

超配（首次）

布局复苏，拥抱周期

疫后复苏之交通运输行业专题报告

2023 年 2 月 22 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：邓升亮

SAC 执业证书编号：

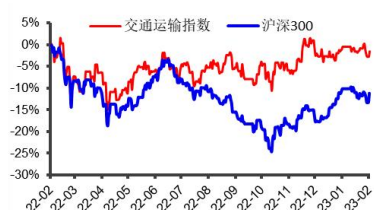
S0340121050021

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

申万交通运输行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **航空：**乙类乙管后阻碍出行需求释放的限制消失，春运后半程民航客运量加速修复，预计夏秋航季换季后航班量将进一步增长。短期内，飞机、人员、时刻等供给侧因素导致运力增长缓慢，乙类乙管后首个暑期航空需求或将同比大幅增长，民航票价市场化推动下业绩弹性有望超预期。
- **油运：**俄乌冲突引致全球油运格局重构，运距大幅增长变相削减大量有效运力，而中国经济复苏带动原油需求上涨不同于OPEC增产降价带来的临时性补库需求，近三年油轮运力低增长的限制下，油运供需错配或将持续较长时间，开启新一轮油运周期。
- **快递：**持续三年的价格战严重影响快递企业盈利能力，2022年疫情散发加剧冲击，快递企业盈利诉求提升，预计2023年快递行业价格战重启的可能性较小。政策强监管托底及电商、消费者重视物流体验的大趋势下，2023年快递行业将从价格竞争转向服务竞争。
- **首次覆盖，给予行业“超配”的投资评级。**2023年春运出行火热，参照春节出行恢复情况及民航、铁路恢复情况，我们认为2023年春运实际出行客流或已恢复至2019年同期的七成左右。预计随着国内疫情高峰期结束，疫情担忧淡化，旅游出行需求将逐渐释放，2-4月淡季错峰出行表现有望超预期。此外，我国经济复苏将带动商旅出行快速修复，出行修复可期，民航等公共交通客运量将逐渐回暖，2023年交运出行链疫后复苏行情可期。航空方面，乙类乙管与疫情高峰后基本扫清出行障碍，公商务出行率先复苏、旅游出行需求逐步释放，而航司供给低增长与成本压力减缓放大业绩弹性，有望迎来戴维斯双击，建议关注中国国航（601111）、中国东航（600115）、南方航空（600029）、春秋航空（601021）、吉祥航空（603885）。油运方面，受益于经济复苏及供需重构，油运周期启动。由于俄油制裁与中国经济复苏带来的油运行业格局根本性变化，预计本轮油运高景气周期将持续较长时间，建议关注中远海能（600026）、招商轮船（601872）、招商南油（601975）。快递方面，2023年价格战可能性较小，提质提价仍是快递企业提升竞争力的主线，强服务能力有望带来高品牌溢价并提升份额，建议重点关注顺丰控股（002352）、圆通速递（600233）、申通快递（002468）、韵达股份（002120）。
- **风险提示。**原油成本波动、新冠疫情持续反复、政策变化、汇率波动、竞争加剧、市场复苏不及预期等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 春运出行火热，2023 年公共交通需求有望逐步复苏	4
2. 航空	6
2.1 民航需求快速复苏，换季后航班量有望继续增长	6
2.2 航司运力低增长	8
2.3 成本压力减缓，航司盈利能力有望改善	11
3. 油运	12
3.1 供给：油运运力无法扩张，油运格局重构降低实际运力	13
3.2 需求：中国消费复苏催生油运需求	16
4. 快递	17
4.1 2023 年快递量增长有望提速	17
4.2 转型之年，竞争或有所放缓	19
5. 投资建议	20
6. 风险提示	21

插图目录

图 1：节假日旅游数对比 2019 年同期	4
图 2：节假日旅游收入对比 2019 年同期	4
图 3：春运期间公路、铁路、水路、民航发送旅客量（万人次）	4
图 4：春运铁路客运总数（万人次）	5
图 5：春运公路客运总数（万人次）	5
图 6：春运水路客运总数（万人次）	5
图 7：春运民航客运总数（万人次）	5
图 8：春运期间高速公路日车流量（万辆次，截至 2023 年正月十四）	6
图 9：春运民航航班数（架次）	7
图 10：春运民航发送旅客数（万人次）	7
图 11：访港旅客对比 2019 年（人，%）	8
图 12：非内地访港旅客对比 2019 年（人，%）	8
图 13：分地区国际游客到达数对比 2019 年（%）	8
图 14：民航客运机队数量（架）	9
图 15：民航新引进客机数量（架）	9
图 16：2021 年可用飞行员数对比 2019 年（人）	9
图 17：中国航司实际参与运营的外籍机长数量（人）	9
图 18：春运国内航线出行日经济舱平均票价	10
图 19：国资航空公司广州上海、北京上海等航线票价全面恢复至四折以上	10
图 20：国内航空煤油出厂含税价（元/吨）	11
图 21：布油离岸价格（美元/桶）	11
图 22：美元加息周期结束后汇率回落	11
图 23：波罗的海原油运费指数 BDTI	12
图 24：波罗的海成品油运费指数 BCTI	12
图 25：全球新造船订单（艘）	13
图 26：波罗的海干散货运费指数 BDI	13
图 27：中国出口集装箱运价指数 CCFI	13
图 28：全球在手造船订单（艘）	14
图 29：未来两年油轮在手订单运力增长低	14

图 30: 2021 年俄罗斯占欧洲 20%-40%的能源供给	15
图 31: 水上原油库存 (百万桶)	15
图 32: 2017 年全球海路油运要道及日均运量	15
图 33: VLCC 船龄分布 (艘)	15
图 34: VLCC 船龄分布 (DWT)	15
图 35: 美国期末原油库存 (剔除 SPR, 千桶)	16
图 36: 美国期末战略石油储备 (千桶)	16
图 37: 中国成品油出口数量 (万吨)	17
图 38: 中国成品油出口额 (千美元)	17
图 39: 全国快递业务量及增速 (亿件, %)	17
图 40: 全国月度快递业务量及增速 (亿件, %)	17
图 41: 全国快递单票收入及同比变化 (元, %)	18
图 42: 全国月度快递票均收入及同比变化 (元, %)	18
图 43: 社零总额及分阶段 CAGR (亿元)	18
图 44: 我国网购渗透率 (%)	18
图 45: 龙头快递固定资产净值变化 (亿元)	19
图 46: 全国快递发展指数	19

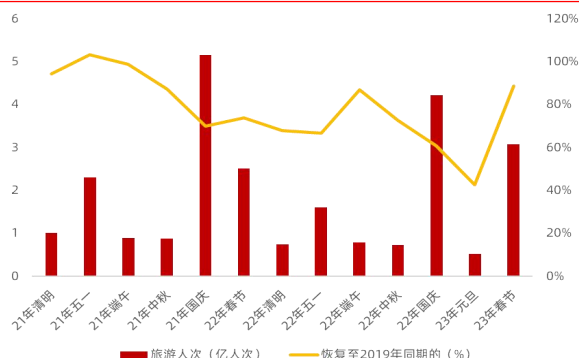
表格目录

表 1: 重点公司盈利预测及投资评级 (2023/2/21)	20
--------------------------------------	----

1. 春运出行火热，2023 年公共交通需求有望逐步复苏

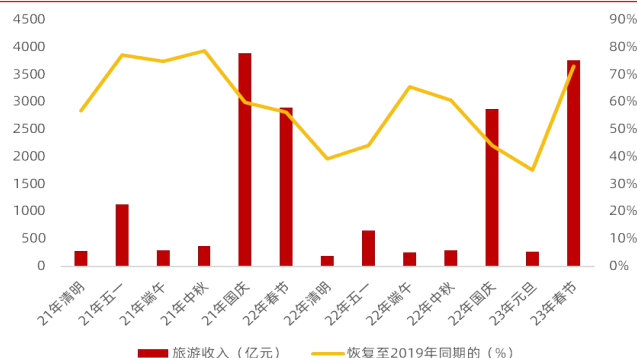
春节旅游复苏火热。2023 年春节旅游出行快速恢复。根据文旅部公告，2023 年春节假期期间，国内出游人数达 3.1 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；旅游收入为 3758.4 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。与新十条后的首个节假日元旦相比，春节旅游出行人数相对 2019 年同期的恢复情况明显修复，出行需求得到释放。

图 1：节假日旅游数对比 2019 年同期



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

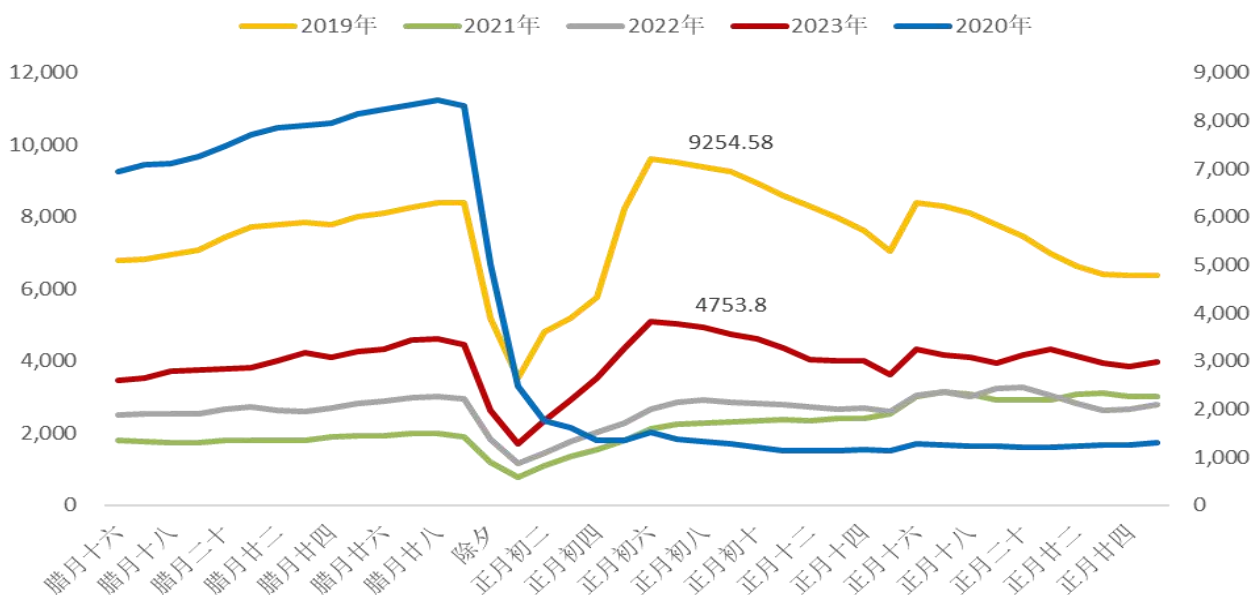
图 2：节假日旅游收入对比 2019 年同期



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

春运营业性客流恢复相对缓慢，或受自驾及提前返乡影响。根据交通运输部公布，2023 年春运期间，公路、铁路、水路、民航共发送旅客约 15.95 亿人次，同比增长 50.5%，恢复至 2019 年春运的 53.5%。其中，公路、铁路、水路、民航分别发送旅客 11.69 亿人次、3.48 亿人次、0.22 亿人次、0.55 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 47.5%、85.5%、55.1%、76%。春运整体营业性公共交通客流量与 2019 年同期仍有较大差距，差于春节出游人数的恢复情况，但从细分渠道来看，铁路、民航等长距离营业性公共交通恢复至 2019 年同期的八成左右，符合春节出游情况，我们认为部分返乡客流已提前返乡或选择自驾返乡，导致 2023 年春运公共交通客运量恢复不及预期，实际春运客流或较好。

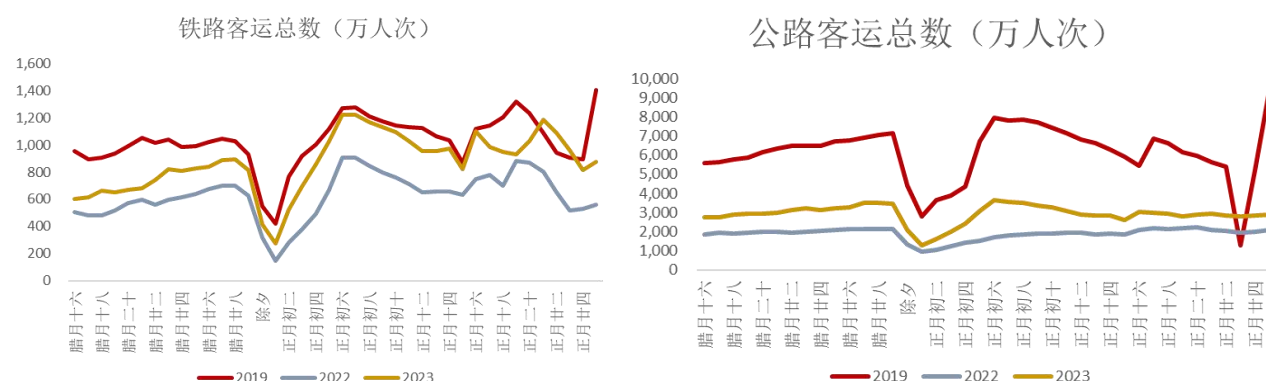
图 3：春运期间公路、铁路、水路、民航发送旅客量（万人次）



资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

图4：春运铁路客运总数（万人次）

图5：春运公路客运总数（万人次）

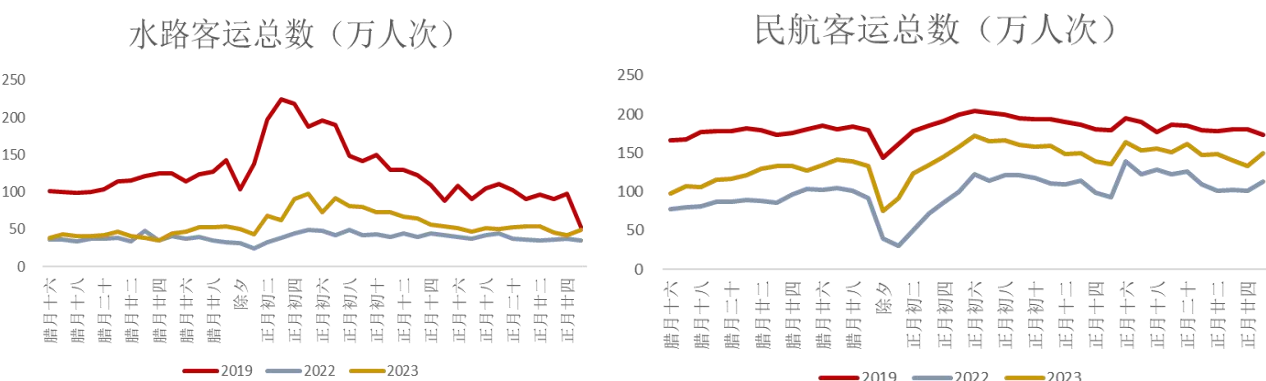


资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

图6：春运水路客运总数（万人次）

图7：春运民航客运总数（万人次）



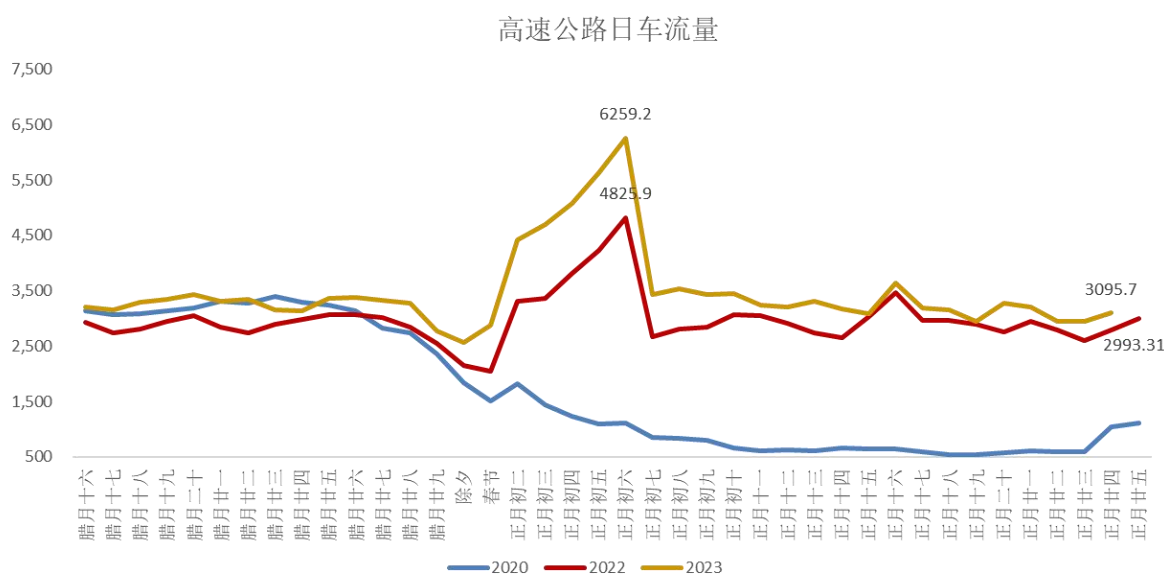
资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

春运前半段客流受疫情高峰期影响转向自驾游释放，春节后有望逐步回归公共交通出行。从高速公路日车流量来看，2023年春运前半段高速公路日车流量已高于2020年同期水平。考虑到“新十条”于2022年12月出台，北方多地区于12月已基本完成达峰，且三年疫情积压的返乡意愿强烈，预计实际返乡客流早于春运开始。2023年春运期间，全

国高速公路小客车流量累计 11.84 亿辆次，交通运输部预测载客量约为 31.38 亿人次，比 2022 年同期增长 18.6%，比 2019 年同期增长 17.2%；根据携程平台数据，国内租车订单量对比 2019 年春运增长 69%。2023 年春运自驾客流已全面恢复并超越 2019 年同期水平。尽管公共交通发送旅客量较 2019 年同期仍有差距，但自驾客流的超预期恢复表明返乡客流仍对疫情高峰存在担忧，导致出行方式暂时从公共交通转向自驾出行。从铁路民航等长距离公共交通及高速公路自驾客流来看，春运实际返乡客流释放较为顺利。春节后国内疫情高峰期结束，高速公路日车流量回归正常水平，公共交通需求有望逐渐回暖。

图 8：春运期间高速公路日车流量（万辆次，截至 2023 年正月十四）



资料来源：交通运输部，航班管家，东莞证券研究所

淡季释放出行潜力。2023 年春运期间客流受疫情高峰及提前返乡影响，公路、铁路、水运、民航等公共交通旅客发送量较 2019 年同期仍有差距，但结合自驾车流与文旅部春节旅游人数来看，2023 年春运实际出行客流或恢复至 2019 年同期的七成左右。我们认为，随着国内疫情高峰结束，疫情担忧淡化，旅游出行需求将逐渐释放，2-4 月淡季错峰出行表现有望超预期。此外，我国经济复苏将带动商旅出行快速修复，出行修复可期。

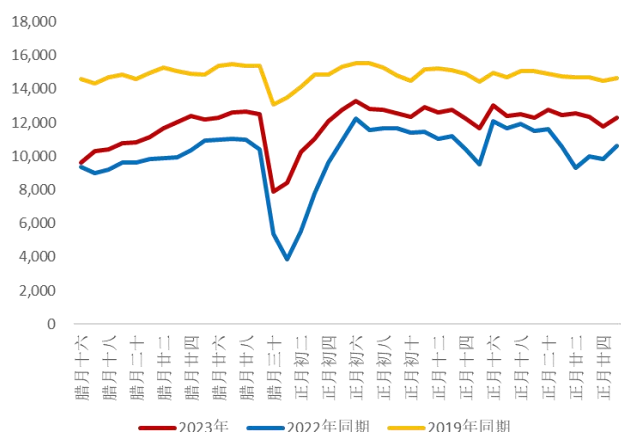
2. 航空

2.1 民航需求快速复苏，换季后航班量有望继续增长

春运民航明显修复，后半程航班量恢复较好。2023 年春运为自 1 月 7 日开始的 40 天，期间民航航班量明显复苏。春运期间全国航班量为 47.44 万架次，恢复至 2019 年同期的 79.86%，民航共发送旅客 5523 万人次，恢复至 2019 年同期的 76%。春运民航同比明显修复，验证乙类乙管后复苏弹性。截至 2 月 15 日春运最后一天，全国单日航班量为 12292 架次，民航单日发送旅客量为 150 万人次。从春运民航客流变化来看，春运后航班量维持在 11000 架次左右，好于春运前半程水平。主要系 12 月新十条出台后北方多地迎来疫情高峰，部分学校提前放假，导致大量返乡需求早于春运释放，因此春运前半段航班量爬坡相对缓慢。而春节后国内多地已基本完成疫情达

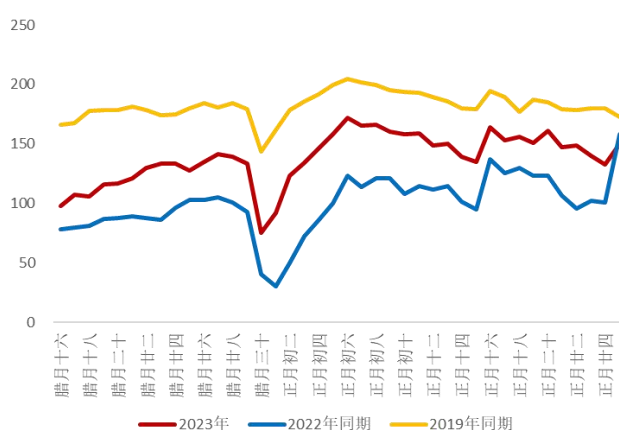
峰，春运后半段航班量表现较好。

图 9：春运民航航班数（架次）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

图 10：春运民航发送旅客数（万人次）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

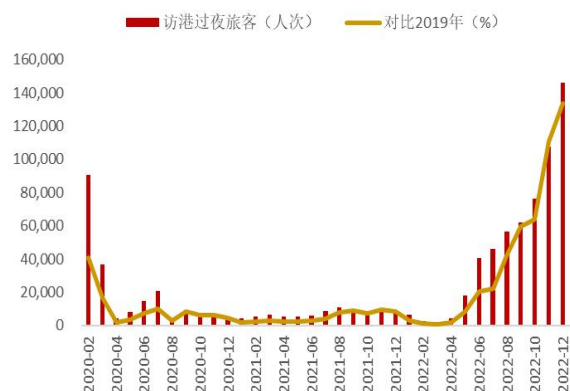
换季后有望完全释放复苏潜力。2022 年 12 月 14 日，民航局为应对飞行员熟练度下降风险发布了《安全有序恢复航空运输市场的工作方案》，对航空公司分阶段恢复航班做出了指引，要求 2023 年夏秋航季换季前最高日客运航班量按 2019 年日均客运航班量的 88%为基数恢复，限制春节后客运航班量增长。预计 2023 年 3 月 25 日航空公司换季后，客运航班数量将进一步增长，有望超越 2019 年水平。

出境游有望逐步复苏，带动国际航班量修复。国际游复苏相对缓慢，仍按照地区>区域国际游>国际游逐步复苏。其一，当前入境航班限制与入境隔离要求基本取消，但仍保留 48 小时核酸检测要求，而全球大部分国家已取消核酸检测要求，游客在当地游玩后返程时需面临核酸检测点稀少、偏远、费用昂贵、检测超时、结果不能互认等一系列问题，导致散客出游不便。其二，出境游停滞近三年，各国导游、地接等依赖中国游客的人员早已转行，且旅游业受到疫情的较大冲击，出境游旅行社需要重新整合各地旅游资源，逐步上架出境游产品，短期内出境团队游供给恢复缓慢。其三，国际关系不稳定影响出境游释放，乙类乙管正式实施后，全球多个国家针对中国游客增加了核酸检测、隔离等措施，日本、韩国等热门旅游目的地国家一度暂停对中国公民签发短期签证，影响上半年出境游需求的正常释放。整体来看，境外旅游资源的恢复整合及国际关系的调解仍需一段时间，短期内旅游供给及政策的限制导致出境游的复苏较为缓慢。当前国际游客仍以商务及留学为主，但长期出境游需求反弹确定性较高。2 月 6 日起文旅部试点恢复全国旅行社及在线旅行社运营出境团队游及“机+酒”业务，首批试点开放泰国、柬埔寨、新加坡等二十个国家，后续开放名单有望逐步增加，出境团队游将持续修复。截至 2023 年 2 月 20 日，日本、韩国已恢复对中国公民签发短期签证，欧盟同意逐步取消对自中国出发游客的核酸证明要求。整体来看，出境游逐步复苏，有望带动国际航班需求持续回升。

参照国际经验，国际游客数有望在半年内快速反弹，提振国际航班需求。2021 年底，全球各大洲国际游客数仍较为接近 2020 年水平，全球多个国家于 2021 年底致死率较低的奥密克戎变种成为主要流行毒株时逐步放松防疫要求。至 2022 年，除亚太地区外各地

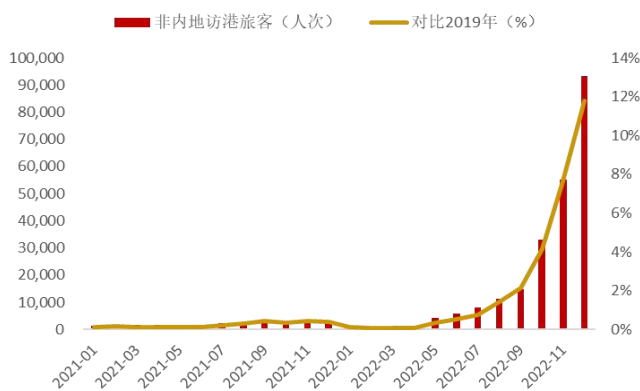
区国际游客数均较 2021 年大幅提升，非洲、美洲、亚太、欧洲、中东分别恢复至 2019 年同期的 65%、65%、23、79%、83%，各地区均在半年内实现国际游客爆发式反弹。香港方面亦实现快速复苏。自 2022 年 4 月 21 日起，香港宣布进入分阶段防疫放宽，入境游客数开始逐步增长，9 月 23 日香港入境限制放宽至“0+3”后，访港旅客数快速反弹。至 2022 年 12 月，香港访港过夜旅客数及非内地访港旅客数分别恢复至 2019 年同期的 11.7%、11.8%。参照国际及香港经验，防疫措施全面放松后的半年内是国际游客数快速增长的黄金时期，有望提振国际航班需求。

图 11：访港旅客对比 2019 年（人，%）



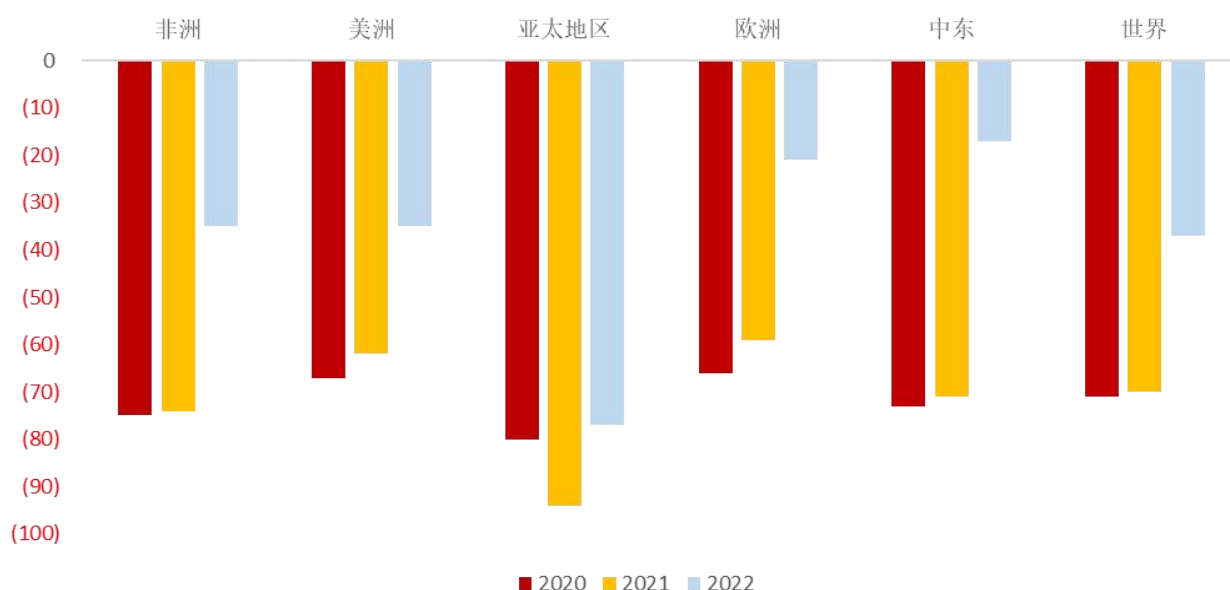
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：非内地访港旅客对比 2019 年（人，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13：分地区国际游客到达数对比 2019 年（%）



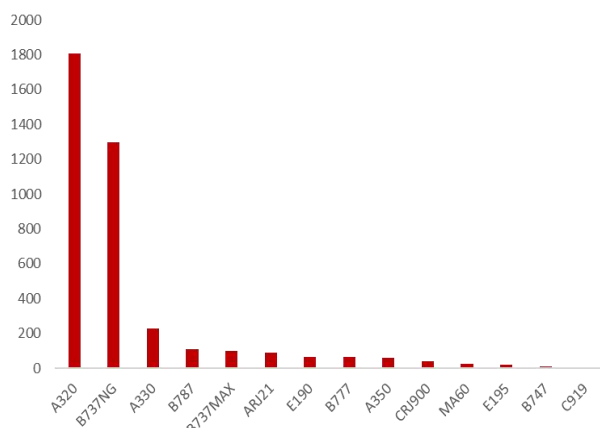
资料来源：UNWTO，IATA，东莞证券研究所

2.2 航司运力低增长

近三年中国航司运力保持低增长。受疫情及波音 737MAX8 机型停飞影响，近三年我国客机交付量下滑。2019 年至 2022 年我国民航新引进客机分别为 249 架次、133 架次、168 架次、139 架次，截至 2022 年末，我国民航客运机队共计 3908 架，2022 年新引进飞机仅占总运力的 3.7%。2023 年至 2027 年航司新引进飞机运力将

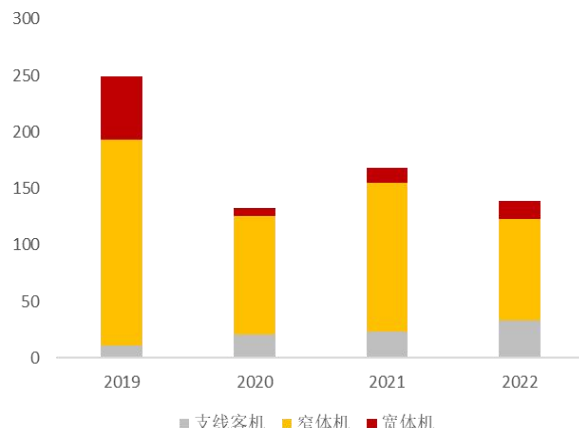
有所恢复，2022 年下半年，我国航司、中航材与空客公司集中达成了约 472 架飞机的订单，外加空客、波音此前待交付的客机订单分别为 75 架、135 架（含复飞待交付的 737MAX8），未来待交付客机订单达到 682 架，将在 2023 至 2027 年陆续交付。考虑到波音、空客公司产能及交付计划，按现有订单计算，预计到 2027 年民航客运机队运力年均复合增长率为 3.63%，运力保持较低增长。

图 14：民航客运机队数量（架）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

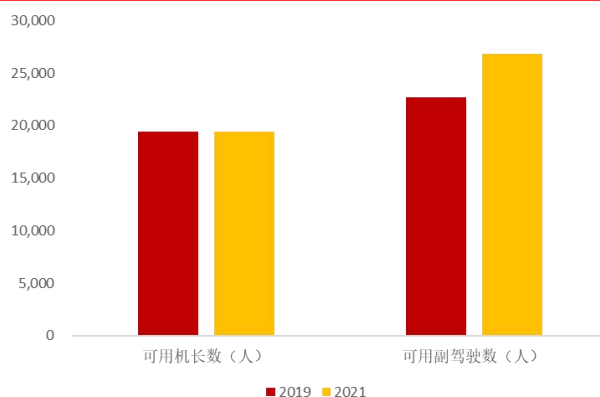
图 15：民航新引进客机数量（架）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

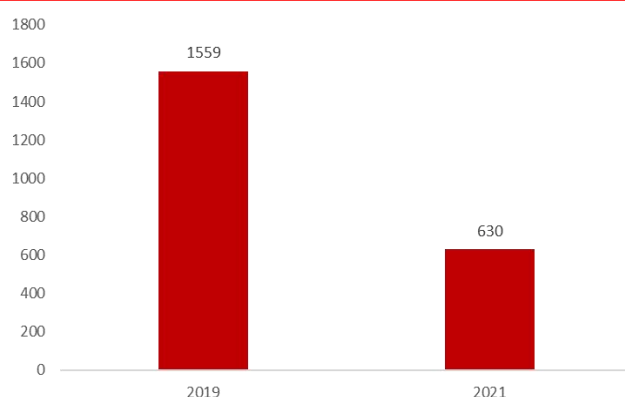
飞行员数量限制实际运力增长。一是疫情期间新增航线驾驶执照数放缓。根据《中国民航驾驶员发展年度报告》统计，截至 2021 年 12 月，我国可用机长和副驾驶数分别为 19418 人、26806 人，而 2019 年分别为 19410 人、22679 人，可用机长数量几乎持平。考虑到疫情期间我国继续引进飞机，而低飞行时数导致未来三年新增机长数量或保持低位。二是可用外籍机长流失。从实际参与运行的外籍机长数量来看，2021 年中国外籍机长仅 630 人，较 2019 年末下降 59.6%，考虑到 2022 年国内疫情影响加剧及欧美航空器驾驶员需求快速反弹，预计当前外籍机长数量或已进一步下降。可用外籍机长数量下降，主要为大量外籍机长此前受疫情影响暂时离开中国市场，而欧美航空市场恢复较早，高价招聘流失机长以加速航空运力恢复，从而加速外籍机长流失。目前我国飞行员数量与 2019 年持平，预计未来三年我国可用航线机长数量增长将低于飞机数量增长，机长数量限制运力增长。

图 16：2021 年可用飞行员数对比 2019 年（人）



资料来源：CAAC，东莞证券研究所

图 17：中国航司实际参与运营的外籍机长数量（人）

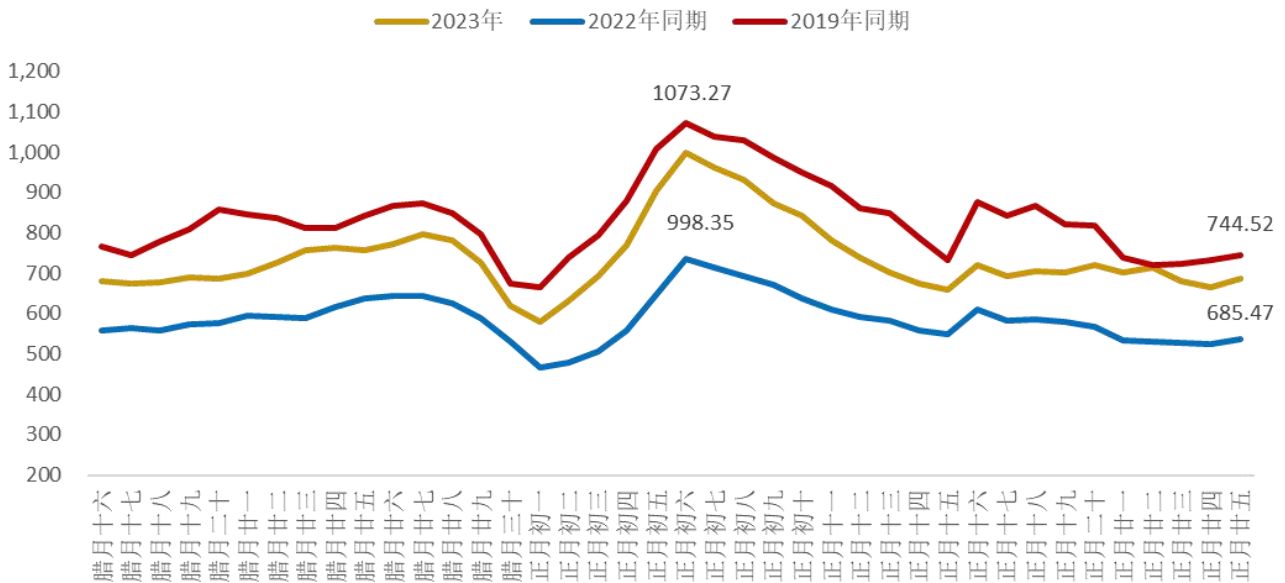


资料来源：CAAC，东莞证券研究所

航司平均票价明显回升。国内民航需求快速反弹，出境游复苏亦带动国际航班量

逐渐增长，但国内民航受飞机引进及机长数量限制，实际运力增长有限，导致短期内民航供需逐渐收紧。票价市场化改革推动下，航司机票价格有望提升。春运期间平均票价同比增长明显，截至2月15日，国内航线出行日经济舱平均票价为685.47元，而2019年同期为744.52元。目前平均票价已接近疫情前水平。其中，北京-三亚、上海-三亚等部分热门航线票价大幅上涨。商旅需求率先复苏推动热门航线票价上涨。截至2023年2月20日，北京-上海、广州-上海航线票价普遍恢复至四折以上，票价上涨明显。春运以来航司量价齐升，业绩弹性可期。

图 18：春运国内航线出行日经济舱平均票价



2.3 成本压力减缓，航司盈利能力有望改善

近期燃油成本有所回落，航司盈利能力有望改善。航司成本受原油价格和人民币汇率影响较大。受俄乌冲突影响，全球油价快速上涨，俄油禁运出台后欧洲国家加速补库存推高原油价格。目前 G7 与欧盟对俄油的制裁已经生效，欧盟补库完成，近期原油价格有所回落。截至 2023 年 2 月 16 日，布伦特油离岸价格为 84.4 美元每桶，较近一年高点回落 39.64%。受原油价格回落影响，航空煤油价格同样走弱，2023 年 2 月国内航空煤油出厂含税价为 7022 元每吨。由于国内航线的燃油价格传导相对国际油价滞后，短期内航司燃油成本仍有下降空间。长期来看，OPEC 产量基本稳定，全球油价难以回到此前高点，随着俄乌战争缓和及伊核谈判推进，原油供给有望逐步恢复，而新能源逐步替代下，航空燃油成本有望降低。此外，自 2022 年 12 月以来，美国加息周期结束预期强烈，美元快速贬值，截至 2023 年 2 月 20 日，美元对人民币中间价为 6.86，亦将减少航空公司汇兑损失。因此，整体来看航司成本呈下降趋势，有望进一步扩大航司利润空间，燃油附加费的降低或变相降低票价、吸引更多价格敏感游客，强化航司盈利能力，2023 年航司利润弹性可期。

图 20：国内航空煤油出厂含税价（元/吨）



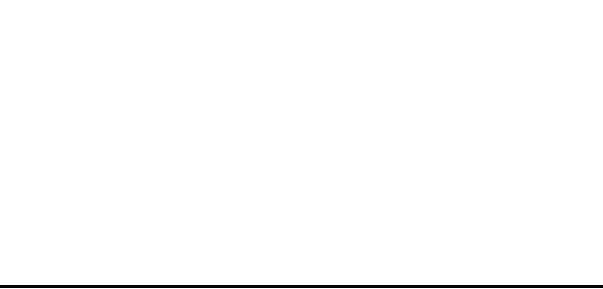
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：布油离岸价格（美元/桶）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：美元加息周期结束后汇率回落





资料来源：iFind，东莞证券研究所

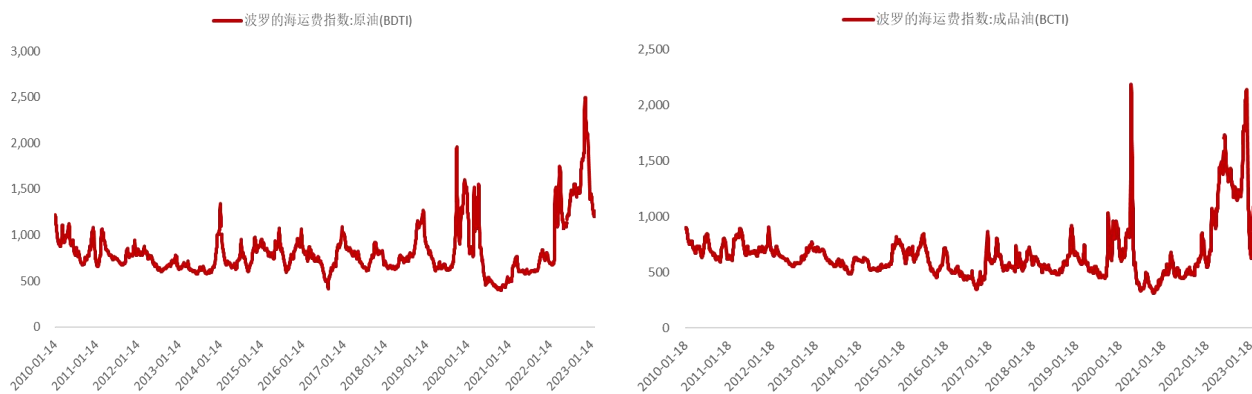
国内疫情高峰期结束，新冠病毒正式回归乙类乙管，阻碍出行需求释放的限制消失，春运后半程民航客运量加速修复。短期内，飞机、人员、时刻等供给侧因素低增长或导致运力增长缓慢，预计乙类乙管后首个暑期航空需求或将同比大幅增长，民航票价市场化推动下业绩弹性有望超预期。

3.油运

油运收益与供求关系紧密相连，供需意外推动油运价格上升。油运行业是传统的周期行业，周期由供需错配产生。由于油船造船时间较长，供给变化往往落后于需求变化，当需求出现无法意料的波动时，供需关系失衡，产生油运价格周期变化。油轮运价在近十年中经历了2015年与2020年两次高景气周期，均受供求关系变化产生。其中，2015年OPEC增产降低油价提振原油需求，短期内油运需求快速上涨，但2016年OPEC即限产提价，叠加此前低油价时期增加的原油储备，原油处于去库存阶段，油运需求低迷。2020年，在疫情导致需求意外的同时，OPEC出现价格竞争打压油价，WTI原油期货历史上首次报收负油价，各国趁机扩大原油储备，并有大量VLCC因套利交易被用作浮仓存储从而被剔出运力，导致2020年油轮运价大幅上涨。2022年来，俄乌冲突引致欧盟及G7国家对俄油的制裁，需求意外的产生与近三年的运力紧缺或将催生油运的新一轮周期。

图 23：波罗的海原油运费指数 BDTI

图 24：波罗的海成品油运费指数 BCTI



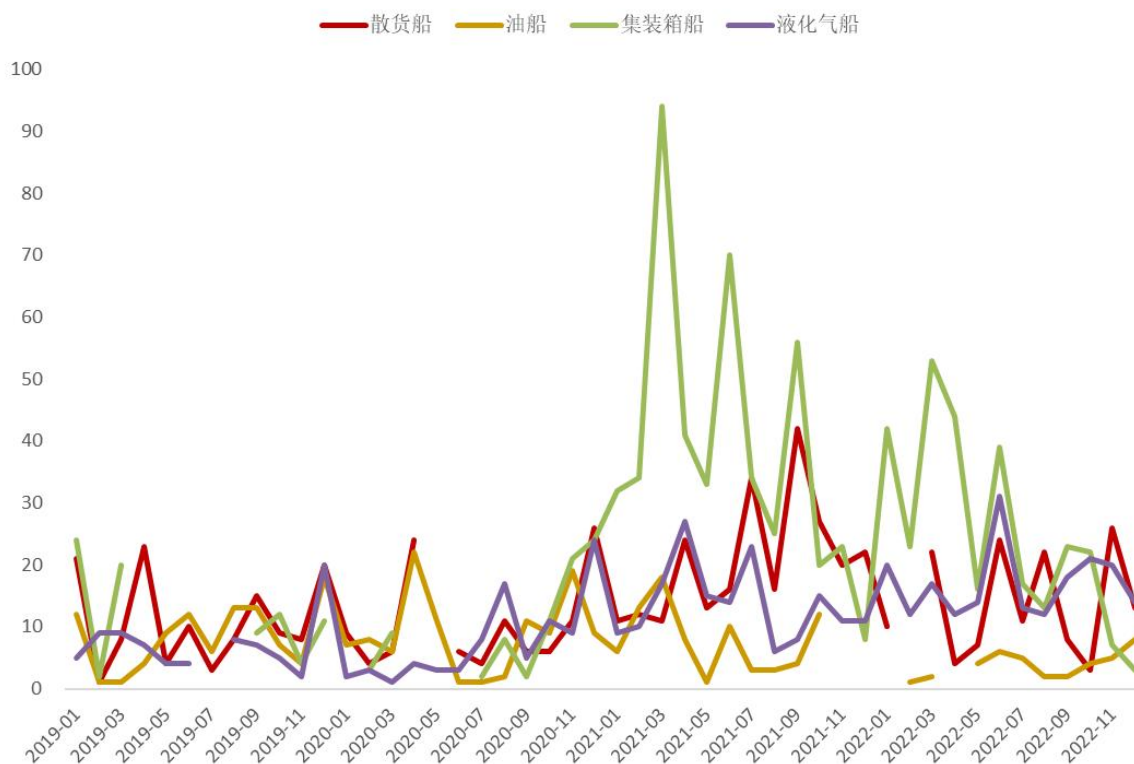
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

3.1 供给：油运运力无法扩张，油运格局重构降低实际运力

集装箱船及 LNG 船订单挤占船台订单，油轮运力扩张受限。2020 年后，集装箱海运、干散货海运、LNG 海运先后迎来牛市，高额利润推动船公司造船意愿，集装箱船、散货船、LNG 船订单大幅增长。2019 年至 2022 年，干散货船、油轮、集装箱船、LNG 船分别新增造船订单数 641 艘、325 艘、939 艘、540 艘，油轮运力增长最低。

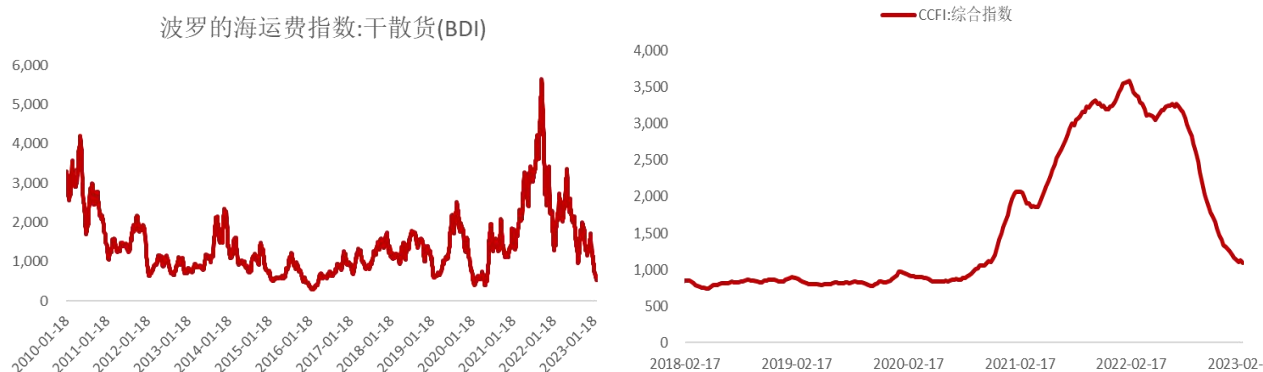
图 25：全球新造船订单（艘）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：波罗的海干散货运费指数 BDI

图 27：中国出口集装箱运价指数 CCFI

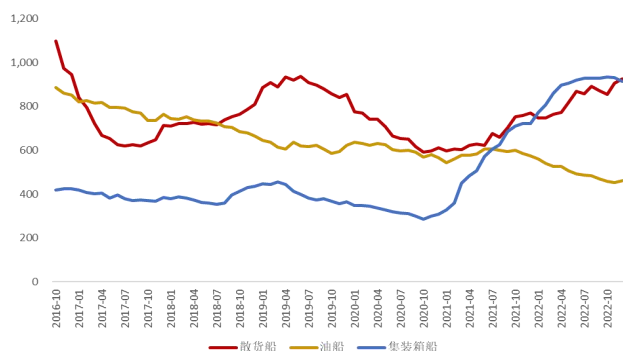


资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

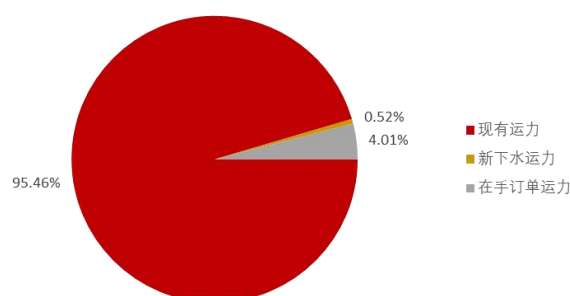
油轮运力低增长。近年来油船在手订单数持续下降，目前处于 2016 年以来的底部水平。截至 2022 年 12 月，油轮在手订单运力约占总运力的 4%，短期内油轮新增运力较低。订单堆积导致未来三年油轮运力增长保持低供给。根据船舶经纪公司 Banchero Costa 报告，近期 Golden Energy 订造了 158000 载重吨苏伊士型油轮，该订单将于 2024 年第四季度交付，而 Mitsui 订造的两艘甲醇双燃料 82000 载重吨干散货船，预计分别在 2025 年底和 2026 年初交付。造船厂产能有限，预计新增订单将主要于 2025 年后交付，未来三年油轮确定运力低增长。

图 28: 全球在手造船订单（艘）



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 29: 未来两年油轮在手订单运力增长低

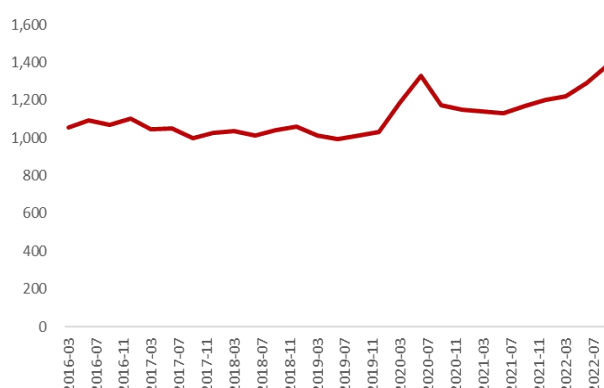
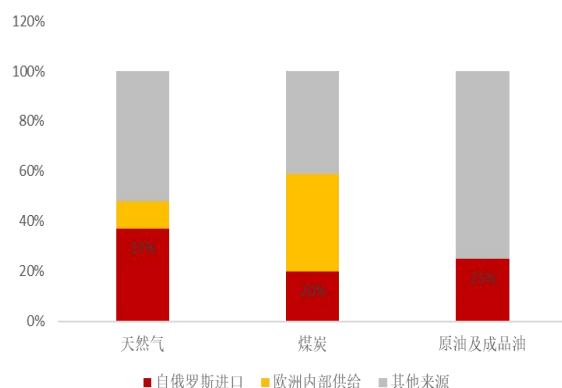


资料来源: Vessels Value, 东莞证券研究所

俄乌冲突及制裁引致运距变化。制裁生效后欧洲等国不再购买俄罗斯石油产品，且不再对运载俄油的船只承保，导致欧洲不得不放弃近距离的俄油市场，转向美国，导致原油运距大幅上升。欧盟公布的对俄罗斯制裁中包括禁止高于限价的俄罗斯原油及成品油通过海运运往欧盟，并禁止欧盟主体为俄罗斯运往第三国的高于限价的石油产品提供金融和保险服务，而没有 P&I 保险的油轮将无法靠泊大部分港口。俄罗斯原油主要经由丹麦海峡、土耳其海峡及管道网路运往欧洲，2022 年 12 月 5 日及 2023 年 2 月 5 日欧盟及 G7 国家对俄罗斯原油及成品油禁令先后生效，运输管道受损，而 OPEC 组织原油产能保持稳定，欧洲部分能源需求因禁令从俄罗斯转向美国。原油供应的转变导致运距的成倍增长，减少的俄罗斯原油及成品油供给现在需要从美国跨越大西洋运输，油轮单程运距拉长将大幅降低现有油轮运力供给。根据 BP 统计，2021 年俄罗斯供应了欧洲 37% 的天然气、20% 的煤炭、25% 的原油及成品油。对俄罗斯制裁的生效，意味着欧洲近 20% 的能源需求将从短距的黑海航线转为跨洋航线，导致 2022 年来水上原油库存快速增长，主要系油轮

运载原油的时间变长。

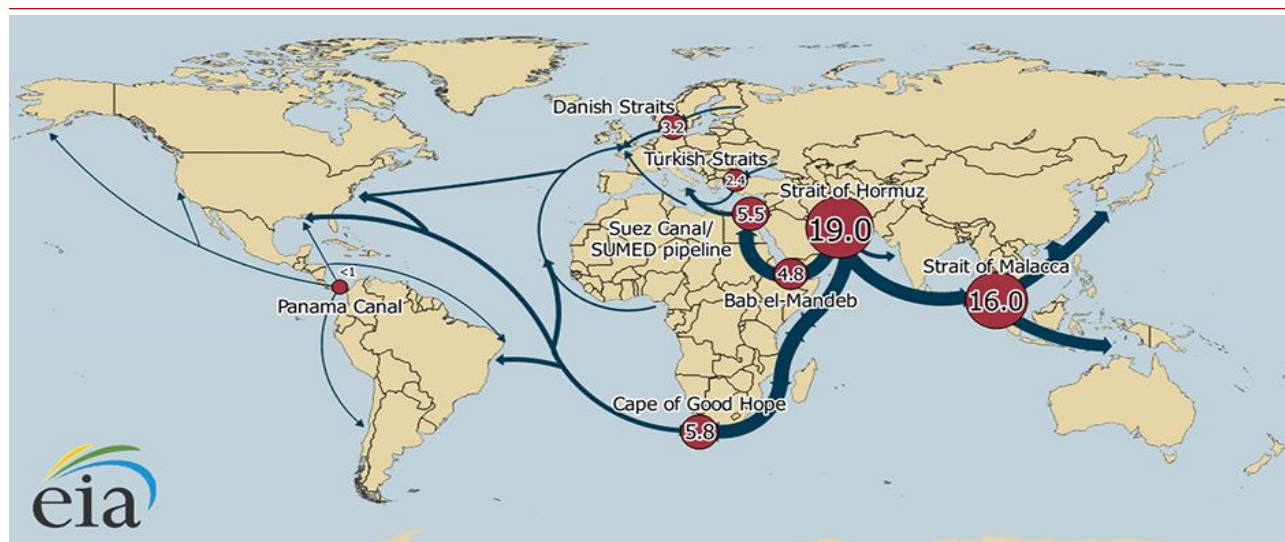
图 30：2021 年俄罗斯占欧洲 20%-40% 的能源供给 图 31：水上原油库存（百万桶）



资料来源：BP，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 32：2017 年全球海路油运要道及日均运量

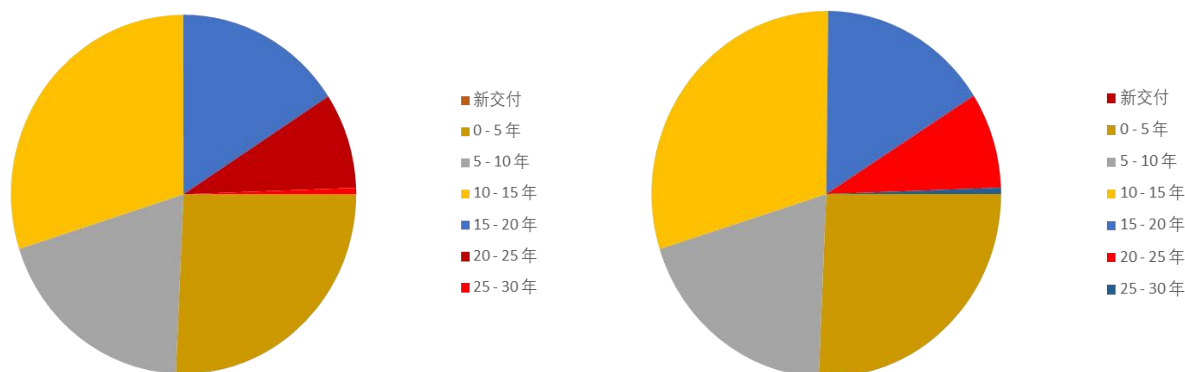


资料来源：EIA，东莞证券研究所

EXII 与 CII 生效，预计部分 VLCC 老船将面临拆解或降速。国际海事组织在 2020 年 11 月通过了 IMO 短期减排措施，即引入现有船舶能效指数 EEXI 及碳排放强度指数 CII 作为碳减排指引。其中，EEXI 要求现有船舶在 2023 年的年度检验中一次性满足所要求 EEXI 值（EEDI 2/3 阶段标准），并获得国际能效证书；而 CII 要求 5,000 总吨以上的船舶将需要每年度评估其碳排放度指数（CII），预计采用年度能效比（AER）作为指标，每艘船所达到的 CII 值将与按温室气体减排目标指定的 CII 规定值相比较。根据克拉克森报告，目前在运营的油轮及散货船船队中 26% 的船舶满足 EEXI 要求，约 34% 的船舶需要采取限制主机功率等措施，而不满足要求的这 40% 的船舶则可能需要结合多种手段来达标，否则将被迫退出运营。此外，CII 要求将逐年提高，预计将逐渐淘汰老旧船舶。截至 2022 年底，VLCC 船舶中 20 年以上的老旧船舶约占总体运力的 8.8%。此外，EXII 与 CII 于 2023 年 1 月 1 日生效，预计部分老旧船舶受环保法规影响，或将以“黑船”的形式进入俄油运输的灰色市场，将进一步加速老旧船舶退出公开市场，推动全球油运格局重构。

图 33：VLCC 船龄分布（艘）

图 34：VLCC 船龄分布（DWT）



资料来源: Vessels Value, 东莞证券研究所

资料来源: Vessels Value, 东莞证券研究所

3.2 需求：中国消费复苏催生油运需求

美国补库存拉动短期油运需求。2022 年美国持续释放战略石油储备以满足欧洲能源需求转移及降低油价，2022 年 12 月 5 日后对俄罗斯原油制裁生效，欧洲国家已提前完成补库，暖冬+传统淡季造成短期内油运需求下降。但截至 2023 年 2 月 3 日，美国战略石油储备为 371.58 百万桶，已下降至 1983 年水平，随着淡季石油价格下降，美国补库存预期提升。

图 35：美国期末原油库存（剔除 SPR，千桶）



资料来源: EIA, 东莞证券研究所

图 36：美国期末战略石油储备（千桶）

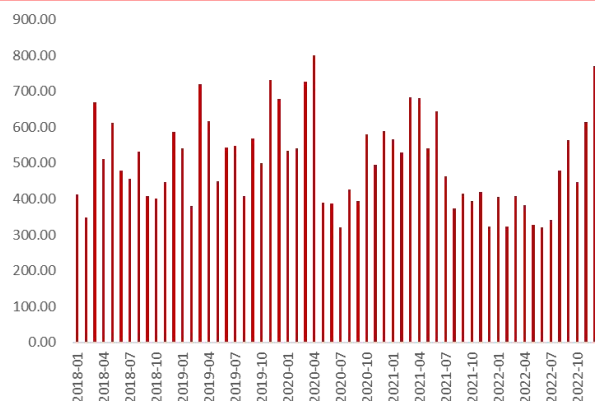


资料来源: EIA, 东莞证券研究所

中国需求复苏或再次提振油运景气度。由于中国主要从中东、西非进口原油，长距离原油海运以 VLCC 为主，中国需求复苏将带动 VLCC 运价上涨。乙类乙管实施后，国内快速渡过疫情高峰，国内经济有望快速复苏，提振原油需求。根据 IEA 预测，2023 年全球石油需求或将增长 1.9 百万桶每日，达到创纪录的 101.7 百万桶每日，而中国或将推动全球石油需求增长的近一半。

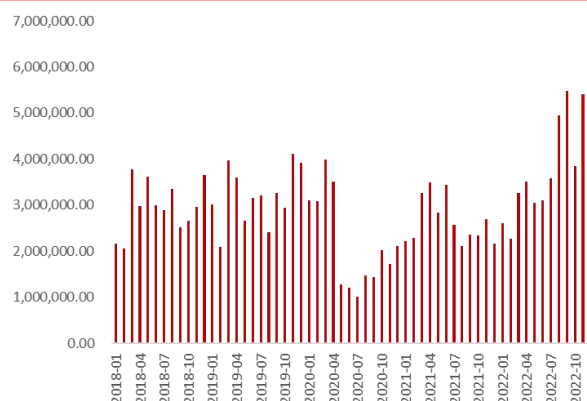
原油出口配额有望增长。俄乌冲突以来全球石油需求重构，2022 年 4 季度我国成品油出口配额大幅增发，让更多国产柴油等成品油得以销往欧洲填补俄油制裁产生的缺口，长期来看我国成品油配额有望增长。2023 年首批成品油出口配额总量为 1899 万吨，同比增加 599 万吨，而 2023 年 2 月 5 日欧盟及 G7 国家对俄罗斯成品油制裁生效，预计 2023 年欧洲成品油缺口将进一步扩大，中国生产的汽柴油等成品油出口需求或持续增长。

图 37：中国成品油出口数量（万吨）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 38：中国成品油出口额（千美元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

整体来看，本轮油运周期与 2015 年的小周期不同，俄乌冲突引致全球油运格局重构，运距大幅增长变相削减大量有效运力，而中国经济复苏带动原油需求上涨不同于 OPEC 增产降价带来的临时性补库需求，近三年油轮运力低增长的限制下，油运供需错配或将持续较长时间。

4. 快递

4.1 2023 年快递量增长有望提速

2022 年受疫情影响快递增速放缓，价格战结束。2022 年，快递行业业务量累计完成 1105.8 亿件，同比增长 2.1%，自 2009 年网购快速发展以来首次出现个位数增长。我们认为 2022 年疫情扰动对快递业运行造成较大影响，4 月上海及周边地区封城、8 月海南等地封城、10 月以来全国多地封城并迎来新十条后的疫情高峰期，因疫情及防疫措施导致道路交通不畅、人手不足，限制了快递运力释放。但快递平均单票收入持平，价格战告一段落。2022 年，全国快递票均收入为 9.56 元，同比增长 0.2%，为近十年来首次正增长，2022 年中共有 8 个月的票均收入为同比正增长。随着快递市场增长放缓，以价换量争抢市场份额的价格战结束。

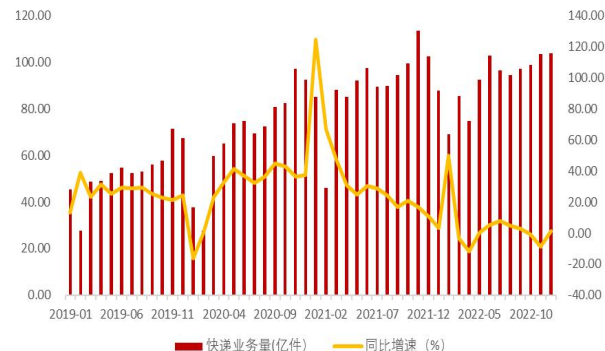
图 39：全国快递业务量及增速（亿件，%）

图 40：全国月度快递业务量及增速（亿件，%）



资料来源：iFind，国家邮政局，东莞证券研究所

图 41：全国快递单票收入及同比变化（元，%）



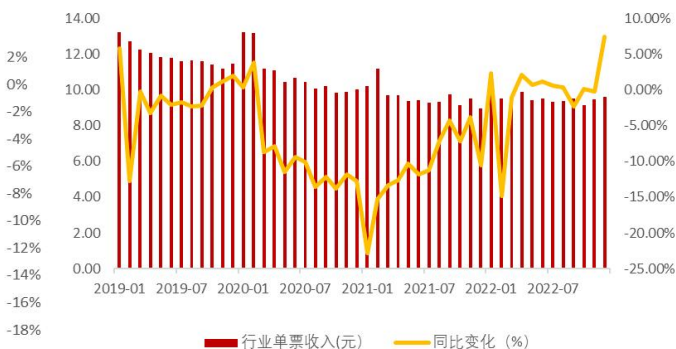
资料来源：iFind，国家邮政局，东莞证券研究所

图 42：全国月度快递票均收入及同比变化（元，%）



资料来源：iFind，国家邮政局，东莞证券研究所

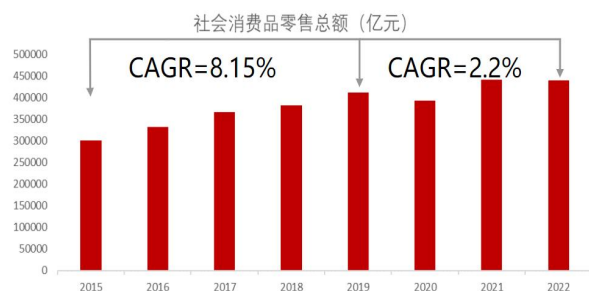
图 43：社零总额及分阶段 CAGR（亿元）



资料来源：iFind，国家邮政局，东莞证券研究所

图 44：我国网购渗透率（%）

2023 年快递增速仍可期。2023 年是我国经济复苏之年，乙类乙管后全国限制复工复产的障碍已基本扫除，春节后未发现第二轮疫情感染高峰，预计我国经济将全面复苏，社会消费有望回归增长。快递是商流的分支，社会消费品零售的增长及网购渗透率的提高有望带动快递需求的快速增长。过去三年中，疫情对我国经济造成较大的影响，2019 年至 2022 年我国社零 CAGR 为 2.2%，而 2015 年至 2019 年 CAGR 为 8.15%，疫情期间社零需求增长明显放缓。但 2019 年至 2022 年我国快递业务量仍保持较快增长，主要系疫情期间网购渗透率的快速提升影响。2019 年至 2022 年，我国实物商品网上零售额占社零比重分别为 20.7%、24.9%、24.5%、27.2%。疫情高峰期结束后，预计我国网购渗透率增速将放缓，但三年疫情已在广大人群中培育出了网购的消费习惯，而新冠病毒回归乙类乙管后，社零增速有望回归正轨，继续推动快递需求增长。根据国家邮政局监测数据，截至 2023 年 2 月 8 日，我国快递业务量已超过 100 亿件，比 2019 年达到百亿件的时间提前 40 天，比 2022 年提前 2 天，证明疫情结束后快递需求增长动力仍强劲。考虑到 1 月全国各地仍受疫情高峰期及人手严重短缺影响，实际快递需求或未全部释放，2023 年快递增速可期。



资料来源: iFind, 东莞证券研究所



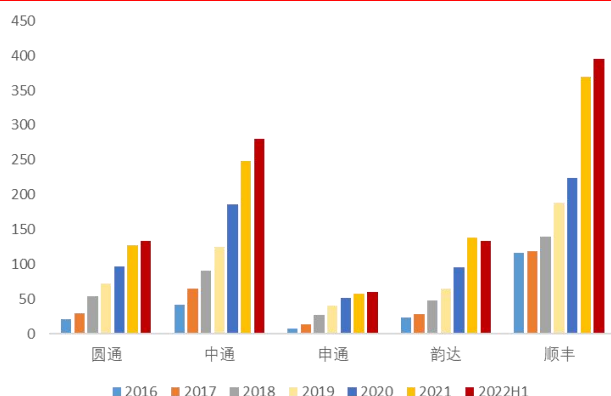
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

4.2 转型之年，竞争或有所放缓

快递企业亟需修复盈利能力，短期价格战重启的可能较小。价格战爆发后，快递企业大幅增加网点场地和分拣中心，资本开支增速远超行业需求增速。其中，圆通、中通、申通、韵达、顺丰 2020 年固定资产净值分别同比增长 34.2%、48.8%、29.1%、47.2%、18.3%。目前龙头资本开支均已达到较高水平，在缺乏快递量增长的情况下，继续扩大车队运力及网络规模无法扩大规模效应，反而损伤快递企业盈利能力，我们认为 2023 年快递企业盈利诉求将有所提升，重启价格战的可能性较小。

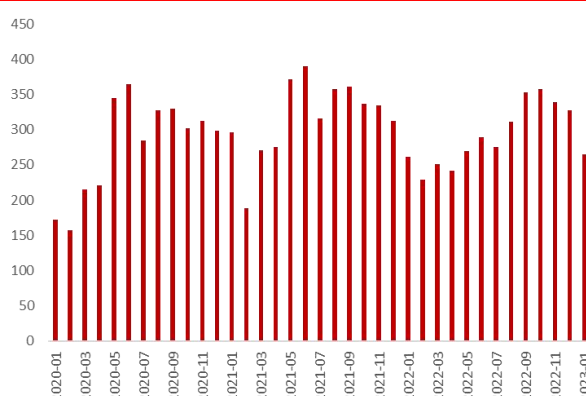
2023 年春运期间快递服务质量大幅下滑，快递时效再受重视。从国家邮政局公布的快递发展指数与质量指数来看，2023 年 1 月中国快递发展指数为 265，同比提升 1.5%，环比明显下降，而快递质量指数为 356.4，同比下降 10.9%，环比下降 20%。新十条后国内疫情高峰期对快递物流运转造成了显著影响，春运期间交通堵塞、快递小哥连续三年春节不打烊导致返乡需求强烈，1 月实际快递时效大幅下降。根据国家邮政局数据，2023 年 1 月快递有效申诉率为百万分之 0.7，去年同期为百万分之 0.34。快递时效的明显下降引起消费者对快递物流的关注，消费者或更倾向于选择价格更高、同时物流体验更好的快递企业，促使行业重视提质提价。

图 45：龙头快递固定资产净值变化（亿元）



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 46：全国快递发展指数



资料来源: 国家邮政局, 东莞证券研究所

提质提价、降本增效是快递企业提升长期竞争力的核心因素。我们认为长期来看重启价格战的可能性较小。由于行业壁垒不高，对于电商快递企业而言，价格战的威胁一直存在，因此电商快递企业更需要注重如何摆脱价格战的泥潭。简单铺网上量增收不增利，从龙头情况来看，中通快递同时拥有通达系中最高品牌溢价与最大的市场份额，让中通市值领跑通达系快递。对于快递企业而言，近三年量的增长速度已赶不上产能的增长速度，提质提价、降本增效仍是 2023 年快递企业的主线。

分客户群体来看，价格敏感客户更考验快递企业降本增效能力，价格不敏感客户更注重快递时效及终端消费者体验。价格敏感客户方面：2021年4月《浙江省快递业促进条例（草案）》的出台，2022年1月7日，国家邮政局发布《快递市场管理办法（修订草案）》，代表着限制低价竞争的政策底出现，在无法用明显低于成本的价格运营的限制下，价格竞争效果下降，能够控制更低成本、在同样价格能够提供更优质服务的快递渠道将更容易获取市场份额，推动企业降本增效。政策强监管给予快递企业从价格战泥潭中一齐抽身的良机。价格相对不敏感客户方面：2022年各大电商平台GMV增速均放缓，抖音、快手等平台通过直播带货等方式切入电商市场加剧竞争，快递体验成为电商平台重点关注的竞争力之一，如抖音与快递公司合作，双十一前夕在部分城市推出了“音需达”服务，为抖音用户送货上门；2022年菜鸟更名为菜鸟直送，强化上门服务。市场对快递服务的要求逐渐提高，而提升时效、送货上门、安全等服务体验的核心将大大提高快递成本，叠加燃油成本的持续高位，倒逼快递企业提质提价。因此，我们认为2023年快递企业重启价格战的可能较小，行业竞争或有所放缓。

持续三年的价格战严重影响快递企业盈利能力，2022年疫情散发加剧冲击，2023年快递企业盈利需求提升。整体来看，我们认为在政策强监管托底及电商、消费者重视物流体验的大趋势下，2023年快递行业将从价格竞争转向服务竞争。

5. 投资建议

首次覆盖，给予行业“超配”的投资评级。2023年春运出行火热，参照春节出行恢复情况及民航、铁路恢复情况，我们认为2023年春运实际出行客流或已恢复至2019年同期的七成左右。预计随着国内疫情高峰期结束，疫情担忧淡化，旅游出行需求将逐渐释放，2-4月淡季错峰出行表现有望超预期。此外，我国经济复苏将带动商旅出行快速修复，出行修复可期，民航等公共交通客运量将逐渐回暖，2023年交运出行链疫后复苏行情可期。航空方面，乙类乙管与疫情高峰后基本扫清出行障碍，公商务出行率先复苏、旅游出行需求逐步释放，而航司供给低增长与成本压力减缓放大业绩弹性，有望迎来戴维斯双击，建议关注中国国航（601111）、中国东航（600115）、南方航空（600029）、春秋航空（601021）、吉祥航空（603885）。油运方面，受益于经济复苏及供需重构，油运周期启动。由于俄油制裁与中国经济复苏带来的油运行业格局根本性变化，预计本轮油运高景气周期将持续较长时间，建议关注中远海能（600026）、招商轮船（601872）、招商南油（601975）。快递方面，2023年价格战可能性较小，提质提价仍是快递企业提升竞争力的主线，强服务能力有望带来高品牌溢价并提升份额，建议重点关注顺丰控股（002352）、圆通速递（600233）、申通快递（002468）、韵达股份（002120）。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2023/2/21）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600026	中远海能	15.18	-1.04	0.31	0.94	-14.60	48.97	16.15	增持	首次
601975	招商南油	4.41	0.06	0.3	0.53	73.50	14.70	8.32	增持	首次
601111	中国国航	10.98	-1.15	-2.4	0.2	-9.55	-4.58	54.90	买入	首次
600029	南方航空	7.67	-0.71	-1.8	0.2	-10.80	-4.26	38.35	买入	首次
601021	春秋航空	62.88	0.04	-2.5	1.43	1572.00	-25.15	43.97	买入	首次

002352	顺丰控股	54.44	0.87	1.26	1.8	62.57	43.21	30.24	买入	首次
600233	圆通速递	18.24	0.61	1.14	1.31	29.90	16.00	13.92	买入	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6. 风险提示

（1）**原油成本波动风险。**交通运输行业中，燃油成本通常占总成本的 20%-30%。俄乌冲突爆发后，全球油价波动性扩大，受国际政策关系影响，未来油价走向趋势难以预测，可能加剧油料成本风险。

（2）**新冠疫情持续反复。**乙类乙管后新冠疫情影响已快速淡化，但参照全球，后续新冠疫情仍会呈季节波动来袭，可能影响出行与快递需求及人员运力的正常释放。

（3）**汇兑风险。**油运、航空等国际性交通运输行业通常涉及较大额度的美元结算，产生汇兑风险。若未来美元汇率波动，可能造成上市公司额外的汇兑损益。

（4）**政策风险。**交通运输行业具有一定的公用事业属性，受政策监管影响较大。可能产生政策强制要求保通保畅保供导致亏损等情况，或产生政策限制公司旺季涨价扩大收益等情况。

（5）**市场竞争加剧。**除与国内其他公司竞争外，公司还需与国外领先的运输公司展开竞争。公司如果不能有效保持自身的竞争优势，及时提高技术水平与服务能力，公司的竞争地位、市场份额和利润水平将会因市场竞争而导致下降。

（6）**市场复苏不及预期。**春节后 XBB 等变种病毒输入国内，及近期国际关系紧张等影响，可能造成国内国际客货运需求释放修复不及预期等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn