

标配（维持）

油价风险减轻，高股息穿越周期

交通运输行业深度报告

2026年4月30日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

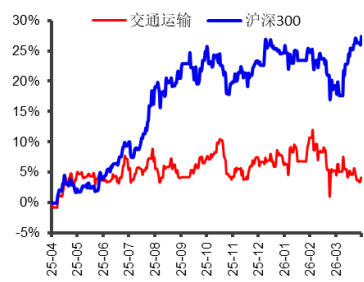
S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

交通运输指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **中东冲突降温但结束时间难以确定，左手航空右手高股息穿越周期。** 4月以来中东冲突逐渐迈入拐点，美以伊启动和谈。尽管短期内和谈未能实现，但冲突已事实上降温，军事行动降级，全球原油期现倒挂。而冲突爆发后，原油供给缺口对交通运输行业形成了一定冲击，此前航空等板块回调较多，从长期视角来看交运行业供需格局向好，在油价下降长期趋势下当前时点交运板块兼备胜率与赔率。
- **航空：**短期看，中东冲突推升原油价格，航司燃油成本占比较大，板块估值阶段性回落，但中期角度上国际原油期现倒挂、新加坡航煤现货价格震荡回落，后续国内航油采购成本有望逐步下行。长周期视角看，国内航空市场已进入盈利修复周期：机队扩张放缓使运力增速持续低于客流恢复速度、客座率维持高位、行业由“以价换量”逐步转向“价量平衡”，平均票价中枢具备持续修复基础。成本端下行预期叠加收入端改善确定性，航空板块后续有望迎来盈利与估值双重修复。
- **高速公路：**相较于航空、航运等强周期子行业，高速公路板块盈利受国际油价和外部贸易扰动影响较小，核心收入主要来自稳定的车辆通行费现金流，经营韧性突出。核心路产车流量稳中有增，业绩确定性较强。当前10年期国债收益率中枢下行环境下，高速公路公司普遍具备较强分红能力和类债券收益属性，高股息率优势有望持续吸引险资及长期配置资金增配。
- **油运：**霍尔木兹海峡运输受阻导致亚太地区原油贸易被迫由中东转向全球多区域填补，欧洲及亚洲买家显著增加对美洲、西非、俄罗斯等远端货源采购，推动原油运输半径拉长、吨海里需求快速扩张。同时，油运 VLCC 船队老龄化加剧，长锦商船控盘搅局及合规运力供给持续收缩。在需求端重构与供给端偏紧的双重驱动下，主流油轮市场运价中枢具备持续上移基础；即便后续地缘风险缓和，伊朗原油回归及产油国潜在增产亦可能带来新一轮补库需求，油运景气仍具较强延续性。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）市场竞争加剧；（3）自然灾害影响；（4）价格波动；（5）油价波动风险等。

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. 航空：航空供需格局持续改善	3
2. 油运：供需紧平衡，意外事件将成运价催化剂	8
3. 高速公路：高分红稳收益跨越周期	12
4. 投资策略	17
5. 风险提示	17

插图目录

图 1：国内航空公司股价受油价冲击下降	3
图 2：中国航空煤油出厂价	3
图 3：新加坡航空煤油现货价	3
图 4：布伦特原油出现期限价格大幅倒挂（美元）	4
图 5：美元兑人民币中间价	4
图 6：美元兑人民币离岸价	4
图 7：民航客运量（截至 2026 年 3 月）	5
图 8：飞机利用率逐步恢复（截至 2026 年 3 月）	5
图 9：民航正班客座率（截至 2026 年 3 月）	6
图 10：机票平均价格及其同比（截至 2026 年 3 月）	6
图 11：疫情后国内上市航司飞机引进数量放缓（截至 2026 年 3 月）	6
图 12：2025 年末三大航机队平均机龄	7
图 13：民航客机机型分布及同比变化（架，截至 2025 年 9 月）	7
图 14：全球石油库存观测值（百万桶）	9
图 15：全球水上原油储备（百万桶）	9
图 16：收购前全球主要 VLCC 船东排名（按船数计算，截至 2026 年 1 月）	9
图 17：收购成交后全球主要 VLCC 船东排名（按船数计算，截至 2026 年 1 月）	10
图 18：阿联酋连接富查伊拉的原油管道能有效绕开霍尔木兹海峡封锁	11
图 19：被制裁油轮占活跃油轮比重	12
图 20：被制裁油轮多为老船	12
图 21：高速公路板块营收及同比变化（元，%）	13
图 22：高速公路归母净利润及同比变化（元，%）	13
图 23：高速公路板块股息率回升	14
图 24：高速公路 2021 年经营支出占比（%）	15
图 25：高速公路收支平衡结果（亿元）	15
图 26：高速公路建设投资总额（万元）	16
图 27：高速公路各年末债务余额（万元）	16

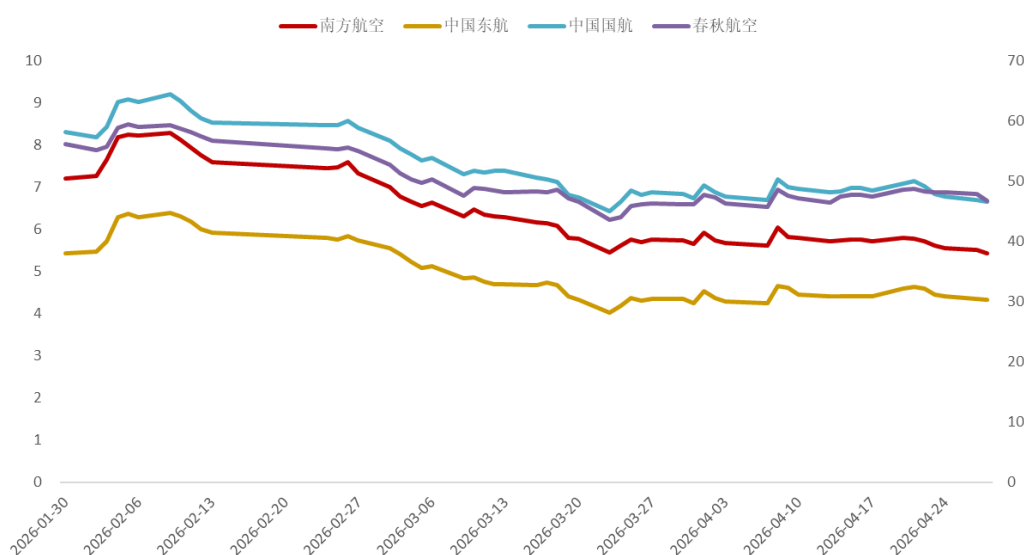
表格目录

表 1：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例（%）	13
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2026/4/29）	17

1. 航空：航空供需格局持续改善

原油价格波动导致杀估值。受中东冲突引发的原油供应扰动影响，3月以来国际原油及航煤现货价格快速冲高，国内航空煤油出厂价（含税）4月已升至9802元/吨，环比上涨74.35%，已超越俄乌冲突爆发期的峰值。当前航油仍为航空公司最核心的可变成本项目，在营业成本中占比通常超过30%，油价较冲突前水平显著抬升，推动市场对于航空公司全年燃油成本中枢及利润修复节奏的担忧快速升温，现货价格的快速上涨对行业短期盈利形成明显压制，国内航空公司股价均重挫，估值大幅下降。

图 1：国内航空公司股价受油价冲击下降

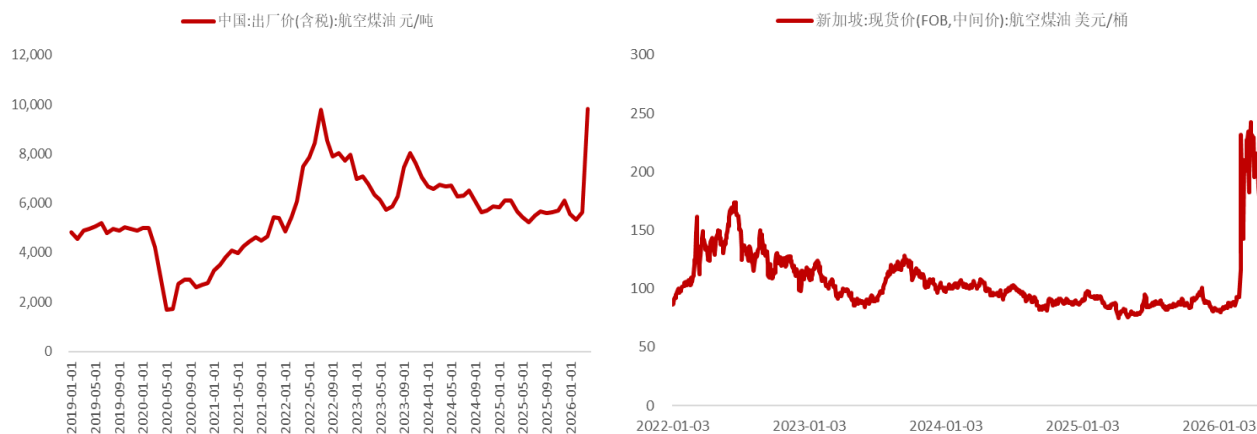


资料来源：iFind，东莞证券研究所

期现倒挂结构下看好油价下行。但与现货端持续高位形成对比的是，当前国际原油期货曲线已出现较为明显的期现倒挂，市场对于美伊以冲突后续缓和、霍尔木兹通行逐步修复及原油价格中期回落已有较强一致预期。近期新加坡 FOB 航空煤油现货价格亦在前期急涨后进入震荡回落区间，预示着市场普遍认为美伊以冲突降温、油价下行的概率较大。国内航空煤油出厂价按月调整、价格传导相对滞后，当前4月国内航油成本仍处于对海外前期高价的被动跟随阶段，预计若国际原油与航煤现货按市场预期逐步回落，燃油采购成本将同步进入下行通道。当前航空股回调更多反映的是市场对短期成本冲击的集中交易，而非长期盈利中枢的趋势性恶化；随着油价期货预期向现货端逐步兑现，航空板块存在盈利预期修复与估值回升的双重弹性。

图 2：中国航空煤油出厂价

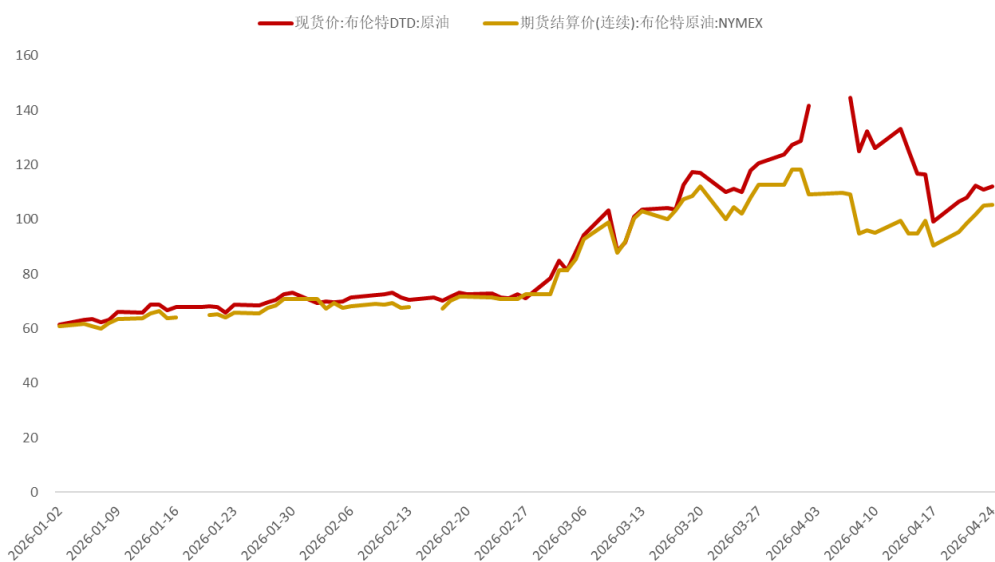
图 3：新加坡航空煤油现货价



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：布伦特原油出现期限价格大幅倒挂（美元）

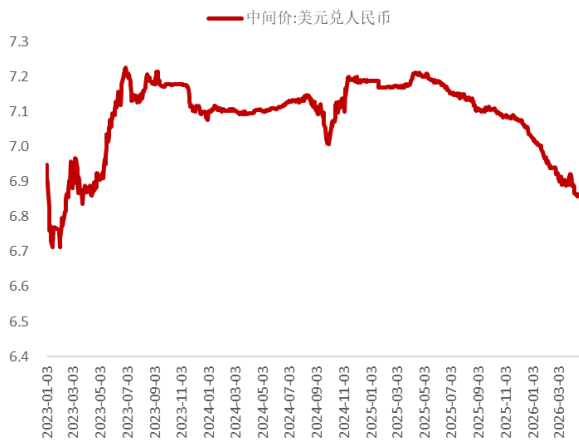


资料来源：iFind，东莞证券研究所

人民币汇率中枢稳步提升，持续升值直接减少美元债务。2025 年来美国多次降息，人民币逐渐升值，截至 2026 年 4 月 27 日，美元兑人民币中间价达到 6.8579，较去年均值大幅下降。人民币已进入温和升值阶段，航空公司存在大量美元债务，人民币升值将有助于减少采购飞机和服务等成本并降低债务负担。考虑到美联储 2026 年仍有较大的降息概率，人民币有望持续升值并带动中国航司利润改善。

图 5：美元兑人民币中间价

图 6：美元兑人民币离岸价



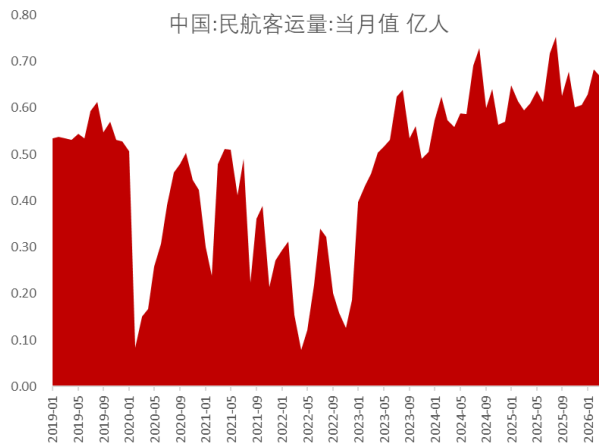
资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

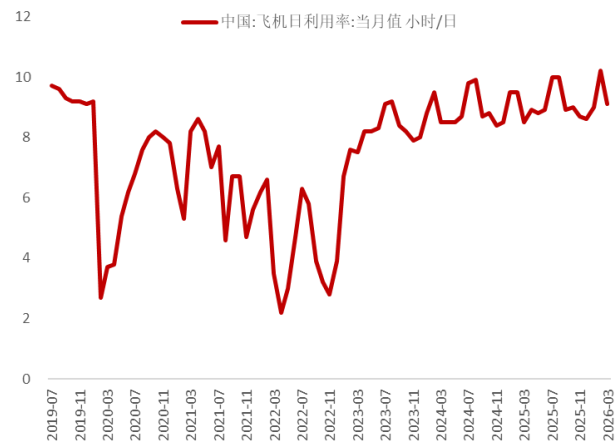
国内民航市场需求稳定增长。2023 年来,随着国内外民航需求的持续增长,中国民航客运量持续增长,而 2024 年以来地缘政治因素导致的飞机交付放缓,国内民航供需格局逐步收紧。截至 2026 年 3 月,中国飞机日利用率为 9.1 小时,接近 2019 年同期水平。

图 7: 民航客运量 (截至 2026 年 3 月)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

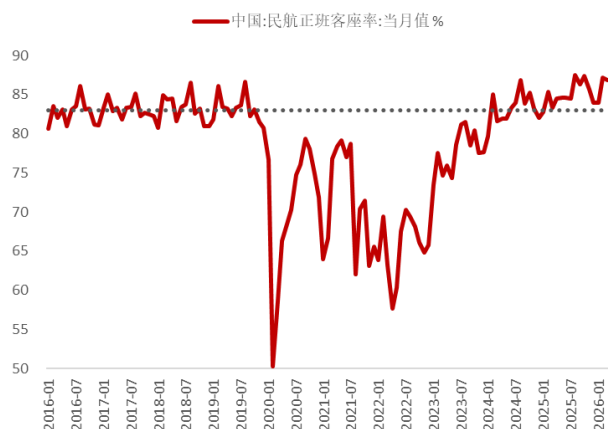
图 8: 飞机利用率逐步恢复 (截至 2026 年 3 月)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

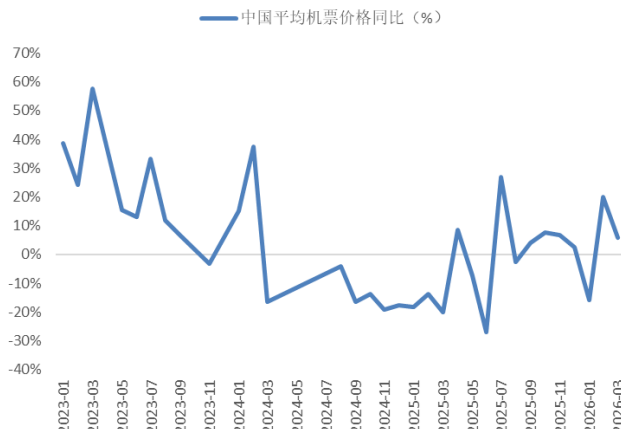
稳价换量策略成功, 机票价格企稳回升。随着国内民航运行效率恢复至接近疫情前水平,前期行业通过低票价刺激需求、以价换量提升客座率的经营策略已基本结束,航空公司经营重点正逐步转向收益管理优化与票价修复。考虑到当前国际航班受中东枢纽战争风险、中日关系等因素而恢复不足,仍有宽体机部署在国内市场压制利用率,实际上国内航空供需水平已基本恢复。2026 年 3 月民航客座率达到 86.8%,在近半年中国平均机票价格同比回升的背景下维持高位。在供给端增速有限而需求端延续修复的背景下,国内航空市场已由此前的“量优先”逐步切换至“价量平衡”阶段,机票价格中枢具备持续上移基础。后续若国际航线进一步恢复带动宽体机运力重新外溢,或旺季商旅及出境需求超预期释放,国内供需格局仍有进一步收紧空间,航司收益管理改善将推动单位客公里收入继续修复。叠加航油成本下行预期,航空板块有望迎来收入端改善与成本端回落的盈利双击。

图 9：民航正班客座率（截至 2026 年 3 月）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：机票平均价格及其同比（截至 2026 年 3 月）

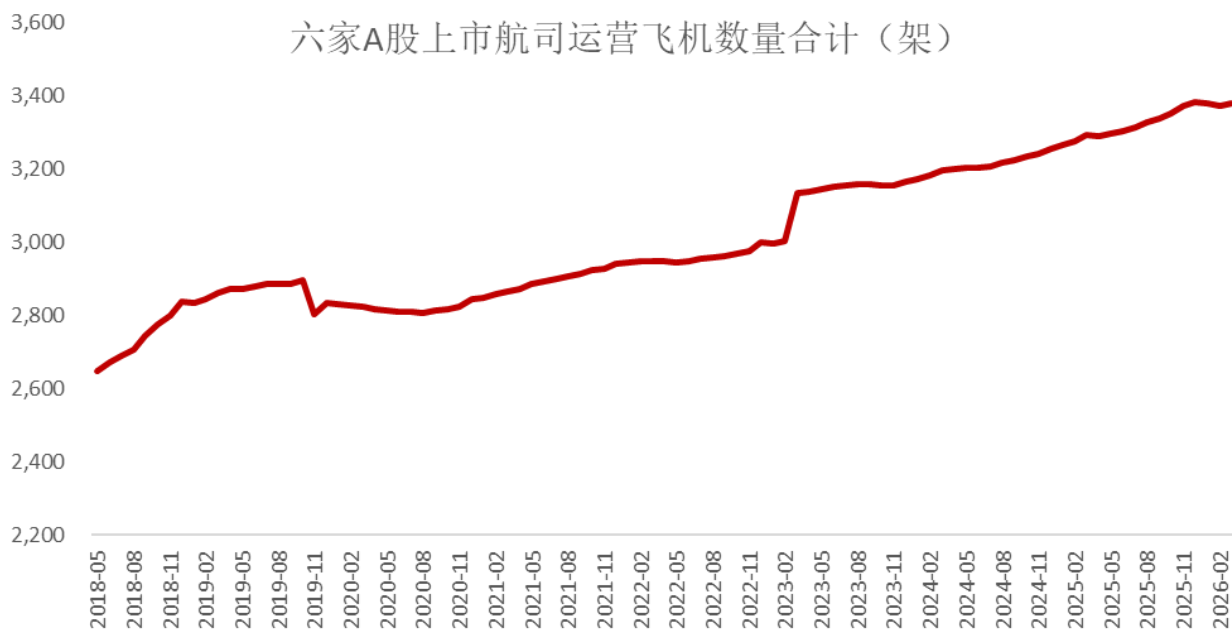


资料来源：Wind，东莞证券研究所

运力增速低于客流增速，供需格局向好。近期国内民航市场供需格局收紧，客流增速超越运力增速，主要系疫情后受资产负债表修复压力、宽体机引进受限及航司资本开支趋于审慎等因素影响，国内主要上市航司机队扩张显著放缓，可用运力释放难以重现疫情前的快速扩张态势。截至 2026 年 3 月，国内六家 A 股上市航司运营飞机数量合计 3379 架，较 2019 年末仅增长 17.9%，五年复合增速显著低于上一轮行业扩张阶段，反映疫情以来国内民航新增运力投放整体保持克制。截至 2026 年 3 月，国内六家上市航司运营飞机数量合计达 3379 架，而 2019 年末为 2833 架，五年间运力仅增长 17.86%，增速远低于疫情前机队扩张阶段。相对的，居民出行需求、商务差旅恢复及节假日休闲出游增长持续推动客运需求回升，客流增速已连续多个季度快于机队扩张与航班增投节奏，行业供需天平正持续向航司收益端倾斜。

图 11：疫情后国内上市航司飞机引进数量放缓（截至 2026 年 3 月）

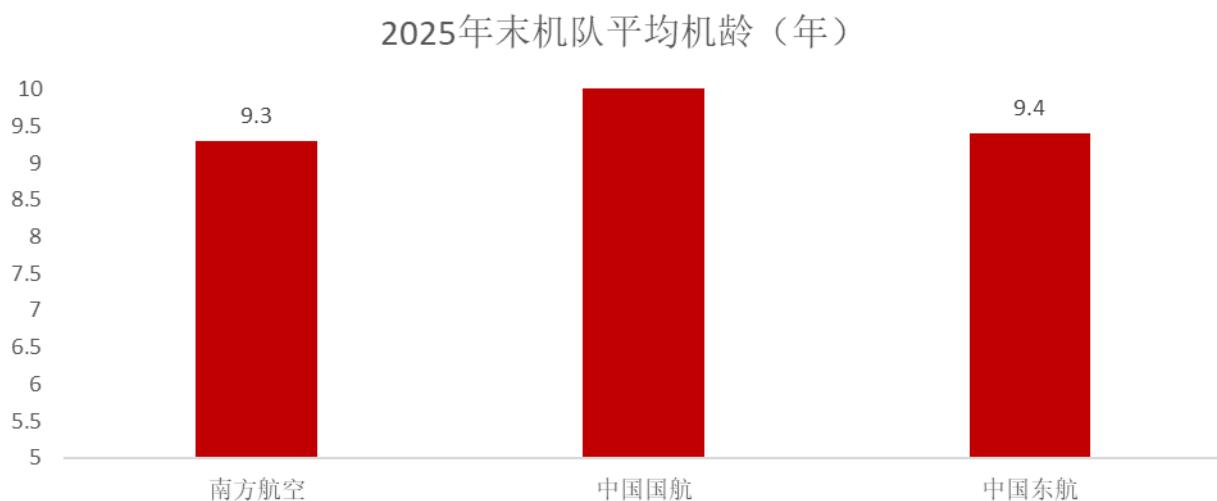




资料来源：Wind，东莞证券研究所

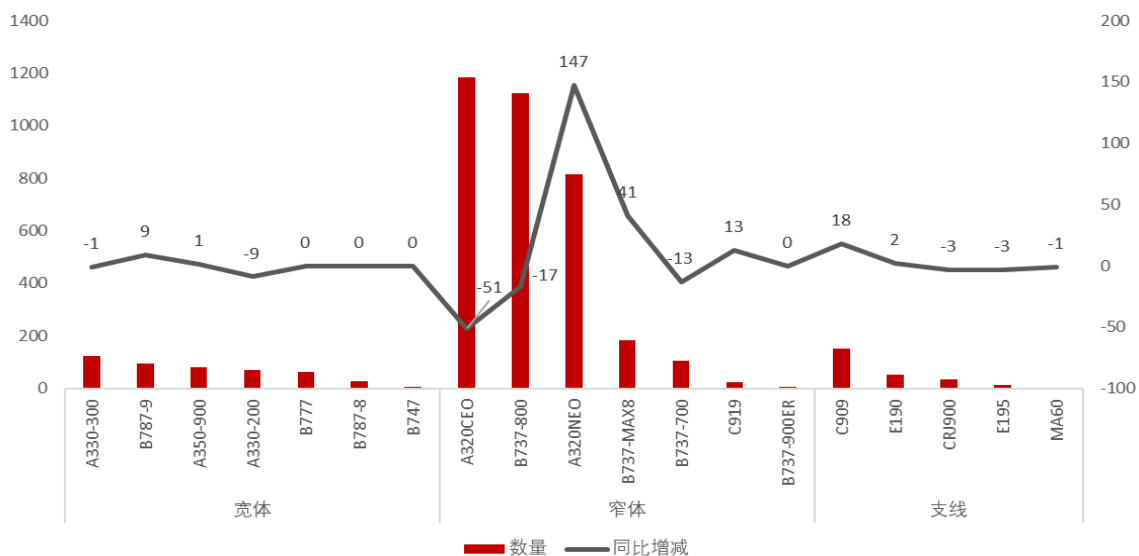
航司机队平均机龄较长，部分新引进供给为替换老旧飞机。通常飞机的使用周期约为二十年，目前三大航机队平均机龄均在9年以上，面临部分老旧飞机退出问题。航班管家数据显示2025年9月末中国民航客机机队达4100余架，结构上仍以逐步退出的老款的A320 CEO系列和B737 NG系列为主，新款的A320NEO系列和B737MAX系列快速增长但占比相对较低。综合考量下短期内民航实际供给增速或受限。

图 12：2025 年末三大航机队平均机龄



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：民航客机机型分布及同比变化（架，截至 2025 年 9 月）



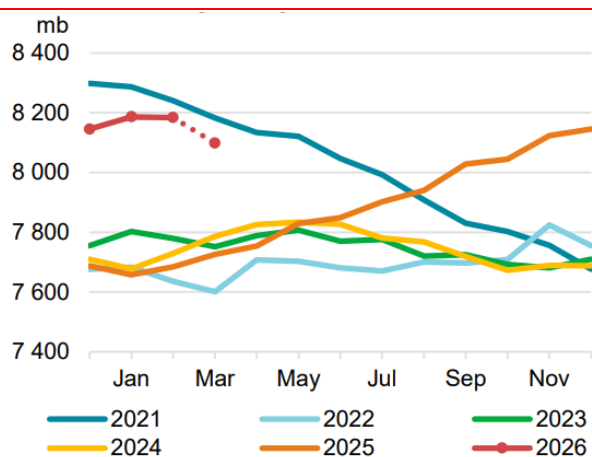
资料来源：航班管家 DAST，东莞证券研究所

航空板块基本面修复趋势明确，回调后左侧布局性价比持续提升。从行业基本面看，国内航空市场需求稳步恢复、机队扩张放缓，供需格局持续收紧。客座率维持高位背景下平均票价中枢具备进一步上移空间，航司客公里收益改善趋势较为确定。面对短期油价冲击，航空公司已通过燃油附加费、优化航线投放结构等方式对冲部分燃油成本压力，行业对短期油价扰动的承受能力较此前明显增强，极端油价冲击对全年利润中枢的侵蚀程度相对可控。当前国际原油市场期现倒挂反映市场对地缘风险缓释及油价中期下行的较强预期，本轮航空板块股价回调更多源于短期情绪性折价而非长期基本面恶化。在收入端修复确定、供给端约束强化且燃油成本存在边际下行预期的共同作用下，航空板块后续有望迎来盈利预期重塑与估值修复共振，当前时点已具备较高的中长期配置吸引力。

2. 油运：供需紧平衡，意外事件将成运价催化剂

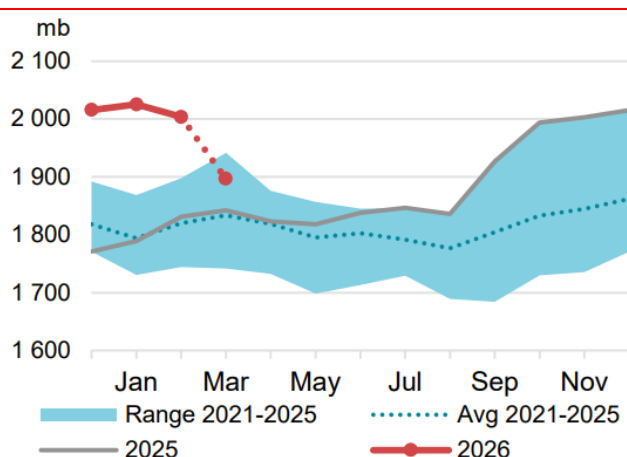
地区石油库存下降，若战争持续将累积大量补库需求。随着霍尔木兹海峡的封锁延续到第三个月，全球石油库存出现地域性分化。IEA 月度石油报告显示 3 月全球观测石油储备下降了 8500 万桶，而中东湾以外的区域下降了 2.05 亿桶，水上原油储备减少了 1.05 亿桶，亚太地区的石油库存出现明显降幅。尽管中东陆上和海上库存均有所增加，且中国库存进一步增长，但全球观测石油库存仍大幅下降。亚洲进口国的原油库存下降了 3100 万桶，预计 4 月份将进一步下降。预计各消费国将累计大量的石油补库需求，一旦霍尔木兹海峡恢复航行条件将产生大量的油运需求。

图 14: 全球石油库存观测值 (百万桶)



资料来源: IEA, 东莞证券研究所

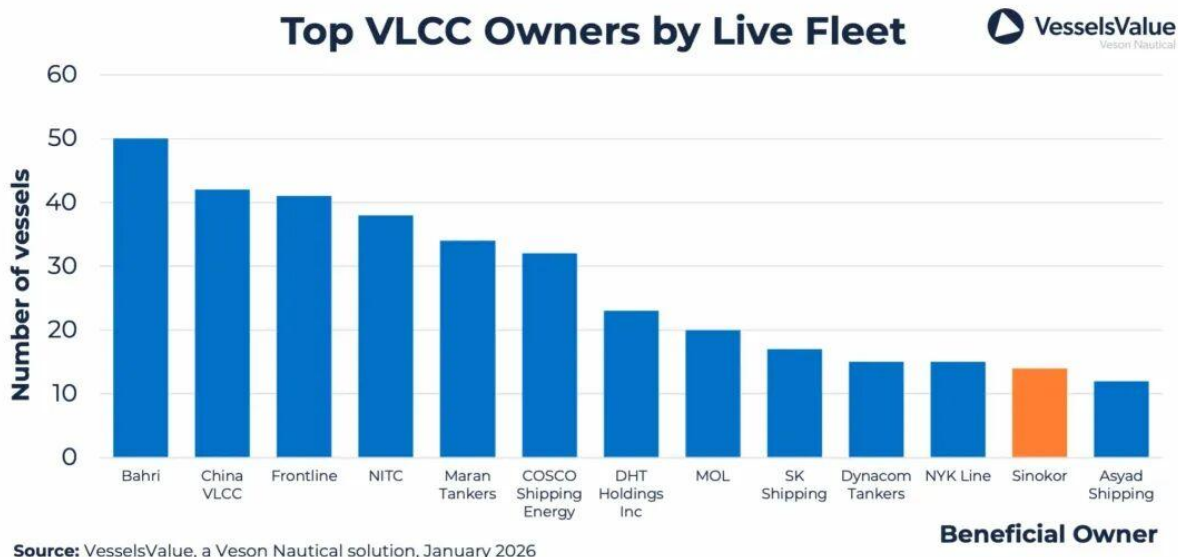
图 15: 全球水上原油储备 (百万桶)



资料来源: IEA, 东莞证券研究所

长锦商船“扫货式”扩张 VLCC 船队，控盘运力抬高长期运价中枢。在油运船队数量有限，影子船队被排除在合规市场之外的背景下，长锦商船跨界布局油运，通过大量收购油轮和期租控制大量运力。Vessels Value 数据显示，2026 年初截至 1 月 26 日，全球 VLCC 二手买卖一共完成 45 笔，其中 35 笔由长锦商船买入，占比高达 78%。这些收购主要集中于 2010—2016 年建造、平均船龄约 12 年的“现代船”，几乎吸走了当期市场可供交易的绝大部分流动性。Vessels Value 称长锦商船在 VLCC 所有权排名上将从此前第 12 位跃升至全球前三阵营。在大肆集中收购油轮资产的同时，长锦商船也通过期租等方式大量锁定可供交易的运力。据信德海事报道，尽管多数交易并未直接指明实际运营商，但海运行业经纪公司和分析公司估算长锦商船目前实际上控制的船队可能已经达到了 150 艘，据此测算将达到合规 VLCC 船队的近五分之一。在估算情形下，长锦商船控制了大量的合规运力，并抽干了市场上可供交易的 VLCC 运力，由于美以伊战争背景下中东-亚洲航线油轮被重新部署到更远的跨洋航线上，运力的空缺将使掌控大量运力的船队能够轻易推高运费、复刻集运市场的联盟控价场面。预计油运运价中枢在战争结束后的情形中也将保持高位。

图 16: 收购前全球主要 VLCC 船东排名 (按船数计算, 截至 2026 年 1 月)



资料来源：信德海事，Vessel Value，东莞证券研究所

图 17：收购成交后全球主要 VLCC 船东排名（按船数计算，截至 2026 年 1 月）

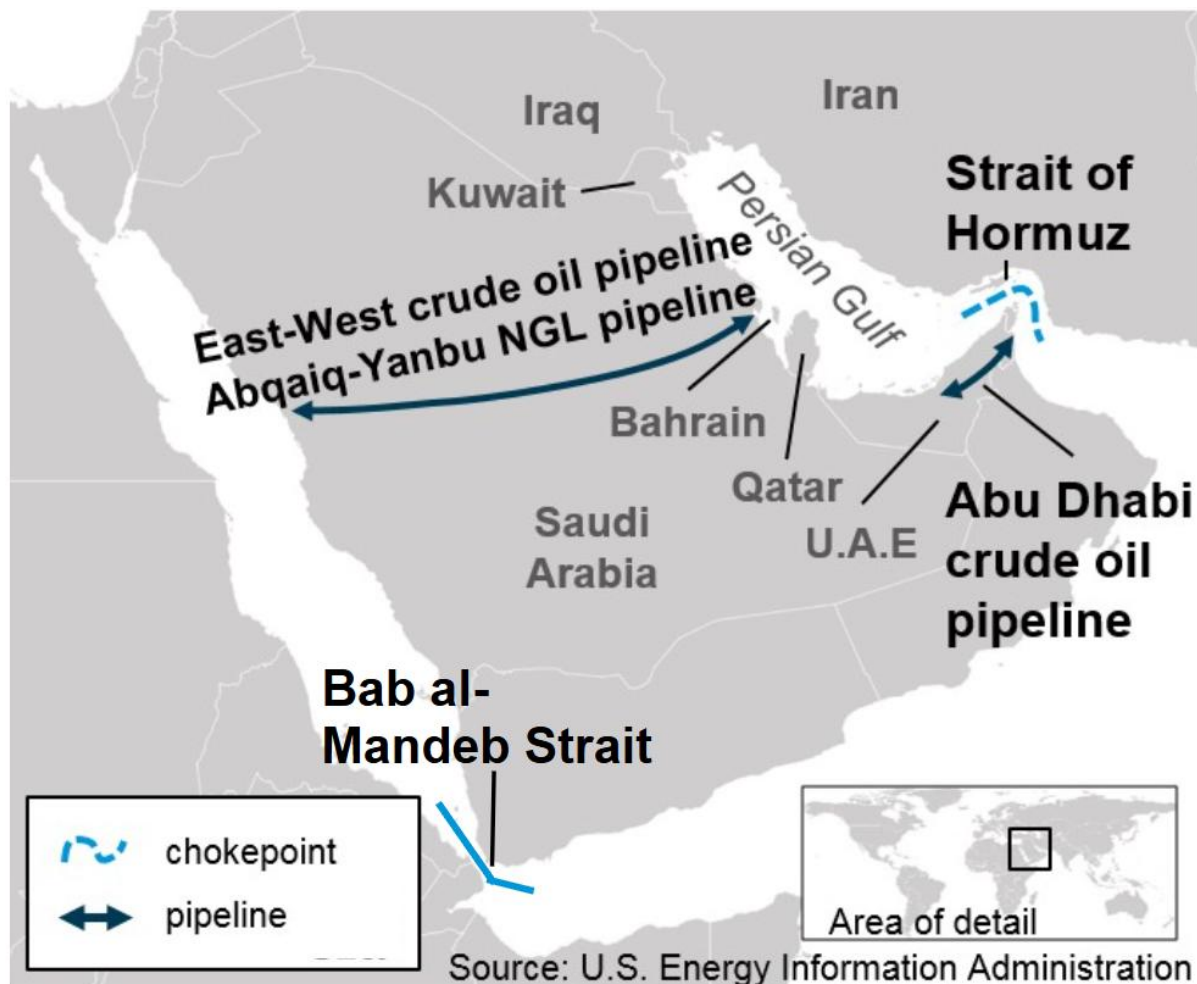


资料来源：信德海事，Vessel Value，东莞证券研究所

阿联酋退出 OPEC，原油供给增长拉动油运需求。近日阿联酋宣布将自 5 月 1 日起退出石油输出国组织 OPEC 及“OPEC+”，将大幅提高闲置产能。近年来 OPEC 主要采用控量稳价的策略，参与国需按约定的配额生产，此前油价低迷的背景下减产稳价策略导致阿联酋产生大量闲置产能。在近期中东冲突趋于降温缓和，富查伊拉港口不再受到袭扰的背景下，阿联酋成为海湾地区少数能够通过管道运输绕过霍尔木兹海峡的国家，因此退出配额制的石油输出国组织意味着阿联酋将放

弃生产配额，全面恢复原油产能。叠加近半年来委内瑞拉石油的制裁取消，全球石油供给将逐步恢复，长期来看油运需求持续增长。

图 18：阿联酋连接富查伊拉的原油管道能有效绕开霍尔木兹海峡封锁



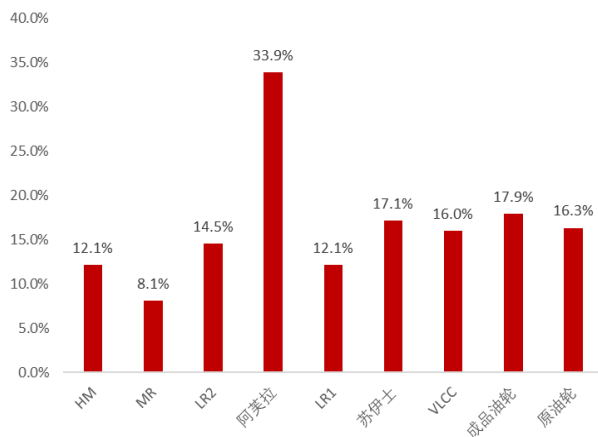
资料来源：EIA，东莞证券研究所

长期看好油运受益。4月初，霍尔木兹海峡的运输仍然受到严重限制，原油、天然气凝析液和成品油的装载量平均约为380万桶/日，而危机爆发前的2月份这一数字超过2000万桶/日。通过沙特阿拉伯西海岸和阿联酋东海岸的富查伊拉港，以及从伊拉克到土耳其杰伊汉的ITP管道的替代出口已从战前的不足400万桶/日增加到720万桶/日。石油出口总损失超过1300万桶/日，加上该地区相关减产和能源基础设施受损，导致3月份累计供应损失超过3.6亿桶，预计4月份将损失4.4亿桶。但中东地区的减产部分正逐渐被非欧佩克+产油国、哈萨克斯坦和俄罗斯在年初供应中断后的增产所抵消。IEA预计2026年全球石油供应量平均将增加110万桶/日，其中非欧佩克+产油国将贡献全部增幅。当前中东冲突降温但封锁延续，谈判条件不匹配的情况下解除封锁仍遥遥无期，能源市场的核心正从供应短缺转向产油国与消费国重新匹配所引发的运输半径显著拉长，欧洲

与亚洲买家被迫增加对美洲、西非、俄罗斯及里海资源的采购比例，原先由中东短航线承担的大量货盘转移至跨洋中长航线，全球原油海运体系由此进入典型的“吨海里扩张”阶段。在中东冲突平息可能导致伊朗石油回归合规市场的预期下，预计全球油运需求将进一步增长，欧佩克可能为了重掌定价权发起产能战争，重演 2020 年负油价现象，带动大量油轮被利用作浮式储油设施，再次暴力推高油轮运价。

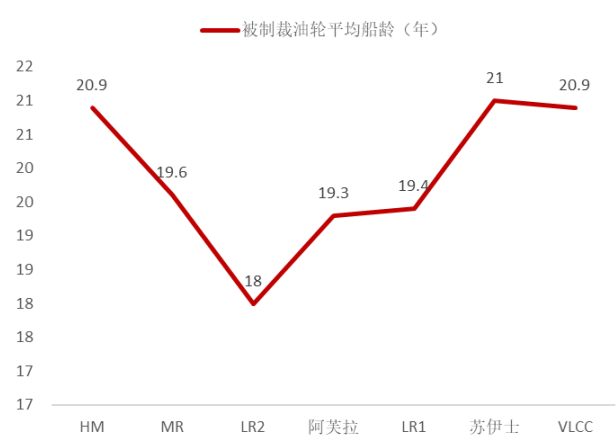
老旧影子船队被排除在合规市场之外，合规运力长期紧张。从船队结构看，当前全球较大比例 VLCC 船舶已进入或接近 20 年船龄，未来数年新增交付运力更多承担老旧船替换功能，难以形成有效净增供给，行业整体仍将维持偏紧平衡。同时俄乌冲突后形成的影子船队隔离于主流合规市场之外，随着欧盟近半年显著加快对俄罗斯影子船队的制裁节奏，截至 2025 年 12 月累计被列入制裁名单的相关船舶已接近 600 艘，受限船舶面临港口准入、海事服务及保险支持全面收缩。由于影子船队本身以高船龄油轮为主，且欧盟进一步限制相关船舶退出影子体系后的再保险获取能力，意味着该部分运力重新回流合规市场的可能性较低，最终大概率通过拆船完成出清。在新船净增有限、老旧运力加速淘汰及影子船队长期隔离的三重作用下，全球合规 VLCC 有效供给将持续收缩，而任何地缘扰动、事故停航或环保监管升级均可能进一步放大运力缺口，推动主流合规市场运价中枢持续上移，油运板块供给端景气具备较强持续性。

图 19：被制裁油轮占活跃油轮比重



资料来源：Scorpio Tanker 业绩推介资料，东莞证券研究所

图 20：被制裁油轮多为老船



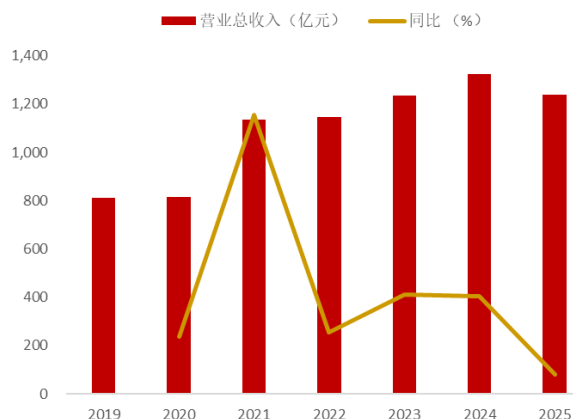
资料来源：Scorpio Tanker 业绩推介资料，东莞证券研究所

3. 高速公路：高分红稳收益跨越周期

高速公路板块业绩稳定。高速公路企业收入主要来源于车辆通行费，受区域经济活跃度、人口流动及路产区位影响较大，但由于收费模式成熟、需求刚性较强，行业整体具备低波动、公用事业属性明显的经营特征。2019 年至 2025 年，高速公路板块营业

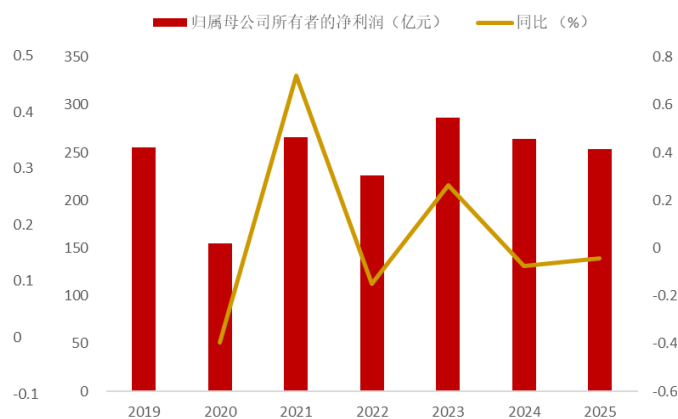
总收入由约 812 亿元增长至 1237 亿元，复合年均增长率约 7.3%，收入中枢整体呈稳步抬升趋势，2025 年受公路分流和公共假期免费时段增加影响略有下降；同期归母净利润虽在外部扰动下有所波动，但总体维持在 250 亿元左右的较高水平，行业整体收入水平稳定。

图 21：高速公路板块营收及同比变化（元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：高速公路归母净利润及同比变化（元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

高股息配置价值日益凸显。收费公路行业整体进入成熟运营阶段、优质新建路产投资机会相对有限的背景下，上市高速公路公司资本开支高峰逐步过去，经营策略正由过去偏重扩张建设转向更加注重存量资产运营效率与股东回报释放。2021 年至 2025 年，高速公路板块多数上市公司现金分红率均出现不同程度提升，且提升具有明显的行业普遍性。受益于通行费收入回款快、经营现金流充裕以及资本性支出压力边际趋缓，近年来高速公路上市公司普遍提高现金分红比例，行业分红中枢呈现持续上行趋势。当前高速公路板块多数公司股息率已提升至 4% 以上，部分优质标的达到 4.5% 至 5% 的较高水平，板块整体显著高于 A 股市场平均分红收益率，也高于多数传统防御性公用事业板块。在无风险利率中枢持续下行、市场风险偏好偏弱的环境下，高速公路企业稳定且可预测的收费现金流能够有效支撑持续分红，使其具备较强的类债券配置属性和红利资产属性。而随着前期改扩建项目陆续投产、资本开支逐渐回落，未来高速公路板块股东回报能力仍有望继续增强。

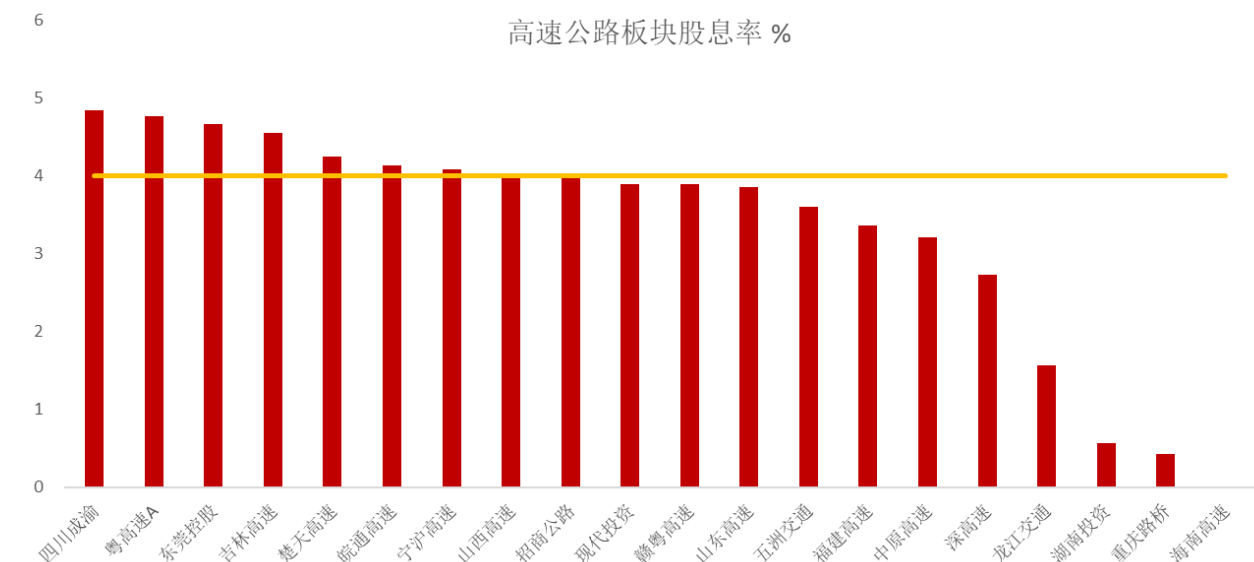
表 1：高速公路板块 A 股上市公司现金分红比例（%）

代码	简称	2021	2022	2023	2024	2025
600012.SH	皖通高速	60.24665	63.12974	60.05225	60.02467	60.06415
600020.SH	中原高速	30.22821	30.39369	40.42097	43.3959	42.9102
600033.SH	福建高速	49.64427	48.98422	36.5005	17.57489	20.5479
600035.SH	楚天高速	30.45338	31.19315	32.46707	35.65756	47.71665
600106.SH	重庆路桥	30.14377	30.13047	30.16626	30.38714	30.30921
600269.SH	赣粤高速	31.41414	33.55599	31.73909	31.03669	31.0281
600350.SH	山东高速	63.04996	67.62547	61.65678	63.53061	63.3435
600368.SH	五洲交通	30.15636	29.40802	76.27807	30.19973	40.205

600377.SH	宁沪高速	55.45532	62.22589	53.65048	49.90196	53.73456
600548.SH	深高速	51.87818	50.02282	51.53941	54.07951	53.87706
601107.SH	四川成渝	18.00215	40.12372	61.83216	60.7872	60.02319
601188.SH	龙江交通	59.80532	60.34217	60.88175	60.82005	40.38462
601518.SH	吉林高速	10.17772	137.2221	31.13521	30.17423	50.07216
000429.SZ	粤高速 A	70.08672	70.07175	70.0002	70.00039	70.10606
000548.SZ	湖南投资	19.24194	28.55914	30.21386	30.65562	35.60119
000755.SZ	山西高速	-	-	14.39372	62.97366	63.07869
000828.SZ	东莞控股	30.19158	31.35157	50.66922	35.36886	41.02496
000886.SZ	海南高速	96.23924	19.76309	54.62729	-	-
000900.SZ	现代投资	38.91546	35.08466	41.9528	66.80265	60.03197
001965.SZ	招商公路	42.98702	52.68106	53.52131	53.29381	54.97779

资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 23：高速公路板块股息率回升



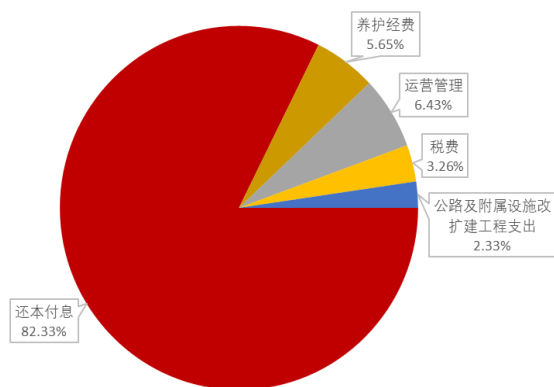
资料来源：iFind，东莞证券研究所

在收费公路管理制度优化、收费期限延长及收费机制更趋灵活的政策预期下，行业盈利稳定性有望继续提升。在缺乏高回报新增投资项目的情况下，上市公司继续提高现金分红比例乃至强化中期分红的动力较强。现行《收费公路管理条例》自2004年实施以来，在支持我国高速公路跨越式建设、保障“贷款修路、收费还贷”机制运行方面发挥了重要作用，但在当前行业发展阶段，其收费期限偏短、价格调整僵化、养护资金来源不足等问题已日益突出。在高速公路单位造价持续抬升、改扩建需求显著增加而收费标准多年缺乏有效联动的背景下，新建及扩容项目投资回收周期明显拉长，收费公路经营主体盈利承压，地方政府统借统还债务与后续养护资金缺口亦持续扩大，原有制度已难以完全适配行业可持续发展的现实需求。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，亟须调

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：

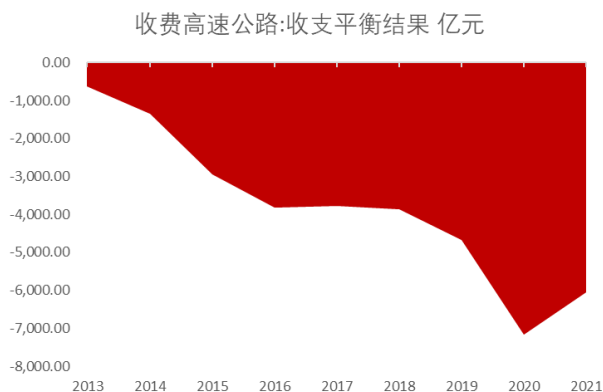
收支缺口快速扩大，难以吸引社会资本。随着经济的发展，公路建设、维护管理的成本持续提高，但收费公路为政府定价，民生属性限制下高速公路通行费标准固定，长期投资回报率下降或难以吸引社会资金。我国收费高速公路平均建设投资已由 2013 年的每公里 0.7 亿元上升到 2020 年的每公里 1.3 亿元。高速公路作为重要基础设施，其建设、管理、养护、运营需要持续、大量的资金投入。截至 2021 年，收费高速公路通行费收入合计为 6232 亿元，经营支出合计为 12279 亿元，高速公路收支平衡出现了 6047 亿元的缺口，并较 2019 年扩大约 1373 亿元。高速公路成本持续扩大，2021 年高速公路经营支出中，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 24：高速公路 2021 年经营支出占比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 25：高速公路收支平衡结果（亿元）



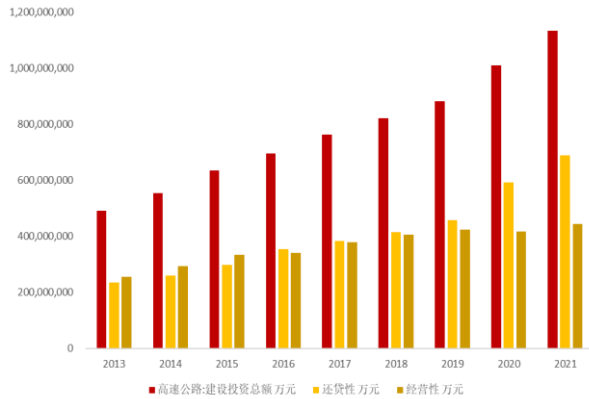
资料来源：iFind，东莞证券研究所

收费公路期限及到期后管理问题。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。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，亟须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，亟须解决。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

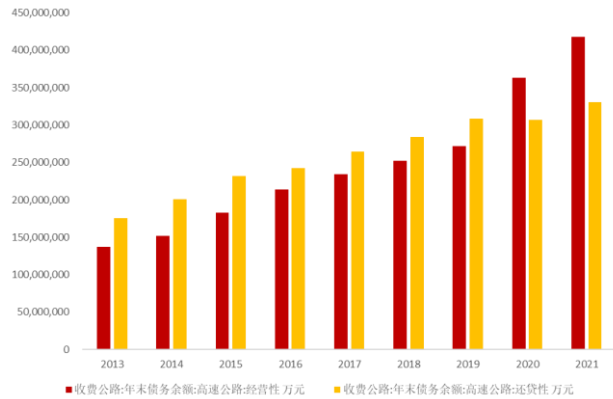
增长 7870 亿元。为解决收费公路的债务问题，需要进一步优化《收费公路条例》以化解区域债务风险。

图 26：高速公路建设投资总额（万元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 27：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

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。为保障公路可持续发展的需要，交通运输部早在 2013 年即启动《条例》修订研究，并分别于 2015 年形成送审稿、2018 年进一步形成征求意见稿；此后，《收费公路管理条例（修订）》连续被纳入交通运输部重点立法安排。根据交通运输部 2023 年、2024 年立法工作计划，《收费公路管理条例（修订）》均被列入“力争年内完成部内工作或者公布”的一类立法项目，显示其立法优先级已显著提升，修订进程正在加快推进。从 2018 年征求意见稿内容看，本轮修订已基本明确四个方向：（一）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、二级公路和独立桥梁、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。（二）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。（三）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”。（四）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。新版条例更突出“合理回报+持续养护+动态平衡”的长期运营思路，收费公路政策目标正由过去的建设融资工具逐步转向兼顾投资激励与存量资产运营效率提升。考虑到未来十年我国高速公路仍处于结构性补网与大规模改扩建并行阶段，同时相当比例早期收费路段陆续面临收费期限到期、养护支出上行和债务再平衡压力，《条例》正式落地的必要性与紧迫性正在持续增强。

4. 投资策略

维持对行业的超配评级。4月以来中东冲突逐渐迈入拐点，美以伊启动和谈。尽管短期内和谈未能实现，但冲突已事实上降温，军事行动降级，全球原油期货价格回落出现祷告。而冲突爆发后，原油供给缺口对交通运输行业形成了一定冲击，此前航空等板块回调较多，从长期视角来看交运行业供需格局向好，在油价下降长期必然趋势下我们认为当前时点交运板块兼备胜率与赔率。建议关注航空板块左侧布局机会，可关注中国国航（601111）、南方航空（600029）、吉祥航空（603885）。油运板块运价中枢抬升、战争结束后将迎来大量集中补库需求可关注错杀机会，建议关注中远海能（600026）、招商轮船（601872）。高速公路板块稳收益高分红，在当前全球主权信用动荡、基本面受到高油价冲击的背景下确定性的价值正在提升，建议关注招商公路（001965）、皖通高速（600012）。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2026/4/29）

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		
600026	中远海能	21.74	0.83	2.03	2.05	15.81	10.68	10.58	持有	下调
601872	招商轮船	17.61	0.74	1.59	1.65	12.06	11.08	10.70	增持	下调
603885	吉祥航空	11.59	0.48	0.61	0.97	31.26	18.98	11.92	增持	维持
601111	中国国航	6.72	(0.11)	0.15	0.46	(92.35)	43.75	14.77	买入	维持
600029	南方航空	5.5	0.05	0.11	0.39	169.37	51.07	14.24	增持	维持
001965	招商公路	9.31	0.66	0.74	0.76	14.86	12.52	12.23	持有	下调
600012	皖通高速	15.81	1.12	1.21	1.18	13.49	13.06	13.44	增持	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所

5. 风险提示

(1) **油价波动风险。**油价在交通运输行业的可变成本中占比较大，若油价出现较大波动可能对企业成本管理产生冲击。此外，油价波动可能影响油运需求，从而导致油运运价波动。

(2) **政策落地不及预期风险。**高速公路相关政策落地时间可能不及预期风险。

(3) **竞争加剧风险。**交通运输行业可能面临着多重竞争加剧风险。

(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综合性综合类证券公司，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