



Research and
Development Center

客货运输板块量价高弹性，基础设施板块稳健高分红

交通运输

2024年08月06日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

交通运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师
执业编号: s1500524070004
邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

客货运输板块量价高弹性，基础设施板块稳健高分红

2024年08月06日

本期内容提要：

➢ 快递：量有高增价格博弈缓和，业绩高弹性持续

业务量方面：电商快递件量规模扩张增速仍在，直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费渗透率进一步提升，另一方面网购消费行为的下沉化和碎片化推动了单快递包裹实物商品网购额的下行，我们认为快递行业相对上游电商仍有超额成长性。24年上半年快递行业业务量增速中枢稳步回归，我们预计，2024全年快递行业业务量或仍能维持15%-20%甚至更高的同比增长。

盈利方面：基于对政策、龙头意向及产能、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对2023年的边际变化角度，未来行业价格竞争或将趋于缓和，此外叠加单票成本受益于规模效应及管理改善的下行，将驱动单票盈利进一步向上提升。

投资建议：1) 加盟制方面，估值或已调整到位，重视经营改善机会，推荐中通快递-W、韵达股份、圆通速递，关注申通快递。**2) 直营制方面，**推荐综合快递物流龙头顺丰控股，公司经营拐点凸显，有望打开中长期价值空间。

➢ 航空：出行复苏持续，淡季触底旺季仍有量价弹性

出行修复：2024年民航客运量及航班量明显提升，24H1民航客运量/航班量累计3.51亿人次/258万架次，较2019年同期+9.0%/+3.1%；其中24Q1民航客运量/航班量较2019年同期分别+10.3%/+4.6%，24Q2民航客运量/航班量较2019年同期分别+7.7%/+1.5%。国内外看，2024年以来，国内线回归正常增长，月度出行情况均已超过2019年同期水平；国际线客运量及航班量恢复率逐月提升，1-6月累计恢复率分别为81.8%/70.6%。

淡季商旅疲弱，悲观预期已释放。2024年春运过后，出行旺季切换为淡季，3、4月航司运力及周转量持续走低，恢复率出现较大回落。出行转入淡季后，受整体经济较疲软影响，主要支撑淡季的商旅出行表现较弱，致使二季度整体出行下滑较快，出行量价均呈现下降趋势，板块悲观预期加强。复盘板块走向，2023年以来，航空运输板块已经历几次波动下降，悲观预期已释放，行业处偏底部。

旺季出行需求仍有支撑，或带来业绩超预期驱动。2024年以来各个节假日，民航出行的客流量较2019年同期均保持稳增；与2023年对比，五一和端午假期民航客流量在高基数情况下仍实现一定增长，出行需求表现较强。后续暑运旺季及十一小长假来临，出行需求仍有支撑，民航出行或有亮眼表现，有望驱动航司业绩大幅回升。

➢ 航运：短期供需带来运费弹性，中长期关注运力周期

集运、油运市场需求端在“红海事件”影响下整体企稳，供给端短期运力交付有限而中长期运力投放节奏或有波动，我们预计全年盈利有望维持高位。2024年以来，集运运价大幅拉升，上半年CCFI欧线平均实现2033.68点，同比增长58.56%；油运运价有所波动，上半年原油油轮加权平均收益平均

实现 5.11 万美元/日，同比下滑 19.10%。

➤ **公路及铁路货运：业绩长坡厚雪，现金流带来高分红持续**

高速公路：全年预计前低后高，分红稳健高股息特性凸显。板块 24Q1 归母净利润同比下降 2.7% 至 73.52 亿元，我们分析主要是极端恶劣天气、春节客车免费通行期延长及同期高基数（防疫管控优化初期）等综合影响，属于偶发因素，全年受益于客车短途自驾出行偏好提升及宏观经济向好带动的货车稳增，仍有望实现稳健增长。此外关注高速公路行业新法规推进带来的情绪催化，《收费公路管理条例（修订）》已经列入国务院 24 年度立法工作计划，属于拟制定、修订的行政法规，未来建议关注新公路法律法规落地进展。基于成长性叠加高股息主线，推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注宁沪高速、粤高速 A。

西煤东运：24 年一季度受到主产区煤炭限产影响，中长期仍有运量支撑，关注绝对收益高股息配置价值。24 年以来山西煤炭生产情况或一定程度上影响了相关区域发运情况（受安监趋严、治理“三超”、春节假期、煤炭价格下行影响生产积极性等多重因素叠加影响，24H1 山西省原煤产量同比下降 13.5%），相应大秦线运量同比下降 7.1% 至 1.93 亿吨。山西省已出台《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》。提出在确保安全生产的前提下，2024 年全省煤炭产量将稳定在 13 亿吨左右，单月看 3-6 月山西省原煤产量同比增速分别 -21.0%、-11.9%、-6.9%、-6.5%，降幅已逐步收窄。建议关注西煤东运国铁龙头大秦铁路的稳健股息价值，经营层面公司量价有望维稳，分红层面公司制订《23-25 年股东分红回报规划》，承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配，或有望延续股息价值。

疆煤外运：迎来运量高增，关注广汇物流能源物流业绩增长兑现。上游产能投放增加、运输资源能力供给边际宽松叠加下游终端需求高位维稳，疆煤外运延续高增，24 年上半年铁路外运量同比增长 131.1%，未来有望延续增长趋势。关注疆煤外运铁路龙头广汇物流，公司顺应疆煤外运大趋势发展能源物流业务，经营基本面有望改善。

➤ **港口：出口复苏吞吐稳健，资产回报进入上行期**

港口行业吞吐量维持稳健增长，短期受益于出口复苏，同比增速略有上浮。中期看，随着吞吐量稳增，叠加产能建设维持理性，我们认为港口行业产能利用率将稳步提升，从业绩、分红、估值维度看，绝对收益优选低估值高分红标的青岛港（601298.SH/6198.HK）、唐山港（601000.SH）。我们基于对公司 2024 年的盈利预测以及 2024 年 8 月 5 日收盘价，测算青岛港若分红比例为 40%~50%，对应 2024 年股息率为 3.7%~4.6%；唐山港若维持派发 0.2 元/股分红，对应 2024 年股息率为 3.9%。

➤ **风险因素：实物商品网购需求不及预期；电商快递价格竞争恶化；末端加盟商稳定性下降；宏观经济不及预期；出行需求恢复不及预期；国际航线恢复不及预期；油价大幅上涨风险；人民币大幅贬值风险；客货流量不及预期；分红政策不及预期；油轮船队规模扩张超预期；航运环保监管执行力度不及预期；港口整合不及预期。**

目录

交运行业综述.....	8
一、弹性篇：客货运输板块量价高弹性.....	8
1 快递：量有高增价格博弈缓和，业绩高弹性持续.....	8
1.1 行业盈利框架.....	8
1.2 单量持续高增.....	10
1.2.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长.....	10
1.2.2 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长.....	11
1.2.3 电商快递格局分化或为中长期趋势，重视商流的赋能.....	13
1.2.4 快递件量增速有望持续超预期.....	15
1.3 价格趋稳，单票盈利修复.....	18
1.3.1 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序.....	18
1.3.2 24Q1 单票净利环比 23Q4 旺季企稳，后续高基数效应消退后有望同比提升.....	23
1.4 估值进入修复期.....	25
2 航空：出行复苏持续，淡季触底旺季仍有量价弹性.....	27
2.1 出行持续修复.....	27
2.2 淡季商旅疲弱，悲观预期已释放.....	28
2.3 旺季出行需求仍有支撑，或带来业绩超预期驱动.....	31
3 航运：短期供需带来运费弹性，中长期关注运力周期.....	33
3.1 外贸海运需求企稳，危化品运输需求静待复苏.....	33
3.2 短期整体维持供给紧张，需要关注中长期运力投放节奏.....	35
3.3 外贸运费短期企稳，今年盈利高位可期.....	38
附：航运及危化品物流核心标的盈利预测及估值.....	39
二、稳健篇：基础设施板块稳健高分红.....	40
4 公路及铁路货运：业绩长坡厚雪，现金流带来高分红持续.....	40
4.1 高速公路：全年预计前低后高，分红稳健高股息特性凸显.....	40
4.2 西煤东运：24 年一季度受到主产区煤炭限产影响，中长期仍有运量支撑，关注绝对收益高股息配置价值.....	41
4.3 疆煤外运：迎来运量高增，关注广汇物流能源物流业绩增长兑现.....	42
5 港口：出口复苏吞吐稳健，资产回报进入上行期.....	45
5.1 短期看出口复苏，需求稳健吞吐量稳步上升.....	45
5.2 中期看产能利润率回升，资产回报进入上行期.....	46
5.3 港口从业绩、分红、估值维度看，绝对收益优选低估值高分红标的.....	47
5.3.1 青岛港：集装箱吞吐量延续高增趋势，预计 2024 年对应股息率 3.7%~4.6%.....	47
5.3.2 唐山港：货物吞吐量稳增，预计 2024 年对应股息率 3.9%.....	48
5.3.3 青岛港、唐山港当前估值.....	49
附：港口核心标的盈利预测及估值.....	51
6 风险因素.....	52

表目录

表 1：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理.....	20
表 2：快递重点公司估值表.....	26
表 3：2023 年以来各个节假日国内旅游出行情况一览.....	31
表 4：2024 年以来节假日出行情况一览.....	32
表 5：航司盈利预测及估值汇总（截至 2024/8/5）.....	32
表 6：2024 年 6 月全球在营油轮中 25 年以上船龄运力占比 0.84%.....	37
表 7：航运及危化品物流核心标的盈利预测及估值（2024 年 8 月 5 日）.....	39
表 8：公路及铁路货运行业重点公司估值表.....	44
表 9：2010 年起，各项政策指导港口理性建设.....	46
表 10：青岛港历史分红数据以及 2024 年分红测算.....	48
表 11：唐山港历史分红数据以及 2024 年分红测算.....	49
表 12：青岛港、唐山港可比估值表（2024 年 8 月 5 日）.....	50
表 13：港口核心标的盈利预测及估值（2024 年 8 月 5 日）.....	51

图目录

图 1: 快递公司履约流程解析.....	9
图 2: 快递行业盈利分析框架.....	10
图 3: 电商快递企业单量成长性驱动框架.....	11
图 4: 2024 年前 6 月实物商品网上零售额同比增长 8.8%.....	12
图 5: 预计 23-26E 直播电商市场规模复合增长 18.4%.....	12
图 6: 内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升.....	12
图 7: 2024 年前 6 月快递单包裹货值同比下降 12.5% (元).....	13
图 8: 2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩.....	13
图 9: 我国网民数量稳步提升.....	13
图 10: 2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点.....	14
图 11: 2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%.....	14
图 12: 抖音直播 GMV 高速增长 (亿元).....	14
图 13: 直播电商为通达系快递包裹重要来源.....	15
图 14: 24 年前 6 月行业快递业务量同比增长 23.1%.....	15
图 15: 24 年前 6 月异地快递业务量占比 88.7%.....	15
图 16: 24Q1 中通快递业务量同比增长 13.9%.....	16
图 17: 2023 年中通快递业务量份额 22.9%.....	16
图 18: 24 年前 6 月圆通快递业务量同比增长 24.8%.....	16
图 19: 2023 年圆通快递业务量份额 16.1%.....	16
图 20: 24 年前 6 月韵达快递业务量同比增长 30.0%.....	17
图 21: 2023 年韵达快递业务量份额 14.3%.....	17
图 22: 24 年前 6 月申通快递业务量同比增长 32.5%.....	17
图 23: 2023 年申通快递业务量份额 13.3%.....	17
图 24: 24 年前 6 月顺丰速运物流业务量同比增长 6.5%.....	18
图 25: 我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制” (%).....	19
图 26: 快递票单价与服务业居民物价指数呈背离趋势.....	20
图 27: 快递量收增速差自 2021 年以来有所收窄.....	20
图 28: 极兔中国快递包裹量增速放缓.....	21
图 29: 极兔中国单票亏损显著收窄.....	21
图 30: 中通快递季度单票收入走势.....	21
图 31: 圆通快递月度票单价走势.....	22
图 32: 韵达快递月度票单价走势.....	22
图 33: 申通快递月度票单价走势.....	23
图 34: 24Q1 中通单票调整后归母净利润 0.31 元.....	23
图 35: 24Q1 中通归母净利率 22.1%.....	23
图 36: 24Q1 圆通单票归母净利润 0.17 元.....	24
图 37: 24Q1 年圆通归母净利率 6.1%.....	24
图 38: 24Q1 韵达单票归母净利润 0.08 元.....	24
图 39: 24Q1 年韵达归母净利率 3.7%.....	24
图 40: 24Q1 申通单票归母净利润 0.04 元.....	25
图 41: 24Q1 年申通归母净利率 1.9%.....	25
图 42: 2024 年月度全国民航客运旅客量均超过 2019 年同期.....	27
图 43: 2024 年月度客运航班量均超过 2019 年同期.....	27

图 44: 国内线客运量已超过 2019 年同期, 恢复为正常增长	27
图 45: 2024 年 6 月国际线客运量恢复至 2019 年同期的 88.1%	27
图 46: 民航业整体运力及周转量快速恢复, 运力恢复快于需求	28
图 47: 民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄	28
图 48: 5-6 月各航司国内线 ASK 较 2019 年同期恢复率回升	29
图 49: 5-6 月各航司国内线 RPK 较 2019 年同期恢复率回升	29
图 50: 各航司国内线客座率较 2019 年同期差距进一步缩减	29
图 51: 航司季度单位 RPK 收入较 2019 年同期增长率下降	29
图 52: 3 月工业增加值明显偏弱, 4-6 月恢复增长	29
图 53: 二季度制造业 PMI 逐渐走低	29
图 54: 服务业企业 3-5 月营收走弱	30
图 55: 3-5 月, 月度固定资产投资额同比增速逐月放缓	30
图 56: 对比 2019 年同期, 铁路客运量增速一直快于民航	30
图 57: 三月和四月, 铁路客运量增速与民航的比值增大	30
图 58: 2023 年初至今, 航空运输指数波动下降	31
图 59: 红海事件同时影响欧线、美线	33
图 60: 美国季调库存、销售总额同比	34
图 61: 美国洛杉矶港集装箱进口量结构	34
图 62: 美国洛杉矶港集装箱进口量空箱比率	34
图 63: OPEC 原油日均产量	34
图 64: 美国原油日均产量	34
图 65: 中国原油日均净进口量	35
图 66: 印度原油日均净进口量	35
图 67: 中国主要化学品生产总量	35
图 68: 中国化学原料和化学制品制造业利润总额	35
图 69: 全球集装箱船合计运力、拆解运力、交付运力	36
图 70: 全球集装箱船新签订单、手持订单覆盖率	36
图 71: 全球集装箱港口拥堵指数	36
图 72: 集装箱港口拥堵指数-新加坡	36
图 73: 全球集装箱船在手订单占比	36
图 74: 全球油轮合计运力、拆解运力、交付运力	37
图 75: 全球油轮新签订单、手持订单覆盖率	37
图 76: 全球油轮船龄及拆解船龄	37
图 77: 中国出口集装箱运价指数 CCFI、上海出口集装箱运价指数 SCFI	38
图 78: 原油油轮分航线等效期租金及加权平均收益	38
图 79: 公路板块 24Q1 归母净利润同比下降 2.7%	40
图 80: 公路板块 2023 年自由现金流同比增长 76.4%	40
图 81: 收费公路收支缺口不断增大	41
图 82: 收费公路养护经费不断扩张	41
图 83: 24 年前 6 月山西原煤产量同比下降 13.5%	41
图 84: 24 年前 6 月大秦线运量同比下降 7.1%	41
图 85: 大秦铁路 24Q1 归母净利润同比下降 16.6%	42
图 86: 新疆原煤产量占全国比重显著提升 (月度累计)	43
图 87: 24 年上半年疆煤铁路外运量同比增长 131.1%	43
图 88: 广汇物流 23 年及 24Q1 归母净利润回升	43
图 89: 中国进出口金额	45

图 90: 中国港口货物吞吐量结构	46
图 91: 中国港口集装箱吞吐量	46
图 92: 中国沿海港口万吨级以上泊位数	47
图 93: 青岛港货物吞吐量	47
图 94: 青岛港集装箱吞吐量	47
图 95: 唐山港散杂货吞吐量结构	48
图 96: 中国铁矿石现货价格指数 CSI: 进口块矿 (62%Fe)	49
图 97: 全国主要 45 港口以及京唐港铁矿石库存	49

交运行业综述

交通运输行业从业务属性角度可以分为基础设施类和运输类两类子板块，基础设施类板块主要以公路、铁路、港口、机场为代表，运输类板块主要以快递、物流、航空、航运为代表。从运输标的角度可以分为货物运输和客运两类，在运输板块中，快递物流以及航运主要以货运盈利为主，航空以及高铁主要以客运盈利为主。

我们综合看基础设施类和运输类两类子板块，业绩驱动来源有所区别：

1) 基础设施类板块基于费率的稳定性，业绩驱动来自量的驱动，伴随经济的增长，货运及客运运量中长期稳步增长，带来基础设施类板块业绩稳健，但低弹性。

2) 运输类板块费率相对市场化，业绩驱动来自量和价的双轮驱动，产能周期或带来费率周期，业绩或有周期性，但需求增长趋势下量价双驱动带来业绩高弹性。

综合货运和客运的复苏以及经济的发展，我们继续看好快递的量价上行、航空复苏、航运供需改善带来的高弹性，同时继续看好公路铁路港口高分红带来的绝对收益属性。

一、弹性篇：客货运输板块量价高弹性

运输类板块费率相对市场化，业绩驱动来自量和价的双轮驱动，产能周期或带来费率周期，业绩或有周期性，但需求增长趋势下量价双驱动带来业绩高弹性。

我们看好快递的量价上行、航空复苏、航运供需改善带来的高弹性。

1 快递：量有高增价格博弈缓和，业绩高弹性持续

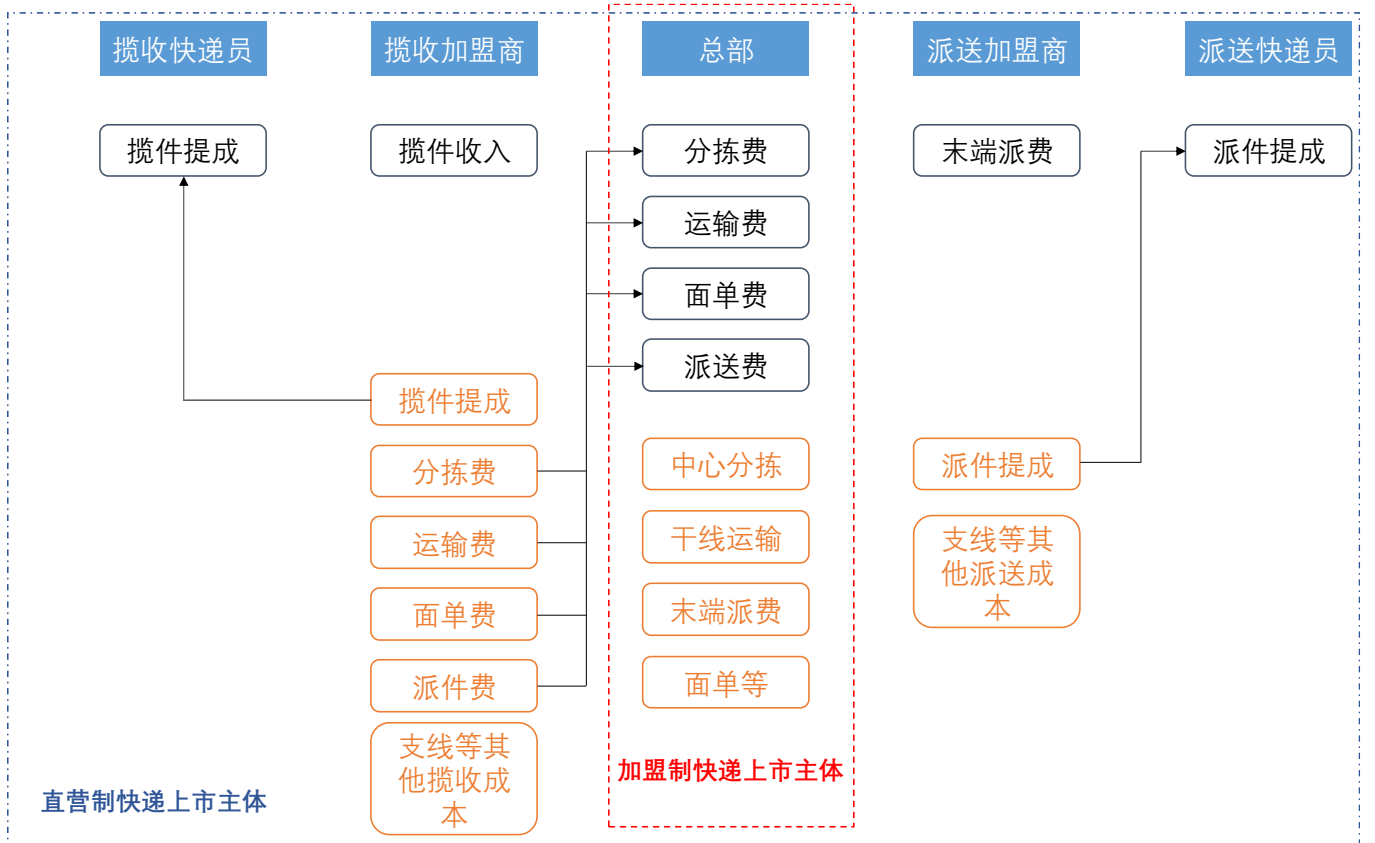
量、价风险消除，业绩弹性带来估值修复。快递企业核心驱动来自单量增长及单包裹盈利的提升。

1.1 行业盈利框架

商业模式：快递行业的商业模式包括直营制及加盟制。快递是指物流企业(含货运代理)通过自身的独立网络(直营制)或以联营合作(即加盟制)的方式，将用户委托的文件或包裹快捷而安全地从发件人送达收件人的门到门运输方式，具有高时效性、高劳动密集性、低差异化竞争程度等特点。

1) 对于直营制快递企业：对快递服务的揽收、分拣、运输、派送的全链路进行标准化的统一管理。**直营制快递企业的发展，更加需要考虑服务溢价能力及成本管控能力。**

2) 对于加盟制快递企业：自身总部主要负责分拣及干线运输，末端服务由加盟商负责运营提供，组织形式相对灵活，能够实现相对低成本的快速扩张。**加盟制快递企业的发展，更加需要考虑份额提升能力及链路主体利益协同能力。**

图1：快递公司履约流程解析


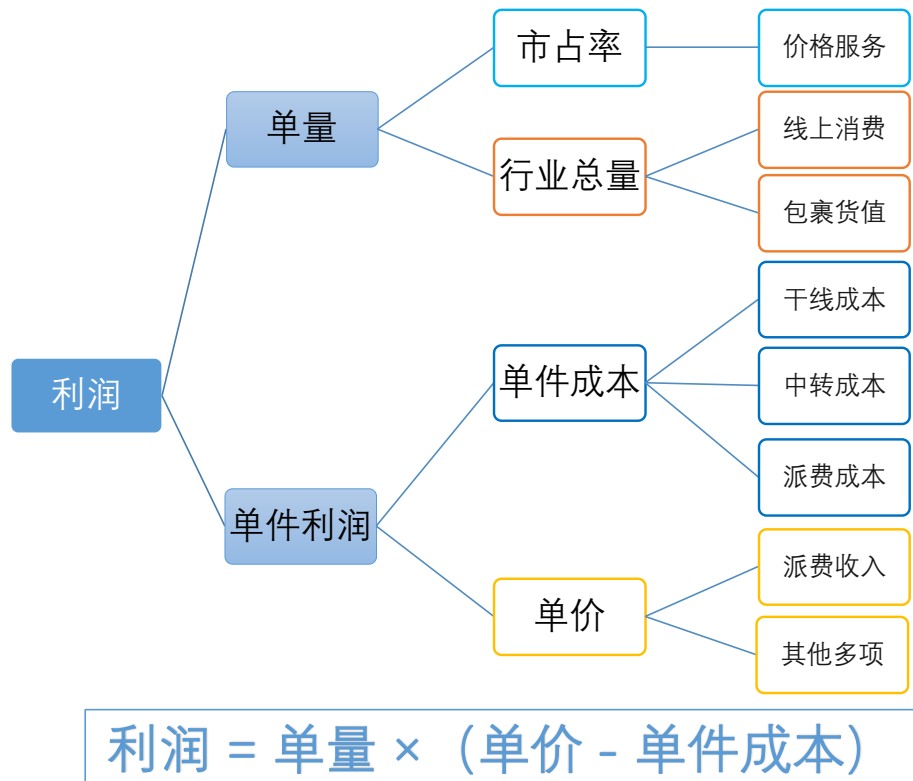
资料来源：信达证券研发中心

盈利驱动：单量、单价及单票成本构成盈利的核心驱动要素。

1) 单量：指快递企业履约产生的包裹量。单量的增长直接带来规模与份额的提升，此外随单票增长而逐步增强的规模效应也有望间接地对单票固定成本产生优化作用。

2) 单价：指快递企业提供快递物流服务相应向客户收取的费用，与货品结构、重量及运输距离相关。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）直接向消费者收取全链路费用（收派、中转、运输等）形成总部的收入，加盟制快递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）向前端加盟商收取中间环节费用（中转、运输等）形成总部的收入。单票价格的变动趋势，是反映行业格局竞争情况的重要指标。

3) 单票成本：指快递企业提供快递物流服务相应需要付出的开支。其中，直营制快递企业（以顺丰、京东、邮政、德邦等为代表）总部产生的成本涵盖收派、中转、运输等全链路，加盟制递企业（以中通、韵达、圆通、申通、极兔等为代表）总部产生的成本仅涵盖中转、运输等中间环节。电商消费的常态化、行业规模效应的提升、车辆及土地资产的自有化、设备资产的自动化等有望驱动单票成本的下降。

图2：快递行业盈利分析框架


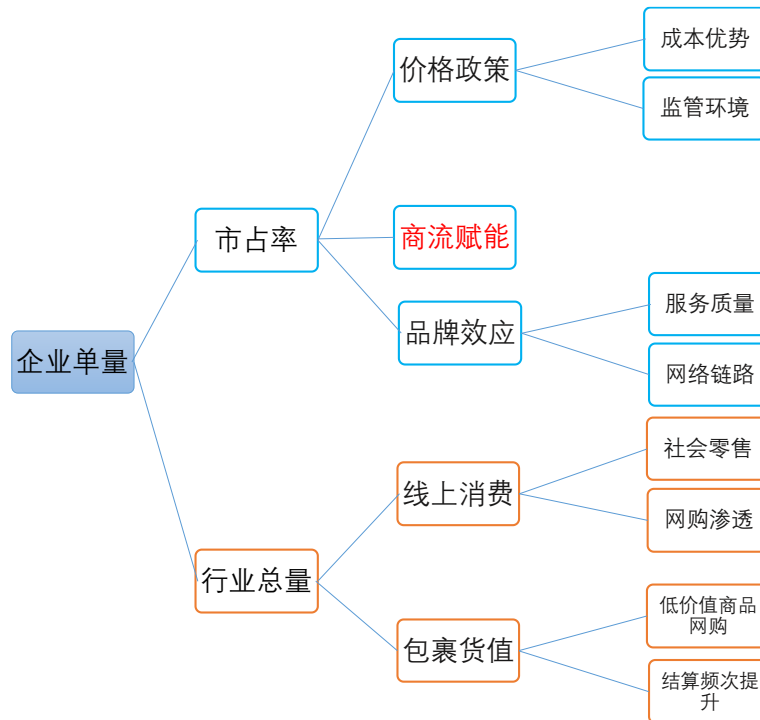
资料来源：信达证券研发中心

1.2 单量持续高增

1.2.1 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长

对于总业务量的增长，主要得益于线上消费增长及单包裹货值下行。一方面线上消费构成原始驱动，其中社会零售总额的增长是基础，网购渗透率的提升带来线上消费的驱动；另一方面单包裹货值下行构成增量，而单包裹货值的下行由网购订单碎片化趋势驱动。

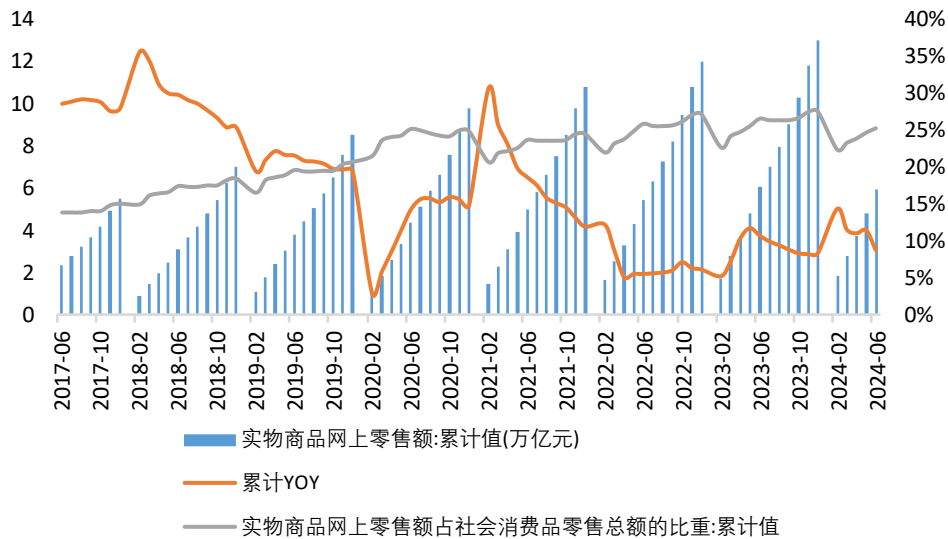
对于快递头部企业的份额提升，主要得益于品牌服务能力及低成本带来的价格策略优势。一方面快递需求的变化已经逐步由完全的价格敏感转向服务敏感，快递网络链路稳定性及完善程度是快递品牌服务的重要基础之一；另一方面，龙头资产储备具备先发优势，较强的规模效应能够带来较为灵活的价格杠杆调节能力。此外，我们认为电商快递企业份额驱动因素的关键边际增量在于上游电商平台的商流赋能。

图3：电商快递企业单量成长性驱动框架


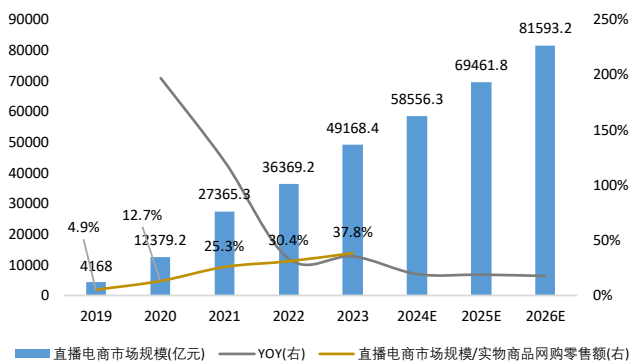
资料来源：信达证券研发中心

1.2.2 网购渗透率提升叠加单包裹货值下行，有望驱动电商快递业务总量增长

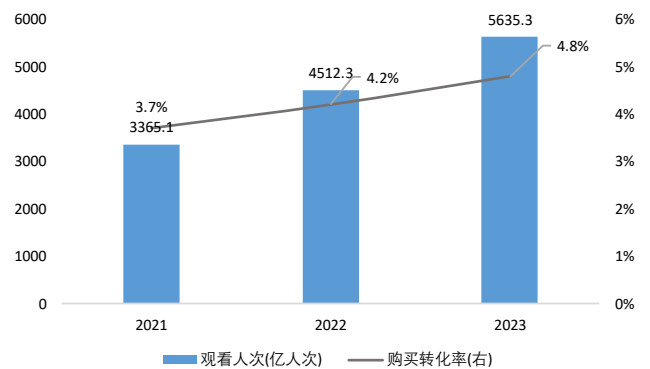
实物商品网购增长仍有驱动。2024年前6月实物商品网购零售额5.96万亿元，同比增长8.8%，增速高出社零总额同比增速5.1个百分点，占社零总额比重25.3%。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据艾瑞咨询《2023年中国直播电商行业研究报告》预计，我国直播电商行业市场规模2023-2026E年复合增速18.4%，渗透率由2019年4.9%提升至2023年37.8%，其中2023年市场规模同比增长35.2%至4.92万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出到2025年北京市直播电商成交额达2万亿元（为2023年全国直播电商市场规模的40.7%）。

图4：2024年前6月实物商品网上零售额同比增长8.8%


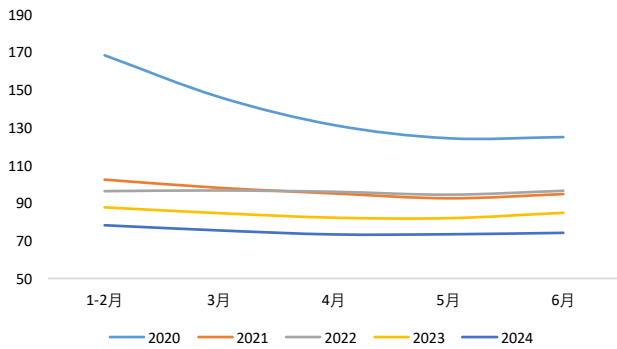
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：预计23-26E直播电商市场规模复合增长18.4%


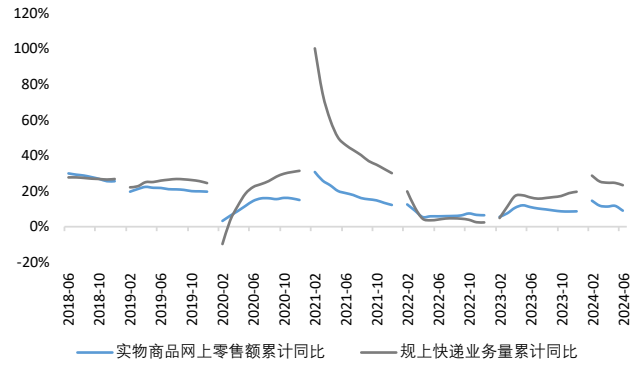
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图6：内容平台直播电商观看人次及购买转化率稳步提升

 资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心
 备注：购买转化率=购买人次/观看人次

单个快递包裹承接的实物商品网购货值逐步下行。受到社交电商无购物车模式带动结算频次提升以及直播电商发展共同带来的电商平台订单碎片化影响，我们以累计实体网购零售额除以累计快递单量测算，2024年前6月，快递单包裹货值同比下降12.5%至74.34元。我们预计，后续直播电商进一步崛起背景下，一方面网购消费进一步下沉化，另一方面网购消费进一步冲动化（根据电商报，直播电商平均退货率为30%-50%，高于传统电商退货率的10%-15%），快递单包裹货值仍有持续下降空间。

图7：2024年前6月快递单包裹货值同比下降12.5%（元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

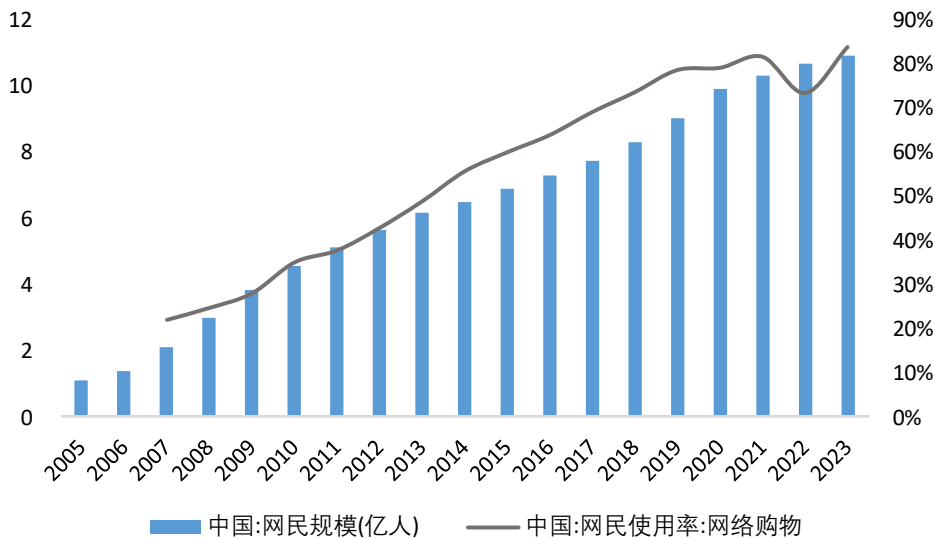
图8：2023年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2.3 电商快递格局分化或为中长期趋势，重视商流的赋能

上游驱动电商行业经历三次变革，直播电商有望最新接棒：

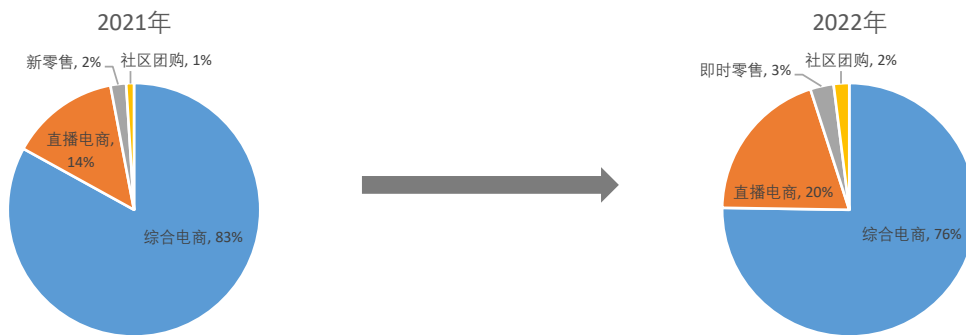
- 1) 2005-2017年：通讯科技（智能手机、支付技术等）完善，淘系、京东网购的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，网购的基本盘形成，拓宽了我国居民的消费渠道，网民数量由1.11亿人提升至7.72亿人。
- 2) 2018-2020年：网购普及度进一步提升，拼多多社交拼团的崛起驱动快递行业的发展。**此阶段，社交拼团带动了网购的下沉，实物商品网购渗透率由18.4%提升至24.9%。
- 3) 2021年至今：网购营销创新，抖音快手等直播电商的崛起驱动了快递行业的发展。**此阶段，直播带货作为一种重要的网购营销新形式崛起，通过立体化的营销策略进一步带动了网购下沉及冲动消费。

图9：我国网民数量稳步提升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

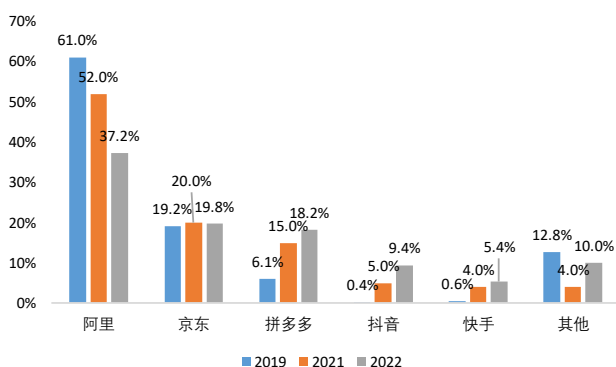
直播电商在电商平台中的话语权稳步提升。2022年，直播电商GMV占整体电商市场GMV比重达20%，同比提升6个百分点；其中，抖音及快手合计GMV份额达14.8%（2019年合计仅为1.0%）。抖音直播电商2022年GMV高达1.5万亿元，2018-2022年复合增速高达250.0%。我们认为，未来新兴平台服务能力进一步完善及下沉战略渗透率进一步提升，或有望实现GMV份额进一步提升。

图10：2022年直播电商GMV份额同比提升6个百分点



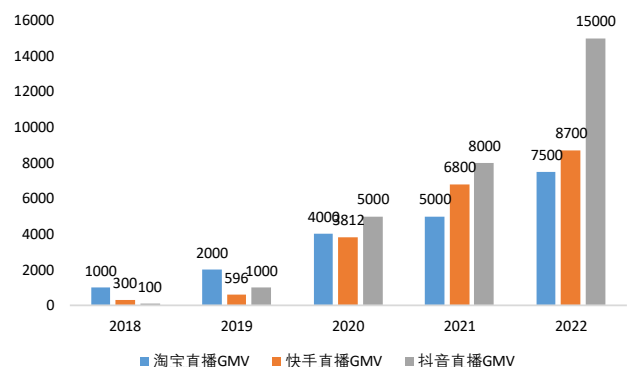
资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图11：2022年抖音+快手GMV份额已经接近15%



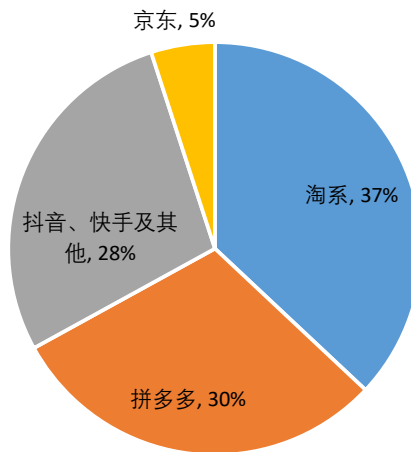
资料来源：电商报，星图数据，驱动中国官方微博，信达证券研发中心

图12：抖音直播GMV高速增长（亿元）



资料来源：招商银行研究院，星图数据，信达证券研发中心

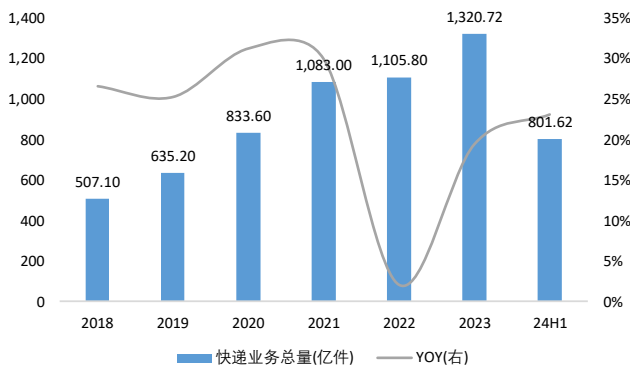
对应下游电商快递行业包裹量结构，直播电商有望贡献显著增量。根据招商银行研究院统计，通达系快递企业包裹件量中，阿里系（淘宝+天猫）占比37%，拼多多占比30%，抖音快手及其他占比28%。从结构趋势的变动上看，我们分析阿里系包裹量占比较此前有一定下降，与此同时抖音快手等直播电商包裹量占比较此前有一定提升。展望未来，伴随着直播电商相对高增速的持续，抖音、快手等直播电商对电商快递包裹量的贡献程度有望进一步提升。

图13：直播电商为通达系快递包裹重要来源


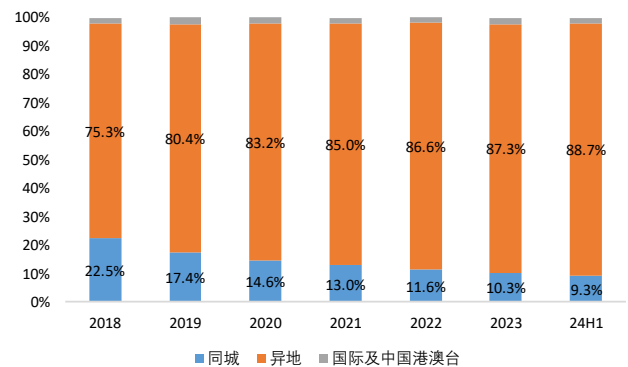
资料来源：招商银行研究院，信达证券研发中心

1.2.4 快递件量增速有望持续超预期

电商消费的下沉化及直播电商的增长，有望带来行业件量增速中枢的超预期上移。24年前6月行业件量同比增长23.1%，实物商品网上零售额同比增长8.8%，高出14.3个百分点，剔除22年疫情影响因素，24年前6月行业快递业务量较21年同期复合增速接近20%。结合中通快递首席财务官颜惠萍女士在中通快递2024年第一季度未经审计财务业绩公告中的指引，我们预计，2024全年快递行业业务量或仍能维持15%-20%甚至更高的同比增长，或有望延续超预期趋势。

图14：24年前6月行业快递业务量同比增长23.1%


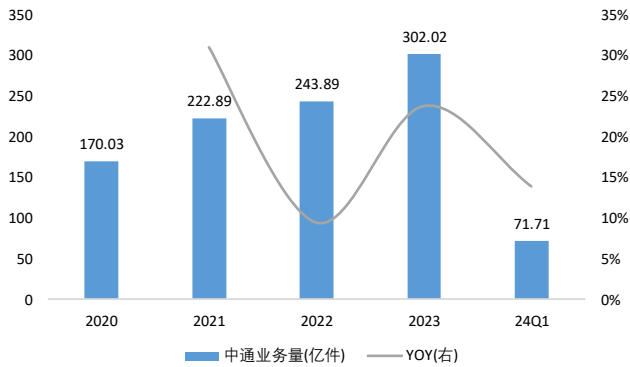
资料来源：Wind，国家邮政局，信达证券研发中心

图15：24年前6月异地快递业务量占比88.7%


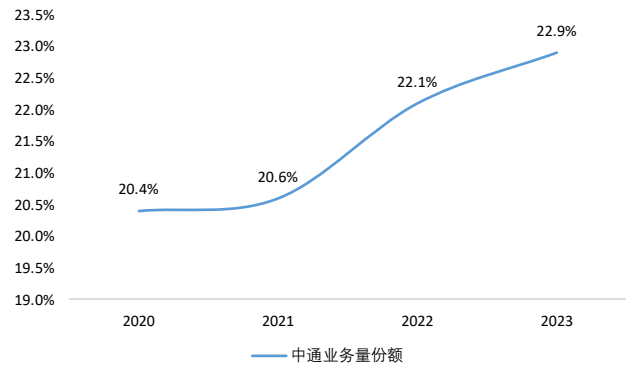
资料来源：Wind，国家邮政局，信达证券研发中心

企业方面，件量增速有所分化：

1) **中通快递**：2023年快递业务量302.02亿件，同比增长23.8%，高出行业增速4.4个百分点；2024年一季度快递业务量71.71亿件，同比增长13.9%，我们分析主要是公司主动梳理客户结构及包裹质量所致；公司指引2024年自身快递业务量347.3亿件-356.4亿件，同比增长15%-18%。

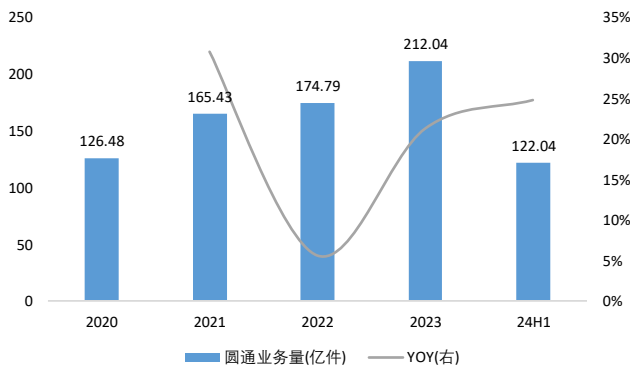
图16：24Q1 中通快递业务量同比增长 13.9%


资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

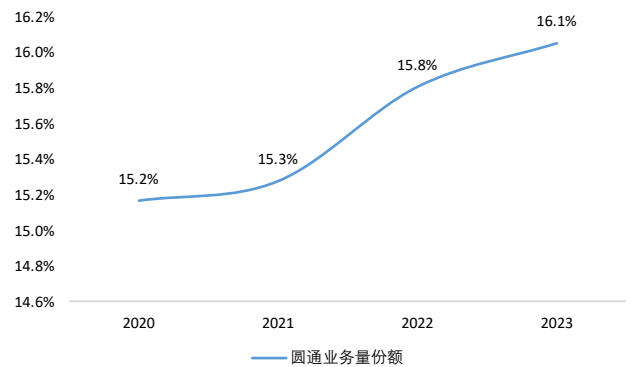
图17：2023 年中通快递业务量份额 22.9%


资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

2) 圆通速递：2023 年快递业务量 212.04 亿件，同比增长 21.3%，高出行业增速 1.9 个百分点；前 6 月业务量 122.04 亿件，同比增长 24.8%，高出行业增速 1.7 个百分点，较 21 年同期复合增长 18.1%。

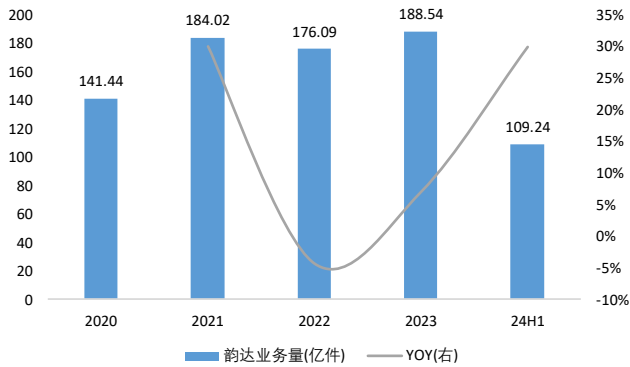
图18：24 年前 6 月圆通快递业务量同比增长 24.8%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

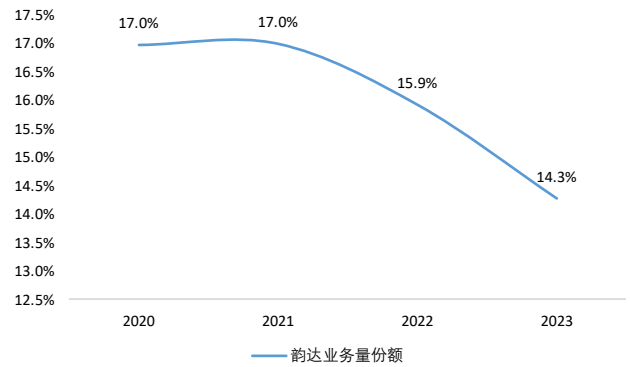
图19：2023 年圆通快递业务量份额 16.1%


资料来源：Wind，圆通快递公司公告，信达证券研发中心

3) 韵达股份：2023 年快递业务量 188.54 亿件，同比增长 7.1%，低于行业增速 12.4 个百分点；前 6 月业务量 109.24 亿件，同比增长 30.0%，高出行业增速 6.9 个百分点，较 21 年同期复合增长 9.8%。

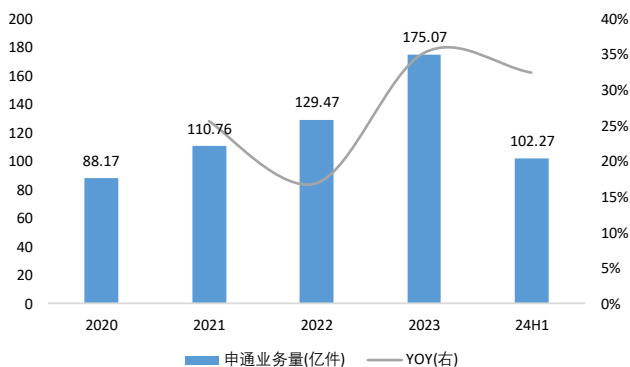
图20：24年前6月韵达快递业务量同比增长30.0%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

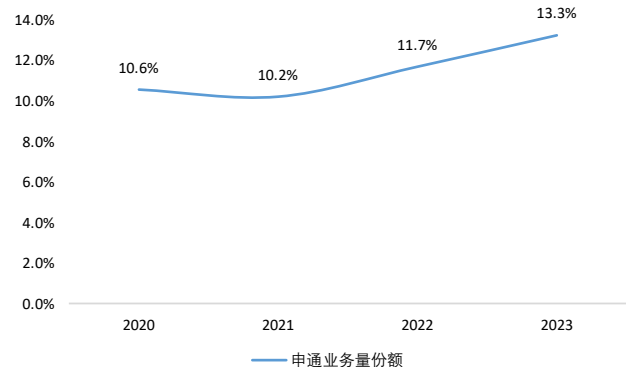
图21：2023年韵达快递业务量份额14.3%


资料来源：Wind，韵达股份公司公告，信达证券研发中心

4) 中通快递：2023年快递业务量175.07亿件，同比增长35.2%，高出行业增速15.8个百分点；前6月业务量102.27亿件，同比增长32.5%，高出行业增速9.4个百分点，较21年同期复合增长28.4%。

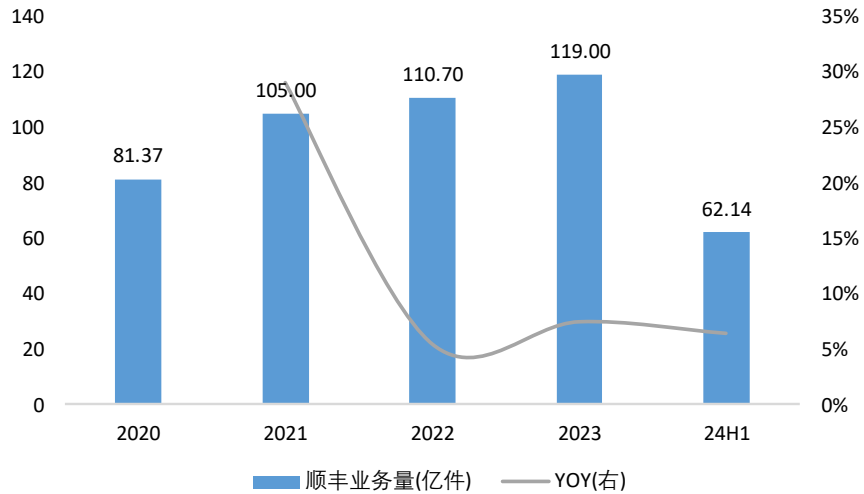
图22：24年前6月中通快递业务量同比增长32.5%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图23：2023年中通快递业务量份额13.3%


资料来源：Wind，中通快递公司公告，信达证券研发中心

5) 顺丰控股：2023年速运物流业务量119.0亿件，同比增长7.5%；2024年前6月速运物流业务量62.14亿件，同比增长6.5%。公司于2023年6月剥离运营亏损的加盟制网络丰网，产品矩阵上进一步聚焦直营体系，推动业务增长提质增效。

图24：24年前6月顺丰速运物流业务量同比增长6.5%


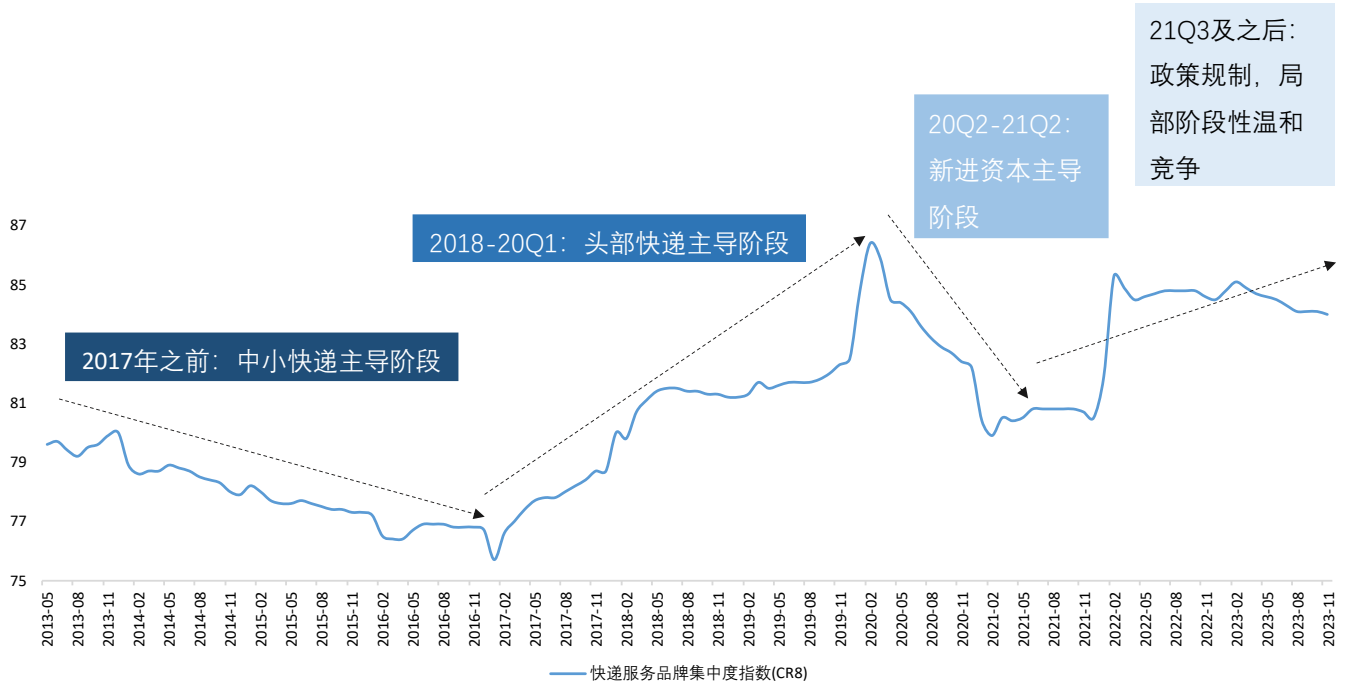
资料来源：Wind，顺丰控股公司公告，信达证券研发中心

1.3 价格趋稳，单票盈利修复

1.3.1 考虑核心要素的边际变化，行业价格竞争秩序或有望维持稳定有序

我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导”阶段，而后监管介入形成规制，价格竞争的秩序边际有所改善。

- 1) 2017年之前：中小快递主导阶段。价格竞争主要由中小快递发起，行业集中度下降。
- 2) 2018-20Q1：头部快递主导阶段。价格竞争主要由头部快递主导，行业集中度提升。
- 3) 20Q2-21Q2：新进资本主导阶段。极兔进入中国市场，行业集中度下降，龙头盈利及现金流受损。
- 4) 21Q3及之后：监管政策“托底”之下恶性竞争结束，23年以来局部区域在局部时间段仍有一定程度的偏温和的价格竞争。

图25：我国快递价格竞争经历“中小主导-头部主导-新进资本主导-政策规制”（%）


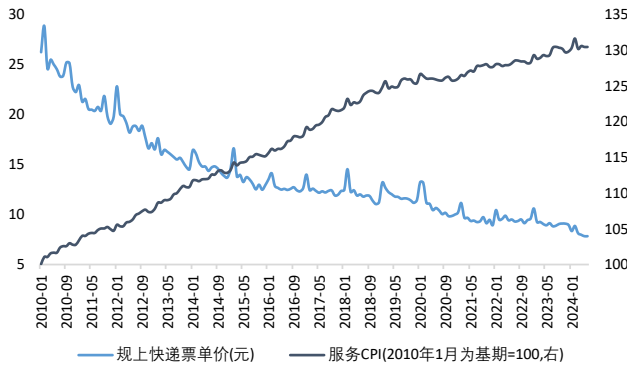
资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于对政策、龙头意向及产能情况、新进入者三因素的综合研判，我们分析，从相对 2023 年的边际变化角度，未来行业价格竞争激烈程度或偏稳定：

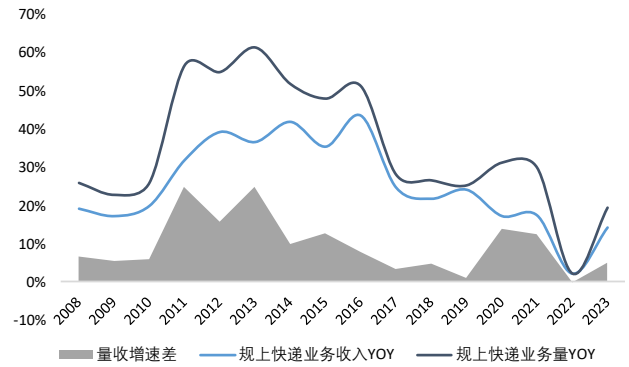
1、政策监管

政策监管的工作重点是提升快递行业的发展质量。2023 年 12 月，新《快递市场管理办法》正式公布，修订后的《快递市场管理办法》主要内容包括：明确促进快递发展的保障措施，建立绿色低碳发展的制度导向，优化快递市场秩序的规制方式，加强消费者使用快递服务的权益保护，体现快递安全发展的制度要求，完善快递行业治理的制度手段等。2024 年 1 月，市场监管总局（国家标准委）发布《快递包装重金属与特定物质限量》《快递服务》《快递循环包装箱》等五项国家标准，进一步规范邮政行业发展，提升快递服务质量水平。

考虑到快递行业特性，我们认为监管的“托底”或具备持续性，护航行业相对健康的发展步调。快递行业具备明显的劳动密集属性，拥有大量的末端揽派从业人员，从业人员的稳定关系到社会的稳定。因此，党中央、国务院就保障快递员、外卖配送员权益多次作出重要指示，要求完善多渠道灵活就业的社会保障制度，维护好快递员、外卖配送员等的合法权益。2021 年 6 月，经国务院同意，交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局、全国总工会联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》；2024 年 1 月，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，深入学习贯彻习近平总书记关心关爱快递员群体重要指示批示精神，宣贯国家邮政局、人力资源社会保障部《快递行业推进劳动合同制度专项行动方案》，切实提升快递员群体的获得感、幸福感、安全感。我们分析，监管的“托底”或具备持续性，2023 年监管价格竞争秩序的手段相对灵活，主要是在局部时间、局部区域定点消除“跑冒滴漏”现象，我们预计 2024 年从边际的角度，价格仍有望维持稳定。

图26：快递票单价与服务居民物价指数呈背离趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心
 备注：未考虑CPI基期变化，仅为简单比较

图27：快递量收增速差自2021年以来有所收窄


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、龙头意向

份额（件量增速）与盈利都是重要的考量因素，我们判断龙头或将有所兼顾。以中通快递为例，公司在2024年第一季度未经审计财务业绩公告中提出，公司相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择；公司预计今年的行业增速在15%-20%之间，基于不做亏本快件的原则，公司接受市场份额在一定范围内回落。展望未来1-2年的时间维度，考虑头部电商快递公司的表态及经营举措，我们认为龙头或会对份额及盈利的增长目标有所兼顾。

表1：通达系龙头对于经营策略前瞻及行业竞争判断的相关表述梳理

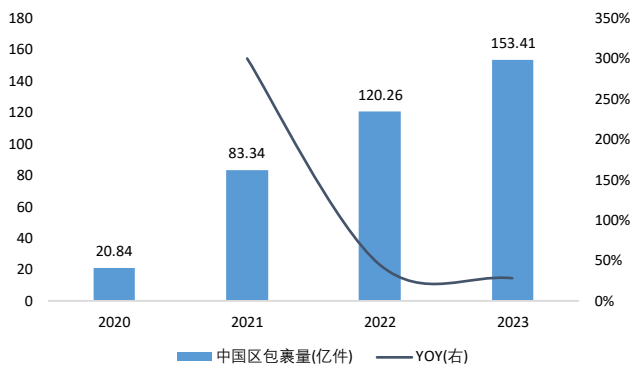
公司	公告	表述
中通快递	2024年第一季度未经审计财务业绩公告	我们相信中国经济将逐步企稳向好，快递行业的长期发展前景依旧广阔。专注自身、打造差异化的产品和服务，是中通可持续健康发展、长期创造价值的必然选择。我们预计今年的行业增速在15%-20%之间，基于不做亏本快件的原则，我们接受市场份额在一定范围内回落
韵达股份	2024年5月6日投资者关系活动记录表	在高质量发展为引领的新时代，单纯依靠降价抢量的策略是行不通的。公司通过恢复加盟商的市场竞争能力、恢复公司产品能力、恢复服务履约能力等方面持续提升综合实力，建立良好的市场口碑，获取更多客户和消费者选择
圆通速递	2024年4月26日圆通速递投资者调研会议纪要	行业主要竞争策略正由价格竞争转向价值竞争，服务质量、客户体验、成本管控、业务创新等综合能力更强的企业将进一步获得竞争的主动权。2024年，公司将继续坚定深耕快递主业，持续改善服务质量和客户体验，多维提升品牌溢价，并运用和融合人工智能等新兴技术推动数字化转型全面升级创新，实现数字化时代向人工智能时代的转变，夯实综合竞争力
申通快递	2024年4月25日投资者关系活动记录表	2024年，公司仍会坚持“业务规模、服务体验及利润”三驾马车并驾齐驱、均衡发展。2024年，公司定位为“聚焦体验年”，继续聚焦全链路时效提升以及服务质量改善，基于数智化管控工具以及业务规模提升的视角实施精细化管理

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3、新进入者

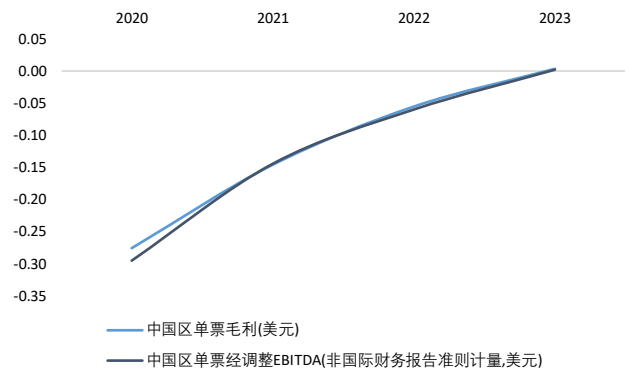
极兔战略重心转移，其余潜在新进入者未来或难有契机再度发起恶性竞争。2020年极兔通过收购中国龙邦快递，获得国内快递运营资质牌照，在国内正式起网运营，日均单量由2020年的569万件高增至2021年的2283万件。2021年4月，由于“低价倾销”且整改未达要求，极兔义乌的部分分拨中心被整治停运。从单量的增长节奏看，2021年极兔国内快递件量同比增速达300.0%，2022年及2023年同比增速分别放缓至44.3%、27.6%；从单票盈利的减亏节奏看，2020-2023年极兔中国单票毛利分别为-0.28美元、-0.15美元、-0.06美元、+0.004美元。事实上，2022年6月极兔武汉大客户交流会上，高管披露极兔的未来，是希望在全球运营最后一公里，成为集合快递、快运、冷链、高端商务件和各国相互跨境的综合物流服务商，我们认为未来极兔国内电商快递业务或会更加重视提质增效。此外，在行业高质量发展成为重点的大背景下，其余潜在新进入者通过过去的“低价-份额扩张-融资-低价”传统路径实现规模增长的逻辑链路已经不被允许，未来或难有契机再度发起恶性竞争。

图28：极兔中国快递包裹量增速放缓



资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

图29：极兔中国单票亏损显著收窄

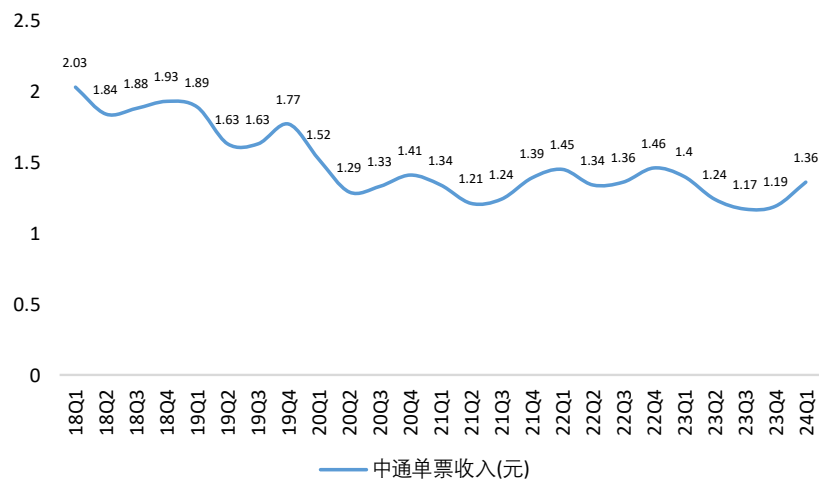


资料来源：极兔速递招股说明书，信达证券研发中心

24年以来通达系票单价维稳，或无需过度担忧竞争秩序：

1) 中通快递：2023年单票收入1.18元(不含派费口径)，同比下降0.16元(-12.0%)。24年一季度单票收入1.36元，同比下降0.04元(-2.9%)，环比提升0.17元(+14.3%)，较23Q3提升0.19元(+16.2%)。

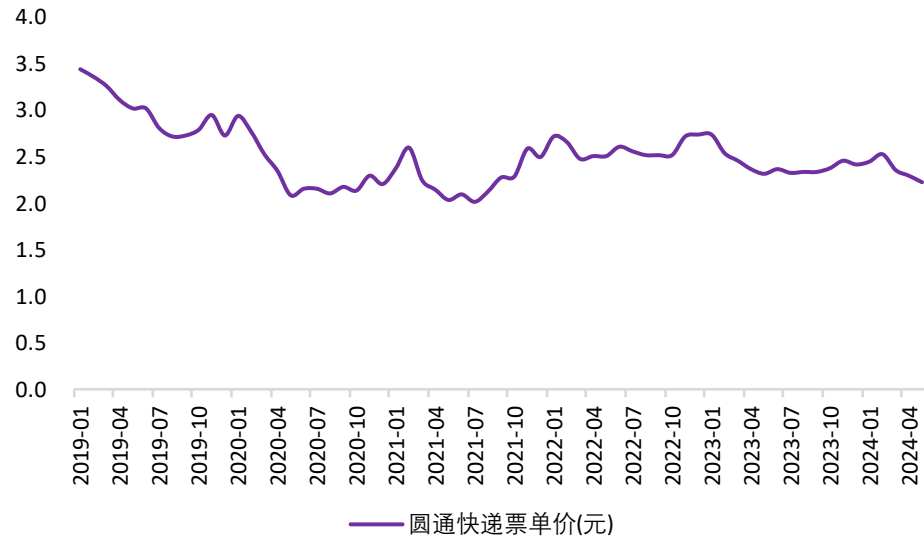
图30：中通快递季度单票收入走势



资料来源：中通快递公司公告，信达证券研发中心

2) 圆通速递: 6月快递票单价 2.25 元, 环比增长 0.9%, 同比下降 5.1%, 6月单月票单价降幅较前 5 月累计降幅扩大 0.8 个百分点(前 5 月累计快递票单价 2.36 元, 同比下降 4.3%), 前 6 月累计快递票单价 2.34 元, 同比下降 4.4%。

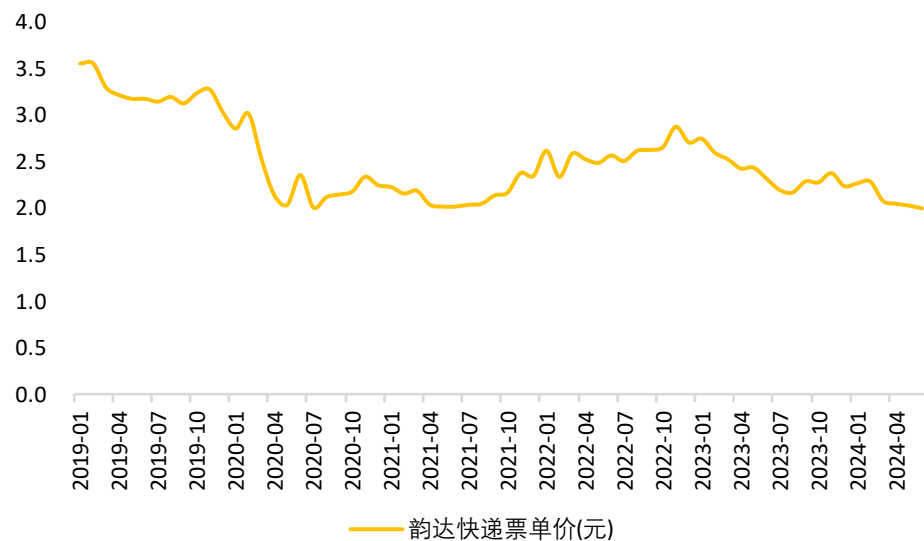
图31: 圆通快递月度票单价走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 韵达股份: 6月快递票单价 2.00 元, 环比下降 1.5%, 同比下降 13.8%, 6月单月票单价降幅较前 5 月累计降幅收窄 2.4 个百分点(前 5 月累计快递票单价 2.13 元, 同比下降 16.2%), 前 6 月累计快递票单价 2.10 元, 同比下降 15.8%。我们分析主要是货品均重下降、对加盟商返点补贴方式调整、直客业务占比下降等影响, 上述因素带动单票收入和单票成本同时小幅下降, 但不影响单票毛利。

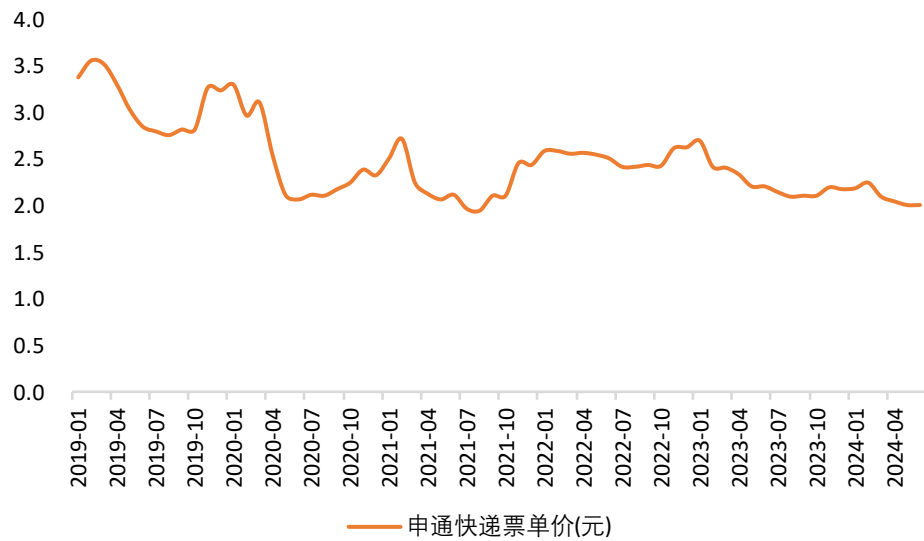
图32: 韵达快递月度票单价走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4) 申通快递: 6月快递票单价 2.01 元, 环比持平, 同比下降 9.0%, 6月单月票单价降幅较前 5 月累计降幅收窄 2.5 个百分点(前 5 月累计快递票单价 2.11 元, 同比下降 11.6%), 前 6 月累计快递票单价 2.09 元, 同比下降 11.1%。

图33: 申通快递月度票单价走势



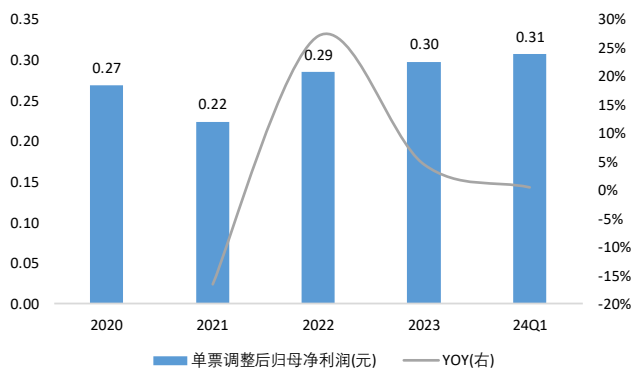
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

核心分析: 6月电商快递价格环比继续稳住, 其中圆通、申通票单价单月环比企稳回升, 韵达单月票单价同比降幅较前 5 月累计同比降幅进一步收窄。此外顺丰方面, 剥离丰网、回归直营有望带来速运物流盈利质量进一步提升。

1.3.2 24Q1 单票净利环比 23Q4 旺季企稳, 后续高基数效应消退后有望同比提升

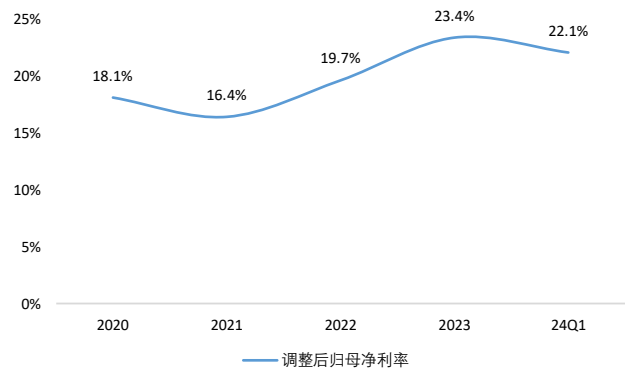
1) 中通快递: 2023 年单票调整后归母净利润 0.30 元, 同比提升 0.01 元 (+4.5%); 24Q1 单票调整后归母净利润 0.31 元, 同比持平略增 (+0.4%), 环比 23Q4 提升 0.05 元 (+21.7%)。

图34: 24Q1 中通单票调整后归母净利润 0.31 元



资料来源: iFind, 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

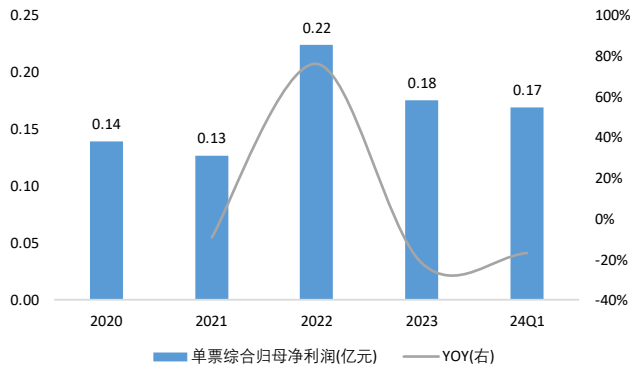
图35: 24Q1 中通归母净利率 22.1%



资料来源: iFind, 中通快递公司公告, 信达证券研发中心

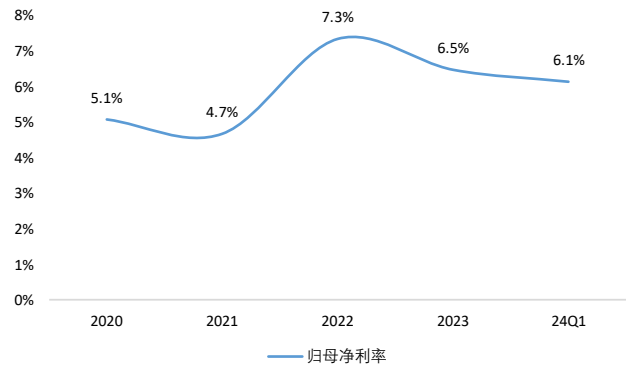
2) 圆通速递: 2023 年单票归母净利润 0.18 元, 同比下降 0.04 元 (-21.7%); 24Q1 单票归母净利润 0.17 元, 同比下降 0.03 元 (-16.6%), 环比 23Q4 持平。

图36: 24Q1 圆通单票归母净利润 0.17 元



资料来源: iFind, 圆通速递公司公告, 信达证券研发中心

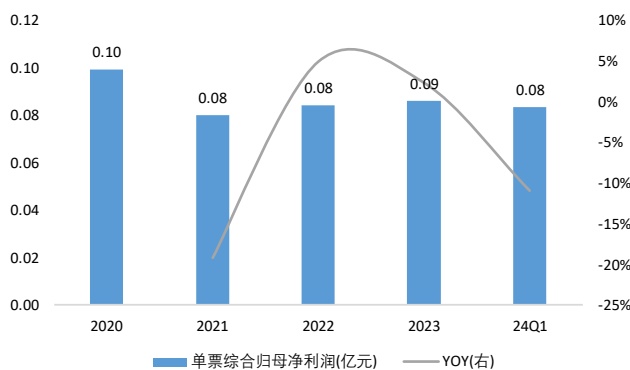
图37: 24Q1 年圆通归母净利率 6.1%



资料来源: iFind, 圆通速递公司公告, 信达证券研发中心

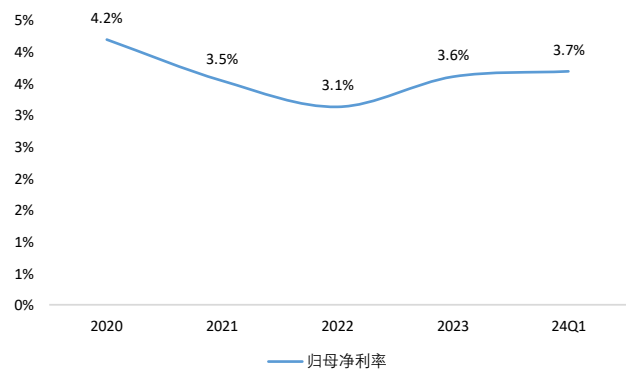
3) 韵达股份: 2023 年单票归母净利润 0.09 元, 同比提升 0.01 元 (+2.3%); 24Q1 单票归母净利润 0.08 元, 同比下降 0.01 元 (-10.9%), 环比 23Q4 持平。

图38: 24Q1 韵达单票归母净利润 0.08 元



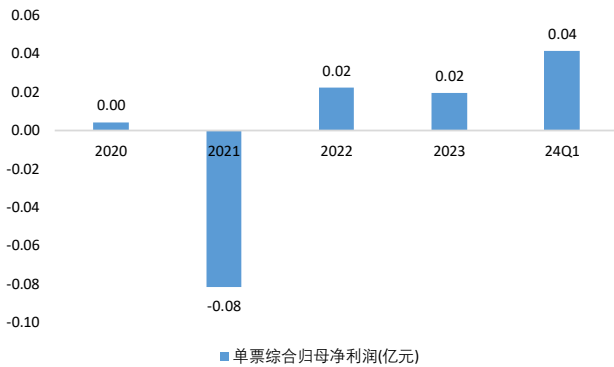
资料来源: iFind, 韵达股份公司公告, 信达证券研发中心

图39: 24Q1 年韵达归母净利率 3.7%

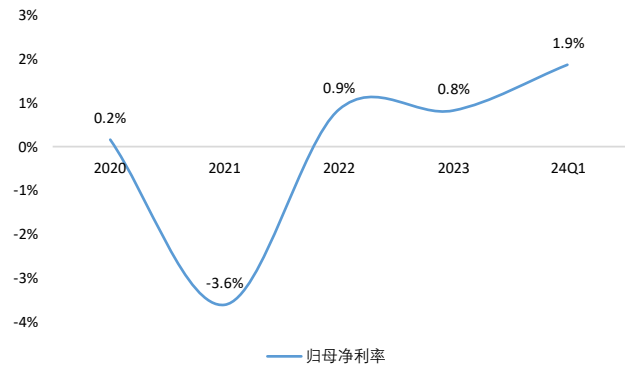


资料来源: iFind, 韵达股份公司公告, 信达证券研发中心

4) 申通快递: 2023 年单票归母净利润 0.02 元, 同比下降 12.4%; 24Q1 单票归母净利润 0.04 元, 同比提升 4.8%, 环比 23Q4 增长 0.02 元 (+79.9%)。

图40：24Q1 申通单票归母净利润 0.04 元


资料来源：iFind，申通快递公司公告，信达证券研发中心

图41：24Q1 年申通归母净利率 1.9%


资料来源：iFind，申通快递公司公告，信达证券研发中心

核心分析：虽然价格整体有一定程度边际下行，头部通达系公司仍然受益规模效应增强、运输油价下行、资产布局完善、精益化管理推进等因素影响，单票成本费用改善较好地对冲单票价格下行，实现单票利润整体维稳。一季度作为快递行业相对淡季，规模效应较弱，头部企业仍能实现相较于上年四季度单票净利的企稳，后续成本下行叠加价格改善（总部政策维稳叠加去年同期高基数因素消退），单票盈利进一步提升可期。

1.4 估值进入修复期

加盟制快递：估值低位，或具备可观弹性，建议关注龙头公司。此前市场对成长性及竞争秩序的分歧导致电商快递板块估值调整至低位，中通、圆通、韵达、申通 2024 年市盈率平均仅 11-12 倍左右。对电商快递行业过度悲观的预期或应得到改善。我们认为，行业件量规模的成长性基于电商变革的推动或会好于市场预期；此外价格竞争从边际变化的角度或趋于稳定，基于单票成本的下行，龙头的单票盈利仍然具有增长能力。推荐纳入港股通标的、流动性及估值有望改善且经营提质增效的稳健龙头【中通快递-W】、有望延续经营及件量增长双拐点且估值处于相对低位的【韵达股份】，以及职业经理人制度健全且推动全网数字化降本增效的【圆通速递】。

直营制方面，推荐综合快递物流龙头顺丰控股，公司经营拐点凸显，有望打开中长期价值空间。公司 2023 年扣非归母净利率 2.8%，同比提升 0.8 个百分点，其中 23Q4 扣非归母净利率 2.3%，同比提升 0.1 个百分点；24 年一季度扣非归母净利率 2.5%，同比基本持平。健康发展彰显成效，推动公司扣非业绩稳健增长。一方面收入端，公司始终坚持可持续健康发展的经营基调，追求高质量的业务和收入增长，经济业务回归直营体系，于 2023 年 6 月剥离加盟制丰网；此外伴随国际空海运输需求回稳及运价同比提升，以及公司深化业务融通不断开拓供应链及国际市场，24 年以来供应链及国际业务收入同比恢复正增长。另一方面成本费用端，公司通过持续推动多网融通、运营模式变革、精准资源规划等手段，延续降本增效。

表2：快递重点公司估值表

证券代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					市盈率			
			2024/8/5	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E	26E
002352.SZ	顺丰控股	买入	1,658	82.34	96.22	121.57	145.90	20.13	19.67	17.23	13.64	11.36
2057.HK	中通快递-W	买入	1,094	87.49	105.26	120.10	136.55	12.50	12.93	10.39	9.11	8.01
002120.SZ	韵达股份	买入	207	16.25	22.85	28.42	33.85	12.76	12.35	9.07	7.29	6.12
600233.SH	圆通速递	买入	494	37.23	43.79	51.54	59.82	13.26	13.13	11.27	9.58	8.25
002468.SZ	申通快递	-	131	3.41	8.04	11.49	14.05	38.51	32.95	16.33	11.42	9.34

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：顺丰控股、中通快递-W、韵达股份、圆通速递24-26年归母净利润为信达交运团队预测，申通快递为iFinD一致预期

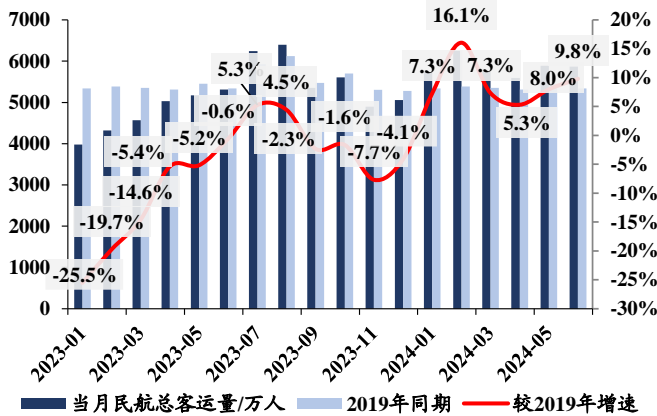
2 航空：出行复苏持续，淡季触底旺季仍有量价弹性

航空经营性的驱动来自运量、客座率及票价的共振。

2.1 出行持续修复

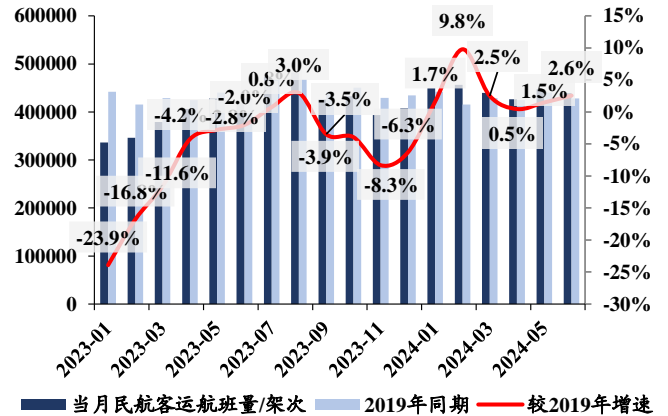
民航客运快速修复，全国民航客运量和航班量逐月恢复，与 2019 年同期差距逐渐收窄。2023 年民航客运出行情况看，行业处于复苏修复期，全国民航客运旅客量和航班量在暑运期间超过 2019 年同期，其余时段较 2019 年同期均有差距，且淡季客流量回落较快。2024 年民航客运量及航班量明显提升，24H1 民航客运量/航班量累计 3.51 亿人次/258 万架次，较 2019 年同期+9.0%/+3.1%；其中 24Q1 民航客运量/航班量较 2019 年同期分别+10.3%/+4.6%，24Q2 民航客运量/航班量较 2019 年同期分别+7.7%/+1.5%。

图42：2024 年月度全国民航客运旅客量均超过 2019 年同期



资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

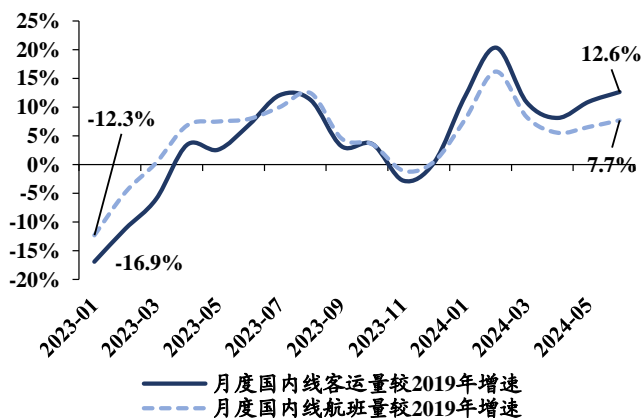
图43：2024 年月度客运航班量均超过 2019 年同期



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

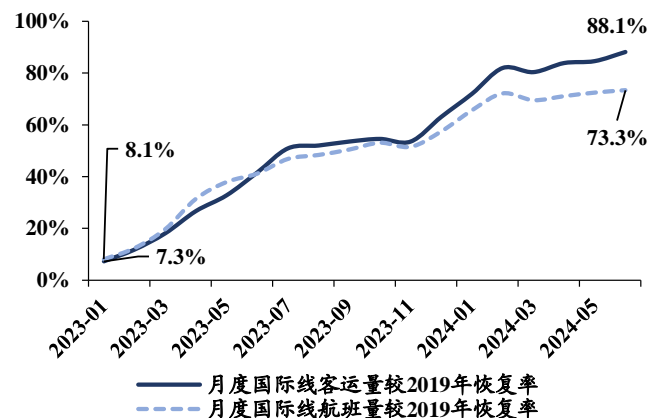
国内线客运量已超过 2019 年同期水平，国际线恢复至八成。国内航线方面，2023 年国内线客运量/航班量较 2019 年同期分别+0.8%/+3.1%，基本恢复到 2019 年同期水平。2024 年以来，国内线回归正常增长，月度出行情况均已超过 2019 年同期水平，需求较好；尤其 2 月春运期间客运量/航班量较 2019 年同期+20.3%/+16.2%，3 月起淡季回落，5 月开始回升。国际航线方面，2023 年起，民航国际线客运量及航班量恢复率逐月提升，恢复逐渐加快。至 2024 年 6 月，月度国际线客运量/航班量分别恢复至 2019 年同期的 88.1%/73.3%；1-6 月累计恢复率分别为 81.8%/70.6%。

图44：国内线客运量已超过 2019 年同期，恢复为正常增长



资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

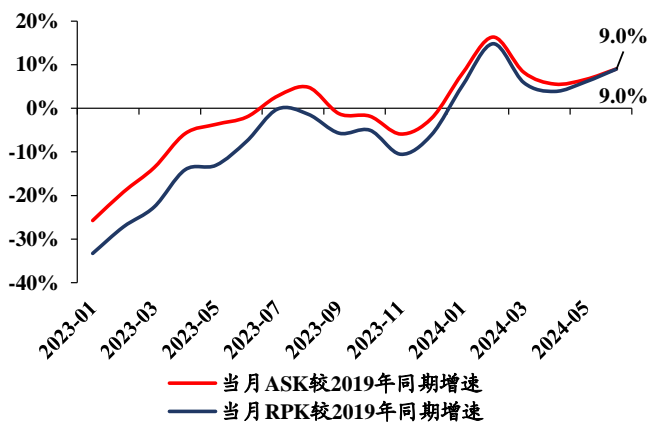
图45：2024 年 6 月国际线客运量恢复至 2019 年同期的 88.1%



资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

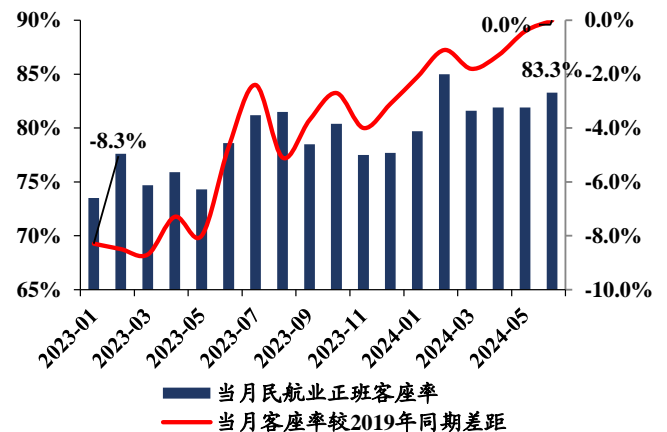
行业整体运力及周转量回升，运力恢复快于需求，月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄。运力 ASK 方面，2023 年行业月度 ASK 在 7~8 月超出 2019 年同期水平，分别较 2019 年同期+2.8%、+4.8%；2024 年以来，月度 ASK 均已超过 2019 年同期水平。周转量 RPK 方面，2023 年月度 RPK 尚未恢复到 2019 年同期情况，但 2024 年以来周转量已超出 2019 年同期；客座率方面，由于运力恢复快于周转量，月度客座率较 2019 年同期存在差距，但整体上差距逐渐收窄，客座率由 2023 年 1 月的 73.5%回升至 2024 年 6 月的 83.3%；与 2019 年相比，客座率差距从-8.3pct 缩小至 0pct，差距明显收窄，恢复至 2019 年同期水平。

图46：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求



资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

图47：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄

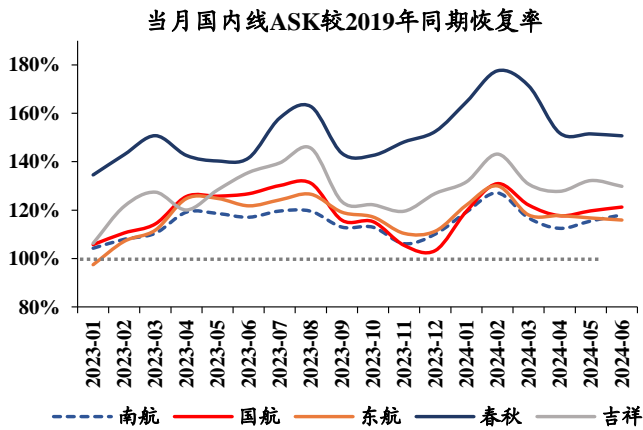
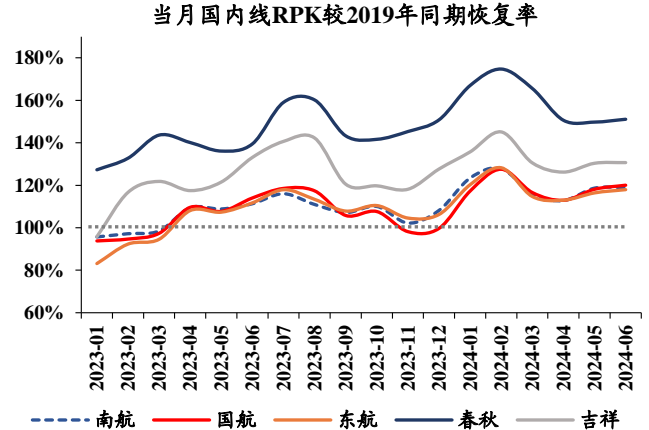
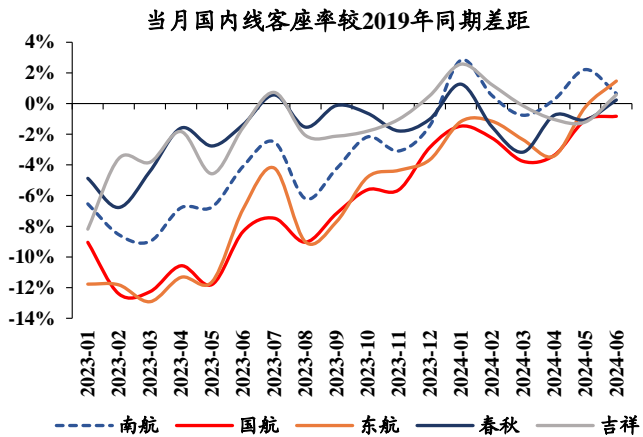
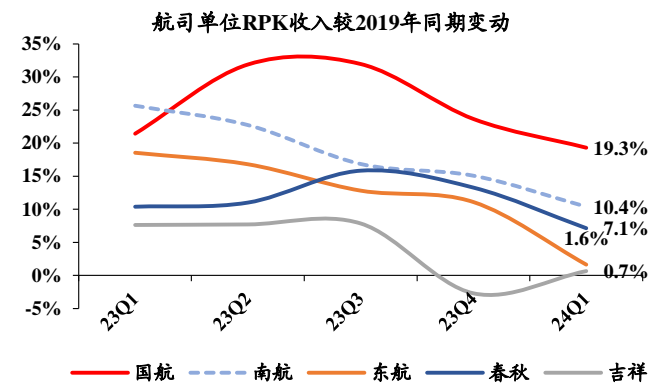


资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

2.2 淡季商旅疲弱，悲观预期已释放

受商旅出行较弱影响，“淡季更淡”表现更为明显，但当前悲观预期已释放，后续需求仍有支撑。当前国内客流量及客座率基本恢复到 2019 年同期水平，航司票价策略由 2023 年的稳价格转为更加市场化的调价策略，确保票价及客座率“双优”以获取更高收益。出行转入淡季后，受整体经济较疲软影响，主要支撑淡季的商旅出行表现较弱，致使二季度整体出行下滑较快，出行量价均呈现下降趋势，板块悲观预期加强。复盘板块走向，2023 年以来，航空运输板块已经历几次波动下降，悲观预期已释放，行业处偏底部；而后续出行需求仍有支撑，因私出行需求坚挺，或有望驱动航司业绩超预期回升。

出行淡季客流回落较快，单位客收益涨幅下降。具体看航司的运营情况，2023 年以来航司国内线运营呈现波动上升趋势，客座率与 2019 年同期差距逐渐缩减。2024 年春运过后，出行旺季切换为淡季，3、4 月航司运力及周转量持续走低，恢复率出现较大回落；5 月起出行改善、恢复率回升；后续随暑运旺季到来，出行将迎来进一步大幅改善。单位客收益情况看，23Q1~24Q1 各季度航司单位 RPK 收入较 2019 年同期增长率逐渐下降。一方面，受国内线供需改善影响，票价变化逐渐转为市场化驱动；另一方面，航司定价策略由此前的稳价格的高定价，转为追求量价平衡的高收益，航线价格波动幅度加大，整体较 2019 年同期的涨幅逐渐下降。

图48：5-6月各航司国内线ASK较2019年同期恢复率回升

图49：5-6月各航司国内线RPK较2019年同期恢复率回升

图50：各航司国内线客座率较2019年同期差距进一步缩减

图51：航司季度单位RPK收入较2019年同期增长率下降


经济增速边际放缓，行业投资环比走弱，商旅出行疲弱。宏观数据看，3月规模以上工业增加值季调环比-0.10%，一方面受1-2月高基数影响，但也反映出工业数据走势较弱，此后4~6月恢复增长。制造业PMI数据3月后持续放缓，虽有工业淡季影响但环比下行幅度较大，景气度走低；服务业营收同比增速也有所放缓。固投数据方面，受地产拖累影响，3~5月月度固定投资同比增速逐月放缓，制造业、地产、基建行业增速大致均呈下降趋势，行业投资边际放缓，商旅出行需求也受到一定抑制。

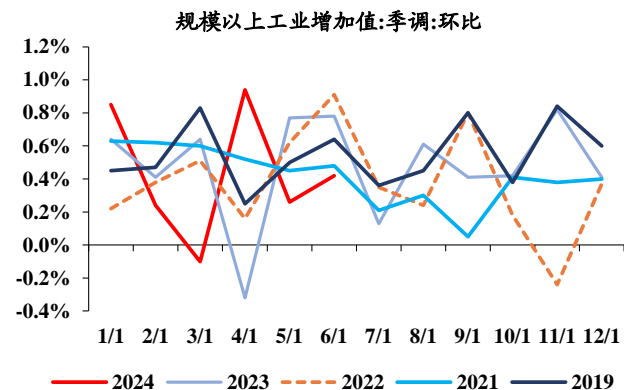
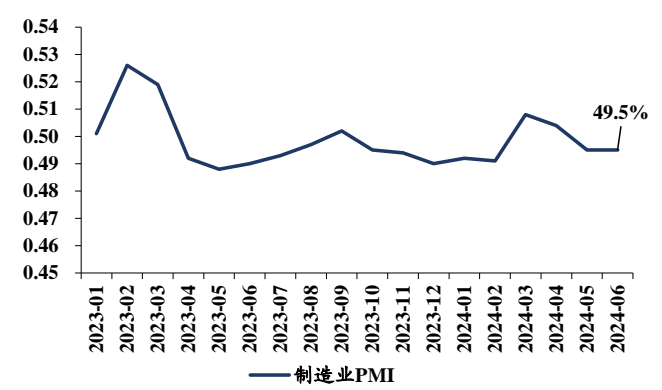
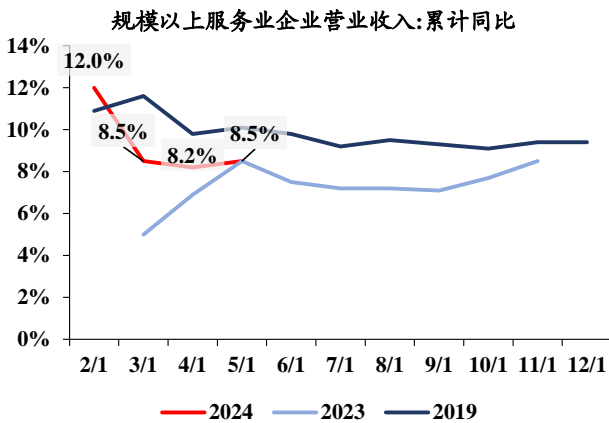
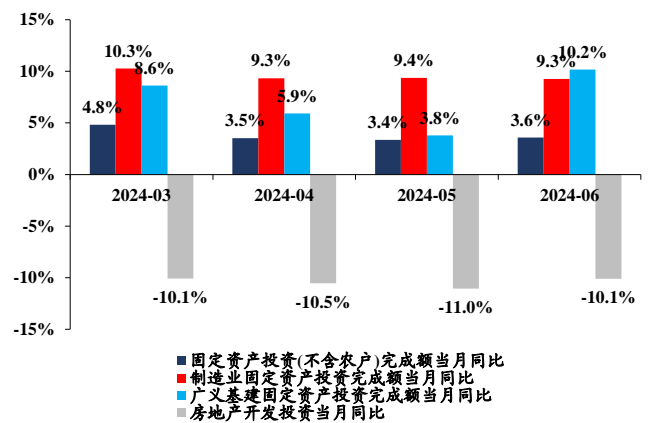
图52：3月工业增加值明显偏弱，4-6月恢复增长

图53：二季度制造业PMI逐渐走低


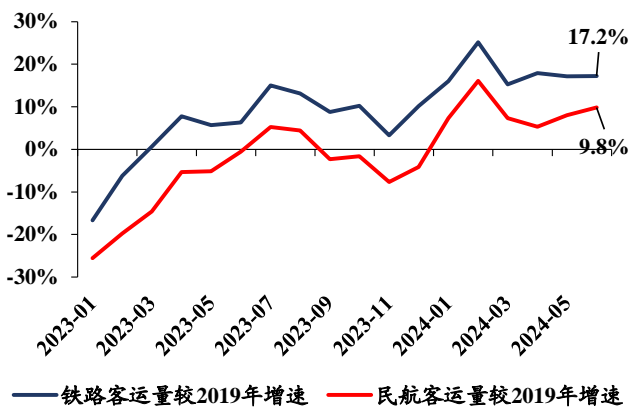
图54：服务业企业 3-5 月营收走弱


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

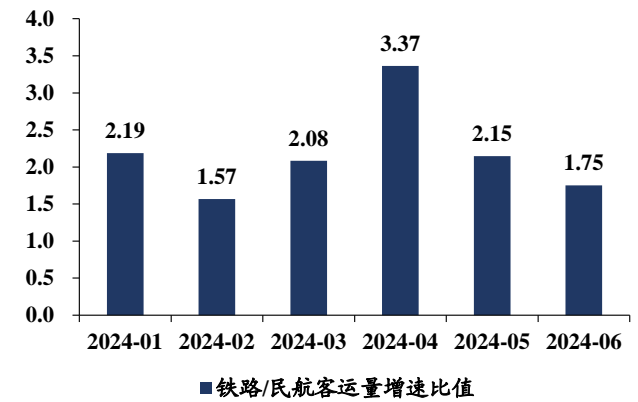
图55：3~5 月，月度固定资产投资额同比增速逐月放缓


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

商旅出行整体走弱，同时出行方式或偏向消费水平更低的高铁出行。出行结构看，铁路客运量增速整体快于民航，淡季期间二者差距加大。2024 年 3 月和 4 月，铁路/民航客运量增速比值分别为 2.08 和 3.37，比值扩大。商旅出行整体疲弱背景下，出行方式或也有结构性调整，民航出行转为消费水平更低的高铁出行。出行仍有需求，但出行消费水平下降。

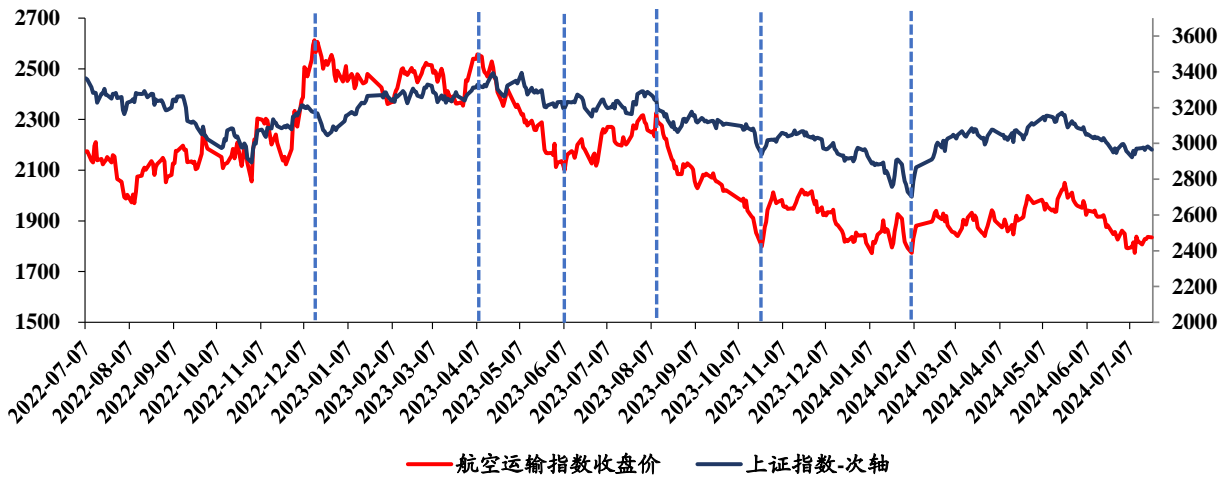
图56：对比 2019 年同期，铁路客运量增速一直快于民航


资料来源：iFind，国家统计局，交通部，民航局，信达证券研发中心

图57：三月和四月，铁路客运量增速与民航的比值增大


资料来源：iFind，国家统计局，交通部，民航局，信达证券研发中心

多重不利因素拖累航空板块表现，当前悲观预期已较充分释放，行业处偏底部。复盘 2023 年初至今航空运输板块指数变化，受整体经济表现较疲软、国际航线恢复不及预期、航司业绩大幅亏损、淡季回落较快等诸多因素影响，航空运输板块经历了几次波动下降，当前行业已处于偏底部位置，悲观情绪已较充分释放。后续航空业将迎来暑运及十一小长假等出行旺季，因私出行需求旺盛；同时商旅出行较弱或也有一定边际改善，二者叠加改善有望支撑板块业绩回升。

图58：2023年初至今，航空运输指数波动下降


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.3 旺季出行需求仍有支撑，或带来业绩超预期驱动

国内旅游人次持续增长，消费水平下降但出行需求仍在，后续旺季出行需求或仍有较强表现。根据文旅部公布的节假日数据，2023年以来，国内旅游出游人次及旅游收入一直保持同比稳增，2023年五一假期起，国内旅游出游人次及收入基本已恢复到2019年水平，人均消费水平较2019年同期略有下降。旅游消费略降，但出行仍有较强需求，出游人次恢复保持领先。

从全社会跨区域人员流动量看，2024年以来各个节假日，民航出行的客流量较2019年同期均保持稳增；与2023年对比，五一和端午假期民航客流量在高基数情况下仍实现一定增长，出行需求表现较强。后续暑运旺季及十一小长假来临，出行需求仍有支撑，民航出行或有亮眼表现，有望驱动航司业绩大幅回升。

表3：2023年以来各个节假日国内旅游出行情况一览

年份	节日假期	国内旅游 出游人次 /亿人次	同比	较2019 年同期恢 复率	国内旅 游收入/ 亿元	同比	较2019 年同期恢 复率	人均旅游 消费/元	同比	较2019 年同期恢 复率
2024年	端午假期(3天)	1.10	6.3%	117.1%	403.5	8.1%	102.6%	366.8	4.2%	87.7%
	五一假期(5天)	2.95	7.6%	128.2%	1668.9	12.7%	113.5%	565.7	4.7%	88.5%
	清明假期(3天)	1.19	-	111.5%	540	-	112.7%	453.4	65.3%	101.1%
	春节假期(7天)	4.74	34.3%	119.0%	6327	47.3%	107.7%	1334.8	9.4%	90.5%
	元旦假期(3天)	1.35	155.3%	109.4%	797	200.7%	105.6%	590.6	17.4%	96.5%
	中秋&国庆假期 (8天)	8.26	71.3%	104.1%	7534	129.5%	101.5%	912.1	-	97.5%
2023年	端午假期(3天)	1.06	32.3%	112.8%	373	44.5%	94.9%	352.0	-	84.1%
	五一假期(5天)	2.74	70.8%	119.1%	1481	128.9%	100.7%	540.4	-	84.5%
	清明假期(1天)	0.24	22.7%	-	65	29.1%	-	274.3	-	-
	春节假期(7天)	3.08	23.1%	88.6%	3758	30.0%	73.1%	1220.3	-	82.5%
	元旦假期(3天)	0.53	0.4%	42.8%	265	4.0%	35.1%	503.0	-	82.0%

资料来源：文旅部，中国政府网，新华社，信达证券研发中心

表4：2024年以来节假日出行情况一览

节日假期	全社会跨区域 人员流动总量/ 万人次	日均人流 量/万人 次	铁路日均 客流量/万 人次	公路日均 客流量/ 万人次	其中：非 营业性小 客车	其中：营 业性客流	民航日均 客流量/ 万人次	水路日均 客流量/ 万人次
端午假期（3天）	63762	21253.9	1534.9	19437.0	15841.0	3596.0	184.3	97.6
较2023年同比	9.4%	9.4%	5.1%	9.5%	7.2%	21.3%	7.9%	4.4%
较2019年增速	16.6%	16.6%	18.6%	16.9%	28.0%	-15.6%	7.5%	-34.7%
五一假期（5天）	135846	27169.3	1835.3	24995.4	21518.4	3477.0	199.4	139.1
较2023年同比	2.1%	2.1%	1.4%	2.1%	1.4%	6.5%	8.1%	6.0%
较2019年增速	23.7%	23.7%	23.3%	24.4%	39.2%	-25.1%	11.1%	-31.3%
清明假期（3天）	74039	24679.5	1656.1	22764.0	19291.3	3472.7	167.8	91.6
较2023年同比	53.5%	53.5%	75.1%	52.3%	54.5%	41.3%	21.9%	84.9%
较2019年增速	18.9%	18.9%	20.6%	19.6%	32.0%	-21.4%	0.3%	-51.2%
春运期间（40天）	842172	21054.3	1208.9	19564.3	16793.1	2771.2	208.6	72.5
较2023年同比	9.8%	9.8%	39.0%	8.0%	5.3%	27.6%	51.1%	29.2%
较2019年增速	7.1%	7.1%	18.8%	6.8%	31.2%	-49.8%	14.5%	-50.0%
元旦假期（3天）	12813	4270.9	1473.4	/	/	2566.6	173.0	57.9
较2023年同比	78.4%	78.4%	177.5%			46.1%	140.3%	72.9%
较2019年增速	-0.1%	-0.1%	0.9%			-0.5%	1.8%	-9.0%

资料来源：交通运输部，新华网，中国政府网，信达证券研发中心

注：自2024年春运起，整体人流量统计口径变更为全社会跨区域人员流动量，元旦假期总人流量为旧口径，未统计非营业性小客车人流量

综上所述，我们认为，2023年以来民航出行持续修复，国际航线恢复加快带动国内外供需加速改善，今年票价更加趋向于市场化调节。受淡季经济增速放缓、出行结构调整等因素影响，商旅出行表现疲弱，“淡季更淡”趋势更加明显。而板块受此前多重不利因素影响，悲观预期已有释放，行业处于偏底部位置。后续航空业旺季来临、出行回暖，需求仍有较强支撑。

此前节假日看，清明假期、五一小长假、端午假期出行表现良好，较2019年同期稳增，因私出行需求坚挺。虽然旅游消费略有下滑，但旅游出行仍有需求，我们预计暑运等后续节假日出行需求或有亮眼表现。同时商旅出行或有一定边际改善，二者叠加驱动航司业绩回升。我们看好航空板块的持续复苏，建议重点关注春秋航空、吉祥航空、南方航空、中国国航、中国东航。

表5：航司盈利预测及估值汇总（截至2024/8/5）

证券代码	公司简称	市值/ 亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E		2026E
601111	中国国航	1,225	-10.46	77.35	134.89	165.52	-117.0	595.7	15.8	9.1	7.4	3.28
600029	南方航空	1,080	-42.09	69.37	123.78	155.33	-25.7	-69.5	15.6	8.7	7.0	2.88
600115	中国东航	912	-81.68	54.44	97.34	123.76	-11.2	-17.8	16.7	9.4	7.4	4.68
601021	春秋航空	548	22.57	32.18	43.88	49.72	24.3	20.2	17.0	12.5	11.0	3.31
603885	吉祥航空	266	7.51	22.89	29.51	31.14	35.4	27.8	11.6	9.0	8.5	3.26

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：盈利预测均取自iFind一致预期

3 航运：短期供需带来运费弹性，中长期关注运力周期

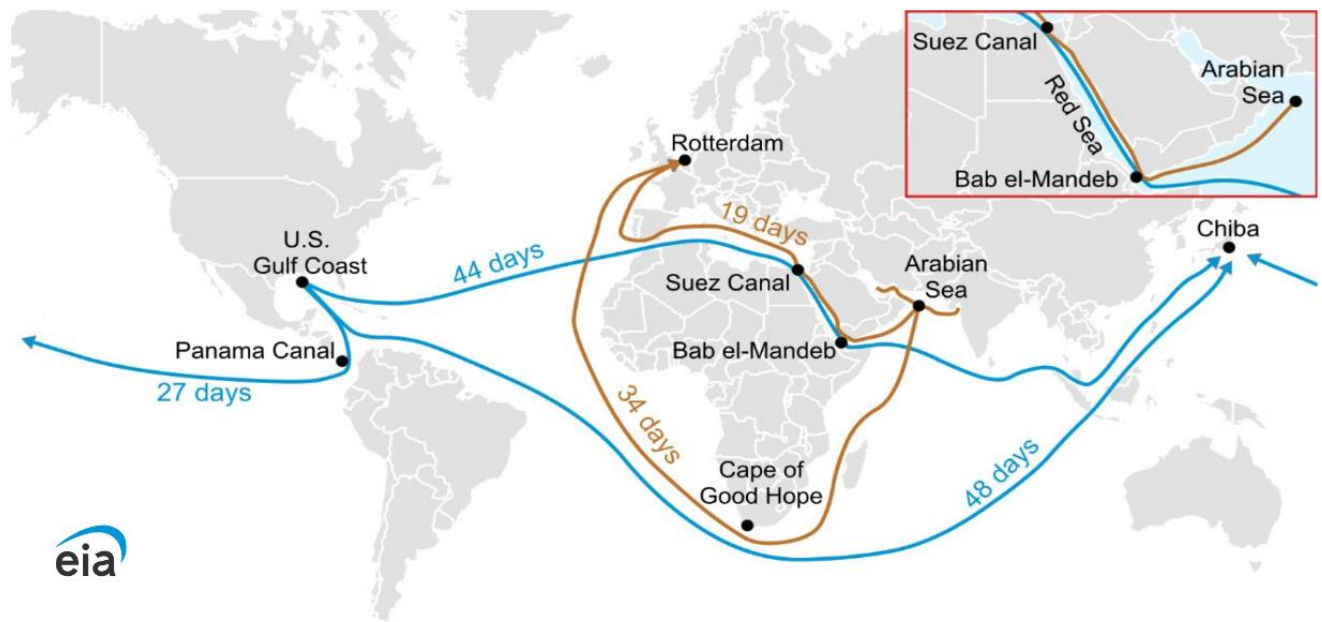
集运、油运市场需求端在“红海事件”影响下整体企稳，供给端短期运力交付有限而中长期运力投放节奏或有波动，我们预计全年盈利有望维持高位。2024 年以来，集运运价大幅拉升，上半年 CCFI 欧线平均实现 2033.68 点，同比增长 58.56%；油运运价有所波动，上半年原油油轮加权平均收益平均实现 5.11 万美元/日，同比下滑 19.10%。

3.1 外贸海运需求企稳，危化品运输需求静待复苏

集运：2023 年 12 月以来，中短期需求在运距端受益于“红海事件”持续，在运量端受益于欧美补库。

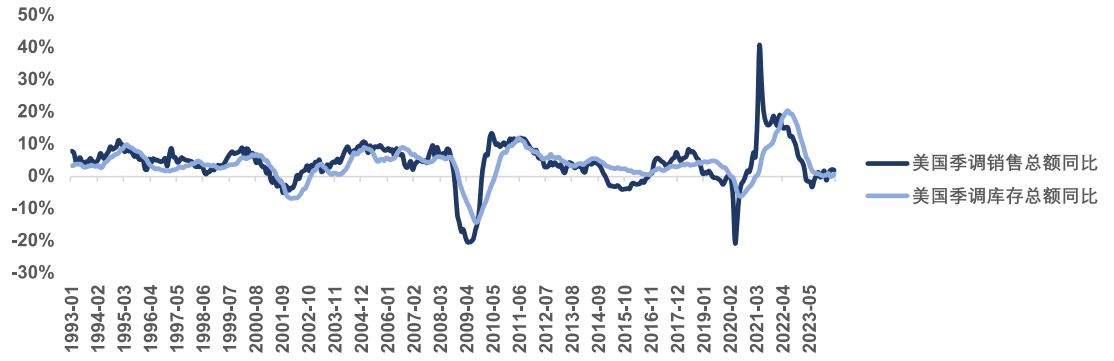
- **运距受益于“红海事件”持续：**“红海事件”除直接导致亚太发往欧洲的船舶需绕航至好望角外，亦导致经苏伊士运河往美国东海岸的船舶绕航。我们测算，从中国经苏伊士运河发往美国东海岸的路线运距在绕航后增加 9%。

图59：红海事件同时影响欧线、美线

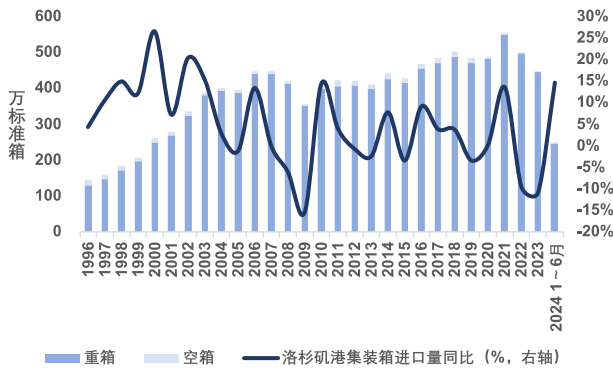


资料来源：EIA，信达证券研发中心

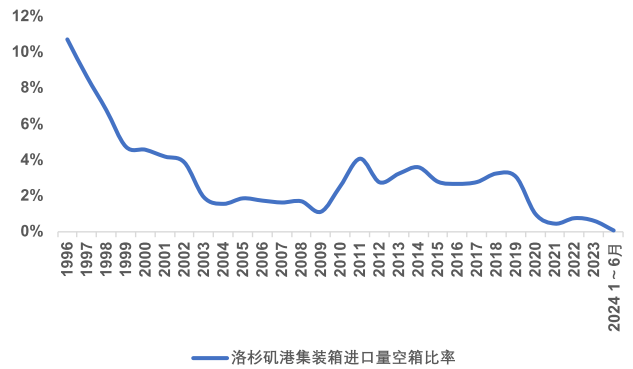
- **运量受益于欧美补库：**欧美逐步进入补库周期，且部分外贸企业为规避美国大选后加征关税的风险而提前累库。现阶段美国存、销售总额同比处于低点，距离美国 2020 年初开启的库存周期已约 50 个月，对比过去的库存周期，当前时点处于旧周期末、新周期初。从美国集装箱进口量上看，2024 年上半年，美国最大集装箱进口港洛杉矶港集装箱进口量实现 246.90 万标准箱，同比增长 14.68%，其中重箱进口量实现 246.64 万标准箱，同比增长 15.82%，且空箱比率落至历史最低水平 0.11%，反映美国进口高热度。

图60：美国季调库存、销售总额同比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图61：美国洛杉矶港集装箱进口量结构


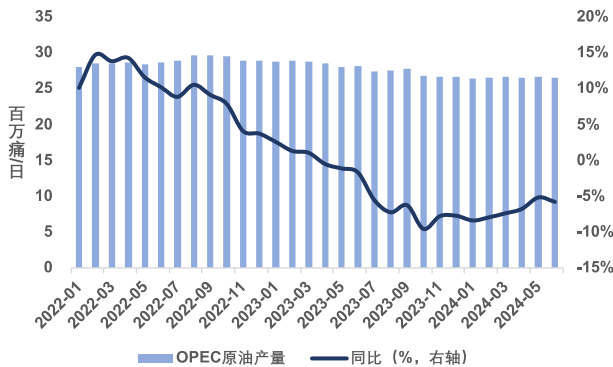
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图62：美国洛杉矶港集装箱进口量空箱比率


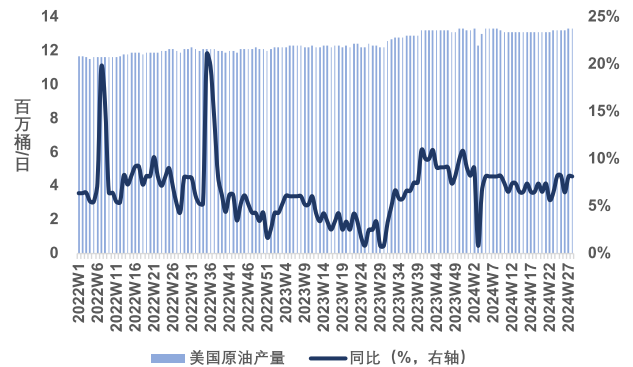
资料来源：Wind，信达证券研发中心

油运：原油供需结构稳定，中短期油运需求企稳。“红海事件”后，中东发往欧洲的油轮需绕航至好望角。从原油主要出口地区、进口地区看，原油供需结构整体稳定，我们预计除“红海事件”影响外，中短期油运需求企稳。

- **从原油生产端看：**OPEC 原油产量维持在 27 百万桶/日附近，2024 年 6 月日均产量 26.57 百万桶，同比下滑 5.79%；美国原油产量维持在 13 百万桶/日附近，2024 年第 28 周日均产量 13.3 百万桶，同比增长 8.13%。

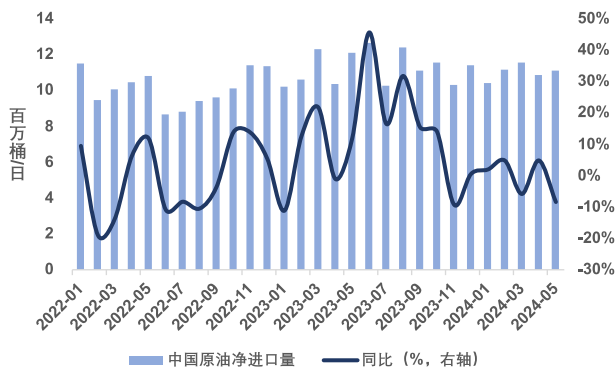
图63：OPEC 原油日均产量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

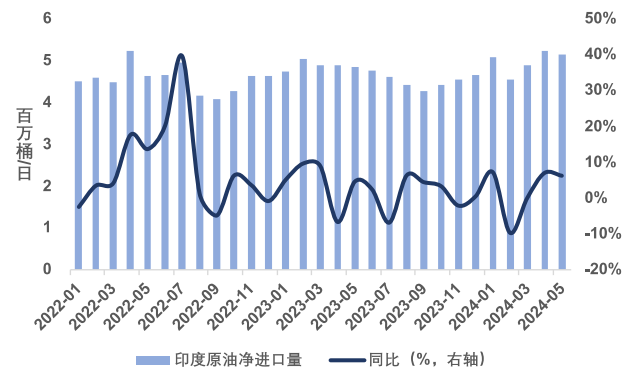
图64：美国原油日均产量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

- **从原油消费端看：**中国原油净进口量维持在 11 百万桶/日附近，2024 年 5 月日均净进口量 11.09 百万桶，同比下滑 8.42%；印度原油净进口量维持在 5 百万桶/日附近，2024 年 5 月日均净进口量 5.14 百万桶，同比增长 6.20%。

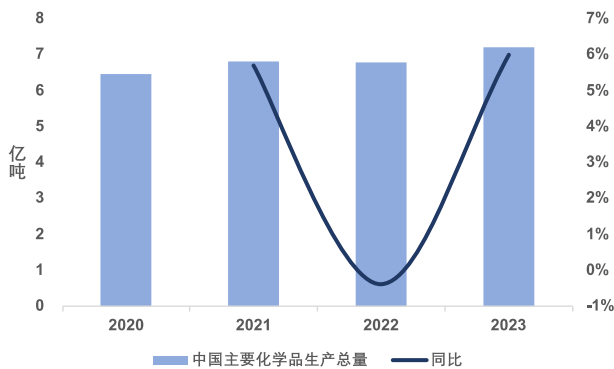
图65：中国原油日均净进口量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

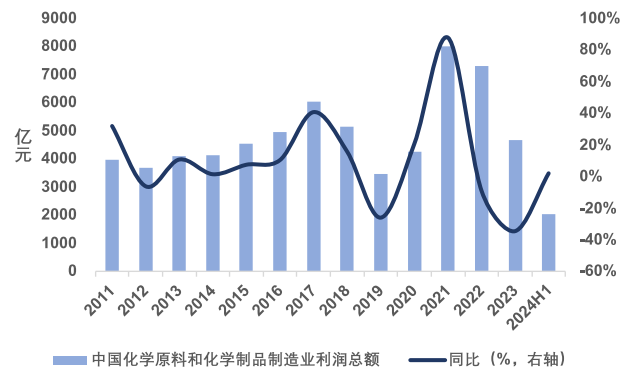
图66：印度原油日均净进口量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

危化品物流：化学品产量整体稳增，但化工行业利润下滑，危化品物流行业景气度静待复苏。2023 年，全国主要化学品生产总量约 7.2 亿吨，同比增长约 6%，2020~2023 年 CAGR 约 3.7%。全国化学原料和化学制品制造业利润总额在 2023 年实现 4694.2 亿元，同比下滑 34.1%，2020~2023 年 CAGR 为 3.3%；在 2024 年上半年实现 2041.10 亿元，同比增长 2.3%。

图67：中国主要化学品生产总量


资料来源：中国石油与化学工业联合会，中国日报网，信达证券研发中心

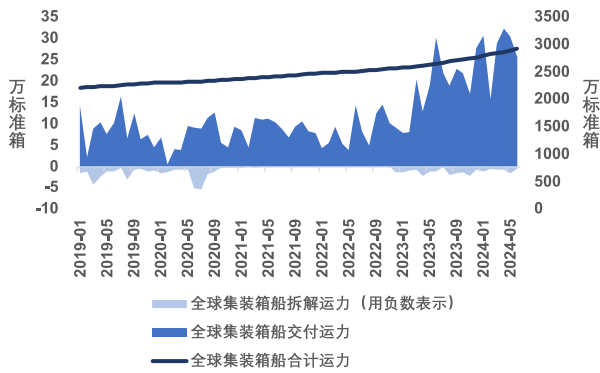
图68：中国化学原料和化学制品制造业利润总额


资料来源：Wind，信达证券研发中心

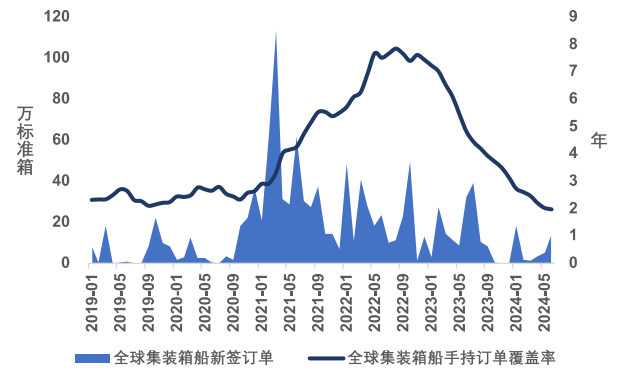
3.2 短期整体维持供给紧张，需要关注中长期运力投放节奏

集运：短期维持供给紧张，中长期关注运力投放

- **短期新增运力对供给紧张的缓解作用有限。**2023 年以来，全球集装箱船交付运力有所提升，且拆解运力维持低位，截至 2024 年 6 月，全球集装箱船合计运力 2924.89 万标准箱，同比增长 10.77%。考虑到“红海事件”对集运美线、欧线的影响，我们认为短期新增运力对供给紧张的缓解作用有限。

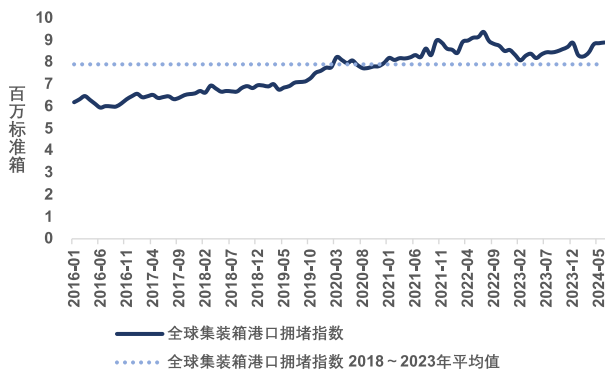
图69：全球集装箱船合计运力、拆解运力、交付运力


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

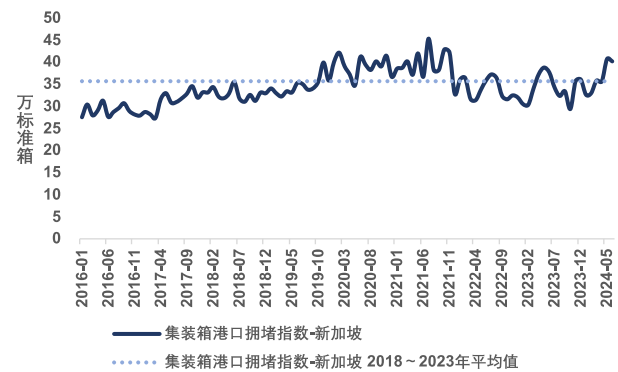
图70：全球集装箱船新签订单、手持订单覆盖率


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- **港口拥堵加剧运力损耗。**“红海事件”的影响下，船舶绕航后错期抵港导致港口拥堵，降低运输效率。全球集装箱港口拥堵指数2018~2023年平均值为7.92百万标准箱，而在2024年6月达8.90百万标准箱，高于2018~2023年平均水平0.98百万标准箱。其中，新加坡集装箱港口拥堵指数在2024年6月达40.30万标准箱，高于2018~2023年平均水平4.54百万标准箱。

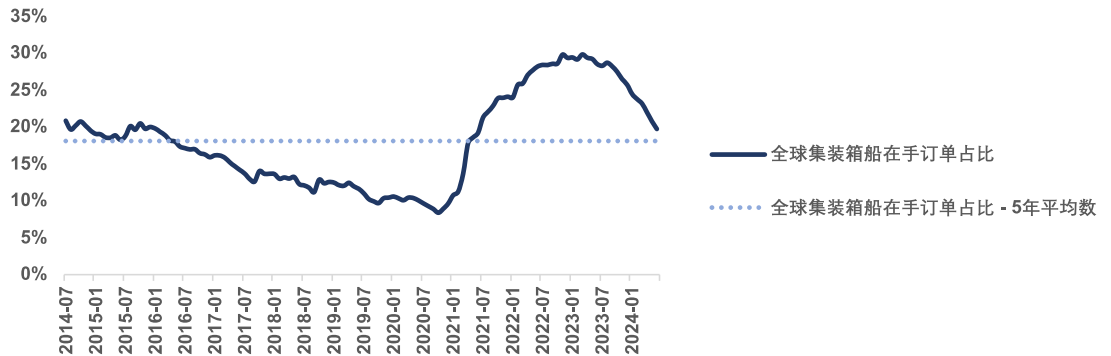
图71：全球集装箱港口拥堵指数


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图72：集装箱港口拥堵指数-新加坡


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- **在手订单占比偏高，关注中期运力释放节奏。**现阶段全球集装箱船在手订单数仍处高位，2024年6月在手订单占比达19.77%，略高于全球集装箱船在手订单占比5年平均水平的18.15%。从在手订单角度，未来需要关注交船节奏带来的供需格局变化。

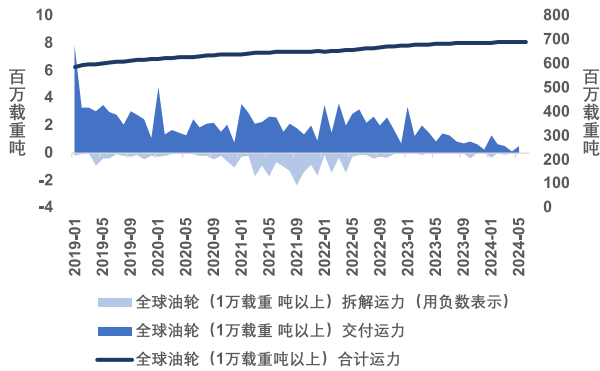
图73：全球集装箱船在手订单占比


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

油运：交付运力持续紧张，中长期运力投放节奏或有波动。2023年以来，全球油轮交付运力、拆解运力均维持低位，截至2024年6月，全球油轮合计运力6.91亿载重吨，同比增长1.18%。考虑到“红海事件”对油运中东→欧洲航线的影响，我们预计短期维持供给紧张。

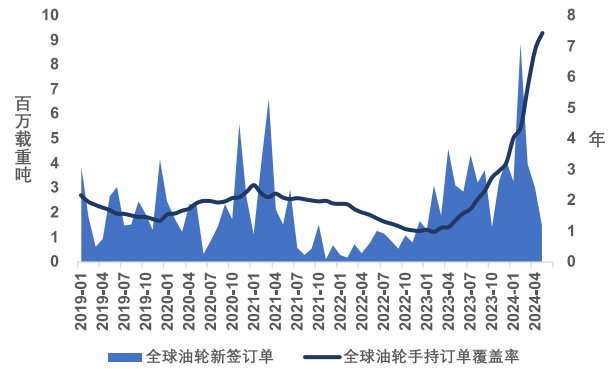
- **新增油轮：**考虑到2024年新增订单有所增加，且手持订单覆盖率已进入高位，现有订单交付周期或有所延长，建议关注中长期运力投放节奏。

图74：全球油轮合计运力、拆解运力、交付运力



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图75：全球油轮新签订单、手持订单覆盖率



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- **拆解油轮：**从船龄上看，全球油轮船龄稳步提升，而拆解船龄处于高位。2024年6月，全球油轮平均船龄13.32年，平均拆解船龄为25.33年，短期看拆解船龄处于历史高位。从船龄结构上看，截至2024年6月，全球在营原油油轮合计运力4.11亿载重吨，其中20年以上船龄运力占比11.84%，25年以上船龄运力占比0.84%，关注中期油轮拆解节奏。

图76：全球油轮船龄及拆解船龄



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

表6：2024年6月全球在营油轮中25年以上船龄运力占比0.84%

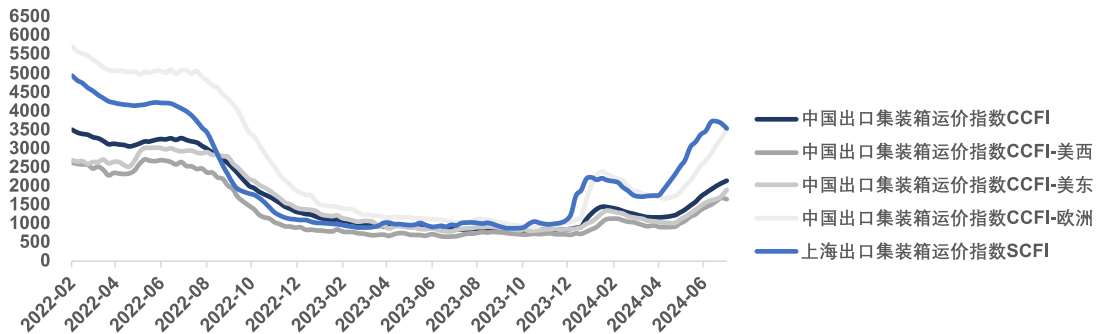
	艘数	运力 万载重吨	运力占比
全球在营原油油轮	2066	4.11	
20年以上船龄	276	0.49	11.84%
25年以上船龄	22	0.03	0.84%

资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

3.3 外贸运费短期企稳，今年盈利高位可期

集运：短期供需紧平衡，上半年平均增长 58.56%。2024 年以来，受供需影响，集运运价快速增长，我们从 CCFI 角度看，CCFI 一季度平均实现 1290.49 点，同比增长 18.76%；二季度平均实现 1439.10 点，同比增长 53.39%，2024 年上半年平均实现 1364.80 点，同比增长 34.81%。其中，2024 年上半年 CCFI 欧线平均实现 2033.68 点，同比增长 58.56%。2024 年下半年以来，运费短期仍处高位，7 月前 3 周 CCFI 平均实现 2083.31 点，同比增长 138.89%，维持相对高位，集运企业今年有望实现高盈利。

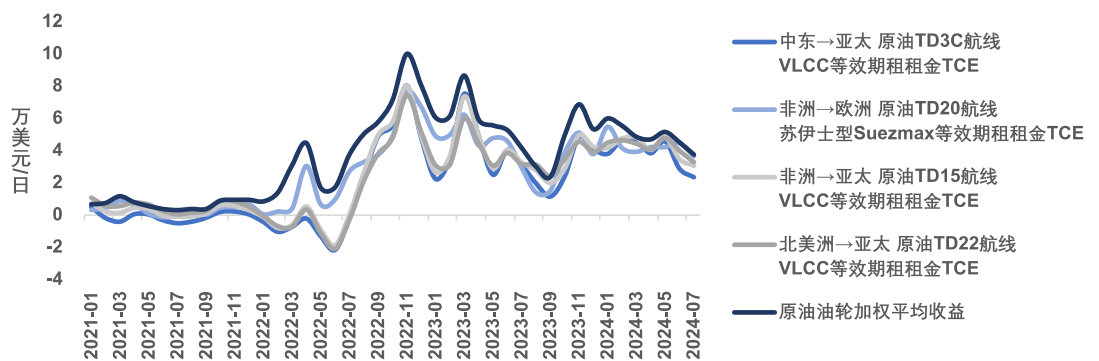
图77：中国出口集装箱运价指数 CCFI、上海出口集装箱运价指数 SCFI



资料来源：Wind，信达证券研发中心

油运：短期供需格局趋稳，运价波动收窄。2024 年以来，原油油轮加权平均收益维持在 5 万美元/日附近波动，且波动较 2023 年有所收窄。2024 年，原油油轮加权平均收益一季度平均实现 5.41 万美元/日，同比下滑 23.56%；二季度平均实现 4.81 万美元/日，同比下滑 13.41%；2024 年上半年平均实现 5.11 万美元/日，同比下滑 19.10%。2024 年下半年以来，7 月前 3 周原油油轮加权平均收益平均实现 3.74 万美元/日，同比下滑 13.58%，整体波动有所收窄。

图78：原油油轮分航线等效期租租金及加权平均收益



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

附：航运及危化品物流核心标的盈利预测及估值
表7：航运及危化品物流核心标的盈利预测及估值（2024年8月5日）

证券代码	证券简称	市值 亿元	归母净利润及盈利预测 亿元				PE					PB (LF)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
集运												
601919.SH	中远海控	2044.6	238.6	363.8	202.7	220.7	8.6	8.7	5.6	10.1	9.3	1.0
603565.SH	中谷物流	179.8	17.2	17.2	18.8	19.4	10.5	12.0	10.5	9.6	9.2	1.9
油运												
600026.SH	中远海能	684.6	33.5	65.1	74.8	82.1	20.4	19.6	10.5	9.2	8.3	2.0
601872.SH	招商轮船	605.1	48.4	70.5	80.3	87.0	12.5	11.9	8.6	7.5	7.0	1.7
601975.SH	招商南油	151.3	15.6	21.8	22.3	22.8	9.7	8.3	6.9	6.8	6.6	1.6
危化品物流												
002930.SZ	宏川智慧	52.4	3.0	3.5	4.2	4.9	17.7	18.2	14.9	12.5	10.6	2.1
603209.SH	兴通股份	38.5	2.5	3.2	4.0	4.8	15.3	15.3	12.0	9.7	8.1	1.7
001205.SZ	盛航股份	25.6	1.8	2.4	3.0	3.5	14.1	13.9	10.6	8.5	7.3	1.5
603713.SH	密尔克卫	78.8	4.3	6.0	7.1	8.3	18.3	16.1	13.1	11.0	9.5	1.9
001228.SZ	永泰运	19.2	1.5	2.3	3.0	4.0	12.8	13.1	8.4	6.5	4.9	1.1

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：2024~2026年盈利预测及PE值数据为Wind一致预期。

二、稳健篇：基础设施板块稳健高分红

基础设施类板块基于费率的稳定性，业绩驱动来自量的驱动，伴随经济的增长，货运及客运运量中长期稳步增长，带来基础设施类板块业绩稳健，但低弹性。

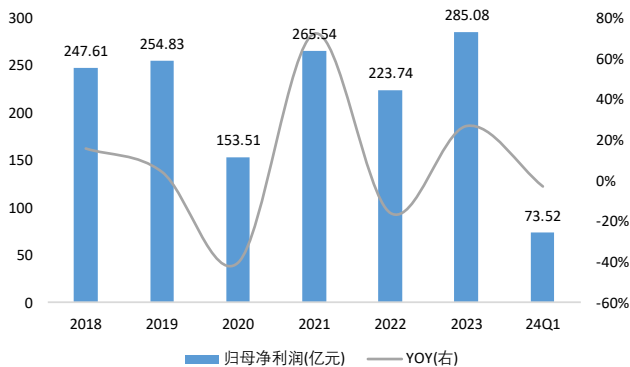
我们基于股息率叠加 eps 增长投资框架，继续看好公路铁路港口高分红带来的绝对收益属性。

4 公路及铁路货运：业绩长坡厚雪，现金流带来高分红持续

4.1 高速公路：全年预计前低后高，分红稳健高股息特性凸显

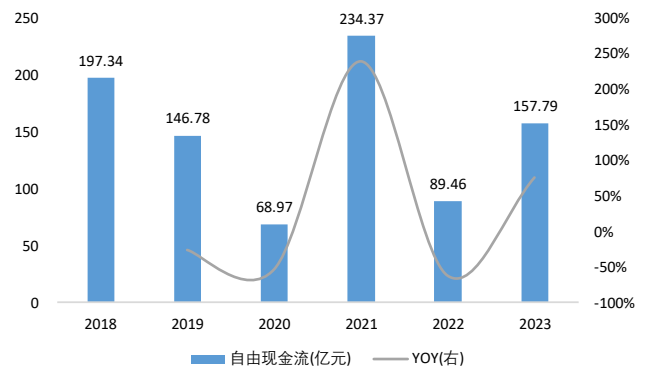
24 年一季度经营受偶发因素影响，全年预计增长前低后高，未来板块经营业绩有望稳健向好。2023 年，新冠疫情及货车费率折扣等因素影响减退，带动高速公路板块当年业绩同比回升，板块 2023 年营收同比增长 3.4% 至 1234.03 亿元，归母净利润同比增长 27.0% 至 285.08 亿元；经营改善相应带动自由现金流增长，进一步夯实分红能力，板块 2023 年自由现金流（经营性现金流净额-购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金）为 157.79 亿元，同比增长 76.4%。2024 年一季度出现偶发因素影响，我们分析一方面 23 年同期为疫情管控优化初期，客流出现较明显的增长，且有一部分货运企业将 22Q4 疫情期间积压的发货行为延后至 23Q1，带来去年同期业绩的高基数；另一方面 24 年一季度存在极端雨雪天气、春节假期高速公路客车免费通行时间拉长及部分制造业企业生产发货意向较弱的情况，对通行车流造成一定影响，因此板块营收同比下降 1.5% 至 251.31 亿元，归母净利润同比下降 2.7% 至 73.52 亿元，我们认为一季度板块业绩受到偶发因素的影响仅为短期波动，全年受益于客车短途自驾出行偏好提升及宏观经济向好带动的货车稳增，仍有望实现稳健增长。

图79：公路板块 24Q1 归母净利润同比下降 2.7%



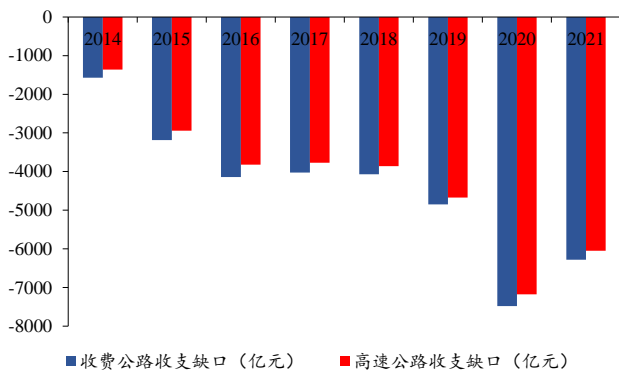
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图80：公路板块 2023 年自由现金流同比增长 76.4%

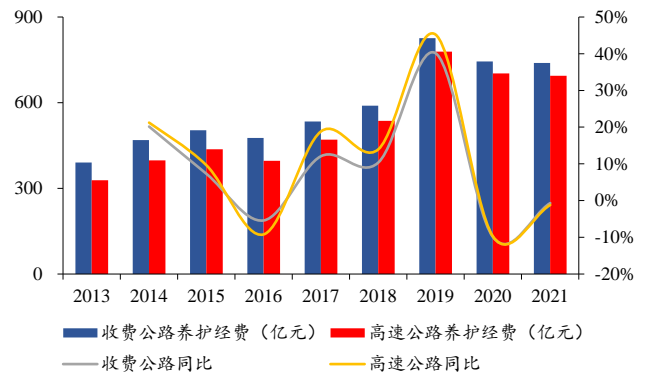


资料来源：iFind，信达证券研发中心

关注高速公路行业新法规推进带来的情绪催化。《基础设施和公用事业特许经营管理办法》已于 2024 年 1 月 31 日通过审议并予以公布，自 2024 年 5 月 1 日起正式施行，办法第八条提出特许经营项目期限由此前最长期限 30 年延长至 40 年，具体经营期限变化需根据行业特点、服务需求、项目生命周期、建设投资和运营成本及投资回收期等综合因素确定。具体到收费公路行业，我们认为现行公路法律法规或无法充分满足公路可持续发展需要，可能存在一定改革空间。《收费公路管理条例(修订)》已经列入国务院 24 年度立法工作计划，属于拟制定、修订的行政法规，未来建议重点关注新公路法律法规落地进展。

图81：收费公路收支缺口不断增大


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

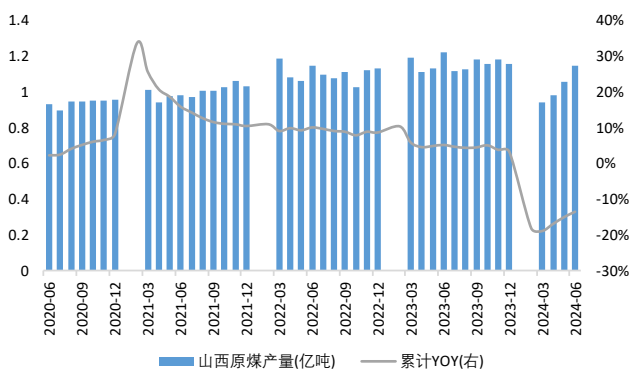
图82：收费公路养护经费不断扩张


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

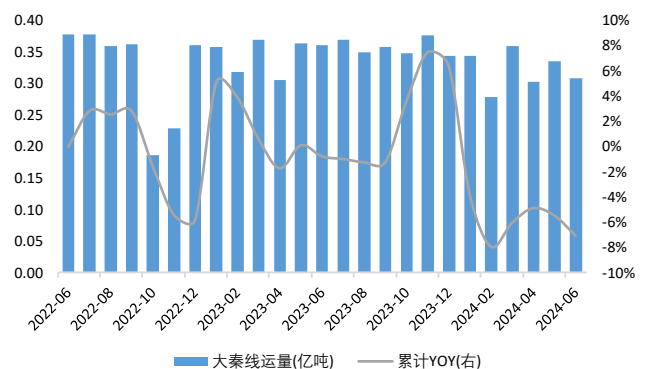
投资建议：基于成长性叠加高股息主线，关注稳健龙头。推荐投资运营能力优秀、相关多元化外延拓展持续贡献业绩成长性的招商公路，以及核心路产改扩建完工后或量价齐升赋能增长的山东高速。此外，建议关注稳健股息标的宁沪高速、皖通高速、粤高速A、深高速。

4.2 西煤东运：24年一季度受到主产区煤炭限产影响，中长期仍有运量支撑，关注绝对收益高股息配置价值

全国铁路煤炭发运情况整体稳健，主产区发运情况短期内一定程度受到限产影响。2023年，全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.9%；煤炭铁路发运量27.48亿吨，同比增长2.6%（大秦线运量同比增长6.4%至4.22亿吨）。2024年前6月，全国原煤产量22.66亿吨，同比下降1.7%；煤炭铁路发运量14.02亿吨，同比增长2.1%。其中，“三西”地区限产或一定程度上影响了相关区域发运情况，前6月山西、陕西、内蒙古原煤产量同比分别-13.5%、+1.5%、+3.8%，相应大秦线运量同比下降7.1%至1.93亿吨。我们认为，短期看，山西省已出台《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》。提出在确保安全生产的前提下，2024年全省煤炭产量将稳定在13亿吨左右，单月看3-6月山西省原煤产量同比增速分别-21.0%、-11.9%、-6.9%、-6.5%，降幅已逐步收窄，有望助力大秦线运量迎来修复；中长期看，依托煤源地向优质产区集中、大宗商品公转铁结构变革、线路成本优势的三层安全垫支撑，大秦线运量中长期仍有提升空间。此外，基于自身线路运距优势，我们认为大秦吨公里运输费率或有望维稳。

图83：24年前6月山西原煤产量同比下降13.5%


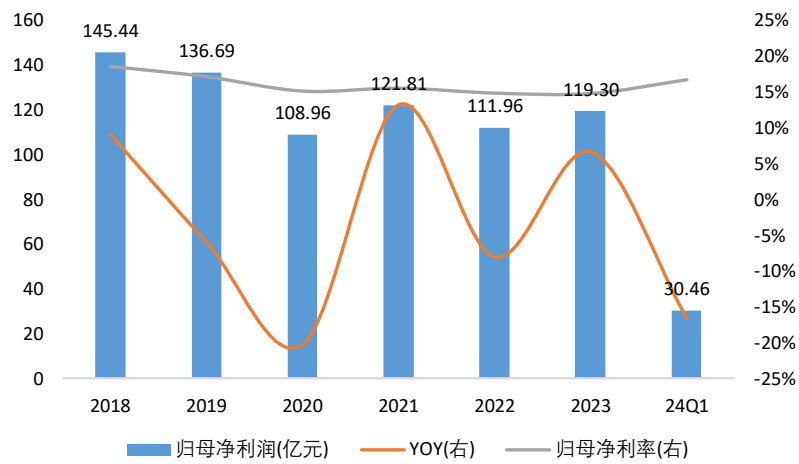
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图84：24年前6月大秦线运量同比下降7.1%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

投资建议：关注大秦铁路的稳健股息价值。公司 2023 年归母净利润 119.30 亿元，同比增长 6.6%；24Q1 归母净利润 30.46 亿元，同比下降 16.7%，业绩的变动和运量的变化基本一致。经营方面，公司 2024 年将聚焦大宗客户和大宗物资，用好公转铁、排队装车等政策和机制，抓牢大宗“基本盘”；聚焦省内重点企业原材料、产成品，及矿石、铝矾土等集疏港货源，“一企一策”制定物流总包方案；统筹通道能力，优化大秦线运输组织方案，提高设备保障能力；推进焦炭、白货集装箱化运输，持续做大班列运量、提升运行品质。分红方面，公司制订《23-25 年股东分红回报规划》，承诺除特殊情况外，公司每年应当采取现金方式分配股利，现金分红比例不低于当年归母净利润总额的 55%，且在有条件的情况下可以进行中期利润分配，或有望延续股息价值。

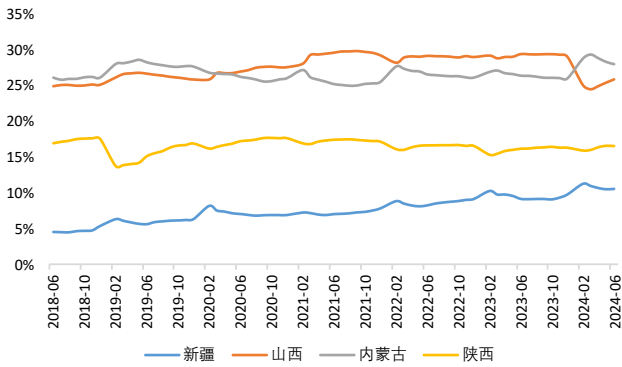
图85：大秦铁路 24Q1 归母净利润同比下降 16.6%



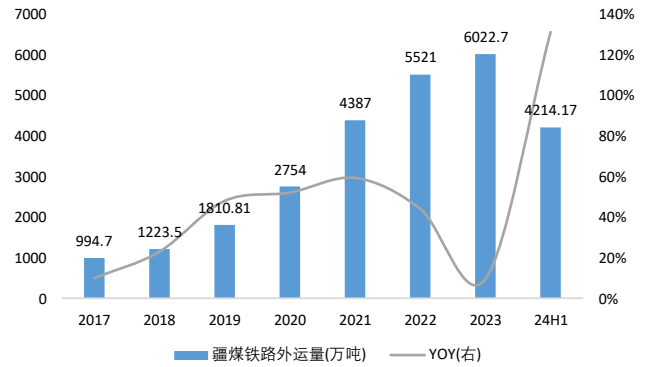
资料来源：iFind，信达证券研发中心

4.3 疆煤外运：迎来运量高增，关注广汇物流能源物流业绩增长兑现

疆煤外运或为大势所趋。1) **生产端**：24 年前 6 月新疆原煤产量 2.40 亿吨，同比增长 13.4%，占全国原煤产量比重同比提升 1.4 个百分点至 10.6%。我们认为，疆煤受益于其已探明煤炭储量丰富、疆内煤炭分布集中、埋藏浅煤厚大且含煤层数多、高燃烧环保性等优势，在煤价中枢中长期抬升的大背景下有望赢得更多市场份额。2) **运输端**：2023 年疆煤铁路外运 6022.7 万吨，同比增长 9.5%；24 年前 6 月疆煤铁路外运 4214.17 万吨，同比增长 131.1%，主要受益于外运通道持续完善、煤炭运输“公转铁”、阶段性跨局运价优惠等。我们认为，未来随着北疆区域疆煤外运重要铁路线扩容改造陆续推进带来更多时刻能力以及国铁货运车皮供给边际宽松，外运能力或有望稳步提升。3) **需求端**：疆煤重点终端消费地以西北和川渝地区为主，甘肃、宁夏、川渝的原煤缺口都呈现逐步放大趋势，未来随当地产业转移、资源衰减、安监趋严等因素影响，我们预计重点消费地对疆煤的需求有望维持坚挺。

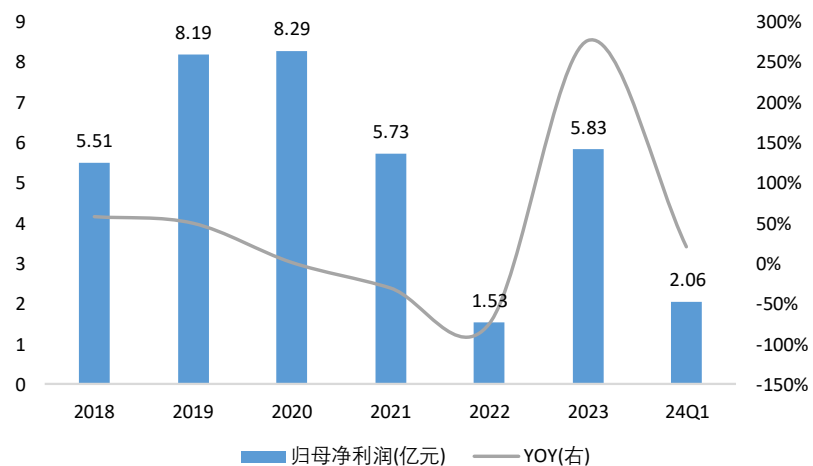
图86：新疆原煤产量占全国比重显著提升（月度累计）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图87：24年上半年疆煤铁路外运量同比增长 131.1%


资料来源：新疆煤炭交易中心，中国煤炭网，天山网，信达证券研发中心

投资建议：关注疆煤外运铁路龙头广汇物流，公司顺应疆煤外运大趋势切入能源物流业务，基本面有望改善。公司 2023 年度实现归母净利润 5.83 亿元，同比增长 276.4%，其中能源物流业务实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 67.7%；24Q1 归母净利润 2.06 亿元，同比增长 20.7%，我们分析其中能源物流业务盈利或实现大幅增长（一季度红淖铁路发运量（含过货量 170.16 万吨）为 534.56 万吨，同比增长 240.7%；柳沟综合能源物流基地周转量为 320.38 万吨，同比增长 10.2%）。展望未来，一方面公司红淖铁路货量增长来自于始发量及过货量增长共同驱动，兄弟公司广汇能源在淖毛湖矿区新矿投产有望带来始发增量，此外西延线将淖铁路 24 年 1 月通车后有望为红淖铁路带来持续渐增的过货业务；另一方面公司能源基地周转量增长来自于周边区域疆煤消费需求增长驱动，公司当前已确定选址的四大能源物流基地位于疆煤终端重点消费区域（甘肃、宁夏、四川），未来经营货量的增长有望充分受益于区域煤炭供需缺口背景下投运后产能利用率的提升。

图88：广汇物流 23 年及 24Q1 归母净利润回升


资料来源：iFind，信达证券研发中心

表8：公路及铁路货运行业重点公司估值表

证券代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					市盈率			
			2024/8/5	23A	24E	25E	26E	23A	TTM	24E	25E	26E
600350.SH	山东高速	买入	428	32.97	36.36	41.03	43.43	12.99	13.22	11.78	10.44	9.87
001965.SZ	招商公路	买入	868	67.67	70.64	78.06	85.49	12.83	12.94	12.29	11.12	10.16
600377.SH	宁沪高速	-	592	44.13	47.89	52.47	56.04	13.42	15.14	12.37	11.29	10.57
000429.SZ	粤高速 A	-	216	16.34	16.51	16.94	17.45	13.23	14.11	13.09	12.76	12.39
600012.SH	皖通高速	-	225	16.60	18.71	19.83	20.93	13.55	15.58	12.02	11.34	10.74
600548.SH	深高速	-	205	23.27	25.12	28.14	30.29	8.82	9.89	8.17	7.30	6.78
601006.SH	大秦铁路	-	1,258	119.30	116.94	119.85	123.72	10.54	11.11	10.76	10.50	10.17

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：山东高速、招商公路 24-26 年归母净利润为信达交运团队预测，其余为 iFind 一致预期

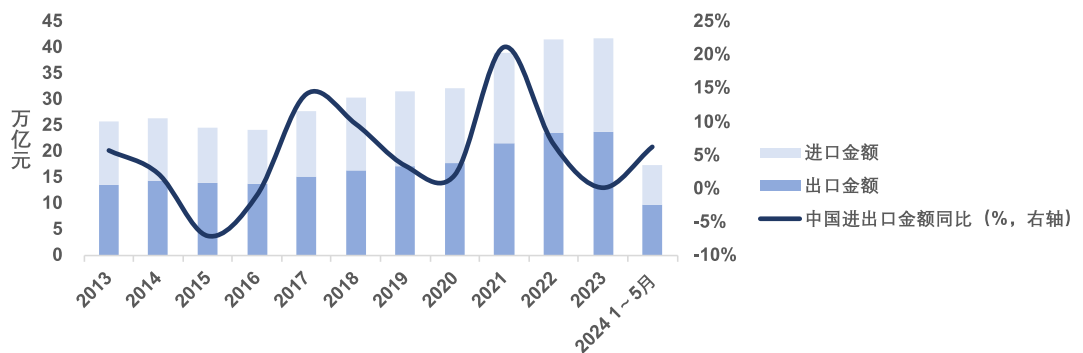
5 港口：出口复苏吞吐稳健，资产回报进入上行期

港口行业吞吐量维持稳健增长，短期受益于出口复苏，同比增速略有上浮。中期看，随着吞吐量稳增，叠加产能建设维持理性，我们认为港口行业产能利用率将稳步提升，从业绩、分红、估值维度看，绝对收益优选低估值高分红标的青岛港（601298.SH/6198.HK）、唐山港（601000.SH）。我们基于对公司 2024 年的盈利预测以及 2024 年 8 月 5 日收盘价，测算青岛港若分红比例为 40%~50%，对应 2024 年股息率为 3.7%~4.6%；唐山港若维持派发 0.2 元/股分红，对应 2024 年股息率为 3.9%。

5.1 短期看出口复苏，需求稳健吞吐量稳步上升

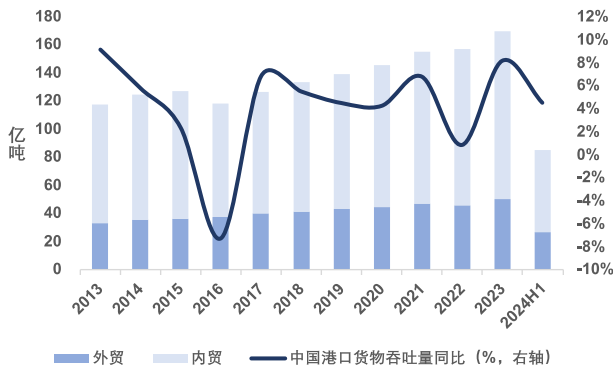
出口复苏动力强劲，2024 年 1~5 月出口金额同比增长 6.10%。2023 年，我国进出口金额实现 41.75 万亿元，同比增长 0.19%，2020~2023 年 CAGR 为 9.02%，其中出口金额实现 23.77 万亿元，同比增长 0.56%，2020~2023 年 CAGR 为 9.85%。2024 年 1~5 月，我国进出口金额实现 17.50 万亿元，同比增长 6.30%，其中出口金额实现 9.95 万亿元，同比增长 6.10%。

图89：中国进出口金额

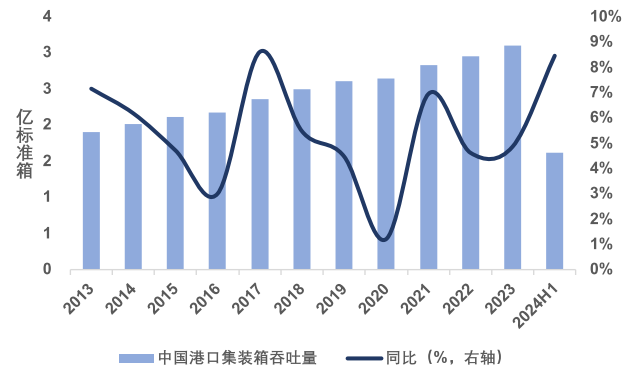


资料来源：Wind，信达证券研发中心

全国港口吞吐量稳步增长，2024 年上半年外贸吞吐量同比增长 8.78%，集装箱吞吐量同比增长 8.48%。2023 年，中国港口货物吞吐量实现 169.73 亿吨，同比增长 8.22%，2020~2023 年 CAGR 为 5.27%，其中外贸货物吞吐量实现 50.47 亿吨，同比增长 9.54%，2020~2023 年 CAGR 为 3.93%，集装箱吞吐量实现 3.10 亿标准箱，同比增长 4.89%，2020~2023 年 CAGR 为 5.50%。2024 年上半年，中国港口货物吞吐量实现 85.63 亿吨，同比增长 4.56%，其中外贸货物吞吐量实现 26.89 亿吨，同比增长 8.78%，集装箱吞吐量实现 1.62 亿标准箱，同比增长 8.48%。

图90：中国港口货物吞吐量结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图91：中国港口集装箱吞吐量


资料来源：Wind，信达证券研发中心

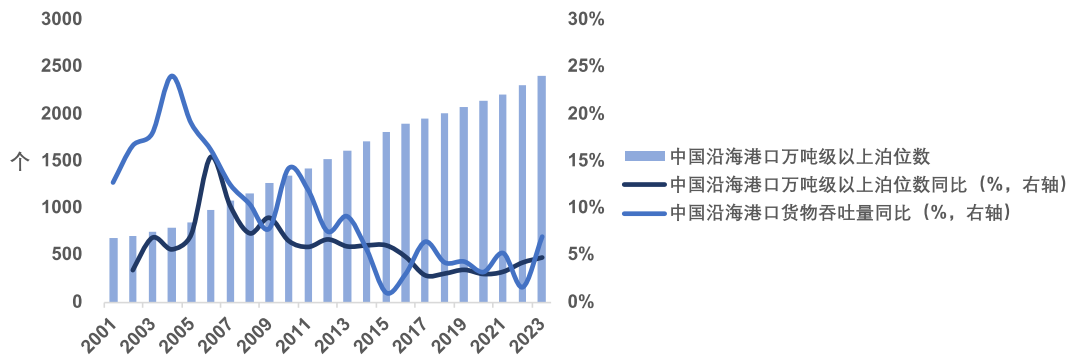
5.2 中期看产能利润率回升，资产回报进入上行期

理性建设的背景下，全国港口产能利用率稳步提升。2010年起，随着政策指导港口理性建设，现阶段的港口产能建设主要系必要性补充。对比泊位数及货物吞吐量增速，2023年，全国沿海港口万吨级以上泊位数为2409个，2020~2023年CAGR为4.06%，低于沿海港口货物吞吐量同期CAGR水平0.49个百分点。

表9：2010年起，各项政策指导港口理性建设

时间	发布机构	事件/政策名称	相关内容
2010年4月	交通运输部	交通运输部和浙江省政府在杭州联合举办港口物流论坛	促进港口物流业发展，应做好四项重点工作。第一，拓展港口服务功能，积极推进以港口为枢纽的多式联运。第二，加快内河航运发展。第三， 积极推进港口资源优化配置 。第四，加大规范港口市场秩序力度。
2010年6月	交通运输部	我国沿海港口企业联系机制第一次会议	要在继续保持港口基础设施建设良好态势的基础上， 优化港口功能布局，加强港口岸线管理，促进港口协调发展 ；要把节约资源、保护环境放在战略位置，努力推进节能减排， 推动港口由粗放型向集约型、由外延式向内涵式发展转变 。
2012年6月	交通运输部 国家发改委	《港口岸线使用审批管理办法》	规范了港口岸线使用的审批范围、程序、内容和形式， 有利于保证港口岸线深水深用、节约高效、合理利用、有序开发 。
2013年4月	交通运输部	水运建设市场检查	重点检查沿海港口码头建设项目“未批先建” ，设计变更和监理单位主要人员到位及现场履职、现场管理情况，招标备案、围标串标、转包和违法分包等情况。
2016年8月	交通运输部	《关于进一步加强长江港口岸线管理的意见》	沿江各级港口行政管理部门要加强辖区内长江干线港口总体规划执行情况和港口岸线使用情况的监督巡查和定期评估。 严禁未批先建，杜绝占而不建 。需使用岸线的港口设施建设项目， 在未取得港口岸线使用许可前，不予办理项目初步设计审批和竣工验收手续，不得开工建设，不得投入运行（试运行） 。

资料来源：交通运输部，国家发改委，信达证券研发中心

图92：中国沿海港口万吨级以上泊位数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

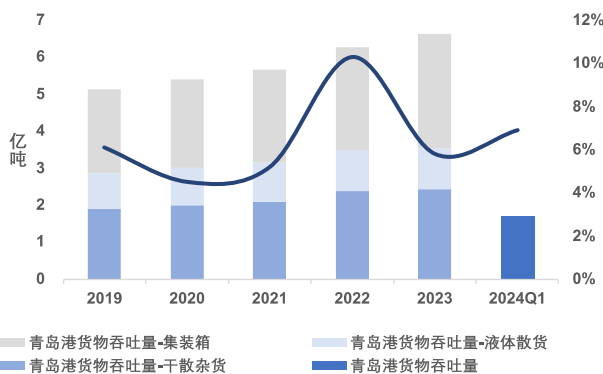
随着吞吐量稳增，叠加产能建设维持理性，我们认为港口行业中期看产能利用率及资产回报率将稳步提升。

5.3 港口从业绩、分红、估值维度看，绝对收益优选低估值高分红标的

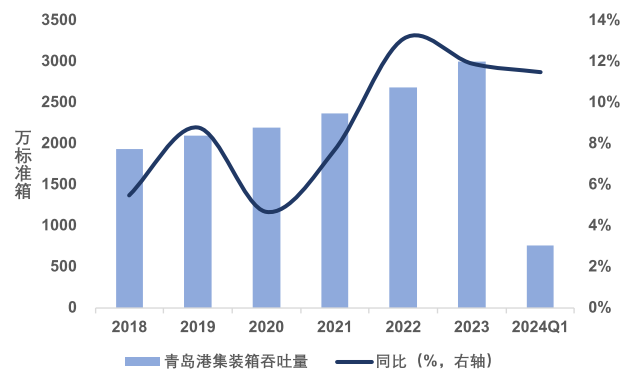
持续看好量价向好业绩稳增长的青岛港，以及现金流良好高分红的唐山港。同时建议关注供需紧平衡下有望释放运价弹性的油运板块，此外建议关注危化品物流板块随上游化工行业景气度复苏带动的边际改善。

5.3.1 青岛港：集装箱吞吐量延续高增趋势，预计2024年对应股息率3.7%~4.6%

集装箱吞吐量延续高增趋势。2023年，青岛港实现货物吞吐量6.64亿吨，同比增长5.8%，2020~2023年CAGR为7.1%。其中，干散杂货吞吐量实现2.44亿吨，同比增长2.2%；液体散货吞吐量实现1.11亿吨，同比持平；集装箱吞吐量实现3002万标准箱，同比高增11.9%。2024年第一季度，青岛港实现货物吞吐量1.72亿吨，同比增长6.9%；实现集装箱吞吐量767万标准箱，同比增长11.5%，延续高增趋势。

图93：青岛港货物吞吐量


资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

图94：青岛港集装箱吞吐量


资料来源：青岛港公司公告，信达证券研发中心

基于我们的盈利预测，预计青岛港 2024 年对应股息率 3.7%~4.6%。我们预计青岛港 2024~2026 年归母净利润分别为 53.27、58.00、63.15 亿元。基于 2024 年盈利预测，我们测算若分红比例为 40%~50%，对应股息率为 3.7%~4.6%，维持一定的绝对收益价值。

表10：青岛港历史分红数据以及 2024 年分红测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E		
归母净利润 亿元	38.42	38.42	39.82	45.25	49.23	53.27		
分红比例	44.30%	44.30%	41.79%	38.63%	38.59%	40%	45%	50%
现金分红总额 亿元	17.02	17.02	16.64	17.48	19.00	21.31	23.97	26.64
每股股利 元/股	0.20	0.26	0.26	0.27	0.29	0.33	0.37	0.41
股息率 2024E 数据基于 2024 年 8 月 5 日收盘价	2.92%	4.08%	4.51%	4.80%	4.74%	3.68%	4.15%	4.61%

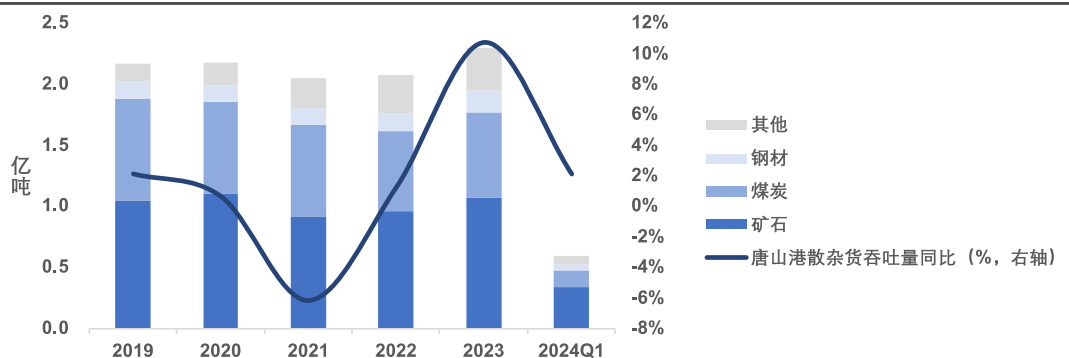
资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024 年假设公司可用于分配利润为归母净利润，数据基于信达交运团队盈利预测。

5.3.2 唐山港：货物吞吐量稳增，预计 2024 年对应股息率 3.9%

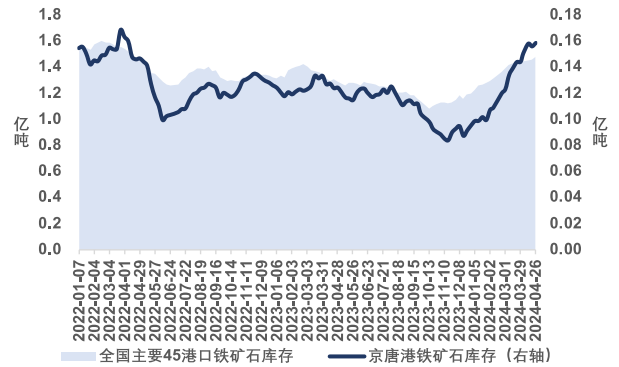
受益于铁矿石降价补库，吞吐量稳步增长。2023 年，唐山港实现散杂货吞吐量 2.30 亿吨，同比增长 10.7%，2020~2023 年 CAGR 为 1.7%，其中，矿石、煤炭、钢材占比分别为 46.8%、30.3%、8.0%。2024 年第一季度，唐山港实现散杂货吞吐量 0.60 亿吨，同比增长 2.1%，其中，矿石、煤炭、钢材占比分别为 57.5%、22.0%、9.1%。矿石、钢材吞吐量在 2024 年第一季度分别同比高增 25.6%、19.1%，我们预计与 2024 年以来铁矿石进口价格下滑、全国各铁矿石主要接卸港积极补库相关。

图95：唐山港散杂货吞吐量结构



资料来源：唐山港公司公告，信达证券研发中心

图96：中国铁矿石现货价格指数 CSI：进口块矿（62%Fe）

图97：全国主要45港口以及京唐港铁矿石库存


资料来源：Wind，信达证券研发中心

资料来源：Wind，信达证券研发中心

基于我们的盈利预测，预计唐山港 2024 年对应股息率 3.9%。我们预计唐山港 2024 ~ 2026 年归母净利润分别为 20.17、21.08、22.01 亿元。基于 2024 年盈利预测，我们测算若维持派发 0.2 元/股分红，对应股息率为 3.9%，维持一定的绝对收益价值。

表11：唐山港历史分红数据以及 2024 年分红测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
归母净利润 亿元	17.78	18.43	20.89	16.90	19.25	20.17
分红基准股本 亿股	59.26	59.26	59.26	59.26	59.26	59.26
现金分红总额 亿元	5.33	11.85	20.74	11.85	11.85	11.85
每股股利 元/股	0.09	0.20	0.35	0.20	0.20	0.20
前三季度利润分配			0.15			
年度利润分配	0.09	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
股息率 2024E 数据基于 2024 年 8 月 5 日收盘价	3.46%	8.06%	12.73%	7.30%	5.71%	3.88%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024 年数据基于信达交运团队盈利预测。

5.3.3 青岛港、唐山港当前估值

我们对青岛港的盈利预测及估值：我们预计公司 2024 ~ 2026 年归母净利润分别为 53.27、58.00、63.15 亿元。基于 2024 年 8 月 5 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 11.6 倍，2024 ~ 2026 年对应 PE 分别为 10.9、10.0、9.2 倍，PB (LF) 为 1.5 倍。

我们对唐山港的盈利预测及估值：我们预计公司 2024 ~ 2026 年归母净利润分别为 20.17、21.08、22.01 亿元。基于 2024 年 8 月 5 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 15.7 倍，2024 ~ 2026 年对应 PE 分别为 15.1、14.5、13.9 倍，PB (LF) 为 1.6 倍。

表12：青岛港、唐山港可比估值表（2024年8月5日）

证券代码	市值 亿元 2024年8月5日	PE					PB (LF)
		2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
青岛港 601298.SH	578	11.7	11.6	10.9	10.0	9.2	1.5
唐山港 601000.SH	305	15.9	15.7	15.1	14.5	13.9	1.6
可比标的加权平均		15.9	15.8	13.8	13.2	12.2	1.0
招商港口 001872.SZ	507	14.2	13.5	13.1	12.2	11.4	0.9
秦港股份 601326.SH	176	11.5	12.3	10.2	10.2	9.8	1.0
盐田港 000088.SZ	197	17.7	15.6	18.8	18.8	16.5	1.5
天津港 600717.SH	135	13.7	13.4	13.4	13.4	12.0	0.7
北部湾港 000582.SZ	175	15.6	13.7	14.1	12.5	-	1.0
宁波港 601018.SH	695	14.9	14.5	-	-	-	0.9
辽港股份 601880.SH	266	19.8	22.8	-	-	-	0.8
广州港 601228.SH	240	22.2	22.7	-	-	-	1.2
日照港 600017.SH	87	13.6	14.4	-	-	-	0.7
南京港 002040.SZ	27	16.5	16.7	-	-	-	0.9

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：2024~2026年盈利预测PE值除唐山港、青岛港为信达交运团队预测外，其余公司数据为Wind一致预期。

附：港口核心标的盈利预测及估值

表13：港口核心标的盈利预测及估值（2024年8月5日）

证券代码	证券简称	市值 亿元	归母净利润及盈利预测 亿元				PE					PB (LF)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	
601298.SH	青岛港	578.4	49.2	53.3	58.0	63.1	11.7	11.6	10.9	10.0	9.2	1.5
601000.SH	唐山港	305.2	19.2	20.2	21.1	22.0	15.9	15.7	15.1	14.5	13.9	1.6
600018.SH	上港集团	1420.3	132.0	141.6	141.9	147.0	10.8	10.6	10.0	10.0	9.7	1.2
001872.SZ	招商港口	507.1	35.7	38.9	41.7	44.5	14.2	13.5	13.1	12.2	11.4	0.9

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：2024~2026年盈利预测及PE值除唐山港、青岛港为信达交运团队预测外，其余公司数据为Wind一致预期。

6 风险因素

实物商品网购需求不及预期: 实物商品网购是快递业务量发展的上游驱动, 若实物商品网购需求不及预期, 快递业务量的提升或不及预期。

电商快递价格竞争恶化: 电商快递行业服务差异化程度相对较低, 若各家电商快递企业采取过度激进的价格竞争策略, 或影响公司的经营利润及现金流情况。

末端加盟商稳定性下降: 电商快递加盟商负责末端包裹的揽派以及支线运输, 如果因为激励政策等原因导致末端不稳, 或影响公司履约的质量。

出行需求恢复不及预期: 宏观经济下行、收入下滑、人们出行意愿降低等因素, 致使出行需求恢复不及预期。

国际航线恢复不及预期: 国际航线为重要客收来源, 若国际航线恢复节奏不及预期, 航司国际客运收入回升过慢, 预期对整体业绩将产生较大影响。

油价大幅上涨风险: 航油成本为航司重要营业成本之一, 航司整体业绩受油价波动影响较大, 若平均航油价格上升过快, 预计航油成本大幅提升致使营业成本提升, 从而影响整体收益水平。

人民币大幅贬值风险: 航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位, 以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位, 汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

油轮船队规模扩张超预期: 油运运价弹性的释放基于船队规模扩张缓慢, 若船队扩张超预期, 全球油运运价的弹性或不及预期。

航运环保监管执行力度不及预期: 环保监管对油运供给能力形成一定限制, 若监管执行力度不及预期, 供给受限不足或导致全球油运运价的弹性不及预期。

客货流量不及预期: 2023 年公路铁路板块收入、利润及现金流显著修复主要得益于客货流量的大幅提振, 若未来客货流量增速出现大幅放缓甚至下降趋势, 或对标的公司造成较大的业绩影响。

分红政策不及预期: 过去公路铁路上市公司分红政策相对稳健得益于可持续的现金流, 若资本支出超预期可能会影响分红政策的稳定性, 从而造成高分红收益兑现不及预期。

宏观经济不及预期: 宏观经济是港口吞吐量的基础, 若宏观经济不及预期, 港口吞吐量或不及预期。

港口整合不及预期: 港口行业整体运营效率受益于港口整合, 若港口整合不及预期, 港口业绩或不及预期。

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。