

# 交通运输行业周报

## 春运民航量价齐升，VLCC 运价大幅上涨

超配

### 核心观点

**航运：**本周油运的提价值得关注，尤其是 VLCC 船型的价格在春节期间实现了大幅上涨，今年春节期间，行业需求并未如预期出现明显下滑，VLCC POOL 的成交异常活跃，而供给侧因传统中国新年淡季，部分 VLCC 集中进坞进行维护装塔，导致了供需的错配，侧面验证了当前行业供给侧已明显偏紧的格局。考虑到行业即将进入运力低增长甚至负增长阶段，仍看好行业运价中枢抬升，叠加当前的地缘政治因素影响及低库存，运价的向上弹性及高运价的持续性均值得期待，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，虽运价出现回调，但考虑到美线签约在即，联盟或仍继续推涨运价，推荐具备成本优势及运价溢价的集运龙头中远海控。

**航空：**今年是疫情以来第一个不受疫情影响的春节，民航量价表现强劲，需求和票价均明显高于 2019 年春节同期。春运前 22 天，民航累计客运量 4679 万人次，比 2023 年同期增长 67%，比 2019 年同期增长 18.5%（此前民航局预测，2024 年春运期间民航运输旅客量较 2019 年增长约 10%）。航旅纵横大数据显示，春节假期间，国内航线机票平均价格（不含税）超过 1100 元，比去年春节同期上涨约 16%。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：**2024 年春节，快递延续春节不打烊传统，春运期间快递行业揽收件量同比去年同期增长约 20%-30%。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。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。

**物流：**1) 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。2) 自下而上推荐嘉友国际，公司发布 2023 年度业绩预报，预计实现 2023 年全年实现归母净利润 10.09-10.85 亿元，同比增长 48.16%到 59.36%，其中扣非净利润 9.94-10.70 亿元，同比增加 47.83%到 59.17%。公司 2023 年夯实蒙古业务，二连浩特、甘其毛都等口岸进出口货量创历史新高，非洲业务同步放量，刚果（金）卡萨项目投入正式运营，形成新的业务增量，并加码投资迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，收购非洲本土跨境运输企业，业绩持续增长可期，当前市值对应 2023 年业绩的估值不足 14X，继续推荐。

**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、春秋航空、中国国航、嘉友国际、德邦股份、顺丰控股、圆通速递。关注京沪高铁和招商公路。

### 行业研究 · 行业周报

#### 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

- 《交通运输行业周报-春运出行旺季可期，关注铁路公路防御性品种》——2024-02-04
- 《交通运输行业 2 月投资策略-航运板块或持续具备超额收益，关注春运出行数据表现》——2024-01-29
- 《交通运输行业周报-民航春运需求有望创历史新高，2023 年快递件量达 1320 亿件》——2024-01-22
- 《交通运输行业周报-红海对航运影响仍在加剧，快递 12 月业务量增速有望超 25%》——2024-01-15
- 《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》——2024-01-07

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	13.0	52896	1.07	1.27	12.2	10.3
601919	中远海控	买入	10.1	153215	2.07	1.72	4.9	5.8
002352	顺丰控股	买入	37.6	183815	1.82	2.40	20.6	15.6
601021	春秋航空	买入	55.2	53996	2.36	3.92	23.4	14.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

本周回顾 .....	6
分板块投资观点更新 .....	8
航运板块 .....	8
航空板块 .....	12
机场板块 .....	15
快递板块 .....	15
铁路公路板块 .....	18
物流板块 .....	20
投资建议 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势 .....	6
图 2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 .....	6
图 3: 本周各子板块表现 (2024.02.05-2024.02.08) .....	6
图 4: 本月各子板块表现 (2024.02.01-2024.02.08) .....	6
图 5: BDTI .....	9
图 6: BCTI .....	9
图 7: CCFI 综合指数 .....	10
图 8: SCFI 综合指数 .....	10
图 9: SCFI (欧洲航线) .....	10
图 10: SCFI (地中海航线) .....	10
图 11: SCFI (美西航线) .....	10
图 12: SCFI (美东航线) .....	10
图 13: 散运运价表现 .....	11
图 14: 2024 年、2023 年及 2019 年春运期间民航日度客运量表现 (万人次) .....	12
图 15: 民航国内航线客运航班量 .....	13
图 16: 民航国际及地区线客运航班量 .....	14
图 17: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 1 月 31 日) .....	14
图 18: 2024 年春运期间快递行业揽收件量同比表现 (亿件) .....	16
图 19: 快递行业月度业务量及增速 .....	17
图 20: 快递行业月度单票价格及同比 .....	17
图 21: 快递公司月度业务量同比增速 .....	17
图 22: 快递公司月度单票价格同比降幅 .....	17
图 23: 快递行业季度市场份额变化趋势 .....	18
图 24: 2024 年、2023 年及 2019 年春运期间铁路日度客运量表现 (万人次) .....	19
图 25: 2024 年、2023 年及 2019 年春运期间公路日度人员流动量表现 (万人次) .....	19

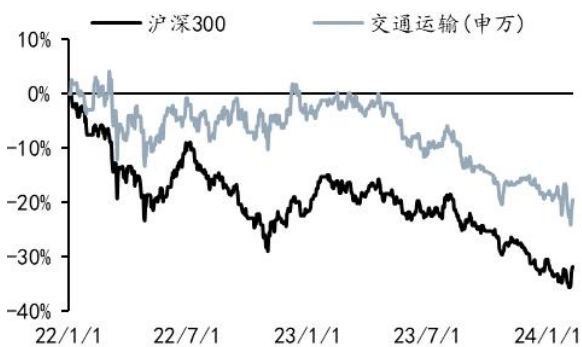
表1：本周个股涨幅榜 .....	7
表2：本周个股跌幅榜 .....	7

## 本周回顾

2月5日-8日当周A股触底回升，上证综指报收2865.90点，上涨4.97%，深证成指报收8820.60点，上涨9.49%，创业板指报收1726.86点，上涨11.38%，沪深300指数报收3364.93点，上涨5.83%。申万交运指数报收1970.35点，相比沪深300指数跑输1.78pct。

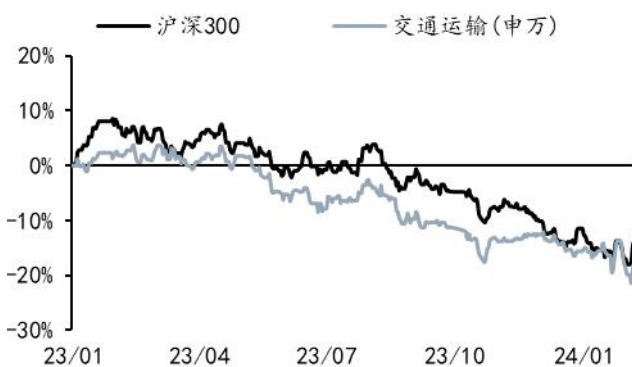
当周交运子板块中快递板块表现较好，或体现出本轮行情超跌反弹的属性。个股方面，涨幅前五名分别为申通快递(+17.4%)、嘉友国际(+14.8%)、传化智联(+14.3%)、吉祥航空(+14.0%)、德邦股份(+13.9%)；跌幅榜前五名为长江投资(-31.3%)、江西长运(-24.3%)、原尚股份(-22.3%)、普路通(-20.8%)、新宁物流(-19.0%)。

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 (2024.02.05-2024.02.08)



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 (2024.02.01-2024.02.08)



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	002468.SZ	申通快递	7.77	17.4%	11.6%	-0.3%
2	603871.SH	嘉友国际	21.80	14.8%	11.0%	37.5%
3	002010.SZ	传化智联	4.65	14.3%	10.2%	0.6%
4	603885.SH	吉祥航空	13.55	14.0%	14.1%	12.9%
5	603056.SH	德邦股份	14.62	13.9%	10.0%	1.0%
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	603885.SH	吉祥航空	13.55	14.0%	14.1%	12.9%
2	002320.SZ	海峡股份	6.13	12.1%	12.7%	5.1%
3	002468.SZ	申通快递	7.77	17.4%	11.6%	-0.3%
4	603871.SH	嘉友国际	21.80	14.8%	11.0%	37.5%
5	002120.SZ	韵达股份	6.88	12.8%	10.3%	-7.8%
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	603871.SH	嘉友国际	21.80	14.8%	11.0%	37.5%
2	601000.SH	唐山港	4.26	5.2%	5.4%	21.7%
3	600012.SH	皖通高速	13.07	3.2%	5.1%	18.6%
4	600377.SH	宁沪高速	12.01	4.1%	5.5%	17.2%
5	601298.SH	青岛港	7.23	4.6%	4.3%	17.0%

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	600119.SH	长江投资	6.52	-31.3%	-33.2%	-5.2%
2	600561.SH	江西长运	3.61	-24.3%	-32.0%	-43.8%
3	603813.SH	原尚股份	8.80	-22.3%	-30.8%	-45.5%
4	002769.SZ	普路通	4.67	-20.8%	-29.9%	-45.6%
5	300013.SZ	新宁物流	2.04	-19.0%	-23.0%	-46.0%

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**，本周原油和成品油双双上涨，截至 2 月 16 日，BDTI 报 1341 点，较上周提升 87 点，约 6.9%，其中超大型油轮 VLCC 的运价出现大幅上涨，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 收于 74800 美元/天，较上周下降 30600 美元/天，且成交量维持高位，本周 VLCC POOL 成交 31 单，较上周增加 8 单。成品油方面，本周运价大幅提升，BCTI 报 1129 点，较上周上涨 32 点，约 2.9%。我们认为，近期虽仍处淡季，但是大量船舶或在淡季当中集中进坞进行维修及装塔，带来短期供给侧的缺失，造成了 VLCC 运价的大幅提升，侧面印证了当前油运运力已经偏紧的格局。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。

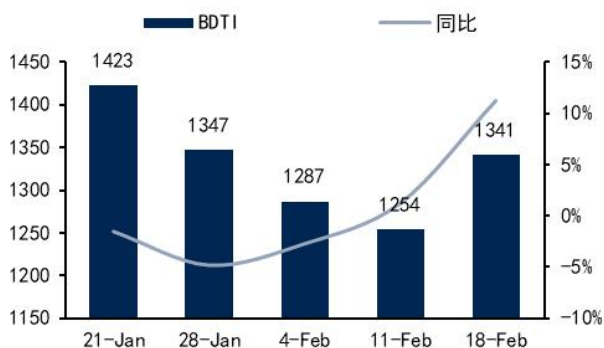
**2024 年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。**根据全球船坞的排期表，2024 年全球将仅有 3 艘 VLCC 可以下水，即便假设原定 2025 年交付的 VLCC 提前至 2024 年下水，全球 VLCC 运力的增长率将会低于 0.8%，叠加 Suezmax 船型无订单可以交付、Aframax 预计运力增长率仅为 1.2%，全球原油运输运力增长率仅为 0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，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

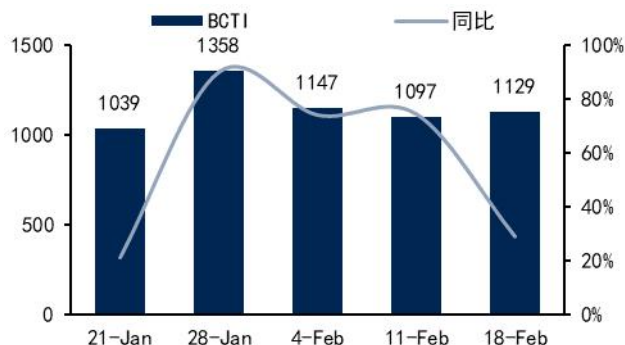


图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI

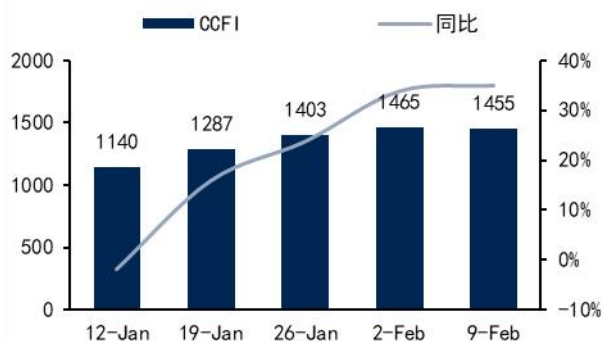


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面,截至2月9日,CCFI综合指数报1455点,环比下跌0.7%,SCFI报2166点,环比跌2.3%。具体来看,本周欧洲航线/地中海线出现回调,报2648美元/TEU和3705美元/TEU,环比分别跌2.8%/1.3%;美线同步出现下跌,美西/美东分别报4833/6452美元/FEU,环比分别下跌3.4%/3.0%。小航线整体表现疲软,红海线报1550美元/TEU,环比下跌2.3%,澳新航线本周报1228美元/TEU,环比下跌1.7%,南美线报2567美元/TEU,较上期上涨0.6%。当前时点来看,集运行业供给过剩的事实仍客观存在,我们预计为保障船员、船舶、货品安全的同时,航商仍将大力推进绕行好望角以消耗过剩运力,行业有望在箱海里需求层面超出预期,且随着美线长协签约季的临近,联盟或推进停航控班计划,我们预计运价中枢有望较2023H2明显抬升。

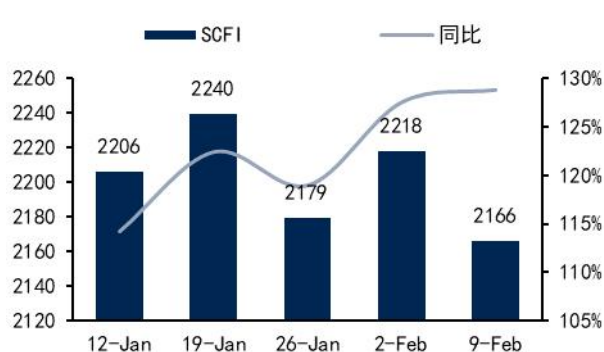
投资标的上,中远海控或已具备较为显著的配置价值,根据公司发布2023年度业绩预告,预计实现净利润约为人民币283.89亿元,与上年同期相比减少约78.40%,其中归母净利润约为人民币238.59亿元,同比减少约78.25%,扣非归母净利润约为人民币237.47亿元,同比减少约78.24%。虽下滑较为明显,但是并未如市场预期出现亏损。此外公司在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复,2023半年度分红金额接近上半年50%净利润,积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑,作为一线船东,公司在收入端和成本端均具备一定议价优势,有望取得明显超越市场平均的收益率,如行业开始修复,公司有望释放较大业绩弹性,考虑到红海事件或成长期趋势,继续重点推荐中远海控。

图7: CCFI 综合指数



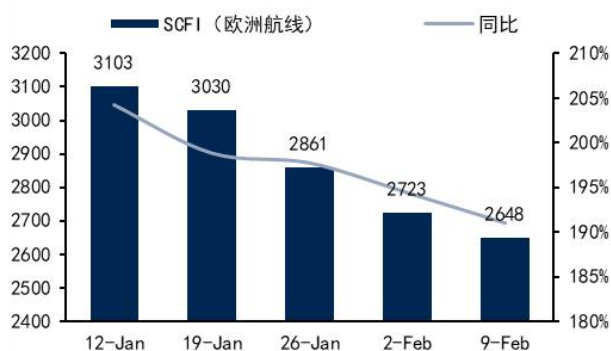
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



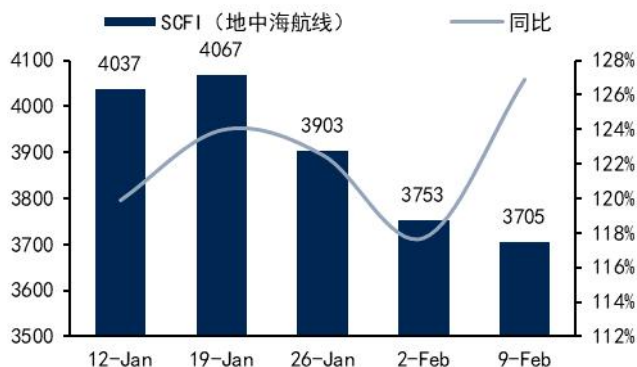
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



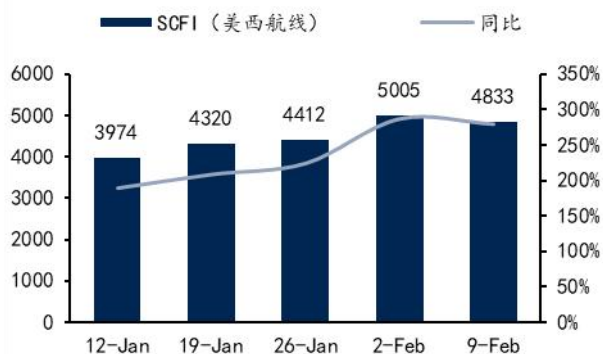
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



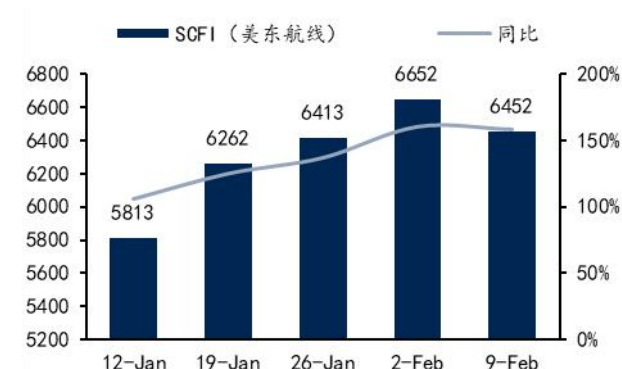
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

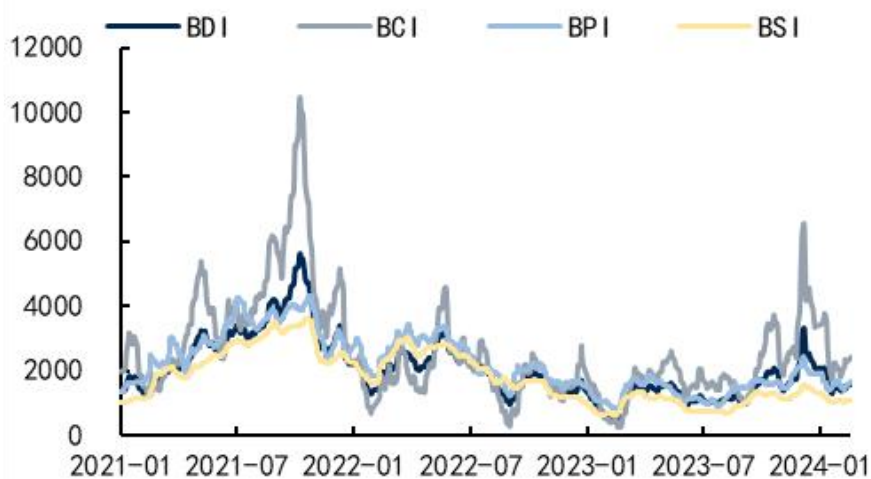
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，BDI 本周大幅提升，报 1610 点，环比上周上涨 8.3%。分船型来看，BCI 上涨 8.2%至 2448 点，巴拿马船型受运河影响较大，BPI 涨 13.9%至 1646 点，超灵便则相对较弱 BSI 仅上涨 2.3%至 1071 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

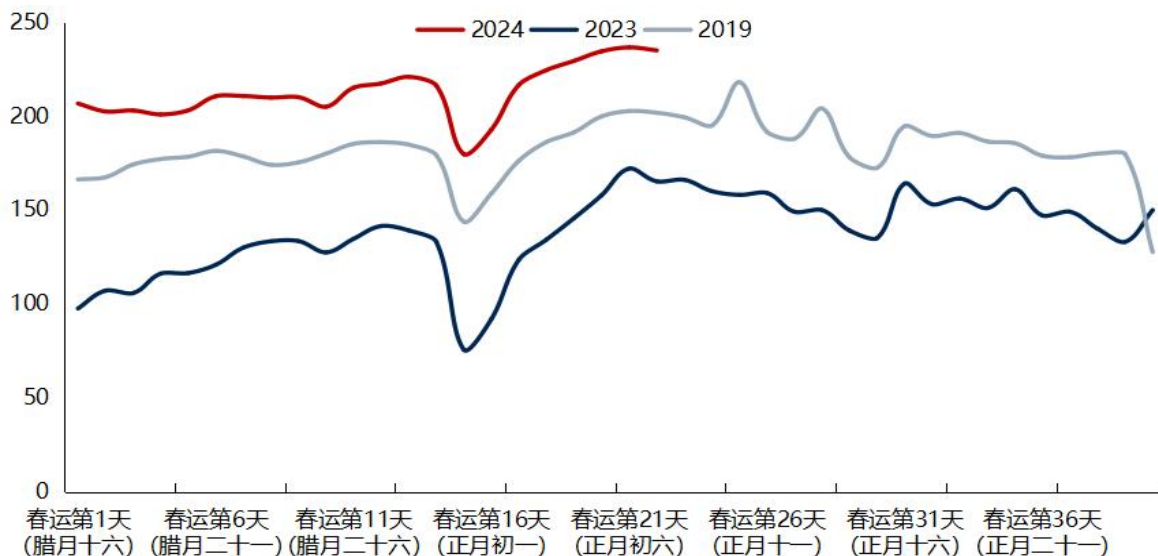


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 航空板块

春运前 22 天，民航累计客运量 4679 万人次，比 2023 年同期增长 67%，比 2019 年同期增长 18.5%；春运第 22 天，民航客运量 234.9 万人次，环比下降 0.7%，比 2023 年同期增长 42.2%，比 2019 年同期增长 16.5%。航旅纵横大数据显示，春节假期间，国内航线机票平均价格(不含税)超过 1100 元，比去年春节同期上涨约 16%。

图14: 2024 年、2023 年及 2019 年春运期间民航日度客运量表现 (万人次)



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

**中国国航、南方航空、中国东航公布 2023 年预亏公告，航空公司四季度出现亏损主要是由于受国际客运航班恢复相对缓慢，国内客运整体供过于求，油价保持高位运行，仍然面临较大的经营压力：**1) 中国国航预计公司 2023 年度将出现亏损，归属于上市公司股东的净亏损约为 9 亿元到 13 亿元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净亏损约为 27 亿元到 37 亿元。因此，预计公司四季度单季度实现归母净亏损为 16.9 亿元到 20.9 亿元，扣非净亏损为 18.3 亿元到 28.3 亿元。2) 南方航空预计公司 2023 年度将出现亏损，实现归属于上市公司股东的净利润为-35 亿元到-47 亿元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为-53 亿元到-70 亿元。因此，预计公司四季度单季度实现归母净亏损为 48.2 亿元到 60.2 亿元，扣非净亏损为 54.5 亿元到 71.5 亿元。其中，南方航空盈利还受到四川航空战略投资的负面影响。3) 中国东航预计公司 2023 年度归属于上市公司股东的净利润约为-68 亿元至-83 亿元，属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为-75 亿元至 89 亿元。因此，预计公司四季度单季度实现归母净利润-42 亿元至-57 亿元，扣非净利润为-43 亿元至-57 亿元。其中，东航航空盈利表现在三大航中偏弱主要是由于自身航距偏短以及航空物流业务已剥离。

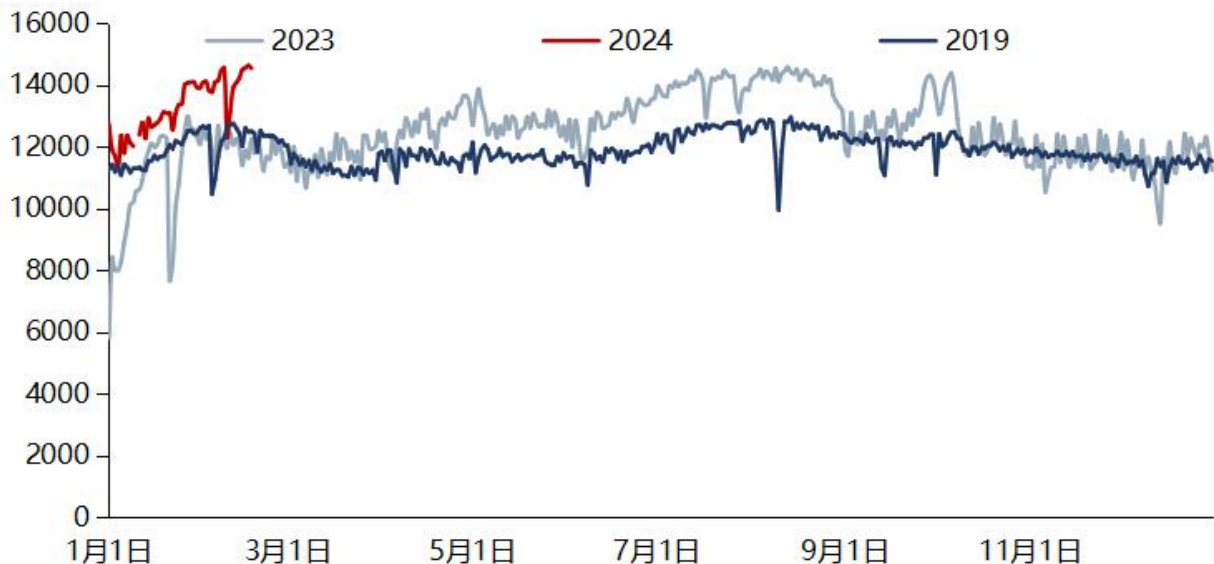
**春秋航空公布 2023 年年度业绩预盈公告。**公司预计 2023 年年度归属于上市公司股东的净利润为 21 亿元到 24 亿元。与上年同期相比，将实现扭亏为盈。公司本次业绩预盈主要原因：2023 年我国经济有所修复，大众出行意愿高涨，国内积压需求得到较好释放，国际及地区航线稳步恢复，而春秋航空盈利恢复进度领先行业，主要得益

于公司机队利用率快速恢复，票价涨幅高于行业，且自身数字化与精细化管理能力也优于行业。

**航空上市公司公布 12 月经营数据：**1) 由于 12 月为国内航线需求淡季，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与 2019 年同期水平基本持平（国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别较 2019 年同期变化-2.2%、+3.8%），国际地区航线需求已恢复至 2019 年的七成及以上（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 79.7%、69.4%）；低基数下三大航司各项运营指标同比均实现大幅提高；三大航国内线需求环比持平附近（国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化+1.9%、-1.0%、+1.5%）。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 年同期分别提升 42.1%/21.1%；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 44.7%/78.0%，春秋航空和吉祥航空客座率恢复情况较优（12 月国内客座率分别为 90.6%/83.6%，相比 19 年同期变化了 -1.0pct/+0.5pct）。

**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。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

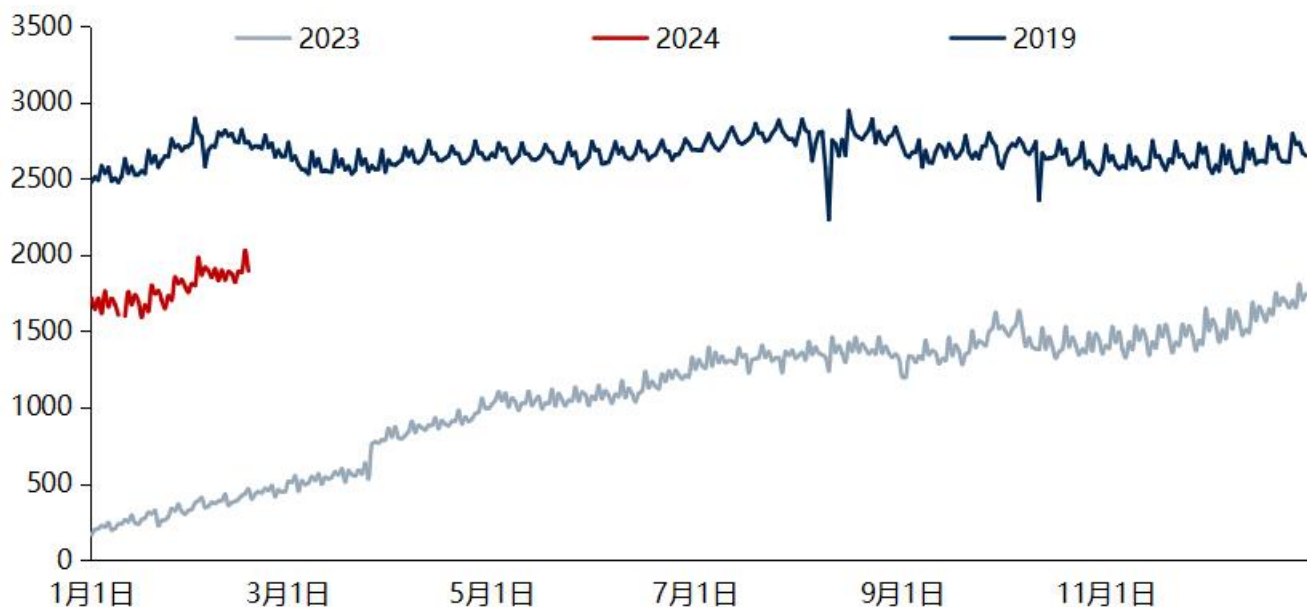
图15: 民航国内航线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

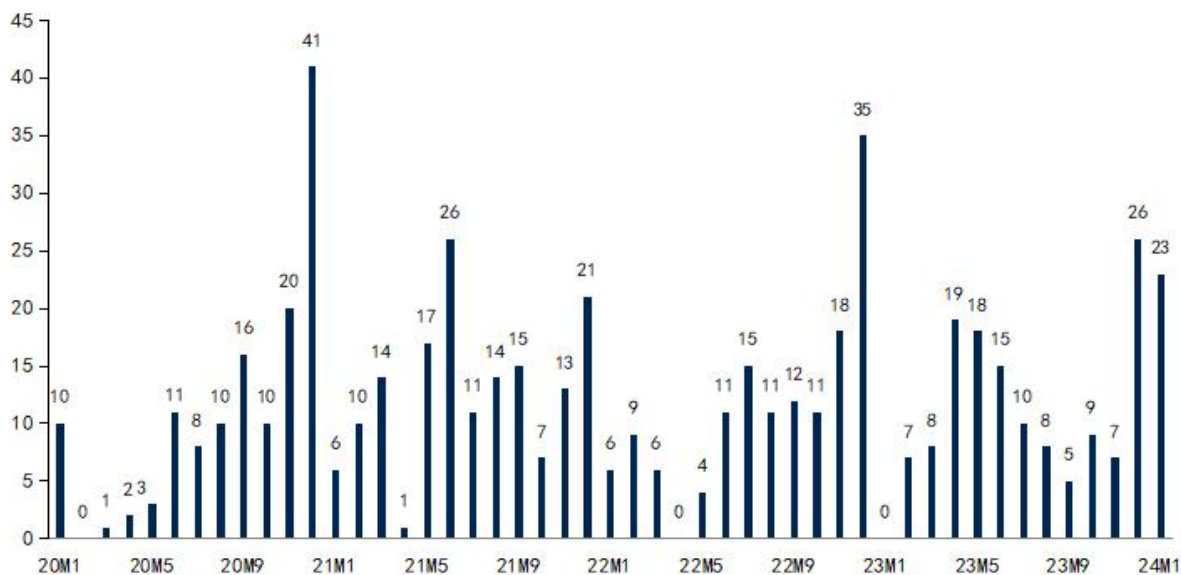


图16: 民航国际及地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图17: 民航客机引进数量（数据截至 2024 年 1 月 31 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12月，上海机场、广州白云、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别为903、568、483、486万人次，分别恢复至19年的92%、90%、59%、107%。其中，北京首都机场旅客量恢复率相对较低，主要因为23年北京大兴机场分流，其中国内航线恢复至19年的105%、100%、66%、114%，国际及地区航线旅客量分别恢复至19年的61%、68%、38%、58%。

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

**春节是快递传统淡季，2024年春节，快递延续春节不打烊传统，春运期间快递行业揽收件量同比去年同期增长约20%-30%。**2021年以来，快递行业的充分竞争以及服务质量提升带动主流玩家均开启“春节不打烊”模式，为春节期间的快递供给提供了有效保障，因此2021年以来春节7日的全国揽投快递包裹件量大幅高于2021年以前的表现。在性价比消费趋势背景下，电商客单价持续下降将带动快递业务量持续较快增长，2024年春运期间快递行业揽收件量同比去年同期增长约20%-30%，根据我们估算，我们认为2024年全年快递行业业务量有望维持双位数增长。

近期，国家邮政局公布了12月中国快递发展指数报告，预计12月快递业务量同比增速有望超25%，业务收入同比增长约为20%。上市公司公布了12月经营数据：12月份，顺丰控股速运物流业务量同比下降2.3%，单价同比提升0.8%；韵达股份业务量同比增长30.26%，单价同比下降17.3%；圆通速递业务量同比增长34.4%，单价同比下降11.8%；申通快递业务量同比增长47.2%，单价同比下降17.1%。

1) 由于2022年疫情影响导致低基数，2023年快递需求增速如期呈现加速复苏态

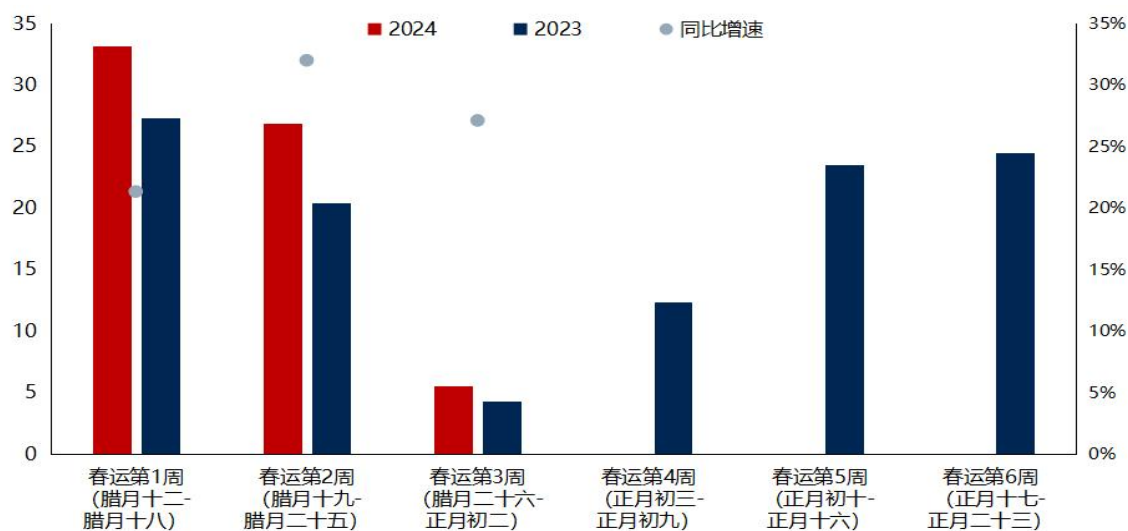


势，2023 年全年我国快递业务量初步统计达 1320 亿件，同比增长超 19%，增速修复显著（2022 年快递行业件量同比增速约 2.1%）；相较 2021 年，快递行业业务量年复合增速约 10.4%。

2) 由于顺丰 2022 年 12 月件量基数高（其依托直营模式在 2022 年 12 月有效保障生产生活恢复后的寄递需求，市场份额短期上升明显），因此导致 2023 年 12 月顺丰的速运物流业务和时效快递的件量增速均环比下滑明显，平滑两年数据来看，12 月速运物流业务量（不含丰网）相较 2021 年的复合增速略高于行业，收入增长表现稳健。圆通、韵达和申通中，申通 11 月的件量增速表现最好；四季度，圆通、韵达和申通的市场份额估计分别为 15.9%、14.4%、13.3%，环比三季度分别变化+0.3 pct、-0.1 pct、-0.4 pct；圆通、韵达和申通 12 月单价环比分别减少 0.04 元、0.14 元、0.02 元，通达免价格竞争仍然激烈。

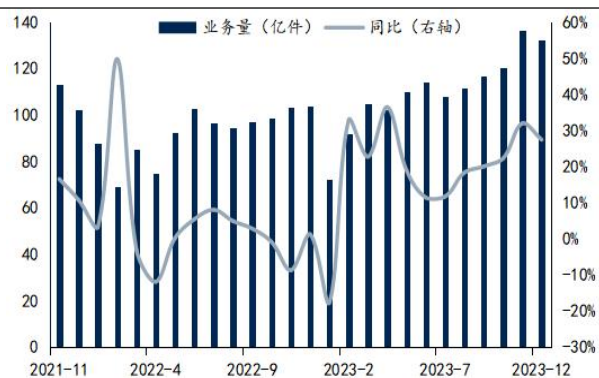
投资建议方面，1) 高端快递方面，展望未来一年来看，时效快递稳健增长持续夯实基本盘，顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营效率持续提升。2) 经济快递方面，在消费降级的大背景下，电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长。根据我们估算，我们认为 2024 年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024 年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变；另一方面是集中度有进一步实质性的提升，则意味着有玩家落伍或者被淘汰。投资方面，快递龙头股价回调后，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18: 2024 年春运期间快递行业揽收件量同比表现（亿件）



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图19: 快递行业月度业务量及增速



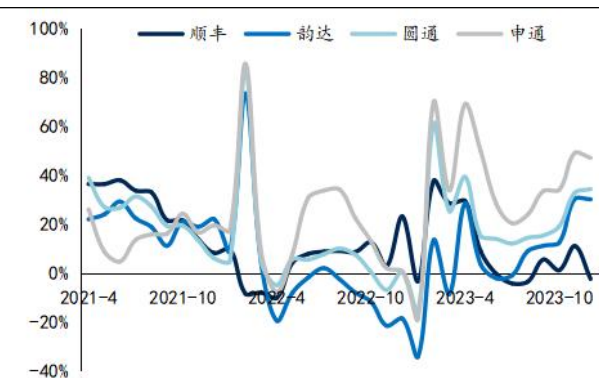
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 快递行业月度单票价格及同比



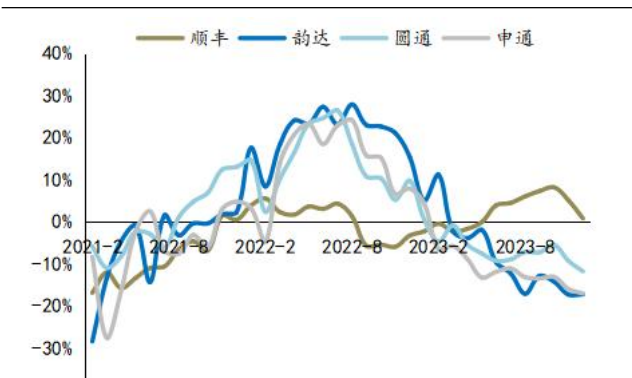
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 快递公司月度业务量同比增速



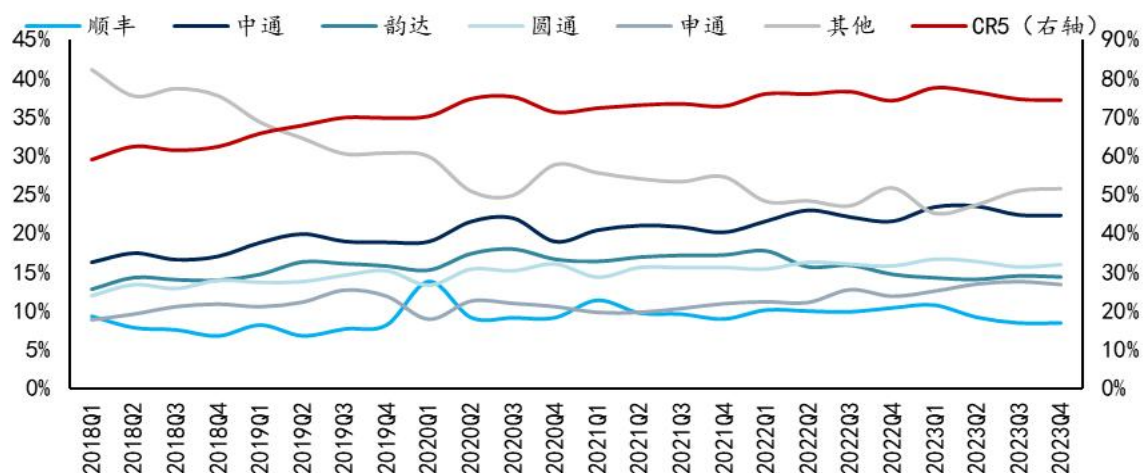
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 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23: 快递行业季度市场份额变化趋势

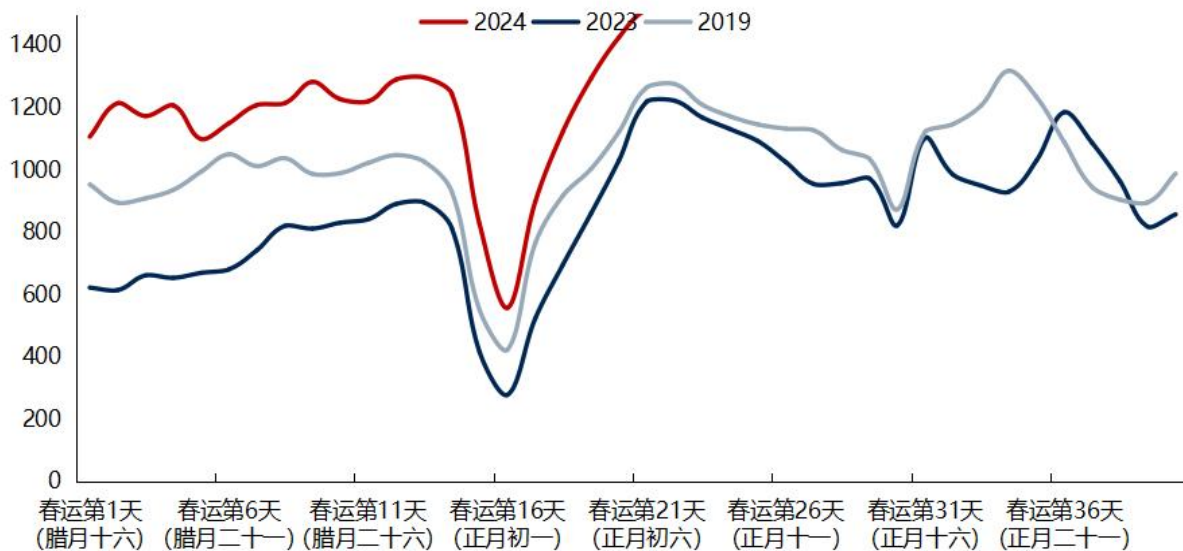


资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 铁路公路板块

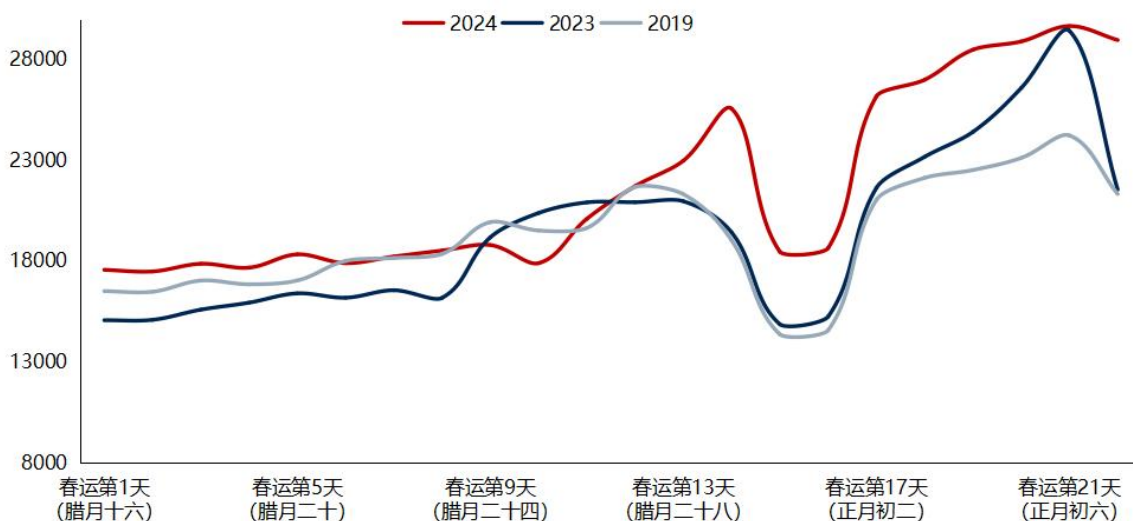
1) **铁路方面**, 今年春运前 22 天, 铁路累计客运量 26093 万人次, 比 2023 年同期增长 55.5%, 比 2019 年同期增长 23.7% (之前预计全国铁路将发送旅客人次与 2023 年春运相比将增长 37.9%, 与 2019 年春运相比将增长 18%)。铁路客流将呈现整体高位运行和节前相对平稳、节后相对集中的特点。从目前预售情况看, 探亲 and 旅游客流增长势头比较明显。2023 年 12 月全国铁路客运量 2.9 亿人次, 同比增长 192.4%, 相比于 2019 年增长 10.3%; 2023 年全年, 铁路客流持续增长, 全国铁路累计发送旅客 38.5 亿人次, 同比增长 130%, 相比于 2019 年增长 5.3%。2) **公路方面**, 今年春运前 22 天, 公路累计人员流动量 476821 万人次, 比 2023 年同期增长 12.0%, 与 2019 年同期增长 12.8%。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。

图24: 2024年、2023年及2019年春运期间铁路日度客运量表现（万人次）



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图25: 2024年、2023年及2019年春运期间公路日度人员流动量表现（万人次）



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

京沪高铁公布 2023 年度业绩预盈预告，预计 2023 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 108 亿元到 122 亿元，单四季度实现归母净利润为 18.9 亿元到 32.9 亿元。2023 年三季度公司单季盈利还创了 2020 年以来的历史新高，归母净利润为 37.8 亿元。

**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 16.7 pct、环比增加 4.9 pct。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，协同效应于今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服务品质，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 2023 年业绩预增公告，预计实现 2023 年全年实现归母净利润 10.09-10.85 亿元，同比增长 48.16%到 59.36%，其中扣非净利润 9.94-10.70 亿元，同比增加 47.83%到 59.17%。

公司不断夯实核心竞争力。中蒙方面，2023 年，中蒙跨境物流市场蓬勃发展，二连浩特、甘其毛都等口岸进出口货量创历史新高。受益于蒙古市场强劲的需求，公司进出口货量持续攀升，保障了业绩的增长空间。非洲业务方面，2023 年非洲刚果（金）卡萨项目投入正式运营，形成新的业务增量。公司加快拓展非洲市场业务版图，先后投资刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，收购非洲本土跨境运输企业，提升物流运输能力，形成覆盖中南部非洲的物流基础设施网络，进一步打开非洲市场发展空间。中亚市场方面值得期待，2023 年中国-中亚峰会成功举行、新疆自由贸易试验区获批设立，为中亚市场带来发展新机遇。公司积极融入国家向西开放战略大局，凭借霍尔果斯口岸区位优势，完成嘉友恒信海关监管场所二期扩建，业绩实现稳步增长。

公司当前股价对应 2023 年扣非业绩的估值不足 14X，继续推荐。

## 投资建议

**航运**，本周油运的提价值得关注，尤其是 VLCC 船型的价格在春节期间实现了大幅上涨，今年春节期间，行业需求并未如此前预期出现明显下滑，VLCC POOL 的成交异常活跃，而供给侧因传统中国新年淡季，部分 VLCC 集中进坞进行维护装塔，导致了供需的错配，侧面验证了当前行业供给侧已明显偏紧的格局。考虑到行业即将进入运力低增长甚至负增长阶段，仍看好行业运价中枢抬升，叠加当前的地缘政治因素影响及低库存，运价的向上弹性及高运价的持续性均值得期待，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，虽运价出现回调，但考虑到美线签约在即，联盟或仍继续推涨运价，推荐具备成本优势及运价溢价的集运龙头中远海控。

**航空**，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。近期春运大幕开启，建议投资者短期重点关注航空春运数据表现，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。

**铁路公路**，1) 今年春运前 22 天，铁路累计客运量 26093 万人次，比 2023 年同期增长 55.5%，比 2019 年同期增长 23.7%（之前预计全国铁路将发送旅客人次与 2023 年春运相比将增长 37.9%，与 2019 年春运相比将增长 18%）。2) 公路方面，今年春运前 22 天，公路累计人员流动量 476821 万人次，比 2023 年同期增长 12.0%，与 2019 年同期增长 12.8%。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。

另自下而上推荐嘉友国际，公司发布 2023 年度业绩预报，预计实现 2023 年全年实现归母净利润 10.09-10.85 亿元，同比增长 48.16%到 59.36%，其中扣非净利润 9.94-10.70 亿元，同比增加 47.83%到 59.17%。公司 2023 年夯实蒙古业务，二连浩特、甘其毛都等口岸进出口货量创历史新高，非洲业务同步放量，刚果（金）卡萨项目投入正式运营，形成新的业务增量，并加码投资迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，收购非洲本土跨境运输企业，业绩持续增长可期，当前市值对应 2023 年业绩的估值不足 14X，继续推荐。

**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、春秋航空、中国国航、嘉友国际、德邦股份、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