

交通运输行业 12 月投资策略

航空供需改善可期，关注顺周期属性的价值标的

优于大市

核心观点

航运：油运本周运价继续分化，原油运输运价有所回升，但是 VLCC 由于需求的结构化因素，表现仍有一定压力，往后看，全球油运船舶的老龄化趋势大概率将在 2025 年内延续，而原油的运输需求或已处于底部区间，如未来 OPEC、页岩油增产或全球回归原油库存重建阶段，均有望带来需求的边际改善，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周正式进入欧线长协谈判阶段，但是随着“抢运”需求逐步退潮，船东与货主或进入博弈阶段，运价或相对较为分化，考虑到运力仍在快速增长，我们预计中期运价或缺乏上涨动力。投资标的上，中远海控作为一梯队船东，对上下游均具备较强议价权，盈利能力业内领先，具有价值属性，建议持续关注。

航空：本周整体和国内客运航班量环比有所下降，整体/国内客运航班量环比分别为-0.2%/-0.6%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 99.6%/104.2%，国际客运航班量环比提升 2.7%，相当于 2019 年同期的 79.2%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。需求方面，2024 年前 10 月，由于去年低于同期基数偏低，我国民航客运量同比实现 18.6%的较快增长，其中国内航线的客运量实现了 13.1%的较快增长，我们预计 2025 年我国民航客运量仍然能实现高个位数的增长；供给方面，国内航空公司所引进的客机数量为 150 架，预计全年净增飞机数量将不足 200 架，截至 2023 年底，各航空公司累计在册的客机数量为 4096 架，因此 2024 年的民航运力供给增速预计为低个位数，且我们预计明年民航运力供给将维持低个位数增长态势。投资建议方面，近期民航票价同比降幅明显收窄，经营底部已过，我们认为未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：近期，顺丰控股成功在港交所挂牌上市，总共发售 1.70 亿股 H 股，占发行完成后公司全部股份的 3.41%，每股发售价中位数定价 34.30 港元（按发行价计算，上市市值约 1710 亿港元，相较 A 股折价约 22%），募集资金总额约 58.31 亿港元。竞争方面，四季度行业竞争维持温和态势，双十一结束后，快递行业价格回调属于季节性正常调价，我们预计四季度通达兔上市公司的盈利能力将维持稳定。但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三季度收入增速环比有所下滑。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，三季度分拨中心数量同比已经减少了 40 多个，面积同比减少约 10%，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。我们认为未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。2) 另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利润 10.89 亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤

行业研究 · 行业月报

交通运输

优于大市 · 维持

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

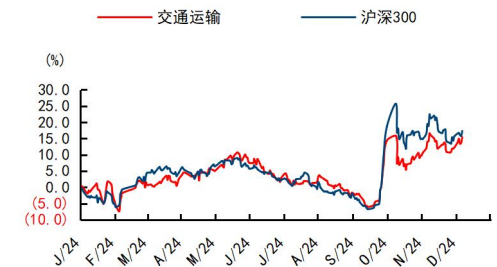
证券分析师：高晟

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-集运欧线运价大涨，顺丰控股成功登陆港股》——2024-12-02

《交通运输行业周报-中通快递发布三季度财报，南航计划出售波音 787-8 型飞机》——2024-11-25

《交通运输行业周报-“双 11”期间快递件量同比增长约 21%，取消出口退税或引发抢运》——2024-11-18

《交通运输行业周报-化债政策落地，关注内需改善相关板块》——2024-11-11

《交运行业 2024 年 11 月投资策略-快递三季度业绩表现稳中向好，关注航运年末提价》——2024-11-03

需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。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：我们看好经营稳健且具有顺周期属性的价值股。推荐中国国航、春秋航空、顺丰控股、嘉友国际、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、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	优于大市	12.7	51,386	0.91	1.12	13.9	11.3
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	40.6	200,730	2.08	2.42	20.0	16.8
2057.HK	中通快递	优于大市	146.9 港币	119,039 港币	12.18	14.4	12.1	10.2
600233.SH	圆通速递	优于大市	14.5	50,096	1.26	1.5	11.5	9.7
603056.SH	德邦股份	优于大市	14.4	14,788	0.86	1.11	14.5	11.3

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	15
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

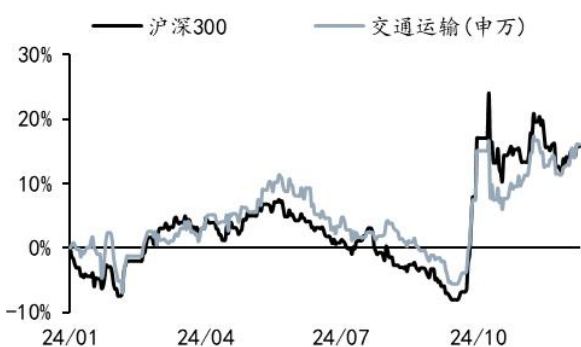
图 1: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图 2: 本周各子板块表现 (2024.12.02-2024.12.08)	5
图 3: 本月各子板块表现 (2024.12.01-2024.12.08)	5
图 4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.12.08)	5
图 5: BDTI	8
图 6: BCTI	8
图 7: CCFI 综合指数	9
图 8: SCFI 综合指数	9
图 9: SCFI (欧洲航线)	9
图 10: SCFI (地中海航线)	9
图 11: SCFI (美西航线)	9
图 12: SCFI (美东航线)	9
图 13: 散运运价表现	10
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 10 月 31 日)	13
图 17: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件)	16
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	17
图 21: 快递公司月度单票价格同比降幅	17
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

上周 A 股市场震荡上行，上证综指报收 3404.08 点，上涨 2.33%，深证成指报收 10791.34 点，上涨 1.69%，创业板指报收 2267.06 点，上涨 1.94%，沪深 300 指数报收 3973.14 点，上涨 1.44%。申万交运指数报收 2314.83 点，相比沪深 300 指数跑赢 1.38pct。

上周交运铁路板块表现较好。个股方面，涨幅前五名分别为新宁物流(+14.6%)、飞马国际(+13.7%)、海航控股(+12.1%)、重庆路桥(+11.2%)、凤凰航运(+11.2%)，跌幅榜前五名为中储股份(-14.3%)、长江投资(-10.6%)、东方嘉盛(-4.4%)、中信海直(-4.9%)、音飞储存(-3.8%)。

图1：2024 年初至今交运及沪深 300 走势



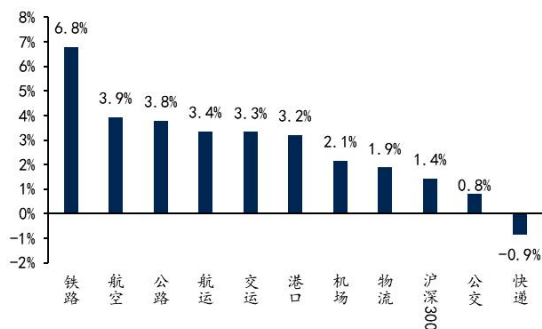
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：本周各子板块表现（2024.12.02-2024.12.08）



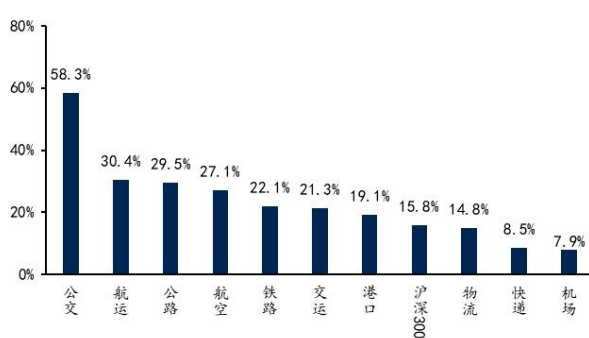
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：本月各子板块表现（2024.12.01-2024.12.08）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本年各子板块表现（2024.01.01-2024.12.08）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	300013.SZ	新宁物流	4.47	14.6%	14.6%	18.3%
2	002210.SZ	飞马国际	2.65	13.7%	13.7%	48.0%
3	600221.SH	海航控股	1.95	12.1%	12.1%	42.3%
4	600106.SH	重庆路桥	7.43	11.2%	11.2%	12.3%
5	000520.SZ	凤凰航运	5.86	11.2%	11.2%	111.6%
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	300013.SZ	新宁物流	4.47	14.6%	14.6%	18.3%
2	002210.SZ	飞马国际	2.65	13.7%	13.7%	48.0%
3	600221.SH	海航控股	1.95	12.1%	12.1%	42.3%
4	600106.SH	重庆路桥	7.43	11.2%	11.2%	12.3%
5	000520.SZ	长航凤凰	5.86	11.2%	11.2%	111.6%
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	27.04	-4.9%	-4.9%	208.4%
2	600611.SH	大众交通	8.12	-0.9%	-0.9%	173.9%
3	603117.SH	万林物流	7.73	10.7%	10.7%	133.5%
4	000520.SZ	长航凤凰	5.86	11.2%	11.2%	111.6%
5	603871.SH	嘉友国际	20.77	0.6%	0.6%	89.6%

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	600787.SH	中储股份	7.56	-14.3%	-14.3%	52.1%
2	600119.SH	长江投资	9.73	-10.6%	-10.6%	41.4%
3	002889.SZ	东方嘉盛	23.82	-5.5%	-5.5%	30.0%
4	000099.SZ	中信海直	27.04	-4.9%	-4.9%	208.4%
5	603066.SH	音飞储存	12.08	-3.8%	-3.8%	5.8%

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

油运方面，本周原油和成品油景气度继续分化，截至12月6日，BDTI报943点，较上周提升51点，约5.7%，虽指数层面有所回升，但是货盘整体仍较为不振，且出现了部分VLCC大幅亏损运行的情况。成品油方面，本周BCTI报625点，较上周下降38点，约5.7%。当前油运仍面临需求结构失衡，有效需求不足的困境，下半年以来VLCC船型的表现始终承压，导致A股油运投资标的表现较为疲软，但考虑到2024-2025年期间行业运力增长有限，而需求侧在OPEC的持续减产、美页岩油增长相对疲软、全球库存端处于低位的近况下，或已处于底部区间，后续或有回升可能，我们继续维持24-25年行业运价中枢抬升的观点。

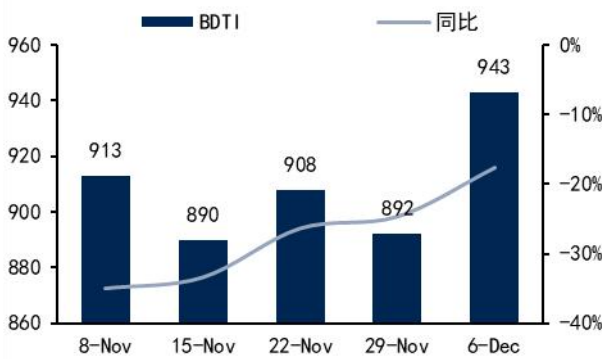
2024年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。根据全球船坞的排期表，2024年全球将仅交付2艘VLCC，并拆解1艘VLCC，叠加Suezmax船型无订单可以交付、Aframax预计运力增长率仅为1.2%，全球原油运输运力增长率仅为0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现跳涨情况。

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。

船舶资产不断提价，二手船价格上涨为油运提供安全垫。行业供给侧的缺失以及潜在的需求回升有望大幅提升船舶资产的回报率，且由于当前船舶坞位紧张，新造船和二手船价格纷纷大幅上涨，由于船舶建造需要较长时间，二手船作为“现货”，较新造船“期货”涨幅更大。截至上半年末，全球新船价格指数达187.2，同比+9.5%，二手船价格指数（5年船龄船体）47.82，同比+16.59%，二手船价格指数（10年船龄船体）35.57，同比+22.86%，造就油运船东的重置价值不断提升，为油运行业构建了较高的安全边际。

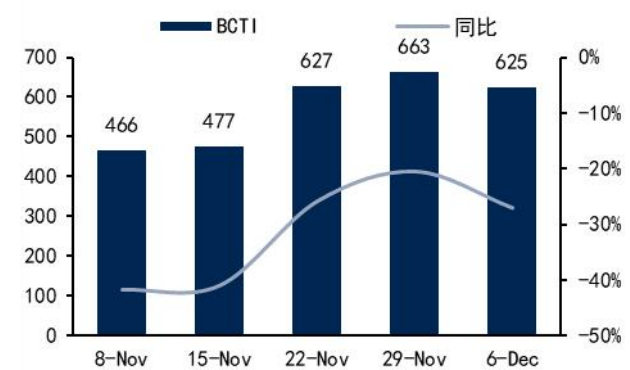
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

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, 本周即期运价继续小幅回升, 截至 12 月 6 日, CCFI 综合指数报 1465 点, 环比下降 0.6%, SCFI 报 2256 点, 环比提升 1.0%。具体来看, 本周欧洲线明显降温, 欧洲航线/地中海线报 3030/3761 美元/TEU, 环比分别上涨-0.3%/+2.1%, 美线运价跌幅明显收窄, 美西/美东报 3309/4924 美元/FEU, 环比分别-1.1%/-0.6%。小航线涨跌互现, 红海线报 1474 美元/TEU, 上涨 8.2%, 澳新航线本周报 1769 美元/TEU, 环比下跌 4.4%, 南美线报 5711 美元/TEU, 上涨 6.8%。本周, 欧洲航线的长协谈判正式拉开帷幕, 货主和船东联盟的博弈较为明显, 运价在停航控班和“抢运”退潮的双重作用下, 表现较为纠结分化, 考虑到当前仍在谈判期间, 预计班轮公司仍将继续维持或推进停航控班, 从而在谈判结束前维持相对较高的运价, 但是运价中枢能否在中长期维持于推涨前的水平仍存较大不确定性, 或将取决于需求的边际变化、停航幅度、船东心态等多方面因素。中期来看, 红海危机对欧线需求增速的一次性冲击已经基本反应, 随着运力的逐步投放, 阶段性的供不应求效应正在减弱, 但是由于红海问题的长期化, 且本轮高景气周期中欧线大船的占比较低, 我们预计欧线或将在回落后持稳于较红海危机前更高的水平。美线方面, 假期期间美东港口的罢工问题得以解决, 叠加当前美国消费力仍处于修复阶段, 考虑到美国耐用品库存已经处于相对较低位置, 预计运价或将维持一定韧性, 但当前压力仍存。

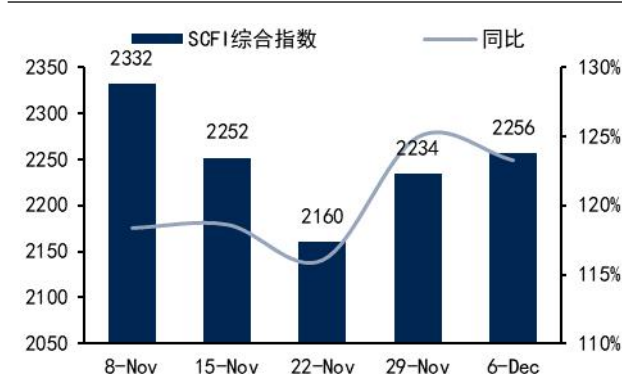
投资标的上, 中远海控业绩表现优异, 前三季度实现归母净利润 381.24 亿元, 同比+72.73%, 其中, 单三季度实现归母净利润 212.54 亿元, 同比+285.70%。并积极回报投资者, 2024 半年度分红金额接近 50%净利润, 作为一线船东, 公司在收入端和成本端均具备一定议价优势, EBITMargin 始终保持行业领先, 有望取得明显超越市场平均的收益率, 建议关注是否具备弱 β 下的价值 α 投资机会。

图7: CCFI 综合指数



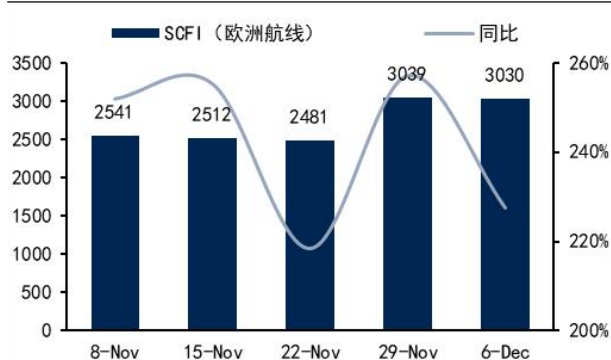
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



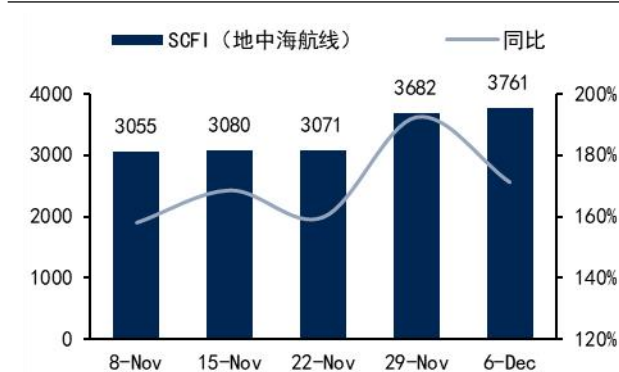
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)



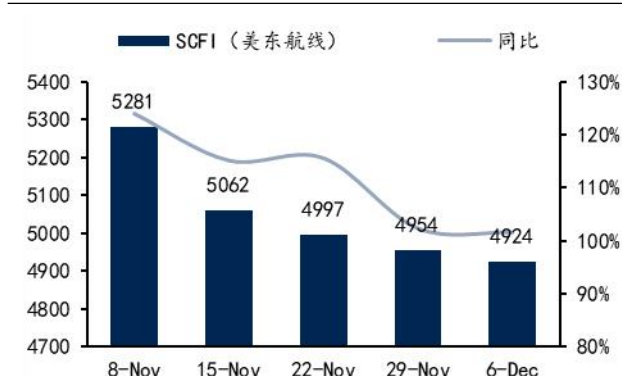
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

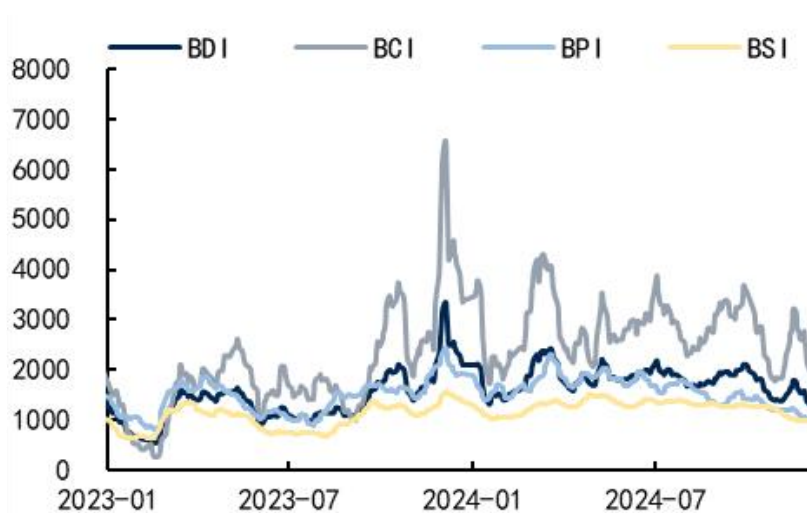
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面,散运运价本周大幅下降,截至12月6日,BDI报1167点,环比跌13.8%。分船型来看,主要来自Cape船型的带动,本周BCI跌28.0%至1535点,巴拿马船型触底回升,BPI涨4.8%至1067点,BSI本周报974点,环比跌幅0.6%。近期Cape运价出现快速剧烈波动,体现出全球对中国财政的期盼以及对中国退税取消的担忧,散货运价中长期来看或仍有脉冲上行机会,建议积极关注。

图13: 散运运价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

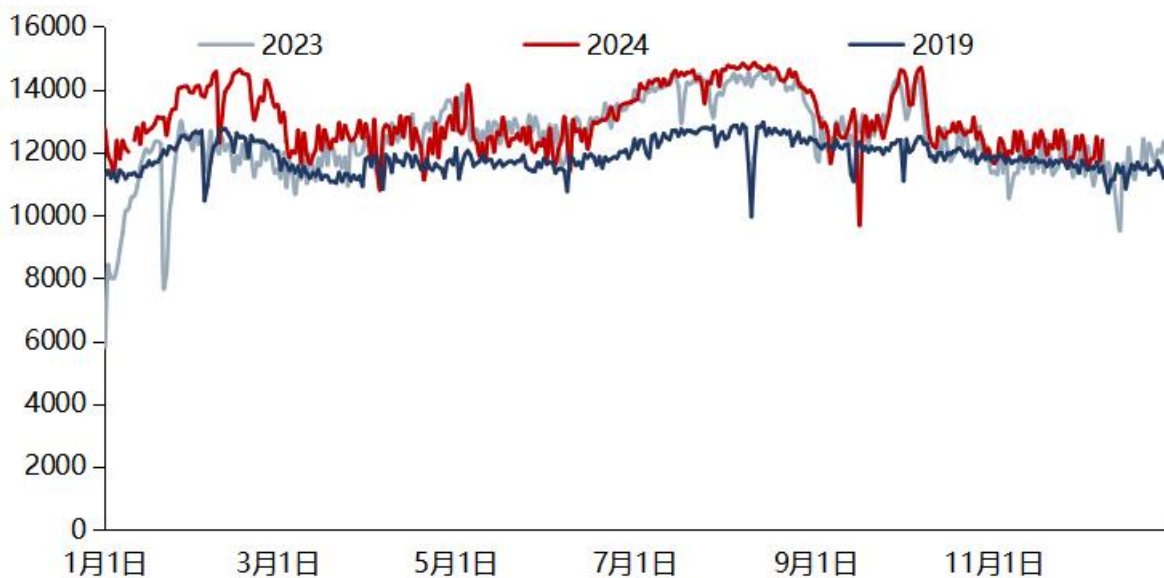
航空板块

民航数据每周跟踪更新。本周整体和国内客运航班量环比有所下降，整体/国内客运航班量环比分别为-0.2%/-0.6%，整体/国内客运航班量分别相当于2019年同期的99.6%/104.2%，国际客运航班量环比提升2.7%，相当于2019年同期的79.2%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。

航空上市公司公布10月经营数据：1) 民航供给与需求继续修复，10月三大航整体客运量明显高于2019年同期水平，其中国内航线客运量表现更优(国航数据口径不可比，东航、南航国内客运量分别较2019年同期变化+11.8%、+13.2%)，国际地区航线需求已恢复至2019年的九成以上(国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别恢复至2019年同期的107.3%、94.1%)；得益于十一黄金周拉动出行，10月三大航国内线需求环比提升(国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化+10.3%、+8.0%、+7.7%)。客座率方面，东航、南航国内客座率维持修复态势，相较2019年同期水平分别变化+3.3pct、+3.4pct。2) 民营航司中，春秋航空和吉祥航空的国内供需均实现较快恢复，国内航线客运量较19年同期分别提升39.2%/22.1%；春秋航空和吉祥航空的国际地区航线客运量分别恢复到2019年同期的76.5%/142.2%，客座率与2019年同期水平相近(10月春秋和吉祥的国内客座率分别为92.70%/89.46%，相比19年同期变化了+0.2pct/+1.0pct)。

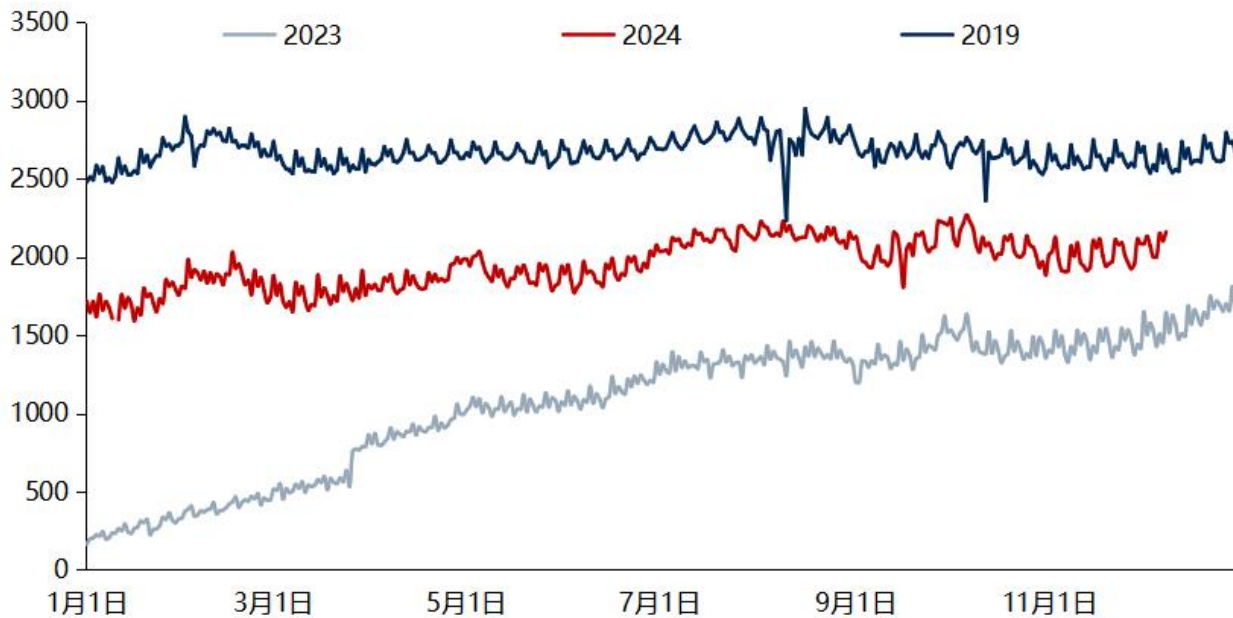
供需缺口将持续缩小，航司盈利将继续修复。2024年前三季度，需求方面，由于去年低于同期基数偏低，我国民航客运量同比实现19%的较快增长，其中国内航线的客运量实现了13%的较快增长；供给方面，国内航空公司所引进的客机数量为150架，预计全年净增飞机数量将不足200架，截至2023年底，各航空公司累计在册的客机数量为4096架，因此2024年的民航运力供给增速预计为低个位数。近期民航票价同比降幅明显收窄，经营底部已过，我们认为未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

图14: 民航国内航线客运航班量



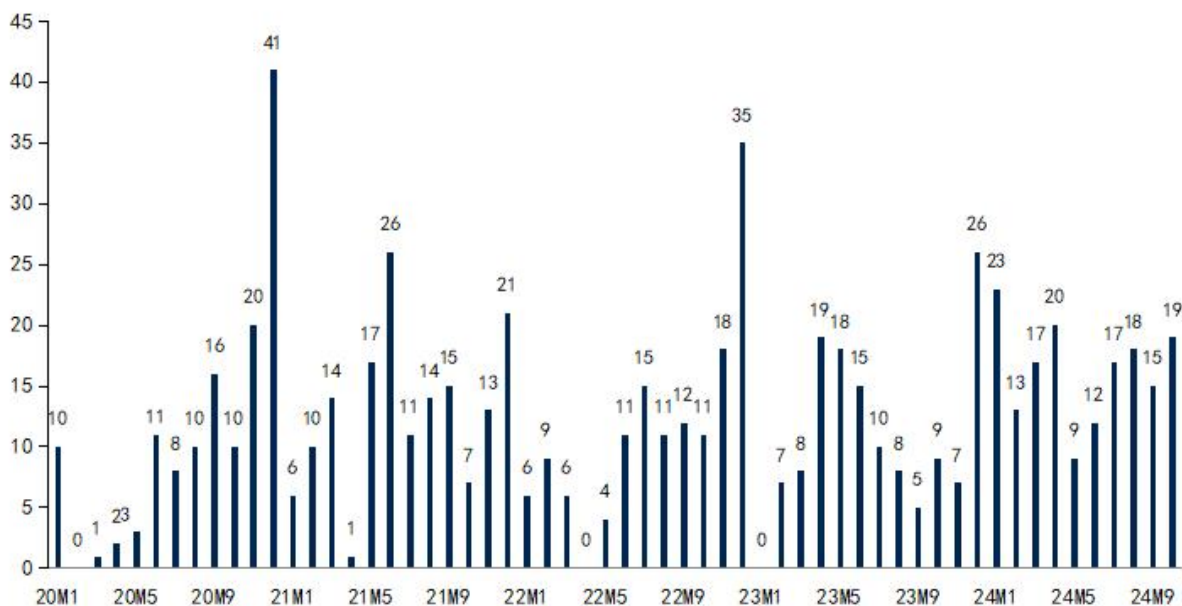
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

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 10 月 31 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

机场板块披露三季报, 业绩基本符合预期。

- (1) 上海机场前三季度实现营业收入 91.91 亿元, 同比增长 16.16%; 归母净利润 12.02 亿元, 同比增长 141.87%。
- (2) 白云机场前三季度实现营业收入 53.00 亿元, 同比增长 15.04%; 归母净利润 6.68 亿元, 同比增长 143.71%。
- (3) 深圳机场前三季度实现营业收入 34.65 亿元, 同比增长 13.92%; 归母净利润 3.27 亿元, 同比增长 99.38%。

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。

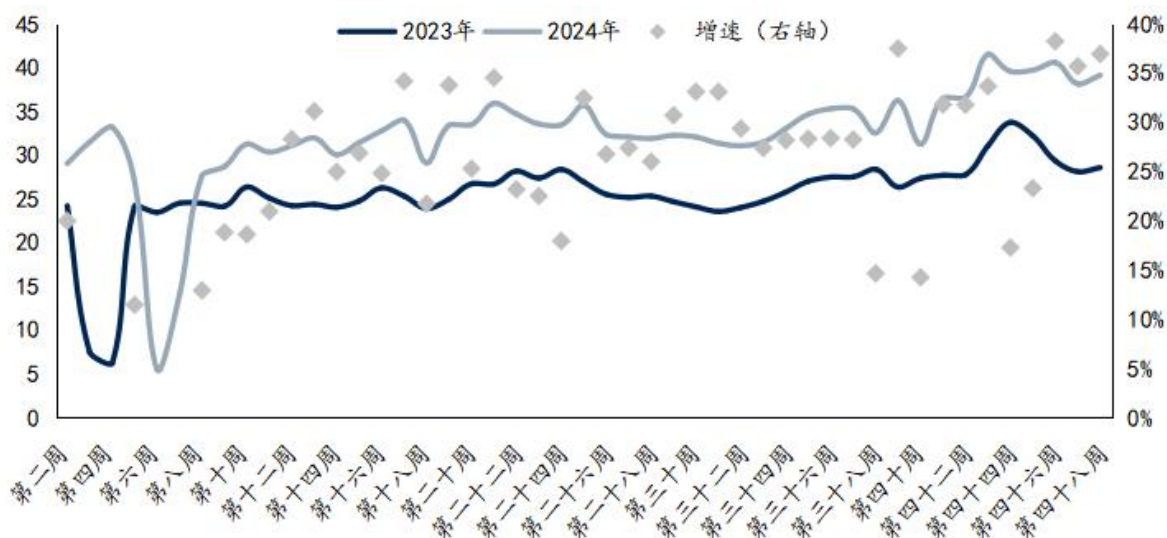
快递板块

中通快递发布三季报，盈利表现稳健。2024Q3 公司实现营业收入 106.75 亿元，同比+17.6%，毛利为 33.35 亿元，同比+23.2%，调整后净利润 23.87 亿元，同比+2.0%。1) 件量方面，公司三季度实现包裹量 87.23 亿件，同比增长 15.9%，增速低于行业增速(+20.1%)，主要是因为公司今年战略上主动坚持不做亏损件、保证利润稳健增长。全年展望，公司指引为快递业务量实现 337 亿件-339 亿件，同比增长 11.6%-12.3%。2) 单价方面，得益于公司价格策略偏保守以及退货件占比提升，公司三季度实现单票收入为 1.19 元，同比增长 1.9%。3) 盈利方面，得益于单票价格表现稳健以及单票成本继续优化(单票核心成本同比下降约 0.06 元)，公司三季度实现单票调整后净利 0.27 元，同比减少 0.04 元，环比减少 0.06 元，盈利能力同比下降主要是因为税收优惠政策调整。

快递 A 股上市公司发布 10 月经营数据。1) 行业层面：虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。得益于今年双十一活动提前开启，10 月行业件量增速回升至 24.0%，2024 年全年快递行业件量增速预计将明显超过 15%，呈现较高景气度。2) 公司层面：得益于今年双十一活动提前开启，顺丰 10 月时效快递的收入增速也提升明显。圆通、韵达和申通中，三者的 10 月快递件量增速均高于行业；由于 10 月正处快递旺季，通达公司 10 月单价表现继续企稳回升，圆通、韵达和申通 10 月单价环比变化分别为+0.13 元、+0.01 元、+0.01 元，其中圆通环比涨幅较大，一是因为价格政策回收，二是因为公司 10 月接入了抖音平台退货业务导致单价较高的逆向件占比大幅提升。

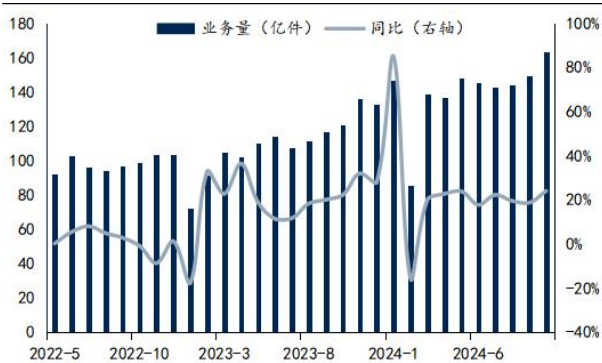
投资建议，1) 需求方面，快递行业需求表现韧性较强。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-10 月行业累计件量增速达到 22.3%，2024 年全年快递行业件量增速将明显超过 15%，呈现较高景气度。2) 短期来看，行业竞争维持温和态势，在监管层反内卷的指导下，9 月 1 日以来，快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实现了不同幅度的提价，快递总部 9 月也陆续收紧了产粮区的返利政策，10 月份部分地区也落地执行了旺季涨价政策，四季度通达免上市公司的盈利能力有望企稳回升。但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。3) 投资建议方面，快递上市公司四季度旺季业绩表现值得期待，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

图17: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件)



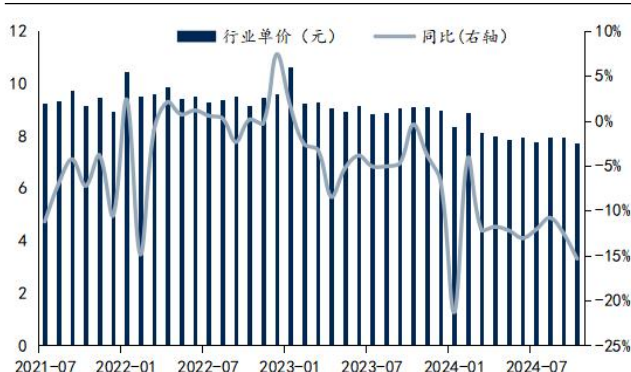
资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

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

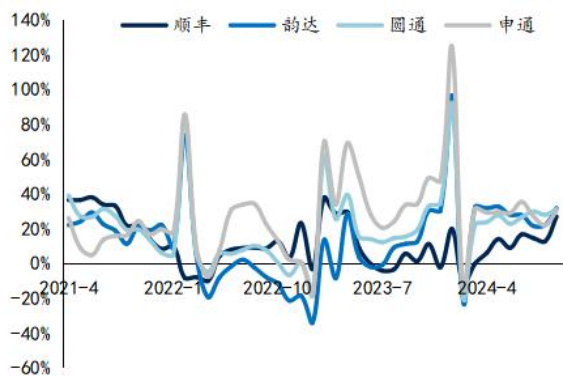
图19: 快递行业月度单票价格及同比



注: 2024年1月以来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

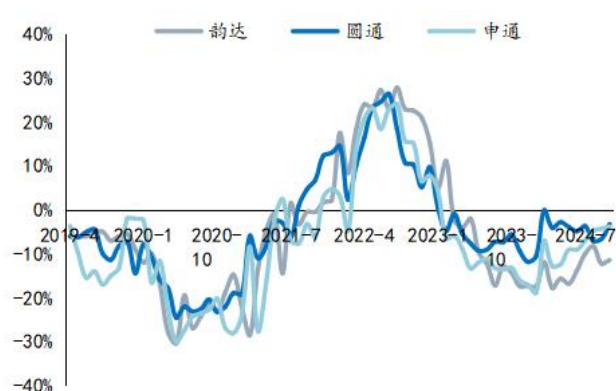
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 快递公司月度业务量同比增速



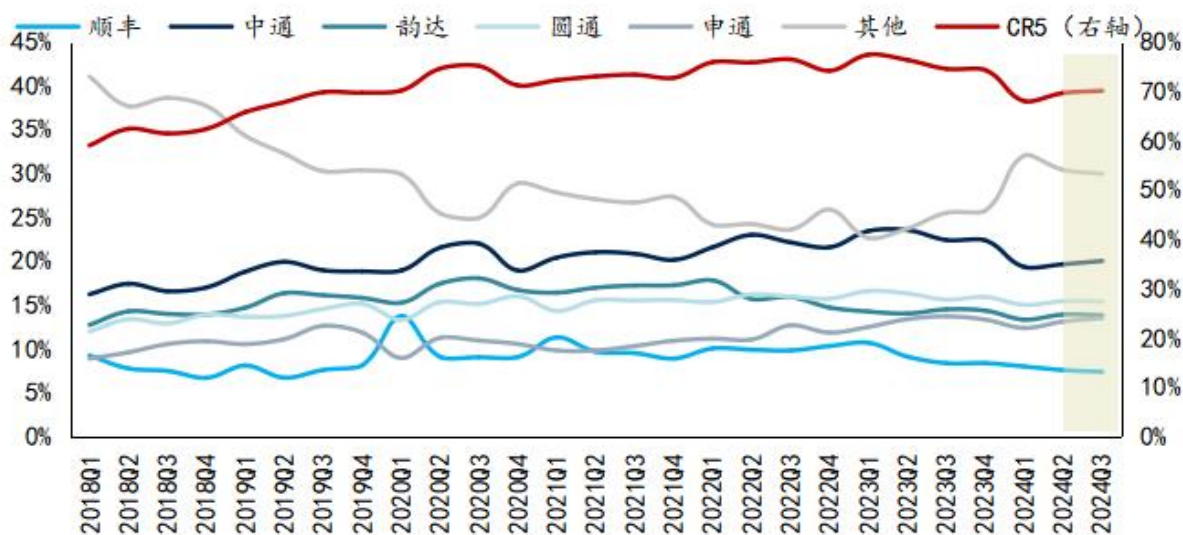
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 10 月, 我国铁路运输旅客发送量 3.73 亿人, 同比增长 6.0%; 货运发送量 4.55 亿吨, 同比增长 4.3%。2024 年 10 月, 我国铁路运输旅客周转量 1303.52 亿人公里, 同比增长 2.8%; 货运周转量 3194.46.98 亿吨公里, 同比增长 0.2%。2) **公路方面**, 2024 年 1 至 10 月我国公路客运量为 98.09 亿人次, 同比增长 8.0%; 公路货运量为 343.65 亿吨, 同比增长 3.2%。

物流板块

自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) 德邦股份发布 2024 年三季报，公司三季度业绩表现承压。2024 年前三季度公司实现营业收入 283.0 亿元 (+11.2%)，归母净利润 5.17 亿元 (+9.71%)。其中三季度单季公司实现营业收入 98.5 亿元 (+1.0%)，归母净利润 1.84 亿元 (-19.4%)。

三季度收入增速环比下滑，网络融合项目稳步推进。由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三季度收入增速环比有所下滑（2024 年 Q1、Q2、Q3 收入增速分别为 25.3%、10.58% 以及 1.03%），但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新（推出经济大票新产品）以及运营模式变革（新模式帮助公司拓展产业带专业市场），保证了快运核心业务（剔除京东物流的影响）实现货量 340.97 万吨，同比增长 9.37%，货量增速环比有所提升（2024H1 为 7.67%）。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，三季度分拨中心数量同比已经减少了 40 多个，面积同比减少约 10%，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。

多方因素导致公司盈利能力同比有所下降。从人工成本和运输成本来看，1) 受益于业务结构变化以及精益管理举措持续推进，2024 年三季度人工成本同比减少 4.23%，占收入比同比-2.05pct；2) 由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2024 年三季度运输成本同比增长 12.30%，占收入比同比+4.44pct。而叠加三季度公司降价抢量以及政府补贴减少的影响，导致公司上半年实现毛利率 7.42%，同比-0.63pct，实现归母净利率 1.87%，同比-0.47pct。但是得益于公司持续推进科技赋能、流程优化和职能组织扁平化，三季度公司期间费用为 5.18 亿元，同比下降 14.9%，期间费用率为 5.26%，同比-0.99pct。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.8/11.4/14.0 亿元，分别同比变化 +18%/+30%/+23%，当下股价对应 25 年利润 PE 估值约 13 倍，股价还有较大的上涨空间。

2) 嘉友国际发布 2024 年三季报，业绩表现略低于我们此前预期，但横向比较仍较为优异。嘉友国际 2024 前三季度实现营业收入 65.44 亿元，同比+46.12%，实现归母净利润 10.89 亿元，同比+44.23%。其中 2024Q3 单季度，嘉友实现营业收入 19.04 亿元，同比下滑 16.98%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比+31.18%。三季度业绩表现环比出现一定下滑，我们推测是三季度中国焦煤需求相对疲软所致，但是非洲业务的强劲带来公司业绩仍实现较快增长。

中蒙矿产贸易较快增长，嘉友“身份转变”迎 α 与 β 共振。根据海关总署数据，24H1 我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 32.8% 至 2954 万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 2.4pct 至 51.6%，其中甘其毛都口岸进出口货运量达到 2097 万吨，创历史同期新高，累计进口煤炭 2029 万吨，同比增长 29.7%；累计进口铜精粉 49 万吨，同比增长 12.9%。此外，公司本身从原本的服务提供商转变为合作伙伴，上半年取得蒙古矿业 MMC 旗下 KEX 矿山 20 股权，并与 MMC 新签煤炭长协，形成了深度合作，探索出“资源+贸易+物流业务模式”，预计公司焦煤物贸一体化规模有望明显提升。

完成收购非洲本土车队，非洲大物流版图成果初现，跨境物流业务有望形成新的增长点。2024年上半年，嘉友完成非洲本土知名跨境运输企业 BHL 车队的收购，并进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线、建立中南部非洲不同国家的配货物流节点，以多种方式提高跨境车辆配载率，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络此外，为进一步提升公司口岸的竞争力，2024年6月，公司与中航国际签署赞比亚萨卡尼亚道路及口岸项目 EPC 总承包协议，项目正式进入建设期，建设内容包括赞比亚侧萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉道路以及通往萨卡尼亚边境道路（合计约 60km）。项目建成后将贯通刚果（金）和赞比亚两国萨卡尼亚口岸，修建公路连接至赞比亚第二大城市恩多拉，打通刚果（金）铜矿带东南方向与赞比亚的矿产资源运输通道，有望成为刚果（金）矿物出口的主要路线，嘉友从公路到口岸再到车队的优势有望助力公司充分受益于中非贸易规模扩张的浪潮。

嘉友首次进行中期分红，每股派现金红利 0.3 元（含税），派息率 38%（较 23 年年度分红+5pct），积极回报股东。上半年以来，公司通过“资源+贸易+物流”的业务模式不断加强自身的竞争优势，煤炭全程供应链业务的占比提升有望助力公司中蒙业务持续增长，非洲跨境物流业务在收购车队、打通赞比亚侧口岸后亦有望迎来较快增长。

投资建议

航运，油运本周运价继续分化，原油运输运价有所回升，但是 VLCC 由于需求的结构化因素，表现仍有一定压力，往后看，全球油运船舶的老龄化趋势大概率将在 2025 年内延续，而原油的运输需求或已处于底部区间，如未来 OPEC、美页岩油增产或全球回归原油库存重建阶段，均有望带来需求的边际改善，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周正式进入欧线长协谈判阶段，但是随着“抢运”需求逐步退潮，船东与货主或进入博弈阶段，运价或相对较为分化，考虑到运力仍在快速增长，我们预计中期运价或缺乏上涨动力。投资标的上，中远海控作为一梯队船东，对上下游均具备较强议价权，盈利能力业内领先，具有价值属性，建议持续关注。

航空，需求方面，2024 年前 10 月，由于去年低于同期基数偏低，我国民航客运量同比实现 18.6% 的较快增长，其中国内航线的客运量实现了 13.1% 的较快增长，我们预计 2025 年我国民航客运量仍然能实现高个位数的增长；供给方面，国内航空公司所引进的客机数量为 150 架，预计全年净增飞机数量将不足 200 架，截至 2023 年底，各航空公司累计在册的客机数量为 4096 架，因此 2024 年的民航运力供给增速预计为低个位数，且我们预计明年民航运力供给将维持低个位数增长态势。投资建议方面，近期民航票价同比降幅明显收窄，经营底部已过，我们认为未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递，1) 竞争格局角度，短期来看，行业竞争维持温和态势，在监管层反内卷的指导下，9 月 1 日以来，快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实

现了不同幅度的提价，快递总部9月也陆续收紧了产粮区的返利政策，双十一结束后，快递行业价格回调属于季节性正常调价，四季度通达兔上市公司的盈利能力将维持稳健。但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。2) 需求角度，在消费降级背景下，快递需求增长一直呈现较强韧性，1-10月快递行业累计件量同比增速为22.3%，维持较高景气度。投资建议方面，近期股价回调已经较充分反应了明年的价格竞争风险，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流，我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三季度收入增速环比有所下滑。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，三季度分拨中心数量同比已经减少了40多个，面积同比减少约10%，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。我们认为未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。

另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利10.89亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026年的净利润目标分别为15.6亿元、21.0亿元、26.3亿元，同比分别增长50%、35%、25%。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。

我们看好经营稳健且具有顺周期属性的价值股。推荐中国国航、春秋航空、顺丰控股、嘉友国际、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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