

交通运输

稳定

交通运输行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望

工商企业评级部 金未文 张佳 喻俐萍

摘要

2024 年前三季度客运需求已基本恢复至 2019 年同期水平，货运需求保持增长，同时客货运输结构持续调整。近年来行业价格管制逐步放开，部分低管制领域运价随行业景气度变化呈周期性特征，成本端折旧摊销刚性、燃油成本仍处较高位、人工成本持续上涨，交通运输企业仍面临较大成本管控压力。运输工具持续低碳化转型，大规模设备更新行动将在中短期内加大企业资本性支出压力。

政策层面看，2024 年以来，交通运输行业政策聚焦于物流降本提质增效、交通运输设备大规模更新、加快建设统一开放的交通运输市场和安全等方面。

从道路运输行业样本企业财务表现看，行业盈利能力仍偏弱，其中公交业务因准公益性定价大额经营亏损，拖累行业经营效益。2024 年以来随业务经营好转，样本企业收入和盈利持续增长。样本企业负债经营程度适中，EBITDA 可为利息支出提供较好保障，叠加行业获现能力较强，现金储备较充裕，短期偿债压力整体可控。但客货运样本企业因其股东背景和经营稳定性差异，信用资质分化。

从我国交通运输行业内已发债企业看，近年来行业内企业整体信用质量较为稳定。2024 年末，公开发行债券的主体 46 家，其中 AAA 级主体 21

家, AA⁺级主体 11 家, AA 级主体 3 家, AA⁻级主体 4 家, A⁺级主体 1 家, C 级主体 6 家 (多为海航系)。2024 年, 行业内无发行人主体级别变动。展望 2025 年度, 预计交通运输行业运行总体保持稳定。需求端, 交通客运需求整体保持稳定, 货运需求或受中美贸易摩擦风险上升影响, 不确定性加大。运输结构将持续调整, 不同运输方式间的替代效应将持续加大。行业将持续推进降本增效, 运输效率加强, 随着全球进入降息周期, 融资端有望持续受益, 但目前其成本仍受燃油价格、人工成本、折旧摊销等影响较大, 企业或仍将面临着成本管控压力, 此外运输设备大规模更新行动及趋严的环保法规将加大行业运输设备投资压力。

(道路运输) 预计 2025 年私家车、轨道交通、高铁等持续对我国道路客运形成分流; 道路货运需求中内需确定性较强, 外需将取决于中美贸易摩擦, 全年或将承压。客运端受公众出行偏好改变, 以及其他客运交通工具持续分流影响, 货运端在铁路/民航运力开放以及政策推动下, 道路运输的替代风险持续加大。大规模设备更新行动下, 道路运输设备低碳化转型进程将加快, 叠加客运场站转型持续推进, 道路运输企业资本性支出压力将上升。

(海运) 目前, 全球经济处于“低增速常态”运行周期, 预计未来海运贸易量将呈低速增长。虽船舶好望角绕行在一定程度上缓解了运力过剩局面, 但在考虑海运量缓步增长的背景下, 海运运力过剩的局面并未能得到根本性的改善, 加之航运联盟重组以及货主渗透到航运业等均加剧了航运业竞争, 预计未来运价总体保持稳中有降的格局。但在红海复航预期依旧不明朗、航运联盟正值更替、国际政治局势变化及关税政策实施等多方因素影响下, 运价的不确定性进一步增强。原油价格虽呈振荡下行趋势, 但中枢仍较高, 加上国际海事组织对航运船舶环保提出了更高的要求, 航

运企业总体经营成本或将有所上升。

（民航运输）2025 年，我国民航载运量将继续保持增长态势，同比增速或有放缓但仍持稳发展，其中国际航线运力供给将进一步提速，国际客运量也将加快恢复；航空公司在定价决策和国内国际航线布局侧重上将更加市场化。预计 2025 年，我国航空公司仍将受到航油价格和汇率波动以及国际市场恢复不确定性等影响，面临盈利积累的压力，同时资本性支出也将加深对债务的依赖度，财务杠杆偏高。基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场进一步恢复态势，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性补充等，仍可支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

一、运行状况

交通运输是指使用运输工具将货物或者旅客送达目的地，使其空间位置得到转移的业务活动，是国民经济中基础性、先导性、战略性行业。按细分子行业来看，交通运输行业主要包括道路运输、铁路运输、水路运输和民航运输四个子行业；根据不同服务客体，交通运输行业又可分为客运和货运。

表 1. 交通运输行业细分子行业定义

细分子行业	定义	上游	下游
道路运输	在公共道路（包括城市、城间、城乡间、乡间能行驶汽车的所有道路）上使用汽车或其他运输工具，从事旅客或货物运输及其相关业务活动	运输工具制造商/租赁方及维修方、运输工具零部件制造商、燃油供应商、机电系统供应商等	日常出行/旅游/商务客运需求、大宗商品/工业品/农产品/消费品等货物运输需求
铁路运输	使用铁路列车运送旅客和货物的运输方式		
水路运输	以船舶为主要运输工具、以港口或港站为运输基地、以水域包括海洋、河流和湖泊为运输活动范围的运输方式		
民航运输	以飞机作为运输工具，以民用为宗旨，以航空港为基地，通过一定的空中航线运送旅客和货物的运输方式		

注：根据公开信息整理。

交通基础设施网络布局是交通运输行业发展的基础，随着国家综合立体交通网持续完善，我国旅客出行便捷程度进一步提高，货物运输进一步降本增效提质。

交通运输行业的发展依托于交通基础设施网络布局，近年来我国交通基础设施网络日趋完善，综合交通网络总里程突破 600 万公里，“十纵十横”综合运输大通道基本贯通¹，为交通运输行业的发展提供良好支撑。截至 2023 年末，全国公路里程 543.68 万公里，较上年末增加 8.20 万公里；铁路营业里程 15.9 万公里，当年投产新线 3,637 公里；内河航道通

¹ 来自国务院关于印发《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》的通知（国发〔2021〕27 号）。

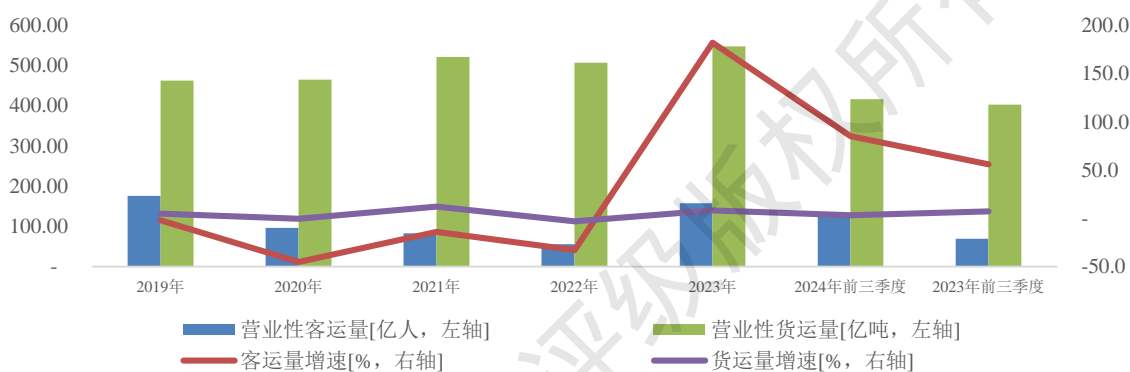
航里程 12.82 万公里,较上年末增加 184 公里,港口生产用码头泊位 22,023 个,较上年末增加 700 个;颁证民用航空运输机场 259 个,较上年末增加 5 个。2021 年,中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》,提出到 2035 年,基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网,有力支撑“全国 123 出行交通圈”(都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖)和“全球 123 快货物流圈”(国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达)。随着该纲要持续推进,未来我国旅客出行全链条便捷程度将显著提高,国家综合立体交通网设施利用将更加高效,货物运输结构更加优化,物流成本进一步降低,运输效率进一步提高。

2024 年前三季度客运需求已基本恢复至 2019 年同期水平,国内外经济温和复苏带动货运需求持续增长。2025 年国内一系列支撑经济增长的增量政策有望提振内需,外需则面临较多不确定性。

交通运输行业下游主要为客运需求和货运需求。客运表现取决于人口数量、人员流动需求和能力,以及交通运输的便利性。2023 年经济社会全面恢复常态化运行,客运需求逐步恢复,全国营业性客运量 157.43 亿人,完成旅客周转量 2.86 万亿人公里,分别恢复至 2019 年的 90%和 80%左右;2024 年前三季度全国营业性客运量 128.93 亿人,完成旅客周转量 2.62 万亿人公里,基本恢复至 2019 年同期水平。

货运表现受国内外宏观经济景气度、国际经贸关系和地缘政治局势等多因素影响。受公共卫生事件影响,2020 年初国内供应链短期受阻,但快速恢复,全年营业性货运量同比增长 0.47%。2021 年海外公共卫生事件冲击较大,海外供应链受阻,我国凭借着有力的防控措施,承接海外订单转移,出口需求增长,全年营业性货运量 521.60 亿吨,同比增长

12.31%。2022 年海外供应链紧张逐步缓解，我国出口需求减弱，以及国内经济受公共卫生事件影响增速放缓，全国营业性货运量 506.63 亿吨，同比减少 3.1%。2023 年，随着经济社会全面恢复常态化运行，国内货运需求增长较明显，全年营业性货运量 547.47 亿吨，同比增长 8.06%。2024 年前三季度，随着全球经济逐步复苏带动我国出口恢复增长，以及国内多项宏观政策出台带动经济温和复苏，全国营业性货运量 402.83 亿吨，同比增长 3.35%。2024 年“924”一揽子政策出台后，宏观经济加速回暖，12 月中央召开的关于 2025 年的经济工作会议明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，宏观政策或将进一步发力稳经济，有望持续提振内需。但同时，2025 年初特朗普上台，计划对华大幅加征关税，中美贸易摩擦风险增加，短期可能出现“抢出口”现象，中长期我国对美出口或将有所承压。2025 年，货运表现不确定性加大，同时对内需的依赖度将有所上升，关注内需修复程度。

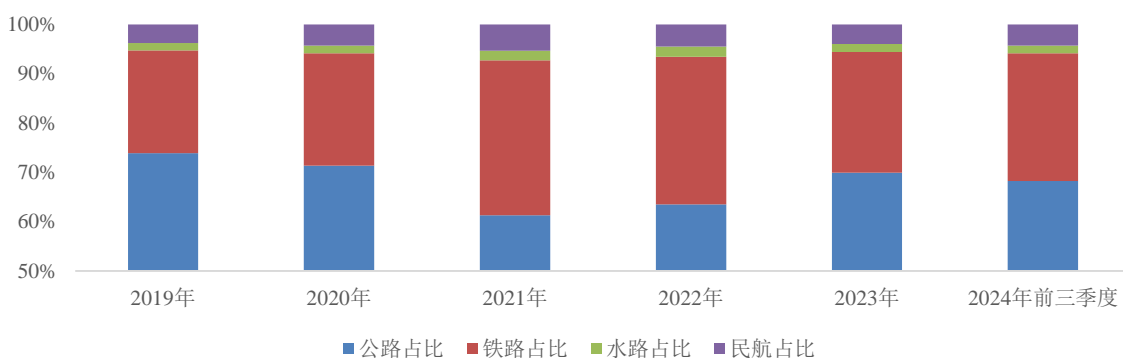


注：根据 Wind 数据整理、绘制。

图 1. 2019 年以来我国营业性客货运量及变动情况

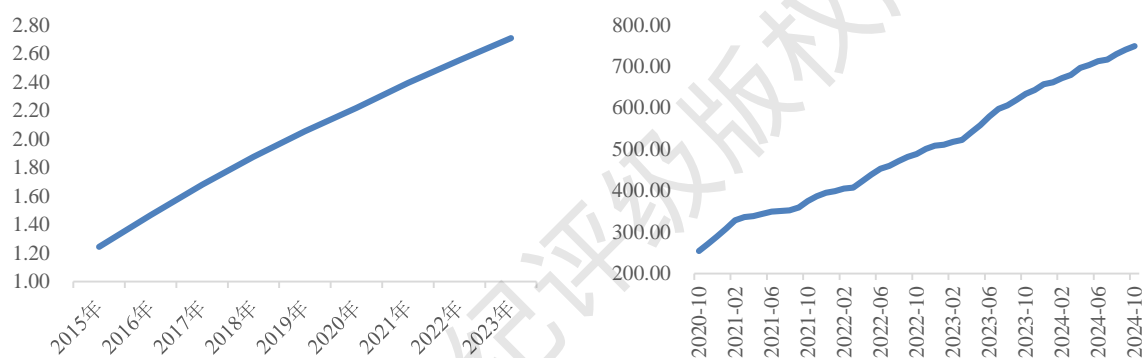
公路在我国客货运输中占据主导地位，但在居民出行偏好变化，轨交/铁路/民航运力放开及“公转铁、公转水”等政策推动下，不同运输方式间的替代风险加大。

从具体运输方式来看，公路运输在客运中占据主导地位。2023 年全国营业性客运量中公路²、铁路、水路和民航客运量占比分别为 69.94%、24.49%、1.64%和 3.94%。社会运行常态化后，公路客运量占比从 2022 年的 63.47%上升至 2023 年的 69.94%，但较 2019 年的 73.91%仍有明显下滑。过去三年公共卫生事件加速了公众私家车出行的偏好，叠加网约车/轨道交通/铁路等交通方式的分流影响，公路客运在运输结构中的地位将持续弱化，难以逆转。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 2. 2019 年以来不同交通运输方式客运量占比变动情况



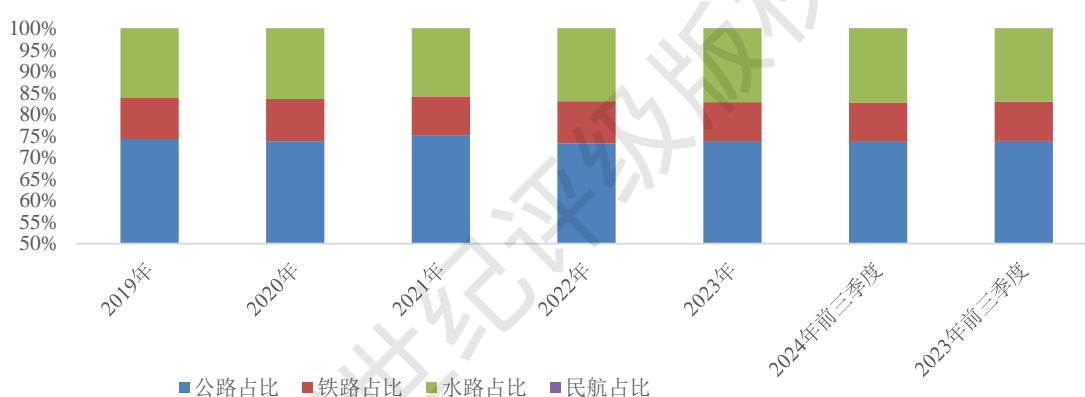
注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 3. 私人小型载客汽车数量 (单位: 亿辆)

图 4. 网约车驾驶员证 (单位: 万本)

² 公路营业性客运量仅包含传统的班车包车客运量。

公路运输在货物运输中亦占据主导地位，2023 年营业性货运量中公路、铁路、水路和民航货运量占比分别为 73.68%、9.20%、17.11%和 0.01%。公路有效服务于中短距离运输，铁路与民航有效服务于中长距离运输，水上运输主要服务于大宗贸易运输，不同运输方式各有侧重，但也存在一定程度的竞争。2018 年 7 月国务院发布《今年起在全国范围实施六大行动推进大宗货物运输“公转铁、公转水”》，政策导向进一步推动了运输方式之间的转换，2018-2023 年，公路经营性货运量占全国营业性货运量的比重从 78.15%波动下降至 73.68%，铁路货物发送量占比从 7.95%波动上升至 9.20%，水路货运量占比从 13.88%波动上升至 17.11%，“公转铁、公转水”政策推动成效较为明显。2021 年，交通运输部印发《综合运输服务“十四五”发展规划》、国务院办公厅印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025 年）》，提出加快优化调整运输结构，提高道路货运组织化、集约化程度，发挥道路货运在枢纽集疏运体系方面的比较优势，推动大宗物资和中长途货物运输“公转铁、公转水”，加快发展铁水联运、江海直达运输。公路运输的替代风险将进一步加大。



注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 民航货邮运输量占比较小，未能在上图体现。

图 5. 2019 年以来不同交通运输方式货运量占比变动情况

公路和铁路运力总体随需求灵活调节，海运和民航运输运力采购周期长易出现供需错配，2024 年海运运力维持过剩，民航运力供需关系持续调整。交通运输行业对上游运输工具制造商议价能力较弱，叠加飞机、船舶、机车采购单价高昂，运输工具是交通运输企业重要的资本性支出。

公路运输车辆和铁路机车交付周期短，运力采购灵活，总体可随需求变化相应调节。而飞机和船舶的交付周期长，一般根据行业运价和未来景气度预期提前下订单采购未来运力，民航运输和海运的需求量呈周期性波动，因此易出现供需错配。飞机制造商因公共卫生事件冲击全球航空产业链稳定性弱化、航材供给不足、劳动力紧张等原因产能恢复滞缓，叠加航司资金压力，近年来飞机引进速度放缓，随着需求端回升，供需关系持续调整。2021-2022 年海运高景气度推动船舶运力采购，订单于 2023 年四季度开始陆续交付，截至 2024 年 6 月末我国船舶手持订单量 17,155 万载重吨，同比增长 38.6%，预计 2025 年全球船舶运力将继续增长，虽好望角绕行在一定程度上缓解了运力过剩局面，考虑到全球经济仍处于低增速常态化运行周期，海运运力仍将维持供给过剩局面。

交通运输行业上游交通运输工具制造行业集中度较高，其中国际两大飞机制造商波音公司和空客公司基本垄断了全球宽体和窄体飞机市场；我国造船完工量、新接订单量、手持订单量的国际市场份额均位居世界第一，船舶整船制造企业主要是中国船舶、中船防务、天海防务等；中国中车、加拿大庞巴迪、法国阿尔斯通和德国西门子 4 家企业则占据全球铁路装备制造 80% 以上的市场份额；中国重汽、一汽解放和东风集团占据中国重卡市场约 6 成份额。面对上游的相对寡头垄断局面，交通运输企业并不具有明显的议价能力。叠加飞机、船舶、机车采购单价高昂，运输工具投资是交通运输企业重要的资本性支出。

近年来在绿色交通政策的推动下，交通运输工具持续低碳化转型。中短期内，运输设备大规模更新行动将加大交通运输行业在运输工具方面的投资力度。

近年来，在绿色交通政策的推动下，交通运输工具持续低碳化转型，交通运输企业在运输工具提升改造方面保持一定投资需求。2023 年 3 月，交通运输部等多部份印发《加快建设交通强国五年行动计划（2023—2027 年）》，提出到 2027 年，铁路电化率要达到 75%、电力机车占比达到 66.5%，城市公交、出租汽车领域新能源汽车占比分别超过 75%和 35%，并提出推动油电混合、液化天然气、氢燃料、氨燃料、甲醇动力及纯电船舶应用。2024 年 6 月，交通运输部等部门印发了《交通运输大规模设备更新行动方案》，提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新、老旧营运船舶报废更新、老旧机车淘汰更新、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造和标准提升七大行动，促进交通能源动力系统清洁化、低碳化、高效化发展，有序推进行业绿色低碳转型，该方案将持续至 2028 年。在大规模设备更新行动的推动下，叠加业务规模扩张带来的新增运力需求，预计中短期内交通运输行业在运输工具方面的投资力度将有所加大。

行业价格管制逐步放开，运价随行业景气度变化呈周期性特征，规模效应和成本管控能力是决定交通运输企业盈利能力的重要因素。2023 年以来较为刚性的折旧摊销、处于较高位的燃油成本和持续上涨的人工成本，加大了交通运输企业的成本管控压力。

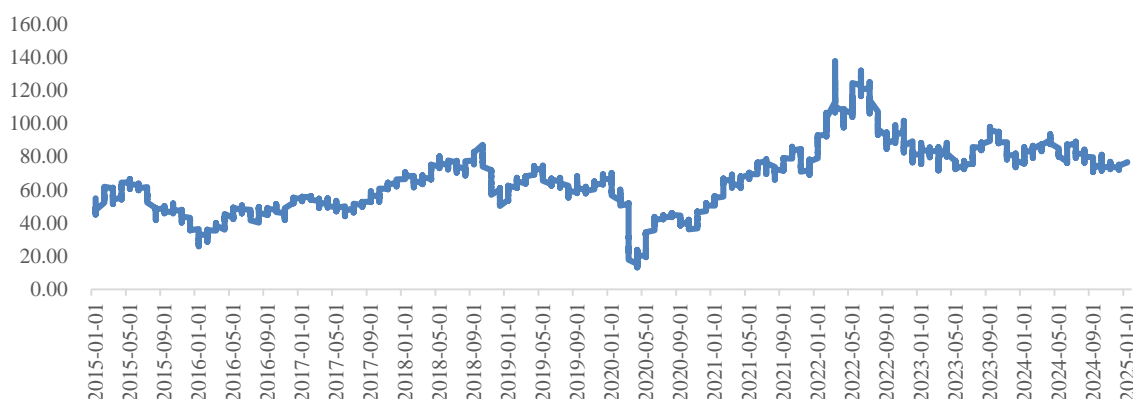
交通运输企业收入来源主要为旅客运输服务和货邮运输服务收入，盈利影响因素包括客货运量规模、收费标准、财政补贴，以及成本端和费用端的控制能力等。由于客票的结算机制相对规范、透明，以及较稳定的

客流量，这一特性有助于交通运输企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流，此外客运企业还能获得一定规模的票价/路线等运营补贴，对利润形成一定补充。而货运需求受宏观经济周期、地缘政治及国际经贸关系等影响较大，呈现一定周期性特征；相较客运，货运的结算规范性、透明度以及货运量稳定性均较弱，各类形式的补贴也较少。

运输定价方面，随着深化运价体制改革不断推进，交通运输行业价格管制逐步放开，从政府定价/指导价逐步转向市场调节价，目前货运领域多遵循市场调节价，客运领域中属于民生出行类的细分行业仍执行政府定价（如公交）/指导价（如农村客运），竞争类客运亦执行市场调节价。执行市场调节价的行业运价受所属细分行业景气度变化，呈周期性特征，而执行政府定价/指导价的企业运价呈公益性特征，因此规模效应和成本管控能力是决定交通运输企业的盈利能力的核心因素。

成本费用端来看，交通运输企业资本性支出集中于运输工具领域，重资产特征明显，较为刚性的固定资产折旧摊销对利润形成较大侵蚀。同时，交通运输企业为“能源依赖型企业”，虽然一系列绿色化政策、趋严的环保法律法规等推动了电力与新能源运输工具的较广泛使用并一定程度上降低了交通运输企业对燃油的依赖度，但目前燃油成本仍是交通运输企业的主要变动成本，航油/汽柴油/船舶燃料油成本随国际原油价格波动而变化，交通运输企业基本属于燃油价格被动接受方，缺乏议价能力，燃油价格波动进一步放大了交通运输企业盈利的不确定性。2022 年初，受原油供给偏紧及俄乌冲突爆发影响，布伦特原油价格飙升，5 月以来随着俄乌冲突影响减弱，布伦特原油价格波动下降，2023 年以来布伦特原油价格在 70-100 美元/桶波动，仍处于历史较高位，对交通运输企业的运营成本形成一定压力。此外，交通运输企业劳动力密集，持续上升的人力成本

也进一步加大了其成本管控压力。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 6. 2015 年以来布伦特原油现货价格（单位：美元/桶）

竞争格局方面，飞机/船舶/铁路机车等运输工具采购价格高昂，对新进入者的资金要求高，业内企业多为资金实力雄厚的国有背景且行业集中度较高。其中，航空运输领域已形成以三大航为首的寡头垄断格局，2023 年中国南方航空股份有限公司、中国国际航空股份有限公司和中国东方航空股份有限公司运输周转量占比合计约 60%；中国远洋海运集团有限公司和招商局集团有限公司在国内海运市场呈双寡头格局；2023 年，中国国家铁路集团有限公司及其控股合资铁路旅客发送量占比约 96%、货物发送量占比近 80%，是铁路运输行业垄断主体。而道路运输企业因采购客货车单价相对较低，行业进入门槛相对较低，市场化竞争程度较高，除民生准公益类的公交企业外，道路运输企业以民营背景为主，行业呈现“小而散”格局，行业抗风险能力相对较弱。2024 年 12 月，中共中央办公厅等部门发布《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》，提出鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营，促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争，支持符合条件的企业自主运营城际铁路和市域（郊）铁路，支持地方控股铁路企业自主选择运营管理模式。未来铁路

运输行业经营主体多元化程度将有所提高。

(一) 道路（公路）运输行业

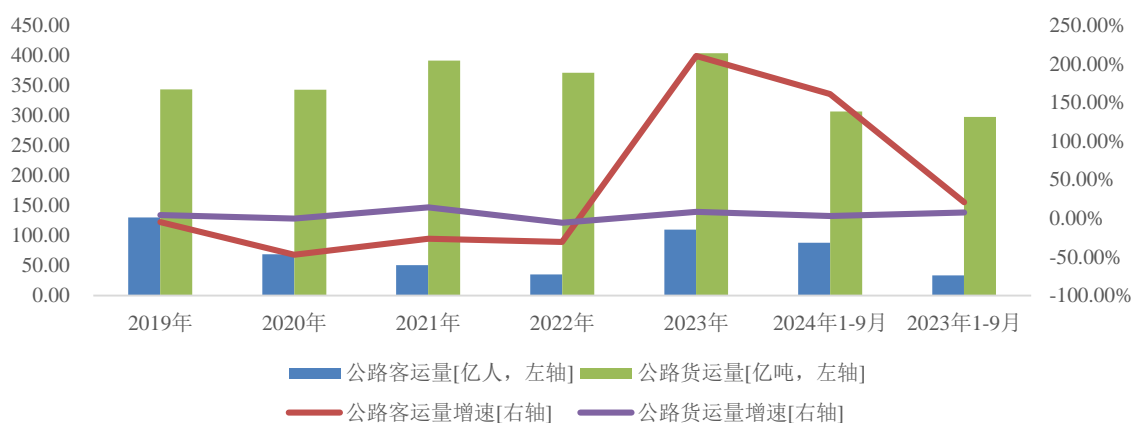
2024 年道路客运量持续恢复，但受公众出行偏好改变，及轨道交通和高铁持续分流影响，尚未恢复至 2019 年同期水平；道路货运量在国内外经济复苏的带动下保持增长。

道路运输业包括道路旅客运输、道路货物运输和城市公共交通运输等。道路运输在我国交通运输市场占据主导地位，具有网络密度高、机动便捷、服务模式和服务主体多元化等优势。

2020-2022 年，公众出行能力及意愿下滑，对公路客运形成重大冲击，营业性公路客运量持续大幅下降，从 2019 年的 130.12 亿人下降至 2022 年的 35.46 亿人，降幅达 72.75%。相比之下，货运受公共卫生事件冲击力度较小，2020 年初供应链短期受阻后快速恢复，全年营业性公路货运量同比微降 0.26%；2021 年随着供应链恢复通畅，叠加全球供应链紧张带来的我国外贸向好，公路货运量同比增长 14.23%；2022 年全球供应链紧张逐步缓解，货运需求有所下降，公路货运量同比减少 5.50%至 371.19 亿吨。

2023 年以来随着公众出行能力/意愿及运输通常度提升，客运量持续恢复，2023 年及 2024 年前三季度我国营业性公路客运量分别为 110.12 亿人和 87.97 亿人，分别恢复至 2019 年同期的 84.63%和 89.52%。过去三年公共事件加剧了公众私家车出行的偏好，同时随着铁路网络不断完善，以及私家车、网约车及轨道交通发展，对公路营业性客运量产生明显分流，营业性公路客运量较 2019 年仍有差距。货运方面，2023 年随着国内经济社会全面恢复常态化运行，国内货运需求增长较为明显，全国公路

营业性货运量 403.37 亿吨，同比增长 8.67%。2024 年前三季度，公路营业性货运量 306.61 亿吨，同比增长 3.09%。2025 年国内宏观刺激政策有望提振内需，但同时中美贸易摩擦风险增加，货运表现不确定性加大，对内需的依赖度将有所上升，关注内需修复情况。



注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 交通部根据 2019 年道路货物运输量专项调查，对公路货物运输量统计口径进行了调整，2019 年货运数据与上年比按可比口径计算。

图 7. 2015 年以来营业性公路客货运量及增速

城市客运方面，2023 年公众出行能力/意愿及运输通常度提升，我国城市客运量 1,010.00 亿人次，较上年增长 27.7%，其中公共汽电车客运量 380.50 亿人次，较上年增长 18.0%；轨道交通、网约车和共享单车等出行方式一定程度上对公共汽电车客运产生分流影响，公共汽电车客运量增幅低于城市客运量均值。2024 年前三季度，全国城市客运总量 794.53 亿人次，较上年同期增长 7.3%，公共汽电车客运总量 287.08 亿人次，较上年同期增长 3.5%。

长期而言，铁路、水路、航空开放运力程度或在一定程度上影响交通运输体系内的竞争格局，“公转铁、公转水”政策的出台加速推动了竞争格局转换，公路运输替代风险加大。同时轨道交通、网约车和顺风车、私家车、共享单车等出行方式的调整，在中短途及短途客运里程市场对公路

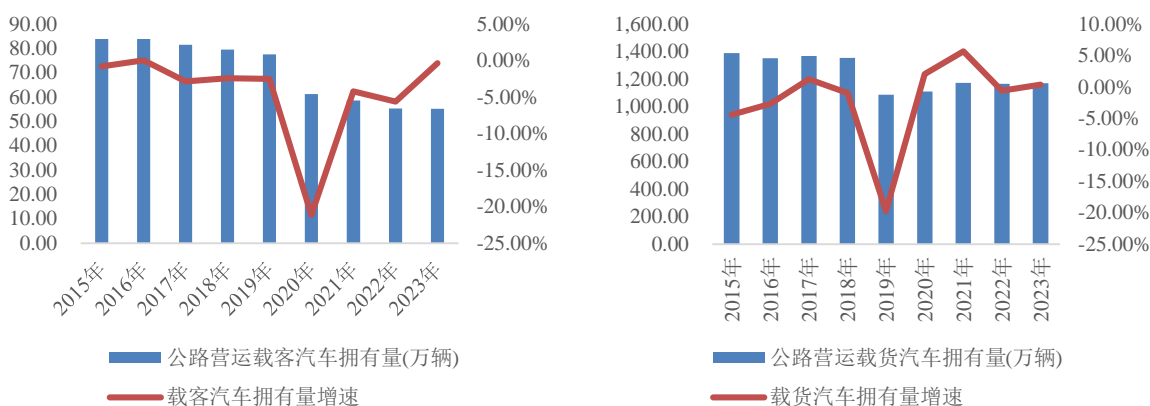
客运和城市公共交通客运产生二次分流，进一步削弱道路班车客运的竞争力。中心城市因其高铁、轨道交通等路网更为完善，对道路班车客运的分流也更加严重，区域内道路班车客运企业竞争力及区域地位加速弱化。

运力方面，2023 年道路运输运力随需求变化相应变动。政策推动运力向清洁低碳转型，叠加交通运输设备大规模更新行动，预计中短期内道路运输行业在新能源运输工具方面的投入力度将有所加大。此外，客运转型发展也为客运企业带来一定资本性支出压力。

近年来全国公路营运载客汽车（不含公共汽和出租车）拥有量随客运需求呈下降趋势，截至 2023 年末全国拥有营运载客汽车 55.24 万辆、1,638.29 万客位，较上年末分别减少 0.18 万辆、8.95 万客位；同期末全国拥有公共汽电车 68.25 万辆，较上年末减少 2.07 万辆。公路营运载货汽车拥有量整体呈波动上升趋势，截至 2023 年末全国拥有载货汽车 1,170.97 万辆、16,967.33 万吨位，较上年末分别增加 4.31 万辆、249.38 万吨位。

在《绿色交通标准体系（2022 年）》、《关于推进城市公共交通健康可持续发展的若干意见》等政策的推动下，道路运输行业能源结构持续向低碳化转型升级。截至 2023 年末，我国新能源公交车 55.44 万辆，占比 81.2%（较上年末上升 4 个百分点）；新能源出租车约 30 万辆，占比约 22%；城市物流配送领域新能源汽车保有量约 80 万辆，占比仍较低；总体来看交通运输设备新能源占比仍有一定提升空间。2024 年 6 月，交通运输部等多部门印发《交通运输大规模设备更新行动方案》，提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新。2024 年前三季度，新能源货车销量分别为 38.86 万辆和 137.22 万辆，较上年同期分别增长 48.36% 和 37.04%。运输设备大规模更新行动下，预计道路运输行业在新能源运

输工具方面的投入力度将有所加大。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 8. 近年来公路营运载客/货汽车拥有量及增速

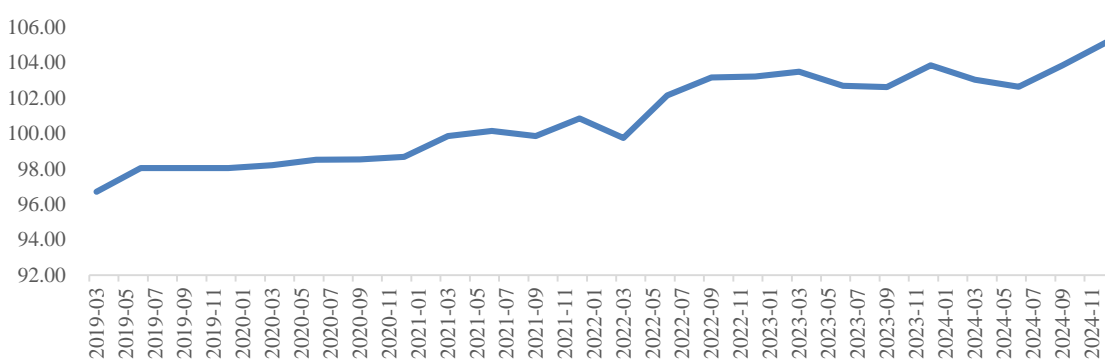
除运输工具外，道路客输企业在客运场站方面也存在一定资本性支出压力。受公众出行习惯变化、客运服务结构优化升级等因素影响，客运站进站客流大幅下滑，场站设施利用效率明显降低，客运站服务供给结构性矛盾凸显，近年来交通运输部出台了《关于加快推进汽车客运站转型发展的通知》、《关于推进城市公共交通健康可持续发展的若干意见》、《关于加快推进城乡道路客运与旅游融合发展有关工作的通知》等政策，鼓励客运站依托自身资源转型发展，积极拓展站场服务功能、扩展旅游商贸服务以及加强场站用地综合开发，以提高资源利用效率。

道路客运行业定价受政策约束，公交企业因其准公益属性普遍亏损，依赖政府财政补贴，2023 年以来仍有弱财政地区出现公交企业停运、欠薪等负面舆情。道路货运行业实行市场调节价，2024 年第四季度受益于需求增长，运价持续走高。从成本端来看，较为刚性的折旧摊销、持续上涨的人工成本以及较高位波动的燃油价格均加大了道路运输行业的成本控制压力。

我国道路运输行业中客运定价机制具有很强的政策性，受到严格监

管以限制其价格垄断权，这些监督限制了行业内企业自主定价权利。道路班车客运主要实行政府指导价（竞争充分的线路可实行市场调节价），采取制定基准价及上、下浮动幅度或制定上限票价及下浮幅度的方式，具体由当地县级以上地方人民政府及其价格、交通运输主管部门根据规定确定，受制于价格管制及舆论导向，涨价空间也相对有限。城市公共交通运输价格一般实行政府定价或政府指导价，公交票价收费标准基本与当地的经济水平相适应，部分地区配以公共交通价格动态调整办法；因其准公益属性，公交运营企业普遍存在政策性亏损，对财政补贴的依赖度高；多数城市对于城市公交的补贴以票价补贴、业务亏损补贴、燃油补贴和其他奖励补助综合锚定。《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027 年）》强调“推进城乡交通运输一体化、区域协调发展，进一步提升公益性运输和普惠服务水平”，提出到 2027 年全国建制村通客车比例达到 99.7%，其中实现通公交的建制村比例超过 55%。完善农村客运网络，保障农村交通运输，公益性较强，或对相关企业经济效益形成一定拖累，公交企业对财政补贴的依赖度或将有所上升。2023 年以来仍有天津、兰州、毕节、南充等地多家公交公司因资金周转困难出现路线停运、延发工资、鼓励员工个人自主创业等舆情，上述地区财政实力较弱，在化债背景下仍需关注弱财政地区政府财力波动及补贴到位及时性。

道路货物运输价格则实行市场调节价，价格调整机制更为灵活。根据中国公路物流运价指数，2023 年运价整体较为平稳，2024 年第四季度受益于宏观刺激政策，道路货运量增长，运价持续走高，达到近年来新高。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 9. 2019 年以来公路物流运价指数

从成本端来看，道路运输企业成本主要由固定资产折旧摊销、人工成本和燃油费用构成，固定资产折旧成本较为刚性，近年来人工成本持续上涨，以及 2023 以来国际原油价格维持高位波动，加大了道路运输企业运营成本管控压力。随着新能源汽车占比提升，道路运输企业对燃油价格波动敏感度有所下降；但货运企业因其运输距离长，新能源汽车占比仍较低，相比客运企业，货运企业对燃油价格敏感度更高；此外，由于新能源汽车折旧年限较燃油车短，随着新能源车占比提升，道路运输企业的折旧摊销压力将有所加大。

从行业竞争格局来看，现阶段我国客运站投资建设与经营大多由省/市政府设立的公共交通平台负责，其同时也承担着区域内城市公交和道路班车客运等业务。通常情况下，区域内客运站及城市公交与城际客运的垄断经营特征较明显，行业内部竞争有限，但仍会持续面临着私家车、网约车及中短途高铁的加速发展等带来的持续分流影响。货运物流方面，行业内企业规模和发展水平参差不齐，既有已初具规模、拥有全国或区域性运输网络的公司，也有经营专线运输的中小企业，更有大量个体私营业主通过挂靠等方式从事着公路零担货运业务。大件货物/零担货运市场规模

大但市场格局分散，集中度低，尤其是零担货运市场竞争激烈，整合压力不小且难度很大。小件货物，即快递行业目前市场集中度较高，2023 年末快递服务品牌集中度指数（CR8）为 84，但其服务同质化程度高，竞争激烈。目前，省/市级交通运输集团的货运业务大多仅作为辅业或新突破点，主业仍聚焦在客运板块。

（二）海运行业

2024 年海运业总体发展良好，海运量保持增长，但各子行业运价分化明显：干散运输需求疲软影响运价震荡回落；集装箱运价年初逆转回落趋势上涨至年中后回落；原油需求增速放缓拉低原油运价。

航运业是重要的服务性行业之一，是实现国内、国际贸易的重要保障。据统计，国际贸易总运量中的 2/3 以上，中国进出口货运总量的约 90% 都是利用海上运输完成的。航运业上游是造（修）船、港口码头等基础供应产业，下游服务钢铁、房地产等国民经济基础行业。整条产业链的传导作用自下而上，但其上游造船业供应周期较长，会存在一定的供需错配的矛盾。因此航运业的繁荣兴衰不仅取决于社会经济发展所带来的商品贸易及货物运输需求，还受到船舶运力供应的重大影响。

近年来，全球经济处于低增速常态化运行周期，根据 IMF 预计，2024 年全球经济有望实现 3.2% 的增长，2025 年全球经济将增长与 2024 年持平。受益于补库周期，全球贸易活动维持正增长，根据世界贸易组织（WTO）的预测，2024 年全球货物贸易量增长 2.7%；预计当年全球海运贸易量预计将达到 126 亿吨，较 2023 年的 122.92 亿吨增长 2.2%。根据克拉克森发布的报告，预计 2025 年全球海运贸易量将增长 2%。

2024 年前三季度实现国内生产总值 94.97 万亿元，按不变价格计算，

同比增长 4.8%；当期进出口规模同比增长 5.3%至 32.33 万亿元，当期全国港口完成货物吞吐量 129.71 亿吨，同比增长 3.40%，其中外贸货物吞吐量 45.06 亿吨，同比增长 7.36%；完成集装箱吞吐量 2.49 亿标准集装箱，比去年同期增长 7.70%。尽管全球贸易保护加剧，主要市场增长动能弱、债务负担重，不确定、不稳定因素增多，但我国经济的基本面及市场广阔、韧性强、潜力大的有利条件并未改变，预计 2025 年国内贸易仍将保持一定韧性。

从运力供应来看，随着 2021 年整体运价上涨推动运力增长，根据 Wind 数据，全球船队运力规模在 2022 年至 2024 年期间，从 22.03 亿总载重吨增长到 24 亿总载重吨，年复合增长率达到 4.38%。其中，截至 2024 年 10 月 4 日集装箱船队 7,125 只，规模共 3,087.58 万 TEU，较上年末增长约 8.05%。预计随着环保法规的不断收紧，航运公司纷纷转向更环保的船舶技术，2025 年全球船舶运力将继续增长，尤其是绿色船舶的运力。相较于贸易量的低速增长，运力增长相对偏多，虽好望角绕行在一定程度上缓解了运力过剩局面，但在考虑海运量缓步增长的背景下，海运运力过剩的局面并未能得到根本性的改善。

根据运输货物的不同，航运行业主要有干散货运输、集装箱运输和液散（油品）运输等，近年来各子行业运价表现分化明显。干散运价方面，近年来波罗的海干散货指数（BDI 指数）波动剧烈。2020 年上半年运力过剩矛盾较为突出，运价低迷；下半年大宗商品上涨带动指数价格上涨，全年运价均值同比下降 21.19%至 1,066.17 点。2021 年春节前后受外部因素影响导致散货港口作业效率下降，持续塞港消耗干散货船舶有效运力，叠加短期囤矿需求，带动 BDI 运价短期大涨，至 2021 年 10 月 7 日达到十年来新高 5,650.00 点，但受铁矿需求萎缩等因素影响，10 月以来快速

下跌,并持续呈震荡态势,全年运价均值同比增长 176.07%至 2,943.38 点。2022 年受俄乌冲突、通胀压力攀升等因素影响,国际干散货运输市场航运需求总体疲软,当年运价均值同比下降 34.30%至 1,933.82 点。2023 年以来,全球经济增长缓慢加上外需疲弱,国际干散货运力供给相对温和,市场需求延续震荡格局,但 2023 年 11 月 2 日起近一个月内, BDI 指数同比增加 1961 点至 3,346.00,增幅超 140%,主要系传统旺季、矿价高涨推动运价上涨叠加美元疲弱等多因素导致; BDI 指数随后波动下降,并于 2024 年 12 月 19 日跌至 976 点,创 2023 年 7 月 25 日以来的新低。总体来看,相较于 2023 年,2024 年全年 BDI 指数波幅相对有所收窄,均值较高,但目前已经降至 2023 年年中水平。

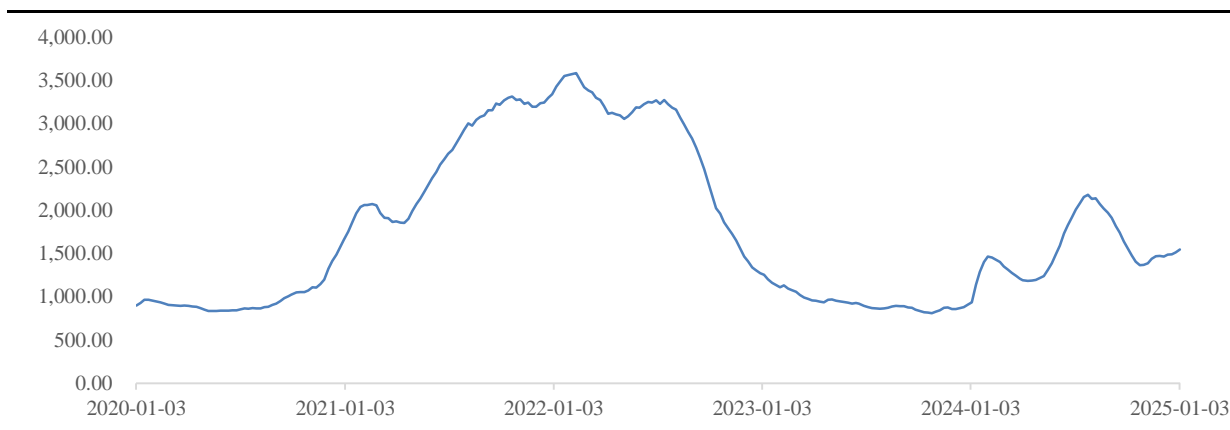


注:根据 Wind 数据整理绘制。

图 10. 2020 年以来波罗的海干散货指数 (BDI) (单位:点)

集装箱运价方面,2020-2023 年,中国出口集装箱运价综合指数呈现“过山车”走势。具体来看,2020-2022 年上半年度,在经历船舶延误及港口拥堵导致有效供给缩减,准班率下降,集装箱短缺,载运率保持满载,运价脱离供求而持续飙升至 2022 年 2 月 11 日历史最高点 3,587.91 点。2022 年下半年以来,随着港口拥堵问题改善,市场供需逐步企稳,加上集装箱运力持续增长等因素影响,集装箱运价持续走低,截至 2023 年底,

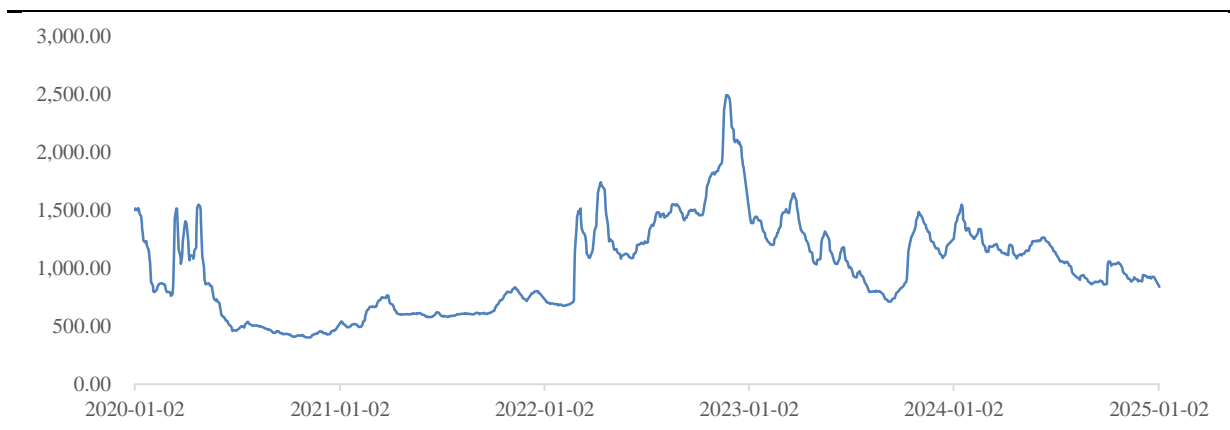
基本恢复至 2020 年初水平。进入 2024 年，集装箱运价综合指数走势逆转，经历了显著的波动，主要系受到红海局势影响，叠加需求旺盛，运价自年初上涨并于 7 月 26 日见顶，总体呈先升后降的趋势。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 11. 2020 年以来中国出口集装箱运价指数：综合指数（单位：点）

液散运价方面，2020 年经济活动锐减削弱了石油产品的需求，国际油轮运价在经历了上半年剧烈波动后，下半年以来持续低迷并延续至 2022 年初。2022 年以来随着俄乌冲突叠加美国石油战略储备释放，油运需求提升，当年全球原油海运量同比增长 5.1% 至 19.53 亿吨，推动运价逐步上行，并创 2015 年以来新高，但在高点后迅速回撤，当年 BDTI 指数均值同比增长 115.76% 至 1,390.51 点。2023 年，BDTI 指数波动下降至当年 9 月 8 日低点 713.00 点，基本恢复至 2022 年初水平后又呈震荡上升态势。2024 年，全球原油需求增速放缓，尤其是中国和欧洲等主要进口国的需求增长不及预期，进而导致原油运输需求减少，原油运输指数呈波动下降态势。



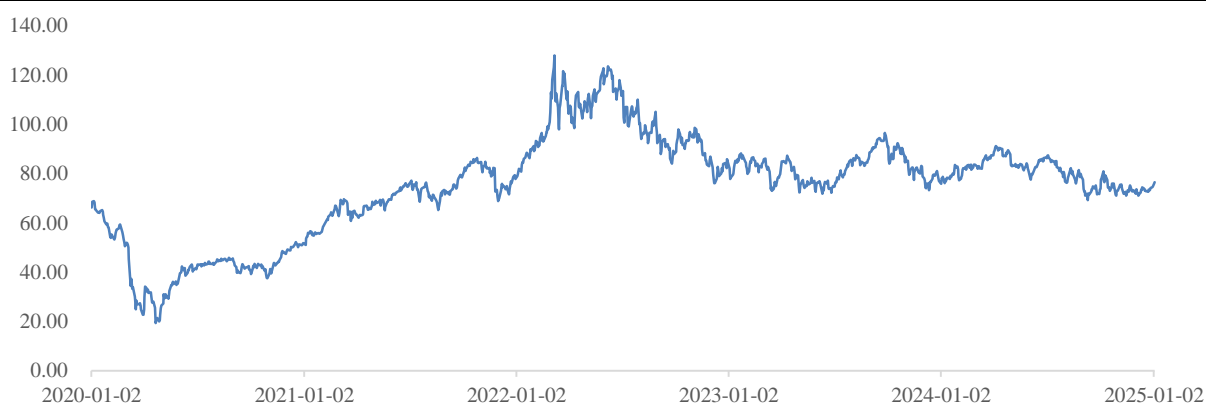
注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 12. 2020 年以来原油运输指数 (BDTI) (单位：点)

从航运企业成本端来看，原油价格整体呈现振荡下行趋势，但中枢仍较高，且油价极易受到全球地缘政治变化影响，尤其是中东地区局势变化影响。航运业仍面临着较大的燃料成本控制压力，环保成本压力亦将加大。

从成本方面来看，燃油成本在航运公司成本支出中占比较大，且燃油成本占比受船型及技术影响较大，一般而言，集装箱船为 20-30%，干散货船为 25-35%，油轮船则高达 40-50%，因此燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响较大。2020 年前 4 个月，供需关系失衡导致国际原油价格一度出现暴跌，4 月 22 日跌至 12.22 美元/桶，其后随着主要产油国达成石油减产协议及全球货币政策普遍宽松等因素综合影响，国际油价触底反弹，价格持续上涨至 2022 年 3 月高点 128.27 美元/桶，达到 2008 年 8 月以来最高点。2022 年上半年，俄乌冲突爆发及西方制裁引发供给担忧，叠加全球需求增长导致原油价格总体维持高位但呈震荡；下半年至 2023 年上半年，美联储加息背景下全球经济放缓预期加强，OPEC+减产效用下降，原油价格高位波动回落，2022 年全年一揽子原油价格(OPEC)均值同比增长 43.19%至 100.08 美元/桶，2023 年上半年度同比下降 24.72%至 79.32 美元/桶。2023 年下半年，原油价格上涨后回落至年中水平。2024

年，一方面地缘政治风险加剧对原油供应的担忧，另一方面全球原油需求增速放缓，OPEC+多次延长自愿减产时间，上述因素共同影响使得当年价格整体呈现振荡下行趋势，波幅不大。根据公开信息，国际机构对 2025 年国际油价大致预测区间在 60-80 美元/桶。整体看，在全球经济增长放缓压力加大的背景下，加之地缘政治风险影响，我们认为 2025 年国际油市或仍将出现振荡下行趋势。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 13. 2020 年以来布伦特原油期货结算价（单位：美元/桶）

另一方面，随着航运业不断发展，行业绿色转型进一步深化。国际层面相关组织发布多项政策，内容涵盖了减少硫氧化物和氮氧化物排放、控制温室气体排放、推广使用低硫燃料和绿色技术等。譬如国际海事组织（IMO）颁发的《国际防止船舶造成污染公约》对船舶提出了脱硫脱硝脱碳等目标；《初步温室气体减排战略》，目标是在 2050 年前将国际航运业的温室气体总排放量至少减少 50%（与 2008 年水平相比），绿色化转型伴随着巨大成本，未来航运企业环保成本将进一步增加。

需特别关注的是，航运业除受到上述因素对其基本面的影响外，国际政治局势对其干扰亦较为显著。2023 年 11 月起红海局势进一步紧张，使得多家航运企业决定绕开红海，而不得不绕行好望角，此举不仅增加了运

输时间，减少了有效供给，也进一步增加了运输成本，使得短期内欧洲、地中海航线运价航运价格快速上升。此外，中东地区是全球的原油出口地之一，如果红海局势继续升级，原油价格本身亦将被推高，叠加航运价格上涨，将进一步推高能源价格，从而影响全球供应链。目前红海局势尚未出现明显缓解的迹象，全球航运业面临不确定性持续存在。

2025 年 2 月航运联盟组织进行重组，将对整体竞争格局产生深远影响，加之下游大货主逐渐渗透到航运业，未来航运业竞争将不断加剧。

从国际竞争环境来看，近年来随着航运业船舶大型化发展，助推了全球航运班轮业向超级联盟发展。2017 年至 2024 年全球航运联盟组织保持稳定，但将于 2025 年 2 月发生重大变化。原 2M Alliance（马士基、地中海航运）将消失，马士基将与赫伯罗特合作成立新联盟 Gemini，而地中海航运则选择独自运营其目前在联盟内运营的航线。OCEAN Alliance（达飞轮船、长荣海运、中国远洋运输（集团）总公司（东方海外））将继续拥有相同的成员公司和服务，延长至 2032 年。THE Alliance（赫伯罗特、海洋网联船务（商船三井、川崎汽船、日本邮船于 2017 年共同出资成立）、阳明海运、韩新海运（2020 年由现代商船更名）将于 2025 年 1 月解散，新联盟 Premier Alliance（海洋网联船务、韩新海运和阳明海运）将于当年 2 月成立，并与地中海航运（MSC）在亚欧航线上进行合作。

此次全球航运联盟组织的变化最直接的影响为市场份额的变化，在总运力不变的情况下，重组前 2M、OCEAN 和 THE 运力市场份额约为 34%、29%和 19%，重组后 OCEAN、Gemini、MSC 和 Premier 市场份额分别约为 29%、22%、20%和 11%，在一定程度上削弱了市场集中度，加剧了市场竞争，将可能对运价产生超预期的影响。

此外，随着下游大货主不再满足仅拥有租船权，为延长产业链从中赚取更多利润，在船舶市场低迷之际加速自有船队建设。如国际三大矿业巨头已投巨资加速船队的发展，而国内宝钢、首钢等大型钢铁企业，以及华能、神华、浙能富兴等电力、能源企业也纷纷组建海运企业。货主渗透到航运业，亦将显著加剧航运业的竞争。

从国内竞争环境来看，行业低迷时期航运业资源整合步伐加快。2016年2月，中国远洋运输（集团）总公司（简称中远集团）和中国海运（集团）总公司（简称中海集团）合并重组成立了中国远洋海运集团有限公司（简称中远海运），重组后中远集团和中海集团成为中远海运全资子公司，中远海运成为我国最大的国际航运企业；同年，根据国务院国资委要求，中国外运长航集团有限公司（简称中外运长航）以无偿方式转让与招商局集团有限公司（简称招商局集团）完成重组，成为招商局集团全资子公司。自此，我国四大航运企业合并为两家。

表 2. 我国前十大航运企业经营的船队规模（单位：艘，万载重吨）

2021 年末			2022 年末			2023 年末		
企业名称	船队规模	运力规模	企业名称	船队规模	运力规模	企业名称	船队规模	运力规模
中远海运	1,349	11,187.00	中远海运	1,349	11,383.00	中远海运	1,418	11,664.00
招商局	663	4,334.30	招商局	726	4,258.00	招商局	654	4,418.10
山东海运	58	902.30	山东海运	66	1,054.20	山东海运	73	1,079.70
福建国航	56	349.10	福建国航	56	354.60	福建国航	55	373.70
国远航运	59	330.00	国远航运	61	331.00	渤海远洋	27	369.30
上海中谷	113	232.00	上海中谷	109	254.10	国源航运	60	323.00
海丰国际	101	226.90	海丰国际	108	218.90	海通发展	54	282.00
上海瑞宁	27	206.40	上海瑞宁	29	214.80	协海集团	39	266.50
东莞海昌	25	189.80	安通控股	74	212.60	上海瑞宁	31	228.40
广东粤电	24	172.00	浙江海运	34	184.00	安通控股	73	222.00

资料来源：上海航运交易所网站。

(三) 民航运输行业

2024 年民航载运量同比增速逐步回归常态，国内航线客运量早已超过 2019 年同期规模，国际航线客运量修复提速；民航货运规模同比保持增长，其中国际货邮市场有所发力。

民航客运市场方面，2024 年以来我国客运需求继续释放推动运输量增长，并于 7-8 月呈现自 2019 年以来新的暑运峰值，但增速同比趋缓，逐步回归至常态增幅；结构上，国内航线客运量早已超过 2019 年同期规模，国际航线客运量修复提速，但因地缘政治、汇率、航权/时刻/出境手续/境外机场保障能力等因素下，国际航线民航客运量仍未恢复至 2019 年同期水平，港澳台地区客运量恢复速度不及国际航线，亦未恢复至 2019 年同期水平。

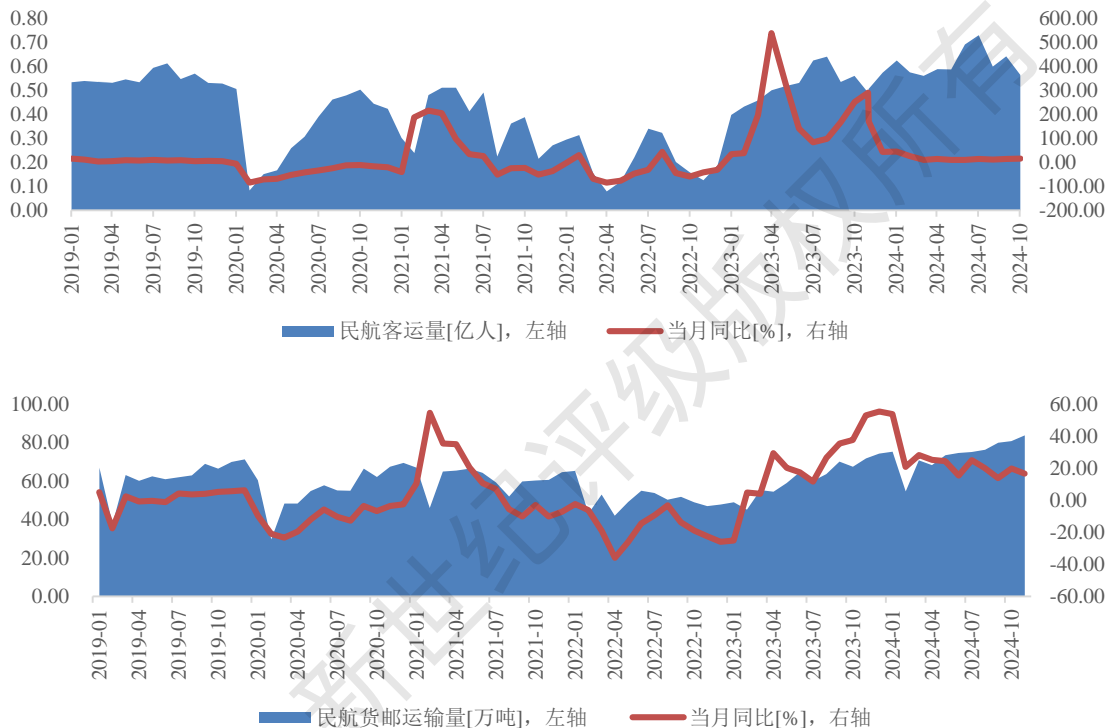
民航货运市场方面，2024 年以来我国民航货运规模同比保持增长，其中一季度货邮运输量增幅较高，系去年同期航空货运市场略低迷，7-9 月运输量继续攀升，并于 11 月达到自 2019 年以来新的月度货运峰值。结构上，国内货邮市场保持稳健增长，2024 年 1-11 月国内货邮运输量（含地区）较上年同期增长 18.3%，为 2019 年同期的 105.4%；国际货邮市场有所发力，同期国际货邮运输量较上年同期增长 31.0%，并达到 2019 年同期的 148.9%，港澳台地区航线货运市场恢复相对较慢，且仍不及 2019 年同期水平。

表 3. 2024 年 1-11 月我国民航运输完成情况

指标	单位	2024 年 1-11 月	同比	恢复至 2019 年同期
运输总周转量	亿吨公里	1,360.9	25.9	114.9%
国内航线	亿吨公里	898.6	12.8	118.0%
其中：港澳台航线	亿吨公里	13.0	45.7	82.3%
国际航线	亿吨公里	462.3	62.8	109.3%
旅客运输量	万人	67,324.3	18.3	110.9%

指标	单位	2024 年 1-11 月	同比	恢复至 2019 年同期
国内航线	万人	61,397.1	12.9	113.9%
其中：港澳台航线	万人	880.2	47.7	84.8%
国际航线	万人	5,927.2	136.4	87.3%
货邮运输量	万吨	813.7	23.1	119.4%
国内航线	万吨	486.2	18.3	105.4%
其中：港澳台航线	万吨	14.9	8.8	73.4%
国际航线	万吨	327.5	31.0	148.9%
旅客周转量	亿人公里	11,876.4	26.1	110.4%
国内航线	亿人公里	9,420.4	12.7	120.1%
其中：港澳台航线	亿人公里	127.6	53.2	84.6%
国际航线	亿人公里	2,456.0	131.8	84.3%
货邮周转量	亿吨公里	321.6	26.3	134.6%
国内航线	亿吨公里	74.7	17.4	105.2%
其中：港澳台航线	亿吨公里	1.9	11.5	73.1%
国际航线	亿吨公里	246.9	29.3	147.1%

资料来源：中国民用航空局。



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制。

图 14. 2019 年以来中国民航旅客运输量与货邮运输量月度数据

2024 年以来民航运输机队规模继续低速增长，航线网络优化结构，运力供给有序调配，民航运输效率指标回升。年内机票价格有所下跌，但出行需求依旧旺盛，价跌而量增，民航运输行业收入规模仍将保持增长，燃油成本同比下滑但仍居高，汇兑呈现损失，前三季度行业利润总体实现扭亏。

截至 2023 年末，我国民航全行业运输飞机期末在册架数 4,270 架，近期我国民航客运机队规模呈低速扩张态势，2019-2023 年增量分别为 166 架、72 架、139 架、86 架和 105 架，存量和增量多为窄体飞机，同时根据各大航司发布的运营数据，2024 年前三季度各航空公司机队规模仍呈低速增长态势；同期货运飞机增量分别为 13 架、13 架、12 架、25 架和 34 架，2022 年以来航空公司加快货机引进节奏，且大部分航空公司都将国际航空货运市场作为目标市场。

我国民航运输行业集中度高，主要上市航空公司包括南方航空（600029.SH）、中国东航（600115.SH）、中国国航（601111.SH）、海航控股（600221.SH）、吉祥航空（603885.SH）、春秋航空（601021.SH）等，上述航空公司的机队规模合计约占全行业运输飞机在册量的 70%以上。引进系列上，2024 年 9 月末，南方航空存量机队系列中波音、空客和 ARJ 分别占比 50.27%、45.45%和 3.83%，中国东航存量机队系列中波音、空客、商飞（ARJ 和 C919）分别占比 38.99%、56.96%和 4.05%，中国国航中波音、空客、商飞 ARJ 分别占比 48.85%、47.76%和 2.95%，吉祥航空存量机队系列中波音和空客分别占比 26.61%和 73.39%，春秋航空全部为空客系列。

2019 年起国产机型也进入三大航司的重点机型引入系列，截至 2024 年 9 月末，南方航空、中国东航和中国国航分别拥有中国商用飞机有限

责任公司（简称“中国商飞”）ARJ21 机型飞机 35 架、24 架和 27 架³，中国东航引进并在运中国商飞 8 架 C919 机型飞机，2024 年 4 月南方航空和中国国航分别与中国商用签署协议，向其购买 100 架 C919 机型飞机。

航线布局方面，2024/2025 年冬春航季将进一步推动国际航线与班次的开通（国际增班趋势较明显），国内航线与班次维持连通（虽有微减，但总体平稳），地区航线相对收缩。根据航班管家《2024 年冬春航季民航客运航班数据解读》（2024.10.27-2025.03.29）信息，2024/2025 年冬春航季，民航客运航班计划：“周度计划航班量 126,986 班次，日均 18,141 班次，同比 2023 年冬春微降 0.6%，其中国内下降 0.9%、国际增长 4.9%、港澳台下降 13.0%；直飞航线 8,565 条（A-B/B-A 记为 2 条），其中国内航线 6,709 条，同比增加 130 条，国际航线 1,658 条，同比增加 170 条，港澳台航线 198 条，同比减少 62 条。2024 年冬春航季客运计划航班国内承运航司 41 家，同比 2023 年冬春航季：净增量 TOP3 分别为成都航空、华夏航空、西部航空，净减量 TOP3 分别为春秋航空、山东航空、中国国航。”

民航运输效率方面，2013-2019 年我国民航运输飞机平均日利用率基本保持在 9.3 小时以上，2020-2022 年在外部因素影响下，利用率下滑明显，2023 年我国飞机平均日利用率 8.12 小时，同比增加 3.77 小时，较 2019 年减少 1.21 小时；2024 年飞机平均日利用率 8.9 小时，较 2019 年低 0.43 小时。2013-2019 年，我国民航运输正班客座率基本保持在 81% 以上，正班载运率基本保持在 71% 以上，2020-2022 年在外部因素影响下，客座率和运载率下滑明显；2023 年正班客座率和正班载运率较同比分别

³ 中国国航为 2024 年 6 月末数据。

提高 11.3 个百分点和 2.7 个百分点至 77.9%和 67.7%，2024 年正班客座率、载运率分别为 83.3%、72%，同比分别提高 5.4 个百分点、4.3 个百分点，分别高于 2019 年 0.1 个百分点、0.4 个百分点。

表 4. 我国民航运输机队建设、航线规模及运输效率

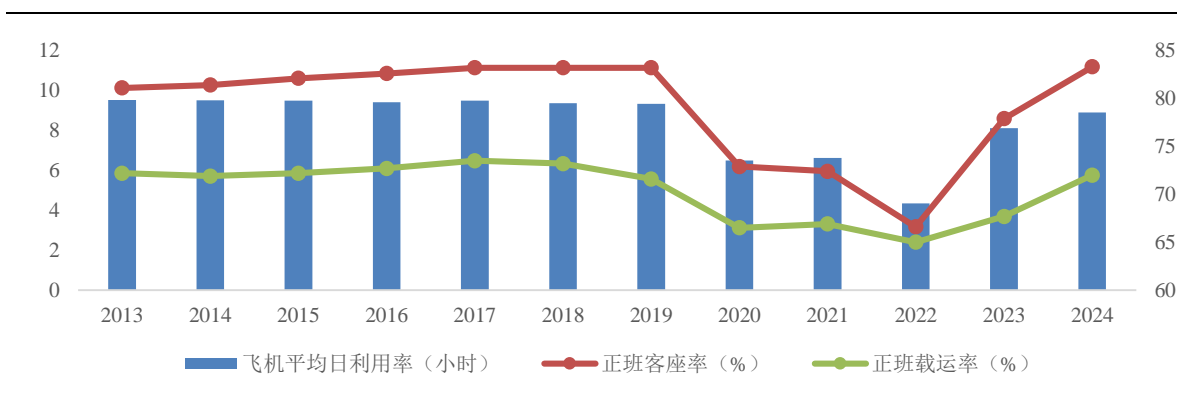
指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
期末行业运输飞机在册数（架）	3,818	3,903	4,054	4,165	4,270	--
其中：客运飞机	3,645	3,717	3,856	3,942	4,013	--
其中：宽体飞机	457	458	465	472	473	--
窄体飞机	2,997	3,058	3,178	3,225	3,276	--
支线飞机	191	201	213	245	264	--
货运飞机	173	186	198	223	257	--
其中：大型货机	--	--	43	50	94	--
中小型货机	--	--	155	173	163	--
期末定期航班航线数（条）	5,521	5,581	4,864	4,670	5,206	--
其中：国内航线	4,568	4,686	4,585	4,334	4,583	--
国际航线	953	895	279	336	623	--
期末定期航班国内通航城市数（个）	234	237	244	249	255	--
飞机平均日利用率（小时）	9.33	6.49	6.62	4.35	8.12	8.9
正班客座率（%）	83.2	72.9	72.4	66.6	77.9	83.3
正班载运率（%）	71.6	66.5	66.9	65.0	67.7	72.0

注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、列式。



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制。

图 15. 我国机队规模增速



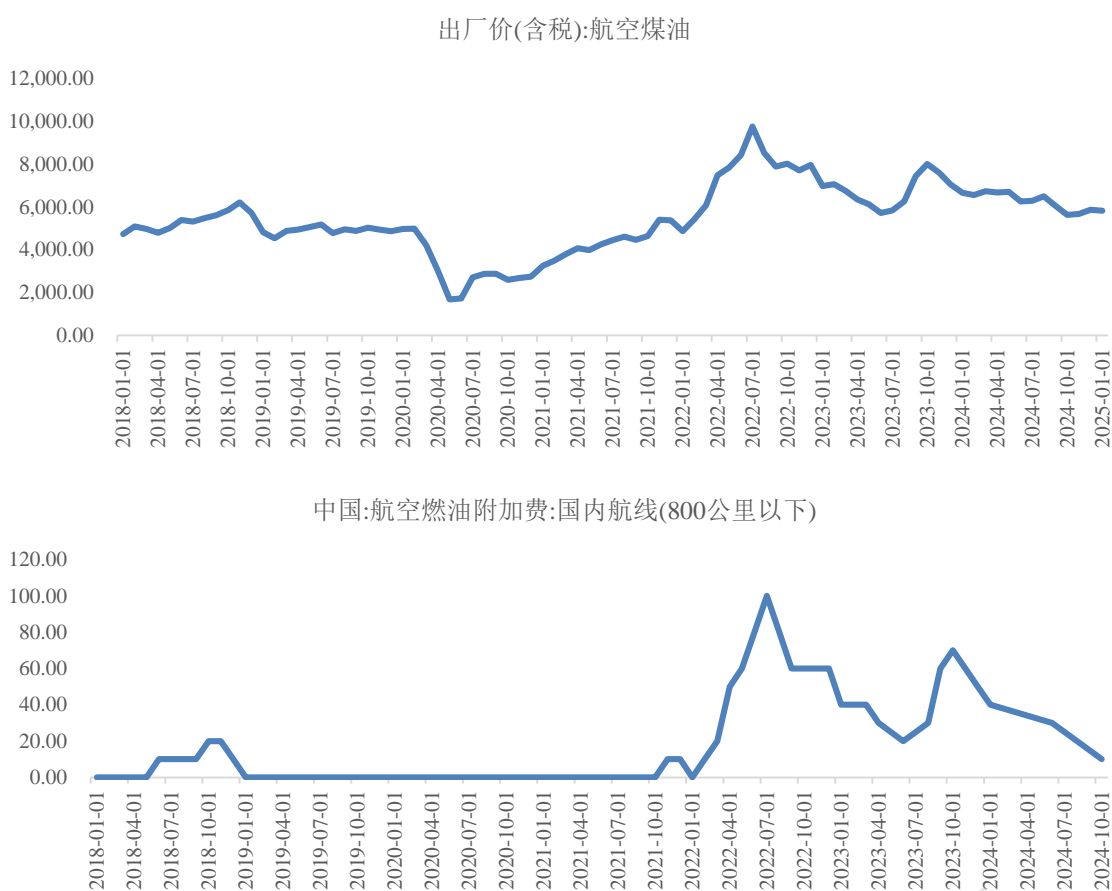
注 1：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制；

注 2：正班客座率与正班载运率为右轴，飞机平均利用率为左轴。

图 16. 我国民航运输效率指标

票价方面，2024 年机票价格有所下跌，但出行需求旺盛，呈现出“旺季更旺”的态势。根据航班管家统计：“2024 年民航经济舱平均票价约 762 元，同比 2023 年下降 12.7%（票差在百元），同比 2019 年下降 4.4%”。

成本端方面，我国民航运输业成本主要由燃油费、资产折旧与摊销、员工薪酬、机场起降费、维修成本等构成，其中运行最大的成本支出为燃油费，2024 年以来航空煤油价格趋势下滑，并于 10 月触及低值 5,637 元/吨，全年均价同比下降 6.91%，但较之 2019 年仍增长 28.34%。燃油附加费是航空公司收取的反映燃料价格变化的附加费，国家发改委和民航局印发文件规定，国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油综合采购成本实行联动，国内航空煤油出厂价和综合采购成本随国际市场油价变化每月调整一次，即国内航空煤油综合采购成本超出基准油价（5,000 元/吨），航空公司可以适当收取燃油附加费弥补成本，但附加费的征收难以覆盖油价上涨带来的增量成本。

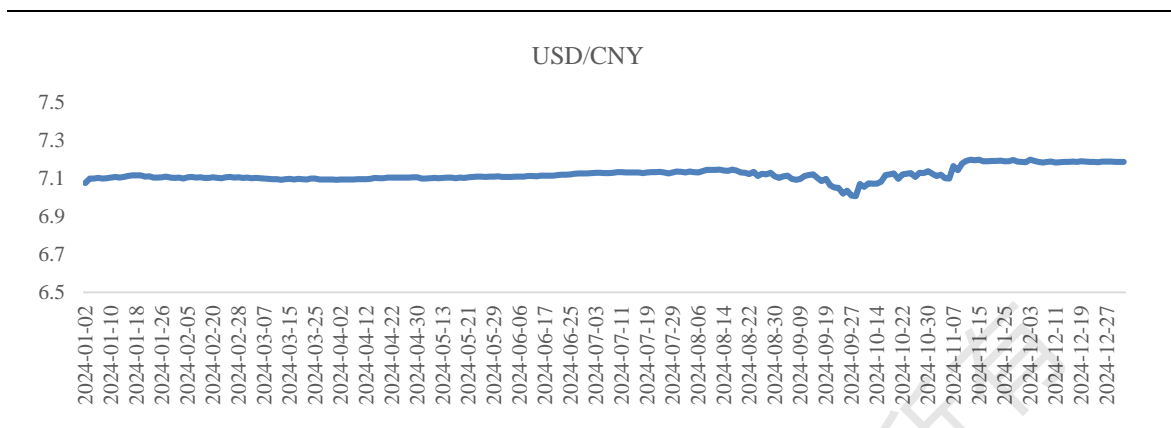


注：新世纪评级根据 Wind 资讯数据整理、绘制。

图 17. 航空燃油成本及航旅燃油附加费变化趋势（单位：元/吨，元）

费用端，航空公司对外部融资依赖较大，存在不同规模的外币债务，市场利率及汇率的变动都会引起航司资金利息和汇兑损益等费用（尤其是财务费用）的波动，进而影响航司的利润和资产负债情况。民航运输业具有资金密集的行业特点，外部融资需求偏高的情况下，市场融资环境的松紧变化将对航司资金成本控制带来压力，以间接融资来观察，2024 年 6 月末，中国东航、南方航空、中国国航、海航航空和春秋航空的长期借款年利率区间分别为 2.00-3.20%、1.20-3.43%、2.00-4.45%、1.66-5.70%、2.45-3.45%，融资成本趋势下降；考虑到航空公司购置/租赁飞机或发动机若以外币结算，外部借贷环境也将影响其融资成本控制策略，2024 年 9 月以来美联储和欧洲央行“降息”也带来一定外币债务利息压力的缓解。

航司汇率风险主要来自外币有息类债务、飞机/航油等境外采购，以及国际机场起降费用支出等，航司一般通过外汇远期合约锁定汇率，对冲美元汇率波动影响。美元兑人民币汇率中间价由 2022 年底的 6.9646 上涨至 2023 年 6 月 30 日的 7.2258（年内最高点），2023 年底下降至 7.0827（依旧居高），2024 年美元兑人民币汇率中间价平稳居高（介于 7.0074~7.1996），人民币贬值压力依旧带来民航运输公司呈现汇兑损失的状态，也进一步影响其运力补充计划、资产负债和利润表现，2022 年以来民航运输企业多持续呈现汇兑损失。



资料来源：中国货币网。

图 18. 2024 年以来美元兑人民币汇率中间价走势图

民航运输行业在盈利水平变化影响因素多元，包括客货运量规模、票价水平、国内国际航线布局侧重、财政补贴，以及各项成本端和费用端的控制能力。根据历年民航行业发展统计公报统计信息，2020-2022 年民航全行业营业收入均值 6,702 亿元，降至 2016 年水平，较 2019 年缩减 37%，2020-2022 年民航全行业合计利润总额亏损 3,991 亿元，亏损量超过 2011-2019 年利润积累，其中航空公司合计亏损额 3,237 亿元，亏损量超过往年十多年的利润积累。

2023 年民航全行业营业收入 10,237 亿元，恢复至 2019 年的 96.35%，

其中航空公司营业收入已超过 2019 年规模；利润方面，2023 年民航全行业利润总额亏损 211 亿元，同比明显减损，其中航空公司亏损 59 亿元，较之 2019 年的盈利情况，2023 年航空公司依然面临着航空煤油价格居高、汇兑损失等成本费用控制压力，以及海外国际市场仍有待恢复。

2024 年前三季度，七大上市航空公司⁴营业收入约 4,557.47 亿元，较上年同期增长 16.54%，较 2019 年同期增长 14.45%，毛利为正值，并较上年同期增长 5.53%，但依旧不及 2019 年同期（-34.21%）；同期，利润总额方面，航司利润呈现盈利，并较上年同期增长 107.12%，但因燃油成本等因素影响下，利润积累仍不及 2019 年同期（-50.04%）。

表 5. 我国民航业经济效益情况（单位：亿元）

分类	2009-2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年前三季度	2023 年前三季度	2019 年前三季度
营业收入	59,786	10,625	6,247	7,529	6,329	10,237	—	—	—
其中：航空公司	41,329	6,487	3,755	4,245	3,365	6,761	4,557.47	3,910.78	3,982.23
机场	6,830	1,207	883	944	770	1,020	646.86	632.75	655.51
保障企业	11,628	2,931	1,609	2,340	2,194	2,457	—	—	—
利润总额	3,997	541	-974	-843	-2,174	-211	—	—	—
其中：航空公司	2,595	261	-794	-671	-1,771	-59	134.12	64.76	268.45
机场	836	161	-233	-246	-476	-199	-27.68	-67.03	163.50
保障企业	567	119	53	75	73	47	—	—	—

资料来源：2019-2023 年民航行业发展统计公报。注：三季度数据为不完全统计数据，航空公司数据来自上市公司加和数，机场数据来自公开发债机场加和数，仅参考。

2025 年 1 月 9 日，《2025 年全国民航工作会议》在京召开，会议指出全行业 2024 年共完成运输总周转量 1,485.2 亿吨公里、旅客运输量 7.3 亿人次、货邮运输量 898.2 万吨，同比分别增长 25%、17.9%、22.1%，较 2019 年分别增长 14.8%、10.6%、19.3%。国际客运航班增至每周 6,400 班，恢复至疫情前 84%，国际货邮运输量同比增长 29.3%。2024 年全行业同

⁴ 南方航空、中国东航、中国国航、海航控股、吉祥航空、春秋航空和华夏航空。

比减亏 206 亿元，总体实现扭亏为盈。

会议提出了 2025 年行业发展主要预期指标：运输总周转量 1,610 亿吨公里、旅客运输量 7.8 亿人次、货邮运输量 950 万吨，行业盈利水平进一步提升。综合看，预计 2025 年我国民航载运量将保持增长态势，同比增速或有放缓但仍持稳发展。

二、政策环境

交通运输行业具有政策导向性，其经营许可、功能定位、收费机制、补贴机制等均需遵照主管部门有关规定执行（或受到我国各级政府单位指导），行业对政策及细则变化的敏感度较高，行业内企业面临政策管控的压力仍较大。政策的另一面是支持与扶持，交通运输是社会运行的基石，较易得到政策、资金等各方面的支持。

2024 年以来，交通运输行业政策聚焦于物流降本提质增效、交通运输设备大规模更新、加快建设统一开放的交通运输市场和安全等方面。

物流降本提质增效

2024 年 11 月，交通运输部和国家发展改革委发布《交通物流降本提质增效行动计划》，中共中央办公厅和国务院办公厅发布《有效降低全社会物流成本行动方案》，均提出目标：到 2027 年，交通物流降本提质增效取得显著成效，社会物流总费用与国内生产总值的比率力争降低至 13.5% 左右（2023 年为 14.4%）。

交通物流是推进降低全社会物流成本的关键领域⁵，降低物流成本并非简单地全面降低设施收费标准，在完善交通物流基础设施硬件和软件

⁵ 根据中国物流与采购联合会公布的数据，社会物流总费用包含运输费用、保管费用、管理费用，其中运输费用是最大组成部分，2023 年达 9.8 万亿元，占社会物流总费用的 50% 以上。

建设的同时，持续推进运输结构调整优化和网络化构建，强化大宗物资“公转铁”、“公转水”，通过交通多样式联运和运输方式调节（多种运输方式衔接⁶），来加强运输效率。到 2027 年铁路货运量、铁路货运周转量占比力争分别提高至 11%、23%左右，港口集装箱铁水联运量保持较快增长。同时交通物流数字化、智慧化加快发展，平台经济、低空经济等结合的物流新模式也有助于推进交通物流降本提质增效。

交通运输设备大规模更新

2024 年 6 月，交通运输部等多部门联合发布《交通运输大规模设备更新行动方案》，提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新、老旧营运船舶报废更新、老旧机车淘汰更新、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造、标准提升七大行动，大力促进先进设备和北斗终端应用，促进交通能源动力系统清洁化、低碳化、高效化发展，有序推进行业绿色低碳转型。此外，还配套发布了《新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》、《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》、《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》、《老旧型铁路内燃机车淘汰更新监督管理办法》等配套细则。

中短期内，交通运输企业在运输工具方面的投入力度将有所加大，资本性支出压力。同时随着运输工具绿色低碳转型进程加快，有助于降低交通运输企业对燃油的依赖度，平滑原油市场价格波动对企业经营成本的影响，一定程度上缓解成本管控压力。

⁶ “我国铁路货运发展形势良好，今年 1 至 10 月，全国铁路货物发送量 42.6 亿吨，创历史同期最好水平。但由于多种运输方式衔接还不够顺畅，铁路运输两端短倒作业多，一定程度上推高了物流成本。”国家铁路局运输监督管理司副司长李振江表示，下一步，铁路部门将在抓好基础设施“硬联通”的基础上，抓好规则标准“软联通”，推动实现货物运输“宜铁则铁”，促进降低物流成本。

加快建设统一开放的交通运输市场

2024 年 12 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》，提出充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化铁路、公路、水路、民航、邮政等行业体制机制改革，完善制度规则，推动交通运输跨区域统筹布局、跨方式一体衔接、跨领域协同发展，形成统一开放的交通运输市场，为提升综合交通运输效率、加快建设交通强国提供坚实保障。并分别从深化交通运输重点领域改革、完善交通运输市场制度、优化交通运输市场要素资源配置、完善交通运输市场监管机制和加强组织实施等方面推进实施。

三、样本分析⁷

民航企业样本分析详见[《中国民航行业 2024 年中期信用观察》](#)（最新财务数据口径为 2024 年上半年度），考虑到海运子行业集中度极高，故下文仅针对道路（公路）运输子行业样本进行样本分析。

（一）样本筛选

本文分析样本选取标准为 Wind 四级行业分类（2024）下属于道路运输行业的发债企业及上市公司。道路运输企业往往同时开展仓储、商贸、货运代理等多元化业务，业务模式差异较大，因此剔除因同时从事其他主营业务⁸，导致财务特征与所归属的子行业内企业一般特征差异较大，并对本文分析内容产生重大影响的样本。最终选取有效样本 24 户，如下表所示，包括道路客运行业样本企业 14 户、道路货运行业样本企业 10 户。

⁷ 此部分样本数据的计算，行业整体样本指标是指将全部样本看成一个大企业计算出来的数据和指标值，例如，行业整体资产负债率是样本企业全部债务/全部资产。

⁸ 因此将道路货运中仓储业务占比高（如：广东宏川智慧物流股份有限公司、中储发展股份有限公司）、货代业务占比高（如：上海畅联国际物流股份有限公司、中国外运股份有限公司、江苏海晨物流股份有限公司）、商贸业务占比高（如：广州市嘉诚国际物流股份有限公司、嘉友国际物流股份有限公司、上海雅仕投资发展股份有限公司）的企业剔除，此外传化智联股份有限公司主要经营物流网络平台服务，福然德股份有限公司钢材加工占比高，中国邮政集团有限公司金融业务占比高，也将其剔除。

表 6. 样本企业名单及其细分行业归属

道路客运		道路货运	
温州市交通运输集团有限公司	大众交通（集团）股份有限公司	广东炬申物流股份有限公司	上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司
苏州市公交集团有限公司	南通汽运实业集团有限公司	北京长久物流股份有限公司	申通快递股份有限公司
广州市公共交通集团有限公司	四川富临运业集团股份有限公司	龙洲集团股份有限公司	顺丰控股股份有限公司
成都市公共交通集团有限公司	湖北三峡旅游集团股份有限公司	广东原尚物流股份有限公司	韵达控股股份有限公司
桐庐县交通发展集团有限公司	江西长运股份有限公司	新疆天顺供应链股份有限公司	/
郑州市公共交通集团有限公司	上海锦江在线网络服务股份有限公司	德邦物流股份有限公司	
/	海南海汽运输集团股份有限公司	/	
/	郑州交通建设投资有限公司	/	

注：1）根据 Wind 数据整理；2）根据《国民经济行业分类》，道路货物运输中包含邮件包裹道路运输，目前我国快递类企业运输方式仍以道路运输为主，因此将快递类企业纳入上表道路货运样本。

（二）业务分析

1. 道路客运样本

公交业务因准公益性定价导致政策性亏损，道路旅客运输业务受其他运输方式分流影响盈利能力偏弱，因此道路客运行业经营持续亏损。2024 年前三季度受益于客运需求持续恢复，样本企业收入增长，经营亏损有所缩窄。公交业务可获得大额政府补助，是行业利润的重要来源。

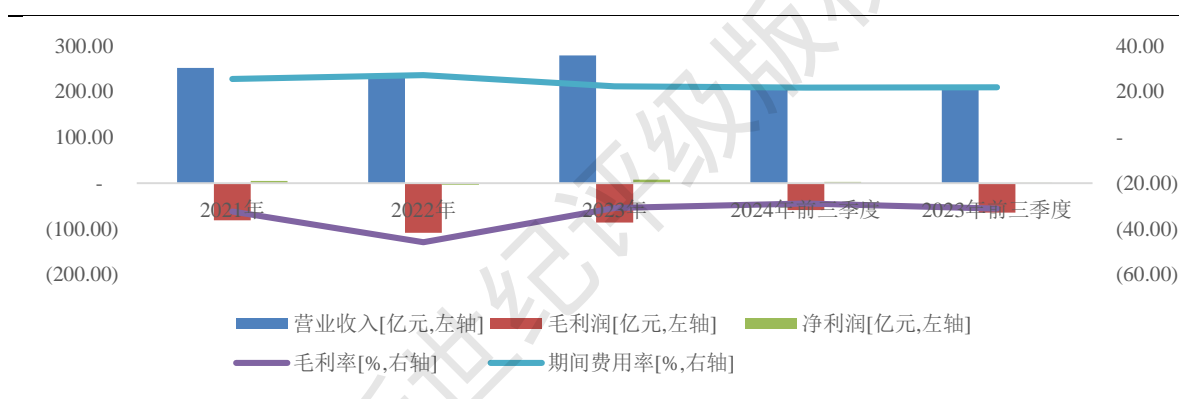
客运样本企业以省/市/县级区域性垄断企业为主，体量有限，2021-2023 年及 2024 年前三季度⁹样本企业收入分别为 251.79 亿元、236.27 亿元、279.67 亿元和 204.18 亿元，其中 2022 年受公共卫生事件影响，居民出行需求较弱，样本企业收入有所减少；随着公众出行能力/意愿及运输

⁹ 部分样本企业未公布 2024 年前三季度（末）数据，采用半年度（末）数据处理。

通常度提升，客运需求恢复，2023 年样本企业收入同比增长 18.37%；2024 年前三季度样本企业收入较上年同期基本持平。从经营指标来看，2021-2023 年，样本企业¹⁰中客流量分别为 27.53 亿人次、22.31 亿人次和 24.84 亿人次，与行业客流量变动趋势一致。

公交业务具有准公益性特征，普遍处于政策性亏损状态，而道路旅客运输业务受其他运输方式分流影响，盈利能力较弱，近年来样本企业综合毛利率持续为负，2021-2023 年及 2024 年前三季度分别为-32.37%、-45.87%、-30.92%和-28.85%。受益于客运需求有所恢复，2023 年及 2024 年前三季度亏损较上年同期分别缩窄 14.95 个百分点和 2.36 个百分点。

道路客运企业在运输工具、客运场站等方面的资本性支出带来较大额折旧摊销，同时劳动力密集特征带来大量人工成本，因此期间费用以管理费用为主，2021-2023 年及 2024 年前三季度样本企业管理费用分别为 43.87 亿元、44.00 亿元、42.38 亿元和 30.31 亿元，占期间费用的比重近 70%；期间费用率分别为 25.55%、27.21%、22.39%和 21.87%，对利润侵蚀较为严重。

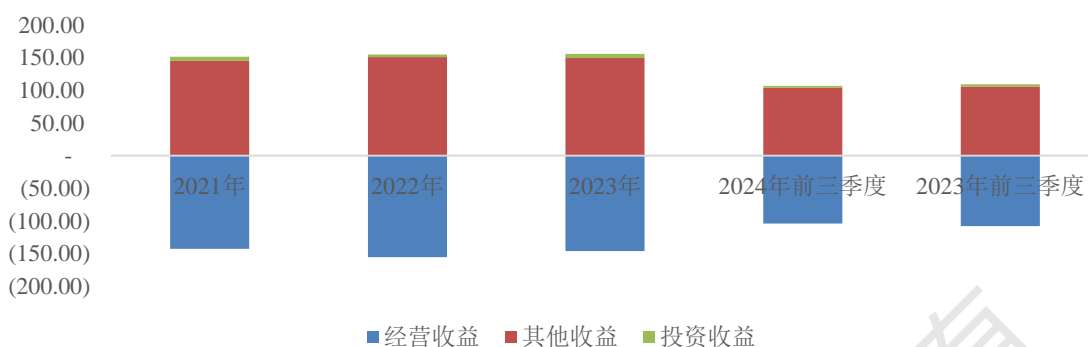


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 19. 道路客运样本企业营业收入和利润变化情况

¹⁰ 未获得桐庐县交通发展集团有限公司、郑州市公共交通集团有限公司、大众交通（集团）股份有限公司、四川富临运业集团股份有限公司、湖北三峡旅游集团股份有限公司、上海锦江在线网络服务股份有限公司客运量数据。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，样本企业经营亏损分别为 143.02 亿元、155.62 亿元、146.21 亿元和 103.83 亿元。政府对公交业务提供综合补贴、亏损补贴、油价补贴、购车补贴等款项，可支撑客运企业基本盈亏平衡，同期样本企业其他收益分别为 145.31 亿元、151.00 亿元、149.48 亿元和 103.80 亿元，净利润分别为 4.90 亿元、-3.48 亿元、7.94 亿元和 2.45 亿元，其中 2022 年净利润亏损主要系受公共卫生事件影响，经营亏损加剧，但地方财力受公共卫生事件影响有所削弱，补贴未能覆盖亏损所致。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 20. 道路客运样本企业非经营性收益变化情况（单位：亿元）

2. 道路货运样本

2024 年前三季度随着全球经济温和复苏，以及国内宏观刺激政策显效，道路货运行业收入和利润保持增长，但因服务同质化程度高，盈利能力整体偏弱。

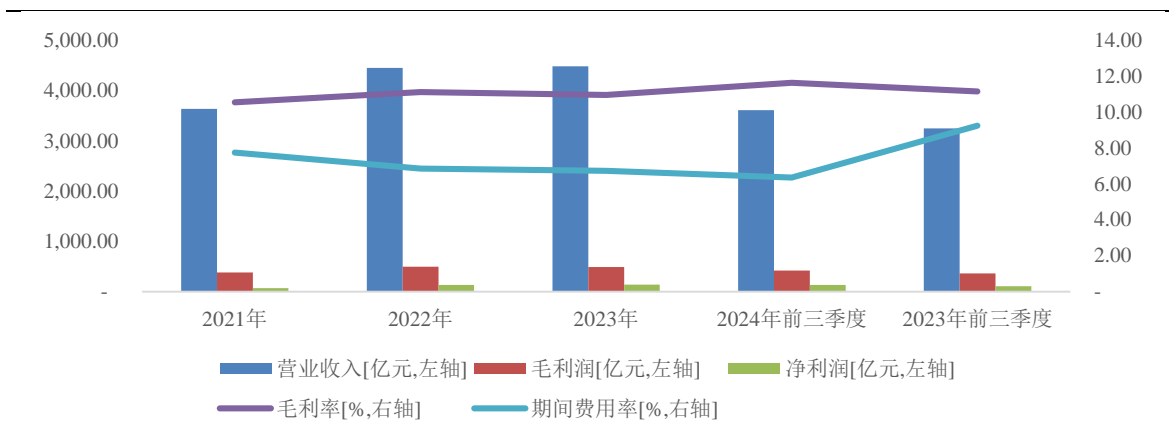
道路货运样本企业中不乏拥有全国性运输网络的龙头公司，业务规模较大，2021-2023 年及 2024 年前三季度样本企业收入分别为 3,637.36 亿元、4,456.97 亿元、4,489.02 亿元和 3,615.29 亿元，2023 年主要受益于国内经济温和复苏，2024 年前三季度随着全球经济温和复苏，以及国内

宏观刺激政策显效，样本企业收入持续增长。样本企业收入主要来自于快递类企业，快递行业集中度高，且样本快递类企业均为行业头部企业，同期收入分别为 3,203.83 亿元、4,025.09 亿元、4,027.23 亿元和 3,258.89 亿元。非快递类货运样本企业因行业分散，个体规模均较小，同期收入分别为 433.52 亿元、431.88 亿元、461.79 亿元和 356.39 亿元。

从经营指标来看，货运企业因运输货物种类不同，以及受信息披露程度限制，难以统计所有样本企业货物运输量，因此仅统计快递类样本企业货运量，2021-2023 年快递类样本企业的快递业务量分别为 565.71 亿件、591.75 亿件和 695.35 亿件，在“直播电商”等新业态的持续渗透下，农村等下沉市场的消费潜力进一步释放下，快递业务量持续增长。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，道路货运样本企业综合毛利率分别为 10.56%、11.12%、10.97%和 11.65%，盈利水平较为稳定；货运企业因其服务同质化程度高，且部分细分行业进入门槛低，竞争者众多，盈利能力整体偏弱。

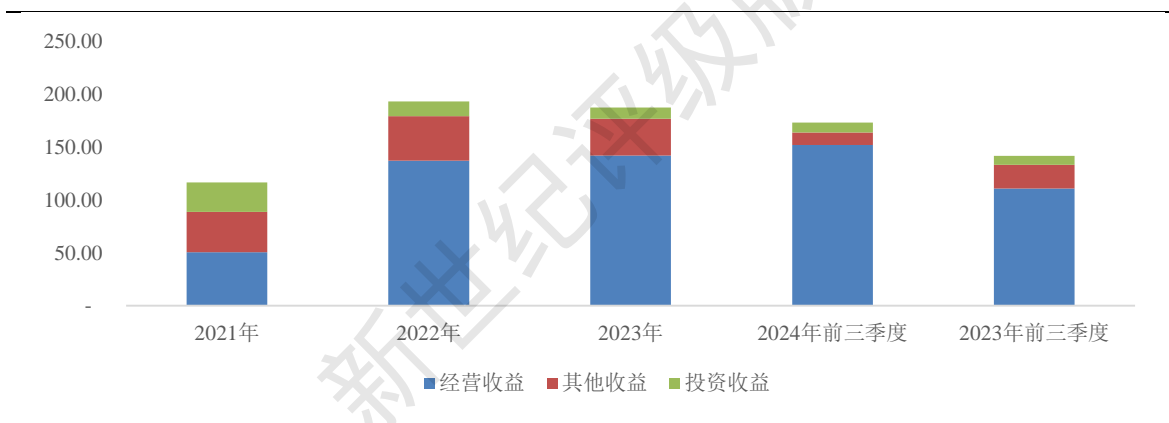
受益于规模效应和市场化运营机制，货运样本企业成本控制能力相对较强。2021-2023 年及 2024 年前三季度，样本企业期间费用率分别为 7.76%、6.85%、6.74%和 6.36%，其中管理费用占比超过 75%，主要系运输工具、货运枢纽等固定资产折旧摊销和人工成本。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 21. 道路货运样本企业营业收入和利润变化情况

货运样本企业盈利主要来自经营收益，2021-2023 年及 2024 年前三季度分别为 50.67 亿元、137.21 亿元、142.22 亿元和 152.26 亿元。基本来自于快递类企业，同期分别为 54.52 亿元、136.56 亿元、142.05 亿元和 148.35 亿元，其中 2021 年经营收益较少主要系当期快递行业竞争加剧，出现恶性价格战，导致快递类企业经营收益大幅下滑甚至部分企业出现经营亏损所致。非快递类货运样本企业因行业分散，个体规模较小，盈利能力微弱。2021-2023 年及 2024 年前三季度，样本企业净利润分别为 71.13 亿元、133.64 亿元、141.70 亿元和 132.68 亿元，呈增长态势。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 22. 道路货运样本企业非经营性收益变化情况（单位：亿元）

(三) 财务分析

1. 道路客运样本

道路客运企业经营积累能力弱，加之持续推进车辆购置和场站建设支出，样本企业负债规模稳步扩张。受益于股东资本注入、资产划转等支持，财务杠杆维持在适中水平。负债以刚性债务和应付类账款为主，刚性债务偏中长期。EBITDA 可为利息支出提供较好保障，叠加样本企业获现能力较强，现金储备较为充裕，以及金融机构融资渠道较畅通，均可为债务偿付提供较好支持。

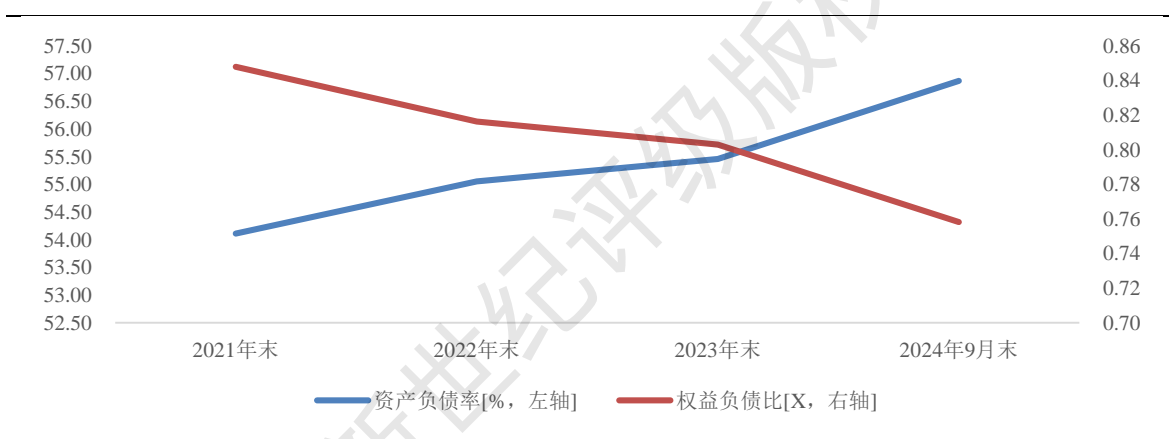
(1) 财务杠杆

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，道路客运样本企业总资产分别为 1,491.44 亿元、1,542.45 亿元、1,620.38 亿元和 1,671.87 亿元，其中非流动资产占比分别为 61.37%、61.04%、60.37%和 58.34%，资产结构偏长期化，与行业基本特征和属性相匹配，样本企业资本性支出集中于运输工具和场站等，因此非流动资产以固定资产、在建工程、使用权资产和投资性房地产为主。道路运输行业现金回笼情况较好，样本企业账面现金类资产充裕，2021-2023 年末现金类资产占流动资产的比重分别为 32.85%、27.85%和 25.14%。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业总负债分别为 807.06 亿元、849.20 亿元、898.66 亿元和 950.83 亿元，道路客运企业收益水平偏低，经营积累能力弱，加之近年来行业在场站建设、车辆购置等方面的投资持续推进，样本企业负债规模稳步扩张。从债务期限结构来看，样本企业非流动负债的占比近半，同期末非流动负债占总负债的比重分别为 46.49%、45.77%、45.86%和 47.03%。从构成来看，样本企业负债以刚性债务和应付类账款为主。2021-2023 年末，样本企业刚性债务余额分别为

467.49 亿元、487.22 亿元和 525.92 亿元，占负债总额的比重分别为 57.92%、57.37%和 58.52%，其中中长期刚性债务占比约 65%。同期末，应付账款和其他应付款余额合计占总负债的比重分别为 25.14%、27.49%和 27.67%，应付类账款较多是样本企业负债期限结构短期化明显的重要原因，具体来看主要是公交业务相关的购车款和质保金、应付场站建设工程款和往来款等，其中郑州交通建设投资有限公司应付郑州市财政局往来款规模较大。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业所有者权益分别为 684.38 亿元、693.24 亿元、721.72 亿元和 721.04 亿元，道路客运企业多为国有背景，受益于股东资本注入、资产划转等支持，所有者权益规模呈扩张趋势。道路客运企业收益水平低，经营积累能力弱，未分配利润规模较小，所有者权益以实收资本和资本公积为主，同期末两者占比约 78%。受益于股东支持，近年来样本企业财务杠杆维持在适中水平，同期末资产负债率分别为 54.11%、55.06%、55.46%和 56.87%；权益负债比分别为 0.85 倍、0.82 倍、0.80 倍和 0.76 倍，近年来保障程度有所弱化。

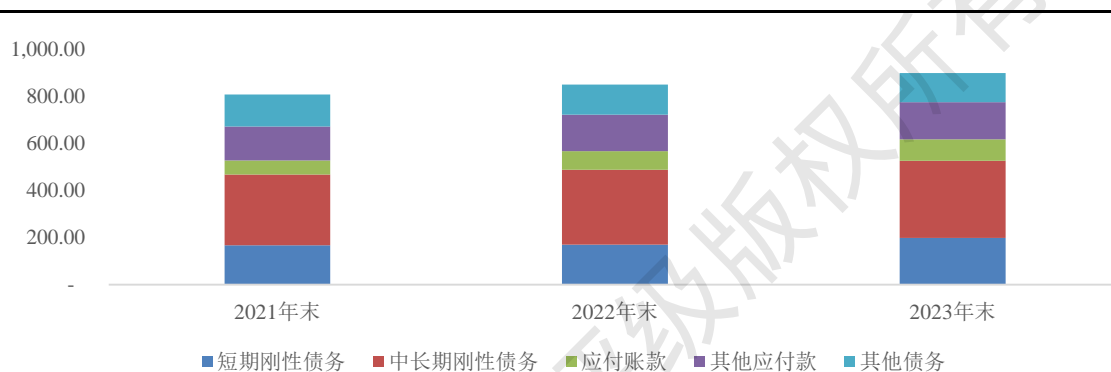


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 23. 道路客运样本企业整体资产负债率与权益负债比

（2）偿债能力

2021-2023 年末，样本企业刚性债务分别为 467.49 亿元、487.22 亿元和 525.92 亿元，以中长期刚性债务为主，同期末中长期刚性债务占比分别为 64.26%、65.17%和 62.45%，与资产结构相匹配。从融资渠道来看，样本企业主要通过银行借款筹集资金，其国企背景和较为稳定（不考虑公共卫生事件等意外冲击）的经营性现金流入使得道路客运企业较易获取银行资金支持，同期末银行借款余额分别为 271.95 亿元、291.24 亿元和 349.06 亿元，占刚性债务的比重约 60%；同期末存续债券余额分别为 121.35 亿元、125.36 亿元和 115.12 亿元，占刚性债务的比重在 20%-25% 之间，样本企业对债券市场融资依赖度可控。仅从财务费用中的利息费用推算，2022-2023 年样本企业综合融资成本¹¹分别为 3.31%和 2.86%，受益于融资环境宽松，2023 年样本企业综合融资成本比上年同期下降 0.46 个百分点。



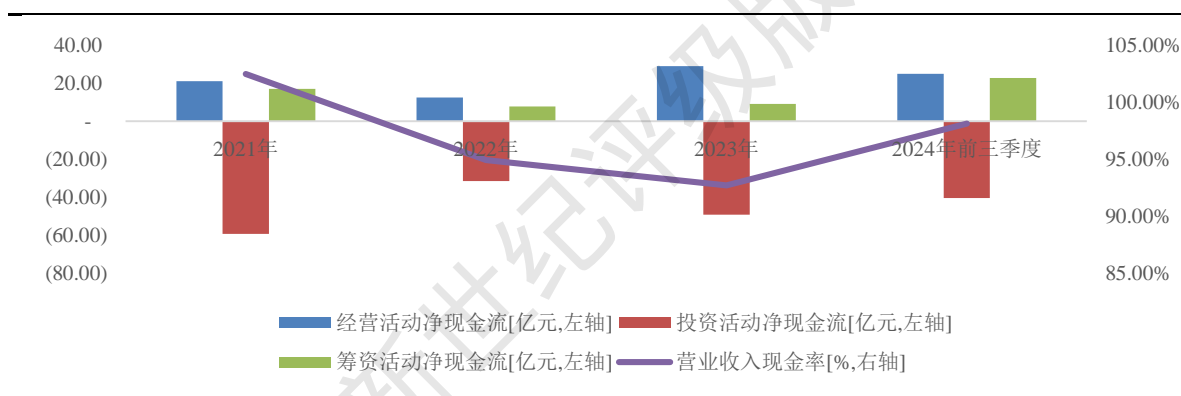
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 24. 道路客运样本企业负债构成及变化趋势

道路客运业务具有现金结算的特点，客观上保证了资金的回笼，但由于公交业务存在政策性大额亏损，而城际客运面临其他交通方式分流近年来经营走下坡路，道路客运企业往往开展多种多元化业务，以弥补主业

¹¹ 综合融资成本=当期费用化利息支出/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)×100%

经营下滑和亏损。受多元化业务结算影响，样本企业现金回笼出现波动，2021-2023 年及 2024 年前三季度营业收入现金率分别为 102.46%、94.94%、92.71%和 98.12%，其中 2023 年资金回笼有所滞后，主要系大众交通（集团）股份有限公司开展的房地产项目交付结转收入，而相应款项在以前年度已经预收，因此拖累了样本整体资金回笼效率。样本企业经营现金流持续呈净流入状态，2021-2023 年及 2024 年前三季度分别净流入 21.03 亿元、12.37 亿元、28.84 亿元和 24.85 亿元，其中 2023 年随着客运需求回升，经营性现金净流入额明显增长。行业资本性支出维持在一定规模，同期样本企业投资性现金净流出额分别为 59.09 亿元、31.40 亿元、49.10 亿元和 40.32 亿元，其中购建固定资产、无形资产及其他非流动资产现金流支出分别为 40.97 亿元、52.76 亿元、58.43 亿元和 38.40 亿元。经营性现金流无法覆盖资本性支出需求，样本企业依赖外部融资满足部分投资资金需求以及债务滚续，同期筹资性现金流净额分别为 16.91 亿元、7.70 亿元、9.16 亿元和 22.70 亿元，其中债务类净融资¹²分别为 36.02 亿元、9.88 亿元、24.62 亿元和 32.52 亿元，吸收投资收到的现金分别为 12.94 亿元、7.25 亿元、5.19 亿元和 8.49 亿元。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 25. 道路客运样本企业现金流量净额情况

¹² 债务类净融资=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

2021-2023 年，样本企业 EBITDA 分别为 73.33 亿元、71.57 亿元和 80.30 亿元，2023 年受益于客运需求回升，EBITDA 同比增长明显。样本企业 EBITDA 对刚性债务的保障程度一般，2021-2023 年 EBITDA/刚性债务分别为 0.16 倍、0.15 倍和 0.15 倍。同期 EBITDA/费用化利息支出分别为 4.57 倍、4.53 倍和 5.55 倍，2023 年受益于融资成本下降及 EBITDA 增长，利息保障能力有所提升。

表 7. 样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

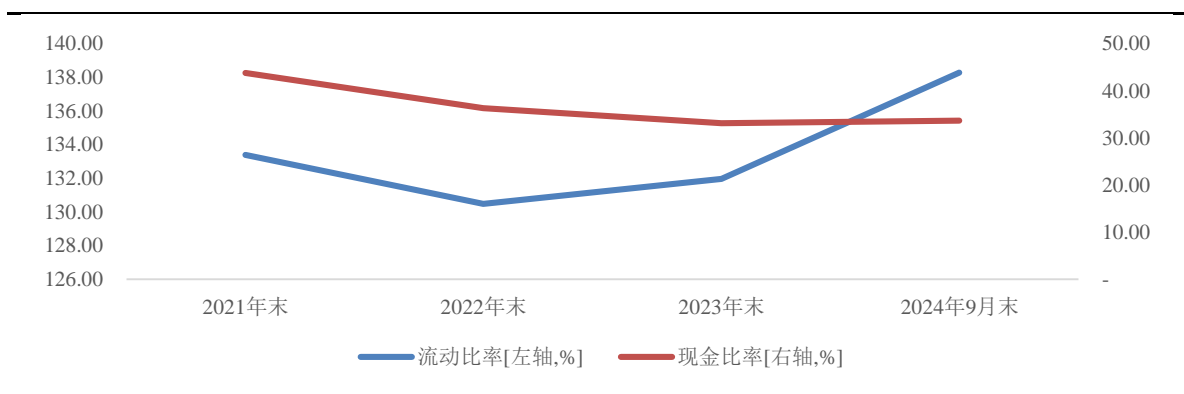
指标名称	2021 年	2022 年	2023 年
EBITDA/刚性债务 (×)	0.16	0.15	0.15
EBITDA/费用化利息支出 (×)	4.57	4.53	5.55
综合融资成本 (%)	/	3.31	2.86

注：1) 根据样本企业数据整理绘制；2) 综合融资成本=当期费用化利息支出/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)×100%。

(3) 流动性

道路客运企业货币资金储备量较为充裕，其现金类资产可对短期债务偿付保障提供较强支撑，2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业现金比率分别为 43.83%、36.35%、33.17%和 33.71%。同期末，流动比率分别为 133.40%、130.50%、131.98%和 138.30%，资产账面流动性尚可。授信方面，样本企业最新获得授信总额 1,128.89 亿元¹³，剩余可使用额度为 782.87 亿元，金融机构授信支持力度较高。

¹³ 授信数据取自 Wind 资讯，其中郑州市公共交通集团有限公司、四川富临运业集团股份有限公司、上海锦江在线网络服务股份有限公司和海南海汽运输集团股份有限公司未披露授信情况。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 26. 道路客运样本企业流动性指标情况

2. 道路货运样本

近年来道路货运样本企业负债扩张规模有所放缓，叠加经营积累持续夯实权益规模，样本企业财务杠杆维持适中水平。负债以刚性债务和应付账款为主，刚性债务偏短期化。货运样本企业 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度优于客运企业，现金储备也更充裕，但因货运样本企业多为民营背景，且除头部企业外其余规模较小，金融机构支持力度弱于客运样本企业。

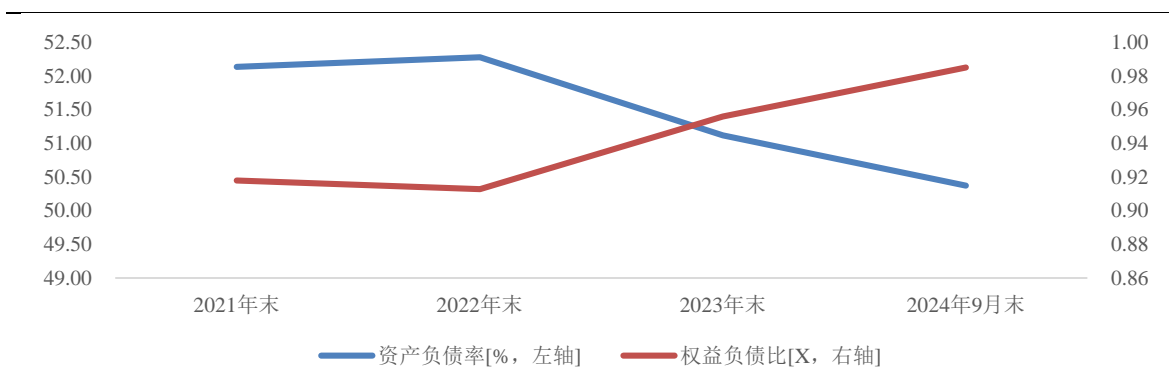
(1) 财务杠杆

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，道路货运样本企业总资产分别为 3,406.30 亿元、3,554.98 亿元、3,702.10 亿元和 3,688.65 亿元，其中样本快递类企业均为行业龙头，规模较大，占比约 90%。同期末，非流动资产占比近 60%，资产结构偏长期化，与行业基本特征和属性相匹配，样本企业资本性支出集中于运输工具和货运枢纽等，因此非流动资产以固定资产、在建工程、使用权资产和投资性房地产为主。道路货运行业现金回笼情况较好，账面现金类资产充裕，2021-2023 年末现金类资产占流动资产的比重约 50%，高于客运样本企业。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业总负债分别为 1,776.01

亿元、1,858.51 亿元、1,892.62 亿元和 1,858.04 亿元（样本快递类企业占比同样约 90%），负债扩张速度有所放缓。从构成来看，样本企业负债以刚性债务和应付账款为主。2021-2023 年末，样本企业应付账款分别为 394.78 亿元、405.89 亿元和 421.46 亿元，占负债总额的比重约为 22%，主要系应付运力采购款、设备款和枢纽建设工程款等。同期末，刚性债务余额分别为 983.83 亿元、1,019.34 亿元和 1,057.42 亿元，占负债总额的比重约为 55%。样本货运企业基本为民营背景，获取长周期融资的难度及成本相对较高，且货运企业现金类资产更为充裕，因此相较客运企业，货运企业多呈现以短期外部融资为主的特征。叠加应付账款占比较高，样本企业期限结构短期化，近年来非流动负债占比在 30%左右。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，样本企业所有者权益分别为 1,630.29 亿元、1,696.46 亿元、1,809.48 亿元和 1,830.61 亿元，逐年增长。受益于经营积累，未分配利润持续增长，同期末分别为 523.31 亿元、610.20 亿元、701.97 亿元和 783.02 亿元，占所有者权益的比重从 32.10%提升至 42.77%。样本企业实收资本规模较为稳定；同期末资本公积分别为 610.10 亿元、588.76 亿元、584.21 亿元和 511.48 亿元，其中 2022 年减少主要系顺丰控股股份有限公司（简称“顺丰控股”）收购少数股东权益、以及申通快递股份有限公司回购注销员工持股计划的股票所致，2024 年 9 月末较上年末减少主要系顺丰控股收购少数股东权益所致。近年来样本企业财务杠杆维持在适中水平，同期末资产负债率分别为 52.14%、52.28%、51.12%和 50.37%；权益负债比分别为 0.92 倍、0.91 倍、0.96 倍和 0.99 倍，保障程度有所增强。

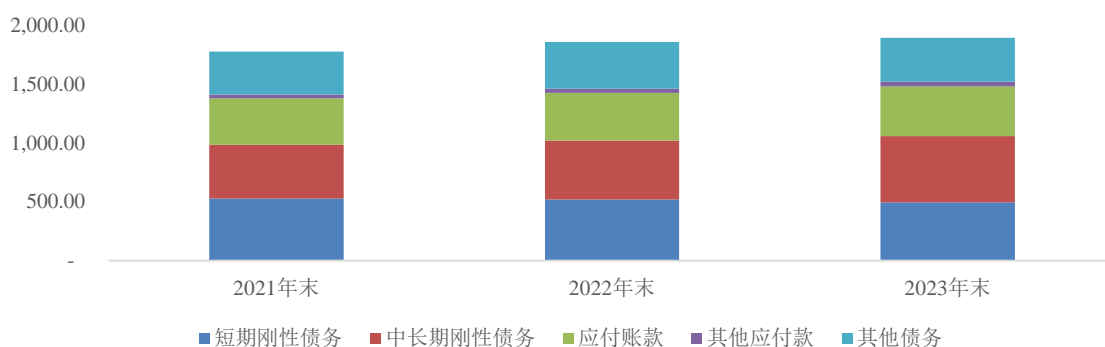


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 27. 道路货运样本企业整体资产负债率与权益负债比

(2) 偿债能力

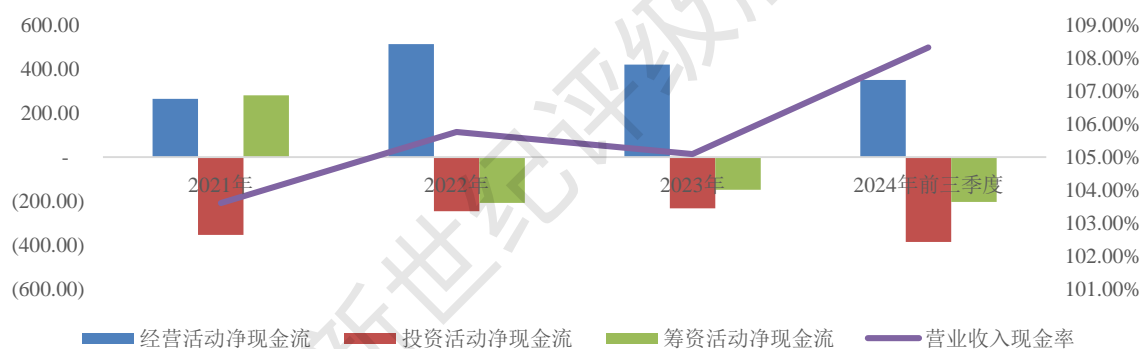
2021-2023 年末，样本企业刚性债务分别为 983.83 亿元、1,019.34 亿元和 1,057.42 亿元，从期限结构来看，短期刚性债务占比分别为 53.79%、51.14%和 46.75%，其中顺丰控股短期刚性债务占比偏低，拉低了样本企业整体占比，若剔除顺丰控股，样本企业短期刚性债务占比分别为 58.96%、60.67%和 54.15%。从融资渠道来看，样本企业主要通过银行借款筹集资金，同期末银行借款余额分别为 415.51 亿元、387.70 亿元和 537.91 亿元，占刚性债务的比重分别为 42.23%、38.03%和 50.87%；样本货运企业租赁负债规模也较大，同期末分别为 145.91 亿元、130.84 亿元和 125.97 亿元，占比分别为 14.83%、12.84%和 11.91%；同期末存续债券余额分别为 121.35 亿元、125.36 亿元和 115.12 亿元，占刚性债务的比重分别为 7.11%、5.83%和 4.70%，相较客运企业，货运样本企业对债券市场融资依赖度较低。仅从财务费用中的利息费用推算，2022-2023 年样本企业综合融资成本分别为 3.28%和 3.24%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 28. 道路货运样本企业负债构成及变化趋势

道路货运样本企业现金回笼较及时，2021-2023 年及 2024 年前三季度营业收入现金率分别为 103.61%、105.76%、105.10%和 108.33%。样本企业经营现金流持续呈净流入状态，同期分别净流入 266.23 亿元、515.16 亿元、422.04 亿元和 350.98 亿元；同期样本企业购建固定资产、无形资产及其他非流动资产现金流分别为 399.03 亿元、293.97 亿元、251.92 亿元和 170.00 亿元，随着货运枢纽/转运中心布局的逐步完善，资本性支出呈下降趋势；同期筹资性现金流净额分别为 281.71 亿元、-206.77 亿元、-148.35 亿元和 -203.55 亿元，2022 年以来顺丰控股偿还债务较多，对样本行业整体表现影响较大。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 29. 道路货运样本企业现金流量净额情况 (单位: 亿元)

2021-2023 年,道路货运样本企业 EBITDA 分别为 350.26 亿元、479.02 亿元和 479.05 亿元。道路货运样本企业 EBITDA 对刚性债务的保障程度较好,同期 EBITDA/刚性债务分别为 0.36 倍、0.47 倍和 0.45 倍。样本企业可为费用化利息支出提供较好保障, EBITDA/费用化利息支出分别为 13.04 倍、14.58 倍和 14.23 倍。客运企业因其盈利能力较弱且债务负担更重, 货运企业 EBITDA 对费用化利息和刚性债务的保障程度均优于客运企业。

表 8. 道路货运样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

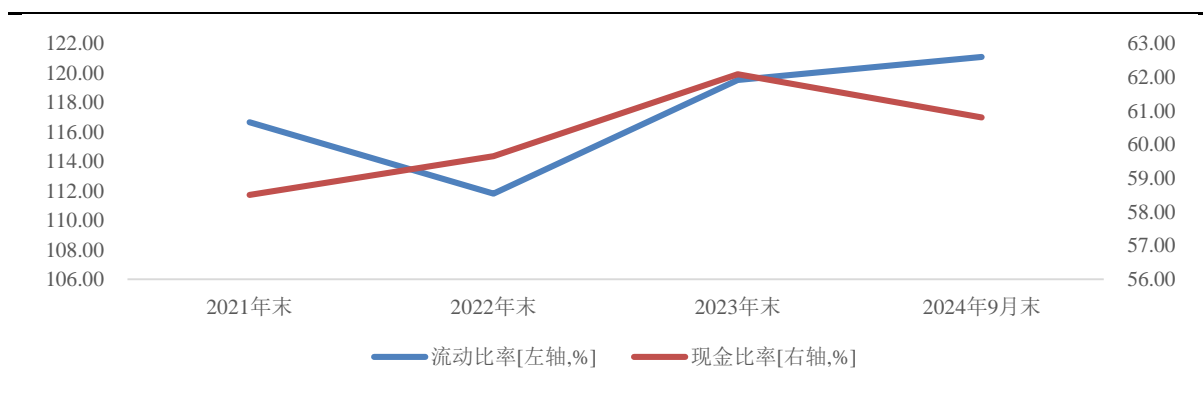
指标名称	2021 年	2022 年	2023 年
EBITDA/刚性债务 (×)	0.36	0.47	0.45
EBITDA/费用化利息支出 (×)	13.04	14.58	14.23
综合融资成本 (%)	/	3.28	3.24

注: 1) 根据样本企业数据整理绘制; 2) 综合融资成本=当期费用化利息支出/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)×100%。

(3) 流动性

道路货运样本企业货币资金储备量较为充裕, 其现金类货币资金可对短期债务偿付保障提供较强支撑, 2021-2023 年末及 2024 年 9 月末, 样本企业现金比率分别为 58.51%、59.67%、62.10%和 60.81%。同期末流动比率分别为 116.67%、111.82%、119.55%和 121.12%, 资产账面流动性尚可。货运企业现金类资产更为充裕, 现金比率优于客运企业; 但由于货运企业债务短期化更明显, 流动比率与客运企业相差不大。授信方面, 样本企业最新获得授信总额 1,502.53 亿元¹⁴, 剩余可使用额度为 1,071.21 亿元, 可对刚性债务余额形成基本覆盖。

¹⁴ 授信数据取自 Wind 资讯, 其中广东炬申物流股份有限公司、广东原尚物流股份有限公司和新疆天顺供应链股份有限公司未披露授信情况。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 30. 道路货运样本企业流动性指标情况

四、行业内企业债券融资与评级情况

(一) 债券融资

2021-2023 年，交通运输行业发行债券金额分别为 3,335.80 亿元、2,174.82 亿元和 1,116.00 亿元，发行规模持续下滑；同期偿还债券金额分别为 3,536.09 亿元、2,675.61 亿元和 1,911.39 亿元，呈净偿还状态。2024 年，交通运输行业发行债券 2,043.70 亿元，偿还债券金额 1,540.86 亿元，转为净流入。2021-2024 年末，交通运输行业存续债券余额分别为 3,631.80 亿元、3,126.51 亿元、2,377.12 亿元和 2,821.76 亿元。

表 9. 交通运输行业 2021~2024 年度债券发行、偿还及期末存续数据

所属年度	发行			偿还			存续		
	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)	企业 (家)	债券 (只)	金额 (亿元)
2021 年度	26	182	3,335.80	32	187	3,536.09	54	248	3,631.80
2022 年度	26	150	2,174.82	38	184	2,675.61	46	224	3,126.51
2023 年度	23	78	1,116.00	37	137	1,911.39	49	182	2,377.12
2024 年度	24	136	2,043.70	36	106	1,540.86	46	219	2,821.76
合计	--	546	8,670.32	--	614	9,663.95	--	--	--

注 1：根据 WIND 资讯数据整理；

注 2：数据取自 Wind 四级行业分类（2024）下属交通运输行业企业，包括样本分析中因开展与主业特征差异较大的多元化业务而剔除的样本，如中国邮政集团有限公司等。

(二) 信用评级

1. 主体信用等级分布与迁徙

从我国交通运输行业内已发债企业看，2024 年末我国交通运输行业公开发行债券的主体 46 家，其中 AAA 级主体 21 家，AA⁺级主体 11 家，AA 级主体 3 家，AA⁻级主体 4 家，A⁺级主体 1 家，C 级主体 6 家（海航航空集团有限公司及其下属子公司、江苏中联物流股份有限公司）。2024 年，行业内无发行人涉及主体级别变动。

表 10. 交通运输行业主体信用等级分布（截至 2024 年末）

发行主体 最新信用等级	2024 年		截至 2024 年末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量	占比 (%)
AAA	15	62.50	21	45.65
AA ⁺	7	29.17	11	23.91
AA	2	8.33	3	6.52
AA ⁻	--	--	4	8.70
A ⁺	--	--	1	2.17
C	--	--	6	13.04
合计	24	100.00	46	100.00

注：根据所收集的公开信息整理。

2. 信用事件/评级行动

2024 年度，交通运输行业内发债企业累计发布重大事项公告 114 份，涉及企业 26 户。主要涉及重大人事变更、资产划转、债务扩张幅度、股东股权变动、重大亏损等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具关注公告 3 份，其中涉及企业 3 户。

表 11. 2024 年度重大事项公告与评级行动情况

公告类型	人事变动	资产划转	债务扩张	股权股权变动	重大亏损	其他	合计
重大事项公告（份）	76	12	3	15	5	3	114
评级关注公告（份）	--	--	--	--	--	--	3
评级观察名单（份）	--	--	--	--	--	--	0
不定期跟踪评级报告（份）	--	--	--	--	--	--	0

注：根据所收集的公开信息整理。

2024 年度，行业内发债企业未发生违约/展期事件，无行业内发债企业的主体信用等级（含评级展望）发生变动。

五、信用展望

中短期内，交通客运需求预计整体保持稳定，货运需求或受中美贸易摩擦风险上升影响，不确定性加大。

客运需求取决于人口数量、人员流动需求和能力，以及交通运输的便利性等长期性因素，预计 2025 年我国交通客运需求整体保持稳定。

货运方面，从国内需求来看，2024 年 12 月中央召开的关于 2025 年的经济工作会议明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，宏观政策或将进一步发力稳经济，叠加“两重”、“两新”政策，均有望提振内需，拉动国内货运需求。但特朗普获选美国总统计划对华大幅加征关税，中美贸易摩擦风险增加，短期可能出现“抢出口”现象，中长期我国对美出口或将有所承压，货运表现对内需的依赖度将有所上升，关注内需修复情况。整体来看，预计 2025 年交通货运需求不确定性加大。

运输结构持续调整，不同运输方式间的替代效应将持续加大，细分行业相对表现或分化。

2025 年，预计不同运输方式之间结构性调整持续，细分行业表现或

相对分化。客运端，随着不同交通方式运力放开，竞争分流影响持续，以及居民出行偏好变化影响，道路客运量占比长期下滑的趋势难以逆转，铁路/民航/民航客运重要性将持续提升。

货运端，国家综合立体交通网络的持续完善和铁路和航空等运力放开，为不同运输方式融合发展提供了支撑。近年来《交通物流降本提质增效行动计划》、《有效降低全社会物流成本行动方案》等多项政策聚焦于持续推进运输结构调整优化和网络化构建，强化大宗物资“公转铁”、“公转水”，通过交通多样式联运和运输方式调节来加强运输效率，降低运输成本。政策推动下，预计 2025 年交通货运结构将持续调整，不同运输方式间的替代效应将持续加大。

交通运输企业运输设备投资压力将加大。

交通运输工具投资是交通运输企业重要的资本性支出，近年来在交通绿色发展政策、环保法规趋严的推动下，交通运输工具持续向低碳清洁转型。2024 年“交通运输大规模设备更新行动”实施，中短期内交通运输企业需在新能源运输工具购置以及运输工具改造升级方面加大投资力度，资本性支出压力加大。

另一方面，随着运输工具清洁低碳转型，新能源运输工具占比提升，交通运输企业对燃油价格波动敏感度将有所降低，长期看一定程度上有助于缓解其成本管控压力。

交通运输行业将持续推进降本增效，但其成本仍受燃油价格、人工成本、折旧摊销等影响较大。

2023 年社会物流总费用与国内生产总值的比率为 14.4%，《交通物流降本提质增效行动计划》等多文件提出，通过降低设施收费标准、推进多

式联运、优化运输结构等措施，压缩运输费用，加强运输效率，到 2027 年社会物流总费用与国内生产总值的比率力争降低至 13.5%左右。

随着运输工具清洁低碳转型，新能源运输工具占比提升，交通运输企业对燃油价格波动敏感度将有所降低，长期看一定程度上有助于缓解其成本管控压力。目前交通运输企业成本仍主要来自于燃油、人工、折旧摊销等，2024 年以来原油价格仍处于相对高位，叠加不断上涨的人工成本和较为刚性的折旧摊销，2025 年交通运输企业仍将面临一定成本管控压力。

全球进入降息周期，叠加行业融资政策支持，融资端有望持续受益。

2024 年以来，国内社会融资成本持续得到控制，且近期中央经济工作会议强调“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，预计 2025 年仍将有降准降息等政策措施，引导推动降低社会综合融资成本。海外市场来看，自 2024 年下半年以来全球主要发达经济体货币政策出现转向，亦开启了降息周期。海运/民航行业因存在飞机、船舶、燃油等境外采购，存在一定规模的外币债务，海外降息有助于减轻其资金利息负担，利好成本费用控制。

《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》提出加大交通物流领域信贷支持力度，创新丰富信贷产品，加大市场化资金支持力度，支持非银行金融机构发行货运物流主题金融债券，鼓励在银行间债券市场发行债券，并降低发债融资成本。

政策端支持下，交通运输企业融资渠道有望进一步拓宽，融资成本有望进一步下降，为行业资本性支出和信用稳定提供一定支撑。

【道路运输行业】

预计 2025 年道路客运需求较为稳定；道路货运需求中内需有望受益于国内宏观刺激政策和“两重”、“两新”等行动，外需将取决于中美贸易摩擦，全年不确定性加大。客运端受公众出行偏好改变，以及轨交和高铁持续分流影响，货运端在铁路/民航运力开放以及政策推动下，道路运输的替代风险持续加大。大规模设备更新行动下，道路运输设备低碳化转型进程将加快，叠加客运场站转型持续推进，道路运输企业资本性支出压力将上升。

【海运行业】

目前，全球经济处于“低增速常态”运行周期，预计未来海运贸易量将呈低速增长。虽船舶好望角绕行在一定程度上缓解了运力过剩局面，但在考虑海运量缓步增长的背景下，海运运力过剩的局面并未能得到根本性的改善，加之航运联盟重组以及货主渗透到航运业等均加剧了航运业竞争，预计未来运价总体保持稳中有降的格局。但在红海复航预期依旧不明朗、航运联盟正值更替、国际政治局势变化及关税政策实施等多方因素影响，运价的不确定性进一步增强。原油价格预计呈振荡下行趋势，但中枢仍较高，加上国际海事组织对航运船舶环保提出了更高的要求，航运企业总体经营成本或将有所上升。

【民航运输行业】

2025 年，我国民航载运量将继续保持增长态势，同比增速或有放缓但仍持稳发展，其国际航线运力供给将进一步提速，国际客运量也将加快恢复；航空公司在定价决策和国内国际航线布局侧重上将更加市场化。预计 2025 年，我国航空公司仍将受到航油价格和汇率波动以及国际市场

恢复不确定性等影响，面临盈利积累的压力，同时资本性支出也将加深对债务的依赖度，财务杠杆偏高。基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场进一步恢复态势，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性补充等，仍可支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

新世纪评级版权所有

附录一

2024 年 9 月末交通运输行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2023 年 (末), 合并口径, 单位: 亿元、%、倍、天)

公司中文名称	最新评级/ 展望	评级机构	资产 总计	带息 债务	所有者 权益	资产 负债率	营业 收入	净利 润	经营活 动现金 流净额	销售 毛利率	流动 比率	营业 周期
道路运输												
温州市交通运输集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	73.15	35.15	22.83	68.79	16.31	-2.48	-3.78	-21.89	0.73	20.03
苏州市公交集团有限公司	AA+/稳定	东方金诚	67.55	42.35	10.80	84.02	1.62	-0.56	-0.47	-1,061.26	1.48	33.28
广州市公共交通集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	251.41	94.79	80.00	68.18	89.04	0.61	8.04	-20.61	1.30	52.23
成都市公共交通集团有限公司	AA+/稳定	东方金诚	145.63	55.05	47.78	67.19	8.63	-0.91	15.21	-282.94	1.12	45.81
桐庐县交通发展集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	93.65	45.90	31.54	66.32	0.64	0.02	-2.52	6.62	1.85	10,862.99
郑州市公共交通集团有限公司	AA+/稳定	大公评级	187.98	30.37	107.61	42.75	2.36	-0.11	-2.45	-237.84	3.52	40.24
大众交通 (集团) 股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	194.06	60.91	102.07	47.40	22.07	2.58	5.00	23.21	1.63	600.38
南通汽运实业集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	71.96	23.63	25.31	64.83	5.88	-0.61	0.54	-0.99	1.12	47.27
湖北三峡旅游集团股份有限公司	AA/稳定	中证鹏元	42.36	3.82	33.33	21.32	5.56	1.18	1.80	33.70	5.73	15.40
江西长运股份有限公司	AA/稳定	联合资信	46.60	18.61	11.28	75.79	11.00	0.06	1.98	-4.41	0.31	60.15
郑州交通建设投资有限公司	AA+/稳定	联合资信	389.64	105.24	180.80	53.60	13.28	0.11	1.76	18.17	1.02	2,811.17
北京长久物流股份有限公司	AA/稳定	联合资信	62.36	14.30	32.57	47.78	29.10	0.85	1.68	11.48	1.18	131.90
龙洲集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信评级	66.49	35.73	16.00	75.93	24.86	-0.98	0.99	3.40	1.05	211.08
德邦物流股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	167.15	32.20	80.82	51.65	282.96	5.18	22.96	7.55	1.34	35.02
上海圆通蛟龙投资发展 (集团) 有限公司	AA+/稳定	中诚信评级	579.26	100.36	370.99	35.95	500.29	29.58	41.65	9.96	1.47	25.57
申通快递股份有限公司	AA+/稳定	中诚信评级	244.64	84.15	94.15	61.52	334.91	6.40	26.98	5.82	0.64	7.46
顺丰控股股份有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	2,140.22	596.26	1,014.62	52.59	2,068.61	76.73	225.52	13.96	1.21	40.11
韵达控股股份有限公司	AA+/稳定	中诚信评级	389.80	120.98	202.61	48.02	355.09	14.35	32.13	9.87	1.33	8.59
民航运输												
中国南方航空集团有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	3,483.92	1,931.95	839.36	75.91	1,361.53	48.75	222.57	10.78	0.24	12.97
中国南方航空股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	3,159.52	1,945.45	555.56	82.42	1,346.61	36.85	268.57	10.34	0.23	11.83
中国航空集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	3,743.24	2,320.33	711.24	81.00	853.36	-29.59	174.17	4.21	0.36	21.43
中国国际航空股份有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	3,445.51	2,420.20	379.82	88.98	1,281.50	7.69	307.42	6.56	0.27	17.19
中国东方航空集团有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	3,833.74	1,977.87	965.44	74.82	1,191.54	31.68	272.31	9.44	0.45	53.53
中国东方航空股份有限公司	AAA/稳定	大公评级	2,762.57	1,805.62	408.19	85.22	1,025.85	-1.84	263.77	6.32	0.19	11.32

公司中文名称	最新评级/ 展望	评级机构	资产 总计	带息 债务	所有者 权益	资产 负债率	营业 收入	净利 润	经营活 动现金 流净额	销售 毛利率	流动 比率	营业 周期
厦门航空有限公司	AAA/稳定	中证鹏元	570.25	242.99	201.89	64.60	282.59	11.61	76.24	10.16	0.23	10.52
深圳航空有限责任公司	AA+/稳定	中诚信评级	709.47	709.55	-118.60	116.72	255.43	-12.24	59.83	4.14	0.34	8.53
春秋航空股份有限公司	AA+/稳定	东方金诚	428.66	187.43	177.16	58.67	159.77	26.04	55.13	19.05	1.29	7.35
海运												
招商局集团有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	28,629.68	10,558.75	11,131.63	61.12	2,843.93	640.04	887.66	14.16	1.27	580.64
中国远洋海运集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	11,342.77	2,912.56	5,546.01	51.11	3,455.84	508.47	701.18	20.43	1.34	52.40
中远海运发展股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	1,231.05	860.88	305.98	75.14	198.72	13.89	43.13	18.09	0.72	73.45
舟山交通投资集团有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	423.66	212.70	185.77	56.15	25.83	1.58	3.18	16.56	1.15	448.10
山东海运股份有限公司	AAA/稳定	中诚信评级	396.78	168.58	118.37	70.17	58.39	5.88	23.14	32.75	0.48	31.69
广东省港航集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	281.59	78.82	150.16	46.67	33.30	5.16	2.56	17.68	1.23	67.49
南京盛航海运股份有限公司	AA-/稳定	东方金诚	49.31	21.04	20.00	59.44	11.31	1.63	2.82	27.61	0.52	54.31

资料来源：WIND 资讯，新世纪评级整理

注：桐庐县交通发展集团有限公司、郑州市公共交通集团有限公司和中国航空集团有限公司采用 2024 年半年度（末）数据。

附录二

2024 年以来国家层面有关交通运输行业重要政策的梳理

发布时间	发布部门	文件	主要内容
2024 年 1 月	交通运输部等多部门	关于加快推进农村客货邮融合发展的指导意见	力争到 2027 年，具备条件的县级行政区实现农村客货邮融合发展全覆盖，全国农村客货邮合作线路达 2 万条以上，基本建成“一点多能、一网多用、功能集约、便利高效”的农村运输服务新模式。
2024 年 4 月	中国民用航空局	“十四五”航空物流发展专项规划中期评估报告	规划围绕规模领先、安全可靠、智慧先进、优质高效四个方面，提出了 14 项发展指标。评估报告显示，半数以上指标完成情况符合发展预期，其中货运危险品一般事件发生率、中国航空企业全货运航班联通的国家、中国航空企业在中国国际货运市场份额、货运单证电子化率、智慧设施国际航空（货运）枢纽覆盖率、全货机载运率、全货机日利用率、空运货物价值占我国进出口总额比例等 8 项指标完成效果较好，剩余指标中，国际航空（货运）枢纽货邮吞吐量全球排名和航空公司货邮周转量全球排名两项仍有较大发展空间。优质高效服务体系全面提升，2023 年全行业共有全货机 257 架，相比 2020 年增加 71 架，三大航物流完成混改或上市；先进完备保障体系加速构建，鄂州机场顺利投运，主要枢纽机场保障能力大幅提升；精准协调治理体系不断完善，民航局相关司局加大对货运的政策支持，出台了一系列标准规范性文件。
2024 年 6 月	交通运输部等多部门	交通运输大规模设备更新行动方案	实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新、老旧营运船舶报废更新、老旧机车淘汰更新、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造、标准提升七大行动，大力促进先进设备和北斗终端应用，促进交通能源动力系统清洁化、低碳化、高效化发展，有序推进行业绿色低碳转型。
2024 年 7 月	交通运输部和财政部	新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则	对城市公交企业更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴，每辆车平均补贴 6 万元，其中，对更新新能源城市公交车的，每辆车平均补贴 8 万元；对更换动力电池的，每辆车补贴 4.2 万元。 新能源城市公交车及动力电池更新补贴资金由中央财政和地方财政总体按 90:10 比例分担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按 85:15 比例分担，对中部省份按 90:10 比例分担，对西部省份按 95:5 比例分担。
2024 年 7 月	中国民用航空局	民用航空货物运输管理规定	中华人民共和国境内的承运人、机场管理机构、地面服务代理人，以及托运人、其他单位和个人从事民用航空货物运输有关活动的，适用本规定。外国承运人、港澳台地区承运人从事前款规定的活动，其航班始发地点、经停地点或者目的地点之一在中华人民共和国境内（不含港澳台，下同）的，适用本规定。
2024 年 9 月	交通运输部办公厅等多部门	关于进一步做好新能源城市公交车及动力电池更新工作的补充通知	鼓励有条件的地方统筹利用中央财政安排的城市交通发展奖励资金，支持新能源公交车及动力电池更新。利用超长期特别国债资金，对更新新能源城市公交车的每辆车平均补贴 8 万元，对更换动力电池的每辆车补贴 4.2 万元。对于更换动力电池的，每辆车补贴金额原则上不得高于新购动力电池价格的 50%。
2024 年 11 月	交通运输部和国家发展改革委	交通物流降本提质增效行动计划	加快推进铁路专用线进港区、进园区、进厂区，持续推进大宗货物运输“公转铁”，大力发展江海联运、水水中转、铁水联运，降低交通物流全链条运行成本。推动多式联运“一单制”创新发展。加快推进交通运输智慧物流创新发展，到 2027 年，培育形成一批具有国际竞争力的领军企业，交通物流对现代化产业体系建设的支撑作用更加突显

发布时间	发布部门	文件	主要内容
2024 年 11 月	中共中央办公厅和国务院办公厅	有效降低全社会物流成本行动方案	到 2027 年，社会物流总费用与国内生产总值的比率力争降至 13.5% 左右。货物运输结构进一步优化，铁路货运量、铁路货运周转量占比力争分别提高至 11%、23% 左右，港口集装箱铁水联运量保持较快增长。培育一批具有国际竞争力的现代物流企业，国家物流枢纽体系和现代物流服务网络更加健全，统一高效、竞争有序的物流市场基本形成，现代物流对提升产业链供应链韧性和安全水平的战略支撑显著增强。
2024 年 12 月	中共中央办公厅和国务院办公厅	关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见	以深入推进政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容，加快推进铁路等行业竞争性环节市场化改革，鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营，促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争，支持符合条件的企业自主运营城际铁路和市域（郊）铁路。 加快铁水、公铁、空陆等多式联运发展，推动“一单制”等规则协调和互认，加快培育多式联运经营主体。推动冷链、危险货物等专业化运输发展。 健全支持交通运输领域民营企业、中小微企业和个体工商户发展的政策制度，鼓励金融机构按照市场化法治化原则保障民营企业、中小微企业和个体工商户信贷需求。
2024 年 12 月	交通运输部	2025 年全国交通运输工作会议	会议强调，做好 2025 年交通运输工作，要紧扣交通强国战略目标，做到“五个必须统筹”，更加注重稳定有效投资、降本提质增效、全面深化改革、发展新质生产力、保障安全稳定，紧紧抓住事关全局的重大任务，结合行业实际，扎实推进中央经济工作会议各项任务落实。一是加快完善国家综合立体交通网。二是深入推进交通物流降本提质增效。三是进一步全面深化交通运输改革。四是发展壮大交通运输领域新质生产力。五是提高国家重大战略服务保障能力。六是全力做好交通运输安全稳定工作。七是深化交通运输对外开放合作。八是扎实做好“十四五”规划收官和“十五五”规划编制工作。九是加强党的全面领导和党的建设。
2024 年 12 月	交通运输部	交通运输标准提升行动方案（2024—2027 年）	聚焦多式联运“一单制”、“一箱制”、智慧物流、智慧出行、运输安全、绿色低碳等重点领域，发布一批关键核心标准。
2024 年 12 月	中国民用航空局	内地至香港、澳门航线航班管理办法	总则部分明确了管理办法制定目的、上位法依据及适用范围，确定了港澳航线的管理主体，规定了港澳航线航班管理原则及定期航班通航点的商定与公布事宜。
2025 年 1 月	中国民用航空局	2025 年全国民航工作会议	会议提出了 2025 年行业发展主要预期指标：运输总周转量 1610 亿吨公里、旅客运输量 7.8 亿人次、货邮运输量 950 万吨，行业盈利水平进一步提升。会议明确了 2025 年民航工作的七项重点任务，包括坚决守牢航空安全底线；服务提消费扩内需，推动运输生产稳健平衡增长；发挥规划引领作用，筑牢行业高质量发展基础；强化关键资源要素保障，系统提升整体运行效率，持续提升民航服务品质，持续提升行业核心竞争力；大力推进通用航空和低空经济发展；全面深化改革，更好营造市场化法治化国际化营商环境；推动全面从严治党向纵深发展。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。