



交通运输产业行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）
wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉
huozejia@gjzq.com.cn

2025 年度策略：政策预期向好，布局航空及物流板块

投资建议

- 行业策略：政策预期向好，布局航空及物流两大主线。**基本面来看，交运板块的景气度与宏观环境息息相关，进出口景气提振港口吞吐量及跨境物流需求，消费和房地产基建投资支撑快递及 ToB 物流需求，出行需求修复带动航司机场高铁盈利修复。目前我们已看到交运基本面向好，在政策提振内需信心下，我们推荐交运板块两条投资主线。1、供需拐点降至，建议关注可选消费的航空板块。2、格局向好，内需修复看涨期权，建议关注危化品物流、内贸集运、直营快递板块。
- 推荐组合：**中国国航 A+H、南方航空 A+H、春秋航空、吉祥航空、密尔克卫、宏川智慧、兴通股份、盛航股份、中谷物流、顺丰控股、京东物流。

行业观点：

- 航空：预计供给低增长，将逐步达到供需拐点。**2024 年以来行业供需关系持续好转，旺季的产能利用率已经超过 2019 年水平，预计趋势可延续。（1）供给端：2020 年以来航司引进飞机速度放缓，预计 2024 年底较 2019 年累计增速仅为 15%。当前波音空客产能不及 2018-2019 年，主要发动机制造商 GE 产量同比下降，产能不足导致订单积压，预计未来飞机引进速度仍为低个位数。（2）需求端：目前客运量已超 2019 年，1-10 月全行业民航旅客量较 2019 年增长 11%，其中 10 月国内航司的国际线旅客量为 2019 年的 97%。需求已恢复自然增长，叠加刺激消费的政策发布，预计民航旅客量将保持高个位数增长。未来供需拐点有望实现，预计 2025 年供给同比增长 3%，需求同比增长 8%；供给累计较 2019 年增速 18%，需求累计增速 19%，产能利用率将超过 2019 年。复盘历史，供需优化下航司利润将大幅改善，叠加近期成本端油价因素的改善，预计航司利润将进一步释放。
- 物流：关注物流板块细分赛道机会。**1) **危化品物流：**危化品物流仓储及运力审批较为严格，龙头资质较好，同时通过收并购增厚运力及仓储资源，龙头市占率持续提升。国内需求向好会使得对应的化工品景气度提升，分销业务盈利提升主要依托于化学品价格上涨，运输业务盈利提升主要依托于化学品需求量，若财政刺激下内需向好，在开工率及库存向好下，危化品物流相关业务例如运输、仓储、分销等需求有望提升。2) **内贸集运：**受政策保护，内贸集运具有相对进入壁垒，行业竞争格局较好，前三大航运公司运力占比约 80%。内贸集运行业运输的货品包含消费品、工业品、资源品等，和整体宏观经济相关。内需向好会带动实物工作量提升，对应的运输需求向好，运价有较大的上涨弹性，同时散改集市场空间广阔。3) **直营快递：**直营快递板块格局较好，时效件市场顺丰市占率达 64%，高端直营快运市场则出现顺丰和京东系双寡头格局。相比传统电商快递企业，直营快递企业需求结构更加多元化，顺丰除了时效件业务之外，还包含快快运、冷链、同城、供应链和国际业务等，我们看好顺周期下商条件及中高端消费快递件市场增速加快，看好快运、冷链等物流业务量增长。京东物流聚焦一体化供应链物流服务，多年来持续优化物流网络，全面接入淘宝天猫平台来自第三方业务量有望增长，规模效应及精益化成本管控实现利润快速增长。

风险提示

- 宏观经济不及预期风险、油价大幅上涨风险、人民币汇率贬值风险。



内容目录

一、基本面向好，政策提振内需信心.....	5
1.1 交运板块基本面向好，板块跑赢沪深 300.....	5
1.2 政策利好提振信心.....	7
二、供需拐点将至，看好可选消费的航空.....	8
2.1 回顾：需求端民航客运量超 2019 年，旺季表现突出.....	8
2.2 展望：供给低增长，需求持续增长逐步达到供需拐点.....	11
2.2.1 航空大周期中，供需优化起到决定性作用，油汇因素“锦上添花”.....	11
2.2.2 行业供给增速放缓的确定性高.....	13
2.2.3 我国经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加.....	14
2.2.4 供需拐点将至，油汇因素或改善.....	17
2.3 投资策略：看好可选消费的航空.....	18
三、内需企稳增长，看好顺周期的物流板块.....	19
3.1 危化品物流：看好需求提升，提振行业景气度.....	19
3.2 内贸集运：供给端增速放缓，竞争格局良好.....	23
3.3 直营快递：板块格局较好，精益化成本管控.....	25
四、投资建议.....	27
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1： 交运板块年初至今涨跌幅为 15.9%.....	5
图表 2： 2024 年 1-10 月中国进出口总值同比增长 5.2%.....	5
图表 3： 2024 年重点港口货物吞吐量超以往水平.....	5
图表 4： 2024 年 1-10 月我国实物商品网上零售额同比增长 8.3%.....	6
图表 5： 2024 年以来快递件量增速超市场预期.....	6
图表 6： 集运 CCFI 指数同比增长.....	6
图表 7： 集运欧线、美线指数同比增长.....	6
图表 8： 国内航空出行已超 2019 年水平.....	7
图表 9： 铁路旅客周转量同比增长.....	7
图表 10： 政策催化提振内需信心.....	7
图表 11： 货车通行量边际向好.....	8
图表 12： PMI 企稳回升.....	8



图表 13: 整体客运量超 2019 年.....	8
图表 14: 国内客运量超 2019 年.....	9
图表 15: 10 月国际地区客运量恢复 9 成.....	9
图表 16: 2024 年国际地区航班量持续恢复.....	9
图表 17: 中国航司国际线市占率提升.....	9
图表 18: 2020 年以来行业机队增速大幅放缓.....	9
图表 19: 2020 年以来主要航司飞机引进放缓.....	10
图表 20: 2024 年航司机队规模延续低增速.....	10
图表 21: 2024 年 7-8 月客座率超 2019 年.....	10
图表 22: 2024 年 7-8 月日利用率超 2019 年.....	11
图表 23: 飞机日利用率与航空板块利润正相关.....	11
图表 24: 国庆假期国内机票价格高于 2019 年.....	11
图表 25: 淡季国内市场平均票价表现不佳.....	11
图表 26: 2008-10 年、2014-15 年国航业绩增长.....	12
图表 27: 业绩增长时对应供需增速逆转.....	12
图表 28: 业绩增长时对应扣除燃油成本的客收增长（以国航为例）.....	12
图表 29: 航空景气周期供需、油汇因素回顾.....	13
图表 30: 波音空客年产量下降.....	13
图表 31: 波音月产量仍然较低.....	13
图表 32: GE 发动机交付量尚未恢复至 2019 年.....	13
图表 33: 2024 年以来 GE 下调发动机交付量全年预测.....	13
图表 34: 飞机零部件供应商面临的问题.....	14
图表 35: 三大航客机规模测算.....	14
图表 36: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关.....	15
图表 37: 我国经济持续保持着平稳发展的态势.....	15
图表 38: 9 月末以来一系列刺激消费的政策出台.....	15
图表 39: 免签政策国家范围不断扩大.....	15
图表 40: 不同国际航线恢复节奏不同.....	16
图表 41: 中美航线航班限制逐步放开，中加航线有望增班.....	16
图表 42: 2020 年前我国航空业保持双位数增长.....	17
图表 43: 2024-2025E 民航客运量预测.....	17
图表 44: 过去几年需求增速波动，未来有望逐步超过供给.....	17
图表 45: 2025 年供需拐点可期.....	17
图表 46: 航司成本中燃油成本占比约三至四成.....	17
图表 47: 美国 EIA 预测 2025 年油价将下降 6%.....	17



图表 48: 航司业绩弹性测算	18
图表 49: 大航司票价敏感度高	18
图表 50: 大航司油汇敏感度高	18
图表 51: 三大航 A/H 溢价明显	19
图表 52: 2024 年初以来化学品出口价格提升	19
图表 53: 2024 年初以来化学品价格下降	19
图表 54: 美国库存进入补库阶段	20
图表 55: 红海事件持续影响, 外贸集运运价有支撑	20
图表 56: 中国占全球炼化产能 16%	20
图表 57: 国内炼化产能不断增长	20
图表 58: 化学品船外贸期租价格提升	21
图表 59: 乙二醇开工率维持在 50% 以上	21
图表 60: 华东地区乙二醇库存出现下降	21
图表 61: 龙头公司宏川智慧通过收并购不断扩大市场份额	22
图表 62: 2023 年起保税科技开始进行并购扩张	22
图表 63: 预计龙头公司市占率将进一步提升	22
图表 64: 2024 年末化学品船运价环比提升	22
图表 65: 危化品运力供给受国家严格控制, 小船东难以获批运力	23
图表 66: 2024 年交通运输部规划仅新增 5 万载重吨化学品船	23
图表 67: 2021-2024H1 沿海集装箱运力 CAGR 为 10.74%	23
图表 68: 2021-2024H1 沿海集装箱船舶数量 CAGR 为 12.79%	23
图表 69: 2021 年起集装箱新造船价格上升	24
图表 70: 2021 年首次出现新增运力小于退出运力	24
图表 71: 内贸集运运价与 PMI 存在一定正相关性	24
图表 72: 政策推动下“公转水、多式联运”不断加速	25
图表 73: 4400TEU 集运船 6-12 个月租金水平持续上升	25
图表 74: 时效件市场顺丰占比高达 64%	26
图表 75: 顺丰业务量同比增速和 PMI 呈现正相关关系	26
图表 76: 顺丰股价和 PMI 呈现正相关关系	26
图表 77: 降本增效下直营快递企业期间费用率降低	27
图表 78: 直营快递企业在网络、运力、中转等环节降本增效	27
图表 79: 顺丰控股业务量持续增长	27
图表 80: 京东物流季度毛利率呈现提升趋势	27
图表 81: 推荐标的盈利预测及估值	28



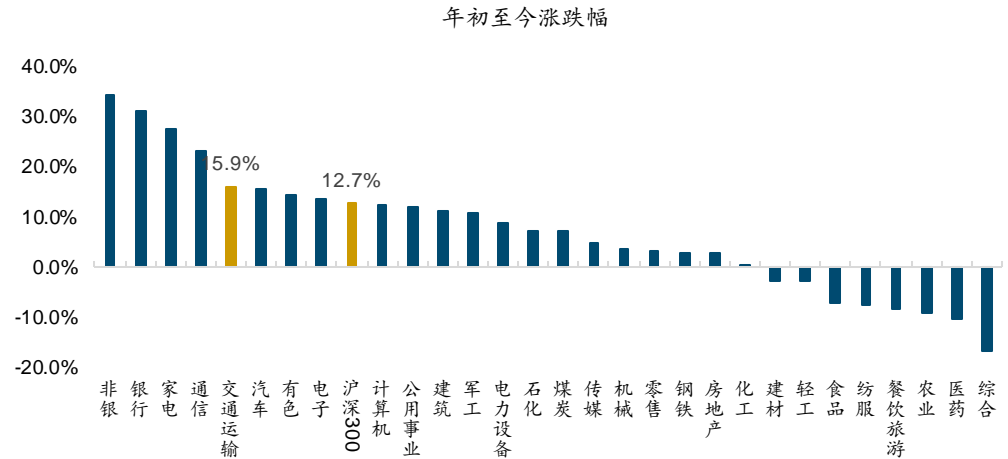
一、基本面向好，政策提振内需信心

1.1 交运板块基本面向好，板块跑赢沪深300

复盘交运板块 2024 年股价表现，年初至今板块上涨 15.9%，跑赢沪深 300 指数 3.3pct。板块的亮眼表现主要由基本面支撑，2024Q1-Q3 交运板块实现归母净利润 1661 亿元，同比+9.4%。

基本面向来看，交运板块的景气度与宏观环境息息相关，进出口景气提振港口吞吐量及跨境物流需求，消费和房地产基建投资支撑快递及 ToB 物流需求，需求向好地缘政治扰动航运运价维持高景气，出行需求持续增长带动航司高铁盈利修复。在政策提振内需信心下，我们推荐可选消费的航空及受益内需企稳的物流两条投资主线。

图表1：交运板块年初至今涨跌幅为 15.9%

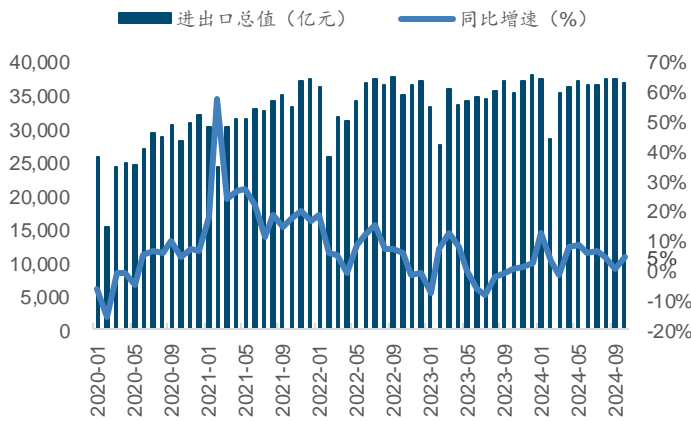


来源：ifind，国金证券研究所

注：时间截至 2024 年 11 月 22 日

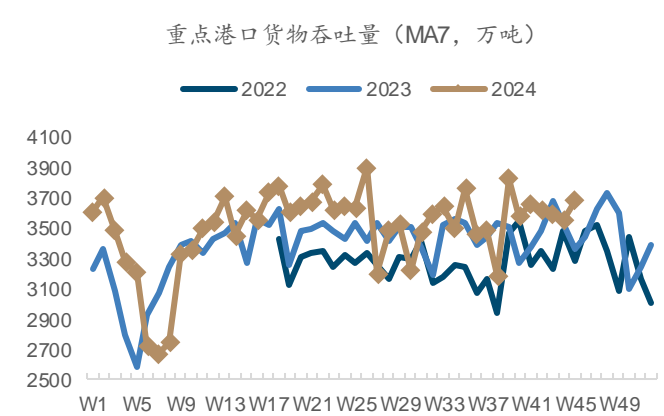
进出口增速强劲，支撑港口吞吐量超以往水平。2024 年 1-10 月，中国进出口总值同比增长 5.2%，其中 1-9 月港口货物吞吐量同比增长 3.4%，集装箱吞吐量同比增长 7.7%，出口的高度景气支撑港口及跨境物流需求增长。

图表2：2024 年 1-10 月中国进出口总值同比增长 5.2%



来源：ifind，国金证券研究所

图表3：2024 年重点港口货物吞吐量超以往水平



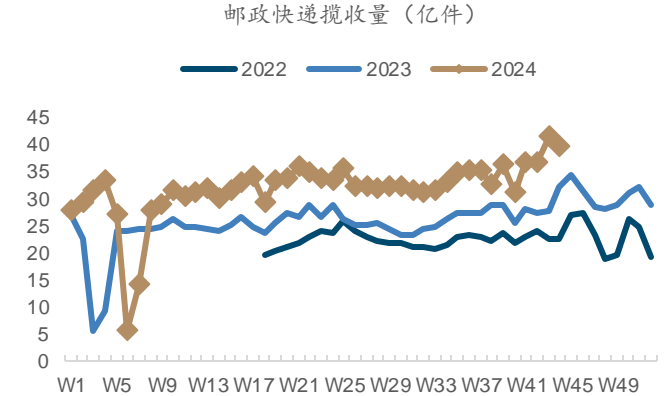
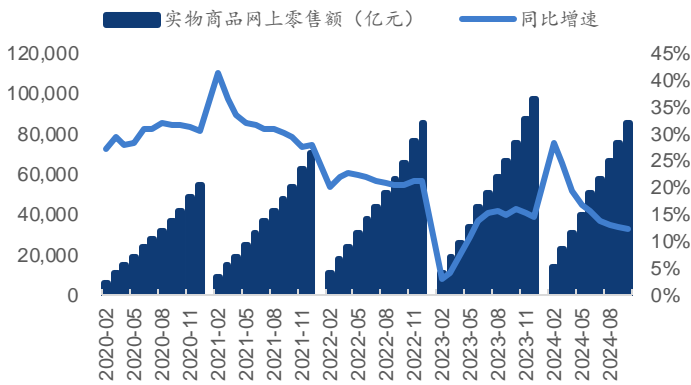
来源：交通运输部，国金证券研究所

消费总额同比增长，快递业务量增速超预期。2024 年 1-10 月我国实物商品网上零售额同比增长 8.3%，伴随着直播电商、下沉市场增量、快递小件化发展趋势，快递业务量增长超市场预期，1-10 月快递业务量累计完成 1401 亿件，同比增长 22.3%。



图表4: 2024年1-10月我国实物商品网上零售额同比增长8.3%

图表5: 2024年以来快递件量增速超市场预期



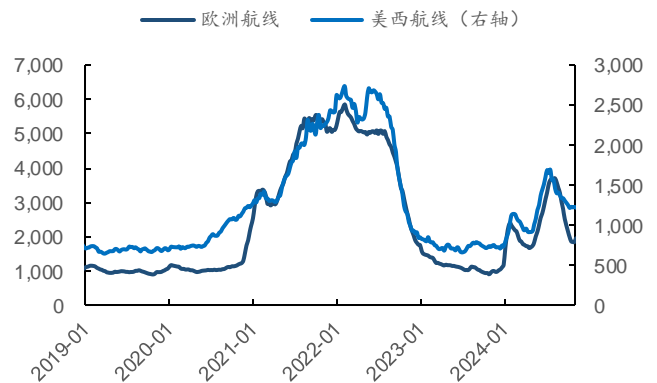
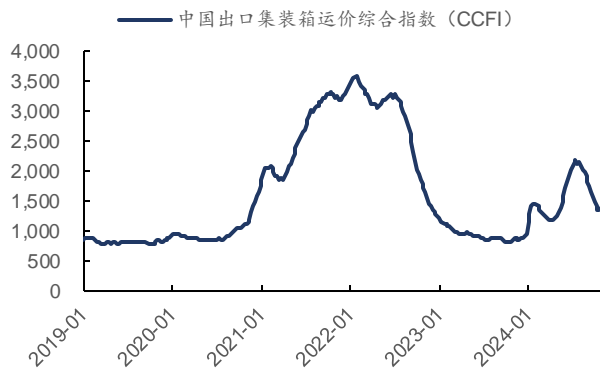
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: 交通运输部, 国金证券研究所

红海事件持续影响, 航运板块高景气。受红海事件影响, 苏伊士运河通航量降低, 集运运价维持高位。年初至今, 集运 CCFI 指数同比+65%, 其中欧线指数同比+106%, 美线 (美西航线) 指数同比+64%。

图表6: 集运 CCFI 指数同比增长

图表7: 集运欧线、美线指数同比增长



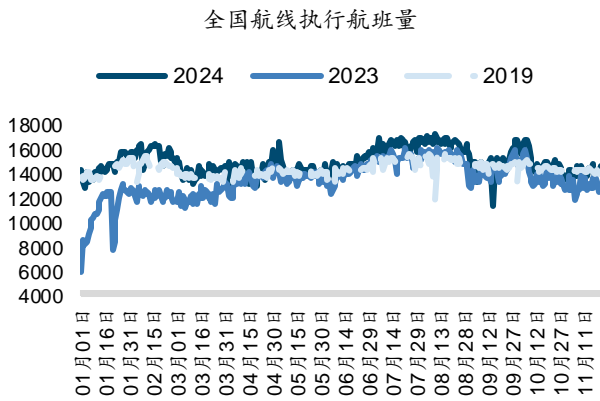
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

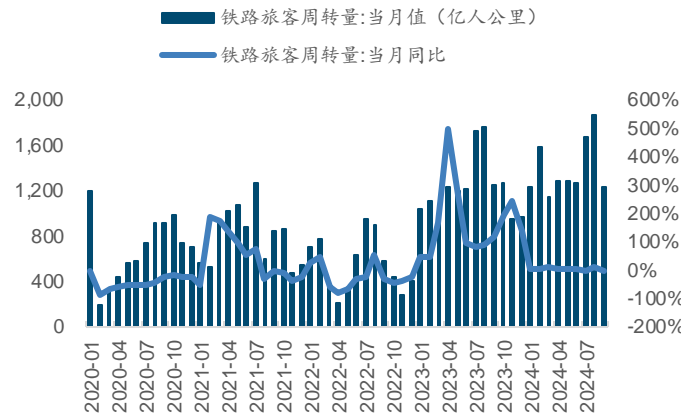
受益于宏观环境复苏, 国内出行修复。航司出行持续修复, 2024年1月1日-11月22日, 全国日均执飞航班量 14997 班, 同比增长 11%, 较 2019 年增长 4%; 其中国内线日均 13085 班, 同比增长 4%, 较 2019 年增长 11%; 国际线日均 1580 班, 同比增长 103%, 较 2019 年下降 26%; 地区线日均 332 班, 同比增长 37%, 较 2019 年下降 32%。铁路客运量同比增长, 2024 年 1-10 月, 全国铁路发送旅客 37.1 亿人次, 同比增长 13%, 创历史同期新高, 全国铁路旅客周转量为 13859 亿人公里, 同比增长 8.2%。



图表8: 国内航空出行已超 2019 年水平



图表9: 铁路旅客周转量同比增长



来源: 航班管家, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

1.2 政策利好提振信心

当前利好政策频发, 包括降利率、保交楼、贷款支持、收储等, 有效激发需求。同时, 代表物流强度的货车通行量数据出现边际改善, 近期通行量出现同比增加, 制造业景气水平提升, 10月PMI为50.1%, 环比增长0.3pct。

基于此, 我们推荐交运板块中两条主线, 分别是: 1) 行业供需拐点将至, 建议关注可选消费的航空板块; 2) 内需企稳, 基本面改善, 建议关注危化品物流、内贸集运、直营快递板块。

图表10: 政策催化提振内需信心

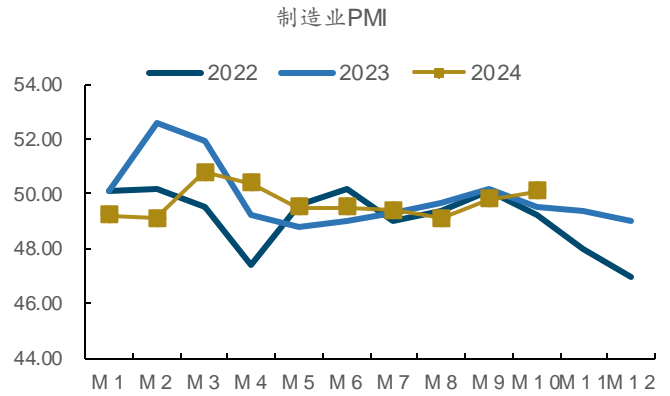
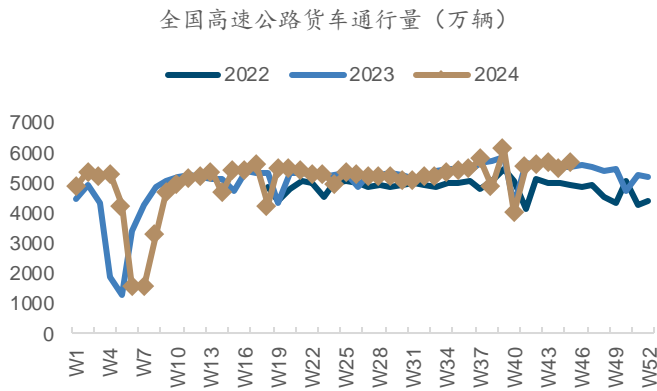
时间	具体政策
1月26日	适应房地产市场供求关系发生重大变化形势, 充分赋予城市房地产调控自主权, 各城市可因地制宜调整房地产政策
3月5日	政府工作报告提出: 优化房地产政策, 支持地产企业融资需求, 降低房贷成本, 推进保交楼工作。加大保障性住房建设。深化户籍制度改革, 稳步实施老旧小区基础设施建设和城中村改造。
4月3日	目前全国均已建立省级房地产融资协调机制, 分批提出可以予以融资支持的房地产项目白名单
4月11日	住建部表示, 各地要切实推动保障性住房建设落地落实见到成效。尚未出台实施意见和配套政策的城市要加快推动政策出台。
4月30日	切实做好保交房, 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
5月17日	取消全国首套房和二套房住房贷款利率政策下限; 首套房首付比例不低于15%, 二套房不低于25%; 商品房库存较多城市, 政府收购部分作为保障性住房, 央行设立3000亿保障性住房再贷款, 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房
9月24日	降低存量房贷利率(平均降幅50bp左右)及统一房贷最低首付比例
9月29日	上海、深圳和广州选择发布楼市新政, 从限购、限售等多个方面进行优化调整
11月13日	个人交易税费方面: 1) 契税: 对个人购买家庭首套住房, 面积为140平方米及以下/140平方米以上的, 分别减按1%/1.5%的税率征收契税; 对个人购买家庭第二套住房, 面积为140平方米及以下/140平方米以上的, 分别减按1%/2%的税率征收契税。2) 增值税: 取消普通住宅和非普通住宅标准的一线城市, 出售住房增值税免征年限为2年及以上。土增税方面: 1) 各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5pct; 2) 取消普通住宅和非普通住宅标准的城市, 普通住宅增值额未超过扣除项目金额20%, 继续免征土地增值税。

来源: 住建部, 中国人民银行, 中国政府网, 国家开发银行, 交通运输部, 国金证券研究所



图表11: 货车通行量边际向好

图表12: PMI 企稳回升



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

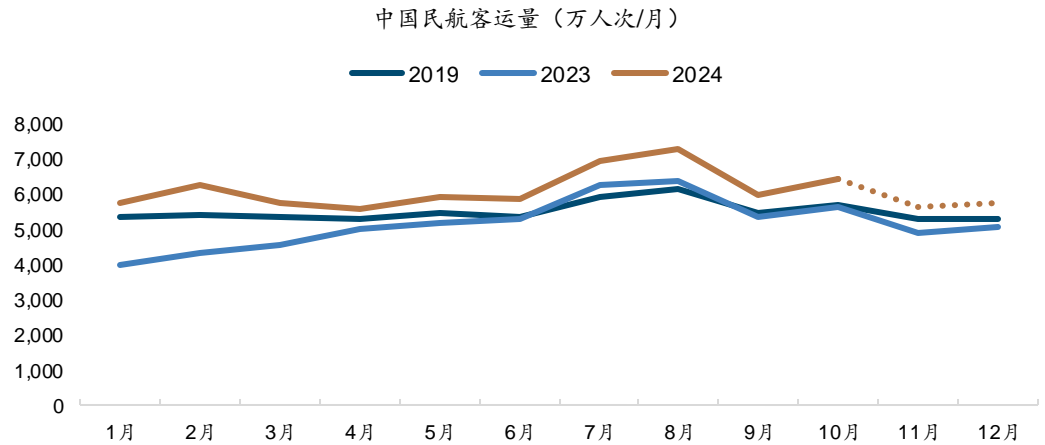
来源: ifind, 国金证券研究所

二、供需拐点将至，看好可选消费的航空

2.1 回顾：需求端民航客运量超 2019 年，旺季表现突出

客运量超 2019 年，国际航线持续恢复。2024 年以来，民航业发展进入需求自然增长阶段。2024 年 1-10 月，中国民航客运量为 6.2 亿人次，同比增长 19%，较 2019 年增长 11%；国内线客运量为 5.6 亿人次，同比增长 13%，较 2019 年增长 15%；国际地区线客运量为 0.6 亿人次，同比增长 127%，恢复至 2019 年 86%（不包括外航）。其中，7-8 月暑运旺季，整体客运量高出 2019 年 18%，国内航线客运量高出 2019 年 22%。10 月国际地区客运量恢复至 2019 年 97%（不包括外航），恢复率为 2020 年 2 月以来最高水平。

图表13: 整体客运量超 2019 年



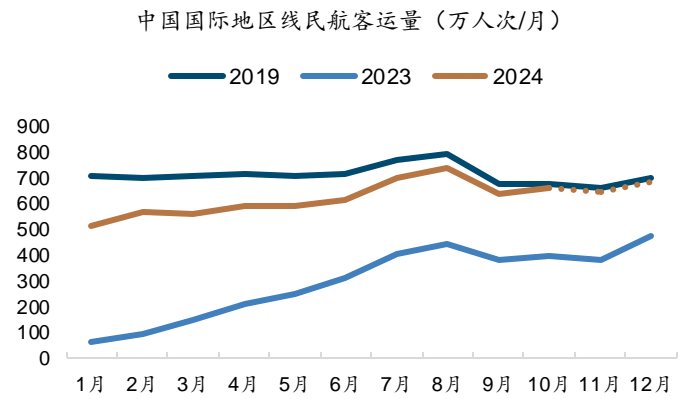
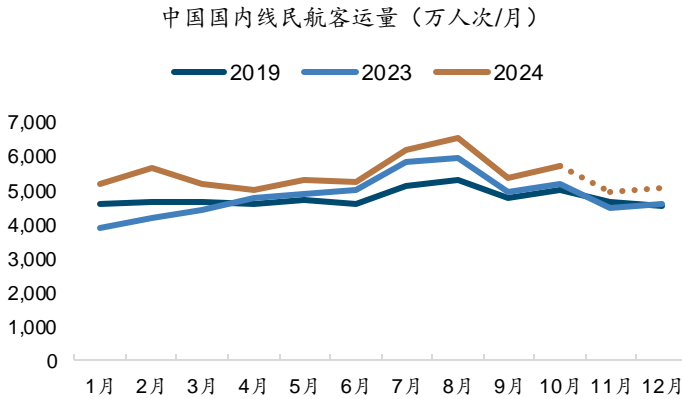
来源: 民航局, 国金证券研究所

注: 11-12 月为国金交运预测值



图表14: 国内客运量超2019年

图表15: 10月国际地区客运量恢复9成



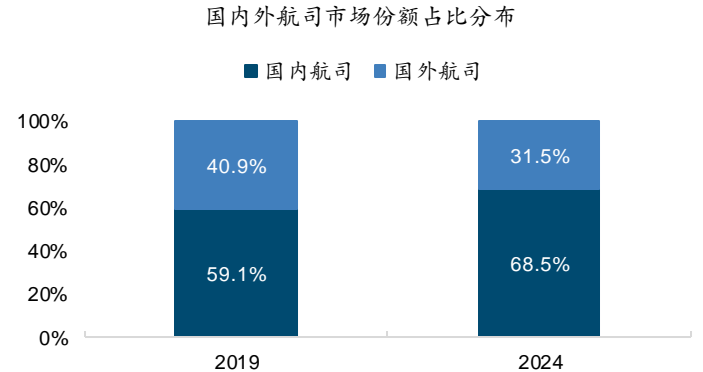
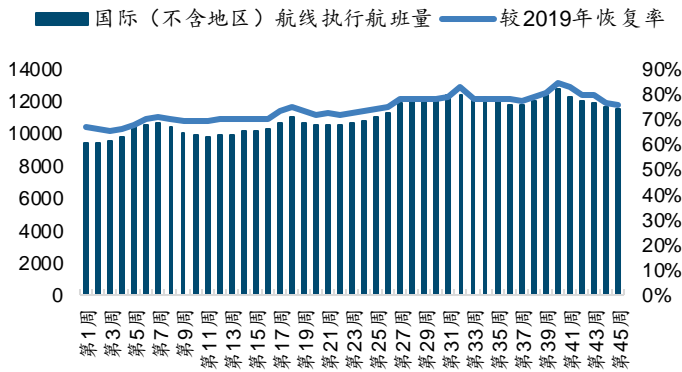
来源: 民航局, 国金证券研究所 注: 11-12月为国金交运预测值

来源: 民航局, 国金证券研究所 注: 11-12月为国金交运预测值

国内航司国际线市占率提升。2024年1-10月国际航班整体恢复至2019年的74.1% (含国内、国外航司), 其中国内航司承运国际航班32.8万班次, 恢复至2019年的85.8%, 国外航司仅恢复至56.9%; 时刻份额占比上, 国内航司由2019年的59.1%提升至68.5%, 增长9.3pct。

图表16: 2024年国际地区航班量持续恢复

图表17: 中国航司国际线市占率提升

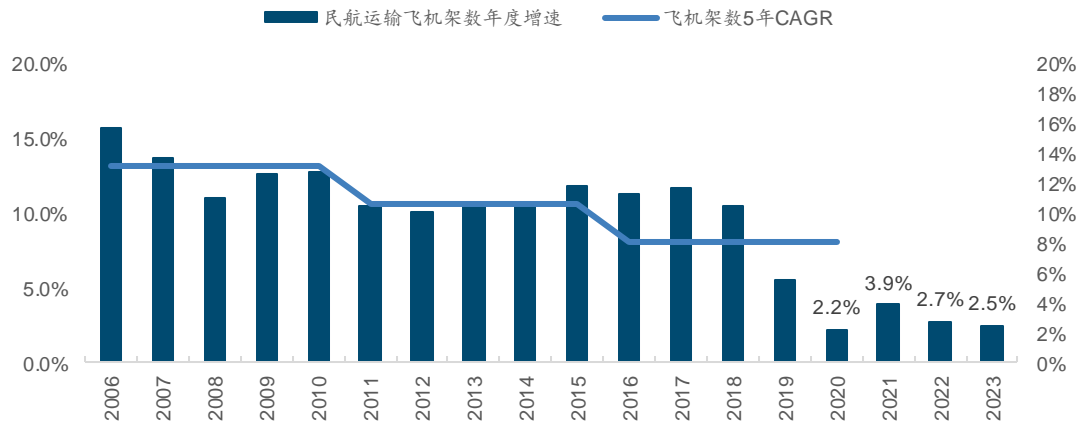


来源: 航班管家, 国金证券研究所

来源: 航班管家, 国金证券研究所 注: 此图为1-10月数据。

2024年机队规模延续低增速。过去数年航司机队增速放缓, 2019-2023年, 全行业机队累计仅增长12%, 其中2019-2023年国航、东航、南航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空、海航控股的机队复合增速分别放缓至2%、2%、1%、7%、5%、9%、-2%。2024年1-10月, 三大航、海航、春秋、吉祥等6家航司的机队规模总数是3236架, 较上年末仅增长2.2%。

图表18: 2020年以来行业机队增速大幅放缓

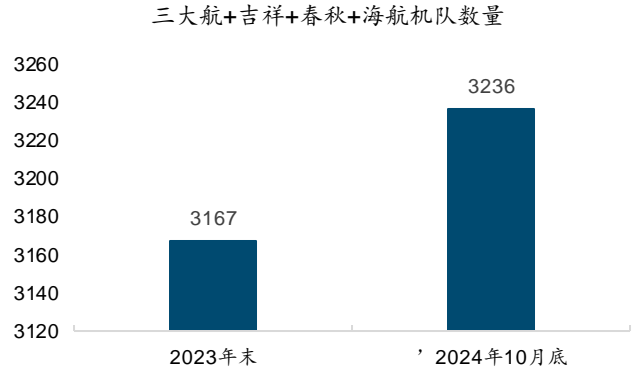
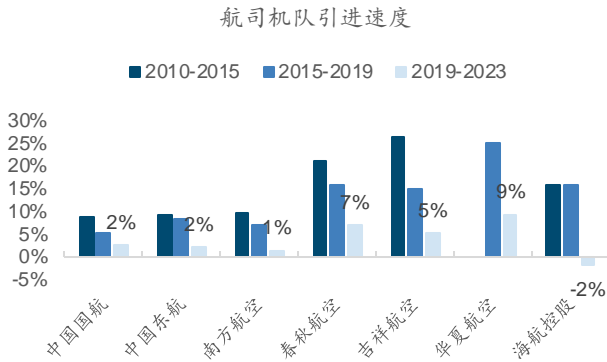


来源: wind, 国金证券研究所



图表19: 2020年以来主要航司飞机引进放缓

图表20: 2024年航司机队规模延续低增速



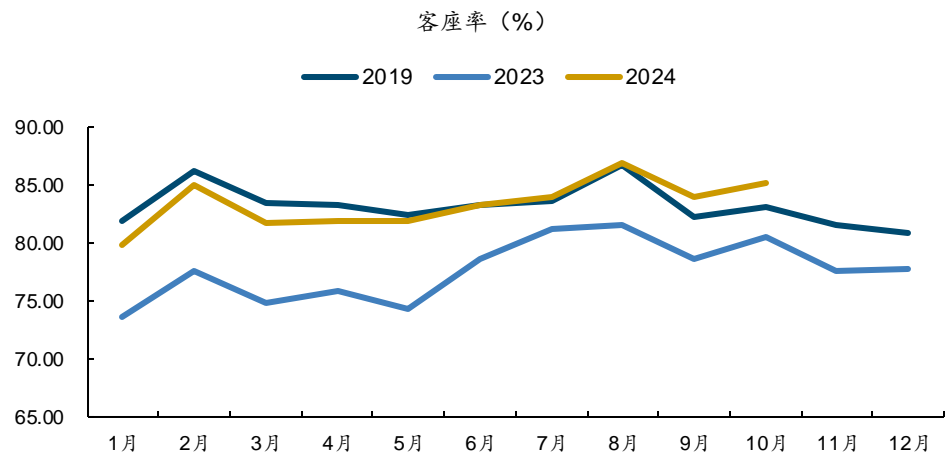
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

旺季产能利用率超2019年。2024年1-10月,全行业客座率为83.4%,较2019年同期下降0.2pct;飞机日利用率为9小时,较2019年同期下降0.4小时。其中,7-8月暑运旺季,全行业客座率分别是84%、86.9%,高于2019年0.4pct、0.3pct;全行业飞机日利用率分别为9.8小时、9.9小时,亦超过2019年同期。复盘历史,日利用率与航空板块净利润正相关,主要系:(1)利用率提升,供给增加可能拉动收入增长;(2)利用率提升可摊薄固定成本,增厚利润。

旺季票价超2019年。以国庆假期为例,2024年行业国内线票价高于2019年同期。然而淡季行业票价表现不佳,同比下滑明显,部分日期低于2019年,主要系:(1)经济环境影响;(2)供给仍有压力,累计较2019年的需求仍不及供给;(3)上年同期高基数,航司收益管理策略从“票价优先”转为“客座率优先”。

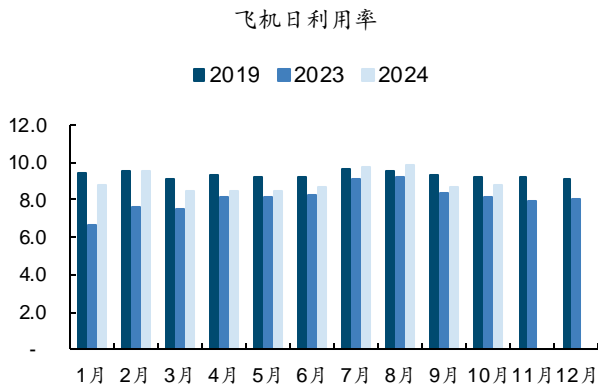
图表21: 2024年7-8月客座率超2019年



来源: wind, 国金证券研究所

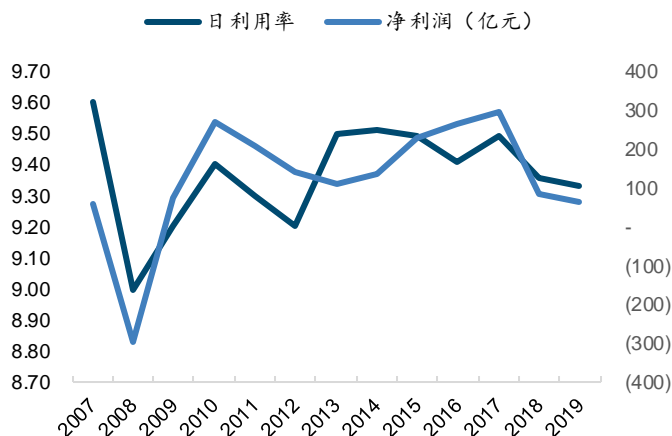


图表22: 2024年7-8月日利用率超2019年



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 飞机日利用率与航空板块利润正相关



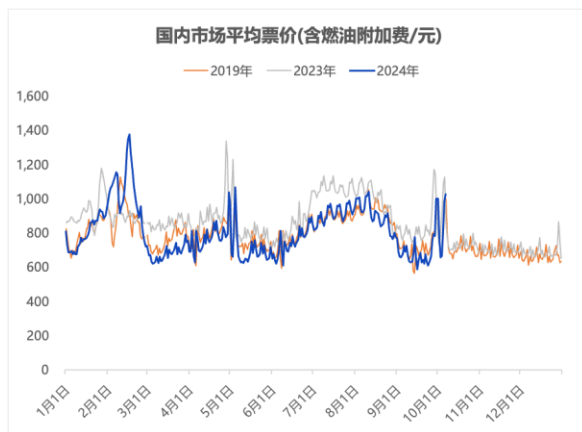
来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 国庆假期国内机票价格高于2019年



来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表25: 淡季国内市场平均票价表现不佳



来源: 航班管家, 国金证券研究所

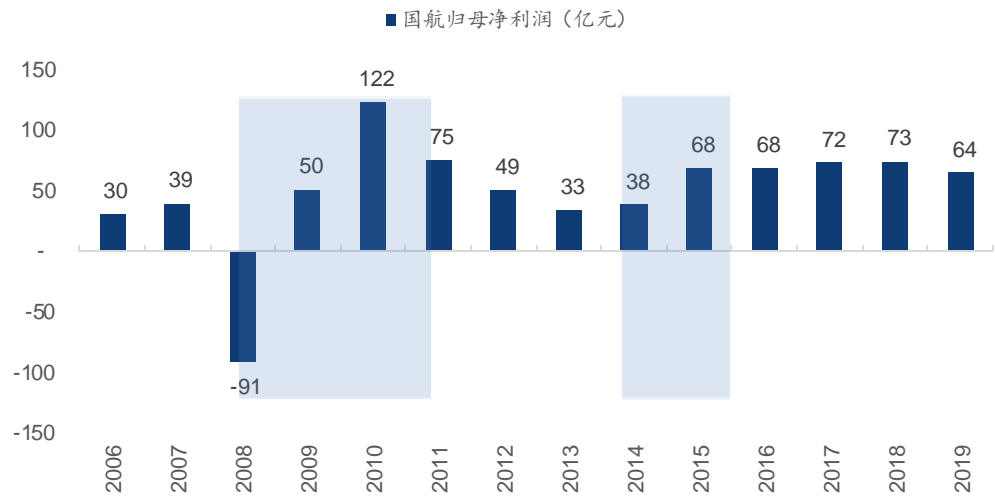
2.2 展望: 供给低增长, 需求持续增长逐步达到供需拐点

2.2.1 航空大周期中, 供需优化起到决定性作用, 油汇因素“锦上添花”

供需逆转是业绩改善的必要条件。2008-2010年, 2014-2015年, 航空业经历2轮大的景气周期, 航司利润大幅改善。我们将供需逆转定义为 RPK 增速超过 ASK 增速, 2008-2010年以及 2014-2015年, 对应期间的 RPK-ASK 增速均由负转正。此外, 业绩增长时扣油客公里收益亦出现增长。



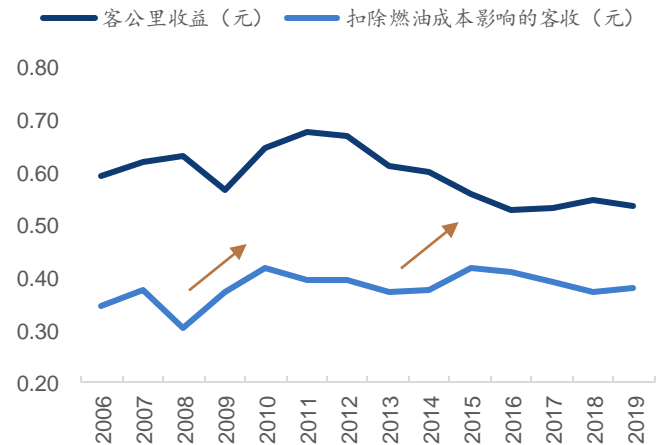
图表26: 2008-10年、2014-15年国航业绩增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 业绩增长时对应供需增速逆转

图表28: 业绩增长时对应扣除燃油成本的客收增长(以国航为例)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

油价汇率是供需关系下的次要矛盾。(1) 油价: 2015年油价大幅下降有助于增厚利润, 但油价波动可通过强需求传导, 2010年公商务出行需求爆发, 可通过燃油附加费或高票价传导油价。(2) 汇率: 2轮周期中汇率波动影响有限。航司的外币负债在期末调整时会形成汇兑损益, 汇率波动直接影响当期利润, 汇率波动也影响当期航油采购价格。



图表29: 航空景气周期供需、油汇因素回顾

景气周期	供需 (RPK-ASK)	油价	汇率
2009-2010	2009年: 2.6% 2010年: 5.8% 原因: 金融危机之后中国经济的率先复苏、世博会和亚运会等大事件推动需求增长	2010年油价均价为80美元/桶, 同比增长28%	2009年: 6.83 2010年: 6.77 小幅升值
2014-2015	2014年: -1.3% 2015年: 0.1% 原因: 低油价、旅游消费升级等多个利好因素, 以及2015年航权大量释放、国际航线快速增加带动国际旅游增长	2014年油价均价为99美元/桶, 同比下降9% 2015年油价均价为54美元/桶, 同比下降46%	2014年: 6.16 2015年: 6.29 小幅贬值

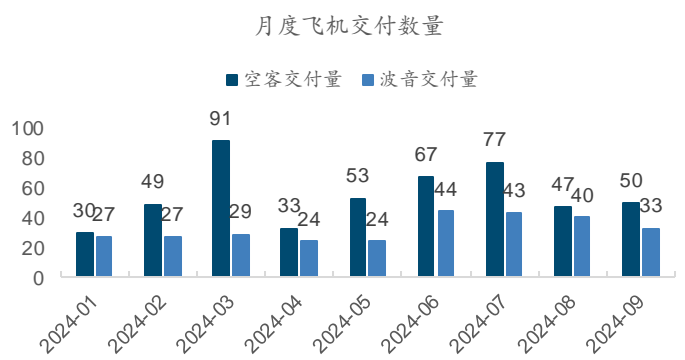
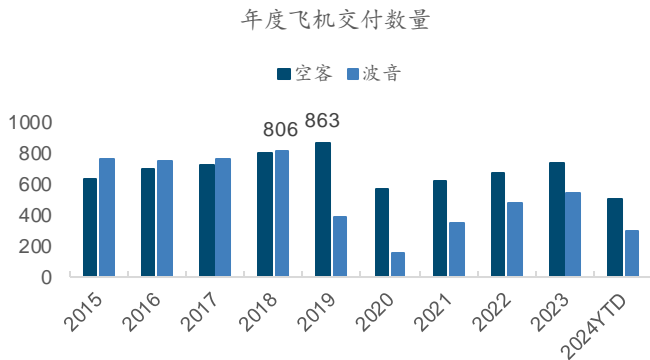
来源: wind, 国金证券研究所

2.2.2 行业供给增速放缓的确定性高

空客波音产能下降。波音年产量高点为2018年的806架, 空客年产量高点为2019年的863架。目前两家飞机制造商产量仍未恢复至过去高点, 波音较历史的差距更大, 主要系劳动力短缺以及上游供应商的交付出现问题, 以2023年为例, 波音、空客仅恢复至高点的67%和85%。2024年6月, 空客下调全年产量至770架(年初预测是800架), 主要原因为多种零部件交付延迟。2024年9月, 波音推迟达成目标产量的时间, 原计划2024年9月每月生产42架MAX机型, 后推迟至2025年3月。

图表30: 波音空客年产量下降

图表31: 波音月产量仍然较低



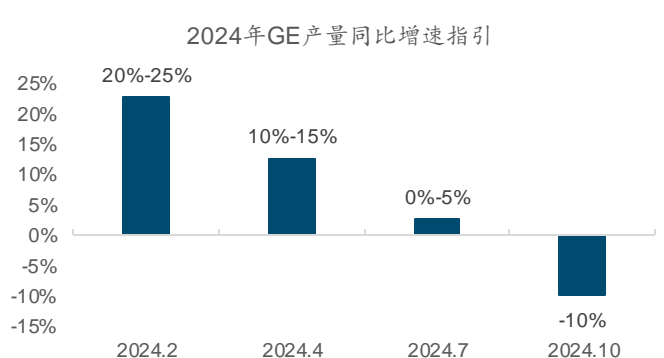
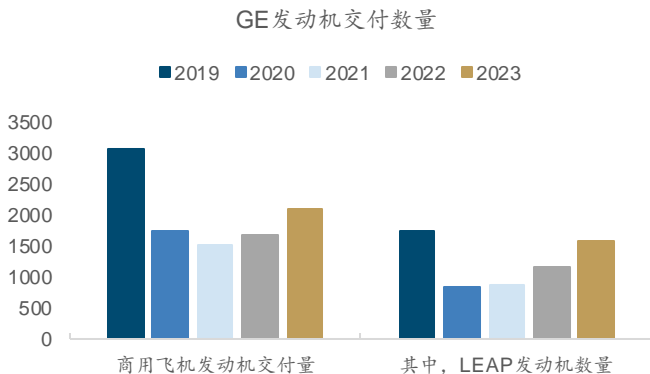
来源: 空客、波音, 国金证券研究所

来源: 空客、波音, 国金证券研究所

头部发动机制造商产能下降。CFM为全球飞机发动机第一大生产商, 2023H1的市占率为57%, CFM国际是赛峰飞机发动机公司与GE航空航天50/50平股合资公司。GE(含CFM)2023年发动机交付量为2075台, 为2019年同期68%。2024年起, GE更是多次下调2024全年发动机交付量的增速。此外, 同样受材料及人工等问题, 过去一年陆续出现普惠PW1100G发动机检修、737MAX飞机舱门掉落等事件, 一定程度上也影响行业有效运力。

图表32: GE发动机交付量尚未恢复至2019年

图表33: 2024年以来GE下调发动机交付量全年预测





来源：GE，国金证券研究所

来源：GE，国金证券研究所

图表34：飞机零部件供应商面临的问题

时间	事件	供应商	具体过程	影响
2023年9月	PW1100发动机事件	普惠	2023年9月，普惠发现部分波音737MAX飞机上的PW1100G发动机出现问题，风扇叶片出现了异常磨损，这可能导致发动机的性能降低，甚至影响到飞行安全。	涉及2015年Q4至2021年Q3生产的PW1100G发动机，共计1800+台发动机，循环每2800-3800次需要检查一次，检修周期预计需250天~300天。
2024年1月	737MAX9飞机舱门掉落	Spirit AeroSystems	美国阿拉斯加航空公司一架波音737MAX9型客机应急舱门掉落，初步检查为工人操作失误所致	FAA下令暂时停飞美国境内运营的170多架波音737MAX9型飞机并进行安全检查，并限制波音737Max产量至每月38架
2024年2月	737MAX机身返工	Spirit AeroSystems	Spirit AeroSystems发现，正在生产的部分737MAX飞机机身上有两个孔洞不符合安全标准	公司进行返工，将造成约50架MAX飞机延迟交付

来源：普惠、Spirit AeroSystems，国金证券研究所

展望未来，行业供给增速将放缓。根据三大航2023年年报及半年报，预计未来三年飞机引进仍将维持较低速度，年化增速仅为3.5%，考虑当前制造商的产能问题，实际引进速度可能更低。

图表35：三大航客机规模测算

航司	客机机队规模预测（架）				客机机队规模增速			
	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023-2026E CAGR
国航	905	939	973	1037	3.8%	3.6%	6.6%	4.6%
东航	782	815	834	863	4.2%	2.3%	3.5%	3.3%
南航	891	928	945	955	4.2%	1.8%	1.1%	2.3%
合计	2578	2682	2752	2855	4.0%	2.6%	3.7%	3.5%

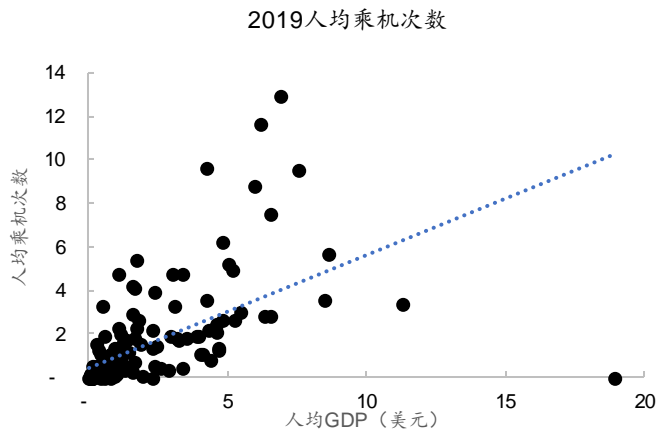
来源：wind，国金证券研究所

2.2.3 我国经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加

航空需求与经济密切相关。参考历史经验，人均乘机次数与GDP正相关。当前我国经济持续保持着平稳发展的态势，2024Q3 GDP同比增长4.6%，预计航空出行需求将维持较好增速。



图表36: 人均乘机次数与人均GDP正相关



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表37: 我国经济持续保持着平稳发展的态势



来源: wind, 国金证券研究所

经济发展的稳定性将带动民航旅客量需求不断增加。9月底以来多项政策发布, 将通过财政和金融手段刺激消费, 促进经济稳定增长。此外, 2025年起公民放假日期增加2天, 将有利于刺激出行人次的增长。

图表38: 9月末以来一系列刺激消费的政策出台

会议/政策类别	主要内容
中央政治局会议	9月26日, 中央政治局会议强调加力加量, 加大财政与货币政策力度, 促进消费结构调整, 提振资本市场, 帮助民营企业渡过难关, 兜底民生, 就业优先, 保大学生等重点群体就业。
金融政策	9月24日, 中国人民银行、金融监管总局、证监会联合出台一揽子金融政策, 包括降低存款准备金率和政策利率, 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例, 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。
地方政策	多地政府出台促消费政策。例如, 上海投入5亿元发放“乐·上海”服务消费券, 涵盖餐饮、住宿、电影、体育等领域; 四川投入超4亿元用于发放“蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券和汽车购置、电子产品、住房装修、家电家具耐用品消费贷款贴息。
房地产政策	11月13日, 财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》, 本次税收政策调整主要涉及契税、土地增值税和增值税三个税种, 旨在通过税收政策的调整, 进一步降低住房交易成本, 支持居民刚性和改善性住房需求, 缓解房地产企业财务压力, 推动房地产市场平稳健康发展。
国务院办公厅通知	自2025年1月1日起, 全体公民放假的假日增加2天, 其中春节、劳动节各增加1天, 春节自农历除夕起放假调休8天, 劳动节放假调休5天。

来源: 政府网站, 国金证券研究所

免签“朋友圈”持续扩容。5月中方决定延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡12个国家免签政策至2025年底。近期外交部宣布, 自2024年11月8日起, 新增对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策至2025年底。目前中国与新加坡、马来西亚、格鲁吉亚等国实行双边免签政策。

图表39: 免签政策国家范围不断扩大

发布日期	免签政策内容
2023年12月1日	中方对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策
2024年2月9日起	中国和新加坡互免签证
2024年3月1日起	中国与泰国永久互免签证
2024年3月7日	中国宣布对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策



发布日期	免签政策内容
2024年5月28日	中国与格鲁吉亚互免签证
2024年6月17日	中方宣布将把澳大利亚纳入单方面免签国家范围
2024年6月24日	中方宣布对波兰实施15日单方面免签政策
2024年9月30日	中国对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行实行15天免签政策
2024年11月8日	中方对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国9个国家持普通护照人员试行15日单方面免签政策
2024年11月22日	中方对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策

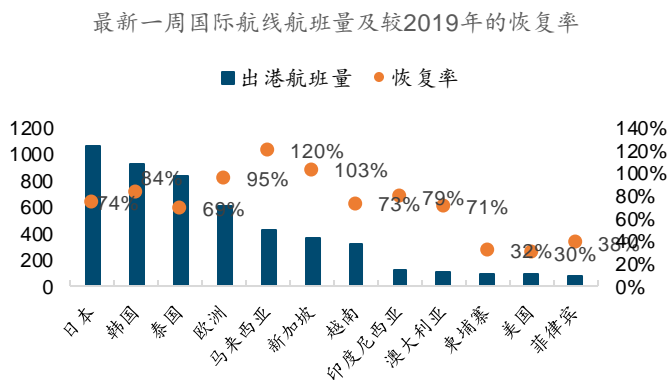
来源：央视新闻，国金证券研究所

开放双边免签政策的航线恢复率较高。受免签政策影响，中国与新加坡、马来西亚的航班恢复率较高，分别为103%、120%。而北美航线恢复率仍然较低，中美航班仅为2019年的30%；日韩恢复率分别为74%、84%。

近期北美航线有望增班。北美航线恢复率相对较慢，中加航线尤甚，截至10月29日中加航线月航班量仅79班，2019年同期有846班，中加航线恢复率只有9.3%。近日加拿大交通部撤销2022年2月3日颁布的“中国大陆航司每周飞往加拿大总计不超6个往返定期客运航班”及“禁止北京直飞加拿大客运航班”等限制措施，中加航线有望逐步增加。

图表40：不同国际航线恢复节奏不同

图表41：中美航线航班限制逐步放开，中加航线有望增班



来源：航班管家，国金证券研究所

日期	中美航班政策
2023年9月	中国航司每周可在两国之间运营18个直飞航班
2023年10月	中国航司每周可在两国之间运营24个直飞航班
2023年11月	中国航司每周可在两国之间运营35个直飞航班
2024年3月	中国航司每周可在两国之间运营50个直飞航班

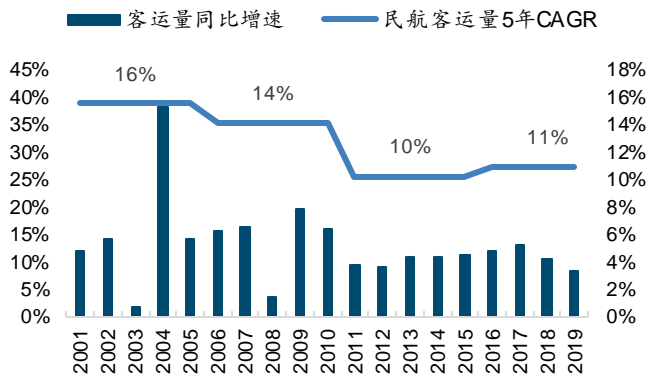
日期	中加航班政策
2024年10月	加拿大交通部撤销2022年2月3日颁布的“中国大陆航司每周飞往加拿大总计不超6个往返定期客运航班”及“禁止北京直飞加拿大客运航班”等限制措施

来源：航旅圈，国金证券研究所

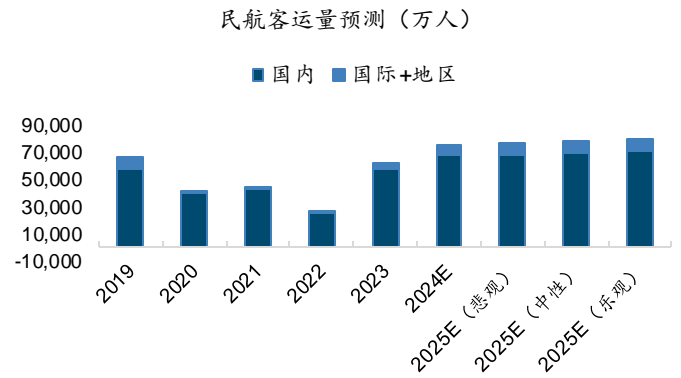
预计需求端保持高个位数增长。过去正常年份我国民航客运量增速为双位数，考虑民航客运量基数增大，预计中期增速将降低至高个位数。(1) 悲观假设：预计2025年民航客运量为2019年的118%，同比增长6%，其中假设国内客运量同比增长6%，国际地区客运量为2019年95%（国内航司口径，下同）；(2) 中性假设：预计2025年民航客运量为2019年的119%，同比增长8%，其中假设国内客运量同比增长7%，国际地区客运量为2019年100%；(3) 乐观假设：预计2025年民航客运量为2019年的121%，同比增长9%，其中假设国内客运量同比增长8%，国际地区客运量为2019年105%。



图表42：2020年前我国航空业保持双位数增长



图表43：2024-2025E 民航客运量预测



来源：wind, 国金证券研究所

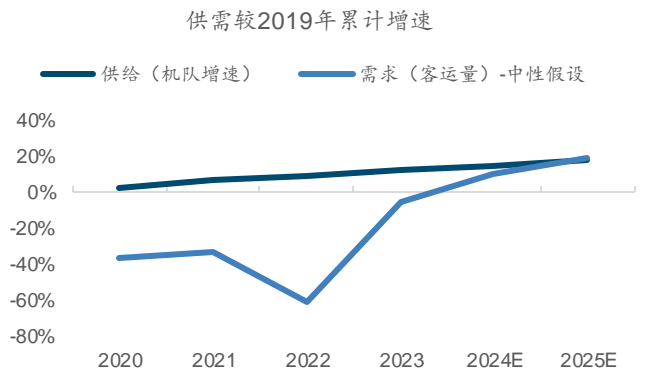
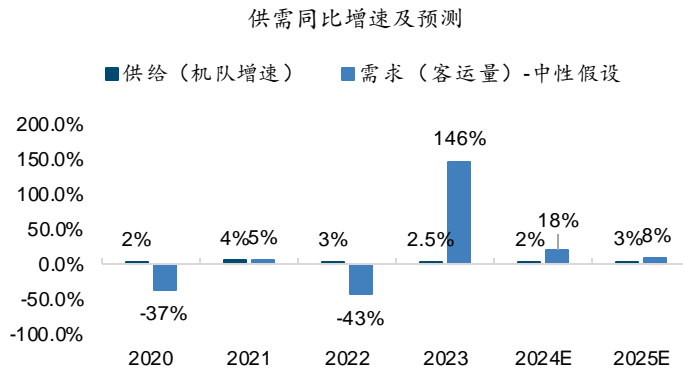
来源：wind, 国金证券研究所

2.2.4 供需拐点将至，油汇因素或改善

中性假设下，2025年行业有望实现供需拐点。(1) 预计2024年，供给同比增长2.5%，需求同比增长18%；2024年供给累计较2019年增速15%，需求累计增速11%。(2) 预计2025年，供给同比增长3%，需求同比增长8%；2025年供给累计较2019年增长18%，需求累计增长19%，产能利用率超过2019年。

图表44：过去几年需求增速波动，未来有望逐步超过供给

图表45：2025年供需拐点可期



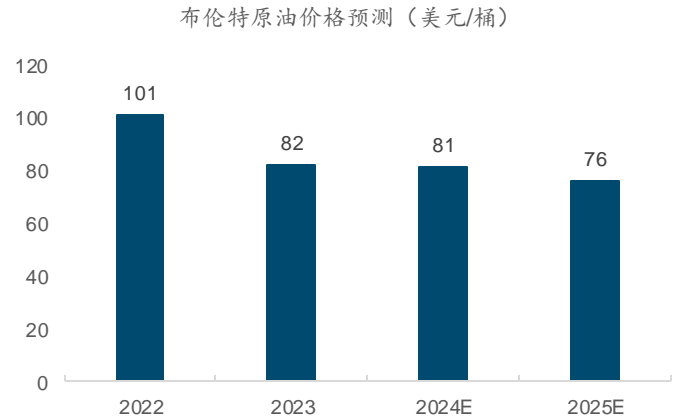
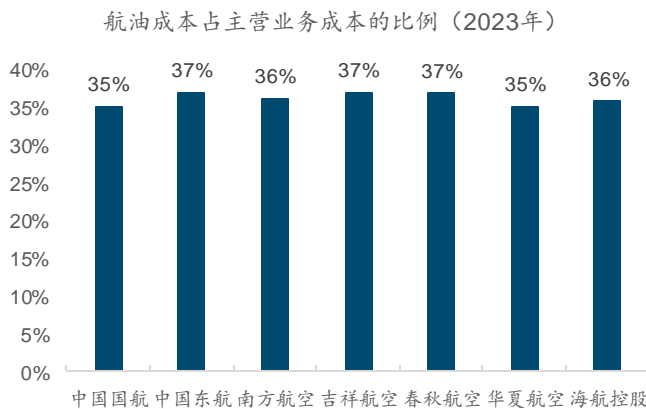
来源：wind, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

油汇因素或改善。(1) 油价：航司成本中燃油成本占比约三至四成，根据EIA预测，2025年航司燃油成本有望降低。对于大航1%的油价变动可降低4-5亿燃油成本，油价下降将释放当期利润。(2) 汇率：截至目前Q4人民币贬值，若美联储降息，或存在人民币升值可能，汇率波动1%可增加2-3亿利润。

图表46：航司成本中燃油成本占比约三至四成

图表47：美国EIA预测2025年油价将下降6%



来源：wind, 国金证券研究所

来源：EIA, 国金证券研究所

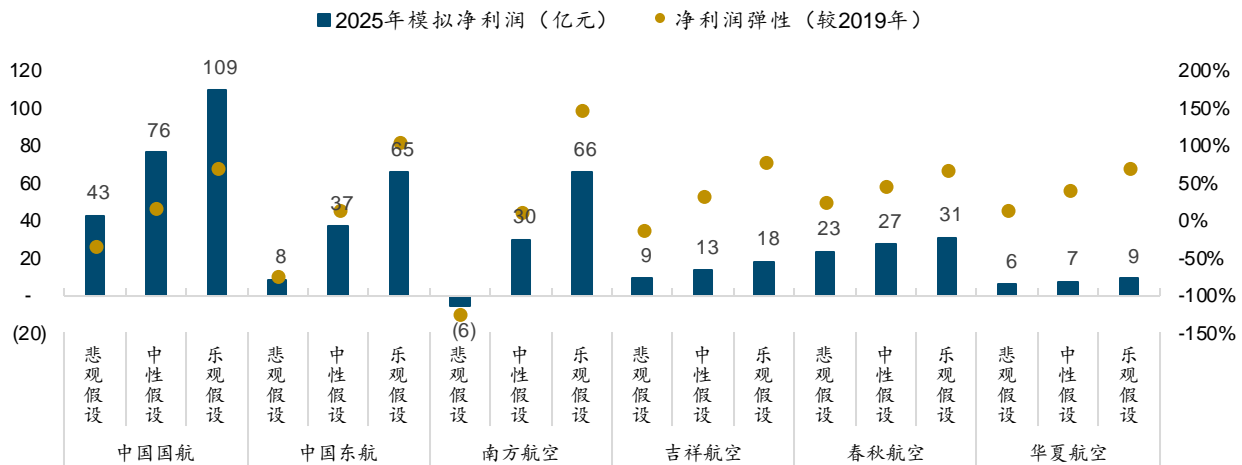


2.3 投资策略：看好可选消费的航空

2025年航司业绩有望增长。假设：(1) 悲观、中性、乐观情境下航司扣油客公里收益分别较2019年-5%、+0%、+5%；(2) 考虑机队规模增长。以2019年为基数，则2025年国航、东航、南航、吉祥航空、春秋航空、华夏航空的模拟净利润分别为76亿元、37亿元、30亿元、13亿元、27亿元、7亿元。考虑供需拐点将来临，我们预计2025年出现中性情境的概率较大。

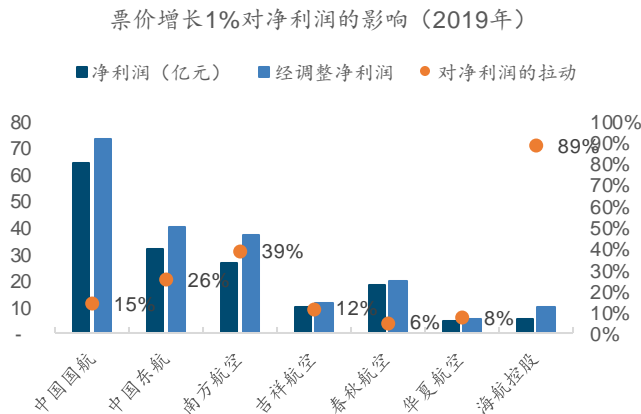
投资建议：大航司对票价、油价敏感性高，目前港股三大航估值较低，推荐中国国航 A+H、南方航空 A+H；民营航司盈利增长确定，推荐吉祥航空、春秋航空。

图表48：航司业绩弹性测算



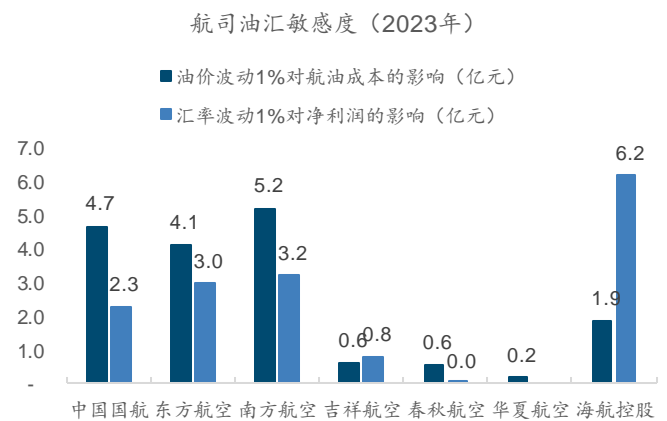
来源：公司公告，国金证券研究所

图表49：大航司票价敏感度高



来源：公司公告，国金证券研究所

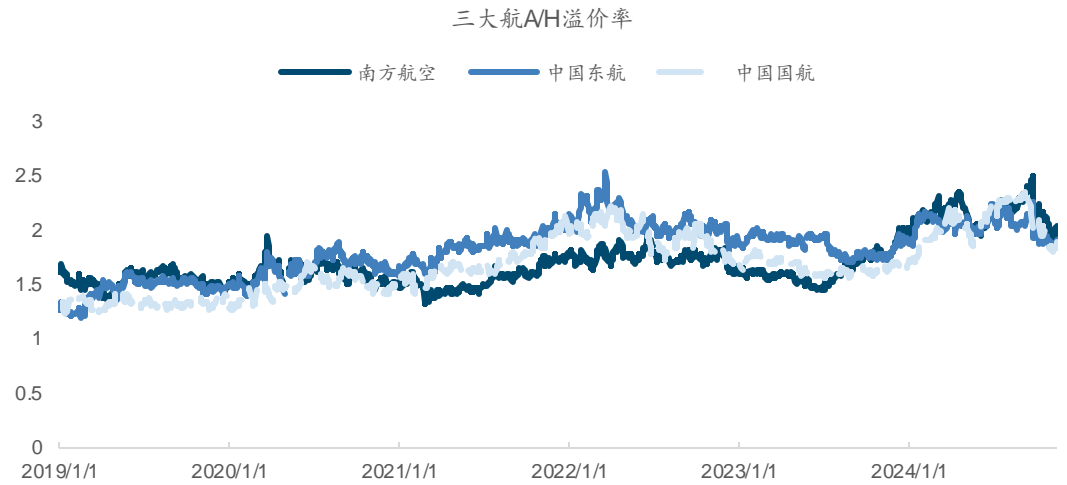
图表50：大航司油汇敏感度高



来源：公司公告，国金证券研究所



图表51: 三大航 A/H 溢价明显



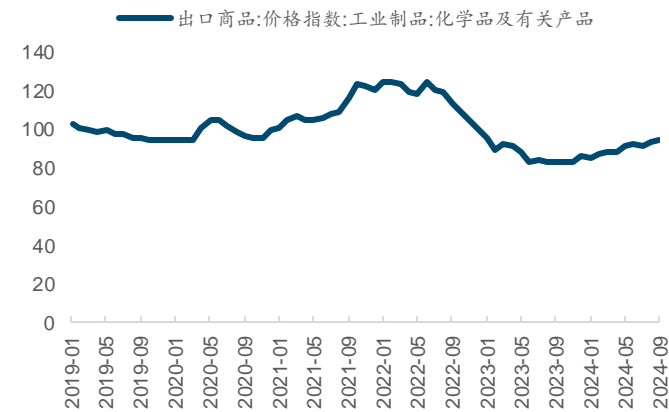
来源: wind, 国金证券研究所

三、内需企稳增长，看好顺周期的物流板块

3.1 危化品物流：看好需求提升，提振行业景气度

分销业务盈利提升主要依托于化学品价格上涨，2024 年初至 2024 年三季度末，化学品价格持续环比下降。若内需企稳改善，则化学品价格将有望上涨，带动企业盈利改善。

图表52: 2024 年初以来化学品出口价格提升



来源: ifind, 国金证券研究所

图表53: 2024 年初以来化学品价格下降

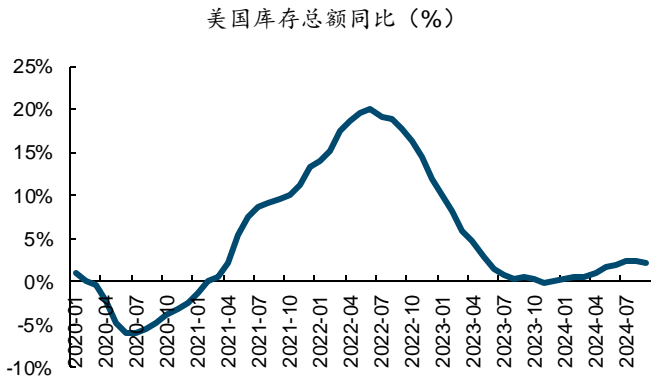


来源: ifind, 国金证券研究所

红海以及地缘政治的影响以及持续性超出市场预期，班轮公司持续涨价代表运价还有进一步上升空间，我们看好今年运价。海外化学品库存在经历 2021-2023 年主动去库之后，当前处于化学品库存触底的阶段，对比 2019 年前处于偏底部的位置。预计今年可以看到过去两年去库对于需求量的压制消失，且需求可能因为补库而超预期。



图表54: 美国库存进入补库阶段



图表55: 红海事件持续影响, 外贸集运运价有支撑

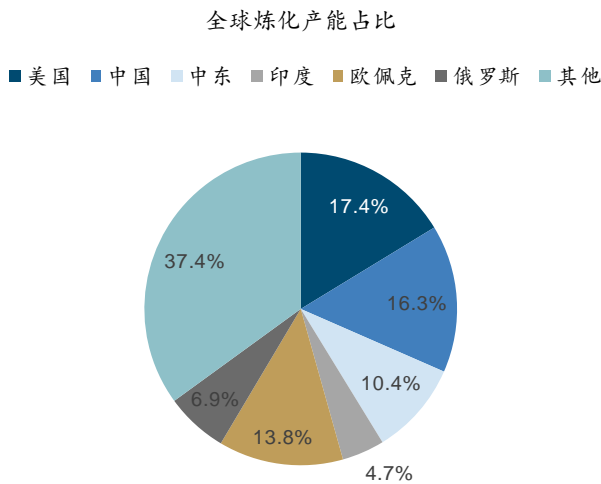


来源: ifind, 国金证券研究所

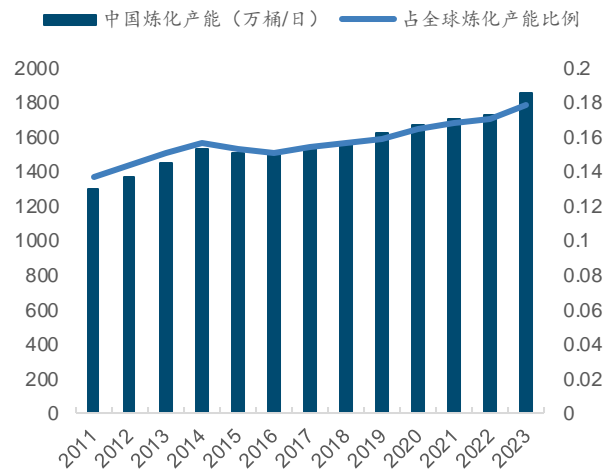
来源: 克拉克森, 国金证券研究所

伴随全球炼化产能东移, 中国炼化产能占比从2012年的14%增长至当前的16%, 有利于化学品出口运输需求。目前化学品船外贸运价维持较高水平, 2024年13000dwt、19999dwt 化学品船的期租运价较上年同期增长14%、12%。

图表56: 中国占全球炼化产能 16%



图表57: 国内炼化产能不断增长

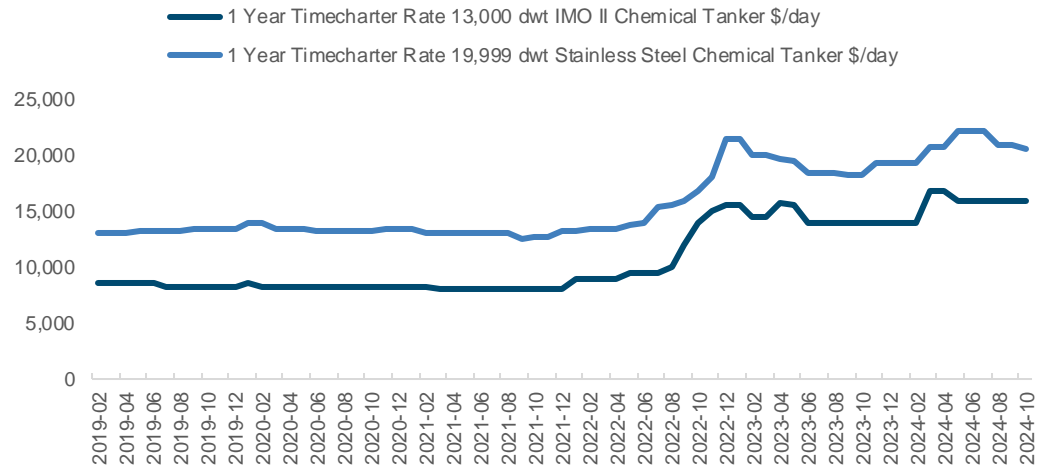


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



图表58: 化学品船外贸期租价格提升

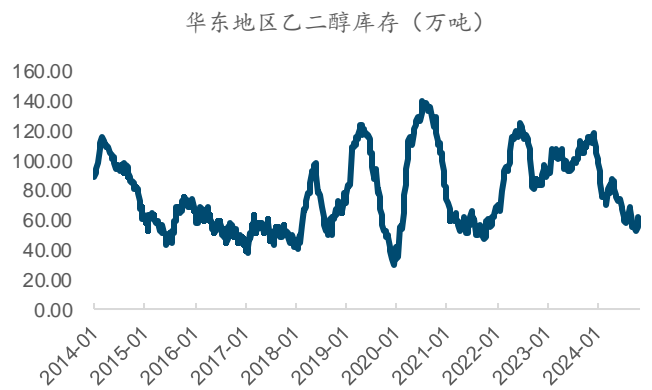
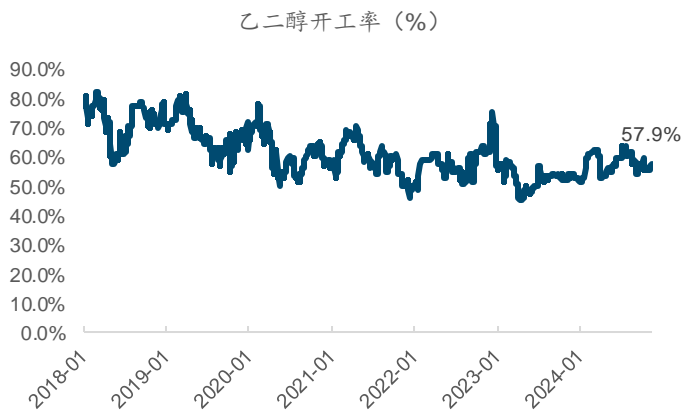


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

目前乙二醇开工率维持在 55% 以上, 同时乙二醇库存持续下降。若地产基建政策刺激下内需企稳改善, 在开工及库存向好下, 化工企业或出现主动补库, 利好石化仓储行业出租率。

图表59: 乙二醇开工率维持在 50% 以上

图表60: 华东地区乙二醇库存出现下降



来源: wind, 国金证券研究所

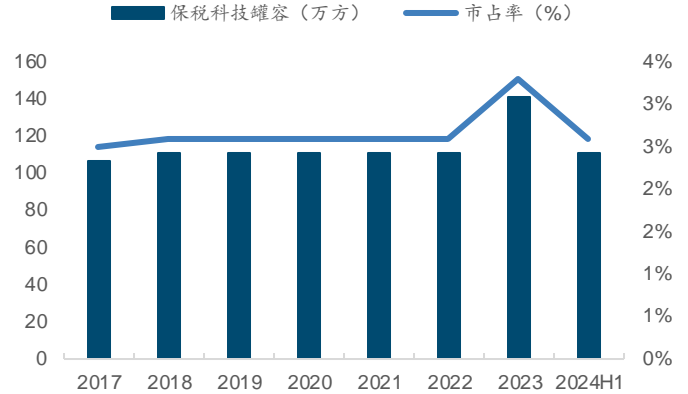
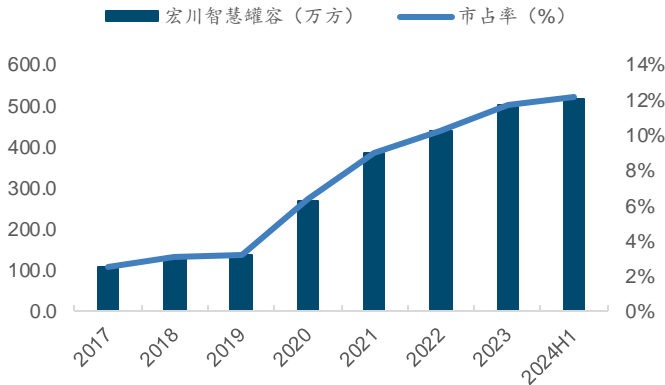
来源: wind, 国金证券研究所

由于危化品仓储新建较难获批, 龙头公司一般通过收并购提高产能。宏川智慧通过多年收并购, 罐容从 2017 年的 107 万方提升到 2024 年的 518 万方, 市占率达到 12%。2023 年保税科技参股洋山申港, 权益罐容提升。在行业总量保持稳定下, 龙头公司通过收购提升罐容, 增加业务量。



图表61：龙头公司宏川智慧通过收并购不断扩大市场份额

图表62：2023年起保税科技开始进行并购扩张



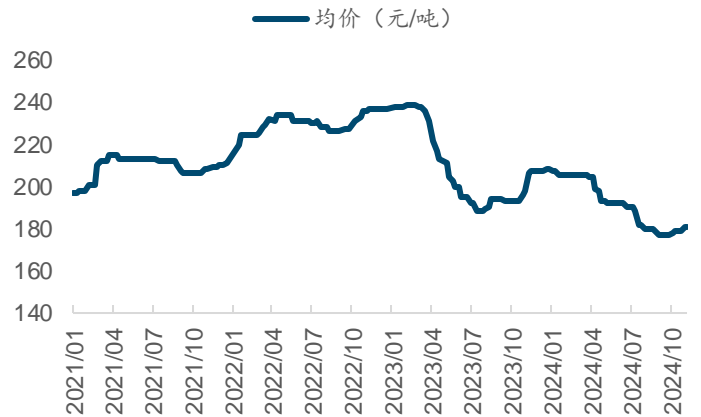
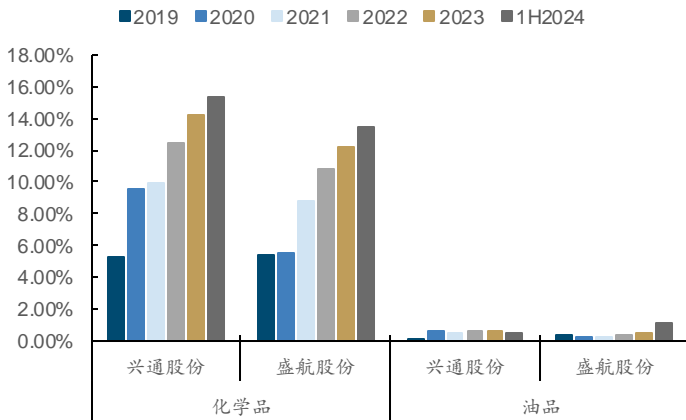
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

龙头份额提升的趋势仍会维持。我们判断龙头份额提升的趋势仍会维持：1、下游客户趋于大型化，对于第三方服务商的认证条件更加严格。2、在严格的运力调控下，小船东由于运输安全管理能力、行业经验、服务能力尚有待提升，难以获批新增运力，推动集中度进一步提升。3、龙头积极并购船舶，小船东的运力转移给了龙头。

图表63：预计龙头公司市占率将进一步提升

图表64：2024年末化学品船运价环比提升



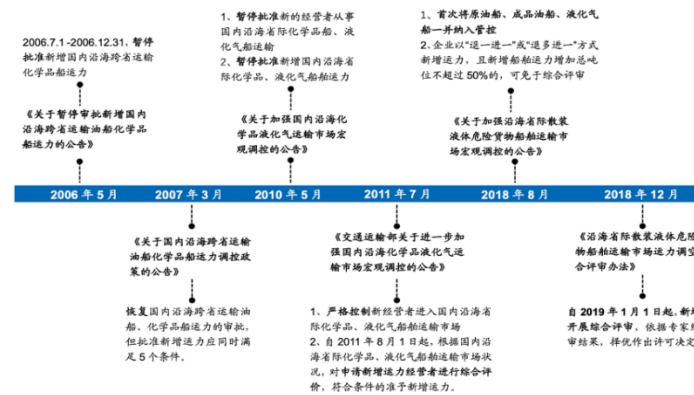
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：沛君航运，国金证券研究所

2024年，根据市场需求，交通运输部规划新增5万载重吨化学品船运力，5万载重吨成品油船运力，1.2万立方米的液化石油气船，增量较以往明显下降。



图表65：危化品运力供给受国家严格控制，小船东难以获批运力



来源：交通运输部，国金证券研究所

图表66：2024年交通运输部规划仅新增5万载重吨化学品船

船舶类型	规划运力
原油船	<ul style="list-style-type: none"> 新增6000载重吨及以下小型原油船约1万载重吨 新增1-2万载重吨原油船2艘
成品油船	<ul style="list-style-type: none"> 新增20000载重吨及以下成品油船舶运力5万载重吨左右
化学品船	<ul style="list-style-type: none"> 新增5000载重吨及以下盐酸专用船运力1万载重吨左右 新增14000载重吨及以下并取得船检机构授予的甲醇燃料加注船舶附加标志的化学品船舶运力2万载重吨左右 新增其他10000载重吨及以下高端不锈钢化学品船舶运力2万载重吨左右
液化石油气船	<ul style="list-style-type: none"> 新增6000立方米及以下液化石油气船（含化工气体）运力1.2万立方米左右
液化天然气船	<ul style="list-style-type: none"> 新增全年可通过南京长江大桥（压载时船舶水线以上高度小于等于22米）、舱容为1.4万方及以下的沿海省际LNG运输船舶不超过3艘 新增8万立方米及以下其他沿海省际LNG运输船舶运力14万立方米左右

来源：交通运输部，国金证券研究所

推荐密尔克卫：物贸一体化，各板块业务协同发展：1) 货代业务箱量持续创新高，预计维持两位数增长；2) 化工品交易业务通过优化产品结构，毛利率持续提升，Q3 毛利率为 7.8%；3) 内需企稳，仓储产能利用率及租金有望提升。

推荐宏川智慧：1) 内需企稳，储罐出租率及租金有望提升；2) 第三方石化仓储龙头企业，有望受益于石化行业发展。

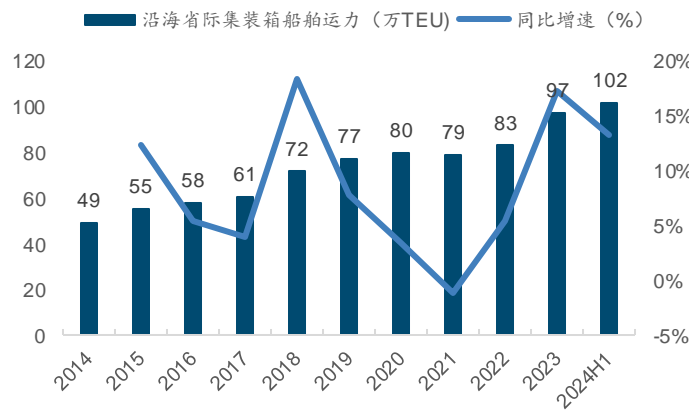
推荐兴通股份、盛航股份：1) 需求受益于大炼化投产，沿海化学品运输需求稳定增长，同时外贸液体化学品运输需求旺盛，运价维持高位；2) 供给内贸受到严格管控，龙头企业有望通过新增和并购的方式不断扩大市场规模。

3.2 内贸集运：供给端增速放缓，竞争格局良好

受政策保护，内贸集运具有相对进入壁垒。内贸集运企业必须由中方控股，外商不得经营或租用中国船舶进行内贸水运。同时，外籍船舶不能用于内贸集运。在政策保护下，内贸集运市场相对外贸市场具有准入壁垒。

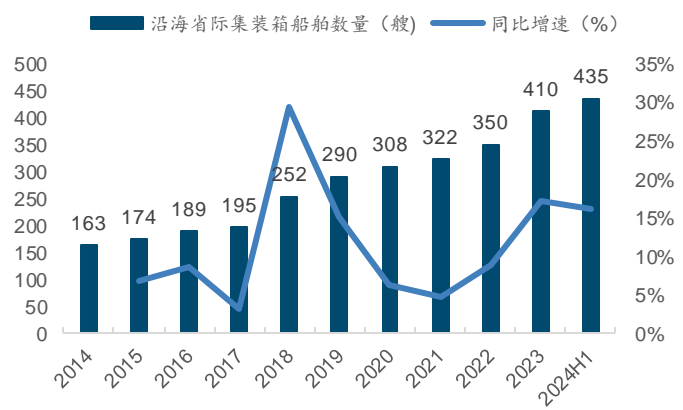
行业集中度较高。经历两次出清后，内贸集运形成三足鼎立格局。内贸集运在经历了2013年集中破产潮和2019年安通控股重整后，实力较弱的内贸船运公司相继离场，目前行业形成三足鼎立格局。泛亚航运、中谷物流、安通控股占据内贸集运行业主要市场份额，前三大航运公司运力占比约80%。

图表67：2021-2024H1 沿海集装箱运力 CAGR 为 10.74%



来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

图表68：2021-2024H1 沿海集装箱船舶数量 CAGR 为 12.79%

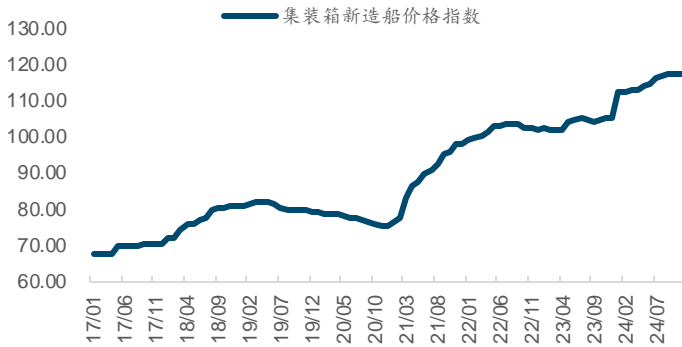


来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

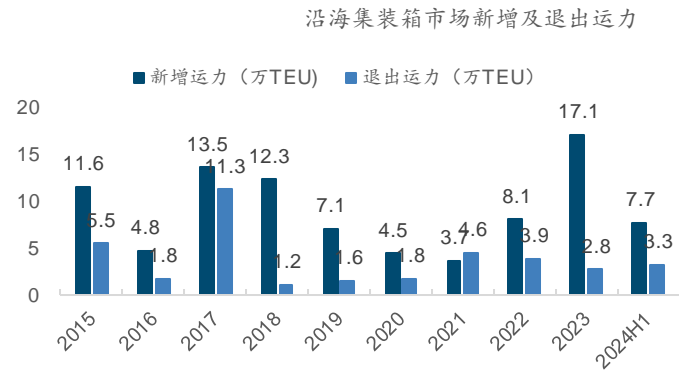
我们判断行业运力增速较为缓慢。主要由于2021年起集装箱新造船价格上行，目前船价过高抑制行业运力增长。同时，中谷物流在船价低点的2021年购买集装箱船，随着船舶交付陆续下水，内贸集运行业2022-2023年新增较多运力。头部玩家的运力再投入势必对运价起到压制作用，压缩行业内公司盈利。



图表69：2021年起集装箱新造船价格上升



图表70：2021年首次出现新增运力小于退出运力

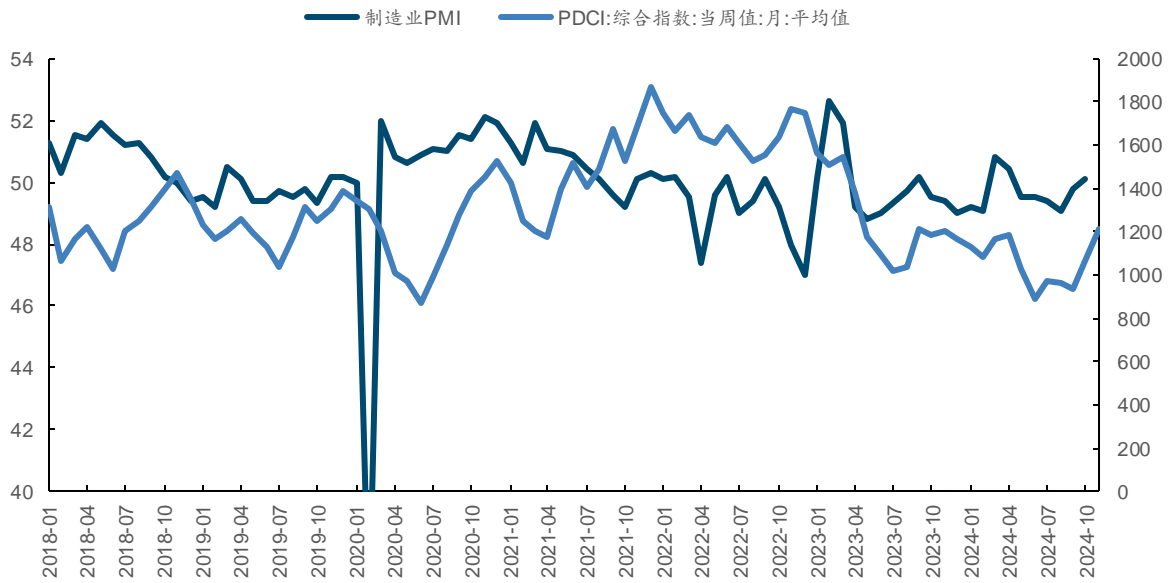


来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

内贸集运行业主要运输的货种包括大宗商品（钢铁、建材、纸制品、木材、矿石等）和制成品（食品、塑料、陶瓷、化学制品、其他消费品），其需求与宏观经济的关联度高。复盘内贸集运运价，除2022年左右PMI下降但PDCI上升（主要因为外贸景气对内贸运力存在虹吸效应），其他时间运价与PMI存在一定正相关性。在宏观经济政策刺激下，我们看好需求复苏，顺周期环境下PDCI迎来上涨。

图表71：内贸集运运价与PMI存在一定正相关性



来源：ifind，国金证券研究所

政策端推动多式联运，内贸集运发展进入快车道。2023年3月，四部门印发《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025年）》，《方案》提出，到2025年长江干线主要港口铁路进港全覆盖，沿海主要港口铁路进港率达到90%左右，全国主要港口集装箱铁水联运量达到1400万标箱，年均增长率超过15%。2024年在中央财经委员会第四次会议上提出优化运输结构，包括提高成本更低的铁路和水运在社会运输当中的占比，具体手段为公转铁、公转水、多式联运等。



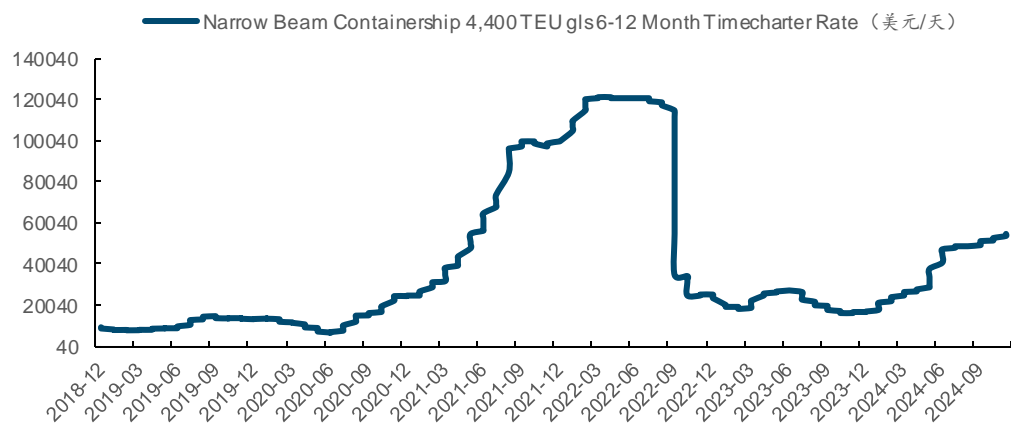
图表72：政策推动下“公转水、多式联运”不断加速

时间	政策文件	相关内容
2016年	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	推广集装箱标准运输模式，加大运输设备集装箱化、标准化推广力度。到2018年，集装箱铁水联运年均增长10%以上。
2017年	《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	大力推进物流大通道建设，推进多式联运示范工程是物流大通道建设的重要内容。
2018年	《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》	大力推动公转铁、公转水。2018年底前，部分地区煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年底钱，沿海主要港口大宗货物主要改由铁路或水路运输。
2020年	《关于港口建设费征收政策执行到期有关工作的通知》	停止征收港口建设费，进一步降低集装箱运输成本。
2021年	《2030年前碳达峰行动方案》、《综合运输服务“十四五”发展规划》	构建绿色高效交通运输体系，“十四五”期间，集装箱铁水联运量年均增长15%以上。
2022年	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》	到2025年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局。
2022年	《“十四五”现代流通体系建设规划》	培育多式联运经营主体，以铁水联运、江海联运、江海直达、国际铁路联运等为重点，积极推进“一单制”，丰富“门到门”一体化联运服务产品。
2023年	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025年）》	到2025年，全国主要港口集装箱铁水联运量达到1400万标箱，年均增长率超过15%。
2024年	中央财经委员会第四次会议	优化运输结构，包括提高成本更低的铁路和水运在社会运输当中的占比，具体手段为公转铁、公转水、多式联运等

来源：中国政府网，交通运输部，国家发改委，国务院，中央财经委员会第四次会议，国金证券研究所

推荐内贸集运龙头中谷物流：1) 公司作为内贸集运行业三龙头中唯一的民营企业，核心竞争力在于运营的高效率，公司通过精确把控船舶停泊时间、加快装卸时间、控制燃油成本等操作，在内贸集运行业利润率领先。2) 目前公司大部分运力投放在外贸租船市场，当前外贸租赁市场租金较高，对公司的盈利形成支撑。

图表73：4400TEU 集运船 6-12 个月租金水平持续上升



来源：克拉克森，国金证券研究所

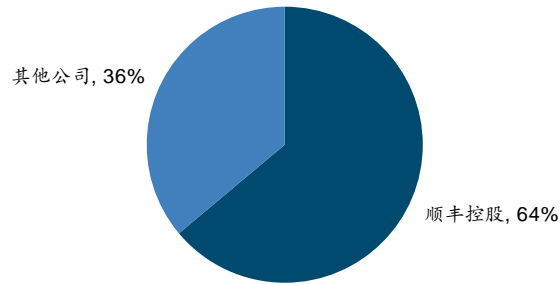
3.3 直营快递：板块格局较好，精益化成本管控

直营快递板块格局较好，可对价格起到支撑作用。根据顺丰港股招股说明书，2023年时效件市场顺丰控股市场份额占比达到64%，呈现单寡头格局。在过往几年经济弱复苏背景下，各大直营快递企业从对规模的追求转向对盈利的追求，同时高端市场客户也更加注重服务品质，价格敏感程度不高，因此直营快递市场较好的竞争格局可以对运价起到支撑作用。



图表74: 时效件市场顺丰占比高达64%

2023年时效件市场份额占比

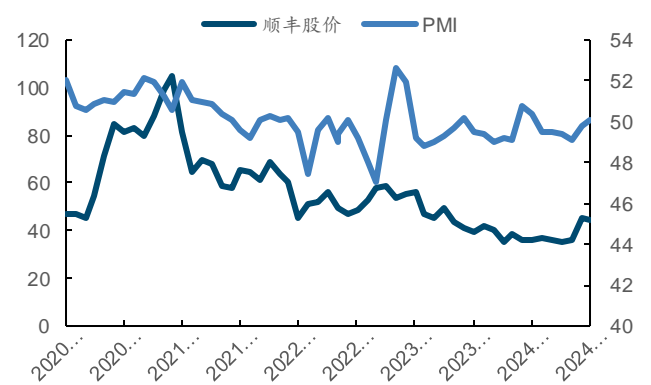
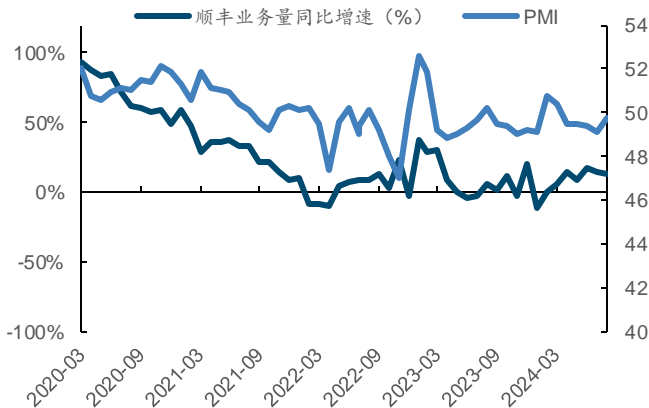


来源: 顺丰控股 (6936.HK) 招股说明书, 国金证券研究所

直营快递和 PMI 呈现较强正相关性。相比传统电商快递企业, 直营快递企业需求结构更加多元化, 顺丰除了时效件业务之外, 还承接 ToB 端物流, 包含快运、冷链、同城、供应链和国际业务等, 和宏观经济的关联度高。顺丰过往业务量同比增速、股价和 PMI 之间都存在较强的正相关关系。在宏观经济政策刺激下, 我们看好需求复苏, 业务量和股价上升。

图表75: 顺丰业务量同比增速和 PMI 呈现正相关关系

图表76: 顺丰股价和 PMI 呈现正相关关系



来源: ifind, 国金证券研究所

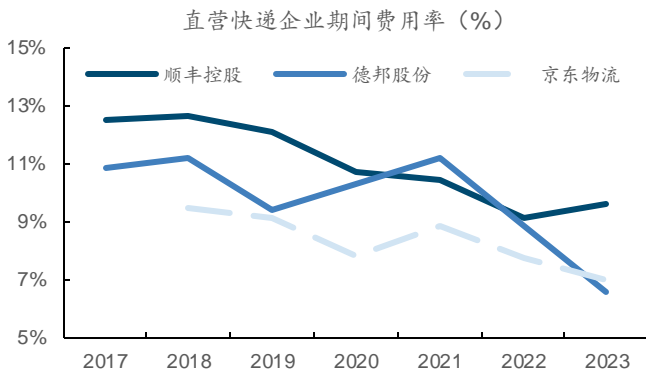
来源: ifind, 国金证券研究所

降本增效下, 企业盈利有望持续提升。企业经营能力强, 在逆周期通过提升服务、扩大规模等方式仍能实现业务较好增长。同时直营快递企业持续推动降本增效, 营业成本方面, 快递企业通过网络协调(路线合并提频、网点多功能)、运力管控(提升车效、优化人效、灵活规划)、盘活中转(客户直送中转站、牵引增量减闲时、立体空间扩面积)、激发组织活力(激励小哥开拓业务、让各组织具备更强的经营意识, 例如中转场也要对单体损益表负责, 审慎资源投入, 分享超额利润)等方式优化中转和运输成本。通过增加人效、人员精简等方式降低中间费用率。在降本增效的持续推动下, 直营快递企业盈利有望持续提升。推荐顺丰控股、京东物流。



图表77：降本增效下直营快递企业期间费用率降低

图表78：直营快递企业在网络、运力、中转等环节降本增效



来源：iFind, 国金证券研究所

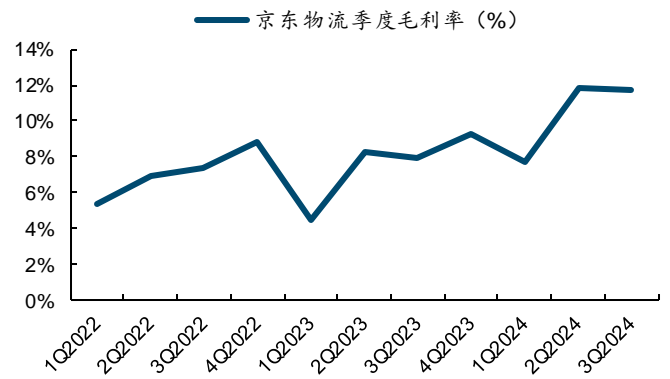
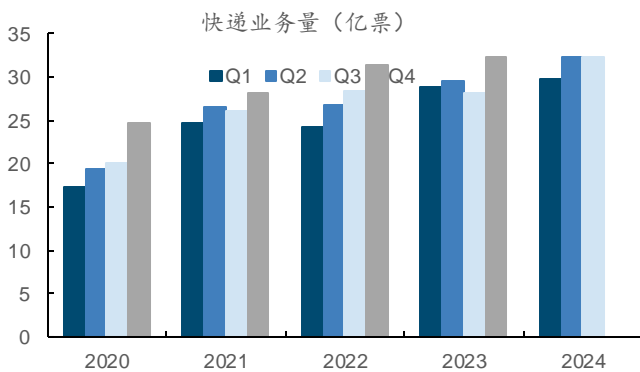
来源：顺丰控股官网, 国金证券研究所

推荐顺丰控股：1) 公司业务范围涵盖高端快递、快运、冷链、同城、供应链和国际业务等，我们看好顺周期下商务件及中高端消费快递件市场增速加快，看好快运、冷链等物流业务量增长。2) 公司持续推进降本增效，在宏观弱复苏下仍实现利润较好增长，看好顺周期下利润增速加快。

看好京东物流：1) 京东物流聚焦一体化供应链物流服务，多年来持续优化物流网络，看好顺周期下公司业务量提升。2) 公司通过降本增效实现盈利修复，公司与淘宝天猫平台达成合作，淘系平台可使用京东物流，公司业务量增长空间广阔。

图表79：顺丰控股业务量持续增长

图表80：京东物流季度毛利率呈现提升趋势



来源：公司公告, iFind, 国金证券研究所

来源：公司公告, 国金证券研究所

四、投资建议

投资建议：建议关注航空及物流板块。推荐中国国航 A+H、南方航空 A+H、春秋航空、吉祥航空、密尔克卫、宏川智慧、兴通股份、盛航股份、中谷物流、顺丰控股、京东物流。

主线一：供需拐点降至，建议关注可选消费的航空板块

航空：供需拐点降至，建议关注可选消费的航空板块。行业供给增速放缓的确定性高，波音空客产能不及2018-2019年，主要发动机制造商GE产量同比下降，订单积压等客观原因使得引进飞机速度放缓，同时近期刺激政策出台，需求有望加速恢复。考虑供需优化确定性增强，以及成本端油汇因素的改善，航空公司的利润弹性将释放。重点关注中国国航 A+H、南方航空 A+H、吉祥航空、春秋航空。

主线二：格局向好，内需修复看涨期权，建议关注危化品物流、内贸集运、直营快递板块。

1、危化品物流：国内需求向好会使得对应的化工品景气度提升，相关业务例如运输、仓储、分销等需求有望提升。重点关注密尔克卫、宏川智慧、兴通股份、盛航股份。

2、内贸集运：内贸集运行业运输的货品包含消费品、工业品、资源品等，和整体宏观经济相关。内需向好会带动实



物工作量提升，对应的运输需求向好，运价有较大的上涨弹性。同时散改集市场空间广阔。重点关注中谷物流。

3、直营快递：相比传统电商快递企业，直营快递企业需求结构更加多元化，顺丰除了时效件业务之外，还承接 ToB 端物流，包含快运、冷链、同城、供应链和国际业务等，和宏观经济的关联度更高。看好内需向好下直营快递业务量增速提升。重点关注顺丰控股、京东物流。

图表81：推荐标的盈利预测及估值

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
601111.SH	中国国航	1,329.2	-386.2	-10.5	-6.7	73.7	121.1	-3.4	-127.0	-197.5	18.0	11.0
600029.SH	南方航空	1,192.4	-326.8	-42.1	4.3	68.9	113.1	-3.6	-28.3	280.6	17.3	10.5
601021.SH	春秋航空	567.4	-30.4	22.6	27.6	33.5	43.8	-18.7	25.1	20.5	17.0	13.0
603885.SH	吉祥航空	319.7	-41.5	7.5	11.5	22.8	27.8	-7.7	42.6	27.8	14.0	11.5
603713.SH	密尔克卫	88.5	6.1	4.3	6.0	7.6	9.1	14.6	20.5	14.8	11.7	9.7
002930.SZ	宏川智慧	53.6	2.2	3.0	2.3	3.1	4.2	24.0	18.1	23.6	17.5	12.9
603209.SH	兴通股份	45.4	2.1	2.5	3.6	4.4	5.2	22.0	18.0	12.7	10.3	8.8
001205.SZ	盛航股份	37.9	1.7	1.8	2.0	2.7	3.2	22.4	20.8	18.9	14.0	12.0
603565.SH	中谷物流	187.3	27.4	17.2	17.5	18.1	19.4	6.8	10.9	10.7	10.4	9.7
002352.SZ	顺丰控股	1,982.3	61.7	82.3	103.0	121.3	142.9	32.1	24.1	19.2	16.3	13.9
2618.HK	京东物流	922.5	-14.0	6.2	66.8	76.9	87.9	-66.0	149.7	13.8	12.0	10.5

来源：wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2024 年 11 月 22 日

五、风险提示

宏观经济增速低于预期风险。交运行业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，进而影响交运需求。

人民币汇率贬值风险。外贸物流公司部分外币负债，汇率波动将直接影响当期利润。

油价上涨风险。运输类企业燃油成本占比较高，若油价大幅上涨，运输类企业成本将大幅提升。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究