

交通运输行业 2024 年度投资策略

周期重估、价值重塑、成长重启

行情回顾：红利资产表现贯穿 23 年全年。截至 12 月 8 日，交运指数下跌 13.8%，跑输沪深 300 指数 1.6 个百分点。子行业中：高速公路（+19.9%）大幅跑赢，而与经济顺周期相关度较高、机构持仓相对较多的航空机场、物流跌幅超过 20%。本次策略报告，我们试图回归商业模式本质看行业，将交通运输行业划分为周期、价值、成长三个方向进行回顾与展望。

周期：重估。我们将航空、油运划入周期方向，我们理解其研究抓手在于确定供给，对需求进行假设，从而推导供需→价格弹性，而价格弹性也是周期行业投资魅力所在。

1、航空：2024，预计为盈利大周期确认年。我们强调供给端逻辑是基石：我们预计 24 年飞机运力增速或低于 5%，而国际线加速恢复一方面可使得宽体机利用率有效提升，另一方面也可以减轻国内供给压力，预期价格端更具支撑。**华创交运特别观点提示：**23Q3 航司业绩背后的三点关注，其一、利润增长主要依靠价格弹性推动，其二、是在跨境恢复不足 5 成情况下实现的，其三、春秋座收较 19 年涨幅最高，充分展现公司价格蓄水池效应。同时，我们认为 2023 是全新价格机制形成的基础年，建议 2024 年供需-价格推导站在 23 年基础上看边际变化。持续看好【国航+春秋】，看好华夏大周期底部确认，推荐南航、吉祥。

2、航运：原油运输强供给约束，干散货市场或有“惊喜”。1）油运市场：我们预计在供给端强约束之下，2026 年前运力增量有限。限制因素包括 VLCC 在手订单处于历史低位；新船高造价、船坞紧缺、环保技术路径不确定压制造船动力；老旧船舶占比高，拆船进程有望加速。**需求端，**持续关注亚太需求增长叠加库存周期与贸易重构。**2）华创交运特别观点提示：**我们建议关注 2024 年干散货市场或有“惊喜”；我们建议重视招商轮船外贸全船型平台的价值重估，并有望迎来油散共振。

价值：重塑。我们将公路、港口、大宗供应链等红利资产划入价值方向，红利资产是 23 年表现最突出的方向；我们将电商快递行业划入到价值方向，系我们对当前的低估值与未来的驱动因素进行综合比较，而顺丰作为综合物流巨头，是价值与成长的结合体，在于公司有机会成为全球竞争力企业的潜力。

1、红利资产：我们认为红利资产投资策略的有效性在未来较长一段时期内会持续有效，是基于更多优质资产进入到重视分红回报的行列，监管层倡导和鼓励，长期资金配置的需求等多因素叠加。特别是我们预计岁末至年报季，红利资产或带来更多惊喜。**华创交运特别观点提示：**我们强调 2024 年红利资产要找增强逻辑。我们建议重点关注标的如下：**公路：**我们强推四川成渝、赣粤高速，推荐招商公路可视公路 ETF 增强。**港口：**我们强推招商港口、建议关注唐山港。**大宗供应链：**我们看好厦门国贸与厦门象屿，预期在公司财务表现拐点出现后会迎来估值修复。

2、快递：件量需求显韧性，价格淡季承压压力，中长期投资价值在酝酿。1）电商快递：件量方面，电商快递行业需求端具备韧性，2024 年我们预计仍将保持 10%-15% 增速，价格方面，我们认为竞争或呈现一定缓和。**2）顺丰：价值*成长：**我们认为公司当前看点，其一位于估值底部：对应 2024 年不到 20 倍 PE。其二始终在积极行动：聚焦核心主业，持续内部挖潜，经营底盘愈发夯实。其三下一步看鄂州。

成长：重启。我们在报告中针对成长的聚焦，在于探讨小市值公司的成长路径。**线索 1：服务领域处于景气向上周期。**跨境电商物流：跨境电商红利的受益者。推荐东航物流、华贸物流。精品制造业物流服务商：海晨股份。

线索 2：行业集中度提升：危化品物流龙头具备扩张机遇。

线索 3：核心能力具备强可复制性。我们看好嘉友国际作为自主可控矿产资源供应链需求下的重要参与者，成长逻辑愈发清晰。

风险提示：经济复苏不及预期、油价大幅上涨。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

执业编号：S0360523070001

证券分析师：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

执业编号：S0360523070004

证券分析师：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com

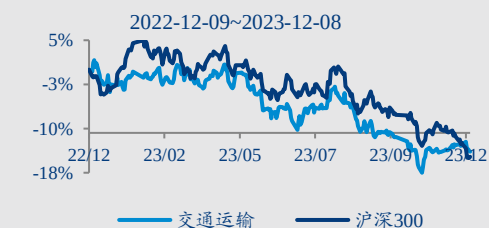
执业编号：S0360523080001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	119	0.02
总市值(亿元)	27,903.41	3.21
流通市值(亿元)	24,010.83	3.57

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.2%	-8.1%	-15.2%	
相对表现	6.0%	3.0%	-1.1%	



相关研究报告

《交通运输行业周报（20231127-20231203）：聚焦跨境电商物流：跨境电商红利受益者，相关标的有哪些突围新举措》

2023-12-04

《交通运输行业周报（20231120-20231126）：聚焦BDI大涨：再度回升至 2000 点以上，哪些标的将受益》

2023-11-26

《快递行业 2023 年 10 月数据点评：票均价格环比整体企稳，关注行业中长期投资价值》

2023-11-21

投资主题

报告亮点及投资逻辑

- **周期：重估。**我们将航空、油运划入周期方向，我们理解其研究抓手在于确定供给，对需求进行假设，从而推导供需->价格弹性，而价格弹性也是周期行业投资魅力所在。
 - 1、**航空：2024，盈利大周期确认年。**持续看好【国航+春秋】，看好华夏大周期底部确认，推荐南航、吉祥。
 - 2、**航运：原油运输强供给约束，干散货市场或有“惊喜”。**我们建议重视招商轮船外贸全船型平台的价值重估，并有望迎来油散共振。
- **价值：重塑。**我们将公路、港口、大宗供应链等红利资产划入价值方向，红利资产是 23 年表现最突出的方向；我们将电商快递行业划入到价值方向，系我们对当前的低估值与未来的驱动因素进行综合比较，而顺丰作为综合物流巨头，是价值与成长的结合体，在于公司有机会成为全球竞争力企业的潜力。
 - 公路：**我们强推四川成渝、赣粤高速，推荐招商公路可视为公路 ETF 增强。
 - 港口：**我们强推招商港口、建议关注唐山港。
 - 大宗供应链：**我们看好厦门国贸与厦门象屿，预期在公司财务表现拐点出现后会迎来估值修复。
 - 顺丰：价值*成长：**我们认为公司当前看点，其一位于估值底部：对应 2024 年不到 20 倍 PE。其二始终在积极行动：聚焦核心主业，持续内部挖潜，经营底盘愈发夯实。其三下一步看鄂州。
- **成长：重启。**我们在报告中针对成长的聚焦，在于探讨小市值公司的成长路径。
 - 线索 1：服务领域处于景气向上周期。**跨境电商物流：跨境电商红利的受益者。推荐东航物流、华贸物流。精品制造业物流服务商：海晨股份。
 - 线索 2：行业集中度提升：危化品物流龙头具备扩张机遇。**
 - 线索 3：核心能力具备强可复制性。**我们看好嘉友国际作为自主可控矿产资源供应链需求下的重要参与者，成长逻辑愈发清晰。**风险提示：经济复苏不及预期、油价大幅上涨。**

目 录

一、 行情回顾：红利资产表现贯穿全年	7
二、 周期：重估	8
（一） 航空：2024，盈利大周期的确认年	8
1、 回顾：从困境反转预期到开始释放利润	8
2、 展望：2024，盈利大周期确认年	11
3、 华创交运特别观点提示	14
（二） 航运：原油运输强供给约束，干散货市场或有“惊喜”	17
1、 油运市场回顾：Q4 旺季弱于去年同期，但 2023 年 VLCC 运价中枢整体上行	17
2、 油运后市展望：看好原油运输市场强供给约束下，有望开启上行周期	19
3、 我们建议关注 2024 年干散货市场或有“惊喜”	21
4、 华创交运特别观点提示	25
三、 价值：重塑	27
（一） 红利资产：寻找增强逻辑	27
1、 高速公路：稳健型资产、防御 β 下亦有进攻 α	27
2、 港口：区域整合新篇章	31
3、 大宗供应链：24 年能否重回快速增长	33
4、 华创交运特别观点提示	35
（二） 快递：件量需求显韧性，价格淡季承压压力，中长期投资价值在酝酿	36
1、 回顾：件量有韧性、价格承压压力	36
2、 展望：电商快递中长期投资机会在酝酿，顺丰是价值*成长结合体	38
四、 成长：重启	40
（一） 线索 1：服务领域处于景气向上周期	40
1、 跨境电商物流：跨境电商红利的受益者	40
2、 精品制造业物流服务商：海晨股份	42
（二） 线索 2：行业集中度提升：危化品物流龙头具备扩张机遇	43
1、 相对重资产：商业模式清晰、长期景气向上	44
2、 相对轻资产：关注综合物流企业增速拐点	47
（三） 线索 3：核心能力具备强可复制性	47
五、 投资建议与风险提示	48

图表目录

图表 1	交运各行业涨跌幅（截至 12 月 8 日）	7
图表 2	涨幅最大与跌幅最大子行业月度涨跌幅（截至 12 月 8 日）	7
图表 3	航司 2023 年市场表现（截止 12/8）	8
图表 4	Q3 航司业绩对比	9
图表 5	2023 前三季度航司归母净利（亿）	10
图表 6	Q3 航司归母净利（亿）	10
图表 7	Q3 航司客座率	10
图表 8	各航司 Q3 客公里收益（元，%）	11
图表 9	各航司 Q3 座公里收益（元，%）	11
图表 10	航司 23 年引进进展	11
图表 11	航司 23-25 年机队引进计划（架，%）	12
图表 12	23 冬春国际分区域分布	12
图表 13	国内前 30 大航线票价（元）	13
图表 14	国航国内 TOP20 航线弹性测算	14
图表 15	国内旅客量（人）	14
图表 16	国内客座率（%）	14
图表 17	国内含油票价（元）	15
图表 18	国内裸票价（元）	15
图表 19	国际+地区航班量（班）	15
图表 20	国际/地区/区域航班量恢复情况	15
图表 21	航司单位收益对比（元，%）	16
图表 22	航司客收（元，%）	16
图表 23	航司座收（元，%）	16
图表 24	民航月度旅客量（万）	17
图表 25	原油轮日收益 TCE 指数（\$/day）	18
图表 26	2023 年招商轮船、中远海能股价情况（%）	18
图表 27	前三季度归母净利润对比情况（亿元，%）	19
图表 28	Q3 归母净利润对比情况（亿元，%）	19
图表 29	原油轮在手订单运力占比情况（%）	19
图表 30	原油轮新造船价格（百万美元）	20
图表 31	原油轮船龄结构占比情况（%）	20
图表 32	原油吨海里需求增速高于运量增速（%）	20
图表 33	VLCC 市场供需关系预测	21

图表 34	BDI 指数表现	21
图表 35	BCI 指数表现	21
图表 36	BPI 指数.....	22
图表 37	BSI 指数表现.....	22
图表 38	干散货分货种吨海里需求增速情况（%）	22
图表 39	巴拿马运河通行数量（艘）	23
图表 40	干散货市场需求-供给增速将转正	23
图表 41	招商轮船干散货运价-利润弹性测算.....	24
图表 42	上市干散货船东运力情况	24
图表 43	招商轮船历年分业务营业收入（亿元）	25
图表 44	招商轮船归母净利润及增速（亿元，%）	25
图表 45	招商轮船油轮分船型运价-利润弹性测算.....	25
图表 46	招商轮船 VLOC 船队规模情况（艘）	26
图表 47	招商轮船干散货船队情况（除 VLOC 以外）	26
图表 48	招商轮船干散货船队规模情况（艘）	26
图表 49	公路行业季度收入	27
图表 50	公路行业季度归母净利润	27
图表 51	公路公司现金分红比例	28
图表 52	公路公司估值、分红比例、股息率（截止 12/8）	29
图表 53	收购蓉城二绕公司 100%股权对公司净利润影响测算	30
图表 54	港口行业季度收入	31
图表 55	港口行业季度归母净利润	31
图表 56	各省份港口区域整合条线	32
图表 57	大宗供应链 23Q3 业绩概览（亿元）	33
图表 58	大宗供应链企业盈利模式：“3+1”	34
图表 59	大宗供应链企业投资框架	34
图表 60	大宗供应链龙头市占率	35
图表 61	CR4 市占率变化.....	35
图表 62	快递行业业务量及增速	36
图表 63	行业月度业务量增速	37
图表 64	行业月度单票收入（元）	37
图表 65	2019-23 年通达系公司单票收入（元）	37
图表 66	快递公司单票快递扣非净利（元）	38
图表 67	电商快递公司 2023 年股价走势（截止 12 月 8 日）	38
图表 68	顺丰季度利润（亿元）	39

图表 69	顺丰季度利润率	39
图表 70	东航物流收入、毛利拆分	41
图表 71	综合物流解决方案业务拆分	42
图表 72	联想 PC 季度出货量	43
图表 73	理想汽车季度交付量	43
图表 74	危化品物流 23Q3 业绩概览（亿元）	44
图表 75	化工物流 23Q1-Q3 业绩概览（亿元）	44
图表 76	储罐业务收入增长逻辑	45
图表 77	化学品船运产业逻辑图	45

一、行情回顾：红利资产表现贯穿全年

截至 2023 年 12 月 8 日，交运指数下跌 13.8%，跑输沪深 300 指数 1.6 个百分点。

子行业中：

高速公路（+19.9%）大幅跑赢板块，此外铁路（+5.7%）、港口（+1.2%）实现了上涨；与经济顺周期相关度较高、机构持仓相对较高的航空机场、物流跌幅分别达到 26.5%、22.9%。

交运行业仅在 7 月实现了较好的涨幅（+5.6%），系由顺周期驱动。

个股中：

涨幅前十标的，物流标的东方嘉盛与长久物流涨幅超过 60%，占据前两名，中国外运位列第 6，

公路占据 6 席（皖通高速、重庆路桥、东莞控股、宁沪高速、招商公路与山东高速），

港口中仅唐山港作为高股息标的位居前十（在上半年港口有 4 席）。

前 20 涨幅中，公路占据 13 席，可见公路板块呈现了行业系统性上涨。

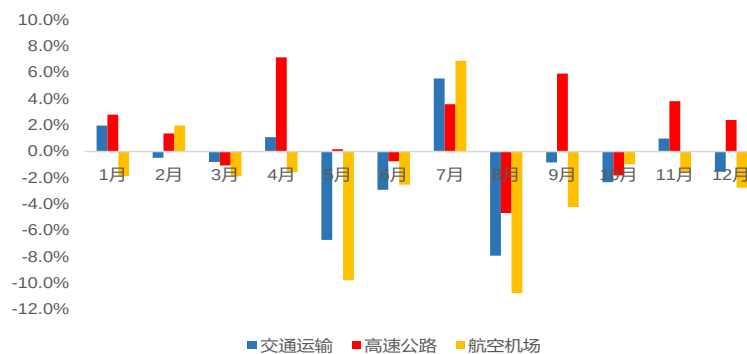
公路、成熟港口的上涨是红利资产投资策略有效性的体现，表现贯穿了 2023 年全年。

图表 1 交运各行业涨跌幅（截至 12 月 8 日）

	2023年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
沪深300	-12.2%	7.4%	-2.1%	-0.5%	-0.5%	-5.7%	1.2%	4.5%	-6.2%	-2.0%	-3.2%	-2.1%	-2.8%
交通运输	-13.8%	2.0%	-0.5%	-0.8%	1.1%	-6.7%	-2.9%	5.6%	-7.9%	-0.8%	-2.3%	1.0%	-1.5%
高速公路	19.9%	2.8%	1.4%	-1.1%	7.2%	0.2%	-0.7%	3.6%	-4.7%	5.9%	-1.8%	3.8%	2.4%
铁路运输	5.7%	0.2%	1.0%	4.8%	6.6%	3.8%	-3.6%	-0.4%	-5.0%	0.6%	-2.8%	1.3%	-0.5%
港口	1.2%	2.3%	0.0%	0.3%	8.2%	-5.4%	-1.7%	4.7%	-6.5%	2.7%	-3.8%	1.4%	0.0%
航运	-7.3%	7.6%	1.7%	-2.1%	-0.8%	-9.0%	-2.5%	8.0%	-6.8%	1.6%	-1.0%	-0.8%	-2.3%
物流	-22.9%	2.8%	-4.2%	-1.3%	-0.8%	-9.3%	-4.0%	6.7%	-8.6%	-2.7%	-3.8%	2.8%	-2.2%
航空机场	-26.5%	-1.9%	2.0%	-1.9%	-1.6%	-9.8%	-2.5%	6.9%	-10.8%	-4.2%	-1.0%	-1.6%	-2.8%

资料来源：Wind，华创证券

图表 2 涨幅最大与跌幅最大子行业月度涨跌幅（截至 12 月 8 日）



资料来源：Wind，华创证券

在本次年度策略报告中，我们试图回归商业模式本质看行业，根据股价驱动要素看公司，将交通运输行业划分为**周期、价值、成长**三个方向进行回顾与展望。

我们将**航空、油运**等划入**周期方向**，我们理解其研究抓手在于确定供给，通过对需求的假设，可以推导得出供需->价格弹性，而价格弹性是周期行业投资魅力所在。

我们将**公路、港口、大宗供应链**等**红利资产**划入**价值方向**，红利资产是 23 年表现最突出的方向，在新的一年里我们继续强调找增强逻辑；我们亦将**电商快递**行业划入到价值方向，系我们对当前的低估值水平与未来的驱动因素进行了综合比较，而**顺丰控股**作为综合物流巨头，其价值是在于有机会成为全球竞争力企业的潜力，是价值与成长的结合体。

我们将当前**市值相对较小、但具备特色与成长性**的物流企业划入到**成长方向**，我们认为三条线索：

其一物流服务于商流，**所服务领域具备成长型**的物流企业会伴随客户成长而具备成长性，

其二大空间、长赛道，**龙头集中度提升**推动成长性，

其三**核心商业模式具备强复制性和开拓能力**，从而具备成长性。

二、周期：重估

（一）航空：2024，盈利大周期的确认年

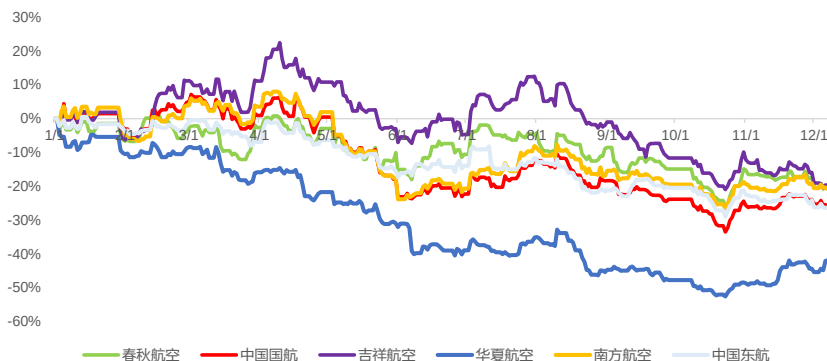
1、回顾：从困境反转预期到开始释放利润

1) 市场表现：

2020-22 年，受疫情影响，航空公司业绩出现了大幅亏损，但**股价表现则明显强于自身基本面**，其背后的驱动因素在于市场对经典困境反转投资逻辑的认可；

2023 年，行业基本面恢复强于股价表现，但市场对宏观经济层面的担忧影响对航空出行未来持续性向上的信心，但 2023 年三季度全面盈利的业绩、且部分公司创出历史新高，让市场看到了航空公司的价格弹性。

图表 3 航司 2023 年市场表现（截止 12/8）



资料来源：Wind，华创证券

2) 财务表现: 23Q3, 全面盈利

时隔 15 个季度, 三大航重返盈利。国航、南航、东航 23Q3 利润分别为 42、42、36 亿, 分别为历史三季度第三高、第二高和新高的净利表现。

春秋实现归母净利 18.4 亿, 历史新高, 较 19Q3 的 8.7 亿增长 113%, 超预期。

吉祥亦为单季度历史最高, 为 10.7 亿, 较 19Q3 增长 6 成。

华夏成功扭亏。

注: Q3 人民币小幅升值 0.6 个百分点, 汇兑损益影响较小, 航司利润主要来自经营端。

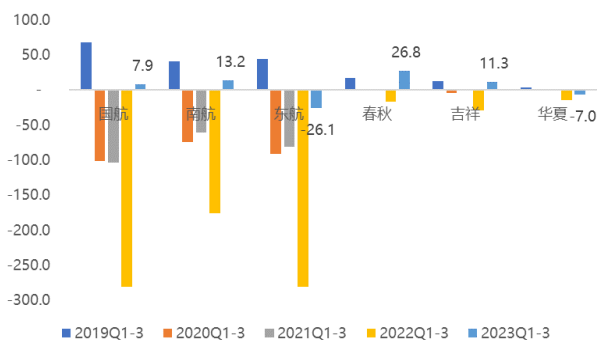
前三季度归母净利: 春秋 (26.8 亿) > 南航 (13.2 亿) > 吉祥 (11.3 亿) > 国航 (7.9 亿) > 华夏 (-7.0 亿) > 东航 (-26.1 亿)。

图表 4 Q3 航司业绩对比

(亿)	国航	南航	东航	春秋	吉祥	华夏
收入	458.6	476.6	361.1	60.7	65.5	16.4
同比	152.9%	62.4%	118.9%	105.8%	112.8%	110.9%
较19年	21.4%	9.0%	4.3%	37.5%	32.5%	5.2%
归属净利	42.4	42.0	36.4	18.4	10.7	0.5
同比	148.9%	168.8%	138.8%	473.9%	198.9%	109.9%
扣非归属净利	40.7	38.1	34.8	18.2	10.7	0.5
同比	146.3%	158.0%	136.6%	447.6%	198.8%	109.5%
汇兑	2.5	2.3	2.3	0.1	0.4	0.3
其他收益	12.2	13.8	12.3	3.2	2.8	1.3
同比	60.0%	47.0%	104.2%	18.4%	84.0%	218.9%
ASK (亿公里)	857	892	699	136	132	32.2
同比	131.6%	76.8%	119.8%	41.6%	67.1%	103.9%
较19年	0.2%	-2.7%	-0.5%	18.9%	23.8%	9.3%
RPK (亿公里)	646	715	535	125	114	25.8
同比	164.3%	105.1%	149.7%	66.9%	103.9%	137.0%
较19年	-8.2%	-6.7%	-7.5%	18.7%	22.9%	5.7%
客座率	75.4%	80.2%	76.6%	91.8%	86.3%	80.1%
同比	9.3%	11.0%	9.2%	13.9%	15.5%	11.2%
较19年	-6.9%	-3.4%	-5.8%	-0.1%	-0.7%	-2.7%
客公里收益 (元)	0.67	0.59	0.63	0.48	0.57	0.60
同比	-2.8%	-5.8%	1.7%	24.8%	8.4%	-8.1%
较19年	18.4%	14.3%	14.3%	17.2%	10.8%	-2.1%
座公里收益 (元)	0.51	0.47	0.49	0.44	0.49	0.48
同比	11.1%	9.2%	15.6%	47.1%	32.2%	6.8%
较19年	8.8%	9.6%	6.2%	17.0%	10.0%	-5.3%
成本	381	395	302.2	41.8	47	14.6
同比	65.1%	28.3%	35.1%	17.0%	34.5%	39.1%
航油成本	134	141	112.2	15.6	17.2	-
同比	68.5%	11.9%	37.8%	4.7%	24.6%	-
扣油成本	247	253	190	26	30	-
同比	63.3%	39.6%	33.6%	25.8%	40.8%	-
单位座公里成本 (元)	0.45	0.44	0.43	0.31	0.36	0.45
同比	-38.9%	-27.5%	-38.5%	-17.4%	-19.5%	-31.8%
较19年	15.9%	15.5%	10.3%	5.8%	2.1%	11.2%
单位座公里扣油成本 (元)	0.29	0.28	0.27	0.19	0.23	-
同比	-39.6%	-21.0%	-39.2%	-11.2%	-15.8%	-
较19年	11.0%	10.4%	2.3%	-1.7%	-5.5%	-
三费合计 (扣汇)	46.1	41.5	34.6	2.1	6.7	2.7
同比	25.0%	30.1%	-12.8%	-6.8%	33.1%	1.9%
三费率合计	10.0%	8.7%	9.6%	3.4%	10.2%	16.2%

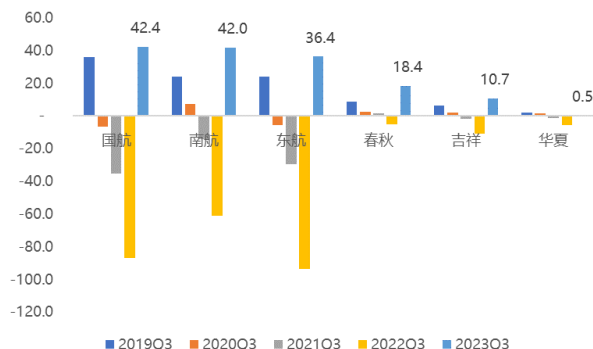
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 2023 前三季度航司归母净利（亿）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 Q3 航司归母净利（亿）



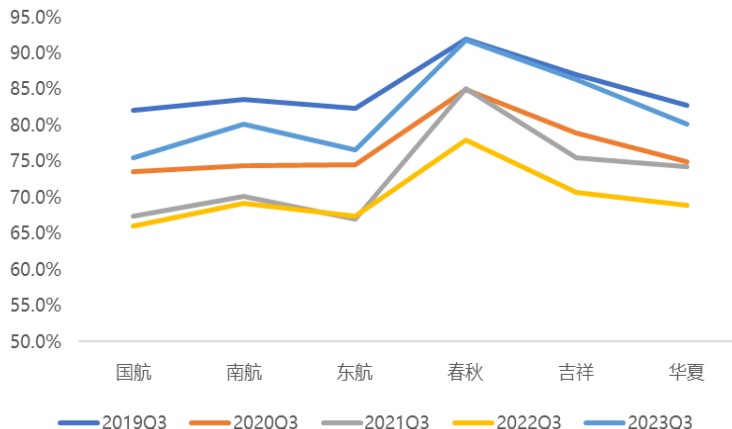
资料来源：公司公告，华创证券

3) 经营数据：春秋客座率基本持平 19 年

23Q3 三大航整体旅客周转量恢复至 9 成以上，民营航司均超 19 年。

23Q3 客座率表现：春秋（91.8%，较 19 年-0.1 pct）>吉祥（86.3%，较 19 年-0.7 pct）>南航（80.2%，较 19 年-3.4 pct）>华夏（80.1%，较 19 年-2.7 pct）>东航（76.6%，较 19 年-5.8 pct）>国航（75.4%，较 19 年-6.9 pct）。

图表 7 Q3 航司客座率



资料来源：公司公告，华创证券

23Q3 单位收益：除华夏外，其余航司均明显超 19 年水平

客公里收益：国航（0.67 元，较 19 年+18.4%）>东航（0.63 元，较 19 年+14.3%）>华夏（0.60 元，较 19 年-2.1%）>南航（0.59 元，较 19 年+14.3%）>春秋（0.57 元，较 19 年+10.8%）>吉祥（0.48 元，较 19 年+17.2%）。

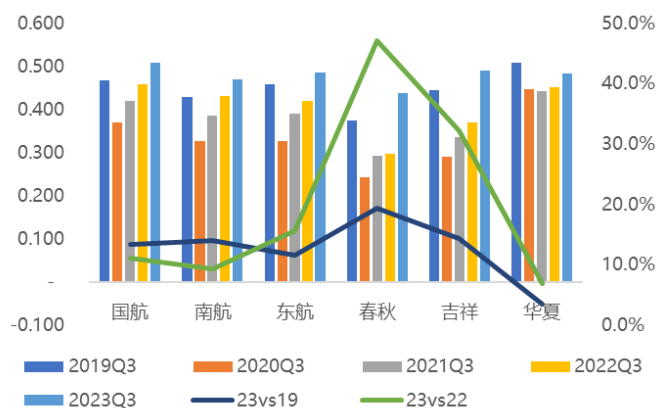
座公里收益：国航（0.51 元，较 19 年+8.8%）>吉祥（0.49 元，较 19 年+10.0%）>东航（0.49 元，较 19 年+6.2%）>华夏（0.48 元，较 19 年-5.3%）>南航（0.47 元，较 19 年+9.6%）>春秋（0.44 元，较 19 年+17.0%）。

图表 8 各航司 Q3 客公里收益（元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 各航司 Q3 座公里收益（元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

2、展望：2024，盈利大周期确认年

1) 供给端逻辑的基石：飞机供给低增速的确认

2023 年 1-10 月，5 家航司（三大航+春秋+吉祥）合计引进机队增速仅 1.2%，我们测算 19-25 年行业增速维持 3%左右，且我们认为供给端的保护或延续至 2025-27 年。

统计 5 家航司 1-10 月，合计净增 33 架飞机，增速仅 1.2%。

图表 10 航司 23 年引进进展

	22年底总机队 (架)	23.10总机队数 (架)	增量 (架)	增幅 (%)
国航 (含山航)	894	899	5	0.6%
南航	894	904	10	1.1%
东航	775	782	7	0.9%
春秋	116	122	6	5.2%
吉祥	110	115	5	4.5%
合计	2789	2822	33	1.2%

资料来源：公司公告，华创证券

我们测算：5 家上市航企 2019-25 年年均机队增速约 3.3%，三大航客机年均增速仅 2.9%

根据 23 年中报披露的引进计划，5 航司合计 2019-25 年机队累计增速 21.6%，年均 3.3%，三大航 19-25 年累计增速为 19.0%，年均仅 2.9%。如前文所述，23 年 1-10 月 5 家航司引进增速仅 1.2%，意味着实际引进可能低于计划进度。

此外，我们在此前报告中分析，因生产商产能恢复仍低于 19 年水平，以及行业内普惠发动机召回返修的出现，行业供给收紧或进一步延续至 2025 年后。

注：国航半年报披露 23-25 年预计分别净增 14、54、33 架，22 年年报计划为 8、33、28 架，计划增加量主要系 22 年未披露 737MAX 机型引进计划，此次半年报新增 23-24 年 MAX 分别引进 12、24 架。

图表 11 航司 23-25 年机队引进计划（架、%）

航司		2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E	23vs19	24vs19	25vs19	19-25CAGR
国航	客机数量	818	833	875	889	904	958	991	10.5%	17.1%	21.1%	3.2%
	同比增速		1.8%	5.0%	1.6%	1.7%	6.0%	3.4%				
东航	客机数量	723	725	752	775	795	815	813	10.0%	12.7%	12.4%	2.0%
	同比增速		0.3%	3.7%	3.1%	2.6%	2.5%	-0.2%				
南航	客机数量	848	851	862	879	935	988	1040	10.3%	16.5%	22.6%	3.5%
	同比增速		0.4%	1.3%	2.0%	6.4%	5.7%	5.3%				
三大航合计	客机数量	2389	2409	2489	2543	2634	2761	2844	10.3%	15.6%	19.0%	2.9%
	同比增速		0.8%	3.3%	2.2%	3.6%	4.8%	3.0%				
春秋	客机数量	93	102	113	116	123	137	147	32.3%	47.3%	58.1%	7.9%
	同比增速		9.7%	10.8%	2.7%	6.0%	11.4%	7.3%				
吉祥	客机数量	96	98	110	110	122	134	143	27.1%	39.6%	49.0%	6.9%
	同比增速		2.1%	12.2%	0.0%	10.9%	9.8%	6.7%				
五航司合计	客机数量	2578	2609	2712	2769	2879	3032	3134	11.7%	17.6%	21.6%	3.3%
	同比增速		1.2%	3.9%	2.1%	4.0%	5.3%	3.4%				

资料来源：公司公告，华创证券（注：国航机队均追溯增加山航机队数）

2）供给逻辑的动态变化：国际线加速恢复或推动行业优化

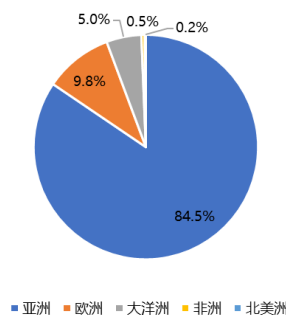
根据 2023 冬春航季时刻计划：内航国际航线航班恢复约 7 成（不含地区航线）

内航国际客运：23 冬春季周计划航班量为 7535 班，19 冬春为 11046 班，整体恢复至 68%。计划航班中，亚洲占比 84.5%，欧洲占 9.8%，大洋洲 5.0%，非洲 0.5%，北美洲 0.2%。

对于关注较高的美国航线，10 月 27 日，美国交通部发布新通知，自 11 月 9 日起，允许中方航司每周运营共计 35 班（目前为 24 班）中美定期直航客运航班。若美方航司对等增加航班，则中美航班每周有望增至 70 班，对应恢复至 19 年 20%。

11 月两国元首会晤后，提出明年早些时候进一步大幅增加直航航班，鼓励和支持两国人民多来往、多沟通。

我们认为，随着宽体机逐步飞向海外，过剩运力回归国际，国内供给压力有望进一步减轻，预期价格端将更具支撑。

图表 12 23 冬春国际分区域分布


资料来源：民航预先飞行计划管理系统，华创证券

3) 价格弹性的空间

a) 票价上限空间打开赋予了价格弹性想象空间

2017 年 12 月，民航局、国家发改委联合印发《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》，标志着票价市场化改革正式拉开帷幕。

我们统计，截止目前，国内前 30 大航线的经济舱全价票相比较 2017 年价格：

有 19 条航线累计提价 6 次，平均涨幅 75%，

有 7 条航线提价 5 次，涨幅近 60%，

3 条航线提价 4 次，涨幅约 45%，

1 条航线提价 3 次，涨幅约 33%。

国内黄金线路京沪线经济舱全价票由此前 1240 元提升至 2150 元，累计涨幅约 73%。

图表 13 国内前 30 大航线票价（元）

排名	航线	原指导价	最新最高公布票价	最新价格较原指导价涨幅	较19年涨幅
1	北京-上海	1240	2150	73%	44%
2	北京-成都	1690	2950	75%	45%
3	北京-深圳	2080	3650	75%	46%
4	上海-广州	1350	2350	74%	45%
5	北京-广州	1910	3360	76%	47%
6	上海-深圳	1400	2450	75%	46%
7	上海-成都	1760	3090	76%	46%
8	北京-杭州	2200	3210	46%	22%
9	北京-重庆	1640	2860	74%	45%
10	广州-成都	1430	2270	59%	32%
11	上海-重庆	1550	2470	59%	33%
12	广州-杭州	1180	1855	57%	31%
13	北京-西安	1850	2950	59%	33%
14	深圳-成都	1480	2580	74%	45%
15	北京-三亚	2530	4440	75%	46%
16	北京-长沙	1480	2140	45%	20%
17	上海-西安	1390	2430	75%	46%
18	深圳-杭州	1260	2200	75%	46%
19	广州-重庆	1250	2180	74%	45%
20	上海-青岛	1050	1820	73%	44%
21	北京-昆明	2550	3380	33%	10%
22	深圳-重庆	1340	2330	74%	45%
23	上海-厦门	1260	2195	74%	45%
24	广州-南京	1310	2085	59%	33%
25	大连-上海	1130	1780	58%	31%
26	北京-海口	2390	4185	75%	46%
27	深圳-南京	1540	2690	75%	46%
28	北京-哈尔滨	1180	1860	58%	31%
29	上海-昆明	2340	3410	46%	21%
30	北京-厦门	1760	3085	75%	46%

资料来源：携程网，华创证券

b) 票价上涨会带来利润巨大弹性

我们在此前报告中，以国航国内 TOP20 航线为例：

在 2019 年客运量基础、折扣率 4-5 折情形下，收入达到 280 亿，相当于国航 2019 年国内客运收入的 34%，若提价 10%，对应可增加约 28 亿收入；

而一旦供需紧张，假设折扣率普遍提升至 7-8 折，对应 TOP20 航线收入将达到 466 亿，增加 186 亿收入，特别的，因 20-22 年三年累计亏损近 690 亿，按照所得税抵亏原则，预计收入增量即为利润增量，可增厚 186 亿利润。

图表 14 国航国内 TOP20 航线弹性测算

航线	2019年客运量 (百万)	份额占比	2017年指导价	最新经济舱全 票价	累计涨幅	假设折扣	折扣后票价	航线收入	假设折扣为 70%-80%	较原指导价涨幅	航线收入 (亿)
北京-深圳	498	41%	2080	3650	75%	50%	1,825	36.9	2,920.0	40%	59.1
北京-上海	825	32%	1240	2150	73%	50%	1,075	28.5	1,720.0	39%	45.6
北京-广州	557	30%	1910	3360	76%	50%	1,680	28.3	2,688.0	41%	45.4
北京-成都	509	39%	1690	2950	75%	50%	1,475	28.9	2,360.0	40%	46.3
北京-杭州	300	46%	2200	3210	46%	40%	1,284	17.7	2,247.0	2%	31.0
成都-深圳	300	45%	1480	2580	74%	40%	1,032	14.0	1,806.0	22%	24.4
北京-三亚	200	34%	2530	4440	75%	40%	1,776	12.1	3,108.0	23%	21.2
上海-深圳	634	18%	1400	2445	75%	40%	978	11.3	1,711.5	22%	19.8
北京-昆明	236	36%	2550	3380	33%	40%	1,352	11.5	2,366.0	-7%	20.2
北京-重庆	276	39%	1640	2870	75%	50%	1,435	15.5	2,296.0	40%	24.8
成都-上海	439	24%	1760	2810	60%	40%	1,124	12.0	1,967.0	12%	21.1
北京-西安	251	33%	1850	2950	59%	40%	1,180	9.8	2,065.0	12%	17.1
成都-广州	318	30%	1430	2070	45%	40%	828	7.9	1,449.0	1%	13.8
武汉-北京	141	42%	1900	3030	59%	40%	1,212	7.3	2,121.0	12%	12.7
南京-深圳	184	35%	1540	2690	75%	40%	1,076	7.0	1,883.0	22%	12.2
杭州-深圳	255	30%	1260	2200	75%	40%	880	6.8	1,540.0	22%	11.9
深圳-无锡	97	75%	1400	1850	32%	50%	925	6.7	1,480.0	6%	10.8
北京-大连	157	50%	930	1480	59%	50%	740	5.8	1,184.0	27%	9.2
北京-长沙	193	29%	1480	2140	45%	50%	1,070	6.0	1,712.0	16%	9.6
广州-杭州	305	23%	1180	1700	44%	50%	850	5.9	1,360.0	15%	9.5
总计 (亿)								280			466
2019年国内客运收入 (亿)								816			
占2019国内客运收入比								34%			

资料来源: Wind, 携程网, 华创证券综合测算

3、华创交运特别观点提示

1) 23Q3 业绩背后的三点关注:

其一、利润弹性主要依靠价格弹性推动

今年以来观察航司在客座率整体较 2019 年仍有差距的情况下, 含油票价基本维持在 19 年之上。我们分析, 其一是客运价格市场化打开了上行空间, 其二是航司主动收益管理及策略的优化推升了价格中枢。

以三季度数据看: Q3 国内旅客量较 19 年+10%, 座位数+14%, 客座率较 19 年-4pct, 而含油票价涨幅 16%, 裸票涨幅 10%。跨境部分, 旅客量恢复接近 5 成左右。对应 Q3 整体旅客量高出 19 年 2.6%。

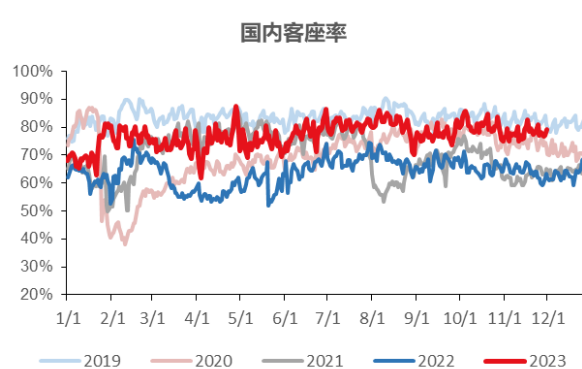
而三大航业绩均进入历史单季前三, 春秋、吉祥历史最高, 可见主要是价格弹性推动。

图表 15 国内旅客量 (人)



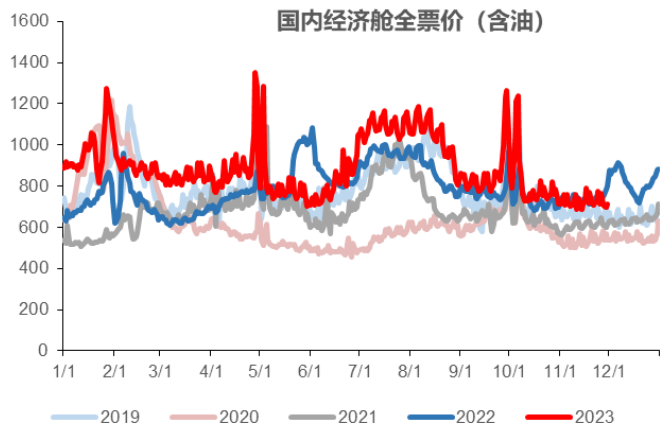
资料来源: Flight AI, 华创证券

图表 16 国内客座率 (%)



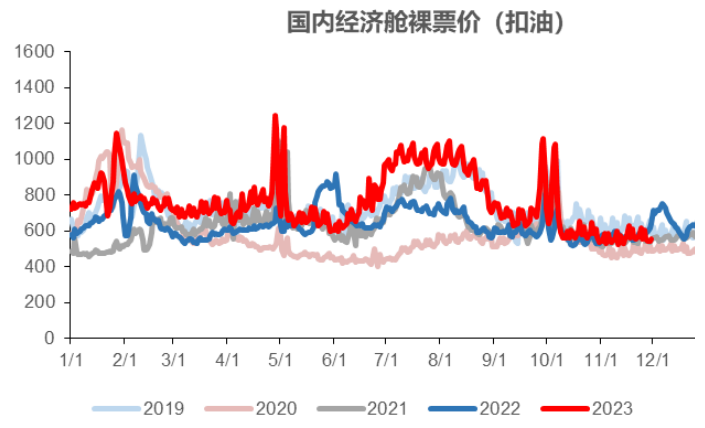
资料来源: Flight AI, 华创证券

图表 17 国内含油票价（元）



资料来源：Flight AI，华创证券

图表 18 国内裸票价（元）



资料来源：Flight AI，华创证券

其二、Q3 业绩是在跨境恢复不足 5 成情况下实现的，未来国际持续增班下，宽体机投放压力有望减轻

Q3 跨境旅客量约恢复至 19 年 48%，座位数恢复至约 50%，但国际地区仍在持续增班，随着宽体机逐步飞向海外，国内供给压力有望进一步减轻，预期价格端将更具支撑基础。

图表 19 国际+地区航班量（班）



资料来源：Flight AI，华创证券

图表 20 国际/地区/区域航班量恢复情况



资料来源：航班管家，华创证券

其三、春秋座收较 19 年涨幅最高，充分展现公司价格蓄水池效应

我们认为，低成本航司价格策略的另一面是提价潜力的蓄水池。春秋今年以来充分展现蓄水池效应：

2023 年春秋较三大航价差明显收窄，2015-2019 年，客公里收益差异从-37%收窄至-28%，20-22 年期间受航线调配策略等影响有所扩大，23 年价差明显收窄，Q3 仅低于三大航 24%，且得益于客座率优势，座公里收益差收窄至 10%，2019 年为低 21%。因此，春秋座收较 19 年涨幅在 5 家航司中最高，公司 Q3 业绩也创下历史最高，超出 19Q3 113%。

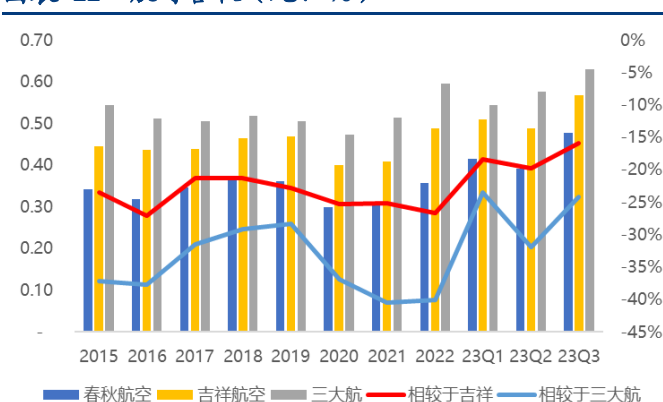
也即意味着，行业一旦进入复苏周期，低成本航司的价格提升潜力是不可被忽视的。

图表 21 航司单位收益对比（元、%）

客公里收益	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3
春秋航空	0.34	0.32	0.35	0.37	0.36	0.30	0.31	0.36	0.42	0.39	0.48
吉祥航空	0.45	0.44	0.44	0.47	0.47	0.40	0.41	0.49	0.51	0.49	0.57
三大航	0.54	0.51	0.50	0.52	0.50	0.47	0.51	0.60	0.54	0.58	0.63
相较于吉祥	-23%	-27%	-21%	-21%	-23%	-25%	-25%	-27%	-18%	-20%	-16%
相较于三大航	-37%	-38%	-31%	-29%	-28%	-37%	-40%	-40%	-24%	-32%	-24%
座公里收益	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3
春秋航空	0.32	0.29	0.31	0.33	0.33	0.24	0.25	0.27	0.36	0.35	0.44
吉祥航空	0.38	0.37	0.38	0.40	0.40	0.30	0.31	0.33	0.41	0.40	0.49
三大航	0.44	0.41	0.41	0.42	0.41	0.34	0.36	0.39	0.39	0.42	0.49
相较于吉祥	-17%	-22%	-18%	-19%	-18%	-21%	-18%	-18%	-11%	-12%	-10%
相较于三大航	-27%	-29%	-24%	-23%	-21%	-29%	-29%	-30%	-8%	-18%	-10%

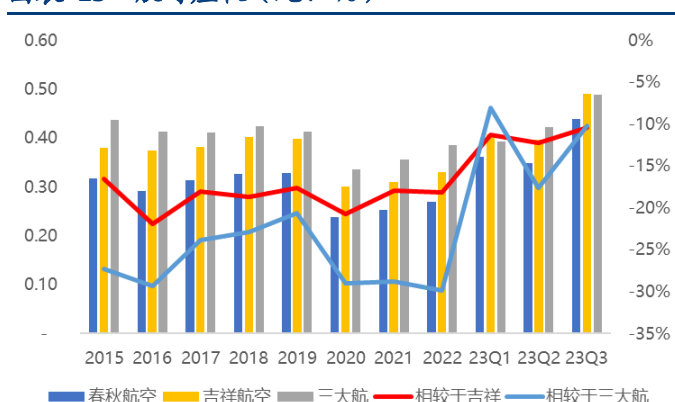
资料来源：Wind，华创证券测算

图表 22 航司客收（元、%）



资料来源：Wind，华创证券测算

图表 23 航司座收（元、%）



资料来源：Wind，华创证券测算

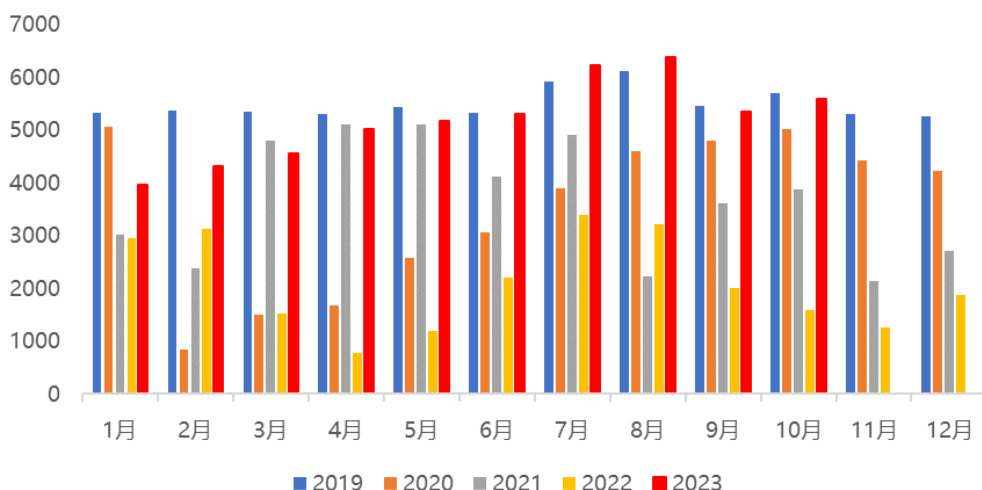
2) 我们认为 2023 是全新价格机制的基础年，建议 2024 年的供需-价格的推导站在 23 年基础上看边际变化

供给端：以前文 5 航司的引进计划推算，2024 年供给增速为 5.3%，但类似于 2023 年，我们预计实际引进机队的增速或将低于 5%；

需求端：2023 年 1-10 月，整体旅客量恢复至 19 年为 94%，其中国内部分恢复为 102%，国际+地区恢复为 38%。考虑 Q1 出行仍处于爬坡期，我们以 4 月-10 月的数据看，整体旅客量恢复 99%，国内部分恢复 107%，国际+地区恢复 48%。我们根据近期行业高频跟踪情况，假设 11-12 月整体旅客量恢复维持在 95%，对应 23 年全年整体旅客量恢复至 19 年约 94%。

2024 年参数假设：基于 23 年国际及地区恢复比例相对较低，根据冬春航季排班，我们预计 24 年国际及地区航线恢复至 7 成左右，同时国内较 23 年仍有增长。即便整体恢复至 19 年同期水平，较 23 年增速亦会超过 6%，从而实现供需格局的进一步改善。

图表 24 民航月度旅客量（万）



资料来源：民航局，华创证券

3) 投资建议：我们认为 24 年春运旺季或更值得期待，来自于国内探亲需求的释放，更多的国际航班以及更从容的出境游计划，宽体机更多执飞海外也有助于国内价格表现及成本的优化。

重点推荐**中国国航**大航弹性；业绩确定性高的**春秋航空**；同时重点关注当前处于估值底部，有望迎来长期业绩拐点的**华夏航空**，持续推荐**南方航空**、**吉祥航空**。

（二）航运：原油运输强供给约束，干散货市场或有“惊喜”

1、油运市场回顾：Q4 旺季弱于去年同期，但 2023 年 VLCC 运价中枢整体上行

1) 市场回顾：

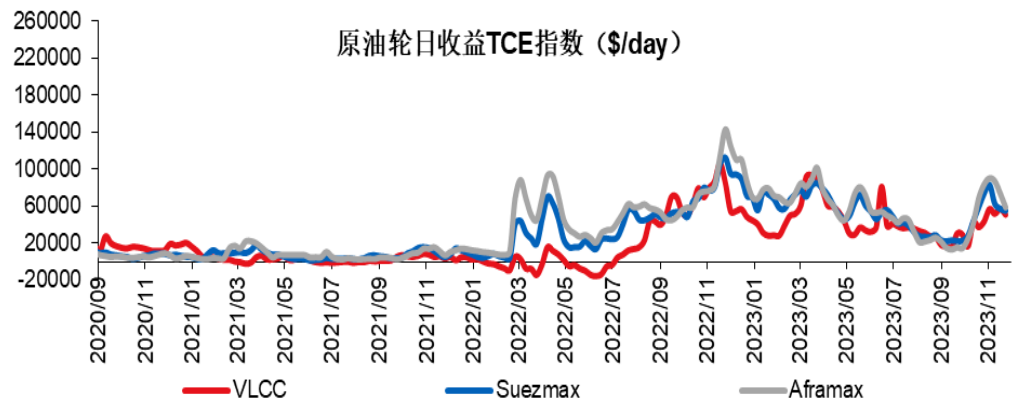
12 月 1 日，VLCC-TCE 均值 5.3 万美元，苏伊士型、阿芙拉型 TCE 均值为 5.5、5.3 万美元/天。

2023Q4：VLCC-TCE 均值 4.5 万美元，同比-32.7%，环比+56.7%；苏伊士型、阿芙拉型 TCE 均值 5.7、6.4 万美元/天，同比-29.3%、-29.1%，环比+97.3%、+146.7%。

2023 年一季度，VLCC 运价表现超预期，4 月初，OPEC+意外宣布减产，中东原油出口的减少影响 VLCC 运输需求，叠加 VLCC 运输需求阶段性转弱，运价开始逐步回落。**四季度**以来，行业进入传统旺季，市场运价企稳回升，但受制于需求偏弱及 OPEC+减产因素，旺季运价水平弱于去年同期。

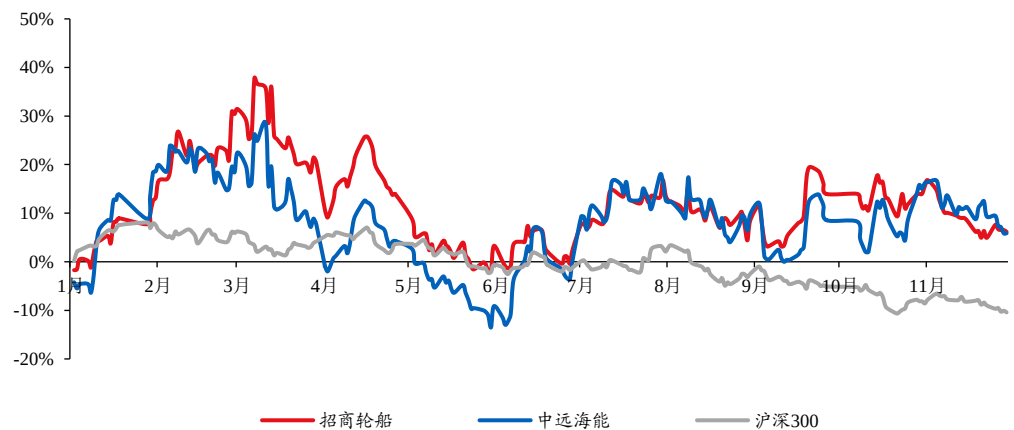
股价表现与运价基本同频，即一季度表现淡季超预期，二季度后开始回调，旺季前股价上涨。

图表 25 原油轮日收益 TCE 指数 (\$/day)



资料来源：克拉克森，Wind，华创证券

图表 26 2023 年招商轮船、中远海能股价情况 (%)



资料来源：Wind，华创证券

2) 业绩回顾:

2023 年前三季度:

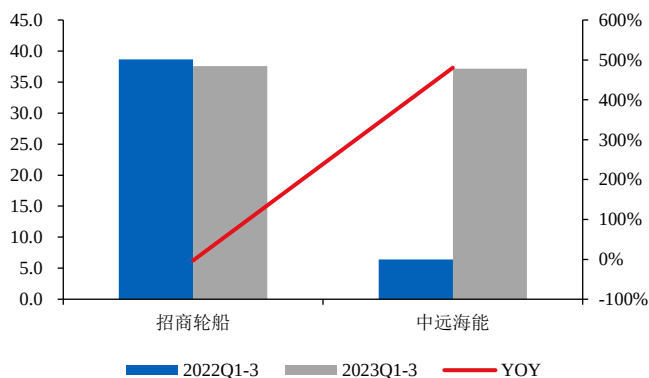
招商轮船实现归母净利润 37.6 亿元，同比-2.8%；扣非归母净利 36.2 亿元，同比-0.8%；其中前三季度油轮运输净利润 23.5 亿元（22 年前三季度为亏损 0.28 亿）。

中远海能实现归母净利润 37.1 亿元，同比+480.4%；扣非归母净利润 33.2 亿元，同比+418.1%。

分季度看：Q1-3 招商轮船实现归母净利润分别为 11.2、16.5、9.9 亿；扣非归母净利润分别为 11、16.3、8.8 亿；

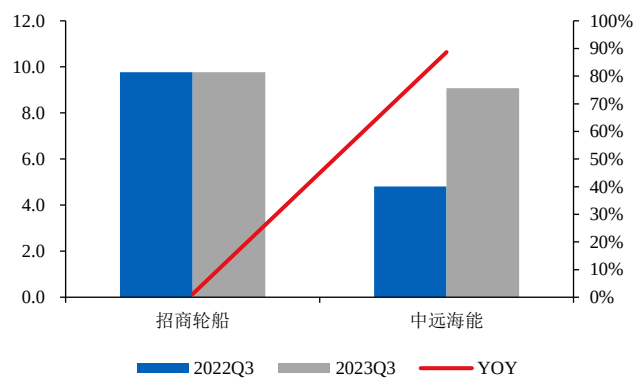
中远海能实现归母净利润 11、17.1、9.1 亿，扣非归母净利润 8.8、15.4、9 亿。

图表 27 前三季度归母净利润对比情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 Q3 归母净利润对比情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

2、油运后市展望：看好原油运输市场强供给约束下，有望开启上行周期

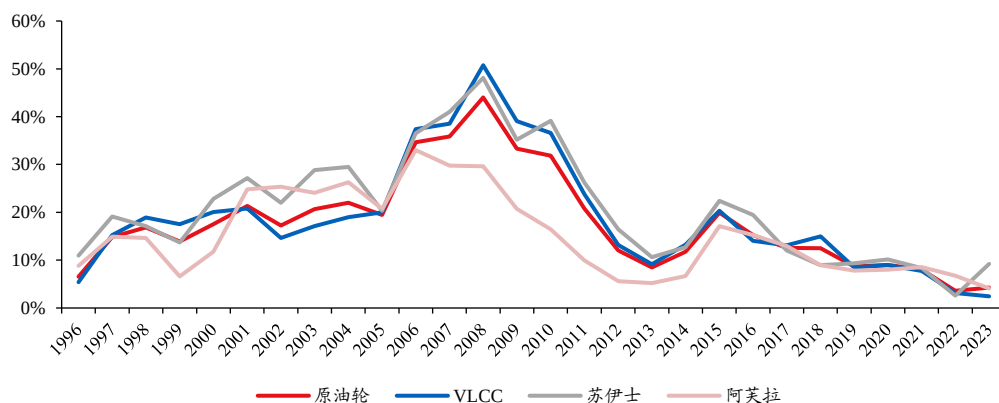
1) 供给端强约束之下，2026 年前运力增量有限。

其一，VLCC 在手订单处于历史低位，在手订单运力占比总运力仅为 2.4%。预计 24-26 年 VLCC 分别交付 3、3、12 艘，新船交付在 26 年前极为有限。

其二，新船高造价、船坞紧缺、环保技术路径不确定三重因素将压制供给增量。

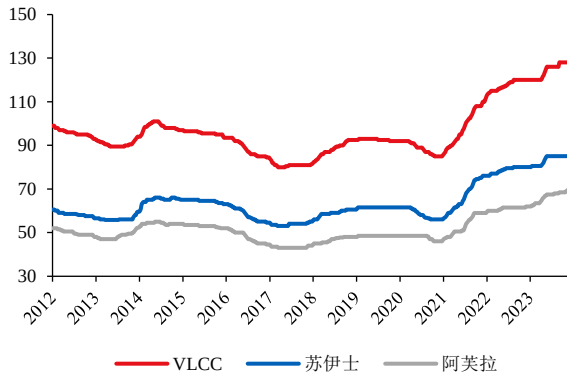
其三，油轮老旧船舶占比高，拆船进程有望加速，有效供给将进一步收紧。

图表 29 原油轮在手订单运力占比情况（%）



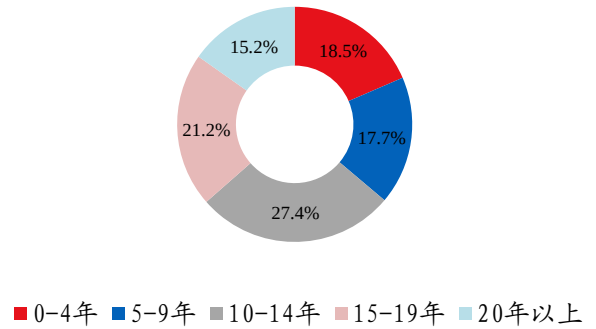
资料来源：Clarksons，华创证券

图表 30 原油轮新造船价格（百万美元）



资料来源: Clarksons, 华创证券

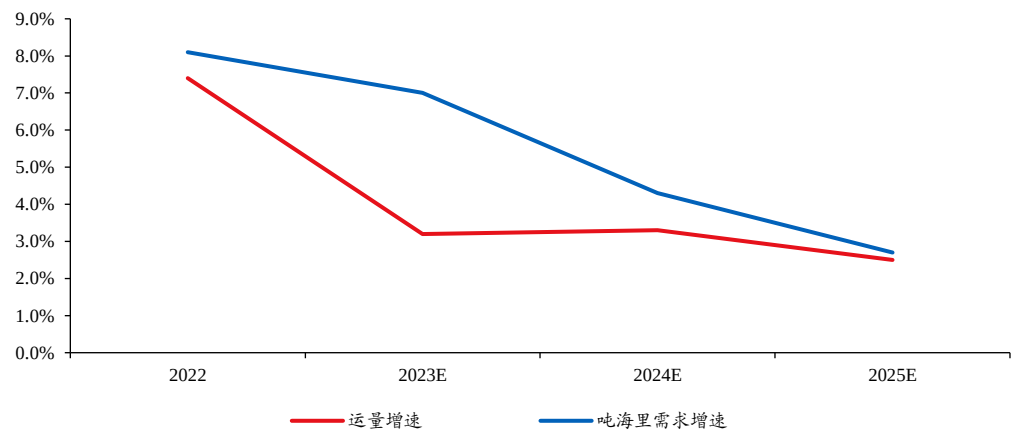
图表 31 原油轮船龄结构占比情况 (%)



资料来源: Clarksons, 华创证券

2)需求端,中期伴随亚太需求增长叠加库存周期与贸易重构,预计吨海里需求增长可观。中国经济潜力将成为拉动 VLCC 需求的重要推动力;此外,地缘因素导致全球原油运输路线重构,根据 Clarksons 预测数据,2023~2025 年预计原油吨海里需求增速将高于运量增速,原油轮的平均运距将被进一步拉长,长航线替代逻辑逐步兑现,将持续提振 VLCC 吨海里需求。

图表 32 原油吨海里需求增速高于运量增速 (%)



资料来源: Clarksons, 华创证券

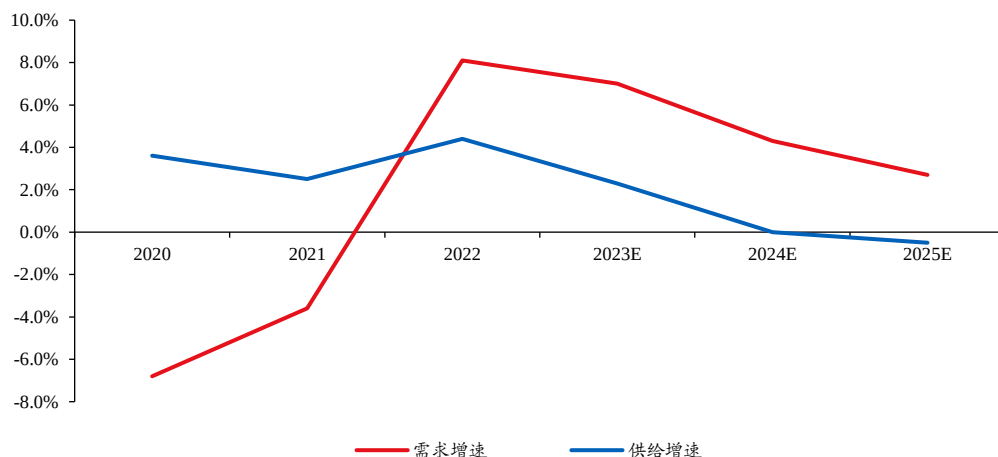
3) 我们预计未来两年需求增速将快于供给增速

根据克拉克森预测数据看:

供给端来看, 2023~2025 年预计 VLCC 市场运力增速约为 2.3%、0.0%、-0.5%, 运力增速放缓确定性较高, 预计 2025 年将出现运力负增长;

需求端来看, 2023~2025 年预计 VLCC 需求增速约为 7.0%、4.3%、2.7%, 油运行业需求增速将快于供给增速, 有望给运价带来向上弹性。

图表 33 VLCC 市场供需关系预测



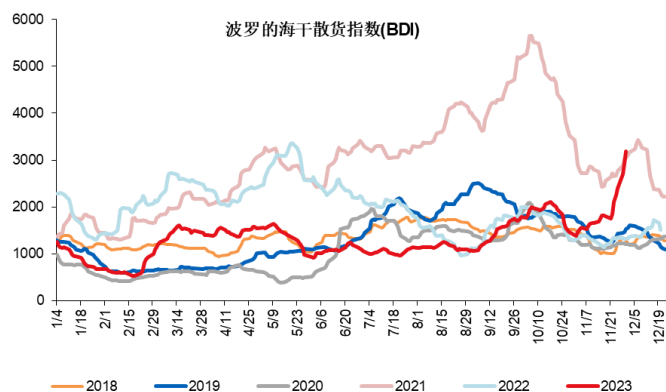
资料来源: Clarksons, 华创证券

3、我们建议关注 2024 年干散货市场或有“惊喜”

11 月以来，BDI 指数迎来一波快速反弹，最高达到 3346 点（12 月 4 日），一个月内实现了翻倍。

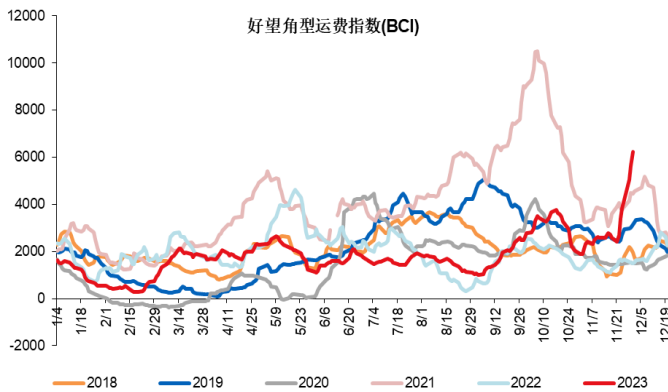
其中好望角船型运价涨幅显著。本次大幅上涨主要系好望角船型运价暴涨所带动，当前大西洋航线运力紧缺，伴随美湾粮季的到来，叠加欧洲冬季采暖需求，粮食、煤炭运输需求共振，驱动巴拿马船型运价持续上涨，最新 BPI 指数收于 6237 点，已创下年内新高，并且于近日进一步传导至好望角船型，导致大西洋航线运力供给迅速下降，叠加西非铝土矿货盘强劲增长以及巴西铁矿石稳定出货，市场运价大幅跳涨。

图表 34 BDI 指数表现



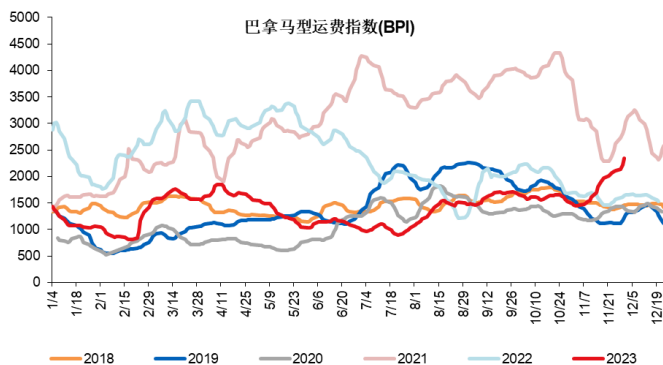
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 BCI 指数表现



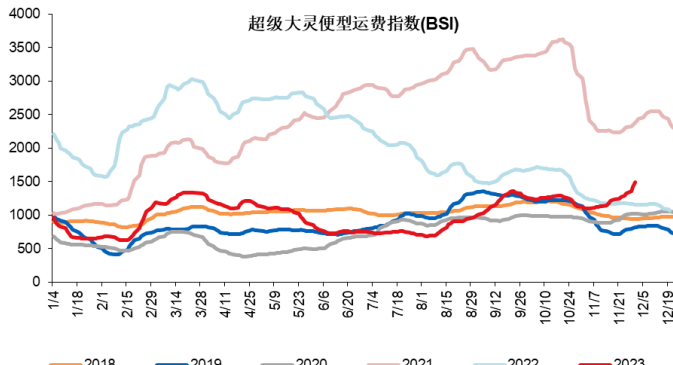
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 BPI 指数



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 BSI 指数表现



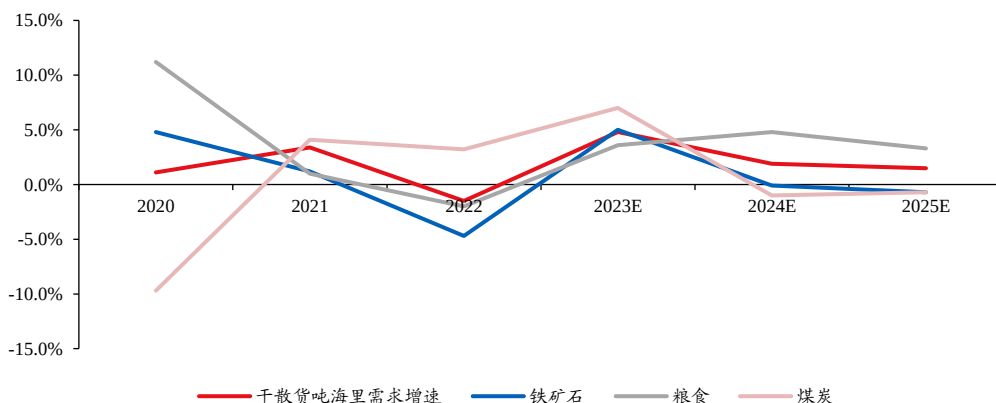
资料来源: Wind, 华创证券

我们预计 2024 年干散货市场吨海里需求有所回落，而运力增长相对可控。

从需求端来看，铁矿需求恢复增长，煤炭粮食贸易重构延续。具体来看：铁矿石方面，中国需求有望拉动全球铁矿石贸易量回升，同时澳、巴铁矿石出口稳步提升为运量增长提供支撑；煤炭方面，欧盟对俄罗斯的煤炭制裁逐步落地，全球煤炭贸易发生重构，同时中国解除澳煤进口禁令，有望推动吨海里需求提升；粮食方面，巴西粮食出口量新高，部分抵消乌克兰、美国等出口量减少，全球贸易量预计稳步提升。

根据 Clarksons 预测数据，2023~2025 年干散货吨海里需求增速分别为 4.8%、1.9%、1.5%，其中铁矿石吨海里需求增速分别为 5.0%、-0.1%、-0.7%，粮食分别为 3.6%、4.8%、3.3%，煤炭分别为 7.0%、-1.0%、-0.7%。

图表 38 干散货分货种吨海里需求增速情况（%）



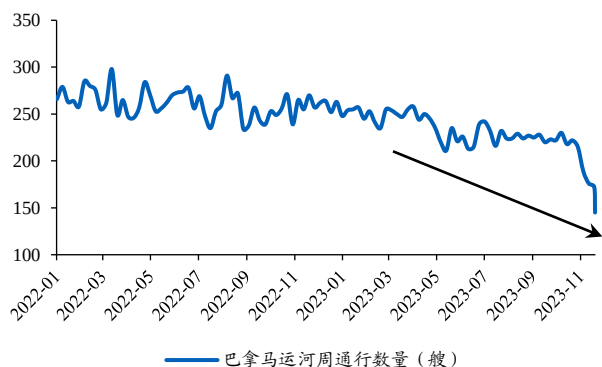
资料来源: Clarksons, 华创证券

从供给端来看，短期巴拿马运河持续严重干旱，自今年 7 月底开始，运河每日获准通行船舶数量降低至 32 艘；11 月起，运河管理方进一步降低通行船舶数量至 25 艘，且明年 2 月起还将继续降至 18 艘。伴随船舶通行时间的延长，有效供给将受到挤压，有望对巴拿马以下的船型带来一定紧张的影响。

中期来看，运力增长相对可控，老船或将加速退出。目前干散货船队在手订单占比总运

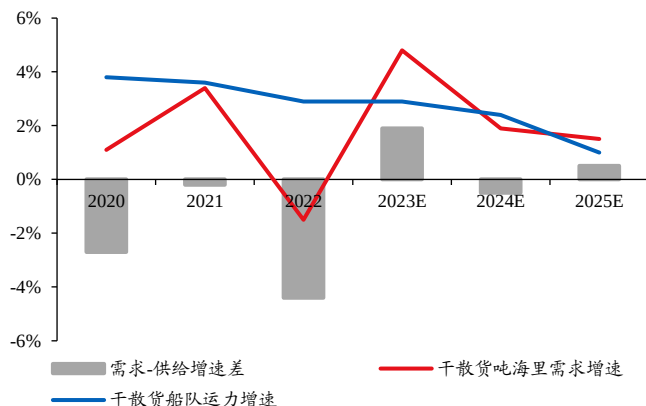
力约 8.3%，预计到 2023 年底静态运力增长 2.9%，较去年增速基本持平，运力增长相对可控。同时，在环保政策下，根据 Clarksons 测算，考虑降速和改造时间，2023~2024 年或将每年影响 2.0~2.5% 的实际有效运力。

图表 39 巴拿马运河通行数量（艘）



资料来源：Clarksons，华创证券

图表 40 干散货市场需求-供给增速将转正



资料来源：Clarksons，华创证券

附：相关标的梳理

根据各船东 2023 年半年报数据：

a) 招商轮船：

2023 年上半年公司干散货业务实现营业收入 34.3 亿元，同比-43.4%，实现净利润 3.6 亿元，同比-75.9%；公司拥有干散货船队 97 艘，总运力规模达到 1874.3 万 DWT，其中包括好望角型 16 艘，巴拿马型 6 艘。

根据公司半年报披露的船队结构，我们主要考虑自有船舶及部分相对稳定的租入船（约 23 条）所贡献的利润，假设运营天数为 350 天，美元汇率为 7.20，所得税税率 15%，按照运价指数对应日租金水平的移动平均值进行测算，以 2023Q1 的移动平均值为基准，

我们测算公司干散货业务运价-利润弹性可得：

在运价锁定模式下，VLOC 船队约贡献年化净利润 7.88 亿元；其他干散货船队则贡献弹性收益，BDI 指数每波动 500 点，对应年化净利润弹性约 9.27 亿元；

若 BDI 达到 1500 点，其他干散货船队将贡献年化净利润 6.07 亿元，干散货船队总年化净利润将达 13.95 亿元；

若 BDI 达到 2500 点，则其他干散货船队可以贡献年化净利润 24.60 亿元，干散货船队总年化净利润将达 32.48 亿元。

若考虑经营杠杆，运价-利润弹性被低估。伴随公司干散货经营日渐灵活，若考虑景气周期增加的租入船数量，则运价上涨所带来的实际利润弹性将更高。

图表 41 招商轮船干散货运价-利润弹性测算

假设 BDI 均值	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500
运营天数	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
美元兑人民币汇率	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
VLOC 船队 单季度税前利润 (亿元)	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32
VLOC 船队 年化净利润 (亿元)	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
其他干散货船队 单季度税前利润 (亿元)	-0.94	1.78	4.51	7.23	9.96	12.68	15.41	18.13	20.86	23.58	26.31	29.03
其他干散货船队 年化净利润 (亿元)	-3.20	6.07	15.33	24.60	33.86	43.13	52.39	61.66	70.92	80.19	89.45	98.72
年化净利润总计 (亿元)	4.68	13.95	23.21	32.48	41.74	51.01	60.27	69.54	78.80	88.07	97.33	106.60

资料来源: Clarkson, Winds, 公司公告, 华创证券

b) 太平洋航运:

2023 年上半年公司实现营业收入 82.0 亿元, 同比-33.4%, 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比-81.7%。公司拥有全球最大的小灵便型及超灵便型干散货船队, 总船队数量 282 艘, 运力规模达到 540 万 DWT。

c) 海通发展:

2023 年上半年公司实现主营业务收入 7.2 亿元, 同比-21.3%。公司主要以超灵便型干散货船舶为主, 总计 29 艘, 总运力规模达到 169 万 DWT。公司聚焦干散货运输业务, 现已成为环渤海湾到长江口岸的进江航线中煤炭运输量最大的民营航运企业之一, 同时积极拓展全球干散货运输业务, 已建立起辐射境内沿海及国际远洋的航线体系。

d) 宁波海运:

2023 年上半年公司实现水路运输业务收入 8.2 亿元, 同比增长+6.6%。公司拥有散货船 32 艘, 总运力规模达到 161.2 万 DWT。目前公司已建立起广泛的航线网络, 主要经营从北方至沿海、长江中下游沿线各电厂的电煤运输, 澳大利亚至国内的矿砂运输, 印尼等至国内电厂的进口煤炭运输等航线。

图表 42 上市干散货船东运力情况

	好望角型	巴拿马型	干散货船队总数	干散货总运力 (万 DWT)
招商轮船	16	6	97	1874.3
太平洋航运	1	0	282	540
海通发展	0	0	29	169.0
宁波海运	1	3	32	161.2

资料来源: 各公司公告, 华创证券

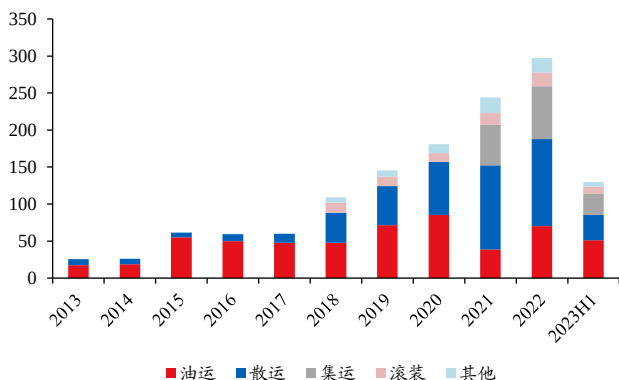
我们持续推荐**招商轮船**, 建议关注**海通发展**、**宁波海运**。

4、华创交运特别观点提示

我们建议重视招商轮船外贸全船型平台的价值重估，并有望迎来油散共振。

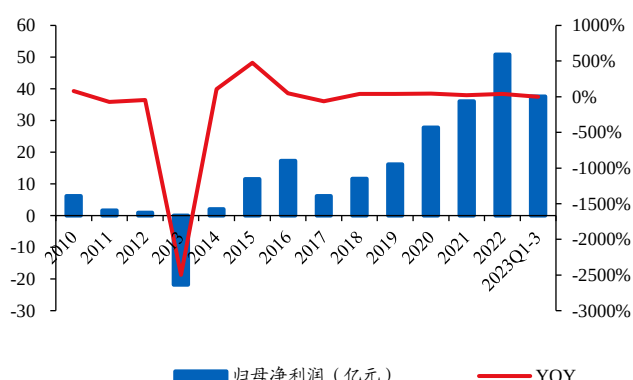
招商轮船是招商局集团旗下外贸全船型运营平台，也是全球油运、散运巨头，自有 VLCC、VLOC 船队规模世界第一。公司倾力打造“油散气车集管网”全业态的外贸航运业务，尤以油运、干散为双核心，近年来随着全船型业务的补齐，帮助公司有效平滑单一细分航运市场周期，综合盈利能力稳步提升，利润上台阶。公司在 2023 年推出第二期股权激励，彰显产业经营信心。

图表 43 招商轮船历年分业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 44 招商轮船归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

招商轮船拥有全球最大 VLCC 船队，运价弹性可期。公司 VLCC 船队船龄低、节能型占比高，具备明显成本优势，我们测算 TCE 每波动 1 万美元/天，对应公司 VLCC 净利润弹性为 10.5 亿元，若日收益 TCE 均值达到 10 万美元，则油运业务可以贡献净利润年化 90.0 亿元。

图表 45 招商轮船油轮分船型运价-利润弹性测算

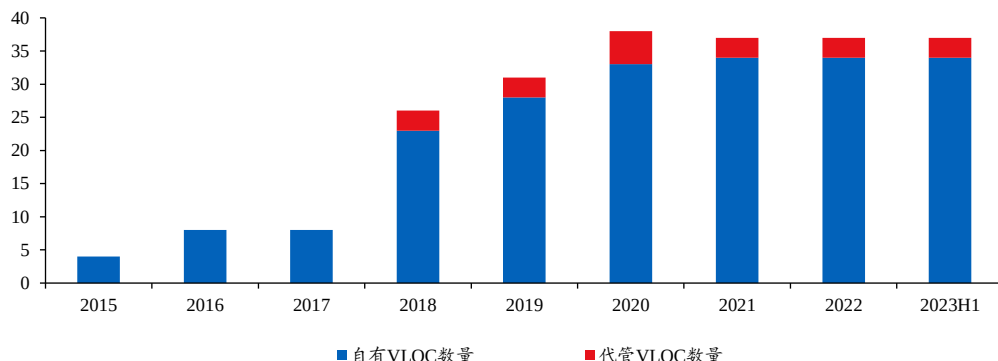
假设实现日收益 TCE（万美元）	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
运营天数	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
美元兑人民币汇率	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20
VLCC 艘数	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
年化净利润（亿元人民币）	-14.8	-2.5	8.4	18.9	29.4	39.9	50.4	60.9	71.4	81.9	92.4	102.9
净利润增量（亿元人民币）			10.9	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
Aframax 艘数	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
年化净利润（亿元人民币）	-1.2	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.1	7.1	8.1	9.1	10.1
净利润增量（亿元人民币）			1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
油轮船队年化净利润（亿元人民币）	-16.0	-2.5	9.4	20.9	32.4	43.9	55.4	67.0	78.5	90.0	101.5	113.0

资料来源：Clarksons，公司公告，华创证券

招商轮船散货业务：被低估的散运盈利潜力，兼具稳健与弹性。收购整合后公司散货船队规模已位居全球前列，其中公司作为全球最大 VLOC 船东，VLOC 船队主要以锁定运

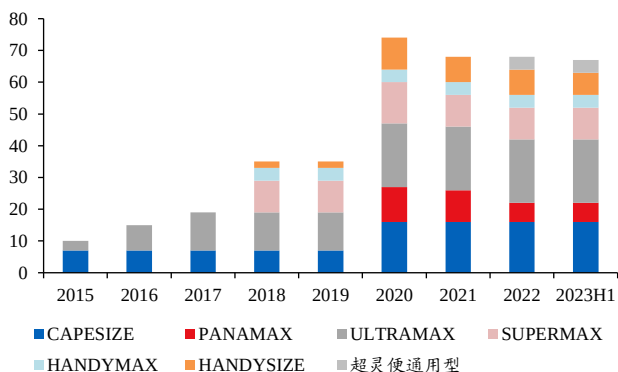
价形式运营，贡献稳健收益；其他干散货船型经营相对灵活，轻重资产混合发展，自有+租入干散货船舶 92 艘，即期市场弹性或被市场低估。

图表 46 招商轮船 VLOC 船队规模情况（艘）



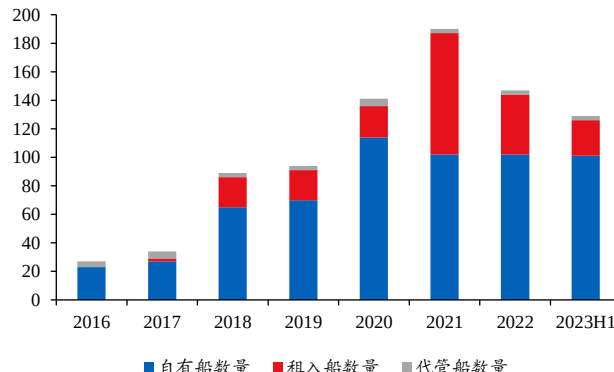
资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 招商轮船干散货船队情况（除 VLOC 以外）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 招商轮船干散货船队规模情况（艘）



资料来源：公司公告，华创证券

此外，LNG：市场前景开阔，长约锁定贡献稳健收益；集运业务：在亚洲市场具备竞争优势，多年来持续实现盈利；滚装：汽车出口持续旺盛，积极拓展外贸业务。

我们认为在倾力打造外贸全船型平台模式下，将使得公司盈利稳定性较以往有明显转变，利润中枢将稳步抬升。

同时我们认为油运市场供给的高确定性将推动业绩强弹性的兑现，散货弹性部分则有望迎来共振，其他业务中还包括稳定收益的 VLOC 与 LNG 船队，运价或已在底部的集运，以及景气较高的滚装业务。综合来看，公司在 2024-25 年甚至更长一段时间将保持增长。

而在当前国际局势复杂多变的背景下，能源、矿产、粮食等运输的自主安全可控显得尤为为重要。作为全球油运、散运巨头，公司多元业务组合稳健而不失弹性，兼具成长性和穿越周期能力，我们认为其价值被低估。

三、价值：重塑

（一）红利资产：寻找增强逻辑

1、高速公路：稳健型资产、防御 β 下亦有进攻 α

1) 回顾

市场表现：如第一章节中所述，以高速公路为代表的红利资产表现贯穿全年。

基本面表现：Q3 公路公司业绩持续恢复。

2023Q3 公路行业上市公司实现归母净利润 83.1 亿元，同比+11%，环比+9.7%，较 21Q3 增长 16.4%，较 19Q3 增长 28.7%。2023Q1-Q2 归母净利润为 78.4 亿及 75.8 亿元，同比+29.5%及 17.4%。

2023 年前三季度公路行业上市公司累计实现营业收入 885.3 亿元，同比+7.1%；累计实现归母净利润 237.3 亿元，同比+18.8%。

图表 49 公路行业季度收入



资料来源：Wind，华创证券

图表 50 公路行业季度归母净利润



资料来源：Wind，华创证券

2) 展望

我们在中特估视角看交运系列研究中，运用华创交运|中特估五要素分析框架，对高速公路行业进行了系统性分析：

我们认为，

产业发展阶段看：我国收费公路处于稳定增长的成熟期；

机制体制维度看：属于准入门槛高，经营监管强；

区域经济潜能看：不同区域公路的盈利能力有差异；

可持续发展性维度看，公路面临收费年限到期的问题，通常通过新建、改扩建延长运营主体收费期限；

而现代化治理体系是市场关注的重中之重：推动分红提升使得高速公路资产倍受青睐。

如：近年来龙头公司纷纷提高分红比例，更加重视投资者回报，8 家百亿以上市值公司 2022 年分红比例平均为 55%。行业内主要上市公司分红比例较高，分红提升趋势明显。粤高速 A 分红比例近年来为行业最高，从 2018 年至 2022 年，5 年保持分红比例 70% 左右。

皖通高速分红比例从 2018 年的 37% 提升至 2022 年的 63%，2023 年 7 月公告承诺若发行股份及支付现金购买六武高速资产成功，2023-2025 三年现金分红比例不低于 75%。

招商公路分红比例从 2018 年的 40% 提升至 2022 年的 53%，2023 年 4 月公告承诺 2022-2024 三年拟以现金分配的利润不低于当年归母净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的 55%。

成熟优质的商业模式、稳定的现金流、提升的分红比例，是高速公路行业在预期收益率下降的市场中表现优越的重要因素。

图表 51 公路公司现金分红比例

现金分红比例%	2019	2020	2021	2022
粤高速A	70	70	70	70
山东高速	60	90	63	68
皖通高速	35	42	60	63
宁沪高速	55	94	55	62
招商公路	40	49	43	53
深高速	45	46	52	50
四川成渝	31	36	18	40
赣粤高速	31	89	31	34
百亿市值公司平均	46	64	49	55
龙江交通	58	30	60	60
福建高速	17	61	50	49
四川成渝	31	36	18	40
现代投资	25	46	39	35
东莞控股	29	28	30	31
楚天高速	42	35	30	31
中原高速	9	32	30	30
重庆路桥	32	30	30	30
五洲交通	10	30	30	10
城发环境	10	10	10	10
行业整体分红比例	43	62	49	52

资料来源：Wind，华创证券

图表 52 公路公司估值、分红比例、股息率（截止 12/8）

	市值 (亿元)	净利润2023E (亿元)	PE (倍)	PB (倍)	2022分红比例%	23年承诺比例%	2023预计股息率%
招商公路	617	54.3	11	1.1	53	55	4.8%
宁沪高速	527	42.4	12	1.6	62		5.0%
山东高速	338	34.3	10	1.1	68	60	6.1%
深高速	209	24.6	9	1.2	50	55	6.5%
皖通高速	179	17.4	10	1.5	63	60 (附条件75)	6.1%
粤高速A	175	16.5	11	1.8	70	70	6.6%
四川成渝	134	13	10	0.9	40		3.9%
东莞控股	120			1.3	31		
赣粤高速	100	12.1	8	0.6	34		4.1%
平均			11	1.2	55		
重庆路桥	91			1.9	30		
福建高速	89			0.8	49		
中原高速	81			0.7	30		
楚天高速	64	8.4	8	0.8	31		4.1%
现代投资	61			0.6	35		
龙江交通	52			1.1	60		
五洲交通	51			0.8	10		
湖南投资	27			1.4	29		

资料来源：Wind，华创证券，除覆盖标的招商公路、宁沪高速、深高速、赣粤高速、四川成渝外，其他利润选自 wind 一致预期，市值为 A 股股价* (A+H) 总股本；23 预计股息率计算参数为选取 23 年承诺比例/22 年分红比例测算

3) 高速公路行业的增强逻辑投资线索

我们建议核心关注三个标的：四川成渝、赣粤高速、招商公路

四川成渝核心看点：背靠蜀道集团资源优势，经典“大集团、‘小’公司”投资逻辑能否上演？

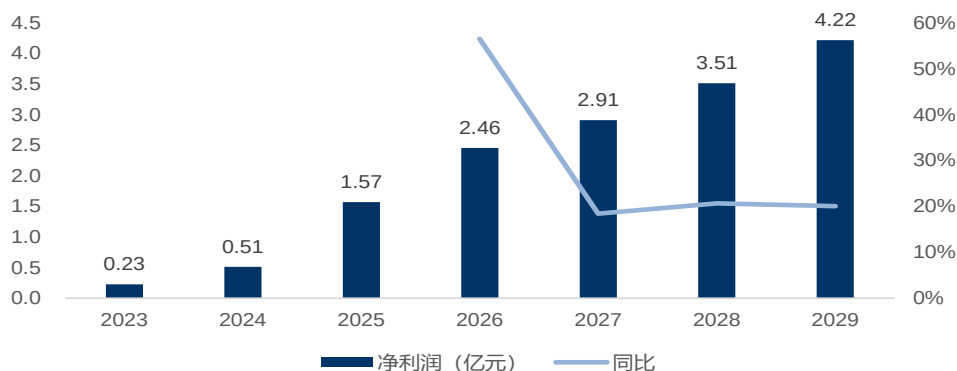
a) 蜀道集团是四川省属国企首家世界 500 强，具备省内强资源优势，拥有四川路桥、四川成渝、蜀道装备三家上市公司。

b) 我们观察集团在推进专业化整合。2021-22 年集团完成了将交通工程建设业务由四个公司转变为由四川路桥承担。23 年成渝收购二绕西高速股权，其中包括四川路桥子公司持有的 19%股权。推动专业化资源资产整合，符合国资国企改革的大背景与趋势。

c) 蜀道集团大力支持四川成渝上市公司发展。

其一、收购二绕西高速，提升可持续发展能力，7 年业绩承诺锁定基本收益。上半年蓉城二绕西高速实现收入 4.3 亿，为公司第三大收入贡献路产，该项目的收购，可以提高公司可持续发展能力和路网规模，是成渝高速路段 2027 年到期前，对公司重要的补充。并且，7 年业绩承诺体现了大股东对上市公司的支持。其中，2023 年至 25 年累计净利润不低于 2.31 亿元，并根据测算，26 年不低于 2.46 亿，29 年将超过 4 亿元。

图表 53 收购蓉城二绕公司 100%股权对公司净利润影响测算



资料来源：公司公告，华创证券测算

其二、2022-23 年集团两次增持公司股份（H 股）达到约 4%，反应了蜀道集团对资本市场形势的认识及对公司未来持续稳定发展的信心。

d) 我们建议关注公司在不断完善现代化治理体系。公司十四五规划明确发展战略，23 年半年报提出“谋划市值管理，树立良好市场形象”。我们观察目前公司分红比例相对较低（22 年 40%），相较于头部公路公司，我们认为未来具备一定的提升空间。

赣粤高速核心看点：公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间，被低估的红利资产。

看点 1：核心路产剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年以上；昌泰高速樟吉段改扩建项目于 2022 年正式开工。昌九高速在改扩建后实现收入扩张，昌泰高速改扩建完成后江西省南北通道将均为八车道，通行效率提升，有助于进一步发挥路网联通效应。

看点 2：我们认为财务费用仍均有明确的改善空间。随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，将带来财务费用的持续优化。

看点 3：2022 年公司分红比例在公路行业内偏低，但我们认为结合监管层倡导分红的大背景，以及公司推动现代化治理体系建设，未来具备一定的提升空间与潜力。

招商公路核心看点：具备成长逻辑的综合性公路运营商，我们认为可视为公路 ETF 增强。

公路 ETF：是指因公司参股三分之二 A 股公路上市公司，具备行业一般属性，稳健、防御。

增强：是指公司近年来提升分红比例，同时行业内具备成熟外延扩张能力的公司，尤其在 23 年公司接连的投并购项目，强化可持续发展能力。

a) **提高分红、重视股东回报。**从 2018 年至今，招商公路现金分红比例由 40%提高至 2022 年的 53%，并承诺 2023-2025 年现金分红比例不低于 55%。

b) 央企平台整合优势凸显成长属性，连续多年并购优质路产确保业绩提升。2023 年公司动作频频。

2023 年 12 月，公司公告拟收购工银投资持有的招商中铁 2% 股权，完成后招商中铁将成为公司合并报表的控股子公司。招商中铁投资持有 11 家路产项目公司，控股运营管理 10 条高速公路，参股管理 1 条高速公路，分布在山东、河南、四川、陕西、广西、云南、重庆等七个省（直辖市、自治区），里程合计 958 公里。

2023 年 11 月，公司公告拟收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权，交易对价 44.1 亿元（对应 2022 年 13.8 倍 PE，1.2 倍 PB），拟收购标的主要资产为河北京津高速 40% 股权、湖南长益高速 43.17% 股权及 50% 的收益权、山西龙城高速 45% 股权、安徽马巢高速 49% 股权。

23 年 11 月，公司公告拟与浙江沪杭甬出资额为 26.8 亿，其中招商公路出资占比 50%，拟共同收购湖南永蓝高速公路有限公司 60% 股权。

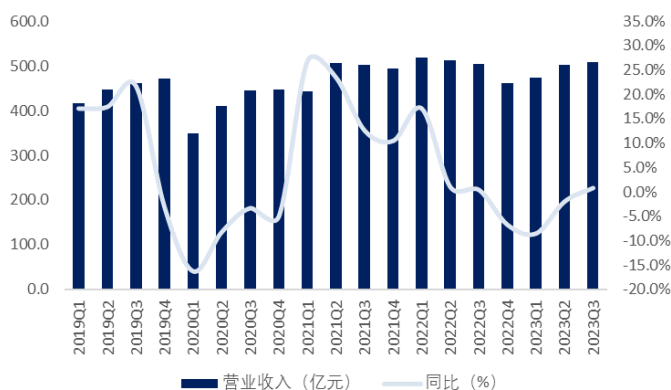
2、港口：区域整合新篇章

1) 回顾：Q3 利润实现修复

2023Q3 行业实现归母净利润 110.72 亿元，同比+7.6%，环比+6%，利润实现同比较好修复（2023Q1-Q2 利润同比下降 14.8% 及 11.3%）。

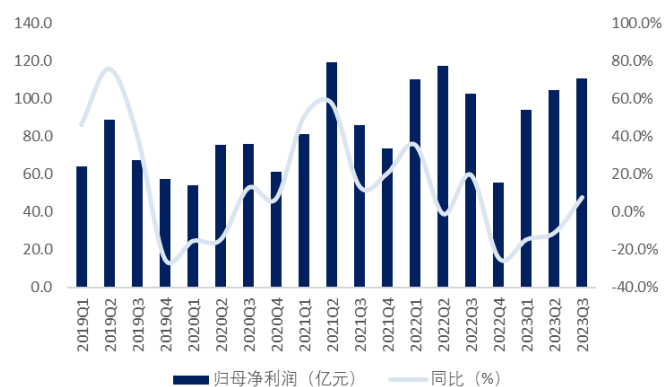
2023 年前三季度港口行业上市公司实现营业收入 1484.3 亿元，同比-3.2%，实现归母净利润 309.07 亿元，同比-6.6%。

图表 54 港口行业季度收入



资料来源：Wind，华创证券

图表 55 港口行业季度归母净利润



资料来源：Wind，华创证券

2) 展望：区域整合新篇章

我们认为“一省一港”有序整合开启，视为行业供给端的重大变化，奏响行业发展新篇章

自 2015 年宁波舟山港开始实施港口整合，福建、广西、辽宁、广东、山东、江苏、河北

等省份逐渐加入港口整合队伍，“一省一港”成为我国港口发展新格局。港口资源整合是促进港口提质增效、化解过剩产能、减少同质化竞争的重要举措，预计未来将从港口行业内部，向上下游产业拓展，逐步实现港口产业链的全方位整合。

2023 年 7 月，青岛港公告拟通过发行股份及支付现金购买资产，标的包括山东港口日照港集团持有的油品公司 100%股权、日照实华 50%股权、日照港融 100%股权，山东港口烟台港集团持有的烟台港股份 67.56%股权、莱州港 60%股权、联合管道 53.88%股权、烟台港航投资 64.91%股权、运营保障公司 100%股权，发行对象为日照港集团和烟台港集团，发行价格为 5.77 元/股（约为 2022 年 1 倍 pb）。区域整合再有新突破，这也是解决同业竞争重要举措，助力青岛港迈向世界一流港口。

图表 56 各省份港口区域整合条线

时间	名称	主要资产
2015 年	浙江海港集团	2015 年 8 月，浙江海港投资运营集团有限公司（简称“浙江海港集团”）组建成立，成为国内第一家集约化运营管理全省港口资产的省属国有企业，形成以宁波-舟山港为主体，浙江省东南沿海温州港和泰州港、杭州湾、嘉兴港为一体的港口发展新格局。
2017 年	江苏省港口集团	2017 年 5 月正式挂牌成立，涉及南京、连云港、苏州、南通、镇江、常州、泰州、扬州市等沿江沿海 8 市港口和省属港航企业。
2019 年	辽港集团	2019 年 1 月 4 日，辽宁港口集团在大港挂牌成立，大连港、营口港、盘锦港和绥中港率先完成整合。2019 年 9 月 30 日，辽港集团实际控制人由辽宁省国资委变更为招商局集团有限公司，截止 22 年末，集团的母公司和最终母公司分别为营口港集团和招商局集团。
2019 年	山东省港口集团	山东省港口集团有限公司是省属国有重要骨干企业，成立于 2019 年 8 月 6 日，总部位于山东青岛。拥有青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港集团四大港口集团，青岛港（601298.SH，06198.HK）、日照港（600017.SH）、日照港裕廊（6117.HK）三家上市公司
2020 年	福建省港口集团	福建省港口集团于 2020 年 8 月正式成立，旗下有厦门港务发展股份有限公司（股票代码：000905），及福建省交运集团财务有限公司。
2022 年	河北省港口集团	2022 年 10 月 30 日，河北港口集团重组成立，包括秦皇岛港股份有限公司（A+H 股）、唐山港集团股份有限公司（A 股）2 家港口类上市公司。

资料来源：浙江海港集团、山东省港口集团、辽港集团、河北港口集团官网，福建省、江苏省国资委官网，华创证券

我们认为：优质港口龙头具备价值重塑重大机遇。港口行业具备高壁垒、现金牛优势，优质港口企业资产不弱于高速公路，估值水平应当向主要高速公路企业靠拢。我们判断产业发展阶段，区域有序整合开启，奠定费率稳步提升周期。**基于两项因素**，一有空间（我国沿海主要港口外贸集装箱装卸作业费普遍较低）、二有基础（区域港口整合与一体化协作持续推进，是促进港口提质增效、化解过剩产能、减少同质化竞争的重要举措，亦奠定费率企稳回升的基础）。

3) 我们建议核心关注：招商港口、关注唐山港

招商港口：招商局旗下全球港口运营平台，“一带一路”先行者。

我们认为公司海外港口战略资产价值被低估。

其一、港口资源不能再生，海外优质项目可遇不可求，公司作为第一批出海收购布局，

已经抢占先发优势。

其二、在国际局势复杂多变的背景下，国际贸易供应链的自主安全可控将上升到全新高度，而关键贸易节点、贸易通道的核心资源卡位，具备的战略意义超过纯粹盈利的回报。尤其关注公司斯里兰卡项目：南亚门户、印度洋往太平洋的必经之路，辐射经济增长快速的南亚地区；以及吉布提项目：非洲之角，东非地区的战略门户。

我们认为优质央企港口龙头 PB 应修复至港口行业平均，而随着港口公司进一步提质增效，有望向核心高速公路公司的平均 PB 靠拢。

关注唐山港：区域港口一体化+优质分红标的。

核心看点 1：河北省港口资源整合将有效解决省内港口无序恶性竞争、重复建设局面，提升全省港口综合竞争力。

核心看点 2：公司持续高分红，在港口行业内具备股息率优势。

3、大宗供应链：24 年能否重回快速增长

1) 回顾：23 年龙头公司主业均承压

前三季度五家大宗供应链核心上市公司实现收入 1.89 万亿，同比基本持平，实现归母净利 88 亿，同比下降 24%。

其中 23Q3 五家公司合计实现收入 6490 亿元，同比下滑 2%，环比下滑 1%，归母净利 23.2 亿元，同比下滑 39%，环比下滑 26%。

注：建发仅选取供应链分部收入及利润。

受多重因素影响，归母净利大幅下滑。我们分析：今年二季度与三季度，大宗商品市场表现较为极端，二季度各商品品类多数呈下跌趋势，而三季度商品市场表现又明显好于实体经济，对过去稳健经营的大宗供应链公司在通过强弱周期品类组合对冲、以及执行期现结合套期保值工具运用中，遇到了一定压力。同时，在实体经济仍在恢复的阶段中，龙头公司亦选择与客户共度困难，给予了客户支持。

图表 57 大宗供应链 23Q3 业绩概览（亿元）

23Q3	营业收入	同比	环比	归母净利	同比	环比	归母净利率
厦门象屿	1,351	-2%	29%	2.9	-64%	-16%	0.2%
厦门国贸	1,288	-7%	-13%	2.9	-44%	-66%	0.2%
建发-供应链	1,826	-3%	-3%	8.3	-23%	0%	0.5%
物产中大	1,485	2%	-8%	8.5	-29%	-7%	0.6%
浙商中拓	539	-2%	-1%	0.6	-70%	-67%	0.1%
合计	6,490	-2%	-1%	23.2	-39%	-26%	0.4%

注：建发股份因三季度合并红星美凯龙，此处仅列示供应链运营业务分部收入及利润

资料来源：Wind，华创证券

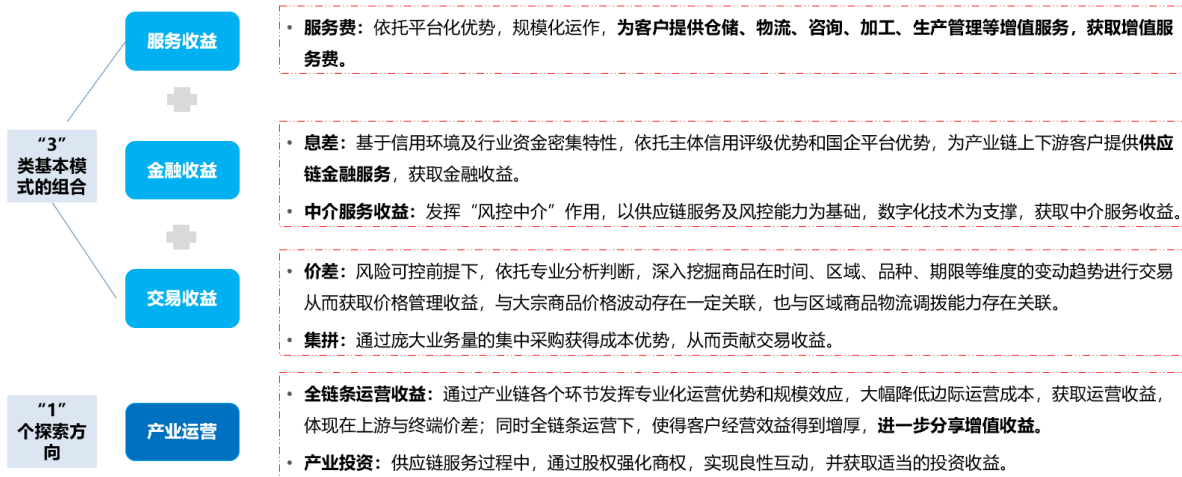
2) 展望：24 年能否重回快速增长

我们在《如何理解大宗供应链企业？——大物流时代系列研究（12）》中，总结大宗供应

链的盈利模式为“3+1”的盈利模式（即 3 类基本盈利模式的组合+1 个探索方向）。3 类基本盈利模式：服务收益、金融收益、交易收益；1 个探索方向：全产业运营及投资管理，在产业运营商的模式下，亦可在帮助客户经营效益得到增厚的同时，分享增值收益。

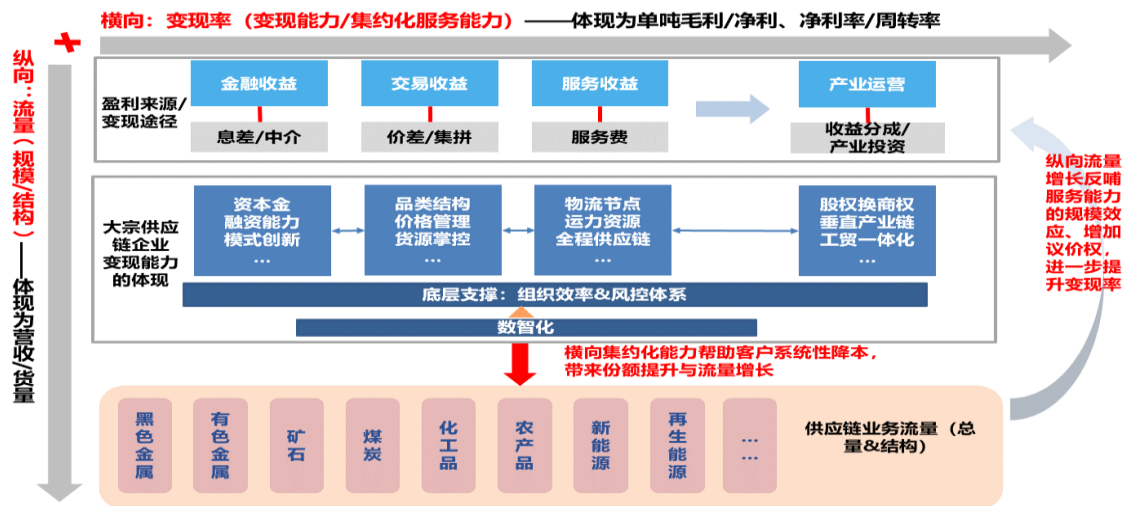
以及我们提出了“纵向流量+横向变现”投资研究模型。纵向：追求流量规模稳定增长；横向：基于流量规模，寻求变现能力的升级。

图表 58 大宗供应链企业盈利模式：“3+1”



资料来源：华创证券

图表 59 大宗供应链企业投资框架



资料来源：华创证券

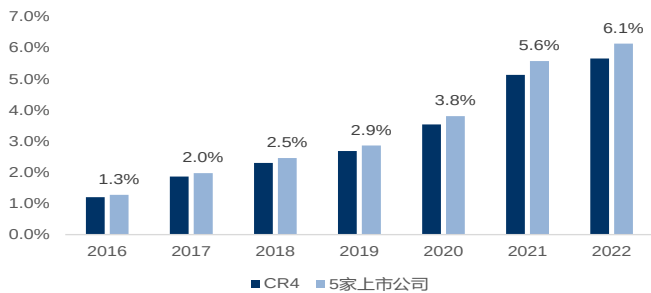
基于我们过去的论述分析，我国大宗供应链所处的发展阶段，转型成共识、成效获认可、龙头集中度提升红利期。

特别是行业集中度提升的格局红利。大宗供应链超 40 万亿市场规模，五家上市公司份额仅约 6%，制造业降本增效诉求使得优质大宗供应链企业价值进一步突显。

尤其在大宗商品下行时期，中小贸易商企业由于规模小、风险薄弱，往往会让出渠道份

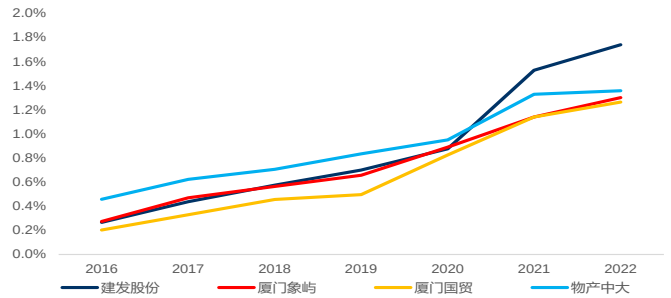
额，头部企业实现逆势增长，获取业务规模的份额提升。

图表 60 大宗供应链龙头市占率



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 61 CR4 市占率变化



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

我们认为 2023 年遇到的困难是阶段性的，持续看好厦门国贸、厦门象屿作为大宗供应链龙头转型逻辑逐步兑现与公司战略聚焦带来的价值提升，我们预计 2024 年龙头公司有望重回快速增长期。

同时，我们认为大宗供应链龙头是不应被忽视的红利资产。

近年来大宗供应链龙头企业保持了高分红：厦门象屿 4 年来保持 50% 以上的分红比例，而厦门国贸在 22 年将分红比例提升至 40%。

在最新业绩预期下，我们假设按照 2022 年分红比例测算，对应股息率在 6%，依旧具备吸引力。

此外，厦门象屿与厦门国贸在 10 月 27 日均发布了控股股东增持计划公告，体现控股股东对上市公司发展的信心与支持。

其中象屿公告象屿集团自 2023 年 10 月 31 日起 3 个月内增持公司股票，增持总金额 1.5-2 亿元，增持价格不超过人民币 8 元/股。

厦门国贸公告控股股东自公告披露之日起 6 个月内，增持金额 0.5-1 亿元，增持计划未设定价格区间。

4、华创交运特别观点提示

我们认为红利资产投资策略的有效性在未来较长一段时期内会持续有效，是基于更多优质资产进入到重视分红回报的行列，监管层倡导和鼓励，长期资金配置的需求等多因素叠加。特别是我们预计岁末至年报季，红利资产或带来更多惊喜。

我们同时强调在 23 年超额收益显著的情形下，2024 年红利资产要找增强逻辑。我们建议重点关注标的如下：

公路：我们强推四川成渝、赣粤高速，推荐招商公路可视为公路 ETF 增强。

港口：我们强推招商港口、建议关注唐山港。

大宗供应链：我们看好厦门国贸与厦门象屿。预期在公司财务表现拐点出现后会迎来估值修复。

（二）快递：件量需求显韧性，价格淡季承压，中长期投资价值在酝酿

1、回顾：件量有韧性、价格承压

1) 经营数据：需求有韧性。

行业业务量：1-10 月累计完成 1051.7 亿件，同比增长 17%，累计收入 9643.8 亿元，同比增长 12.3%，1-10 月票均收入 9.17 元，同比下降 4.1%。

基于 22 年 11-12 月行业件量基数相对不高，我们预计全年业务量增速达到 18% 以上，体现快递行业需求端的韧性。

上市公司业务量表现：申通保持件量增速领先。

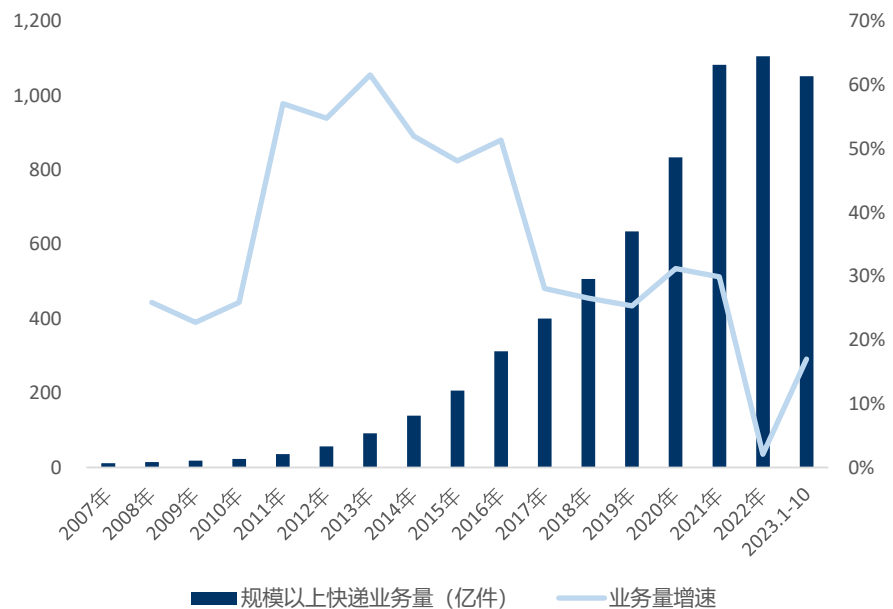
1-10 月累计业务量增速：申通（32.3%）> 圆通（18.5%）> 行业（17%）> 顺丰（8.3%）> 韵达（2.3%）。

三季度市场份额：中通 22.4%（同比+0.4pct）> 圆通 15.6%（同比+1.9pct）> 韵达 14.5%（同比+0.9pct）> 申通 13.7%（同比+2.8pct）。

价格承压。

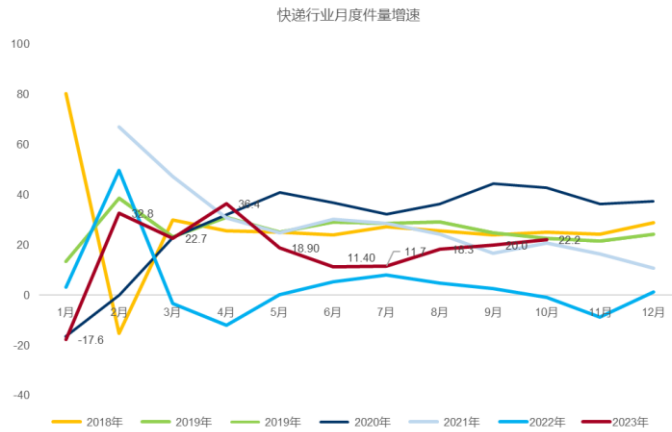
1-10 月累计单票收入：圆通 2.4 元，同比下降 6%；韵达 2.4 元，同比下降 7%，申通 2.24 元，同比下降 10.1%。

图表 62 快递行业业务量及增速



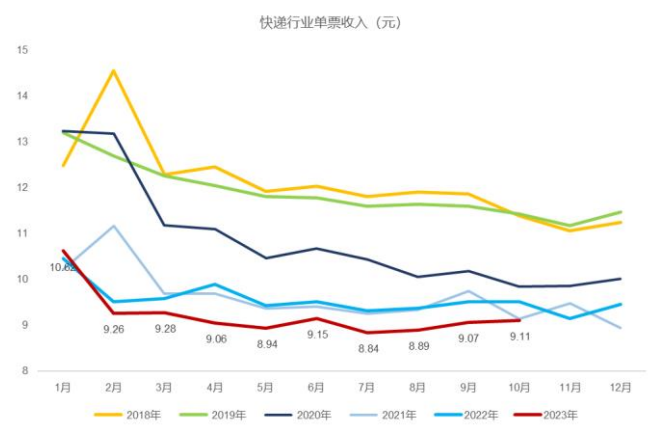
资料来源：Wind，华创证券

图表 63 行业月度业务量增速



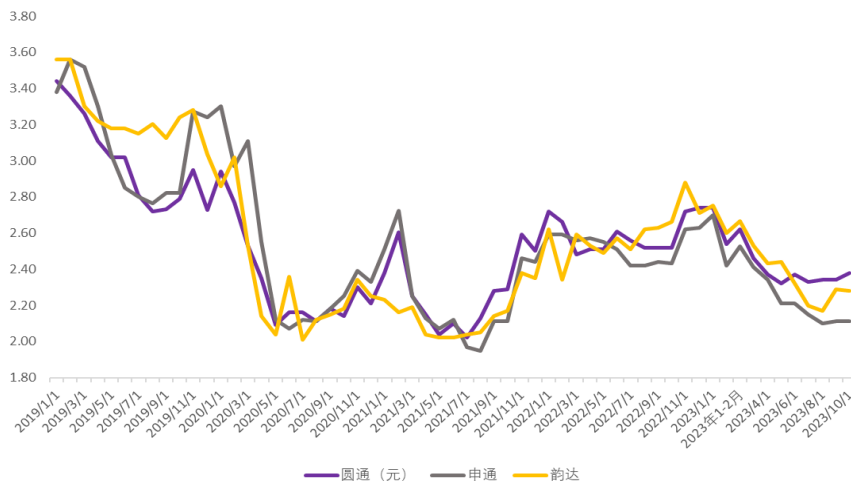
资料来源：邮政局，华创证券

图表 64 行业月度单票收入（元）



资料来源：邮政局，华创证券

图表 65 2019-23 年通达系公司单票收入（元）

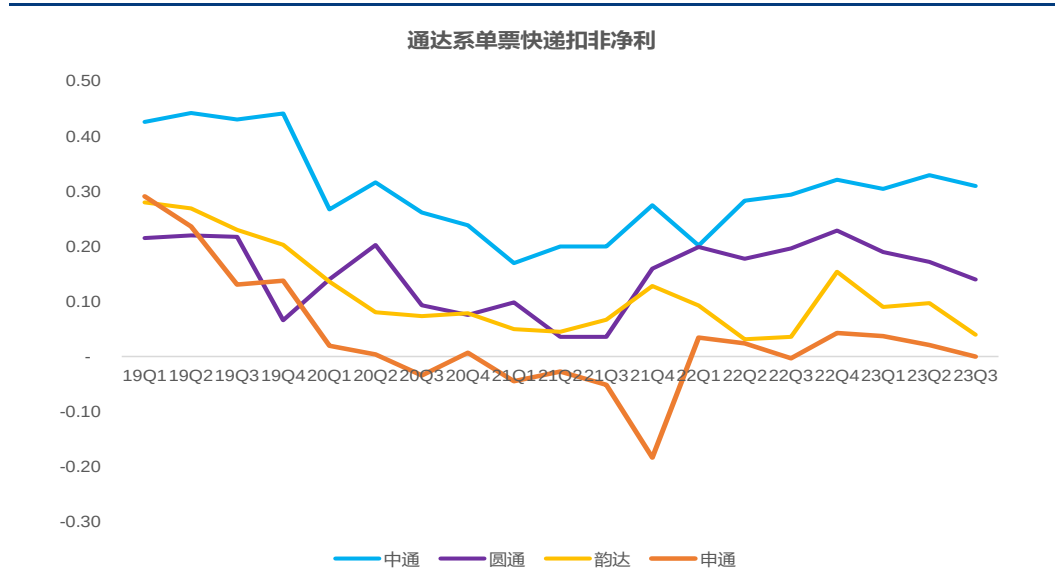


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

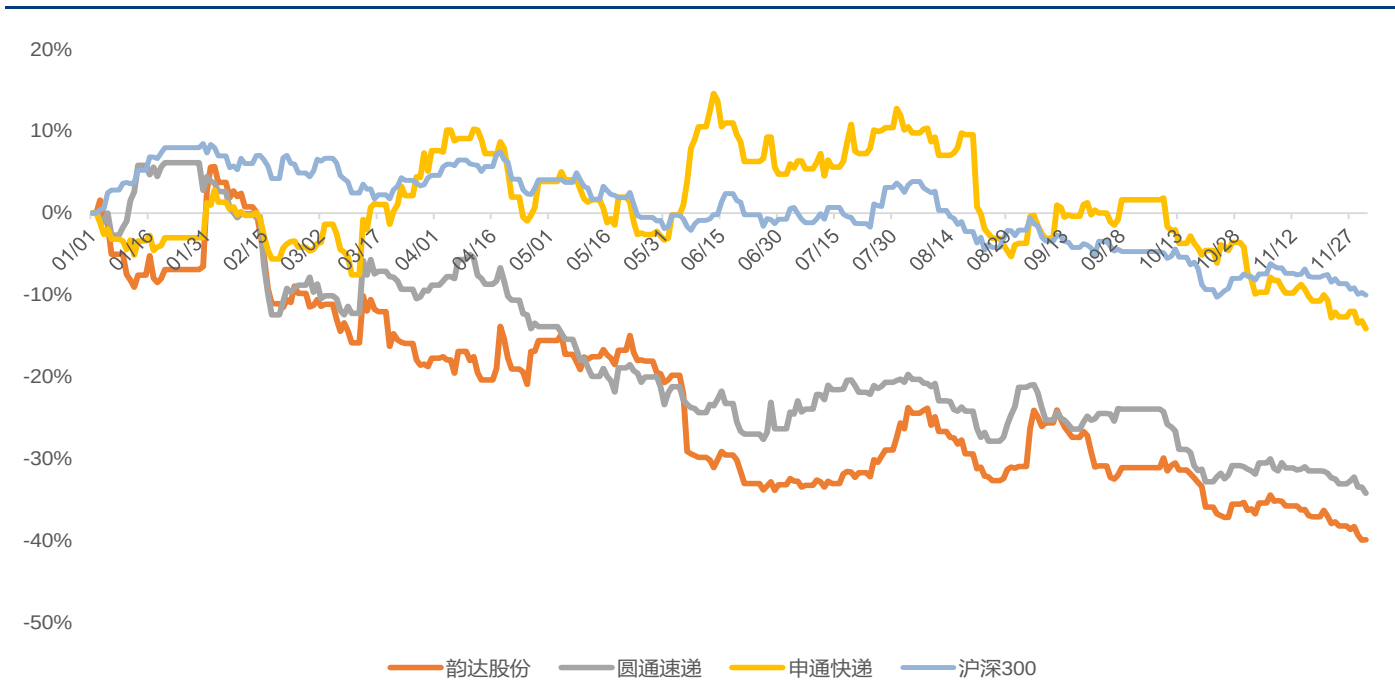
2) 财务数据：价格竞争对三季度单票净利产生了冲击

Q3 各公司单票扣非净利：中通 0.31 元（环比-0.02 元）>圆通 0.14 元（环比-0.03 元）>韵达 0.04 元（环比-0.06 元）>申通（基本盈亏平衡，环比-0.02 元）。环比均下降，但中通在三季度领先优势有所扩大。

图表 66 快递公司单票快递扣非净利（元）



图表 67 电商快递公司 2023 年股价走势（截止 12 月 8 日）



2、展望：电商快递中长期投资机会在酝酿，顺丰是价值*成长结合体

1) 行业判断

件量方面，电商快递行业需求端具备韧性，2024 年我们预计仍将保持 10%-15% 增速，行

业件量的修复将有助于头部快递企业提升产能利用效率，优化单票成本，维持业绩稳健增长。

价格方面，我们认为，电商快递行业不再具备全网大范围价格战基础，预计行业监管托底叠加终端加盟商盈利诉求，2024 年价格竞争或呈现缓和。

核心标的：看好韵达走出困境，边际变化或最大；持续推荐圆通仍处于低估；关注中通继续优化力度。

2) 顺丰：价值*成长

2023 年顺丰市值从 2800 亿最低跌至仅 1900 亿左右，截止 12 月 7 日，公司市值在 1979 亿。全年看基本呈现下行趋势，仅在年初、4 月、7 月初以及跌破 1900 亿后呈现了阶段性小反弹。

但从业绩角度看：顺丰则充分验证自己的稳定性。

前三季度实现归母净利 62.6 亿元，同比增长 40%；扣非净利 55.45 亿元，同比增长 43.55%；分季度看：23Q1-3 归母净利分别为 17.2、24.6 及 21 亿，扣非归母净利分别为 15.2、21.9 及 18.4 亿，同比分别增长 66%、77%及 7.3%。

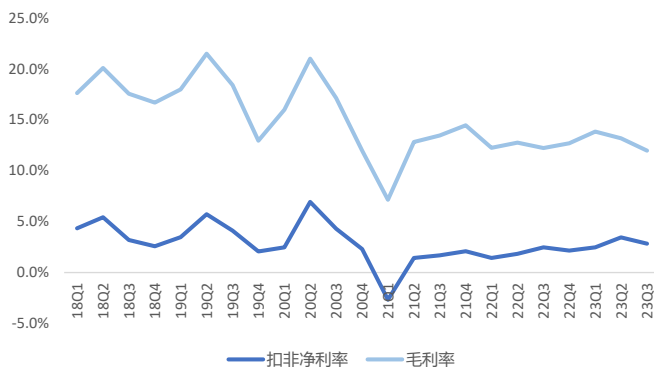
其中 Q2 扣非利润为 20 年 Q3 以来近 12 个季度最优表现，仅次于 20 年 Q2 业绩高点 26.1 亿元。Q3 扣非净利为三季度历史最高。

图表 68 顺丰季度利润（亿元）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 69 顺丰季度利润率



资料来源：公司公告、华创证券

由此可见 2023 年公司处于杀估值的状态，这背后我们认为市场的核心担忧在于收入增速，而没有对公司降本增效给予更充分的估值反应。

针对降本：我们认为公司 2022-23 年持续通过多网融通等方式进行降本增效，是区别于简单“砍”成本，更多是运营模式的调整与优化，意味着一旦在收入规模扩张时，净利率的拐点更清晰可见，应该给予估值反馈。

针对收入：我们分析存两种情境的可能性推演：

其一是 β 机会，即如果经济整体复苏超出预期，则会推动公司时效快递收入增速超预期；

其二是 α 机会，我们预计在 24 年下半年，鄂州机场转运中心投产 1 年左右时间，通过供给优化，推动时效产品辐射范围扩大、价格优化、国内-国际双循环等因素使得收入提速。

综合来看：我们认为公司当前看点，

其一位于估值底部：对应 2024 年不到 20 倍 PE，公司上市以来的估值底部。

其二始终在积极行动：聚焦核心主业，持续内部挖潜，经营底盘愈发夯实。

其三下一步看鄂州：鄂州机场已开通 10 条国际货运航线，我们持续看好围绕鄂州进一步打造国内-国际双循环，将助力公司生态体系再次飞跃。

注：自 4 月首开鄂州国际货运航线，已开通 10 条国际航线，包括美国洛杉矶、安克雷奇-纽约、德国法兰克福等洲际枢纽航线以及新加坡、大阪等亚洲航线。

四、成长：重启

我们在报告中针对成长的聚焦，在于探讨小市值公司的成长路径：其一、服务领域具备成长性；其二、行业集中度提升；其三、自身核心能力的可复制性。

（一）线索 1：服务领域处于景气向上周期

1、跨境电商物流：跨境电商红利的受益者

随着拼多多三季度业绩超出市场预期，股价大涨，在 12 月，市值一度超过 1900 亿美元，也超越了阿里巴巴。市场关注拼多多旗下跨境电商平台 TEMU 带来的高增长有望成为新的增长曲线。由此，也带动了对跨境电商物流公司的关注，如东航物流、华贸物流、中国外运等。

2022 年华创证券研究所商社、家电、轻工、交运发布联合深度研究《跨境电商到跨境物流：产业链全透视》，就跨境电商物流环节提出核心观点：

跨境电商物流：跨境电商红利受益者。我们认为当前环境下，打造自主可控的国际物流供应链能力，进则为矛，守则为盾。而从跨境电商物流的业务环节来看参与者，我们认为：**角色转型、升级突围是关键词。**

货代：以华贸物流为例，看传统货代向现代国际跨境综合物流服务商转型。

承运人：以东航物流为例，能否从周期转向成长？

全链条：以顺丰控股为例，货主+承运人+货代，筑巢引凤，国际业务有望成为公司第二增长曲线。

注：新型跨境电商平台在物流环节通常和划分为头程物流（国内部分），跨境国际干线，尾程物流。

当前我们再次审视这些公司，又有哪些新的突围举措？

1) 东航物流：看好核心干线运输资源价值展现

a) 23Q3，综合物流解决方案收入占比超过航空速运

公司主营业务分为航空速运、地面综合服务以及综合物流解决方案三大类。其中，航空速运包括全货机运输、客机腹舱运输/客机货运业务；地面综合服务包括货站操作、多式联运、仓储；综合物流解决方案包括跨境电商、产地直达、同业项目供应链、定制化物流解决方案。

收入构成看：23Q3，综合物流解决方案占比超过航空速运，达到 48%。2021-2022 年期间，高运价下，航空速运业务占比均接近 6 成，综合物流解决方案占比约 3 成。

毛利构成看：23Q3 地面综合服务毛利占比最大，毛利率最高。2021-2022 均为速运业务贡献最高，占比接近 7 成。

图表 70 东航物流收入、毛利拆分

收入 (亿)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3
航空速运	24.00	29.90	28.54	41.87	124.31	39.28	30.69	33.33	29.54	132.84	24.16	21.12	19.25
地面综合服务	7.00	7.72	6.65	7.33	28.70	6.87	4.09	6.49	6.10	23.54	5.53	6.14	5.82
综合物流解决方案	14.06	18.46	14.44	22.13	69.08	19.93	15.14	20.74	22.35	78.16	16.02	20.75	23.43
收入占比	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3
航空速运	53%	53%	58%	59%	56%	59%	61%	55%	51%	57%	53%	44%	40%
地面综合服务	16%	14%	13%	10%	13%	10%	8%	11%	11%	10%	12%	13%	12%
综合物流解决方案	31%	33%	29%	31%	31%	30%	30%	34%	39%	33%	35%	43%	48%
毛利率 (%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3
航空速运	29%	29%	36%	37%	33%	40%	40%	32%	27%	35%	30%	27%	13%
地面综合服务	51%	42%	31%	22%	37%	44%	-21%	31%	3%	19%	31%	42%	46%
综合物流解决方案	10%	10%	16%	19%	14%	17%	19%	19%	18%	18%	17%	15%	8%
合计	26%	25%	29%	30%	28%	33%	29%	27%	21%	28%	26%	23%	15%
毛利占比	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3
航空速运	59%	64%	70%	73%	67%	71%	86%	65%	65%	72%	62%	50%	36%
地面综合服务	30%	24%	14%	8%	17%	14%	-6%	12%	2%	7%	15%	23%	38%
综合物流解决方案	12%	13%	16%	19%	16%	15%	20%	23%	33%	22%	23%	27%	26%

资料来源：公司公告、华创证券

b) 公司竞争优势在不断强化：货机国际航线强壁垒+客机腹舱航线广覆盖

资源优势：全货机国际航线强壁垒+客机腹舱航线广覆盖。截止 10 月，公司拥有 14 架全货机，以及 782 架客机腹舱（中国东航 10 月数据）资源。

全货机航线：截至 2023 上半年，公司拥有上海、深圳至阿姆斯特丹/法兰克福/萨拉戈萨/洛杉矶/伦敦/安克雷奇/西雅图/芝加哥/纽约/东京/大阪/首尔/新加坡/曼谷等多个国际货运枢纽的 17 条全货机定班航线。依托遍布全球主要城市的航线网络和灵活的运力调配机制，公司能有效分散部分国家或地区的贸易摩擦风险，保持业务运营的稳定。

客机腹舱资源：公司独家经营东方航空 782 架客机腹舱资源，依托天合联盟、代码共享与 SPA 协议，航线网络通达全球 184 个国家和地区的 1088 个目的地。

c) 公司积极把握跨境电商新兴市场战略机遇

跨境电商、产地生鲜等新兴业务高增长

2023 年 H1，公司完成跨境电商进出口单量 2110 万单，同比+160.8%，跨境电商货量 48524 万吨，同比+105%，跨境电商解决方案实现主营业务收入 19.04 亿元，同比增加 73.25%。

23H1 生鲜产品进口量 5480 万吨，同比高+130.9%。产地直达解决方案实现主营业务收入 7.14 亿元，同比增加 146.21%。

跨境电商、产地直达等新兴业务高增长，推动公司整体综合物流解决方案收入占比持续提升，最新 Q3 占比已超过航空速运板块，达 48%。

图表 71 综合物流解决方案业务拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
跨境电商货量 (吨)	15,608	19,276	22,016	39,813	59,919	48,524
同比		24%	14%	81%	51%	105%
生鲜产品进口量 (万吨)	1.98	2.03	1.24	0.81	1.0525	0.548
同比		3%	-39%	-35%	30%	131%
生鲜产品包机数 (架次)	168	175	182	332	632	453
同比		4%	4%	82%	90%	287%

资料来源：公司公告、华创证券

2) 华贸物流：头部货代向综合物流转型，提高分红强化投资者回报

a) 我们持续看好公司从传统货代向跨境物流综合服务商转型之路。

当前是转型升级窗口期：传统国际货代→国际跨境综合物流服务商。我国进出口规模创新高，外贸结构持续优化，有助于推动公司业务发展。

我们复盘海外经验，发现不断并购是走向国际跨境综合物流服务商的成功手段。

以华贸物流为例，2021 年公司收购专业从事跨境电商物流公司佳成国际，2022 年与东南亚大型电商平台 lazada 签署运输协议。客户包括拼多多、Lazada、Shopee、安克创新等头部电商平台公司。

b) 提升分红比例，重视股东回报。

公司在 10 月公告 2023-2025 年股东分红回报规划：每年向股东分配的股利不少于当年度实现的可分配利润的 60%（21-22 年分红率分别为 35%、50%）。

根据我们预计 2023-24 年归母净利分别为 7.9 及 9.4 亿，根据 60%分红比例计算，对应公司股息率 4.8%、5.7%。公司发布新的三年回报规划，提高分红比例，我们认为超预期，并且充分体现央企对股东回报的重视程度。

公司在 12 月初公告 2023 年前三季度利润分配预案：每 10 股派发人民币现金股利 1.3 元人民币（含税），分红金额 1.7 亿元，占 2023 年前三季度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率 30.15%。

增加分红次数，再次体现公司在打造更为完善的现代治理体系。

2、精品制造业物流服务商：海晨股份

我们长期看好在我国制造业转型升级的大背景下，物流企业将帮助其降本增效从而获取成长空间。

我们理解海晨股份的成长性来自于两方面，其一是深耕领域处于长期景气度向上行业，如消费电子、新能源汽车等，其二是公司横向拓展新领域的能力推动成长性。

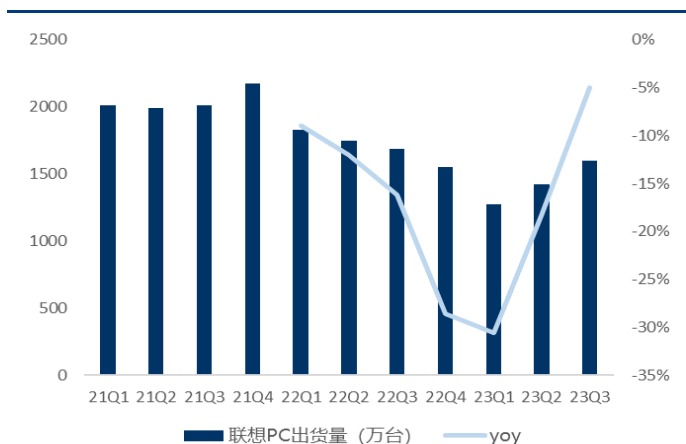
1) 从重要客户看:

a) **理想汽车放量**。23Q3 理想汽车交付 10.5 万辆, 同比+296%, 环比+21%, 创季度新高。随着公司与理想汽车的合作业务不断扩大, 预计新能源汽车行业收入占比进一步提升。

b) **消费电子同比降速放缓, 环比连续增长**: 23Q3 公司重要客户联想全球 PC 出货量同比-5% (下降 88 万台), 较 23Q2 出货量环比增 180 万台 (23Q2 环比增长 150 万台)。

注: 公司联想南方制造基地项目处于前期磨合阶段, 上半年产生亏损 3171.82 万元, 扣除该项目影响, 上半年扣非利润同比增长 0.97%, Q3 我们预计仍有所拖累, 但随着经营效率逐步改善, 亏损额会持续收窄, 预计在四季度, 项目将实现盈亏平衡。

图表 72 联想 PC 季度出货量



资料来源: IDC, 华创证券

图表 73 理想汽车季度交付量



资料来源: 理想汽车官方公众号, 华创证券

2) 从新领域拓展看: 重要收购打开公司新市场空间

2023 年 10 月, 公司发布公告拟收购盟立自动化 (昆山) 有限公司 100% 股权的公告, 收购价格 1.8 亿人民币。

根据公司公告, 收购有助于进一步加强海晨股份在自动化领域的业务能力和技术水平, 未来能够为包括半导体、光电面板等行业在内更广泛领域的先进制造业客户提供自动化装备和集成业务, 进一步提升公司在该领域的核心竞争力。

根据公司在 11 月 1 日投资者关系活动记录表中所介绍, 盟立自动化是行业领先的自动化公司之一, 总部位于中国台湾, 公司长期服务于半导体、光电面板、智能仓储和电子商务等行业客户, 拥有较好的产品竞争力和品牌影响力。

过往公司从联想到理想, 成功验证了核心商业模式的可复制性与拓展性, 但市场对大客户的拓展难度始终有担忧, 收购昆山盟立, 从服务业到制造业的结合, 切入更广泛且具备一定通用性的市场, 我们认为是打开了海晨发展的新空间。

(二) 线索 2: 行业集中度提升: 危化品物流龙头具备扩张机遇

危化品物流赛道具有市场空间大、准入壁垒高的特征, 包括仓储 (液体、固体)、运输 (化学品船、车辆)、货代、分销以及多种业务结合的综合物流服务。

A 股上市公司中，有以密尔克卫为代表的综合物流服务商，以宏川智慧为代表的石化仓储运营商，以兴通股份、盛航股份为代表的化学品船运服务商，以及化工品跨境物流业务占比相对较高的永泰运等，已经初步形成了危化品物流细分板块。

23Q3 国内经济整体呈现弱复苏，内需增长有限；外部主要经济体面临通胀风险，消费需求不足叠加去库存压力大，化工物流下游需求整体疲软。

加总来看，23Q1-Q3 危化品物流上市公司共计实现营业收入 138.6 亿元，同比-7%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比-4%。其中 23Q3 共计实现营业收入 53.2 亿元，同比+11%，环比+22%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比-17%，环比-15%。

图表 74 危化品物流 23Q3 业绩概览（亿元）

23Q3	营业收入	同比	环比	归母净利	同比	环比	归母净利率
兴通股份	2.8	56%	-1%	0.5	-16%	-25%	16%
盛航股份	3.0	34%	4%	0.3	-35%	-32%	10%
宏川智慧	3.9	17%	-3%	0.8	34%	-12%	21%
保税科技	5.1	40%	20%	0.6	39%	-20%	12%
恒基达鑫	1.0	-3%	0%	0.3	-21%	-1%	31%
密尔克卫	31.0	10%	42%	1.5	-13%	2%	5%
永泰运	6.4	-15%	-5%	0.4	-64%	-40%	6%
合计	53.2	11%	22%	4.3	-17%	-15%	8%

资料来源：Wind，华创证券

图表 75 化工物流 23Q1-Q3 业绩概览（亿元）

23Q1-Q3	营业收入	同比	归母净利	同比	归母净利率
兴通股份	9.1	62%	1.8	16%	20%
盛航股份	8.8	43%	1.2	-13%	13%
宏川智慧	11.6	24%	2.4	30%	21%
保税科技	12.0	19%	2.0	52%	17%
恒基达鑫	2.9	-1%	0.9	-9%	29%
密尔克卫	76.3	-16%	4.0	-15%	5%
永泰运	18.4	-24%	1.4	-42%	8%
合计	139.1	-7%	13.7	-4%	10%

资料来源：Wind，华创证券

从不同环节看：

石化仓储：保持业绩同比增长，显现资产稳健特征。国内三家主要经营石化仓储的上市公司，宏川智慧、保税科技及恒基达鑫在三季度合计实现收入同比增长 25%，环比增长 8.2%，归母净利同比增长 21%，环比下降 13%。

化学品船运：收入因规模扩张增速较快，利润承压明显

综合物流/货代：密尔克卫 Q3 业绩同比降幅收窄。密尔克卫 23Q3 营业收入实现 31 亿元，同比+9.7%，环比+42%；归母净利实现 1.5 亿元，同比-13%，环比+2%。

1、相对重资产：商业模式清晰、长期景气向上

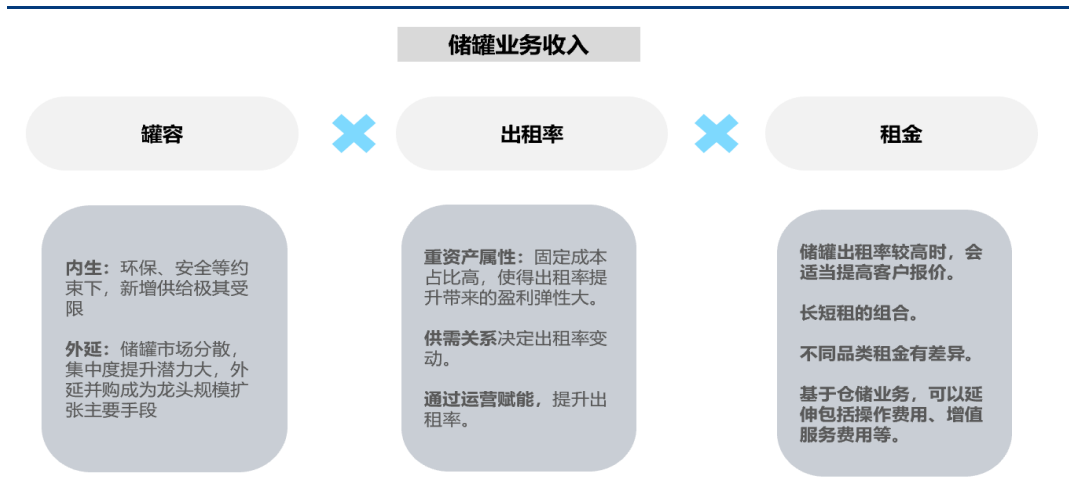
我们理解石化仓储与化学品船领域的商业模式相似，均通过运营资产获取收益，而在行

业新增贡献受限的情况下，长期景气向上，龙头具备通过外延方式提升市占率的机会。

石化仓储收入驱动因素可以简化为：储罐业务收入=罐容*出租率*租金。

供需关系决定出租率+租金变化，我们认为大国化工赋予长期空间、供给受限推动价格长期向上。

图表 76 储罐业务收入增长逻辑

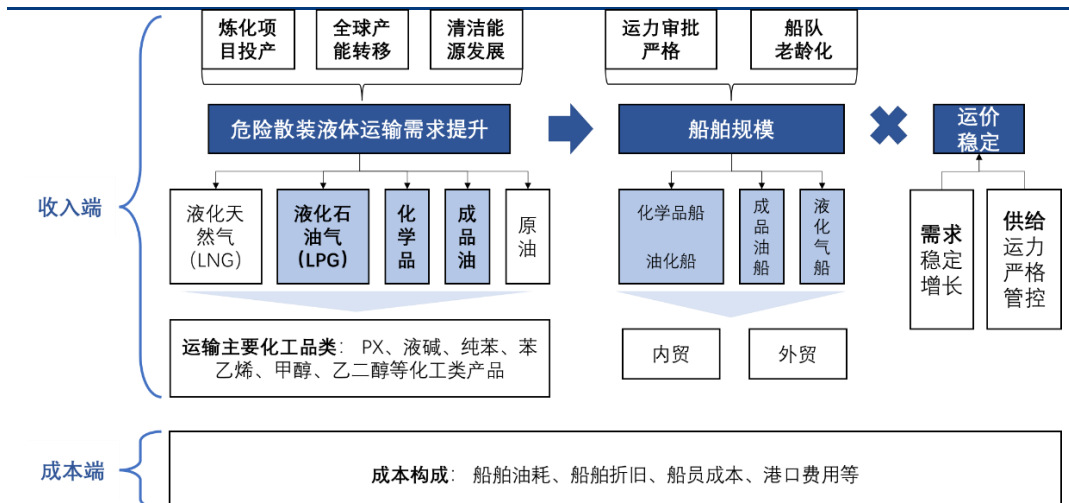


资料来源：华创证券

沿海化学品船收入驱动因素可简化为：收入=运量*运价。

运量来自化工行业需求，运价则由供需来决定（因需求相对稳定增长，行业供给有严格的审批程序，我国沿海化学品船运价长期以来相对稳定）。

图表 77 化学品船运产业逻辑图



资料来源：华创证券整理

1) 我们强调供给端的逻辑

a) 石化仓储行业项目建设周期长、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。国家对石化产品仓储设施的投资建设审批管理等较为严格，石化仓储项目的建设需经历评估、立项审批、设计、施工、验收等主要流程，还须通过安监、消防、环保、气象防雷等部门的严格审查和批准。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。

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、行业监管力度趋严，供给受强约束。

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。同时，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。

b) 沿海危化品船运行业

我国化学品船领域实施严格运力管控，运力新增有限。仅在综合评审中评分排名靠前的业内企业能够获得新增运力，因此头部企业在评审时往往获得更高分，龙头集中趋势明确。20-22 年获批运力（载重吨）分别为 5.7、5.6、8.2 万吨，其中头部公司占比分别为 35%、32%、48%。

运力审批严格，船队规模增长有限；2014-22 年我国省际化学品运输量 CAGR 为 9%，船舶运力规模 CAGR 为 3.5%。

2) 需求端：国内到国际，看好我国大国化工催生高质量物流服务。

驱动 1：我国诸多炼化项目集中投产提升运输与仓储需求。

驱动 2：全球看，化学品市场结构转移提升国际航运需求，21 年底亚洲占全球炼油产能比重的 36%，随着全球化工生产中心逐步转向亚洲，全球炼化产能格局的演变推动全球化学品航运市场发生区域结构变化，预期会产生庞大的国际化学品运输需求。

2) 重点标的

宏川智慧：持续收购优质资产，增强协同效应

公司已于 10 月完成南通易联的收购，罐容持续增长。2023 年 6 月公司公告拟收购易联南通 100% 股权，标的资产总罐容合计 62 万 m³，占公司运营罐容 14%，控股罐容的 19%，并购完成后将成为公司控股仓储中最大规模石化仓，仅次于合营公司潍坊森达美（66 万 m³）。交易金额 8.86 亿元，被收购标的净利润 2022 年实现 3401 万元，2023 年 1-5 月 1461 万元。该项目距离公司核心资产南通阳鸿仅在 10 公里内，收购落地后预计能够增强公司长三角区域仓储基地间的集群效应。

兴通股份：运力规模持续提升，回购股份增强信心

公司运力规模持续提升。截至 2023 年 9 月 30 日，公司（含控股子公司）在营船舶 30 艘，

总运力达 36.34 万载重吨。其中化学品船舶 25 艘，总运力 29.84 万载重吨；成品油船舶 3 艘，总运力 5.87 万载重吨；LPG 船舶 2 艘，总运力 0.63 万载重吨。10 月，公司新增投产 1 艘 8800 载重吨的不锈钢化学品船和 1 艘 5200m³LPG 船舶，进一步扩大公司运力规模。**外贸船方面**，公司目前在营外贸船舶 4 艘，总运力 8.27 万载重吨。公司外贸业务均与国际领先的 OSMTHOME 船舶管理公司合作，其中 1 艘船舶与巴西石油公司签订 1+1 期租合同，其余船舶采用程租模式。2023Q3 外贸业务实现营业收入 2.14 亿元，占公司总营收比重为 23.6%。

定增购船项目，公司拟通过定增方式募集资金购建 4 艘不锈钢化学品船舶和 2 艘 LPG 船舶。

公司基于对经营前景的信心，公告开展股票回购。23 年 10 月 8 日公告，公司拟以自有资金回购公司股票，回购金额在 0.5-0.8 亿元之间，回购价格不超过 27 元/股。截至 2023 年 10 月末已回购占总股本 0.27% 的股份，合计 1208 万元。

2、相对轻资产：关注综合物流企业增速拐点

密尔克卫作为危化品物流行业综合服务商的代表，2023 年公司估值降幅较大，与其业绩增速的下滑相关。公司 Q1-3 归母净利润分别为 1.07、1.46、1.5 亿元，Q3 净利同比下滑 13.3%，降幅有所收窄，环比实现增长。

我们认为公司不断夯实、强化核心业务能力的方向不变，结合当前估值水平，看好综合物流服务商的长期空间。

1) 持续扩大市场份额。公司通过并购广州宝会树脂有限公司等标的，进一步开拓了特种品分销市场；天津西青和江苏连云港基地在第三季度已初步投入使用；另外公司在东南亚也已经建立了六个具备实体交付能力的运营中心。

2) 持续加强海外布局。公司收购新加坡 SDL，新增亚太区危险品仓储能力，SDL 在新加坡物流园区拥有并管理一处 7649 平化学品仓库，托盘储存容量 9500 个，其仓配一体化服务总额约占新加坡市场 10%，是新加坡第五大仓配服务商。同时，公司在美国、德国、新加坡、马来西亚等地设立子公司，全球化布局已全面启动。

3) 化学品船收购落地，全链打通切入液散危化品航运。公司 3 月收购舟山中谷船务 80% 股权，获得 4 条 4000DWT 不锈钢液体化学品船，打通水运能力，未来将满足大客户液散化学品内贸一体化综合物流服务需求以及配套国内化工企业出海大浪潮下承接外贸运需。

（三）线索 3：核心能力具备强可复制性

在该维度下，我们看好嘉友国际与海晨股份，基于在线索 1 中我们已经就海晨股份做了分析，此处我们仅对嘉友国际展开。

1、核心背景：我们看好公司作为自主可控矿产资源供应链需求下的重要参与者，成长逻辑愈发清晰。

我们认为在中资矿产企业全球化拓展的过程中，嘉友国际为其提供物流基础设施运营及综合物流服务将获得长期成长，同时我们认为中资矿产企业与中资物流企业在携手打造

矿产资源自主安全可控大通道具备天然的合作基础与空间，亦是公司作为其中重要参与者，能够享受时代红利。在刚果（金），紫金矿业（持有公司 17.4% 股权）重要铜矿山投产，给嘉友国际带来重要合作机遇。

2、核心能力：我们认为公司从蒙古到中亚到非洲，在不同洲际验证了自身核心能力的可复制性，同样在非洲，从刚果金到赞比亚，公司沿着自身业务链条在不同国度完善布局。

刚果金卡萨项目：23 年正式进入营运阶段。23 年 6 月口岸正式通关，10 月，刚果（金）总统为公司卡萨项目剪彩，并高度肯定了公司在该项目中带来的先进设施和运营模式。

刚果金迪洛洛项目：公司在 23 年 3 月公告联手紫金矿业共同投资，建成后将打通刚果金-安哥拉方向矿产运输通道。

赞比亚：萨卡尼亚口岸和道路等升级改造项目，是继卡萨、迪洛洛项目后非洲市场再下一城。该项目是以嘉友全资子公司中非国际投资、建设、运营赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路（约 17KM）升级改造项目，特许权期限为 22 年（其中建设期 3 年）。金额合计 7613 万美元，其中嘉友投资 6090 万美元（持有 80% 股权）。项目建成后打通刚果（金）卡萨项目出境到赞比亚道路，提升矿产资源运输效率。

23 年 10 月公告收购非洲车队，全资子公司中非国际拟以自有资金 2550 万美元（约合人民币 1.87 亿元）收购 Reinsberg Holdings AG（简称 BHL）80% 股权，BHL 经营管理超过 500 多台运输车辆。

公司在非洲的布局日趋完善，重资产壁垒撬动轻资产弹性。

五、投资建议与风险提示

1、周期：重估。

我们将航空、油运划入周期方向，我们理解其研究抓手在于确定供给，对需求进行假设，从而推导供需->价格弹性，而价格弹性也是周期行业投资魅力所在。

航空：2024，盈利大周期确认年。

我们强调供给端逻辑是基石：我们预计 24 年飞机运力增速或低于 5%，而国际线加速恢复一方面可使得宽体机利用率有效提升，另一方面也可以减轻国内供给压力，预期价格端更具支撑。

华创交运特别观点提示：23Q3 航司业绩背后的三点关注，其一、利润增长主要依靠价格弹性推动，其二、是在跨境恢复不足 5 成情况下实现的，其三、春秋座收较 19 年涨幅最高，充分展现公司价格蓄水池效应。同时，我们认为 2023 是全新价格机制形成的基础年，建议 2024 年供需-价格推导站在 23 年基础上看边际变化。

持续看好【国航+春秋】，看好华夏大周期底部确认，推荐南航、吉祥。

航运：原油运输强供给约束，干散货市场或有“惊喜”。

1) 油运市场：我们预计在供给端强约束之下，2026 年前运力增量有限。限制因素包括 VLCC 在手订单处于历史低位；新船高造价、船坞紧缺、环保技术路径不确定压制造船动力；老旧船舶占比高，拆船进程有望加速。需求端，持续关注亚太需求增长叠加库存

周期与贸易重构。

2) 华创交运特别观点提示:

我们建议关注 2024 年干散货市场或有“惊喜”；我们建议重视招商轮船外贸全船型平台的价值重估，并有望迎来油散共振。

2、价值：重塑。

我们将公路、港口、大宗供应链等红利资产划入价值方向，红利资产是 23 年表现最突出的方向；我们将电商快递行业划入到价值方向，系我们对当前的低估值与未来的驱动因素进行综合比较，而顺丰作为综合物流巨头，是价值与成长的结合体，在于公司有机会成为全球竞争力企业的潜力。

1) 红利资产：我们认为红利资产投资策略的有效性在未来较长一段时期内会持续有效，是基于更多优质资产进入到重视分红回报的行列，监管层倡导和鼓励，长期资金配置的需求等多因素叠加。特别是我们预计岁末至年报季，红利资产或带来更多惊喜。

华创交运特别观点提示：我们强调 2024 年红利资产要找增强逻辑。我们建议重点关注标的如下：

公路：我们强推四川成渝、赣粤高速，推荐招商公路可视为公路 ETF 增强。

港口：我们强推招商港口、建议关注唐山港。

大宗供应链：我们看好厦门国贸与厦门象屿，预期在公司财务表现拐点出现后会迎来估值修复。

2) 快递：件量需求显韧性，价格淡季承压压力，中长期投资价值在酝酿。

a) 电商快递：件量方面，电商快递行业需求端具备韧性，2024 年我们预计仍将保持 10%-15% 增速，价格方面，我们认为竞争或呈现一定缓和。

b) 顺丰：价值*成长：我们认为公司当前看点，其一位于估值底部：对应 2024 年不到 20 倍 PE。其二始终在积极行动：聚焦核心主业，持续内部挖潜，经营底盘愈发夯实。其三下一步看鄂州。

3、成长：重启。我们在报告中针对成长的聚焦，在于探讨小市值公司的成长路径。

线索 1：服务领域处于景气向上周期。跨境电商物流：跨境电商红利的受益者。推荐东航物流、华贸物流。精品制造业物流服务商：海晨股份。

线索 2：行业集中度提升：危化品物流龙头具备扩张机遇。

线索 3：核心能力具备强可复制性。我们看好嘉友国际作为自主可控矿产资源供应链需求下的重要参与者，成长逻辑愈发清晰。

风险提示：经济复苏不及预期、油价大幅上涨。

交通运输组团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2021 年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21 世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李清影

新加坡南洋理工大学经济学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522