

交运行业2026年投资策略

航空盈利修复可期，航运绿色转型提速

西南证券研究院
交通运输研究团队
2026年1月

核心观点

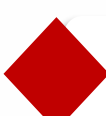
- **航空**：在美联储降息推动下，人民币兑美元汇率在2026年有望进一步提升，为航司带来汇兑收益，同时国际原油价格在2026年继续下行，航司的燃油成本压力有望缓解。机队供给方面，发动机存在问题等原因导致我国航司的运力扩张有限，需求方面，经济增长将驱动航空出行需求结构性增长，我们持续看好后续票价及航司利润表现。**重点推荐：南方航空、春秋航空、华夏航空。**
- **公路**：我国公路行业已进入成熟期，2024年我国高速公路总里程已超过美国居世界第一，随着公路建设投资放缓和到期压力凸显，打破原有收费期限的新版收费公路管理条例或将出台。多种因素下，未来行业将呈现改扩建、并购、业务多元化三大发展趋势。**重点推荐：中原高速。**
- **航运绿色甲醇**：全球航运业向零排放能源转型势在必行，当前绿色甲醇整体技术成熟度较好，且减碳表现良好成为市场一种主流选择。截至2025年11月，MI数据库追踪全球252个可再生甲醇项目，预计到2030年总装机容量为4510万吨。到2030年，所有电制甲醇项目的总装机容量预计为2180万吨，而所有生物甲醇项目的总装机容量分别为2330万吨。**重点推荐：中集安瑞科、中远海运国际。**
- **干散货运**：从运输需求吨海里的角度来看铁矿石海上贸易的需求，以前我们关注中国铁矿石进口增量，现在我们强调关注铁矿石进口来源的变化带来运输距离的增长。同时我国氧化铝产能提升，进口强劲的增长趋势需要持续关注。**建议关注：招商轮船、海通发展。**
- **风险提示**：宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

目 录

 **2025年度交运行业回顾**

 **航空：汇率油价票价处于底部，利润上行可期**

 **公路：行业已进入成熟期，未来呈现三大趋势**

 **绿色甲醇：技术领跑，绿色转型催生增量机遇**

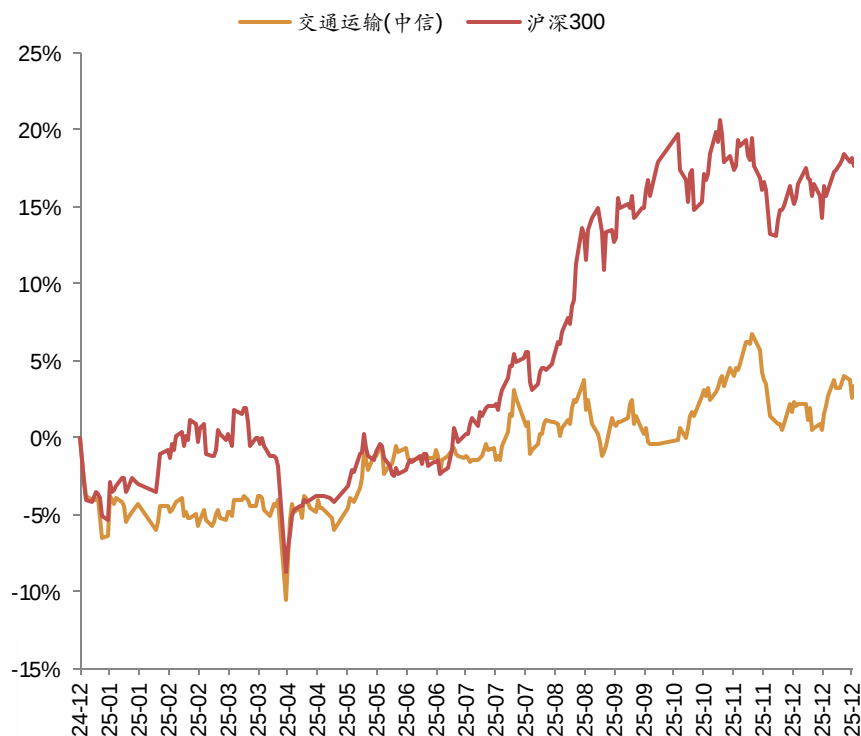
 **干散货运：远距离需求增长，迎结构性红利**

 **风险提示**

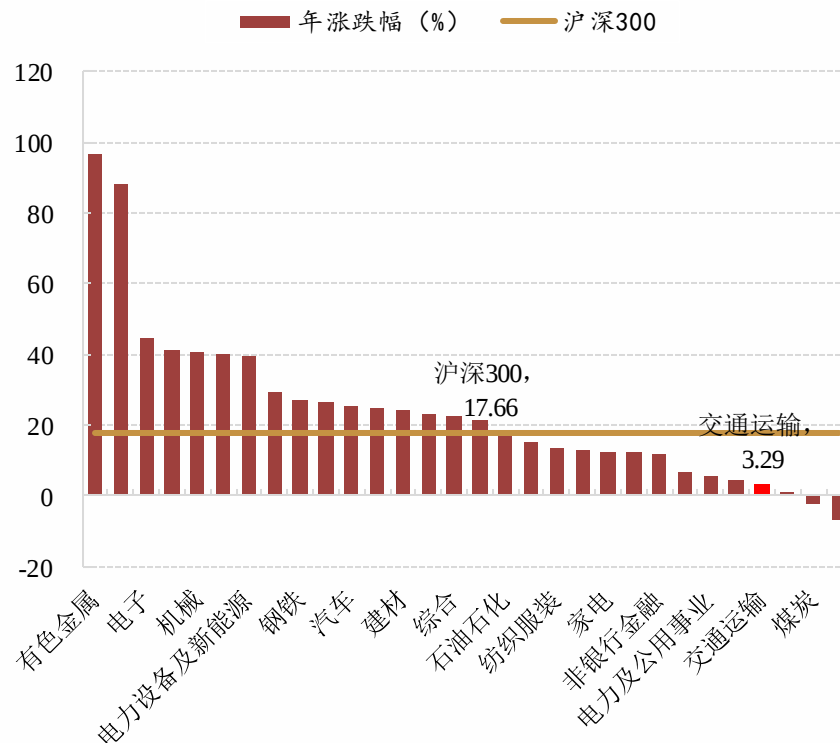
2025年交运行业回顾

截至2025年12月31日，沪深300报收4629.94，比年初上涨17.66%，中信交运指数跑输沪深300，报收2109.07，比年初上涨3.29%，涨跌幅居于全行业27/30。

交通运输（中信）相对沪深300走势



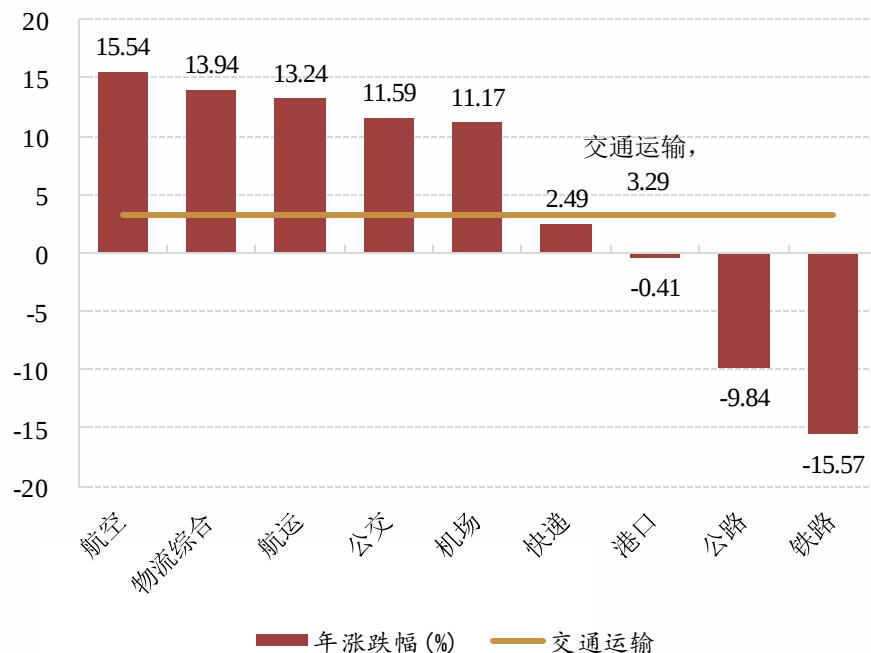
2025年中信一级指数涨跌幅（%）



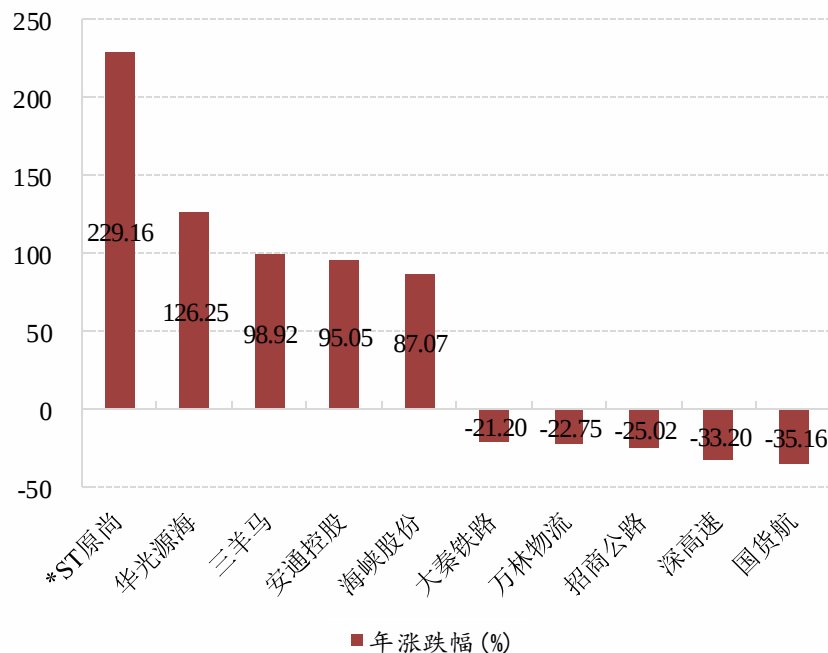
2025年交运行业回顾

- 2025年交运各子板块分化。其中，航空子板块领涨，涨幅15.54%；其次是物流综合子板块，涨幅13.94%；铁路子板块领跌，跌幅为-15.57%。
- 2025年交运板块涨幅最大的个股为ST原尚（+229.16%）、华光源海（+126.25%）、三羊马（+98.92%）；跌幅最大的为国货航（-35.16%）、深高速（-33.20%）、招商公路（-25.02%）。

2025年各子板块涨跌幅（%）



交通运输行业涨跌幅前十个股（%）



目 录

◆ 2025年度交运行业回顾

◆ 航空：汇率油价票价处于底部，利润上行可期

◆ 公路：行业已进入成熟期，未来呈现三大趋势

◆ 绿色甲醇：技术领跑，绿色转型催生增量机遇

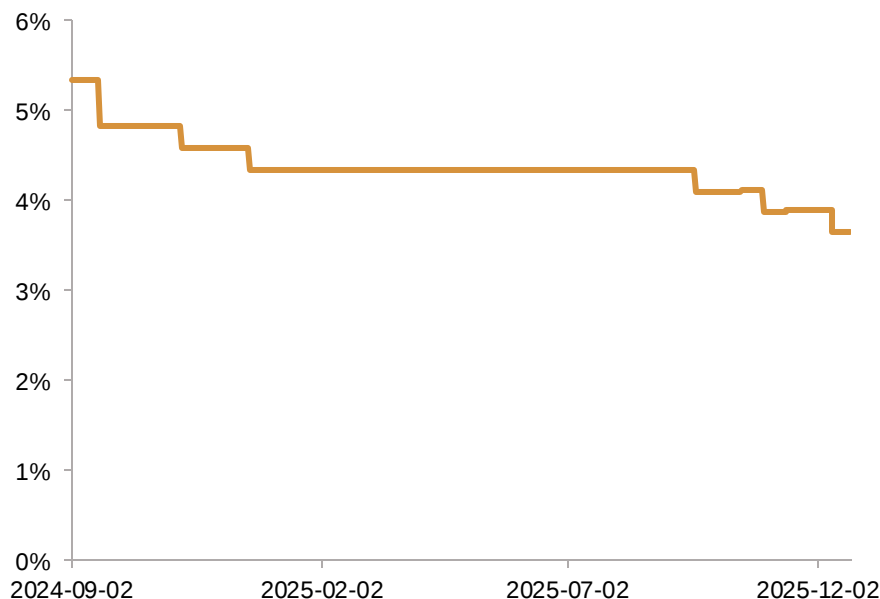
◆ 干散货运：远距离需求增长，迎结构性红利

◆ 风险提示

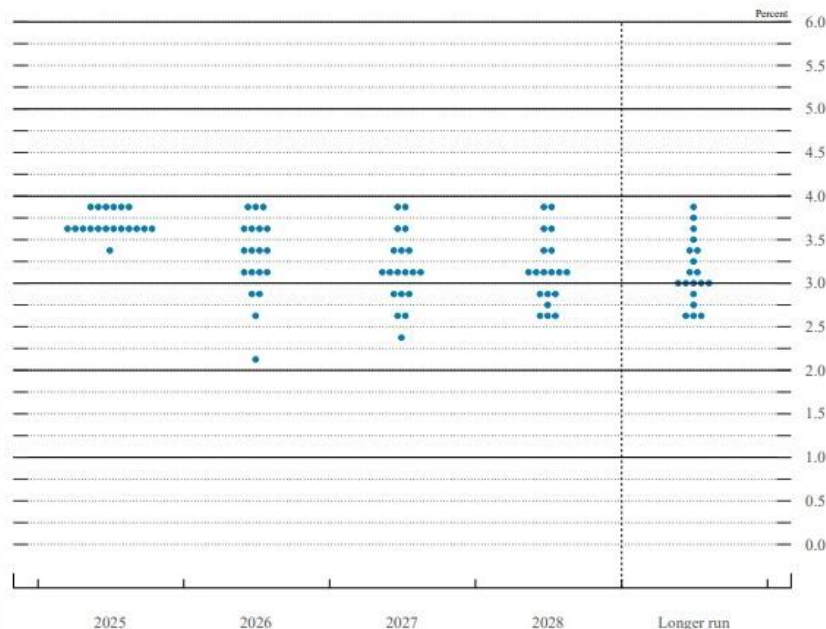
美联储完成2025年第三次降息，预计到2027年末利率将降至3.1%

- 在2024年9月开启本轮降息周期后，2025年12月11日，美联储如期宣布将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至此年内第三次降息落地，利率最终定格于3.5%-3.75%区间。据每日邮报和纽约时报报道，美联储公布的点图显示，19位联邦公开市场委员会成员2026年底联邦基金利率的中位数估计为3.4%，比目前3.5%-3.75%区间低四分之一个百分点，降至3.25%至3.5%的区间，**预计到2027年末，利率将进一步降至3.1%，2028年利率保持不变。**

联邦基金利率（%）



联邦公开市场委员会2025年后点图（%）



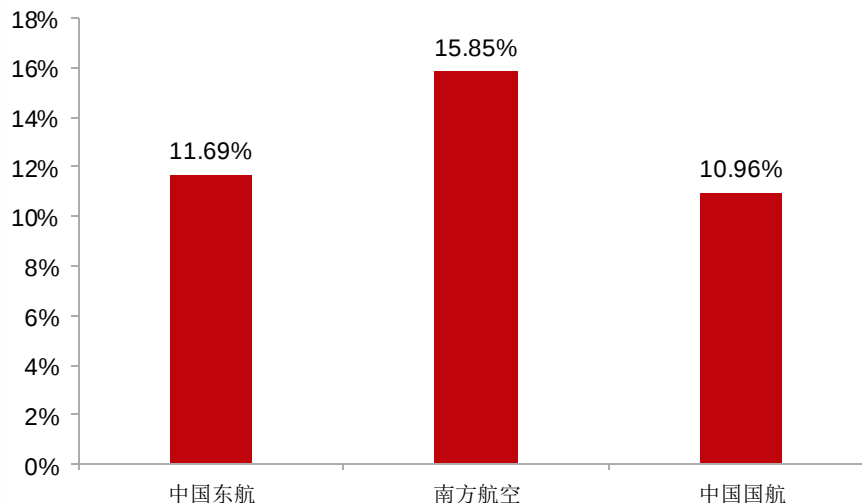
未来人民币的升值潜力将为国内航司带来汇兑收益

- 在美联储降息推动以及国内稳增长政策的引导下，未来人民币或延续偏强运行态势，德意志银行预计人民币兑美元汇率到2026年底将升至6.7，2027年底进一步升至6.5。民航运输业具有资金密集的行业特点，考虑到航空公司部分购置/租赁飞机或发动机以美元结算，以南方航空为例，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于2025年6月30日人民币兑美元汇率每升值1%，将导致公司报告期内股东权益增加人民币2.59亿元，未来人民币的升值潜力有望为国内航司带来汇兑收益，进一步改善其利润表现。

美元兑人民币中间价（元）



截至2025年H1国内三大航司美元带息负债占比（%）



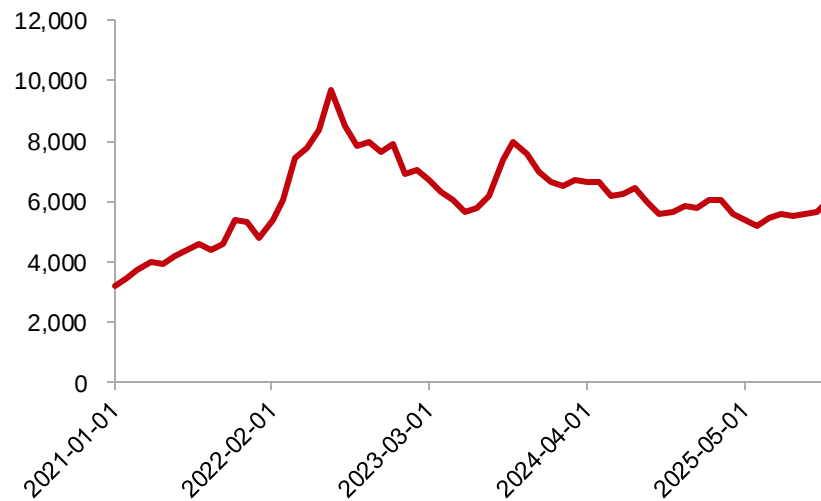
预计国际原油价格在2026年继续下行，航司的燃油成本压力有望缓解

- 进入2025年9月，随着中东国家尤其是OPEC+国家的额外自愿减产措施加速撤销，整体的石油产量和出口量激增，非OPEC+如美国和巴西等国的供应增长前景也略有上调，国际原油价格开始有所下行，另一方面，同期运输或储存在水上的石油量激增了1.02亿桶，创下自新冠疫情以来的最大增幅。一旦船只开始卸货可能进一步压低价格。
- 根据美国能源信息署EIA预测，全球石油产量增长和冬季需求下降将加速石油库存的积累，布伦特原油价格将在2026年第一季度降至平均55美元/桶，2026年全年内保持在该价格附近，航油价格与国际原油价格息息相关，预计2026年航油价格也将整体保持在相对低位，而航油的低位将缓解航司成本压力，以南方航空为例，假定燃油消耗量不变，2025年上半年平均燃油价格下降10%，将导致公司在营运成本下降25.3亿元人民币。

布伦特原油现货价（美元/桶）



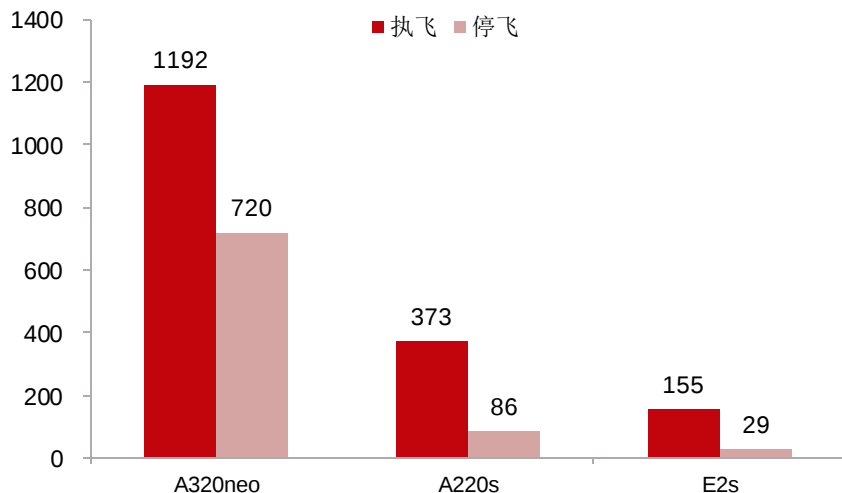
国内航空煤油出厂价(含税)（元/吨）



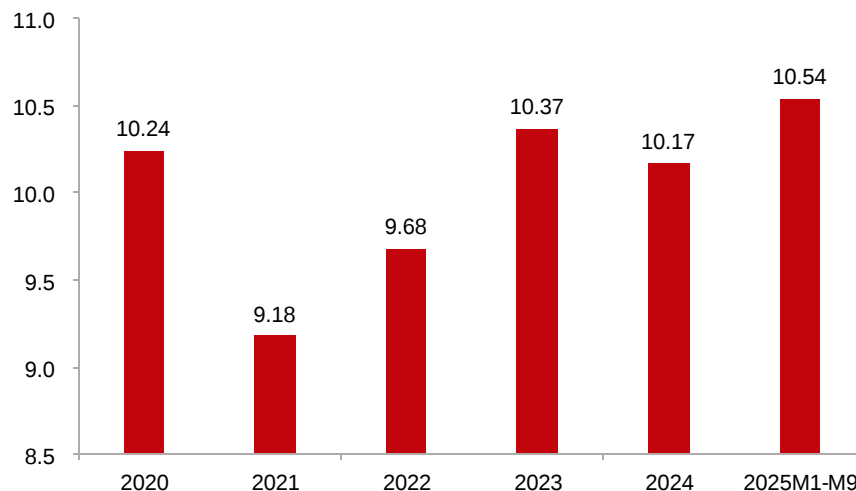
发动机存在问题导致整机供应受限，我国主要航司的运力扩张有限

- 2025年12月9日国际航空运输协会IATA发布最新的全球航空业财务展望，强调航空业在2026年仍将面临航空供应链瓶颈的冲击，目前机身的生产进度已快于发动机的产能，但现有主流发动机存在问题（普惠PW1100G和CFM LEAP 发动机均存在不同程度的技术和质量问题），导致新下线的机身只能停放等待。另一方面，中美贸易紧张导致航空电子产品受到加征关税等影响，进一步加剧了部分供应瓶颈，并推高了维护成本以及航空飞机租赁成本。我们预计国内航司的飞机引进节奏将继续放缓，因此从供给端看，2026年我国主要航司的运力扩张有限。

受普惠发动机性能影响停飞飞机数量超800架



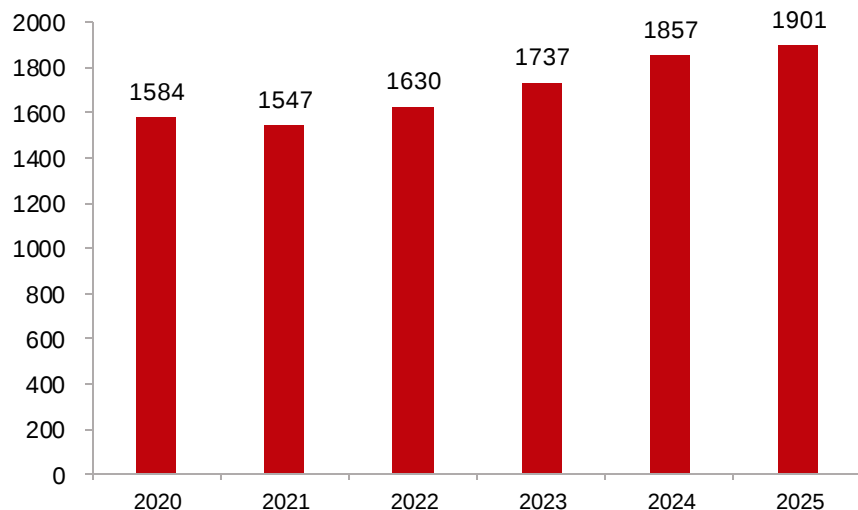
2020年以来航空租赁加权平均收益率(%)



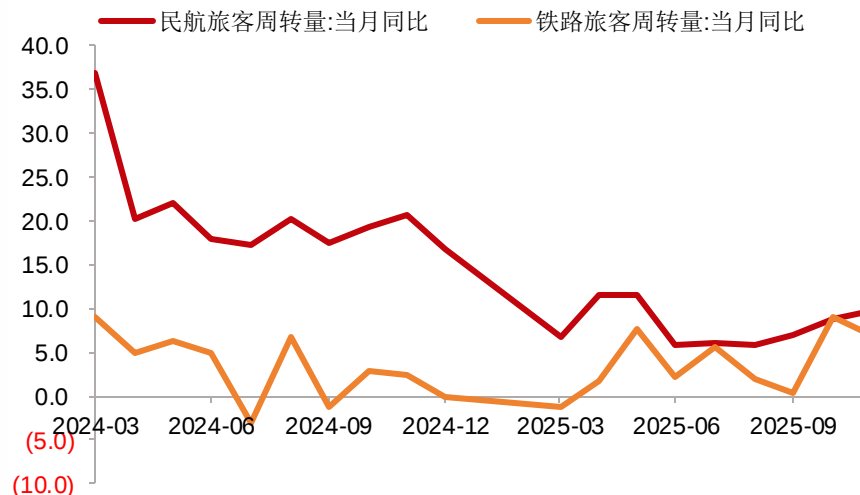
国内民航客运运距逐渐拉长，高铁分流的情况已有所缓解

- 到2017年时速达350公里的“复兴号”投入运营，通过一系列战略里程碑，中国已建成全球最先进的高铁网络之一，根据Cirium分析，对于800公里以内的出行来说，高铁更具优势，即使航空飞行时间更短，但高铁仍能提供比航空出行更快、更可靠、更便捷的服务，但经过多年的磨合，我国航司已有充分应对，正逐步将运力转向中长途航线，以发挥航空在这些航段上的竞争优势。尽管存在部分航空需求被高铁分流的情况，我国民航运输市场在2025年1月-11月旅客周转量增速依然领先铁路，2025年1月-11月，共完成旅客运输量7.1亿人次，同比增长5.4%。

国内航空运距不断拉长（以南方航空为例）



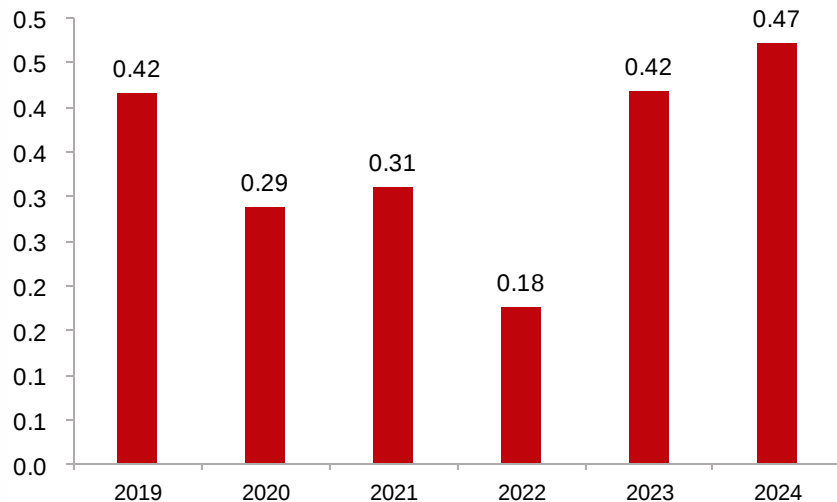
近两年民航旅客周转量增速依然领先铁路（%）



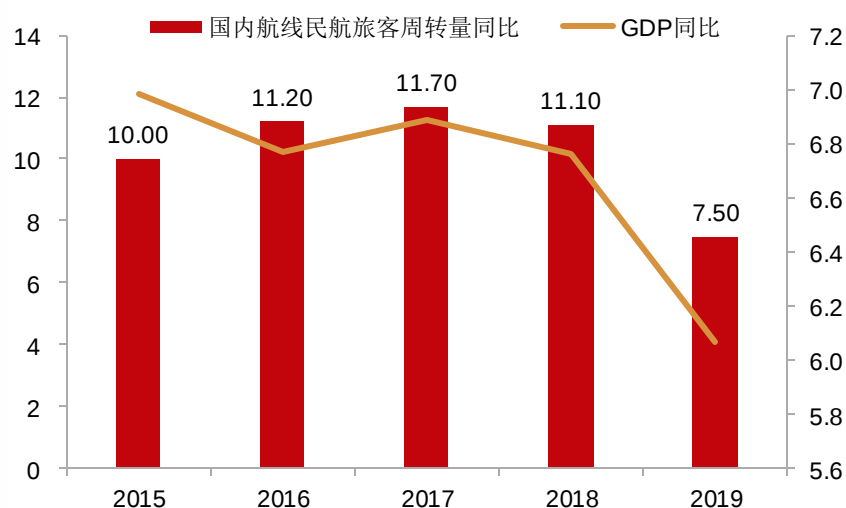
人均乘机次数仍有提升空间，经济增长将驱动国内航空出行持续增长

- 2025年1月-11月我国共完成旅客运输量7.1亿人次，同比增长5.4%，根据国际航空运输协会IATA预测，2025年全球航空旅客运输量将达到49.9亿人次，若按全球人口约80.2亿计算，全球人均乘机次数约为0.62次/人，而我国2024年人均乘机次数仅0.47次，仍有提升空间；航空运输业增长与GDP增长具有正相关性，在居民收入突破一定水平后，航空运输业年均增速将是GDP增速的1.5-2倍。中央经济工作会议指出，要将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列为2026年经济工作的首要任务，未来随着政策的持续发力，经济增长将驱动国内航空出行需求持续增长。

中国人均乘机次数仍有较大提升空间（次）



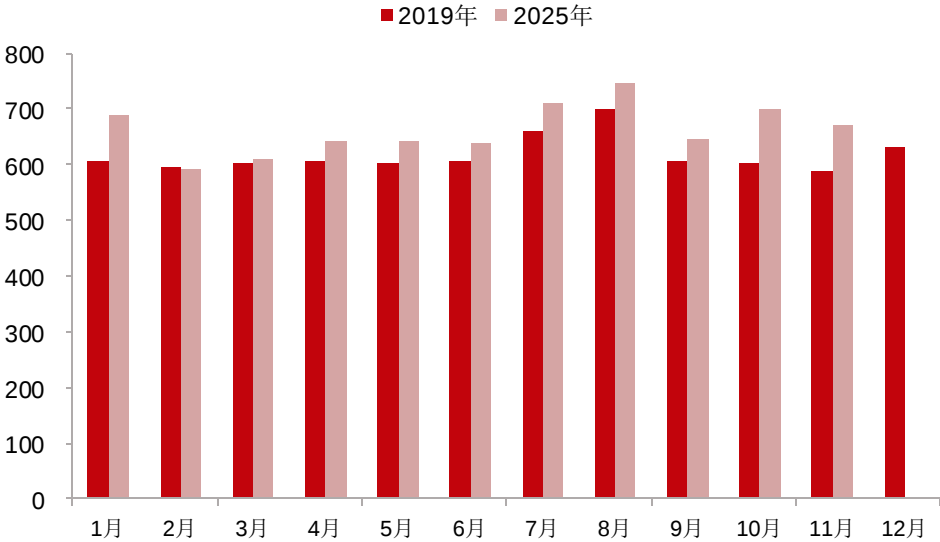
经济增长与国内民航旅客周转量正相关（%）



免签国家名单持续扩容下，2025年1-11月国际旅客运输量全面复苏

民航局披露的11月运营数据显示，当月国际航线完成运输总周转量55.9亿吨公里，同比增长20.7%；旅客运输量670.7万人次，同比增长20.4%，在传统淡季依然保持双位数高增长态势，2025年1-11月，我国国际旅客运输量较2019年同期增长16.6%，标志着国际航线网络已全面恢复并超越疫情前水平。随着我国免签“朋友圈”持续扩大，240小时过境免签、离境退税等便利政策落地实施，跨境旅游出行需求被持续激发，2026年出境游市场的快速复苏成为元旦假期的一大亮点，航旅纵横数据显示，元旦假期出入境航线机票预订量超62万张，同比增长约18%。

2025年1-11月国际旅客运输量已超2019年同期（万人）



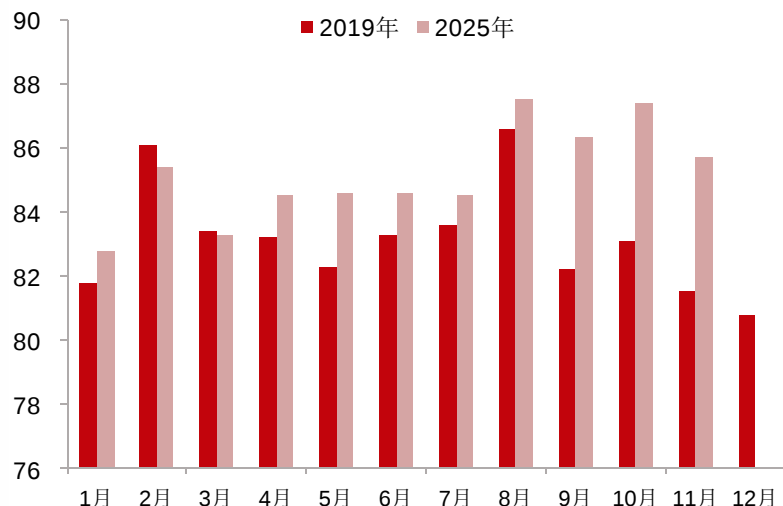
2025年我国免签国家名单持续扩容

时间	涉及国家
5月15日	巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭
5月28日	沙特、阿曼、科威特、巴林
9月2日	俄罗斯
11月3日	瑞典

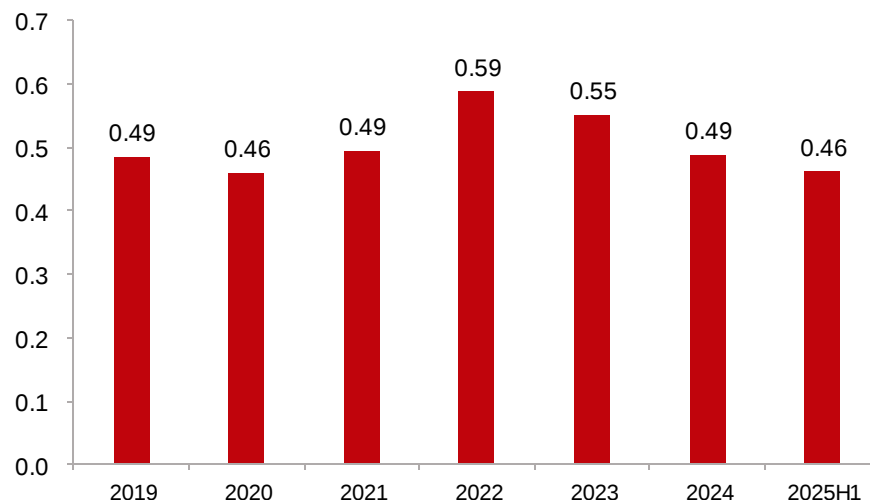
客座率已超2019年，反内卷政策推动下票价或温和上涨

- 2025年年初至今民航正班客座率已基本稳定在83%以上波动，2025年1-11月民航正班客座率为85.2%，已经超过2019年同期水平。今年客座率的提升得益于疫情后旅客结构的变化，过去坐飞机的以商务客为主，现在则是旅游客居多，2025年春运、暑运及节假日期间民航市场核心指标全面超越疫情前水平，暑运期间单日客运量创历史新高。另一方面，中国65%的运力集中在单日单向客流大于800人次的高密度市场，并且52%的航线有超过5家航司竞争，而北美和欧洲5家以上航司竞争的航线占比只有24%和16%，导致航司票价仍处于相对底部，未来随着反内卷政策的指导下，航司将更加精细化地运营机队和产品，预计2026年国内票价水平企稳的同时也具有向上的空间和弹性。

2025年客座率已超2019年（%）



2025年H1南航客公里收入仍低于2019年（元/人公里）



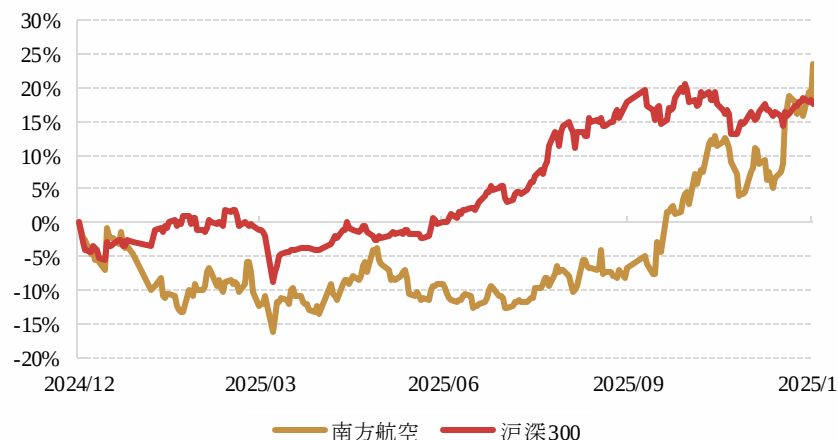
南方航空（600029）：业绩持续回暖，积极开拓高品质航线

- **投资逻辑**：1）业绩持续回暖，前三季度营收为1376.65亿元，同比增长2.23%；净利润为23.07亿元，同比增长17.40%。南航经营活动产生的现金流量净额充足，始终保持稳定向好态势；2）今年以来南航已相继开通印尼泗水、沙特利雅得、哈萨克斯坦阿拉木图、西班牙马德里等多条国际航线，通航范围覆盖全球46个国家和地区。
- **盈利预测**：预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 1834.5、2001.8、2167.2亿元，归母净利润分别为 42.7、68.1、102.8 亿元，EPS 分别为 0.24、0.38、0.57 元。
- **风险提示**：宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174224.00	183451.81	200177.00	216722.11
增长率	8.94%	5.30%	9.12%	8.27%
归属母公司净利润(百万元)	-1696.00	4271.80	6807.52	10283.88
增长率	59.71%	351.88%	59.36%	51.07%
每股收益EPS	-0.09	0.24	0.38	0.57
PE	-89	33	21	14

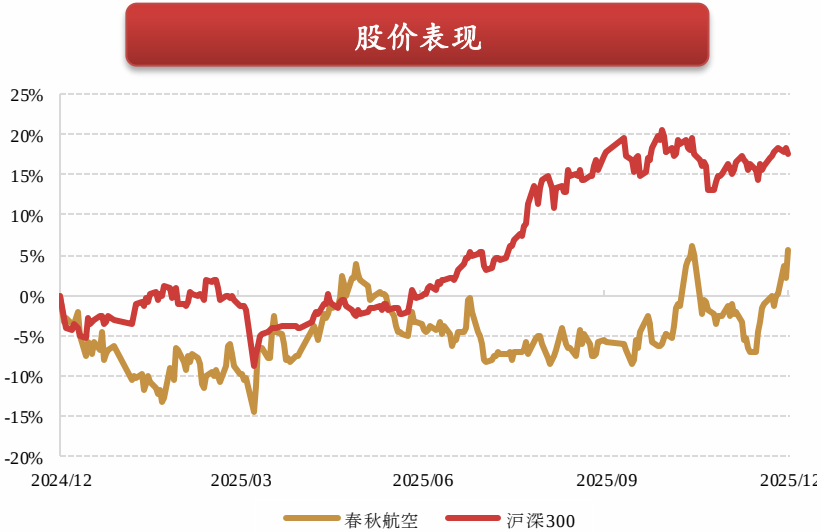
股价表现



春秋航空（601021）：持续优化机队配置，增强长期运输能力

- ❑ **投资逻辑：**1）2025年12月29日公司与空客签署飞机购买协议，将引进30架空客A320neo系列飞机。这批飞机预计于2028年至2032年间陆续交付。交易目录总价约为41.28亿美元，按当前汇率折合约289.57亿元人民币，实际成交金额将低于目录价格，此次采购有助于进一步提升运营效率与市场竞争优势；2）截至2025年8月，公司航点覆盖了中国、东南亚、东北亚的主要商务和旅游城市，经营航线230余条，年运输旅客2900万人次。
- ❑ **盈利预测：**考虑到公司成本管控优势明显且盈利能力行业领先，我们看好公司盈利弹性与长期价值，预计2025/26/27年归母净利润分别为27.1、33、40.4亿元，EPS分别为2.77、3.38、4.13元。
- ❑ **风险提示：**宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19999.93	23152.79	26356.05	29750.06
增长率	11.50%	15.76%	13.84%	12.88%
归属母公司净利润(百万元)	2272.94	2714.56	3303.70	4037.04
增长率	0.69%	19.43%	21.70%	22.20%
每股收益EPS	2.32	2.77	3.38	4.13
PE	26	21	18	14



华夏航空（002928）：深耕支线领域，通过串联区域文旅资源形成良性循环

- ❑ **投资逻辑**：1）未来以区域性、小众化旅游为特征的下沉市场有望成为推动民航市场增长的新蓝海，公司是中国支线航空领域的代表性企业，2025年7月公司与舟山机场签署驻场合作协议，正式将舟山作为运营基地之一，截至12月，华夏航空以舟山为始发地可通达的航点数量，已由原先的33个增加至41个；2）早在2024年一季度，公司已实现扭亏为盈，2025年前三季度营业收入为57.34亿，同比增长11.25%，归母净利润为6.2亿，同比增长102.17%。
- ❑ **盈利预测**：预计公司2025-2027年营业收入分别为77.5、89、93.8亿元，归母净利润分别为6.3、10.9、11.8亿元，同比增长134%、74.6%、7.5%，EPS分别为0.49、0.86、0.92元。
- ❑ **风险提示**：宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6695.60	7752.13	8903.48	9379.93
增长率	29.98%	15.78%	14.85%	5.35%
归属母公司净利润(百万元)	267.97	627.01	1094.65	1176.70
增长率	127.77%	133.98%	74.58%	7.50%
每股收益EPS	0.21	0.49	0.86	0.92
PE	53	23	13	12



目 录

◆ 2025年度交运行业回顾

◆ 航空：汇率油价票价处于底部，利润上行可期

◆ 公路：行业已进入成熟期，未来呈现三大趋势

◆ 绿色甲醇：技术领跑，绿色转型催生增量机遇

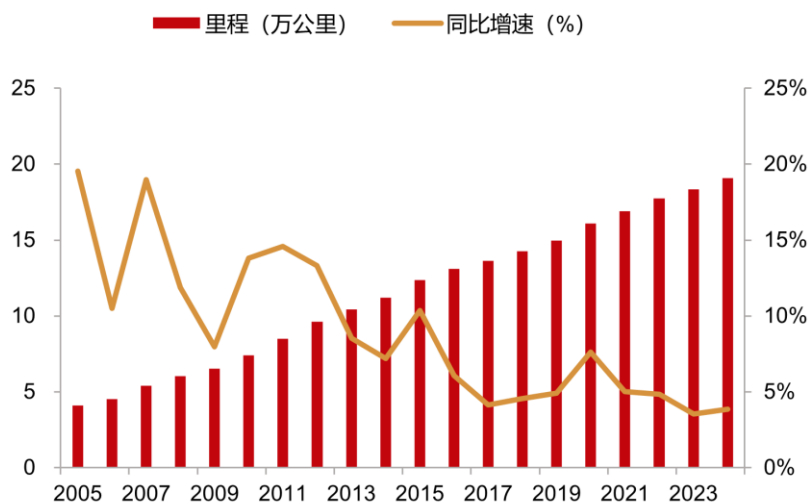
◆ 干散货运：远距离需求增长，迎结构性红利

◆ 风险提示

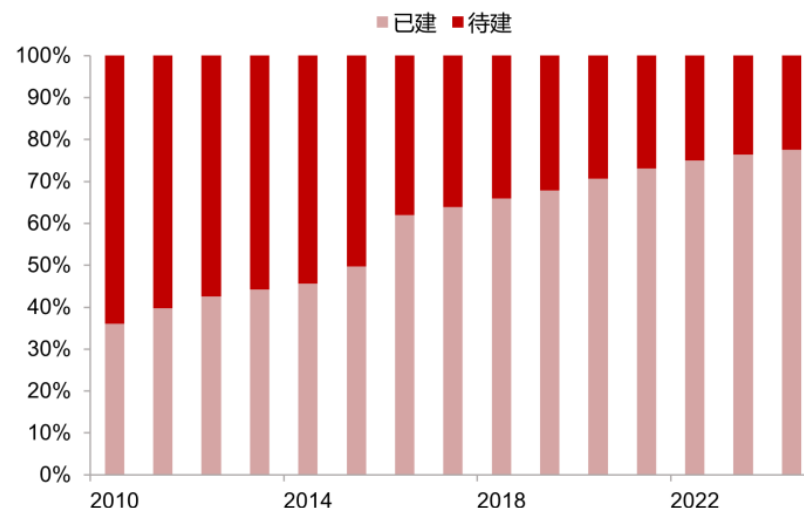
我国公路行业已进入成熟期，到2035年里程目标完成率超七成

- 根据交通运输部发布的交通运输行业发展统计公报，我国公路里程从2005年的334.52万公里增加到2024年的549.04万公里，居世界第2位，仅排在美国之后。自1988年我国建设第一条高速公路后，到2024年我国高速公路总里程已达到19.07万公里，超过美国居世界第1位，覆盖了超过98.8%的城区人口20万以上城市及地级行政中心，连接了全国约88%的县级行政区和约95%的人口。
- 2021年中共中央、国务院印发的《国家综合立体交通网规划纲要》指出，到2035年，要建成国家高速公路网16万公里左右，普通国道网30万公里左右。截至2024年底，我国已建成12.41万公里国家高速公路，完成率超过77%。

2005-2024年全国高速公路里程及同比增速



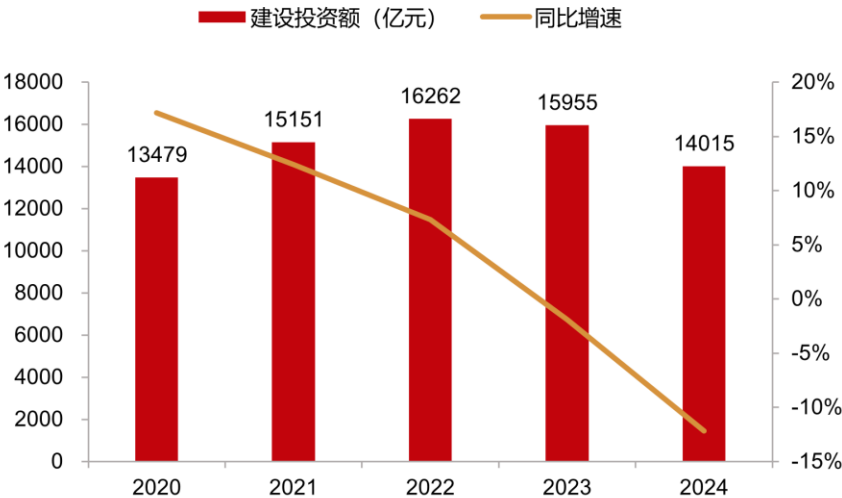
国家高速公路里程目标完成率 (%)



打破原有收费期限的新版收费公路管理条例或将出台

- 近五年我国公路建设投资有所放缓，同时收费公路到期压力逐步凸显，根据中诚信国际2025年1月发布的《中国收费公路行业展望》，预计2025-2027年收费公路运营企业中将有超过1000公里的收费公路面临收费权到期的问题。
- 目前界定高速公路收费期限和收费标准的法律法规仍是20多年前施行的《收费公路管理条例》（2004版），明显难以适应现阶段公路行业发展的需要，交通运输部于2015年和2018年分别形成了新的征求意见稿，对收费公路的经营期限做出调整，截至2025年12月，新修订的收费公路管理条例尚未正式出台，新版《收费公路管理条例》或将规定收费公路到期后可以重新核定偿债期限或者经营期限，为收费公路行业可持续发展及防控债务风险提供有力保障。

高速公路建设投资额及同比增速（%）



部分收费期满且停止收费的高速公路

名称	通车时间	收费里程 (公里)	停止收费时间
京平高速	2008年	71.40	2023年9月8日
潭耒高速公路 衡耒段	2004年	50.90	2024年3月20日
广州北环高速	1993年	21.65	2024年3月23日
S18武汉天河机 场高速公路	1995年	18.30	2025年6月19日

改扩建是在新《收费公路管理条例》出台前延长收费期的有效方式

- 根据现行《公路法》和《收费公路管理条例》，当前经营性高速收费期为25年或30年。改扩建是在新修订《公路法》和《收费公路管理条例》出台前延长收费期的有效方式，根据现行政策，改扩建可根据实际投资情况延长一定年限收费期。从市场需求上看，随着区域产业的不断调整和城市化的不断发展，二三十年前建设的公路已远远适应不了现阶段发展的需求，而改扩建和新建路产本质无差异，在工期和培育期等方面，改扩建还具有一定优势。

国家和地方有关公路改造的政策文件

时间	政策	主要内容
2025年4月	《收费公路政府和社会资本合作新机制操作指南》	项目实施机构应当根据国务院发展改革部门制定的支持民营企业参与的新建及改扩建特许经营项目清单，结合项目实际情况，优先选择民营企业参与
2025年7月	《新一轮农村公路提升行动方案》	到2027年，全国完成新建农村公路30万公里，便捷高效、普惠公平的农村公路网络基本建成；实施修复性养护工程30万公里，技术状况优良路率保持在70%以上
2025年3月	《广东省交通运输高质量发展三年行动方案（2025-2027年）》	推动繁忙路段扩容改造，推进京港澳、沈海、广昆、济广等国家高速公路改扩建工程；加快实施粤东粤西粤北地区县道低等级路段改造，进一步提高农村公路双车道覆盖范围
2025年5月	《广东省交通运输厅关于高速公路改扩建管理的办法》	年平均日交通量与设计通行能力之比达到80%（含80%）以上，且无直接可替代线路规划的应及时推进改扩建工作

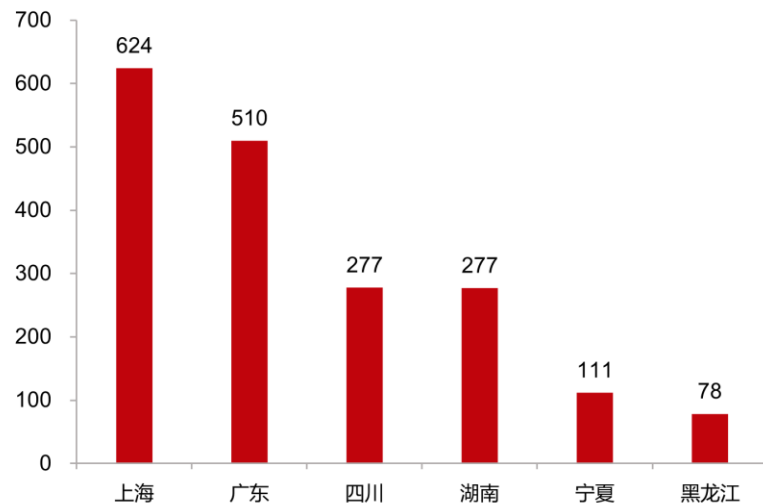
东部及中部省份公路通行费单价及车流量普遍高于西部省份

- 单公里收入主要受车流量及通行费单价影响，通行费单价方面，以1型客车为例，各省收费普遍介于0.3-0.6元/公里，上海最高，为0.6元/公里，在广东、湖南等省份，收费费率则与公路车道数量和造价相关，车道越多和造价越贵的路段收费则越高，整体而言东部发达省份收费标准略高于中西部省份，加之发达地区车流量显著高于欠发达地区，因此东部发达省份单公里收入普遍高于欠发达的中西部省份。

部分省份高速公路收费标准

省份（市）	所属区域	1型客车收费费率 (元/公里)
上海	华东	0.6
广东	华南	0.6（六车道及以上高速公路）
湖南	华中	0.5（造价在每公里6000万元及以上的四车道路段和六车道路段）
四川	西南	0.5-0.6
宁夏	西北	0.45
黑龙江	东北	0.45

2020年单公里收入（万元/公里/年）

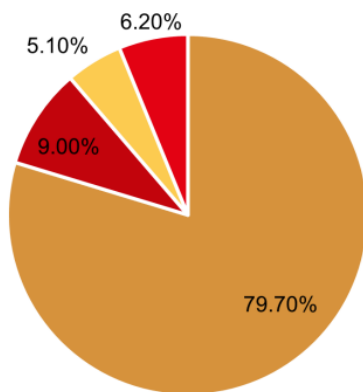


并购东部及中部省份的优质成熟路产将成未来主流

- ❑ 折旧摊销在成本中占比最高，以越秀交通基建（1052.HK）2025年中报为例，旗下路产的折旧摊销，占比接近80%，其次是运营成本，主要包括员工成本和维护成本，分别占比9%和5%，整体比例较为稳定。
- ❑ 从 2025年以来各省发改委批复的路段建设规划来看，新开工或改扩建的公路单公里建设成本多数在1-3亿元，部分发达省份的公路建造成本甚至超过了4亿元/公里。未来国家将加大在四川等西部省份的高速路网建设，但这些省份未修区域大多地形复杂，公路建造成本或将更高，进一步压缩投资回报率；重资产高负债的行业属性叠加投资回报下滑，并购东部及中部发达省份的优质成熟路产将成未来主流，并购经验丰富的企业或在未来将更具竞争优势。

2025H1越秀交通基建成本构成

■ 无形经营权摊销 ■ 员工成本 ■ 养护开支 ■ 其他



部分省份批复的高速公路建设规划信息

城市	项目名称	建设长度 (公里)	总投资 (亿元)	单公里 建设成本 (元/公里)
杭州	柯诸高速公路工程	39.3	174.8	4.45亿
衢州	甬金衢上高速公路 金华婺城至浙赣界项目	122.4	293.4	2.40亿
重庆	沿江高速南线	142	312	2.20亿
浏阳	G9907浏阳沙市至 宁乡高速公路工程	93	214.04	2.30亿

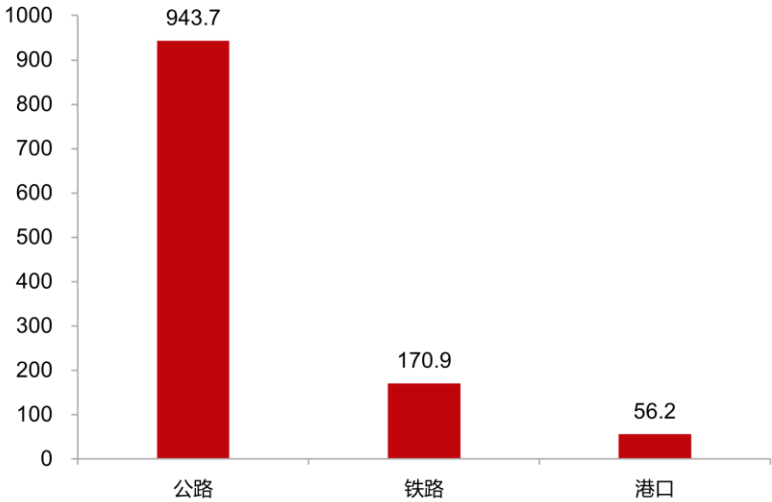
交通与能源融合，全国公路光伏潜在开发规模可达943.7GW

- 政府出台相关政策，鼓励收费公路企业在原有主业的基础上，通过业务多元化进一步延伸产业链，以拓展新业态、寻找新的利润增长点，我国政府自2022年以来提出了多项政策支持公路+光伏+；据交通运输部科学研究院数据，截至2024年底，全国在运交通分布式可再生能源项目达3326个，总装机容量超2.24GW，其中公路光伏占比高达76%，应用场景已从最初的服务区屋顶，延伸至边坡、隔离带等场景，全国公路光伏潜在开发规模可达943.7GW。

国家和地方有关公路“光伏+”的政策文件

时间	政策	主要内容
2025年3月	《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》	按照依法依规、宜建尽建原则，在确保安全的前提下，充分利用高速公路等公路沿线服务区、收费站、养护工区、监控中心，以及原省界收费站用地、边坡、隧道出入口、隔离带、互通立交、匝道圈中的土地建设清洁能源开发利用项目
2025年4月	《云南省推动高速公路融合发展若干政策措施（试行）》	支持“高速+光伏”。支持高速公路经营单位牵头编制“高速+光伏”建设规划，报省发展改革委、省能源局、省交通运输厅按程序审定后印发实施

全国交通领域的光伏潜在开发规模（GW）



中原高速（600020）：财务成本持续下降，产业优化整合稳步推进

- ❑ **投资逻辑**：1）公司通过融资渠道多元化，积极推进精准融资，提高资金使用效率，降低财务费用，公司财务费用率从2024年前三季度的14.45%下降至2025年前三季度的11.33%，我们认为未来公司将持续优化存量债务结构，通过系统性举措持续压降财务费用，夯实资金保障基础；2）公司全资子公司秉原投资主要从事项目投资、投资管理、投资咨询。2025年7月9日，秉原投资产业基金投资的极智嘉-W在港交所成功上市，荣膺全球仓储自主移动机器人第一股，成为秉原投资培育的第18家上市企业，2025年前三季度公司实现投资收益1.64亿元，同比增长约74.47%。
- ❑ **盈利预测**：预计公司2025-2027年营业收入分别为72.9、75.7、78.1亿元，归母净利润分别为9.3、9.9、10.8亿元。
- ❑ **风险提示**：宏观经济与政策风险、路网效应及分流风险、建设管理风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6969.11	7287.07	7565.95	7811.75
增长率	22.20%	4.56%	3.83%	3.25%
归属母公司净利润(百万元)	880.39	929.91	993.35	1078.57
增长率	6.27%	5.62%	6.82%	8.58%
每股收益EPS	0.39	0.41	0.44	0.48
PE	11	10	10	9

股价表现



目 录

◆ 2025年度交运行业回顾

◆ 航空：汇率油价票价处于底部，利润上行可期

◆ 公路：行业已进入成熟期，未来呈现三大趋势

◆ 绿色甲醇：技术领跑，绿色转型催生增量机遇

◆ 干散货运：远距离需求增长，迎结构性红利

◆ 风险提示

航运业的环保追求，促进船舶更新换代

- 尽管目前《巴黎协定》没有涵盖国际航运的排放，但若把国际航运视为一个国家，其二氧化碳排放量将位居世界第六。鉴于各国在《巴黎协定》下对减少温室气体排放的承诺，以及全球航运业的温室气体排放量如果在各国之间进行排名，将位居世界第六位，因此，为了实现《巴黎协定》1.5℃的目标，全球航运业同样做出了相应的碳排放、温室气体排放目标。
- 国际上，IMO有关测量和提高现有船舶效率的两项法规已于2023年初生效，2024年欧盟则将航运业纳入其主要气候工具——欧盟排放交易体系(EU-ETS)，2025年欧盟海运燃料条例(Fuel EU Maritime)实施。IMO净零框架(Net-Zero Framework)(包含全球燃料标准和排放定价机制两大核心)，尽管在2025年10月的特别会议上被推迟表决，市场化手段推动航运业减排决心不减。

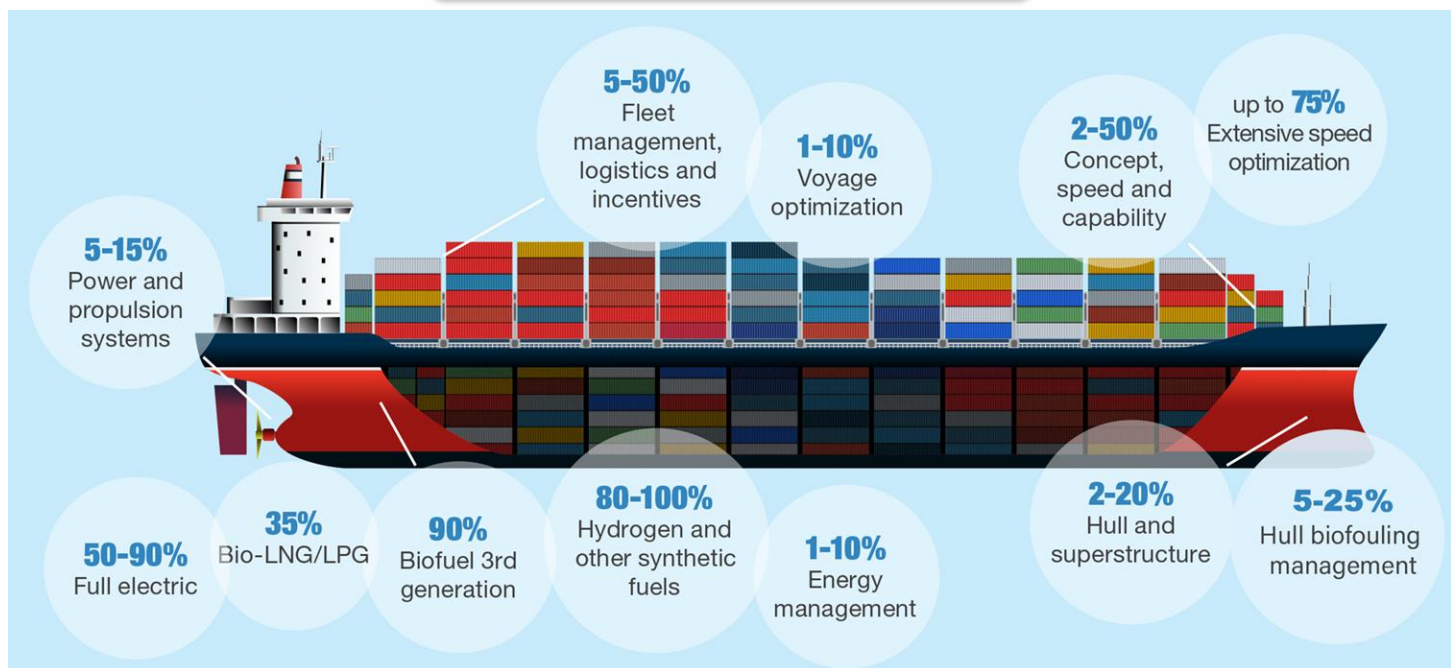
船舶涉及碳排放相关规范及要求

制定方	规则名称	覆盖阶段	主要要求与特点
IMO	EEDI/EEXI	仅船端	指定特殊工况；碳排放指数要求。
IMO	CII	仅船端	实际营运工况；MCO ₂ /(DWT*nmile)，基线逐年递减 2%+；评级为 3D 或 1E，影响使用。
EU	ETS	仅船端	CO ₂ 税；欧洲 100% 收税，外部航程 50%；节能有用。
EU	FuelEU	全生命周期	gCO ₂ /MJ；节能意义降低，燃料低碳化；后期力度大于 ETS。

航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策

- 为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。对于船东而言减少温室气体的排放有相当的措施，使用新能源等替代燃料、采用减少船舶阻力和燃料消耗的船舶设计措施、减少主机动力需求的动力辅助措施、提高发动机/容器效率的发动机技术、碳捕获，减少废气排放二氧化碳、航次优化措施，减少燃料消耗等。
- 从IMO发布的温室气体减排方式及效果预估图来看，采用替代燃料对于温室气体减排效果最佳。

温室气体减排方式及效果预估



全球航运业向零排放能源转型势在必行

- **全球航运业向零排放能源转型势在必行。**对于全球航运而言，实现真正的温室气体零排放，改变船舶使用燃料是必须。氨、氢、甲醇、天然气等燃料是当前获得最多关注的船用替代能源载体。

主要主要船用燃料可用性及技术成熟度对比

	可获得性	加注储存	供给系统	能量密度	尾气处理	价格	规范成熟度	减碳表现
低硫油	绿色	绿色	绿色	绿色	黄色	绿色	绿色	红色
LNG	绿色	红色	绿色	黄色	绿色	黄色	绿色	黄色
LPG	绿色	黄色	黄色	黄色	黄色	黄色	绿色	黄色
生物燃料	红色	绿色	黄色	绿色	黄色	红色	黄色	绿色
绿甲醇	黄色	黄色	绿色	黄色	黄色	黄色	黄色	绿色
绿氨	黄色	黄色	红色	黄色	红色	黄色	黄色	绿色
绿氢	绿色	红色	红色	红色	绿色	红色	红色	绿色

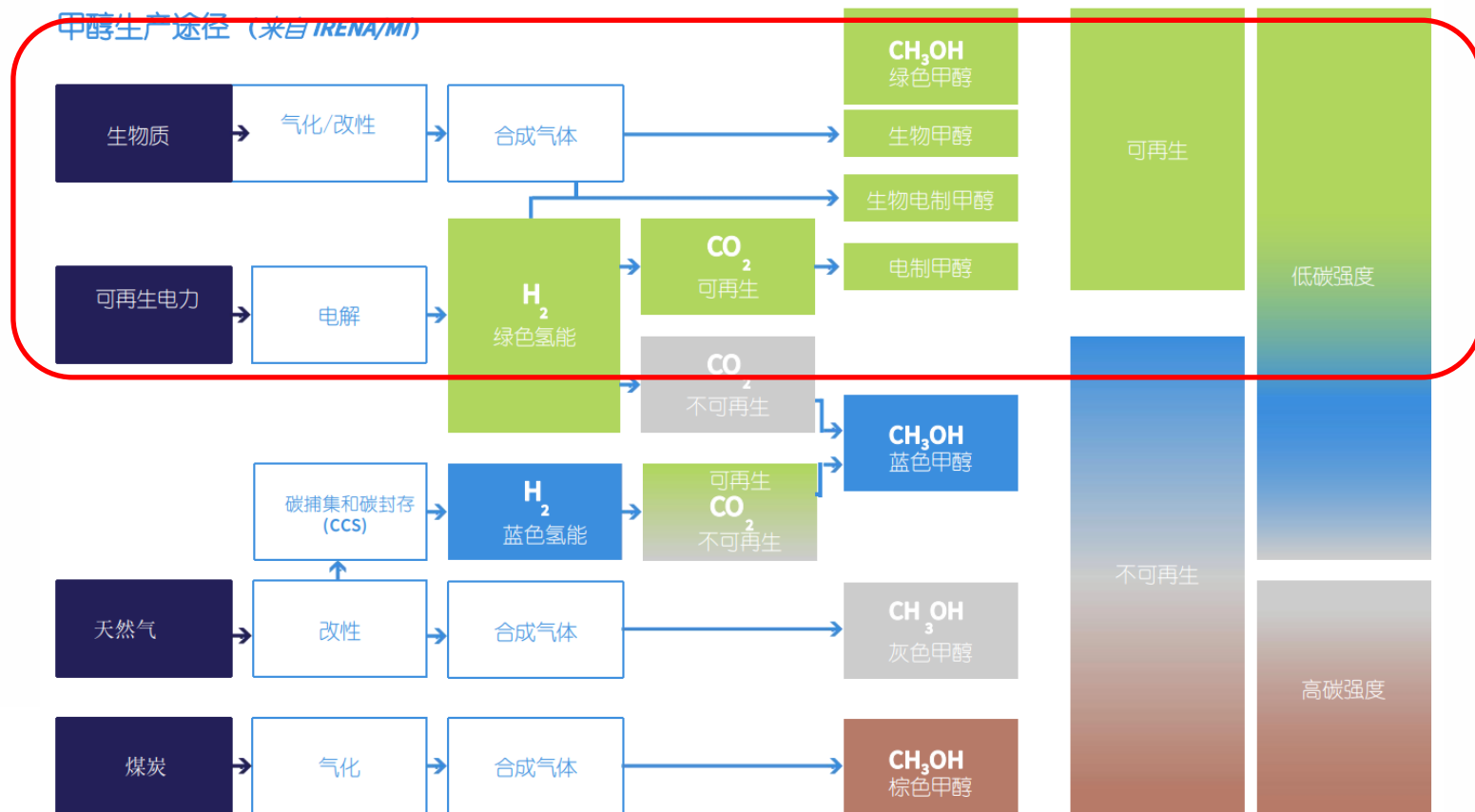
注：绿色表示更容易，红色表示更难

- **从当前各种绿色燃料的技术成熟度来看，绿色甲醇整体技术成熟度较好，且减碳表现良好成为市场一种主流选择。**截至2025年11月，MI数据库追踪全球252个可再生甲醇项目，预计到2030年总装机容量为4510万吨。到2030年，所有电制甲醇项目的总装机容量预计为2180万吨，而所有生物甲醇项目的总装机容量分别为2330万吨。

甲醇作为远洋运输的绿色低碳燃料，已经没有技术障碍

- 生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式。生物质是重要的可再生甲醇原料。在我国，考虑同样的生物质原料，可再生甲醇项目目前远超生物乙醇和生物天然气项目。远期来看，绿电绿氢的电制甲醇路线更为重要。

绿色甲醇生产途径



中集安瑞科（3899.HK）：造船利润强劲增长，在手订单创历史新高

- ❑ **投资逻辑：**水上清洁能源在手订单创新高，为业绩提供持续增长动力。2025年前三季度，公司归母净利润稳定持续增长达7.7亿元，同比提升12.9%。其中清洁能源收入占比77.7%，截至2025年9月30日，水上清洁能源在手订单约199.53亿元，同比增长39.5%，创历史新高，其中造船订单已经排产至2028年。**积极响应绿色航运需求，绿色甲醇项目正式投产。**公司绿色甲醇首期年产能5万吨一期项目已于今年四季度正式投产。**航空航天领域批量商业化交付液氢储罐的龙头供应商。**目前公司商业航空业务正迅速发展，2025年相关业务营业收入和在手订单超亿元人民币，其中约一半收入来自海外。
- ❑ **盈利预测与投资建议：**预计公司2025-2027年EPS为0.63/0.76/0.86元，我们认为公司水上清洁能源受益于造船利润加速释放，陆上清洁能源保持稳定增长，氢能后续发展空间较大；化工环境分部，随着经济逐步复苏触底回升；液态食品分部稳定，整体来看公司具有一定成长性，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示：**汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险等。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24755.74	26708.51	30133.11	33508.13
增长率	4.78%	7.89%	12.82%	11.20%
归属母公司净利润（百万元）	1094.87	1282.55	1551.51	1750.46
增长率	-1.71%	17.14%	20.97%	12.82%
每股收益EPS（元）	0.54	0.63	0.76	0.86
PE	16	14	11	10



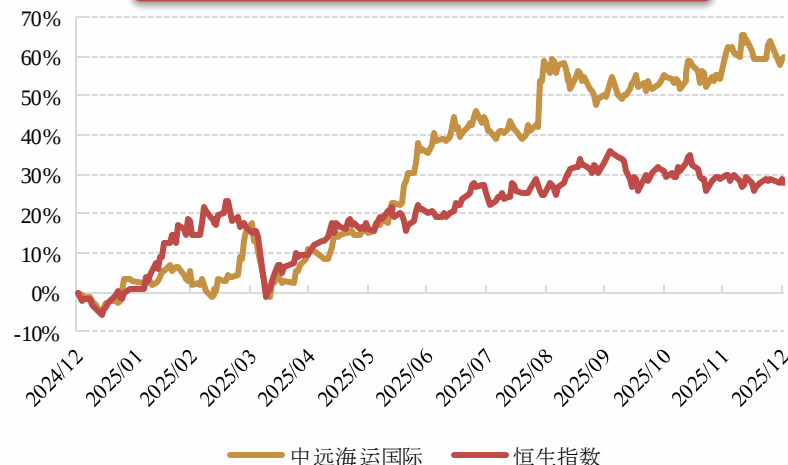
中远海运国际（0517.HK）：业绩创2011年以来最高，保持100%分红

- **投资逻辑：**业绩持续稳步向上，同时保持高分红，2025年上半年收入19.34亿港元，同比增长10.3%，公司权益持有人应占溢利4.87亿港元，同比增长25.6%，每股基本盈利33.24港仙，拟派中期股息每股33.0港仙。**加快船用可再生燃料布局与推动航运业向绿色能源转型，绿色甲醇业务有望成为新增长点。**2023年12月，公司与吉林电力股份有限公司及上港集团能源（上海）有限公司就成立合营企业上海吉远绿色能源签订合作协议。根据合作协议的条款，公司出资人民币3.5亿元，占注册资本的35%。航运业的绿色转型使得船东在船舶更新换代时考虑绿色燃料，未来相应的船舶交付之后，全市场对绿色燃料需求将有所提升。
- **盈利预测与投资建议：**公司航运服务业将保持稳中有进。同时中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障。我们预计公司2025-2027年营收为36.6、37.3、37.9亿港元，归母净利润为7.6、7.8、8.2亿港元。考虑公司从事业务的多元，未来的发展方向，以及自身的高分红属性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境风险、销售价格波动风险、石油价格大幅波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	3627.13	3664.02	3726.30	3788.61
增长率	8.54%	1.02%	1.70%	1.67%
归属母公司净利润（百万港元）	709.21	760.50	784.22	823.67
增长率	19.46%	7.23%	3.12%	5.03%
每股收益EPS（港元）	0.48	0.52	0.53	0.56
PE	13	12	12	11

股价表现



目 录

◆ 2025年度交运行业回顾

◆ 航空：汇率油价票价处于底部，利润上行可期

◆ 公路：行业已进入成熟期，未来呈现三大趋势

◆ 绿色甲醇：技术领跑，绿色转型催生增量机遇

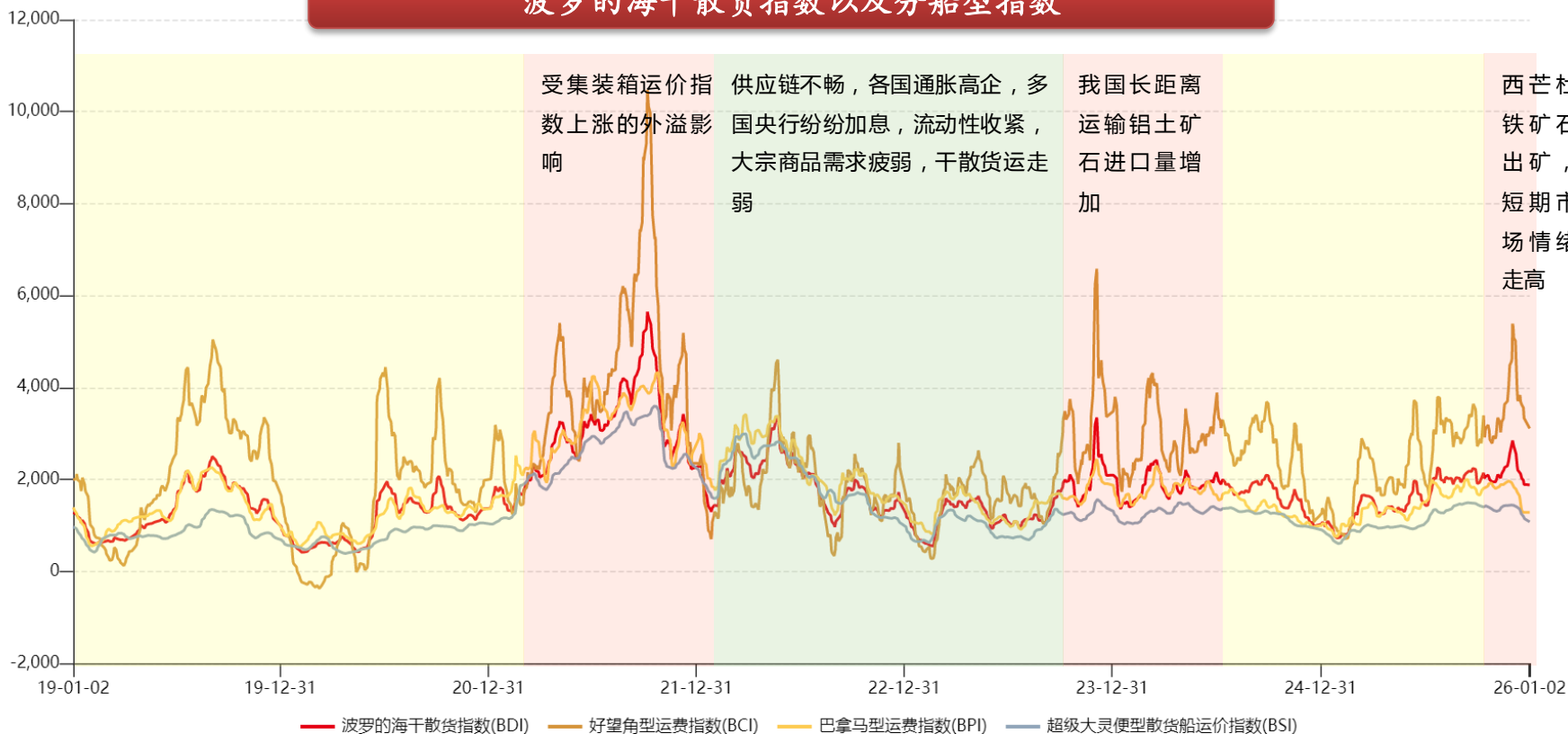
◆ 干散货运：远距离需求增长，迎结构性红利

◆ 风险提示

商品行情火热，把握干散货运机会

- 2022年以来，世界经济复苏面临诸多挑战，黑天鹅事件频发，导致供应链不畅，各国通胀高企，多国央行纷纷加息，流动性收紧，大宗商品需求疲弱，干散货运走弱。2025年四季度，几内亚从西芒杜（Simandou）巨型铁矿首次出口铁矿石，从运输需求吨海里的角度来看铁矿石海上贸易的需求，以前我们关注中国铁矿石进口增量，现在我们强调关注铁矿石进口来源的变化带来运输距离的增长。

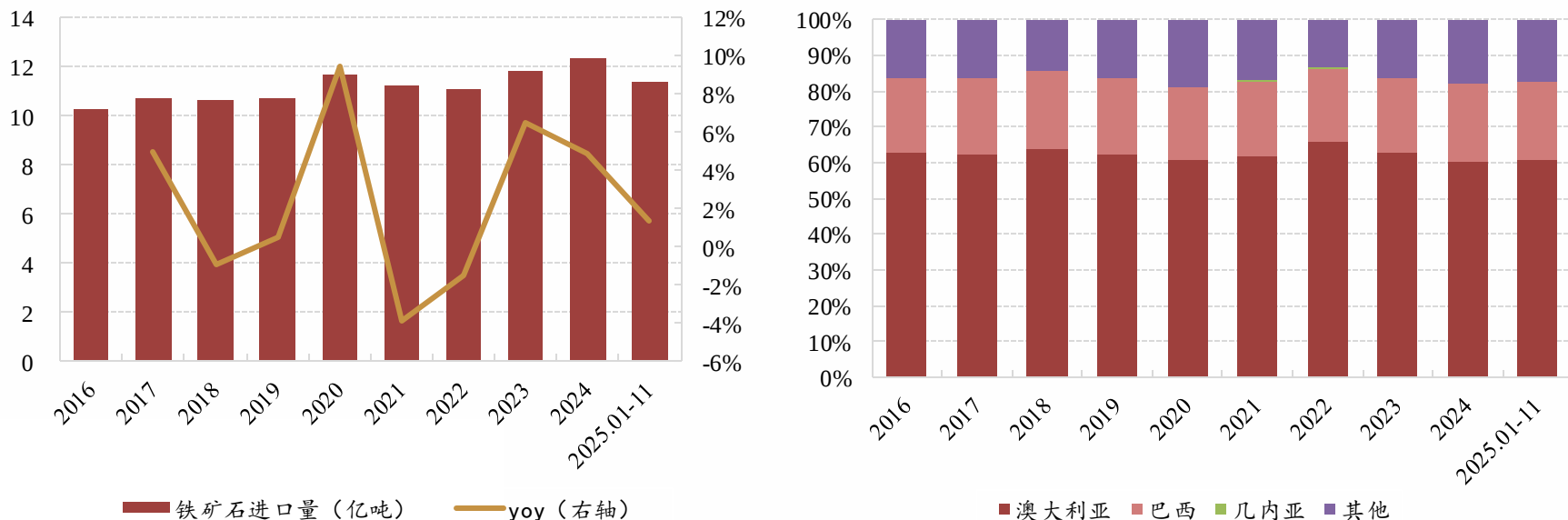
波罗的海干散货指数以及分船型指数



未来我国长距离运输铁矿石进口量有望增加

- **未来我国长距离运输铁矿石进口量有望增加。**我国钢铁产业随中国经济发展，目前已经进入到结构化调整阶段，当前基建稳增长，制造业在设备更新政策引领下继续发力，整体来看我国铁矿石需求面对房地产需求下行仍保持高韧性，据海关数据，2025年前11月我国进口铁矿石11.39亿吨，同比微增1.3%，其中进口澳大利亚铁矿石6.89亿吨，占比为60.5%，巴西铁矿石2.49亿吨，占比为21.9%。2022年1月，中钢协向国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部四部委上报了“基石计划”，即通过国内新增铁矿开发、境外新增权益铁矿、废钢资源的开发，改变中国铁资源来源构成，从根本上解决钢铁产业链资源短板问题，进而降低铁矿石对外依存度。

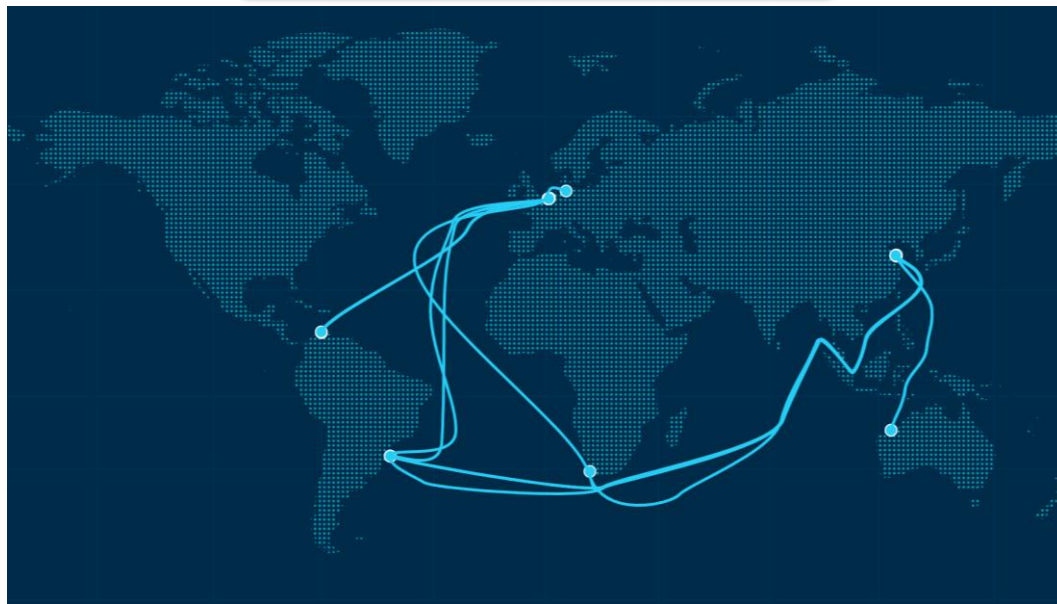
我国铁矿石进口情况



未来我国长距离运输铁矿石进口量有望增加

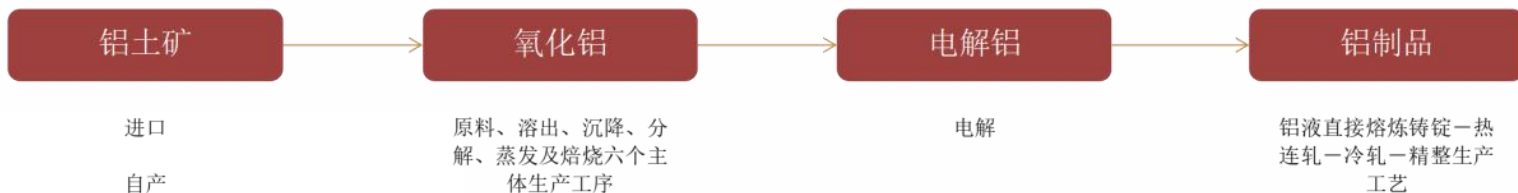
- **几内亚西芒杜铁矿项目即将投产，远距离运输需求增加。**几内亚西芒杜铁矿Simandou，被国际矿业界誉为世界上尚未开采的储量最大、矿石品质最高的铁矿。西芒杜铁矿位于几内亚东南部，由北至南包含 1、2、3、4 号区块。据几内亚地矿部保守估算，西芒杜4个区块的总储量累计超过100亿吨，其铁矿石平均品质高达65%。西芒杜铁矿已于2025年底投产，未来全面达产后年矿石供应量可达1.2亿吨。未来几内亚铁矿石的成功放量将加快实现我国铁来源多元化。从西澳港口到中国大约是3600海里，巴西到中国大约11000海里，几内亚距离中国港口运输距离约为11000海里，是澳大利亚到中国运输距离的3倍，运输距离的拉升同样有望推动干散货运需求的增长。

世界铁矿石贸易主要航线



中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

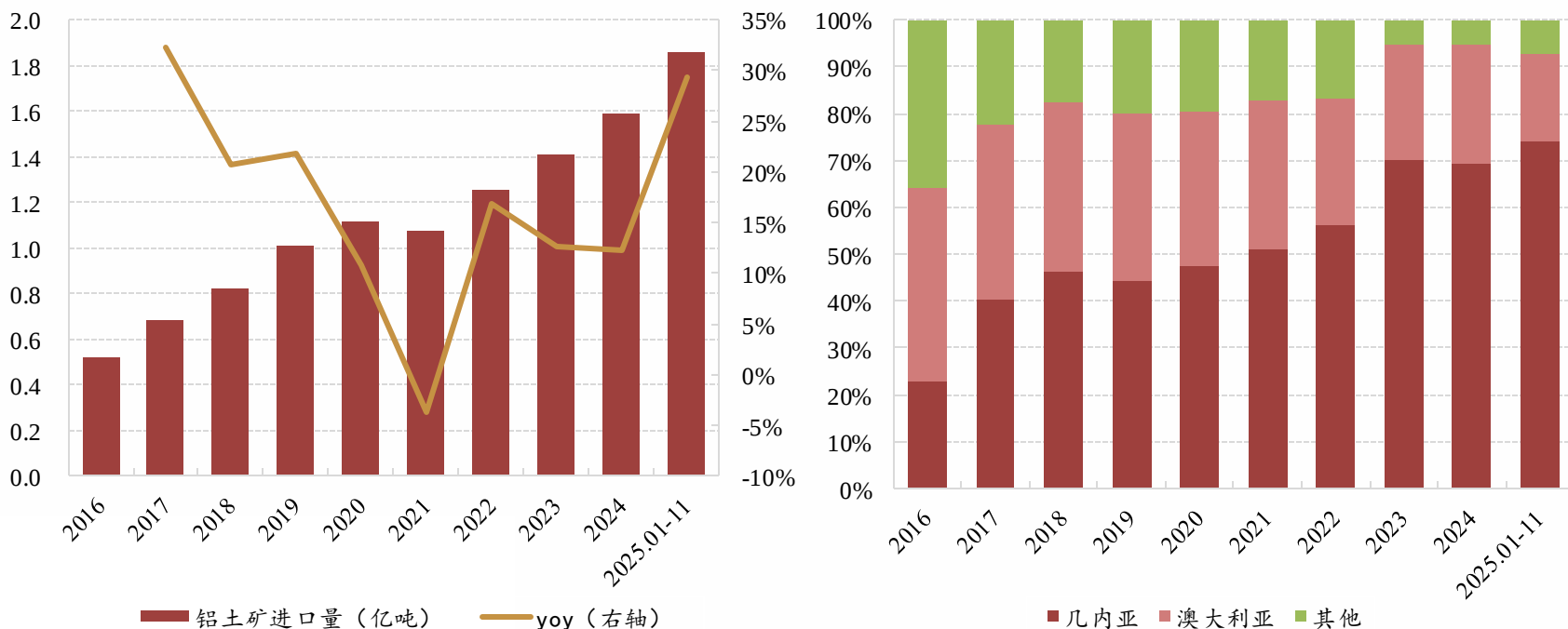
- 铝行业是国家重要的基础原材料产业，与交通、建筑、电力、机械制造、航空航天、电子电器、包装等行业密切相关，铝不仅是各国制造业发展的主要工业金属原材料，更是高新技术发展和国防建设的重要支撑材料，是大宗商品领域里用途最广的有色金属。各国在工业化、城市化进程中都不可避免地要大量消耗包括铝在内的金属原材料。随着近年来我国加快构建绿色经济体系，国家及地方有关部门密集推出新政，推广“以铝代钢、以铝代木、以铝代塑”，铝产品利用轻质、耐用、金属稳定性好以及可循环回收再利用的特点，将在光伏组件、轻量化新能源车、货运车辆、充电桩设备、家具等领域加大运用。



中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

□ 我国是世界上最大的铝生产国与消费国，但由于资源匮乏，铝土矿资源对外依存度大。2024年进口铝土矿为1.59亿吨，同比增加12.3%。2025年前11个月进口量进一步同比增长29.3%为1.86亿吨。从具体来源国来看，自从印尼等地由于环保原因，限制甚至禁止铝土矿出口，我国进口几内亚铝土矿增加，2024年全年几内亚铝土矿进口占比为69.4%，2025年1-11月进口占比已经提升至74.1%。

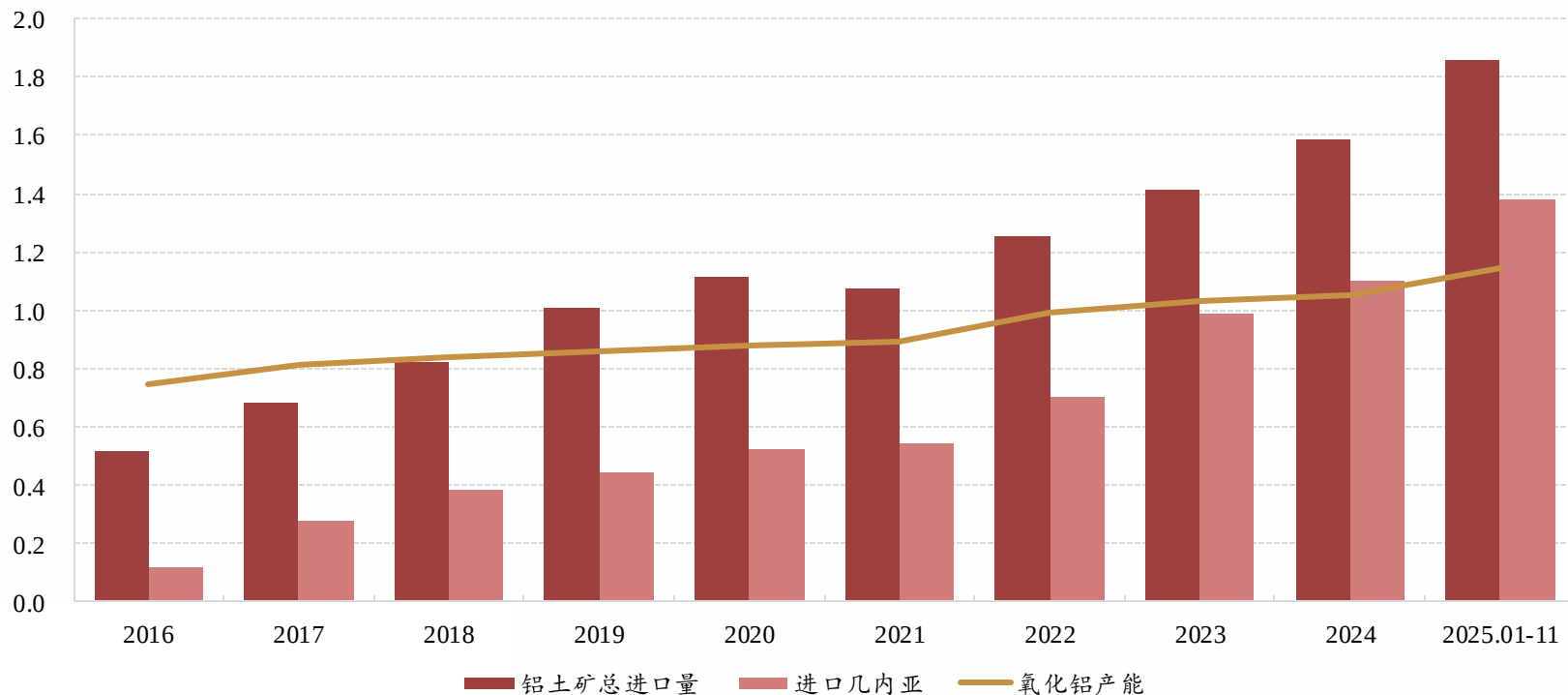
我国铝土矿进口情况



中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注

- **氧化铝产能提升，进口强劲的增长趋势需要持续关注。**我国一般进口铝土矿加工成为氧化铝，因此每年氧化铝的产能决定了我国进口铝土矿基础增量，截止到2025年11月，我国氧化铝总产能为1.15亿吨，较2024年底增长接近1000万吨。增幅为9.1%。前11月我国进口铝土矿增量为2719万吨，其中增量基本来自于几内亚，几内亚进口增量为2752万吨。

我国铝土矿进口与国内氧化铝产能关系



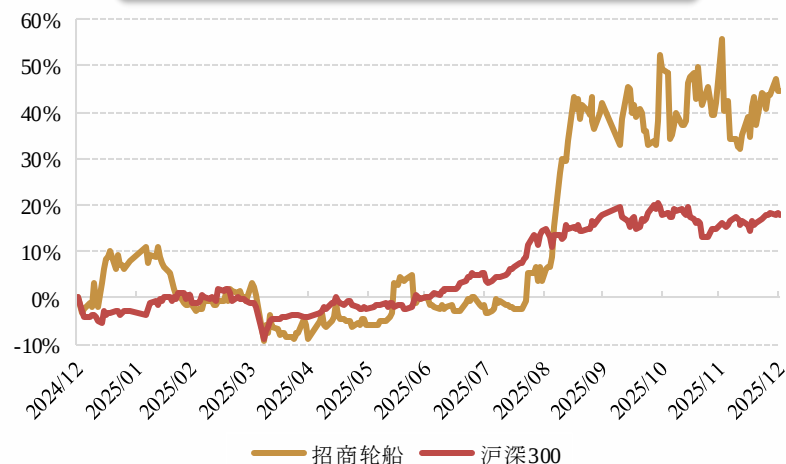
招商轮船（601872）：全球抢料潮助运价攀升，干散货运需求旺盛

- ❑ **投资逻辑：主力船型运价快速修复，市场回暖信号明确。** 2026年01月02日，BDI指数为1882点，对比来看2025年01月02日为1029点，我们认为未来**南美与西非大宗加快出货，有望继续推升远程航线运价**。同时全球15年以上老龄船占比近30%，新船交付滞后叠加泊位紧张，进一步限制有效运力。**整体供需错配下，散货运价中枢有望维持高位。**
- ❑ **盈利预测与投资建议：**截至2025年7月，公司运营船队规模达102艘，稳居全球前列，凭借庞大运力和船型结构优化，有望持续受益于市场回暖与运价红利。预计公司 2025/26/27年归母净利润分别为59/69.9/73.3亿元，EPS 分别为0.73元、0.87 元、0.91 元，建议关注。
- ❑ **风险提示：**宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	25799.28	27334.89	29306.12	30490.68
增长率	-0.32%	5.95%	7.21%	4.04%
归属母公司净利润（百万元）	5107.45	5900.91	6986.41	7329.36
增长率	5.59%	15.54%	18.40%	4.91%
每股收益EPS（元）	0.63	0.73	0.87	0.91
PE	14	12	10	10

股价表现



海通发展（603162）：运价承压利润下滑，静待旺季释放弹性

- 投资逻辑：** 2025年全球经济多重承压，公司前三季度仍实现营收30.09亿元，同比增长16.32%，展现经营韧性。**境外持续跑赢市场，境内积极开拓市场。**公司上半年境外超灵便型船日均TCE达12258美元，高出行业均值约33%；境内程租货运量1880.5万吨，同比增长3.9%。**持续扩充自营运力规模，利润弹性增加。**公司上半年新增船舶12艘、已交付8艘，预计全部交付后控制运力将达484万载重吨。上半年运价中枢下移，静待运输旺季与基建发力带动需求修复，实现运价与业绩双轮修复。
- 盈利预测与投资建议：** 我们认为公司通过适时购置二手船、租赁的方式增加运力，有助于提升未来的经营收入，预计公司2025/26/27年归母净利润分别2.6/5.2/7.4亿元，EPS分别为0.28元、0.56、0.80元，建议持续关注。
- 风险提示：** 宏观经济波动风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3658.77	3668.59	4262.58	4857.25
增长率	114.55%	0.27%	16.19%	13.95%
归属母公司净利润（百万元）	549.02	263.66	515.07	737.20
增长率	196.70%	-51.98%	95.35%	43.12%
每股收益EPS（元）	0.59	0.28	0.56	0.80
PE	20	43	22	15



风险提示

- **宏观经济波动风险。**国际宏观环境复杂，全球经济复苏动能趋弱，主要经济体通胀压力严重，干散货是重要的物资，经济的不景气可能导致需求的萎缩，进而影响大宗供应链、航运市场的景气度，从而对经营造成影响。
- **燃油价格波动风险。**航运成本中的船用燃料油成本占比较大，燃油价格大幅上涨带来燃油成本上升，将导致船队运营成本上升，对盈利能力产生影响。
- **运价上涨不及预期风险。**运价受市场供求关系影响，若需求下降、供给增加，航运细分市场景气下行，运价上涨不及预期可能影响部分业务或航线的效益，进而影响经营目标的实现。
- **汇率风险。**汇率风险产生于以外币计价的资产（或债权）与负债（或债务），由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。



分析师：胡光悰
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn