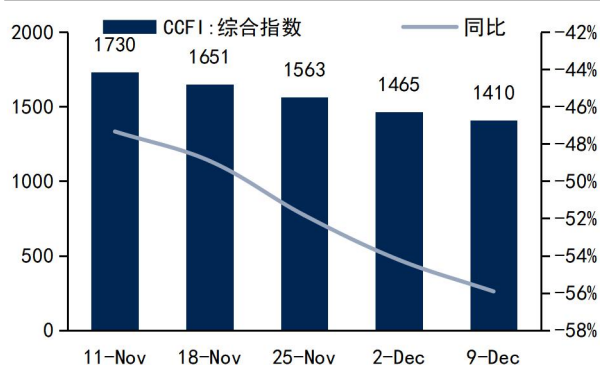
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图26: 国际油价——WTI 原油



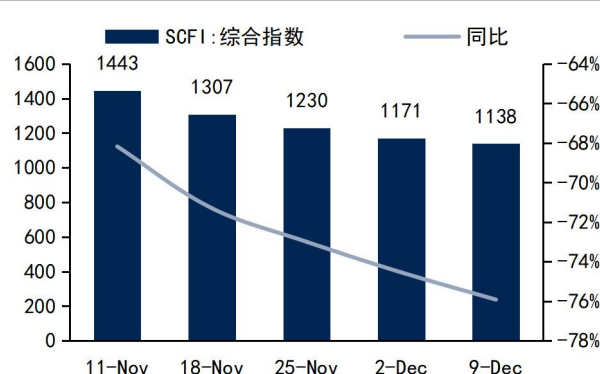
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图27: CCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图28: SCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

交运行业 2023 年度投资策略：阴霾尽散！积极配置快递、出行！（2022-12-04）

行业趋势：疫情反复和复苏预期、中美关系、俄乌冲突是主导 2022 年以来交运板块投资的主要变量，就目前形势看，有以下几点是较为确定的：1. 油运供需格局不断改善，高景气度有望持续；2. 全球恢复正常生产生活节奏的进程不断加速，出行相关的航空、机场、酒店、旅游等场景不断修复；3. 随着疫情防控措施优化，快递行业需求增长有望逐渐修复，行业竞争维持理性。

航空机场：心怀乐观，迎接复苏。乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，当前我们或许已经迎来了出行复苏的曙光。我们继续看好多重弹性加持下的民航供需反转趋势，在供给收紧、需求复苏、票价改革等多因素刺激下航司未来业绩有望创造历史新高。历史上航空股景气高点的 PE 估值往往在 10X 以上，民营航司更高，显著高于传统周期股，当前股价仍未完全反应业绩全面反转的预期，推荐三大航、春秋吉祥华夏航。伴随着国际航线的有序恢复，枢纽机场营收有望逐步恢复，我们继续看好枢纽机场流量入口的垄断地位，继续看好机场免税销售额的持续增长。当前上海机场、白云机场、深圳机场的 PB 估值水平分别为 3.2X、1.8X、1.3X 左右，仍具备向上修复空间，推荐上机、白机，关注深机。

快递：今年二、三、四季度是快递需求增长的低点，随着疫情防控优化政策落地，明年快递需求增长有望修复，且通达系之间的良性格竞争可持续，圆通和韵达 2023 年 PE 均处于前瞻估值的历史低位水平，维持对圆通和韵达的推荐。对于顺丰来说，其每年资本开支的波动导致其利润具有周期属性，今明两年公司资本开支缩减，而整体物流需求明年有望回暖，明年顺丰的资产利用率有望继续修复，净利润将继续大幅修复，同时考虑到明年年中鄂州机场转运中心投入运营的催化，重点推荐顺丰控股。

航运：原油运输预计 23 年需求增长 5.3%，供给增长不足 1%，看好行业 23-24 年供需格局持续改善，成品油受益于炼能东移，预计需求有望持续增长，但是投资上，目前正处淡旺转换的时间点，淡季运价存在短期回落的风险，且当前股价或已包含了较高的“期权价值”，建议等待更合理的买点出现，标的建议关注中远海能；集运目前运价下行趋势较为明显，23 年预计供给增速达 7.8%，远超需求增长，且欧美转弱的消费力导致库存去化需要一定时间，行业仍需等待新的运价平衡点出现，建议关注中远海控。

投资建议：推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

风险提示：宏观经济不及预期，油价汇率剧烈波动，公司经营不及预期。

航空机场行业点评：“新十条”再度减码，出行复苏之路或正式开启（2022-12-07）

2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，提出进一步科学精准划分风险区域，优化核酸检测，优化调整隔离方式，无症状感染者和轻症病例可居家隔离，非高风险地区不得停工、停产、停业，没有疫情的学校开展正常的线下教学活动等相关要求。同日，中国铁路发布消息，自即日起，购买火车票乘车及进出站停止查验48小时核酸证明和健康码，进京防控政策调整时间另行通知。此外，卫健委发言人表示，对入境人员管理等外防输入的措施，也将依法依规逐步推进、加快推进，进一步优化完善。

11月11日二十条公布以来，防疫政策优化“走小步，不停步”，近期各地陆续松绑属地内防疫措施，“新十条”更是全国范围定调防疫政策进一步优化，我们认为出行复苏之路或已开启。我们在12月4日发布的2023年交运行业投资策略报告《阴霾尽散！积极配置快递、出行！》中提出，乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，“第九版”、“二十条”出台后，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短。

航空板块：心怀乐观，迎接复苏：疫情期间我国经济仍保持正增长，我国民航理论需求增速或明显高于疫情前，但供给增速大幅放缓，理论供需缺口已经出现，叠加疫情期间票价改革仍在推进，我们持续看好民航需求复苏后票价显著上行。历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的PE估值往往在10倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场板块：国际线逐步复苏拉动业绩回暖：我们认为在国内政策显著优化之时，国际航线开放速度可能快于预期。我们认为机场的高净值旅客流量入口地位并未改变，伴随着机场客流复苏，免税租金仍将是未来驱动枢纽机场业绩增长的核心推力，未来机场免税销售额的重要性或大于扣点，继续看好枢纽机场业绩表现。枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转，看好枢纽机场业绩回暖及长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

投资建议

交运板块：

疫情反复和复苏预期、中美关系、俄乌冲突是主导 2022 年以来交运板块投资的主要变量，就目前形势看，有以下几点是较为确定的：

1. 油运供需格局不断改善，高景气度有望持续；
2. 全球恢复正常生产生活节奏的进程不断加速，出行相关的航空、机场、酒店、旅游等场景不断修复；
3. 随着疫情防控措施优化，快递行业需求增长有望逐渐修复，行业竞争维持理性。

推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、白云机场、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

中小盘：推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技，推荐三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注凯立新材、牧高笛。

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。

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