

交通运输行业 5 月投资策略

集运运价大幅上涨，快递需求增长韧性强

超配

核心观点

航运：航运板块五一后迎来开门红，集运各航线迎来全面大涨，本周 SCFI 大涨 18.8%，其中欧线/地中海/美西/美东线环比分别上涨 24.7%/21.0%/22.0%/19.3%，当前红海冲突的影响仍在持续，欧美零售补库推动行业需求有所回升，欧洲部分港口本周开始堵港，类似于 2021 年的供应链紊乱情况，一旦主要干线开始延误，会对其他航线的运力形成虹吸，如拥堵无法解决，集运运价有望再度超预期，继续推荐中远海控。油运方面，本周 VLCC 运价表现强劲，本周 TD3C 的 TCE 报 48600 美元/天，较上周提升 4400 美元/天。当前运价的波动性体现出行业运力已经偏紧，随着 2024-2025 行业供给进入空档期，供需格局有望持续改善，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小幅下降，整体/国内客运航班量环比分别为-0.9%/-0.7%，相当于 2019 年同期的 101.8%/108.3%，国际客运航班量环比下降 1.9%，相当于 2019 年同期的 72.8%，油价小幅高于去年同期水平。航空板块完成一季报披露，中国国航和中国东航一季度业绩同比完成大幅减亏，南方航空一季度业绩同比完成扭亏为盈，春秋航空和吉祥航空一季度业绩同比实现大幅增长。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：在消费降级背景下，快递需求增长呈现较强韧性，4 月件量继续维持快速增长态势（根据交通运输部数据，估计 4 月行业件量增速仍将超过 20%）。行业竞争方面，通过对比通达兔公司的网络质量、市场份额、盈利能力等，现阶段并没有一家快递明显掉队，叠加监管层面的高质量发展指导，我们认为可预见范围内快递行业没有发动恶性价格战的可能性，但是由于行业竞争尚未出清，良性疾病竞争仍然将持续存在。我们判断 2024 年行业龙头业绩将维持较快增长态势且确定性较高，而快递龙头估值仍处于较低水平，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，德邦经营稳健且成长逻辑逐步兑现，2024 年一季度单季实现营收 93.0 亿元 (+25.3%)，实现归母净利润 0.93 亿元 (+27.7%)。剔除京东物流影响，在宏观经济增长承压的背景下，2023 年全年以及 2024 年一季度德邦原始物流业务也仍然实现了个位数的稳健增长。2024 年公司将有有序推进与京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合，此举有利于双方分拣、运输环节的资源整合，最终有望实现降本增效、盈利能力提升。2) 另自下而上推荐嘉友国际，公司一季度实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续加强，此外公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

基础设施：1) 近日，铁路 12306 官网发布四则调价公告。公告指出，为进一步提升高铁运营品质、满足旅客不同出行需求，决定自 2024 年 6 月 15 日

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-一季报业绩披露完毕，“五一”客流保持高位运行》——2024-05-06
- 《交通运输行业周报-“五一”机票预定表现量价齐升，地缘政治频发加强油运配置价值》——2024-04-22
- 《交通运输行业周报-快递需求韧性凸显，地缘政治影响拉动航运板块》——2024-04-15
- 《交通运输行业周报-清明出游需求旺盛利好出行，航运板块有望维持强劲》——2024-04-08
- 《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》——2024-04-01

起，对京广高铁武广段、沪昆高铁沪杭段、沪昆高铁杭长段、杭深铁路杭甬段上运行的时速 300 公里及以上动车组列车公布票价进行优化调整，并根据市场状况，区分季节、日期、时段、席别等因素，建立灵活定价机制，实行有升有降、差异化的折扣浮动策略。2) 4 月 8 日国家发展和改革委员会等多部委联合发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，《管理办法》是 2015 年以来国家发改委对其首次进行修订，修订后的新办法将自 2024 年 5 月 1 日起施行。新办法提出特许经营项目期限由此前最长期限 30 年延长至 40 年，且鼓励民营企业以独资、控股、参股等方式积极参与特许经营新建（含改扩建）项目。

投资建议：我们看好供需关系紧张的周期股以及下游相对景气的价值股。推荐嘉友国际、圆通速递、中通快递、德邦股份、中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、顺丰控股、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 | |
|-----------|------|------|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 600026.SH | 中远海能 | 买入 | 17.2 | 71651 | 1.29 | 1.44 | 13.3 | 11.9 |
| 601919.SH | 中远海控 | 买入 | 13.4 | 204335 | 1.82 | 1.85 | 7.3 | 7.2 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 买入 | 37.7 | 184745 | 2.14 | 2.77 | 17.6 | 13.6 |
| 2057.HK | 中通快递 | 买入 | 165.0 港币 | 134123 港币 | 12.84 | 14.92 | 12.9 | 11.1 |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入 | 16.2 | 55902 | 1.31 | 1.53 | 12.4 | 10.6 |
| 603056.SH | 德邦股份 | 买入 | 15.9 | 16277 | 1.06 | 1.34 | 15.0 | 11.8 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

| | |
|-----------------|----|
| 本周回顾 | 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 | 13 |
| 快递板块 | 14 |
| 铁路公路板块 | 17 |
| 物流板块 | 17 |
| 投资建议 | 19 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

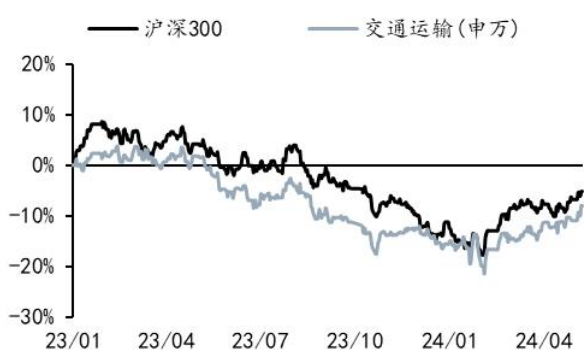
| | |
|--|----|
| 图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 | 5 |
| 图 2: 本周各子板块表现 (2024.05.06-2024.05.10) | 5 |
| 图 3: 本月各子板块表现 (2024.05.01.-2024.05.10) | 5 |
| 图 4: 年内各子板块表现 (2024.01.01-2024.05.10) | 5 |
| 图 5: BDTI | 8 |
| 图 6: BCTI | 8 |
| 图 7: CCFI 综合指数 | 9 |
| 图 8: SCFI 综合指数 | 9 |
| 图 9: SCFI (欧洲航线) | 9 |
| 图 10: SCFI (地中海航线) | 9 |
| 图 11: SCFI (美西航线) | 9 |
| 图 12: SCFI (美东航线) | 9 |
| 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 | 12 |
| 图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 4 月 30 日) | 13 |
| 图 17: 快递行业周度件量跟踪数据 | 15 |
| 图 18: 快递行业月度业务量及增速 | 16 |
| 图 19: 快递行业月度单票价格及同比 | 16 |
| 图 20: 快递公司月度业务量同比增速 | 16 |
| 图 21: 快递公司月度单票价格同比降幅 | 16 |
| 图 22: 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

本周 A 股震荡上涨,上证综指报收 3154.55 点,上涨 1.60%,深证成指报收 9731.24 点,上涨 1.50%,创业板指报收 1878.17 点,上涨 1.06%,沪深 300 指数报收 3666.28 点,上涨 1.72%。申万交运指数报收 2174.12 点,相比沪深 300 指数跑赢 1.50pct。

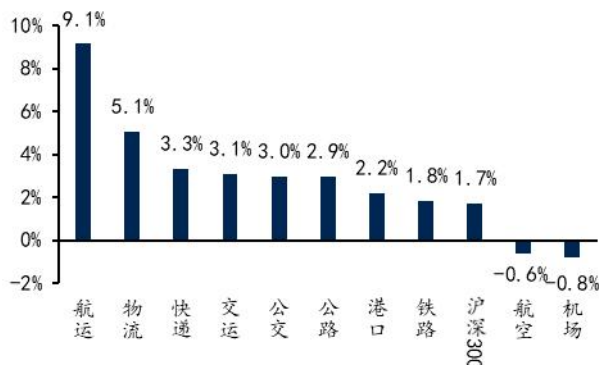
本周交运子板块中航运板块表现较好,主要来自于集运运价表现强劲。个股方面,涨幅前五名分别为密尔克卫(+15.2%)、凤凰航运(+14.6%)、中远海控(+13.4%)、东航物流(+13.0%)、五洲交通(+13.6%);跌幅榜前五名为华鹏飞(-6.3%)、中信海直(-5.7%)、德邦股份(-4.7%)、春秋航空(-2.5%)、上海机场(-1.7%)。

图1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



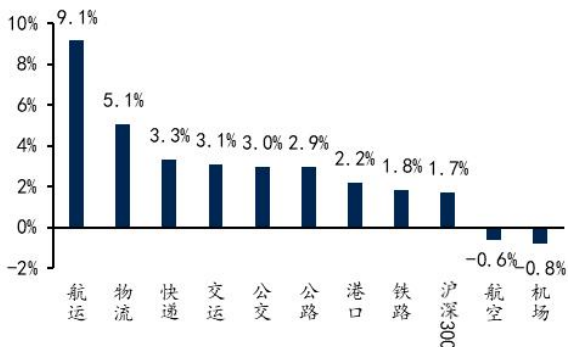
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 本周各子板块表现 (2024.05.06-2024.05.10)



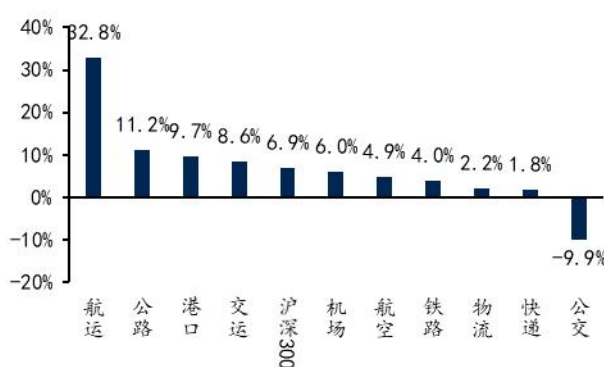
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本月各子板块表现 (2024.05.01.-2024.05.10)



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 (2024.01.01-2024.05.10)



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 | 603713.SH | 密尔克卫 | 63.11 | 15.2% | 15.2% | 18.6% |
| 2 | 000520.SZ | 凤凰航运 | 2.82 | 14.6% | 14.6% | 1.8% |
| 3 | 601919.SH | 中远海控 | 13.35 | 13.4% | 13.4% | 39.4% |
| 4 | 601156.SH | 东航物流 | 20.67 | 13.0% | 13.0% | 39.9% |
| 5 | 600368.SH | 五洲交通 | 5.01 | 12.6% | 12.6% | 26.8% |
| 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 | 603713.SH | 密尔克卫 | 63.11 | 15.2% | 15.2% | 18.6% |
| 2 | 000520.SZ | 长航凤凰 | 2.82 | 14.6% | 14.6% | 1.8% |
| 3 | 601919.SH | 中远海控 | 13.35 | 13.4% | 13.4% | 39.4% |
| 4 | 601156.SH | 东航物流 | 20.67 | 13.0% | 13.0% | 39.9% |
| 5 | 600368.SH | 五洲交通 | 5.01 | 12.6% | 12.6% | 26.8% |
| 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 | 000099.SZ | 中信海直 | 21.00 | -5.7% | -5.7% | 138.6% |
| 2 | 603871.SH | 嘉友国际 | 27.34 | 7.2% | 7.2% | 72.4% |
| 3 | 601872.SH | 招商轮船 | 9.14 | 7.2% | 7.2% | 55.4% |
| 4 | 600026.SH | 中远海能 | 17.15 | 7.7% | 7.7% | 40.1% |
| 5 | 601975.SH | 招商南油 | 3.92 | 5.1% | 5.1% | 40.0% |

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 | 300350.SZ | 华鹏飞 | 5.47 | -6.3% | -6.3% | 6.6% |
| 2 | 000099.SZ | 中信海直 | 21.00 | -5.7% | -5.7% | 138.6% |
| 3 | 603056.SH | 德邦股份 | 15.85 | -4.7% | -4.7% | 9.5% |
| 4 | 601021.SH | 春秋航空 | 55.36 | -2.5% | -2.5% | 10.3% |
| 5 | 600009.SH | 上海机场 | 36.99 | -1.7% | -1.7% | 12.8% |

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

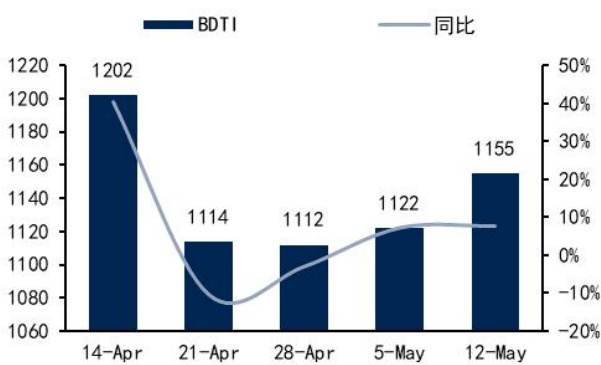
海运方面，本周原油和成品油运价景气度继续回升，截至 5 月 10 日，BDTI 报 1155 点，较上周提升 33 点，约 2.9%，其中超大型油轮 VLCC 的运价表现强劲，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 收于 48600 美元/天，较上周提升 4400 美元/天。成品油方面，本周运价提升更为显著，BCTI 报 996 点，较上周上涨 65 点，约 7.0%。当前油运行业正处淡季，但是运价的强劲体现出当前行业运力已经偏紧，需求侧的略微波动均有可能带来运价的向上弹性，考虑到 24 年 VLCC 运力增长有限，供给的缺失有望带来行业“淡季不淡，旺季更旺”的格局，我们维持 24-25 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 年全球将仅剩 1 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。

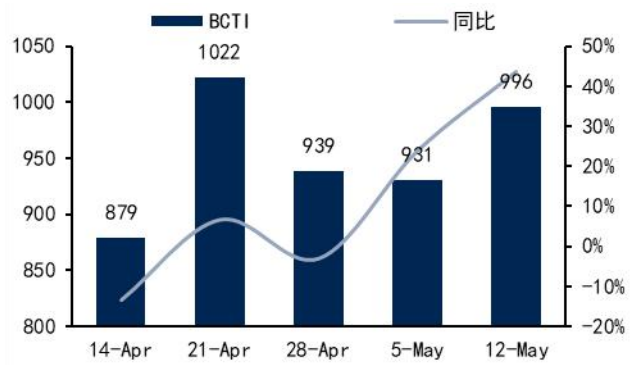
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，红海事件、俄油禁令、全球经济复苏均将带来行业需求提升，而供给侧船舶老龄化及新订单缺失则保障了运价的向上弹性，预计运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，届时油运龙头企业有望迎来戴维斯双击，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

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, 航线运价出现全面大幅上涨, 截至 5 月 10 日, CCFI 综合指数报 1238 点, 环比上涨 3.7%, SCFI 报 2306 点, 环比上涨 18.8%。具体来看, 本周欧洲航线/地中海线报 2869/3915 美元/TEU, 环比分别涨 24.7%/21.0%, 美西/美东分别报 4393/5562 美元/FEU, 环比分别上涨 22.0%/19.3%。小航线方面, 红海线报 2124 美元/TEU, 上涨 3.8%, 澳新航线本周报 1169 美元/TEU, 环比大涨 25.8%, 南美线报 5461 美元/TEU, 大幅上涨 18.1%。当前时点来看, 集运行业远期供给过剩的事实仍客观存在, 但是红海冲突的长期化导致联盟为保障船员、船舶、货品安全, 持续绕行好望角, 带来行业的箱海里需求超出预期, 如红海冲突贯穿全年, 仅红海因素就有望使得行业年内供需差实现由负转正。且当前欧美的零售库存处于较低位置, 库销比已经修复, 随着行业逐步由淡转旺, 航商开始推涨运价, 提价的持续性值得跟踪关注, 行业运价同比大幅改善可期。

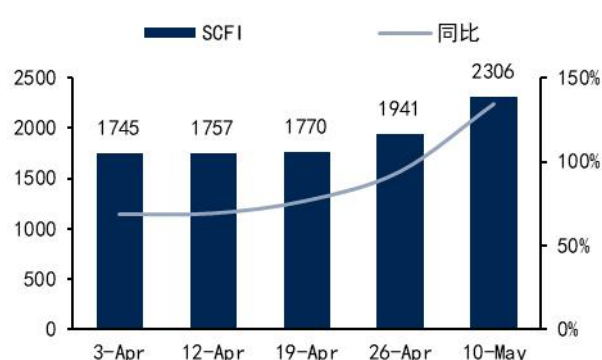
投资标的上, 中远海控或已具备较为显著的配置价值, 公司在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复, 2024 年度分红金额接近 50%净利润, 并回购股票进行注销, 积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑, 作为一线船东, 公司在收入端和成本端均具备一定议价优势, 有望取得明显超越市场平均的收益率, 在红海事件的推动下, 一季度海控实现 67.6 亿元归母净利润, 开始释放较大业绩弹性, 继续重点推荐中远海控。

图7: CCFI 综合指数



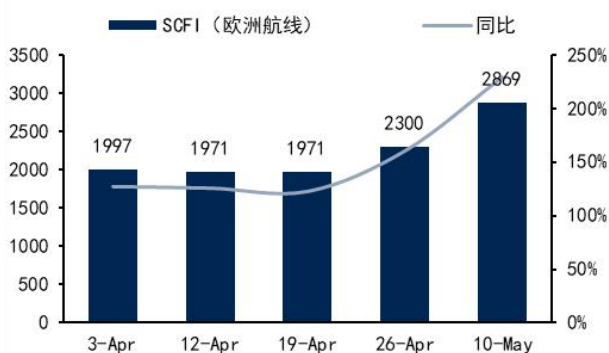
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)



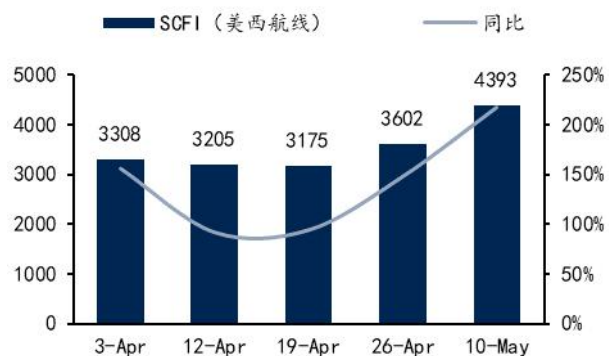
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

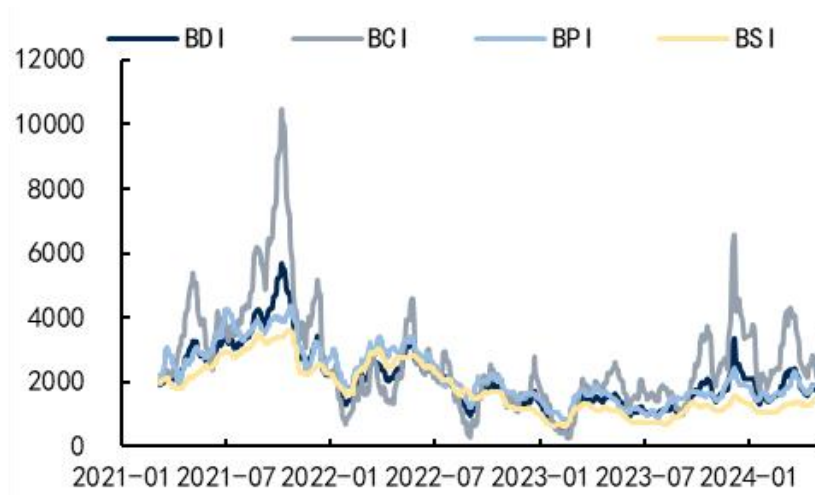
图12: SCFI (美东航线)



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 2129 点，环比上周上涨 13.5%。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 23.2%至 3292 点，同时小船亦跟进涨幅，BPI/BSI 分别上涨 7.5%/1.9%至 2026/1485 点。年初至今散货运价表现相对较强，地缘政治因素及潜在的美联储降息预期是主要推动力，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微幅下降，整体/国内客运航班量环比分别为-0.9%/-0.7%，相当于2019年同期的101.8%/108.3%，国际客运航班量环比下降1.9%，相当于2019年同期的72.8%，油价小幅高于去年同期水平。

三大航、春秋航空以及吉祥航空完成2024年一季报的披露。中国国航和中国东航一季度业绩同比完成大幅减亏，南方航空一季度业绩同比完成扭亏为盈，春秋航空和吉祥航空一季度业绩同比实现大幅增长。

1) 中国国航一季度，营业收入400.66亿元，同比增加59.83%，归母净利润-16.74亿元（23Q1为-29.26亿元），扣非归母净利润-17.13亿元（23Q1为-30.18亿元）。

2) 南方航空一季度，营业收入446.01亿元，同比增加31%，归母净利润7.56亿元，实现扣非归母净利润5.46亿元，较2023年同期扭亏为盈。。

3) 中国东航一季度，营业收入331.89亿元，同比增加49%，实现归母净利润-8.03亿元，实现扣非归母净利润-9.71亿元，同比2023年Q1大幅减亏。。

4) 吉祥航空一季度，营业收入57.2亿元，同比23年+29%，同比19年+38%；归母净利润3.7亿元，同比23年+125%，同比19年-7%；扣非归母净利润3.7亿元，同比23年+131%，同比19年+14%。

5) 春秋航空一季度，营业收入179亿元，同比+114%，归母净利润22.6亿元，同比扭亏；其中23Q4，营业收入38.4亿元，同比+117%，归母净利润-4.2亿元，同比减亏8.8亿元。24Q1，公司实现营业收入51.7亿元，同比+34%，归母净利润8.1亿元，同比23年+128%，同比19年+71%。

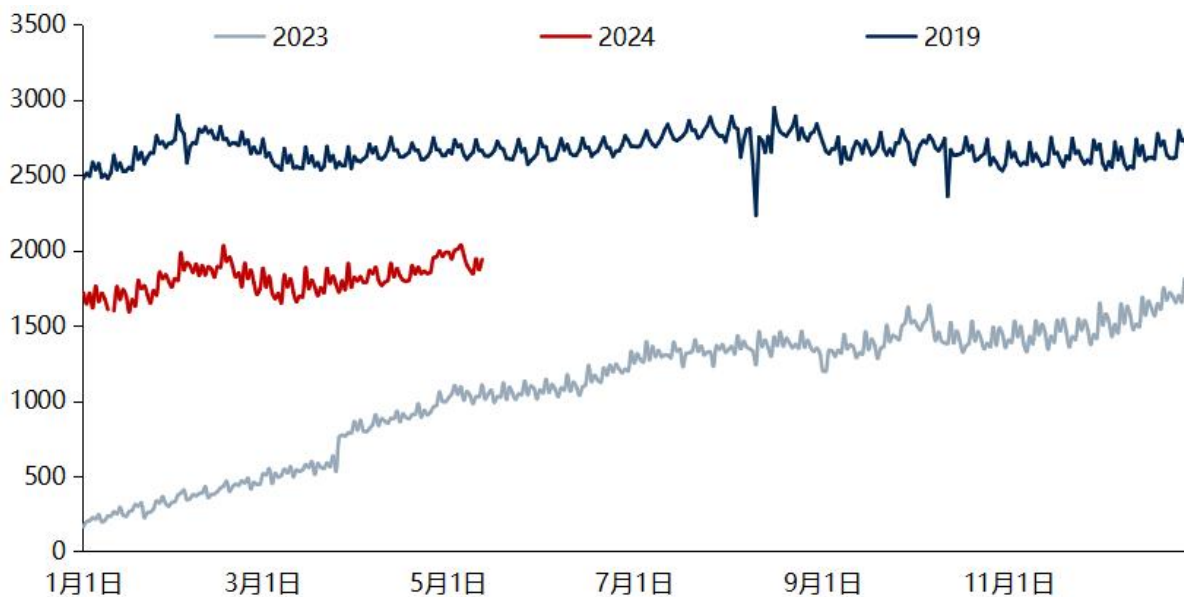
2024年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2024年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

图14: 民航国内航线客运航班量



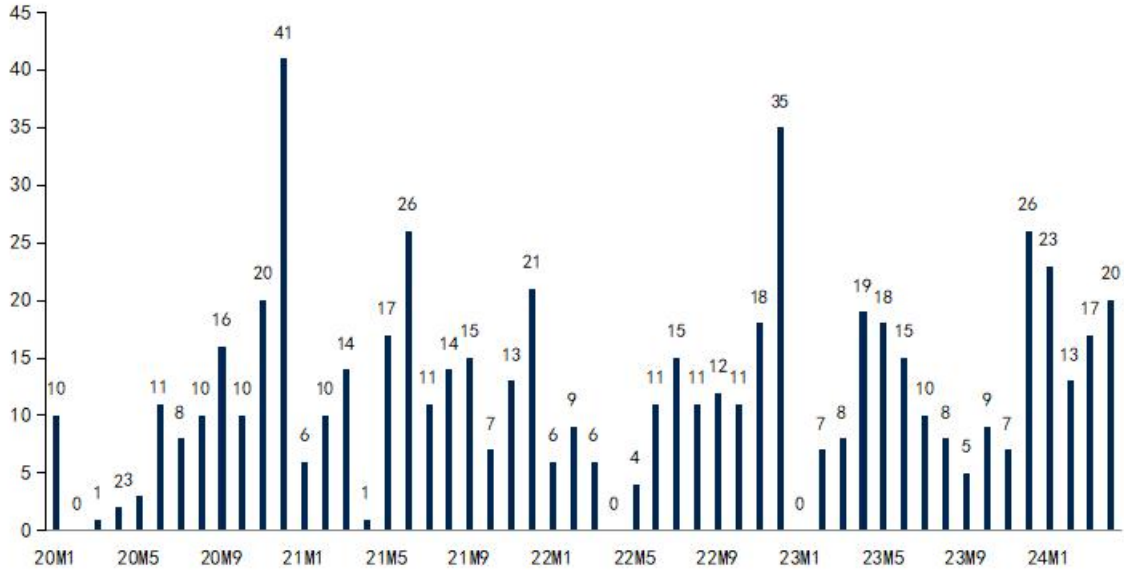
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

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 4 月 30 日)



资料来源: 民航休闲小站., 国信证券经济研究所整理

机场板块

机场板块披露一季报, 业绩基本符合预期。

- (1) 上海机场披露一季报, 2024Q1 公司实现归母净利润 3.86 亿元, 同比扭亏。
- (2) 白云机场披露 2023 年年报及 2024 年一季报, 2024 年一季度公司归母净利润 1.88 亿元, 同比增长 319%, 基本符合预期。
- (3) 深圳机场披露 2024 年一季报, 2024 年公司归母净利润 9458 万元, 基本符合预期。

国际航线仍有较大恢复空间, 2024 年值得期待。夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化, 其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋航季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%, 增量航线主要为国际航线的恢复, 上述机场国际 (含货) 周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复, 机场各项业务收入有望不断修复。

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

A 股快递上市公司完成一季报披露，快递公司一季度业绩整体表现稳健且符合预期。

顺丰控股一季度，实现营业收入 653.41 亿元，同比增长 7.03%（不含丰网业务，同比增长 8.20%）；实现归母净利润 19.12 亿元，同比增长 11.14%；实现扣非归母净利润 16.57 亿元，同比增长 9.21%。

圆通速递一季度，完成营业收入 154.27 亿元，同比增长 19.46%；实现归母净利润 9.43 亿元，同比增长 4.14%；实现扣非归母净利润 9.03 亿元，同比增长 3.23%。

韵达股份一季度，实现营业收入 111.56 亿元，同比增长 6.50%；实现归母净利润 4.12 亿元，同比增长 15.02%；扣非归母净利润 3.85 亿元，同比增长 11.50%。

申通快递一季度，实现营业收入 101.32 亿元，同比增长 15.87%；完成归母净利润 1.90 亿元，同比增长 43.20%；完成扣非归母净利润 1.86 亿元，同比增长 48.70%。

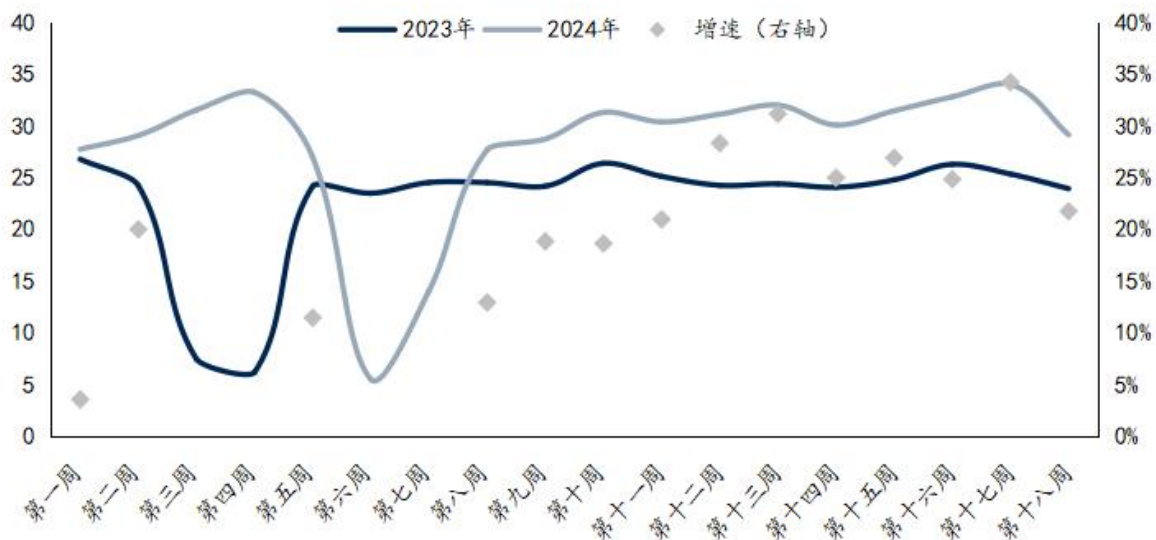
快递行业需求表现韧性较强。3 月快递业务量同比增速预计为 20.1%，快递业务收入同比增速预计为 13.2%。一季度，快递业务量、业务收入同比增速分别为 25.2% 和 17.4%。3 月，快递企业积极支撑电商平台“三八节”等春季促销活动，聚焦时令生鲜、网红潮品等领域，深入挖掘地方特色产品寄递需求，为春茶、花木等产品提供定制方案，推动业务规模持续增长。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，线上性价比商品的销售反倒可以支撑快递行业件量呈现较快增长态势。根据交通运输部数据，估计 4 月行业件量增速仍将超过 20%，我们预计 2024 年快递行业件量有望实现 10%-15%的较快增速。

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，因为现在通达兔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。

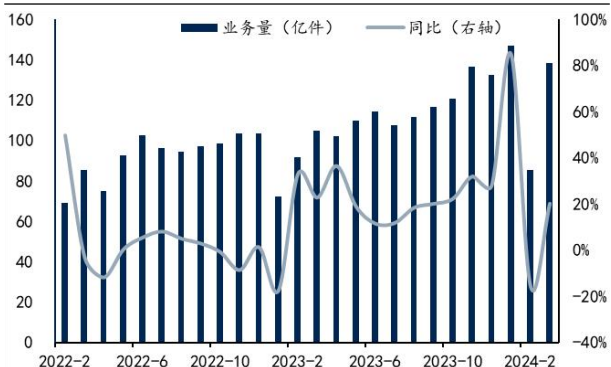
投资建议，在消费降级背景下，快递需求增长呈现较强韧性，表现超预期。行业竞争方面，通过对比通达兔公司的网络质量、市场份额、盈利能力等，现阶段并没有一家快递明显掉队，叠加监管层面的高质量发展指导，我们认为可预见范围内快递行业没有发动恶性价格战的可能性，但是由于行业竞争尚未出清，良性疾病竞争仍然将持续存在。因此我们判断 2024 年快递行业价格竞争将在可控范围内，而行业服务质量和合规要求更高的背景下行业龙头将加速分化，行业龙头业绩将维持较快增长态势且确定性较高，且快递龙头估值仍处于较低水平，中长期投资布局机会凸显，看好顺丰控股、圆通速递和中通快递，关注改善中的申通、韵达。

图17: 快递行业周度件量跟踪数据



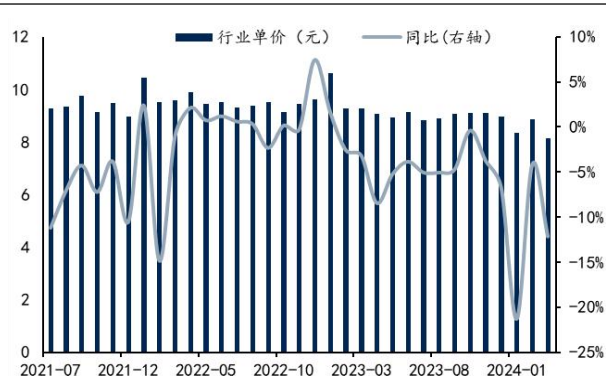
资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图18: 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

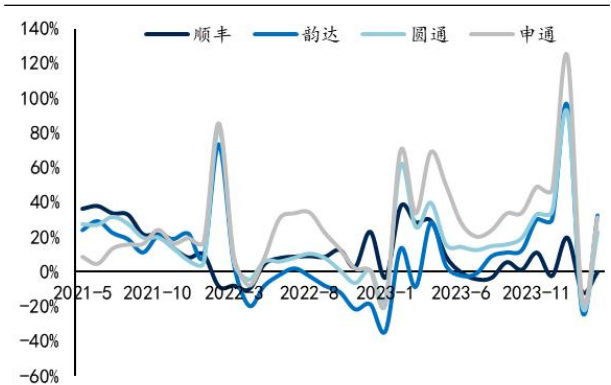
图19: 快递行业月度单票价格及同比



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

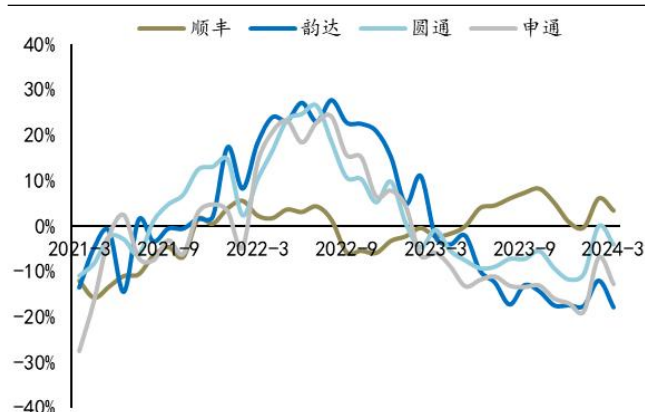
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 快递公司月度业务量同比增速



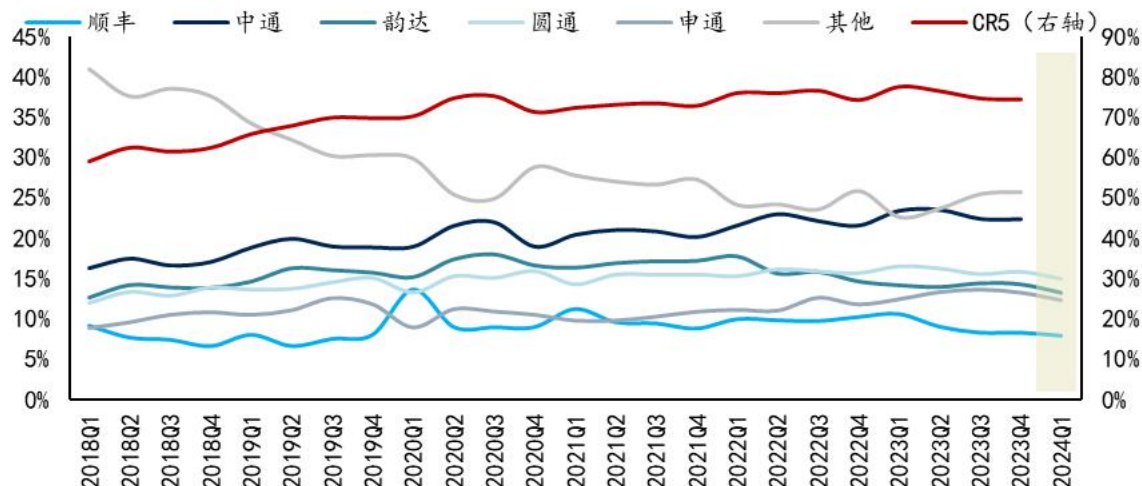
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 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22: 快递行业季度市场份额变化趋势



注：2024 年快递行业件量统计口径扩大，从而导致龙头快递企业的市场份额与之前的数据不可比

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 3 月，我国铁路运输旅客发送量 3.21 亿人，同比增长 14.6%；货运发送量 3.35 亿吨，同比下降 2.7%。2024 年 3 月，我国铁路运输旅客周转量 1136.2 亿人公里，同比增长 8.9%；货运周转量 3039.45 亿吨公里，同比下降 6.6%。
- 2) **公路方面**，2024 年 1 至 3 月我国公路客运量为 28.3 亿人次，同比增长 17.2%；公路货运量为 90.07 亿吨，同比增长 5.1%。

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 2024 年一季度单季实现营收 93.0 亿元 (+25.3%)，归母净利润 0.93 亿元 (+27.7%)。2023 年下半年，公司推进与京东物流的网络融合项目：1) 通过资产收购，全面接管京东物流 83 个转运中心的部分资产，实现快运网络的进一步拓展；2) 京东物流将原独立运营的快运业务的中转、运输环节交由公司操作。2023 年京东物流贡献了 32.4 亿元的收入，从而带动公司全年收入实现了 15.6% 的较快增速。剔除京东物流影响，在宏观经济增长承压的背景下，2023 年全年以及 2024 年一季度德邦原始物流业务也仍然实现了个位数的稳健增长。

德邦股份与京东物流的协同效应将在 2024 年加速显现：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，如果网络融合达到预期效果，2024 年京东物流贡献业绩有望超过 1 亿元。

而且，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。

此外，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 2024-2026 年归母净利润分别为 11.1/14.4/17.2 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 估值约 15 倍，股价还有较大的上涨空间。

2) 嘉友国际发布一季报，实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。

我国对蒙古焦煤进口量大增，嘉友国际煤炭供应链业务充分受益。根据海关数据，2023 年我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 110.6% 至 5393 万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 12.8pct 至 52.9%，其中，甘其毛都口岸进口煤炭 3651 万吨，同比上涨 102.4%。2024 年 Q1，甘其毛都口岸进口煤炭达 946 万吨，高基数下同比继续增长 23.1%。中蒙煤炭贸易规模的迅速扩大对公司供应链业务量形成支撑，2023 年公司主焦煤供应链贸易服务收入同比大幅增长 145.9% 至 44.3 亿元，毛利润同比增长 66.4% 至 5.2 亿元，我们预计随着 2024 年中盟煤炭贸易规模继续稳步扩大，嘉友煤炭供应链业务有望维持较快增长。

深度绑定大客户蒙古矿业公司 (MMC)，中蒙业务核心竞争力持续提升。2 月 22 日公司公告拟以自有资金向其大客户 MMC 的全资子公司收购煤炭公司 KEX 的 20% 股权，并与 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，一方面有望为公司提供较为可观的投资收益，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。

非洲业务步入正轨，中亚市场持续布局，看好公司持续扩张业务版图、复制商业模式。公司以刚果 (金)、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，在非业务已逐步形成规模，先后投资刚果 (金) 迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，打通萨

卡尼亚口岸与恩多拉运输通道，同时收购非洲本土跨境运输企业，提升干线运输能力，前期卡萨项目已全面投运，并将以萨卡尼亚口岸保税库为节点，匹配车队资源，打造跨境物流产品，提升非洲市场份额。中亚市场方面，公司1月16日公告与乌兹别克斯坦国铁公司签署合作备忘录，为后续项目合作奠定基础。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

投资建议

航运，航运板块五一后迎来开门红，集运各航线迎来全面大涨，本周 SCFI 大涨 18.8%，其中欧线/地中海/美西/美东线环比分别上涨 24.7%/21.0%/22.0%/19.3%，当前红海冲突的影响仍在持续，欧美零售补库推动行业需求有所回升，欧洲部分港口本周开始堵港，类似于 2021 年的供应链紊乱情况，一旦主要干线开始延误，会对其他航线的运力形成虹吸，如拥堵无法解决，集运运价有望再度超预期，继续推荐中远海控。油运方面，本周 VLCC 运价表现强劲，本周 TD3C 的 TCE 报 48600 美元/天，较上周提升 4400 美元/天。当前运价的波动性体现出行业运力已经偏紧，随着 2024-2025 行业供给进入空档期，供需格局有望持续改善，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，国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化，其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋航季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%，增量航线主要为国际航线的恢复，上述机场国际(含货)周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复，机场各项业务收入有望不断修复。

快递，在消费降级背景下，快递需求增长呈现较强韧性，表现超预期。行业竞争方面，通过对比通达兔公司的网络质量、市场份额、盈利能力等，现阶段并没有一家快递明显掉队，叠加监管层面的高质量发展指导，我们认为可预见范围内快递行业没有发动恶性价战的可能性，但是由于行业竞争尚未出清，良性价格竞争仍然将持续存在。因此我们判断 2024 年快递行业价格竞争将在可控范围内，而行业服务质量和合规要求更高的背景下行业龙头将加速分化，行业龙头业绩将维持较快增长态势且确定性较高，且快递龙头估值仍处于较低水平，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) 2024 年 3 月，我国铁路运输旅客发送量 3.21 亿人，同比增长 14.6%；货运发送量 3.35 亿吨，同比下降 2.7%。2024 年 3 月，我国铁路运输旅客周转量 1136.2 亿人公里，同比增长 8.9%；货运周转量 3039.45 亿吨公里，同比下降 6.6%。2) 2024 年 1 至 3 月我国公路客运量为 28.3 亿人次，同比增长 17.2%；公路货运量为 90.07 亿吨，同比增长 5.1%。

物流，自下而上推荐德邦股份，公司经营稳健且成长逻辑逐步兑现，2024 年一季度单季实现营收 93.0 亿元（+25.3%），实现归母净利润 0.93 亿元（+27.7%）。剔除京东物流影响，在宏观经济增长承压的背景下，2023 年全年以及 2024 年一季度德邦原始物流业务也仍然实现了个位数的稳健增长。2024 年公司将有有序推进与京东物流快运业务中转、运输环节的网络融合，此举有利于双方分拣、运输环节的资源整合，最终有望实现降本增效、盈利能力提升。

另自下而上推荐嘉友国际，公司一季度实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续加强，此外公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

我们看好供需关系紧张的周期股以及下游相对景气的物流价值股。推荐嘉友国际、圆通速递、中通快递、德邦股份、中远海控、中远海能、招商轮船、招商南油、顺丰控股、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