

拐点已至，东风徐起

——交运行业2023年投资策略

行业投资评级：中性

魏大朋

中邮证券研究所 交运团队

中邮证券

2022年12月31日

- **快递：** 2023年疫情有望逐步得到控制，物流通畅、消费信心恢复，则增量有望恢复。2023年行业量收增幅约为13%、10.2%，刷单和价格战导致单价下降；
- **航空：** 行业供需有望于2024年恢复至疫情前水平，关注供给趋紧、需求恢复以及票价弹性带来业绩修复机会。
- **化工供应链：** 高成长性、低集中度、高壁垒的蓝海市场。
- **投资建议：** 建议关注中国国航、吉祥航空、密尔克卫、兴通股份、韵达股份、长久物流等。
- **风险提示：** 油价波动风险、疫情散发风险、汇率波动风险。

目录

- 一 | **快递：格局改善延续，利润修复兑现**
- 二 | **航空：需求释放，行业再繁荣**
- 三 | **化工供应链：高成长的优质赛道**
- 四 | **重点推荐及风险提示**

交运板块行业回顾

- 第一段市场下行期间（2015年6月-2016年2月）：沪深300指数整体下滑68%，同期中邮交通运输指数下滑105%。在交运行业中，物流板块整体降幅较小，而铁路、港口及航运板块整体下降较多。
- 第二段市场下行期间（2018年1月-2018年12月）：沪深300指数整体下滑38%，同期中邮交通运输指数下滑37%。从各细分板块表现来看，机场表现较好，主要受上海机场免税协议签订的影响，机场板块整体估值提升，而具有强周期性的航运、航空板块跌幅较高。
- 第三段市场下行期间（2021年12月-至今）：沪深300指数整体下滑40%，同期中邮交通运输指数上涨3%。从各细分板块表现来看，机场、航空表现较好，分别实现14%、5%的涨幅，主要受年初特效药、疫苗等推进节奏顺利，以及国际线放开的预期提振，航运板块主要受外贸集运运价下降影响，板块跌幅较大。

图表1：交运板块行业回顾



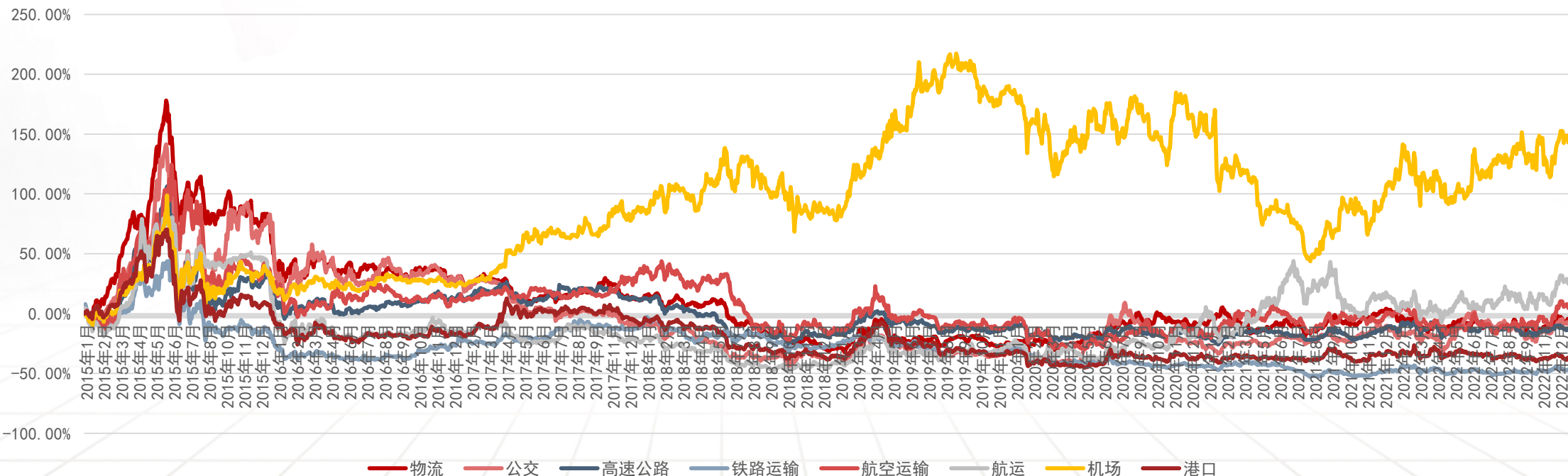
资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

交运各细分赛道差异性较大

- 分板块来看，交运行业各细分赛道具有不同的特征，整体收益和波动表现也有所不同。其中，**具有更强成长性的板块整体收益表现更好，如物流板块，具有更强周期性的板块波动更加明显，如航运板块，而基础设施板块表现更加稳定，波动性较小，如港口、公路及铁路板块。**2013年到至今，物流板块跑赢整体市场的概率为41.1%，波动性（标准差）0.35为；航空板块跑赢整体市场的概率为47.4%，波动性为0.23；航运跑赢整体市场的概率为18.3%，波动性为0.26；机场板块跑赢整体市场的概率为99.4%，波动性为0.54，机场板块具有一定消费属性，因此整体收益表现较好，波动性也更大；港口板块跑赢市场概率为18.9%，波动性为0.20；公路板块跑赢市场36.7%，波动性为0.19；铁路板块跑赢市场概率为15.9%，波动性为0.17。

图表2：市场下行期交运板块更具韧性



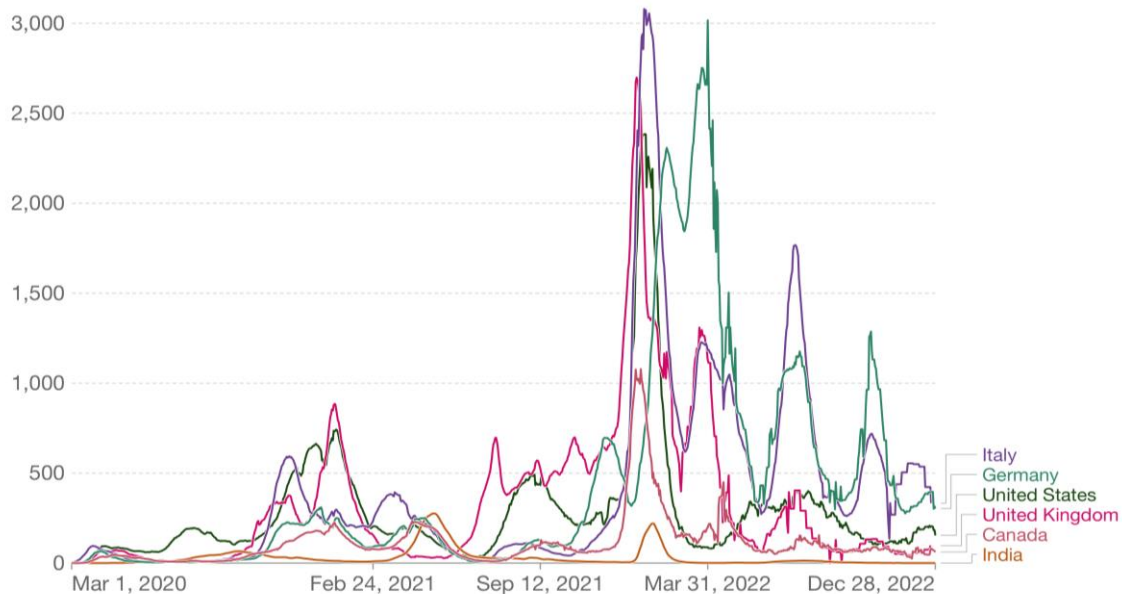
资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

全球疫情高峰期或已过去

- 2021年9月—2022年6月，受奥密克戎变异毒株影响，各国每日新增病例有大幅度上升，疫情呈现短暂爆发的趋势。
- 截止2022年12月28日，美国、中国、加拿大等国接种三针疫苗的人数比例超过60%，接种部分疫苗的人数比例超过75%。

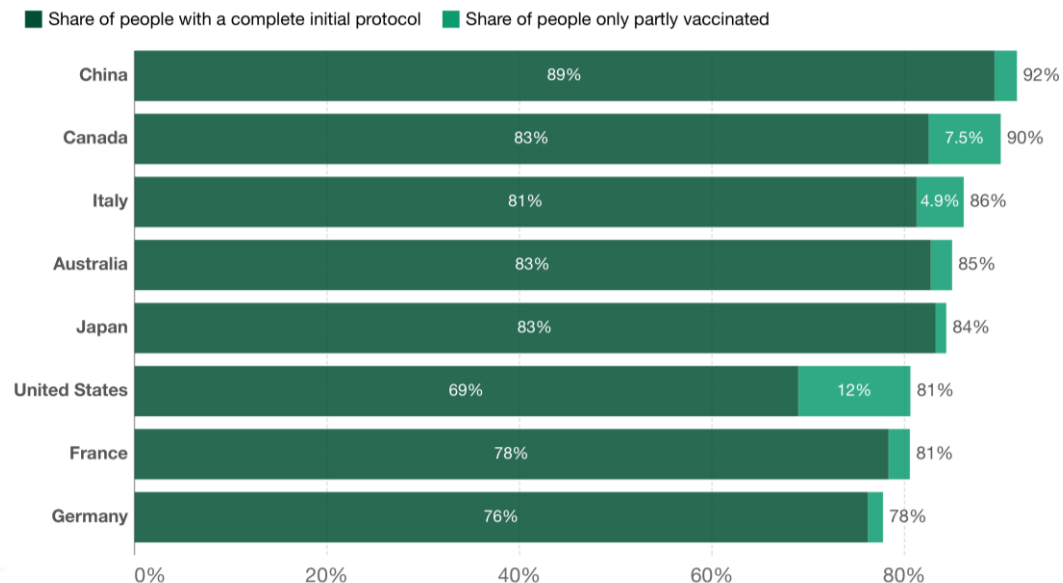
图表3：新冠肺炎每日新增病例（每百万人）



资料来源：WIND资讯，our world in data，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

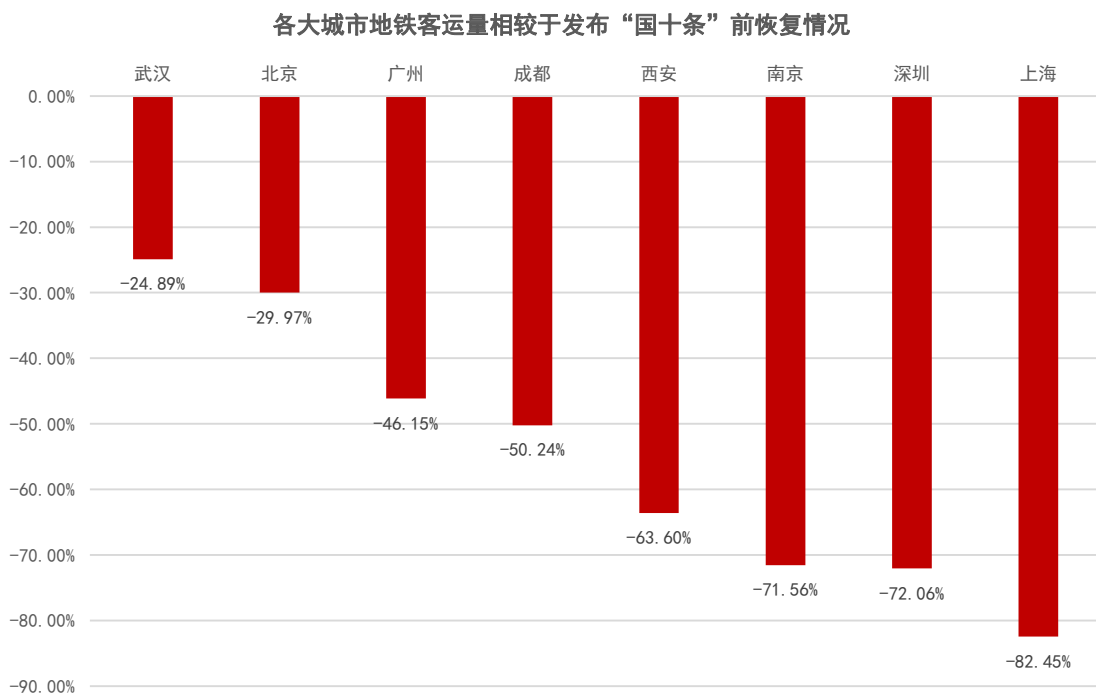
图表4：截止2022年12月28日接种疫苗人数比例



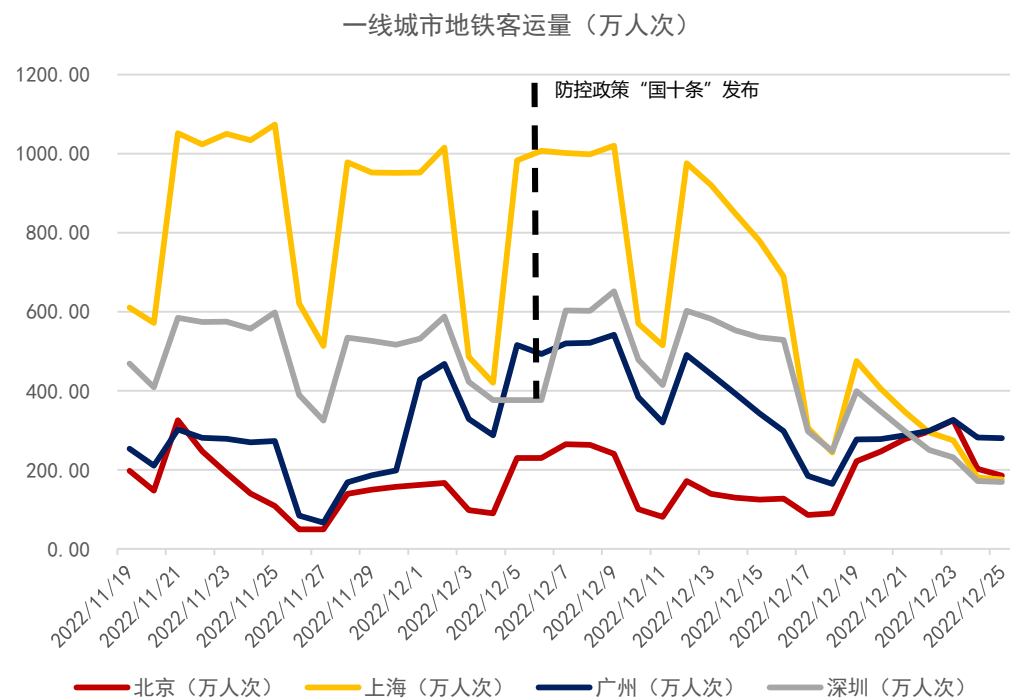
国内放开后“第一波”冲击影响逐步褪去

- 自出台防控政策“国十条”后，第一波的疫情冲击影响正在褪去，居民出行的信心正在修复，出行板块复苏的拐点已至。
- 北京是修复最快的城市，与国家发布“国十条”时间的地铁客流数据对比，北京12月21号（周三）的地铁客流高于之前4.93%，此后两天更是连续修复，12月22日（周四）~12月23日（周五）分别为12.37%，22.91%，北京复工复产的节奏引领全国。

图表5：各大城市地铁客运量较发布“国十条”前对比



图表6：一线城市地铁客运量（万人次）



资料来源：各地铁集团公开数据，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

—

快递：格局改善延续，利润修复兑现

- 我们认为2022年行业量收增幅为2.0%和1.5%，单价基本持平。
- 一般而言，经济政策带动信心提升促进消费，而后社融和投资的提升支撑经济，进而促进快递行业量收增长，因此快递业数据一般延后1-2个月体现政策和经济变化。9月行业量增幅虽逊于8月、7月，显示国内消费的实力和信心仍待提升，而10月已有数据展现稳定提升趋势，又体现了8月下旬至9月上中旬经济政策的效果。10月份之后受疫情再次散发和放开政策的影响，行业又迎来短期的低谷。

图表7：快递行业业务量与增速

项目	年份	全年	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
量 (亿件)	2021	1083	131.1	88.2	85.0	92.2	97.4	89.3	89.9	94.5	99.5	113.3	102.5
	2022	<u>1104.7</u>	156.9	85.4	74.8	92.4	102.6	96.5	94.3	97.1	98.6	103.5	<u>102.9</u>
	同比	<u>2.0%</u>	19.6%	-3.2%	-11.9%	0.2%	5.4%	8.0%	4.9%	2.8%	-0.86%	-8.69%	<u>0.37%</u>
收 (亿元)	2021	10332	1383	854.4	823.9	864.2	916.3	827.2	840.1	921.4	909.0	1075	918
	2022	<u>10488</u>	1574	818.5	740.5	872.2	976.7	898.2	883.9	924.6	902.4	979	<u>921</u>
	同比	<u>1.5%</u>	13.8%	-4.2%	-10.1%	0.9%	6.6%	8.6%	5.2%	0.3%	-0.73%	-8.97%	<u>0.37%</u>
单价 (元/件)	2021	9.54	10.55	9.69	9.70	9.37	9.41	9.26	9.34	9.75	9.14	9.49	8.95
	2022	<u>9.50</u>	10.04	9.58	9.90	9.44	9.52	9.31	9.37	9.52	9.15	9.46	<u>8.95</u>
	同比	<u>-0.4%</u>	-4.9%	-1.1%	2.1%	0.7%	1.2%	0.6%	0.3%	-2.4%	0.1%	-0.31%	<u>0.0%</u>

资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 2023年行业量收增幅约为13%、10.2%，刷单和价格战导致单价下降。
- (1) 2023年行业业务量增幅约为13%，业务收入增幅约为10.2%。
- (2) 业务量分季度测算：一季度增幅：5%左右。主要考虑：2022年前两个半月行业量高增长，2023年前两个月仍受疫情影响。二季度增幅：50%左右。主要考虑：2022年二季度受疫情影响较大；2023年二季度基本不受疫情影响，且扩大内需相关经济、物流政策效果集中体现。三季度增幅：15%左右。主要考虑：2022年三季度受消费不足影响业务量规模不高，基数相对较低；2023年三季度受二季度扩内需高增长影响，消费能力相对不足。四季度增幅：25%左右。主要考虑：2022年四季度受疫情压力较大；2023年疫情判断主要是多点、小规模，对行业影响不大。
- (3) 全年价格下降幅度相对较大，主要受行业价格竞争、刷单、极兔上市前低价冲量、外卖企业冲击同城快递市场等影响。

2023年快递数据预测

图表8：2023年数据预测

项目	单位	2016年		2017年		2018年		2019年	
		绝对值	增幅	绝对值	增幅	绝对值	增幅	绝对值	增幅
GDP	万亿元	74.4	6.70%	82.1	6.80%	90	6.60%	99.1	6.10%
快递业务量	亿件	313	51.40%	401	28.10%	507	26.60%	635	25.30%
较上年增量	亿件	106		88		107		128	
快递业收入	亿元	3974	43.50%	4957	24.70%	6038	21.80%	7498	24.20%
较上年增收	亿元	1205		983		1081		1459	
件均单价	元/件	12.7	-5.20%	12.38	-2.60%	11.91	-3.80%	11.8	-0.90%
收入占GDP比	%	0.53%		0.60%		0.67%		0.76%	
项目	单位	2020		2021		2022E		2023E	
		绝对值	增幅	绝对值	增幅	绝对值	增幅	绝对值	增幅
GDP	万亿元	101.6	2.30%	114.4	8.10%	118.3	3.40%	124.4	5.40%
快递业务量	亿件	834	31.20%	1083	29.90%	1104.7	2.00%	1248.3	13.00%
较上年增量	亿件	198		249		21.7		143.6	
快递业收入	亿元	8795	17.30%	10332	17.50%	10488	1.5%	11559	10.21%
较上年增收	亿元	1298		1537		156		1071	
件均单价	元/件	10.55	-10.60%	9.54	-9.60%	9.5	-0.40%	9.26	-2.60%
收入占GDP比	%	0.87%		0.90%		0.91%		0.98%	

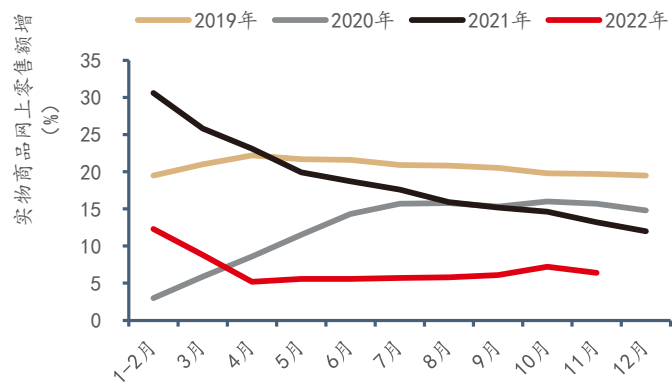
资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

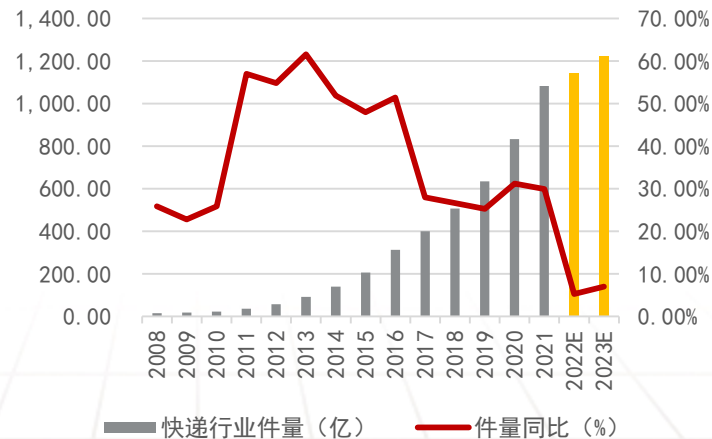
格局改善延续，利润修复兑现

- 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。在经历了10年高速成长期后，电商行业总体进入增速换挡阶段。我们预计行业件量中枢在“十四五”期间或能维持在10-15%的中高速水平，相比20-21年30%左右增速明显下行，即行业逐步进入成熟期。
- 远期看，**新市场增量主要在快递出海和快递进厂**。
- 2023年增量有望恢复，增速有望回到双位数，主要基于：1) 需求的内生动力依然存在，事实上今年网民数量仍呈现稳步增长，但网购人数增长放慢较为明显，除了去年的基数之外，我们认为物流履约、消费能力等因素也对此形成压制；2) 2023年疫情有望逐步得到控制，物流通畅、消费信心恢复，则增量有望恢复。

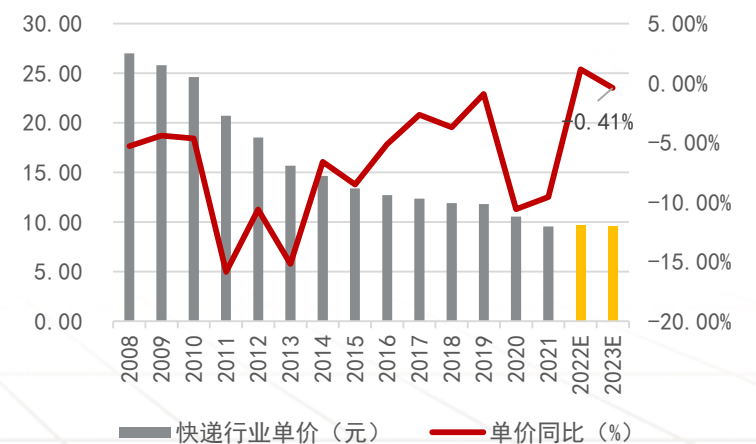
图表9：网上零售有望延续复苏态势



图表10：快递行业件量增速预测



图表11：快递行业单价预测

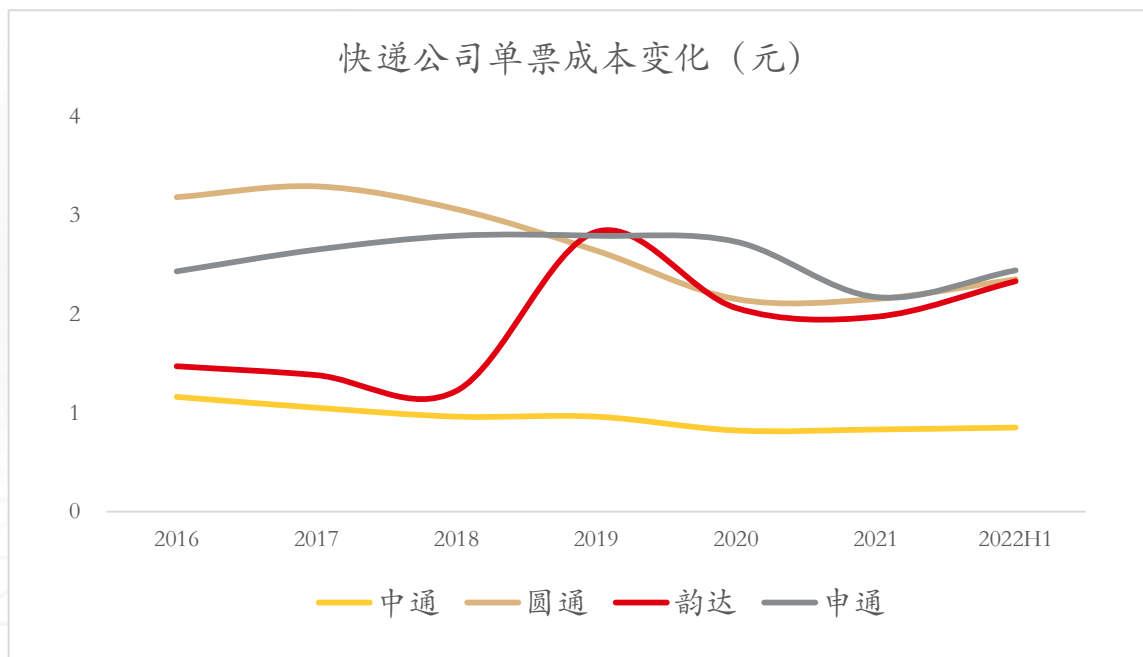


资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

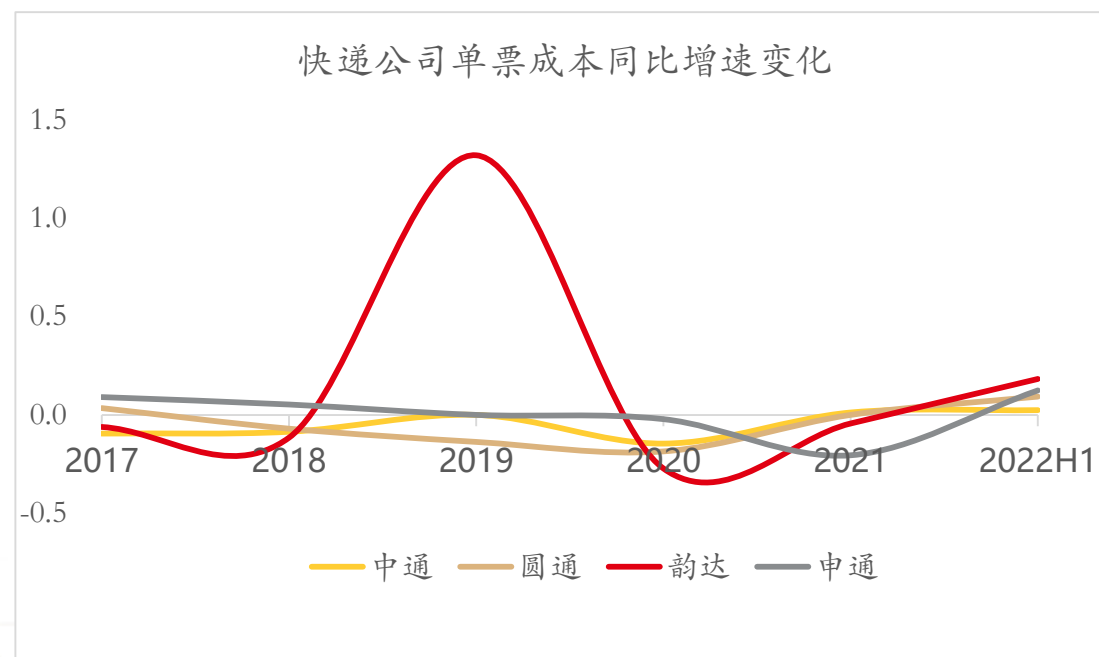
请参阅附注免责声明

- 过去几年行业主要低位的直营制快递，一方面受益于行业增速回暖，另一方面疫情下暴露出来的供应链可靠性和稳定性问题，或在修复期给予直营快递更大的发展空间。

图表12：快递公司单票成本变化



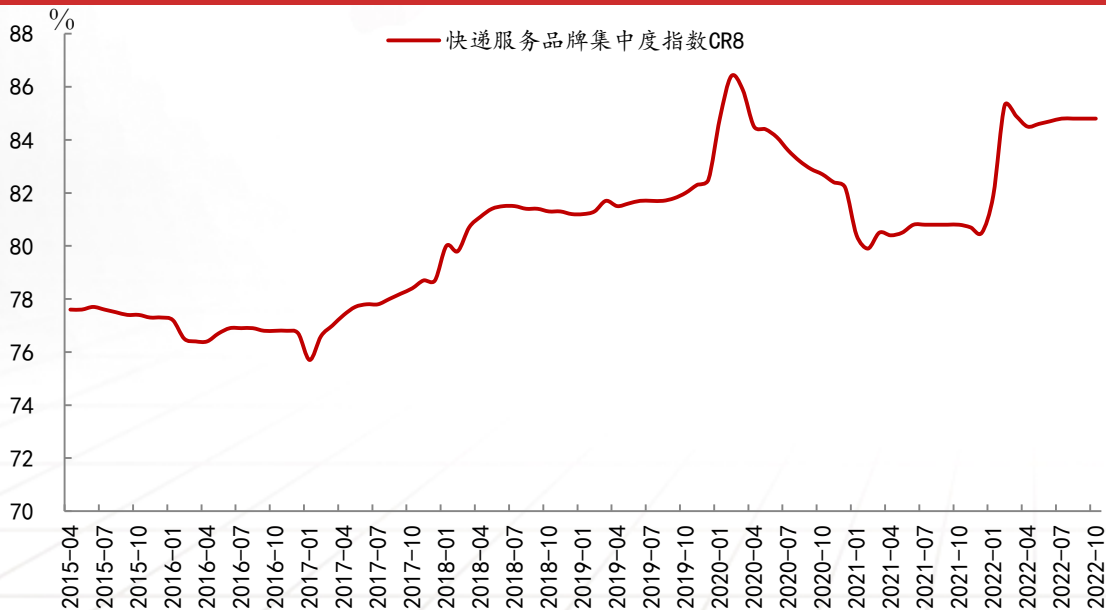
图表13：快递公司单票成本同比增速变化



格局：疫情加速分化，龙头强者恒强

- 过去几年行业主要的竞争集中在基础设施层面，通过大量投资土地与自动化设备以降低成本，提升自身竞争优势。目前除了申通还在补短板外，行业的资本开支高峰期已经过去。通过压低成本来提升竞争力的思路出现了明显的边际效应递减。
- 快递行业在今年出现显著的盈利分化，这与疫情带来的经营压力有着不可分割的关系。行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递，一方面受益于行业增速回暖，另一方面疫情下暴露出来的供应链可靠性和稳定性问题，或在修复期给予直营快递更大的发展空间。

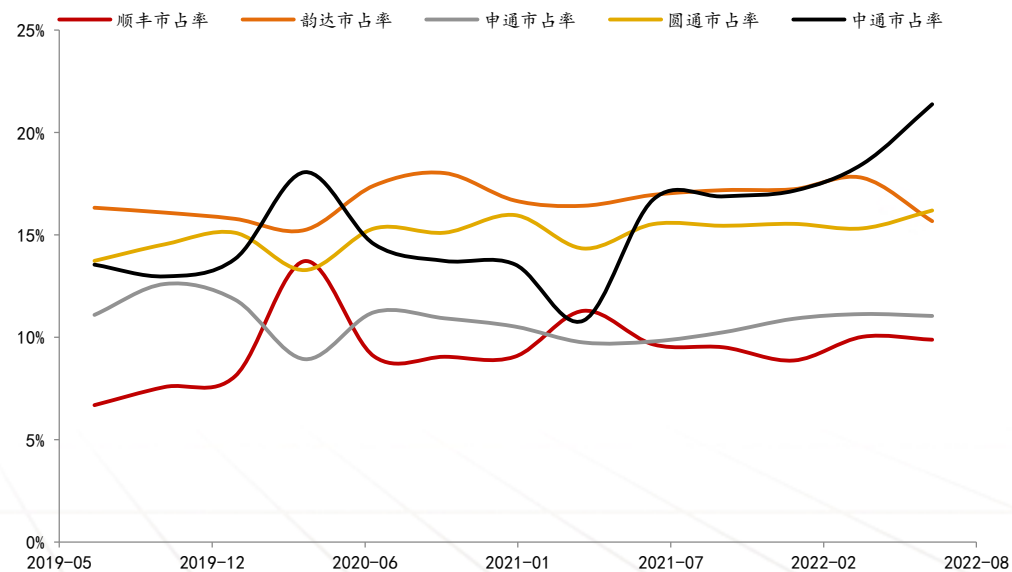
图表14：快递行业集中度CR8持续提升



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

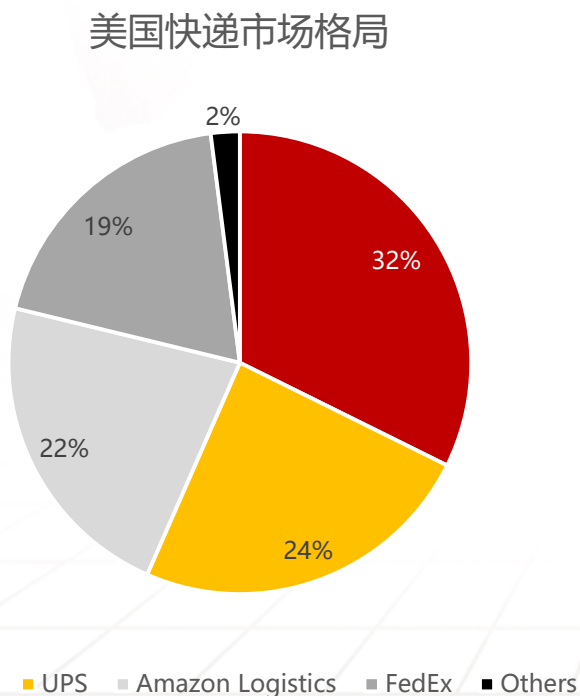
图表15：中通市占率稳占行业龙头



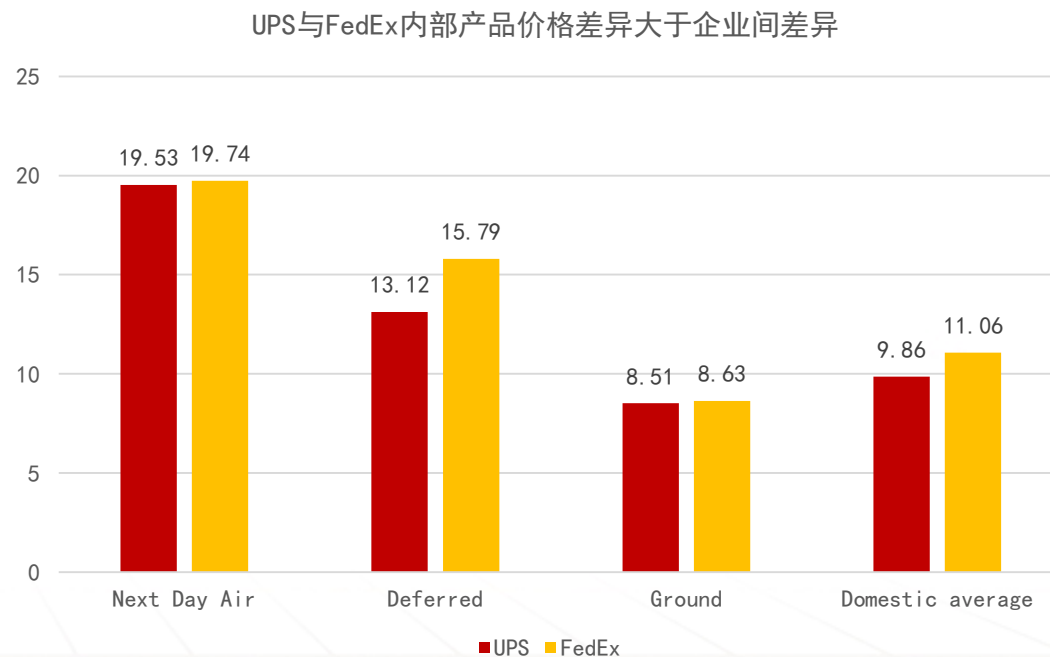
对标海外：集中度亟待提升，客户分层和产品差异化将是趋势

- 集中度仍有较大提升空间：相比美国快递行业CR4高达98%的集中度，中国快递市场集中度仍较低，CR8接近85%。
- 产品分层和差异化定价：产品分层的趋势正在出现，如中通的星联时效件、韵达的韵达特快等，我们认为，随着作为终端用户的网购消费者越来越有多样化的需求，而快递公司也具有更高的服务能力可以提供差异化的产品，未来客户分层和产品差异化将是趋势。

图表16：2021年美国快递行业市场结构（业务量占比，%）



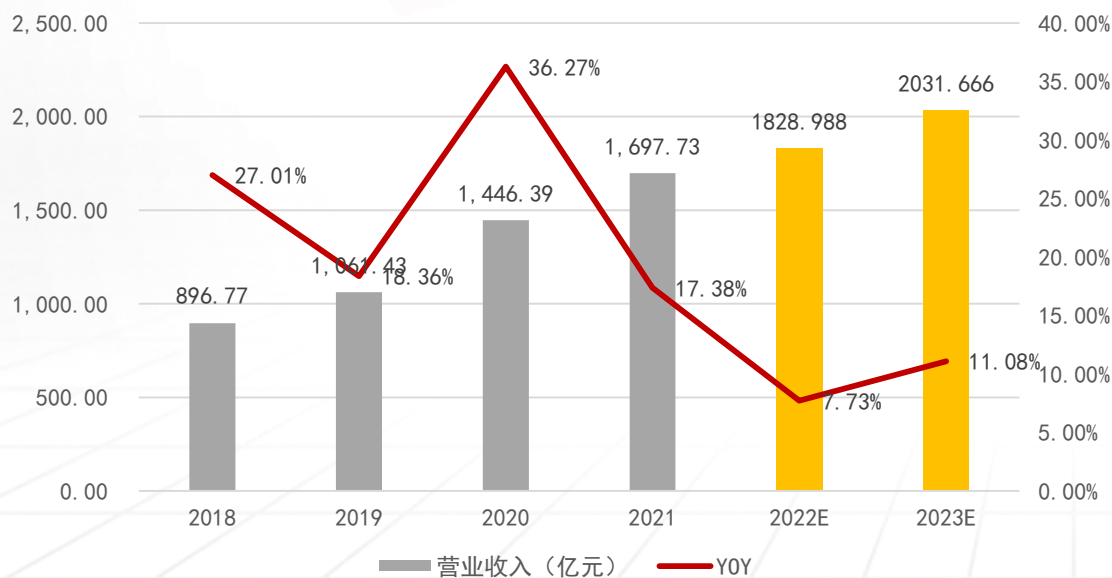
图表17：UPS与FedEx内部产品延续差异化战略（美元）



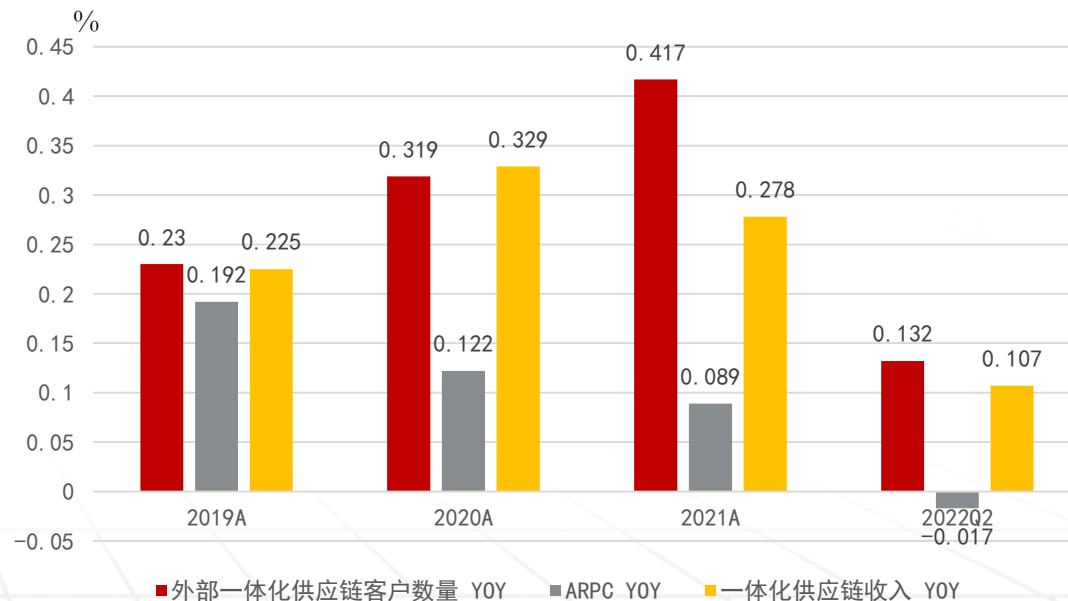
顺丰京东角力：顺丰市值底部，京东物流打造仓配一体化新标杆

- 顺丰：我们预计2022归母净利润为65亿。时效件业务在社零、疫情、淡季压制下仍然保持稳健；电商件新产品退货件增长较快有关，开始受益于电商平台去中心化红利；特惠电商件控量动作基本完成、对经济件增速拉低影响有望消退。2023业绩催化剂：可选消费回暖、燃油价格下降、鄂州枢纽投产供给瓶颈突破提振时效件效率。
- 京东物流：规模化+定制化打造物流新标杆，截至2021年底，公司已服务了超过300,000个企业客户。外部一体化供应链客户群体的扩充成为驱动一体化供应链收入的主要因素之一。快递快运收入占比持续增加，未来收购德邦快递仍有协同成长空间，规模效应加强：2022Q2来自其他客户收入占比攀升至35.5%，此类服务主要包含快递快运等标准化服务。

图表18：顺丰营业收入与增速预测



图表19：外部客户是京东物流一体化供应链服务收入主要驱动因素



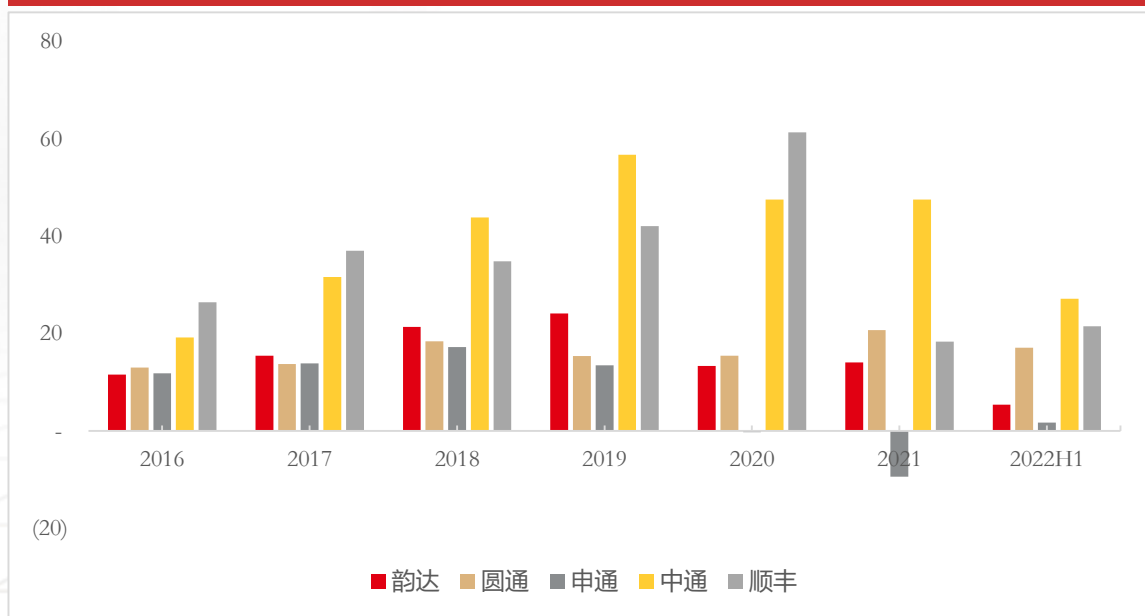
资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

“通达系”：中通——稳步增长、龙头地位稳固

- 今年以来，受极兔百世融合释放部分原有存量影响，以及调研得知小部分中通加盟商放价抢量影响，中通业务量市占率 23%左右较上年的 20.6%有较大提升，测算日均业务量在 6500 万件以上。
- 价格方面，中通 2022 年同城业务低价抢量，间接推动了市占率提升。2023 年必然持续这个趋势。国内异地方面则判断更多可能是跟进行业趋势降价。
- 面对资本市场时，中通表示今年重点发力了电商快递，但从其资本开支看，重点仍未忽略供应链物流业务。综合判断，2023 年中通仍会持续电商快递、国际、物流。

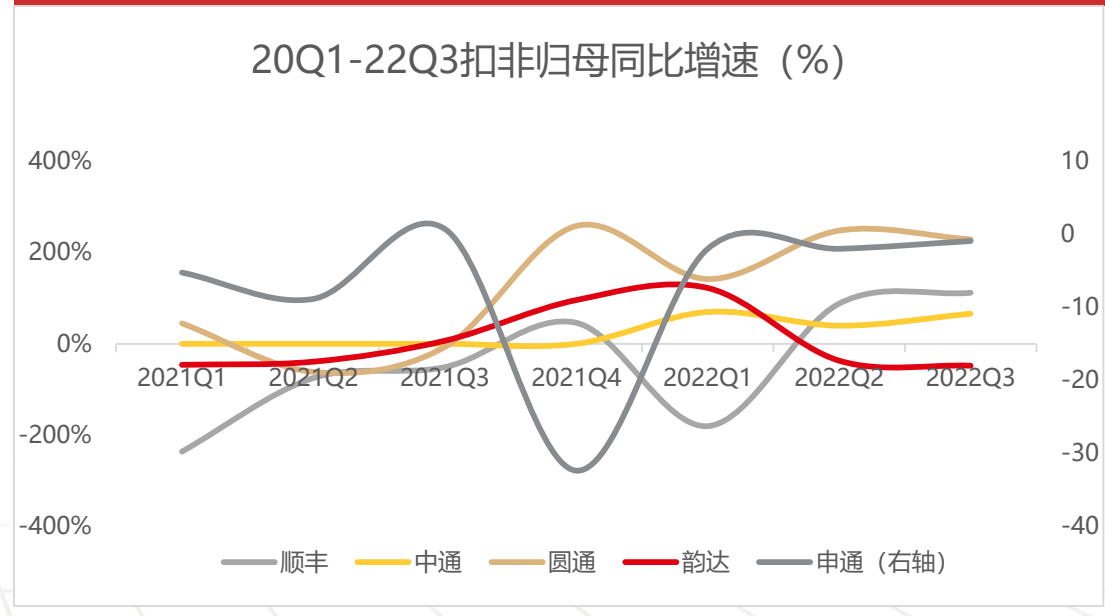
图表20：16-22H1扣非归母情况（亿元）



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

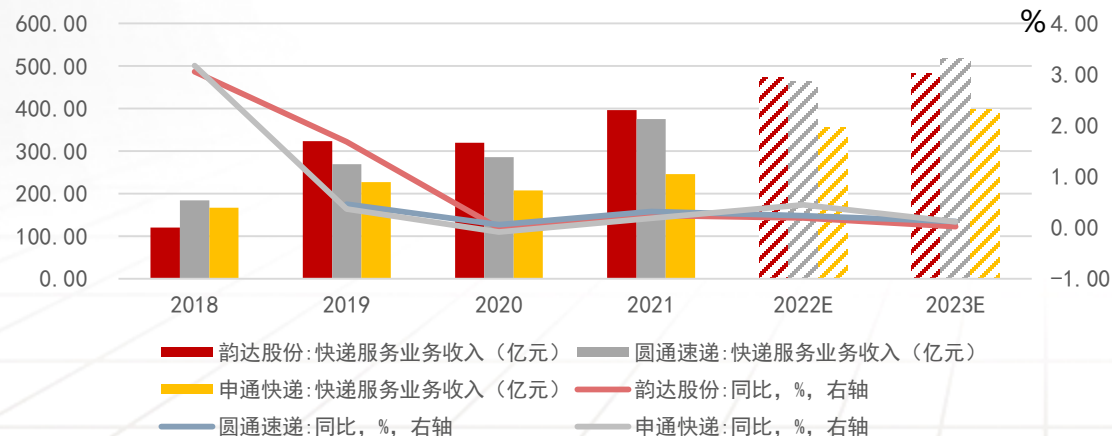
图表21：快递公司扣非净利润同比增速比较



“通达系”：韵达圆通争第二，申通持续扩产能

- 圆通：营收增速连续两个月收窄，9月份降至20%以内为近五个月最低，增速放缓；得益于公司的数字化赋能，降本增效显著，单票快递业务净利环比增加 0.024 元，成本费用均明显改善。2023年关注：1、公司成本费用改善幅度空间；2、数字化转型；3、一体化理念对加盟商和全网的持续赋能效果。
- 韵达：近两年来并无“进”的重大举措，进而造成企业与加盟商上下不合力，上下发展信心不足。但总体看，韵达业务量仍居次席，网络、加盟商体系、客户体系等均未受损，当前的困难仅是暂时，亟待总部政策提高加盟商信心后，即可缓解。判断韵达已开始加快转型，制订中长期战略措施，并判断2023年2月份后，逐步稳固行业件量次席位置。
- 申通：申通仍未逃离“量本利”逻辑下，业务量规模效益的恶性循环的区间。主要以国内电商快递为主的企业中通、韵达、圆通、申通四家，申通距离最近的圆通的市占率之差也近 5 个百分点。

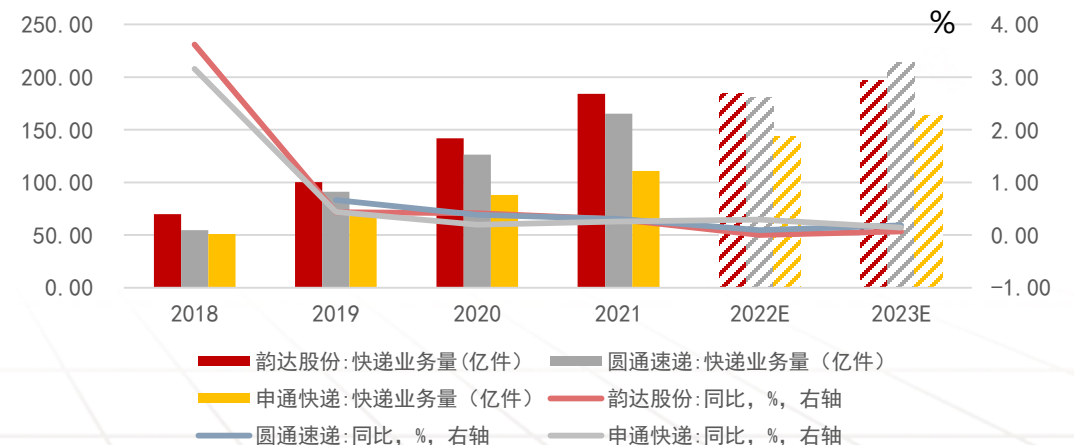
图表22：“通达系”收入与增速预测



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：“通达系”件量与增速预测



图表24: “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				韵达			圆通			申通		
	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY		2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY	2021H1	2022H1	YOY
快递量 (亿件)	82.60	85.40	3.39%	74.10	80.85	9.11%	48.32	56.81	17.57%	单票快递毛利	0.18	0.20	12.22%	0.13	0.30	129.48%	0.04	0.12	204.68%
市占率	16.61%	16.68%	0.36%	15.00%	15.78%	5.23%	9.80%	11.09%	13.18%	单票其他毛利	0.02	-0.14	-800.00%	0.06	0.07	17.13%	0.01	-0.10	1094.81%
单票营业收入	2.20	2.67	21.45%	2.63	3.10	17.88%	2.28	2.63	15.50%	单票三费	0.16	0.14	-11.53%	0.08	0.08	3.07%	0.09	0.09	1.51%
单票快递收入	2.10	2.53	20.48%	2.23	2.65	18.88%	2.25	2.56	13.88%	销售费用	0.02	0.02	17.13%	0.01	0.01	32.26%	0.02	0.02	-22.99%
单票其他收入	0.10	0.14	42.00%	0.40	0.45	12.33%	0.03	0.07	136.51%	管理费用	0.12	0.09	-23.97%	0.07	0.07	-0.90%	0.05	0.06	18.96%
单票营业成本	2.00	2.61	30.50%	2.45	2.73	11.50%	2.23	2.61	17.08%	财务费用	0.02	0.03	34.45%	0.00	0.00	#DIV/0!	0.02	0.02	-17.62%
单票快递成本	1.92	2.32	20.83%	2.10	2.54	20.90%	2.21	2.44	10.43%	单票归母净利	0.08	0.06	-21.25%	0.09	0.22	143.75%	-0.03	0.03	-210.66%
面单成本				0.02	0.02	-19.36%	0.02			单票扣非归母净利		0.06		0.08	0.21	164.19%	-0.03	0.03	-196.93%
中转成本				0.93	0.17	-81.72%	0.11			单票经营性净现金流				0.12	0.41	245.53%	0.05	0.23	352.31%
其中: 运输				0.51	0.52	2.10%	0.36			综合毛利率	9.50%	2.34%	-75.40%	7.00%	11.89%	69.85%	2.00%	0.00%	-99.99%
中心操作				0.31	0.32	2.38%	0.52			快递业务毛利率	8.80%	7.98%	-9.29%	5.80%	11.25%	94.02%	1.80%	4.76%	164.23%
补贴				0.11	-0.67	-707.36%				归母净利率	2.50%	2.36%	-5.69%	3.30%	7.08%	114.42%	-1.30%	1.26%	-196.98%
派送成本				1.12	1.30	16.45%	1.31		-100.00%										
单票其他成本	0.08	0.29	262.50%	0.35	0.19	-44.91%	0.22	0.17	-22.53%										
单票毛利	0.21	0.06	-70.48%	0.19	0.37	94.00%	0.05	0.02	-55.22%										

资料来源: wind,中邮证券研究所

行业趋势：农产品上行

- 总体市场规模稳定、快速上升。按调研数据清洗后不完全统计，2021年快递行业服务农产品上行营收规模约197亿元；测算实际高于300亿元，2023年高于400亿元，2025年高于600亿元，远期2035年高于1500亿元，增速稳定。
- 部分项目市场增量潜力巨大。以云南鲜花项目为例，2021年市场规模超4000万件，但据调查，快递量仅占总销量的2%。部分项目市场可挖存量规模巨大。以日照鲜品、冻品海鲜项目为例，邮政市占率1%、3%，顺丰均为90%；江苏水蜜桃邮政占12%，顺丰60%；广东荔枝邮政市占率仅为顺丰的约10%。
- 农产品：对时效和质量要求较高的品类市场空间大，竞争激烈度低，行业蓝海。

图表25：重点关注的六类农产品上行品类

品类	举例	2022年规模测算	时限需求	是否冷链	定制包装	是否客服	2025年规模测算	花木	种子、切花、盆景	30亿元	72H	否	是	小部分	60亿元
水产海鲜肉类	苏蟹、滩羊、海鲜	50亿元	24H、48H	是	是	是	120亿元	茶	各类茶叶	30亿元	72H	否	是	否	50亿元
时令水果	生鲜类	樱桃、荔枝、杨梅	24H、48H	是	是	是	100亿元	食品制造	螺狮粉、蛋黄酥	20亿元	72H	否	否	否	50亿元
	早熟类	秦冠、花牛苹果	48H	否	是	否	15亿元	特殊包装类	酒类、鸡蛋、榴莲	15亿元	72H	否	是	否	40亿元

资料来源：WIND资讯，草根调研，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 总体市场规模稳定、快速上升。据不完全统计，2021年快递服务制造业项目营收181亿元，测算实际高于300亿元，2023年高于400亿元，2025年高于600亿元；据快递物流服务属性及中国制造业产值测算，2035年高于10000亿元。
- 快递服务制造业处于起步阶段，更多服务产后环节。从当前统计看，涉及产前、产中的占3.8%；涉及产后的占96.6%。顺丰项目多、收入高、单价高，资源更集中。顺丰项目数占比17.9%，收入29.0%，件量15.2%，8.7元/件。邮政项目数15.1%，收入11.7%，件量10.8%，4.9元/件。京东（含跨越、德邦）项目数10.7%，收入9.8%，件量3.7%，12.1元/件。另外，顺丰110个城市中，有2个以上项目的城市仅27个，可见顺丰资源相对匮乏，因而项目更集中。

图表26：快递服务制造业品类相对集中

品类	项目占比	件量占比	收入占比	单价
服装类	11.5%	19.9%	19.3%	4.4元/件
食品类	10.2%	9%	6.1%	3.1元/件
鞋类	4.4%	7.7%	5.3%	3.1元/件
电器类	3.4%	3.3%	7.7%	10.5元/件

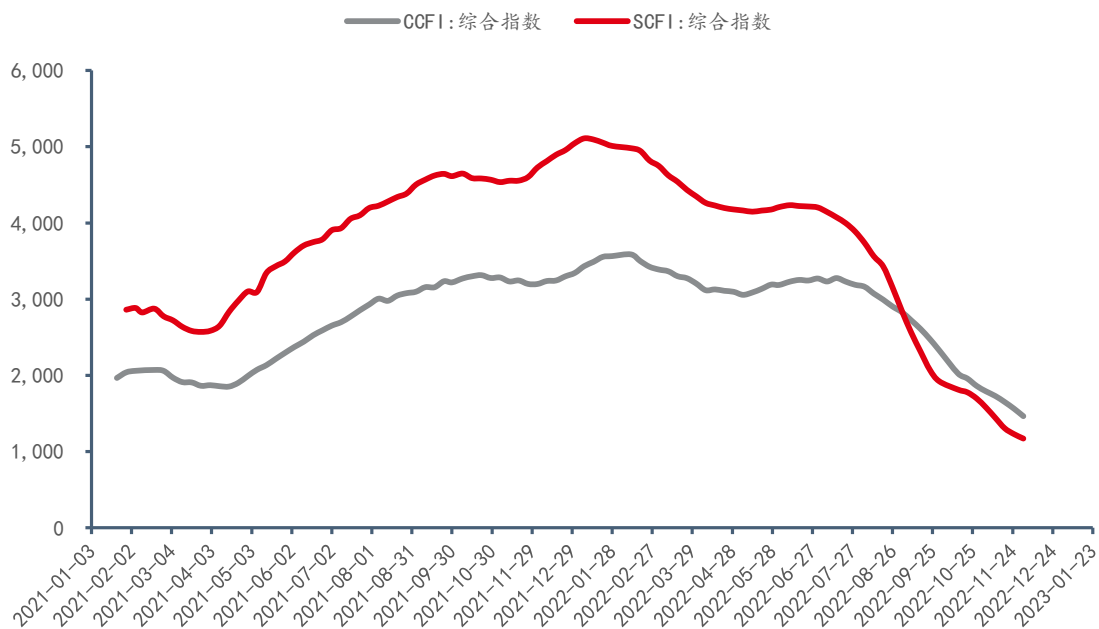
资料来源：WIND资讯，草根调研，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

行业趋势：跨境——运价压力仍在

- 运价：供给压力仍在。近期需求逐步走弱，高企的运价迅速回落，但过去两年累积的新船订单尚未开始真正大量交付。
- 货代：空海运价增速放缓。三季度以来由于海外需求疲软、运力供给修复，空海运价显著下跌，伴随运价下行的是货代赚取到的运价差迅速缩窄，我们认为货代从过去的竞争舱位转向竞争直客，具备全流程服务能力的货代有望获取直客份额。中国货代的直客占比仍不高，未来直客占比提升或带动盈利结构优化，单位利润向上弹性充足。

图表27：集运运价跌势未止



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表28：国际快递业务重点关注方向



二

航空：需求释放，行业再繁荣

2.1 行业数据

2.2 重点公司

2.1 行业数据：2023年预测及路径推演

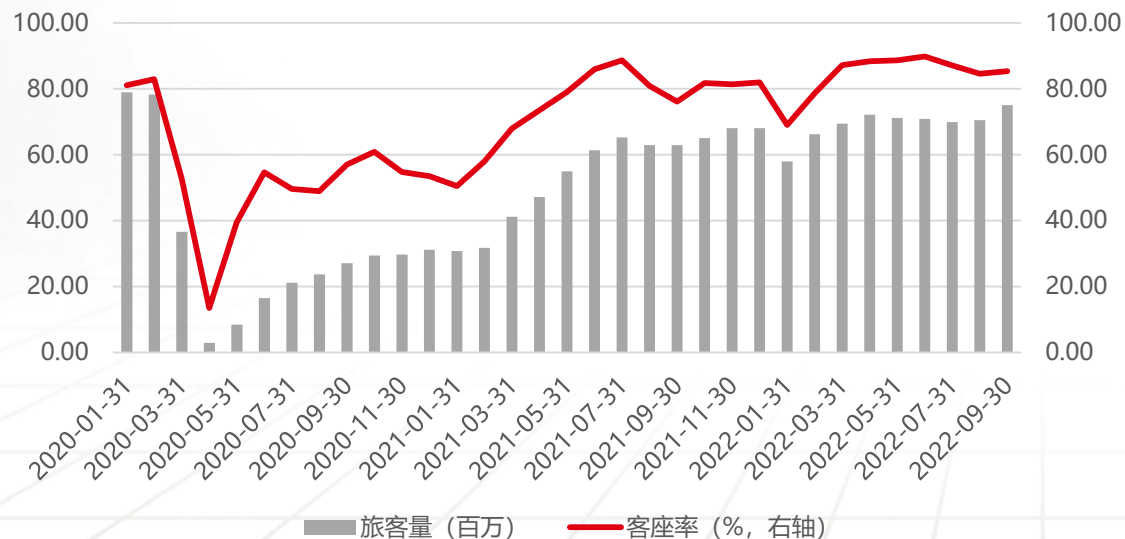
- **总体规律**——受损越重，恢复越快。
- **复苏路径推演：**
- 先国内恢复后国际恢复。国际方面，出境游有望领先入境游。
- 时间节奏上：
 - 国内业务：2023年恢复至19年的水平，全年的两个高峰是3~5月和8~10月的暑运，全年的顶峰在8~10月的暑运。
 - 国际业务：2024年国际业务恢复至80%-90%的水平。
- **个股上：**大航——国航确定性最强，但预期较满，从涨幅上可关注东航和南航；小航——重点推荐吉祥航空。

- **美国**：在出入境限制完全取消之后，国际航班报复性反弹更为明显，日均架次为3-3.5万架之间，较疫情前的2.8-3万架增幅超过10%。
- **中国**：我国疫情防控“新十条”出台，疫情防控措施边际优化，12月9日，全国民航航班执飞量6101班，环比上周增长66.3%。但国内疫情反弹，短期国内航空需求仍会有较大波动。
- **日本**：截止2022年9月，日本国内航空客运人次恢复至19年77%的水平。国际航班复苏较为缓慢，截至2022年9月已经恢复至2019年的30%+水平。
- **新加坡**：2020年4月，航班抵达和离开人次均下滑到疫情前0%的水平。2021年中航班客流开始逐步恢复。2022年3月奥密克戎高峰期之后，航班客流加速恢复，截至2022年8月的数据显示航班客流已恢复到2019年疫情前的55%+的水平。
- **韩国**：韩国航空客流从2020年6月开始陆续恢复，2021年初客流经过短期扰动后客流恢复上了新台阶，截至2022年8月，数据显示航空客流已恢复到2019年同期的约60%水平。
- **英国**：截至2022年11月已恢复到疫情前2019年同期约85%左右的水平。

全球航空复苏趋势延续

- 美国航空旅客量9月份已恢复至75.1百万，客座率基本与疫情前持平。行业在21Q2疫情平稳时迎来快速修复，21Q3受德尔塔影响恢复速度放缓，2022年初受奥密克戎冲击，恢复势头出现短暂回落。
- 2月中旬后美国机票价格已超过19年同期，5月下旬较19年增长28%，11月中旬较19年增长20%。根据美国统计局发布的CPI数据，2022年10月美国机票价格同比上涨约43%。

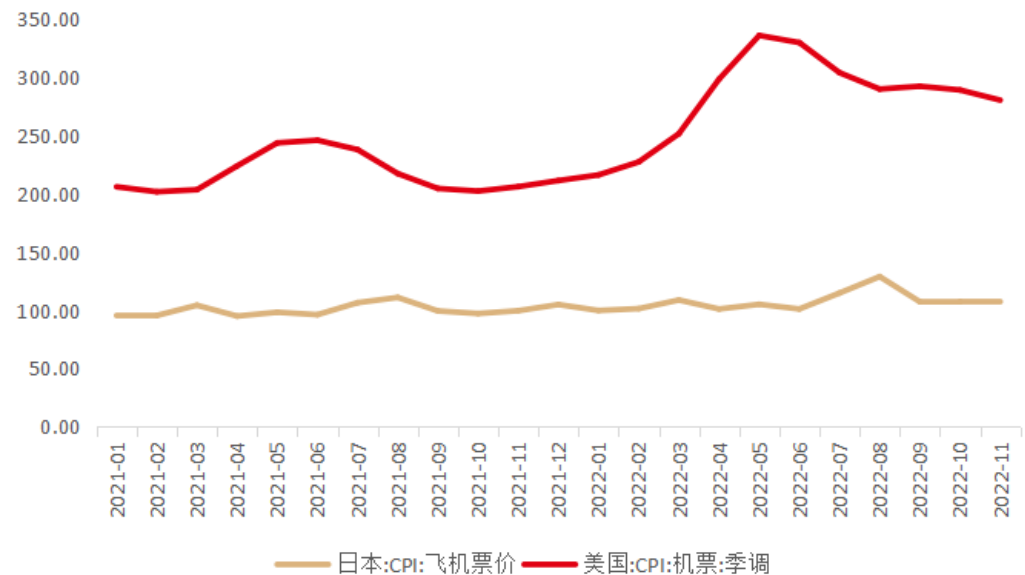
图表29：美国航空业客座率与旅客量快速修复



资料来源：iFind, BTS

请参阅附注免责声明

图表30：美国、日本机票票价变化



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

- **中国：**
 - 12月7日，“国十条”发布，其中核酸检测优化、隔离方式调整优化等举措有利于民航业整体恢复。
 - 12月28日，民航局发布《关于恢复国际客运航班工作方案的通知》。通知规定，自2023年1月8日起，不再对国际客运航班实施“五个一”和“一国一策”等调控措施，中外航空公司按照双边运输协定安排运营定期客运航班。逐步恢复受理中外航空公司国际客运包机申请，取消入境航班75%客座率限制。
- **韩国：**
 - 韩国疾病管理厅已于12月16日将中国列入“检疫查验的重点国家”名单。若来自重点国家的入境人员体温超过37.3摄氏度，本人及同行人员需要一同接受核酸检测。
- **美国：**
 - 28日发表最新声明，从中国大陆、香港或澳门飞往美国的两岁及以上乘客需要在飞行前不超过两天时接受新冠病毒检测，并在登机前向航空公司出示“阴性检测证明”。针对其他国家赴美旅客，自2022年6月12日清晨零时起，不再要求所有旅客在登机前必须提供1天内的新冠病毒性检测阴性结果报告或康复证明，但是旅客仍须检附登机前14天完整接种疫苗的证明。

资料来源：公开资料，中邮证券研究所

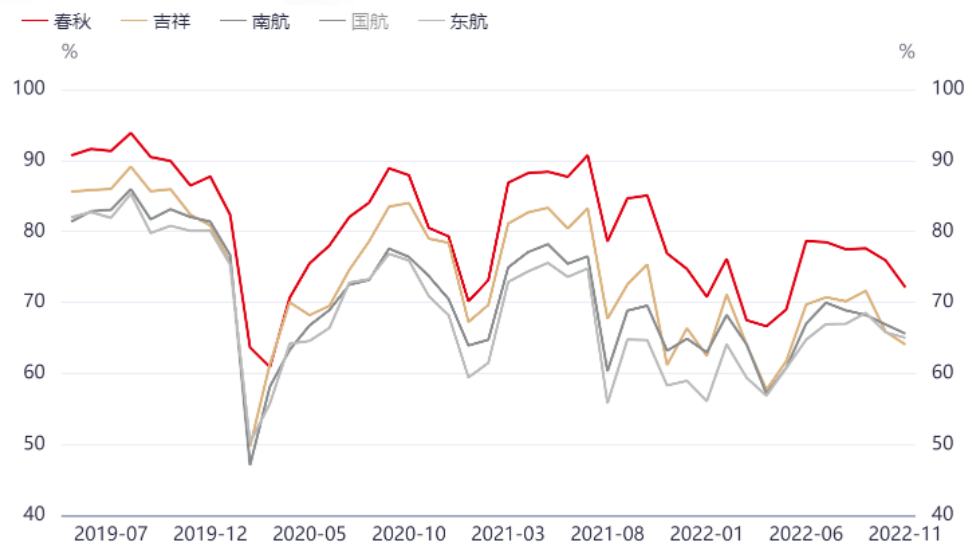
图表31：各大洲航空复苏向好

地区	客运量			货运量	机票预订量	飞机交付量	地区	客运量			货运量	机票预订量	飞机交付量
	PRK	ASK	平均客运率					PRK	ASK	平均客运率			
非洲	相比去年同期增加85%	7月比疫情前低28%	超过2019年同期，7月达到75%	比疫情前同期增长2%	略低于全球水平	持续改善	拉丁美洲加勒比海地区	仅比疫情前低11%	/	/	7月CTK比疫情前低2%	远期预定持续增长，8月可能恢复到2019年同期水平	比2021年增长了114%
中东	7月达到疫情前78%，比2021年同期增长193%	7月比疫情前低22%	5月超过疫情前水平	比2019年下降了2%，与过去5年大致持平	2022年第二季度超过全球平均，但低于疫情前	持续改善，增长势头强劲	亚太	比2019年7月下降了46%	为2019年同期的59%，远低于全球平均水平76%	/	7月同比下降9%，比疫情前低7%	远期预订量增长，接近疫情前水平	飞机交付量下降
北美洲	达到2019年的92%	/	/	7月CTK较2019年同期增长13%	远期预定持续增长，8月可能恢复到2019年同期水平	比2021年增长了43%	欧洲	过去5个月，平均每月增长17%，7月达到疫情前的82%，与2021年同期比，增长了116%	达到2019年同期的84%	上升至87%	短暂复苏后呈下降趋势	持续上升，但低于疫情前水平	呈v型复苏，比2020年高出20%，超过疫情前水平13%

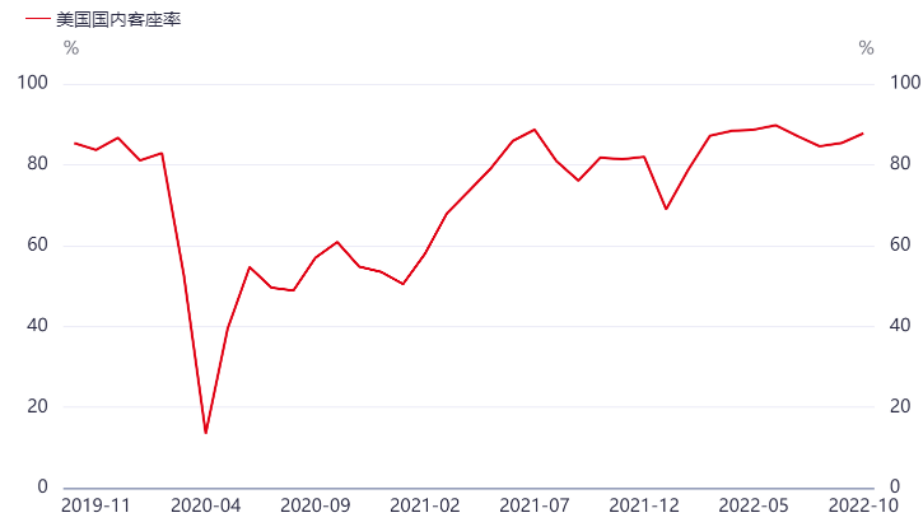
资料来源：IATA，中邮证券研究所

- **短期**：春运：考虑春节累积的返乡探亲需求，2023年春运需求有望恢复至2019年的80%左右。
- **长期**：未来预期：各国政策分化将影响人们的出行计划，从而影响航空需求。
- **航空票价**：航空票价的变动将影响人们的购买意愿。
- **汇率**：国外机票价格受汇率波动影响，从而影响人们国外航班的购买意愿。
- **疫情**：各国疫情状况将影响人们的出行计划，从而影响航空需求。

图表32：国内各航司客座率情况



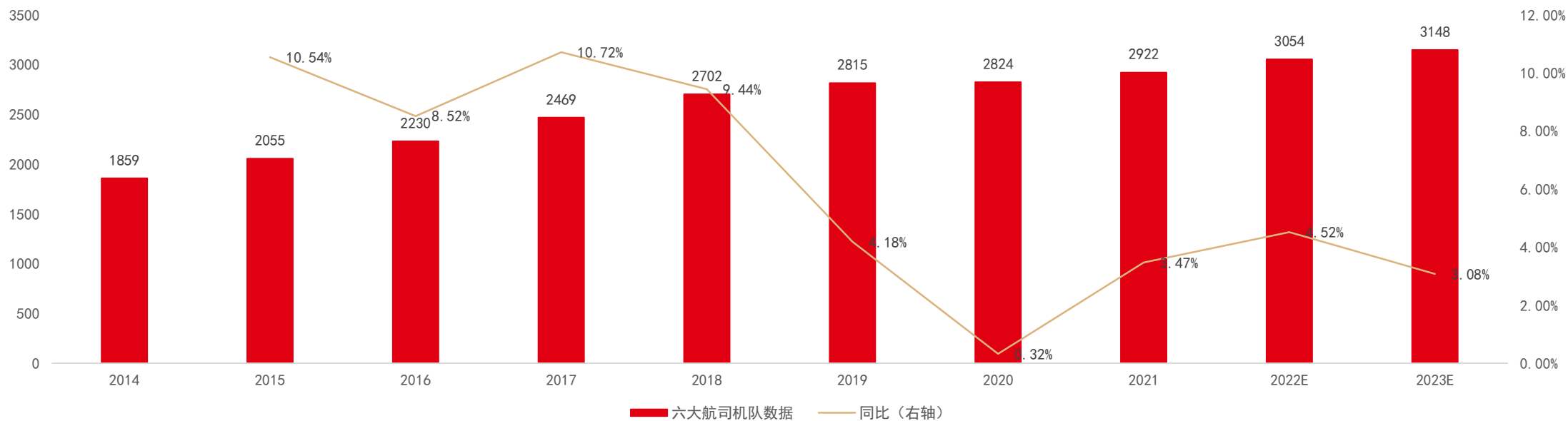
图表33：美国国内客座率情况



供给——飞机引进节奏放缓

- 国内六大航空公司的机队规模，在2015~2018年期间，行业增速围绕10%波动，2019~2021年行业同比增速降至4.18%、0.32%和3.47%。2021年末机队规模相较于19年增长不到6%。
- 根据《“十四五”民用航空发展规划》，2025年民航运输总周转量达到1750亿吨公里，旅客运输量9.3亿人次，货邮运输量950万吨，若以疫情前的2019年数据为基准，6年年均增长率有望达到5.2%、5.9%和3.9%。2025年目标保障1700万飞机起降架次。按此目标，则飞机起降架次复合增长率2020-2025年将下降至6.5%，从政策层面提高了行业供给收紧的确定性。

图表34：六大航司机队引进节奏放缓



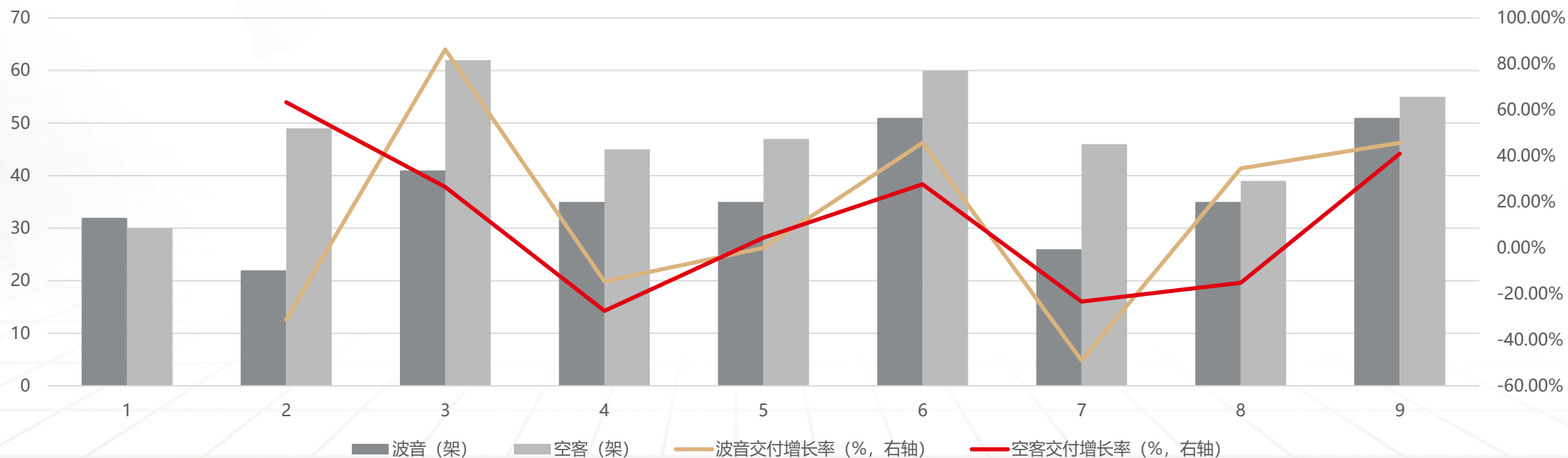
资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 疫情冲击影响飞机制造商的短期交付。疫情对全球供应链产生巨大冲击，对飞机制造商的产能和交付也造成了较大的影响。2020年空客交付了566架商用飞机，这一数据较2019年有34%的下滑，由于疫情导致长途航空旅行市场遭遇“灭顶式”打击，因此宽体机交付量受到的影响极为明显。

图表35：波音、空客交付情况

2022年波音、空客1-9月交付情况



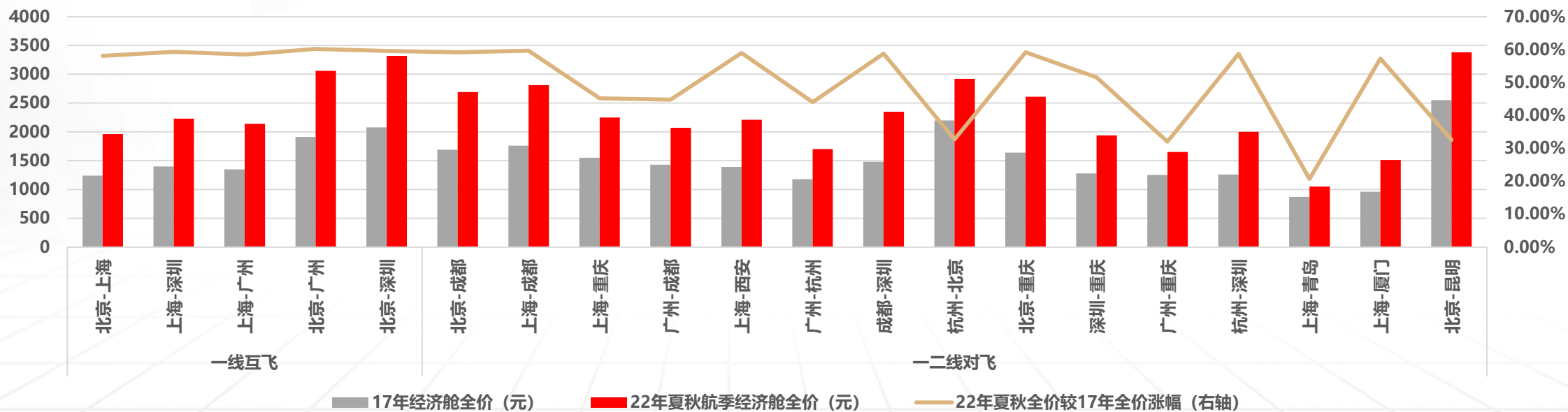
资料来源：波音、空客公开资料，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

供给——国内机票价格上涨

- 受到疫情影响，近三年的民航机票价格大幅下滑。从预期来讲，机票价格在 2023 年中期至 2024 年左右能够恢复到 2019 年的价格水平。而国际航班的机票价格受到疫情影响则是存在大幅上涨。所以总体来说，如果国内政策环境恢复了常态，国际机票价格会下降，而国内机票价格会温和的上涨。

图表36：国内主要航线票价情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

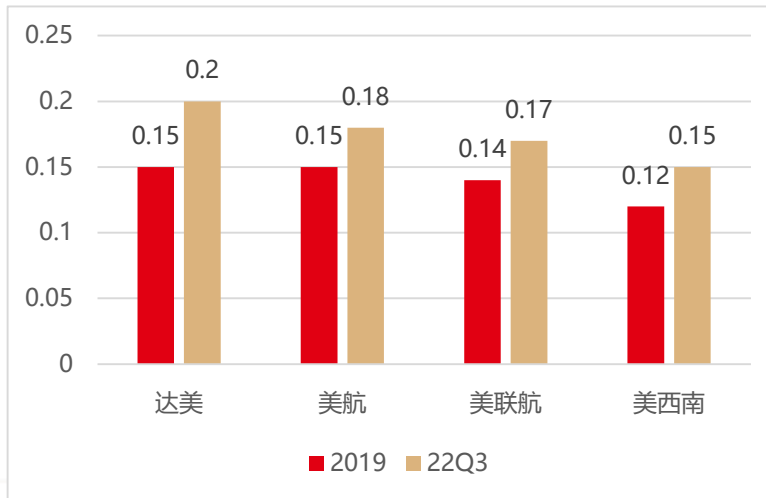
油价——高油价影响总利润

- 2022年全球航司成本端受高油价影响，总利润发生大幅波动。

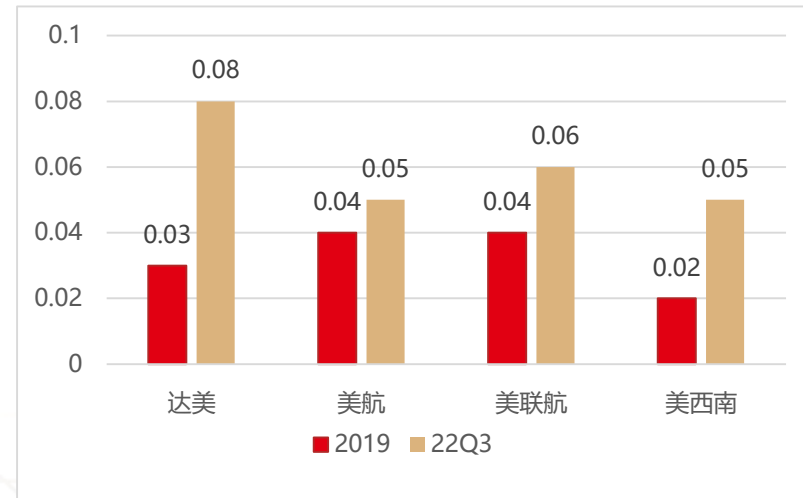
图表37：布伦特原油价格上涨



图表38：美国四大航单位ASM成本（美元）



图表39：美国四大航单位ASM航油成本（美元）



- 由于航空公司购买、租赁飞机以及燃油等均以外币计价，通常会产生高额的外币负债，汇率变动将产生巨额汇兑损益。
- 截至2022年12月29日，美元和欧元汇率均呈现上涨趋势，因此对国内航司而言，汇率将影响成本提高，进而对利润产生不利影响。

图表40：美元、欧元升值

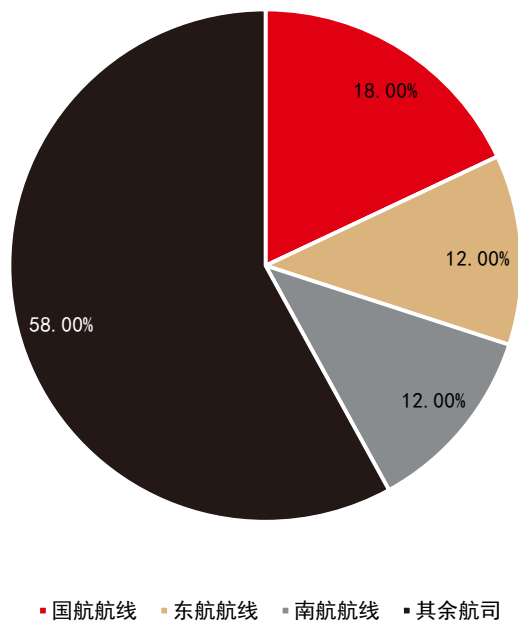


2.2 重点公司：中国国航——复苏确定性最强

- 国际线占比高，疫后反弹值得期待。2010年之前，国航的国际航线份额占据三大航全部国际航线的半壁江山。
- 公司国际航线网络发达，国际线运力投放增速持续维持在10%左右，国际线运力占总运力的比重较高，2019年为41.7%，明显高于南航的31.6%和东航的36.5%。

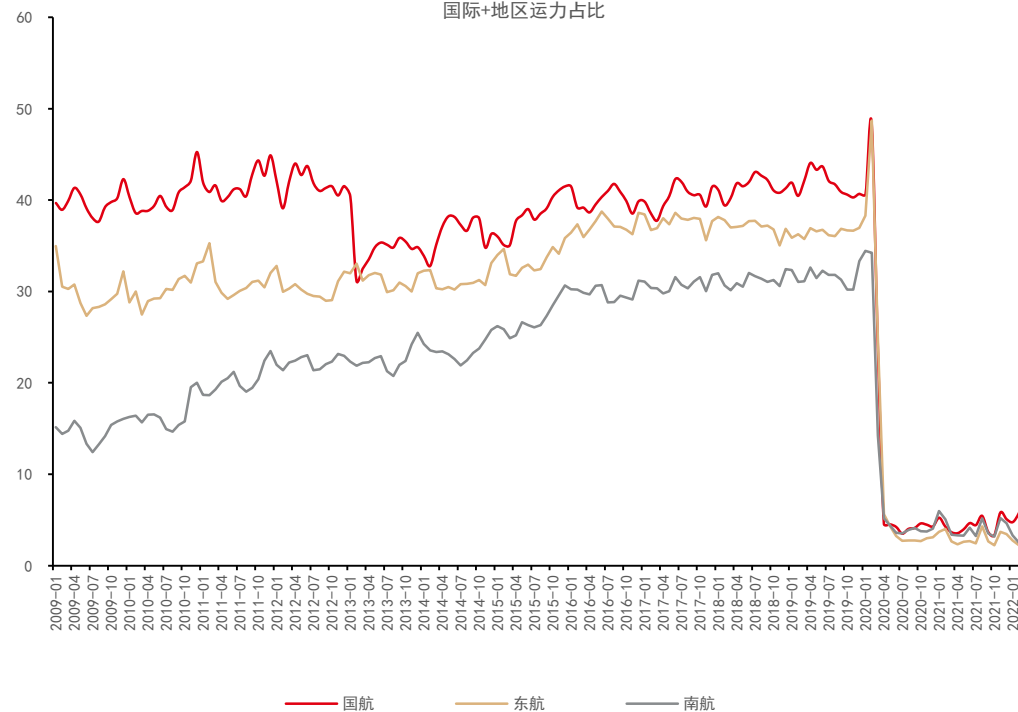
图表41：疫情前国航北美线占比较高

2019年北美航线时刻占比

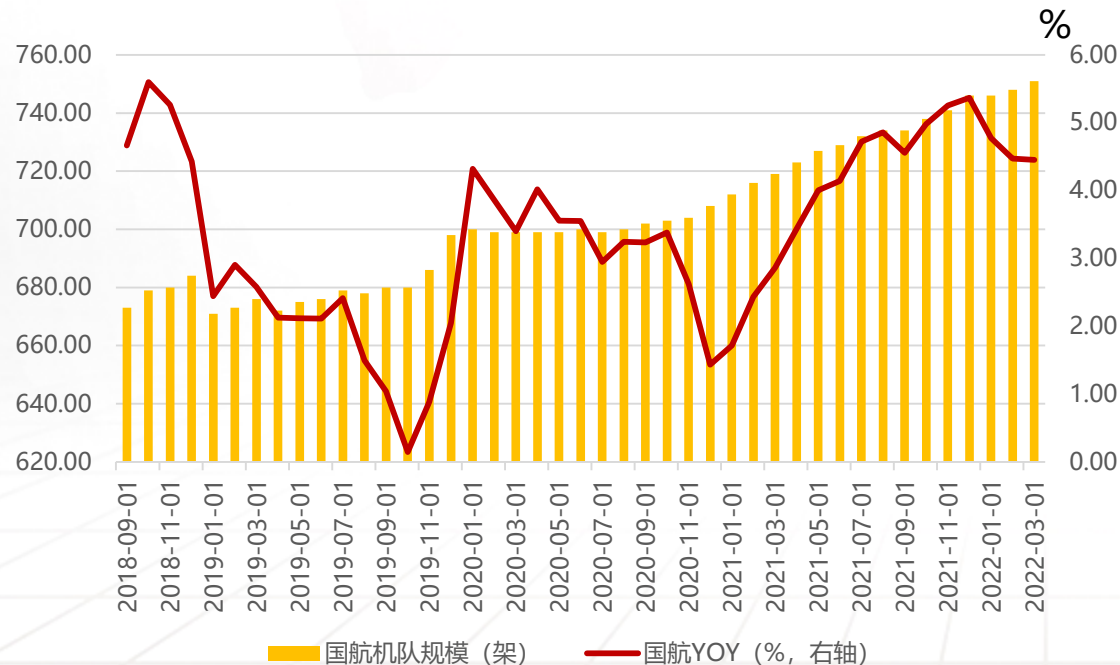
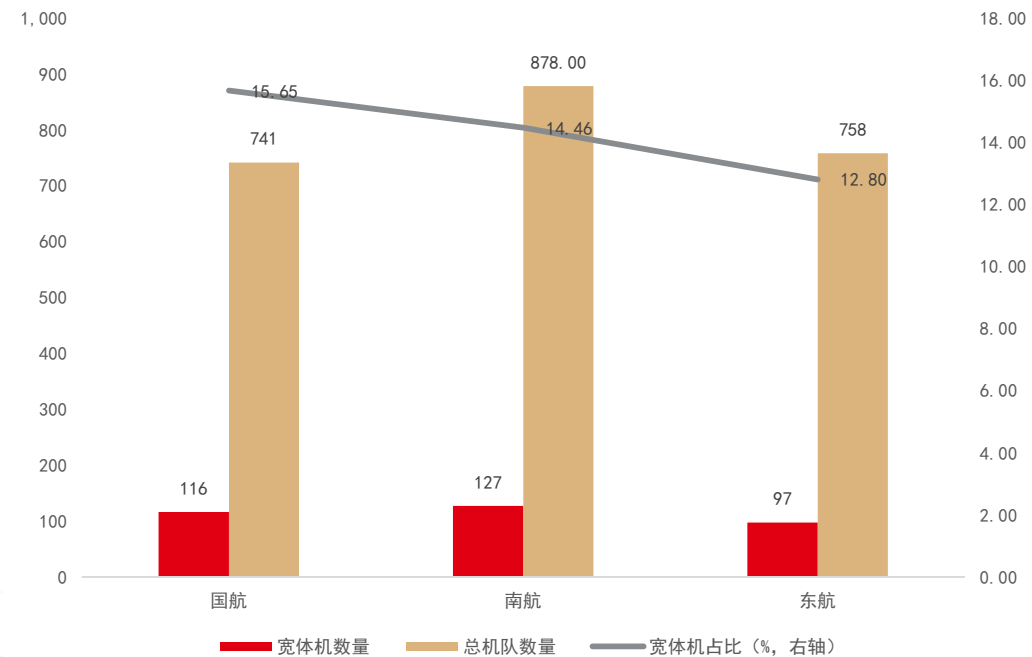


图表42：三大航中国航国际运力占比高

国际+地区运力占比



- 至2021年末，国航共有客机（含公务机）746架，平均机龄8.23年。其中，机队共有飞机467架，平均机龄8.39年。引进飞机37架、其中从澳门航空湿租5架，退出飞机1架。
- 机队规模国内第三，宽体机数量最多。截止2021年，国航机队规模为国内第三，但宽体机共计116架，占比15.65%，为国内机队最高。

图表43：国航机队规模

图表44：三大航司宽体机比较


资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表45：国航盈利预测

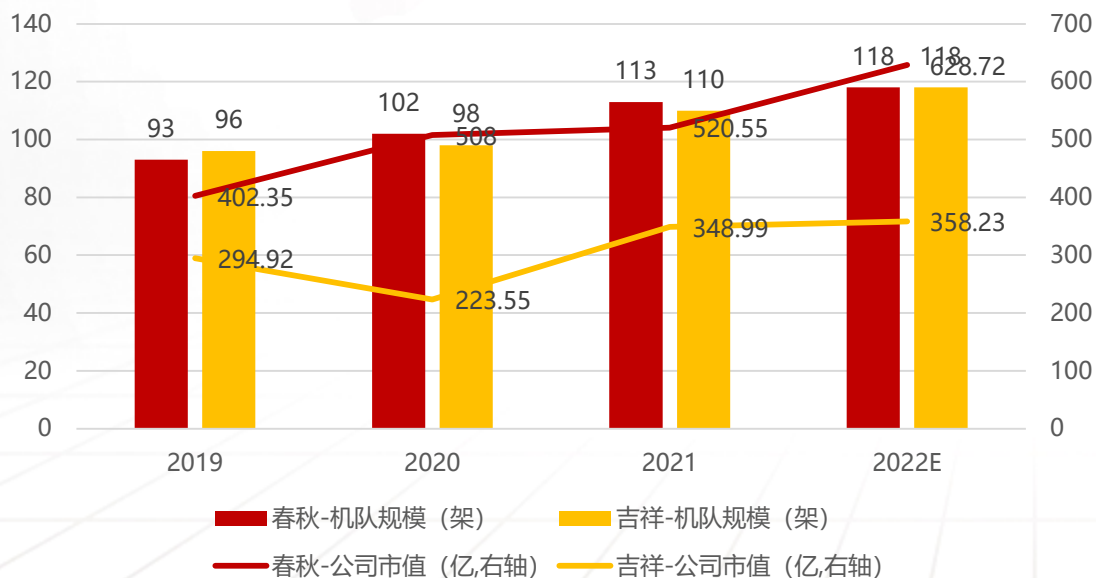
公司2020~24E年ASK增速、客座率、RPK增速和客公里收益					
指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ASK同比增长率, 亿	-45.63%	-2.38%	62.04%	10.47%	5.10%
客座率, %	68.28%	67.08%	70%	77%	81%
RPK同比增长率, %	-52.80%	-4.88%	64.70%	22.03%	5.25%
客公里收益 (元)	0.51	0.56	0.56	0.55	0.54
客公里收益同比增长率, %	-5.20	10.01	0.33	-1.79	-1.82
来源: Wind, 中邮证券研究所预测					
公司主要业务板块收入拆分和盈利预测					
项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1. 客运					
营业收入, 亿	557	583	700	1260	1411
同比增长率, %	-55.2%	4.6%	20.0%	80.0%	12.0%
2. 货运及邮运					
营业收入, 亿	86	111	133	153	172
同比增长率, %	49.2%	29.9%	20.0%	15.0%	12.0%
3. 其他业务					
营业收入, 亿	52	51	52	52	53
营业收入					
营业收入, 亿	695	745	885	1465	1635
同比增长率, %	-48.96%	7.23%	18.70%	65.60%	11.61%
来源: Wind, 中邮证券研究所预测					
公司成本拆分和预测					
项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1. 油料成本					
营业成本, 亿	148	207	228	387	418
同比增长率, %	-58.80%	39.73%	10%	70%	8%
2. 扣油成本					
营业成本, 亿	608	651	667	794	845
同比增长率, %	-21.31%	7.11%	2%	19%	7%
营业成本					
营业成本, 亿	756	858	894	1181	1263
同比增长率, %	-33.22%	13.50%	4%	32%	7%

资料来源: wind,中邮证券研究所

2.2 重点公司：吉祥航空——被低估的民营航司龙头

- 受疫情、汇率波动等方面影响，2019年资金压力上升，但2022年8月吉祥航空增发募集了33亿资金，加之国家颁布的相关资金借款政策，资金压力极大缓解。
- 预期明年油价不会存在大幅上升空间，因此客座率水平将是影响航司利润大小的重要因素。吉祥航空客座率恢复状况位于各航司前列，因此利润恢复状况较为乐观。吉祥航空飞机利用率和执飞航班量也位于各航司前列，因此成本相对较低。
- 吉祥航空预计在4-9月份航运板块的基本面都是向好的，暑运期间尤其向好。

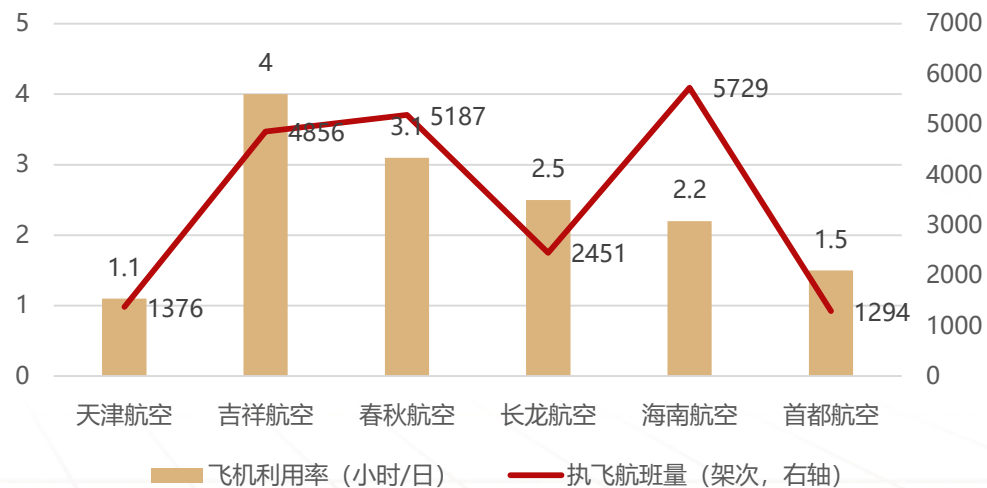
图表46：吉祥VS春秋（机队规模及市值）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表47：各航司飞机利用率和执飞航班量



资料来源：航班管家，中邮证券研究所

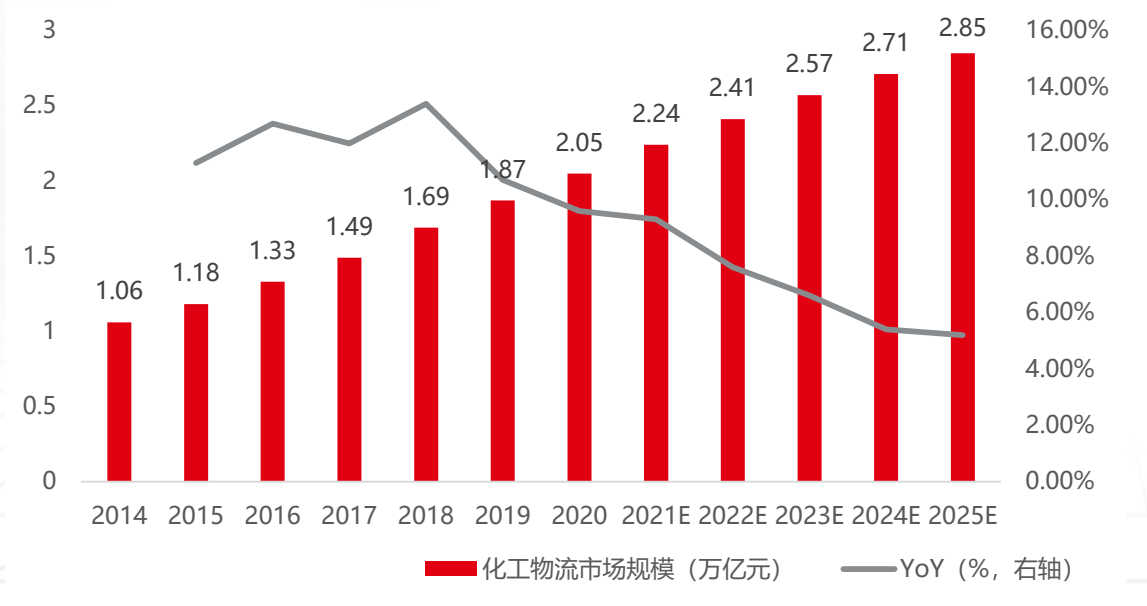
三

化工供应链：高成长的优质赛道

3.1 化工供应链物流——大赛道，小公司

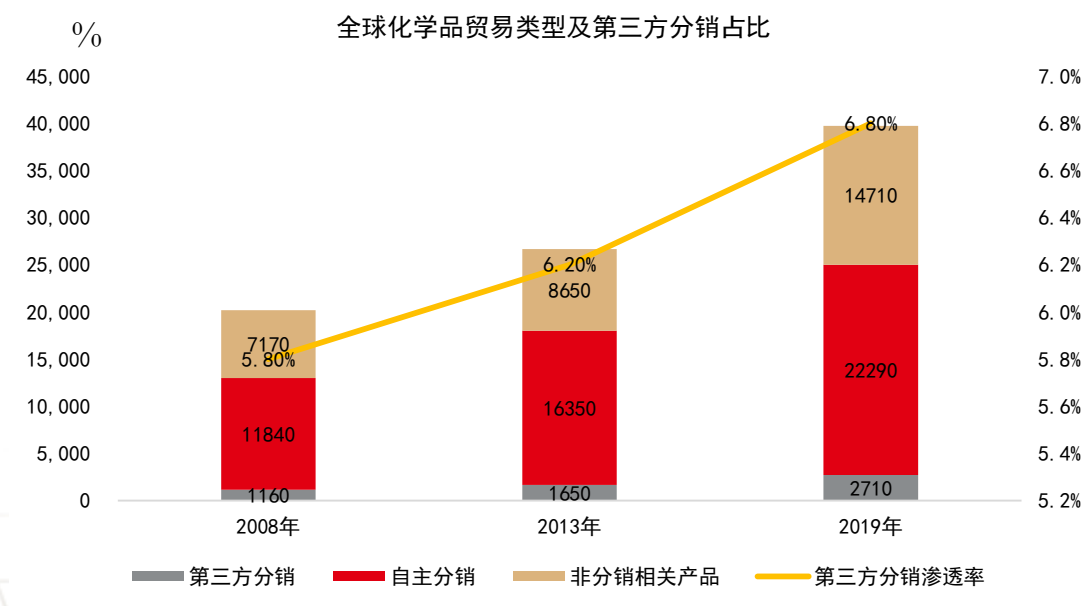
- 化工物流行业市场规模较大，但集中度低，中国物流与采购联合会预计 2025 年中国危化品物流市场规模将增长至 2.85 万亿元，按第三方渗透率 40%估计，潜在市场空间超万亿元，而CR5不足3%。
- 中国作为全球最大的化工品消费市场，对化学品消费需求的稳定增长将带来化工物流市场的持续扩大。区别于其它供应链物流，化工品具有危险性，因此近年来我国对化工物流的监管趋严，不合规的小企业逐步出清，而具有安全、稳定的服务能力的龙头公司市占率有望逐步提升。

图表48：中国危险品物流市场规模



资料来源：iFind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表49：全球化学品贸易类型及第三方分销占比

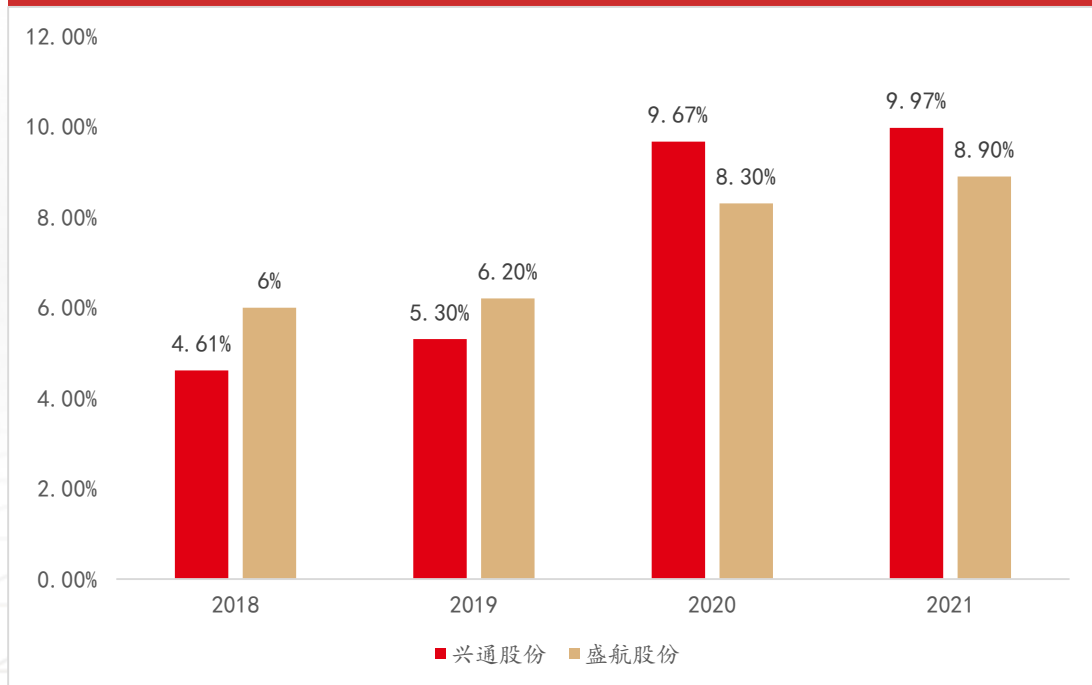


资料来源：cefic，中邮证券研究所

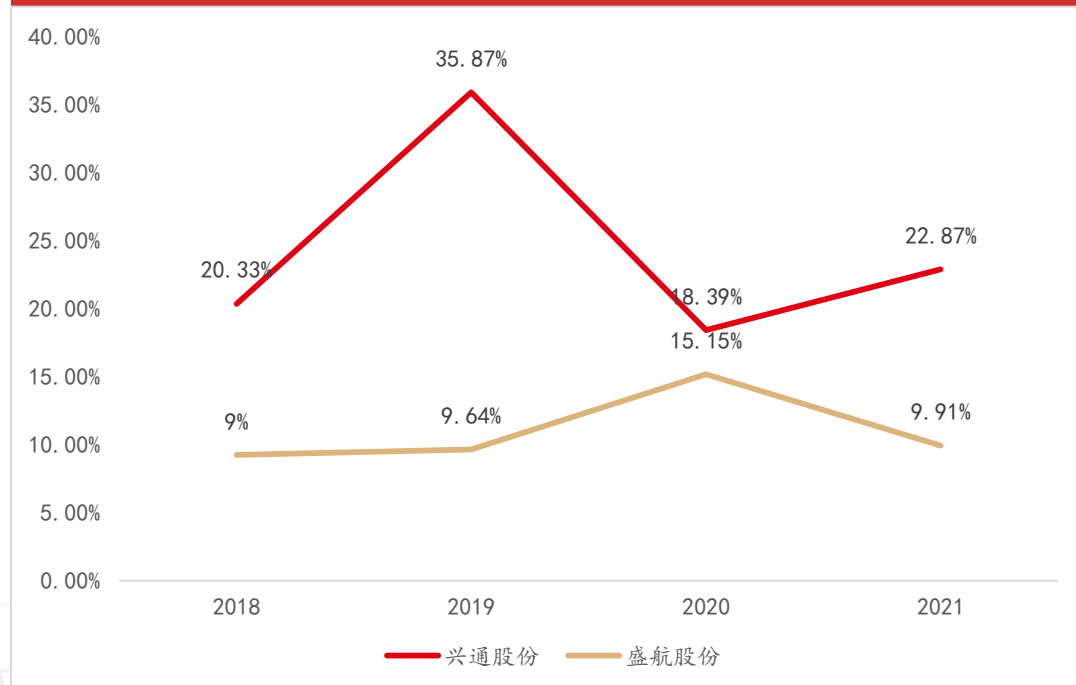
3.1 化工供应链物流

- 化工物流行业头部公司兴通股份、盛航股份近年来市占率提升，主要是因为行业头部公司在环保和安全治理上具有比较优势，因此更容易获得交通部审批的新增产能。
- 行业头部企业盈利能力相较于中小型企业更好，更加促进了行业的集中趋势。稳健运力调控使得行业内企业持续获得高盈利。行业头部企业受资质审批影响获利更甚，兴通股份2018-2021年毛利率均值为50.8%，同期盛航股份的毛利率均值为34.8%。

图表50：行业头部公司市占率稳步提升



图表51：行业头部公司ROE水平较高



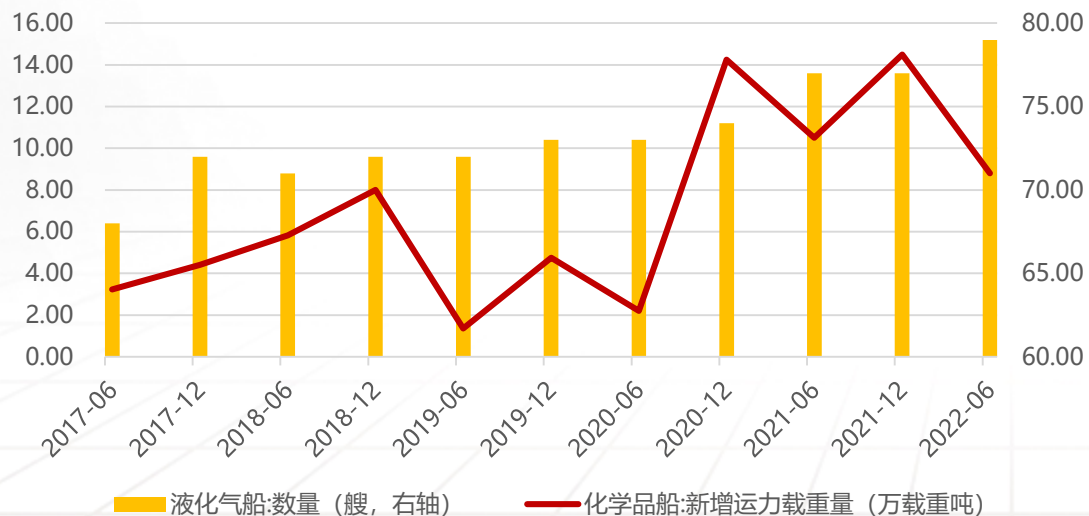
资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

3.1 化工供应链物流——供给

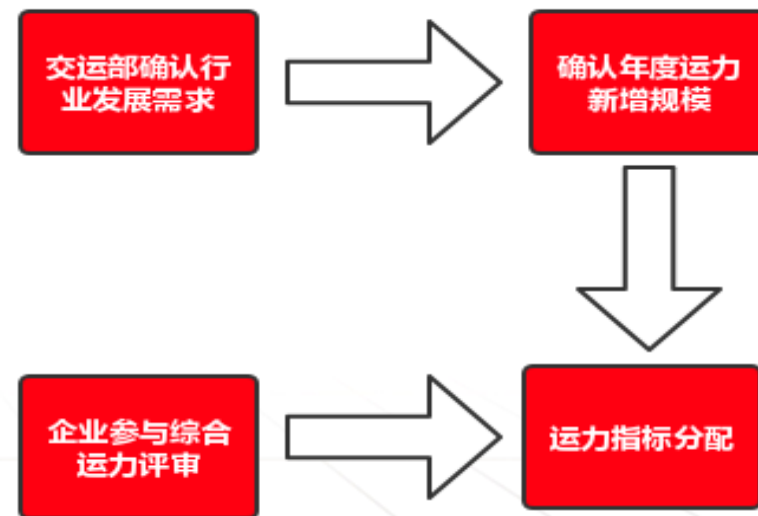
- 交通运输部直接针对于每年新增运力进行调控，行业运力引进受政策严格限制。根据2018《公告》要求，目前行业只有两种运力引进方式：① 交通运输部按需审批运力；② 老船置换。综合来看，行业总运力扩张缓慢，供给侧严格受限的趋势不变，2012至2021年运力CAGR为2.9%。
- 新增运力评审注重企业资质、安全绿色、守法诚信、经营业绩等。前四项都包含一系列指标，每个指标打分在0~5。第五项为扣分项，每个指标扣5分。总分越高，在运力综合评审排序中越靠前，越有可能获得新增造船指标。省行股份在两项评审中排名靠前，表明企业在未来获得新增造船指标的可能性很大，企业成长性较好。

图表52：液化危险品船舶数量与新增运力载重量



资料来源：iFind，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

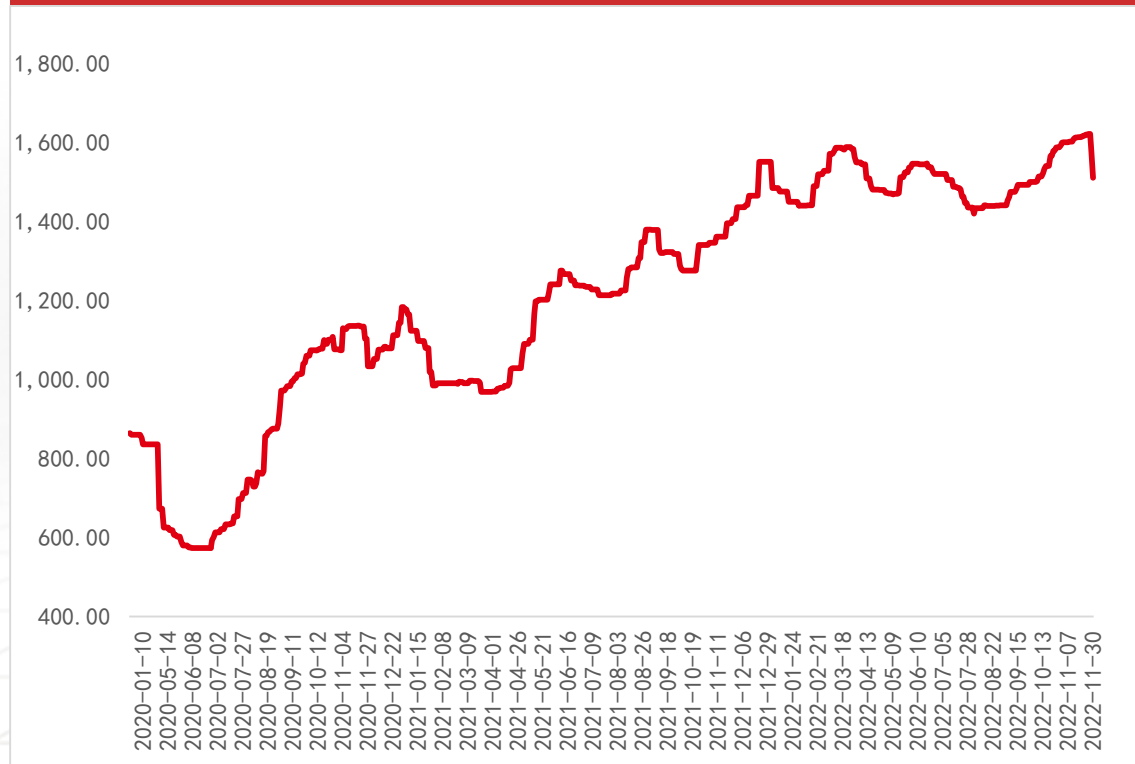
图表53：交通部新增运力调控逻辑



3.1 化工供应链物流——运价

- 运价方面，内贸化学品航运过去3年内总体运价均较为稳定。2022年以来，随着油价、人工上涨，各航线各船型平均运价同比呈上升趋势，其中小船运价弹性大于大船运价。
- 沿海集装箱运价2020年来稳步提升，盈利空间较大；长江集装箱运价2020年来较为稳定，相较于2018年历史高位而言提升空间巨大。

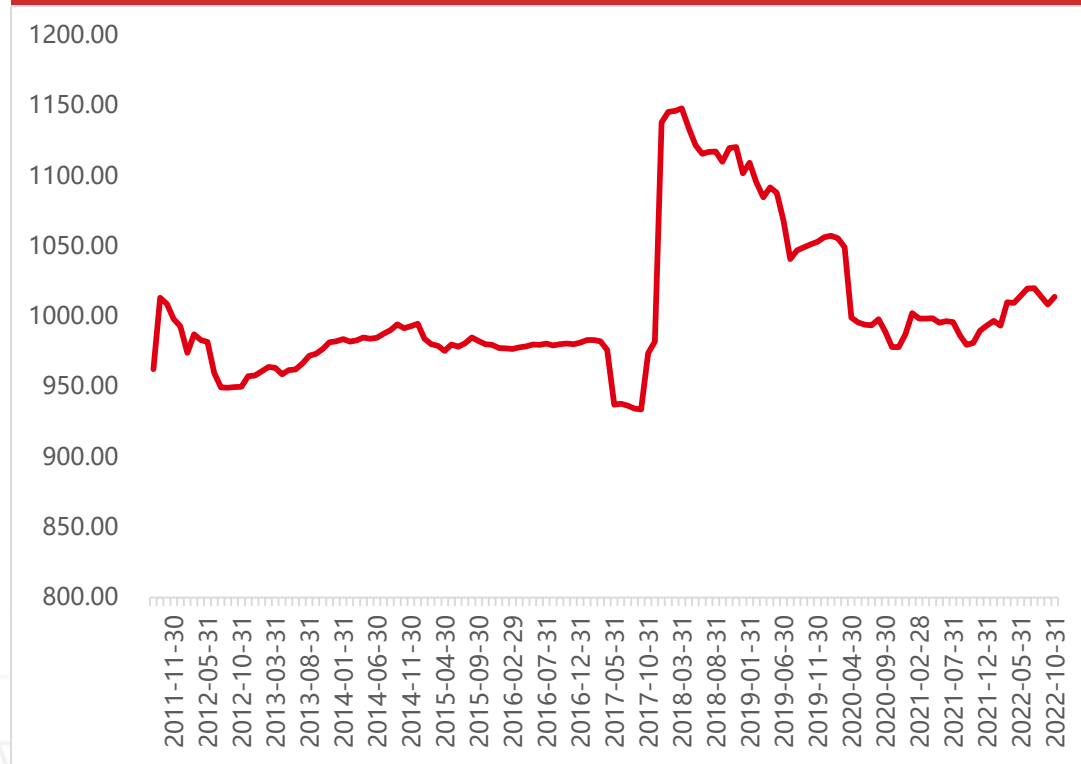
图表54：沿海集装箱运价指数(TDI)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

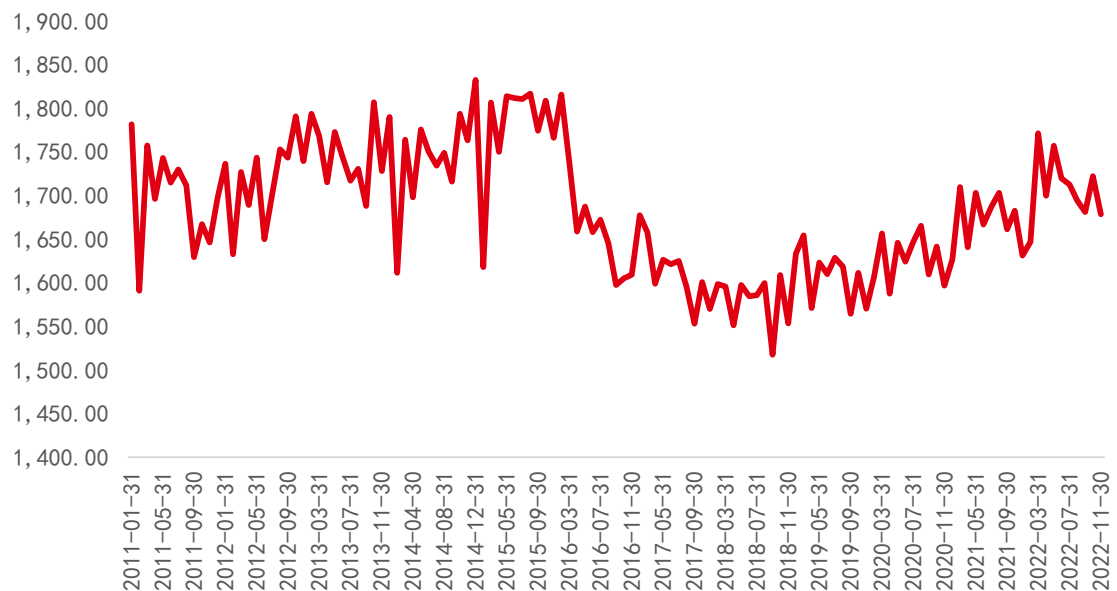
图表55：长江集装箱运价指数



3.1 化工供应链物流——需求

- 行业下游炼化厂产能扩张拉动化工供应链物流行业快速增长。国内优质产能扩张直接带动大宗基础化工品产量快速提升,成为化学品国内沿海运输需求新增长点。国内石化产业快速发展,炼化产能占比持续提升。近年来,随着我国以炼化一体化建设开启石化产业提质升级,国内千万吨级大型炼厂数量不断增加,石油炼化能力快速提升。据BP数据显示,我国炼化能力由2010年的1,232万桶/日增至2020年的1,669万桶/日,年复合增速达3.08%。中国炼化产能占全球炼化产能比例亦不断持续上升,2020年达16.37%。
- 成品油运输指数疫情后恢复迅速,2022年后BCTI已恢复至2020年历史水平高位。

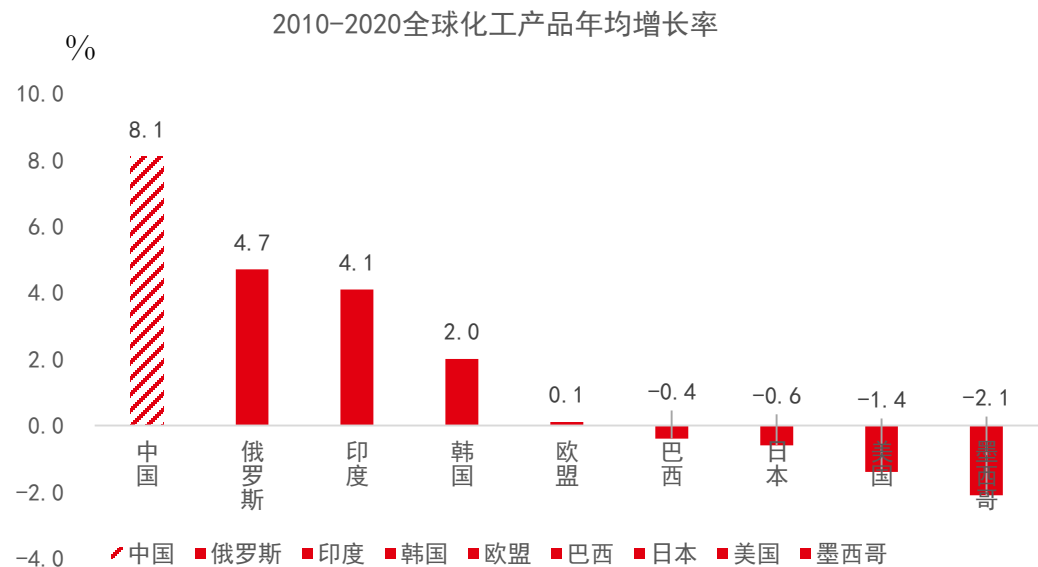
图表56: 原油炼化产能 (单位: 万吨)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表57: 近10年中国化工产品年均维持8%以上增长

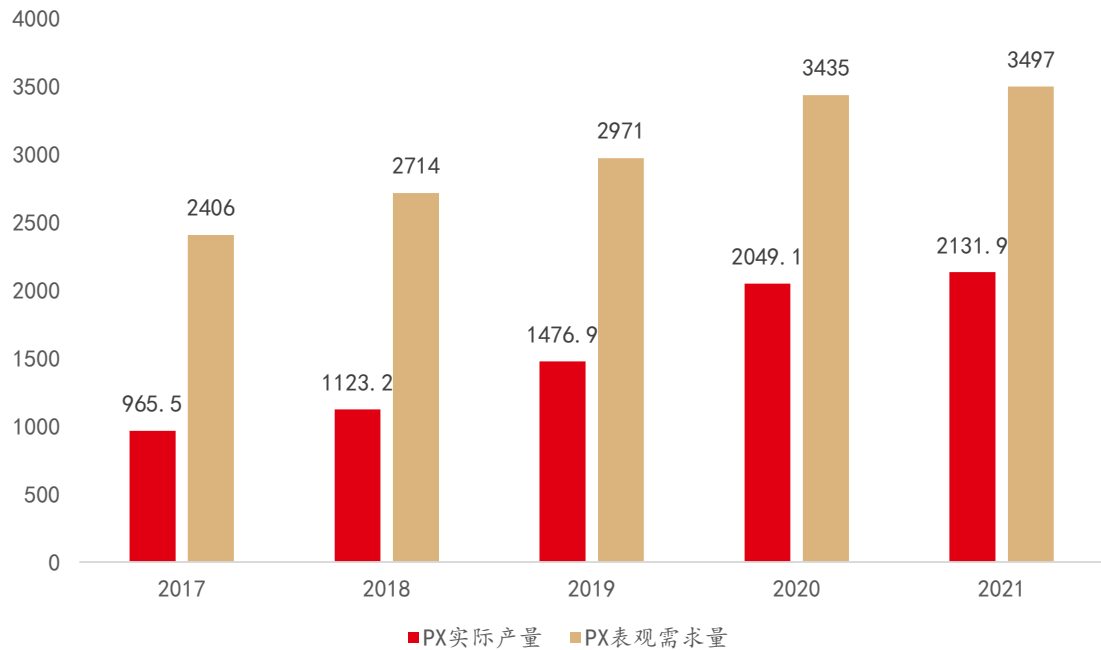


资料来源: cefic, 中邮证券研究所

3.1 化工供应链物流——需求

- 液化品产量与需求量稳步增长，拉动行业稳健发展。国内优质产能扩张将直接带动大宗基础化工品产量快速提升,成为化学品国内沿海运输需求新增长点。以对二甲苯（PX）为例，2016-2021年我国产量CAGR接近22%，表观需求量增速10%，国产自给自足率逐步提高。产量与表观需求量之间仍有发展空间，行业未来盈利空间大。
- 相关化工产品进口数量增加带动化工供应链物流企业需求增长，行业未来可期。

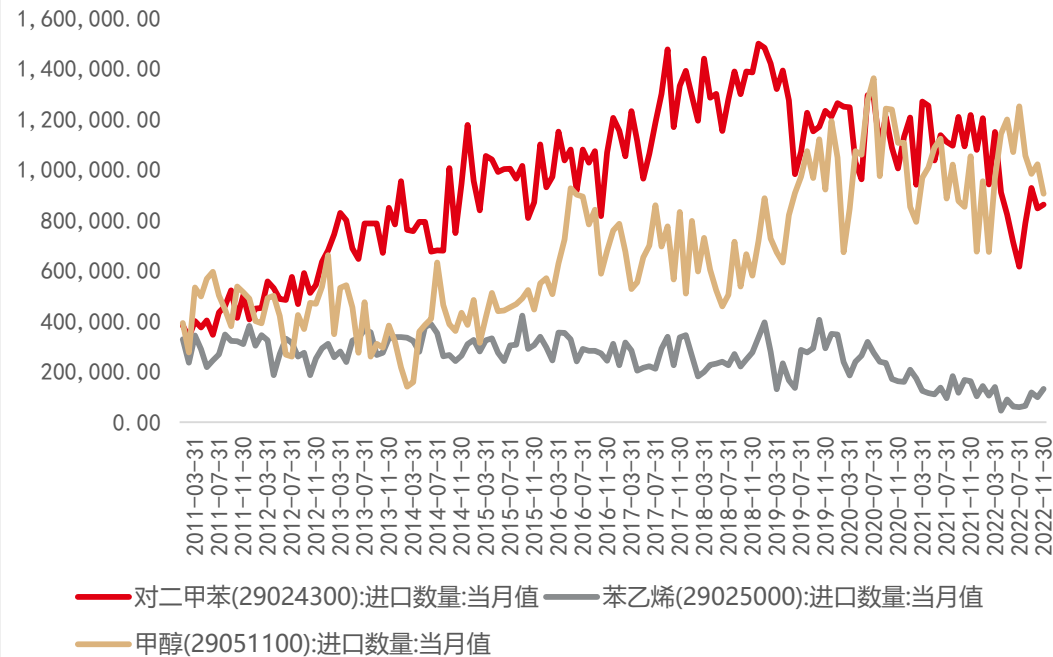
图表58：PX实际产量与表观需求量（单位：万吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

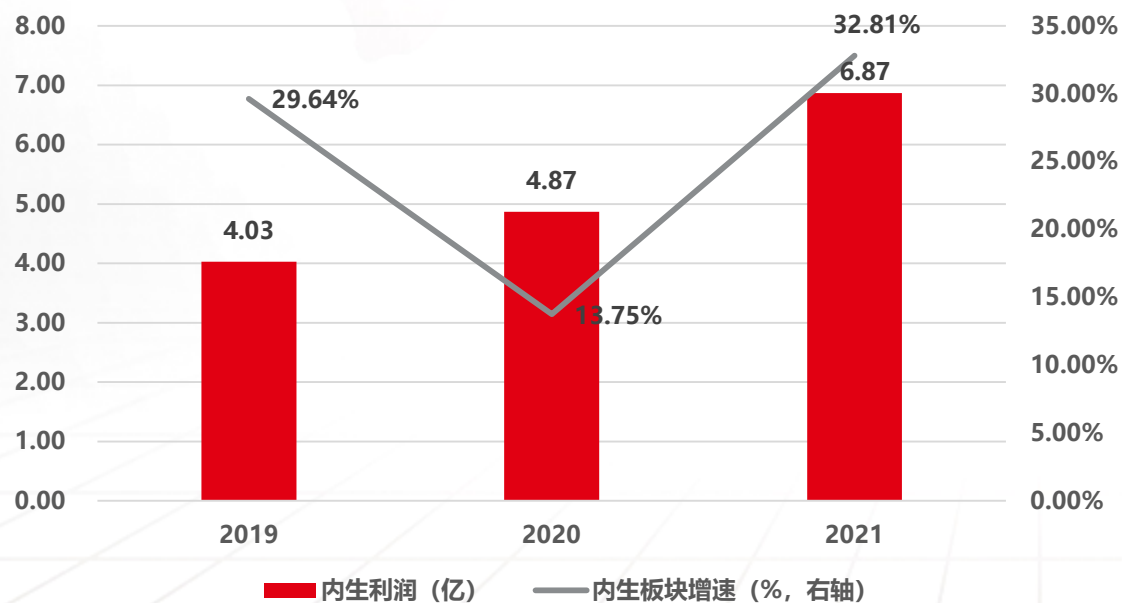
图表59：相关化工产品进口数量（单位：吨）



3.1 化工供应链物流——密尔克卫

- 公司的核心资源储备与扩张非常充裕。与2020年相比，2021年内生板块增速达32.81%。内生板块增速较快，这意味着公司依靠原先的资产，提升其产能利用率、提升量价亦取得较高收入与利润增长。
- 与海外巨头的发展历程类似，密尔克卫在上市以后也开启了集中的外延式并购模式。通过并购，既可以提高公司在跨区域市场的份额，也能够帮助公司通过更强的交付能力。

图表60：密尔克卫内生增速测算



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表61：密尔克卫并购标的

最新披露日期	交易标的	交易总价值(万)	标的方所属行业
2021/12/10	化运公司	19,585	航空货运与物流
2021/10/28	零星危化	10,804	基础化工
2021/8/13	密尔克卫集装罐	2,337	航空货运与物流
2021/4/21	上港化工物流	8,388	航空货运与物流
2021/4/15	马龙国华	11,823	消费品经销商
2021/2/3	宝华物流	13,939	公路运输
2020/12/30	张家港新能	15,100	基础化工
2020/11/4	瑞鑫化工	5,000	基础化工
2020/1/16	山东华瑞特	3,232	环境与设施服务
2019/4/18	振义发展	14,520	航空货运与物流
2019/4/17	东旭物流	13,880	航空货运与物流

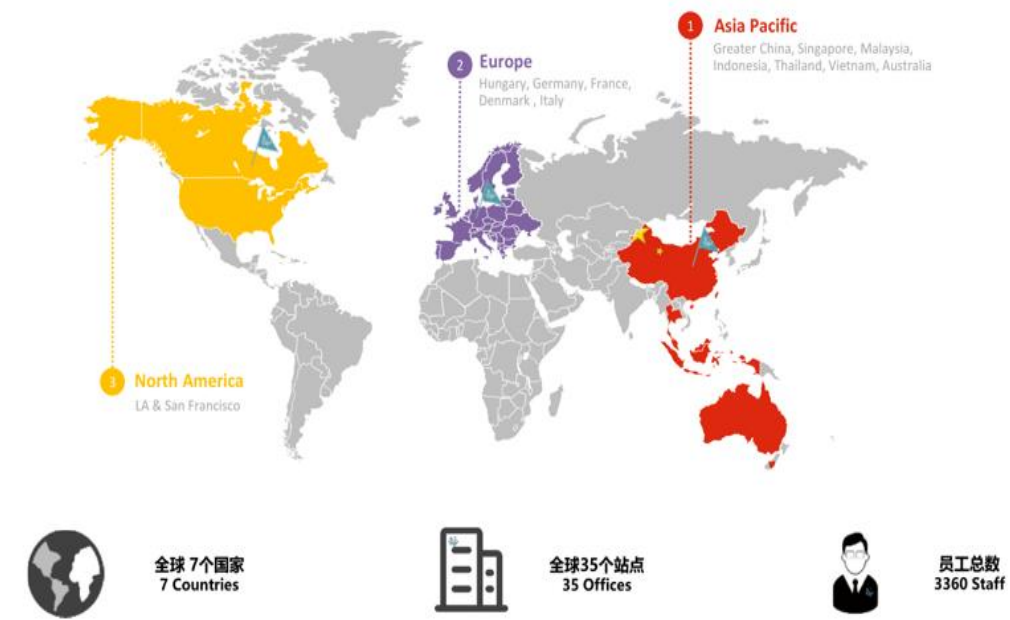
3.1 密尔克卫——完善的境内外网络及规模化运营优势

- 搭建覆盖全国的境内外物流网络。以上海为核心，集中资源力量于7大地区集群，在长三角经济区、环渤海经济区、珠三角经济区及中西部地区设立站点，公司先后于核心枢纽城市布局化工品甲类、乙类和丙类仓库，设立化工物流中转及储存站点，以满足客户的多层次需求，优化供应链解决方案。
- 规模化运营往往带来供应链物流竞争的比较优势，通过收购整合与租赁仓库不断扩张，能较好的匹配头部客户的需求。

图表62：密尔克卫国内网络——以上海为主基地



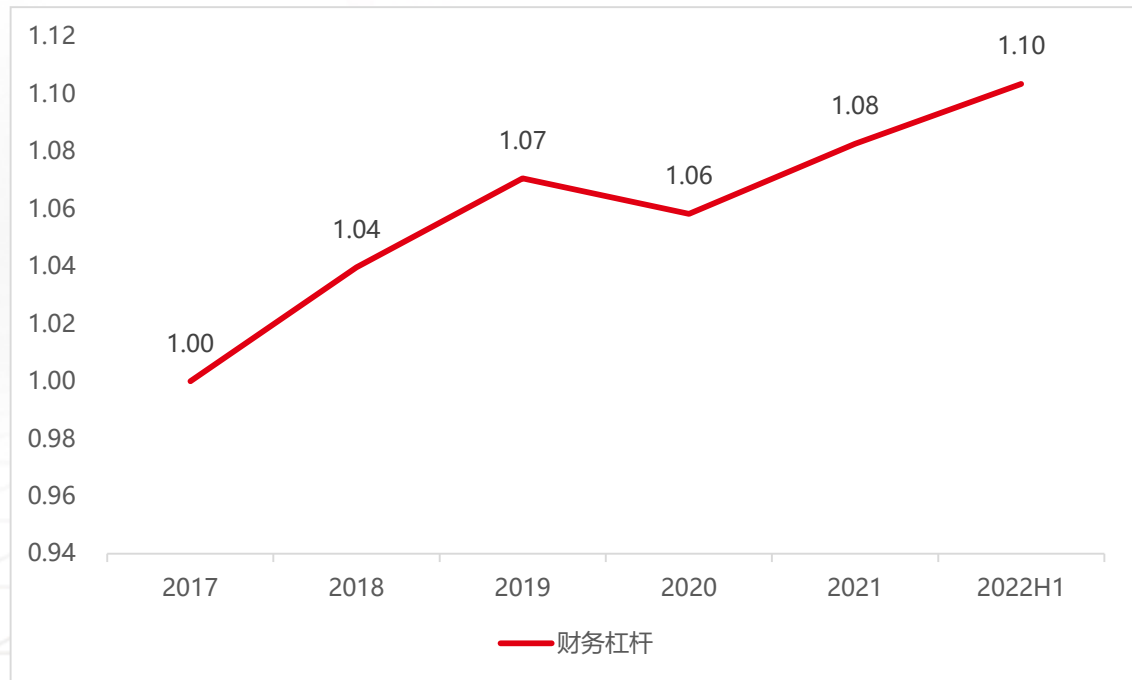
图表63：密尔克卫国际网络



3.1 密尔克卫——财务杠杆合理，外延并购仍有空间

- 现有财务杠杆处于合理区间，外延并购仍有空间。公司在上市后的财务杠杆一直保持着较为合理的水平，由于近几年的外延并购业务导致财务杠杆持续上升，但是总体维持在较为健康的范围内。合理的财务杠杆使得企业在持续发展的战略模式下能够保持较低的筹资风险，进而降低企业的相应流动性风险以及发生财务困境的风险，使得企业在相对健康稳定的经营模式下实现战略扩张。目前，企业的财务杠杆仍有上升空间，表明企业未来仍可以采取外延并购的方式扩展自身业务。

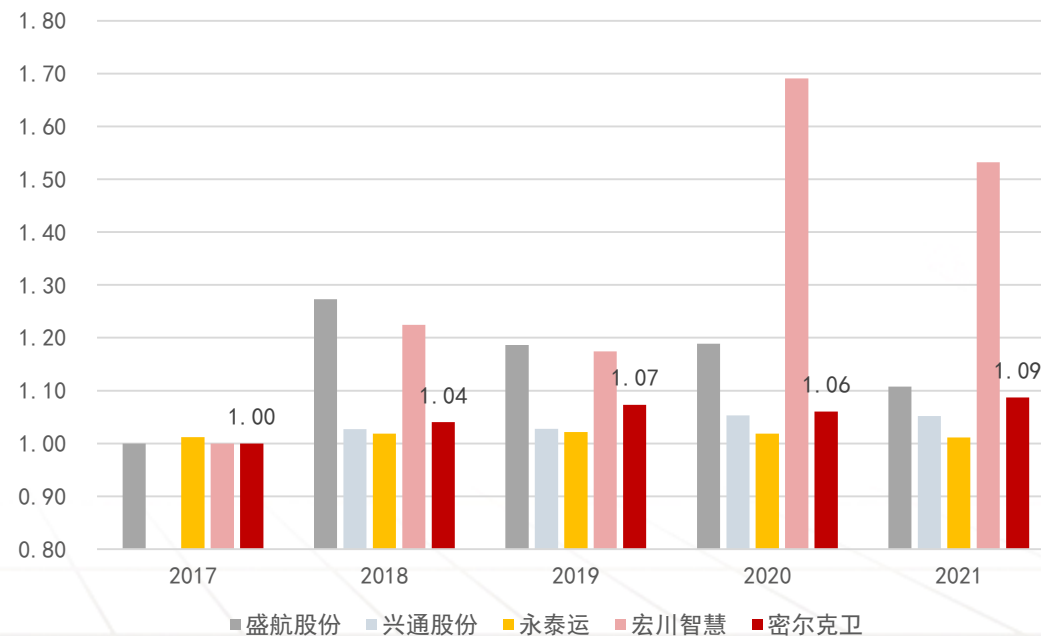
图表64：密尔克卫近年财务杠杆



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

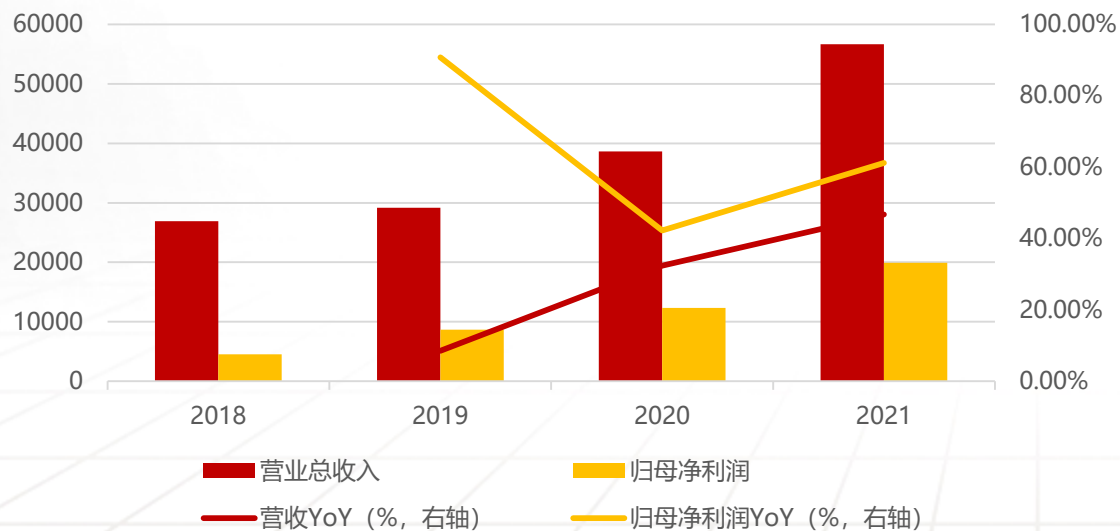
图表65：密尔克卫财务杠杆未来仍有提升空间



3.1 兴通股份——高速成长的水运化学品龙头

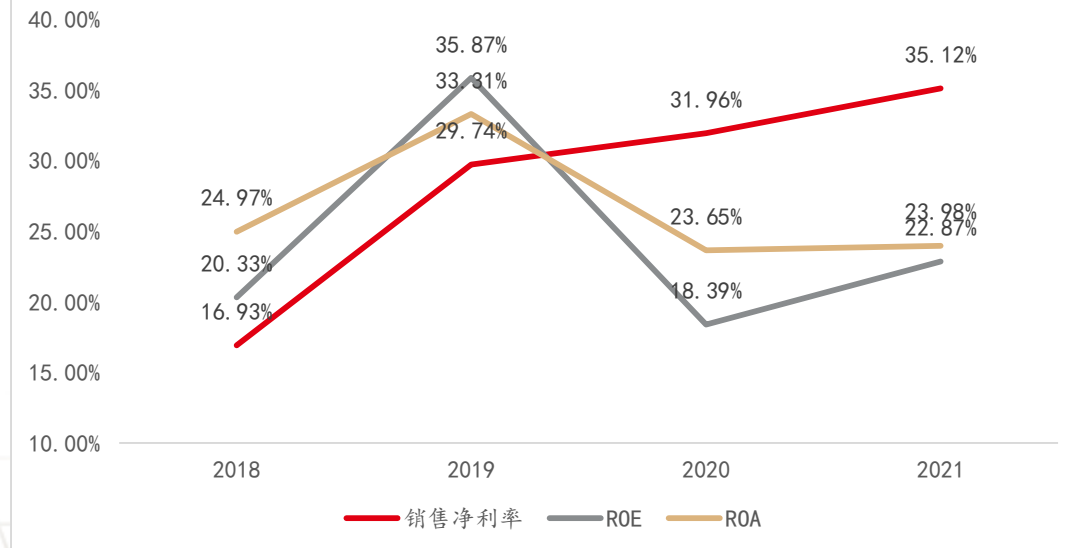
- 重大收购初步落地，产能增长提速。2022年11月23日，兴通股份以2.93亿元竞得中船万邦51%的股权及转让方对中船万邦1.54亿元债权。中船万邦旗下拥有6艘化学品船，总计4.1万DWT，其中5艘为内/外贸的化学品船（合共3.4万DWT），1艘为外贸化学品船（0.7万DWT）。截至2022年底（考虑本次并购产能）公司总运力约30.7万DWT，同比增长64.2%；内贸化学品船总运力19.2万DWT，同比增长49.3%。
- 公司近几年营收数据良好，2021年营业总收入增长率与归母净利润增长率接近50%，销售净利润、ROE、ROA在2021年均有所回升，主要归功于公司近几年来基本面表现良好。

图表66：兴通股份营业总收入与归母净利润（单位：万）



资料来源：WIND资讯，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表67：兴通股份相关财务数据表现良好



四

重点推荐及风险提示

证券代码	证券简称	投资评级	日期		预测EPS				PE		
			收盘价	总市值 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002120. SZ	韵达股份	未覆盖	14.38	417.35	0.51	0.60	1.02	1.29	24.08	14.14	11.14
002352. SZ	顺丰控股	买入	57.76	2,827.47	0.93	1.22	1.96	2.41	47.34	29.47	23.97
600233. SH	圆通速递	增持	20.09	691.23	0.67	1.11	1.37	1.71	18.10	14.66	11.75
002468. SZ	申通快递	未覆盖	10.33	158.13	-0.60	0.32	0.71	1.00	32.03	14.60	10.30
601111. SH	中国国航	买入	10.60	1,339.25	-1.21	-0.66	0.49	1.01	-16.06	21.63	10.50
601021. SH	春秋航空	未覆盖	64.25	628.72	0.04	-2.84	0.95	2.25	-22.62	67.63	28.56
603885. SH	吉祥航空	未覆盖	16.18	358.23	-0.25	-1.17	0.51	1.07	-13.84	31.66	15.10
601816. SH	京沪高铁	中性	4.92	2,416.04	0.10	0.08	0.27	0.34	61.50	18.22	14.47
600026. SH	中远海能	增持	12.05	487.94	-1.04	0.31	0.89	1.01	38.87	13.54	11.93
001205. SZ	盛航股份	增持	24.52	41.94	1.21	1.29	1.73	2.25	19.01	14.17	10.90
603128. SH	华贸物流	增持	10.74	140.64	0.65	0.76	0.85	1.19	14.13	12.64	9.03
603565. SH	中谷物流	中性	14.54	206.32	2.70	2.54	2.62	2.54	5.72	5.55	5.72
603569. SH	长久物流	买入	8.79	49.25	0.15	0.07	0.40	0.50	125.57	21.98	17.58
001228. SZ	永泰运	买入	49.51	51.42	2.15	3.28	4.36	5.59	15.09	11.36	8.86
603713. SH	密尔克卫	买入	116.66	191.77	2.66	3.73	5.32	6.81	31.28	21.93	17.13
603209. SH	兴通股份	买入	36.32	72.64	1.33	1.31	1.76	2.30	27.73	20.64	15.79

资料来源: Wind, 中邮证券研究所预测
 注: 未覆盖公司来自Wind一致预期
 请参阅附注免责声明

- 疫情出现反复，经济增速低于预期；
- 油价大幅上涨风险；
- 电商发展与网购需求超预期放缓，快递网络建设进度不及预期，竞争格局恶化等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

姓名: 魏大朋

SAC编号: S1340521070001

邮箱: weidapeng@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES