

交通运输行业 2024 年 1 月投资策略

红海事件发酵集运掀涨价潮，关注春运旺季出行表现

超配

核心观点

航运：本周胡塞武装对红海商船发动袭击的事件持续发酵，集运由于联盟化运营的缘故，各大船东行为一致，马士基于 12 月 31 日发布公告后，欧线再度全员回归绕行好望角，对运力形成较大消耗，受此影响，本周集运运价在上周飙升后再度全线稳步上涨，主要干线运价同比均大幅增长，考虑到当前全球消费动力仍不足，而集运的运力投放正在加速，出于安全及维持供需平衡的因素，我们预计集运短期仍将继续维持好望角航线，看好航商继续推涨运价的诉求及能力，标的上，中远海控作为一梯队船东，资产负债表已经修复，盈利能力行业领先，运价上涨有望释放较大业绩弹性，推荐买入。油运方面，当前行业进入淡季运价表现相对疲软，但考虑到行业即将进入运力低增长阶段，仍看好行业运价中枢抬升，叠加运河通行不畅，或引发大国的库存焦虑，继续推荐中远海能、招商南油、招商轮船。

航空：本周整体和国内客运航班量环比微幅下降，整体/国内客运航班量环比分别为-1.2%/-1.0%，国际客运航班量环比基本持平，1月前5天整体/国内/国际客运航班量相当于2019年同期的100.7%/106.6%/67.1%，油价与去年同期水平接近。我国国际出行的相关政策持续放松，本周宣布中泰两国将从3月1日起实施永久互免签证入境政策，国际航班及需求有望加速恢复。2024年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024年航司盈利将继续大幅向上突破。继续推荐中国国航和春秋航空。

快递：2023年快递需求增速如期呈现加速复苏态势，1-11月快递行业累计业务量同比增长了18.6%；相较2021年，1-11月行业业务量复合增速为10.1%。在消费降级的大背景下，电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长，根据我们估算，我们认为2024年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化。投资方面，快递龙头股价回调后，中长期投资布局机会凸显，看好顺丰控股、圆通速递和中通快递，关注改善中的韵达、申通。

物流：自下而上推荐德邦股份，高端快运市场已经形成“德邦+顺丰”双寡头格局。2022年9月京东物流成为了德邦的新控股股东，协同效应开始逐步显现，一方面京东集团将贡献明显的增量收入（公司预计2024年京东集团贡献增量收入约78亿元），另一方面我们认为2024年公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。

投资建议：我们看好供需关系紧张的周期股以及具有长期价值的成长股。推荐中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、德邦股份、春秋航空、中国国航、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600026	中远海能	买入	12.8	53388	1.07	1.27	12.0	10.1
601919	中远海控	买入	10.0	152623	2.07	1.72	4.8	5.8
002352	顺丰控股	买入	38.2	187193	1.82	2.40	21.0	15.9
601021	春秋航空	买入	51.0	49896	2.36	3.92	21.6	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《航空及快递物流板块2024年度投资策略-航空供需格局确定性改善，快递物流优选经营向好的龙头标的》——2024-01-01
- 《航运港口业2024年投资策略-航运供给侧约束或促运价上涨，港口稳定收益防守性突出》——2023-12-29
- 《交通运输行业周报-红海事件发酵集运掀涨价潮，波音或将恢复对华交付737MAX》——2023-12-24
- 《交通运输行业周报-胡塞武装袭击或激发航运吨公里需求，快递11月件量同比增长32%》——2023-12-17
- 《交通运输行业周报-国际油价下跌利好航空，高股息板块表现强劲》——2023-12-10

内容目录

本周回顾	4
分板块投资观点更新	6
航运板块	6
航空板块	9
机场板块	12
快递板块	13
铁路公路板块	15
物流板块	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

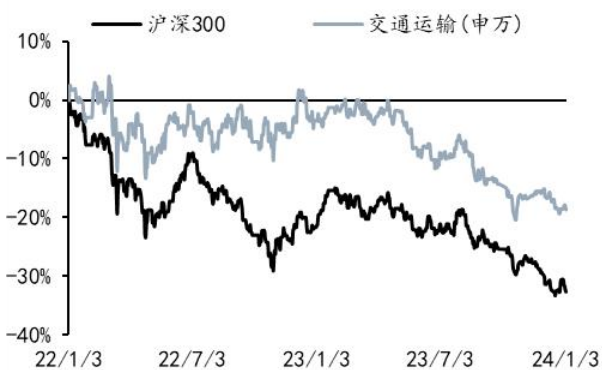
图 1: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 3: 本周各子板块表现 (2024.01.01-2024.01.05)	4
图 4: 本月各子板块表现 (2024.01.01-2024.01.05)	4
图 5: BDTI	7
图 6: BCTI	7
图 7: CCFI 综合指数	8
图 8: SCFI 综合指数	8
图 9: SCFI (欧洲航线)	8
图 10: SCFI (地中海航线)	8
图 11: SCFI (美西航线)	8
图 12: SCFI (美东航线)	8
图 13: 散运运价表现	9
图 14: 民航国内航线客运航班量	10
图 15: 民航国际及地区线客运航班量	11
图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2023 年 11 月 30 日)	12
图 17: 快递行业月度业务量及增速	14
图 18: 快递行业月度单票价格及同比	14
图 19: 快递公司月度业务量同比增速	14
图 20: 快递公司月度单票价格同比降幅	14
图 21: 快递行业季度市场份额变化趋势	14
表 1: 本周个股涨幅榜	5
表 2: 本周个股跌幅榜	5

本周回顾

本周 A 股整体下行, 上证综指报收 2929.18 点, 下跌 1.54%, 深证成指报收 9116.44 点, 下跌 4.29%, 创业板指报收 1775.58 点, 下跌 6.12%, 沪深 300 指数报收 3329.11 点, 下跌 2.97%。申万交运指数报收 1991.68 点, 相比沪深 300 指数跑赢 2.79pct。

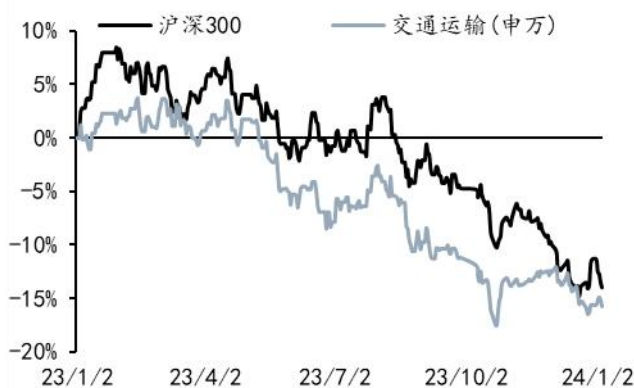
本周交运子版块中航运和公路板块表现较好, 主要得益于红海时间对航运运价的影响扩散以及弱势市场环境下高股息受青睐。个股方面, 涨幅前五名分别为龙江交通 (+12.7%)、招商轮船 (+9.9%)、唐山港 (+8.9%)、嘉友国际 (+7.8%)、宁沪高速 (+7.7%); 跌幅榜前五名为海汽集团 (-8.5%)、长久物流 (-7.8%)、密尔克卫 (-7.7%)、海程邦达 (-7.4%)、韵达股份 (-7.0%)。

图1: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势



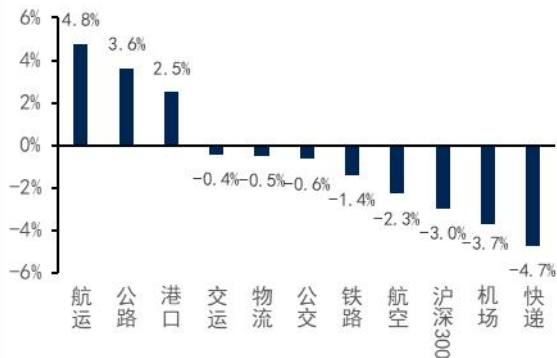
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本周各子板块表现 (2024.01.01-2024.01.05)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 本月各子板块表现 (2024.01.01-2024.01.05)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	601188.SH	龙江交通	4.54	12.7%	12.7%	12.7%
2	601872.SH	招商轮船	6.46	9.9%	9.9%	9.9%
3	601000.SH	唐山港	3.81	8.9%	8.9%	8.9%
4	603871.SH	嘉友国际	17.09	7.8%	7.8%	7.8%
5	600377.SH	宁沪高速	11.04	7.7%	7.7%	7.7%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	601188.SH	龙江交通	4.54	12.7%	12.7%	12.7%
2	601872.SH	招商轮船	6.46	9.9%	9.9%	9.9%
3	601000.SH	唐山港	3.81	8.9%	8.9%	8.9%
4	603871.SH	嘉友国际	17.09	7.8%	7.8%	7.8%
5	600377.SH	宁沪高速	11.04	7.7%	7.7%	7.7%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	601188.SH	龙江交通	4.54	12.7%	12.7%	12.7%
2	601872.SH	招商轮船	6.46	9.9%	9.9%	9.9%
3	601000.SH	唐山港	3.81	8.9%	8.9%	8.9%
4	603871.SH	嘉友国际	17.09	7.8%	7.8%	7.8%
5	600377.SH	宁沪高速	11.04	7.7%	7.7%	7.7%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表2: 本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603069.SH	海汽集团	16.83	-8.5%	-8.5%	-8.5%
2	603569.SH	长久物流	11.42	-7.8%	-7.8%	-7.8%
3	603713.SH	密尔克卫	49.11	-7.7%	-7.7%	-7.7%
4	603836.SH	海程邦达	16.42	-7.4%	-7.4%	-7.4%
5	002120.SZ	韵达股份	6.94	-7.0%	-7.0%	-7.0%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分板块投资观点更新

航运板块

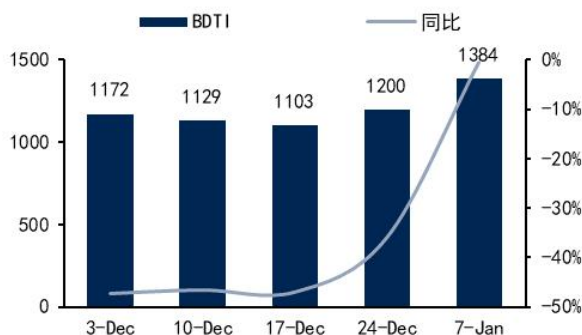
油运方面，本周原油运价回升，截至1月5日，BDTI报1384点，较圣诞节前提升184点，约15.3%，主要来自于中小型油轮的运价出现明显改善。但成品油方面，本周运价表现较差，BCTI报799点，较圣诞节前下降161点，约16.8%。超大型油轮VLCC的运价继续承压，Poten发布的中东-远东VLCC TCE收于31900美元/天，较上周下降6400美元/天，但成交量维持较高水平，本周VLCC POOL成交24单，较上周增加6单。当前行业逐渐步入淡季，较为疲软的运价充分反映出中东减产及全球经济恢复不及预期的悲观预期，但是考虑到24年VLCC运力增长有限，行业供给的出清有望带来运价弹性进一步放大，我们维持24-25年行业运价中枢继续抬升的观点。此外，结合当前的油价、运价、运输需求来看，每当原油价格下行，运输需求往往较为强烈，而油价一旦开始上涨，运输需求则会快速下降，因此油价较低时运价明显更为强劲，或体现出全球大国均有较大的原油进口需求，但是高油价成为了短期补库的阻碍，因为我们认为，一旦原油供给出现放量，运价有望迅速提升。

2024年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。根据全球船坞的排期表，2024年全球将仅有3艘VLCC可以下水，即便假设原定2025年交付的VLCC提前至2024年下水，全球VLCC运力的增长率讲会低于0.8%，叠加Suezmax船型无订单可以交付、Aframax预计运力增长率仅为1.2%，全球原油运输运力增长率仅为0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现2023年3月及6月的跳涨情况。

环保政策对供给侧的制约或需重点关注。当前时点，行业在新运力低增长的背景下出现了明显的老龄化状况，当前15岁以上VLCC占总体运力的比例已达28%，其中20岁以上船舶的比例达到14%。考虑到EEXI对现有运力的参数评估要求较高，20岁以上船舶的活跃度未来有望出现急剧下降的可能，其他年轻船龄的VLCC亦将面临发动机主机功率长期受限（EPL）、进坞安装节能装置导致运力短期缺失的情况，有效运力或出现较为明显的下降。此外，CII亦将对碳排放超标的运力形成限制，部分排名靠后的运力或将被迫进行整改、降速航行甚至永久退出。

全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，红海事件、俄油禁令、全球经济复苏均将带来行业需求提升，而供给侧船舶老龄化及新订单缺失则保障了运价的向上弹性，预计运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，届时油运龙头企业有望迎来戴维斯双击，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI

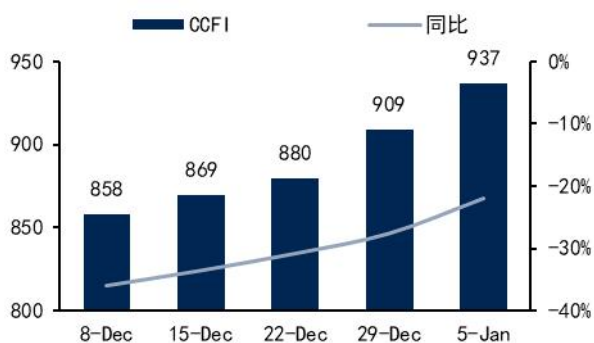


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面,全部航线在上周大涨之后本周继续稳步提升,截至1月5日,CCFI综合指数报937点,环比上涨3.0%,SCFI报1897点,环比涨7.8%。具体来看,本周欧洲航线/地中海线报2871/3620美元/TEU,环比分别上涨6.6%/3.7%;美西/美东分别报2775/3931美元/FEU,环比分别上涨8.7%/10.5%。红海线报2338美元/TEU,环比涨14.3%,澳新航线本周报1084美元/TEU,环比上涨3.1%,南美线报2901美元/TEU,较上期上涨3.9%。虽然当前全球经济表现仍较为疲软,需求侧仍受到压制,但是近期胡塞武装袭击以及巴拿马运河枯水导致了全球最主要的两大运河通行不畅,当前已经造成欧线全部绕行好望角以及美线航线时间拉长的现象,效率的下降对供给侧形成较大消耗,供需平衡得以修复,考虑到安全性及联盟的制约性,我们预计欧线短期仍将维持好望角航线不变,或对其他航线的运力形成虹吸,看好短期运价持续提升。

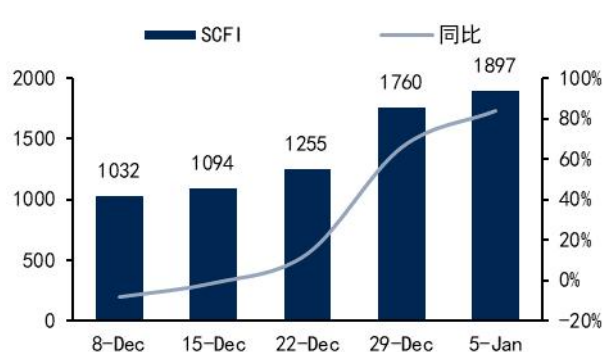
投资标的上,中远海控或已具备较为显著的配置价值,公司在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复,本次半年度分红金额接近上半年50%净利润,积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑,此外海控作为一线船东,在收入端和成本端均具备一定议价优势,有望取得明显超越市场平均的收益率,如行业开始修复,公司有望释放较大业绩弹性,建议持续关注。

图7: CCFI 综合指数



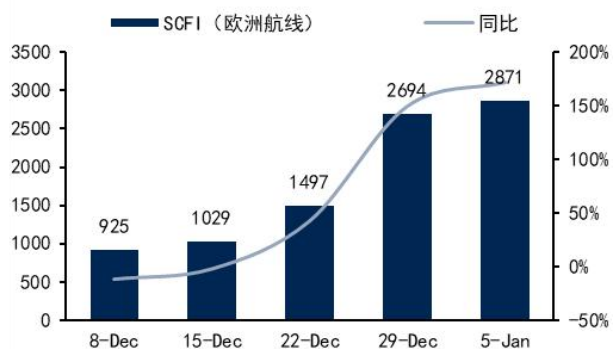
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



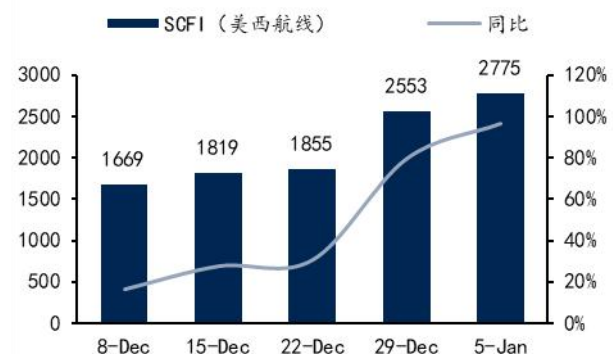
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

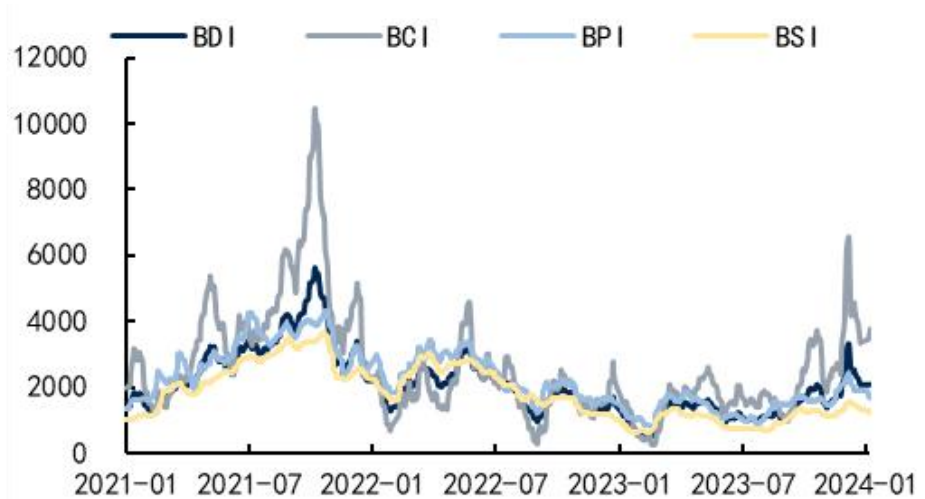
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，BDI 本周小幅回升，报 2110 点，环比圣诞节前涨 1.1%。分船型来看，与中国需求相关度最高的 Cape 船型开始回升，BCI 上涨 13.0%至 3798 点，小船则较为疲软团，BPI/BSI 分别下跌 13.0%/12.0%至 1666/1212 点。当前全球散运的需求主要取决于中国对地产、基建的投资力度，巴拿马枯水、苏伊士通行不畅对小船型的供给侧形成消耗，如需求边际改善，运价或有较大向上弹性。

图13: 散运运价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空板块

本周整体和国内客运航班量环比微幅下降，整体/国内客运航班量环比分别为 -1.2%/-1.0%，国际客运航班量环比基本持平，1 月前 5 天整体/国内/国际客运航班量相当于 2019 年同期的 100.7%/106.6%/67.1%，油价与去年同期水平接近。元旦民航数据出炉，2023 年 12 月 30 日至 2024 年 1 月 1 日元旦假期三天，民航预计发送旅客 519 万人次，比 2023 年同期增长 140.3%，比 2022 年同期增长 110.9%。

2023 年以来，我国国际出行的相关政策一直在放松，以及中美之间的航班也呈现加速修复的趋势。截至目前，1) 中泰两国将从 2024 年 3 月 1 日起实施永久互免签证入境政策；我国试行单方面免签的国家已经从原先 2 个（文莱、新加坡）增加至 8 个，覆盖国家从亚洲扩大至欧洲。12 月 1 日起，中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 国实施了免签入境政策。12 月 1 日至 3 日，有近 7000 人次通过免签来华，占到 6 国入境总人次的 39%。2) 美国允许自 11 月 9 日起中国航司将中美往返航班数量从每周 24 对增至每周 35 对。按照航权对等原则，美国航司每周执行的中美往返航班也将随之增至 35 班。扩容后，中国航司、美国航司每周运营的中美往返客运航班合计将达到 70 班。疫情前中美之间每周的直飞航班量超过 300 班，目前新增后的往返两国航班数仍在较低水平。

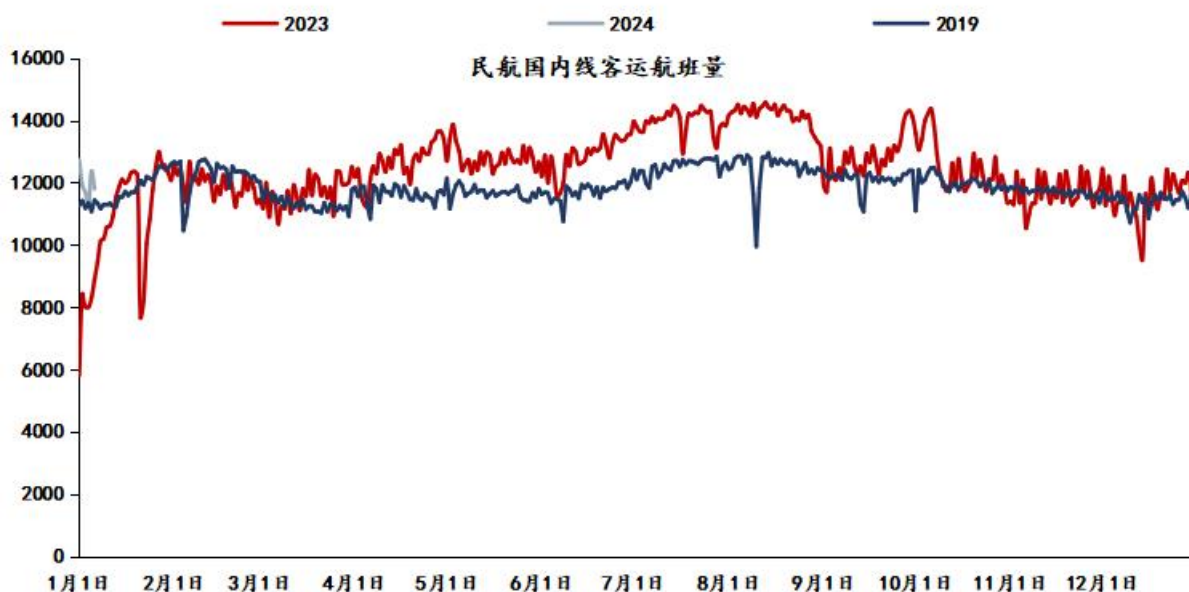
波音或将恢复对华交付 737MAX。波音最赚钱的产品 737 MAX 于 2019 年在全球停飞，同时中国已暂停进口该机型。虽然安全禁令现已解除，停飞前交付的飞机已

在中国境内复飞，但新交付仍处于搁置状态。近期，波音公司已获得中国航空监管机构的重要许可，使其在四年多的冻结之后，距离恢复向中国交付 737 MAX 飞机又近了一步。波音最终向中国交付 737 MAX 飞机还须获得中国国家发改委的批准。

航空上市公司公布 11 月经营数据：1) 三大航相比 2019 年同期数据各项指标表现良好，三大航整体客运量略低于 2019 年同期水平，其中国内航线客运量表现也略低于 2019 年同期水平（国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别较 2019 年同期下滑 2.5%、0.7%），国际地区航线需求已恢复至 2019 年的六成以上（国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别恢复至 2019 年同期的 68.7%、60.6%）；低基数下三大航司各项运营指标同比均实现大幅提高；淡季导致三大航需求环比下滑明显（国航、东航、南航客运量环比上月分别下滑 12.7%、8.3%、12.0%）。2) 民营航司中，春秋航空和吉祥航空的国内供需均实现较快恢复，国内航线客运量较 19 年同期分别增长 36.7%/13.4%；春秋航空和吉祥航空的国际航线客运量分别恢复到 2019 年同期的 37.2%/67.4%，春秋航空和吉祥航空客座率恢复情况较优（11 月国内客座率分别为 91.45%/85.46%，相比 19 年同期减少了 1.8pct/1.0pct）。

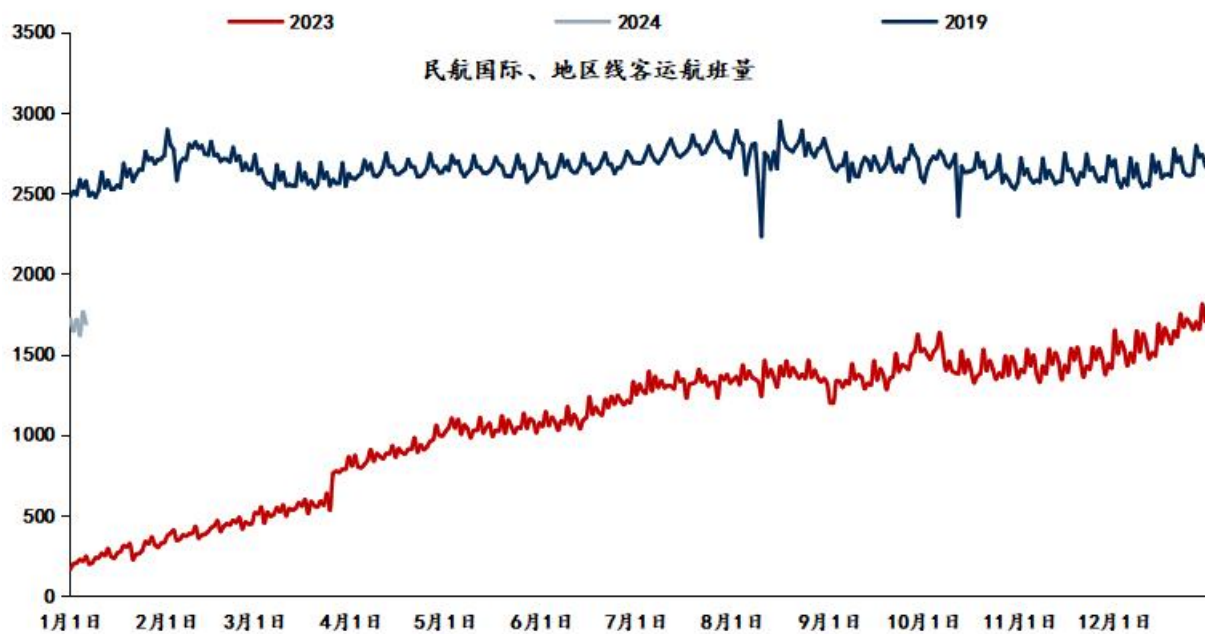
2024 年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024 年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。继续推荐春秋航空、中国国航，关注吉祥航空、华夏航空、南方航空、中国东航。

图14: 民航国内航线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图15: 民航国际及地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图16: 民航客机引进数量（数据截至 2023 年 11 月 30 日）



资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

机场板块

国内航班恢复较快，但是国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。2023 年 11 月，上海机场、广州白云机场、北京首都机场、深圳宝安机场日均旅客量分别为 16.6 万、18.1 万、15.4 万、15.7 万人次，分别恢复至 19 年的 84%、87%、109%、59%，其中国际及地区航线旅客量分别恢复至 19 年的 55%、56%、51%、39%。

2023 年 12 月 26 日上海机场与首都机场公告免税补充协议，免税收入模式为保底销售提成和实际销售提成取高，我们测算综合扣点率约为 20%-25%，相比原始协议明显下滑。在免税渠道多样化的背景下，此次补充协议核心诉求为推动免税运营商提高经营效率，扩大整体销售额，巩固机场的免税业务竞争力。

机场的渠道作用逐步凸显，商业价值或已开始提升。近年高级奢侈品加速了对机场渠道的布局，进驻了多家国内外机场，如 2022 年泰国索万那普机场引入香奈儿、LV、卡地亚、DIOR 等多个顶奢品牌入驻，2021 年香奈儿开设仁川机场店从而替代多家市内免税店专柜，同时国内成都天府机场、深圳机场、重庆机场均迎来多家高奢品牌进驻，彰显出机场仍为高端消费的首选场所之一，中长期非航收入仍有较大潜力。

当前时点，机场免税业态在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间需要达成新的平衡。2022-2023 年部分机场免税招标机场端仍可获得 25%左右的提成比例，议价能力并没有被大幅削弱。随着出境团队游的恢复和洲际长航线的持续加班，枢纽机场国际航线客流量有望持续走高，拉动其业绩表现进一步回升。继续推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

快递板块

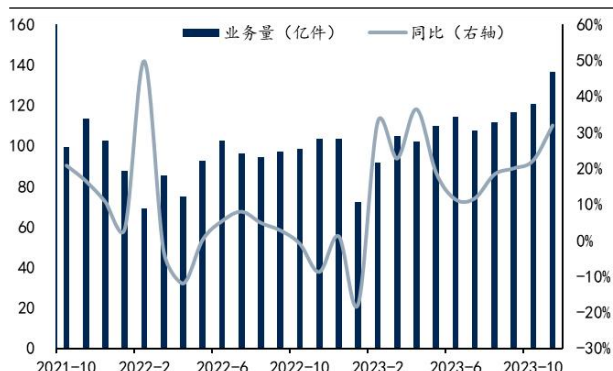
近期，国家邮政局公布了 11 月快递行业运行数据，11 月，快递业务量完成 136.4 亿件，同比增长 31.9%；快递业务收入完成 1241.4 亿元，同比增长 26.9%。上市公司也公布了 11 月经营数据，11 月份，顺丰控股速运物流业务量同比增长 11.16%，单价同比提升 5.0%；韵达股份业务量同比增长 30.41%，单价同比下降 17.4%；圆通速递业务量同比增长 33.0%，单价同比下降 9.4%；申通快递业务量同比增长 49.2%，单价同比下降 16.0%。

1) **需求方面**，由于 2022 年 11 月疫情防控导致的低基数，快递行业 2023 年 11 月件量增速达到 32%，其中，11 月 1 日和 11 月 11 日，快递包裹揽收量分别达 6.26 亿件和 6.39 亿件，双峰运行，双峰差距进一步缩小；另一方面，快递企业持续发力海外市场，满足海外消费者“黑色星期五”与“网络星期一”多样化寄递需求，推动跨境寄递快速增长，部分快递企业跨境业务量增幅超 70%。2023 年快递需求增速如期呈现加速复苏态势，1-11 月快递累计业务量和累计业务收入同比分别增长了 18.6% 和 13.7%，远超去年同期水平；相较 2021 年，1-11 月行业业务量复合增速为 10.1%。

2) **竞争情况**，由于 2023 年各家快递龙头策略调整，行业价格战的激烈程度明显超过 2022 年。11 月为传统旺季，圆通、韵达和申通 11 月单价环比分别增加 0.08 元、0.10 元、0.09 元，行业竞争激烈导致 2023 年旺季单价提升幅度明显弱于前两年。11 月，圆通、韵达和申通的市场份额估计分别为 15.9%、14.1%、13.2%，环比 10 月分别变化+0.3 pct、-0.1 pct、-0.7pct。

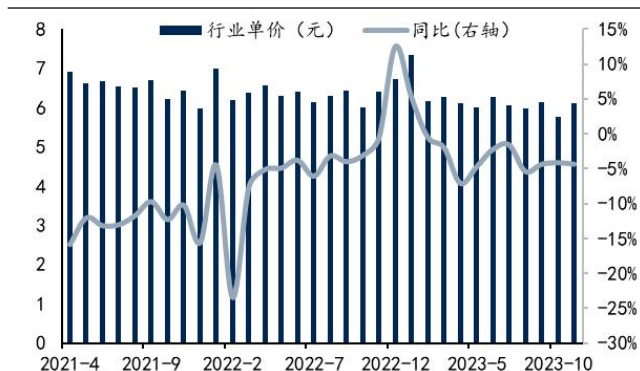
1) 高端快递方面，展望未来一年来看，时效快递稳健增长持续夯实基本盘，顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营效率持续提升。2) 经济快递方面，在消费降级的大背景下，电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长。根据我们估算，我们认为 2024 年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024 年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变；另一方面是集中度有进一步实质性的提升，则意味着有玩家落伍或者被淘汰。投资方面，快递龙头股价回调后，中长期投资布局机会凸显，看好顺丰控股、圆通速递和中通快递，关注改善中的申通、韵达。

图17: 快递行业月度业务量及增速



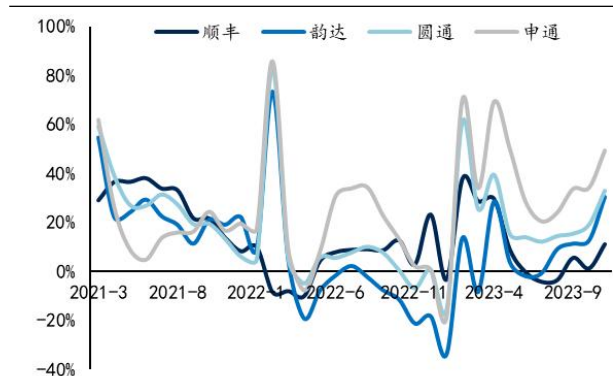
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 快递行业月度单票价格及同比



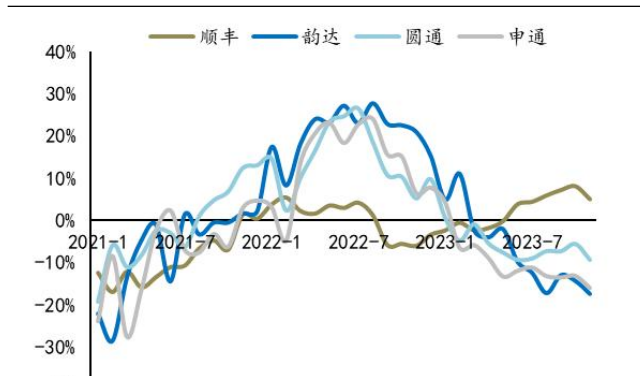
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 快递公司月度业务量同比增速



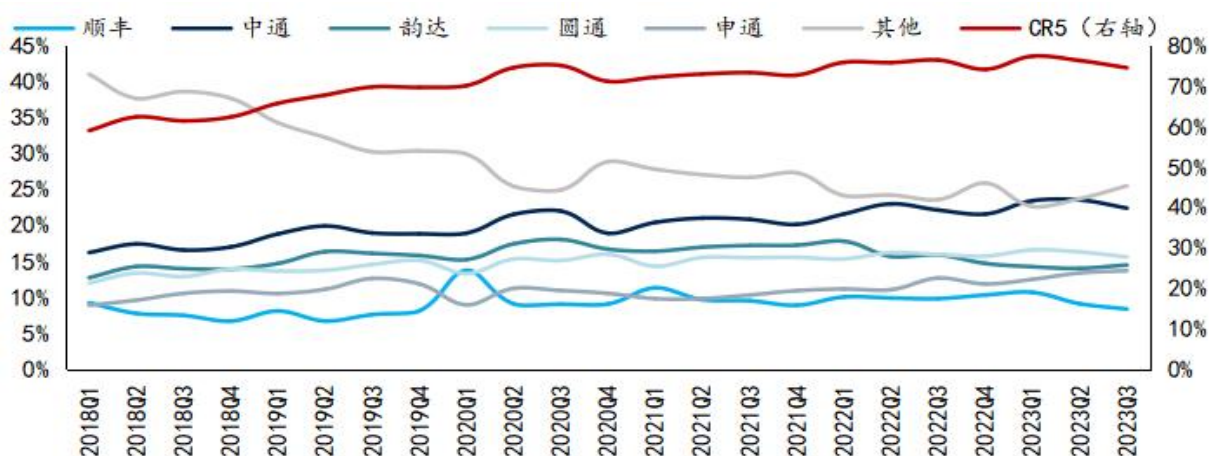
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 快递公司月度单票价格同比降幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 快递行业季度市场份额变化趋势



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

铁路公路板块

1) **铁路方面**，2023年12月30日至2024年1月1日元旦假期三天，铁路预计发送旅客4420.2万人次，比2023年同期增长177.5%，比2022年同期增长104.8%；11月全国铁路客运量2.8亿人次，同比增长279.3%，相比于2019年增长3.3%；2023年1至11月，铁路客流持续增长，全国铁路累计发送旅客35.6亿人次，同比增长126%，相比于2019年增长4.95%，单日旅客发送量、售票量等客运指标创历史新高。2) **公路方面**，2023年12月30日至2024年1月1日元旦假期三天，公路预计发送旅客7699.8万人次，比2023年同期增长46.1%，比2022年同期增长8.6%，11月全国公路客运量4.0亿人次，同比增长26.5%；货运量36.08亿吨，同比增长8.9%。建议关注京沪高铁和招商公路。

京沪高铁2023年三季度单季营收116.0亿元（同比+59.0%），归母净利润37.8亿元（同比+220.3%），单季盈利创2020年以来的历史新高。

暑运旺季带动铁路客运快速复苏，公司收入显著增长。在暑运旺季的带动下，2023年三季度全国铁路客运快速复苏，三季度全国铁路日均开行旅客列车10169列，较2019年同期增长13.9%，三季度全国铁路发送旅客11.5亿人次，较2019年同期增长11.6%（二季度较2019年同期增长约7%）。在全国铁路需求大幅修复的背景下，公司作为东部核心铁路资产，三季度京沪线本线客运量、本线跨线车服务量、京福安徽公司的业务量也快速修复，拉动公司营收同比大幅提升。10月11日零时起，全国铁路实行第四季度列车运行图，调图后，全国铁路安排旅客列车11075列，较之前增加449列，增幅约4.2%，此次调图后预计公司四季度有望受益于本线及跨线开行列数的增加。

三季度毛利率继续改善，京福安徽公司亏损继续收窄。受益于规模效应，客流量及列车开行量的大幅修复摊薄了固定成本，公司盈利能力持续提升，三季度实现毛利率50.4%，同比增加16.7pct、环比增加4.9pct。费用端，公司管理费用规模基本保持稳定，长期借款下降从而带动财务费用下降。公司三季度归母净利润37.8亿元，落于业绩预告中值附近，符合预期。其中，子公司京福安徽三季度单季亏损约1-1.5亿元，亏损明显收窄（上半年亏损5.69亿元）。

京沪高铁是我国铁路集团的核心资产，经营稳健，盈利能力较强。公司依托区位优势，叠加高铁网络完善给京福安徽子公司将带来可观的业务增量，未来公司的业务量有望维持稳定增长趋势，且高铁定价逐步市场化也为公司未来业绩增长打开空间。维持盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为120.5亿、138.2亿、151.3亿，分别同比扭亏、+14.6%、+9.5%。维持“买入”评级。

物流板块

自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) 德邦股份与京东物流的协同效应开始显现：2022年9月京东物流成为了德邦的新控股股东，协同效应于2023年年中开始逐步显现，一方面公司预计2024年京东物流有望贡献78亿元左右的增量收入，另一方面未来公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。现阶段正处于逻辑和业绩兑现期，如果不考虑网络融合效应，对应的业绩贡献估计约1亿元左右。但2024年3月份，公司就会开始落地德邦快运和京东快运两种网络的融合，融合顺利的话将会带来更多的业绩弹性。此外，再往后年看，为了解决同业竞争问题，京东物流还会导入或并入更多业务或资产。

2022年京东物流收购德邦股份后，我国高端快运竞争格局就完成了出清，形成了“德邦+顺丰”的双寡头格局，从而，2022年下半年开始，可以看到高端快运市场的价格竞争明显趋缓，2024年及以后，我们认为高端快运市场将维持良性竞争，公司不再面临价格激烈竞争的风险，也就意味着公司利润稳定性大大增大。

德邦从2021年开始做精细化经营，通过优化流程管理以及投入运力来提升产品质量，通过提高自营车队占比、末端网点整合、优化组织结构等措施节省成本费用，未来利润稳定性大幅增强。

预计德邦2023-2025年归母净利润8.2/10.9/13.8亿元，未来三年利润复合增速在30%左右。当下股价对应24年利润PE估值不到15倍，股价还有较大的上涨空间。

2) 自下而上推荐嘉友国际，公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入51.0亿元，同比增长33.95%，实现归属于母公司所有者的净利润7.55亿元，与上年同期相比增长61.61%。其中，Q3单季度实现营收22.93亿元，同比增长13.90%，实现归属于母公司所有者的净利润2.51亿元，同比增长44.29%，高于公司业绩预告上沿。

2023Q3 公司业绩环比回落，或来自于蒙古段运价下滑。嘉友Q3净利润较Q2环比下滑16.6%，或主要来自于蒙古煤炭供应链业务的运价下滑。前三季度，我国进口煤炭的量分别为1.02/1.20/1.28亿吨，同期中国自蒙古进口总额分别为3.92/4.00/4.15亿元，考虑到Q3焦煤价格并未明显上行，可见Q3蒙古煤炭出货量仍在修复，但是Q3公司业绩不升反降，或主要来自于短盘（蒙古海关-中国海关）的运价出现明显回落，当前短盘运价已处于100-200元/吨，较年初300-500元/吨回落明显。

进一步投资非洲路港，追加投资赞比亚口岸打通萨卡尼亚堵点。10月17日，嘉友国际公告对外投资赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项项目，项目总投资额7.61亿美元，其中公司出资6.09亿美元。如项目通过我国国家发展和改革委员会、商务部、外汇管理局等政府有关部门的备案或批准，赞比亚财政与国家规划部、公路发展局和商业、贸易与工业部将授予嘉友国际孙公司JASWIN PORTS LIMITED 特许项目的特许权，特许权期限为22年（其中建设期3

年)。本项目如成功实施,将进一步提升萨卡尼亚口岸出口至赞比亚的通畅程度,加强萨卡尼亚口岸对卡松口岸的竞争力,通车量有望进一步提升。

预计 2023-2025 年公司实现 9.2/10.4/13.5 亿元净利润,当前股价对应公司 2023 年业绩估值仅 13X,继续推荐!

投资建议

航运,本周胡塞武装对红海商船发动袭击的事件持续发酵,集运由于联盟化运营的缘故,各大船东行为一致,马士基于 12 月 31 日发布公告后,欧线再度全员回归绕行好望角,对运力形成较大消耗,受此影响,本周集运运价在上周飙升后再度全线稳步上涨,主要干线运价同比均大幅增长,考虑到当前全球消费动力仍不足,而集运的运力投放正在加速,出于安全及维持供需平衡的因素,我们预计集运短期仍将继续维持好望角航线,看好航商继续推涨运价的诉求及能力,标的上,中远海控作为一梯队船东,资产负债表已经修复,盈利能力行业领先,运价上涨有望释放较大业绩弹性,推荐买入。油运方面,当前行业进入淡季运价表现相对疲软,但考虑到行业即将进入运力低增长阶段,仍看好行业运价中枢抬升,叠加运河通行不畅,或引发大国的库存焦虑,继续推荐中远海能、招商南油、招商轮船。

航空,本周整体和国内客运航班量环比小幅下降,整体/国内客运航班量环比分别为 -1.2%/-1.0%,国际客运航班量环比基本持平,1 月前 5 天整体/国内/国际客运航班量相当于 2019 年同期的 100.7%/106.6%/67.1%,油价与去年同期水平接近。

2024 年供需缺口将持续缩小,航司价格竞争意愿较弱,2024 年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面,航空需求韧性较强,2024 年随着出境政策加速放宽,国际航空出行需求还将进一步回暖,民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面,现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱,叠加飞机制造商产能有限,我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数,且随着国际航线的进一步恢复,民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面,疫情期间航司亏损严重,疫情放开后各大航司急需盈利回血,未来几年行业价格竞争概率大幅降低。继续推荐春秋航空、中国国航,关注吉祥航空、华夏航空、南方航空、中国东航。

机场,机场板块发布三季报,Q3 国际客流恢复至 19 年 80%以上的水平,浦东国际机场恢复至 19 年 85%的水平。当前机场免税业态在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间需要达成新的平衡。2022-2023 年部分机场免税招标机场端仍可获得 25%左右的提成比例,议价能力并没有被大幅削弱。随着出境团队游的恢复和洲际长航线的持续加班,枢纽机场国际航线客流量有望持续走高,拉动其业绩表现进一步回升。阶段性显著调整后的机场股或迎配置机会,推荐上海机场、白云机场,关注深圳机场。

快递,1) 高端快递方面,展望未来一年来看,时效快递稳健增长持续夯实基本盘,顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营效率持续提升。2) 经济快递方面,在消费降级的背景下,电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长。根据我们估算,我们

认为 2024 年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024 年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变；另一方面是集中度有进一步实质性的提升，则意味着有玩家落伍或者被淘汰。投资方面，快递龙头股价回调后，中长期投资布局机会凸显，看好顺丰控股、圆通速递和中通快递，关注改善中的申通、韵达。

铁路公路，1) 铁路方面，11 月全国铁路客运量 2.8 亿人次，同比增长 279.3%，相比于 2019 年增长 3.3%；2023 年 1 至 11 月，铁路客流持续增长，全国铁路累计发送旅客 35.6 亿人次，同比增长 126%，相比于 2019 年增长 4.95%，单日旅客发送量、售票量等客运指标创历史新高。2) 公路方面，11 月全国公路客运量 4.0 亿人次，同比增长 26.5%；货运量 36.08 亿吨，同比增长 8.9%。建议关注京沪高铁和招商公路。

物流，自下而上推荐德邦股份，高端快运市场通过整合已经形成“德邦+顺丰”双寡头竞争格局。2022 年 9 月京东物流成为了德邦的新控股股东，协同效应开始逐步显现，一方面公司预计 2024 年京东物流将贡献明显的增量收入，另一方面我们认为 2024 年公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。

我们看好供需关系紧张的周期股以及具有长期价值的成长股。推荐中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、德邦股份、春秋航空、中国国航、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递，建议关注招商公路和京沪高铁。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032