

交通运输行业 3 月投资策略

《快递市场管理办法》正式实施，关注中国基建地产政策对散运的拉动

超配

核心观点

航运：年后行业的表现整体偏弱，油运方面，当前行业正处传统淡季，且春节期间的异常需求对近期形成了透支，运价短期进入快速下行阶段，但是考虑到 2024 年行业供给增长有限，我们仍看好年内运价中枢较 2023 年进一步抬升，当前行业供需已经进入紧平衡，需求侧一旦 OPEC 不再减产或大国开始补库，均有望带来运价快速上涨，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，行业供过于求的格局仍旧存在，虽绕行好望角为行业贡献了超 1 成的周转需求，但是随着红海危机的冲击影响退潮，供应链逐步恢复平稳，近期运价正在寻找新的平衡，预计随着美线签约季来临，行业运价或将于 3 月中下旬企稳回升，继续推荐中远海控。散运方面，近期淡水河谷的集中出货带来行业运价大幅上涨，如后续中国需求明显改善，散运运价或继续保持强势，建议关注两会基建、地产政策的边际变化。

航空：中美航班再次增班，美国交通部发布最新通告，自 2024 年 3 月 31 日起，允许中方航司每周执行 50 个中美直航客往返航班（目前，中美航司都可以最多执行每周 35 个往返客运航班），但仍远小于疫情前中美航司每周约 300 班的水平。春运接近尾声，前 36 天，民航累计客运量 7624.7 万人次，比 2023 年同期增长 54.1%，比 2019 年同期增长 15.2%（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：3 月 1 日，《快递市场管理办法》正式实施，快递企业未经用户同意擅自使用智能快递箱、快递服务站等方式投递快件，将面临罚款。该新规或将提高快递企业经营成本，但是由于是行业政策层面变化，我们认为快递企业可以通过同步提价来转嫁增加的经营成本。由于春节错期影响，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，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：本周，中央财经委员会第四次会议强调物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。

1) 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 年德邦股份与京东物流的网络融合有望带来成本优化。2) 嘉友国际公告拟以自有资金收购蒙古矿业公司 MMC 旗下子公司 KEX20% 股权。一方面有望带来公司投资收益增厚，另一方面与 MMC 的深度绑定有望带来公司中蒙业务核心竞争力继续增强。同日，嘉友与 MMC 签署了长期合作协议，约定 10 年内采购不低于 1750 万吨煤炭，看好公司甘其毛都口岸业务量

行业研究 · 行业投资策略

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-嘉友中蒙业务竞争力有望继续增强，关注优质物流龙头》——2024-02-26

《交通运输行业周报-春运民航量价齐升，VLCG 运价大幅上涨》——2024-02-19

《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

继续提升，2024 年公司在中蒙及中非市场的加持下有望继续维持高增长。

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。

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	13.6	56635	1.07	1.27	12.7	10.7
601919	中远海控	买入	10.2	155431	2.07	1.72	4.9	5.9
002352	顺丰控股	买入	37.9	185332	1.82	2.40	20.8	15.8
601021	春秋航空	买入	54.1	52969	2.36	3.92	22.9	13.8

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	16
铁路公路板块	18
物流板块	20
投资建议	21
风险提示	23

图表目录

图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势	6
图 2: 本周各子板块表现 (2024.02.26-2024.03.01)	6
图 3: 本月各子板块表现 (2024.03.01-2024.03.01)	6
图 4: 年内各子板块表现 (2024.01.01-2024.03.01)	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	14
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)	15
图 18: 2024 年春运期间快递行业揽收件量同比表现 (亿件)	17
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	18
图 22: 快递公司月度单票价格同比降幅	18
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

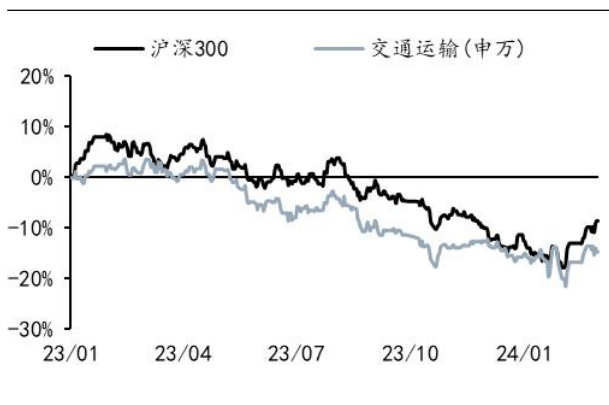
表1：本周个股涨幅榜	7
表2：本周个股跌幅榜	7

本周回顾

本周 A 股震荡上涨,上证综指报收 3027.02 点,上涨 0.74%,深证成指报收 9434.75 点,上涨 4.03%,创业板指报收 1824.03 点,上涨 3.74%,沪深 300 指数报收 3537.80 点,上涨 1.38%。申万交运指数报收 2019.83 点,相比沪深 300 指数跑输 2.67pct。

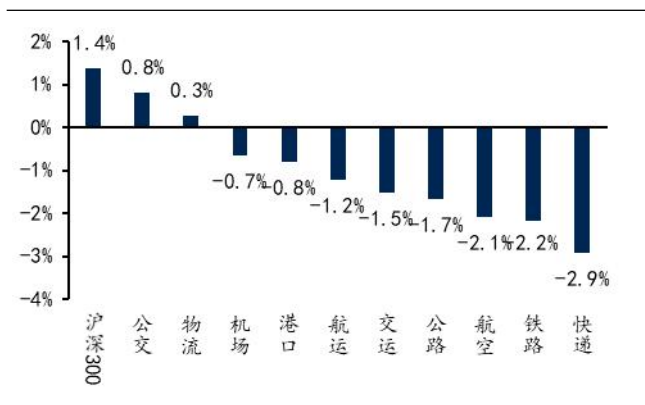
本周交运子板块中公交物流板块表现较好。个股方面,涨幅前五名分别为东方嘉盛(+11.4%)、音飞储存(+9.5%)、龙江交通(+8.8%)、密尔克卫(+7.3%)、新宁物流(+6.5%);跌幅榜前五名为东航物流(-7.2%)、渤海轮渡(-4.8%)、南方航空(-3.9%)、申通快递(-3.6%)、华贸物流(-3.6%)。

图1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



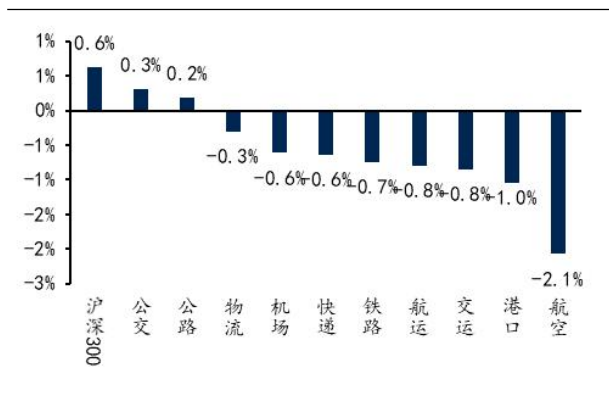
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 本周各子板块表现 (2024.02.26-2024.03.01)



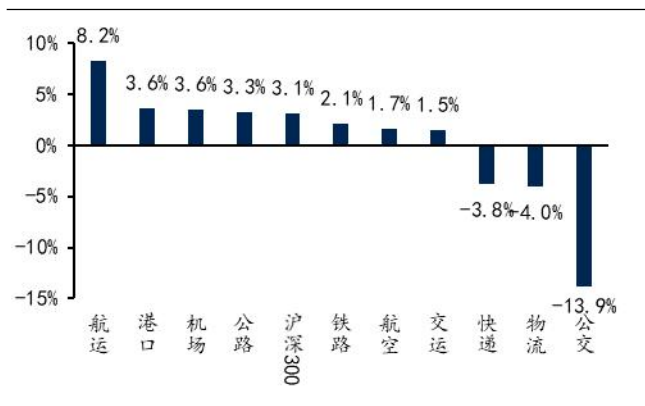
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本月各子板块表现 (2024.03.01-2024.03.01)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 年内各子板块表现 (2024.01.01-2024.03.01)



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	002889.SZ	东方嘉盛	21.64	11.4%	-2.8%	-15.8%
2	603066.SH	音飞储存	11.88	9.5%	-2.1%	2.4%
3	601188.SH	龙江交通	3.83	8.8%	10.1%	-5.0%
4	603713.SH	密尔克卫	49.70	7.3%	1.8%	-6.6%
5	300013.SZ	新宁物流	2.77	6.5%	-2.8%	-26.7%
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	3.83	8.8%	10.1%	-5.0%
2	300873.SZ	海晨股份	19.05	4.2%	3.0%	-20.0%
3	002769.SZ	普路通	6.04	1.0%	2.9%	-29.6%
4	600106.SH	重庆路桥	5.74	5.9%	2.9%	-14.1%
5	600794.SH	保税科技	3.67	4.9%	2.5%	-10.0%
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	23.47	-2.9%	1.3%	48.0%
2	601872.SH	招商轮船	7.21	3.9%	0.1%	22.6%
3	600012.SH	皖通高速	13.49	-3.2%	0.4%	22.4%
4	601000.SH	唐山港	4.28	-0.7%	-1.8%	22.3%
5	600350.SH	山东高速	8.08	-3.5%	-1.3%	16.4%

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	601156.SH	东航物流	15.40	-7.2%	-0.8%	4.2%
2	603167.SH	渤海轮渡	9.10	-4.8%	-0.4%	2.5%
3	600029.SH	南方航空	5.71	-3.9%	-3.5%	-0.9%
4	002468.SZ	申通快递	7.95	-3.6%	0.3%	2.1%
5	603128.SH	华贸物流	7.52	-3.6%	-0.7%	3.6%

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

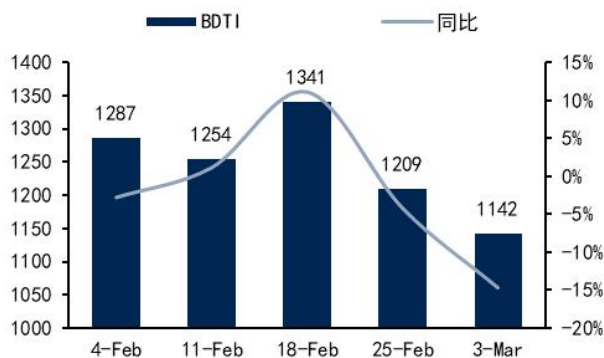
油运方面，本周原油和成品油运价双双大幅下跌，截至3月1日，BDTI报1142点，较上周下降67点，约5.5%，其中超大型油轮VLCC的运价出现大幅下跌，Poten发布的中东-远东VLCC TCE收于35700美元/天，较上周下降10400美元/天，但成交量明显回升，本周VLCC POOL成交21单，较上周增加11单。成品油方面，本周运价明显回升，BCTI报986点，较上周下跌76点，约7.2%。当前油运行业正处淡季，较为疲软的运价充分反映出中东减产及全球经济恢复不及预期的悲观预期，但是考虑到24年VLCC运力增长有限，行业供给的出清有望带来运价弹性进一步放大，我们维持24-25年行业运价中枢继续抬升的观点。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

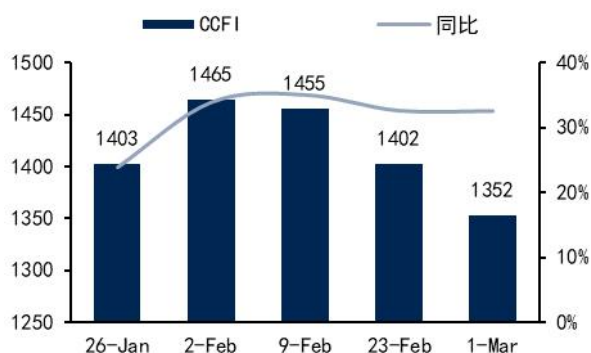


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面, 航线运价大幅调整, 截至 3 月 1 日, CCFI 综合指数报 1352 点, 环比下跌 3.6%, SCFI 报 1979 点, 环比跌 6.2%。具体来看, 本周欧洲航线/地中海线报 2277/3292 美元/TEU, 环比分别跌 9.2%/5.0%, 美西/美东分别报 4262/5747 美元/FEU, 环比分别下跌 9.1%/6.2%。小航线涨跌不一, 红海线报 1716 美元/TEU, 小幅上涨 0.8%, 澳新航线本周报 1133 美元/TEU, 环比下跌 6.6%, 南美线报 2625 美元/TEU, 与上周持平。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, 但是红海事件对供应链的冲击效应正在退潮, 行业在达到新的平衡的过程当中, 运价具有较大的下行压力, 随着美线长协签约季的临近, 联盟或推进停航控班计划, 我们预计运价或于 3 月中下旬企稳, 中枢有望较 2023H2 明显抬升。

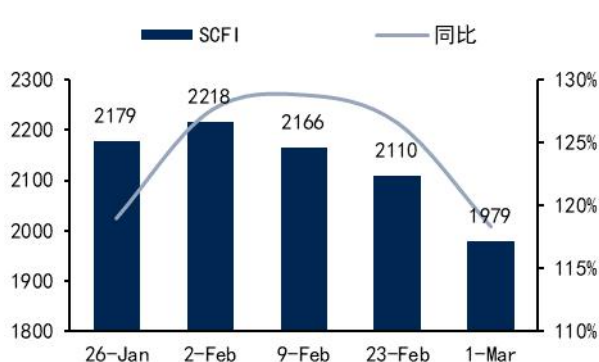
投资标的上, 中远海控或已具备较为显著的配置价值, 根据公司发布 2023 年度业绩预告, 预计实现净利润约为人民币 283.89 亿元, 与上年同期相比减少约 78.40%, 其中归母净利润约为人民币 238.59 亿元, 同比减少约 78.25%, 扣非归母净利润约为人民币 237.47 亿元, 同比减少约 78.24%。虽下滑较为明显, 但是并未如市场预期出现亏损。此外公司在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复, 2023 半年度分红金额接近上半年 50% 净利润, 积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑, 作为一线船东, 公司在收入端和成本端均具备一定议价优势, 有望取得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



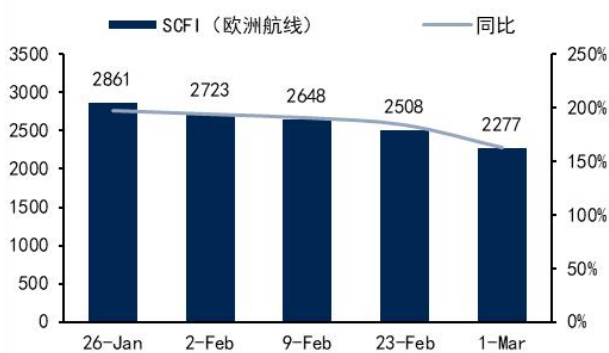
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



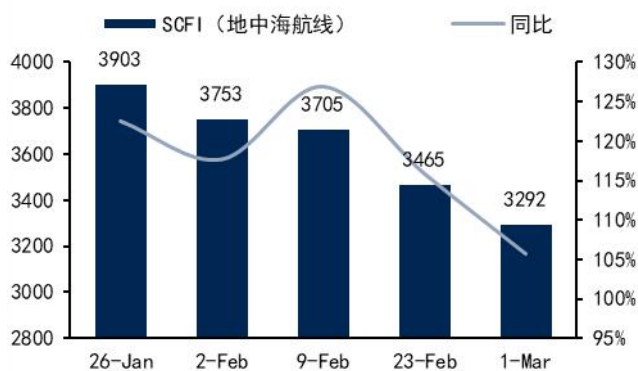
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



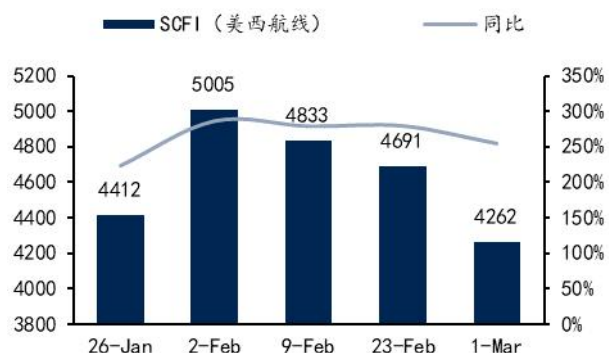
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

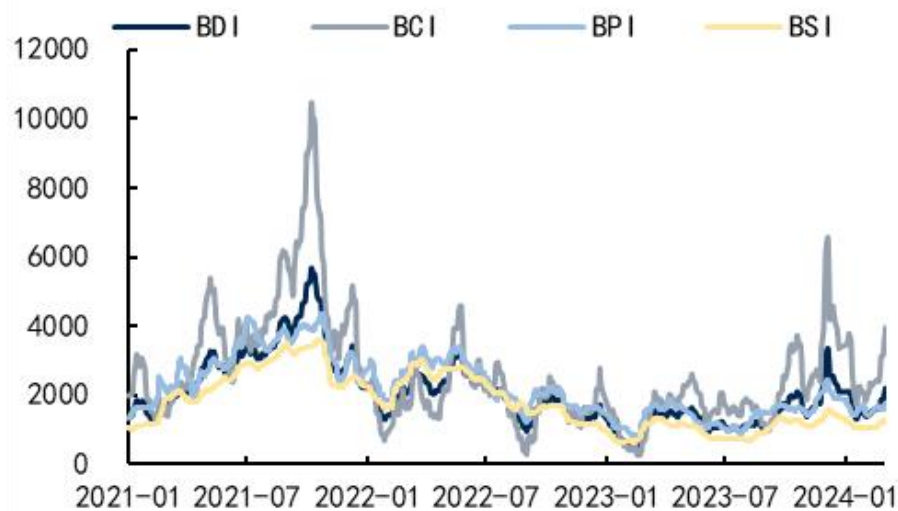
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，BDI 本周继续大幅上涨，报 2203 点，环比上周上涨 18.1%。分船型来看，与中国需求相关度最高的 Cape 船型表现强劲，BCI 大涨 26.5%至 3977 点，同时小船亦跟进涨幅，BPI/BSI 分别上涨 8.0%/6.6%至 1723/1267 点。近期散运的涨价主要来自于淡水河谷的大批量出货，如后续两会对地产、基建投资的论调出现边际改善，行业运价有望迎来二阶导。

图13: 散运运价表现



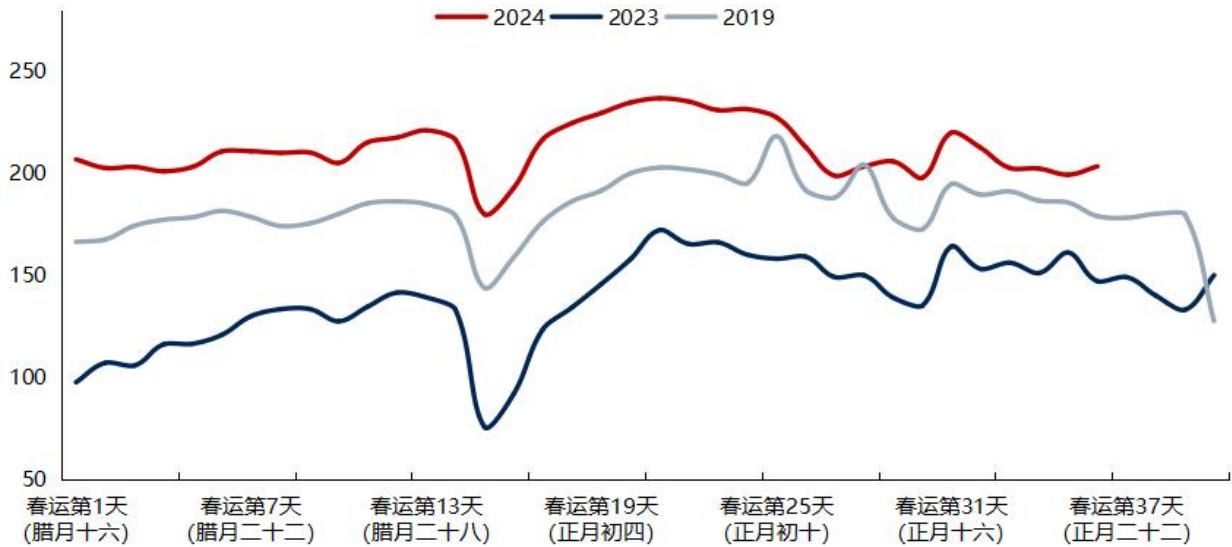
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空板块

国际航线稳步恢复中，中美航班再次增班。美国交通部发布最新通告，自 2024 年 3 月 31 日起，允许中方航司每周执行 50 个中美直航客运往返航班（目前，中美之间的航班在依据 2023 年 11 月中美双方的通告执行，即中美航司都可以最多执行每周 35 个往返客运航班），但仍远小于疫情前中美航司每周约 300 班的水平。

民航春节期间量价表现较优，但春节后价格回落明显。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 36 天，民航累计客运量 7624.7 万人次，比 2023 年同期增长 54.1%，比 2019 年同期增长 15.2%（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%）；春运第 36 天，民航客运量 203.2 万人次，环比增长 2.1%，比 2023 年同期增长 37.9%，比 2019 年同期增长 13.4%。航旅纵横大数据显示，春节假期期间，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

航空上市公司公布 1 月经营数据：1) 由于 1 月逐步进入国内航线需求旺季，三大航整体客运量高于 2019 年同期水平，其中国内航线客运量表现明显高于 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 年同期变化+11.0%、+17.2%），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 79.1%、73.5%）；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提升明显（国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化+12.8%、+13.2%、+10.1%）。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 56.8%/30.3%；春秋航空和吉祥航空的国际地区航线客运量分别恢复到 2019 年同期的 65.7%/107.5%，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 91.57%/85.50%，相比 19 年同期变化了 +1.3pct/+2.6pct）。

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。

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



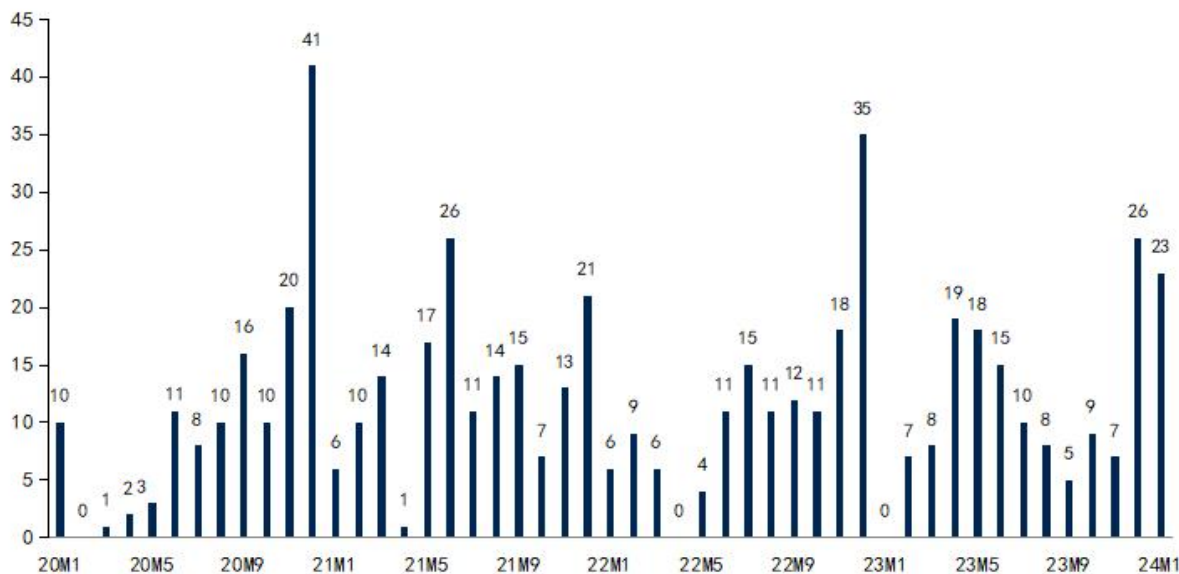
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

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

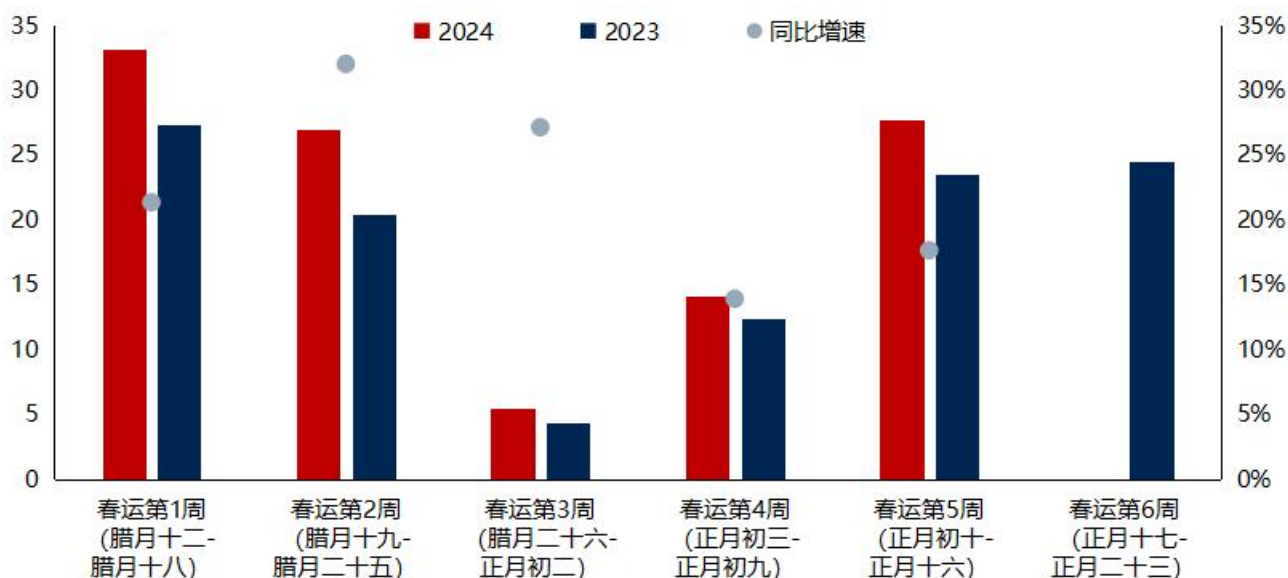
快递行业高质量发展大势所趋。3月1日，《快递市场管理办法》正式实施，快递企业未经用户同意擅自使用智能快递箱、快递服务站等方式投递快件，将面临罚款。该新规或将提高快递企业经营成本，但是由于是行业政策层面变化，我们认为快递企业将通过同步提价来转嫁增加的经营成本。

A 股快递上市公司公布了 1 月经营数据。由于春节错期影响，1 月，圆通、韵达和申通的快递件量同比实现高增，价格竞争整体可控，其单票快递价格环比均微幅提升。顺丰由于去年同期直营模式有效保障生产生活恢复后及春节期间的寄递需求，导致基数较高，从而使得其 1 月速运物流业务增速表现弱于同行。

春节是快递传统淡季，2024 年春节，快递延续春节不打烊传统，自春运开始以来（1 月 26 日至 2 月 17 日），全国邮政快递业揽收快递包裹 56.55 亿件，较 2023 年春运同期增长 30.8%。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。

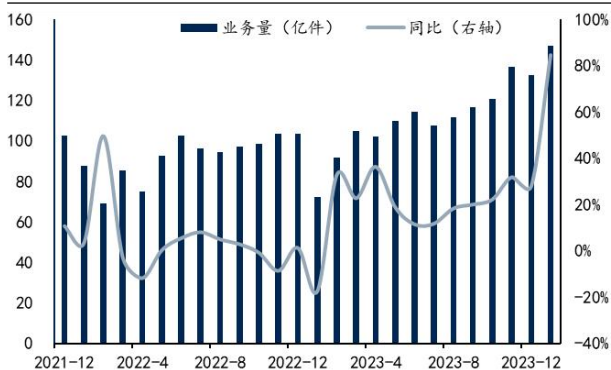
投资建议方面，1) 高端快递方面，展望未来一年来看，时效快递稳健增长持续夯实基本盘，顺丰的三大变量将呈现边际改善的趋势——鄂州机场航空转运中心运营逐步走上正轨、国际业务形成第二增长曲线以及经营效率持续提升。2) 经济快递方面，在消费降级的大背景下，电商客单价持续下降带动快递业务量持续较快增长。根据我们估算，我们认为 2024 年快递行业业务量有望维持双位数增长。2024 年是竞争格局变革的关键年，龙头快递的经营表现将加速分化，我们认为快递行业可能出现的竞争格局变化有两方面，一方面是龙头企业的排位顺序发生改变；另一方面是集中度有进一步实质性的提升，则意味着有玩家落伍或者被淘汰。投资方面，快递龙头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

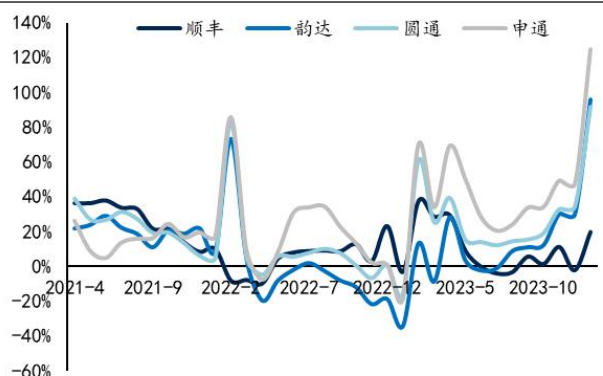
图20: 快递行业月度单票价格及同比



注: 1月单价同比降幅扩大明显, 主要是因为部分邮政快递企业调整快递业务口径, 低价快递产品占比扩大

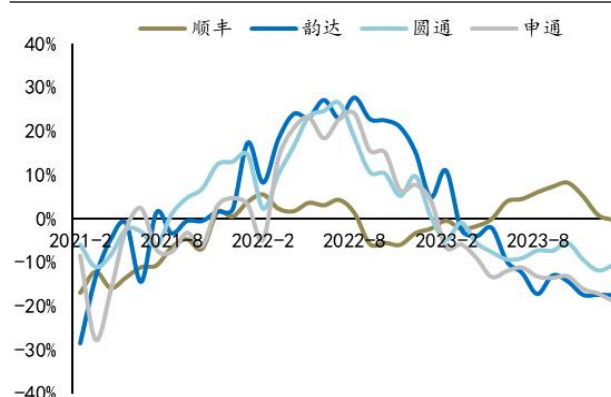
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 快递公司月度业务量同比增速



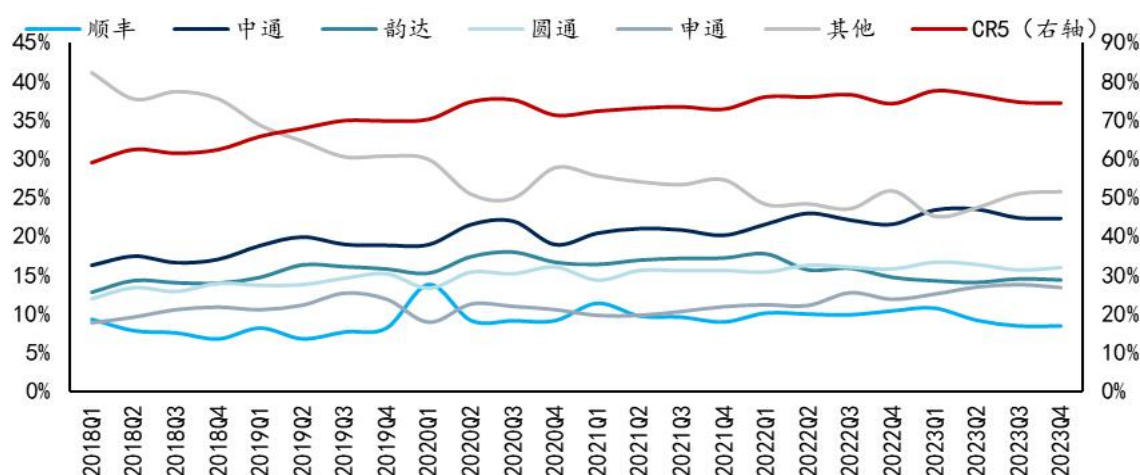
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

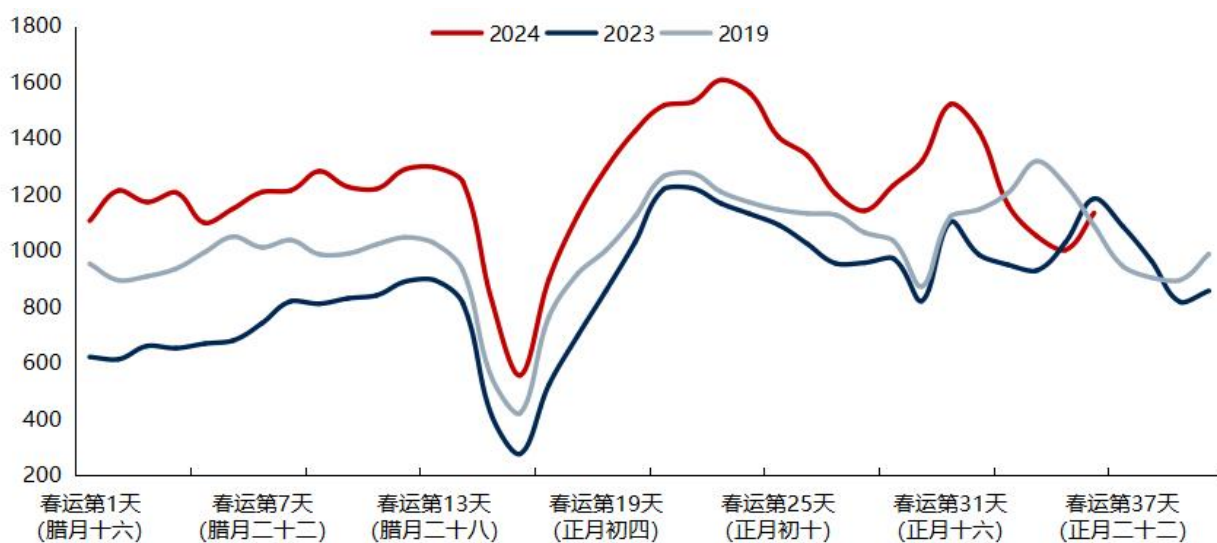


资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

铁路公路板块

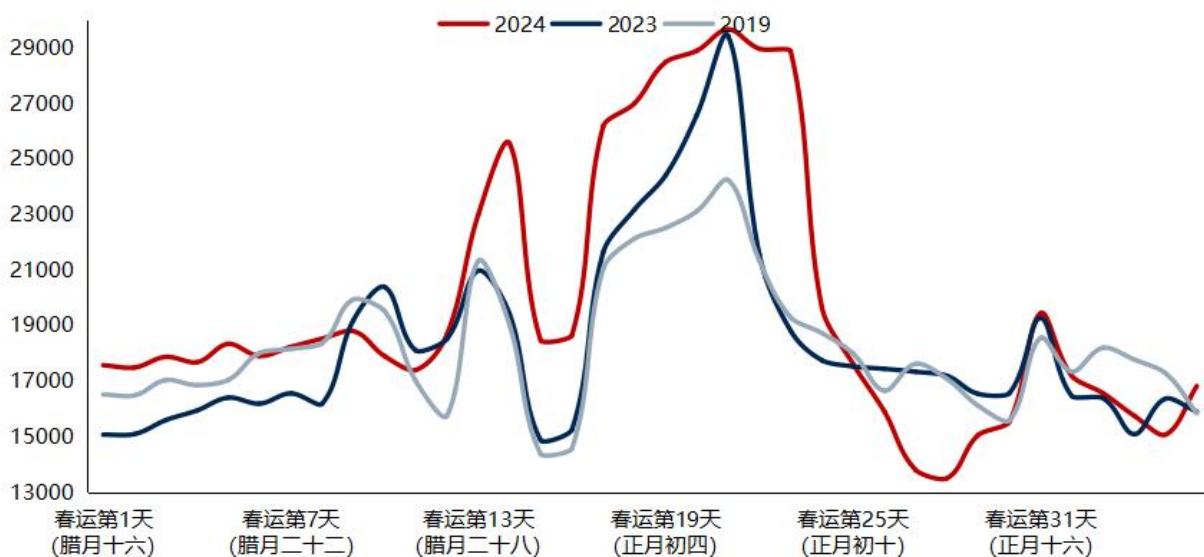
1) **铁路方面**, 今年春运前 36 天, 铁路累计客运量 44190.4 万人次, 比 2023 年同期增长 42.2%, 比 2019 年同期增长 19.5% (之前预计全国铁路将发送旅客人次与 2023 年春运相比将增长 37.9%, 与 2019 年春运相比将增长 18%)。铁路客流将呈现整体高位运行和节前相对平稳、节后相对集中的特点。从销售情况看, 探亲 and 旅游客流增长势头比较明显。2024 年 1 月全国铁路客运量 3.29 亿人次, 同比增长 39.3%; 全国货运量 4.35 亿吨, 同比增长 5.3%。2) **公路方面**, 今年春运前 36 天, 公路累计人员流动量 711768 万人次, 比 2023 年同期增长 8.0%, 比 2019 年同期增长 8.1%。12 月全国公路客运量 3.86 亿人次, 同比增长 62.6%; 货运量 34.34 亿吨, 同比增长 7.45%。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

2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议研究有效降低全社会物流成本问题。会议中强调，物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。物流降成本的出发点和落脚点是服务实体经济和人民群众，基本前提是保持制造业比重基本稳定，主要途径是调结构、促改革，有效降低运输成本、仓储成本、管理成本。优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，大力发展临空经济、临港经济。

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。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) 嘉友国际公告拟以自有资金88.8百万美元收购 Mongolian Mining Corporation 全资下属公司 Baruun Naran S.a.r.l. 所持有的 Khangad Exploration LLC 20% 股权。同日，公司与 MMC 签署煤炭长期合作协议，约定公司十年内向其采购煤炭共计 1750 万吨，包括不低于煤炭产品总量 50% 的洗精主焦煤（HCC），以及洗选半软焦煤（SSCC）和洗选动力煤（TC）或任何经双方同意的其他煤炭产品。本次交易完成后，一方面公司投资收益得以增厚，另一方面来说与 MMC 的深度绑定有望带来公司中蒙跨境物流的需求，有效发挥公司甘其毛都口岸的资产优势。

公司2023年预计实现归母净利润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%。主要来自于中蒙业务需求及非洲业务的快速放量。

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。

投资建议

航运，年后行业的表现整体偏弱，油运方面，当前行业正处传统淡季，且春节期间的异常需求对近期形成了透支，运价短期进入快速下行阶段，但是考虑到2024年行业供给增长有限，我们仍看好年内运价中枢较2023年进一步抬升，当前行业供需已经进入紧平衡，需求侧一旦OPEC不再减产或大国开始补库，均有望带来运价快速上涨，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，行业供过于求的格局仍旧存在，虽绕行好望角为行业贡献了超1成的周转需求，但是随着红海危机的冲击影响退潮，供应链逐步恢复平稳，近期运价正在寻找新的平衡，预计随着美线签约季来临，行业运价或将于3月中下旬企稳回升，继续推荐中远海控。散运方面，近期淡水河谷的集中出货带来行业运价大幅上涨，如后续中国需求明显改善，散运运价或继续保持强势，建议关注两会对基建、地产政策的边际变化。

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 36 天，铁路累计客运量 44190.4 万人次，比 2023 年同期增长 42.2%，比 2019 年同期增长 19.5%（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 36 天，公路累计人员流动量 711768 万人次，比 2023 年同期增长 8.0%，比 2019 年同期增长 8.1%。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