

超配（维持）

交运板块新思

交通运输行业深度报告

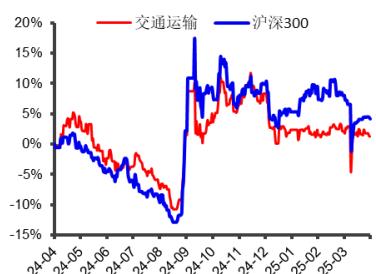
2025年4月30日

投资要点：

分析师：邓升亮
SAC执业证书编号：
S0340523050001
电话：0769-22119410
邮箱：
dengshengliang@dgzq.com.cn

- **全球冲突新形势下交运板块的新篇章。**近期全球冲突进入新形势，我们认为，当前全球地缘政治关系的影响在交通运输板块的影响可能会表现出以下两个主要方向：(1) 全球不确定性上升可能加剧市场的避险情绪需求；(2) 全球需求下降的预期与OPEC+意外增产相叠加，可能导致原油成本下降，从而刺激对油价敏感的运输行业。基于2025年全球经济新形势的变化，我们在战略层面明确了稳健与进攻两大投资方向：(1) 全球不确定性提升或放大避险需求，强化公路等基础设施板块类债属性的投资需求，(2) 全球需求下降预期叠加OPEC+意外增产导致原油成本下降，提振对油价敏感的运输板块。
- **方向一：稳收益高分红，公路现金奶牛对抗不确定性。**在全球政治经济形势日益复杂的环境下，出口需求面临较大挑战。在这一背景下，高速公路作为典型的内需主导型行业，其具有稳定的现金流和高分红的特性，成为市场中少数能够有效对冲外部不确定性的资产之一。作为“现金奶牛”，高速公路板块能够在经济增长放缓或市场波动加剧时，提供相对稳健的回报。而随着扩内需大背景下中西部基建投资逐步恢复，高速公路现行收费管理政策有望重新修订，高速公路行业的投资价值或进一步凸显。
- **主线二：多重利好共振，航空供需格局改善。**2025年以来国内政策支持力度加大，经济有望保持稳步增长，PMI回升与五一出游热显示国内航空市场需求端改善，免签朋友圈扩大与近期中外文化交流推动入出境游升温，国际航班亏损有望收窄。疫情后波音、空客面临产能瓶颈，国内航司供给增长缓慢，近期全球新形势或进一步抑制未来数年内的飞机运力增长，国内航司的供需格局逐步收紧，同时成本端受到原油价格下降的利好，航司基本面有望持续改善。
- **投资策略：**在当前不确定性提升的全球新形势下，我们推荐稳健与进取两大方向：稳收益高分红的高速公路板块现金奶牛公司，通过高股息率与长期资金支持下稳定的表现模拟债券属性，建议关注稳收入高分红的招商公路(001965)、粤高速A(000429)、宁沪高速(600377)，高成长高分红的皖通高速(600012)，可关注具有分红提升潜力的四川成渝(601107)；航空行业基本面受到从供需格局到成本端的多重利好共振，期待基本面改善，建议关注：中国国航(601111)、南方航空(600029)、吉祥航空(603885)。
- **风险提示：**行业政策更新不及预期、路产收费期限到期、空铁水运分流加剧、宏观经济波动、自然灾害等风险。

申万交通运输指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目录

1、全球冲突新形势下交运板块的新篇章	4
2、方向一：稳收益高分红，公路现金奶牛对抗不确定性。	4
2.1：高速公路现金奶牛，稳收益高分红	5
2.2：现行政策有望迎来更新，提升潜在回报率	9
3、主线二：多重利好共振，航空供需格局改善	12
4、投资策略	19
5、风险提示	20

插图目录

图 1：高速公路指数相对沪深 300 超额收益（%，截至 2025 年 4 月 29 日）	4
图 2：高速公路行业营收变化	6
图 3：高速公路行业归母净利润变化	6
图 4：2024 年高速公路板块标的净利润率（%）	6
图 5：我国高速公路里程增速放缓	7
图 6：高速公路 2021 年经营支出占比（%）	9
图 7：高速公路收支平衡结果（亿元）	9
图 8：国家高速公路网络布局方案图	9
图 9：高速公路建设投资总额（万元）	10
图 10：高速公路各年末债务余额（万元）	10
图 11：民航客运量（截至 2025 年 3 月）	12
图 12：民航正班客座率（截至 2025 年 3 月）	12
图 13：民航国内运力及客流恢复比例（截至 2025 年 3 月）	12
图 14：飞机利用率逐步恢复（截至 2025 年 3 月）	13
图 15：机票平均价格及其同比（截至 2025 年 3 月）	13
图 16：两大主要飞机制造商交付量仍未恢复（架）	14
图 17：空客商用飞机净订单量（架）	14
图 18：疫情以来国内上市航司飞机引进数量放缓（截至 2025 年 3 月）	14
图 19：2024 年末三大航机队平均机龄	15
图 20：制造业 PMI（截至 2025 年 3 月）	15
图 21：非制造业 PMI：商务活动（截至 2025 年 3 月）	15
图 22：中国民航客运量（万人次）	16
图 23：2025 年五一假期经济舱平均票价预估（元）	16
图 24：中国出入境人次（亿人次）	16
图 25：春节（8 天）国际航班量对比（架次）	16
图 26：中国国航 2024 年营业成本构成分析（%）	17
图 27：南方航空 2024 年营业成本构成分析（%）	17
图 28：中国东航 2024 年营业成本构成分析（%）	17
图 29：吉祥航空 2024 年营业成本构成分析（%）	17
图 30：2025 年原油价格快速下行（截至 2025 年 4 月 29 日，美元每桶）	18
图 31：新加坡航空煤油 FOB 中间价	18
图 32：中国航空煤油出厂价（含税）	18

表格目录

表 1：高速公路板块 A 股上市公司年度现金分红比例（%）	8
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/4/29）	19

1、全球冲突新形势下交运板块的新篇章

近期全球局势风云突变，国际地缘政治冲突的新形势对各国经济或有一定冲击。经过特朗普上一任期后，我国出口结构已更加分散，对美出口占比下降，但新形势的不确定性对需求仍有冲击。此外，美国对委内瑞拉等国的制裁或引起市场对二级关税的潜在担忧。在交通运输板块的表现上，我们认为，当前全球冲突的影响可能会表现出以下两个主要方向：（1）全球不确定性上升可能加剧市场的避险情绪需求；（2）全球需求下降的预期与OPEC+意外增产相叠加，可能导致原油成本下降，从而刺激对油价敏感的运输行业。

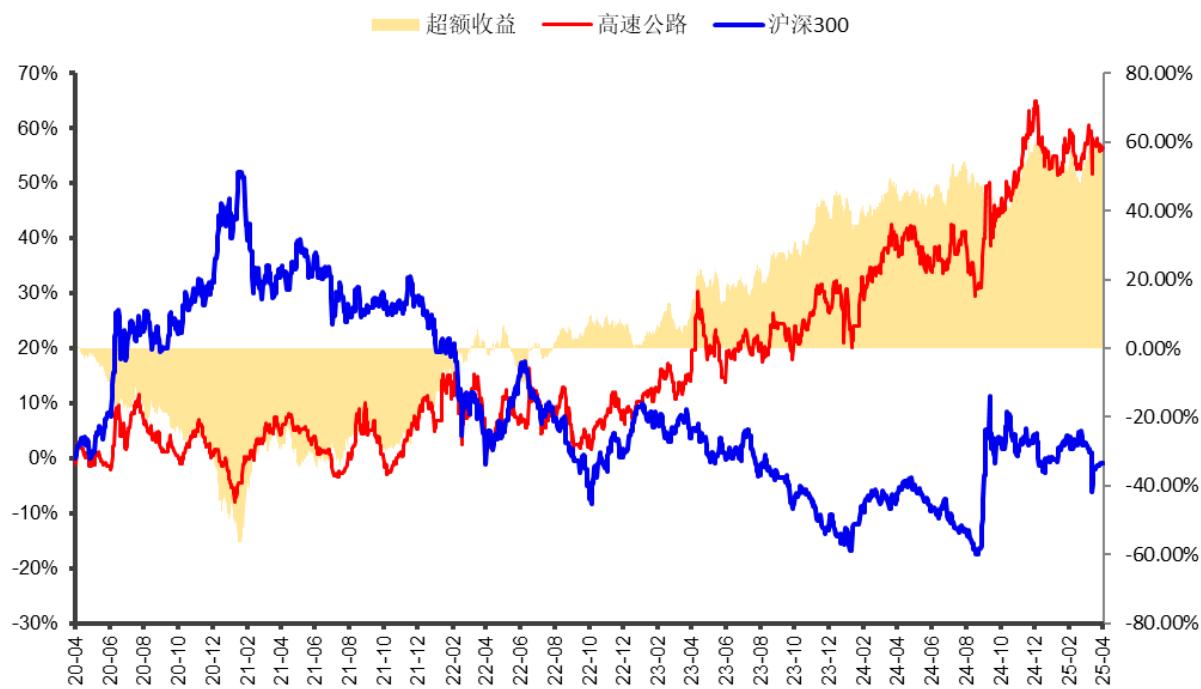
值得注意的是，交通运输板块内的多个细分行业具备稳健的现金流和较高的股息回报，具备类似债券的投资属性，成为自2020年以来资本市场风险对冲的重要资产。而航空公司等运输类企业，可能借助原油价格下行所带来的成本优势，进一步提升利润率表现。基于2025年全球经济新形势的变化，我们在战略层面明确了稳健与进攻两大投资方向：

（1）全球不确定性提升担忧或放大避险需求，强化公路等基础设施板块类债属性的投资需求，（2）全球需求下降预期叠加OPEC+意外增产导致原油成本下降，提振对油价敏感的运输板块。

2、方向一：稳收益高分红，公路现金奶牛对抗不确定性。

近期全球新形势下出口外需不确定性提升，高速公路作为内需中少有的稳收益高分红的现金奶牛或再次成为抗风险的优质选择。高速公路板块近年来表现突出，在整体市场回调的大环境下，其走势相对强劲。2021年以来，高速公路板块走势相对强于大盘指数，相对沪深300指数收益持续扩大，成为市场下行阶段的优质避险资产。924后大盘指数上涨，而高速公路板块未出现明显的回调，相对沪深300指数的相对收益仍有提升，相较于其他交通运输行业，其表现更加稳健，或受长期资金持续流入的推动。特别是在当前全球经济形势的不确定性逐渐上升的背景下，这一走势尤为显著。

图1：高速公路指数相对沪深300超额收益（%，截至2025年4月29日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

与交运内部其他细分板块相比，高速公路板块的表现具有较为突出的抗压性，能够在市场下行压力中保持较好的相对收益。近年来，出口外需的不确定性不断增加，尤其是在全球政治经济形势日益复杂的环境下，出口需求面临较大挑战。在这一背景下，高速公路作为典型的内需主导型行业，其具有稳定的现金流和高分红的特性，成为市场中少数能够有效对冲外部不确定性的资产之一。作为“现金奶牛”，高速公路板块能够在经济增长放缓或市场波动加剧时，提供相对稳健的回报。随着扩内需背景下中西部基建投资逐步恢复，高速公路现行收费管理政策有望重新修订，高速公路行业的投资价值或进一步凸显。

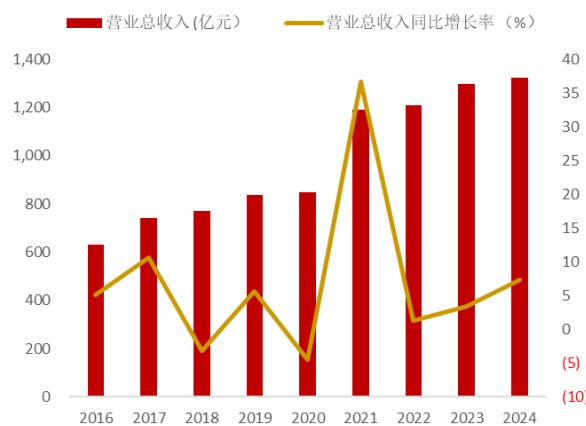
2.1：高速公路现金奶牛，稳收益高分红

行业收益稳定、现金流强劲。高速公路行业具备稳定的收益和强劲的现金流，其收入端天然具备刚性特征。高速公路行业的收入主要来源于具有公用事业属性的路产通行费，而通行费标准调整空间有限，收入弹性主要取决于车流量及路网里程等客观指标。因此，公路行业的现金流展现出显著的抗周期性特征，能够在市场波动或外部冲击中保持相对稳定的表现。

从业绩来看，疫情前高速公路行业整体呈现出持续增长的趋势，2020年由于疫情防控措施和高速公路收费减免政策的实施，行业收入受到了较大影响，主要系2020年实际收费天数仅为287天，且由于防疫支出增加，行业的营收同比下降了4.43%，归母净利润则出现了较大幅度的下滑，下降幅度为39.53%。随着疫情防控形势的好转，2021年高速公路板块的业绩迅速反弹，表现出较强的恢复力。即便是在疫情形势依然严峻的2022年，高速公路板块依然实现1.25%的营收同比增长，归母净利润同比仅下降了15.20%。除非

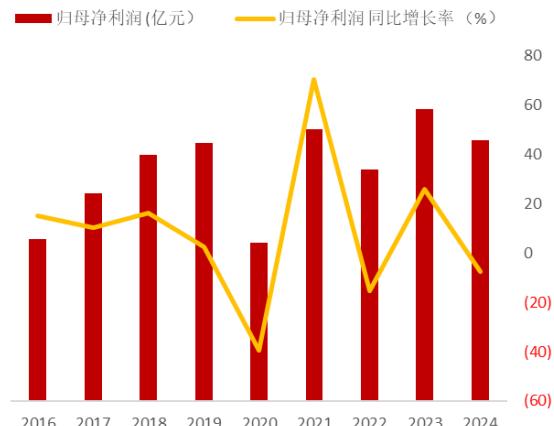
遇到政策性减免等特殊情况，或者极端自然灾害事件的发生，高速公路行业能够在大多数环境下保持较强的盈利能力。2024年，高速公路行业营收合计达1324.36亿元，同比增长7.37%，实现归母净利润合计263.98亿元，同比下降7.37%，主要受异常天气影响车流量有所下降。

图2：高速公路行业营收变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图3：高速公路行业归母净利润变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

高速公路资产优质，盈利能力强劲。A股上市的高速公路企业普遍由地方国资控股，通常充当地方交通基础设施的投融资平台。这些企业大多掌握省市内的核心路产资源，并通过路网协同作用形成准垄断经营格局，竞争压力相对较小。核心路产车流量较大，盈利能力强劲。且公路资产成本较为刚性，以管理维护费用和折旧为主，改扩建项目可能造成短期的费用支出扩大，但改扩建完成后车流量往往会得到提升，盈利能力迅速恢复。高速公路行业上市公司普遍拥有较高的净利润率，其中招商公路、粤高速A等优质个股2024年净利润率接近50%，重庆路桥2024年凭借优异的投资收益实现139.29%的净利润率。

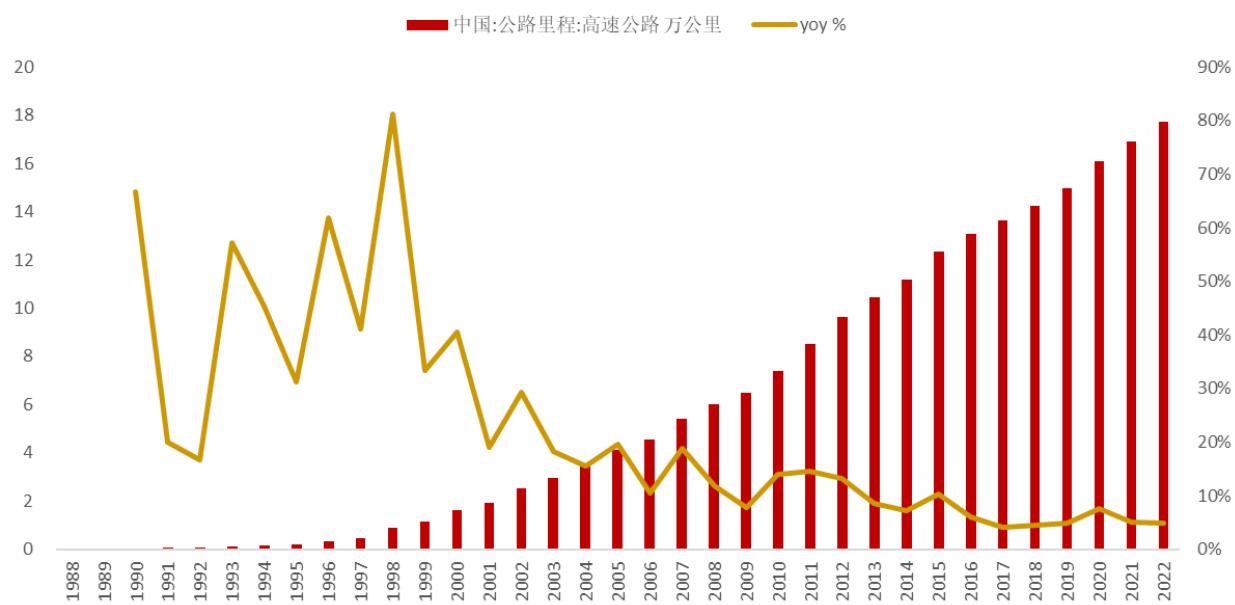
图4：2024年高速公路板块标的净利润率(%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中国高速路网整体已进入成熟期，新增高速公路里程增速逐渐放缓。高速公路公司主营业务收入增长主要包括路产车流量自然增长、改扩建提升车流量、新建路产和收购现有路产等方式。随着新建高速单公里造价提升和东部、中部路网成熟，上市公司新建高速公路投资回报率下降，并可能对现有路产造成分流，预计上市公司将主要通过改扩建及收购现有路产等方式继续扩张。其中，对原有路产进行改扩建将大幅提升车辆通过量，并能再次延长路产收费期限，而收购现有路产方式同样能改善路产收费期限结构，且二者均不会对盈利产生过大冲击。截至 2022 年，我国高速公路里程达 17.73 万公里，同比增长 4.84%，近十年的复合平均增速为 6.05%。目前“71118”路网已基本建成，东、中部经济发达地区高速路网密度较高，新增高速里程明显放缓。高速公路上市公司多位子东中部经济发达省市，现有路网密集，路产普遍进入成熟期，预计上市公司资本开支将逐步放缓，业绩逐渐稳定进入成熟期。考虑到高速公路上市公司通常由地方国资委控股，具备较强的资源整合能力和融资优势，未来仍有可能通过注入优质路产或收购其他优质路产等方式，进一步提升业绩表现。

图 5：我国高速公路里程增速放缓



资料来源：Wind，东莞证券研究所

高速公路板块分红率较高，中特估推动下近年来分红率有所提高，存在多个拥有优质路产的现金奶牛公司。高速公路行业已进入成熟期，现金流强劲，随着近年来全市场再投资回报率下降和国资背景的资金需求，上市公司普遍加大分红力度。高速公路板块中，2024年各公司均保持了30%以上的分红比例，粤高速、皖通高速、山东高速、招商公路、宁沪高速等高速公路公司在近三年中保持50%以上的高分红比例。

表1：高速公路板块A股上市公司年度现金分红比例（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
粤高速 A	70.10	70.11	70.09	70.07	70.00	70.00
湖南投资		11.50	19.24	28.56	30.21	30.66
山西高速					14.39	62.97
东莞控股	29.04	28.47	30.19	31.35	50.67	51.69
现代投资	24.88	46.27	38.92	35.08	41.95	66.80
招商公路	39.98	49.20	42.99	52.68	53.52	53.44
皖通高速	34.76	41.53	60.25	63.13	60.05	60.02
中原高速	8.93	32.45	30.23	30.39	40.42	43.40
福建高速	16.58	60.69	49.64	48.98	36.50	35.15
楚天高速	42.49	34.74	30.45	31.19	32.47	35.66
重庆路桥	32.36	30.41	30.14	30.13	30.17	30.39
赣粤高速	31.48	88.68	31.41	33.56	31.74	31.04
山东高速	60.07	89.66	63.05	67.63	61.66	63.76
五洲交通	10.26	30.12	30.16	10.06	20.05	30.20
宁沪高速	55.18	94.04	55.46	62.23	53.65	49.90
深高速	45.37	45.64	51.88	50.02	51.54	54.08
四川成渝	31.07	36.27	18.00	40.12	61.83	60.79
龙江交通	57.83	30.30	59.81	60.34	60.88	60.82
吉林高速			10.18		31.14	30.17

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

2. 2: 现行政策有望迎来更新, 提升潜在回报率

现行的高速公路管理相关办法为 2004 年制定并实施的《收费公路管理条例》，经过二十年的发展，收费公路发展的环境又发生了深刻变化，亟需调整现行《条例》相关制度，保障收费公路可持续发展。当前，收费公路管理主要面临着以下问题：

收支缺口快速扩大，难以吸引社会资本。目前我国东中部地区高速公路路网密集，中西部地区亟需加大路网建设，但目前高速公路建造成本高、投资回报率低，难以吸引社会资本。我国收费高速公路平均建设投资已由 2013 年的每公里 0.7 亿元上升到 2020 年的每公里 1.3 亿元。此外，高速公路作为重要基础设施，其建设、管理、养护、运营需要持续、大量的资金投入。随着经济的发展，公路建设、维护管理的成本持续提高，而收费公路为政府定价，民生属性限制下高速公路通行费标准固定，近年来高速公路运营成本持续提升，长期投资回报率下降或难以吸引社会资金。截至 2021 年，收费高速公路通行费收入合计为 6232 亿元，经营支出合计为 12279 亿元，高速公路收支平衡出现了 6047 亿元的缺口，并较 2019 年扩大约 1373 亿元。主要是因为高速公路成本持续扩大，2021 年高速公路经营支出中，养护、管理、税费和改扩建支出合计约 2169.84 亿元，约占当年通行费收入的三分之一，而还本付息费用约 10109 亿元，占经营成本的 82.33%。由于收费公路的公用属性较强，当前《条例》下提价较为困难，导致高速公路收支缺口持续扩大，难以吸引社会资本投入高速公路建设。

图 6: 高速公路 2021 年经营支出占比 (%)

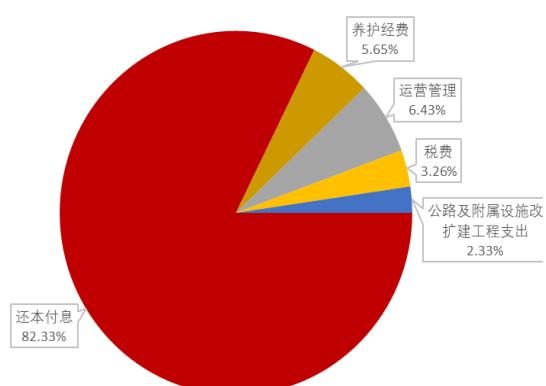
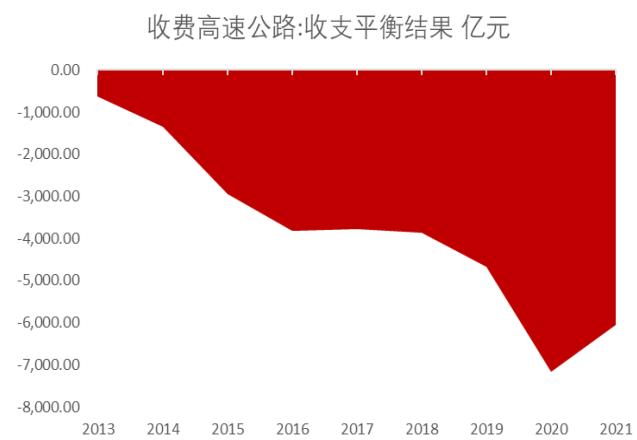


图 7: 高速公路收支平衡结果 (亿元)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 8: 国家高速公路网络布局方案图

附件3 国家高速公路网布局方案图



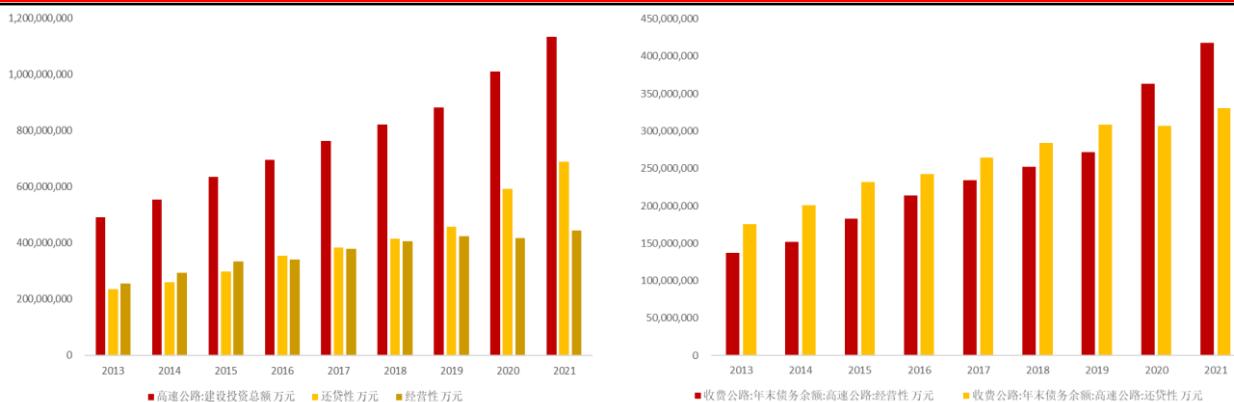
资料来源：中国政府网，交通部，东莞证券研究所

收费期限到期后面临亏损运营。当前部分早期建设的收费公路已临近经营期限，到期后需移交政府统一管理，但相关养护运营及费用支出等问题尚待解决。以广佛高速为例，根据粤高速 A 公告，广佛高速公路自 2022 年 3 月 3 日零时起停止收费，保留既有收费设施按照零费率方式照常运营，对通行本路段的所有车辆免收车辆通行费，并代为收取其他路段的车辆通行费。停止收费后，由广佛高速公路有限公司继续负责广佛高速公路的管理、养护，但相关费用的支出问题尚待厘清。如收归政府后按照普通公路运营由燃油税支付，目前普通公路收支缺口较大，公路路况良率较低，或难以保障高速公路正常运营维护。考虑到我国高速路网里程于 1993 年进入高速增长阶段，而目前政策规定经营性收费公路最大收费年限不得超过 30 年，预计未来数年内逐渐有重要高速路网进入到期免费，亟需政策调整解决免费后的道路管养问题。

债务总额快速扩大。近三十年公路网络的快速建设积累了巨大的债务缺口，亟需解决。根据《2021 年全国收费公路统计》，2021 年高速公路投资建设总额达到 11.34 万亿元，同比增加 1.24 万亿元，高速公路债务余额为 7.49 万亿元，同比增长 7870 亿元。为解决收费公路的债务问题，需要进一步优化《收费公路条例》以化解区域债务风险。

图 9：高速公路建设投资总额（万元）

图 10：高速公路各年末债务余额（万元）



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

收费公路管理条例有望更新。为保障公路可持续发展的需要,2015年交通部曾组织开展《条例》全面修订工作,并形成送审稿报送国务院,并于2018年通过深化研究,在2015年《收费公路管理条例(草案)》的基础上形成了新的征求意见稿。基于征求意见稿,我们预计新版收费公路管理条例或将提出多个重要修订:

- **限制收费公路规模盲目扩张。**新建的收费公路只能是高速公路,停止新建收费一级公路和独立桥梁、隧道。车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路。有望避免高速公路过度加密导致分流竞争。
- **确定经营性公路收费期限延长。**经营性公路项目经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定,一般不得超过30年,对于投资规模大、回报周期长的收费公路,可以超过30年。有望解决收费公路到期后运营维护费用的问题,提升投资回报率。
- **解决收费期满的经营性公路收费问题和统借统还问题。**将统借统还的范围限定为“偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路”。
- **允许收费标准动态调整。**明确车辆通行费收费标准确定因素,明确收费公路可以实行差异化收费,各省份应建立收费标准动态评估调整机制。有望提升发达省市高速公路回报率。

管理条例修订有望加速推进,改善收费公路期限及定价等问题。长期来看,大量收费公路即将达到收费期限,而地方政府仍面临着庞大的公路收支缺口和债务,收费公路管理条例的修订已迫在眉睫。自上一次发布《收费公路管理条例》后,该条例的修订草案及征求意见稿已经历了三次更新,交通部《2022年立法计划》将收费公路管理条例(修订)列为深化研究、适时推进的立法项目,2023年的《立法计划》将收费公路管理条例(修订)列为年内完成部内工作或者公布的立法项目,2024年被列入《国务院2024年度立法工作计划》。期待政策更新后解决经营性公路收费期限及定价不灵活等问题,释放经营性高速公路收益潜力。

3、主线二：多重利好共振，航空供需格局改善

航空客运市场自疫情暴发及俄乌冲突引发的高油价冲击以来面临持续亏损的压力，然而，随着全球经济形势逐步变化，我们预计航空市场将出现改善。主要原因如下：（1）客运量逐步恢复，入出境游带动国际航班表现改善。（2）全球新形势下供给端增长受限，假设中美关税谈判未能在短期内解决，将导致中国航空市场供需收紧，有望提振国内市场机票价格。（3）俄乌冲突进入谈判阶段，全球能源格局重新稳定，美国总统特朗普上任后大力支持传统能源发展，叠加近期 OPEC+意外增产，全球油价大幅下降。航空客货运作为油价敏感行业，利润率有望受油价下行提振。

国内民航市场自 2023 年来稳步复苏，供需格局趋紧。自新冠疫情暴发后，中国航空市场经历了剧烈波动。2020 年初，随着疫情的蔓延，国内航班需求骤降，中国民航客运量大幅下降。2023 年以来我国航空市场爆发式反弹，近期国内民航客运量明显高于 2019 年同期水平，航班客座率已恢复至接近疫情前水平。2024 年至 2025 年一季度国内民航运力与客流已超越 2019 年同期，其中，客流的同比增速明显超越运力增速，主要系航司飞机引进不及预期影响，目前我国航空已进入稳步复苏阶段，国内民航市场供需格局已逐渐趋紧。

图 11：民航客运量（截至 2025 年 3 月）



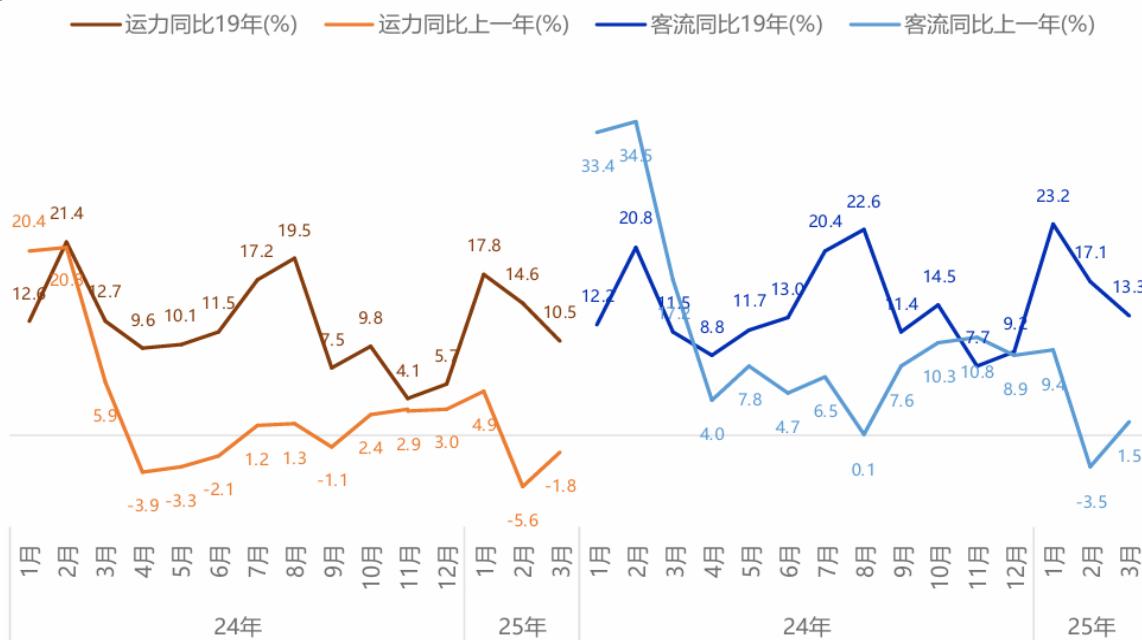
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：民航正班客座率（截至 2025 年 3 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

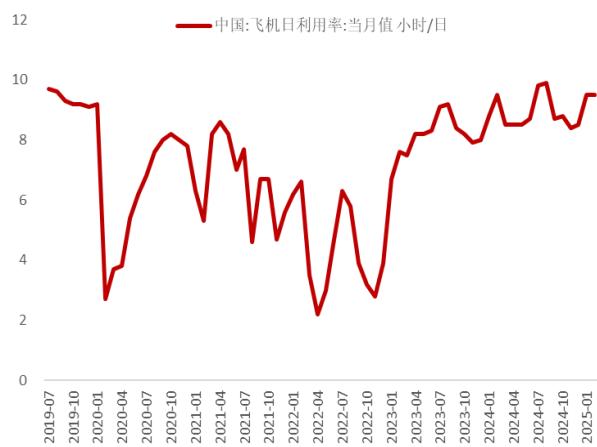
图 13：民航国内运力及客流恢复比例（截至 2025 年 3 月）



资料来源：民航局，航班管家测算，东莞证券研究所

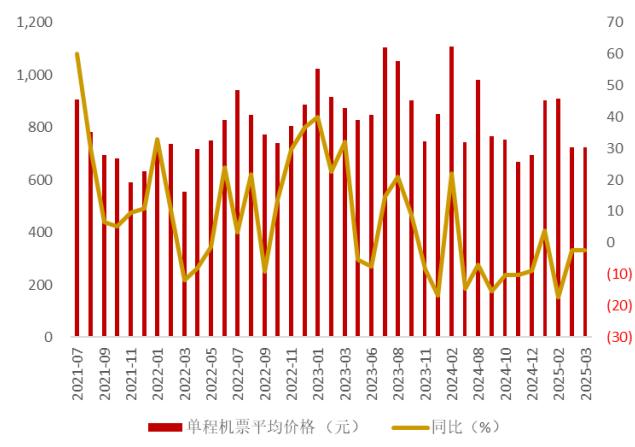
当前国内航空市场飞机利用率已恢复至较高水平，若供需收紧或提升机票价格。2024年以来，受宏观因素影响机票平均价格有所下滑，但飞机利用率已极为接近疫情前水平，考虑到当前国际航班恢复不足，仍有宽体机部署在国内市场压制利用率，实际上国内航空供需水平已基本恢复。若供需情况进一步收紧或国际市场需求恢复，有望提振机票价格。

图14：飞机利用率逐步恢复（截至2025年3月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图15：机票平均价格及其同比（截至2025年3月）



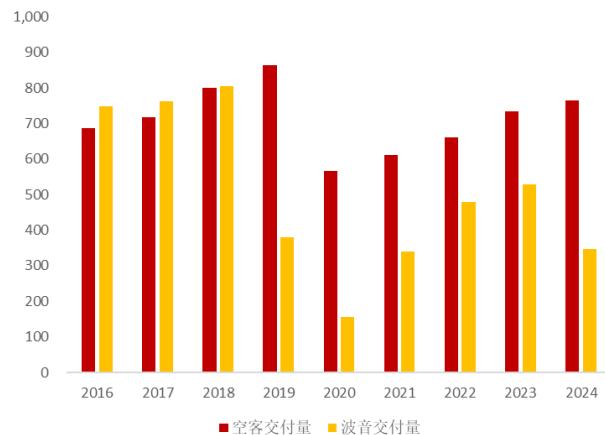
资料来源：Wind，东莞证券研究所

供给端：

供应链限制飞机制造商产能恢复。自疫情以来，两大飞机制造商便长期面临着供应链导致的产能增长困境。由于民航飞机属于高端制造业，其零件数量与精密程度决定了其供应链极为复杂，供应商遍布全球多个国家。疫情对全球供应链造成了巨大的冲击，波音、空客两大飞机制造商自2020年起交付数量大幅下降。2024年，波音交付商用飞机348

架，恢复至2018年的43.18%（2019年波音飞机接连空难事件导致交付量下滑至380架）；空客交付商业飞机766架，恢复至2019年的88.76%，两大制造商飞机交付量均未恢复。同时，制造商的飞机订单大量堆积。以空客为例，自2021年全球航空限制逐步解除后，2022年-2024年空客商用飞机净增订单量分别达820架、2094架、826架，订单量高于飞机交付数量。截至2024年末，空客商用飞机堆积订单量达到8658架，按目前产能限制简单估算新订单将于十年后才能交付。

图 16：两大主要飞机制造商交付量仍未恢复（架）



资料来源：空客公司官网，Wind，东莞证券研究所

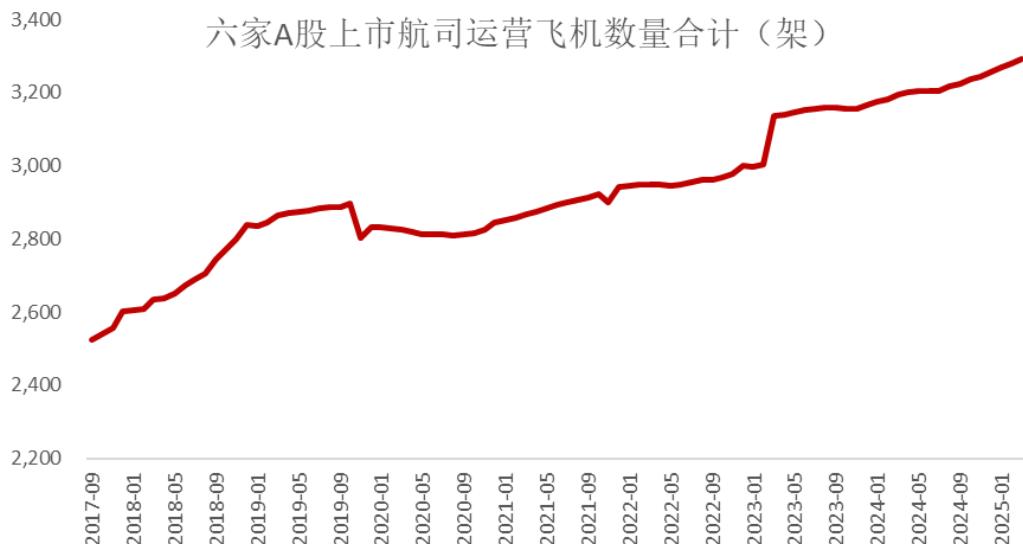
图 17：空客商用飞机净订单量（架）



资料来源：空客公司官网，Wind，东莞证券研究所

疫情以来国内上市航司飞机引进数量放缓。近期国内民航市场供需格局收紧，客流增速超越运力增速，主要系疫情以来国内航司飞机引进数量放缓。截至2025年3月，国内六家上市航司运营飞机数量合计达3293架，而2019年末为2833架，五年间运力仅增长16.24%，而飞机引进最快的2018年一年期间运力增长了9.03%。

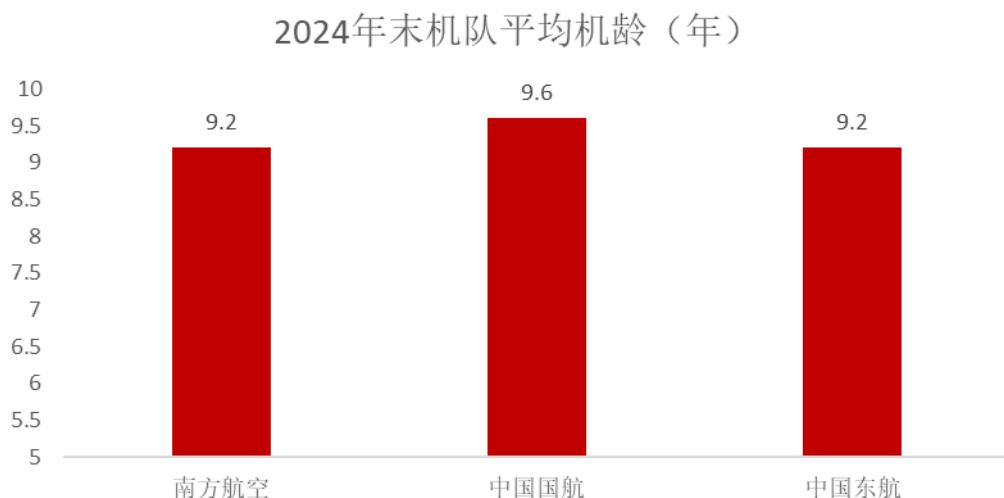
图 18：疫情以来国内上市航司飞机引进数量放缓（截至2025年3月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

全球冲突新形势或抑制短期国内飞机引进数量。全球冲突新形势下，我国于 2025 年 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品加征关税，4 月 11 日调整后的加征税率达到 125%，对高价值的飞机引进产生重大影响。由于作为全球民用飞机双寡头之一的波音公司其组装工厂位于美国，所生产的波音系列飞机引进成本将大幅增长，预计将导致各大国内航司暂停接收波音飞机。关税反制升级后，南航已撤回 10 架波音 787 飞机的挂牌，为潜在的运力紧张做准备。考虑到航空市场的重要性，我们认为长期保持高额关税的可能性不大，但若关税谈判无法在短期内达成，可能导致波音为中国航司制造的订单被转交给其他航司（印度、马航等国外航司都已提出了接收相关飞机订单的要求）。目前受限于波音的质量问题和空客发动机问题，两大主要飞机制造商均面临着巨大的产能不足和订单积压，若波音订单被转移，必然导致短期内国内航空市场供给增速下降。考虑到飞机的使用周期约为二十年，目前三大航机队平均机龄均在 9 年以上面临部分老旧飞机退出问题，实际供给增速或受到较大影响。

图 19：2024 年末三大航机队平均机龄



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

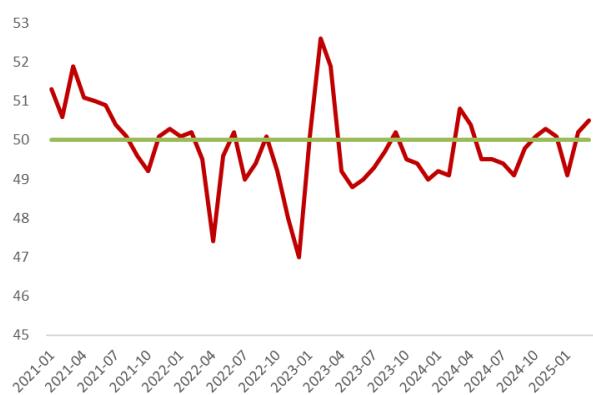
需求端：

政策发力带动商务活动回暖。自 924 政策支持力度加大以来，企业家信心逐步回升，投资活跃度显著提升。2025 年以来，PMI 指数逐步上升，预示着需求的复苏。其中，商务活动指数作为前瞻性指标和航空商务客市场的关键信号长期维持在分界线以上，表明商旅出行有望迎来回暖。

图 20：制造业 PMI（截至 2025 年 3 月）

图 21：非制造业 PMI:商务活动（截至 2025 年 3 月）

制造业PMI



资料来源：Wind，东莞证券研究所

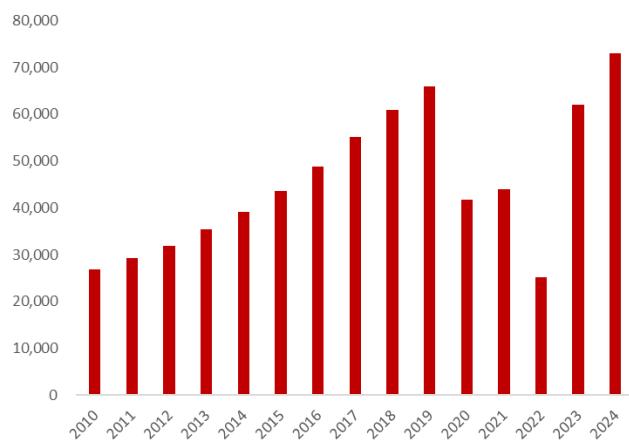
非制造业PMI:商务活动



资料来源：Wind，东莞证券研究所

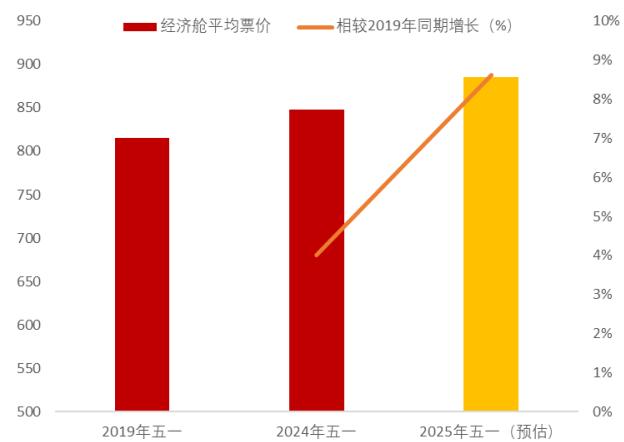
国内旅游市场表现持续升温。航空客运市场自2023年来持续改善。截至2024年，国内民航客运量达7.3亿人次，已超越2019年水平，国内航空客运市场重回增长轨道。其中，国内旅游市场表现出逐步增长趋势。2024年五一假期经济舱平均票价为848.1元，同比2019年五一假期增长4.01%，根据航班管家预测，2025年五一假期经济舱平均票均有望达到885.7元，同比增长或达4.43%，相较2019年同期增长可达8.62%。

图 22：中国民航客运量（万人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：2025 年五一假期经济舱平均票价预估（元）

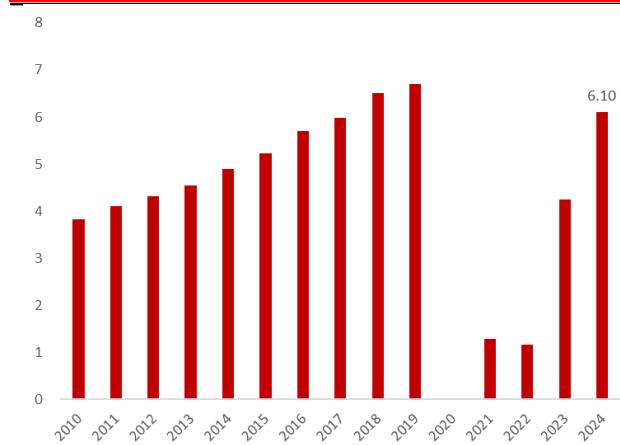


资料来源：民航局，航班管家，东莞证券研究所

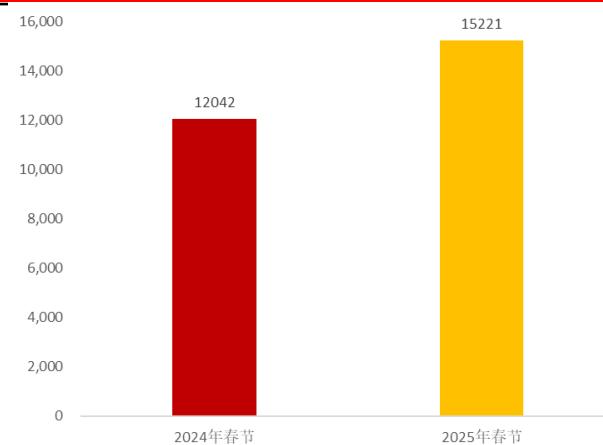
入出境游市场加速修复。国际航班方面，2024年中国出入境人次为6.1亿人次，较2019年水平仍有一定差距。近期全球新形势下中美国际客流或进一步下降，但疫情以来中美航班恢复率长期处于低位水平，2025年第17周中美间航班量仅恢复至2019年同期的26%，未来进一步下降对航司的国际业务影响较小。且2023年起国家加大对外开放力度，通过政策支持和扩大免签范围等方式大力发展入境游，国际航班业务有望逐渐回暖，2025年春节期间中国国际航班量达1.52万架次，相较2024年同期增长26.4%，我们看好中国同其他地区间国际航班加速恢复。

图 24：中国出入境人次（亿人次）

图 25：春节（8 天）国际航班量对比（架次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

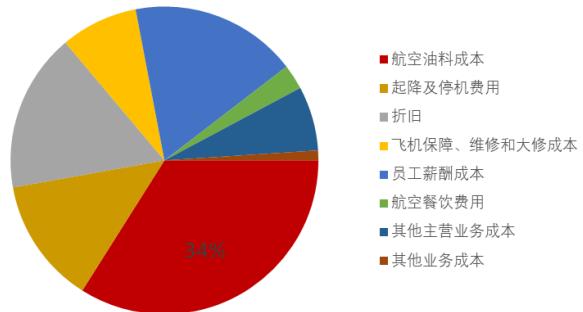


资料来源：Wind，东莞证券研究所

成本端：

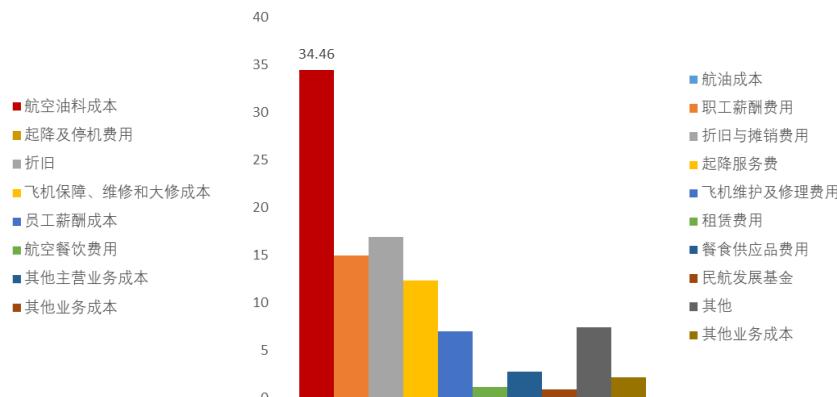
航油成本占比较大，油价下行有望提升航司利润率。在三大航和吉祥航空等民营航司中，成本大头均为航空油料，航油成本在各大航司成本占比中可达三成以上。而其他成本中，起降费为机场固定收费标准，折旧、维修、薪酬等占比较大的费用相对固定，因此航司对航油的价格波动较为敏感。

图 26：中国国航 2024 年营业成本构成分析 (%)



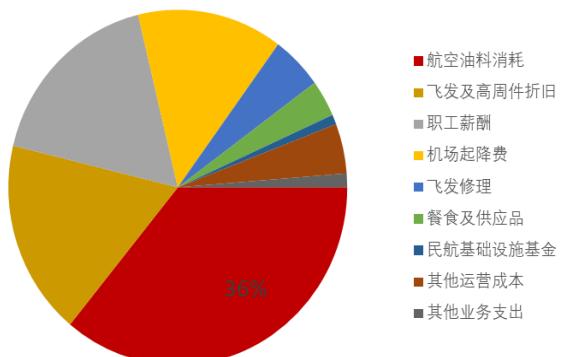
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：南方航空 2024 年营业成本构成分析 (%)



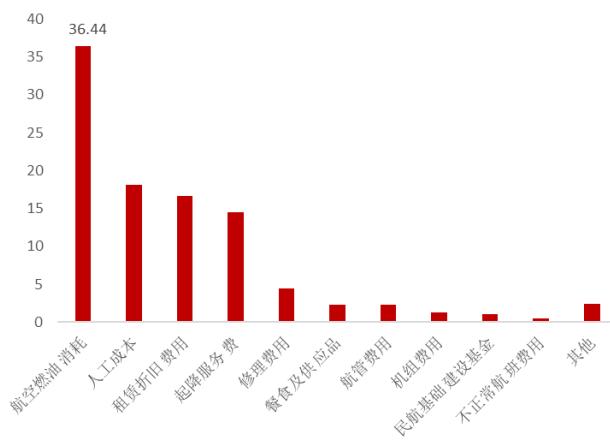
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 28：中国东航 2024 年营业成本构成分析 (%)



请务必阅读末页声明。

图 29：吉祥航空 2024 年营业成本构成分析 (%)

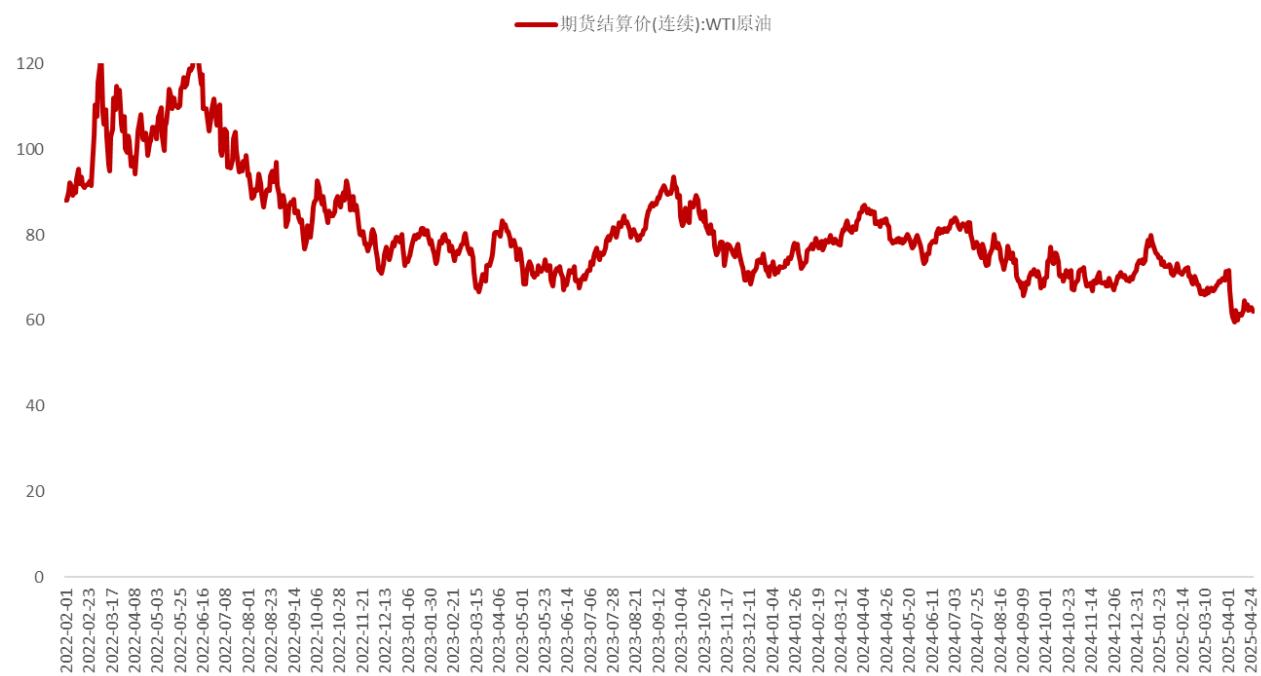


资料来源: Wind , 东莞证券研究所

资料来源: Wind , 东莞证券研究所

近期美国原油扩产、OPEC+意外增产及全球新形势等因素造成原油价格中枢的下行，有望带动航油成本的大幅改善。自俄乌冲突爆发以后，国际油价长期处于高位导致航司成本大幅上涨。近期俄乌冲突表现出缓和趋势，油价走势趋缓。而2025年1月美国总统特朗普上任后表示将大力支持传统能源发展，其在上任首日便签署总统行政令，要求鼓励能源勘探和生产、巩固美国作为全球能源领导者的地位；审查并取消大量对美国传统能源的监管和限制行为等，希望进一步降低能源价格。而2025年4月初，OPEC+发布声明表示8个欧佩克和非欧佩克产油国将自5月起日均增产41.1万桶，逐步回撤2023年来的减产措施。此外，受特朗普上任后一系列政策的不确定性影响，市场对关税战扰动需求的担忧导致原油价格下滑。受多种因素影响，2025年来国际原油价格快速下滑，截至2025年4月28日，WTI期货价格为62.05美元每桶，较俄乌冲突以来的峰值下降49.84%。受油价下行影响，航油价格持续下滑。2025年4月25日，新加坡航空美元FOB价格降至81.81美元每桶，中国航空煤油价格受库存影响下降相对滞后，2025年4月出厂价（含税）为5662元每吨，后续有望跟随下行。

图 30: 2025 年原油价格快速下行（截至 2025 年 4 月 29 日，美元每桶）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 31: 新加坡航空煤油 FOB 中间价

图 32: 中国航空煤油出厂价(含税)



资料来源: Wind , 东莞证券研究所
注: 数据截至 2025 年 4 月 25 日



资料来源: Wind, 东莞证券研究所
注: 数据截至 2025 年 4 月 1 日

整体来看, 2025 年国内政策支持力度加大, 经济有望保持稳步增长, PMI 回升与五一出游热显示国内航空市场需求端改善, 免签朋友圈扩大与近期中外文化交流推动出入境游升温, 国际航班亏损有望收窄。疫情以来波音、空客面临产能瓶颈, 国内航司供给增长缓慢, 近期全球新形势或进一步抑制未来数年内的飞机运力增长, 国内航司的供需格局逐步改善, 同时成本端受到原油价格下降的利好, 航司基本面有望持续改善。

4、投资策略

在当前不确定性提升的全球冲突新形势下, 我们推荐稳健与进取两大方向: 稳收益高分红的高速公路板块现金奶牛公司, 通过高股息率与长期资金支持下稳定的表现模拟债券属性, 建议关注稳收入高分红的招商公路 (001965)、粤高速 A (000429)、宁沪高速 (600377), 高成长高分红的皖通高速 (600012), 可关注具有分红提升潜力的四川成渝 (601107); 航空行业基本面受到从供需格局到成本端的多重利好共振, 期待基本面改善, 建议关注: 中国国航 (601111)、南方航空 (600029)、吉祥航空 (603885)。

表 2: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2025/4/29)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
600012	皖通高速	17.57	1.01	1.11	1.13	17.40	15.83	15.55	持有	维持
001965	招商公路	12.91	0.78	0.86	0.92	16.55	15.01	14.03	持有	下调
000429	粤高速 A	13.76	0.75	0.79	0.77	18.35	17.42	17.87	增持	维持
600377	宁沪高速	15.40	0.98	1.01	1.05	15.71	15.25	14.67	持有	维持
601107	四川成渝	5.71	0.48	0.47	0.49	11.90	12.15	11.65	增持	维持
601111	中国国航	7.21	-0.01	0.25	0.5	-721.00	28.84	14.42	买入	首次
600029	南方航空	5.69	-0.09	0.21	0.39	-63.22	27.10	14.59	买入	首次
603885	吉祥航空	12.52	0.42	0.76	1.02	29.81	16.47	12.27	买入	首次

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

5、风险提示

- (1) **行业政策更新不及预期。**现行收费公路管理条例为2004年版，经过二十年的发展已无法适配新的发展阶段，新版管理条例草案于2015年初次拟定，2018年再次修订后公示，但仍未正式通过，更新进度可能不及预期。
- (2) **路产收费期到期风险。**根据现行《收费公路管理条例》规定，经营性收费公路存在收费期限，若路产到期后未能通过改扩建等方式得到相关部门批准延长收费期限，将到期移交回政府，导致通行费收入下降。
- (3) **空铁水运分流加剧风险。**中国客货运输中空运、铁路、公路、水路四张网并行建设，部分运输路线存在重叠，可能产生互相分流的风险。
- (4) **宏观经济波动风险。**航空及公路运输客货流量取决于区域的经济状况，当宏观经济下行，出行、贸易萎靡时，航空公路运输需求可能下降。
- (5) **自然灾害风险。**新冠疫情等严重的流行性疾病可能触发甲类防疫管制措施，地震、台风等自然灾害可能影响路产质量或导致机场停航等风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn