

交通运输行业 2024 年 10 月投资策略

把握顺周期物流板块的投资机会，关注财政政策对油散的需求影响

优于大市

核心观点

航运：油运方面，在中东地缘政治、中国财政政策的潜在变化以及行业旺季规律三者的共同作用下，VLCC 运价出现了较为明显的回升，VLCC 运价实现扭亏为盈，考虑到年内供给增量有限且全球原油库存均处相对低位，我们认为 2024 年油运旺季的运价表现值得期待，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，中远海控发布前三季度业绩预告，同比增长超 70%，表现优异，但是即期市场表现仍不容乐观，当前红海危机对欧线需求增速的一次性冲击效应已经逐步消退，需求侧目前仍具有较大压力，美东的罢工问题亦得以暂缓，供给侧的扰动因素未对行业运价形成明显支撑，行业运价仍在寻找新的平衡点。但是考虑到红海危机的长期化，且联盟对运力投放具有约束性作用，我们认为运价中长期来看有望维持于红海危机前的水平，建议继续关注中远海控。

航空：由于国庆节假期拉动出行需求，本周整体和国内客运航班量环比提升明显，整体/国内客运航班量环比分别为+7.8%/+8.5%，相当于 2019 年同期的 110.2%/116.5%，国际客运航班量环比提升 3.0%，相当于 2019 年同期的 81.3%，近期国际油价略低于去年同期水平。国庆节期间民航数据呈现量增价降的态势，根据交通运输部数据，国庆节前六天民航客运量同比 2023 年增长 12.7%，相较 2019 年增长 22.0%；根据航班管家数据，2024 年国庆假期国内机票（经济舱）均价 845 元，较 2023 年同比下降 15%，与 2019 年相比上升 3.8%。投资建议方面，2024 年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续大幅向上突破，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：1) 在监管层反内卷的指导下，9 月 1 日以来，快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实现了不同幅度的提价，由于此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，涨价持续性较好促使涨价已经传导至总部，快递总部 9 月也陆续收紧了产粮区的返利政策，四季度通达兔上市公司的盈利能力有望企稳回升。2) 在消费降级背景下，快递需求增长一直呈现较强韧性，根据交通运输部数据，我们估计 9 月快递行业件量同比增速仍然明显高于 15%，维持较高景气度。投资建议方面，10 月份逐步进入快递旺季，行业旺季提价政策及上市公司四季度业绩表现值得期待，考虑到快递龙头估值仍然偏低，建议投资者中短期把握旺季提价催化下的投资机会，推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，中长期看好顺周期属性较强的高端快递服务商顺丰控股。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上看好德邦股份，在宏观经济增长乏力以及消费疲软的背景下，公司二季度收入增速环比有所下滑，但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新以及运营模式变革，保证了快运核心业务（剔除京东物流的贡献）的稳健增长，下半年核心收入增速有望企稳回升。今年二季度德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，分拨中心已经从去年底的 190 个减少至今年年中的 165 个，我们预计下半年京东物流贡献的关联业务有望贡献增量利润。我们认为公司 2024 年仍然有望实现 30% 以上的利润增长，目前仍然具备投资价值。2) 另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际中报实现归母净利润 7.6 亿元，同比增长 50.7%，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。我们认为，公司“轻

行业研究 · 行业月报

交通运输

优于大市 · 维持

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

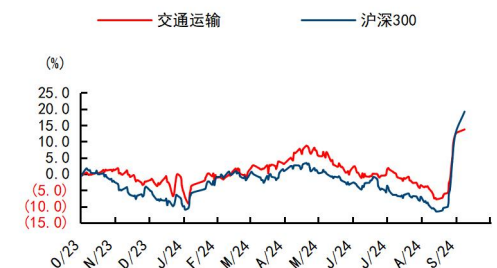
证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交通运输行业周报-快递产粮区加盟商集体涨价，民航暑运旅客量创新高》——2024-09-09

《交通运输行业 2024 年 9 月投资策略暨中报小结-中报业绩披露完毕，看好快递及油运的旺季表现》——2024-09-03

《交通运输行业周报-中通快递中报业绩稳增长，暑运客流增长显著》——2024-08-26

《交通运输行业周报-美国数据超预期带动航运景气度回升，7 月快递需求延续景气》——2024-08-21

《交通运输行业 8 月投资策略-油运接近重置价值，关注民航暑运下半场表现》——2024-08-12

重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

基础设施：第二十届中央委员会第三次全体会议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，《决定》中提出，1) 推进能源、铁路、等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革；2) 深化综合交通运输体系改革，推进铁路体制改革。我们认为未来随着铁路市场化改革和体制改革的持续推进，铁路运输公司的盈利能力有望进一步优化，板块估值水平有望提升，建议重点关注高铁核心线路的运营公司京沪高铁。

投资建议：10 月份，我们看好业绩稳健且具有顺周期属性的价值股以及短期有旺季涨价预期催化的个股。推荐中通快递、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、申通快递、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、嘉友国际、中远海控、中国国航、春秋航空、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600026.SH	中远海能	优于大市	15.9	75,187	1.23	1.43	12.9	11.1
601919.SH	中远海控	优于大市	15.7	265,107	2.39	1.53	6.6	10.3
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	45.0	215,030	2.03	2.37	22.2	19.0
2057.HK	中通快递	优于大市	211.2	158,340	12.18	14.4	16.0	13.5
600233.SH	圆通速递	优于大市	17.9	61,360	1.26	1.5	14.2	11.9
603056.SH	德邦股份	优于大市	15.3	15,528	0.99	1.28	15.4	11.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

本周回顾	5
分板块投资观点更新	7
航运板块	7
航空板块	11
机场板块	14
快递板块	14
铁路公路板块	17
物流板块	18
投资建议	19
风险提示	20

图表目录

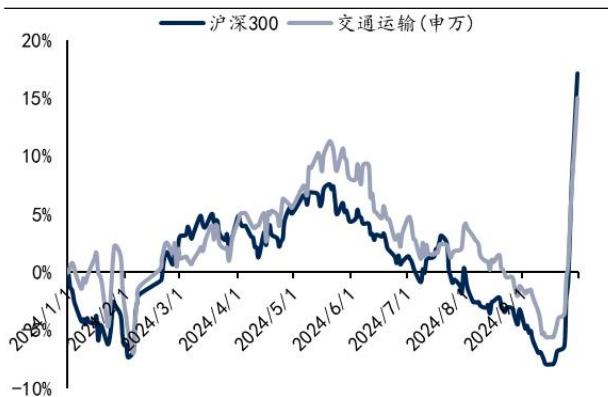
图 1: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图 2: 本周各子板块表现 (2024.09.30-2024.09.30)	5
图 3: 本月各子板块表现 (2024.09.01-2024.09.30)	5
图 4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.09.30)	5
图 5: 2021 年 2 月 19 日至 2024 年 9 月 20 日交运子板块指数的涨跌幅表现	7
图 6: BDTI	8
图 7: BCTI	8
图 8: CCFI 综合指数	9
图 9: SCFI 综合指数	9
图 10: SCFI (欧洲航线)	9
图 11: SCFI (地中海航线)	9
图 12: SCFI (美西航线)	9
图 13: SCFI (美东航线)	9
图 14: 散运运价表现	10
图 15: 民航国内航线客运航班量	11
图 16: 民航国际及地区线客运航班量	12
图 17: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 8 月 31 日)	12
图 18: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件)	15
图 19: 快递行业月度业务量及增速	16
图 20: 快递行业月度单票价格及同比	16
图 21: 快递公司月度业务量同比增速	16
图 22: 快递公司月度单票价格同比降幅	16
图 23: 快递行业季度市场份额变化趋势	17
表 1: 本周个股涨幅榜	6
表 2: 本周个股跌幅榜	6

本周回顾

9月30日当周A股市场整体大涨，上证综指报收3336.50点，上涨8.06%，深证成指报收10529.76点，上涨10.67%，创业板指报收2175.09点，上涨15.36%，沪深300指数报收4017.85点，上涨8.48%。申万交运指数报收2294.76点，相比沪深300指数跑输1.39pct。

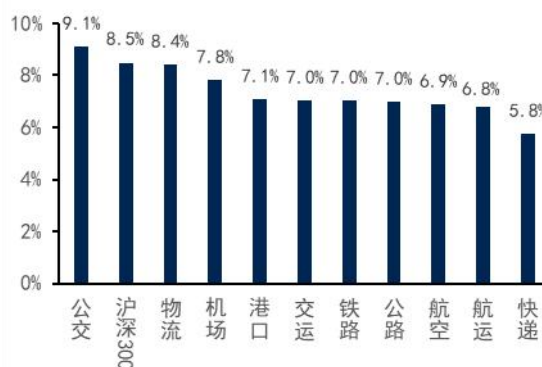
当周交运所有子板块均表现较好，主要因为市场呈现普涨行情。个股方面，涨幅前五名分别为飞力达(+14.5%)、华鹏飞(+14.4%)、海晨股份(+13.2%)、新宁物流(+11.2%)、瑞茂通(+10.1%)。

图1: 2024年初至今交运及沪深300走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 本周各子板块表现 (2024.09.30-2024.09.30)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本月各子板块表现 (2024.09.01-2024.09.30)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.09.30)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表1: 本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	300240.SZ	飞力达	7.10	14.5%	22.0%	5.6%
2	300350.SZ	华鹏飞	5.56	14.4%	23.8%	8.4%
3	300873.SZ	海晨股份	17.37	13.2%	25.6%	-25.0%
4	300013.SZ	新宁物流	2.68	11.2%	20.2%	-29.1%
5	600180.SH	瑞茂通	4.58	10.1%	24.8%	-23.0%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600106.SH	重庆路桥	5.44	9.5%	42.4%	-17.8%
2	600153.SH	建发股份	10.21	8.8%	40.1%	13.2%
3	002183.SZ	怡亚通	3.93	10.1%	35.5%	-12.0%
4	603713.SH	密尔克卫	59.84	7.6%	33.8%	13.3%
5	000520.SZ	长航凤凰	2.84	8.8%	33.3%	2.5%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600611.SH	大众交通	7.83	10.0%	-17.5%	164.1%
2	000099.SZ	中信海直	18.69	8.2%	20.9%	113.2%
3	603871.SH	嘉友国际	22.69	10.0%	32.8%	104.0%
4	201872.SZ	招港 B	12.24	4.4%	20.1%	69.5%
5	601919.SH	中远海控	15.71	5.9%	25.5%	66.4%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表2: 本周个股跌幅榜

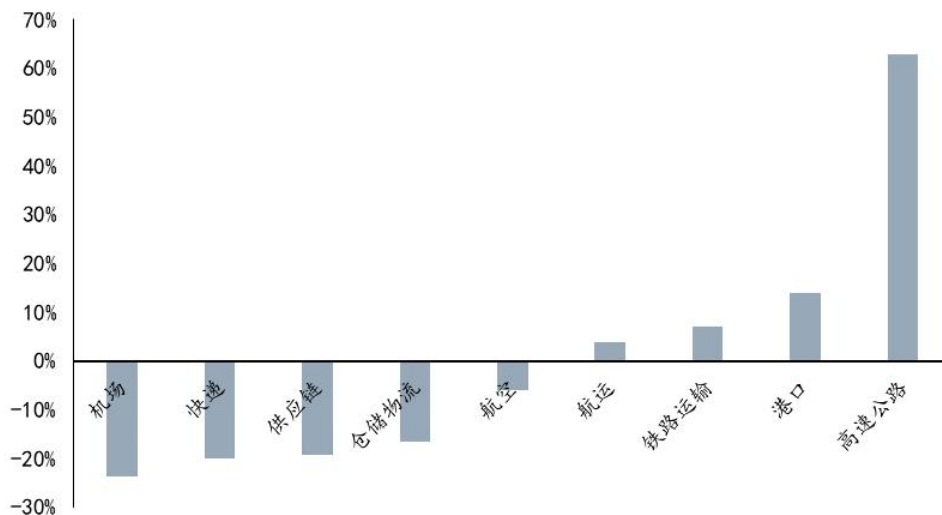
周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	600190.SH	锦州港	1.47	0.0%	0.0%	-48.2%
2	200429.SZ	粤高速 B	7.14	1.0%	1.7%	28.2%
3	201872.SZ	招港 B	12.24	4.4%	20.1%	69.5%
4	601000.SH	唐山港	5.17	4.9%	4.4%	54.9%
5	600115.SH	中国东航	4.14	5.1%	9.2%	6.7%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分板块投资观点更新

近期，随着一揽子经济政策陆续出炉以及情绪逐步改善，A 股市场的风险偏好回暖驱动了估值修复窗口，我们认为在交运行业里，10 月份首先重点关注 2021 年市场高点以来跌幅较大、估值偏低且业绩稳健的顺周期价值股，以顺丰控股、中通快递、圆通速递、德邦股份、上海机场为代表；其次关注全球供需结构仍然偏紧的航运龙头，以中远海能和中远海控为代表。

图5：2021 年 2 月 19 日至 2024 年 9 月 20 日交运子板块指数的涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

航运板块

油运方面，假期原油和成品油景气度出现分化，截至 10 月 4 日，BDTI 报 1060 点，较上周提升 198 点，约 23.0%，其中超大型油轮 VLCC 的运价继续回升，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 收于 32900 美元/天，较上周回升 2800 美元/天。成品油方面，本周 BCTI 报 497 点，较上周下降 69 点，约 12.2%。我们认为，近期原油运输的景气度大幅回升主要原因有三，其一，中东地区的局势出现变化，伊朗对以色列发射导弹后，多国担忧以色列或将进行反击，存在原油产量下降的可能性，从而导致原油价格大幅上涨，抢先储备原油的避险情绪浓厚；其次，中国财政政策或出现边际变化，如财政政策发力，中国需求或有所提升；其三，行业正处由淡转旺的时间点。考虑到 24 年 VLCC 运力增长有限，我们维持 24-25 年行业运价中枢继续抬升的观点，随着旺季逐步开启以及地缘政治的影响，我们依旧看好油运的旺季向上弹性。

2024 年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。根据全球船坞的排期表，2024 年全球将仅剩 1 艘 VLCC 可以下水，叠加 Suezmax 船型无订单可以交付、Aframax 预计运力增长率仅为 1.2%，全球原油运输运力增长率仅为 0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美

石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现 2023 年 3 月及 6 月的跳涨情况。

环保政策对供给侧的制约或需重点关注。当前时点，行业在新运力低增长的背景下出现了明显的老龄化状况，当前 15 岁以上 VLCC 占总体运力的比例已达 28%，其中 20 岁以上船舶的比例达到 14%。考虑到 EEXI 对现有运力的参数评估要求较高，20 岁以上船舶的活跃度未来有望出现急剧下降的可能，其他年轻船龄的 VLCC 亦将面临发动机主机功率长期受限（EPL）、进坞安装节能装置导致运力短期缺失的情况，有效运力或出现较为明显的下降。此外，CII 亦将对碳排放超标的运力形成限制，部分排名靠后的运力或将被迫进行整改、降速航行甚至永久退出。

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

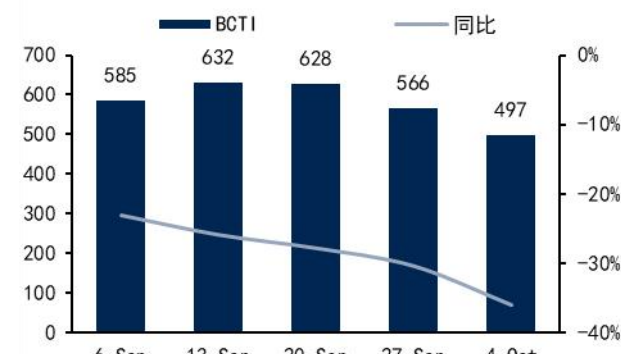
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油。

图6: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: BCTI



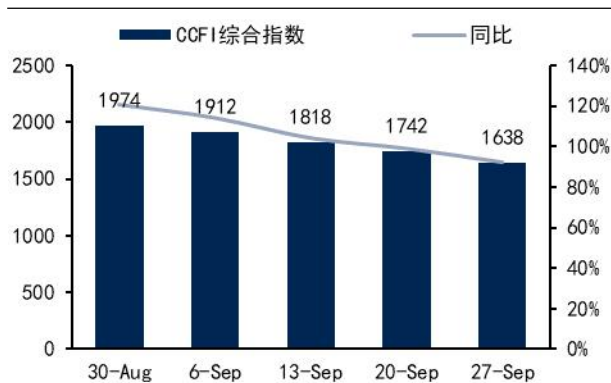
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面，航线运价节前维持下跌趋势，截至 9 月 27 日，CCFI 综合指数报 1638 点，环比下跌 6.0%，SCFI 报 2135 点，环比下跌 9.8%。具体来看，本周主干线仍维持下跌，欧洲航线/地中海线报 2250/2541 美元/TEU，环比分别跌 13.2%/14.0%，美西/美东报 4852/5626 美元/FEU，环比分别下跌 9.2%/13.3%。小航线同步下挫，

红海线报 962 美元/TEU，下跌 16.1%，澳新航线本周报 2008 美元/TEU，环比下跌 8.4%，南美线报 6439 美元/TEU，下跌 7.9%。从当前情况来看，红海危机对欧线需求增速的一次性冲击已经基本反应，随着运力的逐步投放，阶段性的供不应求效应正在减弱，但是由于红海问题的长期化，且本轮高景气周期中欧线大船的占比较低，我们预计欧线或将在回落后持稳于较红海危机前更高的水平。美线方面，假期期间美东港口的罢工问题得以解决，叠加当前美国消费力仍处于修复阶段，考虑到美国耐用品库存已经处于相对较低位置，预计运价或将维持一定韧性。

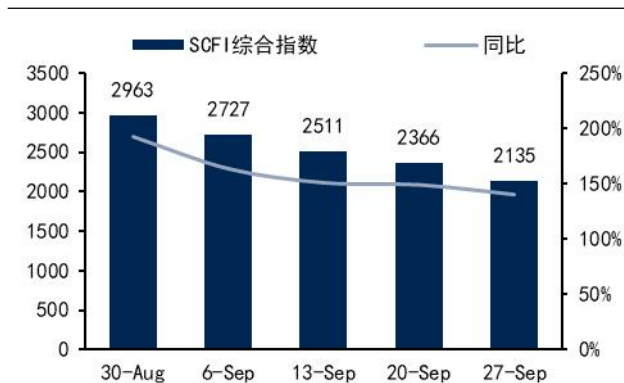
投资标的上，中远海控发布了三季度业绩预报，前三季度实现归母净利润约为 381.21 亿元，相比增长 72.72%，扣非归母净利润约 380.56 亿元，相比增长 73.12%，表现较为亮眼。此外，公司 2024 半年度分红金额接近 50% 净利润，作为一线船东，公司在收入端和成本端均具备一定议价优势，EBIT Margin 始终保持行业领先，有望取得明显超越市场平均的收益率，建议重点关注中远海控。

图8: CCFI 综合指数



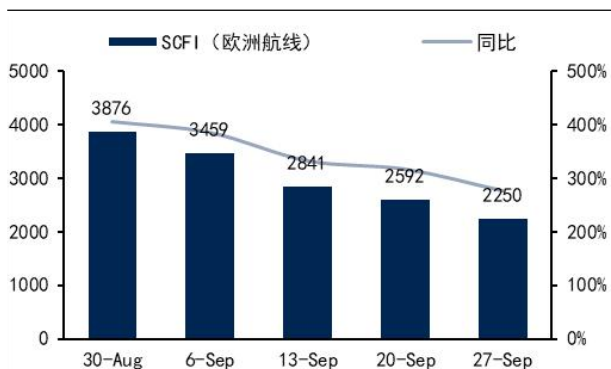
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI 综合指数



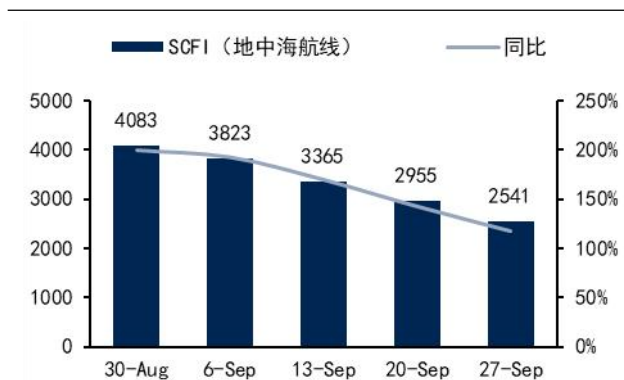
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

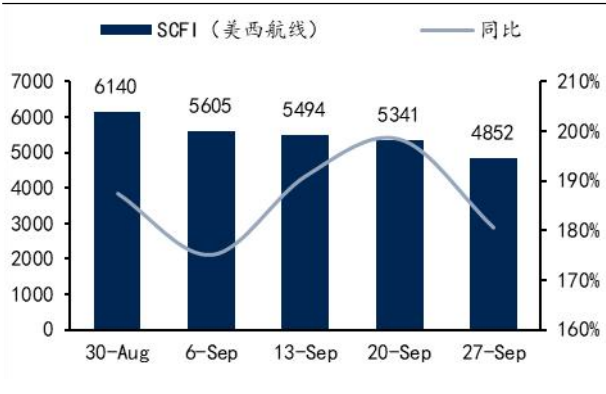
图11: SCFI (地中海航线)



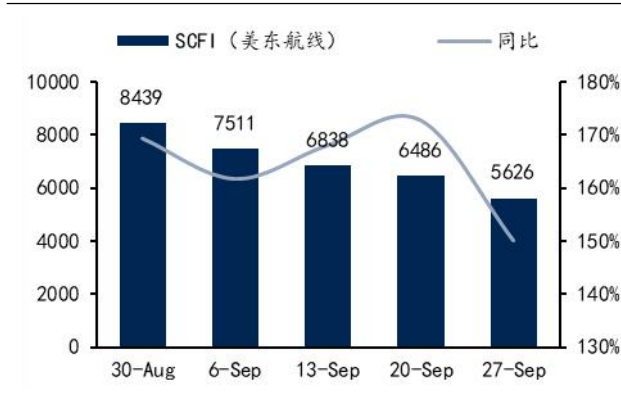
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: SCFI (美西航线)

图13: SCFI (美东航线)



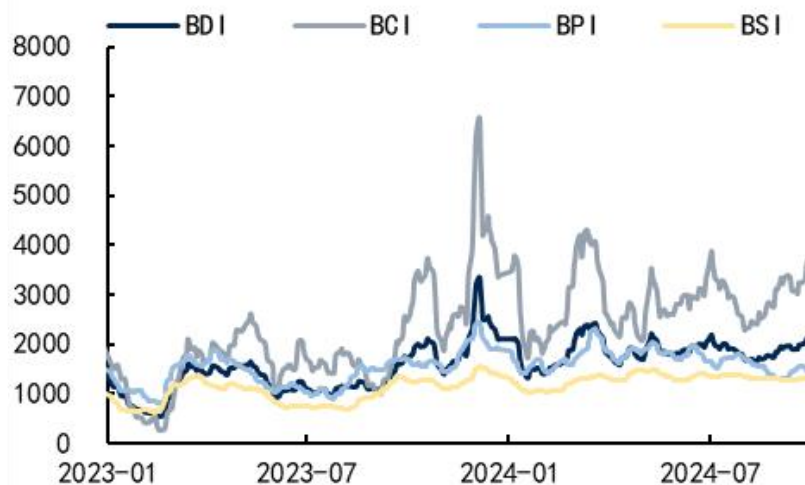
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面,散运运价节前继续回升,截至9月27日,BDI报2110点,环比涨6.7%,主要来自于Cape船型的拉动。分船型来看,与中国需求相关度最高的Cape船型相对强劲,BCI涨14.0%至3689点,但是BPI下跌6.0%至1446点,BSI相对平稳,上涨1.3%至1306点。年初至今散货运价表现相对较强,地缘政治因素及潜在的美联储降息预期是主要推动力,如后续我国财政政策发力,需求有望得以释放,行业运价有望再次快速提升。

图14: 散运运价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空板块

民航数据每周跟踪更新。由于国庆节假期拉动出行需求，本周整体和国内客运航班量环比提升明显，整体/国内客运航班量环比分别为+7.8%/+8.5%，相当于2019年同期的110.2%/116.5%，国际客运航班量环比提升3.0%，相当于2019年同期的81.3%，近期国际油价略低于去年同期水平。国庆节期间民航数据呈现量增价降的态势，根据交通运输部数据，国庆节前六天民航客运量同比2023年增长12.7%，相较2019年增长22.0%；根据航班管家数据，2024年国庆假期国内机票（经济舱）均价845元，较2023年同比下降15%，与2019年相比上升3.8%。

航空上市公司公布8月经营数据：1) 民航供给与需求继续修复，8月三大航整体客运量明显高于2019年同期水平，其中国内航线客运量表现更优（国航数据口径不可比，东航、南航国内客运量分别较2019年同期变化+18.0%、+16.1%），国际地区航线需求已恢复至2019年的八成以上（国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别恢复至2019年同期的107.3%、85.6%）；由于今年暑运旺季需求后移，8月三大航国内线需求环比有所提升（国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化+4.9%、+6.8%、+6.4%）。2) 民营航司中，春秋航空和吉祥航空的国内供需均实现较快恢复，国内航线客运量较19年同期分别提升56.3%/38.3%；春秋航空和吉祥航空的国际地区航线客运量分别恢复到2019年同期的86.0%/121.7%，客座率与2019年同期水平相近（8月春秋和吉祥的国内客座率分别为94.30%/90.30%，相比19年同期变化了-0.5pct/+0.7pct）。

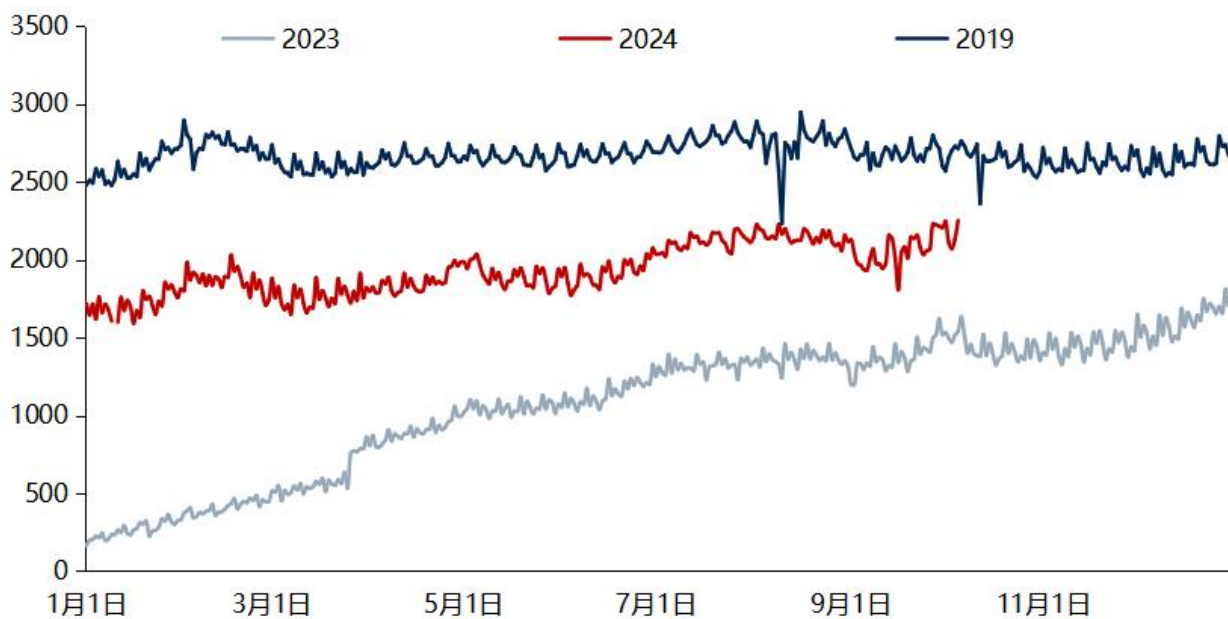
2024年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2024年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

图15: 民航国内航线客运航班量



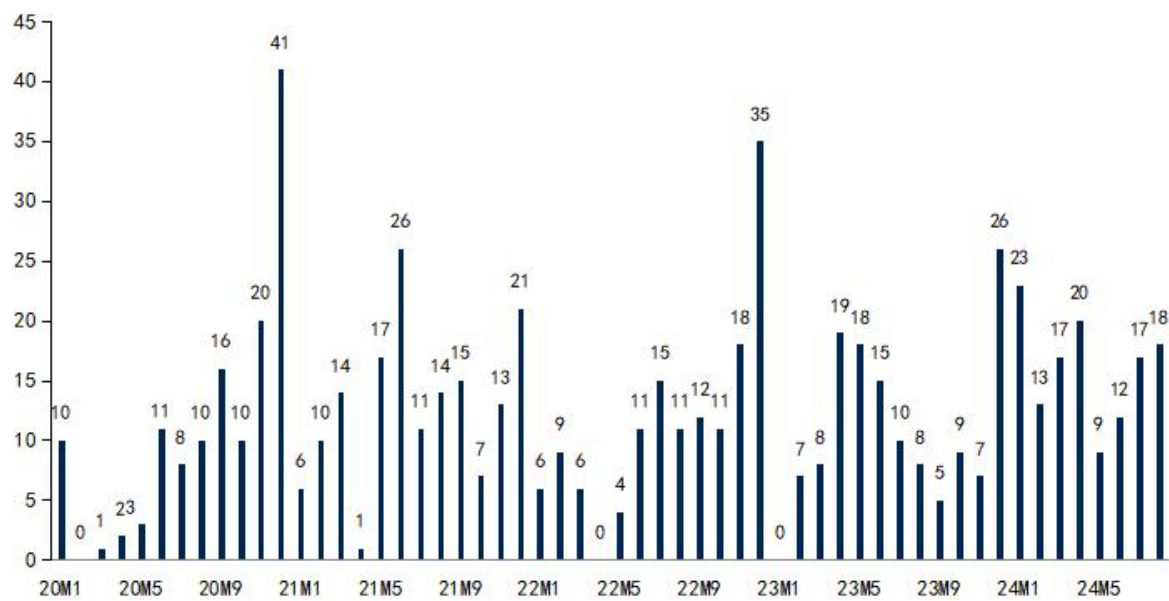
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图16: 民航国际及地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图17: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 8 月 31 日)



资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理

机场板块

机场板块披露中报，业绩基本符合预期。

- (1) 上海机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 8.2 亿元，同比增长 515%。
- (2) 白云机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 4.4 亿元，同比+177%，超过 2019 年同期水平。
- (3) 深圳机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 1.74 亿，符合业绩预告净利润 1.46-1.96 亿。

国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化，其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋航季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%，增量航线主要为国际航线的恢复，上述机场国际（含货）周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复，机场各项业务收入有望不断修复。

2023 年 12 月 26 日上海机场与首都机场公告免税补充协议，免税收入模式为保底销售提成和实际销售提成取高，我们测算综合扣点率约为 20%-25%，相比原始协议明显下滑。在免税渠道多样化的背景下，此次补充协议核心诉求为推动免税运营商提高经营效率，扩大整体销售额，巩固机场的免税业务竞争力。

机场的渠道作用逐步凸显，商业价值或已开始提升。近年高级奢侈品加速了对机场渠道的布局，进驻了多家国内外机场，如 2022 年泰国索万那普机场引入香奈儿、LV、卡地亚、DIOR 等多个顶奢品牌入驻，2021 年香奈儿开设仁川机场店从而替代多家市内免税店专柜，同时国内成都天府机场、深圳机场、重庆机场均迎来多家高奢品牌进驻，彰显出机场仍为高端消费的首选场所之一，中长期非航收入仍有较大潜力。

当前时点，机场免税业态在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间需要达成新的平衡。2022-2023 年部分机场免税招标机场端仍可获得 25%左右的提成比例，议价能力并没有被大幅削弱。随着出境团队游的恢复和洲际长航线的持续加班，枢纽机场国际航线客流量有望持续走高，拉动其业绩表现进一步回升。继续推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

快递板块

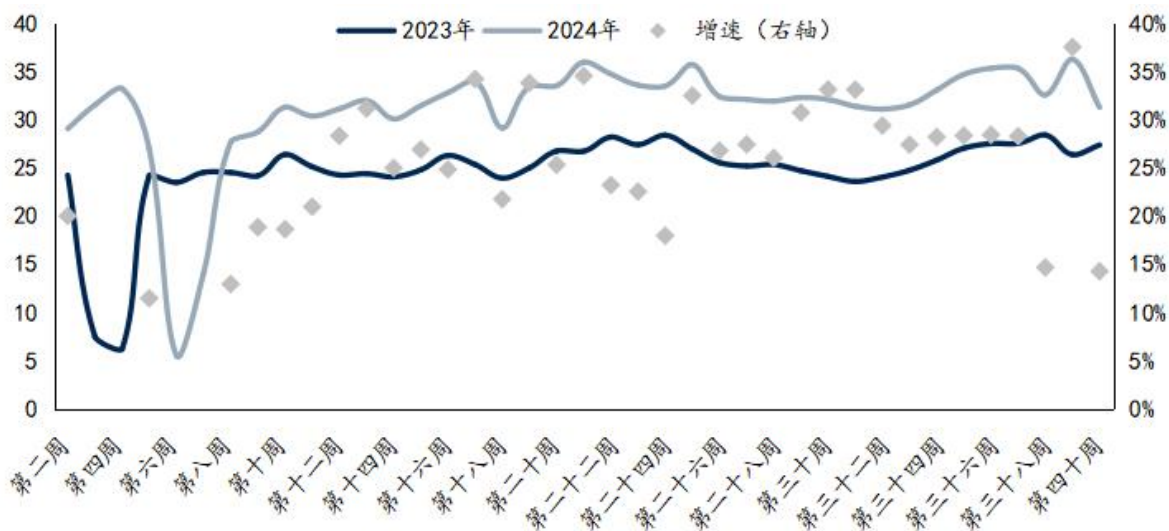
9 月快递产粮区加盟商集体涨价，后续旺季总部涨价节奏值得关注。8 月 22 日，国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议，会议强调坚决防止“内卷式”恶性竞争。在反内卷大方针指导下，9 月 1 日以来，义乌、潮汕、东莞等核心产粮区的加盟商联手涨价，1) 义乌地区是邮管局有规定最低价，目前反映该区域终端价格上调价格约 2-3 毛钱左右，潮汕及东莞地区加盟商形成涨价联盟，目前反映该区域平均上调价格约 4 毛钱到 6 毛钱。2) 由于此次涨价是政策推动、

加盟商自发响应以及叠加旺季契机，涨价持续性较好促使涨价已经传导至总部，快递总部9月也陆续收紧了产粮区的返利政策，四季度通达免上市公司的盈利能力有望企稳回升。3) 义乌地区对各家规定的最低价为：邮政 1.4 元/票、申通和极兔 1.45 元/票、圆通和韵达 1.5 元/票、中通 1.55 元/票，值得注意的是，此次中通的最低价限制与其他竞争对手的差价比以前要小，这有利于中通在产粮区稳住市场份额。4) 10 月逐步进入快递传统旺季，总部层面有望再次针对旺季进行调价，如果调价政策超预期则会构成股价催化剂。

快递 A 股上市公司发布 8 月经营数据。1) 8 月份，顺丰控股速运物流业务量同比增长 14.62%，单价同比下降 5.3%；韵达股份业务量同比增长 21.6%，单价同比下降 8.3%；圆通速递业务量同比增长 29.9%，单价同比下降 7.1%；申通快递业务量同比增长 27.3%，单价同比下降 4.8%。2) 顺丰 8 月时效快递的收入增速维持稳健态势。圆通、韵达和申通中，三者的 8 月快递件量增速均高于行业，其中圆通的增速表现更为亮眼；由于 8 月仍然是快递淡季，行业单价环比微幅下滑，通达系单价环比基本持平，行业价格竞争环比来看基本稳定、没有继续恶化，圆通、韵达和申通 7 月单价环比变化分别为-0.07 元、+0.01 元、+0.00 元。

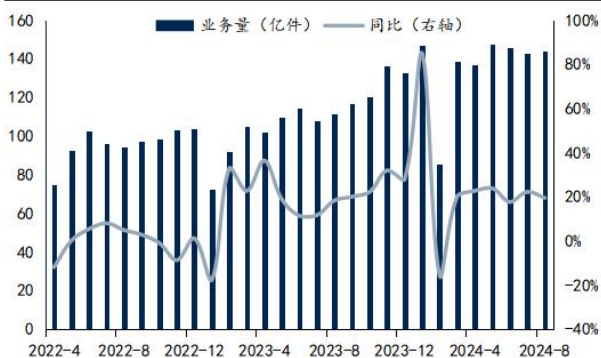
投资建议，1) 需求方面，快递行业需求表现韧性较强。虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-8 月行业累计件量增速达到 22.5%，由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，我们预计未来半年快递行业件量增速会呈现缓慢下降的趋势，2024 年全年快递行业件量增速将明显超过 15%，呈现较高景气度。2) 中短期行业竞争将呈趋缓态势，一是因为在监管层“反内卷”的方向指导下，行业不再面临恶性价格战的风险，二是快递上市公司的资本开支仍呈下降态势，且现阶段快递行业整体的资产利用率已经处于较优水平；三是因为各家为了兼顾市场份额、利润增长以及服务质量，价格竞争策略均趋于平稳；四是因为在各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。3) 投资建议方面，9 月份产粮区加盟商的终端价格已经修复至合理水平，且涨价持续性较好，快递总部盈利也将受益于此轮涨价，10 月份快递行业又逐步进入传统旺季，旺季的总部涨价政策以及四季度快递上市公司的业绩表现值得期待，目前快递龙头估值仍然偏低，向下风险可控，建议投资者把握旺季催化下的投资机会，推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，且中长期继续看好顺周期价值股顺丰控股。

图18: 快递行业周度件量跟踪数据（亿件）



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图19: 快递行业月度业务量及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 快递行业月度单票价格及同比

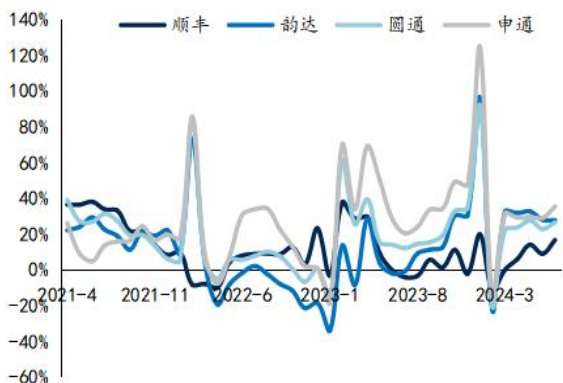


注：2024年1月以来单价同比降幅扩大明显，主要是因为部分邮政快递企业调整快递业务口径，将邮政快包业务纳入统计口径，低价快递产品占比扩大

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 快递公司月度业务量同比增速

图22: 快递公司月度单票价格同比降幅

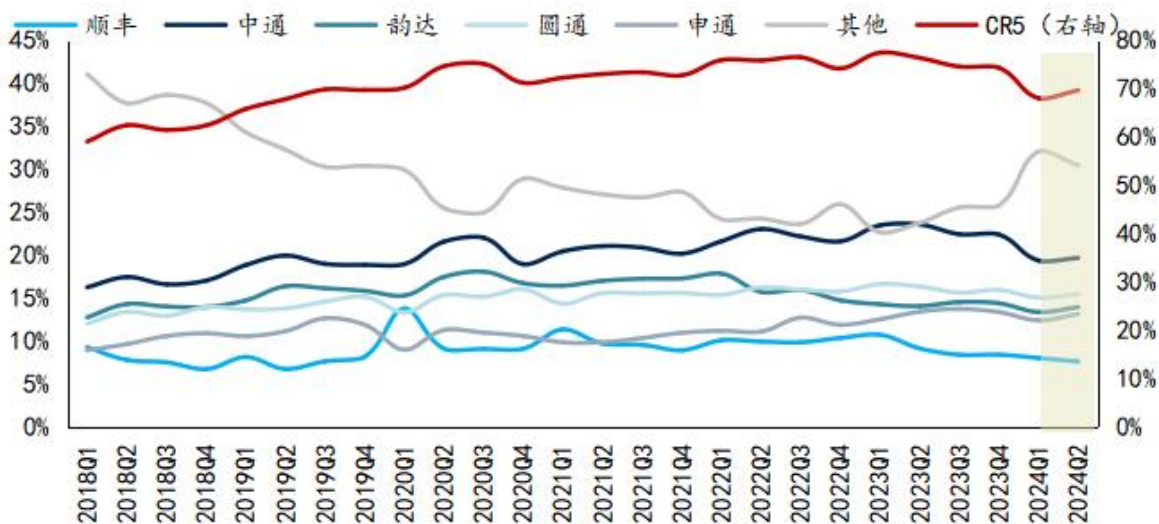


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23: 快递行业季度市场份额变化趋势



注：2024 年快递行业件量统计口径扩大，从而导致龙头快递企业的市场份额与之前的数据不可比

资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

铁路公路板块

1) 铁路方面，2024 年 8 月，我国铁路运输旅客发送量 4.74 亿人，同比增长 10.6%；货运发送量 4.33 亿吨，同比增长 5.4%。2024 年 8 月，我国铁路运输旅客周转量 1871.74 亿人公里，同比增长 6.7%；货运周转量 2911.91 亿吨公里，同比下降 2.3%。2) 公路方面，2024 年 1 至 8 月我国公路客运量为 78.20 亿人次，同比增长 9.2%；公路货运量为 269.63 亿吨，同比增长 3.2%。

物流板块

自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) 德邦股份公布了 2024 年中报业绩，业绩表现亮眼。2024 年上半年公司实现营业收入 184.5 亿元 (+17.5%)，归母净利润 3.33 亿元 (+37.1%)。其中二季度单季公司实现营业收入 91.5 亿元 (+10.6%)，归母净利润 2.40 亿元 (+41.1%)。

网络融合项目稳步推进，二季度收入实现双位数的同比增速。在宏观经济增长乏力以及消费疲软的背景下，公司二季度收入增速环比有所下滑，但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新以及运营模式变革，保证了快运核心业务（剔除京东物流的贡献）的稳健增长，2024 年上半年，快运核心业务实现货量 603.36 万吨，同比增长 7.67%。今年二季度德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，分拨中心已经从去年底的 190 个减少至今年年中的 165 个，而短期加速融合也导致部分分拨场地提前退租，产生的违约金致使二季度营业外支出同比增长 62%至 0.42 亿元，我们预计下半年京东物流贡献的关联业务有望贡献增量利润。

多方因素导致公司毛利率有所下滑，得益于精益管理，净利率同比提升显著。从人工成本和运输成本来看，1) 受益于业务结构变化以及精益管理举措持续推进，2024 年上半年人工成本同比增长 0.86%，占收入比同比-6.44 pct；2) 由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2024 年上半年运输成本同比增长 54.16%，占收入比同比+9.66 pct。而叠加上半年规模增长放缓以及两网融合短期会产生磨合成本的影响，导致公司上半年实现毛利率 7.62%，同比-1.25 pct。得益于公司持续推进科技赋能、流程优化和职能组织扁平化，2024 年上半年期间费用为 11.3 亿元，同比下降 3.6%，期间费用率为 6.1%，同比-1.3pcts。此外，今年上半年公司通过产业园售后租回获取利得，从而使得资产处置收益显著增长至 0.98 亿元（去年同期为 0.07 亿元）。最终，公司 2024 年上半年实现归母净利率 1.81%，同比+0.26 pct。

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.2/13.1/15.8 亿元，分别同比变化 +37%/+28%/+20%，当下股价对应 24 年利润 PE 估值约 13 倍，股价还有较大的上涨空间。

2) 嘉友国际发布 2024 年半年报，业绩表现优异。嘉友国际 2024 上半年实现营业收入 46.4 亿元，同比+65.3%，实现归母净利润 7.6 亿元，同比+50.7%。其中 2024Q2 单季度，嘉友实现营业收入 26.5 亿元，同比+116.1%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比+50.0%。

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

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

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

投资建议

航运，油运方面，在中东地缘政治、中国财政政策的潜在变化以及行业旺季规律三者的共同作用下，VLCC 运价出现了较为明显的回升，VLCC 运价实现扭亏为盈，考虑到年内供给增量有限且全球原油库存均处相对低位，我们认为 2024 年油运旺季的运价表现值得期待，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，中远海控发布前三季度业绩预告，同比增长超 70%，表现优异，但是即期市场表现仍不容乐观，当前红海危机对欧线需求增速的一次性冲击效应已经逐步消退，需求侧目前仍具有较大压力，美东的罢工问题亦得以暂缓，供给侧的扰动因素未对行业运价形成明显支撑，行业运价仍在寻找新的平衡点。但是考虑到红海危机的长期化，且联盟对运力投放具有约束性作用，我们认为运价中长期来看有望维持于红海危机前的水平，建议继续关注中远海控。

航空，国庆节期间民航数据呈现量增价降的态势，根据交通运输部数据，国庆节前六天民航客运量同比 2023 年增长 12.7%，相较 2019 年增长 22.0%；根据航班管家数据，2024 年国庆假期国内机票（经济舱）均价 845 元，较 2023 年同比下降 15%，与 2019 年相比上升 3.8%。投资建议方面，2024 年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续大幅向上突破，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

机场，国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化，其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋航季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%，增量

航线主要为国际航线的恢复,上述机场国际(含货)周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复,机场各项业务收入有望不断修复。

快递, 1) 在监管层反内卷的指导下,9月1日以来,快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实现了不同程度的提价,由于此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机,涨价持续性较好促使涨价已经传导至总部,快递总部9月也陆续收紧了产粮区的返利政策,四季度通达免上市公司的盈利能力有望企稳回升。2) 在消费降级背景下,快递需求增长一直呈现较强韧性,根据交通运输部数据,我们估计9月快递行业件量同比增速仍然明显高于15%,维持较高景气度。投资建议方面,10月份逐步进入快递旺季,行业旺季提价政策及上市公司四季度业绩表现值得期待,考虑到快递龙头估值仍然偏低,建议投资者中短期把握旺季提价催化下的投资机会,推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递,中长期继续看好顺丰控股。

物流, 自下而上看好德邦股份,在宏观经济增长乏力以及消费疲软的背景下,公司二季度收入增速环比有所下滑,但公司积极应对环境变化,通过调整价格策略、产品创新以及运营模式变革,保证了快运核心业务(剔除京东物流的贡献)的稳健增长,下半年核心收入增速有望企稳回升。今年二季度德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进,分拨中心已经从去年底的190个减少至今年年中的165个,我们预计下半年京东物流贡献的关联业务有望贡献增量利润。我们认为公司2024年仍然有望实现30%以上的利润增长,目前仍然具备投资价值。

另自下而上推荐嘉友国际,嘉友国际中报实现归母净利7.6亿元,同比增长50.7%,且员工持股彰显信心,2024-2026年的净利润目标分别为15.6亿元、21.0亿元、26.3亿元,同比分别增长50%、35%、25%。我们认为,公司“轻重结合”的资产布局模式,以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性,看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

10月份,我们看好业绩稳健且具有顺周期属性的价值股以及短期有旺季涨价预期催化的个股。推荐中通快递、顺丰控股、圆通速递、嘉友国际、韵达股份、申通快递、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、中远海控、中国国航、春秋航空、京沪高铁。

风险提示

宏观经济复苏不及预期,油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032