

交通运输行业 2023 年 4 月投资策略

板块年报符合预期，看好能源运输及央企

超配

核心观点

航运：本周散货运价继续回落，BDI 报 1389 点，环比跌 6.7%，主要来自 Cape 船型运价表现疲软，报 1665 点，环比上周跌 11.5%。Cape 船型的景气度与中国钢铁需求高度相关，在外需压力较大的情况下，基建或成我国经济的发力点，中国需求恢复有望对 BDI 形成支撑。油运方面，本周油运运价表现分化，BDTI 跌 12%至 1428，TD3C 运价为 78500 美元/天，环比上周回落 17000 美元/天但仍处高位；成品油运价维持强势，BCTI 报 1248 点，环比+4%，继续维持油运 23 年淡季不淡、旺季弹性释放的观点，供需格局的改善有望带来 23-24 年运价中枢抬升，推荐招商轮船，中远海能。

航空机场：三大航披露 22 年报，因疫情影响客流大幅下滑，三大航显著亏损，但未来依旧可期。从年报中看，三大航 23 年客机计划引进规模整体保持低位，增速为 3.6%。此外，国航、南航、东航未计入递延税资产的可抵扣亏损分别为 472.8 亿、433.5 亿、391.6 亿，有望未来在利润表放大业绩弹性。23 夏秋换季后国内线航班高位运行，国际线加速恢复，继续看好民航业量价表现，看好民航供需反转大方向的持续演绎和枢纽机场的价值回归，推荐春秋、吉祥、国航、上海机场、白云机场。

快递：3 月 1-26 日，我国快递日均揽收量平均值约 3.58 亿件，较去年 3 月日均 2.76 亿件的低基数（疫情影响），需求恢复态势明显。2 月圆通、韵达和申通单价环比分别减少 0.20 元、0.15 元和 0.28 元，我们认为 2 月价格波动主要是因为 1 月春节期间价格偏高以及货重波动，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响。顺丰 2022 年业绩表现符合预期，盈利实现了大幅修复，23 年业绩有望维持较快增长态势，推荐顺丰以及圆通。

物流：密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持“买入”评级。另自下而上推荐中蒙煤炭供应链龙头嘉友国际，23 年中蒙煤炭贸易规模扩大及全程供应链放量有望带来业绩不断超预期，当前估值对应 23 年仅 16X，继续推荐。

投资建议：我们继续看好中国经济复苏带来板块整体景气度的提升。推荐密尔克卫、招商轮船、中远海能、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、中国国航、春秋航空、吉祥航空。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603713	密尔克卫	买入	109.7	18035	3.92	5.52	28.0	19.9
002352	顺丰控股	买入	55.4	271096	1.32	1.9	42.0	29.1
601021	春秋航空	买入	62.6	61218	-2.3	0.12	-27.2	521.3
603871	嘉友国际	买入	18.3	63045	1.05	1.25	17.4	14.7
600233	圆通速递	买入	26.4	13186	1.20	1.65	22.0	16.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

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

证券分析师：黄盈

021-60893313

chuanhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

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

《2023 年 2 月交运行业数据观察-油运需求快速提升，航空物流持续复苏》——2023-03-27

《交通运输行业周报-油散需求维持强劲，民航迎来夏秋换季》——2023-03-27

《交通运输板块投资框架系列——航空运输》——2023-03-21

《交通运输行业周报-招商轮船有望迎油散共振，快递价格竞争可控》——2023-03-20

《交运中小盘行业周报-中国需求引油散共振，嘉友资产布局再下一城》——2023-03-13

内容目录

本周回顾	4
投资观点综述	5
航运	7
航空机场	10
物流板块	13
投资建议	14
风险提示	15

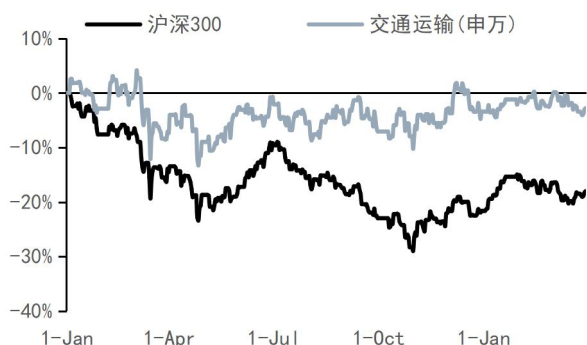
图表目录

图1：2022 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图2：2023 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图3：本周各子板块表现（2023.03.27-2023.03.31）	4
图4：本月各子板块表现（2023.03.01-2023.03.31）	4
图5：Cape 船型主导散货运价指数	7
图6：螺纹钢产销快速提升	7
图7：BDTI	8
图8：BCTI	8
图9：CCFI 综合指数	9
图10：SCFI 综合指数	9
图11：SCFI（欧洲航线）	9
图12：SCFI（地中海航线）	9
图13：SCFI（美西航线）	9
图14：SCFI（美东航线）	9
图15：三大航未计入递延税资产的可抵扣亏损	10
图16：三大航业绩预测（亿）	10
图17：民航国内线客运航班量	11
图18：民航国际、地区线客运航班量	11
图19：全国快递日度揽收件量变化趋势	12
表1：本周个股涨幅榜	5
表2：本周个股跌幅榜	5
表3：三大航 2023 机队引进计划	10

本周回顾

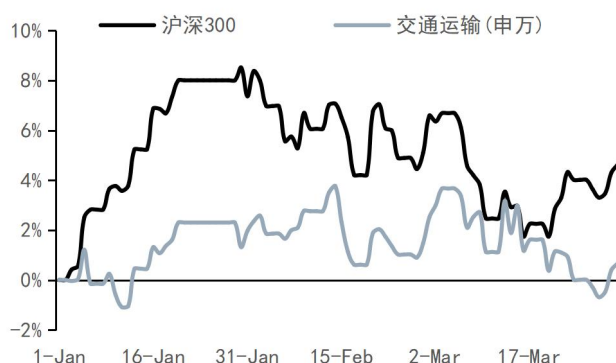
本周 A 股先抑后扬, 上证综指报收 3272.86 点, 上涨 0.22%, 深证成指报收 11726.40 点, 上涨 0.79%, 创业板指报收 2399.50 点, 涨幅为 1.23%, 沪深 300 指数报收 4050.93 点, 涨幅 0.59%。申万交运指数本周上涨 0.66%, 相比沪深 300 指数跑赢 0.07pct。

图1: 2022 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

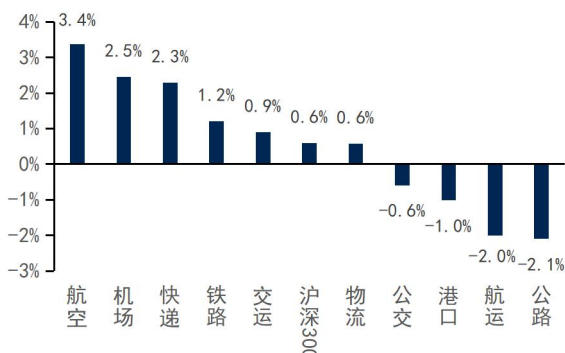
图2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

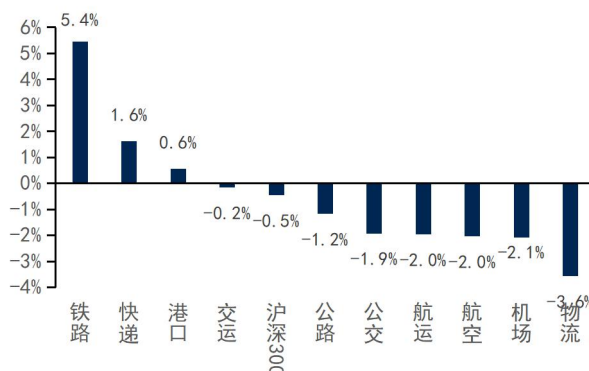
本周交运各子板块中航空、机场、快递板块涨幅靠前, 涨幅分别为 3.4%、2.5%、2.3%。个股方面, 涨幅前五名分别为音飞储存(+18.9%)、万林物流(+13.1%)、春秋航空(+10.7%)、密尔克卫(+10.1%)、吉祥航空(+9.0%); 跌幅榜前五名为中远海特(-6.6%)、普路通(-6.5%)、湖南投资(-5.9%)、江西长运(-5.8%)、深高速(-5.7%)。

图3: 本周各子板块表现 (2023.03.27-2023.03.31)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 本月各子板块表现 (2023.03.01-2023.03.31)



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	603066.SH	音飞储存	12.91	18.9%	11.7%	15.3%
2	603117.SH	万林物流	3.96	13.1%	24.5%	42.4%
3	601021.SH	春秋航空	62.56	10.7%	1.4%	-2.6%
4	603713.SH	密尔克卫	109.71	10.1%	-15.9%	-6.0%
5	603885.SH	吉祥航空	17.98	9.0%	0.0%	11.1%
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	603117.SH	万林物流	3.96	13.1%	24.5%	42.4%
2	001872.SZ	招商港口	17.19	5.1%	15.9%	19.7%
3	002468.SZ	申通快递	11.12	5.4%	12.7%	7.6%
4	603066.SH	音飞储存	12.91	18.9%	11.7%	15.3%
5	601298.SH	青岛港	6.35	3.8%	10.4%	13.2%
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	603117.SH	万林物流	3.96	13.1%	24.5%	42.4%
2	601872.SH	招商轮船	7.01	0.3%	-0.4%	25.4%
3	600012.SH	皖通高速	8.93	4.0%	6.7%	22.2%
4	001872.SZ	招商港口	17.19	5.1%	15.9%	19.7%
5	603565.SH	中谷物流	17.07	-1.6%	7.0%	17.4%

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	600428.SH	中远海特	6.35	-6.6%	-7.7%	6.5%
2	002769.SZ	普路通	9.43	-6.5%	-4.7%	14.2%
3	000548.SZ	湖南投资	4.80	-5.9%	-6.6%	-8.9%
4	600561.SH	江西长运	5.54	-5.8%	-5.3%	-7.0%
5	600548.SH	深高速	8.70	-5.7%	-4.4%	-3.1%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

航运方面, 本周散货运价继续回落, BDI 报 1389 点, 环比跌 7%, 主要来自 Cape 船型运价表现疲软, 报 1665 点, 环比上周跌 11.5%。Cape 船型的景气度与中国钢铁需求高度相关, 在外需压力较大的情况下, 基建或成我国经济的发力点, 中国需求恢复有望对 BDI 形成支撑。油运方面, 本周油运运价表现分化, BDTI 跌 12% 至 1428, TD3C 运价为 78500 美元/天, 环比上周回落 17000 美元/天但仍处高位; 成品油运价维持强势, BCTI 报 1248 点, 环比+4%, 继续维持油运 23 年淡季不淡、旺季弹性释放的观点, 供需格局的改善有望带来 23-24 年运价中枢抬升, 推荐招商轮船, 中远海能。

航空机场方面, 三大航披露 2022 年报, 因疫情影响民航业客流大幅下滑, 三大航显著亏损, 但未来依旧可期。从各公司披露的年报中看, 三大航 2023 年客机计划引进规模整体保持低位, 整体增速为 3.6%。此外, 国航、南航、东航未计入递延税资产的可抵扣亏损分别为 472.8 亿、433.5 亿、391.6 亿, 有望未来在利润表放

大业绩弹性。

从更长的周期来看，20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低位增长，而伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，继续看好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。枢纽机场亦有望受益于国际线旅客不断恢复带来的免税商业租金复苏，推荐上海机场、白云机场。

快递方面，3 月 1-26 日，我国快递日均揽收量平均值约 3.58 亿件，较去年 3 月日均 2.76 亿件的低基数（疫情影响），需求恢复态势明显。2 月圆通、韵达和申通单价环比分别减少 0.20 元、0.15 元和 0.28 元，我们认为 2 月价格波动主要是因为 1 月春节期间价格偏高以及货重波动，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响，推荐顺丰和圆通。

物流推荐化工物流，密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022 全年实现营收 115.76 亿元（+33.90%），归母净利润 6.05 亿元（+40.20%），扣非归母净利润 5.81 亿元（+41.45%），全年业绩表现突出。具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中 4Q22 营收 24.82 亿元（-7.90%），归母净利润 1.29 亿元（-1.12%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-5.05%）。我们将 2023-2024 年盈利预测分别从 9.1、12.5 亿下调至 8.1、11.0 亿，增速分别为 34%、36%，新增 2025 年盈利预测 14.4 亿，同比增长 30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持买入评级。同时建议关注内贸化学品船运公司兴通股份。

另外自下而上推荐嘉友国际，20-22 期间受中蒙贸易不畅影响，业务量较快下滑，但是期间公司将自身供应链业务从国内段拓展至全程，实现了单位价值量的大幅提升，23 年疫情影响不再，公司有望迎量价齐升，近期受益于国内钢铁产销回升，加大蒙矿进口的预期推升运价中枢至 300-400 元/吨的水平。此外，公司投资的非洲路港资产已于 2022 年开始试运营，有望带来可观收益。Q1 公司供应链贸易业务量环比量价齐升，有望带来一季报业绩超预期，当前估值对应 23 年仅 16X。

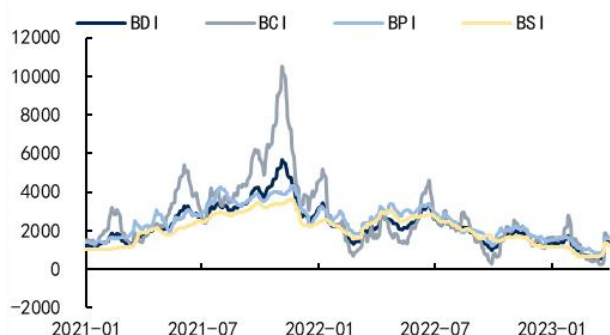
此外，国务院总理李强在国务院第一次全体会议上提出，谋划实施新一轮国企改革，期待交运板块国企改革预期带来的催化，同时关注低 PB 铁路个股，关注大秦铁路（0.88X），广深铁路（0.65X）。

我们继续看好中国经济复苏带来板块整体景气度的提升。推荐密尔克卫、招商轮船、中远海能、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、中国国航、春秋航空、吉祥航空。

航运

BDI 本周继续回落，报 1389 点，环比上周跌 6.7%。分船型来看，船型、权重最大（40%）的 Cape 船型较为疲软，BCI 报 1665 点，环比上周-11.5%，BPI 相对较为强劲，报 1635，环比+4.0%，BSI 报 1198 点，环比-10.1%。Cape 船型的景气度与中国钢铁需求高度相关，在外需压力较大的情况下，基建或成我国经济的发力点，散运运价年内有望随中国需求恢复表现较为强劲。

图5: Cape 船型主导散货运价指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 螺纹钢产销快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

油运方面，本期运价指数分化，截至3月31日，BDTI报1428点，较上周下降194点，约12.0%，BCTI报1248点，较上周末提升48点，约4.0%。VLCC运价方面，Poten发布的中东-远东VLCC TCE为78500美元/天，较上周末下跌17000美元/天，跌幅较大。成交量继续下降，VLCC POOL本周共成交10单，较上周减少5单，其中美湾货盘共2单。近期原油运输的景气度下降主要为来自于行业逐步进入淡季，但是考虑到目前美国SPR库存较低，随着油价近期受衰退预期影响出现下跌，后续是否会补充库存值得期待。成品油运输市场方面，目前经过禁令执行后的短暂混乱期，运价已重回升势，考虑到目前成品油轮的船龄结构，我们认为后续供需格局有望持续改善，带来运价中枢的持续上移。

2023 油运需求或淡季不淡，旺季更旺。石油运输量方面，随着疫情管控放松后我国逐步走出“第一波冲击”及春节假期结束，出行及制造业对油品的消耗有望较快修复，对淡季的运输量形成支撑；从运距角度来看，一方面，欧盟对俄油的禁令已经正式全面生效，未来油品进口的来源或转变为运距明显更长的中东及美国，行业的平均运距大概率因此拉长；另一方面，去年底以来，为抑制通胀，美国持续进行较大规模的原油出口以压低油价，此间消耗了较为大量的战略储备库存，无论是补充战略储备或维持22年大进大出的格局，均将带来西方石油运输量回升，行业供需格局或带来运价底部高于往年，淡季不淡值得期待。此外，随着EEXI的执行，大量船舶的发动机功率受到限制，旺季期间无法通过提速来增加有效运力，有望加剧旺季运价的向上弹性，并拉长旺季的持续时间。

行业供给侧压力将从2023年开始减小，有效运力或已在2022年达峰。拉长看，行

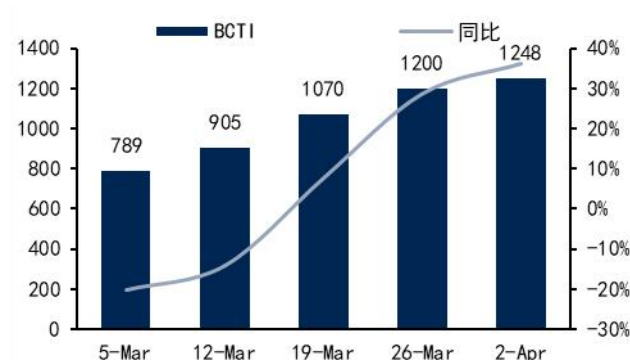
业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 EEXI 环保公约的执行，业内或有较大比例的船舶需要进坞改造，带来行业有效运力进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。根据我们的测算，15 岁以下 VLCC 运力将在 23/24 年分别同比下降-2%/-8%，我们持续看好油运供需格局自 2023 年起实现中枢的持续抬升，推荐招商轮船、中远海能。

图7: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: BCTI

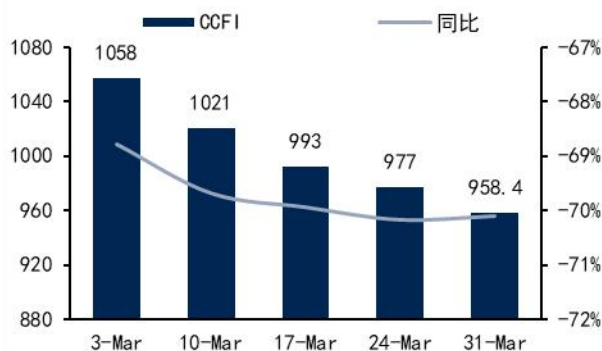


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面，截至 3 月 31 日，CCFI 综合指数报 958.4 点，环比跌 1.9%，但是 SCFI 报 923.8 点，环比涨 1.7%，但是主要来自于小航线的上涨。主干线方面，欧洲线报 863 美元/TEU，环比跌 2.4%，地中海线报 1602 美元/TEU，环比跌 0.2%，美西、美东线分别报 1148、2010 美元/FEU，分别较上期下跌 0.6% 和 1.4%，但是小航线表现亮眼，波斯湾、南美航线运价分别环比上周+16.3%/+21.0%，澳新航线则相对偏弱，环比跌 1.9%。虽然当前欧美经济前期尚不乐观，需求较为疲软，且 22 年初为集运运价历史高点，同比来看压力较大，但是欧美的库存经过圣诞节、中国春节已经有效消耗，库销比正在修复，短期运价有望达到新的均衡点。

行业更大的挑战在供给端，或对 23-24 年行业景气度形成较大制约。20H2 以来行业的高度景气以及供应链紊乱带来有效运力大幅下降的景象导致了主要集运船东再度加大了对船舶的资本开支，且 21-22 的拆船量出现了断崖式的滑坡。根据 Alphaliner 的预测，23-24 年的运力增速将高达 7.8% 和 8.4%，在当前全球经济仍存较大压力的状况下，运力的大幅增长对行业的景气度可能形成较大的制约。我们认为，短期运价或仍因供给因素承受较大压力，需进一步观察行业拆船数量何时出现回升，以及 EEXI 等环保因素对行业有效运力的影响。

图9: CCFI 综合指数



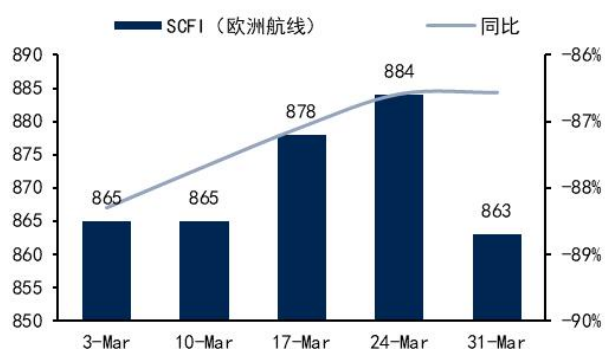
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (欧洲航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图12: SCFI (地中海航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图13: SCFI (美西航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图14: SCFI (美东航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

航空机场

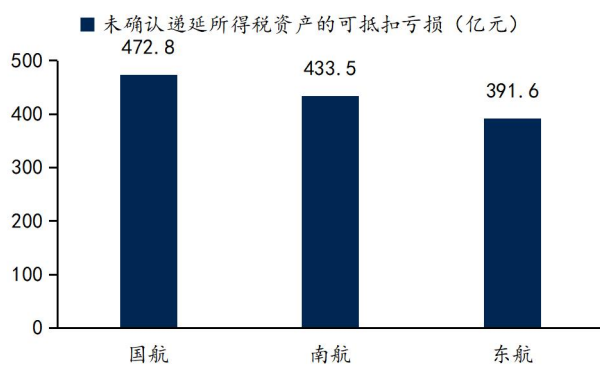
三大航披露 2022 年报，因疫情影响民航业客流大幅下滑，三大航显著亏损，但未来依旧可期。从各公司披露的年报中看，三大航 2023 年客机计划引进规模整体保持低位，整体增速为 3.6%。此外，国航、南航、东航未计入递延税资产的可抵扣亏损分别为 472.8 亿、433.5 亿、391.6 亿，有望未来在利润表放大业绩弹性。

表3：三大航 2023 机队引进计划

	国航	南航	东航	合计
客机	757	879	775	2411
2023 引进	28	80	36	144
2023 退出	20	24	14	58
2023 净增	8	56	22	86
客机增速	1.1%	6.4%	2.8%	3.6%

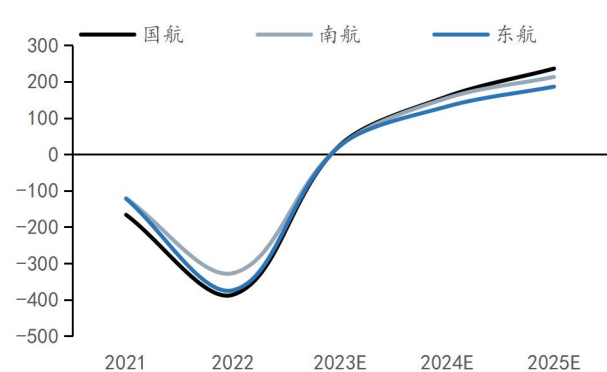
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：三大航未计入递延税资产的可抵扣亏损



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：三大航业绩预测（亿）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

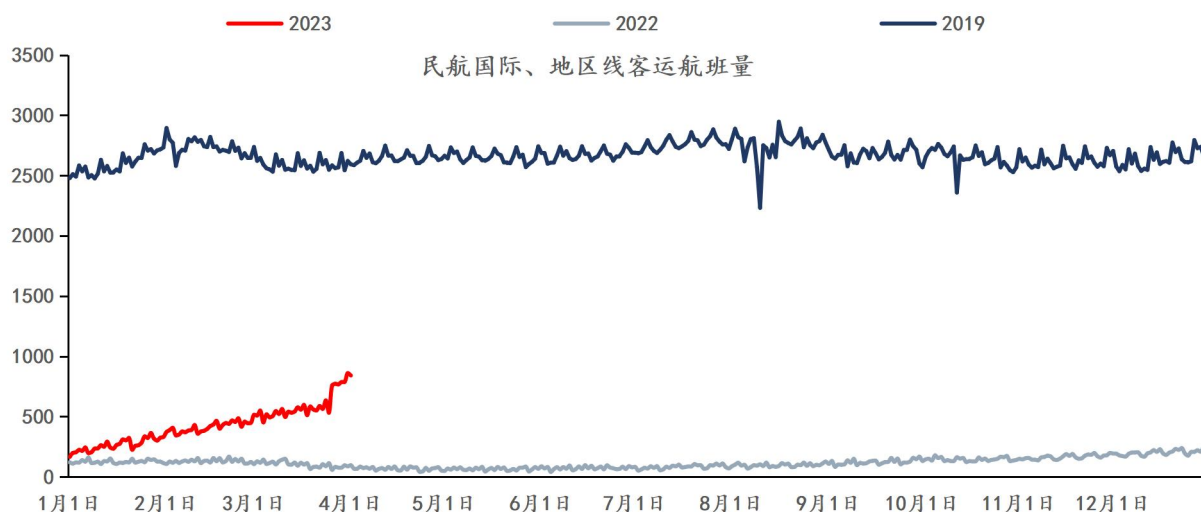
2023 年夏秋换季后国内航班量继续保持高位，国际航线客运航班量持续放量，目前已经突破单日 800 班，恢复至 2019 年同期的 30%以上，并有望持续保持增长。

图17: 民航国内线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图18: 民航国际、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

从更长的周期来看，20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，三大航机队增速整体保持低位，行业理论供给仍将保持低位增长，而伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，继续看好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。枢纽机场亦有望受益于国际线旅客不断恢复带来的免税商业租金复苏，推荐上海机场、白云机场。

快递板块

3月1-26日，我国快递日均揽收量平均值约3.58亿件，较去年3月日均2.76亿件的低基数（疫情影响），需求恢复态势明显，考虑到2023年宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏以及快递经营效率提升，叠加22年快递需求低基数，我们预测2023年快递需求增速有望恢复至15%左右。2月，圆通、韵达和申通单价环比分别减少0.20元、0.15元和0.28元，我们认为2月价格波动主要是因为1月春节期间价格偏高以及货重波动，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响。顺丰2022年业绩表现符合预期，盈利实现了大幅修复，23年业绩有望维持较快增长态势。推荐顺丰控股和圆通速递。

图19：全国快递日度揽收件量变化趋势



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

本周，顺丰控股公布了2022年财报。公司2022年全年实现营业收入2674.9亿元（同比增长29.1%），归母归母净利润61.7亿元（同比增长44.6%），扣非归母净利润53.4亿元（同比增长191%）；公司22年四季度实现营业收入683.4亿元（同比下降4.2%），扣非归母净利润14.7亿元（同比下降1.9%）。在去年四季度国内疫情影响以及国际运价波动的背景下，公司四季度业绩表现已属稳健。四季度顺丰收入同比增速下滑至-4.2%，主要是因为嘉里物流于21Q4开始并表，且22Q4嘉里物流自身的收入增长也受到国际贸易需求及运价波动的负面影响。在四季度疫情影响的背景下，公司坚持稳健经营的基调以及精益经营的举措，22Q4毛利率维持稳定（22年Q1、Q2、Q3、Q4的毛利率分别为12.3%、12.8%、12.2%、12.7%）。顺丰2022年资本开支收缩明显，我们看好2023年公司时效快递增速的修复以及鄂州机场的发展潜力。

近期，圆通、韵达和申通公布了2月经营数据。圆通、韵达和申通1-2月业务量同比增速分别为+16.7%、-12.8%以及+18.9%，其中圆通和申通的业务量增速明显高于行业表现，而韵达由于去年疫情受损和主动优化业务结构的影响仍在，业务

量增长仍弱于行业。2月，圆通、韵达和申通单价环比分别减少0.20元、0.15元和0.28元，我们认为2月价格波动主要是因为1月春节期间价格偏高以及货重波动，通达系的价格表现仍属稳定。

我们认为去年由于疫情反复、油价高企等不确定性因素影响，价格竞争非常缓和；而今年由于快递行业整体经营恢复正常，龙头企业的竞争意识将更强，今年价格竞争压力会强于去年，但是恶性价战已经一去不复返。3月9日，浙江省邮政管理局党组书记、局长魏遵红带队赴义乌调研指导两会寄递安保和行业发展工作，魏遵红强调了加强行业自律，规范市场秩序，集中治理恶性低价竞争、超范围经营和空包刷单行为。目前来看，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战的影响。

首推受价格竞争影响最小的顺丰控股，公司2023年有三大看点，一是时效快递增速回暖，二是资本开支继续下降、经营成本继续优化，三是鄂州机场航空转运中心投入运营。公司估值处于历史相对低位，因此给予重点推荐。其次看好圆通速递，目前行业价格竞争仍然可控，且圆通管理改善的逻辑仍然持续，其2023年市场份额有望继续提升，利润有望实现较快增长，2023年15倍PE的低估值提供了安全边际。此外，建议紧密关注韵达股份的经营修复情况和德邦股份的需求、价格表现。

物流板块

化工物流方面，密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022全年实现营收115.76亿元（+33.90%），归母净利润6.05亿元（+40.20%），扣非归母净利润5.81亿元（+41.45%），全年业绩表现突出。具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中4Q22营收24.82亿元（-7.90%），归母净利润1.29亿元（-1.12%），扣非归母净利润1.18亿元（-5.05%）。我们将2023-2024年盈利预测分别从9.1、12.5亿下调至8.1、11.0亿，增速分别为34%、36%，新增2025年盈利预测14.4亿，同比增长30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应2023年业绩不足25x，维持买入评级。同时建议关注内贸化学品船运公司兴通股份。

嘉友国际20-22期间受中蒙贸易不畅影响明显，但是期间公司将自身供应链业务从国内段拓展至全程，实现了单位价值量的大幅提升，23年疫情影响不再，公司有望迎量价齐升，我们预计公司单吨毛利有望较疫情前提升5倍。此外，公司投资的非洲路港资产已于2022年开始试运营，有望带来可观收益。预计22-25年公司复合增速达31%，当前估值对应23年仅14X。

投资建议

航运方面，本周散货运价继续回落，BDI 报 1389 点，环比跌 7%，主要来自 Cape 船型运价表现疲软，报 1665 点，环比上周跌 11.5%。Cape 船型的景气度与中国钢铁需求高度相关，在外需压力较大的情况下，基建或成我国经济的发力点，中国需求恢复有望对 BDI 形成支撑。油运方面，本周油运运价表现分化，BDTI 跌 12% 至 1428，TD3C 运价为 78500 美元/天，环比上周回落 17000 美元/天但仍处高位；成品油运价维持强势，BCTI 报 1248 点，环比+4%，继续维持油运 23 年淡季不淡、旺季弹性释放的观点，供需格局的改善有望带来 23-24 年运价中枢抬升，推荐招商轮船，中远海能。

航空机场方面，三大航披露 2022 年报，因疫情影响民航业客流大幅下滑，三大航显著亏损，但未来依旧可期。从各公司披露的年报中看，三大航 2023 年客机计划引进规模整体保持低位，整体增速为 3.6%。此外，国航、南航、东航未计入递延税资产的可抵扣亏损分别为 472.8 亿、433.5 亿、391.6 亿，有望未来在利润表放大业绩弹性。

从更长的周期来看，20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低位增长，而伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，继续看好好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。枢纽机场亦有望受益于国际线旅客不断恢复带来的免税商业租金复苏，推荐上海机场、白云机场。

快递方面，3 月 1-26 日，我国快递日均揽收量平均值约 3.58 亿件，较去年 3 月日均 2.76 亿件的低基数（疫情影响），需求恢复态势明显。2 月圆通、韵达和申通单价环比分别减少 0.20 元、0.15 元和 0.28 元，我们认为 2 月价格波动主要是因为 1 月春节期间价格偏高以及货重波动，快递价格竞争的监管仍具持续性，无需过度担忧价格战影响，推荐顺丰和圆通。

物流推荐化工物流，密尔克卫全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022 全年实现营收 115.76 亿元（+33.90%），归母净利润 6.05 亿元（+40.20%），扣非归母净利润 5.81 亿元（+41.45%），全年业绩表现突出。具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中 4Q22 营收 24.82 亿元（-7.90%），归母净利润 1.29 亿元（-1.12%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-5.05%）。我们将 2023-2024 年盈利预测分别从 9.1、12.5 亿下调至 8.1、11.0 亿，增速分别为 34%、36%，新增 2025 年盈利预测 14.4 亿，同比增长 30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持买入评级。同时建议关注内贸化学品船运公司兴通股份。

另外自下而上推荐嘉友国际，20-22 期间受中蒙贸易不畅影响，业务量较快下滑，但是期间公司将自身供应链业务从国内段拓展至全程，实现了单位价值量的大幅提升，23 年疫情影响不再，公司有望迎量价齐升，近期受益于国内钢铁产销回升，加大蒙矿

进口的预期推升运价中枢至 300-400 元/吨的水平。此外，公司投资的非洲路港资产已于 2022 年开始试运营，有望带来可观收益。Q1 公司供应链贸易业务量环比量价齐升，有望带来一季报业绩超预期，当前估值对应 23 年仅 16X。

此外，国务院总理李强在国务院第一次全体会议上提出，谋划实施新一轮国企改革，期待交运板块国企改革预期带来的催化，同时关注低 PB 铁路个股，关注大秦铁路（0.88X），广深铁路（0.65X）。

我们继续看好中国经济复苏带来板块整体景气度的提升。推荐密尔克卫、招商轮船、中远海能、嘉友国际、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、中国国航、春秋航空、吉祥航空。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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