



Research and
Development Center

交运 2024 年度投资策略： 物流出行，多点开花（成长弹性篇）

交通运输

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

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

交运 2024 年度投资策略：物流出行，多点开花（成长弹性篇）

2023 年 12 月 14 日

本期内容提要：

➢ 快递：成长性持续，格局有望改善，推荐顺丰控股

短期看，同期低基数叠加需求增长，旺季快递业务量增速有所反弹，我们预计 23Q4 快递行业业务量同比增速有望维持 20%以上；中长期看，我们预计，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趋于冲动化，快递行业相对上游电商仍有超额成长性。格局方面，建议着眼电商平台商流与物流企业合作深化对快递行业格局影响，物流服务将会是电商平台综合服务能力的关键枢纽，对于快递行业本身格局来讲，具备高成长潜力的电商平台与行业内企业合作的深化，或将带来格局份额改善的预期。看好顺丰控股作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，有望打开中长期价值空间；此外建议关注韵达股份、中通快递、圆通速递。

➢ 疆煤外运：疆煤外运持续发展，核心线路价值提升

我国煤炭供给依然偏紧，中长期供需差仍存，未来区域结构上增量产能将逐步西移至新疆地区。配套的物流端，重要铁路线扩容改造推进叠加国铁集团车皮供给或有边际改善，有望切实保障疆煤外运通道及运输能力。展望未来，疆煤重点终端消费地甘肃、宁夏、四川、重庆等地供需缺口或将持续扩大趋势，疆煤需求也有望维持坚挺。建议关注疆煤外运铁路龙头广汇物流，在疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间有望兑现。

➢ 油运：供需有望改善，长期空间凸显

油运行业业绩主要由运价决定，行业运价主要由供需结构决定。从需求端看，原油航运方面，美国、巴西等地区的原油产量扩张趋势叠加中国、印度的原油消费量扩张趋势，有望拉伸运距；成品油航运方面，亚太地区的成品油产量扩张趋势叠加欧洲的成品油进口刚性需求，亦有望拉伸运距。从供给端看，行业造船意愿偏弱、环保监管限制船速等因素导致供给端或将持续趋紧。建议关注相关标的中远海能、招商轮船、招商南油。

➢ 航空：国际复苏持续，供需加速改善

供需方面，当前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 年同期差距整体逐渐收窄。国内线运力及旅客量恢复已超过 2019 年同期，国际及地区线恢复较慢，供需仍处修复期。我们认为，随国际航线复苏，国内航线过剩运力转投国际航线，国内外航线供需均加速修复，支撑票价市场化持续的同时，带动客座率上行，航司未来业绩弹性可期。近期经济环境、油价及汇率等重要影响因素均出现边际改善，建议关注国际航线布局领先，有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空，同时关注民营航空春秋航空、吉祥航空及支线航空龙头华夏航空。

➤ **投资建议与评级:**

1) 快递: 看好顺丰控股双拐点重塑价值。公司作为综合快递物流龙头, 经营拐点及现金流拐点双重凸显, 我们认为当前估值安全边际较为充足, 中长期价值空间广阔, 给予“买入”评级。

2) 疆煤外运: 关注广汇物流上量节奏。广汇物流为疆煤外运的运输端重点标的, 建议重点关注公司作为疆煤外运铁路龙头, 在疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间有望兑现。

3) 油运: 建议结合多边关系判断需求增量。现阶段行业供给增长受限, 需求增量有望释放运价弹性, 带动相关船东盈利改善, 维持“看好”评级。建议结合多边关系判断需求增量, 关注中远海能(600026.SH)、招商轮船(601872.SH)、招商南油(601975.SH)。

4) 航空: 看好供需改善下的航空板块高弹性。建议关注国际航线布局领先, 有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空, 同时关注经营领先的民营航空春秋航空、吉祥航空, 以及支线航空龙头华夏航空。

综上所述, 我们给予交通运输行业以上细分板块“看好”评级。

➤ **风险因素:** 实物商品网购需求不及预期; 快递行业价格竞争恶化; 疆煤外运需求不及预期; OPEC+原油减产超预期; 俄油制裁引起的贸易重构不及预期; 船队规模扩张超预期; 环保监管执行力度不及预期; 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。

目录

| | |
|---|----|
| 一、快递：成长性持续，格局有望改善，推荐顺丰控股..... | 7 |
| 1.1 快递业务量增速短期有所反弹，中长期成长性有望持续..... | 7 |
| 1.2 关注电商平台商流赋能对快递行业格局影响，或驱动改善预期..... | 10 |
| 1.3 投资思考：看好顺丰控股双拐点重塑价值..... | 13 |
| 二、疆煤外运：疆煤外运持续发展，核心线路价值提升..... | 15 |
| 2.1 我国煤炭中长期仍有供需差..... | 15 |
| 2.2 煤炭新增产能有望进一步向新疆地区转移..... | 17 |
| 2.3 重要铁路线扩容改造推进叠加车皮供给边际改善，有望切实保障疆煤外运..... | 20 |
| 2.4 疆煤重点终端消费地需求坚挺..... | 22 |
| 2.5 投资思考：关注广汇物流上量节奏..... | 23 |
| 三、海运：供需有望改善，长期空间凸显..... | 25 |
| 3.1 需求端：产销地的分化赋予长期扩张趋势..... | 26 |
| 3.2 供给端：造船意愿、环保监管等因素导致增量受限..... | 31 |
| 3.3 投资思考：建议结合多边关系判断需求增量..... | 33 |
| 四、航空：国际复苏持续，供需加速改善..... | 34 |
| 4.1 供需端：国际航线复苏推动供需改善..... | 34 |
| 4.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平..... | 43 |
| 4.3 燃油价格：油价较去年有较大回落，但价格仍在较高位水平..... | 44 |
| 4.4 汇率：波动幅度放缓，三季度小幅回落..... | 46 |
| 4.5 投资思考：看好供需改善下的航空板块高弹性..... | 47 |
| 五、投资建议与评级..... | 49 |
| 六、风险因素..... | 50 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1：核心直播电商平台对物流服务重视度趋于提升..... | 13 |
| 表 2：“十四五”期间新疆新增煤炭年产能规划..... | 19 |
| 表 3：北疆煤炭外运重要铁路线情况梳理..... | 21 |
| 表 4：油轮板块 A 股上市公司相关数据..... | 25 |
| 表 5：全球主要地区原油产量相关数据..... | 27 |
| 表 6：全球主要地区炼厂加工量相关数据..... | 28 |
| 表 7：BDTI 原油航运主要航线相关信息..... | 29 |
| 表 8：全球主要地区炼化产能相关数据..... | 30 |
| 表 9：2022 年以来，全球油轮（1 万载重吨以上）船队规模相关指标对比历史高运价年份..... | 32 |
| 表 10：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务..... | 41 |
| 表 11：各航司未来飞机引进计划..... | 42 |
| 表 12：民航国内航空运价政策演进..... | 43 |
| 表 13：各航司油价变动 5% 对公司营业成本/净利润影响程度..... | 45 |
| 表 14：各航司汇率变动 1% 对公司净利润影响程度..... | 46 |
| 表 15：截至 2023H1，各航司机队规模情况..... | 47 |

图目录

| | |
|--|---|
| 图 1：快递行业企业单量成长性驱动框架..... | 7 |
| 图 2：23 年前 10 月快递业务量同比增长 17.0%..... | 8 |
| 图 3：23 年“双十一”期间快递揽收量同比增长 23.2%..... | 8 |
| 图 4：2023 年前 10 月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升 0.5pts..... | 8 |
| 图 5：网经社预计 2023 年直播电商市场规模同比增长 30.4%..... | 9 |
| 图 6：网经社预计 2023 年直播电商渗透率达 31.9%..... | 9 |
| 图 7：2023 年前 10 月快递单包裹货值同比下降 6.9%（元）..... | 9 |
| 图 8：2023 年以来快递件量与实物商品网购增速差逐步走扩..... | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 9: 极兔速递招股说明书转引弗若斯特沙利文预计我国快递行业包裹量 22-25E 复合增速为 12.1% | 10 |
| 图 10: 快递服务品牌集中度指数 CR8 整体趋于提升 | 10 |
| 图 11: 我国网民数量稳步提升 | 11 |
| 图 12: 2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点 | 11 |
| 图 13: 2022 年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15% | 12 |
| 图 14: 抖音直播 GMV 高速增长 (亿元) | 12 |
| 图 15: 直播电商为通达系快递包裹重要来源 | 12 |
| 图 16: 阿里系对通达系持股比例情况梳理 | 13 |
| 图 17: 顺丰控股业务框架 | 14 |
| 图 18: 我国煤炭采洗业单季度产能利用率高位维稳 | 15 |
| 图 19: 我国煤炭采洗业季度累计产能利用率高位维稳 | 15 |
| 图 20: 22 年我国煤矿事故数量增长明显 | 15 |
| 图 21: 22 年我国煤矿事故死亡人数增长明显 | 15 |
| 图 22: 13 年以来我国原煤开采新增产能高位回落 | 16 |
| 图 23: 2018-2022 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降 3.0% | 16 |
| 图 24: 我国 23 年前 10 月进口煤数量同比增长 96.8% | 16 |
| 图 25: 碳达峰前后我国煤炭存在 8 亿~10 亿 t 的缺口 | 17 |
| 图 26: 新疆煤炭储量排名全国第三 | 17 |
| 图 27: 新疆煤炭主要聚集在 3 大盆地的 5 大煤田中 | 17 |
| 图 28: 新疆煤炭具备高热值特点 | 18 |
| 图 29: 新疆原煤产量 18-22 年复合增长 18.0% | 18 |
| 图 30: 新疆原煤产量占全国比重显著提升 (月度累计) | 18 |
| 图 31: 疆煤铁路外运 17-22 年复合增长 40.9% | 20 |
| 图 32: 榆林和哈密 Q6000 动力煤价差自 21 年起走扩 (元/吨) | 20 |
| 图 33: 全国铁路机车拥有量稳步增长 | 22 |
| 图 34: 全国铁路货车拥有量稳步增长 | 22 |
| 图 35: 2021 年铁路出疆煤炭运输量流向结构 | 22 |
| 图 36: 甘肃和宁夏原煤缺口逐步扩大 (亿吨) | 23 |
| 图 37: 四川和重庆原煤缺口逐步扩大 (亿吨) | 23 |
| 图 38: 公司能源物流业务布局情况 | 24 |
| 图 39: 公司能源物流产业布局示意图 | 24 |
| 图 40: 油轮航运生意模式 | 25 |
| 图 41: 全球原油产量结构-分地区 | 26 |
| 图 42: 美国、巴西等地区原油产量增速领先全球 | 26 |
| 图 43: 全球炼厂加工量结构-分地区 | 27 |
| 图 44: 中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球 | 27 |
| 图 45: 全球原油外贸量结构-按地区分路线 | 28 |
| 图 46: 全球炼化产能结构-分地区 | 29 |
| 图 47: 亚太地区炼化产能增速领先全球 | 29 |
| 图 48: 全球成品油消费量结构 | 30 |
| 图 49: 全球成品油进口量结构 | 30 |
| 图 50: 全球成品油外贸量结构-按地区分路线 | 31 |
| 图 51: 油轮行业新签订单运力相关数据复盘 | 32 |
| 图 52: 原油油轮平均船速 | 33 |
| 图 53: 成品油油轮平均船速 | 33 |
| 图 54: 全国民航客运旅客量较 2019 年同期恢复加快 | 34 |

| | |
|--|----|
| 图 55: 月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减 | 34 |
| 图 56: 民航业整体运力及周转量快速恢复, 运力恢复快于需求 | 34 |
| 图 57: 民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄 | 34 |
| 图 58: 国内线旅客客运量 4 月起已超过 2019 年同期 | 35 |
| 图 59: 各航司国内线 ASK 自 2 月均已超过 2019 年同期水平 | 35 |
| 图 60: 各航司国内线 RPK 自 4 月起已超过 2019 年同期水平 | 35 |
| 图 61: 各航司月度国内线客座率较 2019 年同期仍有差距 | 35 |
| 图 62: 三大航合计季度情况-国内线供需&客座率 | 36 |
| 图 63: 春秋航空季度情况-国内线供需&客座率 | 36 |
| 图 64: 吉祥航空季度情况-国内线供需&客座率 | 36 |
| 图 65: 国际线恢复较慢, 客运量恢复程度已超过航班量 | 37 |
| 图 66: 除春秋外, 10 月各航司国际线 ASK 恢复率超 60% | 37 |
| 图 67: 除春秋外, 10 月各航司国际线 RPK 恢复率超 50% | 37 |
| 图 68: 各航司月度国际线客座率较 2019 年同期差距收窄 | 37 |
| 图 69: 三大航合计季度情况-国际线供需&客座率 | 38 |
| 图 70: 春秋航空季度情况-国际供需&客座率 | 38 |
| 图 71: 吉祥航空季度情况-国际供需&客座率 | 38 |
| 图 72: 三大航合计季度情况-地区线供需&客座率 | 39 |
| 图 73: 春秋航空季度情况-地区供需&客座率 | 39 |
| 图 74: 吉祥航空季度情况-地区线供需&客座率 | 39 |
| 图 75: 10 月主要的国际出港航班量国家及地区中, 美国航班量 146 班次, 恢复率 9.9% | 40 |
| 图 76: 10 月中国-美国对飞线航班较 2019 年恢复率提升至 10.3% | 40 |
| 图 77: 2023 年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复 | 41 |
| 图 78: 国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓 | 42 |
| 图 79: 全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓 | 42 |
| 图 80: 机长平均年龄近几年明显增加 | 42 |
| 图 81: 2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距 | 42 |
| 图 82: 各航司单位 RPK 营收回升 | 43 |
| 图 83: 各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期 | 43 |
| 图 84: 2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36% | 44 |
| 图 85: 主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70% 以上 | 44 |
| 图 86: 航空煤油出厂价变化 (元/吨) | 44 |
| 图 87: 五大航司燃油成本情况/亿元 | 44 |
| 图 88: 五大航司燃油成本占比对比 | 45 |
| 图 89: 航空燃油附加费波动情况 | 45 |
| 图 90: 2023 年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨, 三季度汇率小幅回落 | 46 |
| 图 91: 各航司机队结构 (截至 2023H1) | 47 |
| 图 92: 2023 年冬春航季各航司在欧洲地区航班时刻占比情况 | 48 |
| 图 93: 2023 年冬春航季各航司在北美地区航班时刻占比情况 | 48 |
| 图 94: 2023 年冬春航季各航司在日韩地区航班时刻占比情况 | 48 |
| 图 95: 2023 年冬春航季各航司东南亚地区航班时刻占比情况 | 48 |

一、快递：成长性持续，格局有望改善，推荐顺丰控股

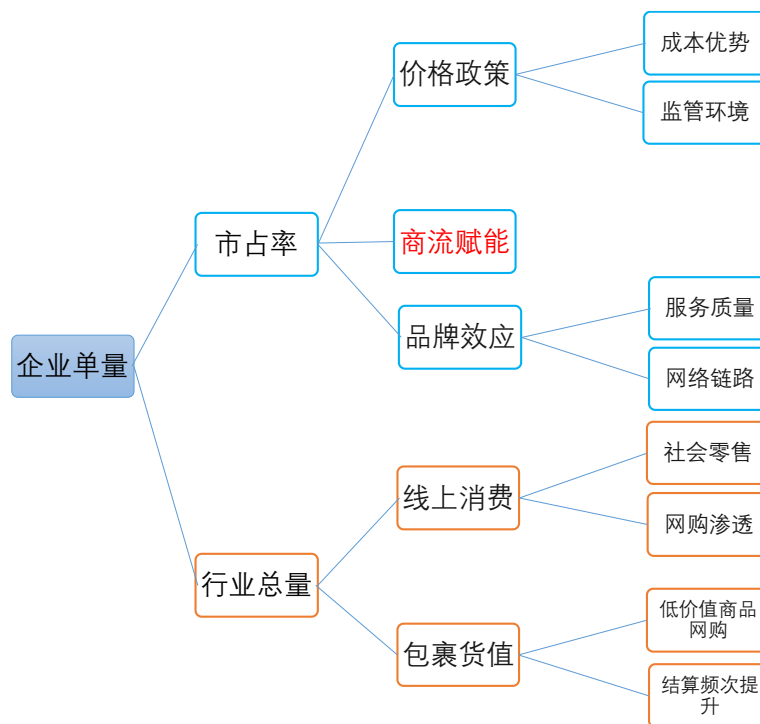
1.1 快递业务量增速短期有所反弹，中长期成长性有望持续

行业总量的增长，叠加份额提升，带来快递头部企业单量相对高增长：

1) 对于行业总业务量的增长，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。

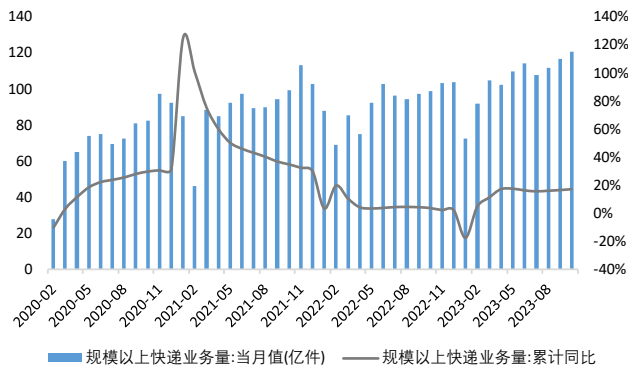
2) 对于快递头部企业的份额提升，主要得益于品牌服务能力及低成本带来的价格策略优势。一方面快递需求的变化已经逐步由完全的价格敏感转向服务敏感，快递网络链路稳定性及完善程度是快递品牌服务的重要基础之一；另一方面，龙头资产储备具备先发优势，较强的规模效应能够带来较为灵活的价格杠杆调节能力。此外，我们认为企业份额驱动因素的关键边际增量在于上游电商平台的商流赋能。

图1：快递行业企业单量成长性驱动框架

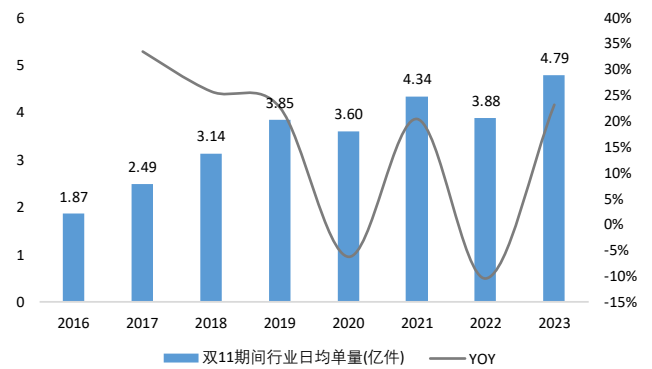


资料来源：信达证券研发中心

短期看，快递业务量增速有所反弹。2022年四季度因疫情影响，Q4 快递行业业务量同比下降 3.0%，形成较低基数。根据国家邮政局，23 年 10 月快递业务量同比增速达 22.2%；2023 年 11 月 1 日至 11 日，全国邮政快递企业共揽收快递包裹 52.64 亿件，同比增长 23.22%，日均业务量是平日业务量的 1.4 倍。我们预计，23Q4 快递行业业务量同比增速或有望维持 20%以上，短期增速有所反弹。

图2：23年前10月快递业务量同比增长17.0%


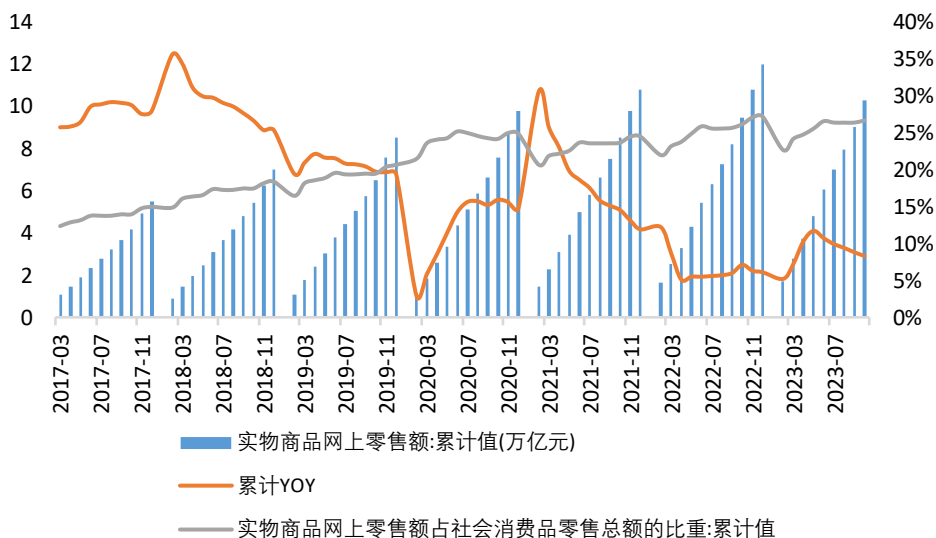
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图3：23年“双十一”期间快递揽收量同比增长23.2%


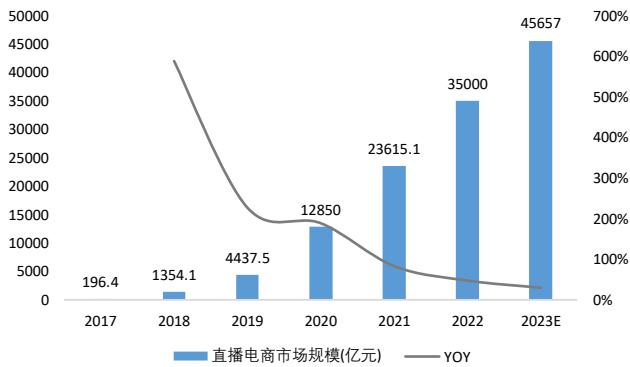
资料来源：国家邮政局，信达证券研发中心

行业中长期成长性有望持续：

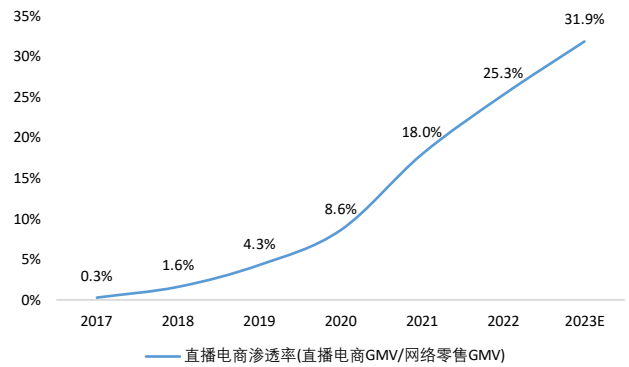
1) 实物商品网购增长仍有驱动。2023年前10月，我国实物商品网上零售额10.30万亿元，同比增长8.4%，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重26.7%，同比提升0.5pts（2017年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重仅15.0%）。我们认为，未来直播电商或将成为整体实物商品网购的重要增长驱动，根据网经社《2023年(上)中国直播电商市场数据报告》，我国直播电商行业市场规模2017-2023E年复合增速148.0%，渗透率由2017年0.27%提升至31.9%，其中2023E市场规模同比增长30.4%至4.57万亿元。北京市经济和信息化局、北京市商务局也于2022年联合发布《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2023E全国直播电商市场规模的43.8%）。

图4：2023年前10月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重同比提升0.5pts


资料来源：Wind，信达证券研发中心

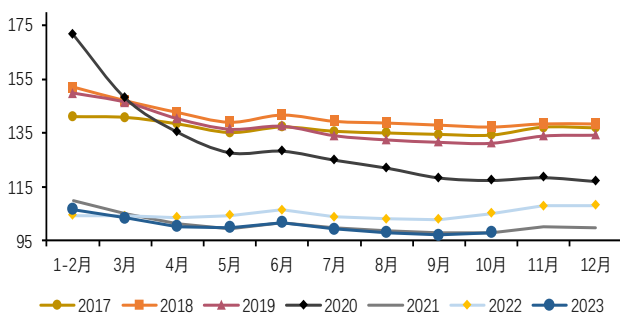
图5：网经社预计 2023 年直播电商市场规模同比增长 30.4%


资料来源：网经社，信达证券研发中心

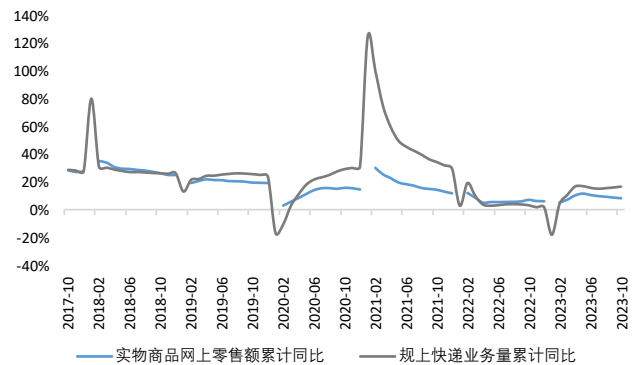
图6：网经社预计 2023 年直播电商渗透率达 31.9%


资料来源：网经社，信达证券研发中心

2) 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,2017 年快递单包裹货值 136.82 元,2023 年前 9 月单包裹货值 97.12 元。2017 年,快递单量同比增速与实体网购同比增速都为 28%左右,而后至 2021 年快递单量 YOY 为 29.9%、实体网购 YOY 为 12.0%,增速差逐步扩大;2022 年疫情暂时性影响快递履约能力,实体网购 YOY 高出快递单量 YOY4.1 个百分点;2023 年疫情影响减弱后,快递行业件量相对实体网购增速差恢复走扩,23 年前 10 月累计 YOY 增速差达 8.6pts。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7：2023 年前 10 月快递单包裹货值同比下降 6.9% (元)


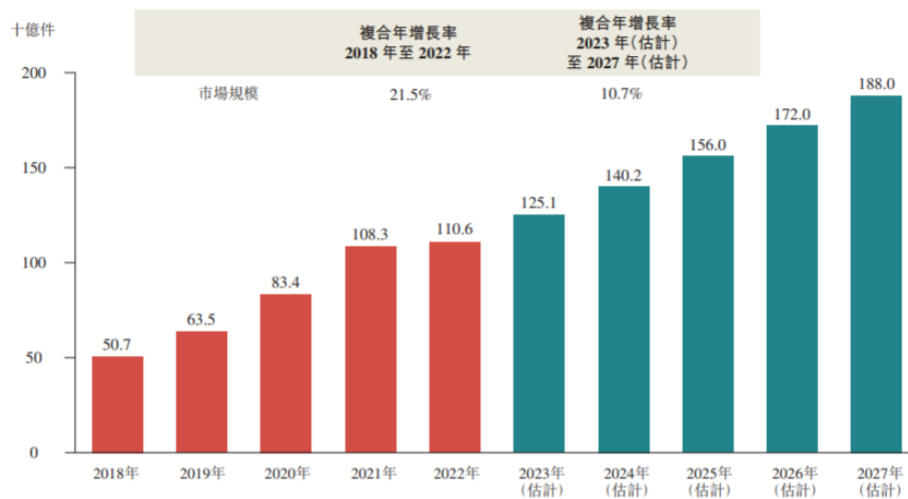
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

3) 预计我国快递业务量仍有相对稳增长。按 2022 年包裹量计算,中国是全球最大的快递市场。我国快递业务量 2018-2022 年复合增速达 21.5%。根据极兔速递招股说明书转引弗若斯特沙利文预计,我国快递行业包裹量 22-25E 复合增速为 12.1%,有望由 2022 年 1106 亿件高增至 2025 年 1560 亿件。

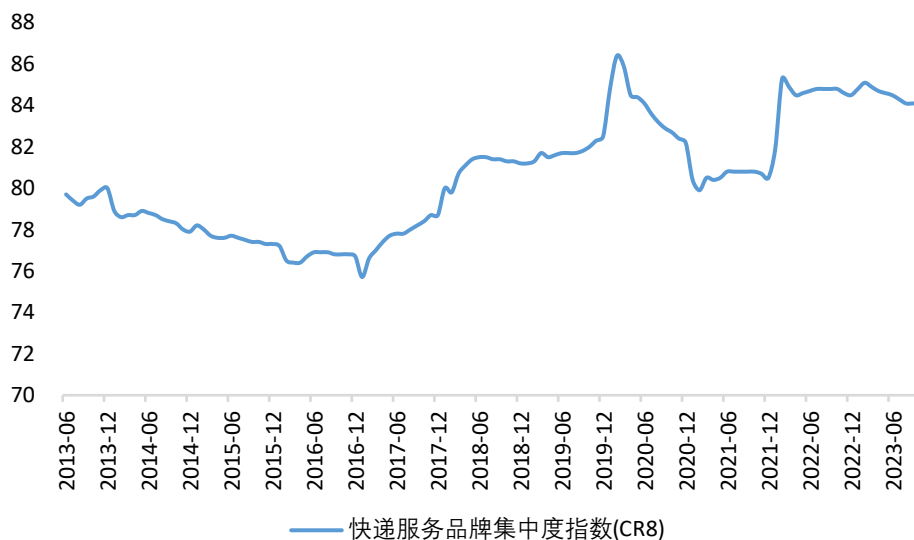
图9：极兔速递招股说明书转引弗若斯特沙利文预计我国快递行业包裹量 22-25E 复合增速为 12.1%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业头部企业份额或仍有一定的提升空间。基于头部企业的服务品质优势及规模效应优势，叠加行业整合时间的外溢效应，行业 CR8 由 2017 年初的 75.7% 提升至 2023 年前 10 月 84.1%。我们认为，未来行业头部企业的份额或仍有一定的提升空间，重点关注的边际变化或在于上游电商平台商流的赋能。

图10：快递服务品牌集中度指数 CR8 整体趋于提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 关注电商平台商流赋能对快递行业格局影响，或驱动改善预期

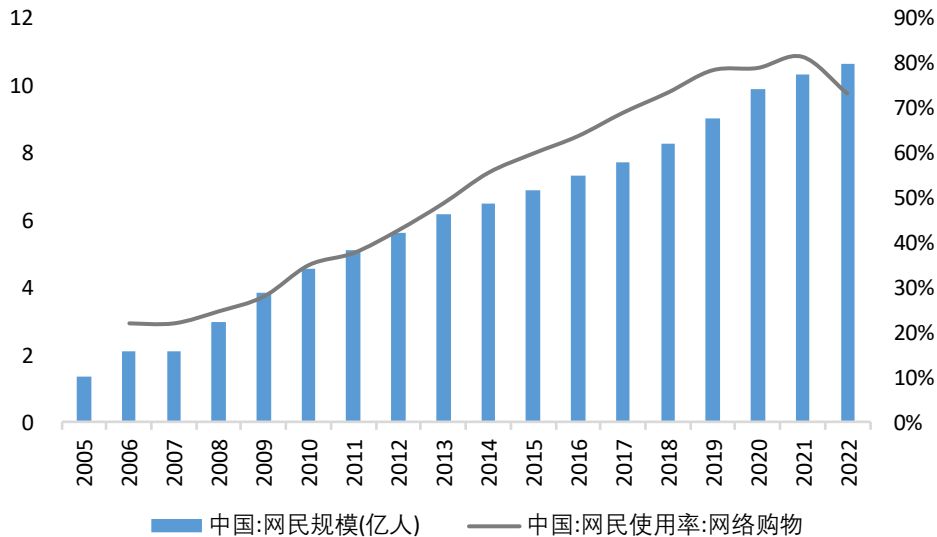
上游驱动电商行业经历三次变革，直播电商有望最新接棒：

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 1.37 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。

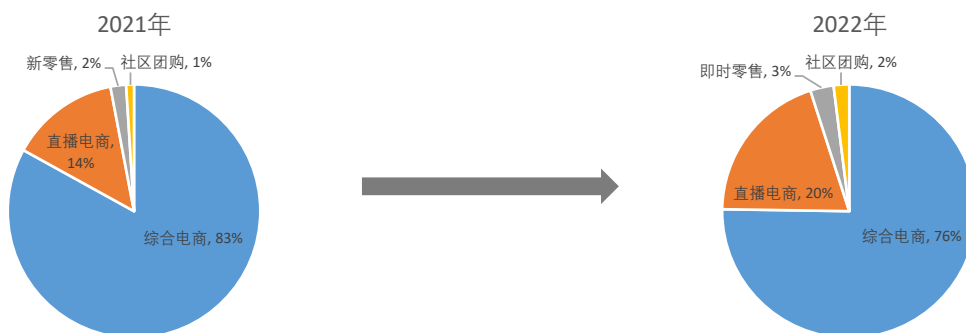
图11：我国网民数量稳步提升



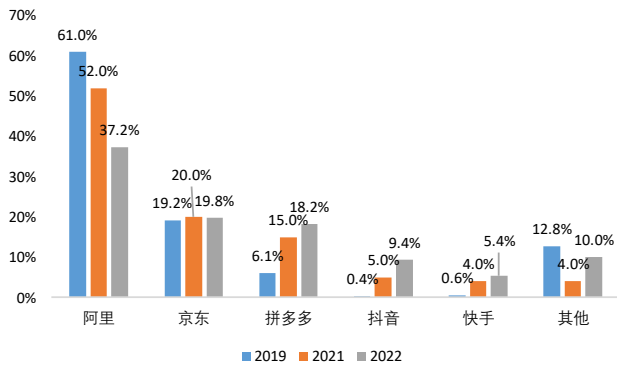
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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%。

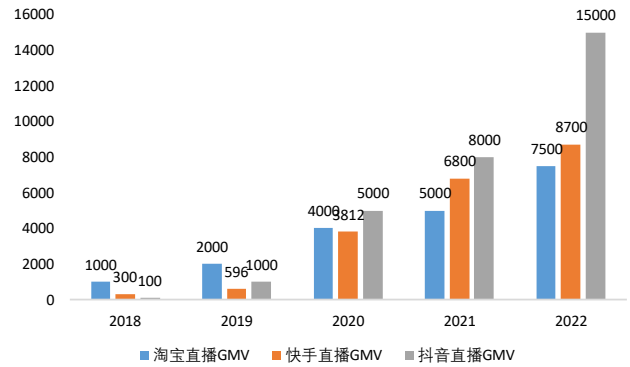
图12：2022 年直播电商 GMV 份额同比提升 6 个百分点



资料来源：星图数据，信达证券研发中心

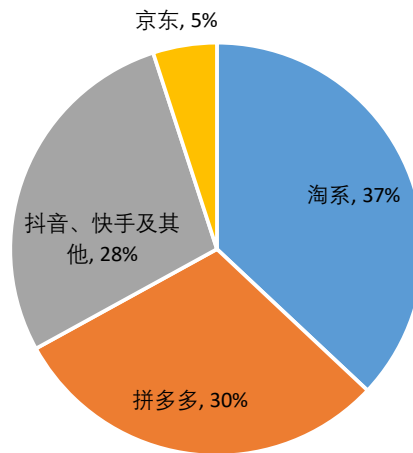
图13：2022年抖音+快手 GMV 份额已经接近 15%


资料来源：电商报，星图数据，信达证券研发中心

图14：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15：直播电商为通达系快递包裹重要来源


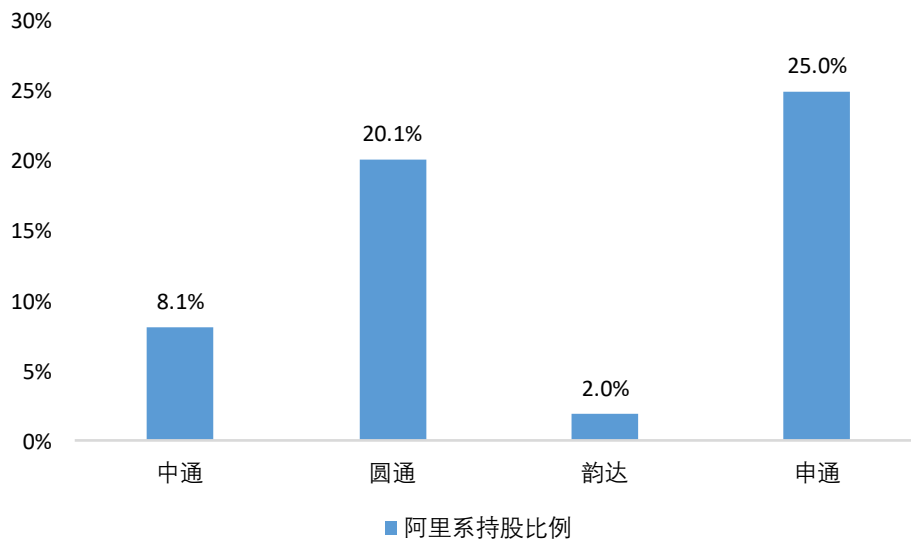
资料来源：招商银行研究院，信达证券研发中心

因此，建议重点关注电商平台商流与物流企业合作深化对快递行业格局影响。我们分析快递企业与上游商流的合作或主要包括以下几种形式：1）股权合作：例如阿里对通达系快递企业的股权投资；2）业务导流：例如抖音指数排名靠前的物流服务企业能够获得一定的流量倾斜；3）服务补贴：例如抖音电商此前对快递“送货上门”服务给予一定补贴。展望未来，电商平台格局竞争趋于激烈的背景下，为了留存优质商家及消费者，平台对于服务能力的重视程度或将进一步提升，而物流服务将会是关键枢纽。我们判断自建物流或并非平台最优选择，与优质的第三方物流服务企业深化合作有望成为行业风向。对于快递行业本身格局来讲，具备高成长潜力的电商平台与企业合作的深化，或将带来格局份额改善的预期。

表1：核心直播电商平台对物流服务重视度趋于提升

| 平台 | 时间 | 举措 |
|----|----------|--|
| 抖音 | 2021年8月 | 推出字节自己的物流电子面单系统，从此平台客户将无法使用菜鸟和拼多多等电子面单号段 |
| | 2022年1月 | 数字化物流整合服务平台“音需达”测试，并于9月正式上线，链接了顺丰、京东物流、中邮速递、圆通、韵达、中通等多家快递物流企业 |
| | 2022年3月 | 韵达成为首家抖音平台认证快递服务商，为抖音电商提供产品分层保障、客服专线等服务，提供优先揽收、优先中转、优先派送的绿色通道，为商家履约提供物流运营保障 |
| | 2023年9月 | 韵达宣布牵手飞书，全面推进线上线下一体化数字化变革，助力打通抖音电商数据，通过系统对接，实时同步数据并下达工单到省区、分拨、网点、业务员，实现降本增效 |
| 快手 | 2022年3月 | 对“按需派送”服务进行试水，是快手电商推出的“头等舱”商家产品中的服务项目之一，该项目是通过平台与快递公司达成合作进行商家匹配，从而在末端配送环节为消费者提供按照客户诉求派送的一种尊享服务 |
| | 2023年11月 | 快手电商双11购物节正式开启，京东物流成为了快手官方特邀物流合作伙伴，将在双11期间为快手商家提供物流运营保障，并为快手用户提供众多优质配送服务 |

资料来源：物流产品网，电商报，亿豹网，信达证券研发中心

图16：阿里系对通达系持股比例情况梳理


资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：中通为2023年中报情况；圆通、韵达、申通为2023年三季报情况

1.3 投资思考：看好顺丰控股双拐点重塑价值

顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，具备经营+现金流双拐点，我们认为标的交易逻辑或有望由“交易时效件增速”逐步转向“交易整体经营利润及现金流改善预期”，或打开价值空间。

健康经营成效稳步彰显，推动扣非业绩增长。一方面收入端，公司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，单三季度速运物流业务不含丰网的收入及业务量分别同比增长7.4%和13.4%。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，单三季度扣非归母净利润率2.8%，同比提升0.4pts。

公司新业务经营拐点有望延续。1) 经济业务回归聚焦直营。产品结构多次调优，21H2起陆

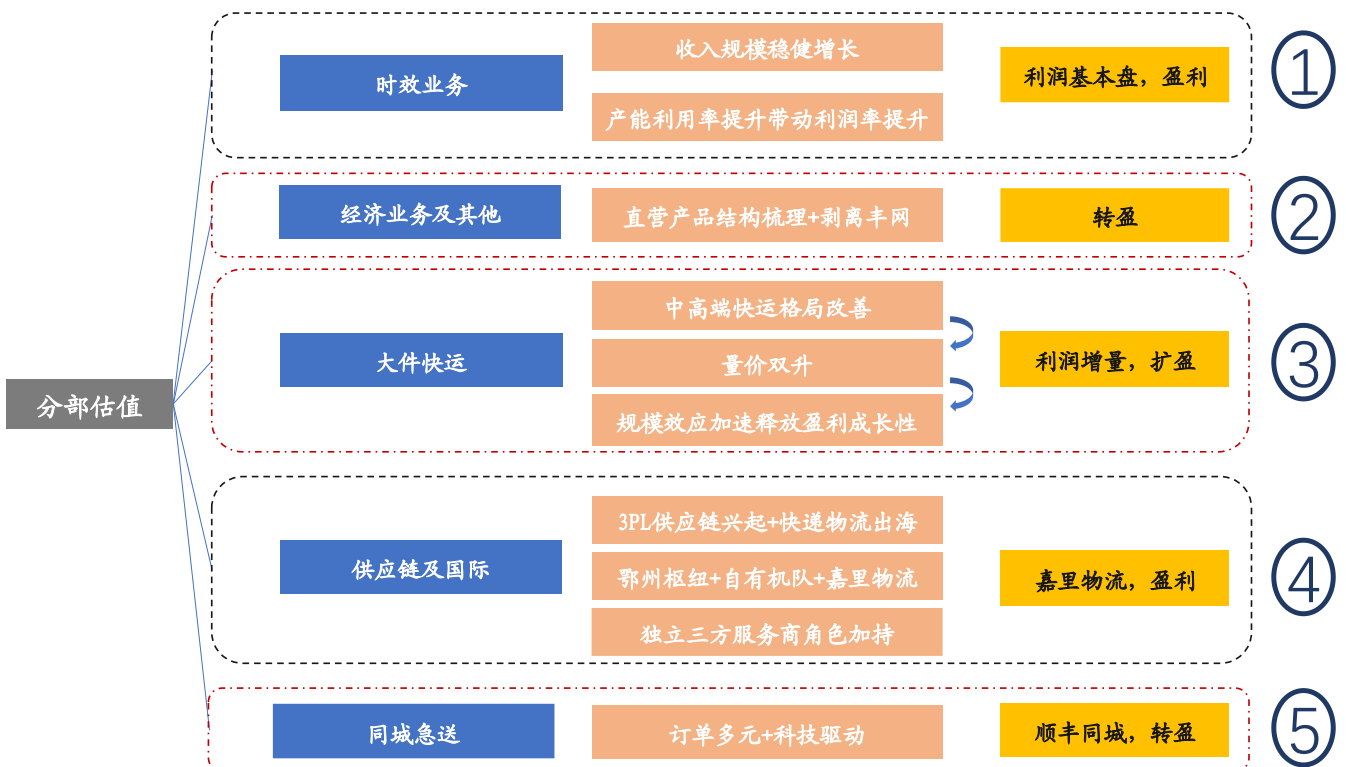
续清理特惠专配及 23 年 6 月剥离亏损丰网后，主打“电商标快”直营体系产品；2) 快运或加速利润释放。22 年起受益网络融通实现净利润 0.28 亿元，格局好转及履约修复双轮驱动，我们预计 23 年进入业务稳健增长与盈利加速释放的新阶段；3) 同城首次实现扭亏。公司层面，多元化订单提升韧性，科技赋能降本增效，顺丰同城经营持续优化，23H1 同比扭亏，我们预计 23 全年有望盈利。

公司自由现金流拐点有望延续。剔除与经营无关的税费返还因素之后，公司自由现金流自 2021 年-40 亿元转正至 2022 年 128.70 亿元，23H1 自由现金流同比增长 49.8%至 78.75 亿元，23Q3 自由现金流同比增长 14.8%至 38.06 亿元。展望未来，我们分析一方面公司业务规模增长有望带来经营性现金流持续增长，另一方面鄂州项目投产后公司资本开支或已达高峰、未来或逐步收窄，整体自由现金流有望延续增长。

鄂州项目有望带来超额催化。公司鄂州机场转运中心于 2023 年三季度投产，短期带来一定的航线切换、折旧摊销等压力，但我们预计影响有限且或已较充分得到反映，未来航空产能利用率提升仍有望驱动单位成本下行；此外收入端，轴辐式网络搭建完毕且运营稳定后，航空特快件渗透率有望进一步提升、同时也有望为时效业务进一步产品分层夯实基础。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 85.23 亿元、117.56 亿元、151.02 亿元。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，我们认为当前估值安全边际较为充足，中长期价值空间广阔，给予“买入”评级。

图17：顺丰控股业务框架



资料来源：信达证券研发中心

二、疆煤外运：疆煤外运持续发展，核心线路价值提升

2.1 我国煤炭中长期仍有供需差

产能利用率持续高位、强监管政策、新增产能有限、进口增量有限等因素综合影响下，我国煤炭供给依然偏紧。

1) **产能利用率**: 我国煤炭开采和洗选业产能利用率从16Q4的59.5%提升至19Q4的70.6%，并在21Q1及往后维持稳定在70%以上的高位，既有产能持续高利用率难以为继，产能核增和产量再挖潜或已基本达极限。

图18：我国煤炭采洗业单季度产能利用率高位维稳

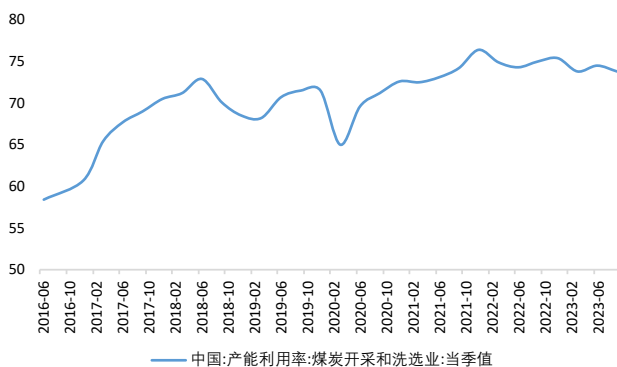


图19：我国煤炭采洗业季度累计产能利用率高位维稳



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

2) **强监管政策**: 2022年起我国煤炭安全事故数量明显反弹，煤矿安全事故出现常态化苗头，23年9月中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，进一步加强煤炭生产安全监督要求。

图20：22年我国煤矿事故数量增长明显

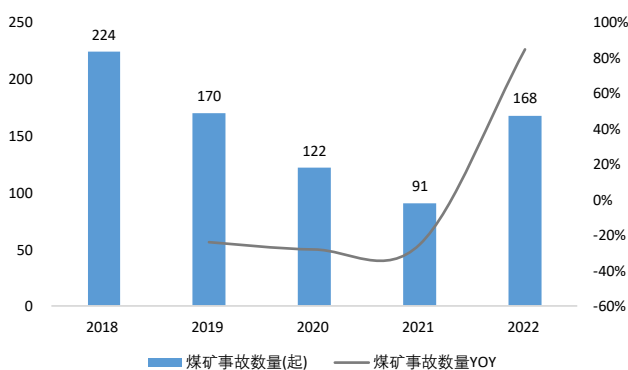
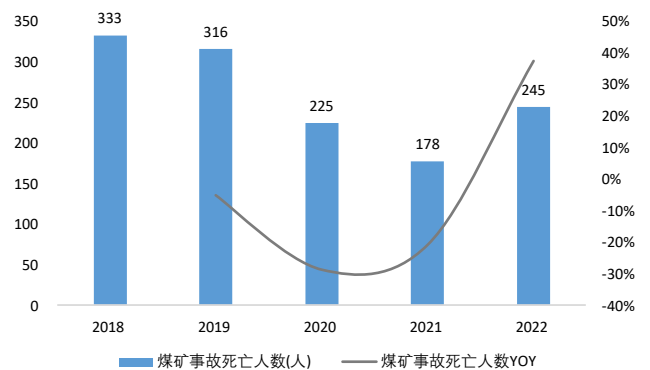


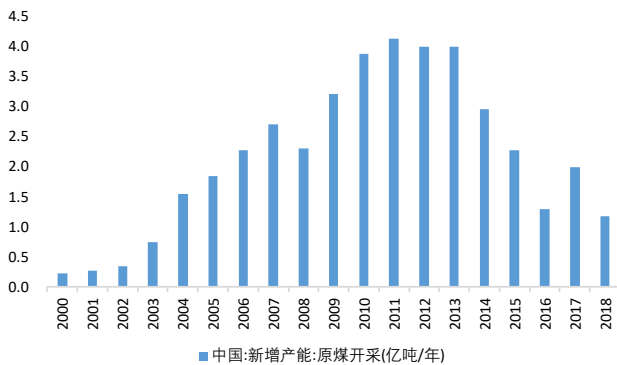
图21：22年我国煤矿事故死亡人数增长明显



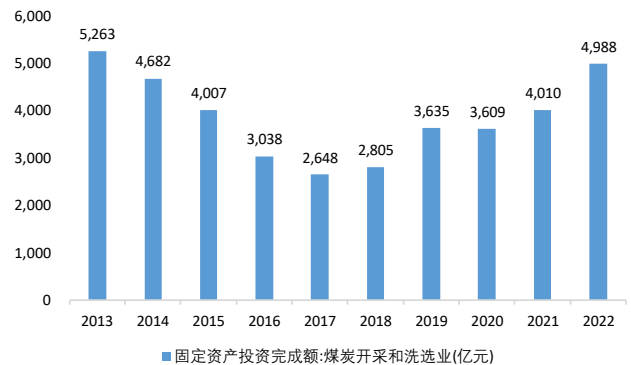
资料来源：智研咨询，煤矿安全网，信达证券研发中心

资料来源：智研咨询，煤矿安全网，信达证券研发中心

3) **新增产能有限**: 2013年以来我国原煤开采新增产能高位回落，18-22年五年累计煤炭固定资产投资额同比下降3.0%。

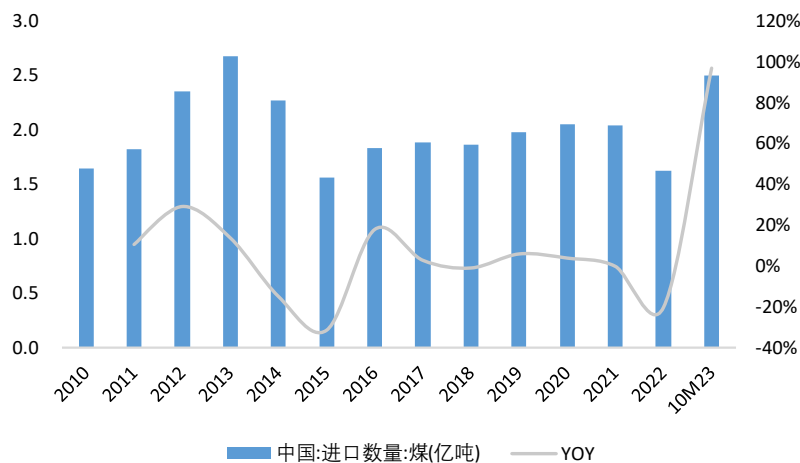
图22：13年以来我国原煤开采新增产能高位回落


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图23：2018-2022 五年累计煤炭固定资产投资额同比下降3.0%


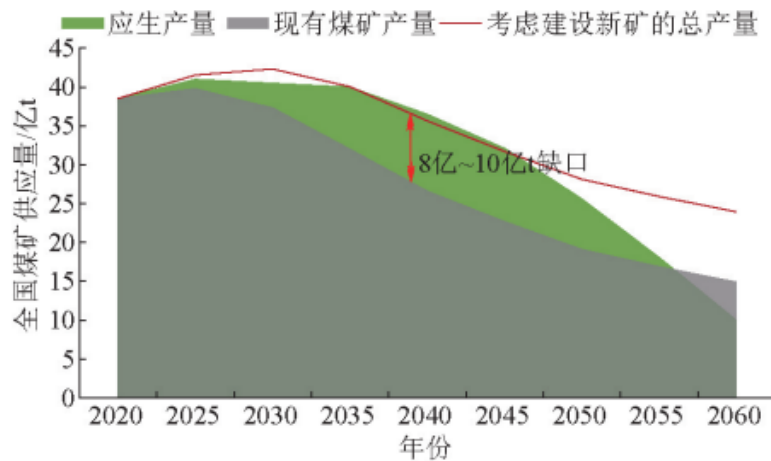
资料来源：Wind，信达证券研发中心

4) 进口煤增量有限：23年前10月进口煤数量同比增长96.8%， 主要由于阶段性全球煤炭供需结构宽松，反常态的进口量高增速或难以长期维持。我们预计随着进口煤价差优势缩小，欧洲日韩补库增加，未来我国进口煤环比增幅有望逐步收窄，此外我们也预计印尼、俄罗斯、澳大利亚出口中国增量有限。

图24：我国23年前10月进口煤数量同比增长96.8%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

预计碳达峰前后全国煤炭缺口8-10亿吨（据朱吉茂等《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》），中长期仍存供需差。根据2023年朱吉茂等《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，按照供需平衡要求，对未来一个时期煤炭产能建设需求进行测算，结果表明现有煤矿产量难以满足碳达峰前后我国煤炭需求，存在8亿~10亿t的煤炭缺口，为此“十四五”至“十六五”时期还需新建9亿t/a的煤炭产能，以保障未来一个时期的煤炭供应安全。

图25：碳达峰前后我国煤炭存在 8 亿~10 亿 t 的缺口


资料来源：朱吉茂等《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，信达证券研发中心

2.2 煤炭新增产能有望进一步向新疆地区转移

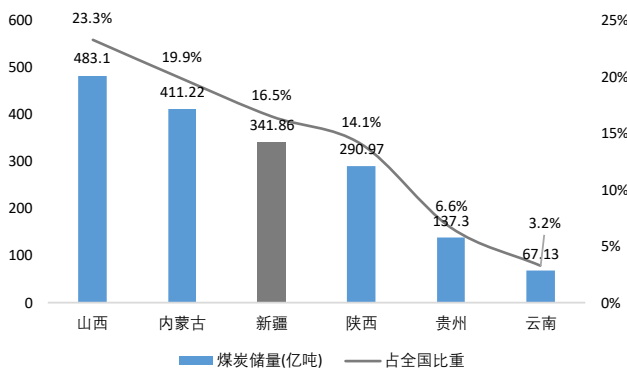
新疆煤炭开采资源禀赋优良、优势突出：

1) **已探明煤炭储量丰富**。据自然资源部《2022年全国矿产资源储量统计表》，新疆已探明煤炭储量约 341.86 亿吨，占全国比重约 16.5%，为煤炭储量第三丰富的省份，仅次于山西和内蒙古。

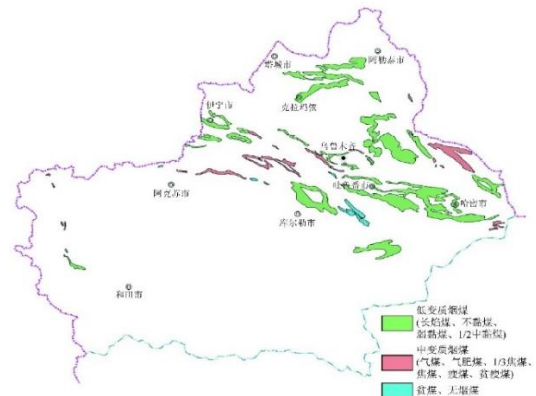
2) **疆内煤炭分布集中**。新疆煤炭资源分布集中，主要分布在准噶尔、吐哈和伊犁 3 大盆地，其中资源量大、开发条件好的准东、淮南、吐哈、伊犁、和什托洛盖和库拜煤田，占全疆煤炭资源总量的 95% 以上。

3) **埋藏浅、煤厚大且含煤层数多**。根据《新疆大型煤炭基地科学采矿的内涵与展望》(采矿与安全工程学报, 2015)，新疆煤层埋藏深度平均不足 200m，最大未超过 400m；特厚/巨厚煤层在新疆各煤田中广泛赋存，如新疆东部沙尔湖煤田煤层总数达 25 层，单层厚度最大可达 217.14m，为全国之首、世界第二。

4) **疆煤燃烧更具环保性**。以哈密煤为代表，疆煤具有低灰、低硫、高热值特征，相较其他矿区煤炭，其燃烧效率高，且所产生硫化物少，在煤炭燃烧环保方面具备优势。

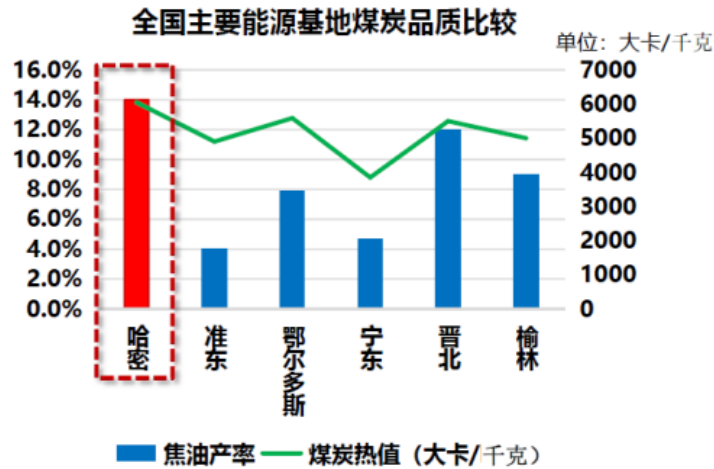
图26：新疆煤炭储量排名全国第三


资料来源：自然资源部，信达证券研发中心

图27：新疆煤炭主要聚集在 3 大盆地的 5 大煤田中


资料来源：霍超《新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究》，信达

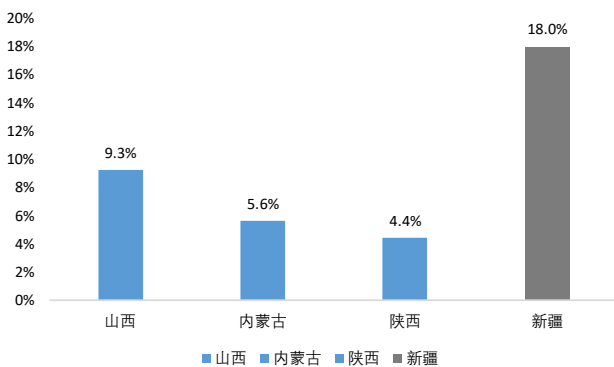
图28：新疆煤炭具备高热值特点



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

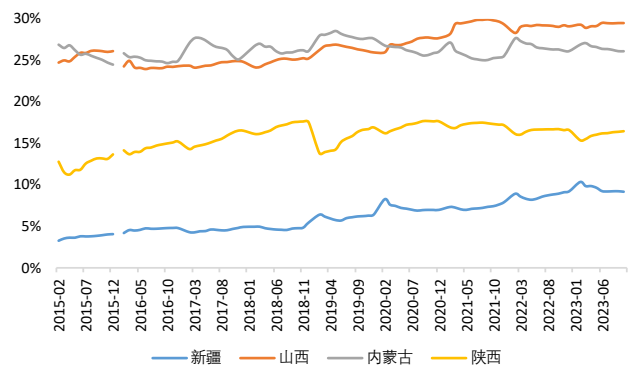
疆煤产量增长潜力可观。从我国传统主要煤炭产区产量的既有趋势看，山西、内蒙古、陕西、新疆 18-22 年原煤产量复合增速分别 9.3%、5.6%、4.4%、18.0%，且新疆原煤产量占全国比重已经由 2017 年的 4.8% 提升至 2023 年前 10 月的 9.1%。展望未来，根据 2023 年朱吉茂等《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，未来一个时期我国煤炭开发将继续西移，新疆煤炭在“十四五”、“十五五”期间随着在建矿批量投产，煤炭产量有望大幅提升；根据 23 年 5 月自治区政府《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，规划“十四五”期间新疆新增煤炭产能 1.6 亿吨/年至 4.6 亿吨/年，哈密市新增产能 6500 万吨/年，其中淖毛湖矿区新增产能 2500 万吨/年、三塘湖矿区新增产能 3700 万吨/年。

图29：新疆原煤产量 18-22 年复合增长 18.0%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图30：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

表2：“十四五”期间新疆新增煤炭年产能规划

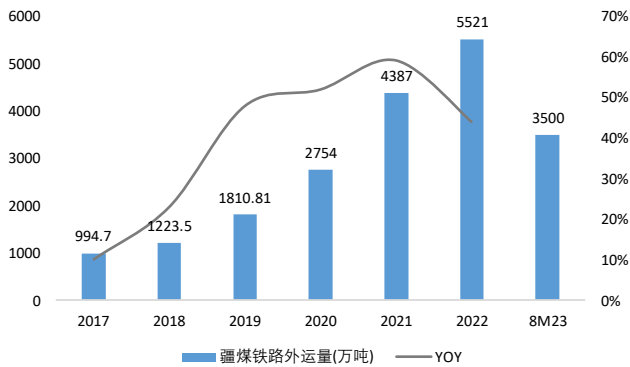
| 产区 | 矿产 | “十四五”期间新增产能 (万吨/年) | 分项合计 (万吨/年) | |
|------|----------------|--------------------|-------------|------|
| 昌吉州 | 西黑山矿区红沙泉一号露天矿 | 1000 | 5860 | |
| | 将军戈壁二号露天矿 | 500 | | |
| | 中联润世露天矿 | 400 | | |
| | 红沙泉二号露天矿 | 1000 | | |
| | 五彩湾矿区三号露天矿 | 600 | | |
| | 四号露天矿一期 | 1000 | | |
| | 准噶尔区 | 大井矿区南露天矿 | | 500 |
| | | 塔西河矿区美丰矿井 | | 120 |
| | | 水溪沟矿区水溪沟井田 | | 150 |
| | | 淮南煤田资源整合项目 | | 590 |
| 塔城地区 | 和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井 | 120 | 480 | |
| | 白杨河矿区骆驼包北矿井 | 120 | | |
| | 区淮南煤田资源整合项目 | 240 | | |
| 吐鲁番市 | 黑山矿区黑山露天矿 | 300 | 2100 | |
| | 库木塔格矿区一号露天矿一期 | 500 | | |
| | 沙尔湖矿区号露天矿一期 | 500 | | |
| | 九号露天矿一期 | 500 | | |
| | 克布尔碱矿区十二号矿井 | 150 | | |
| | 墨龙煤矿 | 150 | | |
| 吐哈区 | 大南湖矿区二号露天矿产 | 300 | 6500 | |
| | 淖毛湖矿区白石湖二号露天矿 | 900 | | |
| | 淖毛湖矿区白石湖三号露天矿 | 500 | | |
| | 岔哈泉一号露天矿 | 600 | | |
| | 哈密市 | 马朗一号煤矿一期 | | 500 |
| | | 三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期 | | 1000 |
| | | 石头梅二号矿井 | | 800 |
| | | 库木苏一号矿井 | | 500 |
| 阿克苏 | 条湖一号矿井 | 1000 | 250 | |
| | 条湖七号矿井 | 400 | | |
| | 库拜区 | 俄布拉克煤矿 | | 100 |
| | 阿艾矿区北山中部 | 150 | | |
| 伊犁区 | 伊犁州 | 伊矿区四号矿井 | 150 | 800 |
| | 二号露天矿 | 200 | | |
| | 八号矿一期 | 300 | | |
| | 窄梁子矿井 | 150 | | |
| 其他地区 | - | - | 430 | |
| 合计 | | | 16420 | |

资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府，信达证券研发中心

2.3 重要铁路线扩容改造推进叠加车皮供给边际改善，有望切实保障疆煤外运

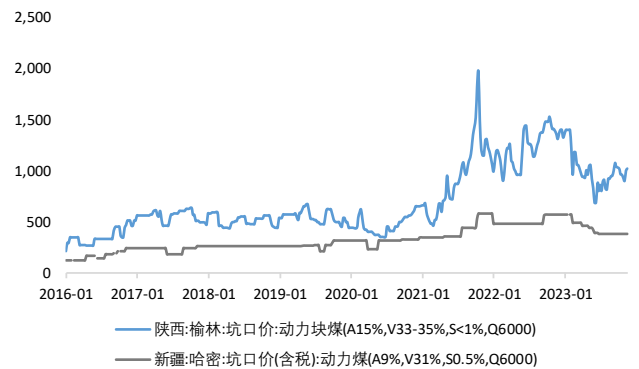
疆煤铁路外运延续上量。受煤炭供需关系变化影响，新疆哈密和陕西榆林 Q6000 动力煤坑口价价差自 2021 年起显著扩大，至今价差缺口在 500 元/吨以上。随着疆煤外运性价比逐步凸显，疆煤铁路外运稳步放量，22 年全年疆煤铁路外运 5521 万吨，17-22 年复合增长 40.9%，2023 上半年运量进一步增长 13.8%至 2652 万吨。

图31：疆煤铁路外运 17-22 年复合增长 40.9%



资料来源：新疆煤炭交易中心，信达证券研发中心

图32：榆林和哈密 Q6000 动力煤价差自 21 年起走扩（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

北疆区域疆煤外运重要铁路线扩容改造陆续推进。新疆的煤炭铁路运输呈现“一体两翼”格局，以兰新铁路为主干道，形成“北翼”和“南翼”两大环线。从北疆铁路线看，扩容改造稳中有进，有望持续提升煤炭运输能力：

1) 兰新铁路：目前货运功能主要通过一线发挥，兰新一线承运的货运品类主要包括煤炭、中欧班列及其他大宗商品等。展望疆煤运能空间，主要看本线客货结构调整、沿线站点扩容改造、提高列车牵引质量、压缩列车运行间隔时间，以及兰新客专二线达速扩能改造、兰张三四线投运可能带来的货运压力疏解。根据李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，按照国家和新疆维吾尔自治区相关铁路发展规划，“十四五”期内煤运能力达到 5000 万吨/年以上。

2) 乌将铁路：主要职能在于实现准东矿区煤炭外送，可连接兰新一线及将淖铁路（通车后），已在 22 年完成复线建设，运能翻倍式增长。

3) 临哈铁路：未来或有望发挥承接红淖铁路及将淖二线煤炭过货的需求，目前内蒙古段扩能改造工程已经完成，运能将提升 45%；东段电气化复线建设有望在 2024 年动工。根据李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，按照国家和新疆维吾尔自治区相关铁路发展规划，近期尽可能利用该线分流经兰新线去往宁夏、华北地区的出疆煤运量，提高兰新主通道向甘肃和西南地区的运输能力；后期根据疆煤入宁运量增长状况，研究继续进行电气化或增二线扩能改造，形成双线运输格局，大幅度提高煤运能力至 3000 万吨/年以上。

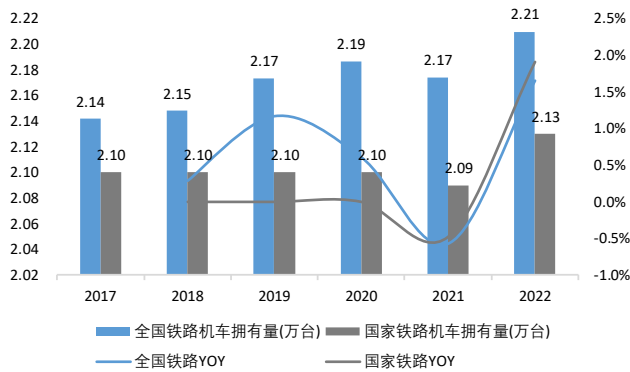
4) 将淖红铁路：我们预计红淖铁路电气化改造 2023 年底前完工，此外远期有复线建设计划；上游西延线将淖铁路预计 2023 年底前正式通车，二线已经开工建设，预计 2025 年通车。

表3：北疆煤炭外运重要铁路线情况梳理

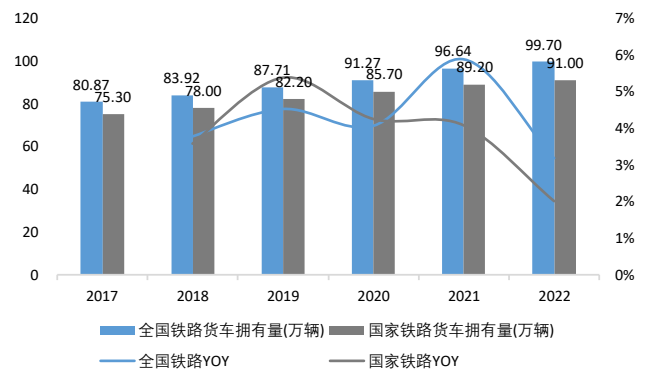
| 线路 | 全长 (km) | 既有运能或建设情况 | 扩容改造规划 |
|------|-----------|---|--|
| 兰新铁路 | 2358 (一线) | <p>兰新一线：经历了电气化改造和6次提速，年货运能力已达7000万吨左右，其中煤炭年运输能力达到5000万吨。</p> <p>兰新客专（二线）：2014年投运，部分分流兰新一线张掖—嘉峪关段客流，22年地震影响后已经在23年7月全线恢复正常运营，兰州至西宁段实现时速250公里高标运营，23年三季度列车调图后，多对进出疆普速列车由兰新一线改经由兰新客专运行，兰新线的货运压力进一步减轻。</p> <p>兰张三四线铁路：全长518公里，设计速度目标值250km/h，计划2023年底前完成全部工程建设任务，2024年6月30日全线通车运营</p> | <p>兰新一线：23年9月28日《兰新铁路嘉峪关站改造工程施工图审核招标公告》发布，项目开工建设进入倒计时阶段，可大大提升兰新线整体货运能力、解决客货交叉干扰问题；23年10月23日精河至阿拉山口段增建二线开始静态验收；甘肃省“十四五”及中长期铁路网发展规划择机实施客货分线、扩能改造和货运重载化。</p> <p>兰新客专（二线）：新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展的第十四个五年规划和2035年远景目标纲要计划实施兰新客专线提速扩能改造项目。</p> |
| 乌将铁路 | 257 | 2022年8月下旬完成扩能改造，由“单线”变“双线”，年运煤能力将由5000万吨提高至1亿吨左右 | - |
| 临哈铁路 | 1390 | <p>哈额铁路（西段）：全长629.9公里，建设标准为国铁二级，总投资82.4亿元，2015年12月正式投入运营。</p> <p>临策铁路（东段）：全长707公里建设标准为国铁二级，总投资42.7亿元，2009年12月正式投入运营，投运时铁路货运能力近期为1750万吨，远期为3060万吨。</p> | <p>内蒙古段：沿线计划加开8处会让站，22年塔灵棍、海尔汉和呼仍努如3座会让站完工开通（全线通过能力达到16对/日），23年6月30日新建巴润海日汗、沙布日特格、特门乌拉、雅干、居延泽5座会让站完工开通，临哈铁路运输能力提升45%。</p> <p>临策铁路（东段）：23年10月复线电气化扩能改造工程通过国铁集团可研评审，有望在2024年开工建设。</p> |
| 红淖铁路 | 436 | 运力3950万吨/年 | 2023年电气化改造完成后，运力从3950万吨/年提升至6000到8000万吨/年。未来公司还将根据实际运量需求启动复线修建，完成后预计达到1.5亿吨/年货运能力。 |
| 将淖铁路 | 432 | 2023年12月12日项目顺利通过初步验收工作，预计在2023年底前正式投运，初、近、远期设计承载运力分别为2250万吨、3320万吨、4760万吨。 | 将淖二线全长约410公里，23年9月底动工建设，预计2025年建成投运，建成后实现达到双线电气化，年运能将达到1.5-2亿吨。 |

资料来源：中国青年网，张博《疆煤东运铁路通道运量分配研究》，丁海涛《兰新铁路通道运输格局优化研究》，北青网，新华网，昌吉日报，采招网，政府官网，武威日报，广汇物流公司公告，人民网，将淖铁路公司微信公众号，信达证券研发中心

疆煤铁路运输的车皮供给问题有望进一步缓解。国家铁路机车拥有量占全国铁路的体量相对较大，机车近年增长较为平稳，主要原因为国铁近年电气化率逐步提高，增加电气化机车的同时淘汰部分内燃机车，因此总体机车数量相对稳定。全国铁路货车拥有量近年都有所增长，且货车增长率较为稳定。近年随着铁路货运发送量逐年增长的趋势，全国铁路货车拥有量也逐年增长。根据澎湃新闻，23年6月国铁集团发布多个采购招标项目公告，货运方面采购订单包括3万辆铁路货车（2万辆C70E(H)型通用敞车以及1万辆X70型集装箱专用平车等）以及483辆各类机车，我们预计未来或还有较大规模的货车采购计划出炉。伴随着国铁机车及货车采购积极性提升及数量增长，我们分析疆煤铁路运输的车皮供给问题有望进一步得到缓解。

图33：全国铁路机车拥有量稳步增长


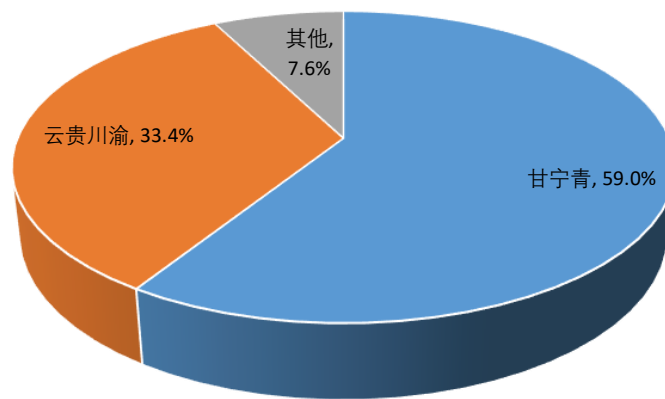
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图34：全国铁路货车拥有量稳步增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.4 疆煤重点终端消费地需求坚挺

疆煤重点终端消费地以西北和川渝地区为主。根据李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，从铁路运输流向看，2021年经铁路出疆煤中，到达西北地区甘肃、宁夏和青海三省总量为2174万吨，占出疆总量的59%，比2018年增加1260万吨、增长138%；到达西南地区重庆、四川、贵州和云南四省市为1231万吨，占出疆总量的33.4%，比2018年增加790万吨、增长179%。西北、西南两地区到达量合计占92.4%，其余去往中东部地区仅占7.6%（华中3.6%、华北2.0%、华东1.9%、其他0.1%）。

图35：2021年铁路出疆煤炭运输量流向结构


资料来源：李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，信达证券研发中心

疆煤终端需求有望维持坚挺：

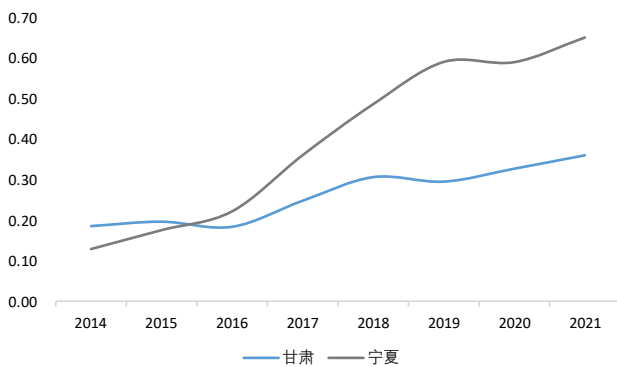
1) **甘肃方面**：我们测算原煤缺口由2014年0.19亿吨提升至2021年0.36亿吨（参考李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，21年疆煤铁路调入0.19亿吨）。随着河西走廊各地区承载甘肃东部地区产业转移规模扩大，以及在酒泉至湖南特高压输电项目建成后，为实现

以风电和太阳能新能源外送为主而配置的稳峰火电厂煤炭消耗量将逐步增加，该区域煤炭消费量仍将呈稳定增长态势。

2) 宁夏方面：我们测算原煤缺口由 2014 年 0.13 亿吨提升至 2021 年 0.65 亿吨（参考李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，21 年疆煤铁路调入 0.03 亿吨）。作为我国重要的能源化工基地，“十四五”期间宁夏或加速布局大批西电东送项目及煤化工产业基地，预计煤炭缺口或将进一步扩大。广汇物流预计，到 2025 年，宁夏煤炭消耗量超过 2 亿吨，原煤产量 1 亿吨，存在 1 亿吨的缺口，需要外部调入。新疆煤炭运至宁夏中卫地区和宁东基地销售较鄂尔多斯、榆林地区煤炭有一定价格优势。综合考虑宁夏煤炭缺口及疆煤运价运距优势，疆煤供往宁夏的煤炭铁路货运量将进一步增长。广汇物流预计到 2025 年，疆煤入宁供应 3000 万吨/年，研究年度内稳中有序增长，近、远期分别供应 4000 万吨/年、4600 万吨/年。

3) 川渝方面：我们测算四川及重庆原煤缺口由 2014 年-0.71 亿吨扭转至 0.23 亿吨（参考李华《疆煤外运相关问题分析及对策研究》，21 年疆煤铁路调入 0.074 亿吨）。受资源衰减、国家宏观政策调控和环境等因素约束，西南地区煤炭产量快速下降，疆煤的坑口成本优势有望助力拓展疆煤外运的西南区域市场。广汇物流预计，未来川渝地区每年的煤炭供应缺口在 1 亿吨左右，周边客户煤炭需求年煤炭需求量较大，需要外部调入。

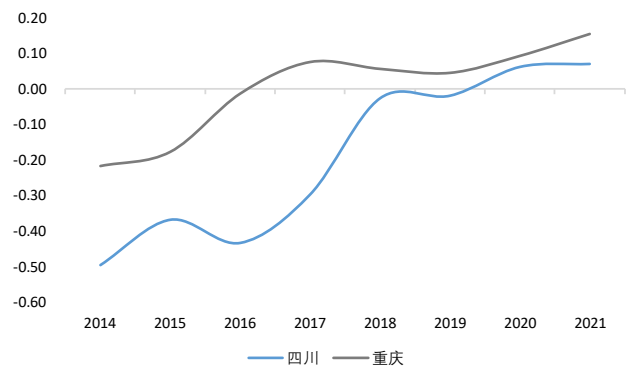
图36：甘肃和宁夏原煤缺口逐步扩大（亿吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：原煤缺口=原煤消费实物量-原煤产量

图37：四川和重庆原煤缺口逐步扩大（亿吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

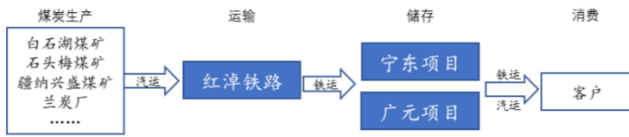
备注：原煤缺口=原煤消费实物量-原煤产量

2.5 投资思考：关注广汇物流上量节奏

广汇物流为疆煤外运的运输端重点标的。2020 年以来，公司借力大股东广汇集团旗下能源平台的产业协同优势，逐步转型能源物流服务商，进入疆煤外运领域，利用将淖红铁路的区位优势对外运输疆煤的同时，注重在对疆煤需求较大的区域布局终端物流基地，有望通过“线+点”结合实现对“面”的覆盖，提升能源物流业务的持续性与稳健性。

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及产能爬坡有望带来始发增量，此外西延线将淖铁路周边货源充足，通车后有望为红淖铁路带来过货增量；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。

后续建议重点关注疆煤外运铁路龙头广汇物流，在疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间有望兑现。

图38：公司能源物流业务布局情况


资料来源：广汇物流公司公告，信达证券研发中心

图39：公司能源物流产业布局示意图

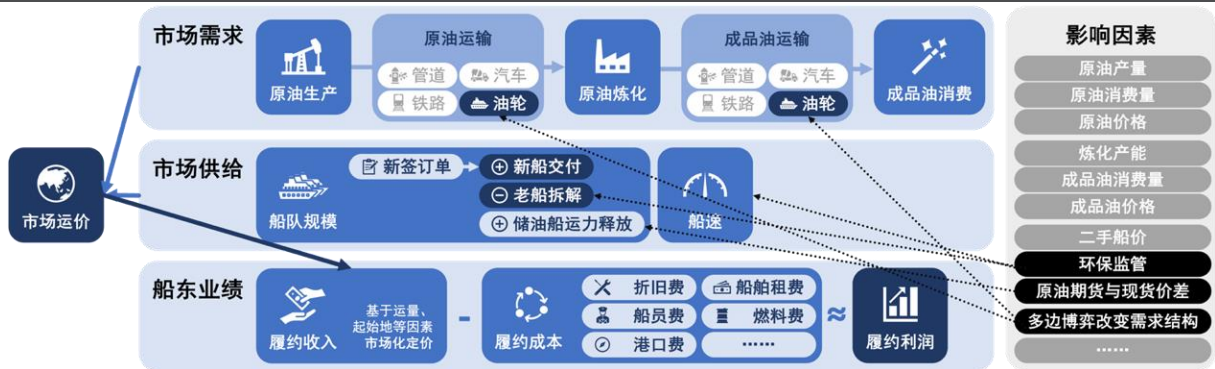

资料来源：广汇物流公司公告，信达证券研发中心

三、油运：供需有望改善，长期空间凸显

油运行业商业模式：供需结构受多因素影响，导致利润波动。油运行业主要服务于各地对散装原油、成品油的航运需求，收入基于市场化定价，成本主要包括折旧费、船舶租费、燃料费等，因此业绩主要由运价决定。行业运价主要由供需结构决定。

- **需求端：**指标主要包括运量、运距。其中，运量主要受到原油、成品油的产量、消费量、价格等因素影响；运距主要取决于各地区原油、成品油供需结构，受多边政治、经济博弈高度影响。
- **供给端：**指标主要包括船队规模、船速。其中，新船交付、储油船运力释放均可扩大行业船队规模，而老船拆解将导致行业船队规模收缩。

图40：油轮航运生意模式



资料来源：信达证券研发中心整理绘制

供需向好，运价具备长期上行空间。从需求端看，原油航运方面，美国、巴西等地区的原油产量扩张趋势叠加中国、印度的原油消费量扩张趋势，有望拉伸运距；成品油航运方面，亚太地区的成品油产量扩张趋势叠加欧洲的成品油进口刚性需求，有望拉伸运距。从供给端看，行业造船意愿偏弱、环保监管限制船速等因素导致供给端或将持续趋紧。建议关注相关标的的中远海能、招商轮船、招商南油。

表4：油轮板块A股上市公司相关数据

| 证券简称及代码 | 中远海能 600026.SH | 招商轮船 601872.SH | 招商南油 601975.SH |
|---------------------------|---|---|--------------------------|
| 最终控制方 | 中国远洋海运集团（央企） | 招商局集团（央企） | 招商局集团（央企） |
| 主营业务 | 全球油品运输；外贸 LNG 运输 | 全球油品、干散货、集装箱、滚装船运输 | 全球油品、化学品、气体运输；燃供及化学品贸易业务 |
| 油轮船队运力规模 截至 2023 年上半年末 | 并表油轮船队：148 艘，2083 万载重吨，平均船龄 11.4 年。 长期租入油轮：6 艘，159 万载重吨，平均船龄 10.2 年。 合营及联营公司油轮：16 艘，99 万载重吨，平均船龄 9.7 年。 | 自有油轮 57 艘，1664.65 万载重吨，平均船龄 8.6 年。其中： VLCC：52 艘，53.58 万载重吨，平均船龄 14.7 年。 阿芙拉型 Aframax：5 艘，1611.07 万载重吨，平均船龄 8.1 年。 | N/A |
| 2022 年营收 | 186.58 亿元 | 297.08 亿元 | 62.64 亿元 |
| 油运业务营收 | 173.09 亿元，占比 92.77% | 70.29 亿元，占比 23.66% | 50.51 亿元，占比 80.62% |
| 2022 年归母净利润 | 14.57 亿元 | 50.86 亿元 | 14.34 亿元 |
| 2022 年 ROE | 4.84% | 17.11% | 21.78% |
| 市值 截至 2023-12-05 | 532.96 亿元 | 482.92 亿元 | 135.39 亿元 |

资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

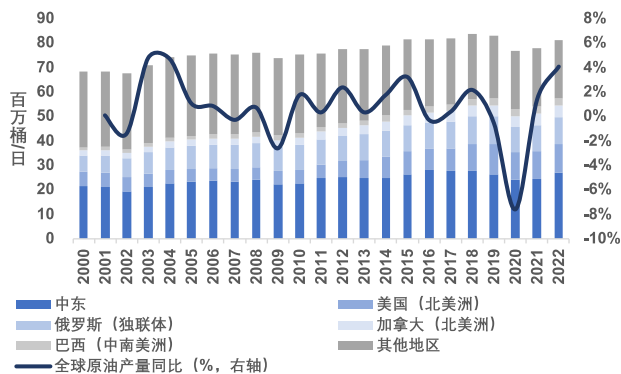
3.1 需求端：产销地的分化赋予长期扩张趋势

3.1.1 原油航运：预计长期受益于美国、巴西产量扩张以及中国、印度消费量上行

原油产量：中东维持主要份额，美国、巴西产量逐步扩张。2022年，全球原油产量实现 81.16 百万桶/日，同比增长 4.11%，2000~2022 年 CAGR 为 0.78%。

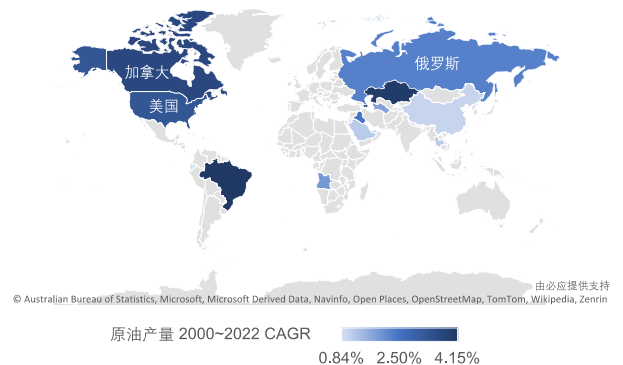
- **中东维持产油地区中的核心地位：**中东地区 2022 年原油产量实现 27.05 百万桶/日，占全球原油产量 33.33%，占比自 2000 年起维持在 30% 附近，稳居全球各地区首位。为避免石油供需失衡、维护油价以及相关经济利益，沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋等 OPEC 中东主要产油国倾向于在油价偏低时减产。2000~2022 年，中东地区原油产量 CAGR 为 1.02%，仅高于全球水平 0.24pct。
- **美国产量积极扩张，现稳居全球各国首位：**得益于 2010 年起页岩油革命带动榨油技术发展，美国的页岩采油成本大幅缩减，原油产量高速扩张。2022 年，美国原油产量实现 11.89 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 8.51% 提升至 2022 年的 14.65%，自 2019 年起稳居各国首位。在页岩油革命发展较快的 2010~2015 年，美国原油产量 CAGR 高达 11.48%。
- **巴西产量增速突出，2000~2022 年 CAGR 居全球各国首位。**得益于油田的持续开发，巴西的原油产量高速扩张。2022 年，巴西原油产量实现 3.02 百万桶/日，占全球产量比重从 2000 年的 1.80% 提升至 2022 年的 3.72%，CAGR 以 4.15% 居全球各国首位，超出全球水平 3.37pct。

图41：全球原油产量结构-分地区



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

图42：美国、巴西等地区原油产量增速领先全球



资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心
 注：在BP、EI口径的主要地区中，选取原油产量2000~2022 CAGR 领先全球水平的地区。

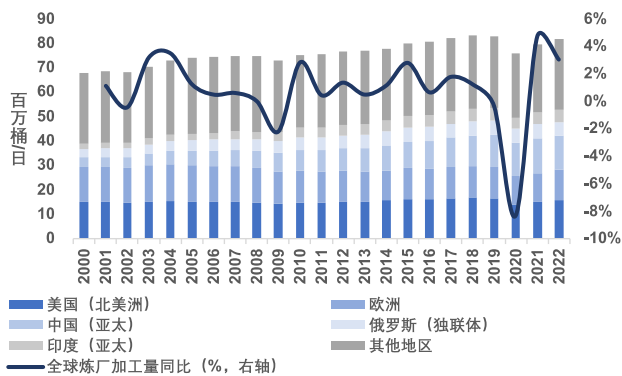
表5：全球主要地区原油产量相关数据

| 地区/国家 | 原油产量 百万桶/日 | | | | 原油产量占全球份额 | | |
|-----------|--------------|--------------|----------------|-----------------|-----------|--------|-----------------|
| | 2000 | 2022 | 2000~2022 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2022 | 变动幅度 |
| 中东 | 21.64 | 27.05 | 1.02% | +0.24pct | 31.62% | 33.33% | +1.71pct |
| 北美洲 | 11.03 | 18.54 | 2.39% | +1.61pct | 16.12% | 22.84% | +6.72pct |
| 美国 | 5.82 | 11.89 | 3.30% | +2.52pct | 8.51% | 14.65% | +6.14pct |
| 加拿大 | 2.20 | 4.87 | 3.68% | +2.91pct | 3.21% | 6.00% | +2.79pct |
| 独联体 | 7.84 | 13.42 | 2.48% | +1.70pct | 11.45% | 16.54% | +5.09pct |
| 俄罗斯 | 6.47 | 10.67 | 2.30% | +1.52pct | 9.46% | 13.15% | +3.69pct |
| 亚太 | 7.52 | 6.72 | -0.51% | -1.29pct | 10.99% | 8.29% | -2.7pct |
| 非洲 | 7.38 | 6.53 | -0.56% | -1.34pct | 10.78% | 8.04% | -2.74pct |
| 中南美洲 | 6.36 | 6.04 | -0.24% | -1.02pct | 9.30% | 7.44% | -1.87pct |
| 巴西 | 1.24 | 3.02 | 4.15% | +3.37pct | 1.80% | 3.72% | +1.92pct |
| 欧洲 | 6.66 | 2.86 | -3.77% | -4.55pct | 9.73% | 3.52% | -6.21pct |
| 全球 | 68.42 | 81.16 | 0.78% | | | | |

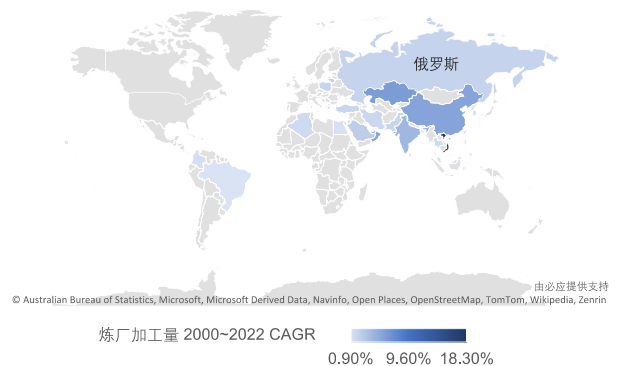
资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

原油消费量：全球重心逐步从欧美向中国、印度转移。2022年，全球炼厂加工量实现81.94百万桶/日，同比增长3.06%，2000~2022年CAGR为0.86%。

- **原油炼化的重心逐步向亚太转移：**分地区看，在2000年，北美洲、亚太、欧洲为全球原油需求核心地区，三者分别贡献全球炼厂加工量26.59%、26.26%、21.03%的比重。随着经济全球化加深，亚太地区国家的经济高增带动原油需求增速领先全球，**2000~2022年，亚太炼厂加工量占全球比重增长10.16pct至36.42%。**
- **中国、印度份额提升显著：**分国家看，2000~2022年，中国炼厂加工量占全球比重从5.99%提至16.95%，世界排名从第3提至第2，与排名第1的美国在占比上的差距从16.21pct缩至2.48pct；印度炼厂加工量占全球比重从3.01%提至6.20%，世界排名从第7提至第4。

图43：全球炼厂加工量结构-分地区


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

图44：中国、印度地区炼厂加工量增速领先全球


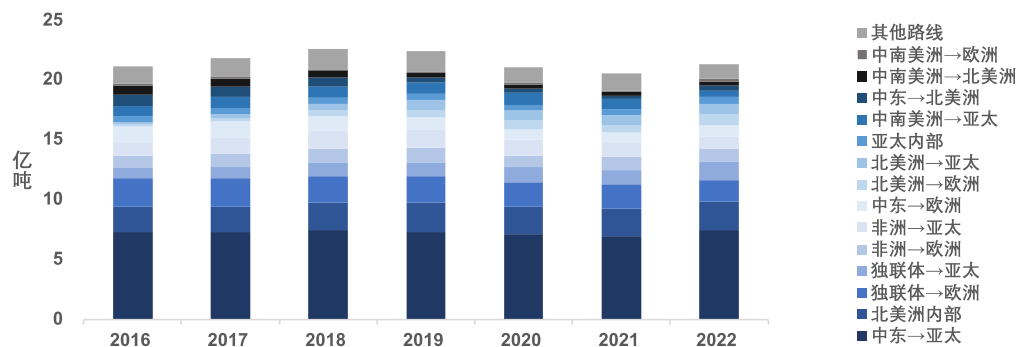
资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心
 注：在BP、EI口径的主要地区中，选取炼厂加工量2000~2022 CAGR领先全球水平的地区。

表6：全球主要地区炼厂加工量相关数据

| 地区/国家 | 炼厂加工量 百万桶/日 | | | | 炼厂加工量占全球份额 | | |
|-----------|--------------|--------------|----------------|-----------------|------------|---------------|------------------|
| | 2000 | 2022 | 2000~2022 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2022 | 变动幅度 |
| 亚太 | 17.82 | 29.84 | 2.37% | +1.51pct | 26.26% | 36.42% | +10.16pct |
| 中国 | 4.07 | 13.89 | 5.74% | +4.88pct | 5.99% | 16.95% | +10.96pct |
| 印度 | 2.04 | 5.08 | 4.24% | +3.38pct | 3.01% | 6.20% | +3.2pct |
| 北美洲 | 18.04 | 18.44 | 0.10% | -0.76pct | 26.59% | 22.50% | -4.09pct |
| 美国 | 15.07 | 15.93 | 0.25% | -0.61pct | 22.21% | 19.44% | -2.77pct |
| 欧洲 | 14.27 | 12.38 | -0.64% | -1.51pct | 21.03% | 15.11% | -5.92pct |
| 中东 | 5.86 | 9.03 | 1.98% | +1.12pct | 8.64% | 11.02% | +2.37pct |
| 独联体 | 4.30 | 6.62 | 1.98% | +1.12pct | 6.33% | 8.07% | +1.74pct |
| 中南美洲 | 5.38 | 3.73 | -1.65% | -2.52pct | 7.93% | 4.55% | -3.38pct |
| 非洲 | 2.18 | 1.91 | -0.60% | -1.46pct | 3.21% | 2.33% | -0.88pct |
| 全球 | 67.85 | 81.94 | 0.86% | | | | |

资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心




美国、巴西等地区的原油产量扩张趋势叠加中国、印度的原油消费量扩张趋势，有望拉伸原油航运运距。考虑到同地区内或接壤地区之间可以采用管道或铁路、汽车运输油品，我们认为跨地区且地区间非接壤的运输路线对航运存在刚性需求。分地区看，中东→亚太路线持续贡献原油外贸量30%~35%的份额，北美洲→亚太路线贡献原油外贸量份额从2016年的0.82%提升至2022年的3.94%。考虑到美国→亚太路线运距分别约为中东→亚太、美国→欧洲路线运距的1.7、2.2倍，我们预计，若美国对亚太的原油出口增加，原油航运运距或缓慢拉长。

图45：全球原油外贸量结构-按地区分路线


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

注：我们基于英国石油公司BP、能源协会EI的口径及数据，将原油进出口地区划分为北美洲、中南美洲、欧洲、独联体、中东、非洲、亚太7个地区，梳理各地区之间的原油运量，并总结出主要运输路线。

表7: BDTI 原油航运主要航线相关信息

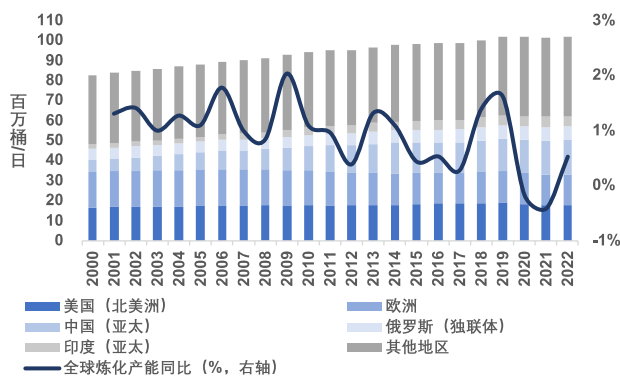
| 重点路线 2022 原油运量及占全球贸易量比重 | 中东→亚太 7.48 亿吨, 占比 35.12% | 北美洲→欧洲 0.90 亿吨, 占比 4.24% | 北美洲→亚太 0.84 亿吨, 占比 3.94% |
|----------------------------|---|--|---|
| BDTI 代表航线 | TD3C | TD25 | TD22 |
| 代表航线起点 | 沙特阿拉伯 拉斯坦努拉 | 美国 休斯顿 | 美国 休斯顿 |
| 代表航线终点 | 中国 宁波 | 荷兰 鹿特丹 | 中国 宁波 |
| 主要船型 | VLCC | 巴拿马型 Panamax | VLCC |
| 载重运距 | 约 6700 海里 | 约 5100 海里 | 约 11100 海里 |
| 参考单程时间 | 约 50 天 | 约 40 天 | 约 74 天 |
| 示意图 |  |  |  |

资料来源: 波罗的海交易所官网, Clarksons, 信达证券研发中心译制整理重绘

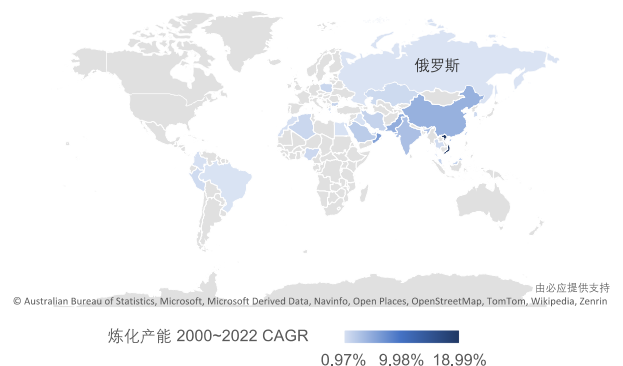
3.1.2 成品油航运: 预计长期受益于亚太产量扩张以及欧洲的进口需求韧性

成品油生产: 基于油品炼化产能, 全球炼化产能趋于向亚太地区集中。2022 年, 全球油品炼化产能达 101.90 百万桶/日, 同比增长 0.53%, 2000~2022 年 CAGR 为 0.94%。

- **亚太地区油品炼化产能突出且持续扩张:** 分地区看, 2000 年以来, 全球油品炼化产能趋于向亚太地区集中。2000~2022 年, 亚太地区的炼化产能 CAGR 为 2.35%, 超出全球水平 1.41pct, 占全球比重从 26.20% 提升至 35.51%。
- **中国炼化产能规模 2022 年居世界第 2:** 分国家看, 中、印的炼化产能增长较为突出。2000~2022 年, 中国炼化产能占全球比重从 7.13% 提至 16.94%, 世界排名维持第 2, 与排名第 1 的美国在占比上的差距从 12.86pct 缩至 0.79pct; 印度炼厂加工量占全球比重从 2.68% 提至 4.95%, 世界排名从第 8 提至第 4。

图46: 全球炼化产能结构-分地区


资料来源: 英国石油公司 BP, 能源协会 EI, 信达证券研发中心

图47: 亚太地区炼化产能增速领先全球


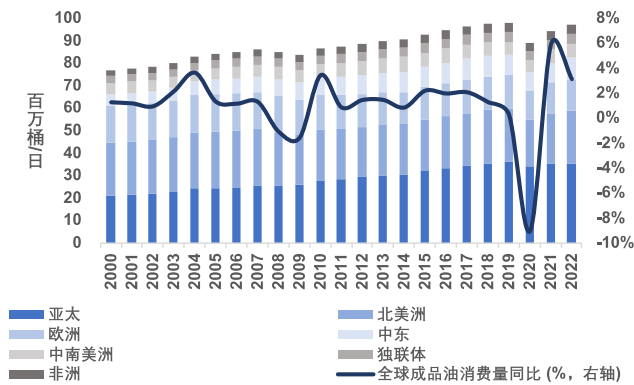
资料来源: 英国石油公司 BP, 能源协会 EI, 信达证券研发中心
 注: 在 BP、EI 口径的主要地区中, 选取炼化产能 2000~2022 CAGR 领先全球水平的地区。

表8：全球主要地区炼化产能相关数据

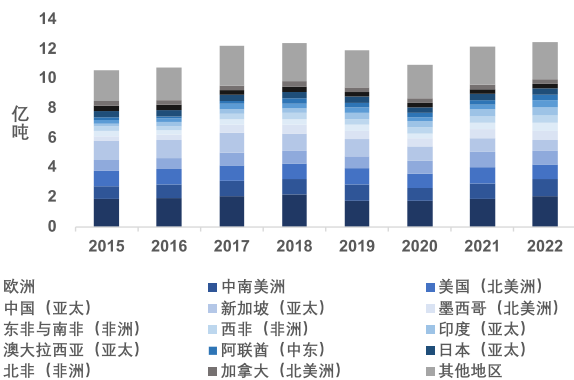
| 地区/国家 | 炼化产能 百万桶/日 | | | | 炼化产能占全球份额 | | |
|-----------|--------------|---------------|----------------|-----------------|-----------|---------------|-----------------|
| | 2000 | 2022 | 2000~2022 CAGR | 对比全球 CAGR | 2000 | 2022 | 变动幅度 |
| 亚太 | 21.71 | 36.19 | 2.35% | +1.41pct | 26.20% | 35.51% | +9.31pct |
| 中国 | 5.91 | 17.26 | 4.99% | +4.05pct | 7.13% | 16.94% | +9.81pct |
| 印度 | 2.22 | 5.04 | 3.80% | +2.86pct | 2.68% | 4.95% | +2.27pct |
| 北美洲 | 19.91 | 21.57 | 0.37% | -0.58pct | 24.03% | 21.17% | -2.86pct |
| 美国 | 16.57 | 18.06 | 0.39% | -0.55pct | 19.99% | 17.72% | -2.27pct |
| 欧洲 | 18.00 | 15.05 | -0.81% | -1.75pct | 21.72% | 14.77% | -6.95pct |
| 中东 | 6.74 | 11.06 | 2.27% | +1.33pct | 8.14% | 10.85% | +2.71pct |
| 独联体 | 7.25 | 8.55 | 0.75% | -0.19pct | 8.75% | 8.39% | -0.36pct |
| 中南美洲 | 6.31 | 6.22 | -0.07% | -1.01pct | 7.62% | 6.10% | -1.52pct |
| 非洲 | 2.94 | 3.27 | 0.49% | -0.46pct | 3.55% | 3.21% | -0.34pct |
| 全球 | 82.86 | 101.90 | 0.94% | | | | |

资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

成品油消费：欧洲地区对成品油的进口需求刚性不减。2022年，全球成品油消费量达97.31百万桶/日，同比增长3.11%，2000~2022年CAGR为1.09%。考虑到各地的炼化产能情况有别，全球成品油主要消费地的进口量不一。其中，**欧洲的成品油进口量最大，占全球成品油进口量比重稳定在17%附近。**

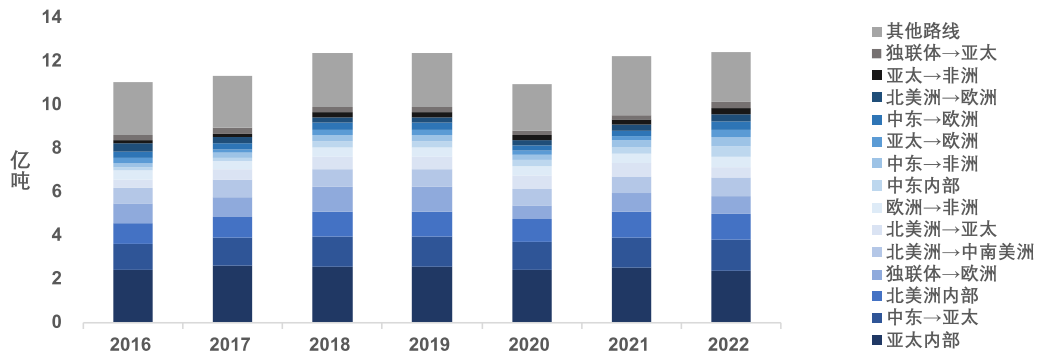
图48：全球成品油消费量结构


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

图49：全球成品油进口量结构


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

亚太地区的成品油产量扩张趋势叠加欧洲的成品油进口需求韧性，有望拉伸成品油航运运距。考虑到同地区内或接壤地区之间可以采用管道或铁路、汽车运输油品，我们认为跨地区且地区间非接壤的运输路线对航运存在刚性需求。分地区看，2016~2022年，亚太→欧洲路线贡献成品油外贸量CAGR为7.11%，超出全球水平5.08pct，占全球成品油外贸量份额从2016年的2.15%提升至2022年的2.87%。

图50：全球成品油外贸量结构-按地区分路线


资料来源：英国石油公司BP，能源协会EI，信达证券研发中心

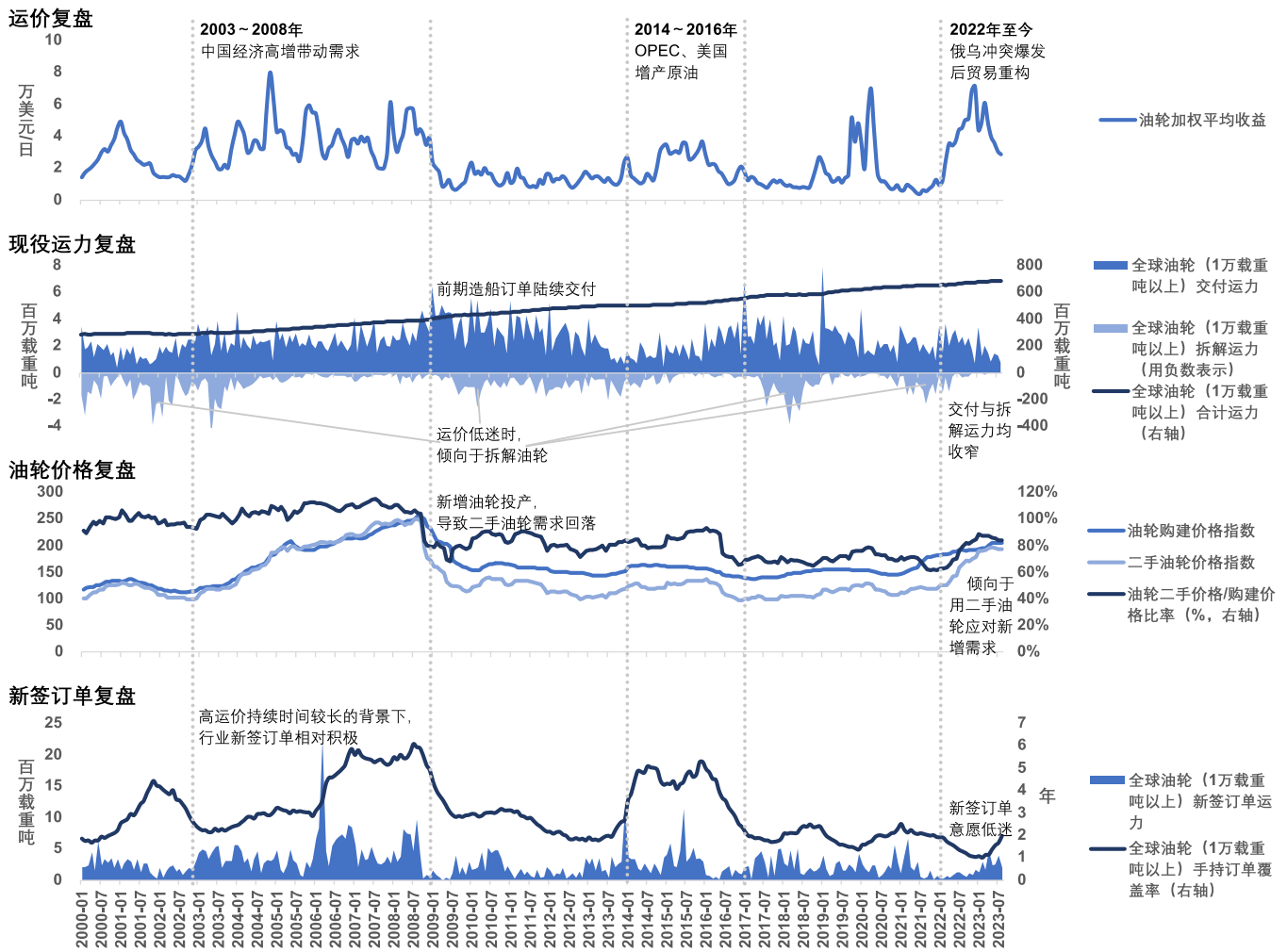
注：我们基于英国石油公司BP、能源协会EI的口径以及数据，将成品油进出口地区划分为北美洲、中南美洲、欧洲、独联体、中东、非洲、亚太7个地区，梳理各地区之间的成品油运量，并总结出主要运输路线。

3.2 供给端：造船意愿、环保监管等因素导致增量受限

航运业的供给能力基于船队规模以及各船舶的运输频率。其中，船队结构及规模是各船东业务范围、业务规模及盈利能力的基础；各船舶的运输频率决定行业的实际运输能力。我们认为，油轮板块供给能力的变化由船队规模主导，船速具备重要影响。现阶段，行业造船意愿偏弱、环保监管限制船速等因素导致供给端或将持续趋紧。

主导因素：增量需求未表现出强持续性，行业造船意愿偏弱。考虑到造船“下单→设计→建造→交付”的流程长达约2年，油轮行业供给端船队规模的变动一般滞后于需求端的变动。油轮行业船队规模的扩张，主要取决于净增运力的预期经营价值是否高于净增运力所需的资本投入。即，若新船的长期盈利能力较强，船东更倾向于新签订单；而在老船的剩余经营价值较低的情况下，船东更倾向于拆解老船。从2000年以来的历史表现上看：

- **供给端变动的滞后，导致高运价主要由需求增量推动：**2003~2008年，中国经济高增带动油品贸易需求；2014~2016年，OPEC、美国持续增产原油带动全球油品贸易需求；2022年至今，俄乌冲突引起的贸易重构带动全球油品贸易需求。上述三个阶段中，油运运价上行均由供给端短时间内难以调整适应的增量需求带动。
- **新签订单的积极性基于高运价的持续时间：**在高运价持续时间较长的2003~2008年，行业新签订单较积极；在高运价持续时间较短的阶段，船东倾向于使用二手油轮应对需求，推动二手油轮价格上行。从历史拆解运力规模、手持订单覆盖率水平上看，行业新签订单积极性与老旧船舶出清、船台紧张程度的相关性较低。
- **运价低迷促进老旧船舶拆解：**老旧船舶需更频繁地进坞检查，且经营成本、经营风险均更高，盈利能力较弱。故运价低迷时，行业继续经营老旧船舶的意愿更低。
- **现阶段行业造船意愿偏弱：**考虑到俄乌冲突相关贸易重构的持续性存在较强的不确定性、本轮运价上行持续时间仍较短、中长期看油品消费将达峰等因素，行业未表现出强烈的新签订单意愿，各船东倾向于采用二手油轮消化需求，油轮二手价格/购建价格比率从2022年初的61.76%提升至2023年8月的83.97%。

图51：油轮行业新签订单运力相关数据复盘


资料来源：Clarksons, Martin Stopford 《Maritime Economics》，纽约客杂志 The New Yorker, Euronav 公司官网，信达证券研发中心整理绘制

对比历史上运价高企的 2003~2008 年、2014~2015 年，现阶段全球油轮新签订单、在手订单、交付量均偏低，且 2023 年拆解量偏低、平均拆解船龄偏高。中短期看，预计油轮新增数量有限，行业倾向于延迟拆解老船以缓解供给紧缺。同时，2013~2022 年油轮平均拆解船龄 24.5 年，考虑到油轮造船周期约 2 年，现阶段船龄 22.5 年以上的活跃原油油轮合计运力占比 3.35%、活跃成品油油轮合计运力占比 3.46%，潜在拆解量庞大，叠加新增运力的偏低，全球油轮运力规模有望进一步趋紧。

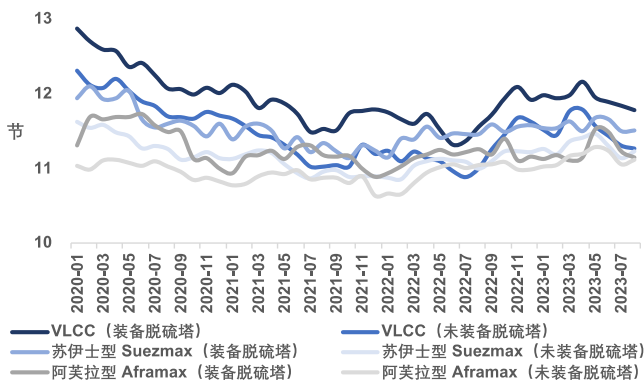
表9：2022 年以来，全球油轮（1 万载重吨以上）船队规模相关指标对比历史高运价年份

| 指标 | 2003~2008 年度平均 | 2014~2015 年度平均 | 2022 年 | 2023 年 1~9 月 |
|------|---------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|
| 新签订单 | 617 艘, 51.48 百万载重吨 | 410 艘, 39.93 百万载重吨 | 155 艘, 9.87 百万载重吨 | 230 艘, 21.35 百万载重吨 |
| 在手订单 | 1283 艘, 104.56 百万载重吨 | 808 艘, 70.22 百万载重吨 | 461 艘, 48.89 百万载重吨 | 355 艘, 30.02 百万载重吨 |
| 交付 | 387 艘, 30.33 百万载重吨 | 217 艘, 17.82 百万载重吨 | 254 艘, 28.5 百万载重吨 | 108 艘, 12.39 百万载重吨 |
| 拆解 | 103 艘, 6.97 百万载重吨, 平均船龄 27.81 年 | 71 艘, 4.99 百万载重吨, 平均船龄 24.7 年 | 67 艘, 4.88 百万载重吨, 平均船龄 22.46 年 | 8 艘, 0.28 百万载重吨, 平均船龄 29.36 年 |

资料来源：Clarksons, 信达证券研发中心

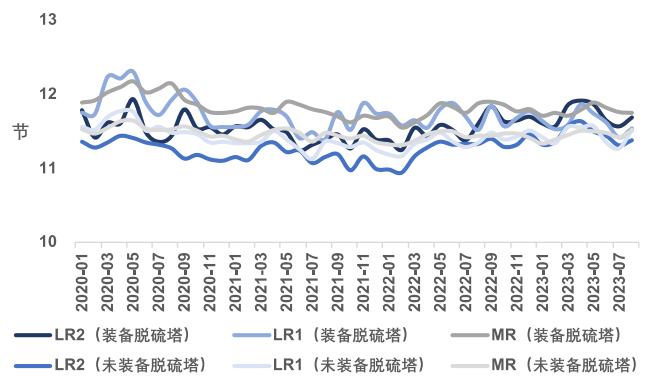
重要因素：环保监管趋严导致船速受限。2020年起，国际海事组织 IMO 对温室气体排放的相关政策出台趋于频繁，在 2021 年发布船舶技术能效指数 EEXI、船舶碳排放强度指标 CII，并于 2023 年起正式实施。其中，EEXI 对船舶的温室气体排放水平提出限制，且限制随着时间逐步收紧；CII 对船舶的碳排放强度进行评级，并要求船舶碳排放水平持续改善。根据 IMO 建议，限制动力降低船速对现有船舶而言可直接实现减排目标。从船速表现上看，从 2020 年 1 月到 2023 年 8 月，VLCC、苏伊士型油轮降速明显，降幅分别达到 1 节以上、0.4 节左右，而其他船型的船速整体维持稳定。

图52：原油油轮平均船速



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图53：成品油油轮平均船速



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

3.3 投资思考：建议结合多边关系判断需求增量

油运行业需求端主要取决于全球各地的油品贸易结构，供给端主要取决于全球各船东油轮船队的规模及运输效率。现阶段行业供给增长受限，需求增量有望释放运价弹性，带动相关船东盈利改善，维持“看好”评级。考虑到中东、北美洲、中南美洲等地区国家的油品出口对油运需求存在决定性影响，建议结合多边关系判断需求增量，关注中远海能（600026.SH）、招商轮船（601872.SH）、招商南油（601975.SH）。

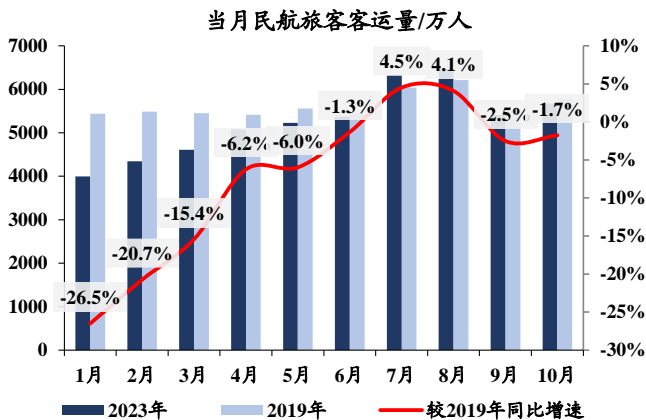
四、航空：国际复苏持续，供需加速改善

4.1 供需端：国际航线复苏推动供需改善

4.1.1 整体：行业供需回升，运力恢复快于需求，客座率持续修复

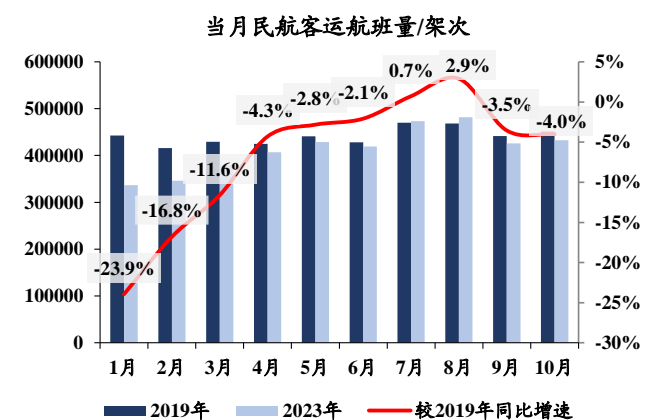
民航客运快速修复，暑运出行情况超 2019 年同期水平。全国民航客运量和航班量逐月恢复，与 2019 年同比差距收窄；其中 7 月和 8 月暑运期间，出行数据超出 2019 年同期水平，7/8 月旅客量较 2019 年同比分别+4.5%/+4.1%，7/8 月民航客运航班量较 2019 年同比分别+0.7%/+2.9%。9 月后出行进入淡季，客运量和航班量较 2019 年同期均有下降，10 月民航客运旅客量和航班量分别较 2019 年同比-1.7%、-4.0%。

图54：全国民航客运旅客量较 2019 年同期恢复加快



资料来源：Wind，信达证券研发中心

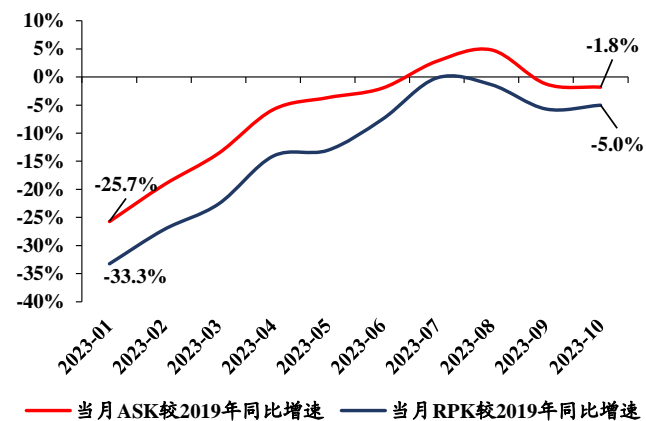
图55：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减



资料来源：Wind，信达证券研发中心

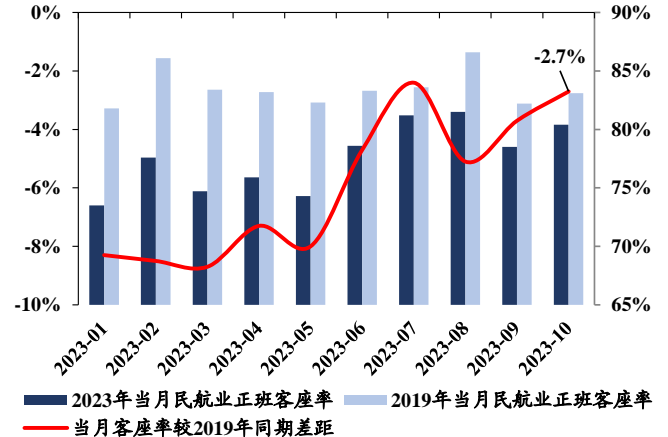
行业整体运力及周转量回升，运力恢复快于需求，月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄。行业月度 ASK 在 7~8 月超出 2019 年同期水平，分别较 2019 年同比+2.8%、+4.8%，但月度 RPK 尚未恢复到 2019 年同期情况，7~8 月较 2019 年差距最小，同比分别-0.2%、-1.4%；因而月度客座率较 2019 年同期仍有差距，但整体上差距逐渐收窄，客座率由 1 月的 73.5% 回升至 10 月的 80.4%，7/8 月客座率达到 81.2%/81.5%，与 2019 年相比，客座率差距从 1 月的-8.3pct 缩小至 10 月的-2.7pct，7/8 月客座率较 2019 年差距分别为-2.4pct/-5.1pct。

图56：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：Wind，信达证券研发中心

图57：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：Wind，信达证券研发中心

4.1.2 国内：航线运力及旅客量均已超 2019 年同期，客座率仍有差距

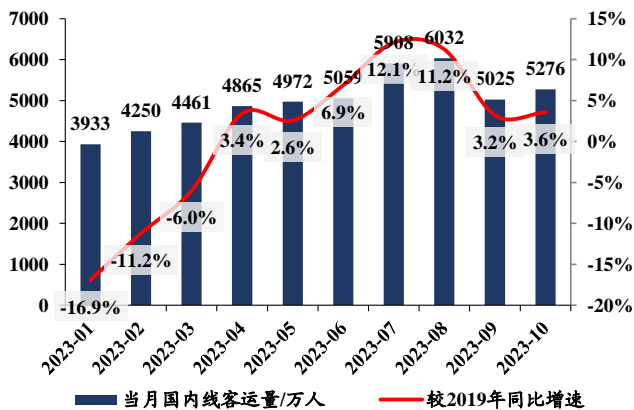
国内航线方面，自 4 月起国内线旅客客运量已超出 2019 年同期水平。10 月国内线客运量达到 5276 万人次，同比 2019 年提升 3.6%。具体航司情况看：

ASK: 各航司自 2 月起国内运力投放均已超过 2019 年同期。10 月南航、国航、东航、春秋、吉祥当月国内线 ASK 同比 2019 年分别+13.0%、+15.2%、+17.2%、+42.7%、+22.3%。10 月份三大航中东航恢复最快，春秋航空恢复快于吉祥航空，整体两小航恢复快于三大航。

RPK: 国内航线周转量恢复节奏略慢于运力投放，各航司自 4 月起国内旅客周转量均超过 2019 年同期。10 月南航、国航、东航、春秋、吉祥当月国内线 RPK 同比 2019 年分别+10.0%、+7.6%、+10.4%、+41.7%、+19.8%。10 月份三大航中东航恢复最快，春秋航空恢复快于吉祥航空，整体两小航恢复快于三大航。

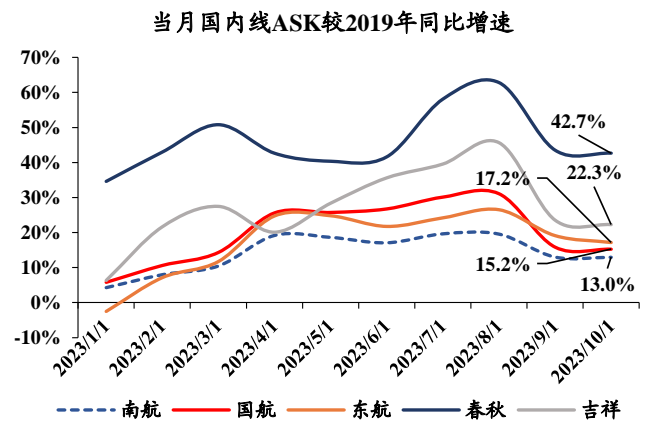
客座率: 各航司客座率较 2019 年同期差距整体呈现收窄趋势，其中春秋、吉祥航空 7 月客座率超出 2019 年同期，客座率分别达到 93.2%、88.4%，同比 2019 年分别+0.6、+0.7pct。其余月份各航司较 2019 年同期均还存在差距，10 月南航、国航、东航、春秋、吉祥客座率分别达到 81.9%、78.8%、78.9%、91.8%、86.7%，较 2019 年同比分别-2.2、-5.6、-4.8、-0.6、-1.8pct。

图58：国内线旅客客运量 4 月起已超过 2019 年同期



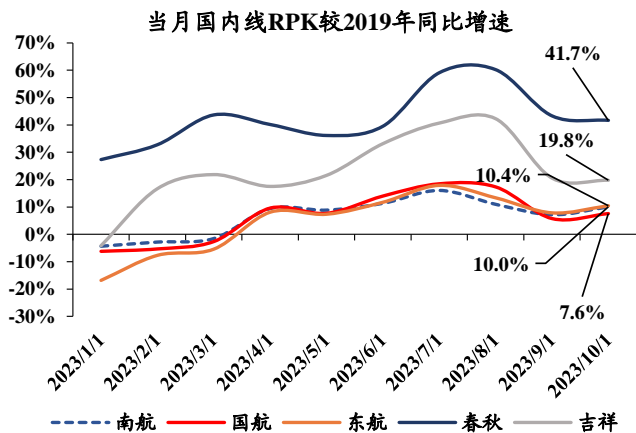
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图59：各航司国内线 ASK 自 2 月均已超过 2019 年同期水平



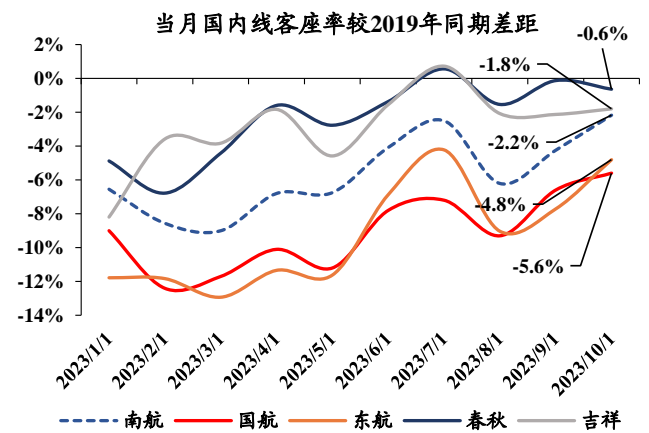
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图60：各航司国内线 RPK 自 4 月起已超过 2019 年同期水平



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图61：各航司月度国内线客座率较 2019 年同期仍有差距



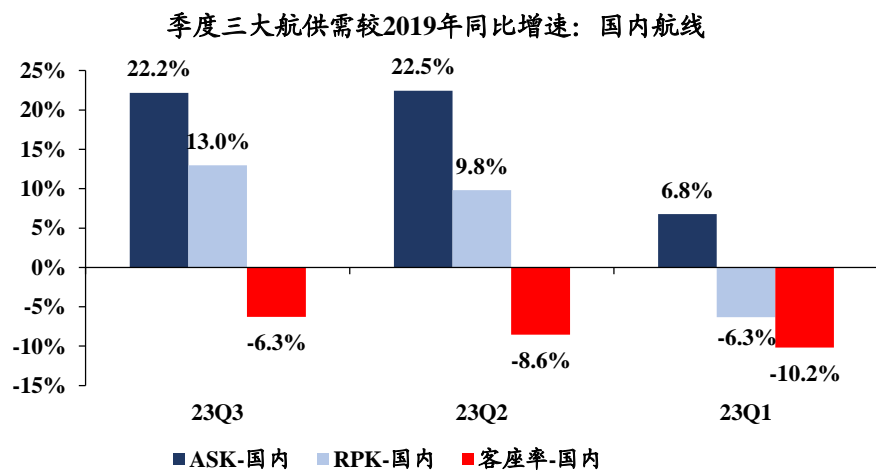
资料来源：Wind，信达证券研发中心

季度情况看，23Q1~Q3 三大航合计国内线 ASK 较 2019 年同比分别+6.8%、+22.5%、+22.2%，对应 RPK 同比 2019 年分别+9.8%、+13.0%、+6.3%，客座率分别 72.7%、74.3%、77.5%，较 2019 年同期分别-10.2、-8.6、-6.3pct。

23Q1~Q3 春秋航空国内线 ASK 较 2019 年同比分别+42.7%、+41.5%、+55.1%，对应 RPK 同比 2019 年分别+34.6%、+38.6%、+54.5%，客座率分别 87.4%、90.3%、92.7%，较 2019 年同期分别-5.3、-1.9、-0.3pct。

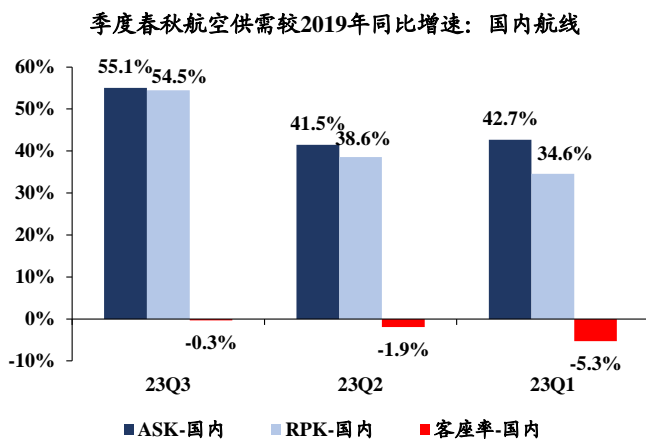
23Q1~Q3 吉祥航空国内线 ASK 较 2019 年同比分别+18.2%、+27.9%、+36.4%，对应 RPK 同比 2019 年分别+11.3%、+24.0%、+34.8%，客座率分别 80.9%、83.3%、87.6%，较 2019 年同期分别-5.0、-2.6、-1.1pct。

图62：三大航合计季度情况-国内线供需&客座率



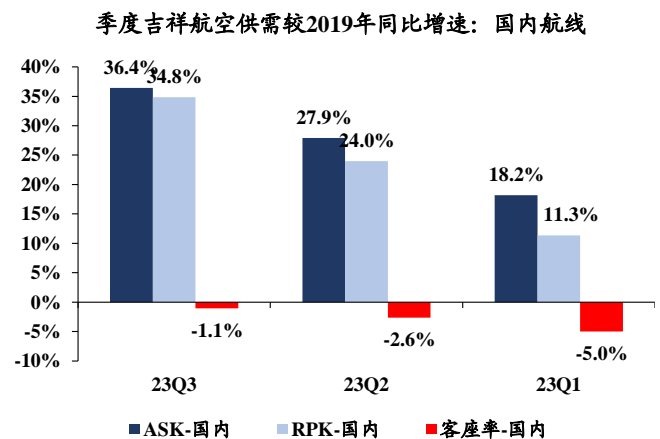
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图63：春秋航空季度情况-国内线供需&客座率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图64：吉祥航空季度情况-国内线供需&客座率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.1.3 国际：国际及地区航线恢复较慢，供需及客座率仍处修复期

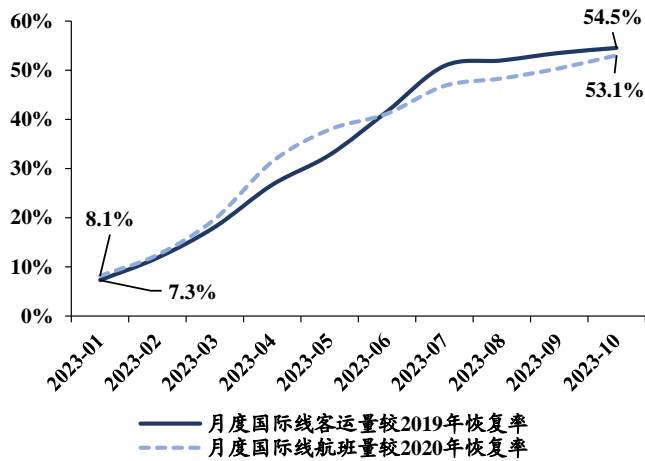
国际航线较国内航线恢复较慢，当前客运量及航班量均未恢复至 2019 年同期水平。1~10 月，民航国际线客运量及航班量恢复率逐月提升，月度客运量恢复率从 1 月的 7.3% 提升至 10 月的 54.5%，月度航班量恢复率从 1 月的 8.1% 提升至 10 月的 53.1%。具体航司情况看：

ASK: 各航司国际运力总体上逐月恢复。7月和8月航司国际线ASK较2019年恢复率均超过50%；10月份，除春秋航空外，各航司国际线ASK恢复率已超过60%。10月南航、国航、东航、春秋、吉祥当月国际线ASK较2019年恢复度分别61.5%、60.4%、62.1%、34.6%、91.8%。10月份三大航中东航国际线ASK恢复最快，吉祥航空恢复好于春秋航空。

RPK: 各航司国际线周转量基本稳步恢复。除春秋航空外，10月各航司国际线RPK恢复率均超过50%。10月南航、国航、东航、春秋、吉祥当月国际线RPK较2019年恢复度分别59.0%、53.8%、58.2%、31.0%、81.3%。10月份三大航中南航国际线RPK恢复最快，吉祥航空恢复好于春秋航空。

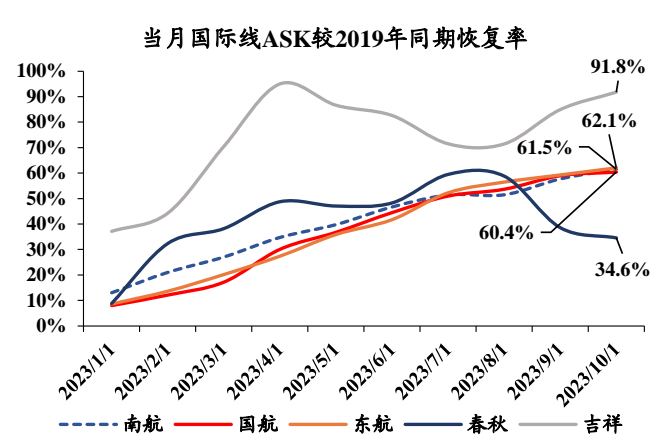
客座率: 各航司月度国际线客座率较2019年同期差距整体呈现收窄趋势。7月各航司客座率与2019年同期差距最小，南航、国航、东航、春秋、吉祥客座率分别达到83.2%、72.8%、77.2%、86.9%、78.4%，同比2019年分别-0.3、-5.6、-3.2、-1.9、-1.3pct。10月南航、国航、东航、春秋、吉祥客座率分别达到78.2%、69.9%、71.4%、76.9%、65.8%。较2019年同比分别-3.3、-8.6、-4.8、-8.8、-8.5pct。

图65: 国际线恢复较慢, 客运量恢复程度已超过航班量



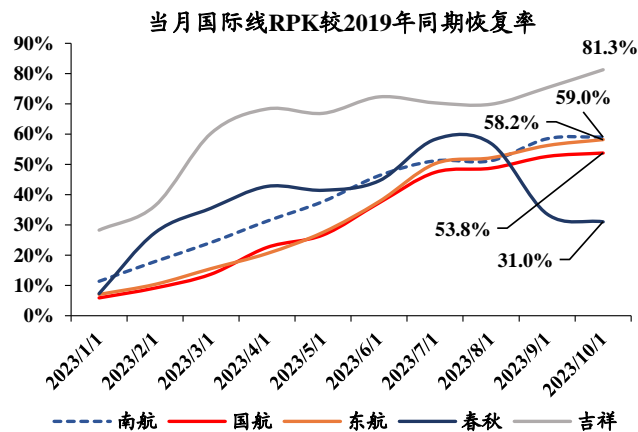
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图66: 除春秋外, 10月各航司国际线ASK恢复率超60%



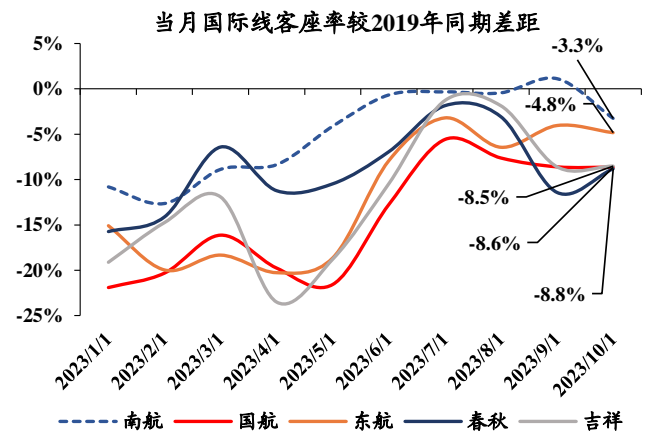
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图67: 除春秋外, 10月各航司国际线RPK恢复率超50%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图68: 各航司月度国际线客座率较2019年同期差距收窄



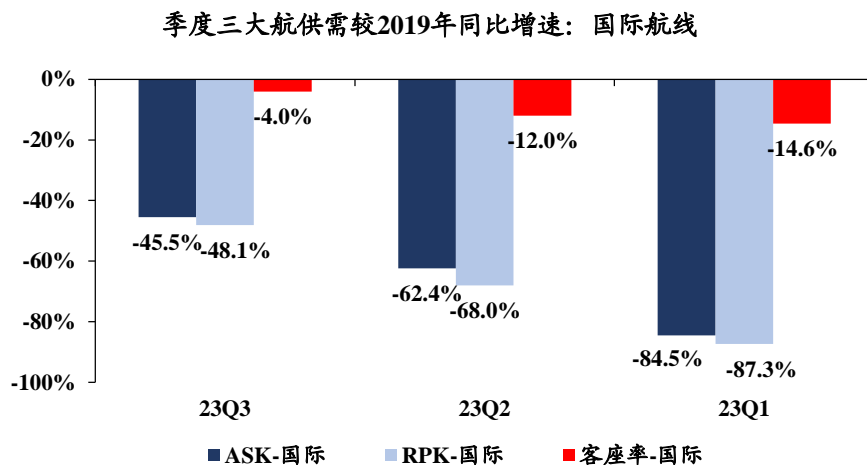
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

季度情况看，23Q1~Q3 三大航合计国际线 ASK 较 2019 年同比分别-84.5%、-62.4%、-45.5%，对应 RPK 同比 2019 年分别-87.3%、-68.0%、-48.1%，客座率分别 67.0%、68.5%、77.5%，较 2019 年同期分别-14.6、-12.0、-4.0pct。

23Q1~Q3 春秋航空国际线 ASK 较 2019 年同比分别-73.5%、-51.9%、-47.7%，对应 RPK 同比 2019 年分别-76.4%、-57.1%、-50.3%，客座率分别 81.1%、79.5%、85.8%，较 2019 年同期分别-10.1、-9.5、-4.4pct。

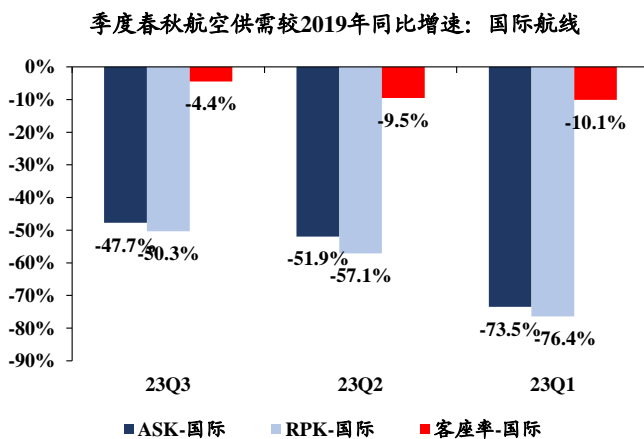
23Q1~Q3 吉祥航空国际线 ASK 较 2019 年同比分别-49.5%、-12.0%、-24.6%，对应 RPK 同比 2019 年分别-58.3%、-30.8%、-28.5%，客座率分别 67.9%、65.5%、76.5%，较 2019 年同期分别-14.3、-17.8、-4.1pct。

图69：三大航合计季度情况-国际线供需&客座率



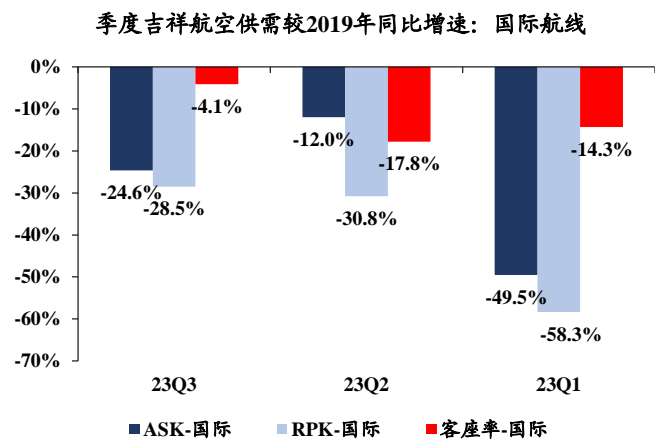
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图70：春秋航空季度情况-国际供需&客座率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图71：吉祥航空季度情况-国际供需&客座率



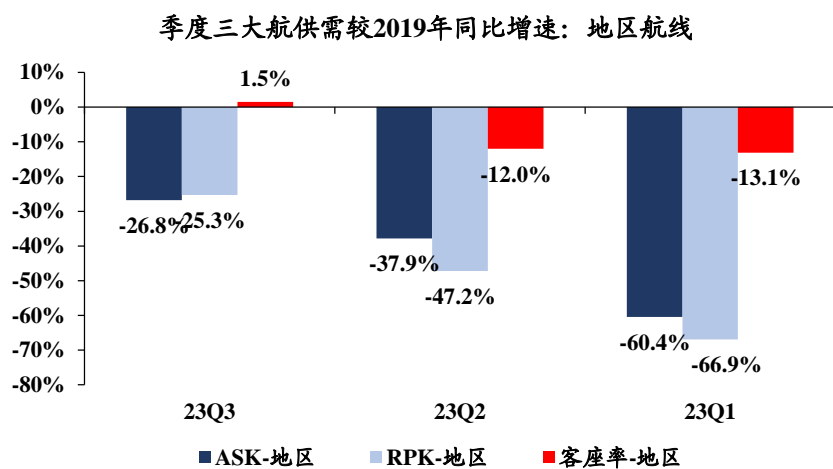
资料来源：Wind，信达证券研发中心

地区航线方面，季度情况看，23Q1~Q3 三大航合计地区航线 ASK 较 2019 年同比分别 -60.4%、-37.9%、-26.8%，对应 RPK 同比 2019 年分别 -66.9%、-47.2%、-25.3%，客座率分别 67.4%、67.9%、76.5%，较 2019 年同期分别 -13.1、-12.0、+1.5pct。

23Q1~Q3 春秋航空地区航线 ASK 较 2019 年同比分别 -67.1%、-49.5%、-56.1%，对应 RPK 同比 2019 年分别 -68.8%、-50.0%、-51.4%，客座率分别 87.2%、90.4%、94.8%，较 2019 年同期分别 -4.8、-1.0、+9.1pct。

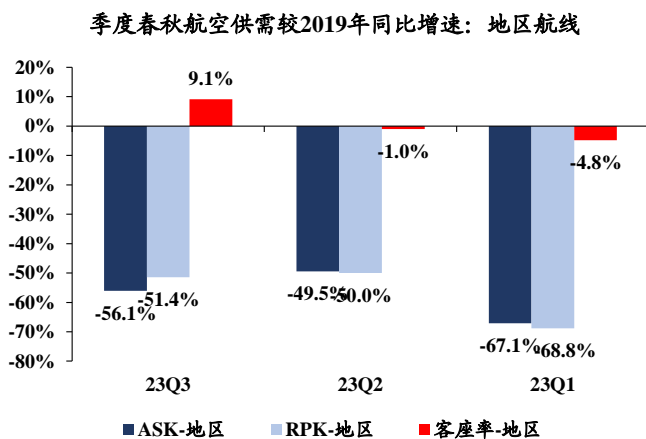
23Q1~Q3 吉祥航空地区航线 ASK 较 2019 年同比分别 -24.4%、-25.0%、-13.7%，对应 RPK 同比 2019 年分别 -28.1%、-33.7%、-6.2%，客座率分别 78.1%、75.1%、86.1%，较 2019 年同期分别 -4.0、-9.8、+6.9pct。

图72：三大航合计季度情况-地区线供需&客座率



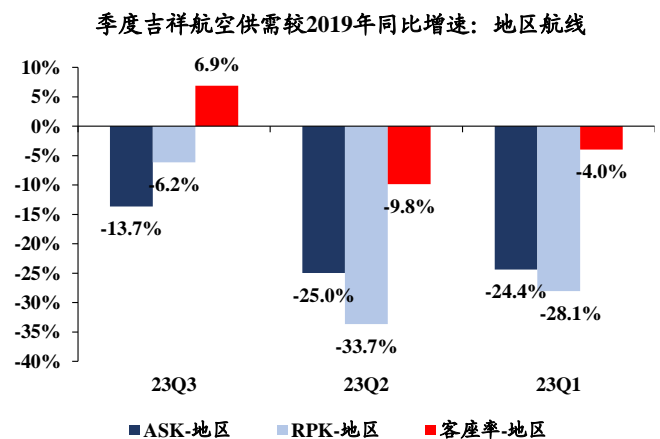
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图73：春秋航空季度情况-地区供需&客座率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

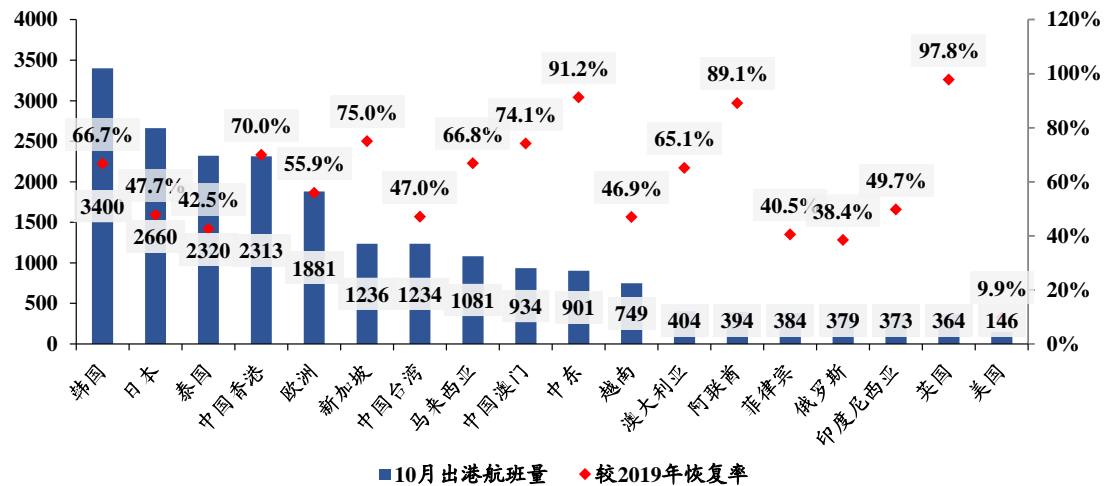
图74：吉祥航空季度情况-地区线供需&客座率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

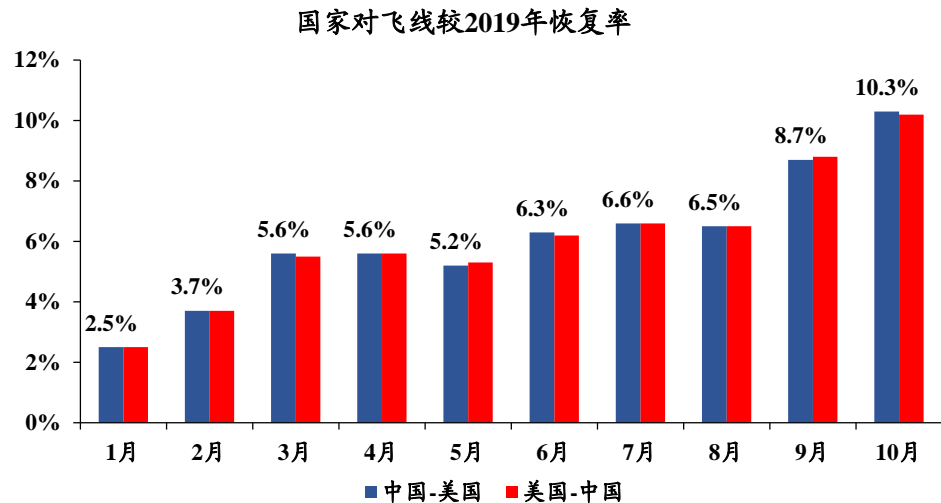
具体国家及地区航线看，10月主要的国际出港航班量国家及地区中，中国赴韩国、日本、泰国、中国香港、欧洲的航班量位居前五位，分别约3400、2660、2320、2313、1881班次，恢复率分别达66.7%、47.7%、42.5%、70.0%、55.9%；10月中国对美国的出港航班量约146班次，恢复率达到9.9%。对飞线来看，1~10月，中国-美国对飞线航班较2019年恢复率由2.5%提升至10.3%。

图75：10月主要的国际出港航班量国家及地区中，美国航班量146班次，恢复率9.9%



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图76：10月中国-美国对飞线航班较2019年恢复率提升至10.3%



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

注：中国指中国大陆，可能含部分客改货航班

4.1.4 中长期：需求提升、供给增速放缓，行业盈利上升空间可期

中长期看，行业需求端，旅客周转量呈现上升趋势。2023年以来，全国民航旅客周转量逐月上升，民航旅客周转量恢复率快速上升，旅客出行需求复苏。

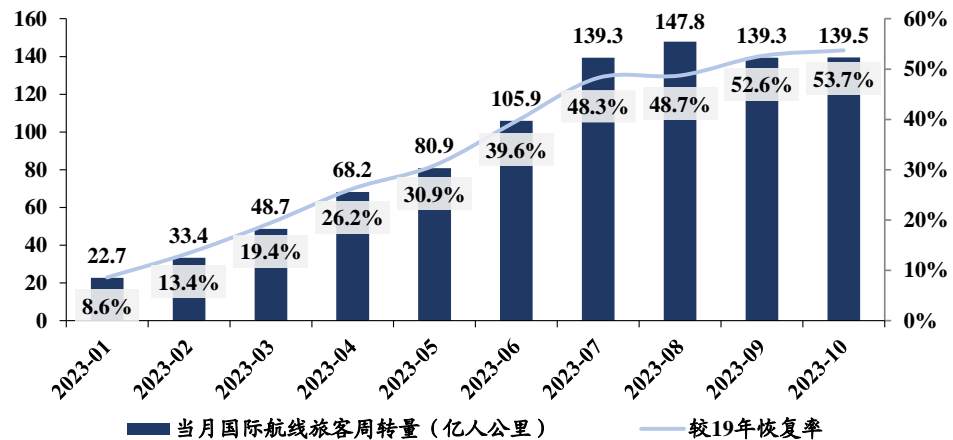
国际航线逐步放开，第三批出境团队游名单公布，国际出游需求持续提升。2023年年初至今，文旅部已先后公布三批恢复出境团队旅游国家和地区名单，开放数目逐批增加，目前公民出境团队游目的地已达138个；月度国际航线旅客周转量也呈现逐月增加恢复趋势，2023年1月到10月，国际航线旅客周转量较2019年同期恢复率已经从8.6%提升至53.7%。

表10：2023年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务

| 发布时间 | 通知 | 具体实施时间 | 开放国家和地区数目 |
|-----------|--|-----------|-----------|
| 2023.1.20 | 《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》 | 2023.2.6 | 20 |
| 2023.3.10 | 《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》 | 2023.3.15 | 40 |
| 2023.8.10 | 《文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》 | 2023.8.10 | 78 |

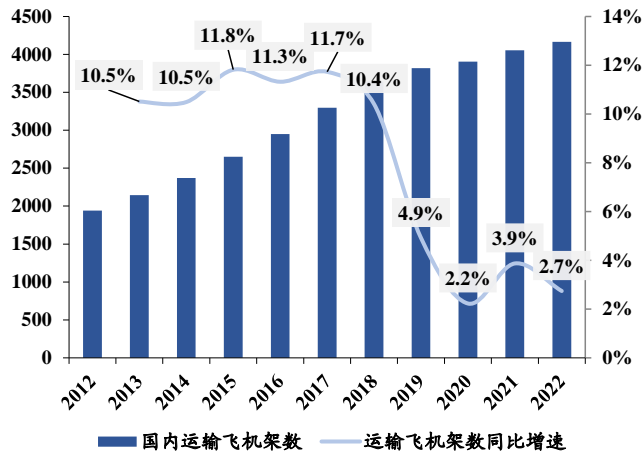
资料来源：文旅部，信达证券研发中心

图77：2023年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复

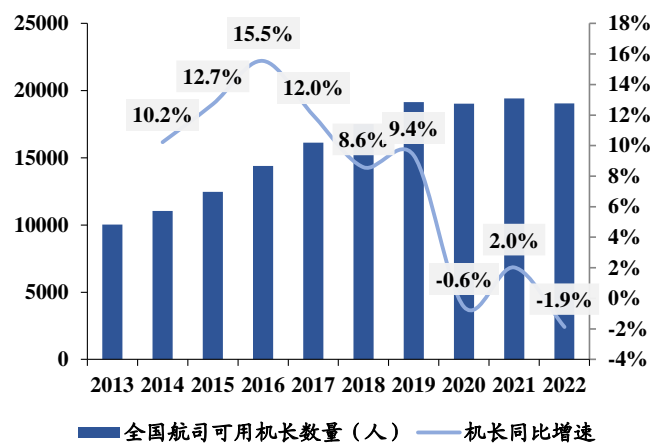


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

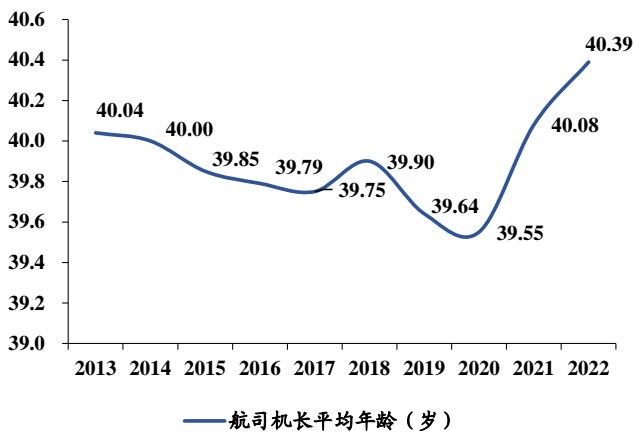
行业供给端情况看，全国民航机队规模整体增速放缓，驾驶员等劳动人员数量减少。机队规模上，2022年国内运输飞机架数为4165架，同比增长2.7%；自2019年起，国内运输飞机数量增速出现明显下降，至2022年飞机架数增速连续四年维持个位数增速，且增速呈现波动下降趋势。行业从业人员上，全国航司机长数量自2020年起增速明显下降，2022年国内航司机长人数为19054人，同比下降1.9%；机长平均年龄近几年也有明显提升，由2020年的39.55岁快速增至2022年的40.39岁。人机比上，2022年持有航线运输驾驶执照数（可担任机长）对应飞机架数的比值为6.77，过去三年人机比逐渐回升，但与2019年的7.05比值仍存在一定差距。

图78：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓


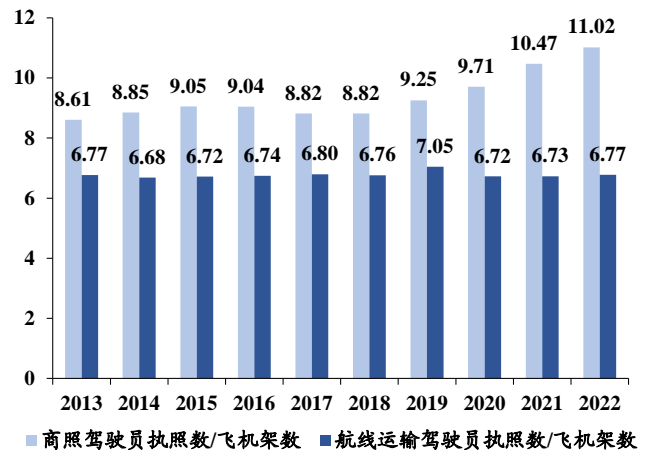
资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图79：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图80：机长平均年龄近几年明显增加


资料来源：民航局，信达证券研发中心

图81：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距


资料来源：Wind，民航局，国家统计局，信达证券研发中心

航司未来三年飞机引进计划看，南航、国航、东航、春秋、吉祥引入飞机数量年均增速分别 5.8%、3.7%、+1.6%、+8.2%、+9.6%。

表11：各航司未来飞机引进计划

| 机队规模/架次 | 南航 | 国航 | 东航 | 春秋 | 吉祥 |
|-------------------|----------|----------|----------|------|------|
| 23H1 | 880 | 897 | 782 | 120 | 114 |
| 2023 年计划引进&退出/净增长 | 80-24=56 | 37-22=15 | 34-14=20 | 7 | 13 |
| 2024 年计划引进&退出/净增长 | 92-39=53 | 62-8=54 | 43-23=20 | 14 | 12 |
| 2025 年计划引进&退出/净增长 | 77-25=52 | 40-7=33 | 35-37=-2 | 10 | 10 |
| 未来三年年均增速 | 5.8% | 3.7% | 1.6% | 8.2% | 9.6% |

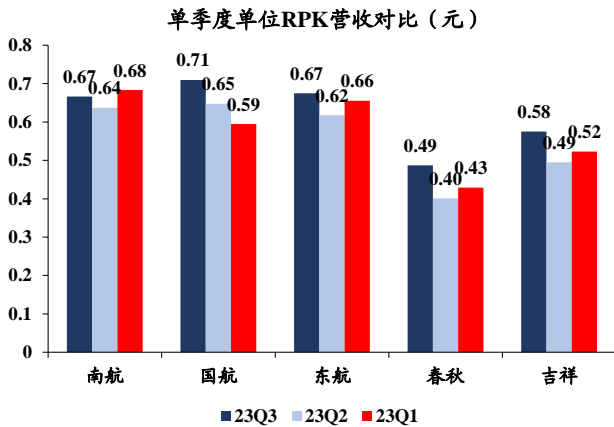
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：统计口径仅含客机，剔除货机、公务机；其中东航引用2023年中报机队引进计划，其余航司均引用2022年年报计划；国航机队数据含山航

4.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平

季度情况看，除南航外，基本各航司单位 RPK 营收在 23Q3 达到年内最高。23Q3，南航、国航、东航、春秋、吉祥单位 RPK 营业收入分别 0.67、0.71、0.67、0.49、0.58 元，较 2019 年同期分别提升 16.8%、13.8%、12.8%、15.8%、7.8%。

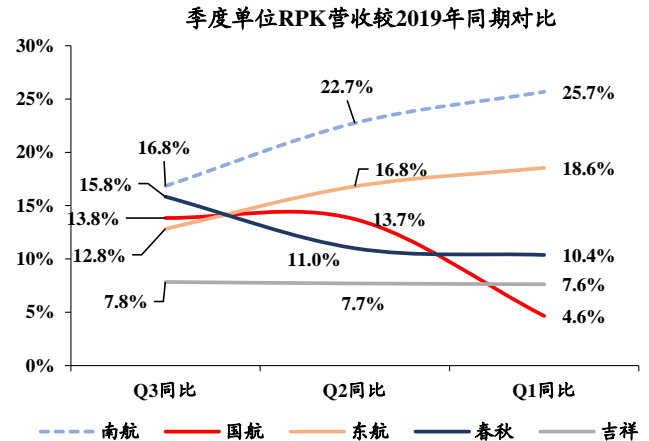
图82：各航司单位 RPK 营收回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：此处使用单季度营业收入计算单位 RPK 营收

图83：各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

国内民航票价市场化改革逐步推进。自 2004 年起，国内票价管控放开，航空运价逐步由政府指导价转为市场调节价，越来越多航线开始实施市场化定价。

从实行市场调节价航线情况看，2014 年 12 月实行市场调节价的国内航线共 365 条，至 2020 年 11 月航线数目已增至 1698 条，占当年全部国内航线的比例由 13.8% 提升至 36.2%。

从具体航线价格情况看，2017-2023 年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从 1240 元、2080 元、1350 元增加至 2150 元、3650 元、2350 元，累计涨幅分别为 73.4%、75.5%、74.1%，均超过 70%，票价市场化改革持续深化。

票价市场化持续有望带动航司盈利能力大幅提升。当前实行市场调节价的国内航线数量及占比均保持上升趋势，票价市场化持续推进。叠加民航需求回暖、旅客周转量提升、市场调节带动的航线提价效应，航司未来盈利能力有望持续提升、业绩增长可期。

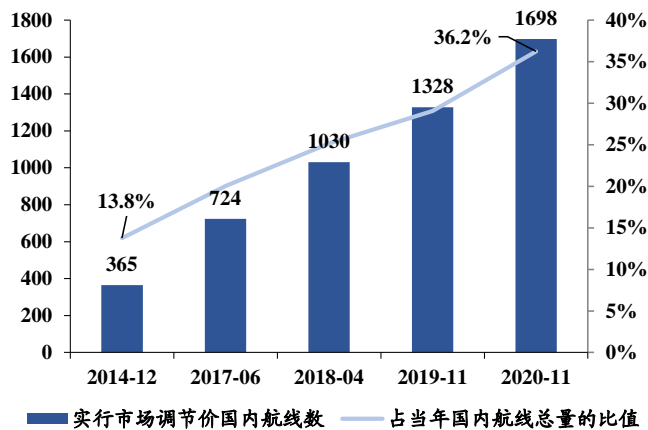
表12：民航国内航空运价政策演进

| 发布时间 | 文件名 | 具体内容摘要 |
|---------|-----------------------------|--|
| 2004.3 | 《民航国内航空运输价格改革方案》 | 国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理(基准价平均每客公里 0.75 元+上浮不超过基准价 25%/下浮不超过 45%) |
| 2010.4 | 《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》 | 自 2010 年 6 月 1 日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。 |
| 2013.10 | 《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》 | 对实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制；对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，由实行政府指导价改为市场调节价。 |
| 2016.9 | 《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》 | 进一步扩大市场调节价航线范围，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。 |

| | | |
|---------|--------------------------------|--|
| 2017.12 | 《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》 | 5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。 每家航司每航季上调实行市场调节价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。 |
| 2020.11 | 《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》 | 2020 年 12 月 1 日起，3 家以上（含 3 家）航司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。 |

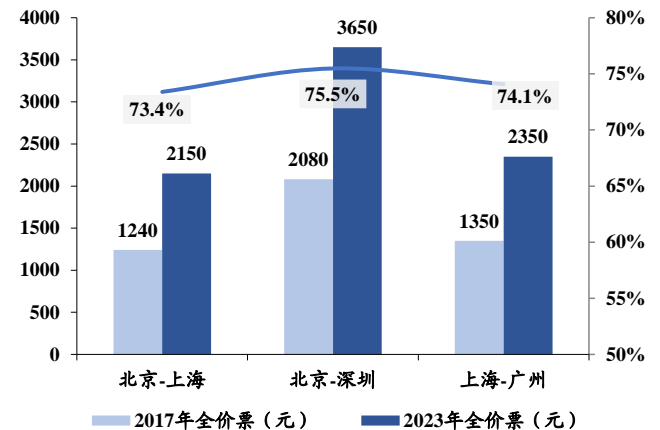
资料来源：民航局，信达证券研发中心

图84：2020年后实行市场调节价的国内航线占比增至36%



资料来源：民航局，人民网，民用航空网，Wind，信达证券研发中心

图85：主要航线票价在2017-2023年累计涨幅均在70%以上



资料来源：携程网，第一财经，民航资源网，信达证券研发中心

4.3 燃油价格：油价较去年有较大回落，但价格仍在较高位水平

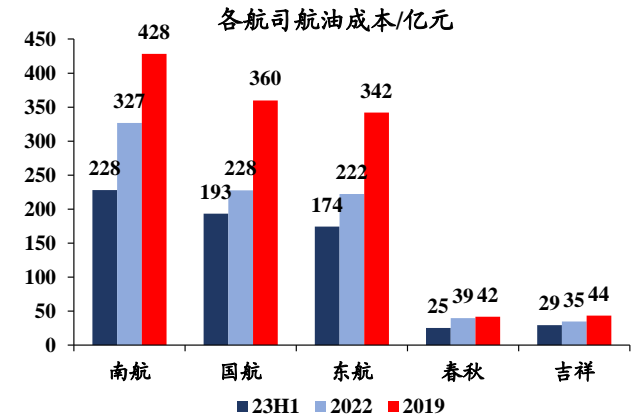
航油是公司重要营运成本之一，航油价格波动会影响公司航空油料成本，进而影响公司业绩。行业情况看，2020 年上旬起，国际布伦特原油价格持续上涨，航司成本承压；航空煤油油价在 2022 年中旬达到峰值，此后油价逐渐回落；2023 年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，近期有所回落，油价整体波动幅度较去年减小，但均价较 2019 年仍在高位。

图86：航空煤油出厂价变化（元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

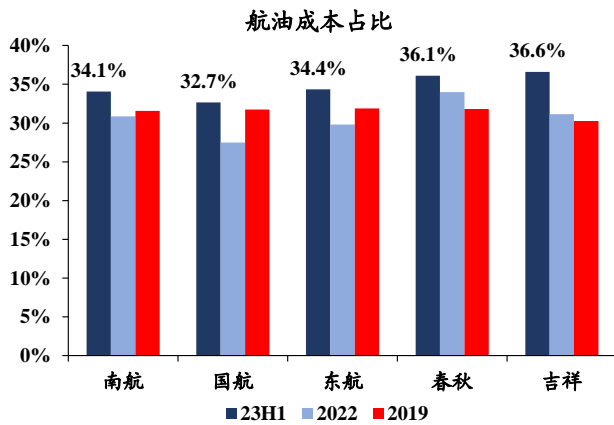
图87：五大航司燃油成本情况/亿元



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

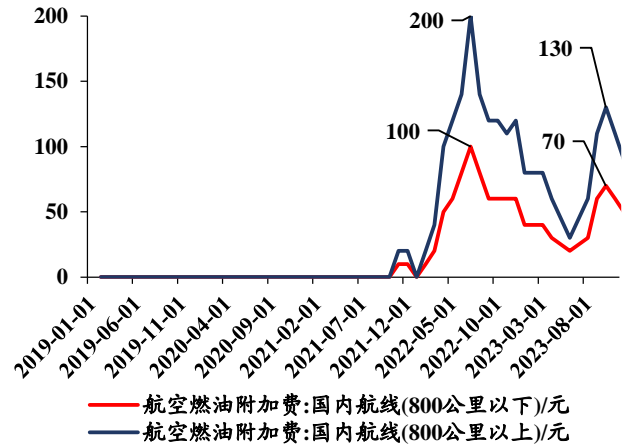
航司航空油料成本在营业成本中占比大致保持在30%左右。对比各航司情况，2023年上半年燃油成本占比较2022及2019年均有一定上涨。受油价过快上涨影响，2021年11月国内开始收取燃油附加费，征收标准较快提升；2023年12月5日起，燃油附加费继续下调，800公里(含)以下航线每位旅客收取50元燃油附加费，800公里以上航线每位旅客收取90元燃油附加费。

图88：五大航司燃油成本占比对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图89：航空燃油附加费波动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表13：各航司油价变动5%对公司营业成本/净利润影响程度

| 单位/亿元 | 南航 | 国航 | 东航 | 春秋 | 吉祥 |
|-------|------|------|------|-----|-----|
| 2018 | 21.5 | 19.2 | 16.8 | 2.0 | 2.0 |
| 2019 | 21.4 | 18.0 | 17.1 | 2.1 | 1.6 |
| 2020 | 9.4 | 7.4 | 6.9 | 1.2 | 0.8 |
| 2021 | 12.8 | 10.4 | 10.3 | 1.7 | 1.3 |
| 2022 | 16.3 | 11.4 | 11.1 | 2.0 | 1.3 |
| 23H1 | 11.4 | 9.7 | 8.7 | - | 1.1 |

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

4.4 汇率：波动幅度放缓，三季度小幅回落

航司若干资产及负债主要以美元、欧元为单位，价值会受到人民币对外币的汇率波动影响，进而产生一定汇兑损益。行业情况看，2022年中间价美元兑人民币汇率上涨较多，11月达到峰值后汇率有所回落；2023年起汇率回升，上半年上涨较多，近期人民币汇率走强，中间价美元兑人民币汇率有所回落，汇率波动幅度放缓。

图90：2023年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨，三季度汇率小幅回落



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表14：各航司汇率变动1%对公司净利润影响程度

| 单位/万元 | 南航 | 国航 | 东航 | 春秋 | 吉祥 |
|-------|--------|--------|--------|-----|-------|
| 2018 | 19,500 | 22,797 | 17,800 | 58 | 296 |
| 2019 | 43,400 | 44,442 | 32,800 | 20 | 1,404 |
| 2020 | 36,700 | 35,702 | 26,600 | 652 | 771 |
| 2021 | 32,200 | 31,678 | 22,200 | 962 | 9,335 |
| 2022 | 29,300 | 27,396 | 24,200 | 8 | 8,600 |
| 23H1 | 28,400 | 29,682 | 32,100 | - | 7,445 |

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

4.5 投资思考：看好供需改善下的航空板块高弹性

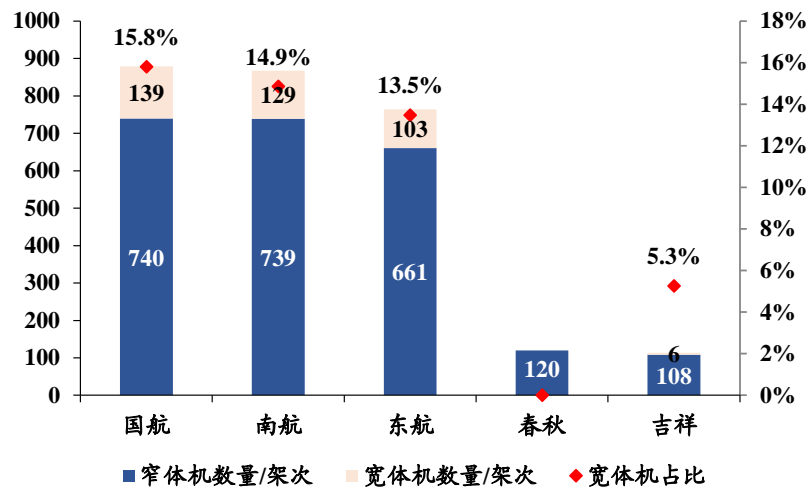
机队情况看，截至 23H1，A320 系列及 B737 系列为三大航数量最多的机型，国航、南航、东航 A320 系列机型分别有 348、351、382 架，B737 机型分别有 392、388、279 架；春秋和吉祥航空 A320 系列机型数量最多，分别有 120 和 85 架。国际航线多为长途旅行，宽体机机型空间更为宽裕，乘坐体验更加平稳舒适，在长线旅行中更具优势。对比 23H1 三大航机队情况，国航、南航、东航宽体机数量分别 139、129、103 架，在客机数量中占比分别 15.8%、14.9%、13.5%。春秋和吉祥机队机型则主要以窄体机为主。

表15：截至 2023H1，各航司机队规模情况

| 单位/架 | 国航 | 南航 | 东航 | 春秋 | 吉祥 |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|
| A320 系列 | 348 | 351 | 382 | 120 | 85 |
| A330 系列 | 60 | 40 | 56 | | |
| A350 系列 | 27 | 18 | 17 | | |
| B737 系列 | 392 | 388 | 279 | | 23 |
| B747 系列 | 10 | | | | |
| B777 系列 | 28 | 32 | 20 | | |
| B787 系列 | 14 | 39 | 10 | | 6 |
| EMB190 | | 6 | 0 | | |
| C919 | | | 1 | | |
| ARJ21 | 18 | 23 | 17 | | |
| 公务机 | 5 | | 3 | | |
| 合计 | 902 | 897 | 785 | 120 | 114 |

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

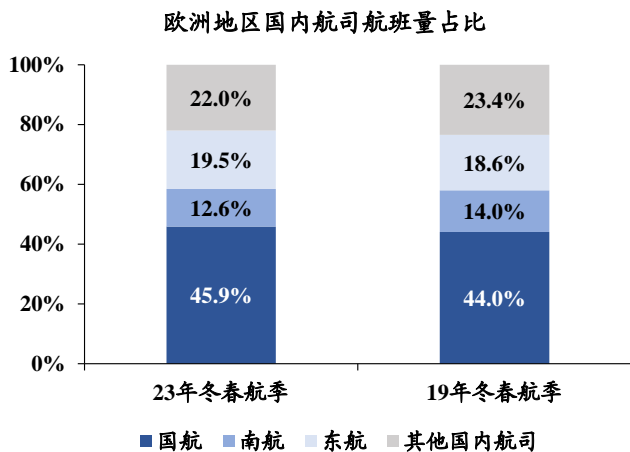
图91：各航司机队结构（截至 2023H1）



资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

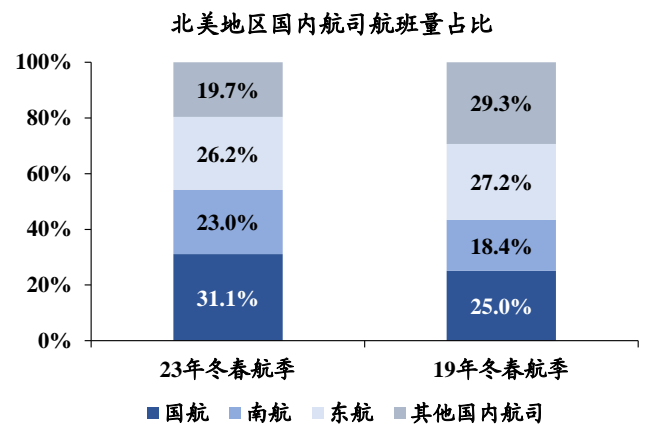
航权资源情况看,根据2023年冬春航季计划,国航在欧洲地区的航班量占比达到45.9%,具备时刻绝对优势,为欧洲地区第一承运人;南航、东航分别占比12.6%和19.5%。北美地区,国航、南航、东航的航班量时刻占比分别31.1%、23.0%、26.2%,欧美地区三大航航权资源占比更高。日韩、东南亚地区,春秋、吉祥航空也有较丰富航权资源。日韩地区,国航、南航、东航、春秋、吉祥航权资源占比分别12.2%、18.4%、22.4%、13.5%、5.7%;东南亚地区,国航、南航、东航、春秋、吉祥航权资源占比分别8.9%、18.9%、14.2%、11.8%、1.9%。

图92: 2023年冬春航季各航司在欧洲地区航班时刻占比情况



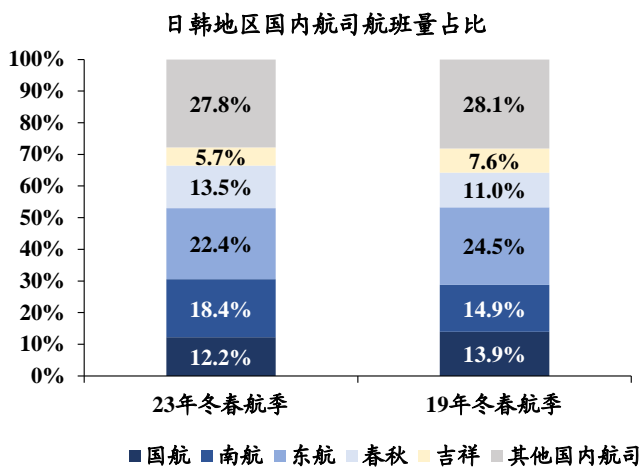
资料来源: 航班管家, Pre-flight, 信达证券研发中心

图93: 2023年冬春航季各航司在北美地区航班时刻占比情况



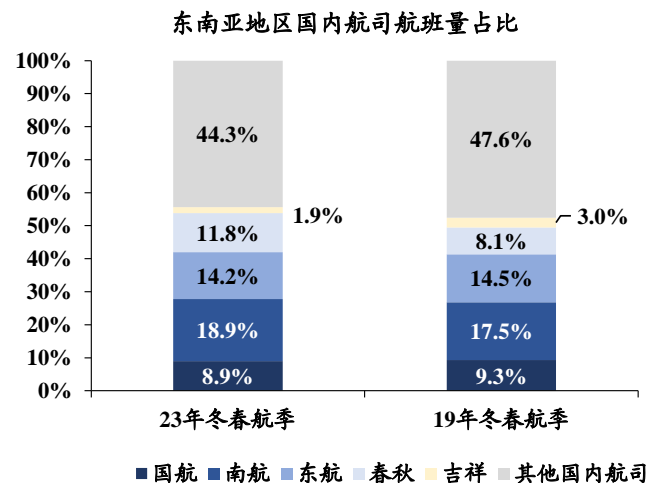
资料来源: 航班管家, Pre-flight, 信达证券研发中心

图94: 2023年冬春航季各航司在日韩地区航班时刻占比情况



资料来源: 航班管家, Pre-flight, 信达证券研发中心

图95: 2023年冬春航季各航司东南亚地区航班时刻占比情况



资料来源: 航班管家, Pre-flight, 信达证券研发中心

综上所述,我们认为,随国际航线复苏,国内航线过剩运力转投国际航线,国内外航线供需均加速修复,支撑票价市场化持续的同时,带动客座率上行,航司未来业绩弹性可期。建议关注国际航线布局领先,有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空,同时关注经营领先的民营航空春秋航空、吉祥航空,以及支线航空龙头华夏航空。

五、投资建议与评级

快递：看好顺丰控股双拐点重塑价值。顺丰控股为我国快递物流综合性龙头，具备经营+现金流双拐点，我们认为标的交易逻辑或有望由“交易时效件增速”逐步转向“交易整体经营利润及现金流改善预期”，或打开价值空间。公司作为综合快递物流龙头，经营拐点及现金流拐点双重凸显，我们认为当前公司估值安全边际较为充足，中长期价值空间广阔，给予“买入”评级。

疆煤外运：关注广汇物流上量节奏。广汇物流为疆煤外运的运输端重点标的。2020年以来，公司借力大股东广汇集团旗下能源平台的产业协同优势，逐步转型能源物流服务商，进入疆煤外运领域，利用将淖红铁路的区位优势对外运输疆煤的同时，注重在对疆煤需求较大的区域布局终端物流基地，有望通过“线+点”结合实现对“面”的覆盖，提升能源物流业务的持续性与稳健性。建议重点关注公司作为疆煤外运铁路龙头，在疆煤外运大趋势下“铁路+基地”战略驱动的价值空间有望兑现。

油运：建议结合多边关系判断需求增量。油运行业需求端主要取决于全球各地的油品贸易结构，供给端主要取决于全球各船东油轮船队的规模及运输效率。现阶段行业供给增长受限，需求增量有望释放运价弹性，带动相关船东盈利改善，维持“看好”评级。考虑到中东、北美洲、中南美洲等地区国家的油品出口对油运需求存在决定性影响，建议结合多边关系判断需求增量，关注中远海能(600026.SH)、招商轮船(601872.SH)、招商南油(601975.SH)。

航空：看好供需改善下的航空板块高弹性。随国际航线复苏，国内航线过剩运力转投国际航线，国内外航线供需均加速修复，支撑票价市场化持续的同时，带动客座率上行，航司未来业绩弹性可期。建议关注国际航线布局领先，有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空，同时关注经营领先的民营航空春秋航空、吉祥航空，以及支线航空龙头华夏航空。

综上所述，我们给予交通运输行业以上细分板块“看好”评级。

六、风险因素

- 1、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。
- 2、快递行业价格竞争恶化：**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，或影响企业的经营利润及现金流情况。
- 3、疆煤外运需求不及预期：**疆煤外销是疆煤运输的上游产业，如果疆煤需求不及预期，或将影响疆煤铁路运输上量的节奏。
- 4、OPEC+原油减产超预期：**OPEC+原油产量对全球原油航运需求具备决定性的影响力，若 OPEC+原油减产超预期，全球原油航运需求或不及预期。
- 5、俄油制裁引起的贸易重构不及预期：**俄油制裁引起的贸易重构带动原油、成品油航运需求增长，若贸易重构不及预期，全球油运需求或不及预期。
- 6、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。
- 7、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。
- 8、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，预计将直接影响公司基本面情况。
- 9、国际航线恢复不及预期；**国际航线是公司客运收入中的重要来源，若国际航线恢复节奏不及预期，公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。
- 10、油价大幅上涨风险；**航油成本为公司重要营业成本之一，公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，预计公司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。
- 11、人民币大幅贬值风险。**公司若干租赁负债、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，汇率波动将致使公司产生汇兑损益；若人民币大幅贬值，公司将产生较大汇兑损失，最终影响业绩水平。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

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 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 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。