

“哑铃型”策略，攻守兼备，寻找交运的投资线索

2024 年 12 月 20 日

2024 年行情复盘：交运板块指数涨幅 14.02%，强于大盘

年初至 12 月 19 日，交运板块指数涨幅为 14.02%，强于大盘，分别跑赢上证综指、深证成指 0.74pct 和 2.21pct，位列申万一级子行业指数涨跌幅第 8 位。

2025 年策略：“哑铃型”策略，防御性+进攻性两端配置

2025 年我们梳理以下三条宏观线索，寻找方向性机会：**1)** 贸易的结构化变化明显，局部更优贸易量增多、局部承压摩擦成本或进一步加剧。**2)** 人民币兑美元汇率或承压，利好持有美元资产的公司和出口。**3)** 国内外利率环境持续偏宽松，看好现金流优、股息高、资产核心且高壁垒的公司。

物流板块：政策、经济催化需求落地，业绩弹性有望释放

1) 快递快运板块：当前仍处于低估区间，政策端长期引导高质量发展。供需看，需求持续向上：电商降速增长，逆向物流成为消费结构变化后的亮点；供给端资本开支已达峰，投资回报显著改善。明年经济有望回暖，快递速运企业业绩弹性或得到释放，成长性可期；

2) 化工物流板块：化工物流、仓储资产较为稀缺，行业壁垒高。叠加需求稳步增长，运力规模增长有限，行业具备较强增长潜力。

3) 特色物流：政策持续催化跨境电商发展，催生跨境运输需求；叠加明年贸易的结构化变化明显，或创造局部地区贸易新增量，跨境物流企业有望较大受益。

航空板块：否极泰来之时，板块投资价值凸显

航空板块经历漫长的股价回调后，当前处于估值底部和业绩向上的拐点期。**1)** 主要制造商的飞机交付能力下滑，供给降速叠加，供需趋紧。**2)** 当前油价环境虽然同比改善，但仍处在历史上较高的油价位置，明年油价汇率有望回归常态，提升行业盈利中枢。**3)** 航司盈利弹性空间大，凸显投资价值。

港口板块：防守中兼具进攻属性，高分红可持续性高

1) 资源整合持续推进，港口企业有望实现高质量发展，港口货物、集装箱吞吐量稳步增长，彰显营收增长韧性；**2)** 行业分红比例逐步提升，再投资需求降低背景下，港口行业现金分红比例仍具备提升空间，防守中兼具进攻属性。**3)** 明年国内外利率环境持续偏宽松，现金流优、股息高、资产核心且高壁垒的港口标的有望受益。

风险提示：油价上行风险、汇率波动风险、全球经济下行风险、国内宏观经济不及预期、海外贸易政策变化。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603871.SH	嘉友国际	19.78	1.52	2.01	2.47	13	10	8	推荐
601156.SH	东航物流	16.86	1.91	2.25	2.48	9	8	7	-
603885.SH	吉祥航空	14.27	0.56	0.92	1.14	26	16	13	-
601598.SH	中国外运	5.23	0.55	0.60	0.63	9	9	8	-
603128.SH	华贸物流	7.19	0.51	0.58	0.64	14	12	11	-
600029.SH	南方航空	6.67	0.04	0.29	0.47	176	23	14	-
001872.SZ	招商港口	20.22	1.64	1.71	1.81	12	12	11	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 12 月 20 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

相关研究

1. 交通运输行业动态点评：美国大选落幕，交运板块中短长如何演绎-2024/11/09

目录

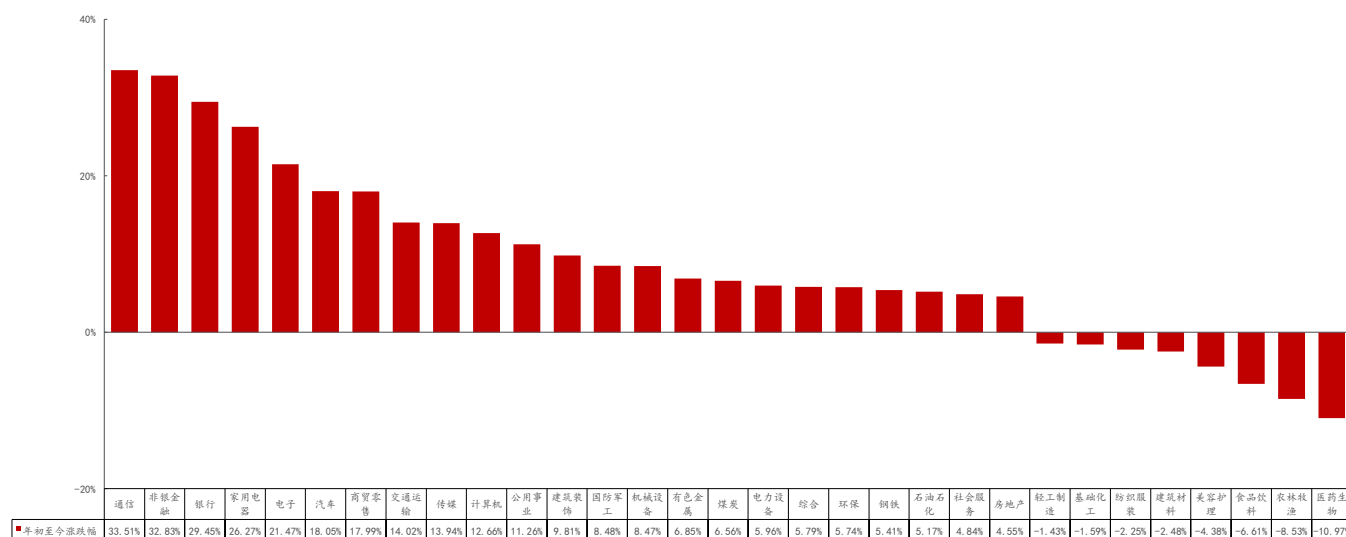
1 2025 年策略：“哑铃型”策略，防御性+进攻性两端配置	3
1.1 2024 年行情复盘：交运板块指数涨幅 14.02%，强于大盘	3
1.2 贸易的结构化变化明显，局部更优贸易量增多、局部承压摩擦成本或进一步加剧	4
1.3 人民币兑美元汇率或承压，利好持有美元资产的公司和出海企业	7
1.4 国内外利率环境持续偏宽松，看好现金流优、股息高、资产核心且高壁垒的公司	11
2 物流板块：政策、经济催化需求落地，业绩弹性有望释放	15
2.1 快递快运板块：当前仍处于低估区间，成长性可期	15
2.2 化工物流板块：关注资产壁垒属性与增长潜力	24
2.3 特色物流：物流出海与自主可控，贸易的结构化变化或创造局部需求新增量	33
2.4 投资建议	42
3 航空板块：否极泰来之时，板块投资价值凸显	43
3.1 如何看待当前航空板块位置：估值处在底部，业绩拐点	43
3.2 多重因素叠加，布局预期扭转之时	51
3.3 投资建议	54
4 港口板块：防守中兼具进攻属性，高分红可持续性	56
4.1 资源整合持续推进，港口企业有望实现高质量发展	56
4.2 吞吐量：港口货物、集装箱吞吐量稳步增长	58
4.3 经营状况：营收增长韧性较强，分红比例逐步提升	60
4.4 投资建议	62
5 风险提示	63
插图目录	64

1 2025 年策略：“哑铃型”策略，防御性+进攻性两端配置

1.1 2024 年行情复盘：交运板块指数涨幅 14.02%，强于大盘

我们对 2024 全年交运板块股价表现进行复盘，年初至 12 月 19 日，交运板块指数涨幅为 14.02%，强于大盘，分别跑赢上证综指、深证成指 0.74pct 和 2.21pct，位列申万一级子行业指数涨跌幅第 8 位，成交额达 5.19 万亿元。

图1：申万一级行业年初至今涨跌幅



资料来源：iFinD，民生证券研究院（注：使用年初至 12 月 19 日数据）

2024Q1-3 交运板块实现营业收入 3.25 万亿元，同比基本持平；实现归母净利润 1684.51 亿元，同比增长 7.7%。

交通运输是链接各地经贸往来与文化交流的关键载体，交运板块既拥有安全防御属性标的、也具有量价弹性带来的顺周期标的。我们对 2025 年交运板块的整体配置思路是“哑铃型”策略，即防御性+进攻性两端配置，交运板块整体偏防御性为主。

2025 年各维度看不确定因素较多，我们梳理以下三条宏观线索，寻找一些方向性机会。

1.2 贸易的结构化变化明显，局部更优贸易量增多、局部承压摩擦成本或进一步加剧

考虑 1) 我国是全球制造第一大国，最近政策鼓励跨境电商发展，2) 大部分外交关系更进一层提升进出口贸易，3) 局部贸易或受阻提升摩擦成本。

我们建议关注跨境运输公司：1) 资产端包括跨境空运龙头东航物流、跨境海运龙头中远海控；2) 物流端包括货代运输公司（中国外运/华贸物流）、海外仓（乐歌股份/大健云仓）等。同时，关注我国签证密集放开带来的境外旅游业发展，关注航空/机场/海南板块。

1、区域分化：澳洲、欧洲等进一步合作；美国明年边际承压。

澳大利亚为例：2024 年中国是澳大利亚第一大贸易伙伴、第一大出口市场和第一大进口来源地。

2018 至 2019 年，我国是澳大利亚最大贸易伙伴，占澳大利亚总贸易额的 26.4%。

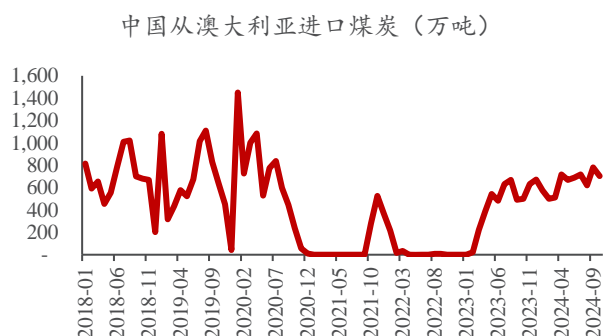
2021 年，中澳经贸政策经历了变化：2018 年 8 月，澳大利亚率先禁止中国企业参与澳 5G 网络建设；2021 年 4 月 21 日，澳大利亚取消维多利亚州与中国此前签署的“一带一路”备忘录和框架协议。

2020 年，中国开始对澳大利亚的大麦出口征收 80.5% 的关税；之后，中国政府将澳大利亚四大屠宰场列入了进口牛肉黑名单，这些屠宰场生产的牛肉占澳大利亚对中国大陆牛肉出口总量的 35% 左右。在 2020 年至 2021 年期间，对动力煤、炼焦煤、棉花、木材和龙虾等实施一定程度限制。

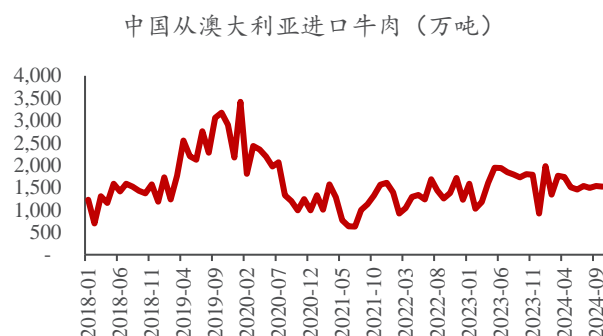
中澳经贸关系回暖，打开新篇章。2023 年 11 月澳大利亚总理访华，也是自 2016 年以来总理首次访华。

2023 年我国解除了对澳大利亚煤炭出口的非正式禁令。中国已经取消或承诺取消对澳大利亚大麦、葡萄酒、木材和煤炭等产品的进口限制。

2024 年 12 月中国解除对澳大利亚肉制品进口限制。

图2：18-24 年 1-9 月中国从澳洲进口煤炭（万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：18-24 年 1-9 月中国从澳洲进口牛肉（万吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

欧洲：我国对欧洲等地免签政策不断扩大：

2023 年 12 月-2024 年 11 月，我国对法国、德国、意大利荷兰、西班牙、马来西亚试行单方面免签（该政策已延长至 2025 年 12 月）；

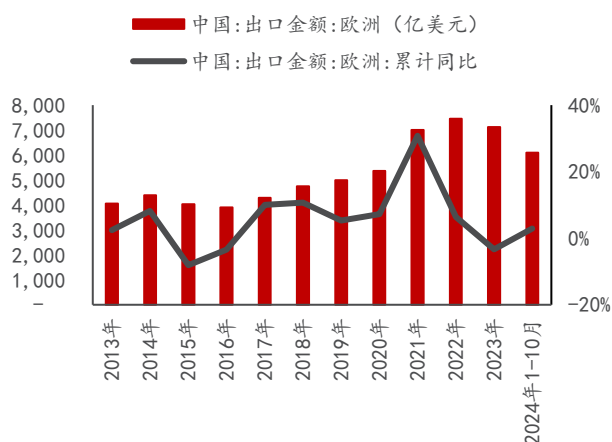
2024 年 3 月-2024 年 11 月，我国对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡试行单方面免签（该政策已延长至 2025 年 12 月）；

2024 年 10 月-2025 年 12 月，我国对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚试行单方面免签；

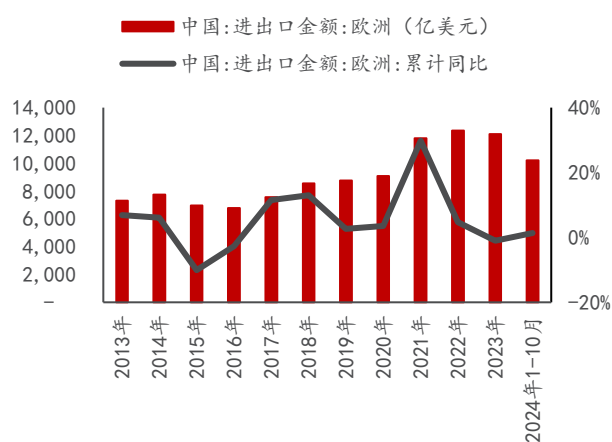
2024 年 10 月-2025 年 12 月，我国对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国试行单方面免签；对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本试行单方面免签；免签停留期限自现行 15 日延长至 30 日。

以上可以看到我国密集对欧洲等地扩大免签政策，意味着我国进一步推进高水平对外开放。

欧洲是我国第二大贸易合作伙伴，仅次于亚洲。2024 年 1-10 月我国对欧洲进出口金额达 10203 亿美元，同比+1.3%，其中出口同比+2.9%，进口同比-1%。

图4：18-24 年 1-10 月中国出口欧洲金额（亿美元）及同比


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：18-24 年 1-10 月中国进出口欧洲金额（亿美元）及同比


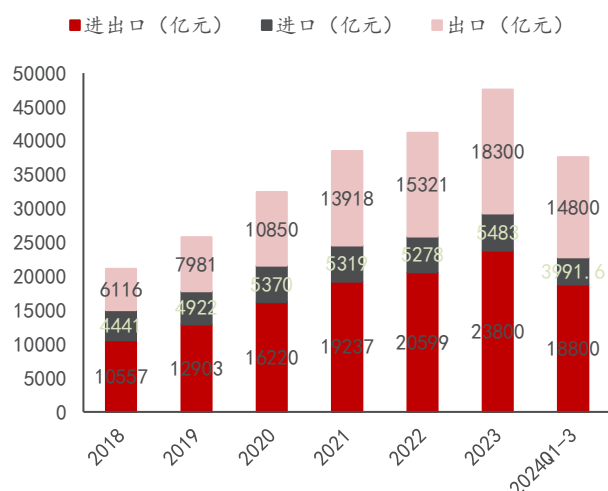
资料来源：wind，民生证券研究院

2、鼓励跨境电商，简化响应手续

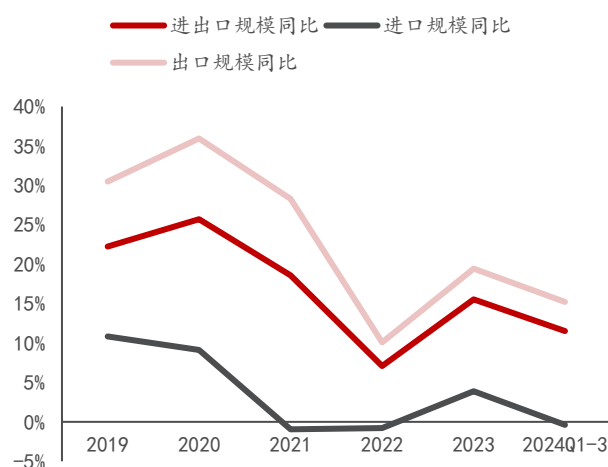
我国近期出台政策简化跨境电商手续，鼓励跨境电商出海：2024 年 11 月，海关总署公告 2024 年第 167 号（关于进一步促进跨境电商出口发展的公告）：取消跨境电商出口海外仓企业备案、**取消跨境电商出口海外仓企业备案、扩大出口拼箱货物“先查验后装运”试点、推广跨境电商零售出口跨关区退货监管模式。**

2023 年我国跨境电商进出口实现 2.38 万亿元，同比+15.5%，其中出口 1.83 万亿元，同比+19.4%，进口 0.55 万亿元，同比+3.9%。

2024 年 Q1-3 我国跨境电商进出口实现 1.88 万亿元，同比+11.5%，其中出口 1.48 万亿元，同比+15.2%。

图6：18-24 年 Q1-3 我国进口、出口、进出口规模 (亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：19-24 年 Q1-3 我国进口、出口、进出口规模同比


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 人民币兑美元汇率或承压, 利好持有美元资产的公司和出海企业

我们建议关注持续进行海外布局的嘉友国际和招商港口。

1.3.1 嘉友国际：跨境物流领军企业，围绕矿产开展物流服务构建大物流版图

中蒙业务为公司底盘业务，从“枢纽资产”到“物流”到“资源”逐步深化。

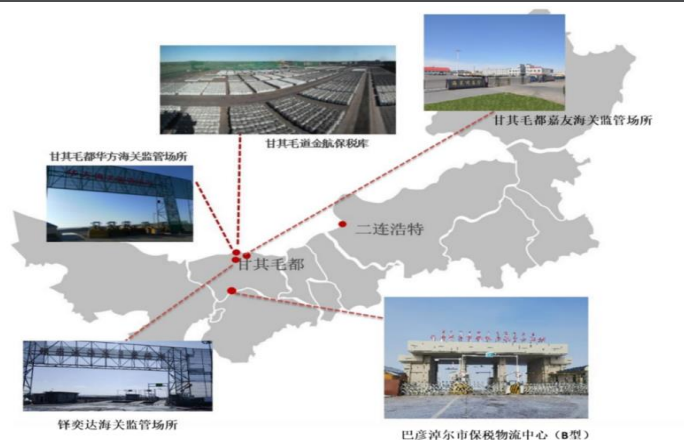
1) 第一步：布局核心枢纽资产，形成先发优势。公司在中蒙口岸拥有保税库、海关监管场所、保税物流中心等多种类型的仓储。

图8：嘉友国际在国内布局仓储总览

序号	地区	场所	子公司名称	面积 (万平方米)	功能	备注
1	内蒙古甘其毛都	保税库	甘其毛都金锐	16.9	为大宗矿产品提供仓储服务	全资子公司
2		海关监管场所	甘其毛都华方	35		全资子公司
3		海关监管场所	嘉易达 (原名“驿奕达”)	64.67		全资子公司 2020年3月收购
4		海关监管场所	甘其毛都嘉友	10	为多式联运、工程物流业务提供配套仓储服务，以便于履行向海关等部门申报、接受查验和准予放行等合规性程序，同时协助海关对货物进行监管	全资子公司
5	内蒙古二连浩特	海关监管场所	内蒙古嘉友	7.8		全资子公司
6	内蒙古巴彦淖尔	保税物流中心 (B型)	巴彦淖尔保税物流中心 (B型)	25	集保税仓储、口岸通关、国际采购、国际配送、国际贸易等多功能于一体，发展国际中转、配送、采购、转口贸易和增值服务等业务	持股比例51% 2019年底建成
7	新疆霍尔果斯	海关监管场所	新疆嘉友恒信	18.73	拓展以霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运业务	持股比例60% 2022年1月运营

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院整理

图9：嘉友国际蒙古国仓储布局



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

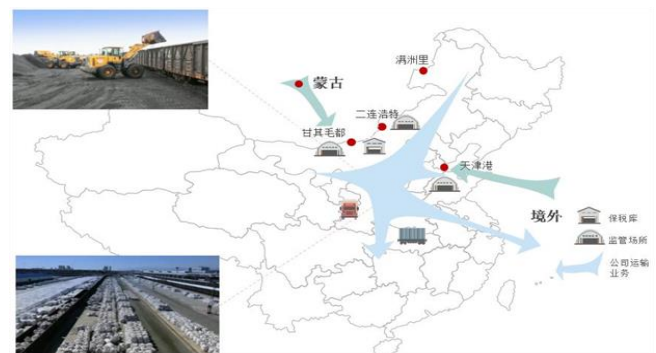
2) 第二步：延伸拓展物流业务，持续强化业务壁垒。公司物流业务主要包括跨境多式联运和供应链贸易两种形式，运输标的涉及主焦煤、铜精矿、矿山设备及辅材等。

图10：国际多式联运业务模式



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

图11：大宗矿产品物流业务模式

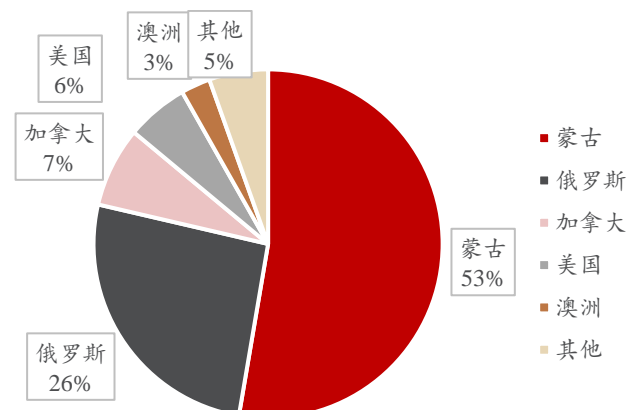


资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

3) 第三步：入股矿山资源，掌握物流强话语权。2024 年 4 月，公司发布公告与蒙古国矿山 Mongolian Mining Corporation 签署收购 KhangadExploration LLC 20%股权和煤炭长期合作协议。2024 年 6 月 3 日公司公告，现已持有 KEX 20%股权。

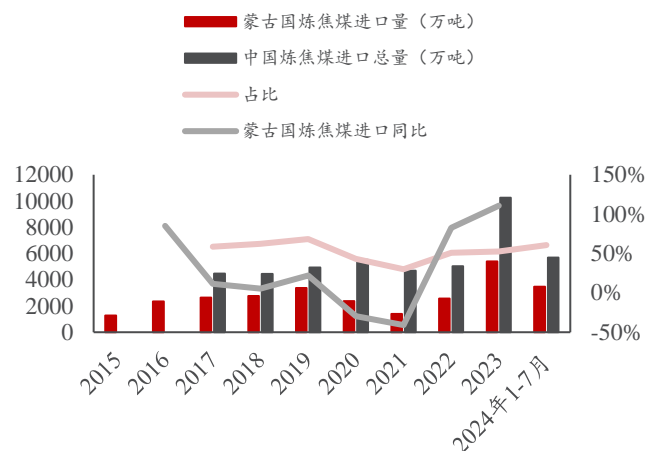
4) 行业层面，中蒙煤炭合作日益加深，实现双赢。从焦煤进口结构看，蒙古国是中国进口焦煤的主要来源，大多年份占比稳定在 50%以上。2023 年我国进口焦煤总量创新高实现 1.03 亿吨，同比增 60.7%，其中从蒙古国进口焦煤 5400 万吨，同比大增 111%，市场份额高达 53%。

图12：2023 年中国焦煤进口结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：蒙古国炼焦煤进口量（万吨）及同比



资料来源：MMC 年报，民生证券研究院

注：图中占比为进口自蒙古国炼焦煤占比

中非业务空间大、壁垒高，公司围绕矿产开展物流服务构建大物流版图。

公司在非洲业务模式可以分为“关键物流节点资产收费”+“大物流运输”，公司复制蒙古国经验至非洲，在非洲卡位更为核心、壁垒更高的资产资源，并逐步布局大物流版图，打造“海、路、空”全方位物流运输体系。

1) 第一步：布局核心资产，范围更广、壁垒更高。公司陆续与刚果（金）、赞比亚、坦桑尼亚合作，进行重要基础设施建设、开发、运营，保障矿产资源供应链运输的安全自主可控。

图14：嘉友国际在非洲资产布局



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

2) 第二步，布局海、陆、空非洲大物流版图。非洲物流市场空间广阔，根据嘉友国际公司测算非洲整个物流市场规模大概在 4000-6000 亿美元/年。公司于 2023 年收购赞比亚头部跨境运输企业 BHL，并于 2024 年布局低空物流业务，构筑海、陆、空非洲大物流版图。

1.3.2 招商港口：综合港口运营商，持续布局海外资产

招商港口境外资产占比较高，截至 1H24 境外资产占公司总资产比重高达 75.13%，于全球 26 个国家和地区布局 51 个港口。1H2024 公司境外集装箱吞吐量占公司整体集装箱吞吐量 19.1%，境外散杂货吞吐量占公司整体散杂货吞吐量 0.7%。截至 2024 半年末，公司于境外控股 CICT、LCT 等 7 家物流辅助服务公司，Mega SCT 等 6 家投资控股公司，另于境外参股 TL、Kumport、PDSA、TICT 等重要码头。

图15：招商港口海外资产

子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本	持股比例
CICT	斯里兰卡	物流辅助服务	1.5亿美元	间接持股85%
Lome Container Terminal S.A.	多哥共和国		2亿多哥非洲共同体法郎	间接持股100%
Hambantota International Port Group (Private) Limited	斯里兰卡		11.45亿美元	间接持股85%
China Merchants Holdings (Djibouti) FZE	吉布提		3814万美元	间接持股100%
TCP	巴西		6885万巴西雷亚尔元	间接持股100%
South Asia Commercial and Logistic Hub Limited	斯里兰卡		3714万美元	间接持股70%
NPH	印度尼西亚	投资控股	1715万美元	直接持股51%
Mega SCT	英属维尔京群岛		120美元	间接持股80%
asis King International Limite	英属维尔京群岛		100美元	间接持股100%
Gainpro Resources Limited	英属维尔京群岛		1美元	间接持股76.47%
Xinda Resources Limited	英属维尔京群岛		1.1亿美元	间接持股77.45%
Kong Rise Development Limited	中国香港		1.1亿美元	间接持股100%
Direcet Achieve Investments Limited	中国香港		8.15亿美元	间接持股100%

资料来源：招商港口公告，民生证券研究院

2024 年上半年，公司海外集装箱及散杂货业务整体增速较快。重要控股子公司中，受益于红海局势带来的中转业务量增长，斯里兰卡 CICT 完成集装箱吞吐量 172.5 万 TEU，同比增长 8.5%，在区域市场中保持竞争优势。斯里兰卡于 2024 年上半年启动集装箱业务，抓住中转业务发展窗口期，累计实现集装箱吞吐量 2.8 万 ETU，同时依靠当地建筑行业复苏完成散杂货 129.4 万吨，同比增长 78.2%。受益于腹地出口快速增长及新增航线，巴西 TCP 完成集装箱吞吐量 78.2 万 TEU，同比增长 36.95%，参股子公司中，Kumport、PDSA、TL 等均见业务增长。

图16：招商港口全球港口布局

业务类型	港口公司	2024H1	2023H1	变化率	
集装箱吞吐量 (万TEU)	控股	CICT	172.5	159.0	8.49%
		TCP	78.2	57.1	36.95%
		HIPG	2.8	0.0	-
		LCT	80.2	80.7	-0.62%
	参股	TL	1354.8	1238.3	9.41%
		Kumport	62.0	67.9	-8.69%
		PDSA	64.8	36.6	77.05%
		TICT	13.8	14.1	-2.13%
散杂货吞吐量 (万吨)	控股	HIPG	129.4	72.6	78.24%
	参股	Kumport	19.6	19.1	2.62%
		PDSA	225.6	188.0	20.00%
		TL	95.0	0.0	-

资料来源：招商港口公告，民生证券研究院

招商港口于 2023 年进一步布局海外拓展，公司于 4 月签署项目协议，采用“建设 - 经营 - 移交(BOT)”投资模式建设南亚商贸物流中心，间接持股 70%，巩固海外母港科伦坡港于南亚的枢纽地位并增强其核心竞争力。11 月，公司控股子公司招商局港口签约收购印尼 PT Nusantara Pelabuhan Handal Tbk (NPH) 公司 51% 股权，NPH 是于印尼证券交易所上市的公司，在印尼最大集装箱港口雅加达港运营两个集装箱码头。此次收购助力招商港口在东南亚的版图扩张取得重要突破。

1.4 国内外利率环境持续偏宽松，看好现金流优、股息高、资产核心且高壁垒的公司

我们建议关注防守中兼具进攻属性，高分红可持续性较强的港口板块（唐山港、招商港口）。

1.4.1 唐山港：聚焦干散装卸堆存主业，有望维持高分红比例

唐山港为环渤海地区重要的综合交通枢纽，区位优势显著。公司所在的京唐港区是津冀港口群中距渤海湾出海口最近之点，宜建港自然海岸线长达 19 公里，规划岸线长达 45 公里，后方陆域广阔，有 100 多平方公里开阔平坦的盐碱荒地可供开发利用，具有发展外向型临港工业的地域优势，随着唐山市钢铁企业加快向沿海地区搬迁，公司矿石、钢材、焦煤等货种运量将直接受益。

图17：京唐港区地理位置



资料来源：唐山港官网，民生证券研究院

公司资源禀赋优异，京唐港区规划面积 90 平方公里，其中陆域 65 平方公里，海域 25 平方公里，规划建设六个港池、五大功能区。目前已建成 1.5-25 万吨级泊位 44 座，货物堆场 1000 多万平米，航道等级 20 万吨级。京唐港区运输**主要货种**矿石、煤炭、钢材、砂石运量位居我国沿海港口前列。

交通网络便捷，经济腹地广阔。

交通网络看，公司铁路、公路集疏运条件优越，矿石、煤炭、钢材等货物运输路线通畅。

1) 铁路，京唐港区通过唐港铁路、迁曹铁路与大秦线、京山线、京秦线等国铁干线相连，运距优势明显。大秦线的货物运输量相对稳定，整体维持较高水平，2014-2023 年的全年运输量维持在 3.5-4.6 亿吨的区间内。

2) 公路，京唐港区通过唐港高速、沿海高速与唐津、京沈等国家高速网连接，交通网络完善，集疏港体系发达高效。

图18：唐山港经济腹地及集疏运通道示意图



资料来源：唐山港官网，民生证券研究院

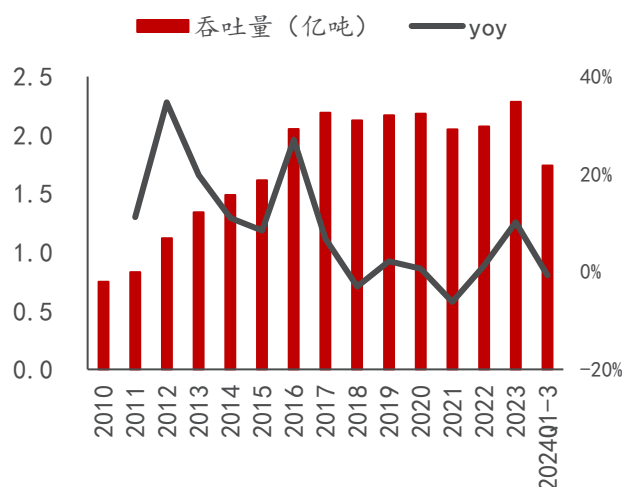
经济腹地看，京唐港区经济腹地辐射唐山市以及华北、西北等内陆地区，与腹地经济的关联性很高，对经济的带动能力较强。

1) 直接经济腹地：唐山市为公司直接经济腹地，是我国北方重要工业城市。公司与主要客户间的运输距离短、成本低，对客户的吸附能力较强，在钢材、焦煤、铁矿石等货种的市场竞争中优势突出，下游需求较为强劲，保障公司矿石和钢材等货物吞吐，2023 年公司矿石吞吐量达到 1.07 亿吨，同比增长 11.4%；钢材吞吐量 1834 万吨，同比增长 25.8%。

2) 延伸经济腹地：公司延伸经济腹地包括山西、内蒙、陕西、甘肃、宁夏、新疆等广大中西部地区，其中“三西”地区（山西、陕西和内蒙古西部）是我国煤炭的主要生产基地，依托唐港铁路、大秦铁路集疏运优势，是北煤南运的主要下水港口之一，为公司煤炭货物吞吐量量的重要保障，2023 年公司煤炭吞吐量达 6949 万吨，同比增长 6.7%。

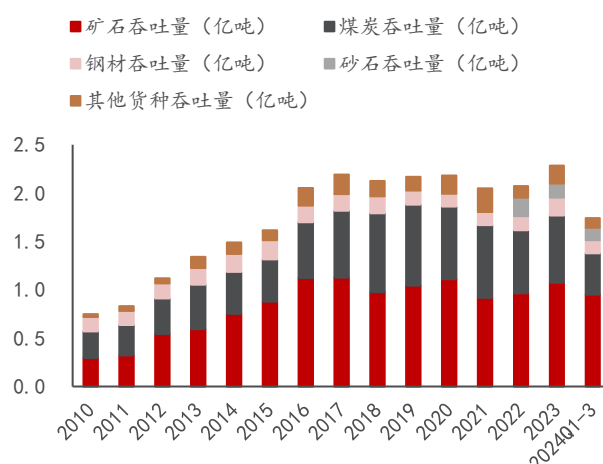
2024 年 Q1-3，公司完成货物吞吐量 1.74 亿吨，同比基本持平。其中，矿石完成 9507.56 万吨，煤炭完成 4266.44 万吨，钢材完成 1365.93 万吨，砂石完成 1278.94 万吨，其他货种完成 995.85 万吨。

图19: 10-24Q1-3 唐山港吞吐量 (亿吨) 及同比



资料来源: wind, 民生证券研究院

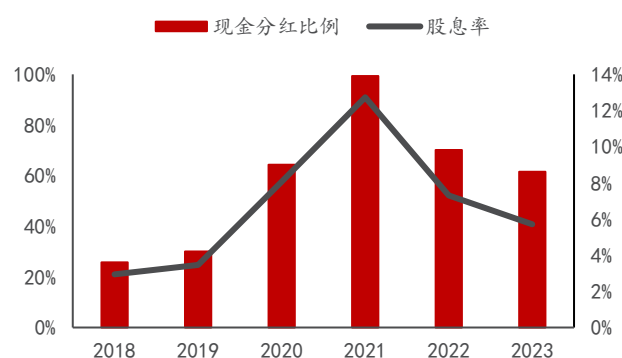
图20: 唐山港分货种吞吐量 (亿吨) 及同比



资料来源: wind, 民生证券研究院

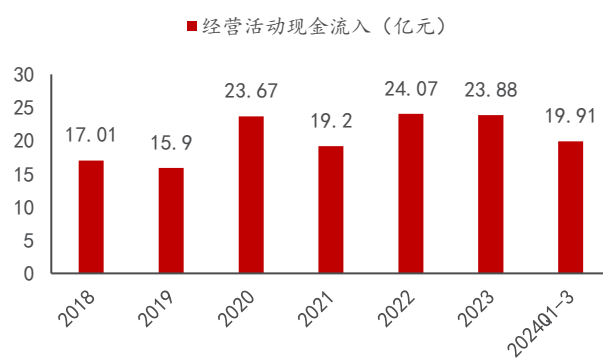
公司聚焦散杂货主业，可创造稳定现金流入，分红比例有望维持高位。公司聚焦主业，2023 年和 2024H1 散杂货板块营收占总营收比例分别为 92.0%和 93.51%；公司经营活动现金流入相对稳定，2022 和 2023 年分别为 24.07 亿元和 23.88 亿元。公司分红比例下滑，但维持行业领先水平，2021-2023 年现金分红比例分别为 99.3%、70.1%、61.6%；股息率分别为 12.7%、7.3%、5.7%。

图21: 唐山港分红比例及股息率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 唐山港经营活动现金流入 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2 物流板块：政策、经济催化需求落地，业绩弹性有望释放

2.1 快递快运板块：当前仍处于低估区间，成长性可期

2.1.1 政策端：引导长期高质量发展

国家政策对快递及相关的电商行业产生深远影响，1986年12月我国第一部《邮政法》发布，其中规定信件和具有信件性质的物品的寄递都是由邮政企业专营，快递业务主要由邮政局承揽。2009年4月，修订后《邮政法》明确民营快递的合法地位，释放了快递发展活力，民营快递企业成为合法的市场主体。

2016年，《电子商务“十三五”发展规划》发布，电商行业快速发展，商流带动快递物流件量快速增长。

2022年《快递市场管理办法（修订草案）》规定快递企业不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务，强调保障快递员劳动报酬等合法权益，快递行业价格战趋缓。

2023年12月，新修订《快递市场管理办法》引导快递行业迈入高质量发展阶段，打开行业产品分层的可能性，有望提升单包裹价值量。

图23：快递、电商行业重大政策

发布时间	印发文件	印发单位	相关内容
1986年12月	《中华人民共和国邮政法》	全国人大常委会	信件和具有信件性质的物品的寄递都是由邮政企业专营。
2009年4月	《中华人民共和国邮政法》修订版	全国人大常委会	破除邮政专营制度，将快递纳入邮政管理范畴，建立了竞争性的邮政快递市场，快递企业拥有合法地位。
2015年5月	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	国务院	强调减少对电子商务市场的行政干预，放宽市场准入，逐步规范市场秩序，营造公平竞争的创业发展环境。
2016年12月	《电子商务“十三五”发展规划》	商务部、网信办、发改委联合	首次赋予电子商务服务经济增长和社会发展的双重目标，确立了2020年电子商务交易额40万亿元、网络零售总额10万亿元和相关从业者5000万人三个发展指标。
2022年1月	《快递市场管理办法（修订草案）》	邮政局	规定快递企业不得无正当理由以低于成本价格提供快递服务；强调保障快递小哥劳动报酬等合法权益；明确经营快递业务的企业及其从业人员不得与他人互相串通操纵市场价格；
2023年12月	《快递市场管理办法》修订版	交通运输部	规范快递企业对智能快递箱、快递服务站等末端服务设施的使用，引导快递行业迈入高质量发展阶段，打开行业产品分层的可能性，有望提升单包裹价值量。

资料来源：国务院、商务部、网信办、发改委、交通运输部官网，民生证券研究院整理

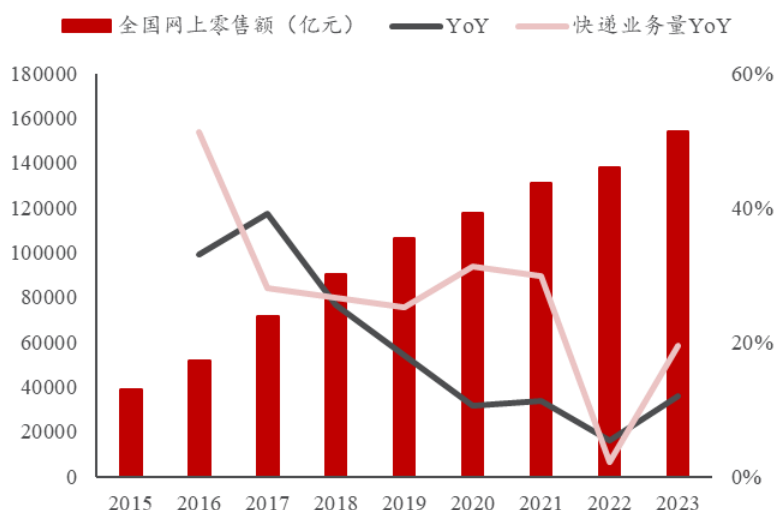
2.1.2 需求持续向上：电商降速增长，逆向物流成为消费结构改变后的亮点

需求端：国内电商需求为核心驱动，跨境电商有望成为快递行业第二增长极。

国内电商市场规模持续扩大，2015-2023 全国网上零售额 CAGR 达 18.8%。

2023 年全国网上零售额为 15.4 万亿元，同比增长 11.9%，快递业务量增速为 19.3%。

图24：2015-2023 年全国网上零售额

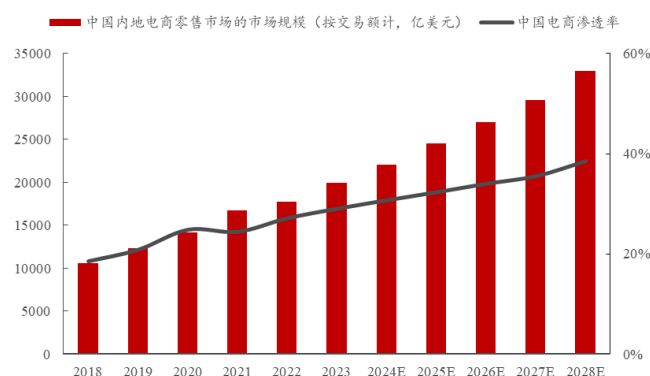


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

中国拥有世界上最大的电商零售市场，电商渗透率持续提升。根据国家统计局数据，2023 年中国电商零售额达到 13 万亿元，同比增长 8.4%；中国已连续 11 年为全球最大电商零售市场。弗若斯特沙利文预计中国电商零售市场规模将持续增长至 2028 年的 3.3 万亿美元；弗若斯特沙利文预计 2028 年中国电商渗透率将达到 38.6%。

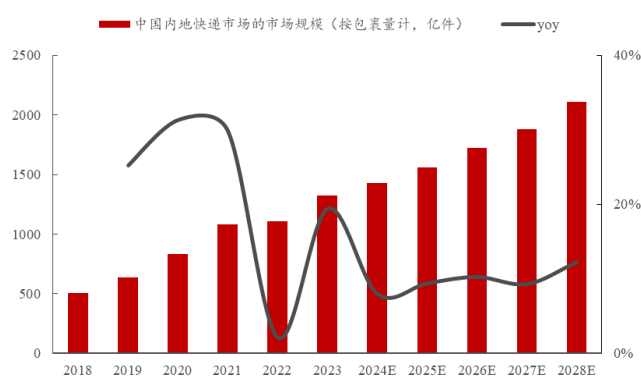
抖音、天猫、淘宝、京东及拼多多等电商平台建立了社交电商及直播业务，社交电商快速发展，为快递市场创造新增量。根据弗若斯特沙利文数据，中国社交电商零售市场从 2019 年的 1637.9 亿美元增长至 2023 年的 7426.7 亿美元，CAGR 为 45.9%。

图25：2018-2028E 中国内地电商零售市场的市场规模 (亿美元)



资料来源：极兔速递年报，民生证券研究院

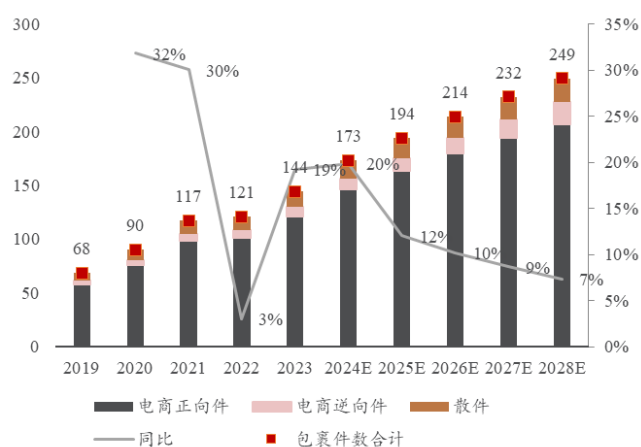
图26：2018-2028E 中国内地快递市场的市场规模 (亿件)



资料来源：极兔速递年报，民生证券研究院

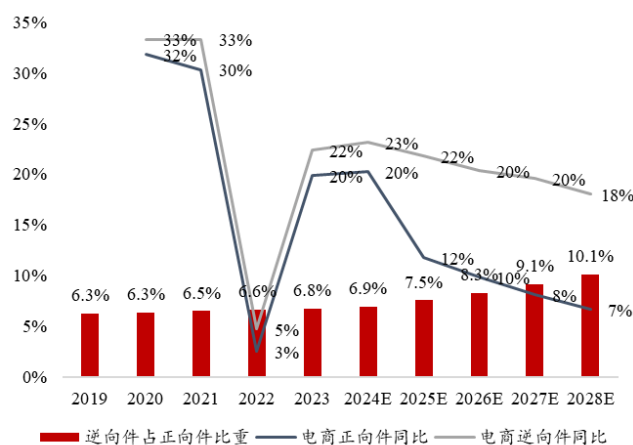
电商逆向件持续增加成为快递行业发展新驱动，社交电商模式兴起或提升用户退货率，为快递行业贡献新需求。电商逆向件指因消费者退货、换货等需求，自消费者寄回电商商家处的包裹。近年电商包裹实现快速增长，电商逆向件也随之增加，2019-2023 年中国电商逆向件自 36 亿件增加至 82 亿件，CAGR 达 22.7%。直播、短视频等社交电商模式兴起或进一步提高用户退货率，2023 年快递逆向件占正向件比重为 6.8%，灼识咨询预计 2028 年将达到 10.1%。

图27：2019-2028E 中国快递包裹件数-分种类（十亿件）



资料来源：丰巢招股说明书，国家邮政局，灼识咨询，民生证券研究院

图28：2019-2028E 中国电商正/逆向件变化（%）



资料来源：丰巢招股说明书，国家邮政局，灼识咨询，民生证券研究院

下沉市场需求提升或成为电商正向件增长新支柱。在快递业务发展的早期，包裹量的增长主要来自一二线城市，近年来，由于电商持续繁荣，下沉市场的电商渗透率持续提升，低线城市已成为电商布局的重要组成部分。2019 年至 2023 年，下沉市场的快递包裹量年复合增长率为 26.6%，且灼识咨询预计 2023 年至 2028 年的年复合增长率为 13.6%，均高于同期市场平均水平。

2.1.3 供给端：资本开支已达峰，投资回报显著改善

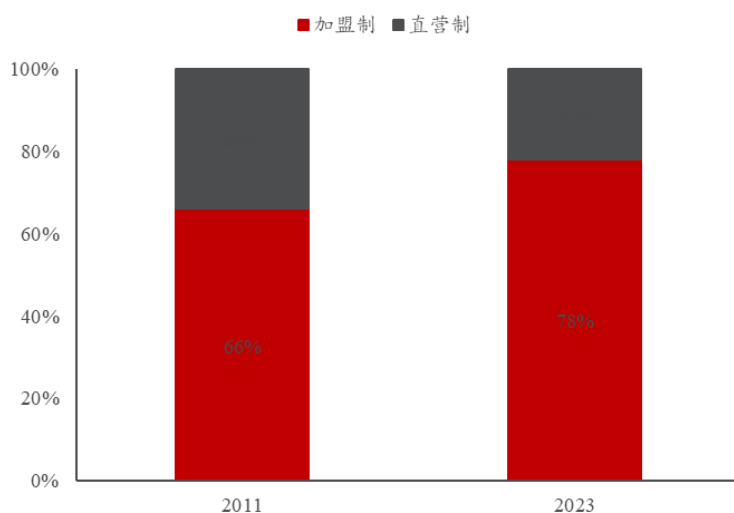
资本开支决定快递行业供给，快递行业具有重资产、高杠杆的特征，资本开支需求涉及两方面：**1) 存量：**基于现有资产的升级替代需求，行业发展中前期各企业发展势头较强，固定资产规模持续扩大，每年更新迭代的设备、车辆等需求较大；**2) 增量：**新增资产的投入，随快递业务量增速放缓，各企业放慢扩产节奏。

2.1.4 商业模式：加盟制具备成本低、扩张快的优势

快递行业共有加盟、直营、仓配三种商业模式，各自提供差异化的服务。加盟制快递企业满足中低货值、追求性价比的中低端寄递需求，直营制快递企业与仓配物流企业满足高货值、高履约标准的中高端寄递需求。

加盟制快递企业市场份额不断提升，2023 年直营制快递公司市场份额自 2011 年的 66% 提升 12pct 至 78%。国内电商行业快速发展，对价格敏感的中低端电商件量持续增长，为加盟制快递企业规模扩张提供土壤。

图29：加盟制企业市场份额变动



资料来源：中通快递业绩会材料，民生证券研究院

2.1.5 市场格局：强者恒强，持续性资本投入创造显著竞争优势

市场份额看，强者恒强，CR3 持续提升。

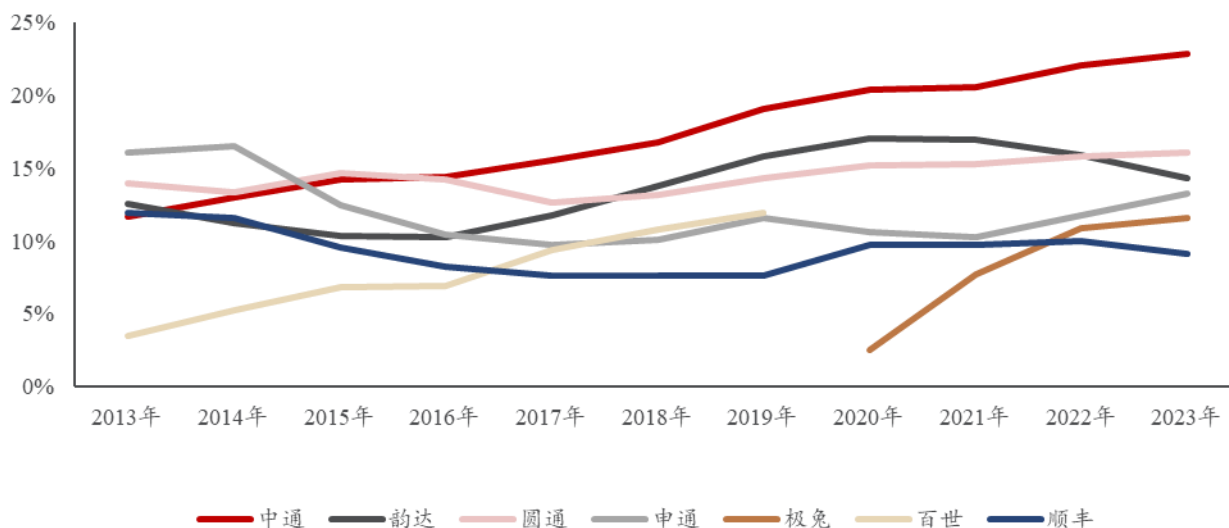
CR3 自 2013 年的 42.5% 提升至 2023 年的 53.2%，市占率前三的企业为中通、韵达和圆通。

2016 年，中通快递以 14.4% 的市占率超越圆通，后发先至，跃居行业首位。

2017-2023 年，中通市占率进一步提升，2023 年市占率提升至 22.9%，领先第 2 名 6.8pct，龙头地位稳固。

2013-2023 年韵达和圆通的市场份额相对稳定，分别维持在 10.3%-17% 和 12.6%-16.1% 区间内。

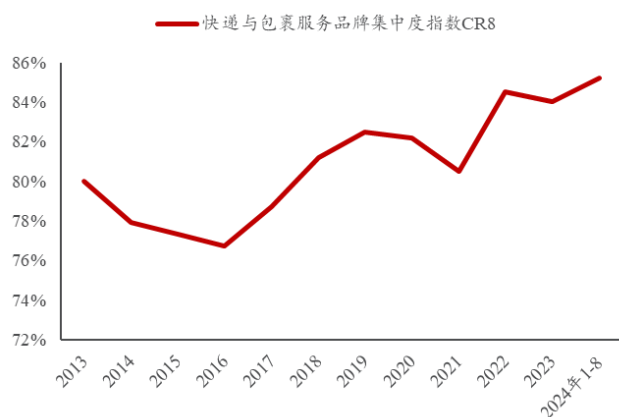
图30：2013-2023 年各企业市占率情况 (%)



资料来源：各公司财报，交通运输部，民生证券研究院

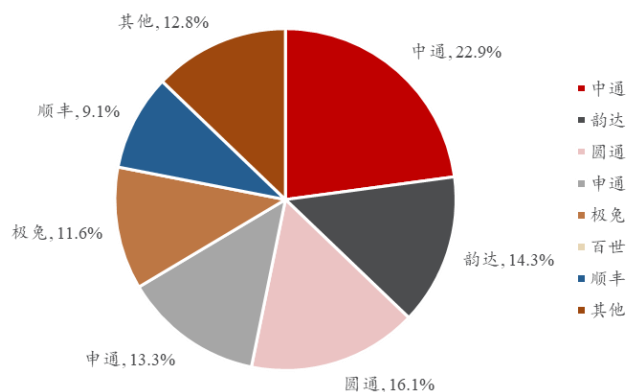
市场集中度持续提升，2023 年 CR8 达 84%。2013-2023 十年间快递行业品牌集中度指数 CR8 整体呈上升趋势，2023 年 CR8 较 2013 年提升 4pct 至 84%。2023 年，中通、圆通和韵达分别以 22.9%、16.1%、14.3% 的市占率位居行业前三。

图31：快递行业 CR8 (%)



资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

图32：2023 年快递市场份额构成 (%)



资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

资产端看，加盟制快递企业中，中通拥有最多快递资产，圆通具备航空机队优势。截至 2023 年，中通拥有自有干线运输车辆超 10000 辆，91 个直营转运中心，

超 31000 各揽件及派件网点，464 套自动化分拣设备，超 6000 家加盟商和约 110000 个终端门店，快递资产在通达系中具备较大幅度的领先，可提供更高效、更优质的服务。加盟制快递企业中仅圆通自有航空机队，目前机队规模较小，未来随机队规模持续扩大，有望形成差异化竞争优势。

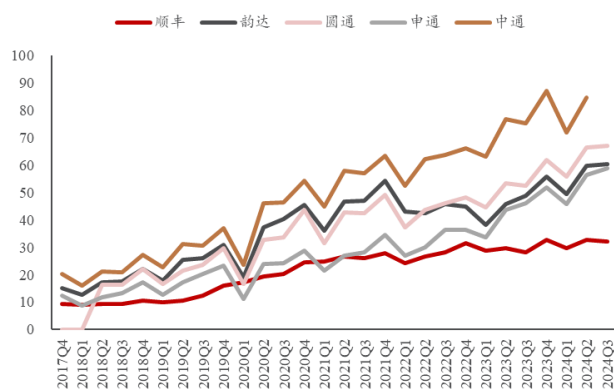
图33：2023 年快递龙头资产情况

	中通	圆通	申通	韵达	极兔	顺丰
自有干线运输车辆（辆）	10000	5354	5992		3700+	
直营转运中心（个）	91	73	71	76	83	239
揽件及派件网点（个）	31000	30000+	5000	34455	7600	36000
自有航空机队（架）		13				103
自动化分拣设备（套）	464	238	240			630
快递服务网络覆盖地区（个）	31	31	31	31		
县级及以上城市覆盖率（%）	99%	99.89%	99.50%	99.40%		98.10%
加盟商数量（家）	6000	5071		4851	6000	
终端门店（个）	110000	82000	55000	93000		110000

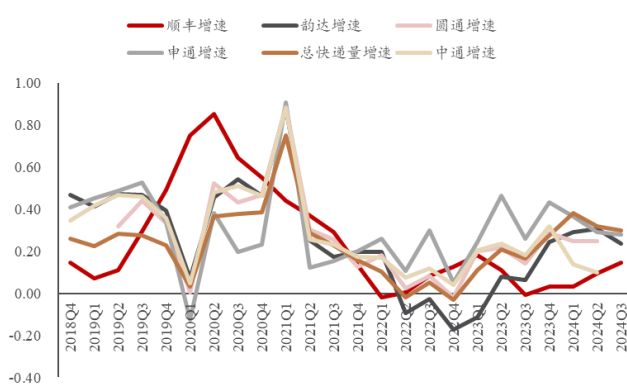
资料来源：各公司财报，民生证券研究院

业务量看，各快递龙头企业均表现出较强成长性，中通业务量长期保持领先。

2022-2024H1 中通整体维持领先行业的业务量增速，期间平均增速为 15.8%，进一步扩大与友商间差距，2024Q2 中通快递包裹量达 84.5 亿个，同比增长 10.1%；韵达、圆通、申通的业务量相对接近，2023 年以来，申通依靠行业第一的业务量增速，快速收窄与韵达和圆通间差距。2024Q3 韵达、圆通、申通的业务量分别为 60.19、67.11、58.83 亿票，票量同比增速分别为 23.7%、28.1%、27.9%。

图34：各公司业务量（亿票）


资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

图35：2023 年快递市场份额构成（%）


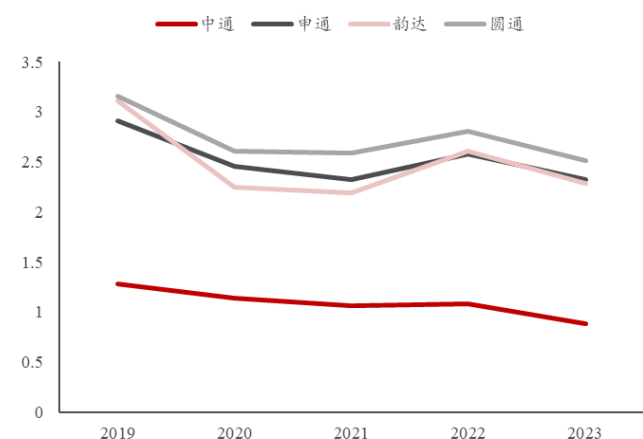
资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

成本端看，中通以大量快递资产为基，创造规模效应，成本和效率优势凸显。

2019-2023 年，1) 中通快递单票成本呈持续下行态势，维持在 0.89-1.28 元/票的区间内，较其他加盟制快递龙头企业具备较大幅度的领先，成本优势突出；2) 韵达、圆通、申通的单票成本相近，2023 年单票成本分别为 2.29、2.51、2.32 元/票，韵达以微弱优势领先。

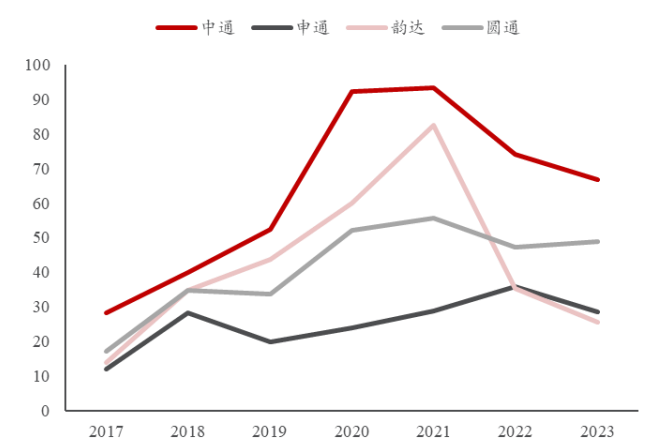
成本为王，持续性高水平资本投入以降低成本。2017-2023 年，各企业均维持较高水平的资本投入。中通快递保持行业领先的资本投入规模，加强规模效应，进一步降低成本，巩固竞争优势。**2023 年中通投入 66.7 亿元购置快递资产，单票成本较 2022 年下降 0.09 元/票至 0.89 元/票。**

图36：三通一达单票成本（元/票）



资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

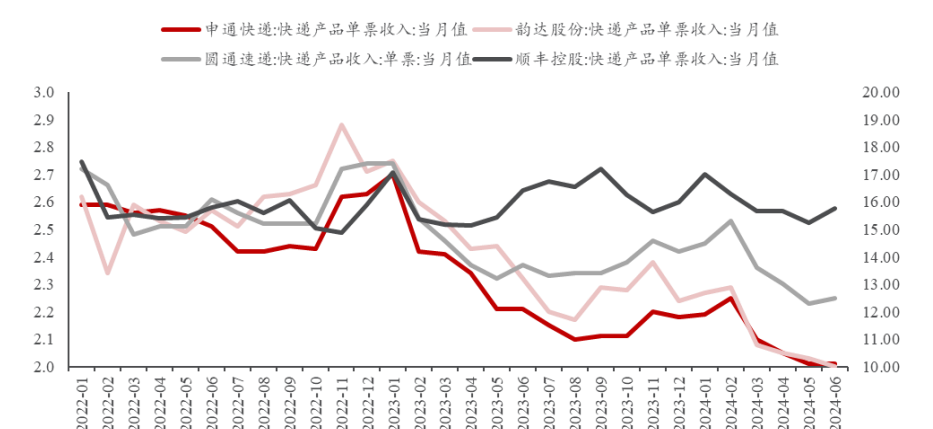
图37：三通一达资本开支（亿元）



资料来源：Wind，iFinD，民生证券研究院

收入端看，近十年快递单票价格持续走低，价格战后单价呈现平稳趋势，2024Q2 单票价格小幅回升。由于价格战的影响，行业的单票价格在 2019-2020 年快速下滑。2021 年随价格监管政策推行，非理性价格战烈度逐步降低。2024 年年初，新修订《快递市场管理办法》引导快递行业迈入高质量发展，快递公司单票收入实现小幅度回升。

图38：龙头企业单票收入情况（元/票）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

2.1.6 快运行业格局改善，补贴加码+电商创造需求新增量

市场集中度持续提升，龙头份额进一步增长

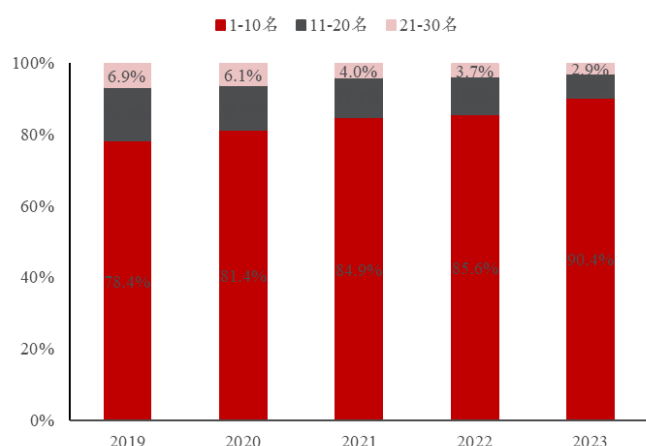
零担市场集中度持续提升，根据运联数据，2023 年零担企业 CR10 实现收入 1375 亿元，占 CR30 总收入的 90.4%，同比 2022 年增长 4.8%，龙头企业份额进一步提升。

零担市场 CR5 分别为顺丰快运、德邦快递、跨越速运、中通快运、安能物流，2023 年零担收入分别为 374、323、185、118、99 亿元，其中顺丰快运和德邦快递优势显著，营收较大幅度领先友商，强者恒强。

快运市场货量持续增长，2023 年全网快运 CR10 整体货量达到 8874 万吨，同比增长 14.8%。规模效应下，头部企业将收益进行再投资持续拓展市场保持竞争优势。

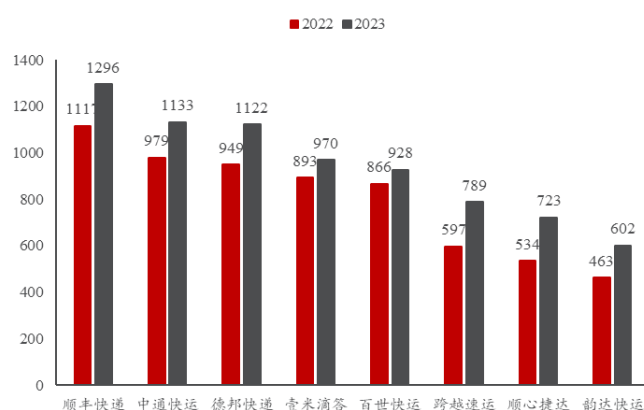
顺丰快递和德邦快递货量实现较快增长。2023 年快运货量前五的公司为顺丰快递、安能物流、中通快运、德邦快递、壹米滴答，货量分别为 1296、1204、1133、1122、970 万吨，同比增长 16.1%、-3.3%、15.8%、18.2%、8.6%。

图39：2019-2023 年零担 CR30 收入占比变化



资料来源：运联智库，民生证券研究院

图40：2022-2023 年全网快运企业货量（万吨）



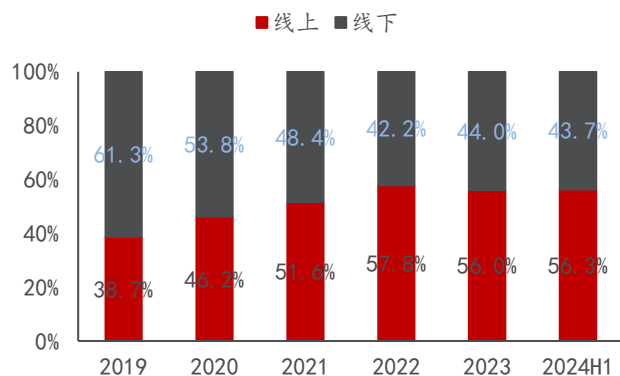
资料来源：运联智库，民生证券研究院

补贴政策加码+电商平台快速发展，持续催化快运新需求

国家加码家电补贴，2024 年 7 月，发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，要求各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买 8 类家电产品给予以旧换新补贴，家电换新催生快运需求。

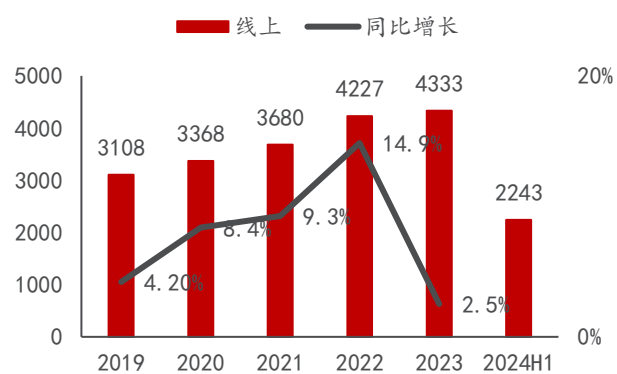
2019-2024H1 家电行业线上销售率整体呈上升趋势，线上销售率自 2019 年的 38.7% 提升至 2024H1 的 56.3%。近年线上销售率保持相对稳定，2022-2024H1 我国家电线上销售规模分别为 4227、4333、2243 亿元，占市场规模的 57.8%、56.0%、56.3%，相对稳定。近年随电商平台快速发展，家电线上销售规模稳步增长，对快运行业增长形成较强支撑。目前家电线上化率仍具备提升空间，有望为快运行业创造新增量。

图41：2019-2024H1 分渠道家电市场规模占比



资料来源：中国家电行业全年度报告（2019-2023）；中国家电行业半年度报告（2024），民生证券研究院

图42：2019-2024H1 家电线上销售规模（亿元）



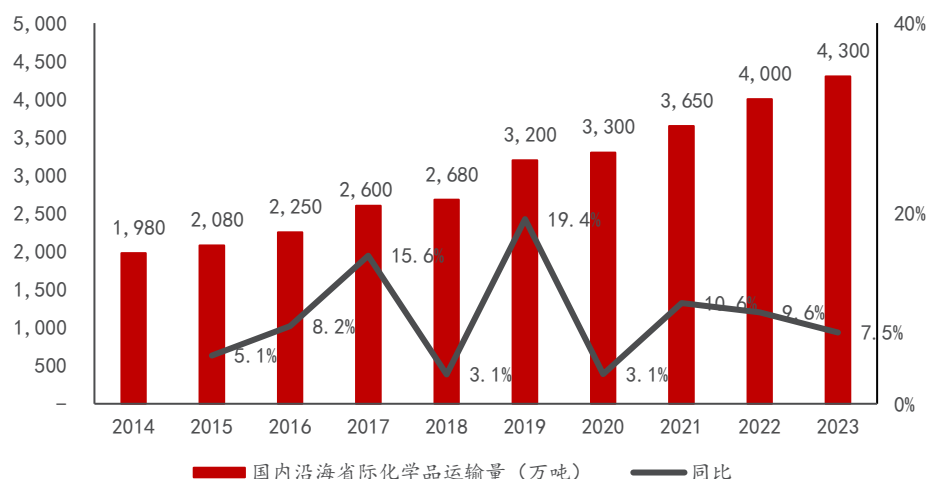
资料来源：中国家电行业全年度报告（2019-2023）；中国家电行业半年度报告（2024），民生证券研究院

2.2 化工物流板块：关注资产壁垒属性与增长潜力

2.2.1 化学品内贸：需求稳步增长，运力规模增长有限

需求端：主要驱动因素包括我国炼化项目大量投产、全球化工产能转移、清洁能源发展等，我国沿海省际化学品运输量 2014-2023 年 CAGR 为 9%。

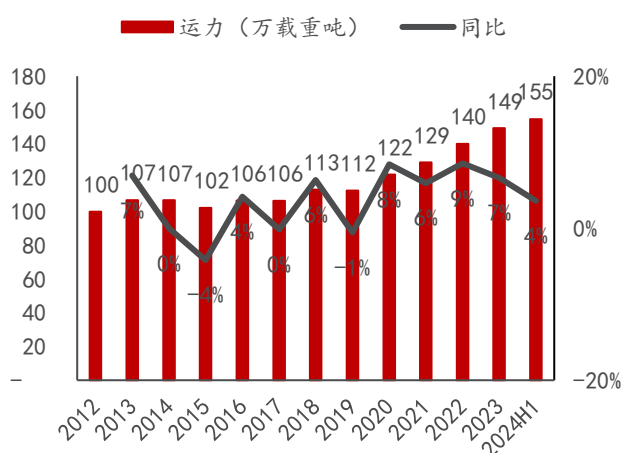
图43：国内沿海省际化学品运输量（万吨）及同比



资料来源：交通运输部，兴通股份年报，民生证券研究院

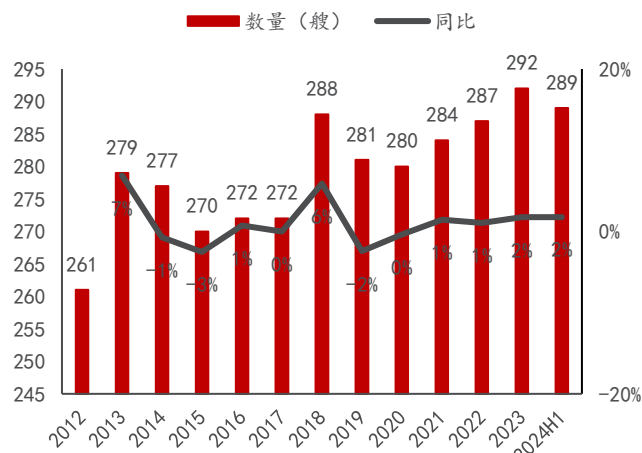
供给端：行业运力审批严格，船队规模增长有限；我国省际散装液体化学品船舶运力规模 2014-2023 年 CAGR 为 3.8%，船舶数量 CAGR 为 0.6%。

图44：2012-2024H1 行业运力（万 DWT）及同比



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图45：2012-2024H1 行业运力（艘数）及同比



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

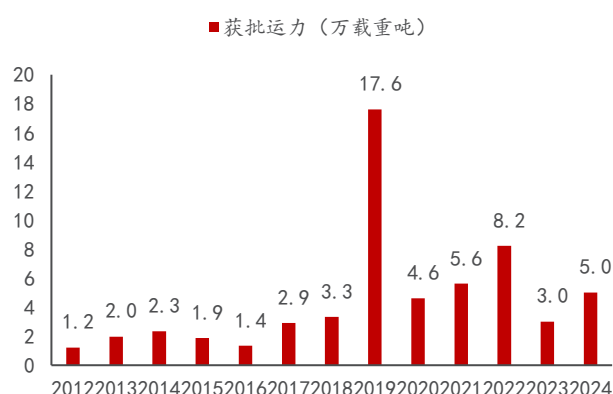
行业监管部门会综合考虑国内化工产业链前端产能新增情况、末端需求情况，

以及现有船舶、运力情况，对行业整体的运力规模、运力结构实施宏观调控措施，以持续改善、优化市场供需结构，推动散装液体化学品水上运输行业有序、健康发展。

从我国省际散装液体危险货物船舶获批运力看，2020-2022 获批运力分别为 4.6、5.62、8.22 载重吨，适配运输需求增长，2019 年运力大幅提升主要由于增加了一次大型散装液体化学品船（2019 年第二批）新增运力评审。根据交通运输部 2023 年 6 月 14 日发布的《交通运输部关于开展 2023 年新增沿海省际散装液体危险货物船舶运力综合评审工作的公告》，2023 年将新增 1 万载重吨及以下不锈钢化学品船舶 3 万载重吨左右，相较于 2022 年 8.2 载重吨运力供给大幅缩减；2024 年新增 5 万载重吨。

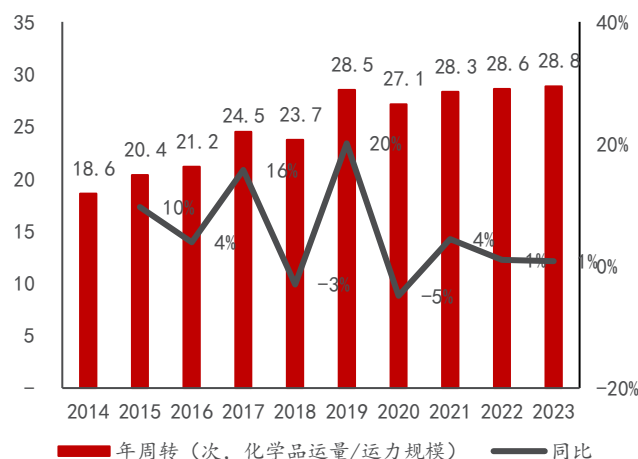
年周转近三年基本持平，维持在 28-29 次/年的高位区间内，船舶使用率较高。

图46：2012-2024 年获批运力（万 DWT）



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

图47：2014-2023 年行业船舶年周转（次/年）



资料来源：交通运输部，民生证券研究院

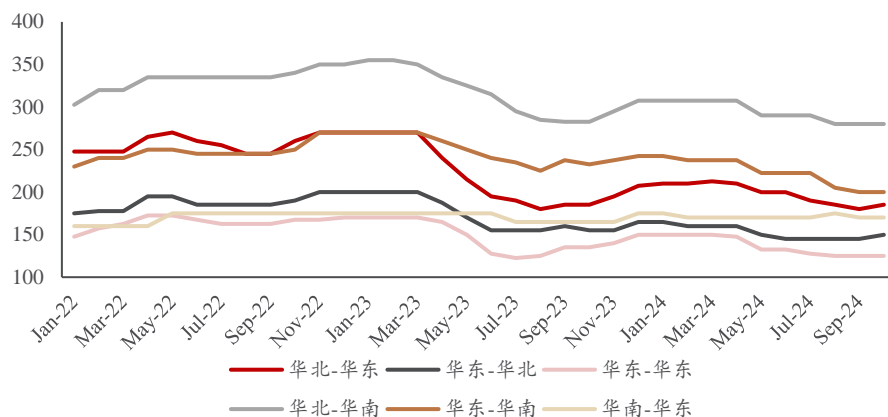
截至 2024 年 6 月 30 日，沿海省际化学品船（含油品、化学品两用船）共计 289 艘、154.6 万载重吨，较 2023 年底减少了 3 艘、但吨位增加了 5.4 万载重吨，吨位增幅 3.6%。2024 年上半年新增运力 16 艘、9.6 万载重吨，共有 19 艘、4.2 万载重吨船舶提前退出市场。

沿海省际运输化学品船平均船龄 10.0 年，较 2023 年底减少了 0.4 年。其中，老旧船舶（船龄 12 年以上）有 158 艘，占总艘数的 54.7%。没有达到特检船龄的船舶（船龄 26 年以上）。老旧船舶数量较 2023 年底增加了 10 艘，环比增长 6.8%。

2024 年 10 月，3000MT 内贸化学品船华北-华东、华东-华北、华东-华东、华北-华南、华东-华南、华南-华东运价同比分别 0%、-3%、-7%、-1%、-14%、3%；比 22 年分别为-29%、-21%、-25%、-18%、-20%、-3%。2024 年 1-10

月华北-华东、华东-华北、华东-华东、华北-华南、华东-华南、华南-华东运价同比分别-7%、-11%、-4%、-6%、-8%、0%；比22年分别为-20%、-17%、-15%、-10%、-6%、0%。

图48：3000MT 内贸化学品船月度运价（元/吨）



资料来源：沛易航讯，民生证券研究院

2.2.2 化学品外贸：中国化学品市场逐步成为主力区域

2024年3月1日，日本商船三井(MOL)以全现金交易方式斥资4亿美元，完成对总部位于纽约的美国化学品船航运公司Fairfield Chemical Carriers(FCC)全部股份的收购，包含旗下36艘船舶。

按dwt计算，MOL是日本最大船东，其表示看好化学品船业务具有强劲增长潜力的前景，并计划积极投资该领域。通过此次收购，MOL Chemical Tankers拥有的81艘不锈钢化学品船将与Fairfield Chemical Carriers拥有的36艘化学品船相整合，使其成为全球最大的化学品船船队。

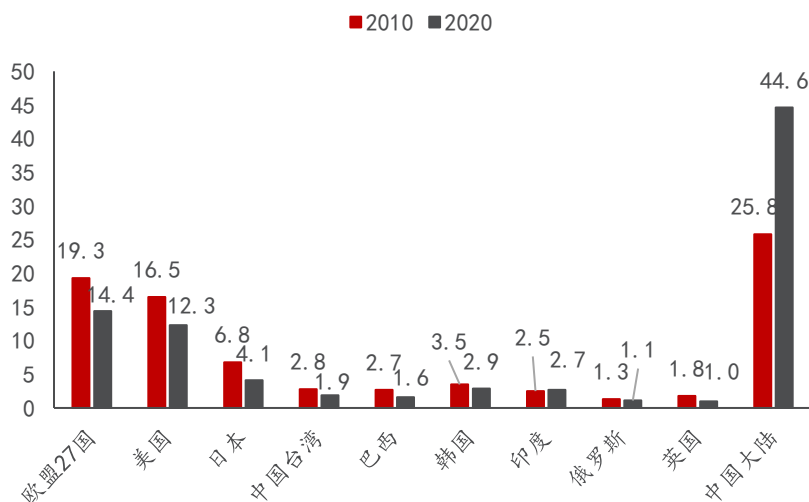
Research Nester预计外贸化学品船市场到2035年底将实现450亿美元的收入。参考兴通股份近3年平均净利率，按20%净利率计算，450亿美元对应90亿美元利润空间。

据船舶经纪商Intermodal周报，2023年全球海运化学品贸易量达到3.725亿吨，同比增长1.08%，实现一定的复苏。目前，国际化学品船老旧船舶比例较高，叠加通货膨胀和国际冲突等宏观经济压力的影响，化学品船供应紧张，运费呈现一定的上涨。在船队老龄化严重的背景下，随着国际化学品运输市场的复苏，船龄较新的不锈钢化学品船拥有较强的市场竞争力。

从消费市场来看，中国化学品市场逐步成为主力区域，我国占全球化学品市场份额由2010年的25.8%增至2020年的44.6%。我国长期对PX、乙醇、甲醇

等基础化工产品有大量需求, 随着我国炼化产业全面一体化进程加快, 将带动这些大宗基础化工品产量快速提升, 自给率将进一步提升。

图49：全球主要国家及地区化学品市场份额变化情况（%）



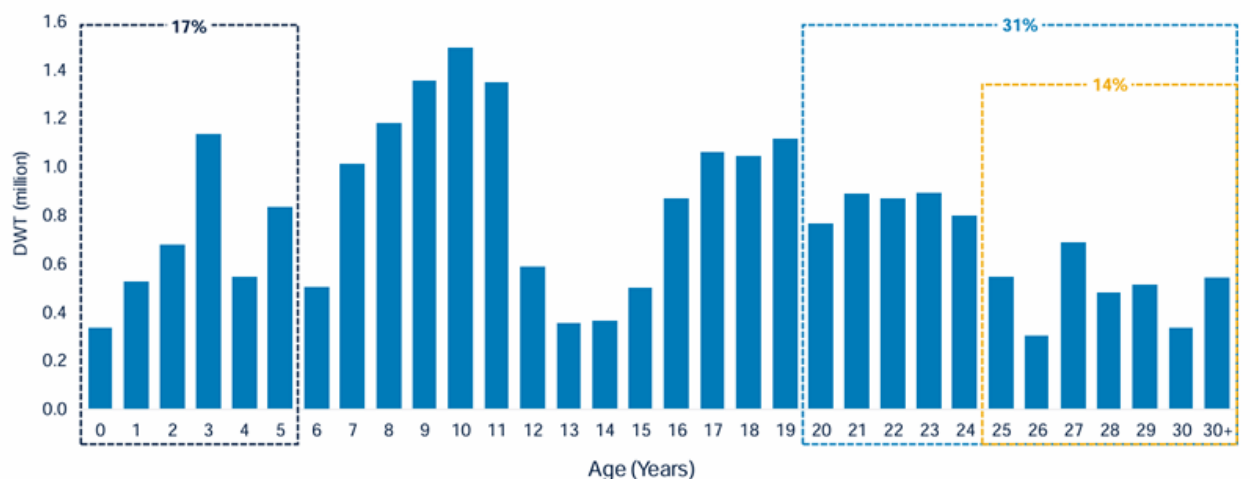
资料来源：兴通股份公告，民生证券研究院

Stolt Tanker 是全球最大的化学品油轮船东, 总部位于荷兰, 在奥斯陆上市, 截至 2024Q3 拥有 160 艘化学品船, 运力总计 290 万 dwt。公司年收入为 17 亿美元, EBITDA 为 5.27 亿美元。

此外, 据 Grieg Shipbrokers 计算出, 到 2027 年, 全球 14% 的化学品船舶将超过 25 年, 31% 的船龄将超过 20 年。

图50：2027 年不锈钢船船龄分布

STAINLESS STEEL TANKER AGE DISTRIBUTION IN 2027



Source: Grieg Shipbrokers

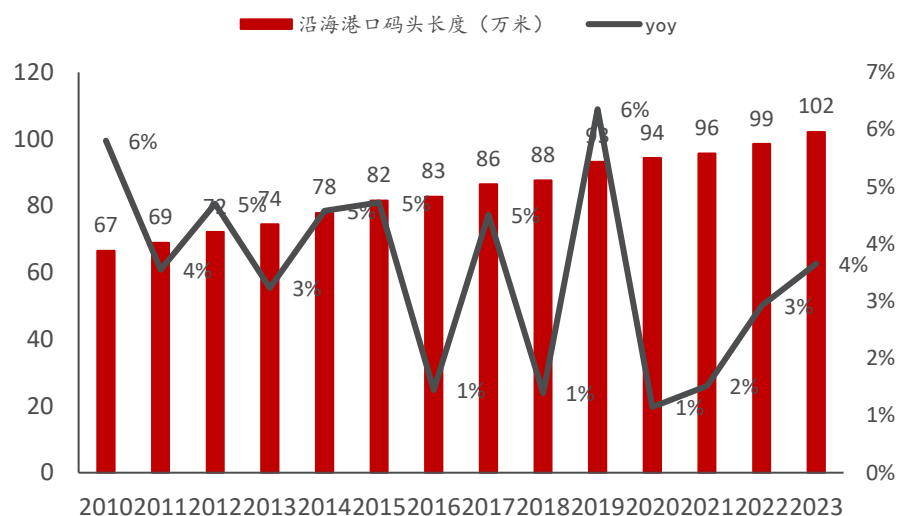
资料来源：信德海事网，Grieg Shipbrokers，民生证券研究院

2.2.3 化学品仓储：行业准入门槛高，有足够的壁垒

石化仓储行业准入门槛高，有足够的壁垒，岸线码头资源和储罐规模既是行业的进入门槛，又决定了企业的竞争实力。其中，岸线属于不可再生资源，当前环保政策趋严的情形下，岸线、码头更加稀缺。

从我国沿海港口码头长度看，自 2018 年政策频发，颁布《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》、《长江保护修复攻坚战行动计划》等以来，2018-2021 年码头长度 CAGR 为 3%，低于 2010-2017 年 CAGR 3.8%。2020、2021 年码头长度同比低至 1.1%、1.5%。

2019 年交通运输部办公厅颁布《国家发展改革委办公厅关于严格管控长江干线港口岸线资源利用的通知》，其中表述：严控港口岸线总规模。坚持有保有压、有增有减，保障集约高效的公用规模化港区 and 提升安全绿色发展水平设施建设的港口岸线需求，根据生态保护和城市发展需要调整、压缩或退出部分港口岸线。沿江各港在修编已批准的港口总体规划时，规划的港口岸线总规模只减不增，不得突破原规划规模。

图51：2010-2023 年我国沿海港口码头长度（万米）及同比


资料来源：iFinD，民生证券研究院

建设周期长、前期投入大、安全运营要求严构建高壁垒

石化仓储项目建设周期长。建设周期长、监管部门多、立项审批要求高、验收标准严格等特点，整体会影响石化仓储供给增加。例如，石化仓储项目需要经过多个部门的审批，包括国土资源、规划建设、安全监管、公安消防、环境保护、气象、质检等部门的验收。这些审批流程复杂且严格，涉及到安全、环保、消防等多个方面，导致整个审批周期较长。

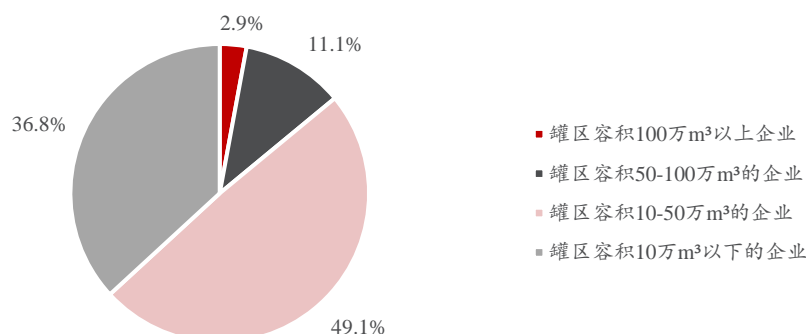
前期投入大。在石化仓储行业进入之初，土地、岸线、码头、仓储设备设施等生产要素的获取均需大量的资金支持，从立项到投产审查所需时间较长，潜在经营者无法立即进入本行业。

安全运营要求严。石化物流企业库区存储的货物大部分是易燃、有毒或腐蚀性的化学品，若发生操作失误或设备故障，工作人员的健康和生命安全将受到威胁。

集中度低、新增供给有限，外延并购成为规模扩张主要手段

据 2024 年中物联危化品物流分会调查结果,我国化工品储罐区现有 171 个。容积在 50 万立方米及以上的化工品储罐企业约占总量的 14%，总容积占比为 177.4 万立方米；**罐区容积在 10 万立方米以下的企业约占总量的 36.8%**。企业储罐平均容积为 71.6 万立方米。

图52：化工品储罐企业容积分布



资料来源：中物联危化品物流分会（2024 年），民生证券研究院

跨区域竞争不显著

石化产品港口物流运输半径有一定限制，由水路运至港口码头后，再由管道、小船、槽车等进行仓储和分拨，其辐射区域半径一般不超过 200 公里，主要覆盖周围 100 公里。

因此，石化物流企业主要的覆盖范围为所拥有港口和码头资源的辐射半径内，跨地区企业彼此之间竞争关系不明显。

2.2.4 兴通股份：内贸航运龙头，具备持续成长性

公司近年来新增运力审批中均获第一，船舶增速远高于行业：自 2019 年至今，公司参与的交通运输部的船舶新增运力评审中，连续 5 年 6 次 10 个项目均以第一名的成绩获得了新增运力。

公司散装液体化学品船运力规模市占率快速提升，占市场总运力的比例由 2018 年末的 4.61% 上升到 2024H1 的 15.49%。

公司运力持续增加，内贸化学品船市占率稳步提升：

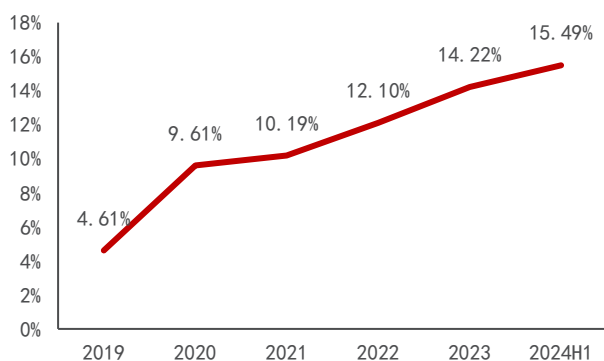
1) 2023 年公司新增 7 艘内贸船舶（其中并购中船万邦新增 6 艘），运力规模为 4.8 万载重吨，进一步巩固行业龙头地位。截至 2023 年底，公司运营的内贸船舶 27 艘，运力规模 28.78 万载重吨，其中沿海省际化学品船舶共计 20 艘（不含省内船舶“兴通 7”），运力规模 21.22 万载重吨。内贸船运力份额持续提升。公司液体化学品运力规模占市场总运力 2022 年约 12%，2023H1 为 13.85%，2023 年为 14.22%，市场份额稳步提升，持续强化核心竞争力。

2) LPG 运输规模增长。2023 年 LPG 船舶“兴通 359”轮（5200m³）顺利投运，截至 2023 年末合计 3 艘 LPG 船舶，1.15 万载重吨。

3) 国际运输布局快速推进。截至 2023 年末, 公司运营外贸船舶 6 艘, 运力规模 9.72 万载重吨, 实现程租和期租并行模式服务于全球客户。2023 年"XT DOLPHIN" 轮、"XT HONESTY" 轮、"XT PROGRESS"轮、"XT PEACE"轮共计 4 艘化学品船舶顺利投入运营, 运力规模 7.04 万载重吨。2024 年, 公司计划有 3 艘不锈钢化学品船 ("XTBRIGHTNESS" 轮、"XT PROSPERITY" 轮、"XT EXPLORATION" 轮) 投入运营, 运力规模 3.8 万载重吨。

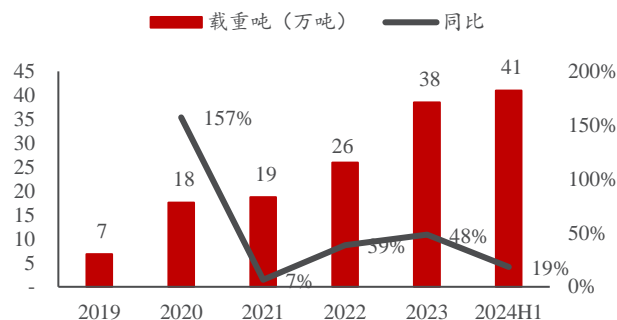
公司船舶数量和运力载重吨近年来快速提升, 2020-2023 年运营船舶数分别为 14、15、21、33 艘, 同比分别为 27%、7%、40%; 2022-2024H1 运力载重吨分别为 26、38、41 万吨, 同比分别为 39%、48%、19%。

图53: 兴通股份内贸沿海省际运力市占率 (%)



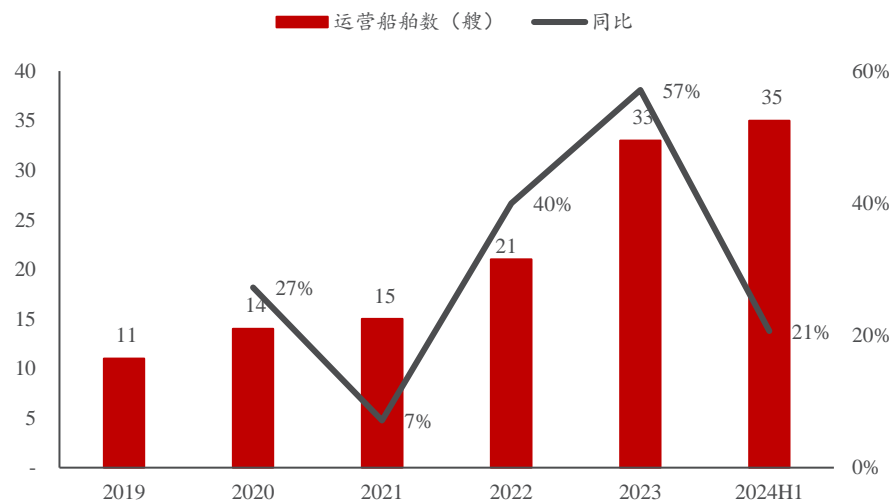
资料来源: 兴通股份公告, 民生证券研究院

图54: 兴通股份船舶载重吨 (万吨) 及同比



资料来源: 兴通股份公告, 民生证券研究院

图55: 兴通股份运营船舶数量 (艘) 及同比



资料来源: 兴通股份公告, 民生证券研究院

截至 2024 年 6 月 30 日，兴通股份共有 9 艘在建化学品船舶，运力规模达 15.38 万载重吨。根据船舶建造计划，共有 3 艘船舶将于 2024 年下半年投入运营（内贸运力 1.12 万载重吨、外贸运力 1.30 万载重吨），4 艘船舶于 2025 年投入运营（内贸运力 2.6 万载重吨、外贸运力 5.18 万载重吨），2 艘船舶于 2026 年上半年投入运营（外贸运力 5.18 万载重吨）。

2.2.5 宏川智慧：化工仓储领军企业，资产具备稀缺性

公司为化工品仓储龙头企业，主要为境内外的石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关增值服务。公司产品矩阵主要包括码头储罐综合服务、化工仓库综合服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务五部分业务。

并购能力突出，整合效益显著。公司通过持续兼并购，码头储罐规模从 2019 年的 199.02 万 m³ 增长至 2023 年的 500.31 万 m³，五年 CAGR 为 25.9%。截至 1H24 公司运营罐容总计 518.69 万 m³，其中公司控股子公司、合营公司、参股公司储罐罐容分别为 405.41、73.08、40.2 万 m³。

图56：2023 年宏川智慧储罐和罐容情况（座、万 m³）

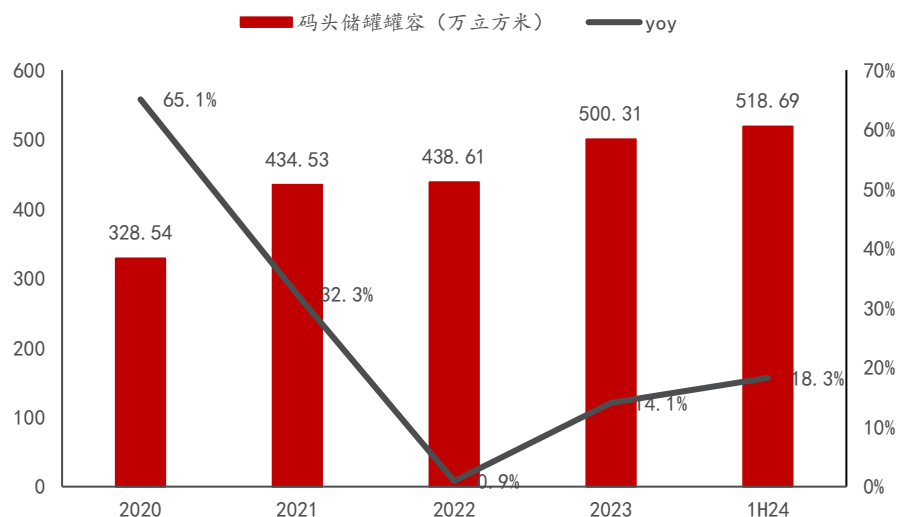
子公司简称	2023年度末	
	储罐（座）	罐容（万m ³ ）
太仓阳鸿	77	60.6
南通阳鸿	66	47.5
东莞三江	97	24.13
中山宏川	80	6.16
宏川仓储	53	20.75
宏元仓储	5	1.05
常州宏川	80	54.4
常熟宏川	65	16.01
常熟宏智	118	29.38
福建港能	61	44.35
南京宏川	32	21
南通宏智	72	61.7
合计	806	387.03

资料来源：宏川智慧公告，民生证券研究院

公司储罐规模仅占行业 11.56%，集中度具备较大提升空间。石化储罐企业具有配套属性，分散靠近各石化炼化基地，竞争格局较为分散，随着安全环保政策的趋严，集中度具备较大提升空间。根据中物联数据测算，截至 2024 年 12 月初，我国总罐容量为 4485.6 万立方米，1H24 公司运营罐容为 518.7 万立方米，公司

作为民营龙头，占比约 11.56%。

图57：宏川智慧码头储罐罐容（万立方米）及同比



资料来源：宏川智慧公告，民生证券研究院

2.3 特色物流：物流出海与自主可控，贸易的结构化变化或创造局部需求新增量

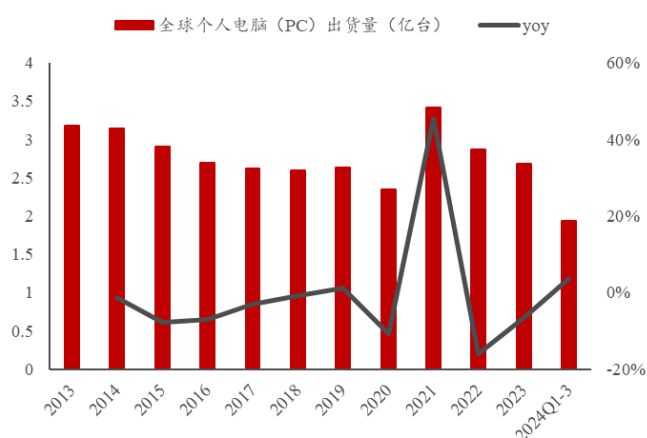
2.3.1 海晨股份：从联想到理想，跨行业复制能力打开成长空间

公司上游行业角度看，

1) 消费电子行业：2023 年受全球贸易萎缩影响，公司主要下游行业之一的消费电子行业进入调整周期。2023 年，全球贸易额减少 1 万亿美元，同比下滑 3%；全球个人电脑（PC）出货量同比下滑 6.6%至 2.68 亿台。今年消费电子产品市场逐步回暖，**2024Q1-3 全球个人电脑出货量同比增长 3.6%至 1.94 亿台。**

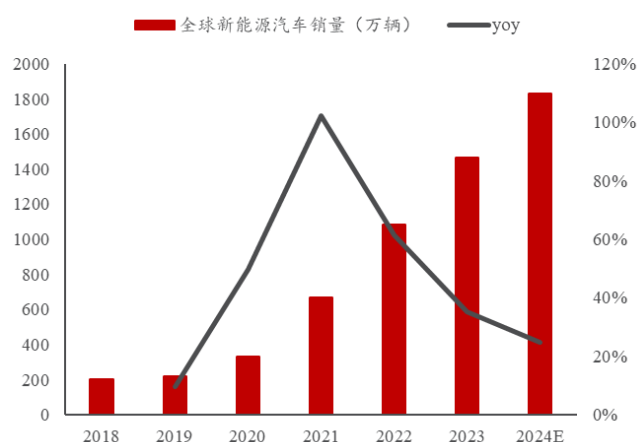
2) 新能源汽车行业：2018-2023 年，公司另一主要下游行业新能源汽车行业整体保持较快增速，CAGR 达 48.7%。2021 年后增速明显放缓，2023 年全球新能源汽车销量达到 1465.3 万辆，同比增长 35.4%，较 2022 年 61.6%的全年增速下滑 26.2pct；根据 EV Tank 数据，**预计 2024 年全球新能源汽车销量增速将进一步放缓至 24.9%，对应销量 1830 万辆。**

图58：全球个人电脑出货量（亿台）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

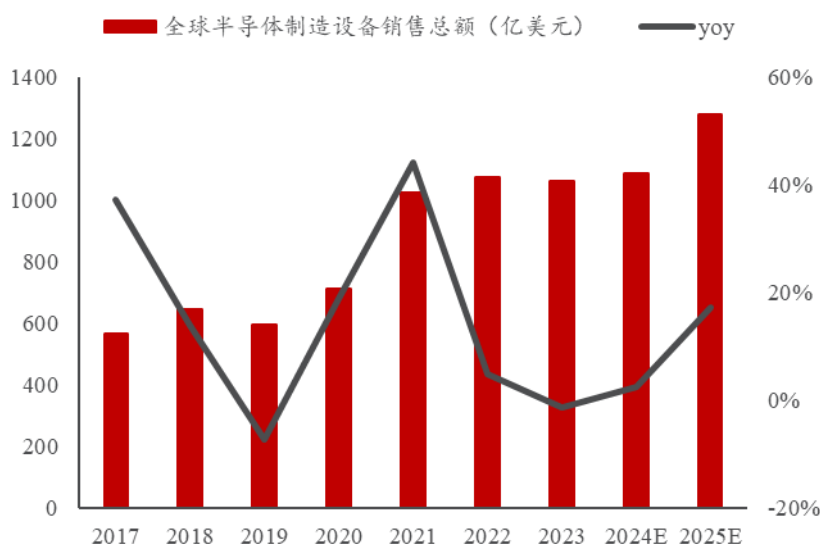
图59：全球新能源汽车销量（万辆）及同比



资料来源：EV Tank，民生证券研究院

3) 半导体行业：1H24 公司新增的半导体及自动化业务异军突起，主要受益于电子板块销售额上升、库存稳定和晶圆厂产能增加所带动的全球半导体制造业改善。根据国际半导体产业协会（SEMI）数据，2017-2023 年全球半导体设备行业实现稳步增长，CAGR 为 11.1%；**2024 年半导体制造设备市场景气度回升，行业规模有望达到 1090 亿美元，同比增长 13.5%；SEMI 预计 2025 年将进一步增长 17.4%至 1280 亿美元。**

图60：2017-2025E 全球半导体制造设备销售总额（亿美元）



资料来源：SEMI，民生证券研究院

“联想+理想” 构筑业务基本盘，优质客户为公司业绩托底。公司长期聚焦服务于消费电子、新能源汽车、新材料、消费品和半导体等重点行业，为众多行业龙

头客户提供量身定做的一体化制造业物流解决方案。公司长期服务于多家世界 500 强和中国 500 强企业制造业客户，高效稳定地保障了多个“灯塔工厂”和“超级工厂”重大项目。并打造“产品-运营-客户”三位一体的服务体系，助力公司巩固和拓展市场份额，实现持续稳健发展。**2022 和 2023 年公司电子信息业务+新能源汽车业务营收占总营收比重分别为 96.5%和 96.8%。**

图61：2022 和 2023 年公司收入构成（亿元，%）

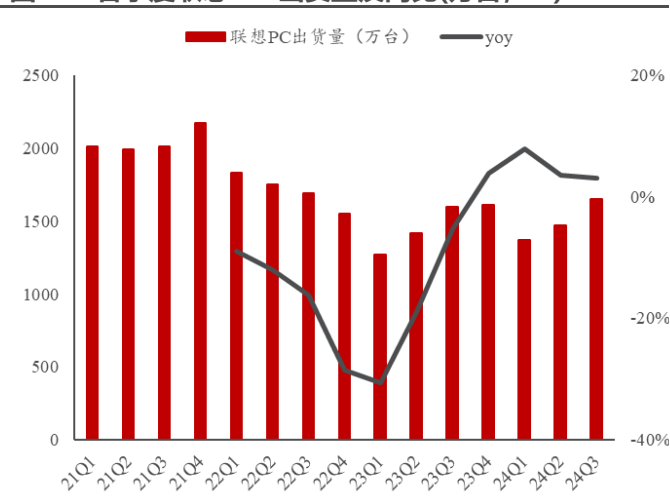
	2023	占比	2022	占比		2023	2022		2023
营业收入	18.28	100.0%	18.00	100.0%	毛利	3.83	4.36	毛利率	22.65%
电子信息	12.83	70.2%	14.32	79.5%	电子信息	3.16	3.67	电子信息	24.6%
新能源汽车	4.86	26.6%	3.05	17.0%	新能源汽车	0.66	0.69	新能源汽车	13.7%
新零售	0.30	1.6%	0.26	1.4%					
其他	0.30	1.6%	0.37	2.1%					

资料来源：海晨股份公告，民生证券研究院

联想和理想为公司主要客户，为公司消费电子和新能源汽车业务营收支柱。1)

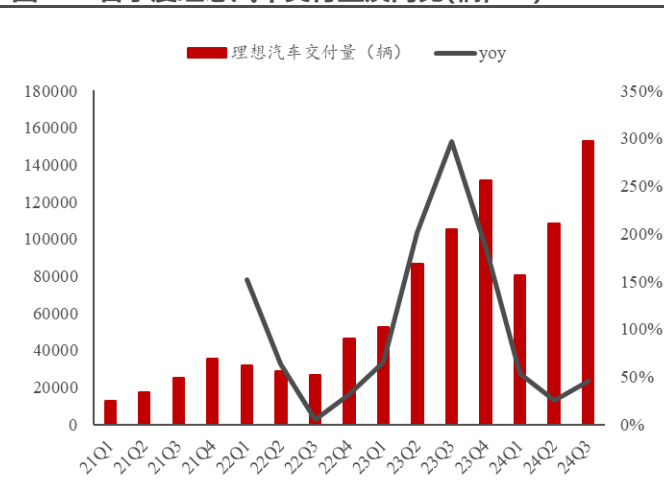
联想 PC 出货量回暖，受益于消费电子产品市场回暖，2024Q1-3 各季度联想 PC 出货量均实现同比增长；**2) 理想汽车持续放量**，继 2023 年交付量大幅增长后，2024Q1-3 维持较快的增长势头。

图62：各季度联想 PC 出货量及同比(万台，%)



资料来源：IDC，民生证券研究院

图63：各季度理想汽车交付量及同比(辆，%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

进一步拓展业务领域，2023 年完成对昆山盟立的收购。1H24 营收显著增长，业务具备较大潜力。合并后，公司将原有自动化集成业务与盟立业务整合至控股子公司深圳海晨盟立，加强公司在自动化领域业务能力和技术水平。主要产品包括半导体及液晶面板 AMHS 领域的天车、无人搬运车、升降机、智能存储柜等，以及物流和零售智能装备领域的穿梭车、提升机、轨道式密集货架等。有望打造具有自主可控、国产替代能力的智能物流装备和自动化领导企业。**1H24 公司半导体物流**

装备及自动化业务营收增长 0.85 亿元，具备较大发展潜力。

图64：海晨盟立的一站式集成方案



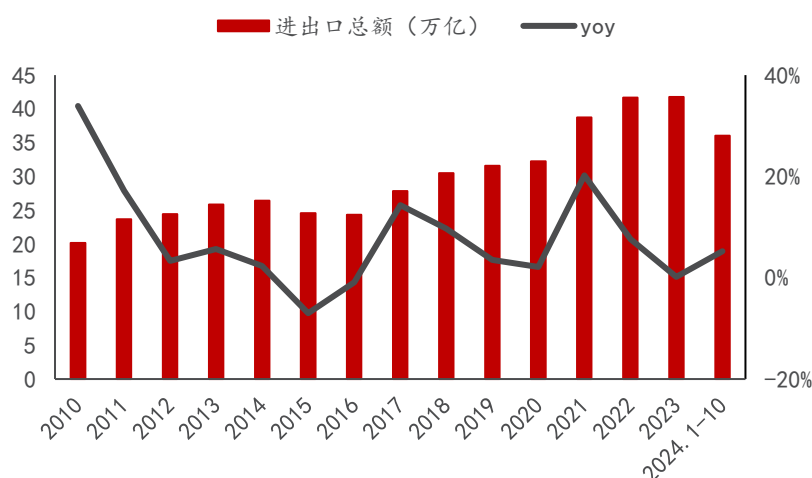
资料来源：盟立集团官网，民生证券研究院

1H24 新增两大新能源汽车客户，有效对冲客户集中度较高的经营风险，复制核心能力打开成长空间。2023 年 12 月，公司与重庆瑞驰签订增资协议，布局新能源商用车供应链赛道。瑞驰汽车为赛力斯全资子公司，专业从事纯电动商用汽车的研发、制造、销售、服务等业务，具备较强的发展潜力。公司复制核心能力实现横向业务扩张，有效对冲业务风险。1H24 公司主要新能源汽车客户 L 业务大幅下降，对应 1.85 亿元营收减少，**新增客户 S 和客户 V 业务有效缓和营收下降影响。**

2.3.2 跨境物流行业增长催化频频，综合型服务商为业内稀缺资源

需求端：国内进出口总额整体呈上升趋势，跨境物流市场空间广阔。基于国内制造业的强大韧性和较强的竞争力，2015-2022 年我国进出口贸易总额保持稳定增长，2021 年进出口贸易总值突破 6 万亿美元，2022 年总值创新高，我国外贸结构持续优化。2023 年上半年进出口总值受外需拖累出现下滑，23 年下半年海外需求有所改善，同比水平向上修复。2024 年 1-10 月，国内累计进出口总值同比上升 5%，需求持续改善。

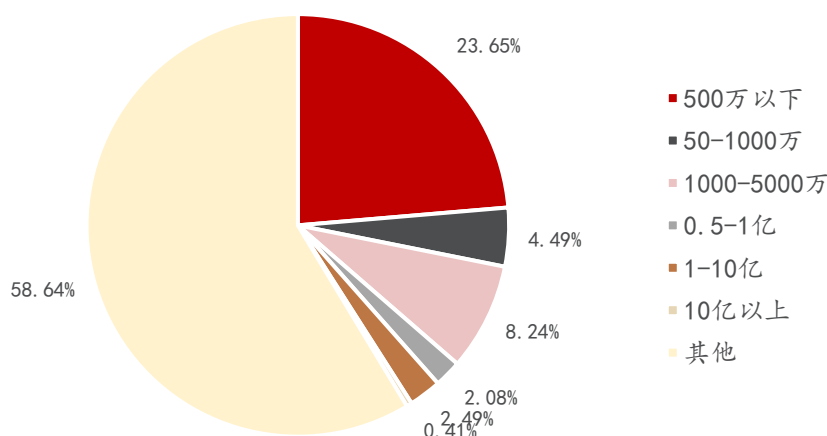
图65：2010-2024年1-10月我国进出口总额（万亿元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

当前跨境物流行业集中度较低，综合型、全链条覆盖的物流服务商为跨境物流行业发展大趋势。当前跨境物流行业集中度较低，行业整体格局为多家龙头企业并行。由于货代业务准入门槛较低，同质化竞争较为激烈，根据探迹大数据，在其可统计范围内，营业收入达到1亿元以上企业占比仅2.9%，营业收入在500万以下的企业占比达23.65%。

图66：2023年跨境物流企业营业收入分布情况



资料来源：探迹大数据，民生证券研究院

跨境物流需围绕客户的需求形成全链路的解决方案，头部货代企业正在通过运输资源整合和针对性收购实现跨境物流全链条覆盖，提供一站式物流服务，创造

差异化竞争优势，获取服务溢价。

行业龙头企业通过针对性的收购，不断补齐短板，加强核心业务实力，全球货运代理市场集中度加强的趋势明显，行业资源正向头部企业不断集中。

图67：海外跨境物流龙头企业近年重大收并购情况

Kuehne+Nagel（德迅）		
收并购时间	收并购标的	并购后提升
2015年	ReTrans Inc.	拓展在北美市场的业务能力
2019年	Salmosped AS	增加北欧地区市场份额
2019年	CFI	增强美国市场地位
2019年	Quick International Courier	加强生物医药领域的快递服务
2020年	Worldwide Perishable Canada	加强在冷链物流领域的竞争力
2021年	Apex International Corporation	巩固在亚洲市场的地位，增强全球物流网络
2023年	Morgan Cargo	拓展非洲市场业务能力
2024年	City Zone Express	增强亚洲地区的跨境公路物流服务
DSV		
收并购时间	收并购标的	并购后提升
2016年	UTi Worldwide Inc.	巩固在美国市场的地位，增强全球物流网络
2017年	Prime Cargo	增强北欧市场服务能力
2019年	S&H	拓展欧洲市场服务能力
2019年	Panalpina	扩大了全球物流网络和服务范围
2021年	Agility	提升全球市场服务能力
2023年	S&M	提升美国市场服务能力
2023年	Global Diversity logistics	提升美国市场服务能力
EXPEDITORS（康捷国际物流）		
收并购时间	收并购标的	并购后提升
2018年	Fleet Logistics	增强欧洲市场地位，拓展全球物流网络
2018年	Fleet Logistics Canada	巩固在北美市场的地位
2019年	EFS	加强在澳大利亚和亚太地区的业务能力
2019年	Canfleet Logistics	增强在加拿大市场的地位和服务能力
2021年	Kontainers	能够提供更多的数字化物流解决方案

资料来源：中国航务周刊，壹航运，民生证券研究院

2.3.3 中国外运：综合物流龙头，重视股东回报

综合物流龙头企业，深耕国际货代及综合物流领域 70 年。公司为招商局集团物流业务统一运营平台和统一品牌。专业物流、代理及相关业务、电商业务为公司三大业务板块，为客户提供端到端的全程供应链方案和服务。据 Transport Topics 2024 年公布的全球海运/空运货代 50 强榜单，公司海运货代位居全球第二、亚洲第一；空运货代位列全球第五、亚洲第一。

高筑物流资源壁垒。1) 国内，截至 1H24，公司服务网络覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市及特别行政区，拥有约 1300 万平方米的土地资源，包括 400 余万平方米仓库、约 200 万平方米的场站，以及 11 个内河码头，4400 余米岸线资源；并租赁运营超过 400 万平方米仓库及约 70 万平方米的场站。

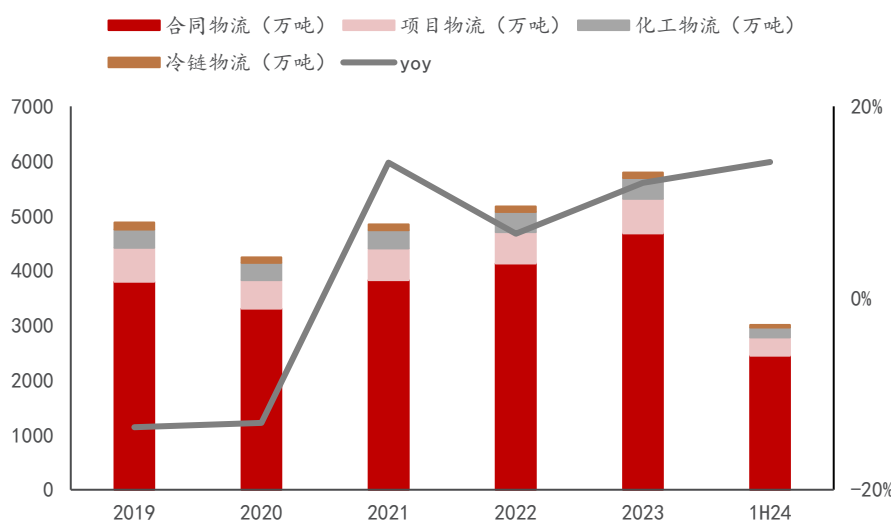
2) 海外，公司持续完善海外布局，推进产品通道建设，持续加大网点建设和资源投入。截至 1H24，公司的自有海外网络已覆盖 43 个国家和地区，在全球拥有 68 个自营网点，为客户提供通达全球的物流服务。

持续拓展“门到门”全链路服务产品。公司整合并协调遍布各个地区的物流资源，形成定制化全链路的物流解决方案，进行一体化全网运营实施，涵盖各个复杂

的物流环节。目前公司“门到门”全链路服务产品已覆盖中国往返日本、韩国主要城市以及东南亚、中亚主要国家。

1H24 公司专业物流板实现营收 152.14 亿元，同比增长 3%；完成业务量 3008.7 万吨，同比增长 14.2%。其中合同物流、项目物流、化工物流、冷链物流业务量分别为 2448.9、330.2、185.9、43.7 万吨，同比分别+15.1%、+12.2%、+10.3%、-0.9%。

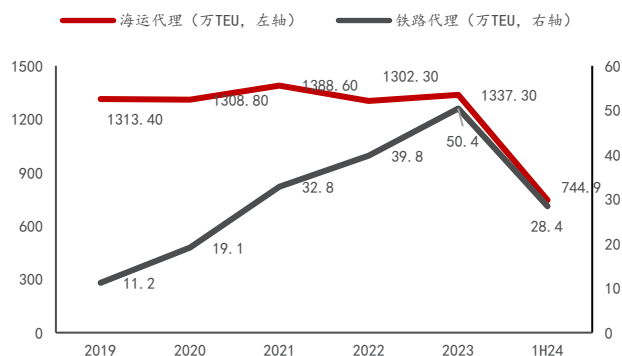
图68：专业物流业务量（万吨）及同比



资料来源：中国外运公告，民生证券研究院

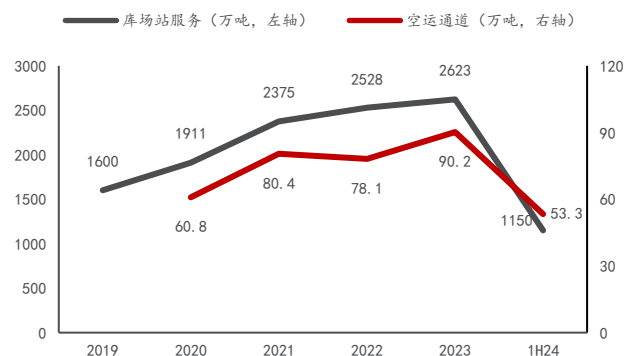
1H24 公司国际货代业务板块实现营收 350.28 亿元，同比增加 22.44%，主要受益于业务量增加叠加运价上行；其中海运代理、空运通道、铁路代理、库场站服务分别完成业务量 744.9 万 TEU、53.3 万吨 (含跨境电商物流 12.0 万吨)、28.4 万吨、1149.6 万吨，同比分别+19.1%、24.8% (+25.0%)、29.7%、6.5%。

图69：海运、铁路代理业务量(万 TEU)



资料来源：中国外运公告，民生证券研究院

图70：空运通道、库场站服务业务量(万吨)

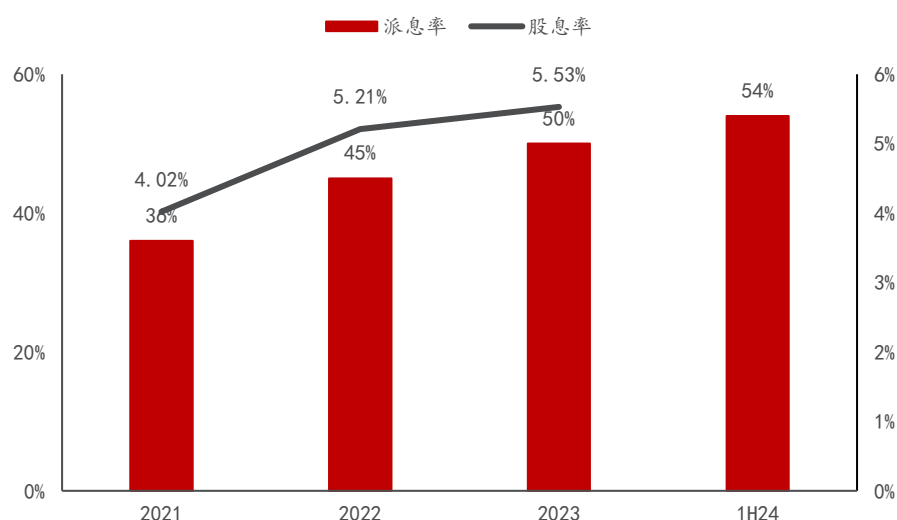


资料来源：中国外运公告，民生证券研究院

1H24 公司电商业务板块实现营收 61.25 亿元，同比增长 29.72%，其中跨境电商物流 1.17 亿票，同比-23.8%；物流电商平台完成业务量 127 万 TEU，同比+15.5%；物流装备共享平台实现业务量 8.4 万 TEU/天，同比-2.3%。

公司重视股东回报，派息率和股息率均维持较高水平。2024 年 10 月，公司发布公告进行 2024 年中期分红，派发现金红利 0.145 元/股，派息率达 54%。公司 2021-2023 年的派息率和股息率分别为 36%、45%、50%和 4.02%、5.21%、5.53%。

图71：中国外运近年派息率和股息率（%）



资料来源：中国外运公告，iFinD，民生证券研究院

2.3.4 华贸物流：跨境物流龙头，业内稀缺综合型跨国物流服务商

公司为业内稀缺第三方国际综合物流服务商和国际物流优选方案提供者，物流网络资源遍布海内外，可提供“端到端”的全流程跨境物流服务。市占率领先，竞争优势显著。据 2024 年 4 月 Transport Topics 发布的最新全球海运、空运货代 50 强榜单，华贸物流分别排名全球第 14 位、16 位。

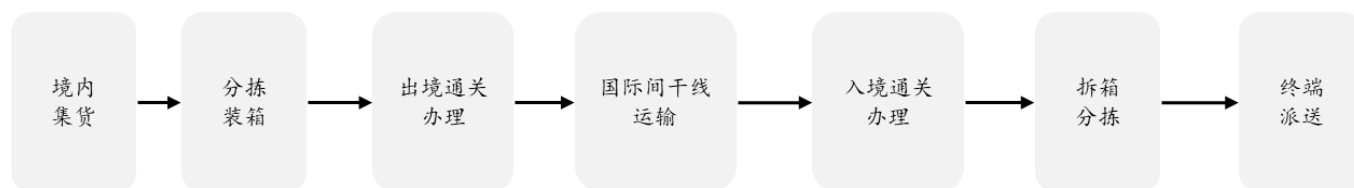
公司业务多元，主营业务包括国际空海铁综合物流服务、跨境电商物流、国际工程综合物流、国际仓储物流、国际大宗商品合同物流、特大件特种专业物流等六大板块。

进行跨境物流全链条布局，逐步完善物流服务网络资源。

1) 公司进行跨境物流全链条布局，根据客户需求，全过程协同整合跨境物流境内集货、分拣装箱、出境通关办理、国际间干线运输，以及境外入境通关办理、拆箱分拣、终端派送七大构成要素，收取服务费用，增强自身盈利能力。

2) 公司逐步完善国际跨境物流服务网络资源，在中国和全球主要物流节点拥有营运网点或国际合作同行，物流服务网络遍布世界 160 多个国家和地区。国际跨境物流也逐渐由单一代理向提供全过程综合物流解决方案发展，重点提升境外终端服务能力，显著增强议价能力。

图72：跨境物流七大环节



资料来源：华贸物流公告，民生证券研究院

公司积极开展收并购，横向布局多领域跨境物流业务。

1) 收购中特物流，拓展特种物流业务。公司 2016 年收购中特物流，横向拓展特种物流业务，并开展国际工程综合物流业务，由于特种物流领域门槛较高，公司在该领域竞争优势显著。

2) 收购华安润通、华大国际、深创建、佳成国际，拓展跨境电商物流业务。公司自 2019 年收购北京华安润通、华大国际 70% 股权，进行跨境电商领域布局，并于 2021 年分别收购深创建 33.5% 和佳成国际 70% 股权，跨境电商物流业务实现快速增长，跨境电商物流业务目前已成为公司第三大业务支柱。

增强各环节运输及服务能力，提升议价能力。

1) 干线运输能力：通过收购中特物流、洛阳中重运输和子公司设立的华贸铁路公司，持续增强干线运输能力，保障特种业务、国际工程业务等业务开展。

2) 境内外仓储环节：收购德祥集团 65% 股份，建立海外仓，保障国际货代和境外电商物流业务开展。

3) 末端运力环节：公司通过子公司中特物流整合了恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力，增强境外末端运力，有助于提升整体盈利能力水平。通过全链条、数字化、服务标准化、跨区域、跨产品的整合并购，最终实现“端到端”的全程物流服务能力，创造竞争优势。

图73：华贸物流重要物流环节增强措施

物流环节环节	增强措施
干线运输能力	收购中特物流
	收购洛阳中重运输
	子公司中特物流设立华贸铁路运营管理公司
境内外仓储环节	收购德祥物流
末端运力环节	通过子公司中特物流整合了恒展远东在东部非洲和南亚地区的尾程服务能力

资料来源：华贸物流公告，民生证券研究院

2.4 投资建议

1) 快递快运板块：快递板块当前仍处于低估区间，电商市场规模持续增长，叠加下沉市场及电商逆向件等新需求落地，看好明年经济回暖后业绩弹性释放，建议关注快递龙头企业【中通快递-W】、【圆通速递】、【韵达股份】、【申通快递】、【极兔速递-W】；看好快运行业格局改善，家电补贴政策加码，家电行业线上化率有望进一步提升，创造快运行业需求新增量，建议关注【德邦物流】。

2) 化工品物流板块：化工物流供给增长有限，供需趋紧，并且运力和仓储资源相对稀缺，行业壁垒较高。我们看好化工品物流板块的资产壁垒属性与增长潜力，建议关注具备持续成长能力的内贸化学品航运龙头企业【兴通股份】和化工品仓储龙头企业【宏川智慧】。

3) 特色物流板块：我国进一步推进高水平对外开放，2025 年预期贸易的结构化变化明显，局部关系更优，贸易量增多，看好提供跨境物流服务的企业，建议关注跨境矿能运输龙头嘉友国际；高筑物流资源壁垒、保持高分红比例的综合物流龙头【中国外运】；业内稀缺综合型跨国物流服务商【华贸物流】；具备跨行业物流服务能力的【海晨股份】。

3 航空板块：否极泰来之时，板块投资价值凸显

3.1 如何看待当前航空板块位置：估值处在底部，业绩拐点

航空板块经历漫长的股价回调后，当前处于估值底部和业绩向上的拐点期。航空板块股价自 2023 年 4 月底开始回调，本轮下跌时间长、幅度大，以三大航 A/H 股为例，2023 年 4 月底至 2024 年 9 月下旬累计跌幅分别达到 35.5%/52.9%，期间除去春运暑运旺季和市场反弹以外，几乎一路下跌。估值方面，航空板块持续亏损造成净资产较低以及尚未扭亏使得难以基于估值倍数建立估值参考，但从相对位置来看，截至 2024 年 9 月底市场反弹前，H 股三大航市值已位于历史极低位置，仅次于 2007 年港股牛市启动前后的 2006、2008 年，A 股三大航市值也接近 2018 年底以来的底部位置。

图74：2019 年至今航空板块股价表现回顾



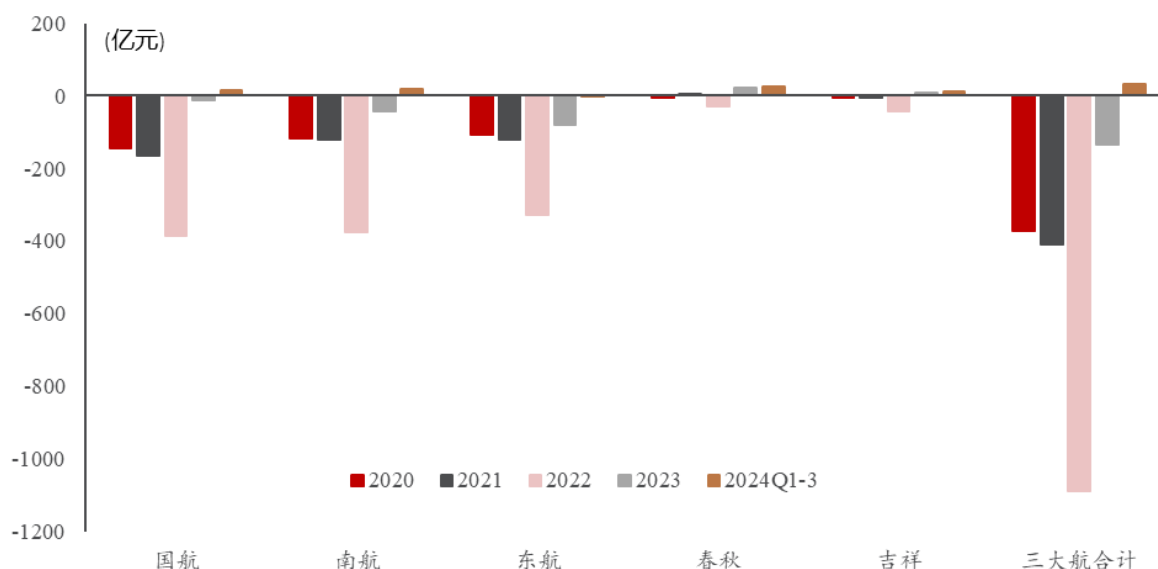
资料来源：iFind，民生证券研究院

业绩方面，行业盈利跌至谷底，当前正处于触底回升的阶段。过去四年，航空板块受到成本、收入两端史无前例的挤压：收入端，2020 年以来民航出行量受到直接冲击、国内线票价多数时间位于低位；成本端，国际线停航后宽体机利用率下滑，导致飞机人工相关的固定成本无法被覆盖，主要产油国减产、地缘冲突持续造成油价持续位于偏离全球经济景气度的高位，侵蚀航空公司经营利润。收入、成本两端双重挤压下航空业盈利跌至谷底，民航局数据显示中国航空公司 2020-2023 年合计亏损 3295 亿元（2010-2019 年行业合计税前盈利 2782 亿元）。

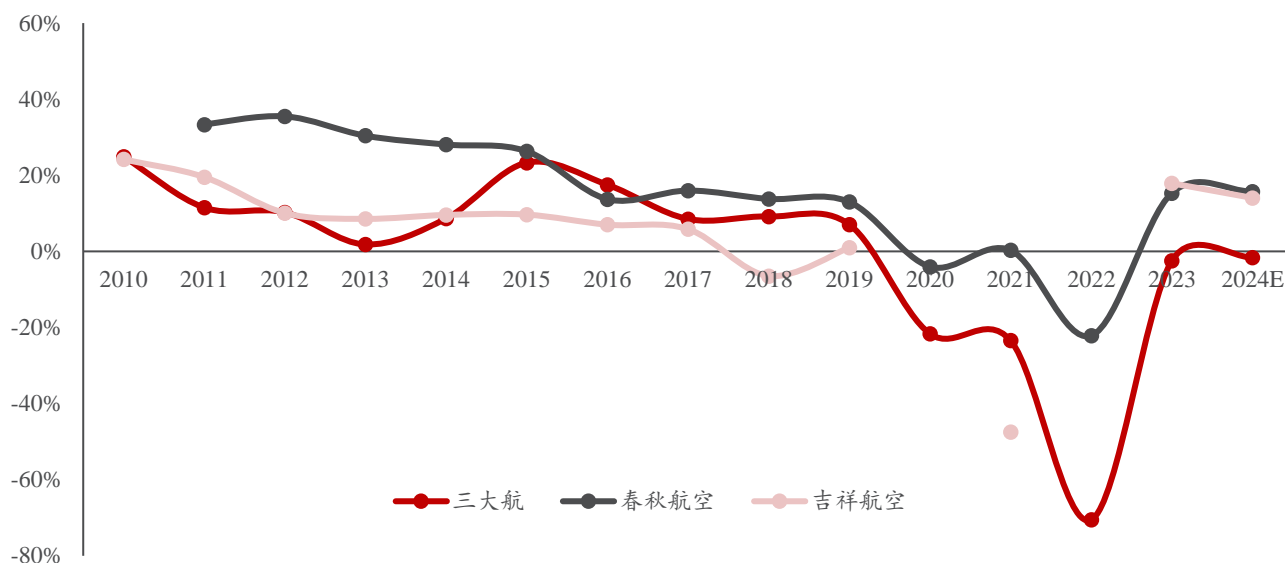
2023、2024 年为行业过渡之年，盈利拐点已现。经历了 2023、2024 两年的经营恢复期，行业整体供需已经恢复至公共卫生事件前水平以上（2024M1-9 行业供需分别为 2019 年同期的 111%/110%），飞机利用率修复至公共卫生事件前水平（2019 年同期的 90% 以上），收入端基本恢复正常。成本端，地缘冲突趋缓

油价回落，全球降息周期开启后航空作为重资产行业财务费用压力边际改善。当前航空板块还未回归到 2020 年以前的常态盈利，但考虑到 2019 年底以来全行业机队数累计增长超过 10% 产生潜在的供需扩张，压制板块盈利的任意一个因素（油价、国际线恢复水平、旅客价格接受能力等）的改善都将使得航空板块产生实质性的业绩提振。从净资产收益率来看，春秋、吉祥等民营航司在 2023 年和 2024Q1-3 率先转正，三大航回到盈亏平衡点附近，距离公共卫生事件前水平仍有一定差距，但盈利拐点已现。

图75：A 股上市航司归母净利润表现：航空板块自 2020 年以来持续亏损



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图76：航空板块净资产收益率拐点已现，春秋、吉祥净资产收益率已回到公共卫生事件前水平（%）


资料来源：iFind，各公司公告，民生证券研究院；注：1) 吉祥航空 2020、2022 年净资产收益率波动较大，2020 年、2021 年分别为-538%、-419%；2) 2024 年净资产收益率根据同花顺一致预期计算，分子端采用扣汇净利润。

板块业绩上行伴随盈利分化，民营航司业绩超公共卫生事件前水平，三大航改善空间较大。三大航在中国民航运力份额中占比近七成，对行业整体有一定代表性，1-3Q24 三大航同比扭亏，但仍未恢复到常态盈利：1-3Q24 三大航合计归母净利润 31.9 亿元（1-3Q19 为 152.1 亿元/1-3Q23 为-5.0 亿元），压制三大航盈利的因素总结为：1) 高油价：油价相对高位，3Q24 国内航空煤油出厂均价为 6287 元/吨，较 3Q19 上涨 29%；2) 非油运营成本上涨：公共卫生事件期间行业保障能力收缩，公共卫生事件后保障能力恢复慢于航空业恢复导致航材价格上涨、维修能力短缺、飞机租赁成本上涨，叠加整体机队利用率未完全恢复，三大航单位非油成本持续高于 2019 年同期；3) 收入端提价不畅：旅客价格敏感度较高，宽体机未完全转出到国际、高铁分流又造成供给相对过剩，航司在高票价和高旅客量之间选择，无法通过量价双升传导成本的增长，压制了三大航的盈利能力。

图77：三大航 1-3Q24 业绩表现拆分

单位：如未标明，均为亿元	中国国航					南方航空					东方航空				
	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23
营业收入	401	395	486	28.8%	6.0%	446	402	499	14.1%	4.6%	332	310	384	10.9%	6.3%
客运收入	368	363	447	28.1%	5.1%	377	340	437	9.9%	5.1%	307	287	355	11.2%	6.0%
ASK (亿)	862	856	964	30.2%	12.5%	895	857	993	8.4%	11.4%	732	711	799	13.7%	14.3%
客座率	79.5%	79.0%	81.0%	-1.2ppt	5.5ppt	83.0%	83.2%	85.5%	1.8ppt	5.3ppt	80.7%	81.8%	84.5%	2.1ppt	7.9ppt
RPK (亿)	686	677	780	28.3%	20.7%	743	713	849	10.7%	18.7%	590	581	675	16.6%	26.1%
客公里收益 (元)	0.54	0.54	0.57	-0.2%	-12.9%	0.51	0.48	0.51	-0.7%	-11.5%	0.52	0.49	0.53	-4.6%	-16.0%
营业成本	387	387	423			397	388	422	20%	7%	317	308	336	22%	11%
单位航油成本 (元)	0.16	0.16	0.15	20.5%	-2.9%	0.16	0.16	0.15	22.2%	-3.8%	0.16	0.16	0.15	22.2%	-4.4%
单位非油成本 (元)	0.29	0.30	0.29	11.1%	-0.7%	0.28	0.30	0.27	5.5%	-4.1%	0.270	0.273	0.268	0.5%	-1.5%
毛利	13	7	64			49	14	77			15	2	47		
毛利率	3.3%	1.8%	13.1%			10.9%	3.4%	15.4%			4.5%	0.8%	12.4%		
三费合计	47	46	40			42	45	39			36	39	33		
财务费用	17	17	10			15	18	9			14	16	10		
净汇兑损益	-3	-1	5			-3	-1	7			-3	-1	3		
利润总额	-19	-14	44			16	-14	48			-8	-20	29		
所得税费用	1	2	1			3	4	6			1	1	-0		
少数股东损益	-3	-4	2			5	2	10			-1	-2	3		
归母净利润	-16.7	-11.1	41.4			7.6	-19.8	31.9			-8.0	-19.7	26.3		
归母净利润率	-4.2%	-2.8%	8.5%			1.7%	-4.9%	6.4%			-2.4%	-6.3%	6.9%		
扣汇净利润	-13.9	-10.1	36.2			10.3	-18.5	26.1			-4.4	-19.0	22.8		

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：客运收入、汇兑损益等科目为测算值，或与实际数值存在差异。

民营航司盈利回归公共卫生事件前水平，受益成本控制、机队增长、票价提升多重因素。春秋 1-3Q24 归母净利 26.0 亿元（1-3Q19 为 17.2 亿元/1-3Q23 为 26.8 亿元），吉祥 1-3Q24 归母净利 12.7 亿元（1-3Q19 为 12.4 亿元/1-3Q23 为 11.3 亿元）。相比三大航以及行业整体，民营航司率先规模化盈利主要得益于：1）运力增长：机队规模较 2019 年有 20%以上的增长，2023 年出行恢复后增量运力得以释放；2）成本控制：民营航司机型一致性高管理成本低，以及在航班编排等生产经营中一贯重视成本节降，非油成本逆势下行；3）票价更加坚挺：民营航司机票价格带低于三大航，受益消费结构改变下的需求外溢，2024 年以来民营航司机票降幅更低。

图78：民营航司 1-3Q24 业绩表现拆分

单位：如未标明，均为亿元	春秋航空					吉祥航空					华夏航空				
	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23	1Q24	2Q24	3Q24	较3Q19	较3Q23
营业收入	52	47	61	38.2%	0.5%	57	52	65	32.2%	-0.2%	16	16	19	24.9%	18.7%
客运收入	50	46	59	38.8%	2.6%	55	51	63	31.6%	-0.9%	16	16	19	25.8%	22.0%
ASK (亿)	136	132	149	30.4%	9.6%	137	138	150	40.4%	13.4%	35	38	40	37.3%	25.7%
客座率	91.2%	91.4%	92.7%	0.7ppt	0.9ppt	85.5%	83.6%	85.7%	-1.2ppt	-0.6ppt	77.0%	78.6%	83.5%	0.7ppt	3.4ppt
RPK (亿)	124	120	138	31.4%	10.7%	117	115	128	38.5%	12.7%	27	30	34	38.4%	31.0%
客公里收益 (元)	0.41	0.38	0.43	5.7%	-7.3%	0.47	0.45	0.49	-4.9%	-12.1%	0.58	0.52	0.56	-9.1%	-6.8%
营业成本	43	41	45			47	45	52			16	16	17		
单位航油成本 (元)	0.12	0.12	0.11	17.2%	-3.4%	0.12	0.12	0.11	1.5%	-8.8%	0.14	0.14	0.13	-0.4%	-14.3%
单位非油成本 (元)	0.20	0.20	0.19	-1.5%	0.2%	0.22	0.21	0.23	-3.2%	-0.9%	0.30	0.28	0.29	7.9%	-0.8%
毛利	9.1	5.7	15.7			10.1	7.1	13.5			0.6	0.3	2.1		
毛利率	17.6%	12.0%	25.7%			17.6%	13.7%	20.7%			3.9%	1.8%	11.0%		
三费合计	1.7	1.8	2.2			6.8	6.8	6.2			2.9	2.9	2.0		
财务费用	0.5	0.6	0.8			3.6	3.9	2.8			1.7	1.6	0.5		
净汇兑损益	-0.1	-0.2	0.0			-0.4	-0.1	0.8			-0.3	-0.1	0.6		
利润总额	8.9	6.2	16.2			5.0	1.5	10.3			0.4	0.2	3.1		
所得税费用	0.8	0.7	3.8			1.2	0.4	2.5			0.1	0.1	0.3		
少数股东损益	0.0	0.0	0.0			-0.0	-0.0	-0.0			0.0	0.0	0.0		
归母净利润	8.1	5.5	12.4			3.7	1.2	7.8			0.2	0.0	2.8		
归母净利润率	15.7%	11.7%	20.4%			6.5%	2.3%	12.0%			1.5%	0.1%	14.4%		
扣汇净利润	8.2	5.7	12.4			4.0	1.3	7.2			0.5	0.0	2.2		

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：客运收入、汇兑损益等科目为测算值，或与实际数值存在差异。

盈利跨过拐点后，业绩实质性扭转需等待收入端和成本端改善。总结来看，三大航和民营航司的差异仅在于业绩修复的先后。我们认为，当前制约业绩改善的更多是慢变量，收入端需要期待政策发力后旅客价格接受能力提升，成本端油价震荡下行、航空保障能力恢复可期，但油价震荡可能是持续的。

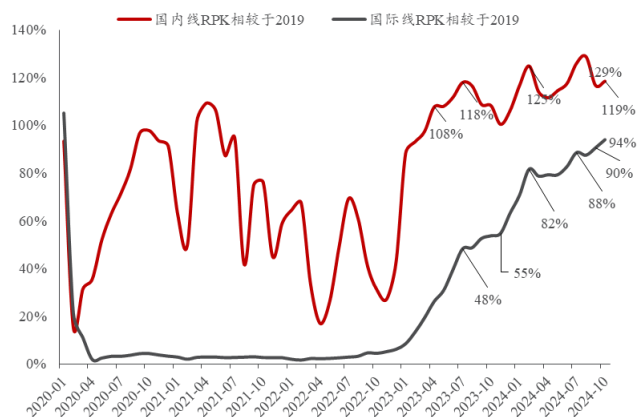
3.1.1 收入端：增长由内生需求驱动，旅客价格敏感度提升

内生需求增长存在，但价格敏感度提升。市场通常认为 2020-2022 年行业供需波动，是航空需求增长停滞的三年。虽然自 2023 年出行恢复后，国际线积压的需求转移是国内航空需求较 19 年增长的主因。但我们认为，航空内生需求是真实增长的，整体可归结为总量增长、但价格敏感度提升。2023 年行业票价水平不低，一方面有积压需求释放、行业供给未充分释放的原因，另一方面也要看到 2023 年与高票价同时存在的较低需求增量和较低客座率水平，一旦票价提升到较高水平，价格接受能力制约旅客出行量收缩。因此，尽管 2023 年行业保持较高的票价定价，量的收缩限制了收入增长。2024 年以来，行业的量价关系回归常态，弱复苏经济环境下，价格敏感的特征使得航司最好的收益管理策略是把票价维持在较低水平，换取旅客量、周转量的增量需求释放，体现为在较为充分的供给水平下依然有不低的客座率表现。

量的方面：需求释放较为充分的水平下，国内旅客量较 2019 年增长 15-20%，若考虑航距拉长则国内需求较 2019 年累计增长超过 20%。2024 年 1-10 月中国

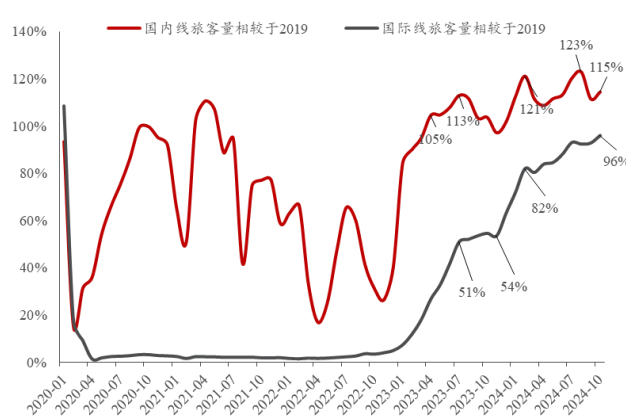
民航整体旅客量较 2019 年同期增长 11%，国内旅客量较 2019 年同期增长 15%；若考虑航距拉长则国内需求累计增长更多，整体旅客周转量较 2019 年同期增长 11%，国内旅客周转量较 2019 年同期增长 19%。

图79：行业旅客周转量较 2019 年同期累计增长水平



资料来源：中国民航局，民生证券研究院

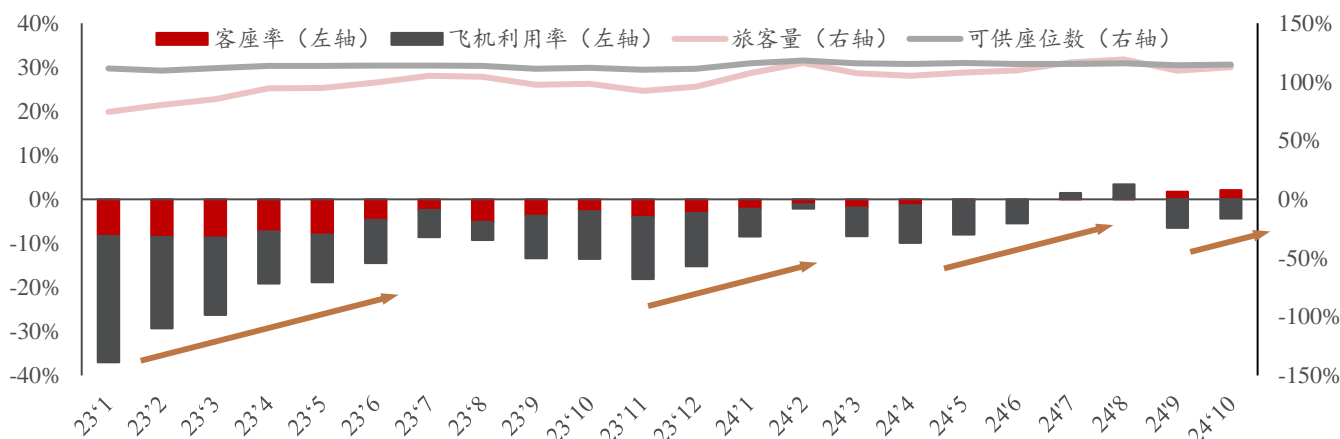
图80：行业旅客量较 2019 年同期累计增长水平



资料来源：中国民航局，民生证券研究院

体现在客座率，国内线客座率连续数月高于 2019 年同期水平，虽然表观数据较难反映真实供需关系，但量的释放确实推动供需同步扩张，利用率和客座率双高。一般认为，客座率反映了行业供需关系，尽管 2023 年表观客座率改善，较 2019 年同期降幅在收窄，但利用率较 2019 年同期差距较大，行业潜在供给未充分释放，表观客座率较难反映实际供需关系。2024 年以来供需扩张，表观客座率维持在较高水平，利用率较 2019 年同期的降幅也在收窄，反映真实供需关系的改善。

图81：2023 年至今月度旅客量、座位数相较 2019 年同期水平以及客座率、飞机利用率较 2019 年同期的变动

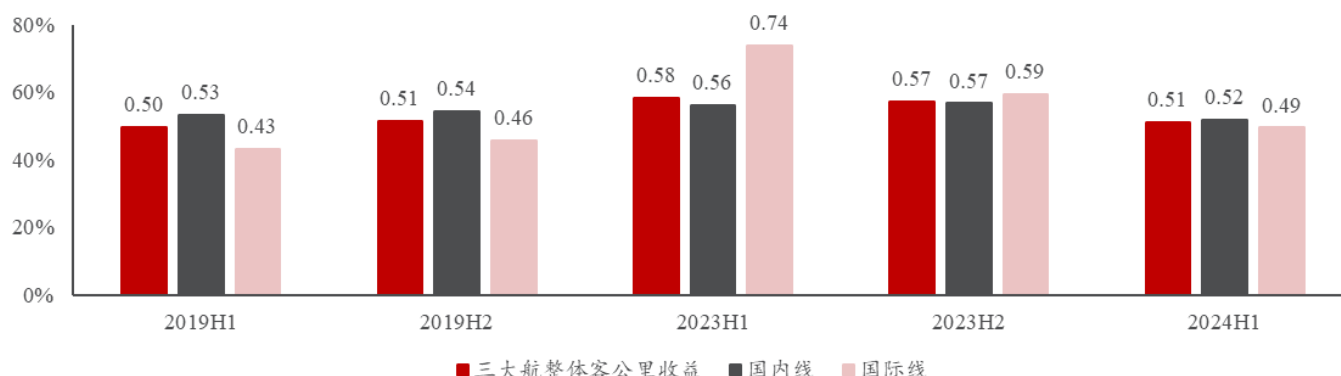


资料来源：iFinD，中国民航局，民生证券研究院

体现在票价，客座率提升而票价下降，部分在于行业供给未充分释放，也有航空公司主动降价以适应旅客的价格敏感度的原因，需要等待旅客价格接受能力改善。

2023 年国内、国际票价双高，1H23、2H23 三大航国内客公里收益同比 2019 年同期提升 5.5%、4.3%，国际客公里收益同比 2019 年同期提升 71%、30%。2024 年以来行业放低票价以适应旅客的价格接受度，同时加大运力投放承接需求释放，1H24 国内、国际客公里收益分别较 2019 年同期下降 2.8%、上涨 14.7%，国内扣除燃油成本收益水平已低于 2019 年水平。短期内航空公司在淡季降价换取需求充分释放的行为或将持续，只有当旅客价格接受能力提升后，航空公司在定价时才能将需求的增长体现在票价提升上，静待居民收入预期改善。

图82：三大航国内航线客公里收益先升后降、国际航线客公里收益回落

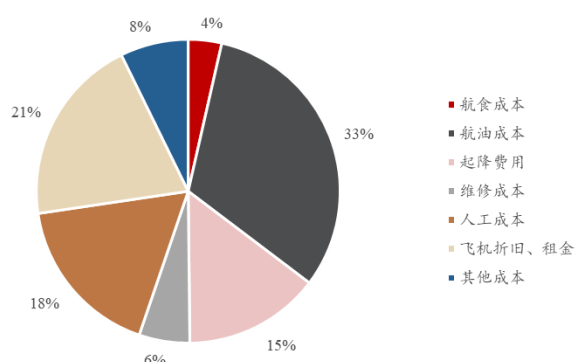


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1.2 成本端：边际改善，但仍为盈利拖累项

成本高企是拖累航空公司盈利的主因，燃油价格高企、非油成本抬升呈现改善迹象。2019 年中国航空公司成本项中，航空燃油成本占比约 30%，是占比最大的单项成本，作为变动成本一方面与运行体量相关，另一方面全球油价上涨推高了单位运力的成本。2023 年底以来国际油价回落，2024 年下半年平均出厂价约 5977 元/吨，同比-14%，较 2019 年同期仍有 21%涨幅。当前高油价正在缓解，考虑到航油出厂价在 5000 元/吨以上时燃油附加费对油价上涨的成本有一定覆盖，油价回落的利润释放部分被燃油附加费下降替代，若国内航油出厂价在当前位置继续下降，对航空公司的增量利润贡献会更加明显。

图83：中国国航 2019 年营业成本结构



资料来源：中国国航公告，民生证券研究院

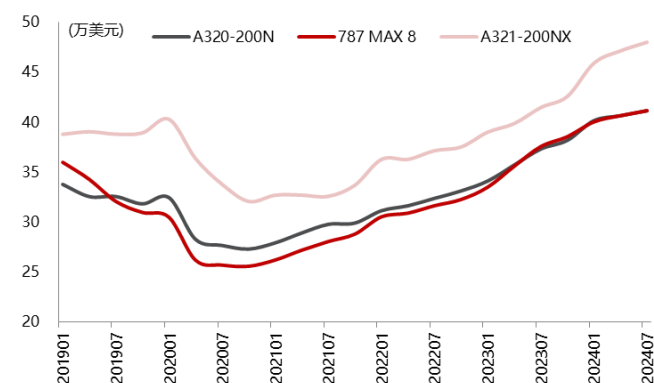
图84：23Q4 以来航空煤油出厂价持续回落



资料来源：iFind，民生证券研究院

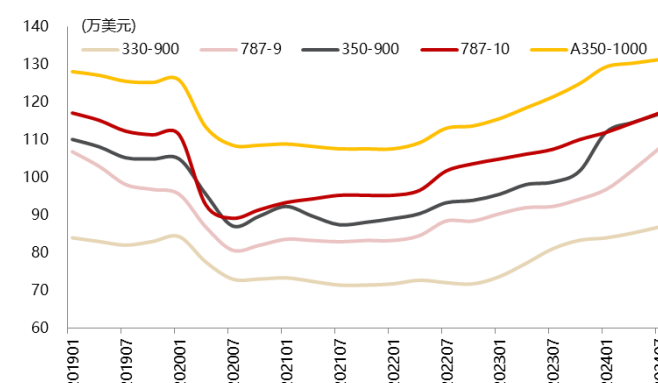
飞机供应链紊乱显著推高了行业运行成本。737MAX 飞机暂缓生产，以及持续多年的航空需求收缩使得航空供应链严重受损：1) 2019 年 737MAX 因空难被全球停飞正值波音公司 737 机型交付量提升时期，需求的骤然下行使得波音及其 OEM 零部件供应商收入大幅下行；2) 2020 年后出于公共卫生安全考虑各国加大了人员流动管理，飞机利用率下行造成了飞机养护维修需求下降，行业大幅亏损造成的资金链紧张传导至飞机制造供应链则体现为订单收缩、交付推迟，飞机制造供应链在过去几年中遭遇重创。2023 年以来随着航空业需求复苏，各国航司飞机交付需求恢复，而飞机供应链则受到原材料、人工短缺以及各链条磨合的制约，恢复至公共卫生事件前水平尚需时日。飞机交付的供需错配在二手飞机租赁市场价格上体现明显，IBA 数据显示，2024 年以来窄体机租金较 2019 年同期上涨近 30%，宽体机租金也较 2019 年同期上浮了 10%左右。此外，与飞机制造一体两面的飞机维修能力也同样受到制约，一方面面临航材不同程度的涨价，另一方面劳动力的短缺也制约了其维修能力扩张，需求和供给之间的一起一落进一步推高了行业运行成本。

图85：主要窄体机型月租金显著高于公共卫生事件前水平



资料来源：IBA，民生证券研究院

图86：主要宽体机型月租金显著高于公共卫生事件前水平



资料来源：IBA，民生证券研究院

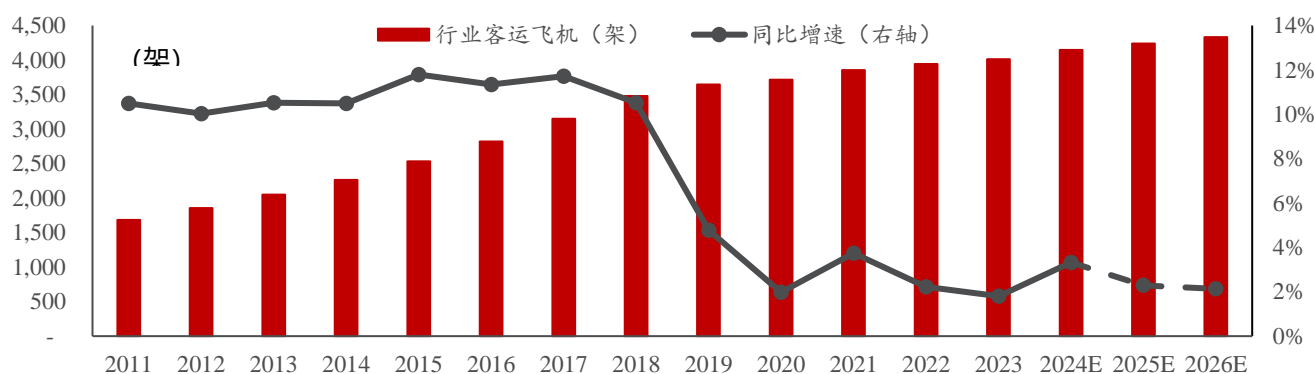
3.2 多重因素叠加，布局预期扭转之时

3.2.1 供给降速，供需关系扭转渐行渐近

主要制造商的飞机交付能力下滑。飞机制造供应链的混乱在主机厂交付能力上体现明显，尽管主要制造商交付能力自 2020 年以来稳步提升，但较 2019 年同期仍有较大差距，特别是波音受到舱门脱落、员工罢工以及新机型适航认证不顺利的影响，交付能力较 2019 年差距更加明显，空客则受到普惠齿轮传动发动机制造缺陷的影响，生产能力也受到干扰。在交付能力没有回归的背景下，两家制造商的存量订单也来到了历史高位，这意味着新下订单距离交付需要更长时间的消化。

上游制造商产能紧张对中国民航供给的影响：行业机队增速下降、三大航实际引进进度慢于计划。2020 年以来中国民航客机增速出现明显下滑，可以归因为两个阶段：1) 2020-2022 年：国际线停航、旅客需求下滑拖累飞机利用率，行业亏损潮使得制造商和航司共同推后了飞机交付；2) 2023 年至今：尽管飞机引进需求恢复，但制造商交付能力恢复需要更长时间，有限的飞机引进在填补退役飞机缺口后，净新增飞机数量有限。

图87：中国民航全行业客机数量及增速



资料来源：中国民航局，民生证券研究院

体现在各家航司的静态运力增速上，供给增速下降亦明显。2023 年三大航飞机引进速度明显放缓，国航/东航/南航飞机净增速分别为 1.2%/0.9%/1.6%。根据三大航最新公告，2024-2026 年飞机净增速约在 3-4%附近，增速上国航快于东航、南航。从实际交付情况看，我们认为飞机制造供应链问题可能使得实际落实的引进数量低于计划数：2024 年前 10 个月，国航/东航/南航净增飞机 20/12/12 架，相较于 2023 年报和 2024 半年报制定的 33/38/40 架净增数量完成率较低。

图88：三大航飞机引进计划以及 2024 年飞机净增数量较计划完成进度

飞机净增计划数（架）	2019	2023	2024计划	2025计划	2026计划	计划完成进度
中国国航	831	905	938	973	1037	<div><div></div></div> 61%
飞机数量同比增速		1.2%	3.6%	3.7%	6.6%	
飞机数量为2019年底		109%	113%	117%	125%	
中国东航	723	782	820	839	868	<div><div></div></div> 32%
飞机数量同比增速		0.9%	4.9%	2.3%	3.5%	
飞机数量为2019年底		108%	113%	116%	120%	
南方航空	862	908	948	965	975	<div><div></div></div> 30%
飞机数量同比增速		1.6%	4.4%	1.8%	1.0%	
飞机数量为2019年底		105%	110%	112%	113%	

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；注：2024-2026 年引进计划参考最新公告计划，2024 年计划完成进度使用 1-10 月三大航实际净增飞机数。

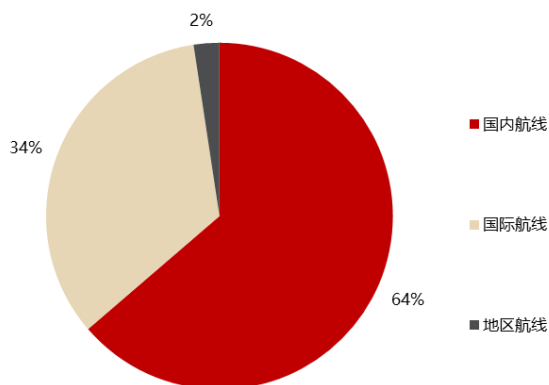
国际线仍有恢复空间，有望改善国内供需关系。国际航线公共卫生事件前在三大航运力占比超过 30%，1H24 以航班量计国际线运力恢复到了 2019 年约 77.2%，由于北美航线恢复远远落后于整体，按照周转量计算的运力恢复空间更大。

分区域来看，国际线运力恢复缓慢是全面性的，不止局限于北美：运力投放较多的短途航线如日韩、东南亚虽然航班量投放已具规模，但由于公共卫生事件前基数较高，因此恢复度并未明显领先于行业；北美航线则受到地缘政治和航权谈判等影响，供给持续位于低位，按照 2024 年 2 月美国交通部最新的航权要求，中国航司当前航班恢复度不足 30%，北美航线的长航距特征拖慢了国际线恢复进度；欧洲、中东航线部分区域市场恢复度接近甚至超过公共卫生事件前水平，如意大利、英国和阿联酋，但是在国际运力中的占比不够突出，因而难以显著消化运力。

当前国际线恢复瓶颈在于：1）北美航权未见进一步释放阻碍运力恢复；2）东北亚、东南亚等主要国际目的地的需求仍待回暖。

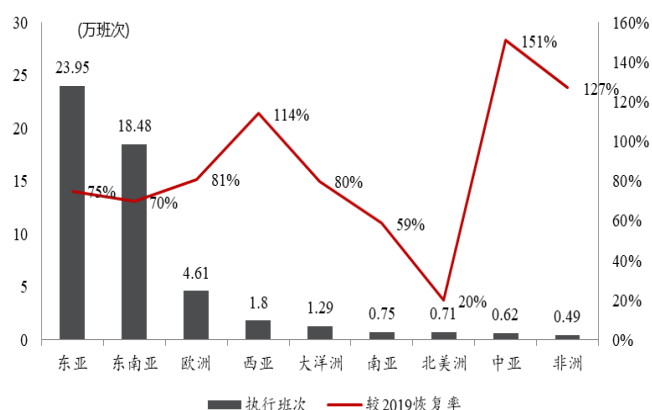
从边际变化的角度看，2024 年 2 月美国交通部宣布增加中美直航航班数量，中美航司可执飞航班由此前的每周 70 班增至 100 班（公共卫生事件前约 350 班/周），2024 年 10 月加拿大交通部也进一步释放航权。我们认为，北美航线为代表的长航线航班限制取消是方向性的，而国际线整体的恢复也需要等待中短途航线需求复苏，这部分需求与国内消费能力复苏、民航国内量价表现更加相关。因此，国际线方面 2025 年需要关注中美增班等事件性投资机会，中长期消费复苏助推短途航线航班数量提升，亦有助于国内供需关系改善。

图89：2019 年三大航 ASK 运力分布



资料来源：iFinD，民生证券研究院

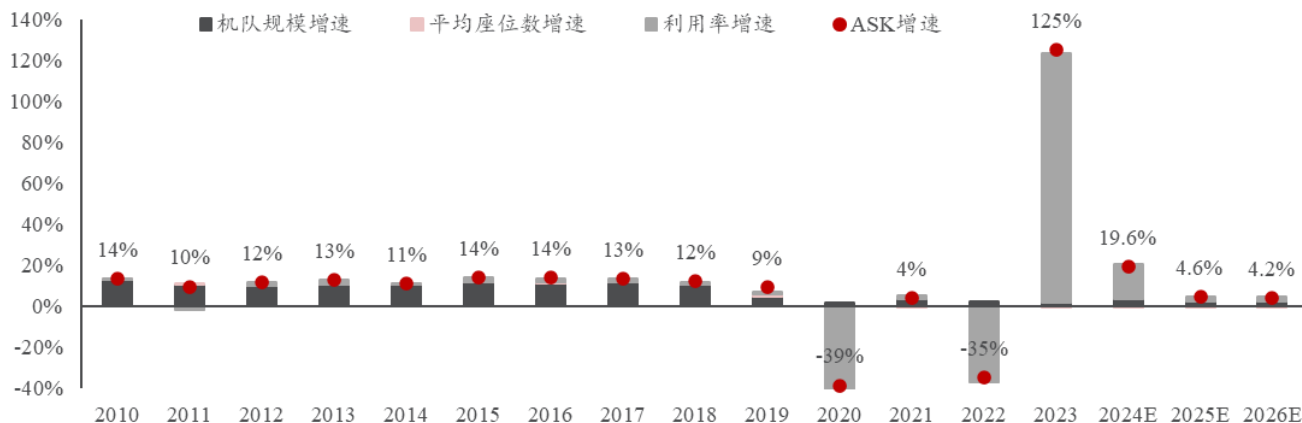
图90：1-3Q24 分区域航班架次及同比 2019 年情况



资料来源：飞友科技，民生证券研究院

我们预计受到供给降速影响，中国航司整体供需差将每年收窄 2pcts 以上，考虑国际线恢复，2025-2026 国内供需关系将实质性超过 2019 年。我们预计 2025、2026 年全行业（国内（不含港澳台）、港澳台及国际）供给增速将落在 4-5%，由于主要制造商的飞机交付能力下滑，叠加老旧飞机淘汰，机队净增长贡献约 3%增速；国际航线仍有恢复空间，假设飞机利用率年均提升约 2%，我们预计主要制造商交付机型以座位数较少的 A320、B737 为主，行业飞机平均座位数将下降 0.5%。当前窄体机利用率已接近 2019 年水平，缺口主要体现在宽体机，国际线恢复，尤其是欧美长航线的恢复，一方面将提振宽体机利用率，另一方面将逐步将近两年投放在国内的宽体机运力转移至国际航线，有助于改善国内供需关系。因此，航空国内供需差的收窄速度将高于 2pcts，国内航线的实际供需关系或将在 2025 年下半年呈现出较公共卫生事件前更紧俏的迹象，实际表现亦取决于国内需求的增速。

图91：中国民航全行业客机数量及增速

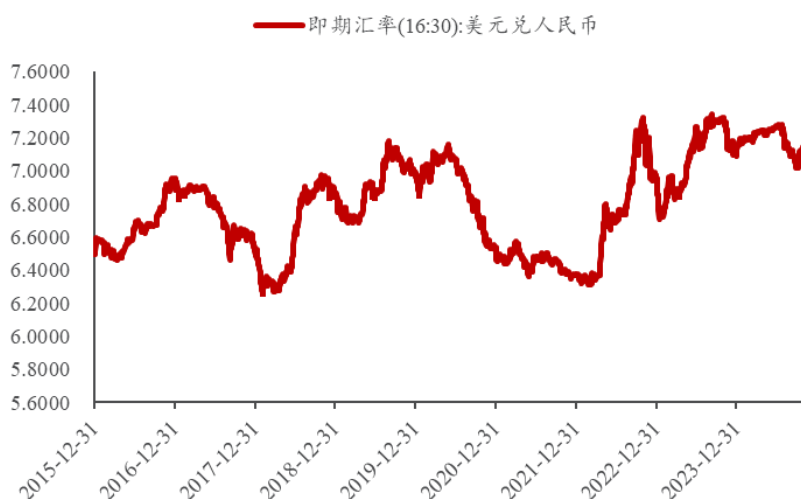


资料来源：iFinD，中国民航局，从统计看民航，民生证券研究院预测

3.2.2 油价汇率回归常态，提升行业盈利中枢

当前位置应该积极看待油价、汇率对板块的影响。持续高位的油价和贬值中的人民币汇率助推了过去三年航空板块的亏损，当前时点的油价和汇率均处于历史较高的位置，而造成其偏离的因素中，地缘冲突缓解、美联储降息以及对国内经济预期在 2025 年均存在一定预期差，改善的机遇大于进一步下行的风险。在利润影响度上，虽然汇率对航司利润的影响小于油价，但是汇率变化一旦确认方向其变动具备持续性，对航司单季度业绩的影响或是显著的，且由于汇率反复波动，造成市场会多次交易其方向变化，因此汇率端需保持对美联储降息节奏、国内财政货币政策推出节奏的关注；油价方面，当前国际油价更多反映产油国增产预期，OPEC 成员国增产预期一旦强化，我们认为亦将对板块投资情绪形成催化。

图92：美元兑人民币即期离岸汇率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 11 月 7 日

3.2.3 需求预期扭转，航空盈利弹性可期

重视航空板块的利润空间。在航空股的定价因素中，预期比现实更重要，股价更多反映市场最乐观的投资者对航空股的看法，在股价判断上，我们认为建立对航空公司利润空间的认知比过往业绩更重要。

3.3 投资建议

重视航空板块业绩反转和估值抬升的投资机会，关注经济刺激政策力度和节奏、原油增产节奏以及汇率端变化。我们认为虽然航空公司的盈利修复是过程性的、持续性的，但在经济预期扭转的背景下航空板块具备内需提振、供给受限、油汇改

善多重逻辑加持,板块投资价值凸显。在标的选择方面,由于股价更多由最乐观的投资者决定,因此 2025 年需要提前关注大型航司(业绩提升空间大)的利润空间;而民营航司过去两年盈利恢复较为充分,但估值仍有提升空间,在板块投资情绪提振的情况下,其投资机会或更多来自阶段性的估值抬升。建议关注利润空间更大的【中国国航 H】、【中国东航 H】、【南方航空 H】,以及估值仍有提升空间的【吉祥航空】、【春秋航空】、【华夏航空】。

4 港口板块：防守中兼具进攻属性，高分红可持续性 强

4.1 资源整合持续推进，港口企业有望实现高质量发展

港口整合政策落地，有效缓解同质化竞争。我国港口行业发展已进入第三阶段，同区域内的港口建设重复投入和同质化竞争已严重影响区域内港口整体效益，国家和各地方政府相继出台鼓励港口资源整合的政策。

图93：港口资源整合相关政策

时间	印发单位	相关文件
2009年	福建省政府	《福建省港口体制一体化整合方案》
2014年	交通运输部	《交通运输部关于推进港口转型升级的指导意见》
2016年	海南省政府	《海南省港口资源整合方案》
2017年	江苏省政府	《江苏省沿江沿海港口布局规划(2015-2030年)》
2017年	交通运输部	《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案(2017-2020年)》
2017年	天津市政府、河北省政府	《加快推进津冀港口协同发展工作方案(2017-2020年)》

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，中国港口协会，民生证券研究院

各省持续推动港口资源整合，结合当地需求确立整合模式。2015年起，国内各港口陆续开展整合工作，近年区域内港口整合持续加速推进。

1)浙江省：2015年，宁波港与舟山港进行整合，成立了宁波舟山港集团有限公司，正式拉开港口整合的序幕，并在成立浙江省港集团后，完成了省内沿海五港和义乌陆港的全面整合。

2)辽宁省：2017年，辽宁省政府与招商局集团签署港口合作框架协议，确立以招商局主导，通过市场化方式运作辽宁港口，并根据各港口企业的发展状况提出三种整合模式。

3)江苏省：2017年，江苏成立江苏省港口集团有限公司进行区域一体化和专业化经营，持续推进生产经营体系改革。

4)河北省：2017年，天津市政府和河北省政府联合印发相应的港口整合文件，并于2022年重组成立河北港口集团，直接控制和间接控制秦皇岛港、唐山港、曹妃甸港及黄骅港。

5)山东省：2018年，山东省开始进行初步港口整合，并于2019年成立山东省港口集团，形成“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局。

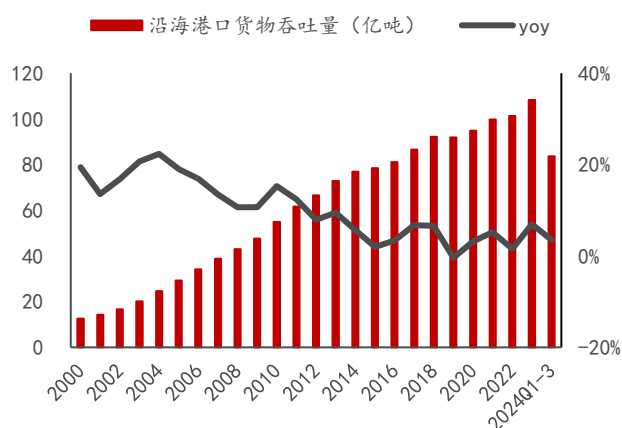
图94：各省港口资源整合方案

地区	措施
浙江省	2015年，宁波港与舟山港进行整合，成立了宁波舟山港集团有限公司，并在成立浙江省港集团后，完成了省内沿海五港和义乌陆港的全面整合。
辽宁省	2017年，辽宁省政府与招商局集团签署港口合作框架协议，确立以招商局主导，通过市场化方式运作辽宁港口，并根据各港口企业的发展状况提出三种整合模式。
江苏省	2017年，江苏成立江苏省港口集团有限公司进行区域一体化和专业化经营，持续推进生产经营体系改革。
河北省	2017年，天津市政府和河北省政府联合印发相应的港口整合文件，并于2022年重组成立河北港口集团，直接控制和间接控制秦皇岛港、唐山港、曹妃甸港及黄骅港。
山东省	2018年，山东省开始进行初步港口整合，并于2019年成立山东省港口集团，形成“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局。

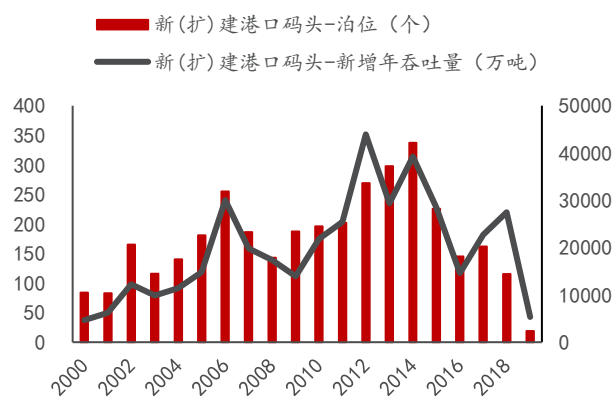
资料来源：中国港口协会，民生证券研究院

分阶段看：

1) 2000-2007 年，实现快速发展，国内港口行业起步正当时：2001 年我国正式加入 WTO 后，外贸进出口需求快速增长，我国沿海港口货物吞吐量实现快速增长，货物吞吐量自 2000 年的 12.56 亿吨，快速提升至 2007 年的 38.82 亿吨，8 年 CAGR 达 17.49%。国内港口产能也以较快速度扩张，2000-2007 年间共计新增码头泊位 1210 个，共计新增 10.92 亿吨的货物吞吐能力。

图95：2000-2024Q1-3 沿海港口货物吞吐量(亿吨)及同比


资料来源：iFinD，国家交通部，民生证券研究院

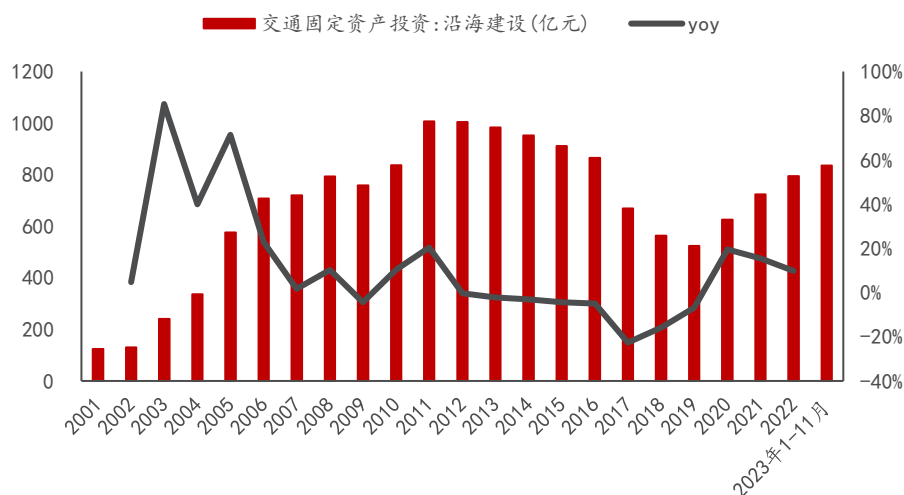
图96：2000-2019 年港口行业新增产能情况


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2) 2008-2016 年，货物吞吐量增速放缓，产能过剩，竞争加剧引发港口费率承压：2008 年全球金融危机后，外贸需求下行，国内港口货物吞吐量增速出现明显下滑，2008-2016 年，9 年的 CAGR 为 8.27%，较发展初期出现较大幅滑落。但同期沿海建设投资持续加速，2011 年全国沿海建设投资额达 1007 亿元，同比

增长 20.33%，并在 2012-2016 年间维持高水平建设投入。2008-2016 年间共计新增码头泊位 2003 个，共计新增 23.43 亿吨的货物吞吐能力。新增产能与需求逐步脱钩，最终引发产能过剩。并且地区相近的港口由于辐射的经济腹地产业结构相近，对货种的需求相同，导致临近港口的建设重复投入和同质化竞争问题愈加突出。港口行业竞争持续加剧，最终形成以价换量的局面，港口费率承压。

图97：2001-2023 年 11 月 沿海建设投资额（亿元）及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3) 2017 年至今，各省港口整合持续推进，有望为港口行业发展带来新增量：

同区域内的港口建设重复投入和同质化竞争已严重影响区域内港口整体效益，国家和各地方政府相继出台鼓励港口资源整合的政策。2014 年交通运输部在《交通运输部关于推进港口转型升级的指导意见》中初步明确港口资源需要进行优化配置，并引导区域内港口协同发展；2017 年交通运输部在《深入推进水运供给侧结构性改革行动方案》中进一步明确要制定推进区域港口一体化发展的措施，促进区域港口资源整合。

4.2 吞吐量：港口货物、集装箱吞吐量稳步增长

2024Q1-3 我国港口吞吐量稳步增长，全国港口完成货物吞吐量 129.71 亿吨，同比增长 3.4%；完成集装箱吞吐量 2.49 亿 TEU，同比增长 7.7%。

国内沿海港口建设重点围绕煤炭、集装箱、铁矿石、原油等货种进行，

分货种看：

煤炭吞吐量：2024Q1-3 煤炭吞吐量受进口煤炭价格优势影响，我国主要港口企业累计完成煤炭吞吐量 9.75 亿吨，同比下降 1.9%，其中累计完成外贸煤炭吞

吐量 1.49 亿吨，同比增长 14.5%。

铁矿石吞吐量：2024 年 Q1-3 钢材出口需求和补库需求带动铁矿石吞吐量增长，主要港口企业累计完成铁矿石吞吐量 12.92 亿吨，同比增长 3.8%，其中累计完成外贸铁矿石吞吐量 8.85 亿吨，同比增长 4.9%。

集装箱吞吐量：2024Q1-3 集装箱业务维持较高景气度，主要港口企业累计完成集装箱吞吐量 2.22 亿 TEU，同比增长 8.0%，其中累计完成外贸集装箱吞吐量 1.10 亿 TEU，同比增长 7.6%。

原油吞吐量：2024Q1-3 炼厂开工率或处于相对低位，主要港口企业累计完成原油吞吐量 3.46 亿吨，同比下降 2.1%，其中累计完成外贸原油吞吐量 2.82 亿吨，同比增长 0.1%。

图98：2024 年前三季度我国主要港口企业吞吐量和外贸吞吐量（亿吨、亿 TEU）

单位：亿吨，亿TEU	2024Q1-3主要港口企业吞吐量	yoy	其中：2024Q1-3外贸吞吐量	yoy
煤炭	9.75	-1.9%	1.49	14.5%
铁矿石	12.92	3.8%	8.85	4.9%
集装箱	2.22	8.0%	1.10	7.6%
原油	3.46	-2.1%	2.82	0.1%

资料来源：中国港口协会，民生证券研究院

分公司看：

各地区主要港口上市公司吞吐量均实现稳健增长，港口企业基本盘稳固，经营韧性凸显。

货物吞吐量稳步增长，1H24 上港集团、宁波港、秦港股份、唐山港、天津港、青岛港、日照港、招商港口完成货物吞吐量 2.93、5.74、2.02、2.28、3.54、2.31、6.4 亿吨，同比增长 6.2%、2.5%、2.9%、1.8%、1.8%、6.7%、7.6%、1%。

集装箱吞吐量实现较快速增长，1H24 上港集团、宁波港、天津港、青岛港、招商港口完成集装箱吞吐量 0.26、0.23、0.1、0.16、0.96 亿 TEU，同比增长 7.5%、7.8%、1.6%、9.0%、10%。

图99：1H24 各地区港口公司货物、集装箱吞吐量（亿吨、亿 TEU）及同比

地区/公司	1H24货物、集装箱吞吐量（亿吨、亿TEU）	yoy
长三角地区		
上海市		
上港集团	货物吞吐量2.93亿吨 集装箱吞吐量0.26亿TEU	6.2% 7.5%
浙江省		
宁波港	货物吞吐量5.74亿吨 集装箱吞吐量0.23亿TEU	2.5% 7.8%
环渤海地区		
河北省		
秦港股份	货物吞吐量2.02亿吨	2.9%
唐山港	货物吞吐量1.19亿吨	1.8%
天津市		
天津港	货物吞吐量2.28亿吨 集装箱吞吐量0.10亿TEU	1.8% 1.6%
山东省		
青岛港	货物吞吐量3.54亿吨 集装箱吞吐量0.16亿TEU	6.7% 9.0%
日照港	货物吞吐量2.31亿吨	7.6%
国内及海外综合		
招商港口	集装箱吞吐量0.96亿TEU 货物吞吐量6.4亿吨	10.0% 1.0%

资料来源：各港口上市公司 1H24 财报，民生证券研究院

4.3 经营状况：营收增长韧性较强，分红比例逐步提升

行业增长韧性较强，2024Q1-3 港口行业上市公司合计实现营业收入 1545 亿元，同比增长 3.1%；2024Q3 实现营业收入 510.5 亿元，同比下滑 2.2%，剔除业绩短期承压的上港集团和 ST 锦港，2024Q3 港口行业营收同比增长 2.8%。

2024Q1-3 行业上市公司合计实现归母净利润 303.6 亿元，同比下滑 1.9%；2024Q3 实现归母净利润 96.5 亿元，同比下滑 13.1%，剔除业绩短期承压的上港集团和出现较大幅度亏损的 ST 锦港，2024Q3 港口行业归母净利润同比增长 2.1%。

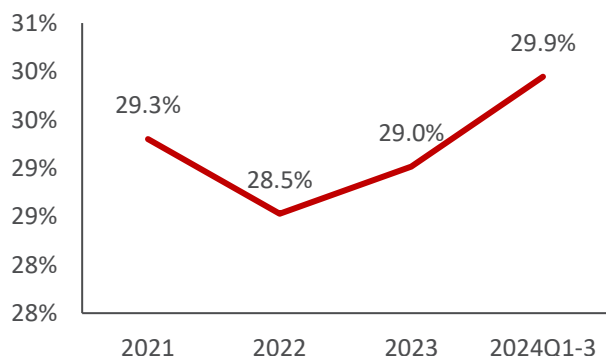
分公司看，2024Q1-3 营收增速前三的港口上市公司为连云港、宁波港、天津港，同比增长 17.5%、13.5%、8.6%；归母净利润增速前三企业分别为盐田港、招商港口、连云港，同比增速为 100.7%、18.6%、8.5%。24Q1-3 盐田港归母净利润增速较快主要受公司合并盐港运营公司后产生非经常性损益的影响。

图100：24Q1-3 港口上市企业营收、归母净利润（亿元）及同比

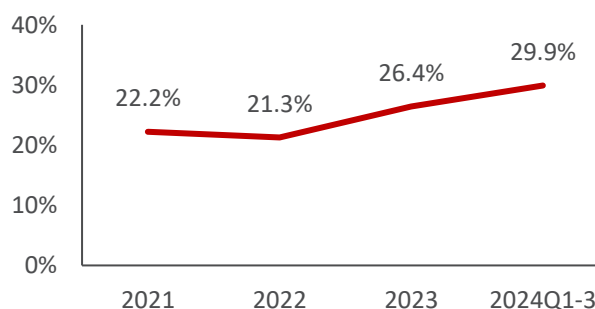
单位：(亿元)	24Q1-3营收	YOY(%)	24Q1-3归母净利润	YOY(%)
日照港	62.8	3.8%	6.4	-6.7%
上港集团	290.3	5.8%	118.1	4.0%
重庆港	34.6	-15.4%	0.7	7.1%
天津港	89.8	8.6%	8.9	-3.6%
唐山港	42.8	-3.7%	15.8	-2.0%
连云港	19.4	17.5%	1.4	8.5%
宁波港	218.1	13.5%	41.1	2.0%
广州港	99.6	2.6%	8.2	-7.1%
青岛港	139.8	2.3%	39.3	3.8%
秦港股份	50.7	-5.5%	13.4	3.6%
辽港股份	79.5	-8.0%	9.5	-12.0%
盐田港	6.1	-9.5%	10.0	100.7%
珠海港	40.3	-0.6%	2.4	4.8%
北部湾港	49.0	0.1%	9.2	8.1%
厦门港务	179.9	5.7%	1.9	-13.9%
招商港口	121.7	3.5%	37.4	18.6%
南京港	7.3	7.3%	1.2	7.9%
行业整体	1,545.0	3.1%	303.6	-1.9%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

行业毛利水平相对稳定，净利率水平显著提升。2021-2024Q1-3 港口行业毛利率相对稳定，2024Q1-3 行业毛利率小幅上升至 29.9%；2021-2024Q1-3 剔除 ST 锦港后的行业净利率显著提升，2024Q1-3 行业净利率达 29.9%。

图101：21-24Q1-3 港口行业毛利率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图102：21-24Q1-3 港口行业净利率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：该行业净利率剔除 ST 锦港

分红比例呈增长态势，2021-2023 年港口行业上市公司现金分红比例分别为 29.9%、31.3%、35.0%；2023 年行业分红比例同比增加 3.8pct。其中唐山港和盐田港分红比例超 60%，分别为 61.6%和 70.4%。再投资需求降低背景下，港口行业现金分红比例仍有提升空间。

图103：21-23 年港口上市企业现金分红情况及 23 年同比变化

单位%	2021年现金分红比例	2022年现金分红比例	2023年现金分红比例	同比变化
日照港	16.7%	19.5%	31.2%	11.7pct
上港集团	30.1%	18.9%	30.3%	11.4pct
重庆港	35.3%	33.3%	8.5%	-24.8pct
天津港	30.0%	30.1%	30.1%	0.0pct
唐山港	56.7%	70.1%	61.6%	-8.6pct
连云港	34.1%	39.0%	32.9%	-6.1pct
宁波港	32.8%	40.1%	37.9%	-2.2pct
广州港	31.1%	30.0%	30.1%	0.0pct
青岛港	42.0%	38.6%	38.6%	0.0pct
秦港股份	30.1%	30.3%	30.3%	0.0pct
辽港股份	33.8%	32.6%	34.1%	1.5pct
盐田港	14.6%	22.5%	70.4%	47.9pct
珠海港	24.8%	21.0%	3.9%	-17.1pct
北部湾港	31.7%	29.5%	39.5%	10.0pct
厦门港务	14.4%	18.1%	32.0%	13.9pct
招商港口	30.8%	33.7%	40.6%	6.9pct
南京港	17.9%	23.9%	30.1%	6.2pct
行业平均	29.9%	31.3%	35.0%	3.8pct

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.4 投资建议

港口行业防守中兼具进攻属性，营收增长韧性较强，高分红具备可持续性。随港口资源整合持续推进，同质化竞争进一步趋缓，港口企业装卸堆存费率中枢有望上行，分红比例或进一步提升。基于 2025 年国内外利率环境持续偏宽松的预期，建议关注现金流优、股息高、资产核心且高壁垒的港口公司【招商港口】、【唐山港】、【青岛港】。

5 风险提示

1) 油价上行风险。油价上行将导致运输环节燃油成本增加，或对提供运输服务的企业的经营成本产生一定影响。

2) 汇率波动风险。近年来，人民币对外币汇率双向波动趋势明显。若物流板块企业提供跨境运输服务时以外币进行结算，当汇率出现较大幅度波动时，汇兑损益可能会对业绩造成影响。

3) 全球经济下行风险。若全球经济下行，货物运输需求降低或对港口吞吐量 and 物流服务商经营产生一定影响；经济下行或引发民众出行意愿降低，进而影响航空客运价量。

4) 国内宏观经济不及预期。航空和物流企业业务与国内宏观经济环境密切相关，若国内宏观经济不及预期，或造成国内有效需求不足，或对公司经营产生一定影响。

5) 海外贸易政策变化。跨境物流企业受海外贸易政策影响较大，若海外贸易政策趋紧，我国对外开放水平收紧，或对跨境物流企业的业务开展产生一定影响。

插图目录

图 1: 申万一级行业年初至今涨跌幅.....	3
图 2: 18-24 年 1-9 月中国从澳洲进口煤炭 (万吨)	5
图 3: :18-24 年 1-9 月中国从澳洲进口牛肉 (万吨)	5
图 4: 18-24 年 1-10 月中国出口欧洲金额 (亿美元) 及同比.....	6
图 5: 18-24 年 1-10 月中国进出口欧洲金额 (亿美元) 及同比.....	6
图 6: 18-24 年 Q1-3 我国进口、出口、进出口规模 (亿元)	7
图 7: :19-24 年 Q1-3 我国进口、出口、进出口规模同比	7
图 8: 嘉友国际在国内布局仓储总览.....	7
图 9: 嘉友国际蒙古国仓储布局	8
图 10: 国际多式联运业务模式.....	8
图 11: 大宗矿产品物流业务模式.....	8
图 12: 2023 年中国焦煤进口结构	9
图 13: 蒙古国炼焦煤进口量 (万吨) 及同比.....	9
图 14: 嘉友国际在非洲资产布局.....	9
图 15: 招商港口海外资产	10
图 16: 招商港口全球港口布局.....	11
图 17: 京唐港区地理位置	12
图 18: 唐山港经济腹地及集疏运通道示意图.....	13
图 19: 10-24Q1-3 唐山港吞吐量 (亿吨) 及同比.....	14
图 20: 唐山港分货种吞吐量 (亿吨) 及同比.....	14
图 21: 唐山港分红比例及股息率 (%)	14
图 22: 唐山港经营活动现金流入 (亿元)	14
图 23: 快递、电商行业重大政策.....	15
图 24: 2015-2023 年全国网上零售额.....	16
图 25: 2018-2028E 中国内地电商零售市场的市场规模 (亿美元)	16
图 26: 2018-2028E 中国内地快递市场的市场规模 (亿件)	16
图 27: 2019-2028E 中国快递包裹件数-分种类 (十亿件)	17
图 28: 2019-2028E 中国电商正/逆向件变化 (%)	17
图 29: 加盟制企业市场份额变动.....	18
图 30: 2013-2023 年各企业市占率情况 (%)	19
图 31: 快递行业 CR8 (%)	19
图 32: 2023 年快递市场份额构成 (%)	19
图 33: 2023 年快递龙头资产情况	20
图 34: 各公司业务量 (亿票)	20
图 35: 2023 年快递市场份额构成 (%)	20
图 36: 三通一达单票成本 (元/票)	21
图 37: 三通一达资本开支 (亿元)	21
图 38: 龙头企业单票收入情况 (元/票)	21
图 39: 2019-2023 年零担 CR30 收入占比变化.....	22
图 40: 2022-2023 年全网快运企业货量 (万吨)	22
图 41: 2019-2024H1 分渠道家电市场规模占比.....	23
图 42: 2019-2024H1 家电线上销售规模 (亿元)	23
图 43: 国内沿海省际化学品运输量 (万吨) 及同比	24
图 44: 2012-2024H1 行业运力 (万 DWT) 及同比.....	24
图 45: 2012-2024H1 行业运力 (艘数) 及同比.....	24
图 46: 2012-2024 年获批运力 (万 DWT)	25
图 47: 2014-2023 年行业船舶年周转 (次/年)	25
图 48: 3000MT 内贸化学品船月度运价 (元/吨)	26
图 49: 全球主要国家及地区化学品市场份额变化情况 (%)	27
图 50: 2027 年不锈钢船舶龄分布	28
图 51: 2010-2023 年我国沿海港口码头长度 (万米) 及同比.....	29
图 52: 化工品储罐企业容积分布.....	30
图 53: 兴通股份内贸沿海省际运力市占率 (%)	31
图 54: 兴通股份船舶载重吨 (万吨) 及同比.....	31

图 55: 兴通股份运营船舶数量(艘)及同比.....	31
图 56: 2023 年宏川智慧储罐和罐容情况(座、万 m ³)	32
图 57: 宏川智慧码头储罐罐容(万立方米)及同比	33
图 58: 全球个人电脑出货量(亿台)及同比.....	34
图 59: 全球新能源汽车销量(万辆)及同比.....	34
图 60: 2017-2025E 全球半导体制造设备销售总额(亿美元)	34
图 61: 2022 和 2023 年公司收入构成(亿元, %)	35
图 62: 各季度联想 PC 出货量及同比(万台, %)	35
图 63: 各季度理想汽车交付量及同比(辆, %)	35
图 64: 海晨盟立的一站式集成方案	36
图 65: 2010-2024 年 1-10 月我国进出口总额(万亿元)及同比	37
图 66: 2023 年跨境物流企业营业收入分布情况	37
图 67: 海外跨境物流龙头企业近年重大收并购情况	38
图 68: 专业物流业务量(万吨)及同比	39
图 69: 海运、铁路代理业务量(万 TEU).....	39
图 70: 空运通道、库场站服务业务量(万吨)	39
图 71: 中国外运近年派息率和股息率(%)	40
图 72: 跨境物流七大环节	41
图 73: 华贸物流重要物流环节增强措施	42
图 74: 2019 年至今航空板块股价表现回顾	43
图 75: A 股上市航司归母净利润表现: 航空板块自 2020 年以来持续亏损	44
图 76: 航空板块净资产收益率拐点已现, 春秋、吉祥净资产收益率已回到公共卫生事件前水平(%)	45
图 77: 三大航 1-3Q24 业绩表现拆分	46
图 78: 民营航司 1-3Q24 业绩表现拆分	47
图 79: 行业旅客周转量较 2019 年同期累计增长水平	48
图 80: 行业旅客量较 2019 年同期累计增长水平	48
图 81: 2023 年至今月度旅客量、座位数相较 2019 年同期水平以及客座率、飞机利用率较 2019 年同期的变动	48
图 82: 三大航国内航线客公里收益先升后降、国际航线客公里收益回落	49
图 83: 中国国航 2019 年营业成本结构	50
图 84: 23Q4 以来航空煤油出厂价持续回落	50
图 85: 主要窄体机型月租金显著高于公共卫生事件前水平	50
图 86: 主要宽体机型月租金显著高于公共卫生事件前水平	50
图 87: 中国民航全行业客机数量及增速	51
图 88: 三大航飞机引进计划以及 2024 年飞机净增数量较计划完成进度	52
图 89: 2019 年三大航 ASK 运力分布	53
图 90: 1-3Q24 分区域航班架次及同比 2019 年情况	53
图 91: 中国民航全行业客机数量及增速	53
图 92: 美元兑人民币即期离岸汇率	54
图 93: 港口资源整合相关政策	56
图 94: 各省港口资源整合方案	57
图 95: 2000-2024Q1-3 沿海港口货物吞吐量(亿吨)及同比	57
图 96: 2000-2019 年港口行业新增产能情况	57
图 97: 2001-2023 年 11 月 沿海建设投资额(亿元)及同比	58
图 98: 2024 年前三季度我国主要港口企业吞吐量和外贸吞吐量(亿吨、亿 TEU)	59
图 99: 1H24 各地区港口公司货物、集装箱吞吐量(亿吨、亿 TEU)及同比	60
图 100: 24Q1-3 港口上市企业营收、归母净利(亿元)及同比	61
图 101: 21-24Q1-3 港口行业毛利率	61
图 102: 21-24Q1-3 港口行业净利率	61
图 103: 21-23 年港口上市企业现金分红情况及 23 年同比变化	62

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048