

# 特别评论

2025 年 9 月

中诚信国际  
交通运输行业

## 交通运输行业中期信用观察—稳健增长，温和前行

### 目录

|        |    |
|--------|----|
| 要点     | 1  |
| 主要关注因素 | 2  |
| 航空行业   | 2  |
| 机场行业   | 6  |
| 收费公路行业 | 9  |
| 港口行业   | 12 |

### 联络人

#### 作者

##### 企业评级部

吴亚婷 027-87339288

ytwu@ccxi.com.cn

曲甘雨 027-87339288

gyqu@ccxi.com.cn

王 昭 027-87339288

zhaow02@ccxi.com.cn

何瑞婷 027-87339288

rtthe@ccxi.com.cn

#### 其他联络人

贺文俊 027-87339288

wjhe@ccxi.com.cn

### 要点

- 2025 年上半年我国航空客运市场保持较好增长，其中航空国内客运量增速有所回落，境内航司国际及地区客运量在国际航线加速修复的推动下恢复至 2019 年同期水平；同时，货运市场表现出较强韧性，增速仍处于较高水平；预计短期内向好基本面不变，全年航空客货运输均将实现较好增长。
- 受出行政策放开之后我国民航“先国内、后国际”的复苏节奏影响，2025 年上半年我国民用机场业务量虽保持增长但增速有所放缓。其中，国际航线加速修复使得东部地区机场旅客吞吐量增速高于平均水平；货运增速整体处于较高水平，且中西部地区受益于政策支持和前期布局展现出一定潜力。预计短期内我国机场客运业务增速将回归常态化，同时受航线结构差异影响，机场之间经营表现有所分化；货运业务有望保持较好增速。
- 2025 年上半年收费公路行业总体表现平稳，其中客运受其他交通运输方式分流等因素影响，呈现“总量下降、周转略增”的特点，货运在宏观经济支撑下仍延续增势，公路运输占交通运输行业的比重进一步下降；但预计国内旅游消费潜力的释放、区域交通一体化深度发展和汽车保有量提升等将支撑客运需求，公路货运仍将保持平稳增长。
- 2025 年上半年，内贸需求保持稳定和新兴市场需求增长带动全国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量均同比增长；短期内，我国贸易结构的持续优化与一揽子政策提振内贸需求仍将对货物吞吐量提供支撑，预计全年港口货物吞吐量仍将保持增长但增速放缓。

## 主要关注因素

2025 年以来内需回暖支撑交通运输行业景气向上，但客货运量增速有所放缓。本报告通过回顾航空运输、机场、收费公路和港口四个子行业 2025 年以来行业经营数据，结合行业内企业的财务表现，对各行业中期信用趋势进行总结与分析。

## 航空行业

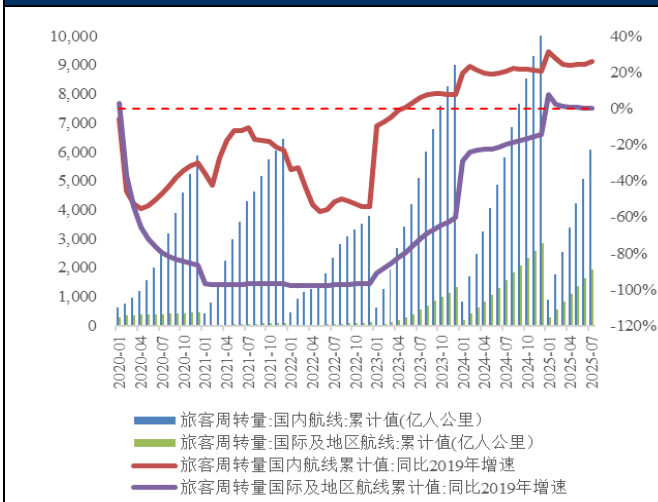
**2025 年上半年我国航空客运市场保持较好增长，其中航空国内客运量增速有所回落，境内航司国际及地区客运量在国际航线加速修复的推动下恢复至 2019 年同期水平；同时，货运市场表现出较强韧性，增速仍处于较高水平；预计短期内向好基本面不变，全年航空客货运输均将实现较好增长。**

2025 年我国民航运输总周转量保持增长，上半年全行业共完成运输总周转量 783.50 亿吨公里，同比增长 11.45%，较 2019 年同期增长 24.82%。

客运表现方面，2025 年上半年民航旅客周转量同比增长 9.23%，较 2024 年全年增速放缓。其中，国内航线旅客周转量增速回落至 4.36%，同时由于行业竞争激烈，国内经济舱平均含税票价同比下降 6.9%。国际市场方面，我国与各国免签及签证便利化政策的持续推行、国际贸易复苏使得国际旅游及商务需求得到有效释放，带动出入境人员保持快速增长。据国家移民管理局数据显示，2025 年上半年全国出入境人员 3.33 亿人次，同比增长 15.8%。同时，境内航空公司紧抓市场机遇，积极拓展国际航线网络，优先调整运力至国际市场。2025 年上半年，境内航空公司国际客运航班量恢复率达 103.7%，国际及地区旅客运输量及旅客周转量同比分别大幅增长 24.68%、27.56%，且均恢复至 2019 年同期水平。从 6 家上市航空公司<sup>1</sup>（中国国航、南方航空、中国东航、海航控股、春秋航空、吉祥航空，下同）合计数据来看，国际及地区可用客公里、收入客公里增速显著高于国内，且运力投放增速低于需求增速，供需关系同比有所改善。从运行效率来看，2025 年上半年民航整体客座率达 84.1%，高于 2024 年上半年 1.9 个百分点、高于 2019 年上半年 0.8 个百分点。根据航班管家数据显示，同期民航客机利用率达 8 小时/天，同比微增 0.1 小时，低于 2019 年 0.2 小时；分机型来看，宽体客机 9.4 小时/天、窄体客机 8 小时/天、支线客机 5.3 小时/天，窄体客机各年度基本持平，宽体客机及支线客机较 2019 年分别下滑 1.1 小时/天、0.4 小时/天，仍有较大的恢复空间。

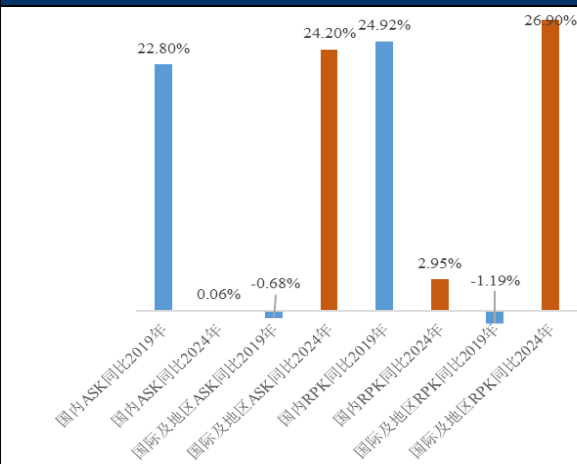
<sup>1</sup> 华夏航空未披露 2019 年半年度业务数据，故未纳入统计，且因其市场份额占比很小，对分析结论无影响。

图 1：近年来民航旅客周转量变化趋势



资料来源：国家民航总局，中诚信国际整理

图 2：2025 年上半年 6 家上市航司合计可用客公里、收入客公里同比 2019 年、2024 年增长情况

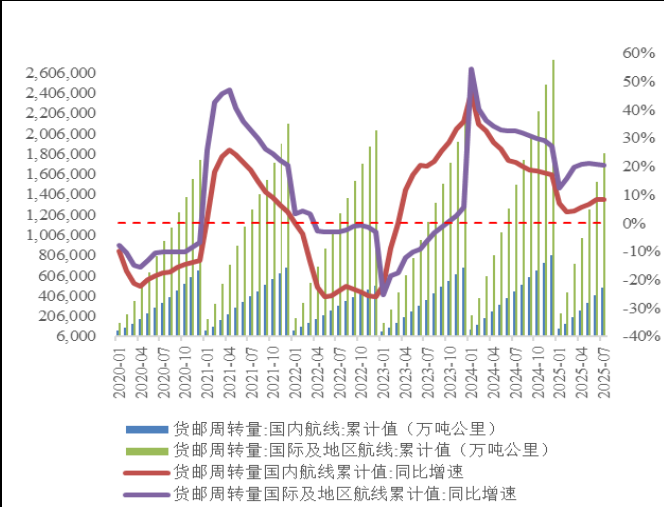


资料来源：上市公司公告，中诚信国际整理

根据飞常准数据显示，2025 年暑运（7 月 1 日至 8 月 31 日）国内航线实际执行客运航班量 90.9 万班次，同比增长 2%；国际及地区航线实际执行客运航班量 14.6 万班次，同比增长 11%。中诚信国际认为，下半年国内客运仍将保持个位数增长，同时由于中长期假日集中，各国签证便利化政策刺激国际客运需求攀升，国际客运市场将保持较快增长，共同带动民航客运市场实现较好增长。此外，民航局在 2025 年年中工作会议明确提出要“加快构建民航领域统一大市场，综合整治行业‘内卷式’竞争”，下半年行业竞争环境有望得到优化。

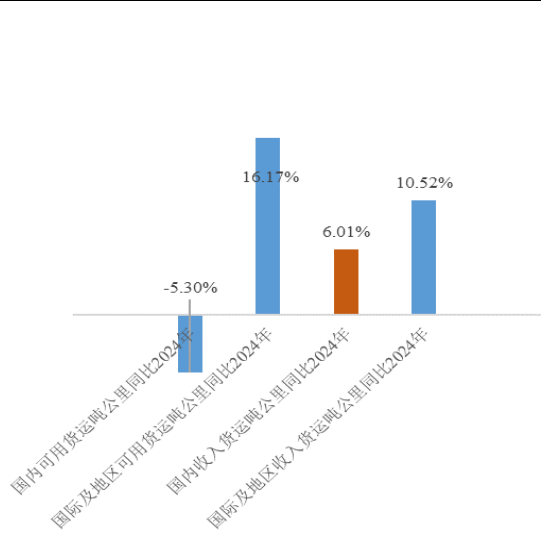
货运表现方面，2025 年以来航空货运市场仍表现出较强韧性，上半年货运量、货邮周转量同比分别增长 14.61%、17.95%。国内市场方面，受益于扩大内需政策利好及生鲜、“新三样”等特殊货物运输需求增加，上半年货邮周转量同比增长 8.16%。国际航线方面，2025 年 5 月因美国取消对华小额包裹免税政策，中国至美国航线货运量有所下滑，但受益于我国跨境电商蓬勃发展及“新三样”等高附加值产品出口增加，加之红海航运中断持续提振航空货运需求，上半年货邮周转量仍保持较好增长，增幅为 20.82%。供给方面，从 6 家上市航空公司的数据来看，国内可用货运吨公里同比增速低于收入货运吨公里增速，但国际客运航班加速修复使得进入国际市场的腹舱运力显著增加，供给增速高于需求。中诚信国际认为，目前中美贸易摩擦“阶段性降温”，我国跨境电商不断发展，国内高附加值产品出口需求增加以及红海危机对全球供应链的持续冲击，短期内航空货运市场仍有增长空间，全年将实现较好增长。

图 3：近年来民航货邮周转量变化趋势



资料来源：国家民航总局，中诚信国际整理

图 4：2025 年上半年 6 家样本航司合计可用货运吨公里、收入  
货运吨公里同比 2024 年增长情况



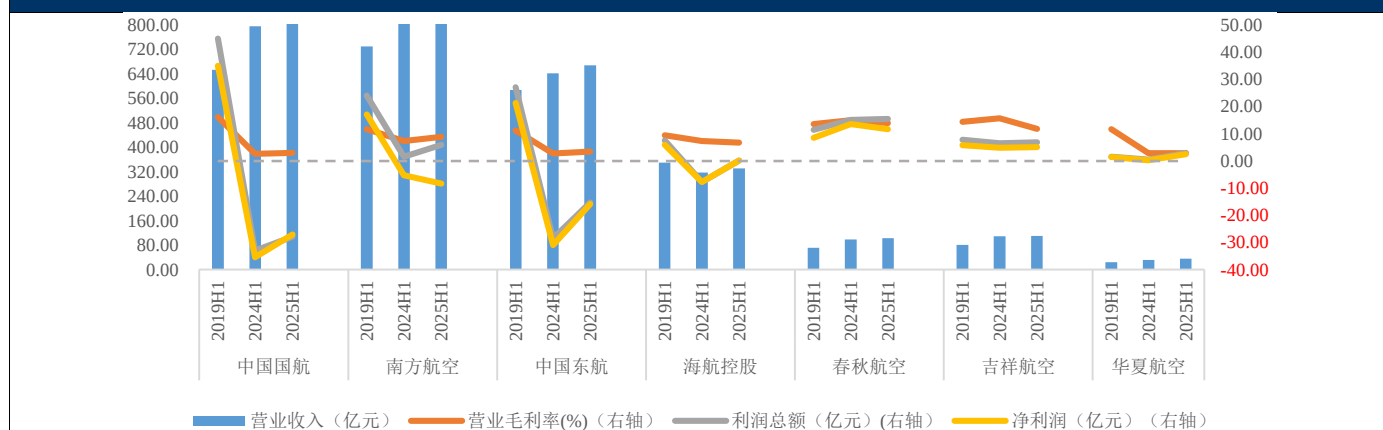
资料来源：上市公司公告，中诚信国际整理

随着民航业整体规模增长及国际航线加速修复，主要航空公司经营业绩进一步改善，财务杠杆得到有效控制，且债务期限结构有所优化；未来行业规模保持增长将支撑行业信用水平保持稳定，但机队引进仍需较大规模的资本支出，债务的消化以及杠杆的去化仍需时日。

为研究民航业发展趋势对航空公司盈利能力、获现能力及偿债能力的变动趋势影响，中诚信国际选取 7 家上市航空公司作为样本进行分析（样本名单详见附录 1）。

盈利能力方面，2025 年上半年，行业整体规模的增长及国际航线加速修复推动航空公司经营业绩继续改善，样本航司利润总额合计有所减亏。从收入及毛利率来看，样本航司营收同比均实现增长，合计增长 2.69%；剔除参与过重大收购的中国国航，其余 6 家样本航司除海航控股外，营收较 2019 年同期均显著增长；但受机票价格下降影响，单客公里收益收窄，平均毛利率有所下滑。其中，中国国航、南航航空、中国东航受益于国际航线加速修复，营业毛利率均有所上升。同时，各航司为应对客公里收益下滑，加强成本管控措施，加之社会综合融资成本低位下行使得财务费用明显减少，样本航司成本费用控制均取得效果。从利润水平来看，样本航司利润总额合计有所减亏。其中，中国国航、中国东航利润总额仍为负，海航控股由负转正，南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空保持为正。

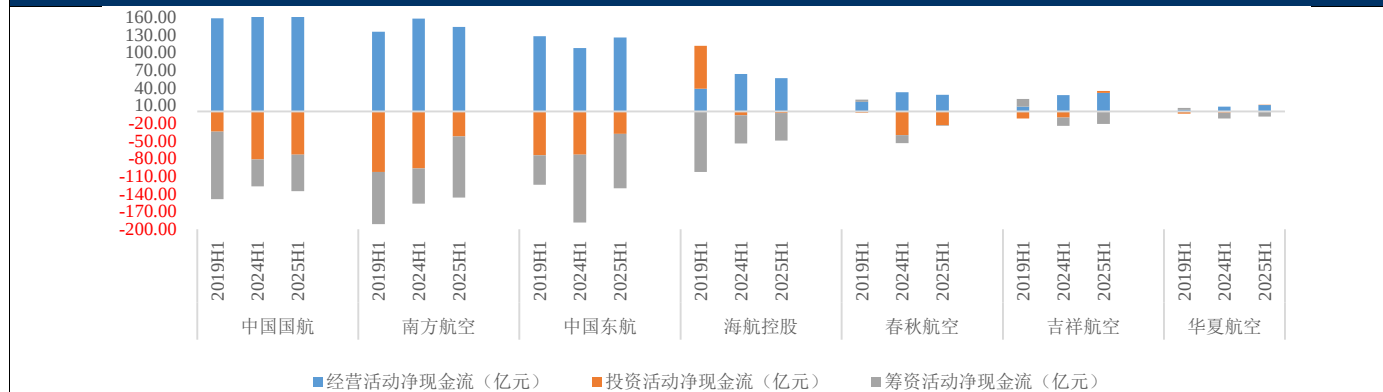
图 5：样本航空公司收入与利润表现



数据来源：样本公司财务报告，中诚信国际整理

**现金流方面**，收入上升使得样本航司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长，同时受益于成本管控，2025 年上半年经营活动现金流量净额同比小幅上升。投资方面，样本航司仍是我国机队引进的主要航司，受前期订单进入交付期影响，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计 261.33 亿元，同比下降 16%，投资活动现金净流出规模均减少，合计同比减少 43%，其中吉祥航空由于收到退回的预付款、华夏航空由于处置子公司，投资活动现金流量净额由负转正。筹资方面，2025 年上半年样本航空公司筹资活动现金流呈净流出状态，净流出规模合计同比增长 10%。

图 6：样本航空公司现金流表现



数据来源：样本公司财务报告，中诚信国际整理

**从债务水平来看**，截至 2025 年 6 月末，6 家样本航司总债务<sup>2</sup>规模较 2024 年末小幅增长 2%；其中，除海航控股小幅下降外，其余样本航司均有所增长。**从债务期限结构来看**，海航控股受益于破产重整、春秋航空受益于盈利能力较好，短期债务占比保持在 30%以下的较低水平且变动不大；南方航空、中国东航、吉祥航空、华夏航空短期债务占比保持在 40%左右；中国国航由于集中偿还一年内到期的债务，短期债务规模及占比大幅下降。**从财务杠杆来看**，截至 2025 年 6 月末，样本航司总资本化比率中位数为 81.76%，较 2024 年末的 81.15%小幅上升，财务杠杆增幅放缓；其中，除海航控股小幅下降外，其余样本航司均小幅度上升。

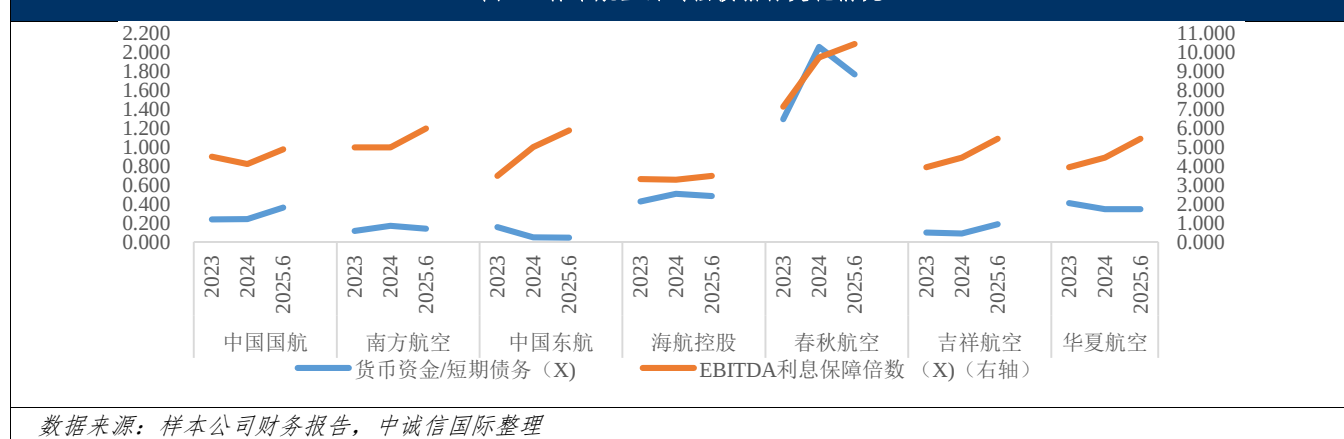
<sup>2</sup> 此处及下文总债务计算公式为：总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他调整项。

图 7：样本航空公司债务及财务杠杆变化情况



从偿债指标表现来看，2025 年上半年样本航司部分偿债指标变动有所分化。其中，中国国航由于短期债务规模大幅下降以及吉祥航空、华夏航空由于当期投资活动现金流量净额由负转正，货币资金/短期债务指标较 2024 年末上升，其余样本航司该指标均下降；其中，除春秋航空货币资金可以完全覆盖短期债务，其他样本航司货币资金对短期债务的覆盖能力均较弱。同时，受益于盈利能力改善及综合融资成本下降，样本航司 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数均上升，且处于较好水平。

图 8：样本航空公司偿债指标变化情况



2025 年上半年，随着民航业整体规模增长及国际航线加速修复，样本航空公司经营业绩进一步改善，各航空公司财务杠杆增幅放缓，且债务期限结构有所优化。中诚信国际认为，下半年行业规模保持增长有望继续推动各航空公司盈利及偿债指标的修复，行业信用水平将保持稳定。但过去几年持续大额亏损，以及快速增长的债务，使得各航空公司财务杠杆仍处于高位，此外，根据样本航司披露的机队引进计划，2025~2027 年仍保持较大的机队交付量，故仍需较大规模的资本支出，债务的消化以及杠杆的去化尚需时日。

## 机场行业

受出行政策放开之后我国民航“先国内、后国际”的复苏节奏影响，2025 年上半年我国民用机场业务量虽保持增长但增速有所放缓。其中，国际航线加速修复使得东部地区机场旅客吞吐量增速高于平均水平；货运增速整体处于较高水平，且中西部地区受益于政策支持和前期布局展现出一定潜力。预计短期内我国机场客运业务增速将回归常态化，同时受航线结构差异影响，机场之间经营表现将有所分化；货运业务有望保持较好增速。

2025 年上半年，我国民用机场累计完成旅客吞吐量 7.4 亿人次、货邮吞吐量 1,030.0 万吨以及 605.1 万飞机起降架次，同比分别增长 5.0%、9.5%和 0.1%，增速较 2024 年全年放缓，主要系受出行政策放开以来我国民航“先国内、后国际”的复苏节奏影响。分区域来看：

旅客吞吐量方面，东部地区机场受益于腹地经济实力强、人口密度高及国际航空枢纽占比高，旅客吞吐量保持绝对领先地位，2025 年上半年随着国际航班加速修复，该地区旅客吞吐量同比增长 6.2%，增速高于全国平均水平，未来随着“3+7+N”国际航空枢纽功能体系建设推进，国际航线资源倾斜或将进一步推升其市场份额。其中，作为全方位门户复合型国际航空枢纽，上海两场、白云机场国际及地区旅客吞吐量分别恢复至 2019 年同期的 102.1%、88.8%，北京两场国际及地区旅客吞吐量则约为北京首都机场 2019 年同期七成左右<sup>3</sup>。其他区域旅客吞吐量增速低于全国平均水平，其中西部地区增速表现相对较好，同比增长 4.1%，主要系旅游热度提升、航线网络优化及基础设施保障能力增强等因素所致；中部地区受高铁分流影响、东北地区受旅游季节性制约、其他区域旅游市场竞争加剧等因素影响，旅客吞吐量增速回落且处于较低水平。

货邮吞吐量方面，2025 年上半年，随着鄂州花湖机场全球航线布局优化、转运中心产能持续释放，中部地区货邮吞吐量同比显著增长 28.5%；“一带一路”、“西部大开发”等国家战略使成都、重庆、西安和乌鲁木齐等地区成为丝绸之路经济带的开放前沿，同时高端制造业集聚、跨境电商发展推动西部地区货邮吞吐量持续增长且市场份额较上年同期提升 0.6 个百分点至 16.5%；中西部地区货运量快速增长使东部地区市场份额有所下滑，但仍保持绝对领先地位；东北地区以重工业为主，高附加值产品占比低，当期货邮吞吐量同比仅增长 2.6%。

图 9：2025 年上半年分区域机场旅客吞吐量（亿人次）

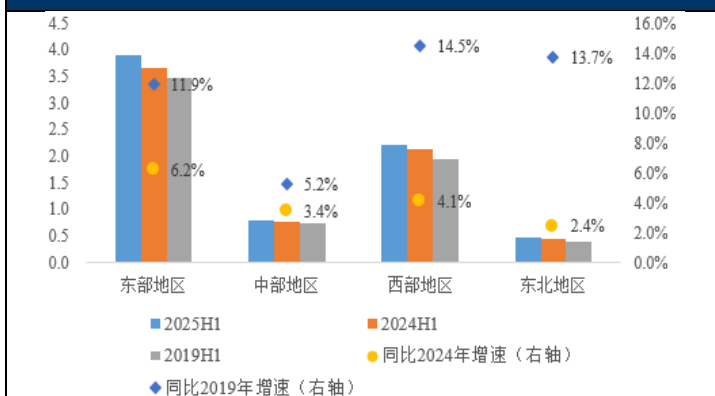
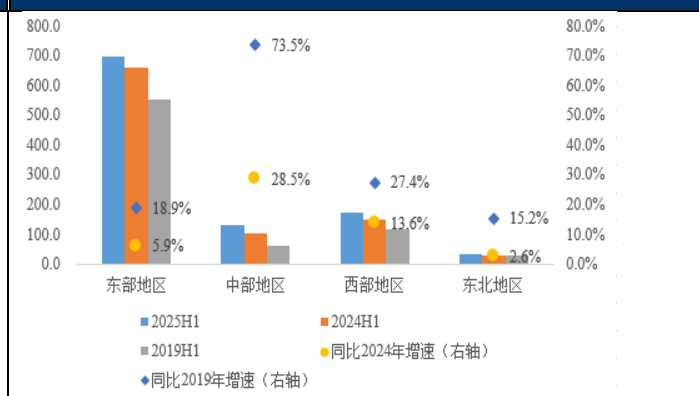


图 10：2025 年上半年分区域机场货邮吞吐量（万吨）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

进入下半年，据 CADAS 数据，2025 年暑运（7 月 1 日至 8 月 31 日）全国机场完成旅客吞吐量 2.9 亿人次，同比增长 2.9%，增速较上半年进一步回落。中诚信国际认为，短期内免签范围扩大、中秋国庆等中长期假期集中刺激国际旅行需求将继续为国际客运较快增长提供助力，但由于国际航线对我国机场是单边统计，加之国内客运增速回落，预计我国机场客运业务增速将回归常态化，同时受航线结构差异影响，机场之间经营表现将有所分化。货运方面，国家战略导向使“一带一路”沿线国家合作进一步深化，跨境电商快速发展加之基础设施完善和航线布局优化，全年机场货运业务有望保持较好增速。

**2025 年上半年，机场企业经营业绩持续修复但减亏速度放缓，项目建设周期拉长且民航局及地方**

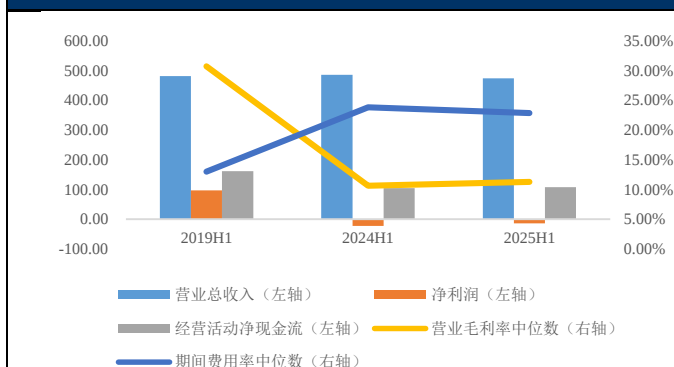
<sup>3</sup> 北京大兴机场投用时间为 2019 年 9 月 25 日。

政府提供资金支持使财务杠杆基本持平，偿债指标进一步改善。中诚信国际认为，目前机场企业杠杆及债务结构趋于稳定，融资渠道通畅，行业信用整体表现稳健。

为研究民航业发展趋势对机场企业盈利能力、获现能力及偿债能力变动趋势的影响，中诚信国际选取了国内债券市场的 14 家机场企业及上市机场企业白云机场作为样本进行分析（样本名单详见附录 2）。

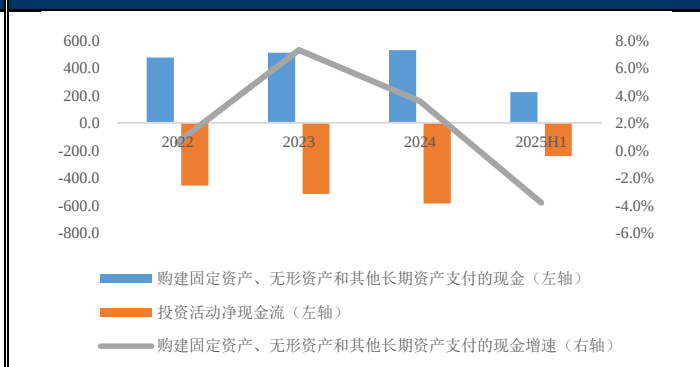
2025 年上半年，机场业务量保持常态化增长，但 15 家样本企业总营收同比下降 2.5%，主要系厦门翔业非航空性业务中贸易业务压降使其整体营业收入大幅减少所致；机场折旧摊销规模较大且近期陆续有机场新建、改扩建项目转固，样本企业营业毛利率中位数持续向好但仍处于较低水平；期间费用率中位数同比小幅下降至 22.8%，样本企业整体仍呈现亏损状态，净利润合计亏损 14.5 亿元，同比减亏 8.4 亿元。其中，上海机场集团、深圳机场集团和白云机场净利润为正值，且受益于国际航线恢复、腹地经济对流量的支撑及较低的财务负担同比增长；厦门翔业除机场业务外，物流、酒店等非航空性业务对其营业收入贡献度较高，2025 年上半年公司压降大宗商品贸易规模，围绕航空物流转型发展，营业收入大幅下降但毛利率水平有所提升，且费用管控能力良好，净利润持续为正且同比增长 31.8%；海南机场因地产业务收入占比较高，营业毛利率处于同行业较高水平，2025 年上半年机场运营成本增加、地产项目结转成本增幅高于收入使其净利润同比减少但仍为正值；无锡苏南机场集团受益于机场流量增长、折旧摊销规模较小，当期净利润转为正值。除上述企业外，其余样本企业净利润均为负值。其中，受改扩建项目转固影响，重庆机场集团、甘肃机场集团营业毛利率明显下滑致使净亏损规模有所上升；东部机场集团调整绩效薪酬发放方式致使管理费用同比增长，国际航线补贴政策变化及临近机场东南亚航线竞争分流等因素影响广西机场集团业务量，使其营业收入有所下滑，上述 2 家企业净亏损规模亦高于上年同期水平。其余机场净利润虽为负值，但均处于减亏状态。整体上看，样本企业经营业绩逐步修复，但由于业务量增速已恢复平稳，减亏速度明显放缓；短期内，国际航空枢纽机场受益于腹地经济实力强、国际航线加速修复等利好因素，盈利水平提升或更为显著。

图 11：2025 年上半年机场样本企业盈利及获现情况（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

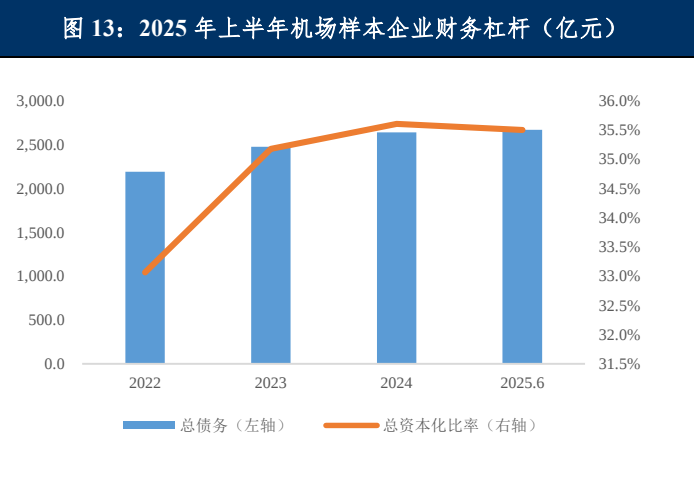
图 12：2025 年上半年机场样本企业投资情况（亿元）



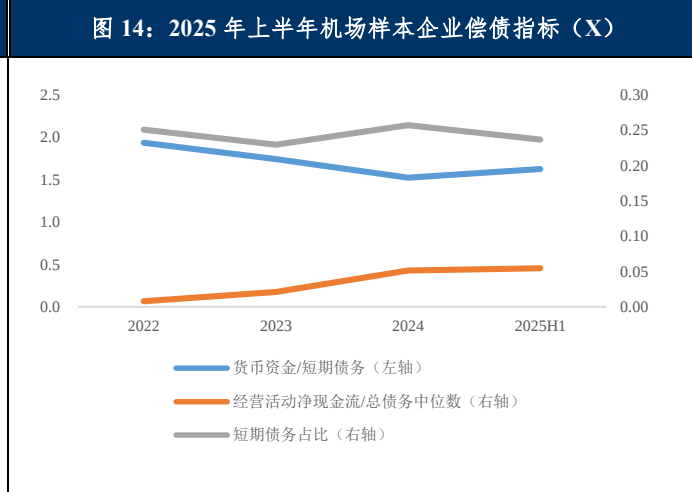
数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

从现金流及财务杠杆上看，2025 年上半年样本企业经营活动净现金流同比增加 3.7% 至 107.3 亿元。其中海南机场工程支出增加且子公司支付土地尾款，使其当期经营活动净现金流仍为负值且流出规模翻倍增长，东部机场集团和山东机场集团受运营支出增加、营收规模下降等因素影响，经营活动净现金流亦呈净流出态势，其余样本企业均为净流入。机场建设项目按照适度超前原则匹配市场需求，机场流量增速放缓使部分企业项目建设周期拉长，2025 年上半年样本企业购建固定资产等长期资产支付的现金合计值同比下降 3.8%

至 225.4 亿元。项目投资支出下降、经营获现能力逐步恢复使样本机场企业净融资规模增速有所放缓，截至 2025 年 6 月末，总债务规模较上年末上升 1.2%，同时利润积累、民航发展基金及地方政府的资金支持，使样本企业权益规模较上年末增长 1.7%，总资本化比率均值下降 0.1 个百分点至 35.5%。其中，上海机场集团、深圳机场集团和白云机场经营获现能力强，利润积累使其财务杠杆较上年末有所下降，浙江机场集团、广西机场集团、甘肃机场集团和云南机场集团受益于地方政府及民航发展基金的资金支持，权益增加使其总资本化比率较上年末亦有所下降，其余样本企业财务杠杆均呈小幅上升态势。从偿债指标来看，2025 年上半年样本企业经营活动净现金流对总债务<sup>4</sup>、货币资金对短期债务的覆盖能力均有提升，债务以长期为主、期限结构较优，同时宽松的资本市场使其融资成本同比下降<sup>5</sup>，偿债能力处于较好水平。



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

整体来看，2025 年以来，机场流量常态化增长使样本企业经营业绩持续修复但减亏速度明显放缓，项目建设周期拉长且民航局及地方政府提供资金支持使财务杠杆基本持平，偿债指标进一步改善。目前，机场企业杠杆及债务结构趋于稳定，且作为具有基础设施属性的机场行业，能持续获得政府及民航局的资金支持，融资渠道通畅，行业信用整体表现稳健。

收费公路行业

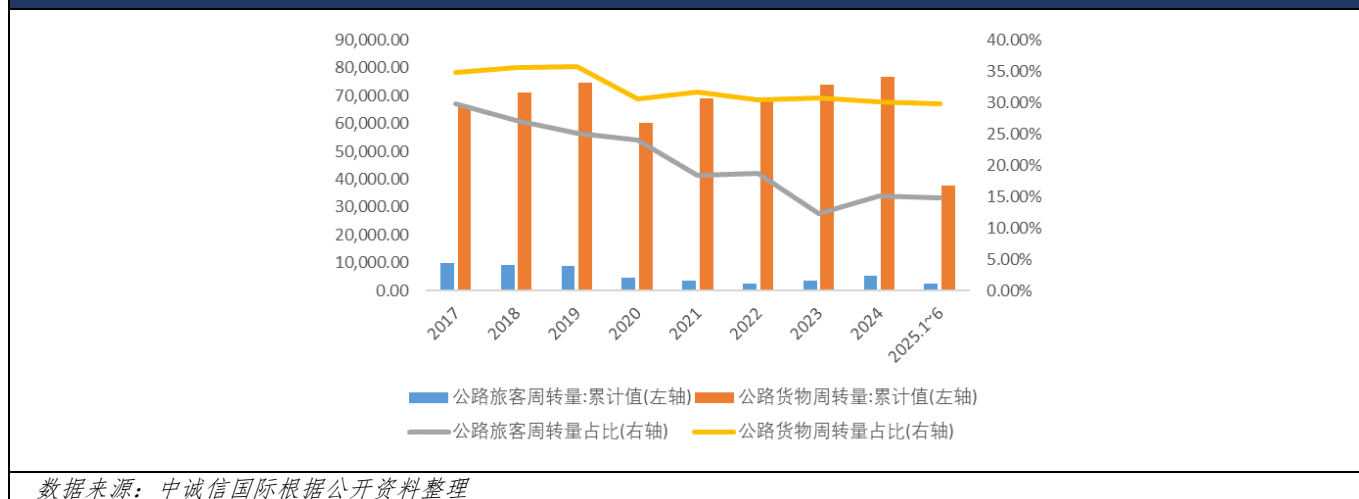
2025 年上半年收费公路行业总体表现平稳，其中客运受其他交通运输方式分流等因素影响，呈现“总量下降、周转略增”的特点，货运在宏观经济支撑下仍延续增势，公路运输占交通运输行业的比重进一步下降；但预计国内旅游消费潜力的释放、区域交通一体化深度发展和汽车保有量提升等将支撑客运需求，公路货运仍将保持平稳增长。

2025 年上半年收费公路行业总体表现平稳，其中客运受其他交通运输方式分流等因素影响，呈现“总量下降、周转略增”的特点，货运在宏观经济支撑下仍延续增势；具体来看，2025 年 1~6 月公路客运量同比小幅下降 1.24%至 57.61 亿人次，但公路旅客周转量同比小幅增长 1.52%至 2,540.96 亿人公里；同期公路货运量同比增长 4.04%至 205.71 亿吨，公路货物周转量则同比增长 3.98%至 37,823.63 亿吨公里，仍表现出较强的韧性。

<sup>4</sup> 2025 年上半年，经营活动净现金流/总债务指标已年化处理。  
<sup>5</sup> 2025 年上半年，15 家样本企业发行债券总规模同比减少 53.0 亿元至 176.0 亿元，加权融资成本下降 0.3 个百分点至 1.8 %。

从交通运输体系的结构来看，2025 年上半年公路旅客运输量、货物运输量分别占全国交通运输量的 67.86%和 73.39%，公路运输仍是国内交通运输的主要形式，在国家综合运输体系中依然发挥着“压舱石”的作用，但其在交通运输的占比进一步下降。具体来看，2025 年 1~6 月公路旅客周转量在交通运输行业总客运周转量的比重较 2024 年下降 0.38 个百分点至 14.72%；同期公路货物周转量在交通运输行业总货运周转量的比重较 2024 年下降 0.32 个百分点至 29.85%。考虑到铁路、航空等持续分流影响，以及在“公转铁”、“公转水”等政策影响下，预计未来公路客运及货运在交通运输体系中的占比将延续下降趋势。

图 15：2017~2025 年 6 月公路运输周转量及其占总运输周转量的比重（亿人公里、亿吨公里、%）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

短期来看，预计国内旅游消费潜力的释放、区域交通一体化深度发展和汽车保有量提升等将支撑客运需求。根据文化和旅游部公布的国内旅游数据，2025 年上半年国内出游人次 32.85 亿，同比增长 20.6%，假日旅游拉动上半年旅游经济高开高走，其中低成本的周边游、自驾游热度延续高涨；同时，区域交通一体化通过缩短时空距离、促进资源要素高效流动，跨城就业、居住、消费将更加频繁，进一步刺激收费公路客运需求；另一方面，城镇化进程的加速、汽车消费政策的鼓励和引导也进一步带动了汽车保有量的提升。货运方面，由于货运需求的相对刚性，在国内经济的强大韧性与潜力下，公路货运规模仍将保持较强韧性。

**2025 年上半年收费公路运营企业的净利润受益于多元化业务稳步发展、财务费用下降等因素而保持小幅增长态势，由于投资节奏有所放缓，财务杠杆延续下降趋势，偿债指标虽有所下降但仍处于较好水平，整体财务表现仍较为稳健，预计全年收费公路行业仍将维持较高的信用水平。**

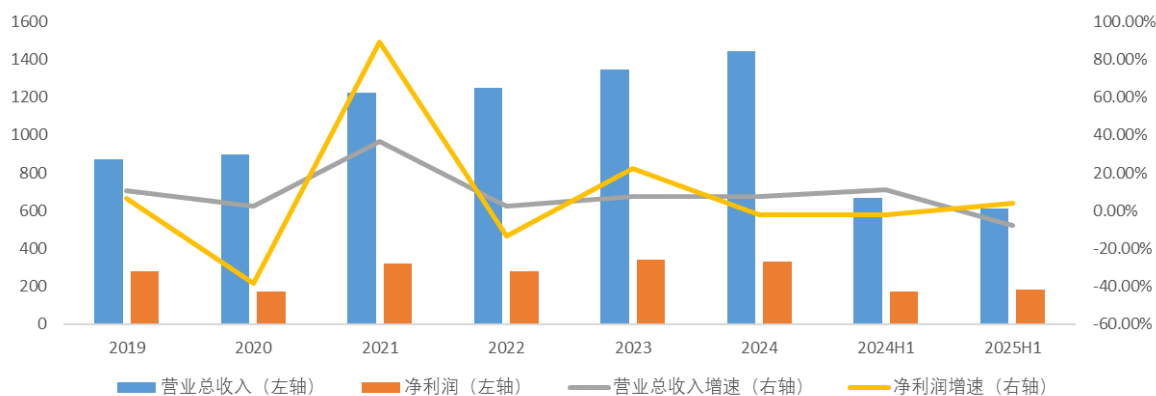
为研究需求波动影响下，收费公路运营企业经营业绩、财务杠杆和偿债指标的变动趋势，中诚信国际选取了国内债券市场公开发行债券的 15 家省级及全国性经营高速运营企业作为样本进行分析（样本名单详见附录 3）。

从选取的样本企业来看，2025 年上半年样本企业通行费收入与上年同期基本持平，营业总收入受建造服务收入减少等因素影响，较上年同期下降 7.87%，但受益于多元化业务稳步发展、财务费用下降等因素，净利润同比小幅增长 3.80%；受客货车流结构差异、2024 年同期各区域车流基数差异、收费公路的投资建设进度及各区域 2025 年车流增长差异等因素影响，2025 年上半年各企业营业收入及净利润表现不同。其中粤高速受益于坏账损失的转回<sup>6</sup>，净利润增速靠前；沪杭甬高速、成渝高速等企业由于多元化业务收入下降、

<sup>6</sup> 粤高速于 2025 年 3 月 14 日发布公告称，收到政府文件明确广佛高速公路将由政府收回管理。广佛高速公路有限公司（简称“广佛公司”）此前代垫的运营管养

改扩建施工等因素影响导致营业收入降幅较大，但净利润仍保持增长，重庆高速受成渝高速重庆段收费权到期影响，收入及净利润降幅靠前。从收费公路行业整体的路产到期情况来看，2025 年上半年收费期满并移交的高速公路主要为成渝高速重庆段，到期规模较小，同时，考虑到收费公路运营企业大多已通过收并购路产或拓展多元化业务等方式以实现持续发展，短期内路产到期对行业内企业整体经营业绩影响尚不显著。

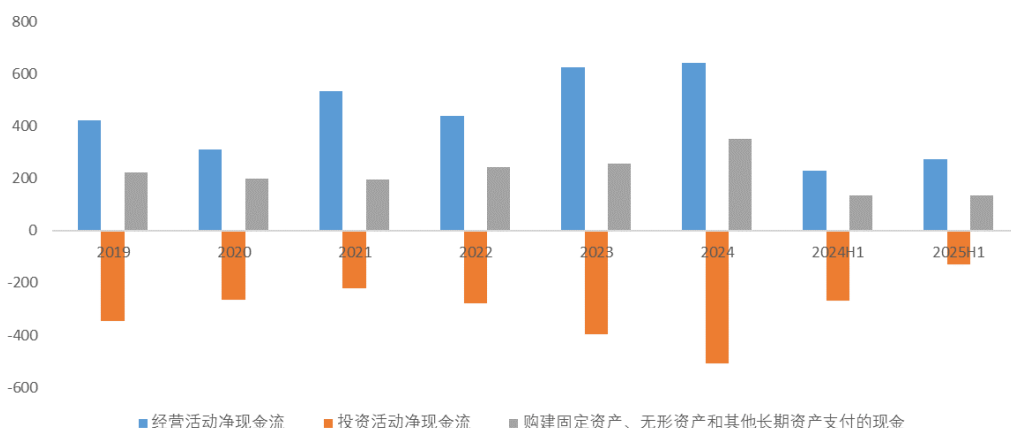
图 16：收费公路行业样本企业主要经营指标（亿元、%）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

现金流方面，各样本企业的经营活动净现金流主要依赖于通行费收入，与路产所在区域的经济发达程度及路产区位重要性相关度较大。2025 年上半年各样本企业经营活动现金流均实现不同规模的净流入，合计经营活动净现金流较上年同期增长 19.18%；从企业投资活动来看，高速公路运营企业的投资支出主要以路产的扩容改造及收并购为主，与路产的改扩建需求及项目的投资进度关联度较高，2025 年上半年样本企业的投资活动现金净流出规模大幅缩减，整体投资支出放缓，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产合计 135.88 亿元，较上年同期仅小幅增长 1.65%，且主要集中在宁沪高速、山东高速及成渝高速，当期三家企业项目投资支出占样本企业总项目投资支出的 62.76%。

图 17：收费公路行业样本企业现金流情况（亿元）

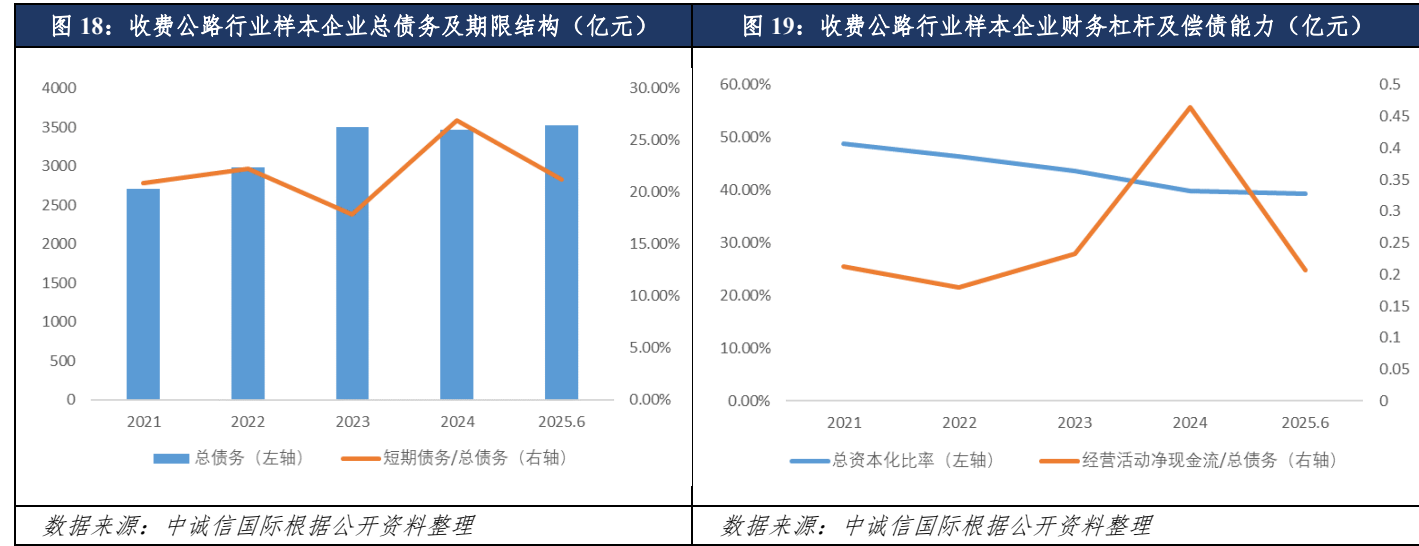


数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

由于样本企业总体投资规模不大，融资需求以还本付息为主，2025 年上半年样本企业总债务规模增速较低，截至 2025 年 6 月末，样本企业总债务规模较 2024 年末增长 1.44%。财务杠杆方面，受益于样本企业

费用，将在审计清算后由政府支付给广佛公司。粤高速持有广佛公司 75% 的股权，广佛公司拟冲回已计提的代垫管养支出坏账准备。

良好的盈利能力，2025 年以来样本企业整体财务杠杆水平延续下降趋势。截至 2025 年 6 月末，15 家收费公路企业总资本化比率中位数为 39.24%，财务杠杆处于较低水平。从债务期限结构来看，以银团贷款为主的外部融资期限通常匹配项目投资回报期，样本企业整体债务结构以长期债务为主，2025 年 6 月末样本企业短期债务/总债务（中位数）为 21.25%，较上年末进一步下降。偿债指标方面，2025 年上半年，各样本企业经年化处理的经营活动净现金流/总债务均有不同程度下滑，该指标中位数为 0.21，较上年末有所下降，整体偿债指标有所弱化但整体仍处于较好水平。



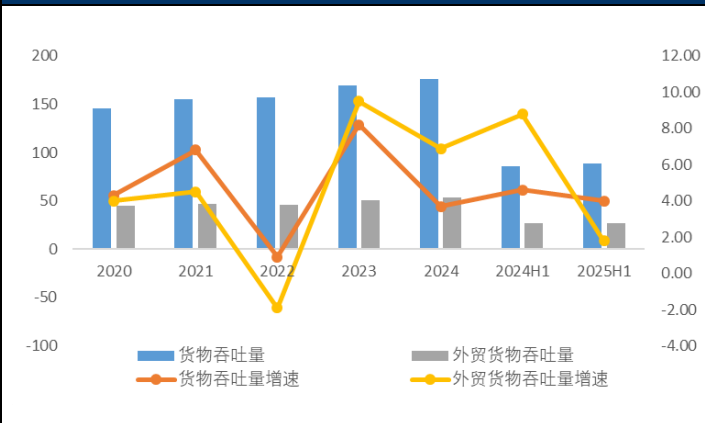
整体来看，在收费公路行业总体表现平稳的背景下，2025 年上半年样本企业通行费收入与上年同期基本持平，净利润受益于多元化业务的稳步发展及财务费用的压降保持小幅增长，偿债指标虽有所下降但整体仍处于较好水平，同时，收费公路运营企业整体投资规模不大，财务杠杆延续下降趋势，整体财务仍表现稳健。预计未来行业需求将在国内旅游消费潜力的释放、区域交通一体化深度发展以及国内经济的强大韧性与潜力的支撑下进一步提升，收费公路行业仍将维持较高的信用水平。

港口行业

2025 年上半年，内贸需求保持稳定和新兴市场需求增长带动全国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量均同比增长；短期内，我国贸易结构的持续优化与一揽子政策提振内贸需求仍将对货物吞吐量提供支撑，预计全年港口货物吞吐量仍将保持增长但增速放缓。

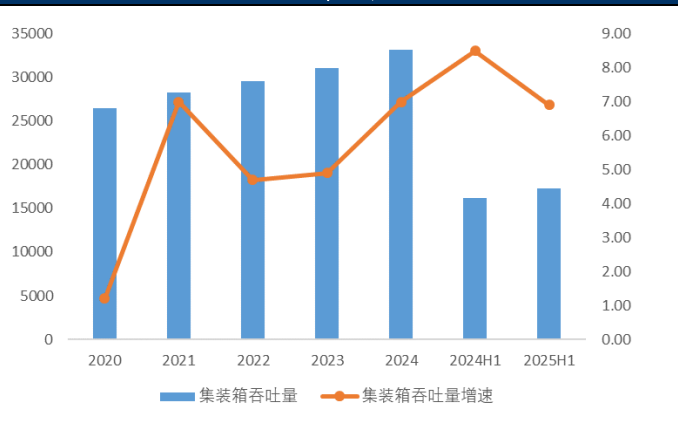
2025 年上半年，国内经济稳步复苏支撑内贸运输需求稳中有升，新兴市场需求增长使外贸结构调整且外贸运输需求具备韧性，共同带动全国港口总货物吞吐量及集装箱吞吐量在较大基数的基础上仍能保持增长态势。全国港口货物吞吐量同比增长 4.00%至 89.03 亿吨，其中外贸货物吞吐量同比增长 1.80%至 27.38 亿吨；同期集装箱吞吐量同比增长 6.90%至 17,298 万 TEU，其中外贸集装箱同比增长 8.9%。港口行业经营整体表现为以下特点：

图 20：2020~2025 年 1~6 月货物吞吐量及增速情况（亿吨、%）



数据来源：交通运输部，中诚信国际整理

图 21：2020~2025 年 1~6 月集装箱吞吐量及增速情况（万 TEU、%）



数据来源：交通运输部，中诚信国际整理

2025 年上半年，我国国内经济稳步复苏使内贸需求保持稳定，但大宗散货进口需求偏弱使得全国主要沿海港口外贸货物吞吐量增速放缓且低于总货物吞吐量增速。具体来看，铁矿石方面，2024 年进口量大导致港口库存压力，加之我国粗钢产量调控政策预期升温抑制铁矿石进口需求，2025 年上半年全国铁矿砂及其精矿进口量同比下降 3.0%至 5.92 亿吨。同期主要港口企业累计完成铁矿石吞吐量同比增长 3.8%至 9.04 亿吨，其中累计完成外贸铁矿石吞吐量同比增长 0.4%至 6.01 亿吨，主要由于北矿南运及海铁联运带动铁矿石中转量增长。煤炭方面，山西煤炭产能恢复、新疆煤炭在政策支持下维持较快增速及其他主产区煤炭生产惯性增长共同推动我国原煤产量同比增长 5.4%，但需求端较为疲软导致煤价中枢显著下行，进口煤炭价格优势下降且部分煤炭出口国供给下降导致同期煤炭进口规模同比显著下降。2025 年上半年，主要港口企业累计完成煤炭吞吐量同比下降 1.8%至 6.30 亿吨，其中累计完成外贸煤炭吞吐量同比下降 19.4%至 0.79 亿吨，环渤海港口北煤南运相关吞吐量承压。原油方面，2025 年上半年我国原油需求稳中有升，原油累计进口量同比增长 1.4%至 2.79 亿吨。同期主要港口企业累计完成原油吞吐量同比下降 3.5%至 2.27 亿吨，其中累计完成外贸原油吞吐量同比下降 4.8%至 1.86 亿吨。整体来看，2025 年上半年，我国对大宗散货进口需求偏弱，全国港口大宗散货主力货种吞吐量增量主要由内贸需求支撑，宁波舟山港、唐山港、日照港、天津港等主要大宗商品接卸港外贸增速同比显著下滑。

表 1：全国主要港口货物吞吐量情况（亿吨、%）

| 港口      | 2025H1 总货物吞吐量 | 2025H1 总货物吞吐量增速 | 2025H1 外贸货物吞吐量 | 2025H1 外贸货物吞吐量增速 |
|---------|---------------|-----------------|----------------|------------------|
| 宁波舟山港   | 7.14          | 0.9             | 3.21           | -0.4             |
| 唐山港     | 4.34          | 0.8             | 1.80           | 3.3              |
| 上海港     | 3.94          | 0.3             | 2.35           | 3.5              |
| 青岛港     | 3.70          | 2.1             | 2.67           | 3.9              |
| 广州港     | 3.30          | 2.7             | 0.96           | 13.5             |
| 日照港     | 3.23          | 3.6             | 1.94           | -0.4             |
| 苏州港（内河） | 2.99          | 4.0             | 1.07           | 8.3              |
| 天津港     | 2.96          | 2.3             | 1.80           | 3.3              |
| 烟台港     | 2.69          | 6.4             | 0.92           | 7.4              |
| 北部湾港    | 2.38          | 8.7             | 1.10           | 5.6              |

注：上海港和广州港货物吞吐量不包含内河数据。  
资料来源：中国交通运输部网站，中诚信国际整理

同期，新兴国家市场需求增长及我国高附加值产品出口增长共同使我国出口规模进一步增长，从而带动全国主要沿海港口集装箱吞吐量在高基数下同比实现增长，同时，国际航运联盟格局调整对我国不同港

口吞吐量产生影响，其中上海港及宁波舟山港国际中转箱量进一步提升。2025 年上半年，我国对共建“一带一路”国家进出口保持良好增势，其航线网络进一步加密且共建“一带一路”国家航线集装箱吞吐量同比大幅增长 23.7%至 3,428 万 TEU，青岛、天津、深圳等港口新增直航拉美、非洲航线超 30 条。北部湾港集装箱吞吐量受益于西部陆海新通道沿海省份与东盟进出口贸易大幅增长，增速超过 10%。同时，随着我国制造业升级持续推进，“新三样”产品竞争力提升，其出口增长带动高价值、小批量货物的集装箱需求增长，深圳港、广州港集装箱吞吐量增速位居沿海港口前列。此外，国际航运联盟格局调整，对我国不同港口吞吐量产生影响。具体来看，上海港洋山港区作为“双子星”主要挂靠港，宁波舟山港受益于“海洋联盟”的稳定航线和“双子星”的部分挂靠，均通过“水水中转”承接更多周边国家的中转货物，进一步巩固其枢纽地位，上半年集装箱吞吐量增速分别达 6.1%和 9.8%。“双子星”减少对盐田港和天津港的直航挂靠，但盐田港新增海洋联盟和地中海航运航线，并通过强化海铁联运系统及打造组合港、内陆港布局扩大腹地辐射范围使其集装箱吞吐量仍保持较好增速；天津港集装箱吞吐量增速放缓，且受限于环渤海地区传统大宗商品需求疲软，总货物吞吐量增长承压。

表 2：全国主要港口集装箱吞吐量情况（万 TEU、%）

| 港口      | 2025H1 集装箱吞吐量 | 2025H1 集装箱吞吐量增速 | 2024H1 集装箱吞吐量 | 2024H1 集装箱吞吐量增速 |
|---------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|
| 上海港     | 2,706         | 6.1             | 2,551         | 7.5             |
| 宁波舟山港   | 2,105         | 9.8             | 1,916         | 8.4             |
| 深圳港     | 1,723         | 10.8            | 1,555         | 14.9            |
| 青岛港     | 1,638         | 7.8             | 1,519         | 9.0             |
| 广州港     | 1,364         | 7.7             | 1,266         | 4.3             |
| 天津港     | 1,225         | 3.1             | 1,188         | 4.6             |
| 厦门港     | 594           | 1.1             | 587           | -3.9            |
| 苏州港（内河） | 504           | 3.1             | 489           | 10.7            |
| 北部湾港    | 476           | 10.1            | 432           | 19.8            |
| 日照港     | 366           | 9.0             | 336           | 11.6            |

注：广州港集装箱吞吐量不包含内河数据。  
资料来源：中国交通运输部网站，中诚信国际整理

短期来看，美国关税政策调整及豁免期限的不确定性持续冲击对美出口、发达国家进口需求疲软且抢出口效应消退、我国钢铁及房地产行业恢复滞后等因素对进出口贸易形成抑制。但我国贸易结构持续优化，与东盟国产业链协同深化、坚持推动制造产业升级并把握绿色转型带来的出口机遇，支撑我国外贸在复杂环境中仍保持韧性。同时，根据中国宏观经济论坛的报告预测，2025 年下半年我国出口增长率将回落至 3.1%，进口增长率为 2.8%，全年出口增长率维持在 4.6%。内需方面，逆周期调节政策有望加力提速，同时“两重”政策通过基建投资促进产业发展、“两新”政策助力制造业升级，将共同支撑我国内贸进一步恢复回暖。综上，中诚信国际认为，2025 年下半年，我国贸易结构的持续优化与一揽子政策提振内贸需求仍将对货物吞吐量提供支撑，预计全年港口货物吞吐量仍将保持增长但增速放缓。

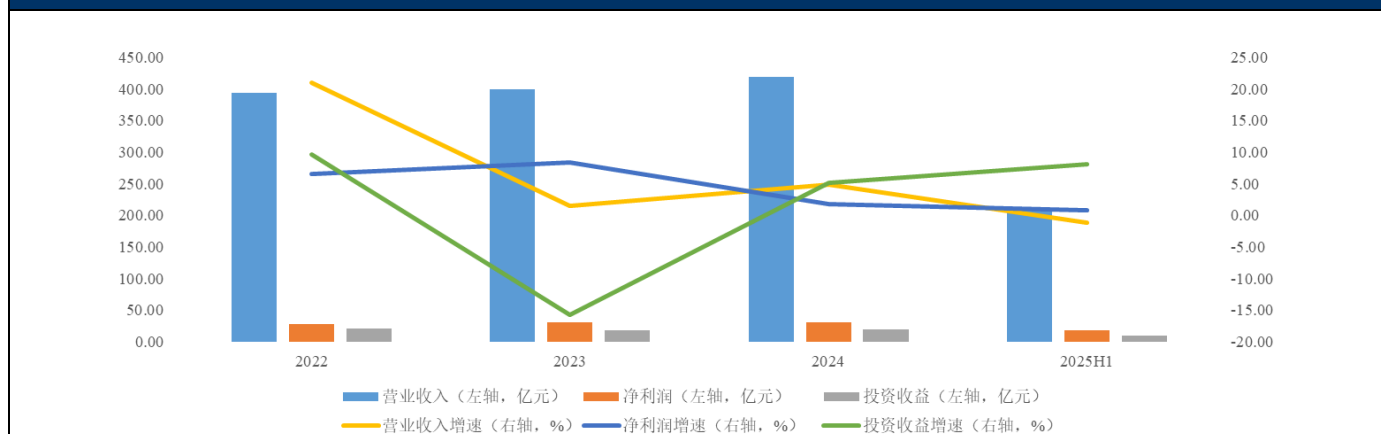
2025 年上半年，港口企业整体盈利能力虽受非港口业务影响但仍较好，财务杠杆维持上升态势，偿债能力仍较好，行业信用整体表现稳健。

以国内债券市场发行债券的 14 家主要沿海内河省份港口企业进行样本财务分析（样本企业见附录 4）来看：

营业收入方面，多数港口企业开展多元化业务，如与港口业务协同发展的航运业务、贸易业务和物流业

务，促进港航贸一体化的金融服务业务，以及房地产等其他业务等，多个业务板块亦对港口企业的收入和盈利能力产生一定影响。2025 年上半年，仅五成样本企业营业收入同比实现增长，核心港口业务吞吐量增长带动多数样本企业港口业务收入稳中有升，但部分企业物流贸易等业务收入大幅下降导致 14 家样本企业平均营业收入较上年同期小幅下降 1.09%。其中宁波舟山港集团、福建省港口集团和深圳港集团营业收入同比降幅超过 10%，宁波舟山港集团总货物吞吐量及水上运输业务量同比增长分别带动港口装卸业务及综合物流业务收入同比增长，但贸易业务收入因确认方法调整同比大幅下降；福建省港口集团物流供应链业务收入受贸易规模及大宗商品价格双降影响同比显著下降，其港口业务及其他多元化业务收入同比亦有不同程度下降；深圳港集团港口主业及成品油销售业务收入同比均有所增长，但国内商品贸易业务收入受贸易量持续缩减影响同比大幅下降。由于港口企业通常会参股码头资产，且亦会通过参股航运企业进行业务联动，因此港口企业投资收益占净利润的比重<sup>7</sup>普遍较高，2025 年上半年参股码头业务量增长使样本企业平均投资收益同比增长 8.07%。净利润方面，2025 年上半年 14 家样本企业平均净利润同比小幅增长 0.85%，显著低于投资收益增幅，其中辽港集团营业收入虽同比增长但净利润仍为负值。

图 22：港口行业样本企业主要经营指标（亿元、%）

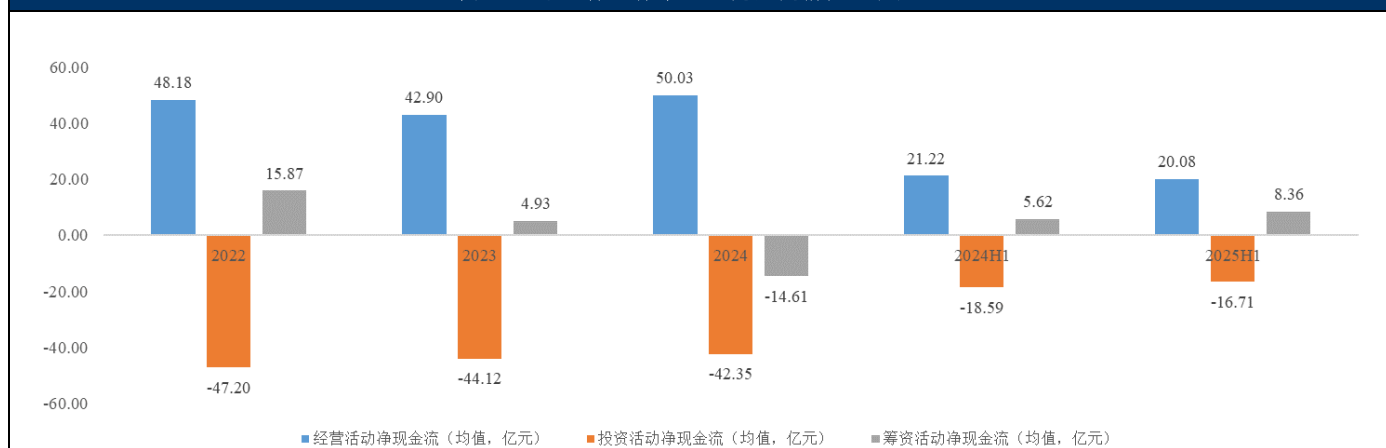


资料来源：同花顺，中诚信国际整理

现金流方面，2025 年上半年，14 家样本企业平均经营活动净现金流同比下降 5.37%，其中山东省港口集团贸易业务扩张导致购置存货规模上升，经营活动净现金流转为负值，剔除该影响后，同期剩余 13 家样本企业平均经营活动净现金流同比增长 13.11%。从投资活动来看，港口企业的投资建设以港口码头建设、堆场及仓库设施建设为主。2025 年上半年，14 家样本企业平均投资活动现金净流出规模同比下降 10.08%，其中山东省港口集团受股权投资、理财产品买卖影响，投资活动现金净流出规模同比波动较大，剔除该影响后，同期剩余 13 家样本企业平均投资活动净现金流出同比增长 4.27%。样本企业港口建设投资力度加大，近 8 成样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期有所上升。2025 年上半年样本港口企业平均筹资活动净现金流同比大幅增长 48.85%，其中山东港口集团因贸易业务扩张购置存货及为港口项目投资储备资金，江苏省港口集团及广西北部湾国际港务集团因港口建设项目投资规模较大筹措资金，使其筹资活动现金流均呈大规模流入；招商港口、深圳港集团及河北省港口集团偿还部分债务使筹资活动现金流呈流出态势。

<sup>7</sup> 2022~2024 年及 2025 年上半年，样本企业合计投资收益/合计净利润的比重为 75.99%、59.09%、61.07%和 48.82%。

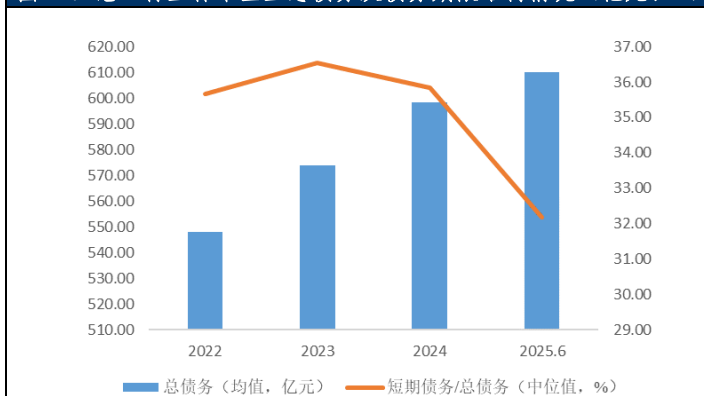
图 23：港口行业样本企业现金流情况（亿元）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

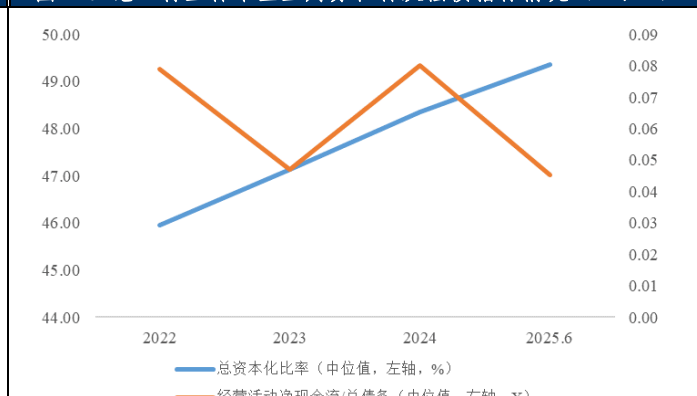
**财务杠杆方面**，截至 2025 年 6 月末，样本企业平均总债务规模较上年末小幅增长 1.96%，总资本化比率中位值维持近年来的上升趋势，较上年末同比上升 1.01 个百分点至 49.36%，仍处于合理水平，但各家差异较大。其中，连云港港口集团、福建省港口集团、广西北部湾国际港务集团和珠海港控股集团盈利获现能力一般且历史债务负担较重，总资本化比率超过 70%；宁波舟山港集团、上港集团受益于很强的盈利获现能力，总资本化比率低于 30%。**债务期限结构方面**，2025 年 6 月末样本企业短期债务/总债务中位值为 32.18%，较上年末有所下降，其中江苏省港口集团短期债务占比超过 50.00%，债务期限结构有待优化。**偿债能力方面**，2025 年上半年样本企业经年化的经营活动净现金流/总债务中位值为 0.05，较 2024 年末的 0.08 有所下降，但大多数港口企业外部融资渠道畅通且融资能力较强，并可获得一定外部支持，综合偿债能力仍较强。

图 24：港口行业样本企业总债务及债务期限结构情况（亿元、X）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

图 25：港口行业样本企业财务杠杆及偿债指标情况（%、X）



数据来源：中诚信国际根据公开资料整理

整体来看，核心港口业务吞吐量增长带动多数样本企业港口业务收入稳中有升，但部分企业物流贸易等业务收入大幅下降导致样本企业 2025 年上半年营业收入整体有所下降；样本企业整体仍有较大规模的投资需求，使筹资需求亦有所增长；目前财务杠杆处于合理水平，整体偿债能力仍处于较好水平，整体信用表现稳健。

附表 1—航空行业样本企业

| 企业名称         | 企业简称 |
|--------------|------|
| 中国国际航空股份有限公司 | 中国国航 |
| 中国南方航空股份有限公司 | 南方航空 |
| 中国东方航空股份有限公司 | 中国东航 |
| 海南航空控股股份有限公司 | 海航控股 |
| 春秋航空股份有限公司   | 春秋航空 |
| 上海吉祥航空股份有限公司 | 吉祥航空 |
| 华夏航空股份有限公司   | 华夏航空 |

## 附表 2—机场行业样本企业

| 企业名称           | 企业简称   |
|----------------|--------|
| 首都机场集团有限公司     | 首都机场集团 |
| 上海机场（集团）有限公司   | 上海机场集团 |
| 浙江省机场集团有限公司    | 浙江机场集团 |
| 东部机场集团有限公司     | 东部机场集团 |
| 广西机场管理集团有限责任公司 | 广西机场集团 |
| 重庆机场集团有限公司     | 重庆机场集团 |
| 无锡苏南国际机场集团有限公司 | 无锡苏南机场 |
| 深圳市机场(集团)有限公司  | 深圳机场集团 |
| 甘肃省民航机场集团有限公司  | 甘肃机场集团 |
| 山东省机场管理集团有限公司  | 山东机场集团 |
| 四川省机场集团有限公司    | 四川机场集团 |
| 云南机场集团有限责任公司   | 云南机场集团 |
| 厦门翔业集团有限公司     | 厦门翔业   |
| 广州白云国际机场股份有限公司 | 白云机场   |
| 海南机场设施股份有限公司   | 海南机场   |

附表 3—收费公路行业样本企业

| 企业名称              | 企业简称  |
|-------------------|-------|
| 福建发展高速公路股份有限公司    | 福建高速  |
| 江西赣粤高速公路股份有限公司    | 赣粤高速  |
| 山东高速股份有限公司        | 山东高速  |
| 江苏宁沪高速公路股份有限公司    | 宁沪高速  |
| 广东省高速公路发展股份有限公司   | 粤高速   |
| 现代投资股份有限公司        | 现代投资  |
| 河南中原高速公路股份有限公司    | 中原高速  |
| 湖北楚天智能交通股份有限公司    | 楚天高速  |
| 浙江沪杭甬高速公路股份有限公司   | 沪杭甬高速 |
| 招商局公路网络科技控股股份有限公司 | 招商公路  |
| 四川成渝高速公路股份有限公司    | 成渝高速  |
| 重庆高速公路股份有限公司      | 重庆高速  |
| 越秀交通基建有限公司        | 越秀交通  |
| 吉林高速公路股份有限公司      | 吉林高速  |
| 广西五洲交通股份有限公司      | 五洲交通  |

附表 4—港口行业样本企业

| 企业名称             | 企业简称        |
|------------------|-------------|
| 辽宁港口集团有限公司       | 辽港集团        |
| 山东省港口集团有限公司      | 山东省港口集团     |
| 江苏省港口集团有限公司      | 江苏省港口集团     |
| 连云港港口集团有限公司      | 连云港港口集团     |
| 宁波舟山港集团有限公司      | 宁波舟山港集团     |
| 福建省港口集团有限责任公司    | 福建省港口集团     |
| 招商局港口集团股份有限公司    | 招商港口        |
| 广州港集团有限公司        | 广州港集团       |
| 深圳港集团有限公司        | 深圳港集团       |
| 上海国际港务（集团）股份有限公司 | 上港集团        |
| 天津港（集团）有限公司      | 天津港集团       |
| 河北港口集团有限公司       | 河北港口集团      |
| 广西北部湾国际港务集团有限公司  | 广西北部湾国际港务集团 |
| 珠海港控股集团有限公司      | 珠海港控股集团     |

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

| 作者  | 部门    | 职称    |
|-----|-------|-------|
| 吴亚婷 | 企业评级部 | 高级分析师 |
| 曲甘雨 | 企业评级部 | 分析师   |
| 王 昭 | 企业评级部 | 高级分析师 |
| 何瑞婷 | 企业评级部 | 高级分析师 |



中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号  
银河 SOHO 5 号楼  
邮编：100010  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO.  
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,  
Doncheng District, Beijing, PRC. 100010  
TEL:（86010）66428877  
FAX:（86010）66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>