

# 交运行业 2024 年 4 月投资策略

公司财报集中披露，关注集运签约季

超配

## 核心观点

**航运：**本周板块集中披露年报，业绩基本符合预期，并努力回报股东，其中，中远海控全年累计实现接近 50% 分红并积极实施回购，中远海能维持 50% 股利支付率，招商轮船将股利支付率从近 30% 提升至 40% 水平，我们认为分红有望对板块内公司的长期价值形成支撑。即期市场方面，集运本周运价跌幅明显收窄，且欧线/地中海线在连续下跌 10 周后首次迎来上涨，叠加 Q1 运价环比几乎翻倍，预计中远海控一季度业绩有望实现环比大幅增长，继续推荐。油运方面，当前正处由旺转淡的时间点，运价表现较为疲软，但是考虑到 VLCC 运力增长有限，供给的缺失有望带来行业“淡季不淡，旺季更旺”的格局，我们维持 24-25 年行业运价中枢继续抬升的观点，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。

**航空：**本周整体和国内客运航班量环比微幅上升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.5%/+1.5%，相当于 2019 年同期的 104.4%/112.6%，国际客运航班量环比提升 1.7%，相当于 2019 年同期的 69.1%，油价小幅高于去年同期水平。三大航披露 2023 年年报，中国国航、南方航空和东方航空 2023 年供给 ASK 分别恢复至 2019 年 102%（2023 年并表山东航空）、92%、91%，2023 年需求 RPK 分别恢复至 2019 年的 92%（2023 年并表山东航空）、87%、82%，2023 年归母净利润均实现大幅减亏。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：**快递需求增长韧性较强，由于去年基数较低，1-2 月行业累计件量同比实现 28.5% 的高增长。本周，顺丰控股披露 2023 年年报，由于受到宏观经济承压以及国际海空运运价下跌影响，全年营收 2584.1 亿元（同比-3.4%），扣非归母净利润 71.3 亿元（同比+33.7%），现阶段看好顺丰鄂州机场和国际业务的发展潜力，首先鄂州机场航空转运中心已于去年三季度投入使用，中期将有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速以及帮助航空运输成本下降；其次顺丰将可以依托鄂州机场以及国内网络资源去切入国际市场，截至 2023 年底鄂州枢纽累计开通 45 条国内航线及 10 条国际航线，国际市场将打开了顺丰长期的发展空间。投资方面，2024 年快递行业价格竞争有望有所缓和，行业服务和合规要求更高的背景下行业龙头将加速分化，而快递龙头估值正处低位，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：**我们看好优质物流龙头企业的发展机会：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顺应消费复苏的物流成长

## 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

- 《交通运输行业周报-关注国际局势对油运的潜在影响，把握快递板块底部投资机会》——2024-03-25
- 《交通运输行业周报-快递 1-2 月件量同比增长 23.7%，免签政策将助力国际航线修复》——2024-03-18
- 《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》——2024-03-04
- 《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，VLCC 运价大幅上涨》——2024-02-19

股。推荐中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、圆通速递、德邦股份、顺丰控股、嘉友国际、春秋航空、中国国航，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。

### 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	
					2015E	2016E	2015E	2016E
600026.SH	中远海能	买入	16.83	80,292	1.27	1.48	13.3	11.4
601919.SH	中远海控	买入	10.35	165,161	1.82	1.85	5.7	5.6
002352.SZ	顺丰控股	买入	36.40	178,185	2.14	2.77	21.4	16.3
2057.HK	中通快递	买入	169.80(港币)	139,834	12.84	14.92	12.2	10.5
600233.SH	圆通速递	买入	15.50	53,354	1.31	1.53	11.8	10.1
603056.SH	德邦股份	买入	15.72	16,144	1.06	1.34	14.8	11.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

本周回顾 .....	5
分板块投资观点更新 .....	7
航运板块 .....	7
航空板块 .....	11
机场板块 .....	14
快递板块 .....	14
铁路公路板块 .....	17
物流板块 .....	18
投资建议 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

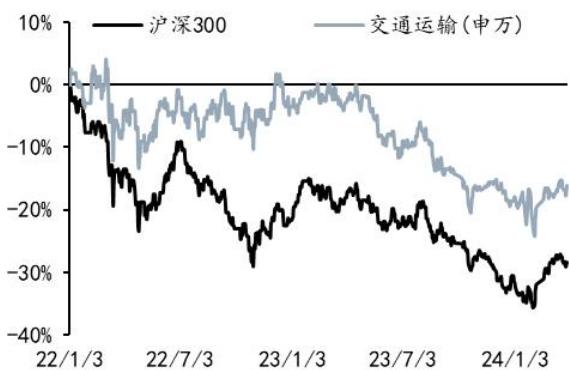
图 1: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势 .....	5
图 2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 .....	5
图 3: 本周各子板块表现 (2024.03.25-2024.03.29) .....	5
图 4: 本月各子板块表现 (2024.03.01-2024.03.29) .....	5
图 5: BDTI .....	8
图 6: BCTI .....	8
图 7: CCFI 综合指数 .....	9
图 8: SCFI 综合指数 .....	9
图 9: SCFI (欧洲航线) .....	9
图 10: SCFI (地中海航线) .....	9
图 11: SCFI (美西航线) .....	10
图 12: SCFI (美东航线) .....	10
图 13: 散运运价表现 .....	10
图 14: 民航国内航线客运航班量 .....	12
图 15: 民航国际及地区线客运航班量 .....	13
图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 2 月 29 日) .....	13
图 17: 快递行业月度业务量及增速 .....	16
图 18: 快递行业月度单票价格及同比 .....	16
图 19: 快递公司月度业务量同比增速 .....	16
图 20: 快递公司月度单票价格同比降幅 .....	16
图 21: 快递行业季度市场份额变化趋势 .....	17
表 1: 本周个股涨幅榜 .....	6
表 2: 本周个股跌幅榜 .....	6

## 本周回顾

3月25日-29日当周A股震荡收跌，上证综指报收3041.17点，下跌0.23%，深证成指报收9400.85点，下跌1.72%，创业板指报收1818.20点，下跌2.73%，沪深300指数报收3537.48点，下跌0.21%。申万交运指数报收2056.19点，相比沪深300指数跑盈0.77pct。

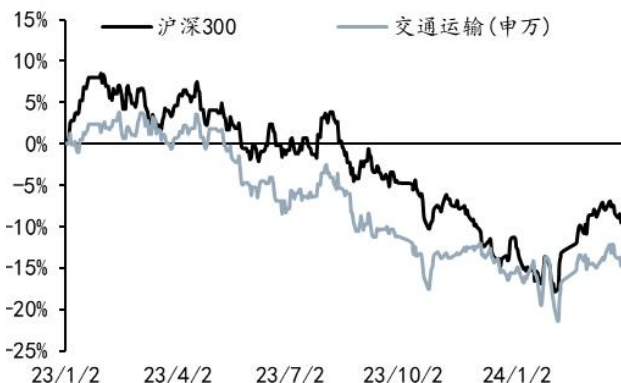
当周交运子板块中公路、航运板块表现较好，主要得益于资金青睐红利资产以及油运基本面维持强劲。个股方面，涨幅前五名分别为普路通(+30.7%)、中信海直(+25.5%)、广州港(+10.6%)、深高速(+8.3%)、东航物流(+8.2%)；跌幅榜前五名为新宁物流(-8.0%)、音飞储存(-6.9%)、海晨股份(-6.6%)、畅联股份(-6.4%)、海南高速(-6.2%)。

图1: 2022年初至今交运及沪深300走势



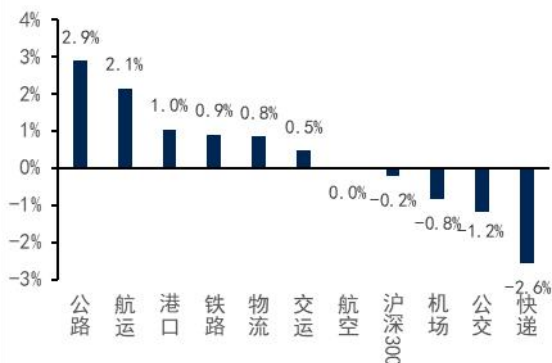
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 2023年初至今交运及沪深300走势



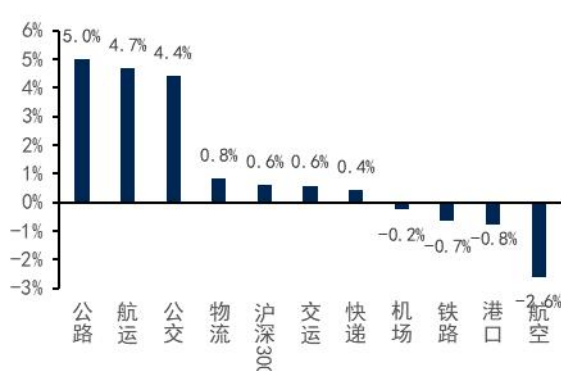
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本周各子板块表现 (2024.03.25-2024.03.29)



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 (2024.03.01-2024.03.29)



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	002769.SZ	普路通	8.35	30.7%	42.2%	-2.7%
2	000099.SZ	中信海直	15.72	25.5%	56.6%	78.6%
3	601228.SH	广州港	3.55	10.6%	12.7%	13.4%
4	600548.SH	深高速	9.67	8.3%	6.9%	7.6%
5	601156.SH	东航物流	17.19	8.2%	10.8%	16.3%
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	000099.SZ	中信海直	15.72	25.5%	56.6%	78.6%
2	002769.SZ	普路通	8.35	30.7%	42.2%	-2.7%
3	300350.SZ	华鹏飞	5.65	7.2%	23.1%	10.1%
4	600026.SH	中远海能	16.83	3.9%	22.1%	37.5%
5	600233.SH	圆通速递	15.50	3.0%	21.6%	26.1%
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	000099.SZ	中信海直	15.72	25.5%	56.6%	78.6%
2	603871.SH	嘉友国际	24.42	5.5%	5.4%	54.0%
3	600026.SH	中远海能	16.83	3.9%	22.1%	37.5%
4	601872.SH	招商轮船	7.96	3.8%	10.6%	35.4%
5	601975.SH	招商南油	3.55	6.9%	13.8%	26.8%

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	300013.SZ	新宁物流	2.89	-8.0%	1.4%	-23.5%
2	603066.SH	音飞储存	11.06	-6.9%	-8.9%	-4.7%
3	300873.SZ	海晨股份	18.85	-6.6%	1.9%	-20.8%
4	603648.SH	畅联股份	9.34	-6.4%	8.2%	-4.3%
5	000886.SZ	海南高速	4.55	-6.2%	4.8%	11.0%

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，本周中远海能、招商轮船、招商南油先后披露年报，业绩基本符合预期。中远海能 2023 年实现营业收入 220.9 亿元，同比增长 18.4%，归母净利润 33.5 亿元，同比增长 129.9%，扣非归母净利润 41.3 亿元，同比增长 197.3%，维持 50% 股利支付率。招商轮船实现营业收入 258.8 亿元，同比下滑 12.9%，归母净利润 48.4 亿元，同比下降 4.9%，股利支付率由约 30% 提升至 40% 水平。招商南油实现营业收入 62.0 亿元，同比下滑 1.1%，归母净利润 15.6 亿元，同比增长 8.6%。

即期市场方面，本周原油和成品油运价景气度有所下滑，截至 3 月 29 日，BDTI 报 1137 点，较上周下降 24 点，约 2.1%，其中超大型油轮 VLCC 的运价触底回升，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 收于 41000 美元/天，较上周下降 7200 美元/天。成品油方面，本周运价大幅下滑，BCTI 报 1072 点，较上周下降 161 点，约 13.1%。当前油运行业正处淡季，但是 Q1 运价的强劲体现出当前行业运力已经偏紧，需求侧的略微波动均有可能带来运价的向上弹性，考虑到 24 年 VLCC 运力增长有限，供给的缺失有望带来行业“淡季不淡，旺季更旺”的格局，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，运输需求则会有所下降，或体现出全球大国均有较大的原油进口需求，但是高油价是短期补库的阻碍，因为我们认为，一旦原油供给出现放量，或大国争相开始补库，运价有望迅速提升。

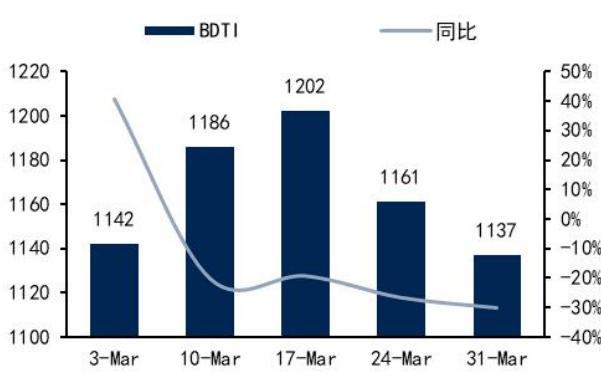
**2024 年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。**根据全球船坞的排期表，2024 年全球将仅有 3 艘 VLCC 可以下水，即便假设原定 2025 年交付的 VLCC 提前至 2024 年下水，全球 VLCC 运力的增长率将会低于 0.8%，叠加 Suezmax 船型无订单可以交付、Aframax 预计运力增长率仅为 1.2%，全球原油运输运力增长率仅为 0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，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

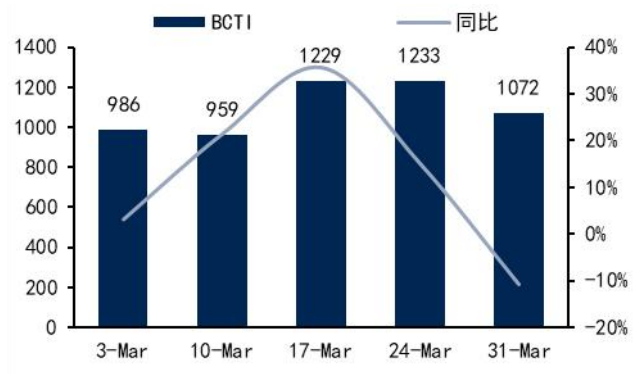
来戴维斯双击，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

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

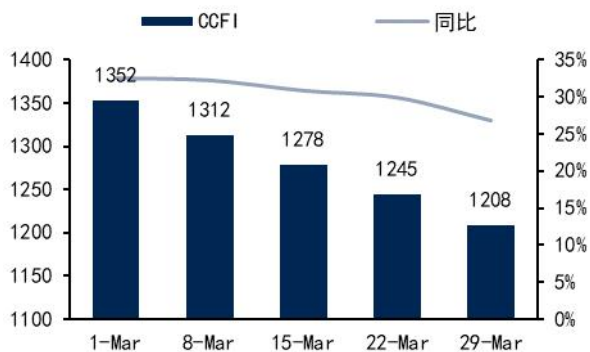
集运方面，中远海控发布 2023 年年报，实现营业收入 1754.5 亿元，同比下降 55.1%，实现归母净利润 237.5 亿元，同比下降 78.2%。Q4 单季度，公司实现营业收入 408.9 亿元，同比下降 45.1%，归母净利润 17.7 亿，同比下滑 85.5%。值得注意的是，分红方面，2023 年末期预计派发现金红利约人民币约 36.70 亿元，加上 2023 年中期已向全体股东派发的现金红利约人民币 81.96 亿元，公司 2023 年度共计派发现金红利约人民币 118.66 亿元，约为公司 2023 年度实现的归属于上市公司股东净利润的 50%。此外，公司已通过二级市场回购 2.15 亿股普通股，其中 A 股股份 60.0 百万股，H 股股份 1.55 亿股，截至 2 月 23 日，已完成其中 1.55 亿股的注销。

即期市场方面，航线运价降幅明显收窄，截至 3 月 29 日，CCFI 综合指数报 1208 点，环比下跌 2.9%，但是 SCFI 报 1731 点，环比仅跌 0.1%，下降速度明显趋缓。具体来看，干线当中欧线与美线走势分化，本周欧洲航线/地中海线报 1994/3009 美元/TEU，环比分别上涨 2.6%/4.2%，为连续 9 周下跌后的首次上涨，美西/美东分别报 3407/4447 美元/FEU，环比分别下跌 5.9%/8.2%。小航线表现不一，红海线报 1697 美元/TEU，上涨 12.9%，澳新航线本周报 729 美元/TEU，环比下跌 11.3%，南美线报 2788 美元/TEU，环比上涨 9.3%。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即将开始，联盟或推进停航控班计划，我们预计运价将逐步企稳，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，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

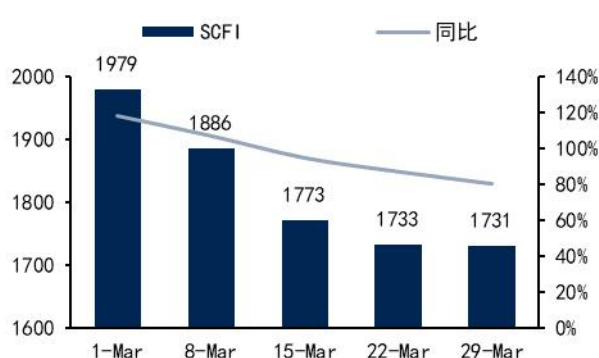
端和成本端均具备一定议价优势，有望取得明显超越市场平均的收益率，如行业开始修复，公司有望释放较大业绩弹性，考虑到红海事件或成长期趋势，继续重点推荐中远海控。

图7: CCFI 综合指数



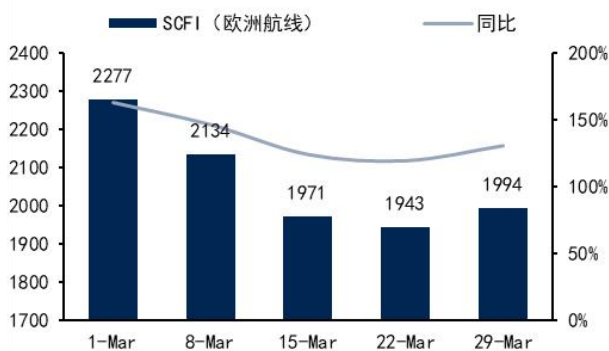
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)



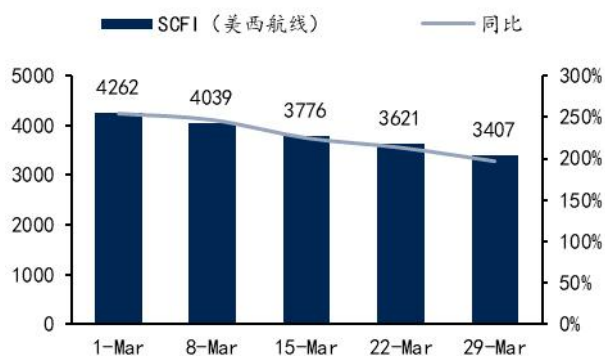
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



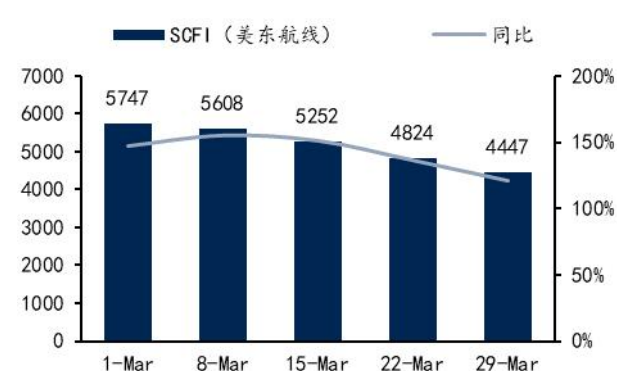
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

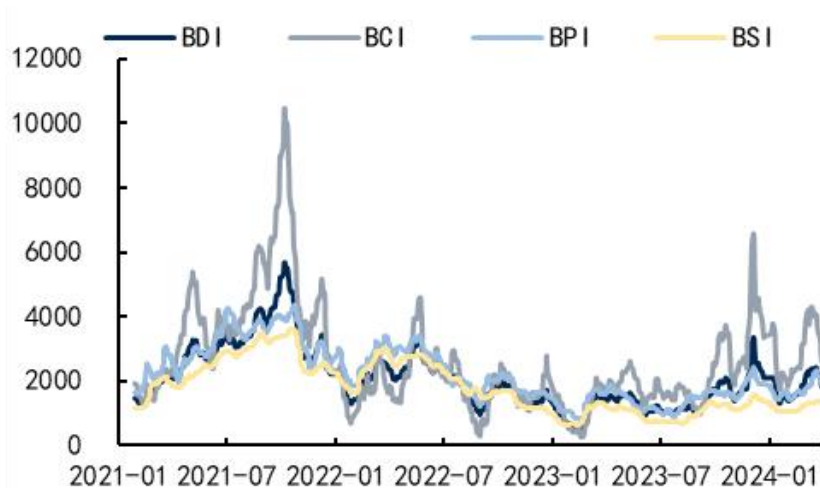
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面, BDI 本周继续大幅下行, 报 1821 点, 环比上周下跌 18.7%。分船型来看, 与中国需求相关度最高的 Cape 船型本周成为了主要拖累项, BCI 下跌 26.5% 至 2637 点, 小船型同步下跌, BPI/BSI 分别下跌 14.7%/3.5% 至 1879/1331 点。年初至今散货运价表现相对较强, 或与美联储存在降息预期有关, 如后续我国对地产、基建投资的论调出现边际改善, 需求有望得以释放, 行业运价有望再次快速提升。

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小幅上升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.5%/+1.5%，相当于2019年同期的104.4%/112.6%，国际客运航班量环比提升1.7%，相当于2019年同期的69.1%，油价小幅高于去年同期水平。

### 三大航完成2023年年报的披露：

1) 中国国航2023年亏损大幅收窄。2023年年公司营业收入1411.0亿元，同比增长166.7%，实现归母净利润-10.5亿元，其中四季度公司营业收入356.2亿元，同比增长229.6%，实现归母净利润-18.4亿元。因需求复苏叠加公司并表山东航空，2023年公司旅客运输量、旅客周转量(RPK)、可用座公里(ASK)分别达到2019年的109%、92%以及102%，客座率恢复至73.22%，相较2019年减少了7.81pct。其中，国内航线的RPK和ASK分别达到2019年的128%和142%，国内客座率恢复至74.5%，相较2019年减少了7.93pct；国际航线的RPK和ASK分别达到2019年的37%和44%。2023年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较2023年和2019年均提升明显。

2) 南方航空2023年亏损大幅收窄。2023年年公司营业收入1599.3亿元，同比增长83.7%，实现归母净利润-42.09亿元，其中四季度公司营业收入404.4亿元，同比增长139.3%，实现归母净利润-55.3亿元。2023年公司旅客运输量、旅客周转量(RPK)、可用座公里(ASK)分别恢复至2019年同期的93.8%、86.7%以及91.9%，客座率恢复至78.1%，相较2019年减少了4.72pct。其中，国内航线的RPK和ASK分别恢复至2019年的106.4%和113.3%，国内客座率恢复至78.0%，相较2019年减少了5.03pct；国际航线的RPK和ASK分别恢复至2019年的43.2%和45.2%。2023年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较2023年和2019年均实现小幅提升。

3) 中国东航2023年业绩亏损收窄。2023年全年公司营业收入1137.4亿元，同比增长145.6%，实现归母净利润-81.7亿元，其中四季度营业收入282.0亿元，同比增长169.8%，实现归母净利润-55.6亿元。2023年公司旅客运输量、旅客周转量(RPK)、可用座公里(ASK)分别恢复至2019年同期的88.7%、82.2%、90.6%，客座率恢复至74.4%，相较2019年减少了7.6pct。其中，国内航线的RPK和ASK分别恢复至2019年的104.9%和116.4%，国内客座率恢复至78.0%，相较2019年减少了5.03pct；国际航线的RPK和ASK分别恢复至2019年的39.1%和43.8%。2023年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较2023年和2019年均实现小幅提升。

**免签和中美航班利好持续释放，我国国际航班将继续修复。**从3月14日起，中方将进一步对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡六国试行免签政策。且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。

**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。

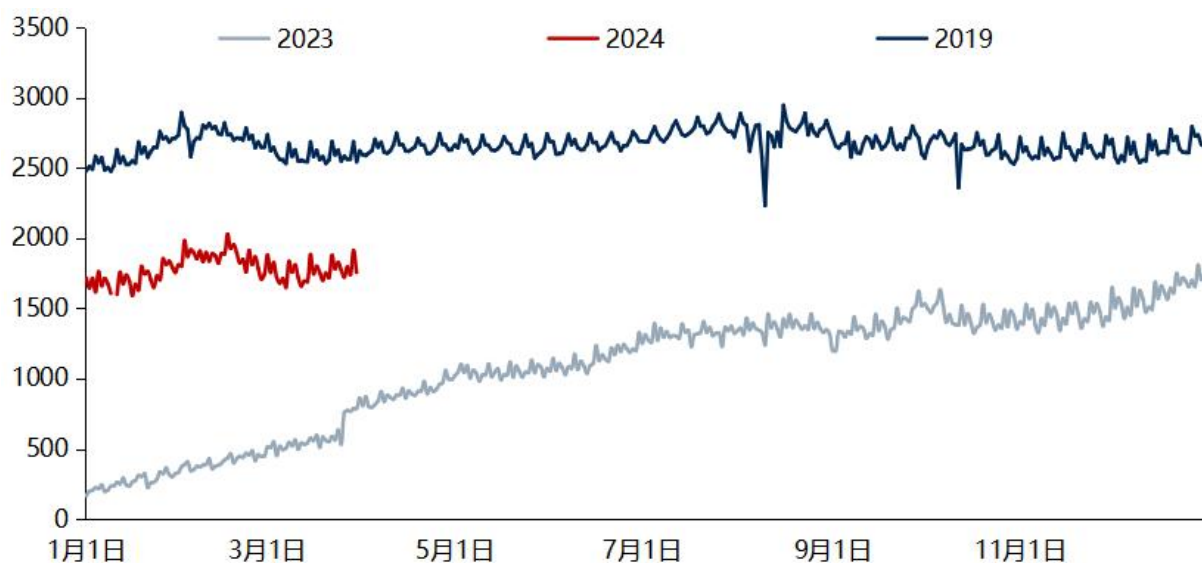
2) 供给方面, 现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱, 叠加飞机制造商产能有限, 我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数, 且随着国际航线的进一步恢复, 民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面, 疫情期间航司亏损严重, 疫情放开后各大航司急需盈利回血, 未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现, 继续推荐春秋航空、中国国航。

图14: 民航国内航线客运航班量



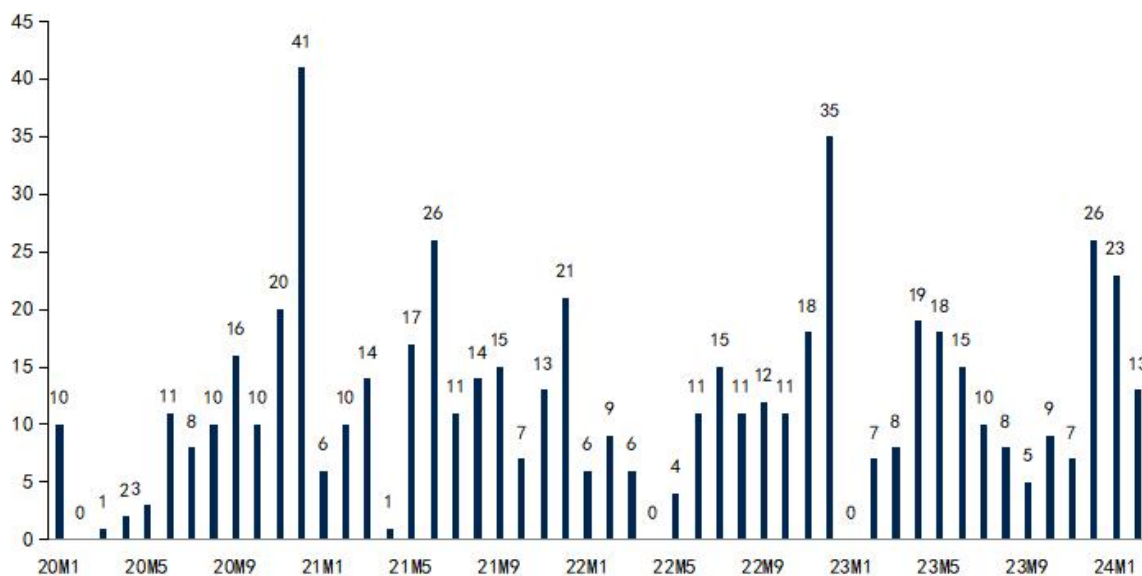
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

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 2024 年 2 月 29 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

**顺丰控股披露 2023 年年报。**由于受到宏观经济承压以及国际海空运运价下跌影响，全年营收 2584.1 亿元（同比-3.4%），扣非归母净利润 71.3 亿元（同比+33.7%），现阶段看好顺丰鄂州机场和国际业务的发展潜力，首先鄂州机场航空转运中心已于去年三季度投入使用，中期将有利于提高时效快递、快运、供应链等业务收入的增速以及帮助航空运输成本下降；其次顺丰将可以依托鄂州机场以及国内网络资源去切入国际市场，截至 2023 年底鄂州 枢纽累计开通 45 条国内航线及 10 条国际航线，国际市场将打开了顺丰长期的发展空间。此外，公司开始重视投资者回报，1）2022-2023 年公司回购金额合计约 30 亿元，并变更剩余库存股用途为注销；2）2023 年公司分红比例为 35%，同比提升 15 个百分点，对应股息率为 1.6%，根据公司董事会最新制定的《未来五年（2024 年-2028 年）股东回报规划》，公司 2024 年度-2028 年度现金分红比例将在 2023 年度基础上稳步提高。

**快递 A 股上市公司公布了 2 月经营数据。**考虑到顺丰 2023 年 1-2 月件量基数高（其

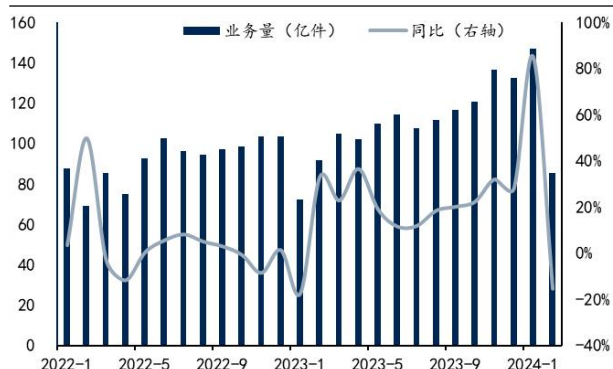
依托直营模式在 2023 年 1 月有效保障生产生活恢复后的寄递需求），顺丰今年 1-2 月速运物流业务和时效快递的累计收入增速表现已属稳健（分别为高个位数和中个位数）。圆通、韵达和申通中，申通 1-2 月累计件量增速表现最好，达到 40%，而圆通和韵达分别为 26.6%和 27.0%；由于春节假期快递经营成本偏高且会收取资源调节费，圆通、韵达和申通 2 月单价环比分别增加 0.08 元、0.02 元、0.06 元。四季度，中通、圆通、韵达和申通的市场份额估计分别为 22.3%、15.9%、14.4%、13.3%，环比三季度分别变化-0.1 pct、+0.3 pct、-0.1 pct、-0.4pct。

**快递行业需求表现韧性较强。**由于 2023 年初疫情影响导致低基数，今年 1-2 月快递行业件量同比增速超过 20%，相较 2022 年 1-2 月，今年 1-2 月快递累计件量的年复合增速为 13.7%，在宏观经济承压和消费乏力的背景下，今年快递需求表现已属较强。1-2 月，受春节假期影响，行业呈 V 型运行态势，假期经济淡旺季特点非常突出。其中 1 月份，年货消费活跃，行业保持较快增长，完成业务量 147 亿件，日均业务量超 4.7 亿件。春节假期（2 月 10 日至 17 日）完成快递业务量 10.79 亿件，日均业务量较 2023 年春节假期增长 145.2%。春节后市场规模快速扩增，行业逐步回归常态化运行，日均业务量约 4 亿件。

**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。该新规是顺应中国快递业从“快速增长”转向“高质量发展”的大趋势，更多是强调消费者的“选择权”，而不是要求快递小哥必须送货上门。如果之后新规执行导致快递送货上门件增多、增加了快递企业经营成本，但是由于是行业政策层面的变化，快递企业最终也将可以通过同步提价来转嫁增加的经营成本。且该新规的执行和落地会是循序渐进的，不会在短期一刀切，因为现在通达免快递企业估计超过一半的快递件都是放到快递柜或者驿站，如果短期一刀切严格执行该规定，大概率会导致快递网点成本大幅提升、快递员产能明显短缺、甚至出现经营瘫痪的情况。

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 年行业价格竞争有望弱化，且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

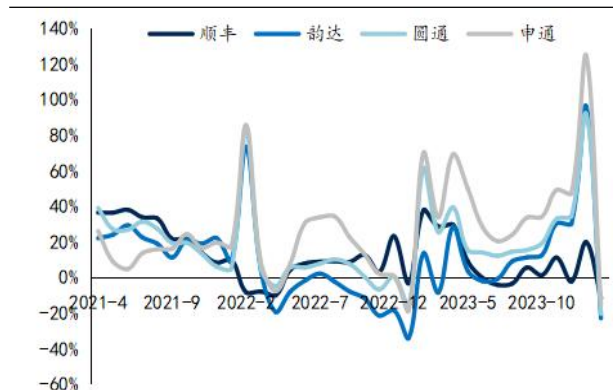
图18: 快递行业月度单票价格及同比



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, 将邮政快包业务纳入统计口径, 低价快递产品占比扩大

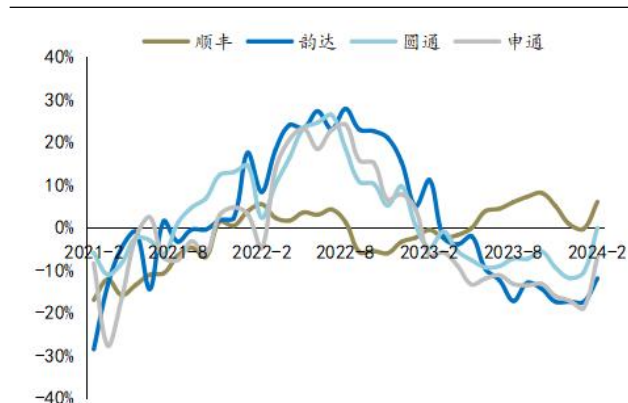
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 快递公司月度业务量同比增速



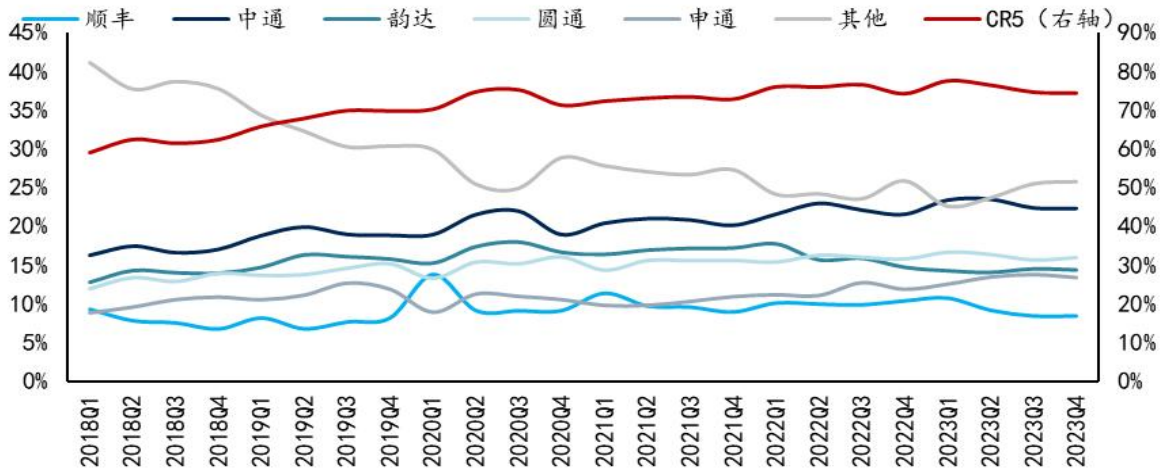
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 2024 年 2 月, 我国铁路运输旅客发送量 3.64 亿人, 同比增长 33.5%; 货运发送量 3.71 亿吨, 同比下降 6.5%。2024 年 2 月, 我国铁路运输旅客周转量 1585.37 亿人公里, 同比增长 43.2%; 货运周转量 2562.11 亿吨公里, 同比下降 12.0%。2) 公路方面, 2024 年 1 至 2 月我国公路人员流动量为 108.67 亿人次, 同比增长 10.3%; 公路货运量为 54.54 亿吨, 同比增长 7.8%。

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出货量创历史新高。受益于蒙古市场强劲的需求, 公司进出口出货量持续攀升, 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**, 本周板块集中披露年报, 业绩基本符合预期, 并努力回报股东, 其中, 中远海控全年累计实现接近 50% 分红并积极实施回购, 中远海能维持 50% 股利支付率, 招商轮船将股利支付率从近 30% 提升至 40% 水平, 我们认为分红有望对板块内公司的长期价值形成支撑。即期市场方面, 集运本周运价跌幅明显收窄, 且欧线/地中海线在连续下跌 10 周后首次迎来上涨, 叠加 Q1 运价环比几乎翻倍, 预计中远海控一季度业绩有望实现环比大幅增长, 继续推荐。油运方面, 当前正处由旺转淡的时间点, 运价表现较为疲软, 但是考虑到 VLCC 运力增长有限, 供给的缺失有望带来行业“淡季不淡, 旺季更旺”的格局, 我们维持 24-25 年行业运价中枢继续抬升的观点, 继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。

**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。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。

**机场**, 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**，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。我们认为该新规主要是顺应中国快递业从“快速增长”转向“高质量发展”的大趋势，更多是强调消费者的“选择权”，而不是要求快递小哥必须送货上门。投资方面，2024年快递行业价格竞争有望有所缓和，行业服务和合规要求更高的背景下行业龙头将加速分化，而快递龙头估值正处低位，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，2024年2月，我国铁路运输旅客发送量3.64亿人，同比增长33.5%；货运发送量3.71亿吨，同比下降6.5%。2024年2月，我国铁路运输旅客周转量1585.37亿人公里，同比增长43.2%；货运周转量2562.11亿吨公里，同比下降12.0%。2) 2024年1至2月我国公路人员流动量为108.67亿人次，同比增长10.3%；公路货运量为54.54亿吨，同比增长7.8%。

**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，继续推荐。

**我们看好供需关系紧张的周期股以及顺应消费复苏的物流成长股。推荐中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、圆通速递、德邦股份、顺丰控股、嘉友国际、春秋航空、中国国航，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