

交通运输仓储行业研究

买入（首次评级）

行业中期年度报告

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

wangkaijie@gjzq.com.cn

2023 年度策略：布局疫后修复标的，关注份额提升龙头

投资建议

- **行业策略：**关注两条主线，注重结构性机会。1、疫后修复：国务院发布“新十条”，各地防疫政策优化，全国生产生活逐步恢复正常，政策将极大缓解人员出行的限制，释放被抑制的需求，消费需求将回暖，重点关注快递、航空机场、油运。2、份额提升：因疫情地缘政治因素以及外部环境不确定性，头部企业份额有望提升，拥有优质资产资源类的企业价值更加凸显，重点关注危化品物流、大宗供应链物流。
- **推荐组合：**推荐细分行业的高弹性品种，建议重点关注顺丰控股、春秋航空、中国国航、上海机场、宏川智慧。

行业观点

- **快递物流疫后恢复可期。**预期疫后宏观经济恢复，消费回暖，将刺激快递业务量强劲复苏。过去两年网购渗透率维持高位，快递件量突破千亿。短期疫情影响增速，长期行业增长趋势不改。**电商快递：**行业监管趋严，价格竞争趋缓，快递企业更加注重服务质量，业绩有望持续兑现，看好需求回暖带来的基本面修复。**时效快递：**顺丰直营模式打造品牌优势，盈利能力持续修复，看好业务结构优化。**快运：**竞争格局改善，看好业绩持续恢复。
- **布局出行链疫后修复机会。**防控政策优化，助力出行恢复，航班量加速回升，航空机场盈利将持续修复。预计 2023 年底国际航线经营恢复常态。**航空：**受制于订单缺乏和利用率恢复尚需爬坡，未来两年航司运力增速放缓较为确定，随着需求回暖，供需缺口将显现，叠加票价市场化效应释放，航司业绩将大幅反弹。复盘历史经验，业绩改善将催化航司股价修复。预计民营航司率先恢复盈利。**机场：**业绩改善确定性强，预计国内将率先恢复，国际将加速恢复，提供离岛免税业务的机场有望率先修复，国际枢纽机场的盈利能力完全修复仍有待国际线放开。
- **关注油运复苏机会。****油运：**供需有望改善，周期景气将上行。需求端，原油消费将复苏；OECD 商业原油存在补库需求；中国疫后需求回暖；航距拉长有望带动吨海里需求增长。供给侧，行业有望迎来老旧船舶拆船高峰期；油轮新订单占现有运力比例降至近 20 年以来最低水平；环保政策加速运力出清，进一步压缩供给。供给侧收缩趋势较强，若需求如期恢复，油运板块将迎来复苏。看好油运大周期，受国内恢复节奏预期 2023 年下半年表现更优。
- **关注头部企业份额提升机会。****危化品物流：**监管趋严，不合规中小企业退出，头部企业持续提升市场份额，重点企业四季度产能投放较多，份额提升可期。**大宗供应链：**大宗商品一体化供应链服务企业，占据大宗商品资源、和物流基础设施，我国大宗供应链企业 CR4 仅为 5%，距美日 CR4 有较大差距，龙头份额有望持续提升。

风险提示

- 价格战超预期风险、疫情影响超预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

内容目录

一、疫后修复：各地防疫政策优化，重点关注快递和出行链复苏	6
1、快递：预期宏观经济恢复消费回暖，业绩有望持续改善	6
1.1 快递行业：业务量增速短暂下降，疫情不改长期增长趋势	6
1.2 电商快递：监管下价格战趋缓，利润将持续修复	8
1.3 时效快递：顺丰业务分层满足需求，鄂州机场投运降本增效	10
1.4 快运行业：德邦受益于快运格局改善，携手京东发挥协同效应	12
1.5 投资建议：看好疫后修复机会，重点推荐直营快递	13
2、航空机场：疫后出行恢复，盈利弹性释放	13
2.1 民航业：国内疫情影响显著，经营已从底部回升	13
2.2 航司：短期业绩承压，中期业绩将反弹	15
2.3 机场：政策影响驱动，静待行业复苏	21
2.4 投资建议：前景乐观，重点推荐航空	23
3、油运：油运供需有望改善，周期景气将上行	24
3.1 油运回顾：地缘政治冲突带动油运运价上涨	24
3.2 油运展望：供给侧有望放缓，关注需求复苏机会	25
3.2 投资建议：关注油运板块复苏机会	29
二、份额提升：外部环境不确定性，有利于头部企业份额提升	30
1、危化品物流：竞争格局良好，龙头份额提升	30
1.1 监管趋严，龙头业绩增长确定	30
1.2 投资建议：龙头份额将继续提升，关注物流板块成长机会	33
2、大宗供应链物流：行业集中度不断提升，头部企业效应将逐步兑现	34
2.1 大宗商品市场空间广阔，行业整合加速集中度提升	34
2.2 投资建议：市场极度分散，龙头市占率提升可期	35
三、风险提示	35

图表目录

图表 1：2022 年 1-10 月社会消费品零售总额增长 16%	6
图表 2：2022 年 1-10 月实物商品网上零售额增长 11%	6
图表 3：2022 年 1-10 月全国快递业务量增速放缓至 4%	6
图表 4：2022 年 1-10 月全国快递业务收入增速放缓至 3%	6
图表 5：2020 年疫情爆发初期快递件量曾大幅下降，随后迅速回补	7
图表 6：2022Q3 通达系件量同比增速普遍高于行业增速	7
图表 7：通达系市占率不断提高	7

图表 8: 2022 年 10 月快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 同比增加 4pct	7
图表 9: 2021 年监管叫停快递“价格战”	8
图表 10: 监管下快递单价企稳回升	8
图表 11: 2021Q4 起通达系单票收入持续增加	9
图表 12: 通达系单票收入降幅缩窄	9
图表 13: 通达系单票中转成本进一步下降	9
图表 14: 2022 年前三季度中通、韵达资本开支增速放缓	10
图表 15: 中通快递的车辆自有率及自动化率不断提升	10
图表 16: 2022Q3 通达系快递公司盈利规模普遍增长	10
图表 17: 2022Q3 通达系快递公司盈利能力普遍增长	10
图表 18: 2022Q3 顺丰营业收入同比增长 45%	11
图表 19: 2022Q3 顺丰归母净利润同比增长 89%	11
图表 20: 2019-2022H1 顺丰消费类和工业类件量占比提升	11
图表 21: 鄂州机场规划	11
图表 22: 德邦股份单公斤价格回升	12
图表 23: 京东物流与德邦股份资源互补	12
图表 24: 年初至今快递指数跑赢沪深 300 指数	13
图表 25: 年初至今主要快递企业累计涨幅	13
图表 26: 2022 年 3-4 月全国新冠肺炎确诊人数大幅增加, 近期增幅明显	13
图表 27: 2022 年 10 月民航国内客运量仅为 2019 年同期 32%	14
图表 28: 疫情以来民航国际客运量维持低位	14
图表 29: 国务院联防联控机制发布十条进一步优化落实疫情防控的措施	14
图表 30: 12 月 7 日“新十条”发布后全国客运航班量持续回升	15
图表 31: 2022H2 国际客运航班量持续恢复	15
图表 32: 机队周转偏低, 单位 ASK 营业成本显著增长	16
图表 33: 国内航油出厂价 5 月同比涨幅高达 97%	16
图表 34: 2022Q2-Q3 人民币汇率持续贬值	16
图表 35: 2022Q3 多家航司仍亏损	16
图表 36: 一度扭亏的春秋、吉祥航空净利率亦大幅下滑	16
图表 37: 2009-2010 年曾出现明显供需差	17
图表 38: 2009-2010 年大幅供需差下, 业绩出现明显反弹	17
图表 39: 老年人新冠疫苗接种率持续增长	17
图表 40: 国内药企已布局轻中症新冠小分子治疗药物	17
图表 41: 2003 年非典、2008 年金融危机后, 航空需求均恢复增长	18
图表 42: 美国航司航班量为 2019 年 83% (12 月 12-18 日)	18

图表 43: 欧洲日均航班量为 2019 年 86% (12 月 1 日-7 日)	18
图表 44: 2021 年五一假期全行业国内票价高于 2019 年	18
图表 45: 2021 年五一假期全行业国内运输量高于 2019 年	18
图表 46: 新冠疫情以来国际线几乎停滞, 需求大幅回落	19
图表 47: 2020-2021 年航司飞机引进放缓	19
图表 48: 2022.1-11 主要航司引进飞机速度降低	19
图表 49: 未来 2 年三大航机队增速仍然较为缓慢	20
图表 50: 疫情以来飞机日利用率严重不足	20
图表 51: 2022 年多条干线的全票价再次上调	21
图表 52: 2022Q3 四大机场旅客吞吐量大幅下降	21
图表 53: 2022Q2-Q3 机场亏损额创新高	21
图表 54: 2022 年 1-9 月各大机场国际客流较 2019 年降幅均超 95%	22
图表 55: 上海机场免税租金收入下降	22
图表 56: 机场是免税销售的主要渠道 (2019 年)	22
图表 57: 中国中免机场免税销售收入占比近六成	22
图表 58: 中国机场免税市场规模将恢复增长	23
图表 59: 年初至今航空指数跑赢沪深 300 指数	23
图表 60: 年初至今主要航司累计涨幅	23
图表 61: 年初至今机场指数 vs 沪深 300 指数	24
图表 62: 年初至今主要机场公司累计涨幅	24
图表 63: 2022 年 BDTI、BCTI 综合指数明显上涨	24
图表 64: 俄乌冲突以来, VLCC 运价 TCE 水平大幅上涨	25
图表 65: TD3C 航线运价明显上涨	25
图表 66: 俄乌冲突以来, BCTI 指数大幅上涨	25
图表 67: TC7 航线运价明显上涨	25
图表 68: 预计 2022 年液态燃料消耗约为 2019 年 99%	26
图表 69: OECD 商业原油库存处于近 5 年内最低水平	26
图表 70: 俄油替代——从橙色改为紫色, 运距拉长	26
图表 71: 越来越多的俄罗斯原油流向印度和中国等地, 运距拉长 3-4 倍	26
图表 72: 2022 年全球新冠确诊人数高位回落	27
图表 73: 交通运输行业是石油产品的最大消费行业	27
图表 74: 交通运输行业消费石油产品的占比不断提升	27
图表 75: 2022 年原油轮在手订单占现有运力 DWT 比例跌至 8.03%	27
图表 76: 2022 年 VLCC 在手订单占现有运力 DWT 比例跌至 7.64%	27
图表 77: 油轮订单逐年减少	28

图表 78: VLCC 订单逐年减少	28
图表 79: 上一波较大的交付在 2010 年前后	28
图表 80: 原油运输船队中 15 年以上船龄占比达到 30%	28
图表 81: 新船造价大幅增长	28
图表 82: 节能型船舶与非节能型船舶租金差异较大	29
图表 83: 年初至今航运指数跑赢沪深 300 指数	29
图表 84: 年初至今主要航运公司累计涨幅	29
图表 85: 预计 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 亿元	30
图表 86: 多部门对岸线资源的管理	31
图表 87: 危化品航运运力供给严格受国家控制, 竞争壁垒高	31
图表 88: 2021 年沿海省际化学品运输量同增 10.6%	32
图表 89: 2021 年沿海成品油运输量同增 4%	32
图表 90: 2021 年沿海液化气运输量同增 30.6%	32
图表 91: 2020 年危化品水路运输方式占比升至 23%	32
图表 92: 2022H1 我国化学品船总运力 133.2 万载重吨	32
图表 93: 2022H1 我国油船总运力为 1137.5 万载重吨	32
图表 94: 2022H1 我国液化气船总运力为 28.4 万载重吨	33
图表 95: 2019-2022H1 年主要公司运力市占率提升	33
图表 96: 年初至今物流指数跑赢沪深 300 指数	34
图表 97: 年初至今主要物流公司股价累计涨幅	34
图表 98: 2022.1-10 月全国黑色金属冶炼营收 7.3 万亿元	34
图表 99: 2022.1-10 月全国有色金属冶炼营收 6.2 万亿元	34
图表 100: 2022.1-10 月全国农副产品营收 4.6 万亿元	34
图表 101: 2022.1-10 月全国化学原料及制品制造业营收 7.6 万亿元	34
图表 102: 国内大宗供应链 CR4 市场占有率远低于国际水平	35
图表 103: 年初至今物流指数跑赢沪深 300 指数	35
图表 104: 年初至今主要大宗供应链公司股价累计涨幅	35

一、疫后修复：各地防疫政策优化，重点关注快递和出行链复苏

国务院发布“新十条”，各地防疫政策优化。2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布十条进一步优化落实疫情防控的措施，将交通物流从业人员纳入“白名单”管理。伴随全国多地优化疫情防控措施，消费潜力释放。全国生产生活逐步恢复正常，政策将极大的缓解人员出行的限制，释放被抑制的出行需求。建议重点关注快递、航空机场、油运。

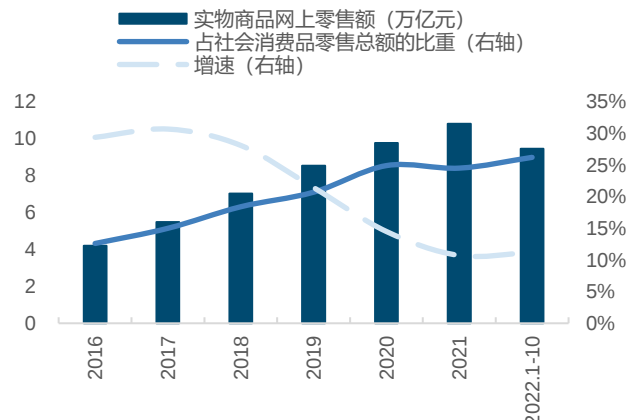
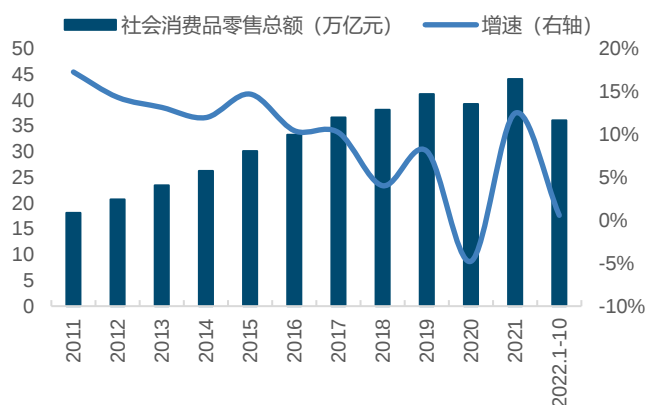
1、快递：预期宏观经济恢复消费回暖，业绩有望持续改善

1.1 快递行业：业务量增速短暂下降，疫情不改长期增长趋势

2022年网购渗透率维持高位。2022年1-10月社会消费品零售总额达36万亿元，同比增长1%，实物商品网上零售额9.5万亿元，同比增长11%，占社会消费品零售总额的比例升至26.2%。

图表1：2022年1-10月社会消费品零售总额增长16%

图表2：2022年1-10月实物商品网上零售额增长11%



来源：Wind，国金证券研究所

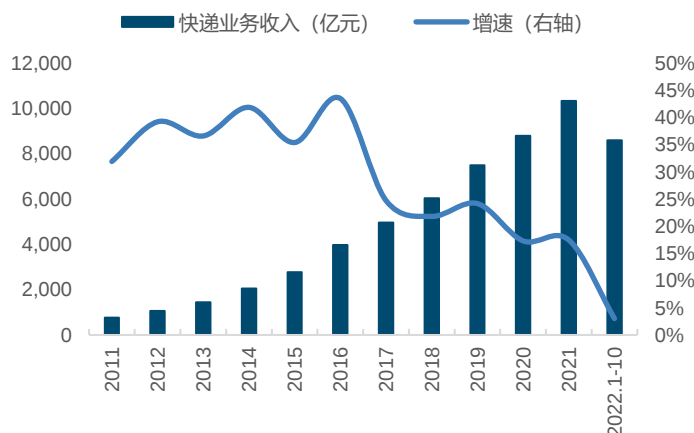
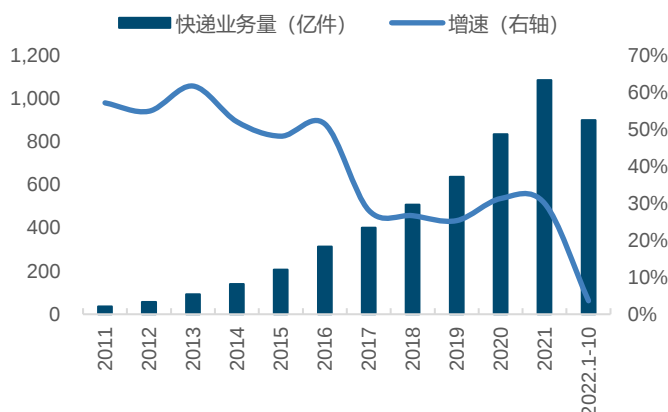
来源：Wind，国金证券研究所

2022年行业增速放缓。2022年1-10月全行业快递业务量899亿件，同比增长4%；快递业务收入8591.3亿元，同比增长3%。受国内疫情反复影响，2022年10月快递业务量为98.6亿件，同比下降0.9%。

疫情不改行业长期增长趋势。参考历史经验，2020年1-2月疫情爆发初期，快递件量曾大幅下降，随后2020年3月起迅速回补，恢复至20%以上增速，2020全年增速恢复至31%，高于2019年。“新十条”后，防疫政策逐步放开，各地复工复产推进，抑制的消费需求有望释放。预计伴随消费回暖，2023年快递行业件量将重回双位数增长。

图表3：2022年1-10月全国快递业务量增速放缓至4%

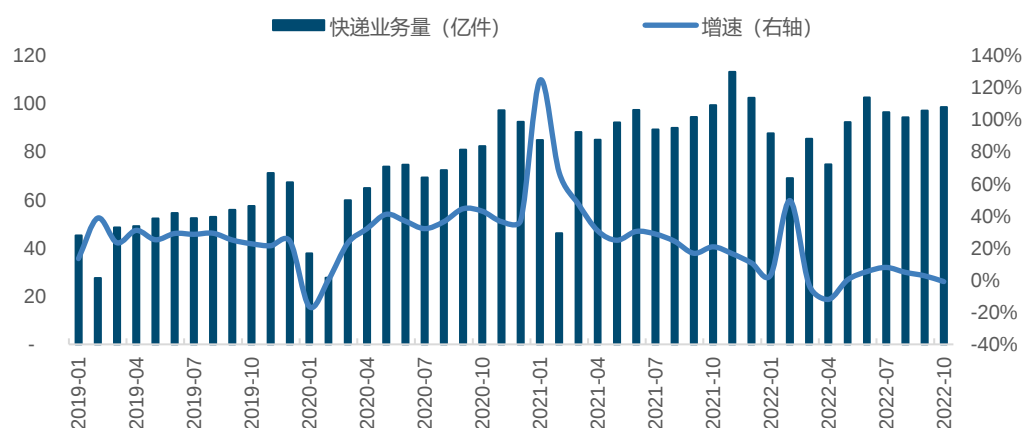
图表4：2022年1-10月全国快递业务收入增速放缓至3%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表5：2020年疫情爆发初期快递业务量曾大幅下降，随后迅速回补

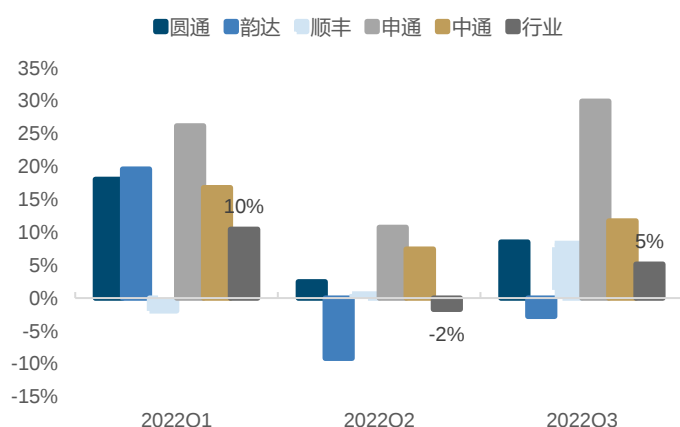


来源：Wind，国金证券研究所

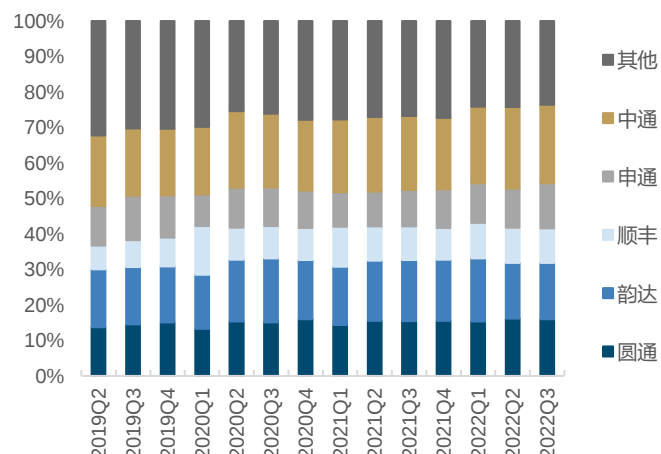
强者恒强，行业集中度进一步提升。2022Q3 圆通、韵达、中通、申通业务量同比增速分别为 9%、-3%、12%、30%，除韵达外均高于行业增速的 5%。2022Q3 中通市占率为 22%，韵达为 16%，圆通为 16%，申通为 13%，顺丰为 10%。2022 年 10 月快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 达 84.8%，同比增加 4pct。

图表6：2022Q3 通达系件量同比增速普遍高于行业增速

图表7：通达系市占率不断提高



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：2022 年 10 月快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 同比增加 4pct



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 电商快递：监管下价格战趋缓，利润将持续修复

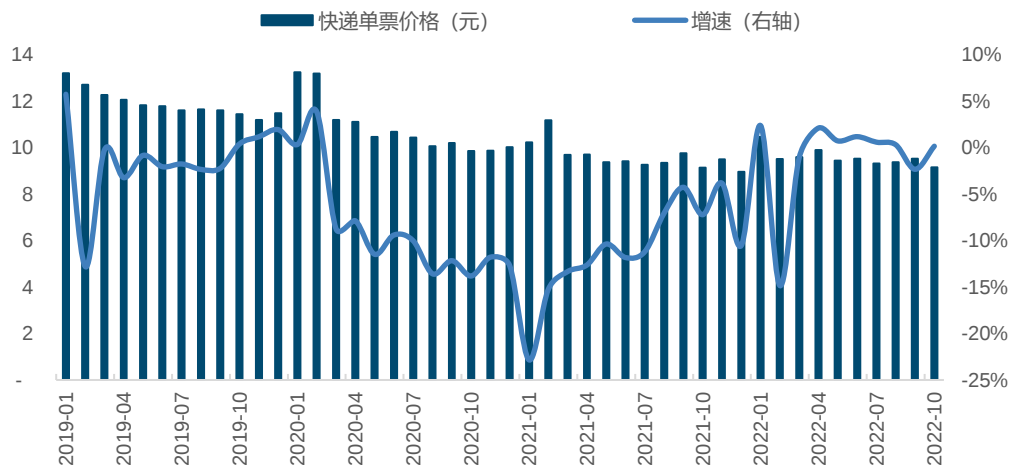
快递市场监管效应持续，快递单价企稳回升。2021 年政府发布一系列监管条例叫停快递“价格战”，限制快递行业非理性低价竞争。2022 年监管效应持续，2022 年 10 月全国快递单票收入为 9.15 元，同比+0.2%。预计 2023 年单票价格持平，快递公司集中精力进行产品分层，从结构端实现收益优化。

图表9：2021 年监管叫停快递“价格战”

时间	政策	内容
2021.4.22	浙江省政府第 70 次常务会议审议通过《浙江省快递员促进条例（草案）》	限制低价竞争：规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术等手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。
2021.7.2	市场监管总局《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	整治“低价倾销”：为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，扰乱正常的生产经营秩序，损害国家利益或者其他经营者的合法权益的，责令改正，没收违法所得，可以并处违法所得 5 倍以下的罚款，情节严重的，责令停业整顿，或者吊销营业执照。
2021.7.8	国家邮政局、国家发展改革委等联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》	保障快递小哥基本权益：提出利益分配、劳动报酬、社会保险、作业环境、企业主责、规范管理、网络稳定、职业发展等八项任务措施，初步明确了做好快递员权益保障工作的路径。
2021.9.29	浙江省人大常委会通过《浙江省快递业促进条例》	规范快递经营服务：快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务。电子商务平台经营者应当为快递经营企业提供必要的信息，不得利用服务协议、交易规则以及技术等手段进行不合理限制或者附加不合理条件。快递服务平台经营者应当坚持公平、公正、开放的原则，无正当理由不得禁止或者限制其他快递经营企业进入。

来源：市场监管总局、国家邮政局，国金证券研究所

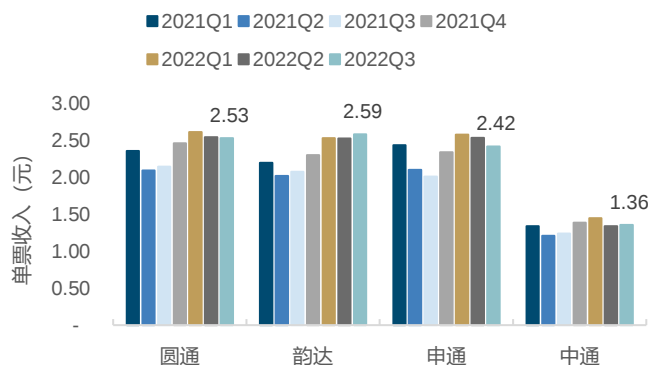
图表10：监管下快递单价企稳回升



来源：Wind，国金证券研究所

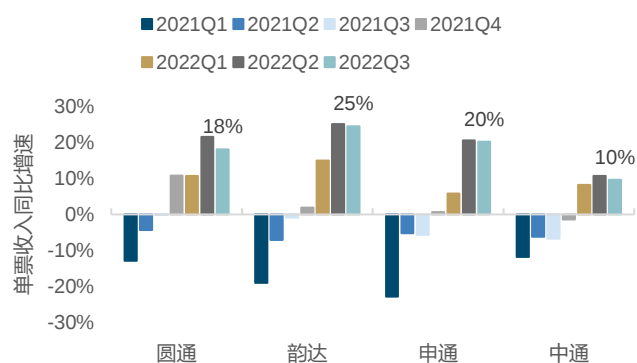
监管加强，通达系单票收入同比增长。自 2021Q4，电商快递单票收入降幅逐步收窄，并延续至 2022Q3。2022Q3 圆通单票收入为 2.53 元，同比增加 18%；韵达 2.59 元，同比增加 25%；申通 2.42 元，同比增加 20%；中通 1.36 元，同比增加 10%。

图表11：2021Q4起通达系单票收入持续增加



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

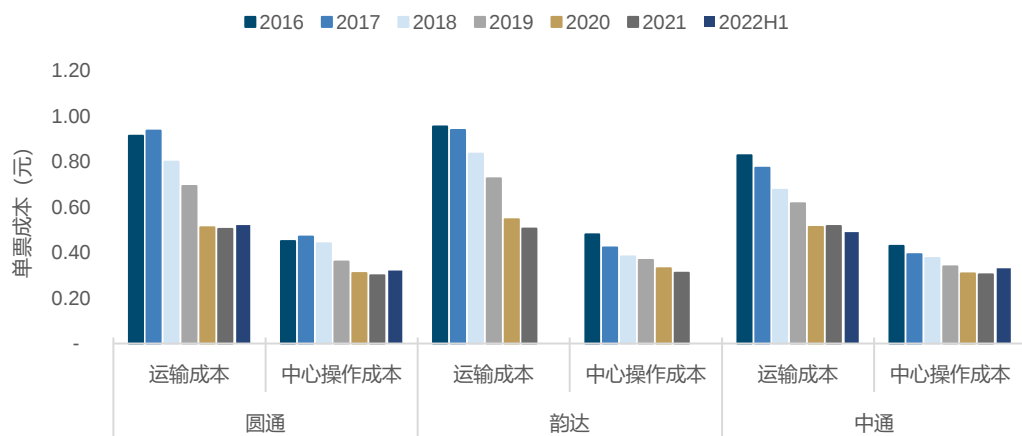
图表12：通达系单票收入降幅缩窄



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

规模效应继续体现，单票成本维持平稳。伴随件量的增长，快递公司单票中转成本维持平稳。2022 年上半年圆通单票中转成本为 0.84 元，同比增加 5%；中通为 0.82 元，与 2021 年持平。其中，运输成本因油价上涨及高速优惠取消而出现回升。

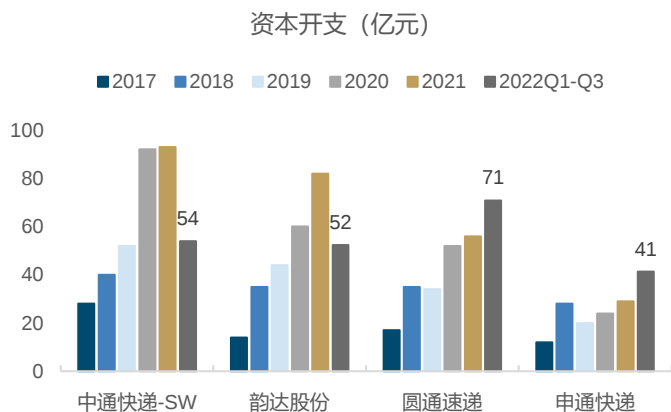
图表13：通达系单票中转成本进一步下降



来源：Wind，国金证券研究所

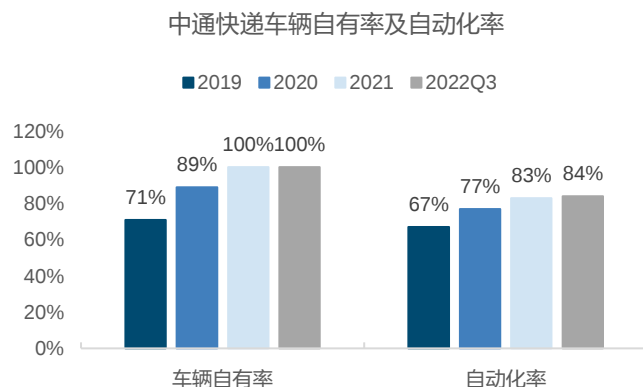
资本开支节奏放缓，成本压力有望减轻。快递公司经过数年产能扩张，资本开支进入后半程，近年来中通、韵达的资本开支增速放缓，预计趋势将延续。中通快递作为电商快递龙头，其资本开支节奏具有重要参考意义。2021 年底，中通快递的车队自有化率已达 100%，自动化率亦不断提升，可供提升的空间有限。

图表14：2022年前三季度中通、韵达资本开支增速放缓



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

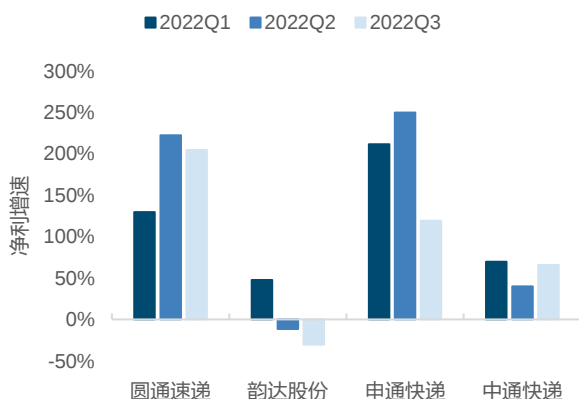
图表15：中通快递的车辆自有率及自动化率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

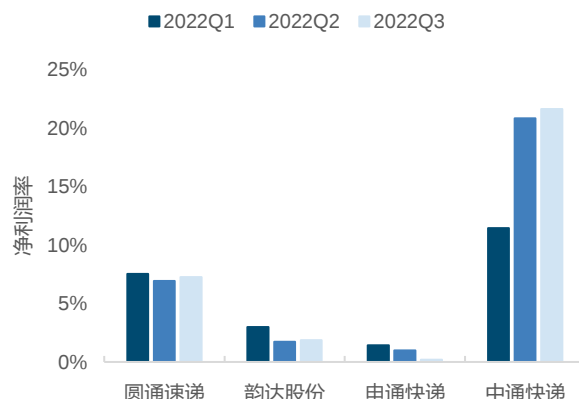
电商快递盈利能力回升，2022Q3 持续修复。2022Q3 圆通实现净利润 10 亿元，同比增加 205%，净利率 7%；韵达实现净利润 2.3 亿元，同比增加-30%，净利率 2%；申通实现净利润 0.2 亿元，同比增长 119%，净利率 0.2%；中通实现净利润 19.3 亿元，同比增加 66%，净利率 22%。

图表16：2022Q3 通达系快递公司盈利规模普遍增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表17：2022Q3 通达系快递公司盈利能力普遍增长



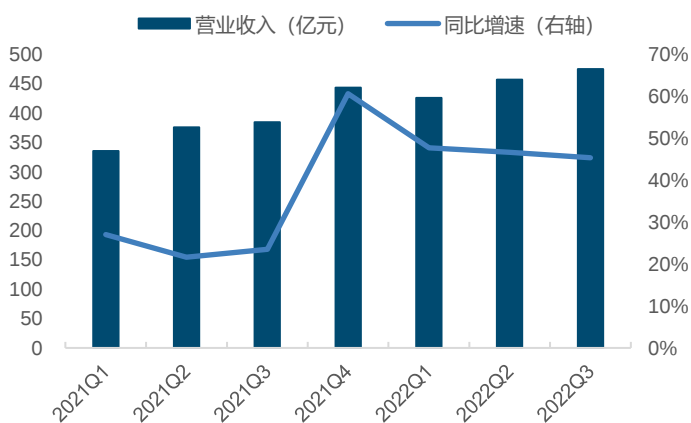
来源：Wind，国金证券研究所

1.3 时效快递：顺丰业务分层满足需求，鄂州机场投运降本增效

顺丰直营模式打造高品质服务，客户满意度和时效排名第一。直营模式下，快递公司总部对核心资源控制力度强，分支机构高执行力保证了服务质量和效率，提升用户体验。在国家邮政局发布的《关于 2020 年快递服务满意度调查和时限测试结果的通告》中，顺丰连续 12 年蝉联“快递企业总体满意度”第一名，在快递服务时限准时率测试结果中全部指标位列第一。

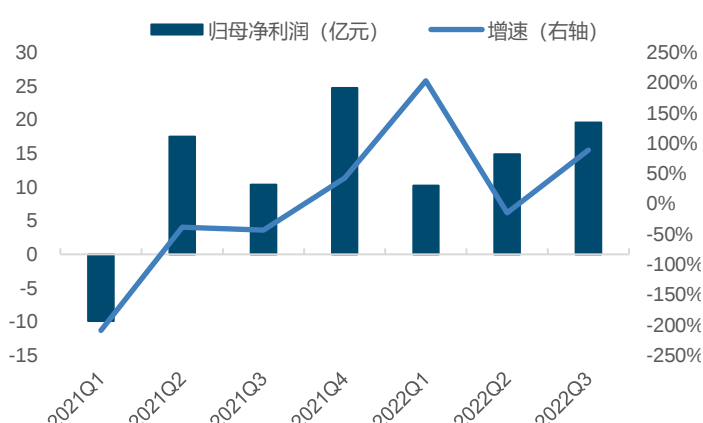
顺丰盈利能力持续修复。2022Q3 顺丰实现营业收入 475 亿元，同比增长 45%，归母净利润 20 亿元，同比增长 89%。毛利率 12%，净利率 3%。主要源于：(1) 持续聚焦核心物流战略，强调可持续健康发展；(2) 主动调优产品结构，减少低毛利产品件量；(3) 坚持精益化成本管控，提高投入产出效率，持续推进四网融通，加强场地、线路资源整合，加强春节期间跨业务板块的资源协同；(4) 业务盈利能力改善，新业务同比减亏；(5) 2021Q4 起合并嘉里物流。

图表18: 2022Q3 顺丰营业收入同比增长 45%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 2022Q3 顺丰归母净利润同比增长 89%

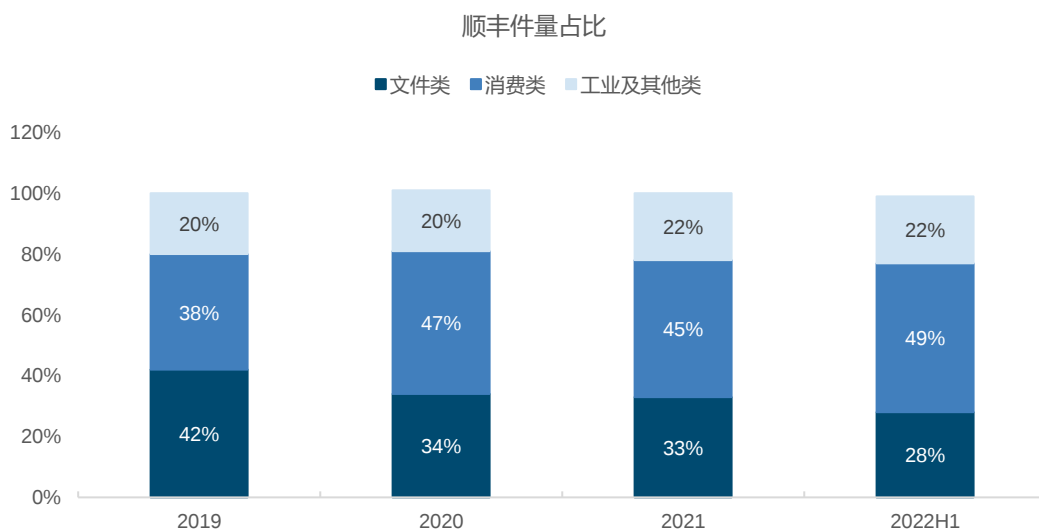


来源: Wind, 国金证券研究所

时效件业务结构改善, 业务量有望维持稳定增长。发票电子化趋势并不影响公司在时效件领域的优势, 纯文件合同类和信用卡类时效件每年仍有增长。同时, 公司时效件覆盖场景增多。顺丰时效件的构成中, 49%来自消费品类, 如时令水果的寄递, 22%来自工业生产。时效件结构的变化, 将持续驱动时效业务的稳定增长, 预计件量增速仍有望维持在双位数。

顺丰控股目前接入 20 多个平台的退货件业务。2022 年公司时效件业务新增退货件类别, 退货件利润较高。我国电商的退货率高达 25%, 每天的退货件大约有 1500 万单。目前顺丰已接入超 20 个平台的退货件业务, 预计业务量将持续增加。

图表20: 2019-2022H1 顺丰消费类和工业类件量占比提升



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

鄂州机场投用将提升时效性并改善成本, 成为业绩增长点。2022 年 7 月, 鄂州机场正式投用, 其中机场转运中心预计在 2023 年安装调试就绪之后投入使用。鄂州花湖机场将建成以全货机运作为主的 4E 级机场, 独立平行双跑道, 1.5-2 小时飞行能覆盖经济人口占全国 90%的地区, 将在我国中部地区形成辐射全国的速递物流型货运枢纽, 重塑我国民航的航空货运市场结构。投用后, 将提升顺丰快递的时效性, 同时降低单位成本。

图表21: 鄂州机场规划

时间	目标
2025 年	航空货邮吞吐量达到 245 万吨, 年旅客吞吐量 100 万人次, 多式联运综合交通体系基本建成, 实现天河——鄂州机场互联互通, 客运消费性服务体系及生活出行配套设施基本完备。集聚一批具有国际竞争力的知名品牌和优势企业, 经济总量达到 1500 亿元, 实现税收 120 亿元。

2045 年	航空货邮吞吐量达到 765 万吨，年旅客吞吐量 1500 万人次。临空产业带动传统产业转型升级，区域经济跨越发展。形成全方位扩大对外开放的多组团集约紧凑发展的生态城市，成为航空货运特色鲜明、功能优势突出、高端产业集聚、公共服务高效、绿色生态宜居的临空经济区。
--------	---

来源：鄂州市招商网，国金证券研究所

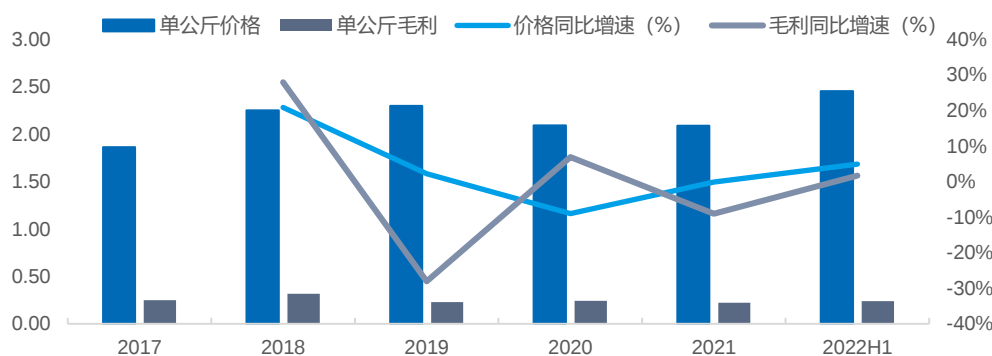
1.4 快运行业：德邦受益于快运格局改善，携手京东发挥协同效应

快运竞争格局优化，形成双寡头垄断。高端快运具有高壁垒，京东、顺丰、德邦通过直营网络和差异化服务占据高端快运市场。2022 年随着京东物流完成对德邦股份的收购，中高端快运形成了双寡头的高集中度的竞争格局——京东系（京东物流+德邦股份+跨越速运）与顺丰速运。

高端快运价格竞争转向，盈利能力有望回升。2019-2020 年，高端快运市场头部竞争加剧，行业价格受到抑制。除中通外，2020 年各家零担企业单公斤价格均有下滑。随着物流行业整体向高质量发展，2021 年企业经营重心从市占率开始转向盈利能力，行业价格有望持续回暖。

德邦单价逆周期上行。2022H1 德邦单公斤价格为 2.45 元，同比上涨 4.9%，相较 2021 年均价上涨 17.2%。考虑到快运竞争格局优化，以及顺丰等对价格上涨动力充足，我们认为大件快递及快运市场价格有望继续上涨。此外，公司持续成本管控，价格上涨下单公斤毛利或将持续受益。

图表22：德邦股份单公斤价格回升



来源：公司公告，国金证券研究所

京东物流入股德邦，整合机遇大于风险。京东物流背靠京东集团，拥有领先于传统物流企业的稳定的商流、信息流与资金流。而德邦股份多年经营已构建成熟的快运网络，竞争力十足。双方整合后资源互补有望发挥物流网络资源协同、品牌协同以及业务协同效应，提质增效：京东物流以仓配网络为主，短途运输有较大优势，干线运输资源和运营网络相对欠缺。德邦快运网络成熟，有望强化京东物流的干线运输能力。

图表23：京东物流与德邦股份资源互补

京东物流		德邦股份	
自营仓库数量	>1400	末端网点数量	8964
云仓数量（第三方）	>1700	直营网点数量	6172
亚洲第一仓库	>2500	合伙人网点数量	2792
分拣中心	43	分拨中心	145
配送站	210	转运中心	76
自提柜	7200	干线线路	2141
服务点	自营>10000	营运车辆	21329(自有运力占比 61%)
合作服务点	>300000	仓库数量	131（共 81.6 万平方米）
快递小哥数量	>220000	快递小哥数量	67400
京东物流以仓配网络为主		德邦股份拥有成熟的快运网络	

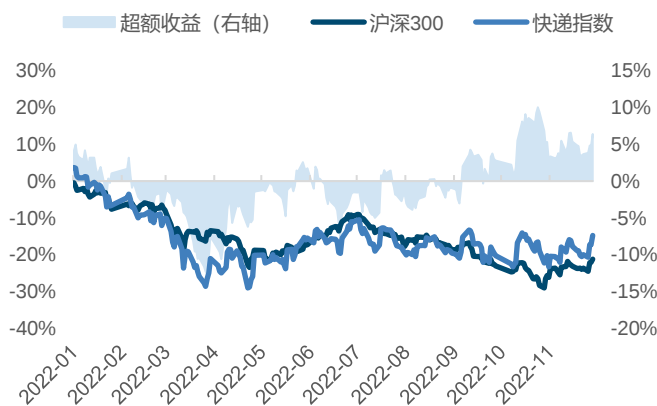
来源：公司公告，国金证券研究所

1.5 投资建议：看好疫后修复机会，重点推荐直营快递

市场表现：2022 年至今快递指数累计收益率-11%，沪深 300 为-22%，超额收益 12%。个股方面，德邦股份涨幅领先，累计上涨 94%；其次为圆通速递，累计上涨 24%；申通快递累计上涨 21%，韵达股份、顺丰控股、中通快递-SW 分别累计下跌 28%、15%、0.1%。

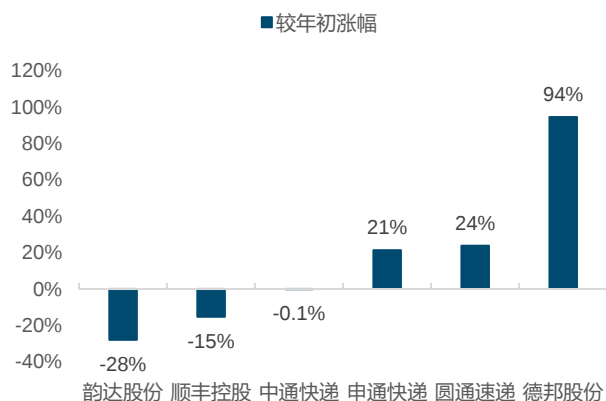
投资策略：看好疫后修复机会，建议增持。行业监管趋严，价格竞争趋缓，快递企业更加注重服务质量，业绩有望持续兑现，当前看好业务量恢复带来的基本面修复，建议增持。**电商快递：**建议重点关注韵达股份（疫情影响消退业务量修复，当前估值低位）、圆通速递（业绩提升）。**时效快递：**建议重点关注顺丰控股（四网融合带来的成本优化，新业务盈利推动业绩持续改善）、德邦股份（竞争格局改善，疫后修复）。

图表24：年初至今快递指数跑赢沪深 300 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表25：年初至今主要快递企业累计涨幅



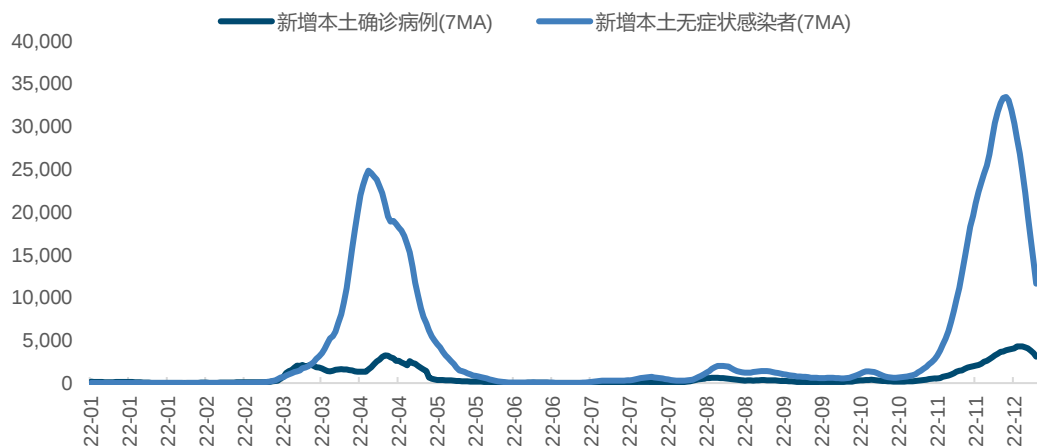
来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日。

2、航空机场：疫后出行恢复，盈利弹性释放

2.1 民航业：国内疫情影响显著，经营已从底部回升

疫情反复影响国内客运量，国际客运量维持低位。2022 年 3-4 月及 11 月以来国内疫情影响范围广，覆盖多个核心城市，且确诊人数较多。受疫情防控及出行政策影响，出行需求受到抑制，2022 年 10 月民航国内客运量为 1572 万人次，仅为 2019 年同期 32%。国际航线由于“五个一”政策限制，且奥密克戎毒株传播力强导致熔断增多，客运量维持较低水平，2022 年 10 月民航国际客运量仍仅为 2019 年 4%。

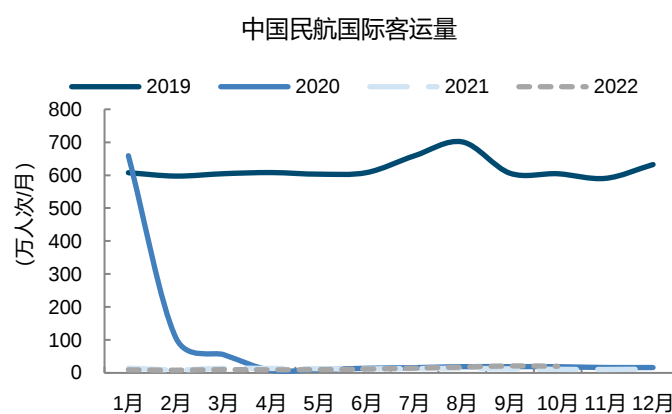
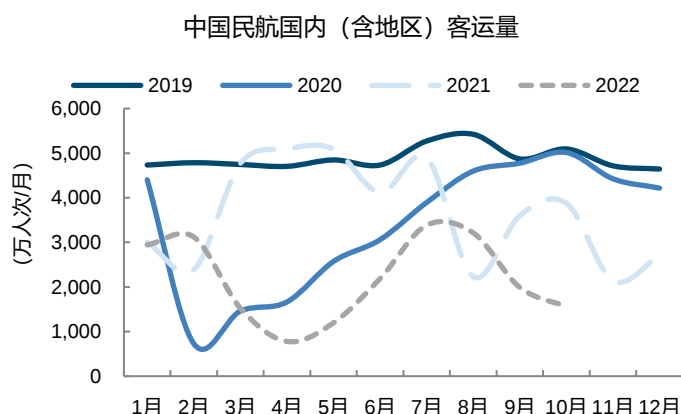
图表26：2022 年 3-4 月全国新冠肺炎确诊人数大幅增加，近期增幅明显



来源：卫健委，国金证券研究所

图表27: 2022年10月民航国内客运量仅为2019年同期32%

图表28: 疫情以来民航国际客运量维持低位



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

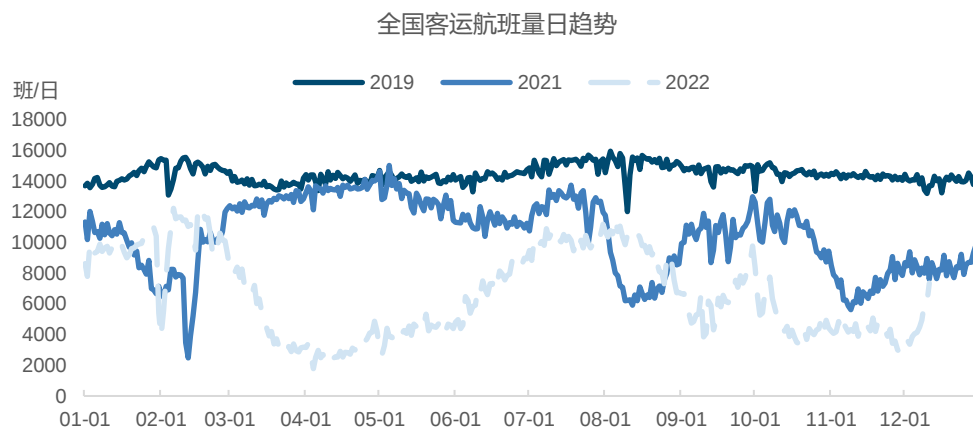
国务院发布“新十条”，各地防疫政策优化。12月7日，国务院联防联控机制综合组发布十条进一步优化落实疫情防控的措施，全国生产生活逐步恢复正常，政策将极大的缓解人员出行的限制，释放被抑制的出行需求。受政策影响，国内客运航班量持续回暖。

图表29: 国务院联防联控机制发布十条进一步优化落实疫情防控的措施

针对内容	具体措施
科学精准划分风险区域	按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。 不得采取各种形式的临时封控。
进一步优化核酸检测	不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。 根据防疫工作需要，可开展抗原检测。 1.对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。 2.除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。 3.重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。 4.不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。
优化调整隔离方式	1.感染者要科学分类收治， 具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。 居家隔离期间加强健康监测，隔离第6、7天连续2次核酸检测Ct值 ≥ 35 解除隔离，病情加重的及时转定点医院治疗。 2. 具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第5天核酸检测阴性后解除隔离。
落实高风险区“快封快解”	连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
保障社会正常运转和基本医疗服务	非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。 将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理，相关人员做好个人防护、疫苗接种和健康监测，保障正常医疗服务和基本生活物资、水电气暖等供给，尽力维护正常生产工作秩序，及时解决群众提出的急难愁盼问题，切实满足疫情处置期间群众基本生活需求。

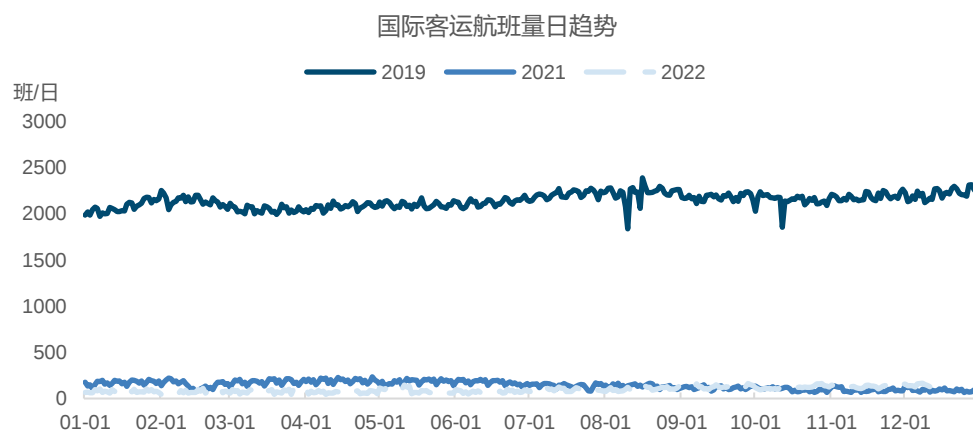
来源: 政府网站, 国金证券研究所

图表30：12月7日“新十条”发布后全国客运航班量持续回升



来源：航班管家，国金证券研究所

图表31：2022H2 国际客运航班量持续恢复

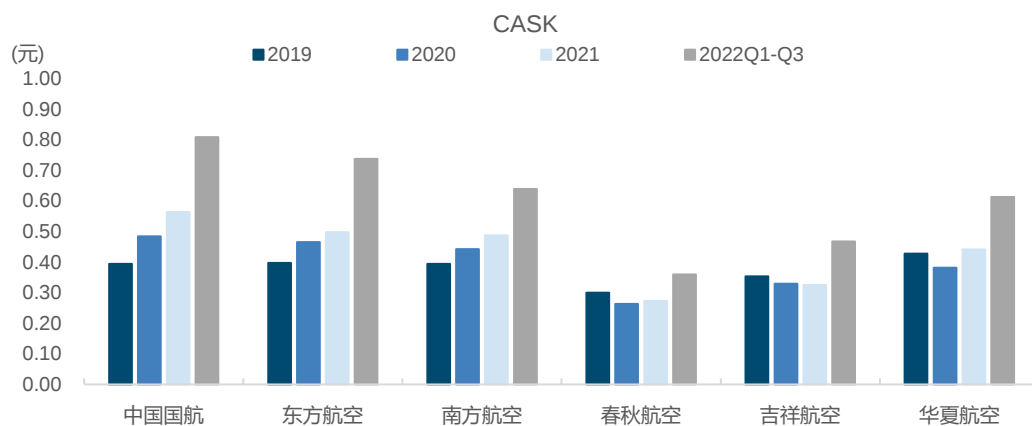


来源：航班管家，国金证券研究所

2.2 航司：短期业绩承压，中期业绩将反弹

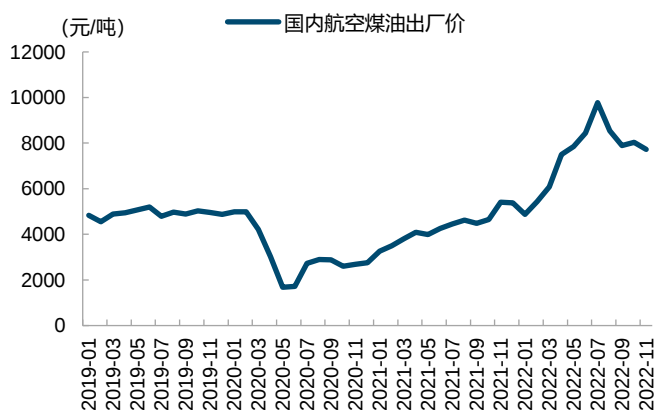
多重负面因素共振，2022Q2-Q3 航司业绩承压。供给持续偏低，单位成本高企，叠加油汇冲击，2022Q3 国航、东航、南航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空归母净亏损分别达到 86.68 亿元、93.80 亿元、60.99 亿元、4.92 亿元、10.83 亿元、5.58 亿元，此前一度扭亏的春秋、吉祥航空净利率亦大幅下滑。

图表32: 机队周转偏低, 单位ASK营业成本显著增长



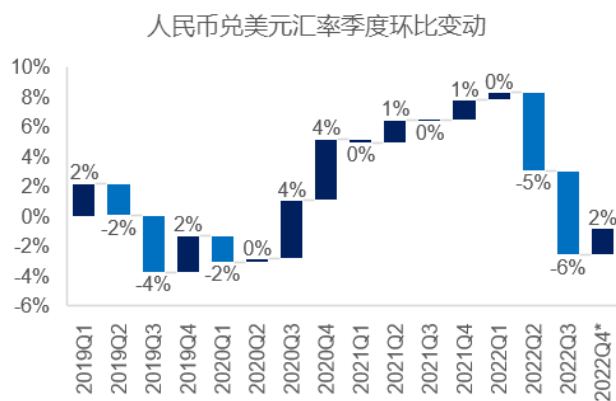
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 国内航油出厂价5月同比涨幅高达97%



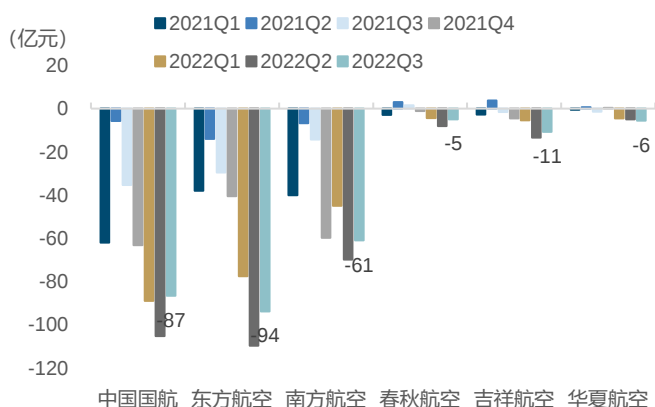
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 2022Q2-Q3人民币汇率持续贬值



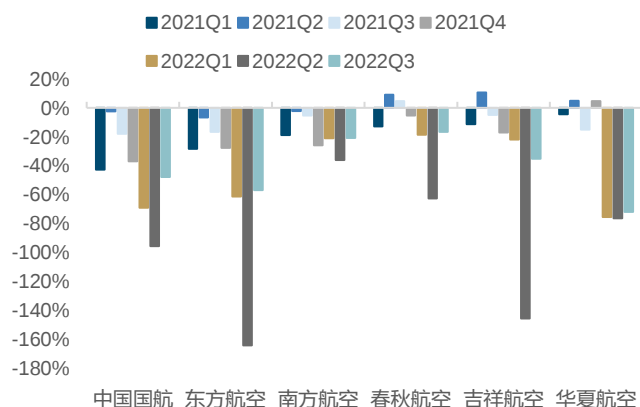
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 2022Q3多家航司仍亏损



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: 一度扭亏的春秋、吉祥航空净利率亦大幅下滑



来源: 公司公告, 国金证券研究所

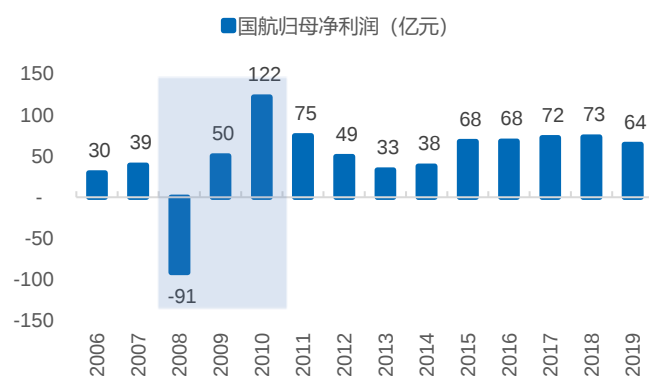
展望未来，供需增速将逆转，航司业绩反弹可期。需求恢复过程中供需增速将逆转，航司业绩有望爆发。未来两年，供需逆转将带动票价提升，叠加票价市场化打开票价上涨的空间，航司业绩将大幅反弹，行业有望再现2009-2010年的景气周期。

图表37：2009-2010年曾出现明显供需差



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：2009-2010年大幅供需差下，业绩出现明显反弹

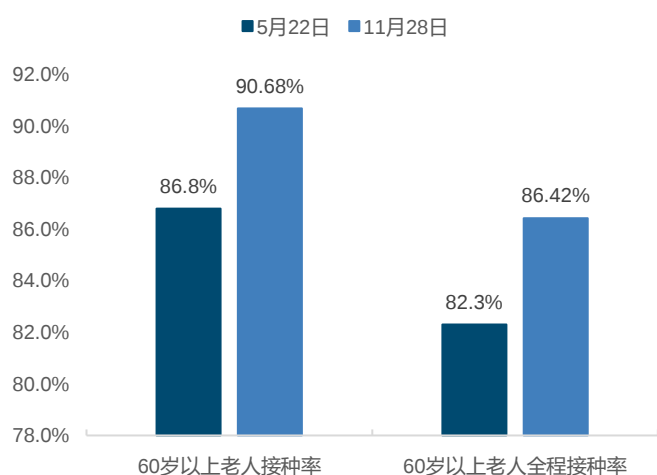


来源：Wind，国金证券研究所

(1) 需求端：航空需求只是被抑制，终将恢复增长。

国际放开的准备日益充分。截至11月28日，我国60岁以上老人新冠疫苗接种率已达90.68%。国内的小分子药物研发布局丰富，其中2022年7月，国家药品监督管理局附条件批准阿兹夫定片增加治疗新冠病毒肺炎适应症注册申请，预计未来两年国内将迎来多个国产小分子药物的上市。新冠防治体系日趋完善，国际放开的准备日益充分。我们预计2023年国际航线加速放开，2023年底有望恢复至2019年水平。

图表39：老年人新冠疫苗接种率持续增长



来源：卫健委，国金证券研究所

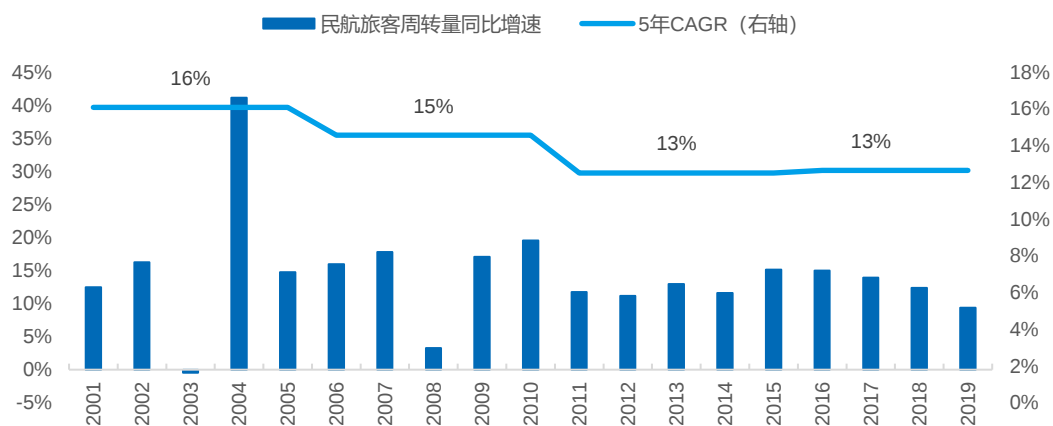
图表40：国内药企已布局轻中症新冠小分子治疗药物

地区	企业	产品	靶点	进展
海外	辉瑞	Paxlovid	3CL	2021.12 美国 EUA 获批，2022.2 中国获批
海外	默沙东	Molnupiravir	RdRp	2021.12 美国 EUA 获批
海外	盐野义	S-217622	3CL	中国 III 期临床试验完成
国产	君实	VV116	RdRp	全球多中心 II/III 期中国完成首例入组，与 Paxlovid 头对头 III 期进行中
国产	真实生物	阿兹夫定	RNA 复制	2022.7 国家药品监督管理局附条件批准阿兹夫定片增加治疗新冠病毒肺炎适应症注册申请
国产	开拓药业	普克鲁胺	AR	2022.4 公布美国轻中症 III 期数据，预计 Q2 提交上市，中国轻中症 III 进行中

来源：国金医药团队，国金证券研究所

疫情不改航空需求长期增长趋势。复盘历史，航空出行需求具备韧性。2003 年非典、2008 年金融危机后，航空需求均恢复增长，2002-2004 年旅客周转量 CAGR 为 19%，2007-2010 年旅客周转量 CAGR 为 13%，平滑后基本恢复至历史增长曲线。参考海外，随着出行政策的放松，航空需求终将恢复，目前欧美航空业航班量均恢复至疫情前 80% 以上的水平。

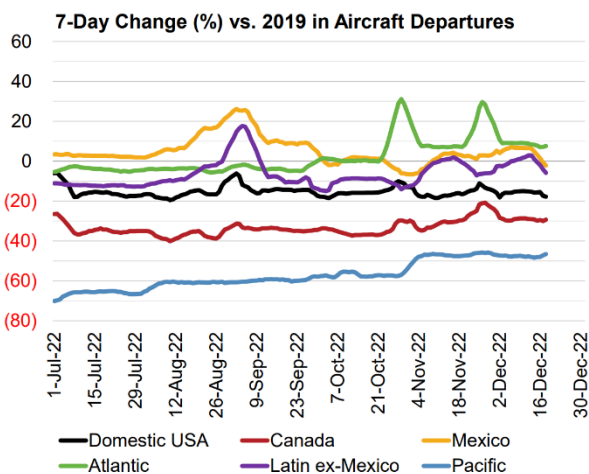
图表41：2003年非典、2008年金融危机后，航空需求均恢复增长



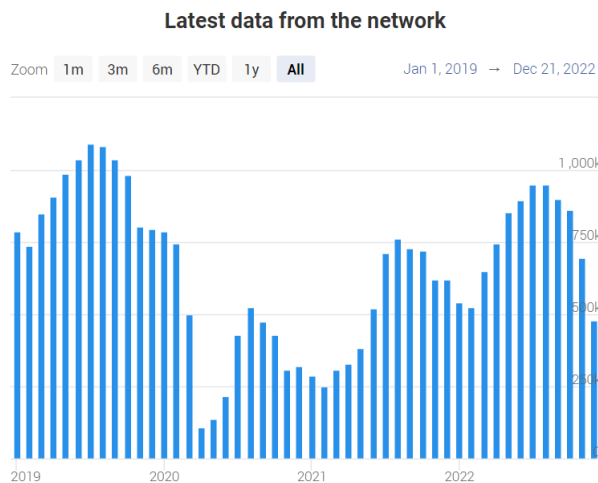
来源：Wind，国金证券研究所 备注：5年CAGR对应年份分别为2000-2005、2005-2010、2010-2015、2015-2019。

图表42：美国航司航班量为2019年83%(12月12-18日)

图表43：欧洲日均航班量为2019年86%(12月1日-7日)



来源：A4A，国金证券研究所

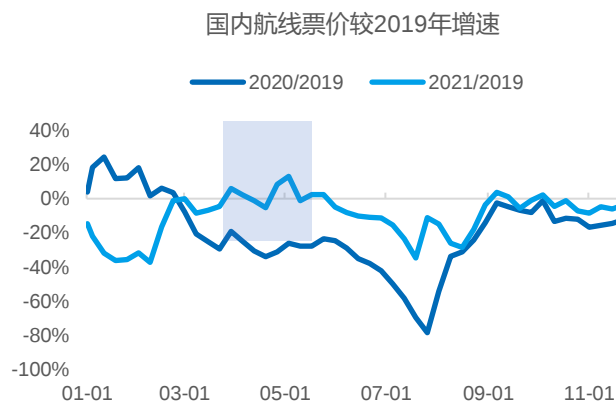


来源：Eurocontrol，国金证券研究所

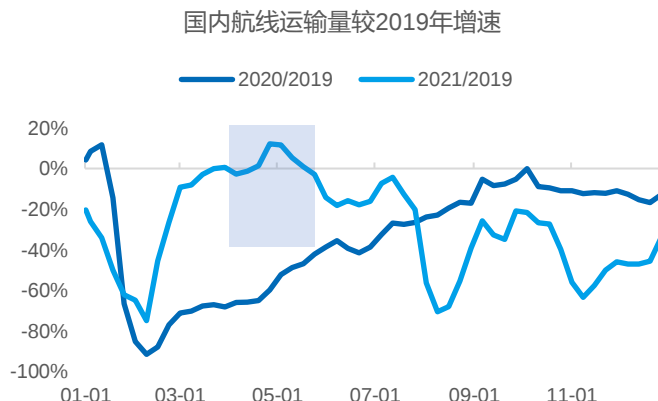
我国航空需求仍然旺盛。回顾2021年，疫情防控较好时，五一假期期间，增加的国内过剩运力被较好消化，国内票价和客运量均好于疫情前水平，反映需求仍然旺盛。预计2023年我国航空业持续恢复，2024年将较疫情前恢复增长(+10%~15%)。

图表44：2021年五一假期全行业国内票价高于2019年

图表45：2021年五一假期全行业国内运输量高于2019年



来源：TravelSky，国金证券研究所



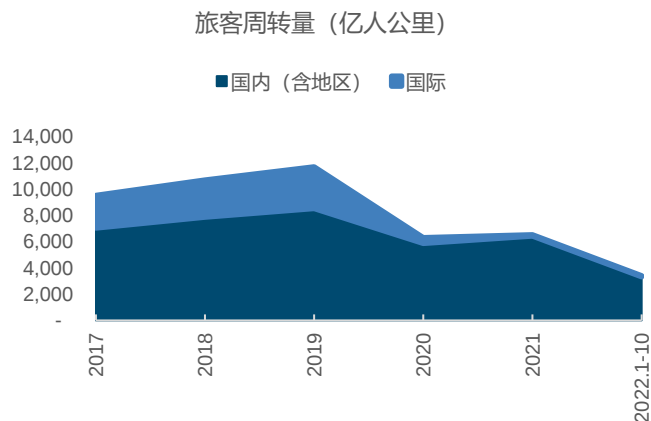
来源：TravelSky，国金证券研究所

(2) 供给端：行业供给增速放缓的确定性高。

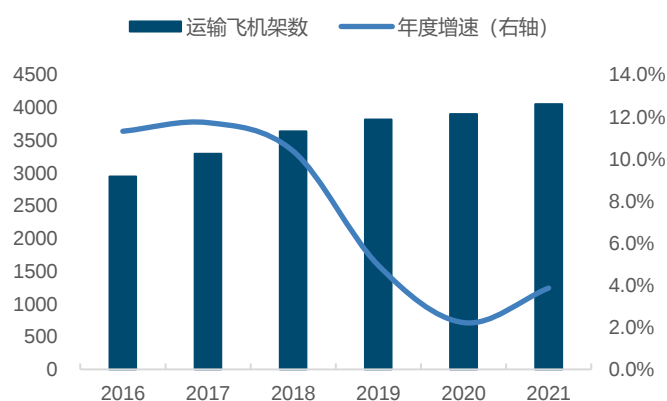
过去3年航司机队增速放缓。新冠疫情发生以来，国际客班严格执行“五个一”政策，同时，国内疫情出现反复，导致需求受到抑制，运力增速放缓是航司减轻成本压力的必然选择。2019年至2021年，全行业机队增速仅为6%。2022年1-11月，航司引进机队速度再次放缓。

图表46：新冠疫情以来国际线几乎停滞，需求大幅回落

图表47：2020-2021年航司飞机引进放缓

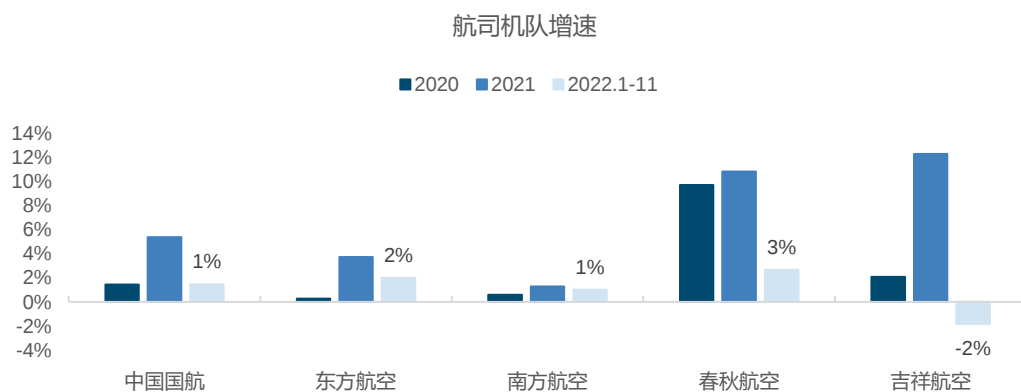


来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

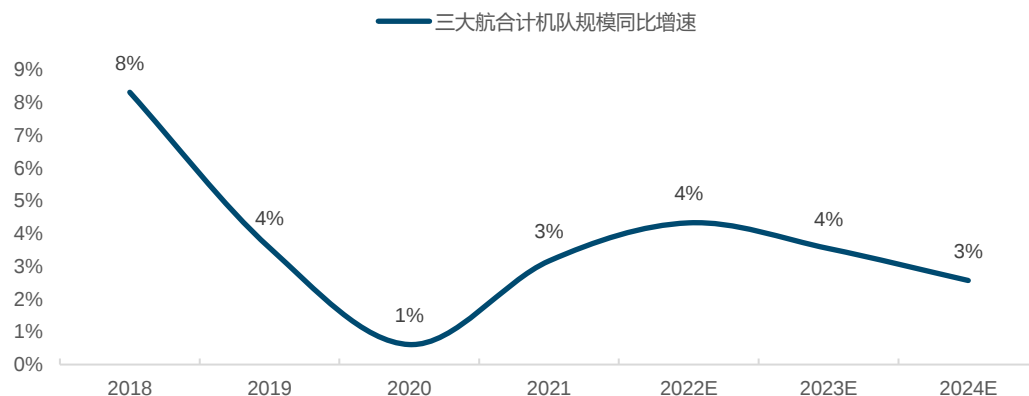
图表48：2022.1-11主要航司引进飞机速度降低



来源：Wind，国金证券研究所

航司过去两年并未下大单，将影响未来飞机引进速度。2022年7月三大航披露的296架空客订单实则于疫情前开始谈判，且未来年化增速有限。考虑自购飞机引进需要2-3年，而疫情以来并无大单，若预计2023-2024年行业机队规模增速仍较为缓慢。根据三大航半年报/年报估算，2023-2024年机队增速分别为4%和3%。

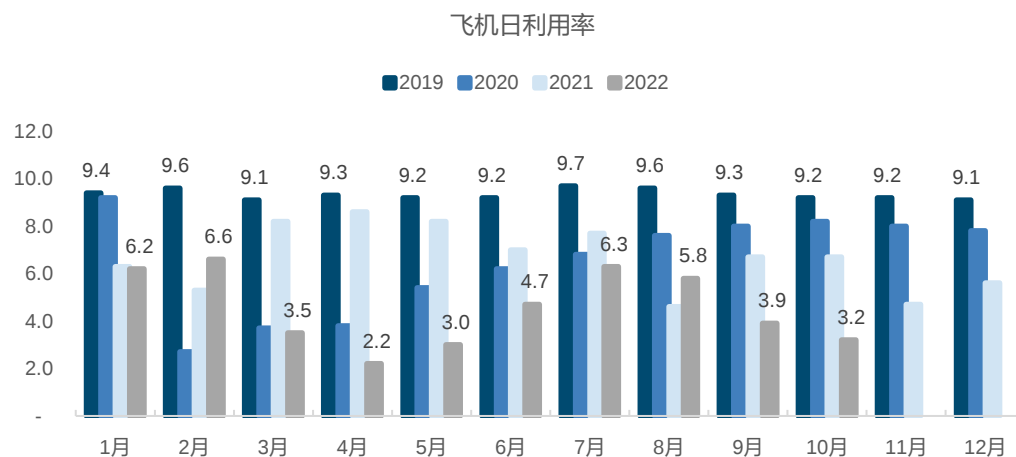
图表49：未来2年三大航机队增速仍然较为缓慢



来源：公司公告，国金证券研究所

有效供给不足，飞机利用率达到理想状态需要时间。近期防疫政策放松，新冠感染率上升，短期或影响飞行机组的有效供给。中长期看，ASK 增速与飞机机队、飞机利用率和航距变化有关。疫情期间飞机日利用率较低，飞行时间严重不足。民航局规定副驾驶升任机长需累计 2700 小时飞行时间（255 执照小时数+2500 飞行小时数），满足起降 400 次，疫情反复或影响机长晋升速度。

图表50：疫情以来飞机日利用率严重不足

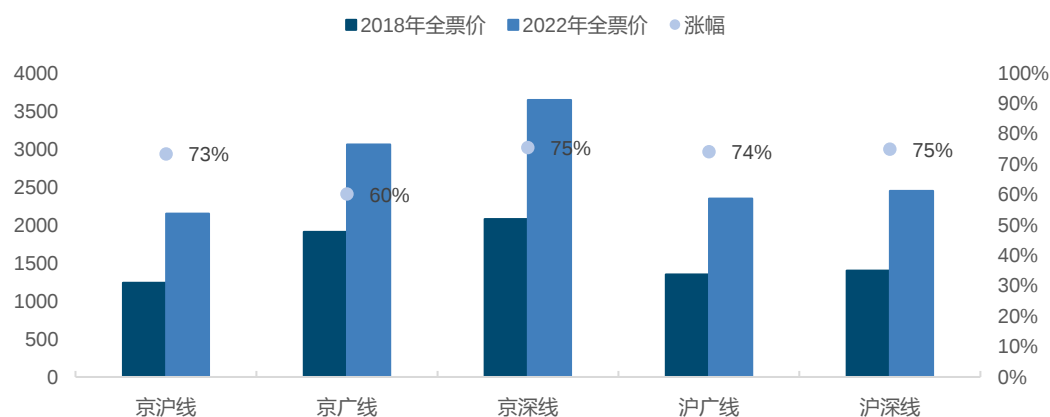


来源：CAAC，国金证券研究所

(3) 票价市场化将进一步释放票价弹性，增厚利润。

2004 年以来，我国航空运价逐步放开，越来越多的航线实现市场定价，2020 年进一步扩大市场调节价航线的范围：3 家以上（含 3 家）航空公司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。据统计，2020 年已有接近 1700 条航线实行市场调节价，接近国内航线数量的 40%。过去两年多，全票价提价仍在进行，北上广深互飞航线已提价 6 次，全票价累计增长 70%。旺季期间提价空间打开，航司利润有望增厚。

图表51：2022年多条干线的全票价再次上调

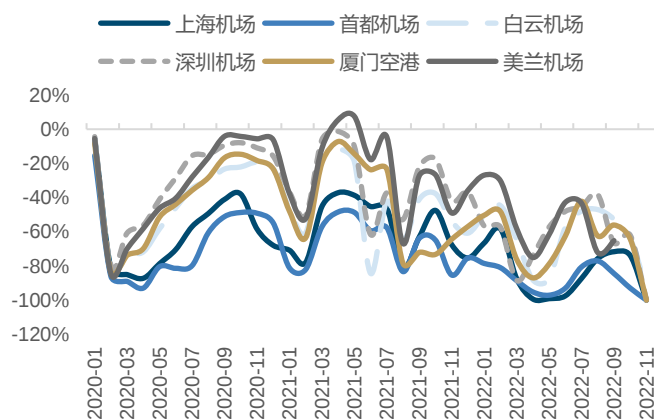


来源：携程，国金证券研究所

2.3 机场：政策影响驱动，静待行业复苏

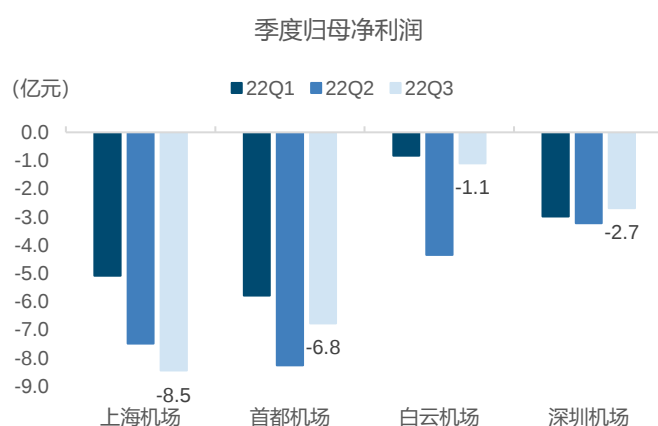
各大机场短期经营承压，利润恢复缓慢。疫情限制机场业务量恢复，2022Q3 各大机场旅客吞吐量较 2019 年同期明显下降，降幅均在 70%以上，主要机场盈利再度承压。

图表52：2022Q3 四大机场旅客吞吐量大幅下降



来源：Wind，国金证券研究所

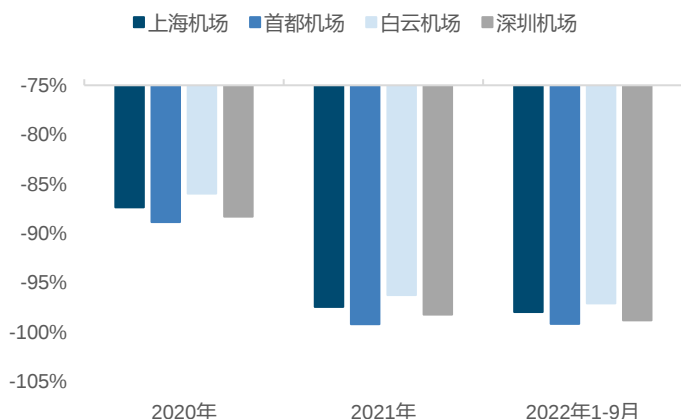
图表53：2022Q2-Q3 机场亏损额创新高



来源：Wind，国金证券研究所

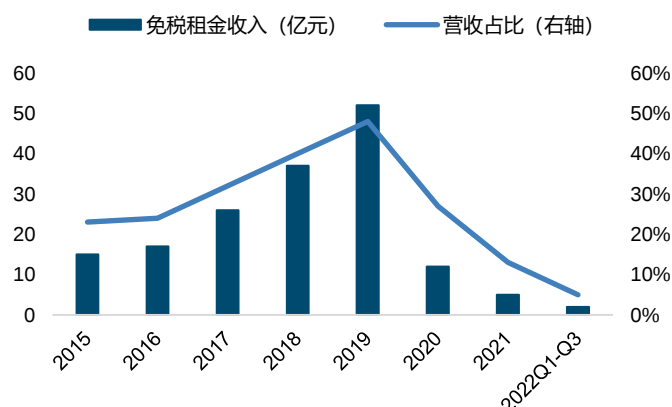
国际航线稀少致非航收入占比萎缩。受“五个一”政策及疫情影响，国际客流恢复缓慢。较 2019 年同期，2022 年 1-9 月，国际旅客吞吐量上海机场下降 98%，首都机场下降 99%，白云机场下降 97%，深圳机场下降 99%。疫情前，以免税租金为代表的非航收入是上海机场、首都机场等国际机场业绩增长的重要驱动力。疫情后国际客源流失，以上海机场为例，2022 年前三季度免税收入规模及占比大幅下降。

图表54：2022年1-9月各大机场国际客流较2019年降幅均超95%



来源：Wind，国金证券研究所

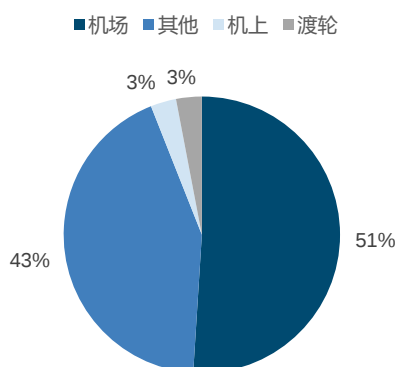
图表55：上海机场免税租金收入下降



来源：公司公告，国金证券研究所

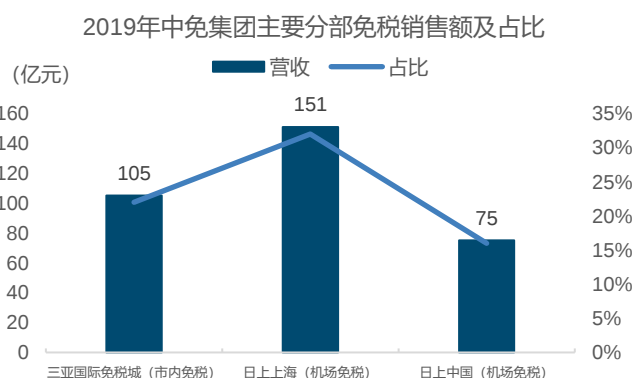
把握机场免税销售渠道至关重要。1、机场收入规模大，可为免税商带来规模效应，提高与品牌方的议价能力。2019年中免集团旗下日上上海、日上中国以及三亚国际免税城分别实现营收151亿元、75亿元和105亿元。其中日上上海和日上中国营收合计占中免集团总营收比重近六成。2、免税牌照进一步放开，机场免税业务竞争不再一家独大，竞争加剧，把握机场（尤其是大型国际机场）免税渠道的重要性更加凸显。

图表56：机场是免税销售的主要渠道（2019年）



来源：Generation，KPMG，国金证券研究所

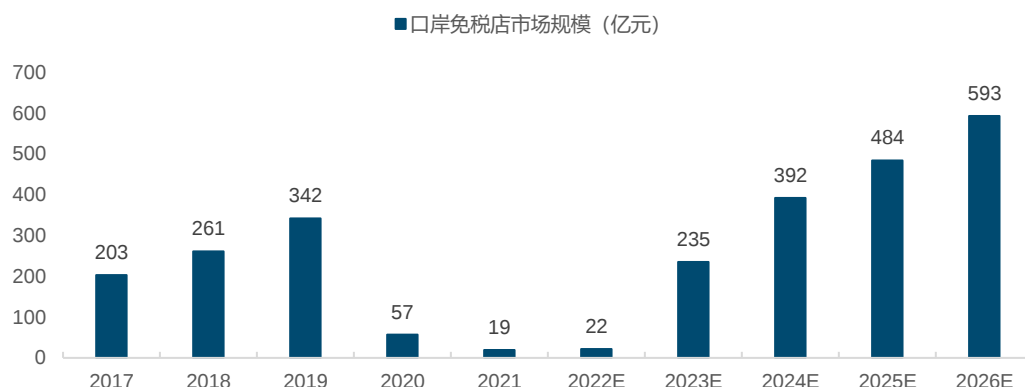
图表57：中国中免机场免税销售收入占比近六成



来源：公司公告，国金证券研究所

口岸免税规模下滑为暂时性现象。免税收入下滑主要源于“五个一”政策导致的国际客流大幅降低。预计待国际航线明显恢复后，中国口岸免税市场规模也将恢复增长。根据弗若斯特沙利文预测，2024年机场免税市场规模将超过2019年水平，2026年将达到593亿元，2023-2026年CAGR为36.1%。

图表58：中国机场免税市场规模将恢复增长



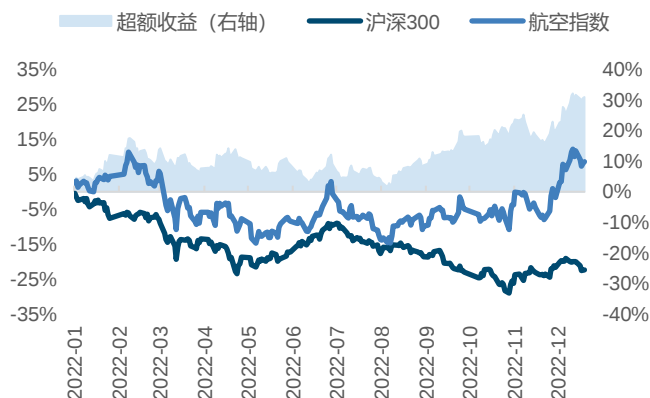
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

2.4 投资建议：前景乐观，重点推荐航空

市场表现：2022 年至今航空指数累计收益率 9%，沪深 300 为-22%，超额收益 31%。个股方面，中国国航股价涨幅最大，累计上涨 25%；其次为春秋航空，累计上涨 16%，南航累计上涨 12%，东航累计上涨 8%；吉祥航空累计下跌 7%。2022 年至今机场指数累计收益率 24%，超额收益 47%，白云机场、上海机场、首都机场、深圳机场、美兰机场分别+28%、+27%、+23%、+7%、-3%。

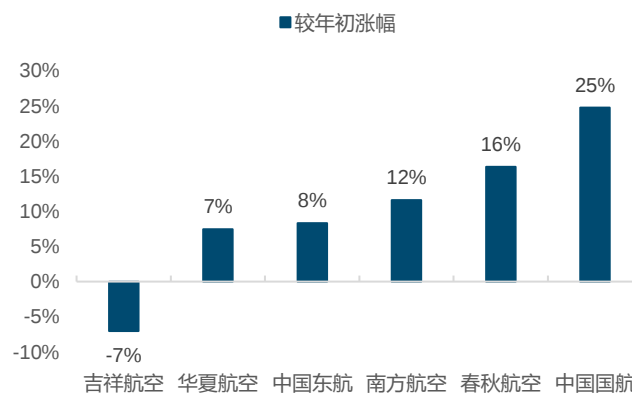
投资建议：疫后修复客流回升，重点推荐航空。航空：未来两年航司运力增速较为确定，随着需求回暖，供需缺口将显现，叠加票价市场化效应释放，航司业绩将大幅反弹。伴随防控措施优化，航班量加速回升，航空盈利弹性将释放。近期油价回落，人民币汇率升值，也有助于业绩恢复。推荐中国国航（国际放开后反弹空间大），春秋航空、吉祥航空（国内市场恢复即有望盈利），关注东方航空、南方航空。**机场：**业绩改善确定性强，枢纽机场盈利能力完全修复仍有待国际线放开。推荐美兰空港（国内市场恢复将极大改善盈利）、上海机场（长期免税议价权有望回归）、白云机场（免税弹性保留，疫后修复确定）。

图表59：年初至今航空指数跑赢沪深 300 指数



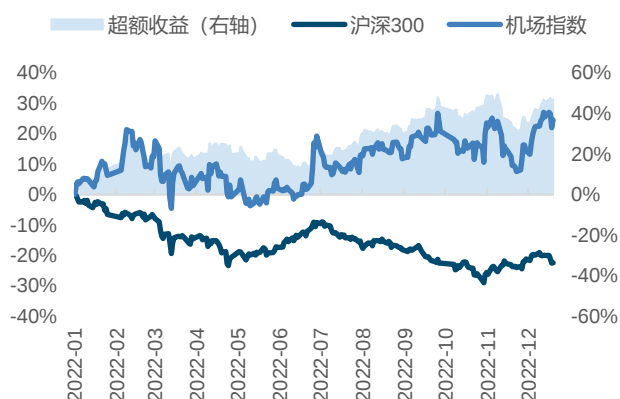
来源：Wind，国金证券研究所

图表60：年初至今主要航司累计涨幅



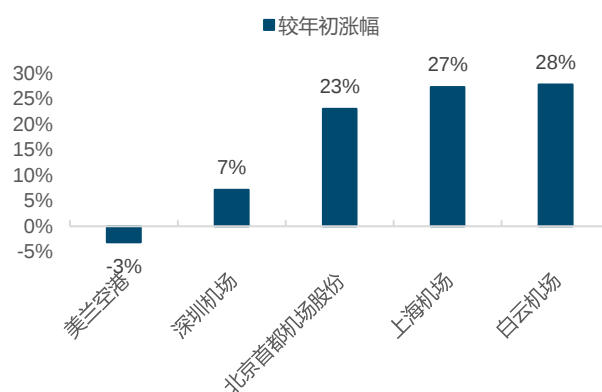
来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日。

图表61：年初至今机场指数 vs 沪深 300 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表62：年初至今主要机场公司累计涨幅



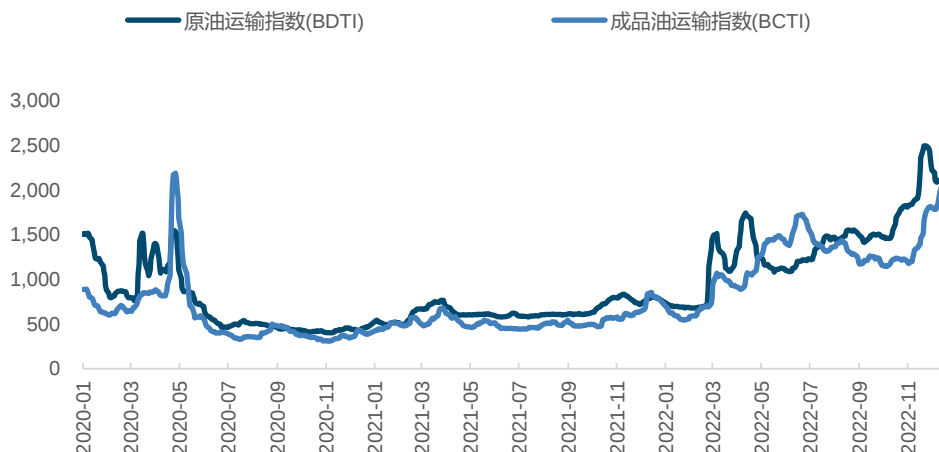
来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日。

3、油运：油运供需有望改善，周期景气将上行

3.1 油运回顾：地缘政治冲突带动油运运价上涨

地缘政治冲突带动油运运价上涨。2022 年 2 月 24 日，俄罗斯总统普京宣布在顿巴斯地区进行特别军事行动。俄乌冲突爆发后，俄罗斯作为世界重要产油国之一，原油出口受到欧美制裁。俄乌冲突改变了全球石油运输线，现有供应链的颠覆以及替代俄油带来的更长的运距，助推 BDTI 指数和 BCTI 指数持续上涨。自 2022 年 2 月 24 日以来，BDTI 大幅上涨 113%，BCTI 大幅上涨 206%。

图表63：2022 年 BDTI、BCTI 综合指数明显上涨

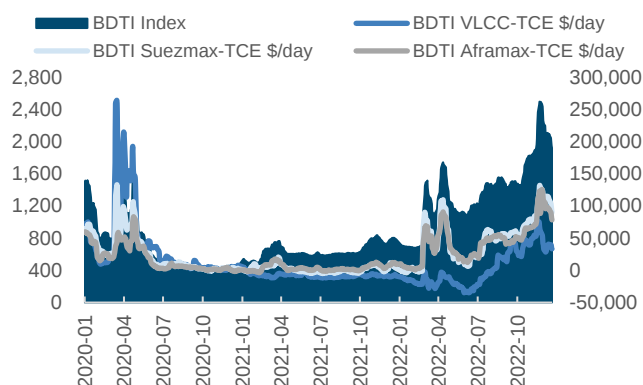


来源：Wind，国金证券研究所

俄乌冲突以来，VLCC-TCE 运价大幅上涨。2022 年 7 月以来，运价逐步走高，直至 2022 年 8 月 5 日，VLCC-TCE 运价达到 39 美元/天，时隔 1 年半首次转正。截至 12 月 21 日，最新运价为 3.3 万美元/天，同比转正。考虑到未来两年油运市场供给收缩，预计运价水平将处高位。

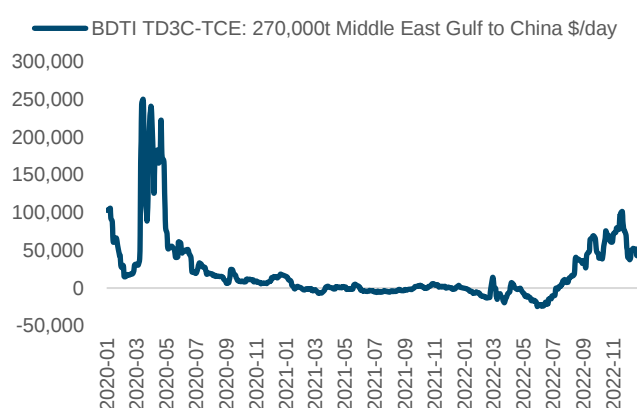
VLCC 代表航线 TD3C（中东-中国）运价明显上涨。随着中国原油进口的边际恢复，运价自 7 月起一路上涨，7 月 14 日，TD3C-TCE 运价为 702 美元/天，实现转正。截至 12 月 21 日，最新 TD3C-TCE 运价为 4.3 万美元/天，同比增长 1135%。

图表64：俄乌冲突以来，VLCC 运价 TCE 水平大幅上涨



来源：Wind，克拉克森，国金证券研究所

图表65：TD3C 航线运价明显上涨

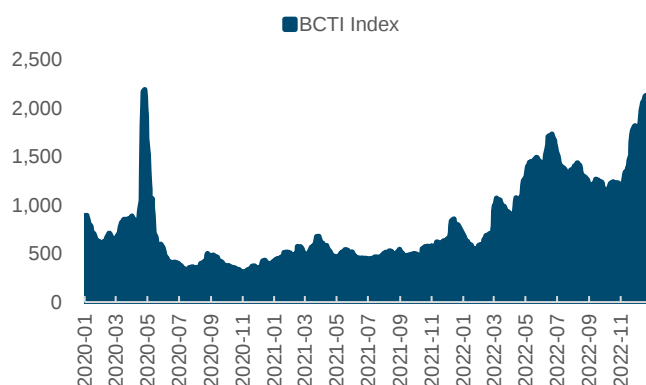


来源：克拉克森，国金证券研究所

俄乌冲突以来，成品油运输指数 BCTI 大幅上涨。由于欧洲成品油进口来源替代导致运距拉长，以及欧美出行复苏、秋冬燃油消费旺季带动成品油需求旺盛等因素，BCTI 大幅上涨。截至 12 月 21 日，BCTI 指数达到同比上涨 167%。

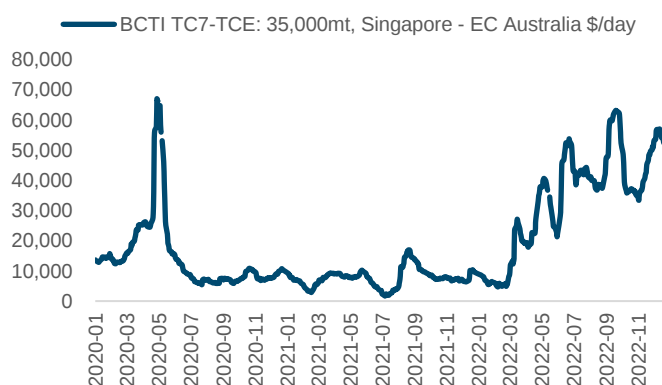
国内成品油轮船东主要经营航线来看，TC7（新加坡-澳洲）航线运价明显上行。截至 12 月 21 日，TC7-TCE 运价达到 5.2 万美元/天，同比上涨 403%。

图表66：俄乌冲突以来，BCTI 指数大幅上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表67：TC7 航线运价明显上涨



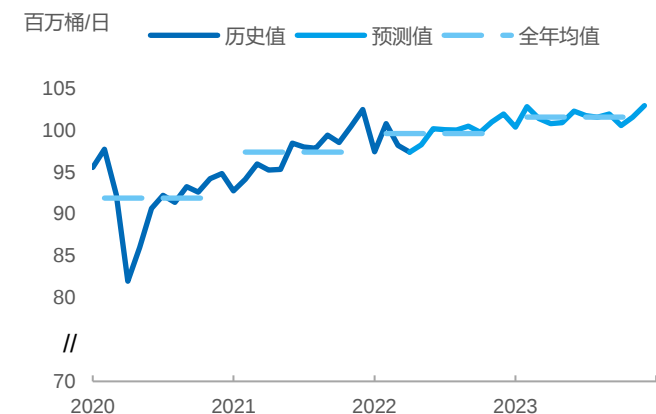
来源：克拉克森，国金证券研究所

3.2 油运展望：供给侧有望放缓，关注需求复苏机会

（1）需求端：原油消费复苏、补库、运距提升、出行恢复

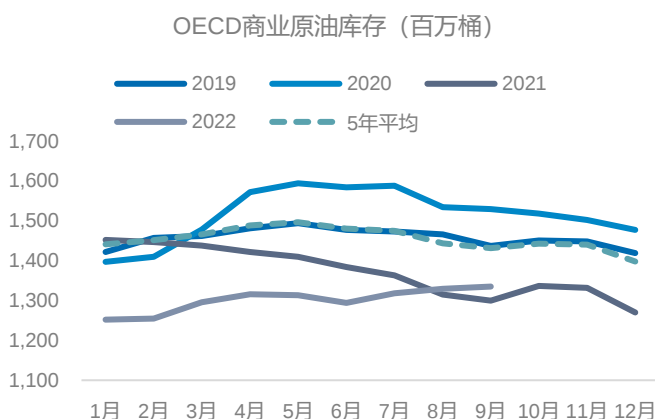
原油消费未来仍将增加。3 月初 EIA 发布的《2022 年度能源展望》(AEO 2022) 中预计 2050 年原油消费相较 2020 年增加 25%。OECD 商业原油库存已经处于 5 年内最低值，存在补库需求。2022 年 9 月 OECD 商业原油库存为 1335 百万桶，接近连续 5 年的最低值，补库需求将推升原油海运需求。

图表68：预计2022年液态燃料消耗约为2019年99%



来源：EIA，国金证券研究所

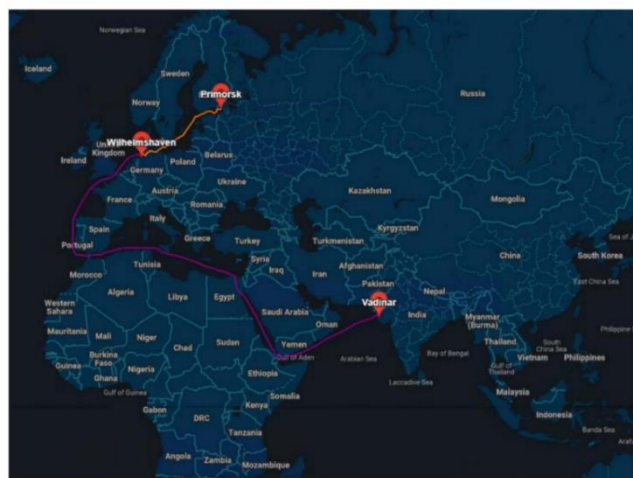
图表69：OECD商业原油库存处于近5年内最低水平



来源：EIA，国金证券研究所

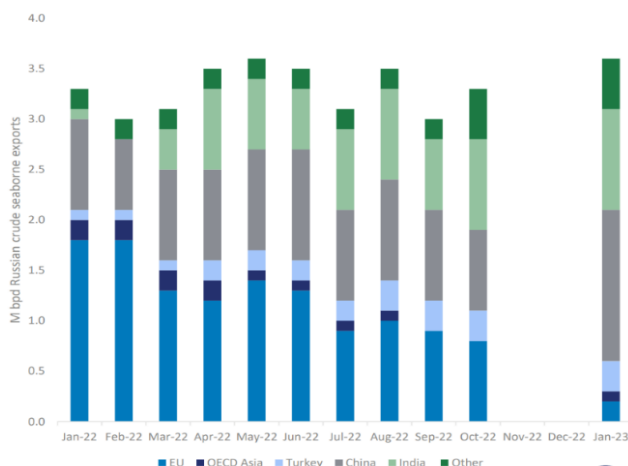
美油东运、俄乌冲突均促进运距提升。海运需求=出口国原油出口量*平均运距。中短期看，由于俄乌冲突，原油从俄罗斯供给欧洲的短线运输距离将会被从美国和中东出口的长线跨洋运输路线所替代。欧盟从大西洋和中东地区额外进口（代替俄油）大约为100万桶/天，拉长原油运输距离。制裁使得俄油出口运距拉长。俄罗斯原油原来约有60%出口销往欧洲，受制裁后俄油出口逐步转向中国和印度等地，原油的运距拉长3-4倍，运距增加助推运价上涨。长期看，原油贸易结构改变导致平均运距提升，预计未来该趋势仍将持续。进口端，亚太地区原油需求占比持续提升；出口端，美国占世界原油出口的比例有明显提升，中东占比下降。

图表70：俄油替代——从橙色改为紫色，运距拉长



来源：Euronav，国金证券研究所

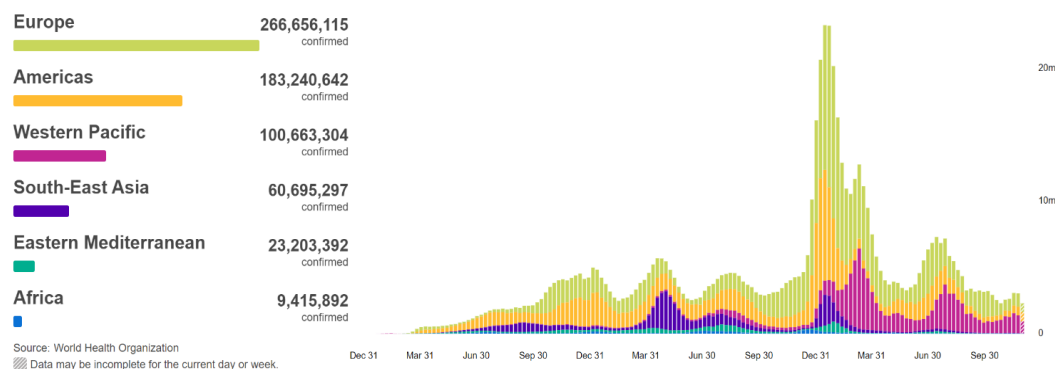
图表71：越来越多的俄罗斯原油流向印度和中国等地，运距拉长3-4倍



来源：Euronav，国金证券研究所

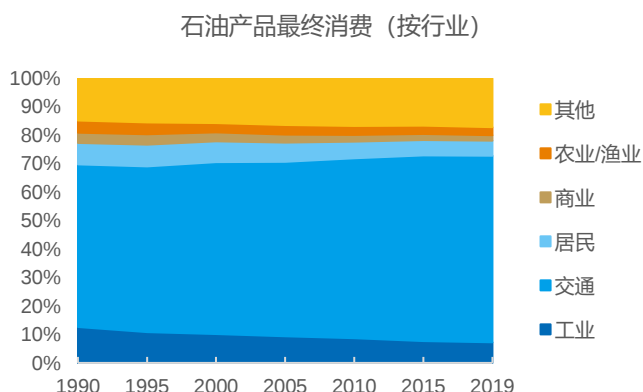
全球疫情缓解，交通出行需求恢复。过去三十年以来，交通运输行业一直是石油产品的最大消费行业，且占比从57%提升至66%。目前随着致病性的减弱、疫苗接种的普及以及防控经验的积累，2022年全球新冠确诊人数高位回落。疫情防控措施逐步解除，发达经济体的经济将复苏，将刺激交通运输需求。

图表72：2022年全球新冠确诊人数高位回落



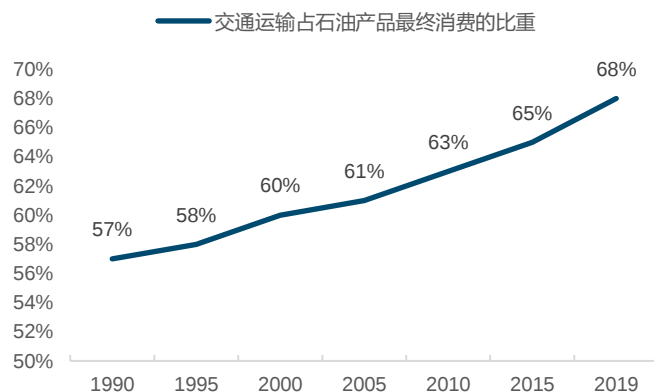
来源：WHO，国金证券研究所

图表73：交通运输行业是石油产品的最大消费行业



来源：EIA，国金证券研究所

图表74：交通运输行业消费石油产品的占比不断提升

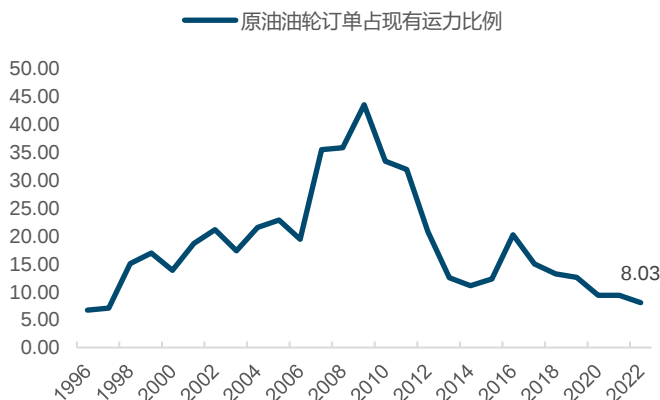


来源：EIA，国金证券研究所

(2) 供给端：新增运力有限、老旧船舶拆船、环保新规、产能受限

新增运力已降至1998年以来最低水平。2021年原油油轮在手订单占现有运力DWT比例已经从2016年的20%左右下跌至2022年的8.03%，为近20年最低水平，新增运力较为有限。2022年VLCC在手订单占现有运力DWT比例跌至7.64%，为1998年以来的最低值。此外，油轮（尤其是VLCC）订单自2024年起逐年减少。

图表75：2022年原油轮在手订单占现有运力DWT比例跌至8.03%



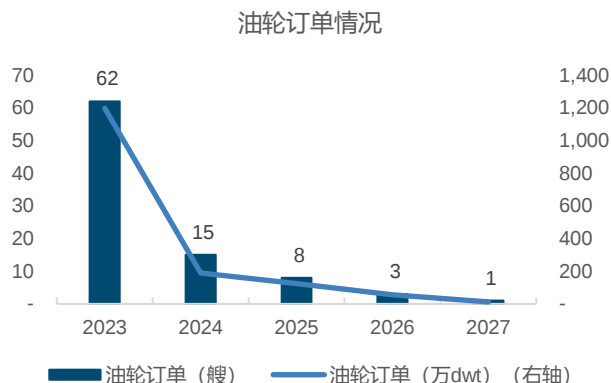
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表76：2022年VLCC在手订单占现有运力DWT比例跌至7.64%



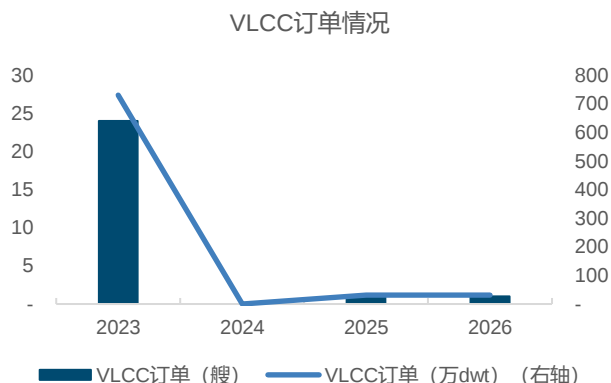
来源：克拉克森，国金证券研究所

图表77：油轮订单逐年减少



来源：克拉克森，国金证券研究所

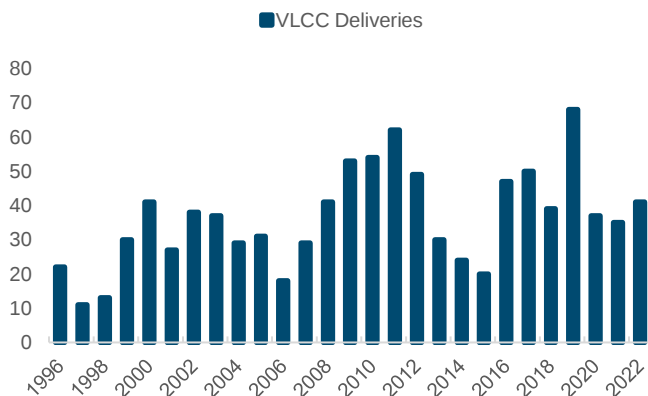
图表78：VLCC 订单逐年减少



来源：克拉克森，国金证券研究所

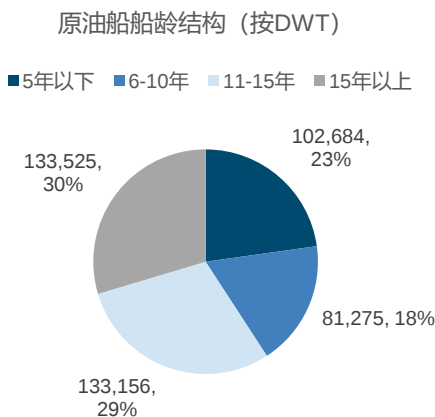
VLCC 拆船高峰期将到来。油运船舶的服役年限以 VLCC 为例可以达到 20 年，上一波较大的交付在 2010 年前后，2020 年之后几年船舶船龄到期，拆船高峰期到来，部分运力开始退出。当前船队平均船龄较大，环保新规缩短整体油轮退役时间。目前全球原油轮船队平均船龄为 11.5 年，15 年以上船龄运力占比达到 30%，IMO EEXI 和 CII 新规将加速低效运力拆解。

图表79：上一波较大的交付在 2010 年前后



来源：克拉克森，国金证券研究所

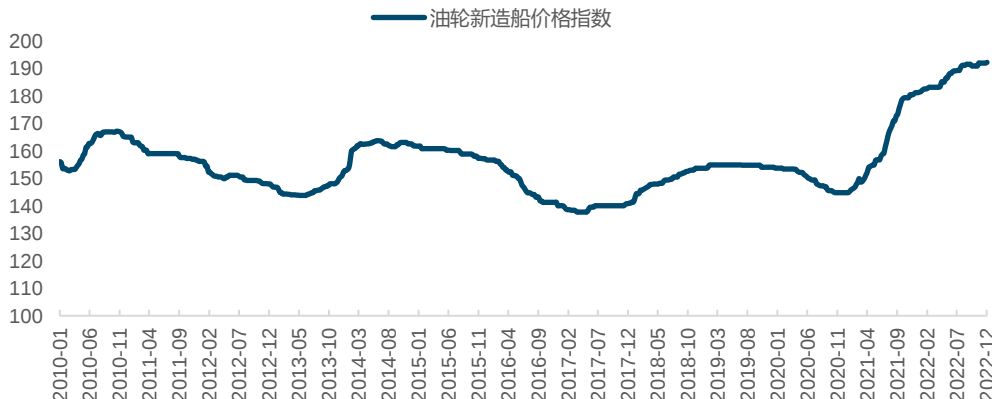
图表80：原油运输船队中 15 年以上船龄占比达到 30%



来源：克拉克森，国金证券研究所

船台产能紧张、船价高抑制未来订单增长。目前船台产能紧张，船价受双因素推动：一方面，由于钢材等原料价格上涨，船厂成本面临极大的上行压力；另一方面，在船厂手持订单未来覆盖年限和年产量相互作用下，船厂手持订单未来覆盖年限越长，新造船的价格就越高。

图表81：新船造价大幅增长

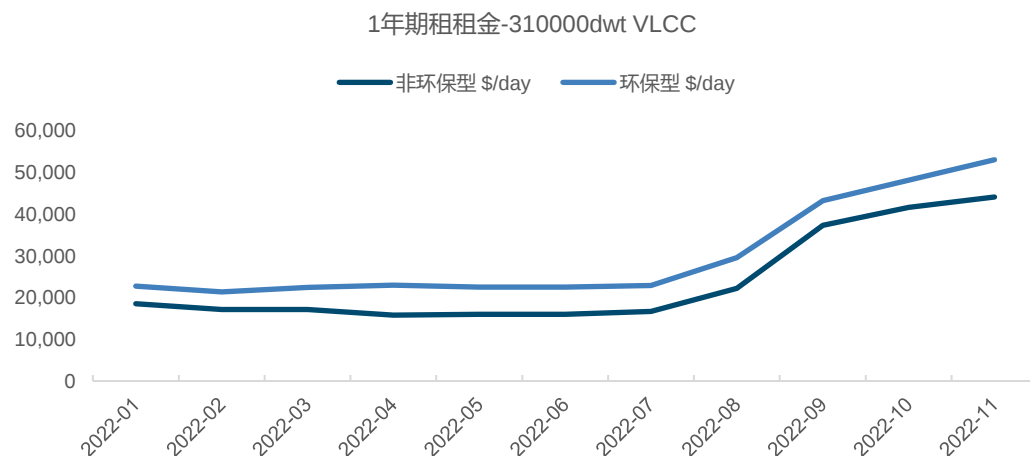


来源：克拉克森，国金证券研究所

环保政策加速运力出清，进一步压缩供给。针对环保政策的主要应对措施有三种：第一，降低航速，船速的降低会使得有效供给减少；第二，改造船舶设备，通过改造船舶推进系统、优化船形等技术手段提高运行能效，但技术改造需要船只进坞停航，将缩减短期供给；第三，拆解老船，目前船队结构老龄化严重，对于无法满足环保新规的旧船，直接拆解是成本最低的处理方式。

由于环保新规存在实际惩罚，是否为节能型船舶成为了决定市场收益的重要因素，节能型船舶与非节能型船舶的日均收益差高至 8900 美元/天。据此，我们判断为满足环保新规，2023 年油运业供给端将进一步趋向紧缩。

图表82：节能型船舶与非节能型船舶租金差异较大



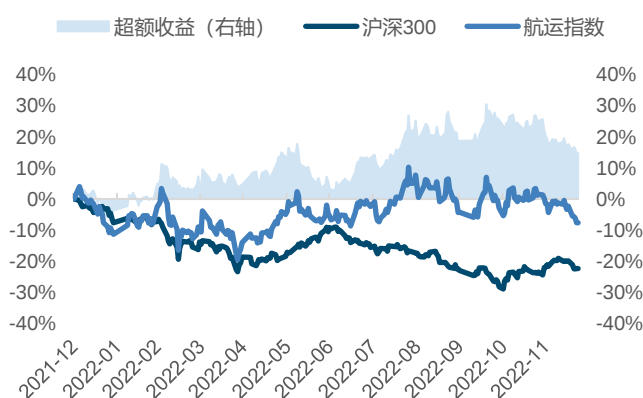
来源：克拉克森，国金证券研究所

3.2 投资建议：关注油运板块复苏机会

市场表现：2022 年至今航运指数累计收益率-9%，沪深 300 为-22%，超额收益 13%。个股方面，中远海能涨幅领先，累计上涨 110%；其次为招商南油，累计上涨 95%；招商轮船上涨 42%。

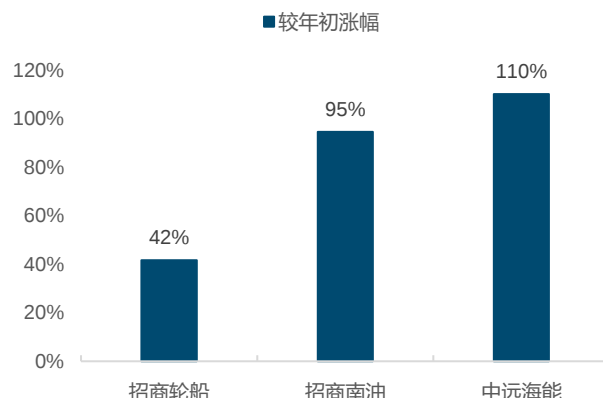
投资策略：油运供需有望改善，周期景气将上行。**油运：**需求端全球疫情影响缓解，原油消费将复苏，且 OECD 商业原油库存降至过去 5 年新低，存在补库需求。供给侧，行业有望迎来老旧船舶拆船高峰期、新订单占比低导致未来新增运力有限，环保政策加速运力出清进一步压缩供给。供给侧收缩趋势较强，若需求如期恢复，油运板块将迎来复苏。建议关注中远海能。

图表83：年初至今航运指数跑赢沪深 300 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表84：年初至今主要航运公司累计涨幅



来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日。

二、份额提升：外部环境不确定性，有利于头部企业份额提升

因疫情地缘政治因素，外部环境不确定性，有利于头部企业份额提升，拥有优质资产资源类的企业价值更加凸显，重点关注危化品物流、大宗供应链。

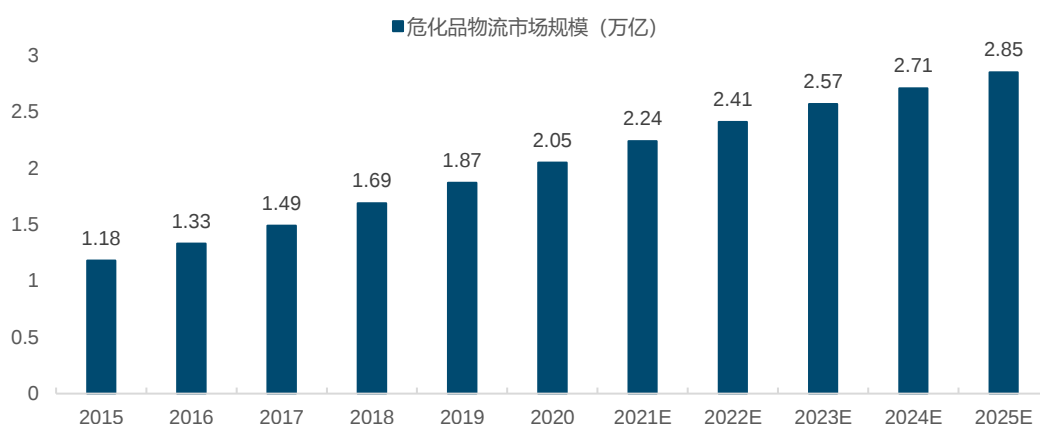
1、危化品物流：竞争格局良好，龙头份额提升

1.1 监管趋严，龙头业绩增长确定

我国危化品物流市场规模庞大。危化品物流的发展主要得益于石化化工行业的迅速发展。全球化工行业市场规模超过 3.35 万亿欧元，中国化学品市场规模占全球 36%，约合 1.2 万亿欧元，复合增速 13%。根据中物联危化品物流分会测算，预计 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 亿元。

预计到 2025 年第三方化工物流市场规模将达到万亿元。目前国内第三方化工物流的渗透率大约 30%，远低于国外 80% 的外包渗透率，随着竞争加剧以及外部监管环境趋严，化工企业集中度提升等因素，第三方化工物流外包比例预计会持续提升。我们预计到 2025 年第三方化工物流市场规模达到 9975 亿元，渗透率提升至 35%。

图表85：预计 2025 年我国危化品物流市场规模将达到 2.85 亿元



来源：中物联危化品物流分会，国金证券研究所

危化品运输事故多发，监管趋严势头明显。天津港、响水等事故发生后，各级政府对危化品物流更加严格，仓储建设审批趋严、建设周期变长。2021 年 1 月，应急管理部召开全国危化品安全监管工作视频会议，研究安排“十四五”重点任务，推进危化品安全专项整治三年行动集中攻坚行动，行业监管力度日渐趋严，对仓储管理提出了更高的要求。

(1) 危化品仓储和物流

经营资质获批难，罐容项目具有稀缺性。地方将石化仓储定义为重大危险源与基础类设施，从安全环保的角度，在已经能基本满足本地区的发展的情况下，政府将不会再新批建设，行业新增罐容难度极大。2020 年 12 月 26 日，中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议通过《中华人民共和国长江保护法》，自 2021 年 3 月 1 日起施行，禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。

岸线资源不可再生，石化码头是行业核心资产。我国对岸线资源的管理较为严格，自 2018 年起国务院印发《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》，全面停止新增围填海项目审批，现存岸线资源多个部门交叉管辖，且码头建设时间通常需要 5-6 年，多因素叠加使码头资源紧张。而石化物流行业属于重资产行业，拥有自有码头是保障和促进综合仓储业务发展的关键因素，岸线、码头等资源难以获取决定了行业壁垒深厚。

图表86：多部门对岸线资源的管理

涉及部门	职责	依据
国家发改委	岸线利用的总体平衡和协调	
交通部门	港口岸线和规划管理，核准港口岸线资源	《海上交通安全法》《港口法》
水利部门	沿岸海塘及防洪安全、海岸围垦、水利工程开发管理	《水法》《防洪法》
渔业部门	沿岸渔业资源的开发与保护管理，渔业使用滩涂的管理，养殖证核发	《渔业法》及实施细则
旅游部门	滨海旅游开发管理	
生态环境部	防止海岸工程和陆源污染损害海洋环境	《环境保护法》《海洋环境保护法》
土地部门	滩涂的规划利用、资源管理秩序	《土地管理法》及实施条例
林业部门	沿海滩涂湿地规划利用、管理保护	《湿地保护管理规定》
各大流域水利委员会（为水利部的派出机构）	指导流域内河流、湖泊及河口滩涂的治理和开发；负责授权范围内的河段、河道、堤防、岸线管理	《珠江河口管理办法》《黄河河口管理办法》《长江口综合整治开发规划》

来源：政府网站，国金证券研究所

(2) 内贸危化品航运

内贸化学品航运高壁垒。进入壁垒高，从业需要具备经营资质，国家运力宏观调控导致运力指标审核严格。同时，危化品运输具有高风险性，大型客户更看重供应商安全、稳定的服务能力。内贸化学品航运行业实施严格的运力管控，行业每年新增运力规模有限。

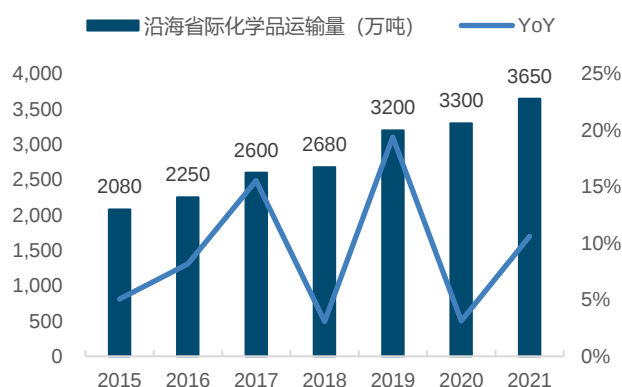
图表87：危化品航运运力供给严格受国家控制，竞争壁垒高



来源：交通运输部，国金证券研究所

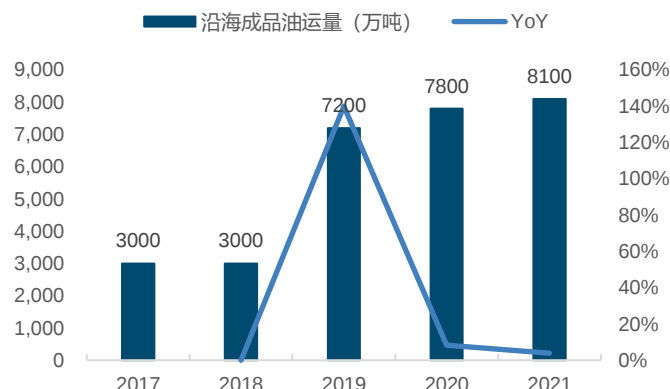
需求端市场规模持续增长，炼化一体化推动需求提升。国内沿海省际化学品及成品油运输量逐年提升。2021年化学品运输量达3650万吨，同比增长10.6%；成品油运输量达8100万吨，同比增长4%；液化气运输量达525万吨，同比增长30.6%，三者合计同比增速为7%。

图表88：2021年沿海省际化学品运输量同增10.6%



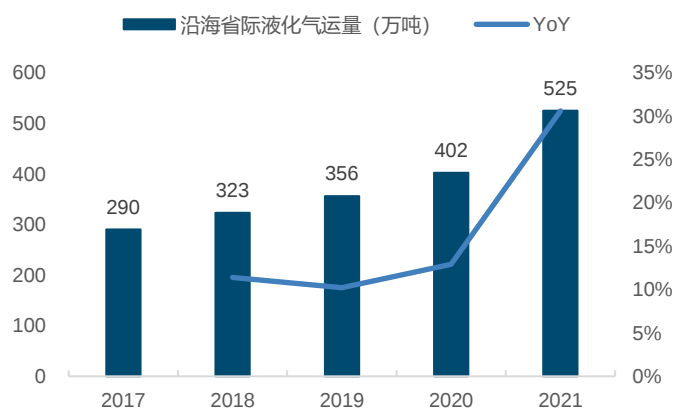
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表89：2021年沿海成品油运输量同增4%



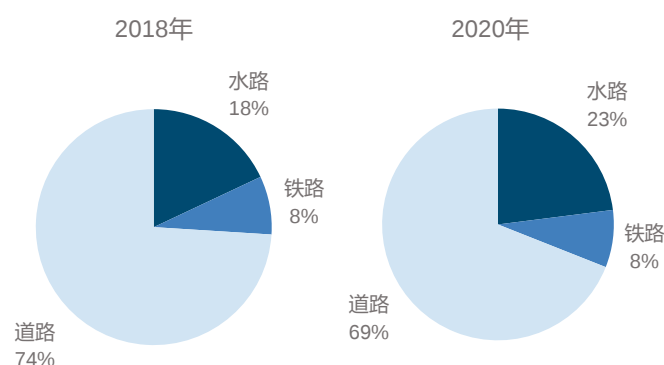
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表90：2021年沿海液化气运输量同增30.6%



来源：交通运输部，国金证券研究所

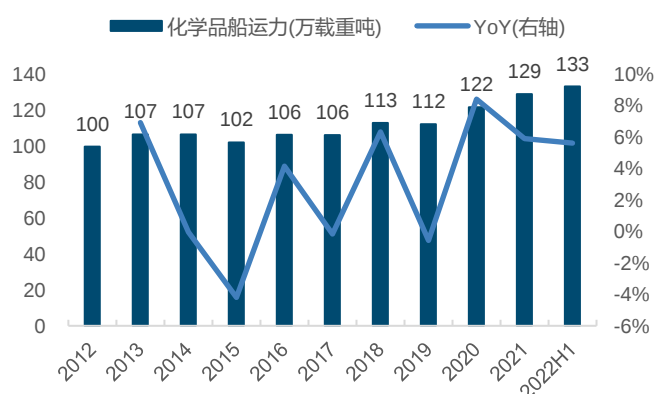
图表91：2020年危化品水路运输方式占比升至23%



来源：交通运输部，国金证券研究所

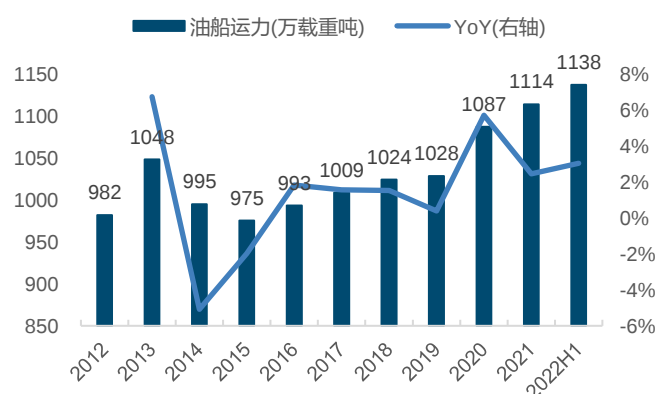
供给端运力增长受控。2022H1我国沿海危化品液货运力增速仅为个位数。化学品船总运力为133.2万载重吨，同比增长5.6%。油船总运力为1137.5万载重吨，同比增长3.0%。液化气船总运力为28.4万载重吨，同比增长6.4%。

图表92：2022H1我国化学品船总运力133.2万载重吨



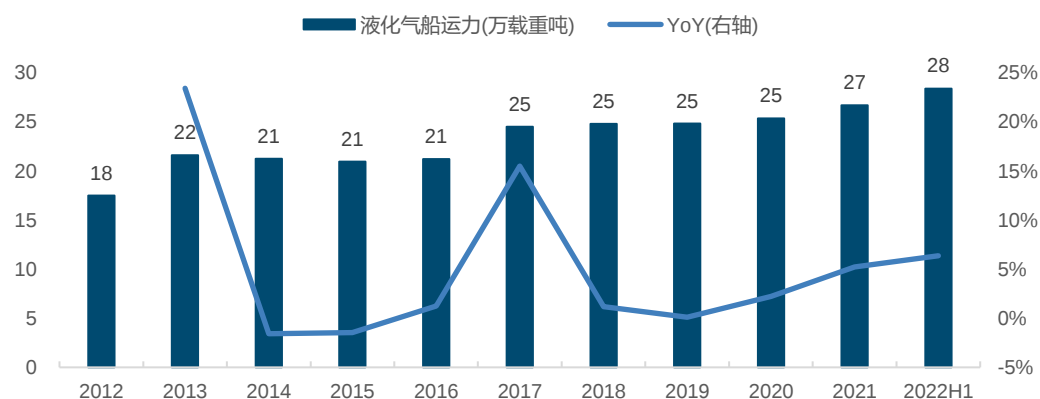
来源：交通运输部，国金证券研究所

图表93：2022H1我国油船总运力为1137.5万载重吨



来源：交通运输部，国金证券研究所

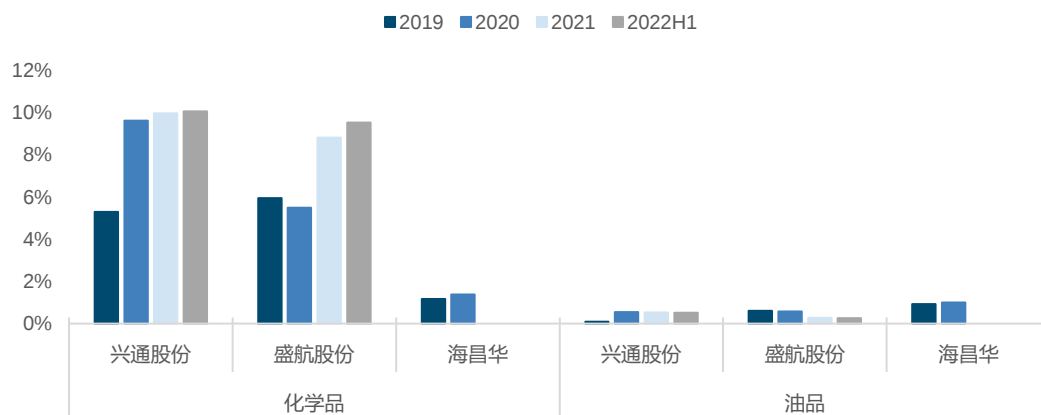
图表94：2022H1 我国液化气船总运力为 28.4 万载重吨



来源：交通运输部，国金证券研究所

行业集中度有望提升。1、国内石化行业规模化、集中化发展趋势明显，化学品航运下游客户趋于大型化，对于水上运输服务商认证条件更加严格。2、在严格的运力调控下，小船东由于运输安全管理能力、行业经验、服务能力尚有待提升，难以获批新增运力，推动集中度进一步提升。3、龙头积极并购船舶，小船东的运力转移给了龙头。2022Q4 兴通、盛航等发起多个并购，扩充产能。

图表95：2019-2022H1 年主要公司运力市占率提升



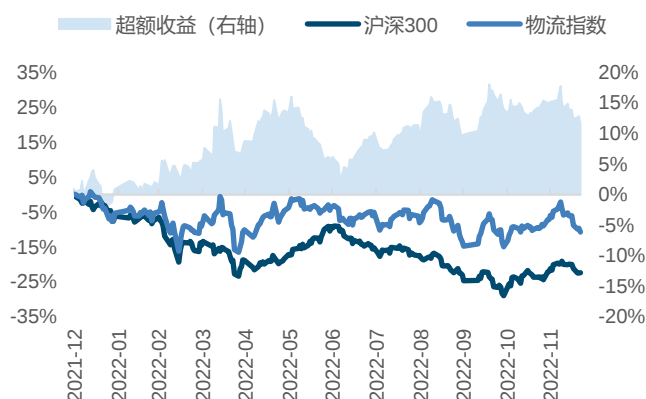
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 投资建议：龙头份额将继续提升，关注物流板块成长机会

市场表现：2022 年至今物流指数累计收益率-11%，沪深 300 为-22%，超额收益 12%。个股方面，盛航股份涨幅领先，累计上涨 37%。

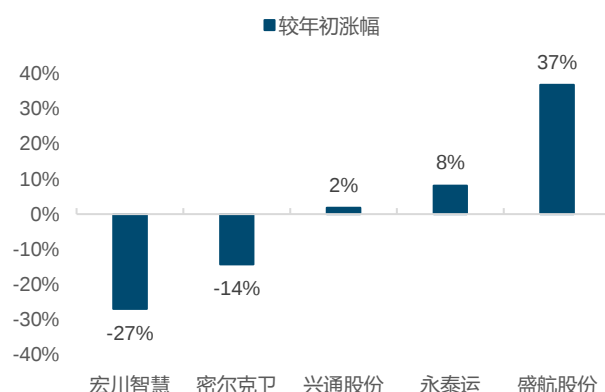
投资策略：关注物流板块成长机会。危化品物流：危化品物流领域具有高门槛，监管趋严行业供给受限，需求端每年仍保持增长，龙头企业业绩增长确定。重点企业四季度产能投放较多，份额提升可期。建议重点关注石化仓储龙头宏川智慧、危化品物流龙头密尔克卫、内贸航运龙头盛航股份和兴通股份。

图表96：年初至今物流指数跑赢沪深 300 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表97：年初至今主要物流公司股份累计涨幅



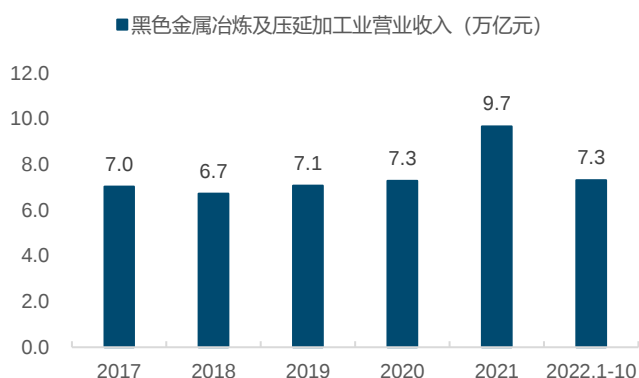
来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日，永泰运、兴通股份采用上市当日作为累计股价计算的首日。

2、大宗供应链物流：行业集中度不断提升，头部企业效应将逐步兑现

2.1 大宗商品市场空间广阔，行业整合加速集中度提升

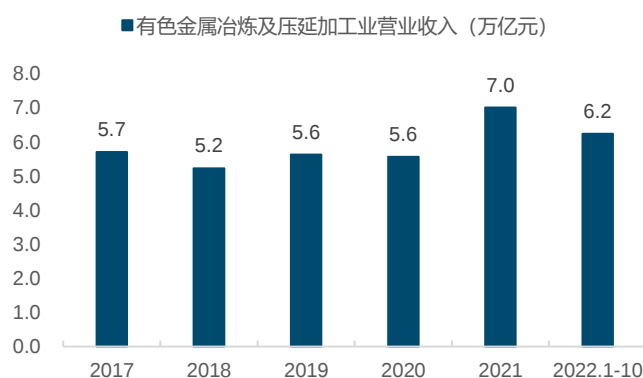
我国大宗商品市场空间广阔。随着工业产品生产能力的显著增加，制造企业对大宗商品原材料的需求进一步增加，使得我国成为大宗商品的消费大国和进口大国。2017 年至 2022 年 10 月，全国黑色金属、有色金属、农副产品以及化学原料加工制造业的营收规模较大，市场空间广阔。

图表98：2022. 1-10 月全国黑色金属冶炼营收 7.3 万亿元



来源：Wind，国金证券研究所

图表99：2022. 1-10 月全国有色金属冶炼营收 6.2 万亿元



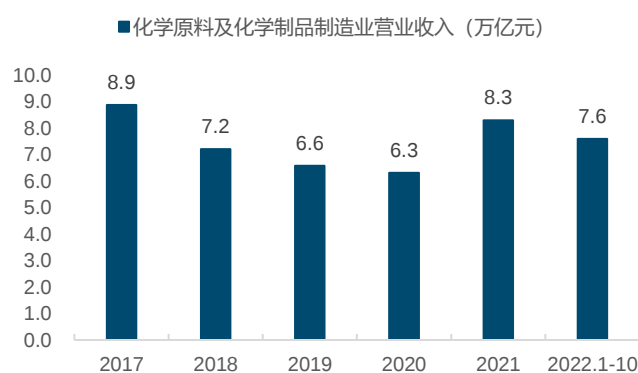
来源：Wind，国金证券研究所

图表100：2022. 1-10 月全国农副产品营收 4.6 万亿元



来源：Wind，国金证券研究所

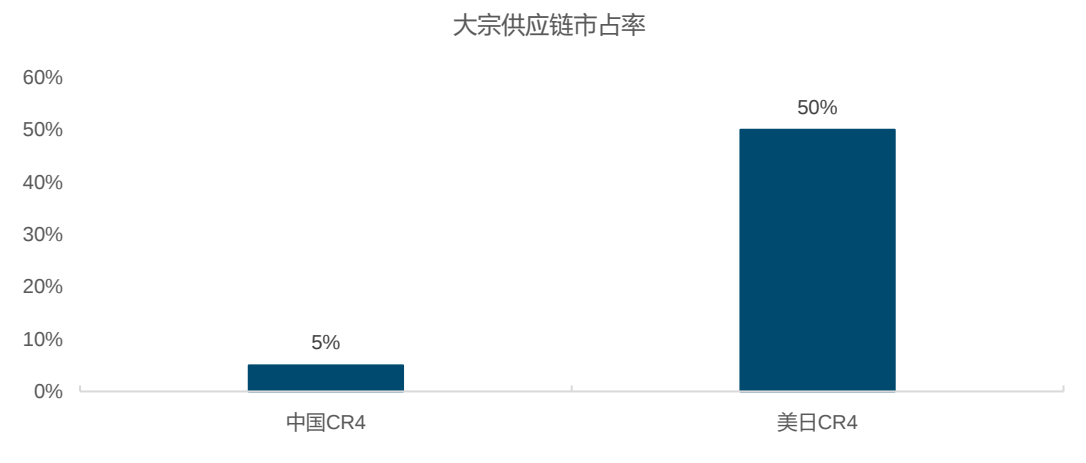
图表101：2022. 1-10 月全国化学原料及制品制造业营收 7.6 万亿元



来源：Wind，国金证券研究所

市场加速向行业龙头集中。和国外供应链市场相比，中国的集中度存在广阔的提升空间。海外大宗供应链行业发展经验各异，但均经历了上下游集中带动中游集中。中国四家头部大宗商品供应链服务企业市场占有率仅5%，而美日四大头部企业占比达50%以上，中国头部企业上升空间大，未来行业集中度提升将会进一步强化规模效应。

图表102：国内大宗供应链CR4市场占有率远低于国际水平



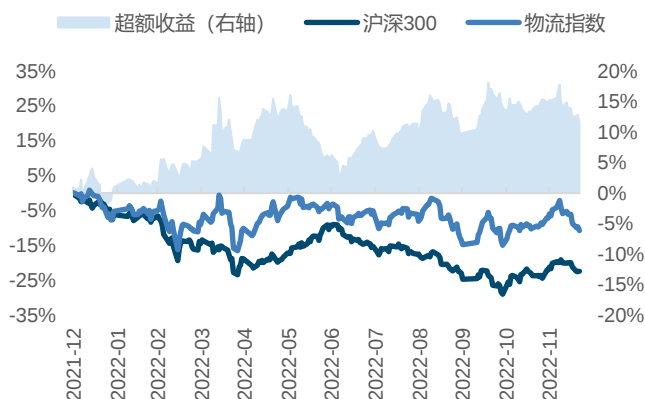
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 投资建议：市场极度分散，龙头市占率提升可期

市场表现：2022 年至今物流指数累计收益率-11%，沪深 300 为-22%，超额收益 12%。个股方面，建发股份涨幅领先，累计上涨 62%，其次为厦门象屿，累计涨幅 27%。

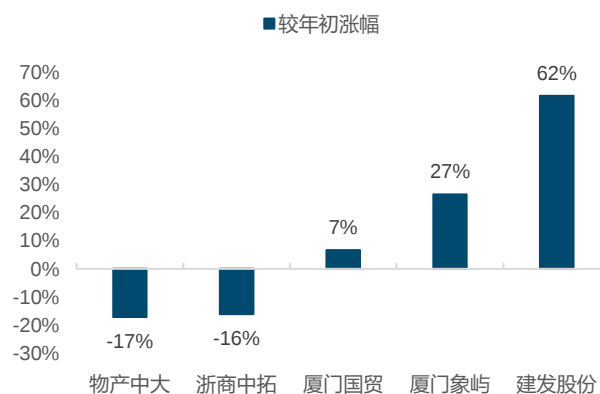
投资策略：市场极度分散，龙头市占率提升可期。大宗商品一体化供应链服务企业，占据大宗商品资源、物流基础设施，CR4 在 2021 年为 5%，份额有望持续提升。重点推荐厦门象屿、建发股份。

图表103：年初至今物流指数跑赢沪深 300 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表104：年初至今主要大宗供应链公司股价累计涨幅



来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价截止日期为 2022 年 12 月 22 日。

三、风险提示

价格战超预期风险。各家快递企业出于市场份额策略或进行价格竞争，若价格战激烈，快递企业业绩将承压。

疫情影响超预期风险。疫情等突发性公共卫生事件，对出行需求造成巨大冲击，对航空公司、高铁、高速公司的正常运营将产生较大影响。

宏观经济增速低于预期风险。交运行业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，进而影响交运需求。

人民币汇率贬值风险。航空公司有较多外币负债且外币负债主要以美元负债为主，汇率波动将直接影响当期利润。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402