

关税扰动货运，首推航空/油运/高股息

华泰研究

2025年4月08日 | 中国内地

专题研究

交通运输

增持 (维持)

研究员 沈晓峰
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +(86) 21 2897 2088

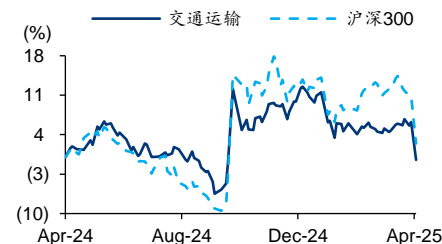
研究员 林珊
SAC No. S0570520080001 linshan@htsc.com
SFC No. BIR018 +(86) 21 2897 2209

研究员 林霞颖
SAC No. S0570518090003 linxiaying@htsc.com
SFC No. BIX840 +(86) 10 6321 1166

研究员 黄凡洋
SAC No. S0570519090001 huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283 +(86) 21 2897 2228

联系人 耿岱琳
SAC No. S0570124070117 gengdailin@htsc.com
SFC No. BVZ964 +(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国国航	601111 CH	10.20	买入
中国国航	753 HK	6.90	买入
中国东航	600115 CH	5.10	买入
中国东方航空 股份	670 HK	3.20	买入
中远海能	600026 CH	16.00	买入
中远海能	1138 HK	9.20	买入
招商轮船	601872 CH	10.40	买入
浙江沪杭甬	576 HK	7.82	买入
深圳国际	152 HK	9.30	买入
顺丰控股	002352 CH	48.70	买入
顺丰控股	6936 HK	51.30	买入

资料来源: 华泰研究预测

货运市场承压，首推航空/油运/高股息/alpha 个股

4月，“对等关税”政策超预期，我们推荐内需为主的航空、受关税影响较小的油运、避险的高股息、盈利稳健的 alpha 个股：1) 航空：关税对行业影响或利（油价下跌、供给放缓、内需政策或发力）大于弊（对国际航线需求冲击有限），中期看好供给放缓带来的潜在盈利弹性；2) 油运：油运/散货主要受到亚洲资源品进口影响，相较主要服务于欧美进口的集运关税敞口小。看好受益 OPEC+增产及美国加强对伊朗制裁的油运板块；3) 高股息/alpha 个股：避险情绪与利率对高股息标的估值有重要支撑，推荐业绩稳健、盈利向好、股息率较高的个股与 alpha 个股。综上，推荐：中国国航 AH/中国东航 AH/中远海能 AH/招商轮船/浙江沪杭甬/深圳国际/顺丰控股 AH。

航空机场：美国关税政策对航空基本面影响或利大于弊

美国对等关税或带来以下利好：1) 波音新一轮订单签订或暂缓，有利于中期我国航空供给放缓；2) 关注后续扩内需政策发力情况；3) OPEC+增产叠加海外滞胀担忧，油价迅速下跌，降低航司成本。虽然，对等关税也可能拖累国际航线需求，但根据 CAPA 数据，目前中美航线 ASK 口径恢复至 19 年同期约 28%，对国际线需求冲击或相对有限。往后展望，我们认为供给增速放缓或在中期持续，同时《提振消费专项行动方案》等政策刺激下，需求端或迎来增量，叠加 25 年民航工作会议提出行业盈利水平进一步提升，行业景气或将回升。机场板块盈利爬升仍较为缓慢，估值有待消化。

航运港口：3月油运/散货运价环比上涨，关税超预期导致板块波动或将加剧

3月原油 BDTI/成品油 BCTI/集装箱 SCFI/干散 BDI 运价指数均值月环比表现 +6.8%/+7.6%/-20.1%/+71.7%。其中，散货运价大幅跳涨主因前期运价低基数和货量环比小幅改善。展望 4 月，美国加征关税幅度超预期，且考虑此轮关税后续可磋商或修改，货主观望/取消发货/集中发货等不确定性行为提升，将导致市场短期供需错配，运价波动或加剧。整体，集运和港口主要受欧美市场影响（如：产成品及半成品出口等），受关税影响最为直接和显著；油运/散货主要受亚洲资源品进口影响（原油/铁矿/煤炭等），受此轮关税影响较小。

公路铁路：公路货运改善仍需观望，但利率与避险情绪或利好红利

3月，高速货车流量延续弱复苏趋势。据交通部，25年1-2月/3月高速货车日均通行量同比增长 4.4%/3.0%。百度迁徙规模指数在 1-2月/3月同比提高 6.1%/1.3%，居民出行意愿回落。2Q 受关税政策不确定性影响，货车复苏的持续性仍需观望。但避险情绪与利率或对公路估值有重要支撑。10Y 国债利率已从 4月初的 1.81%降低至 7日的 1.64%。据航班管家，1-3月北京至上海航空平均票价同比下降 10%，或分流高铁需求。目前下游煤炭库存较高，加上用煤淡季已至，或继续拖累铁路运煤需求。我们预计 1Q 大秦线货运量同比下滑 5.6%，运量拐点或仍需等待 6月下旬的运煤旺季。

物流快递：逢低布局快递龙头，大宗拐点仍需观察，跨境短期或将承受波动

1) 快递：1-2月快递件量增速亮眼，价格降幅明显扩大，线上消费表现优于线下。此前市场对 25年价格战加剧的担忧导致板块景气度下行，目前加盟制快递龙头 PE TTM 处在过去 10年的历史低位，较为充分反映了景气偏弱的预期。但行业价格竞争风险仍在，且 3月以来件量增速明显放缓。展望 4月，建议关注价格战强度，逢低布局成本优势明显、资金充沛的龙头。2) 跨境电商物流：短期受对等关税影响，量价或将有所波动，干线运输航司中长期需增加新航线、提高综合物流能力，以提升抗风险能力。3) 大宗供应链：大宗价格底部震荡，行业拐点仍待观察。

风险提示：经济增长放缓，贸易摩擦，油汇风险，竞争恶化。

正文目录

航空：美国关税政策对基本面影响或利大于弊.....	4
机场：流量稳步提升，估值仍有待消化.....	7
航运：3月油运/散货运价环比回升，关税使全球货运承压.....	8
物流：1-2月快递以价换量，跨境物流需求短期或将承受波动.....	11
公路：1Q货车景气度改善，但持续性仍需观望.....	14
铁路：出行半径继续缩短，铁路运煤进入淡季.....	16
港口：1-3月出口显韧性，关税政策或导致短期吞吐量波动加剧.....	18
风险提示.....	21

图表目录

图表 1：三大航+春秋+吉祥供需相比 2019 年同期恢复情况.....	4
图表 2：三大航+春秋+吉祥月客座率变化图.....	4
图表 3：我国国内航线周度票价均价及其同比.....	4
图表 4：我国波音空客客运飞机各机型剩余订单及 2024 年交付数量.....	5
图表 5：布伦特油价走势图.....	5
图表 6：美元兑人民币中间价走势图.....	5
图表 7：内航内线每周航班时刻及其同比.....	6
图表 8：浦东+虹桥机场日均旅客吞吐量.....	7
图表 9：白云机场日均旅客吞吐量.....	7
图表 10：深圳机场日均旅客吞吐量.....	7
图表 11：首都机场日均旅客吞吐量.....	7
图表 18：全球原油轮市场：供给增速 vs 需求增速（同比）.....	9
图表 19：全球成品油轮市场：供给增速 vs 需求增速（同比）.....	10
图表 20：全球集运：供给增速 vs 需求增速（同比）.....	10
图表 21：全球散货船市场：供给增速 vs 需求增速（同比）.....	10
图表 23：实物商品网上零售额渗透率.....	11
图表 27：主要快递企业件均价同比变化.....	12
图表 28：TAC 浦东出港指数.....	13
图表 31：全国高速公路日均货车通行量.....	14
图表 32：百度迁徙规模指数.....	14
图表 33：铁路客运较 19 年同期变化.....	16
图表 34：铁路货运较 19 年同期变化.....	16
图表 35：大秦线日均货运量.....	16
图表 36：六大发电集团日均耗煤量.....	17
图表 37：CCTD 主流北方港口煤炭库存.....	17
图表 40：全国铁矿石进口量同比增速.....	19



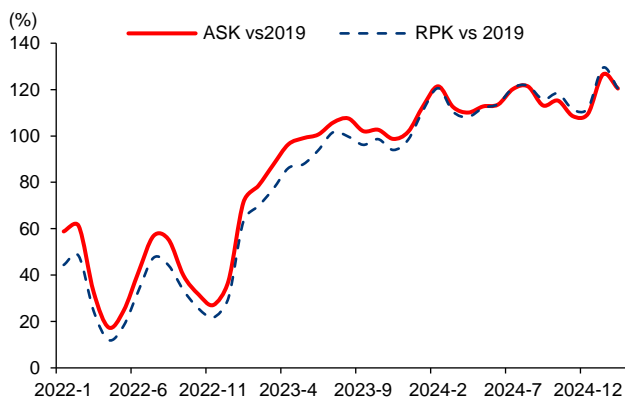
图表 41: 全国煤炭进口量同比增速	19
图表 42: 重点公司推荐一览表	19
图表 43: 重点推荐公司最新观点	19

航空：美国关税政策对基本面影响或利大于弊

1-2 月民航延续高客座率低票价的趋势，一季度利润或承压。1-2 月民航客运供给/需求借助春运较快提升，分别同增 7.2%/9.3%，其中国内线/国际线需求分别同增 3.2%/34.6%。同时整体客座率在高位进一步提高，达到 84.0%，同增 1.6pct，相比 19 年同期高 0.1pct。

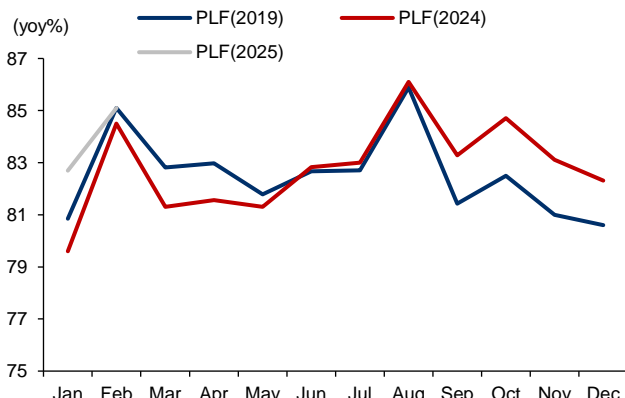
上市航司层面，三大航（中国国航、中国东航、南方航空，下同）+春秋+吉祥 1-2 月供给/需求整体供/需同比提升 5.6%/7.8%，客座率 83.8%，同增 1.7pct，超过 19 年同期 0.9pct。其中国内线供给同比下降 1.9%，客座率 85.4%，同增 2.1pct；国际线供给同增 30.6%，已超过 19 年同期 8.4%，客座率 80.4%，同增 1.8pct。

图表1：三大航+春秋+吉祥供需相比 2019 年同期恢复情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：三大航+春秋+吉祥月客座率变化图

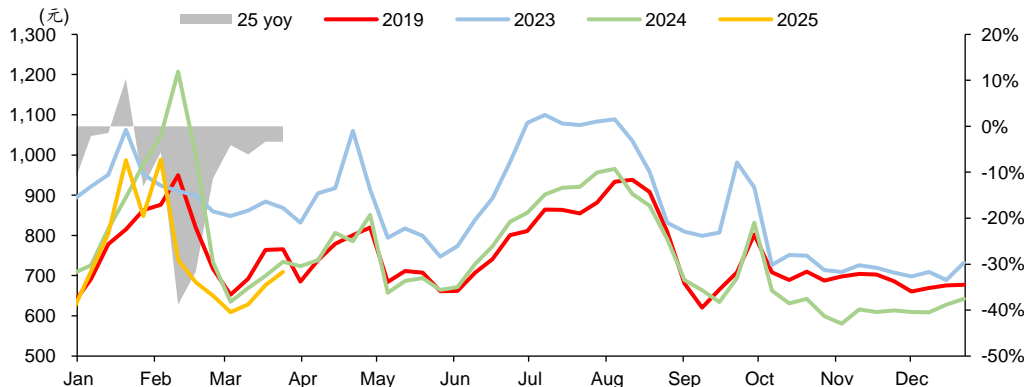


资料来源：公司公告，华泰研究

票价方面，24 年一季度基数相对较高，叠加春运客流相对分散，未形成明显高峰，使得票价表现较弱。根据航班管家的数据，2025 年截至 3 月 30 日，国内线含油票价均价 753 元，同比下降 11.3%。我们认为票价较弱或将拖累航司一季度盈利。

往后展望票价同比有望好转。短期来看，清明假期由于时长同比减少一天，拖累航空需求，高频数据或表现较弱，但近期票价同比降幅已明显缩窄，25 年第 13 周（3/24-3/30）国内线含油票价同比小幅下降 3.4%，扣除燃油附加费后裸票价同比已转正。我们认为之后票价同比有望继续好转，逐步兑现行业供需改善逻辑，带来航司盈利水平的提升。建议关注 4 月的公商务及五一假期出行数据。

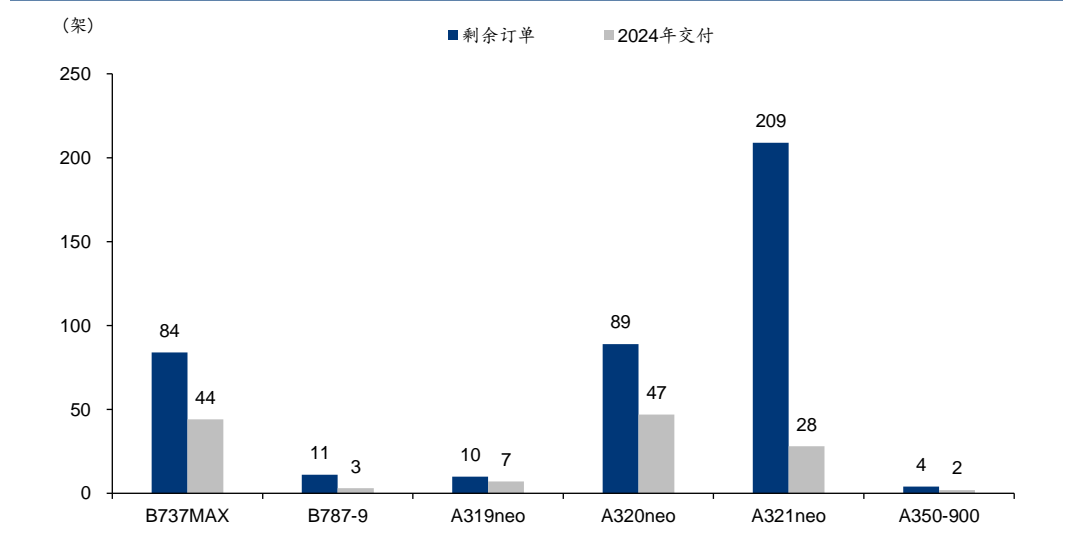
图表3：我国国内航线周度票价均价及其同比



资料来源：航班管家，华泰研究

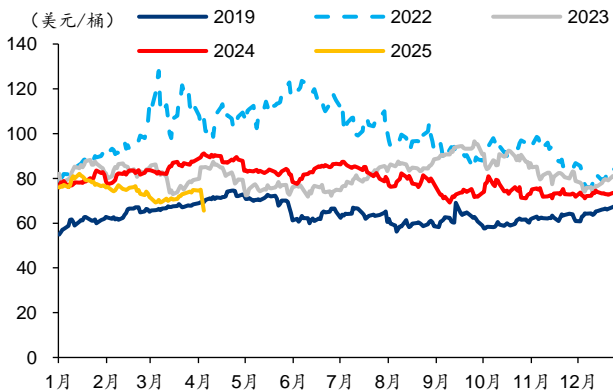
美国关税政策造成市场波动，对航空基本面或利大于弊。美国本轮对等关税大超预期，冲击全球经济和风险偏好。但对于航空基本面，或产生以下利好：1) 中美贸易摩擦或延缓波音下一轮订单的签订，有利于中期我国航空供给放缓。截至 2025 年 2 月，我国航司波音/空客自购在手订单仅剩 407 架，除 A321neo 外，或将在约 2 年交付完毕，中期缺乏在手订单或将使得航司面临更长时间的引进瓶颈；2) 关注后续扩内需政策发力情况；3) OPEC+ 增产，叠加对于美国及海外滞涨的担忧，造成油价迅速下跌，有利于降低我国航司成本。另一方面，美国关税政策或使得中美贸易受到影响，拖累我国国际航线需求。不过根据 CAPA 数据，3 月最后一周 (3/24-3/30) 中美航线 ASK 口径恢复至 19 年同期约 28%，对整体民航需求冲击或有限。

图表4：我国波音空客客运飞机各机型剩余订单及 2024 年交付数量



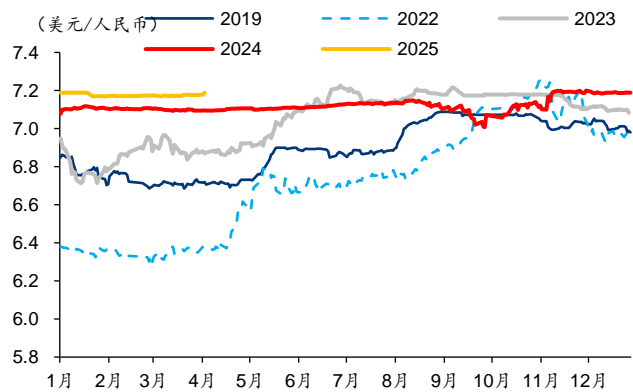
资料来源：波音空客官网，华泰研究

图表5：布伦特油价走势图



资料来源：Wind，华泰研究

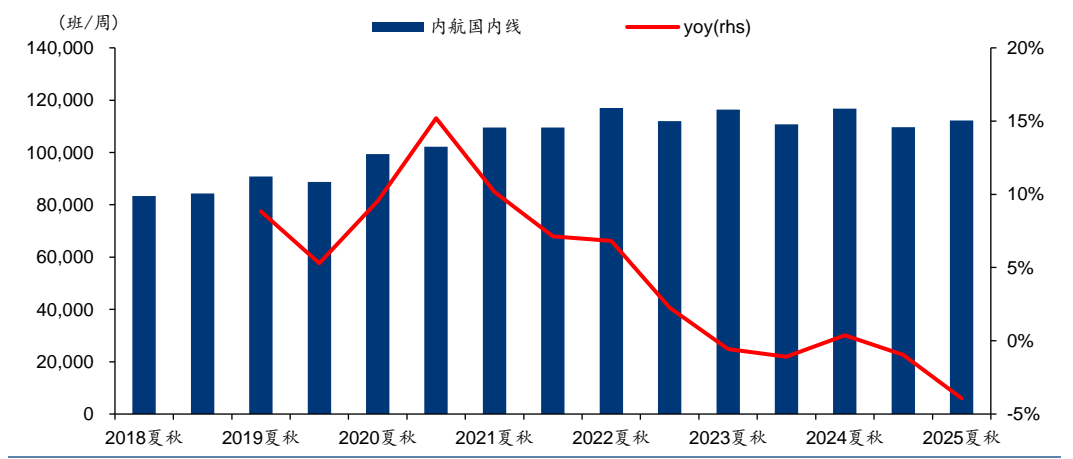
图表6：美元兑人民币中间价走势图



资料来源：Wind，华泰研究

25 夏秋航季我国航司供给同比收缩，航网质量提升。25 夏秋航季呈现 3 点利好：1) 伴随内航国际线进一步恢复，内航内线时刻同比下降，为国内供需改善提供支持。内航客运时刻同降 3.4%，其中内航内线每周 11.22 万班，同降 3.9%，内航国际线每周 0.89 万班，同增 6.1%。2) 航司开始削减需求较弱的航线，航网质量提升为国内票价改善提供进一步支撑。25 夏秋航季二线以上机场互飞占比同增 1.0pct (25 夏秋为 35.4%，24 夏秋为 34.4%)。3) 内航在国际线的份额提升，我国航司国际航线或将具备更强竞争力。或由于外航受限于通胀及成本因素，往来中国的航线恢复较慢，使得 25 夏秋航季内航在国际航线市场份额(时刻口径)同增 0.9pct (25 夏秋为 59.2%，24 夏秋为 58.3%)。

图表7：内航内航线每周航班时刻及其同比



资料来源：Pre-Flight, 华泰研究

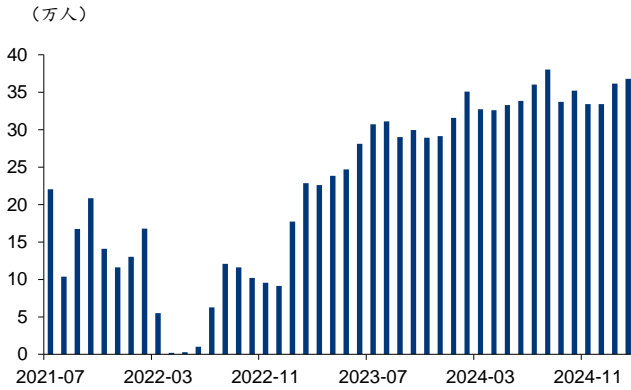
供需改善在即，行业景气有望回升。我们认为航空供给增速放缓有望在中期持续，主要由于供应商产能未恢复、发动机检修、在手订单有限。同时《提振消费专项行动方案》及优化入境免签等政策刺激下，需求端或迎来增量，叠加 25 年民航工作会议提出行业盈利水平进一步提升，票价或将回升。

个股方面，我们首推中国国航和中国东航：三大航中，中国国航坐拥首都机场基地，市场份额突出，航线质量优质，收益水平较高，有望充分享受供需改善带来的票价弹性；中国东航在日韩等国际航线具备优势，有望受益于入境游热度提升。

机场：流量稳步提升，估值仍有待消化

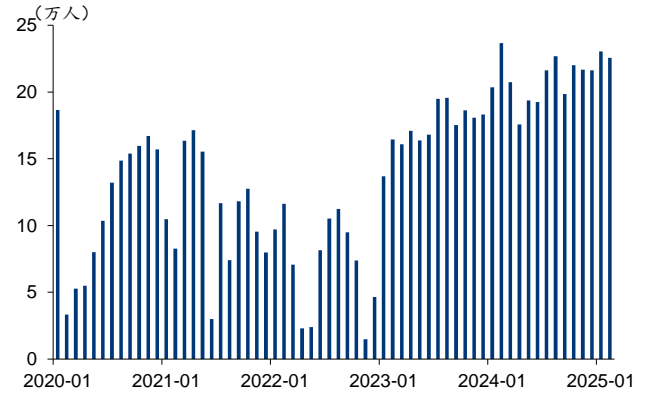
1-2月机场流量同比稳步提升。机场流量在1-2月表现中规中矩，1月上海两场（浦东+虹桥）旅客吞吐量同增7.8%，其中浦东机场国际航线同比提升32.6%，恢复至19年同期的94%；另外白云机场、深圳机场、首都机场旅客吞吐量分别同增2.1%、5.1%、2.0%，其中国际线恢复至19年同期的89%、112%、50%。

图表8：浦东+虹桥机场日均旅客吞吐量



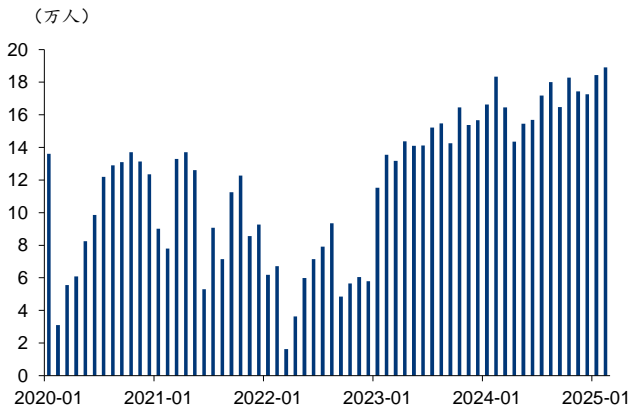
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：白云机场日均旅客吞吐量



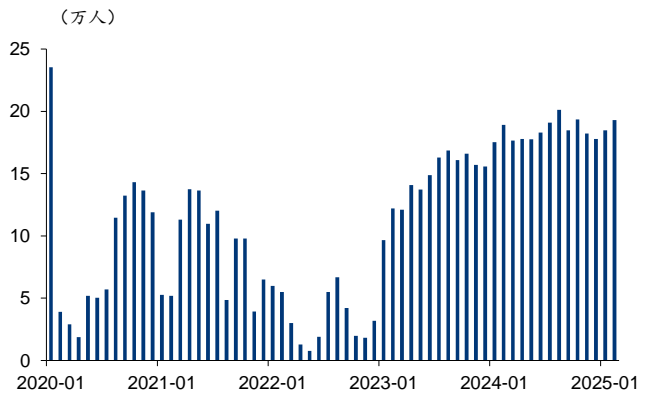
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：深圳机场日均旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：首都机场日均旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰研究

板块盈利爬升或较为缓慢，关注公司治理边际改善个股。我们认为相比19年，目前机场非航业务的收入占比下降，流量增长对于机场盈利的回升贡献力度减弱，港股上市的美兰空港和北京首都机场股份2024年尚未扭亏。机场需挖掘免税、有税、餐饮等非航业务变现能力，从而更好的利用航站楼资源。整体来看，利润水平恢复至19年仍需时间。估值角度，机场个股由于利润恢复速度较慢，25E PE估值水平仍处较高水位，需要时间消化，股价弹性或有限。板块当前关注度较低，公司治理边际存在改善的个股或更具中长期投资价值。首都机场2月7日公告亏损弥补方案从盈余公积中动用29.9亿以完全弥补截至23年末的累计亏损，此举目的或为降低累计亏损金额，早日达到分红条件，我们认为是在降低关联交易委托管理费率后，公司增强公司治理和关注股东回报的又一实质性举动。

航运：3月油运/散货运价环比回升，关税使全球货运承压

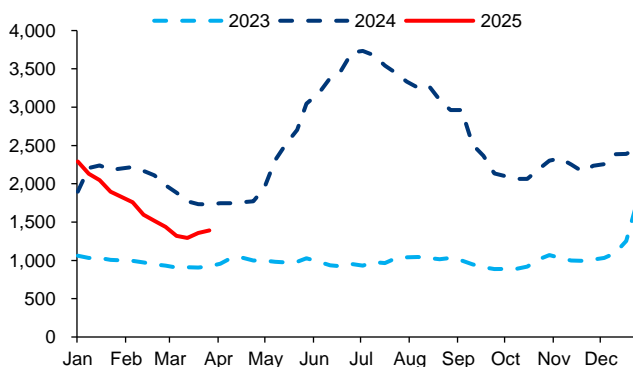
美国时间4月2日特朗普发布“对等关税”调查结果，涉及国家范围及税率均超市场预期。若对等关税长期生效，全球贸易及货量增长不确定性提升，航运市场承压，或导致量价齐跌。分子板块看，集运主要服务于欧美进口（如：产成品及半成品等），受关税影响最为直接和显著；油运/散货主要服务于亚洲资源品进口（原油/铁矿/煤炭等），受此轮关税影响较小。考虑此轮关税后续或存磋商及修改空间，货主是否发货等不确定性行为提升，短期货量及运价波动将加剧，板块预期差大，或存交易性机会；中长期，若对等关税长期生效，美国衰退概率提高，全球货量或将面临负增长，国际货运行业承压。

集运：3月SCFI/CCFI/东南亚集装箱运输指数均值同比-25.8%/-8.9%/+59.9%，环比-20.1%/-13.2%/-3.0%。其中，欧洲/地中海/美西/美东线运价均值同比分别-32.8%/-25.8%/-45.7%/-40.3%，环比分别-17.0%/-17.9%/-35.4%/-30.4%。1) 欧线运价同环比下跌，主因需求偏弱，装载率不足导致。2) 美线受特朗普关税政策负面影响，运价同环比下跌。展望4月，受美国加征关税影响，货主观望/取消订舱/集中出货等不确定性行为提升，货量及运价波动或将加剧。

油运：3月波罗的海原油运输指数BDTI/成品油运输指数BCTI均值同比-18.4%/-32.2%，环比+6.8%/+7.6%，其中BDTI VLCC/Suezmax/Aframax/MR运价均值同比-12.3%/+25.6%/-17.9%/-42.5%，环比-3.1%/+22.0%/+16.7%/+22.6%。3月，国际油运市场整体保持震荡上行态势，但各船型有所分化。其中VLCC船型因1-2月地缘事件催化，运价跳涨，进入3月运价环比下滑；其他船型运价环比均进一步提升。展望4月，受益OPEC+增产及美国加强对伊朗制裁，我们预计运价环比有望保持增长态势。从中长期看，我们建议重点关注：1) 国际原油价格波动，有利于运输市场套利需求的增加；2) 美国对制裁油轮的限制执行力度。若制裁持续收紧，有望促进老旧船舶拆解，市场船舶供给趋紧利好运价。3) 美国加征关税后，对全球宏观经济的影响。个股推荐：中远海能AH，招商轮船。

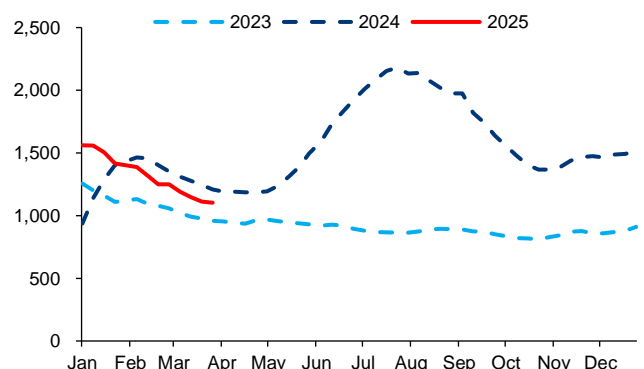
干散：3月波罗的海干散货BDI/BHSI运价指数均值同比-31.4%/-25.0%，环比+71.7%/+23.5%，运价环比跳涨主因前期运价低基数叠加节后季节性需求回升。展望4月，我们预计受加征关税影响，大宗商品价格或波动加剧，影响货主发货节奏，运价波动或将加剧。24年受全球经济偏弱影响，干散运价持续走弱，当前运价低基数；25-26年，我们建议关注中国需求及俄乌重建等对全球散货需求的提振。

图表12：上海出口集装箱运价指数（SCFI）



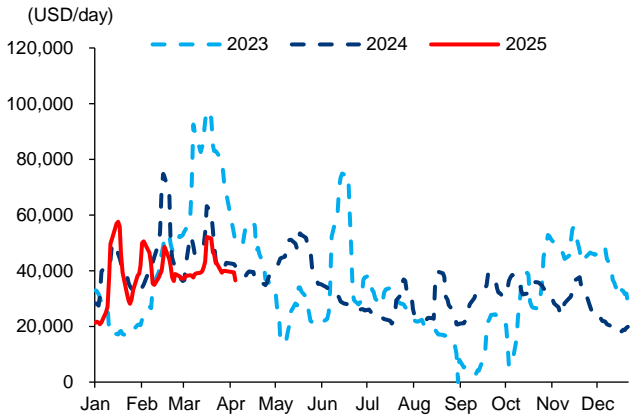
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表13：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



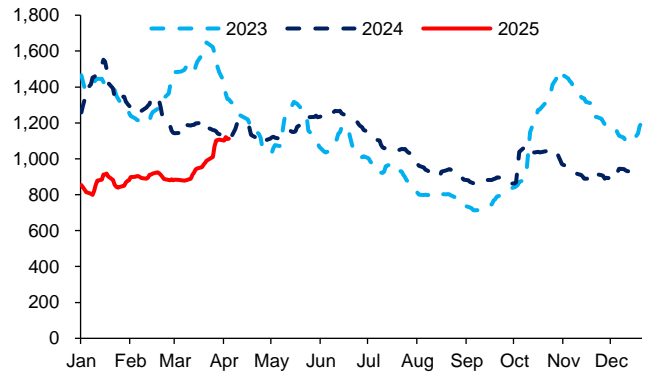
资料来源：上海航运交易所，华泰研究

图表14: VLCC 中东至中国运价 (TD3CTCE)



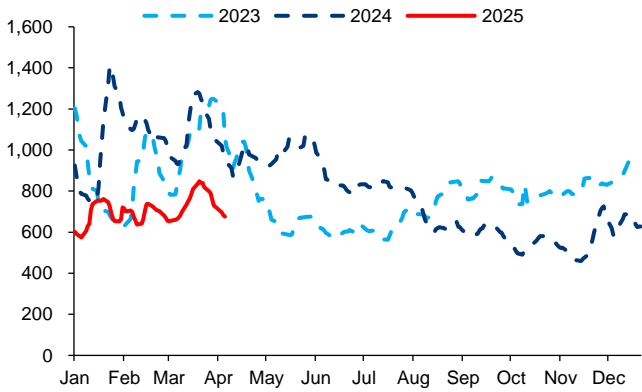
资料来源: 波罗的海交易所, 华泰研究

图表15: 波罗的海原油运输指数 (BDTI)



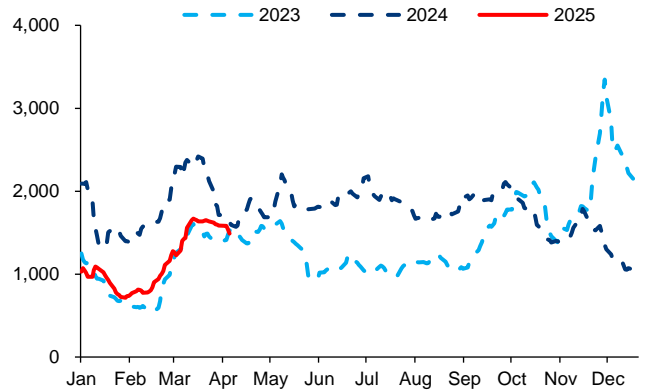
资料来源: 波罗的海交易所, 华泰研究

图表16: 波罗的海成品油运价指数 (BCTI)



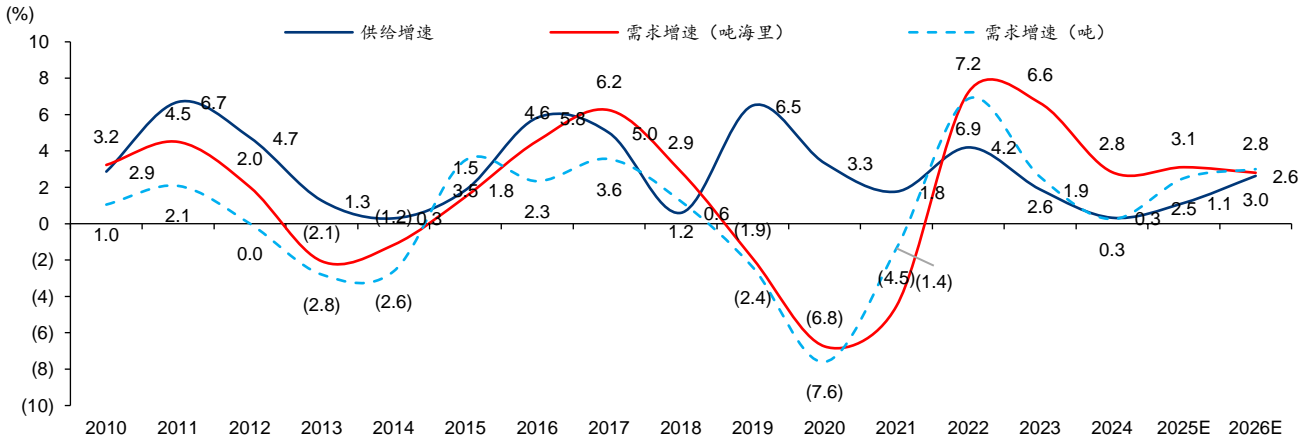
资料来源: 波罗的海交易所, 华泰研究

图表17: 波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源: 波罗的海交易所, 华泰研究

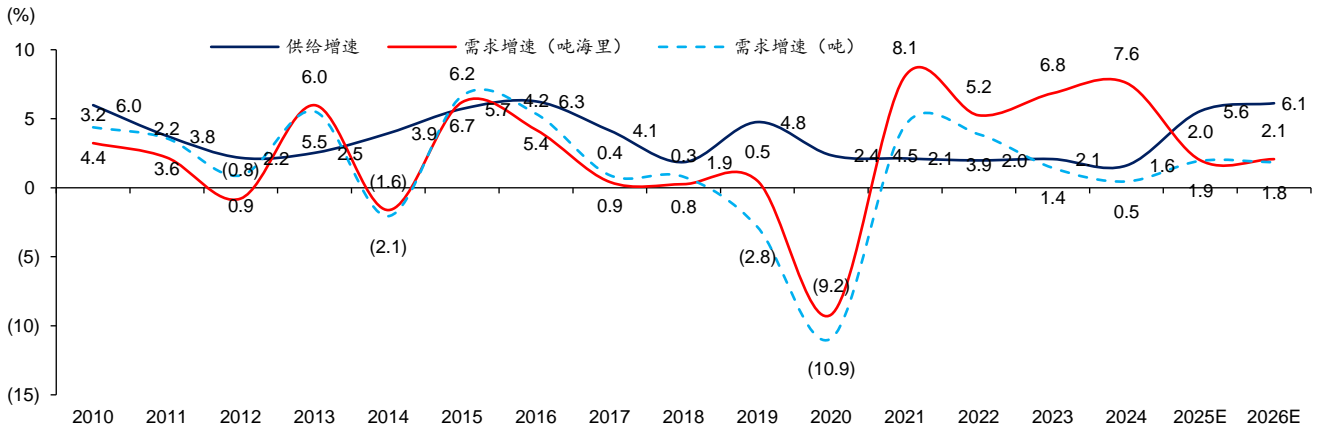
图表18: 全球原油轮市场: 供给增速 vs 需求增速 (同比)



注: 2025/2026 年供给增速假设折船率为 0.4%/0.6%

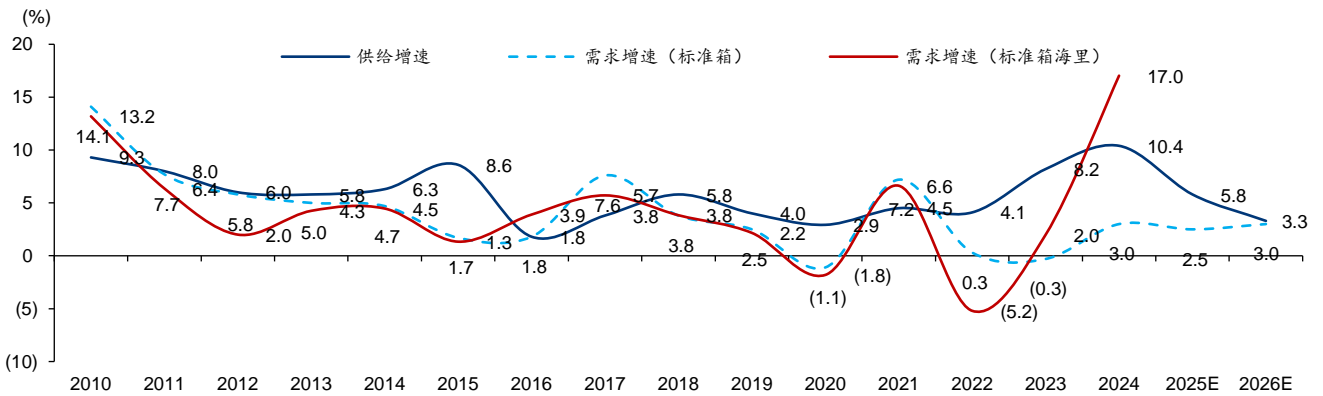
资料来源: Clarksons, 华泰研究预测

图表19: 全球成品油轮市场: 供给增速 vs 需求增速 (同比)



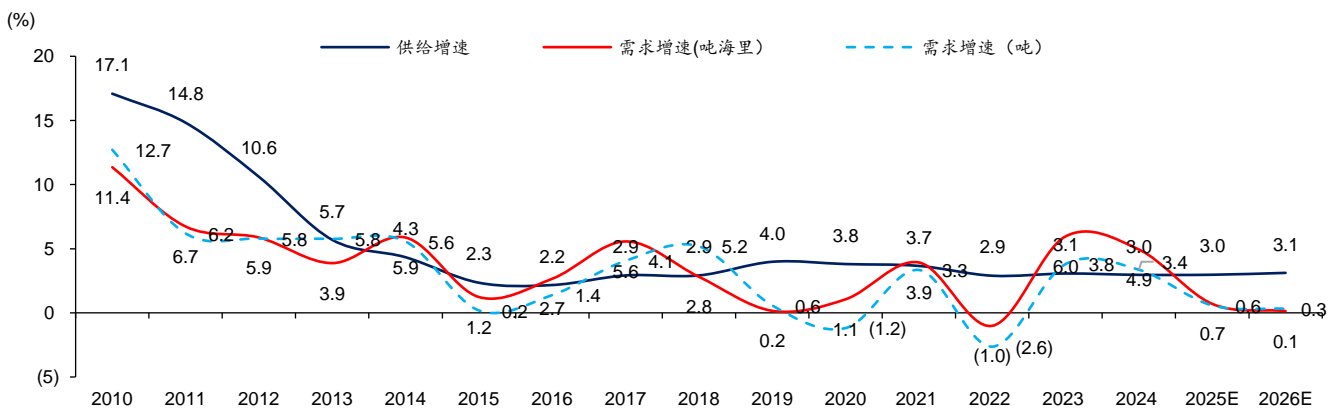
注: 2025/2026 年供给增速假设拆船率为 0.6%/0.2%
资料来源: Clarksons, 华泰研究预测

图表20: 全球集运: 供给增速 vs 需求增速 (同比)



注: 2025/2026 年供给增速假设拆船率为 0.8%/1.3%
资料来源: Alphaliner, Clarksons, 华泰研究预测

图表21: 全球散货船市场: 供给增速 vs 需求增速 (同比)

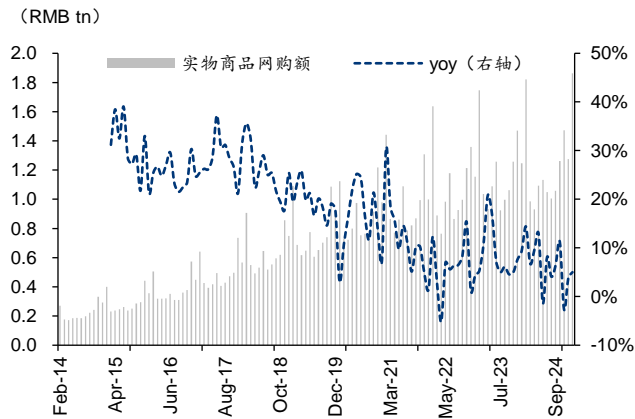


注: 2025/2026 年供给增速假设拆船率为 0.8%/0.6%
资料来源: Clarksons, 华泰研究预测

物流：1-2月快递以价换量，跨境物流需求短期或将承受波动

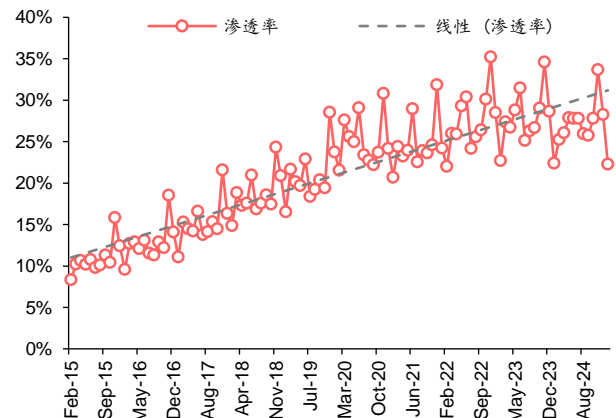
年初以来，消费需求企稳向好，线上比线下更“旺”。1-2月，社零总额/商品社零分别同比+4.0/+3.9%，较24年12月分别环比+0.5/+0.7pct。实物商品网上零售额（电商GMV）增速快于社零，1-2月同比+5.0%；其中，吃类、用类商品电商GMV分别同比+10.8/+5.4%，穿类同比-0.6%，或因年货购置线上化。此外，考虑到去年闰年，社零与电商GMV实际增长快于表观增速。线上购物需求上行，带动电商渗透率提升，1-2月电商渗透率22.3%，同比+0.2pct。（数据来源：国家统计局）

图表22：实物商品网上零售额及增速



注：剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值；当月值基于累计值测算
资料来源：Wind，华泰研究

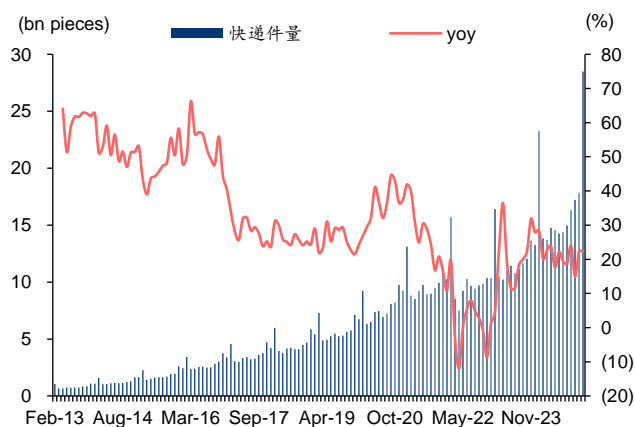
图表23：实物商品网上零售额渗透率



注：剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值；当月值基于累计值测算
资料来源：Wind，华泰研究

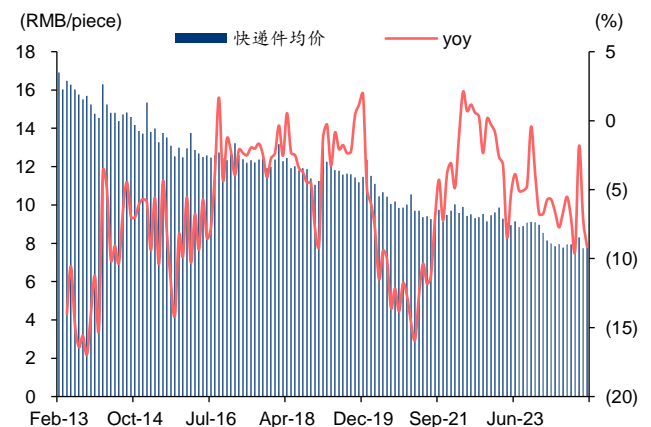
据国家邮政局，1-2月行业件量增速亮眼，但价格降幅明显扩大。1) 件量方面，1-2月快递行业日均件量同比+24.5%，显著高于邮管局年初预期（同比+8%左右），环比提升明显（24年12月/全年：+22.3/+21.5%），据交通运输部数据，1-2月件量高增或因年货购置线上化，25年电商年货节期间日均件量超过24年双十一。3月以来，件量增速有所回落，3月截至30日，揽收/派送量累计同比+22.4/+23.5%（1-2月：+37.7/+40.9%）。2) 价格方面，1-2月快递行业件均价同比-9.2%，环比降幅扩大（24年12月/全年：-7.1/-6.3%），反映了较为激烈的价格竞争。（近期交通部和邮政局口径差异拉大，近3月，后者较前者约低13pct）

图表24：规模以上快递企业件量及增速



注：剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值，平滑了2020疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

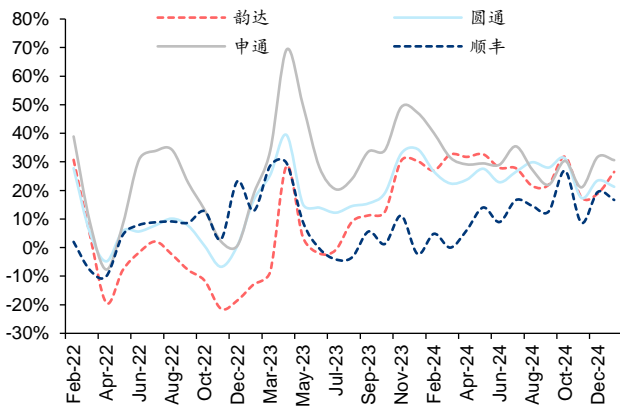
图表25：快递行业件均价及变化



注：剔除了1月数据，2月数据为1-2月累计值，平滑了2020疫情波动
资料来源：Wind，华泰研究

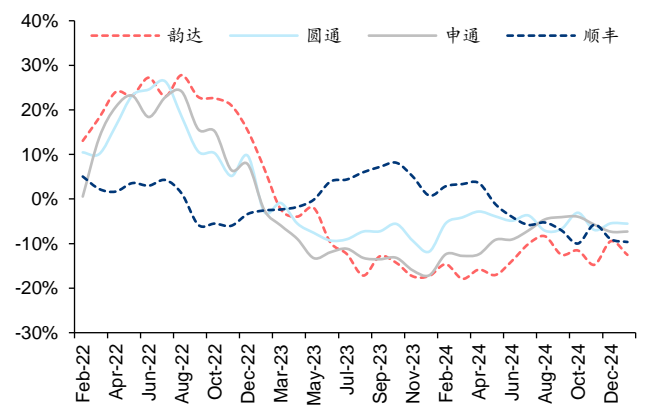
分企业看，申通/韵达/圆通/顺丰 1-2 月日均件量分别同比+32.8/+28.6/+23.3/+18.7%，1-2 月累计件均价分别同比-7.3/-12.5/-5.5/-9.6%。通达系中，申通录得 1-2 月最快收入同比增速（申通/圆通/韵达：+21.1/+14.6/+10.6%），显著快于行业整体（+11.2%）；圆通量价均衡，价格降幅小于行业；韵达以价换量。顺丰件量高增（24 年 9 月/10-11 月/12 月/25 年 1-2 月：+12.6/+16.8/+19.5/+18.7%），但件均价降幅持续扩大（24 年 9 月/10-11 月/12 月/25 年 1-2 月：-7.0/-7.7/-9.1/-9.6%），预计电商件占比提升，件量结构变化拉低件均价。（数据来源：公司公告）

图表26：主要快递企业件量同比增速



注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：主要快递企业件均价同比变化



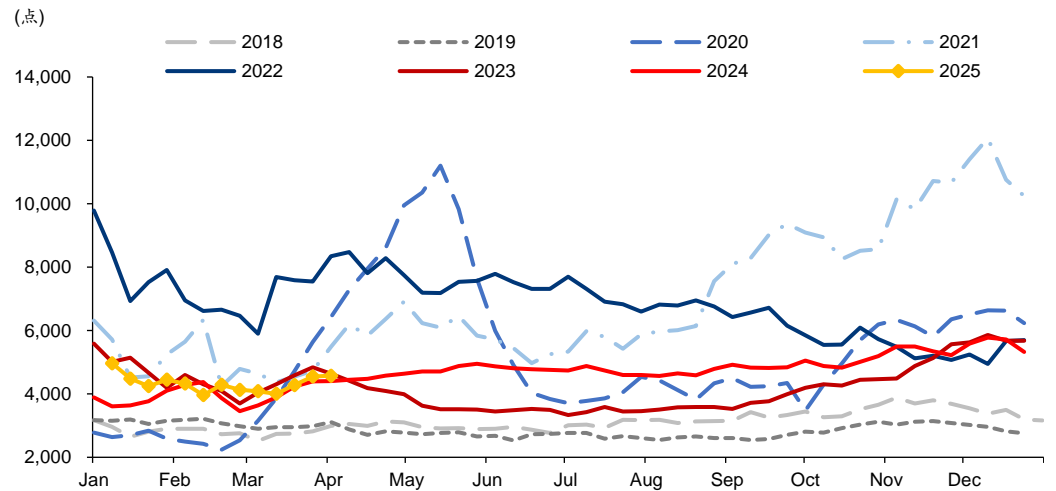
注：剔除了 1 月数据，2 月数据为 1-2 月累计值
资料来源：Wind，华泰研究

景气走弱的预期或已反应，建议逢低布局龙头。截至 2025 年 4 月 3 日，SW 快递 PE TTM 处在过去 10 年的 4.0%分位数，市场对 25 年件量增速放缓、价格战加剧的担忧，反应较为充分。年初以来，行业与主要企业的件量表现均超预期，随着促消费组合拳的实施，消费需求有望进一步回暖，叠加偏远地区线上消费渗透率提升，我们认为全年包裹量增速或高于预期；但龙头公司提升份额的诉求依然强烈，价格战风险尚未解除。

建议关注顺丰控股，多元业务驱动盈利向好，受价格战影响相对较小。顺丰作为亚洲领先的综合物流商，定位稀缺、龙头优势显著。我们看好：1) 时效件强壁垒铸就利润护城河，较加盟制快递受价格战影响更小；2) 东南亚率先布局，乘势拓展国际市场，空间广阔；3) “1 到 N”策略驱动向综合物流服务商转型。

关税超预期，跨境电商物流承压。4 月 2 日美国签署总统行政令，宣布从 5 月 2 日起，对来自中国大陆的 800 美元以下小包裹取消免税待遇。其中通过国际邮政网络寄送的小包裹，需缴纳其价值 30%或每件 25 美元关税（25 年 6 月 1 日后每件 50 美元），其余小包裹需正常缴纳所有适用关税。对于跨境电商商品，T86 报关通道和免税待遇取消，除增加卖家成本外，还将有损通关效率，或将造成航空跨境电商需求承压，期货主或观望政策变化，造成出货等不确定性提升，影响运价表现。中长期需跟踪产业链玩家形成的货品及各环节新均衡价格，以及相应航司运量变化。对于干线运输航司，中长期或可部分降低关税影响：1) 增加中东等新兴市场航班分散风险，25 年夏秋航季三大航美国航线自身时刻占比达 53%；2) 伴随我国产业升级和自主可控诉求，货运航司提升综合物流能力，有望增强抗风险能力，实现稳步增长。

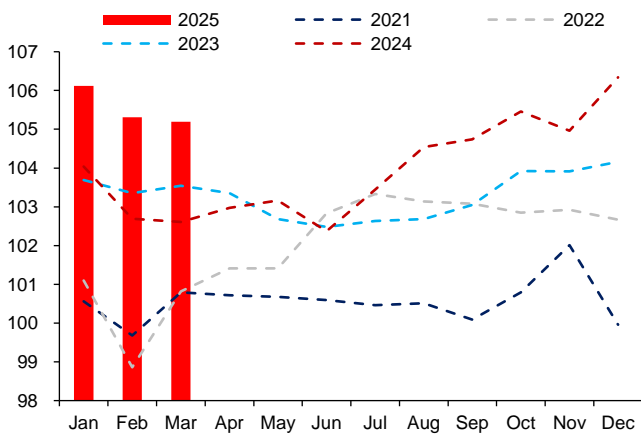
图表28: TAC 浦东出港指数



资料来源: TAC, 华泰研究

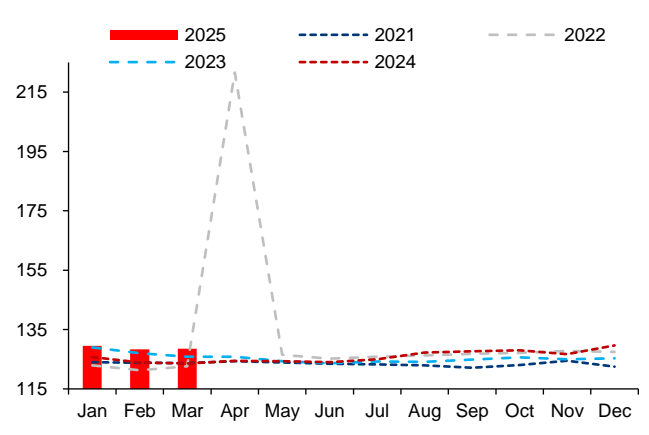
大宗供应链价格环比走弱, 行业处在筑底阶段。3月制造业PMI为50.5%, 较2月50.2%有所回升, 分项中主要原材料购进价格及出厂价格指数分别为49.8%/47.9%, 均回落至荣枯线以下, 价格环比小幅走弱。3月, 南华综合指数均值同比-0.7%, 较1-2月均值环比-1.1%, 亦反应了价格环比走弱。公路运价方面, 3月全国公路整车运价指数同比+2.5%, 环比1-2月均值-0.5%, 公路运价环比小幅走弱, 但同比去年表现较好。

图表29: 全国公路整车物流运价指数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表30: 上海公路整车物流运价指数

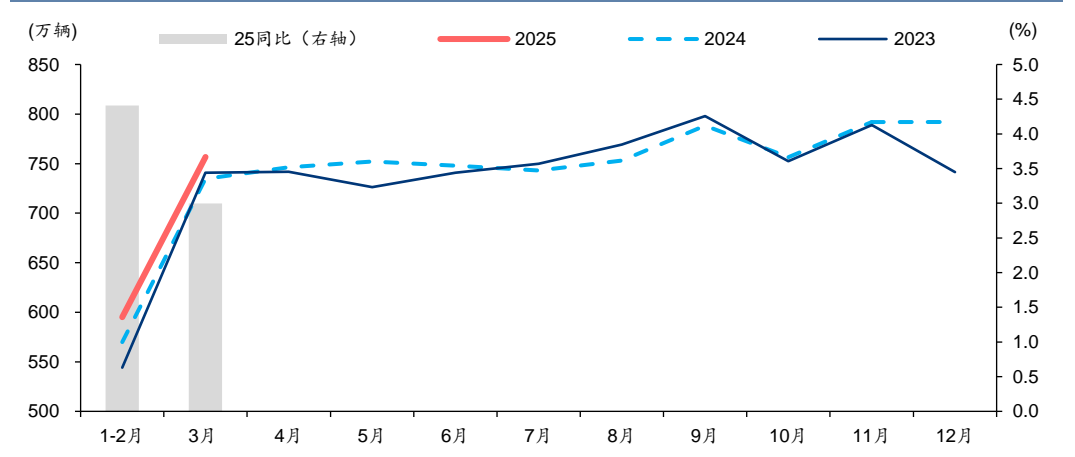


资料来源: Wind, 华泰研究

公路：1Q 货车景气度改善，但持续性仍需观望

3 月，高速公路货车流量延续弱复苏趋势。交通部数据显示，25 年 3 月，全国高速公路货车日均通行量同比增长 3.0%，延续 24 年 12 月以来的复苏趋势，该指标在 24 年 1-11 月/12 月同比增长 0.5/6.8%、在 25 年 1-2 月同比增长 4.4%。我们认为，1-2 月货车增速较高，主要与去年同期暴雪冰灾引起的低基数有关，3 月货车内生增长主要与企业盈利预期改善有关。从上游工业生产指标来看，25 年 1 月/2 月/3 月制造业 PMI 达到 49.2/51.1/51.8%，呈现边际改善趋势；1 月/2 月全部工业品 PPI 同比下降 2.3/2.2%；1-2 月工业企业利润同比下降 0.3%（数据来源：Wind）。

图表31：全国高速公路日均货车通行量

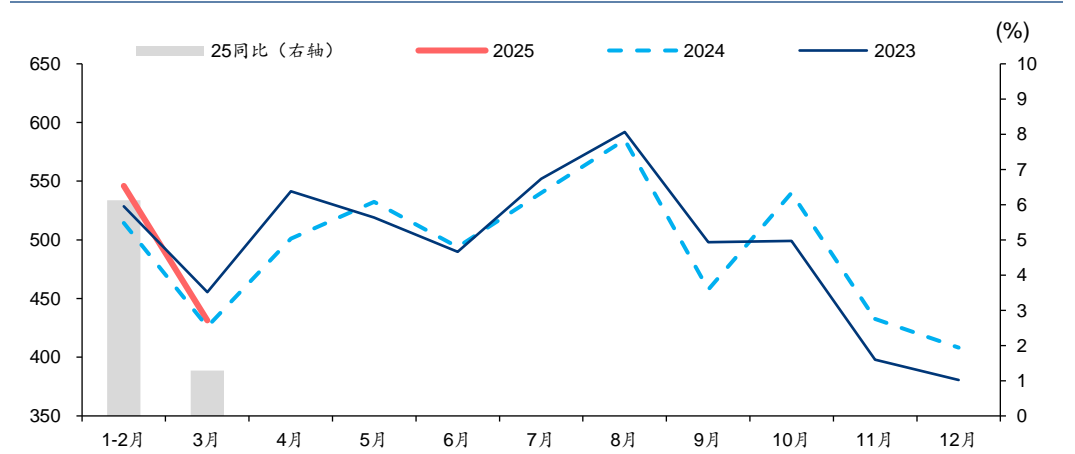


资料来源：交通运输部、华泰研究

分地区看：1-2 月公路货运量增长较快的地区包括浙江（同比+10.9%）、湖北（+16.8%）、河南（+9.9%）、湖南（+7.5%）、山西（+9.1%）（数据来源：交通部）。浙江或受益于“抢出口”运输需求，河南与两湖地区或与去年恶劣天气引起的低基数有关，山西或因去年煤炭安监导致的低基数有关。

春节过后，居民出行意愿暂时回落。百度迁徙规模指数在 1-2 月同比提高 6.1%，但在 3 月仅同比增长 1.3%（数据来源：iFind）。分地区看，下沉市场的出行意愿好于高线城市。一二线城市的百度迁徙规模指数在 1-2 月/3 月同比提高 4.6%、0.7%，三四五线城市在 1-2 月/3 月同比提高 7.1%、2.2%。

图表32：百度迁徙规模指数



资料来源：iFind、华泰研究



回顾 25 年 3 月，SW 高速下跌 0.6%，跑输沪深 300/交运指数 0.6/0.9pct。3 月债市亦经历大幅波动，10Y 中国国债利率从 3 月初的 1.72% 上升至 3 月末的 1.81%，对公路股估值有拖累。3 月 A 股公路涨幅居前的个股包括中原高速(上涨 11.1%)、四川成渝(上涨 9.6%)、吉林高速(上涨 5.3%)、山东高速(上涨 4.7%)；H 股公路涨幅居前的个股包括浙江沪杭甬(上涨 9.7%)、四川成渝 H 股(上涨 12.2%)、皖通高速 H 股(上涨 4.8%)、宁沪高速 H 股(上涨 4.4%)。

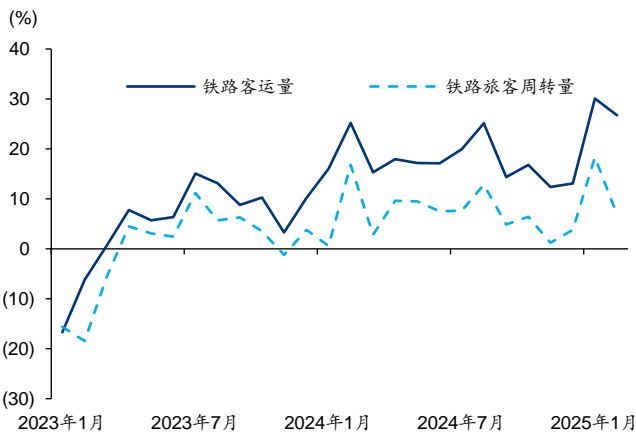
展望 2Q，受关税政策不确定性的影响，货车复苏的持续性仍需观望。高速公路上市公司的货车收入占比高，盈利具有弱周期性。除基本面外，市场避险情绪与无风险利率对公路估值也有重要支撑。10Y 中国国债利率已从 4 月初的 1.81% 降低至 4 月 7 日 1.64%。从 25 年 1Q 盈利增长与股息率角度，我们推荐浙江沪杭甬。

铁路：出行半径继续缩短，铁路运煤进入淡季

1-2 月铁路客运出行半径延续缩短趋势。据国家铁路局，1-2 月全国铁路客运量同比增长 6.4%，但旅客周转量仅同比增长 2.9%，反映出出行半径仍在缩短。参考 2024 年，铁路客运量、旅客周转量同比增长 12%、7%，铁路出行半径同比缩短 5%。这或与高铁通达性提高、中产消费趋于保守、航空促销分流长途铁路客源有关。1-2 月铁路旅客周转量增速（同比+2.9%）略低于民航国内线旅客周转量增速（同比+3.1%）。

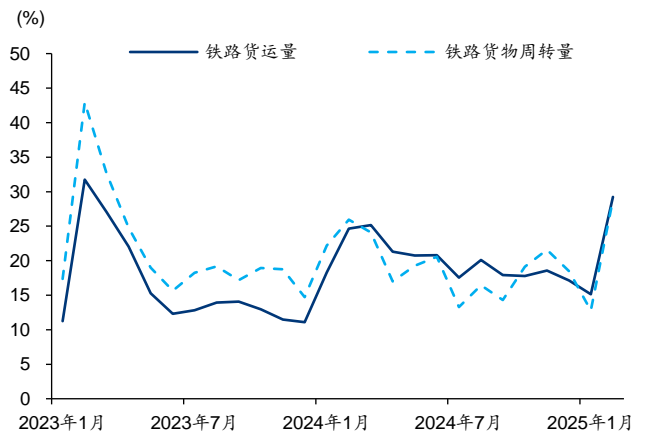
年初至今，京沪高铁股价基本跟随航空板块同涨同跌。据航班管家，1-3 月北京首都机场至上海虹桥机场的座位数同比下降 0.3%，平均客座率同比提高 2.1pct，平均票价同比下降 10%。航空降价或对高铁出行产生分流影响。

图表33：铁路客运较 19 年同期变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表34：铁路货运较 19 年同期变化

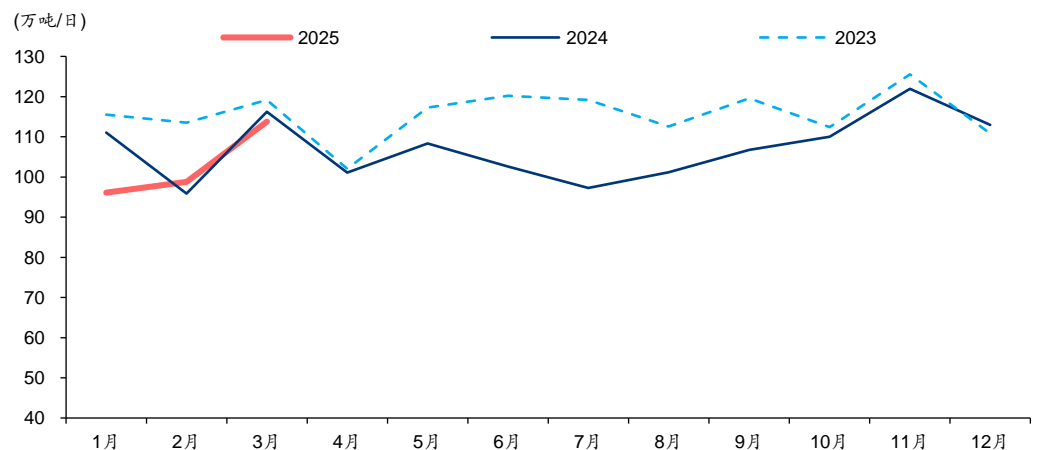


资料来源：Wind，华泰研究

1-2 月，全国铁路货运量同比增长 0.3%，但货物周转量同比下降 3.2%（国家铁路局）。货运需求较弱，或主因铁路运煤需求不佳。1-2 月国家铁路电煤发运量同比下降 9.8%。

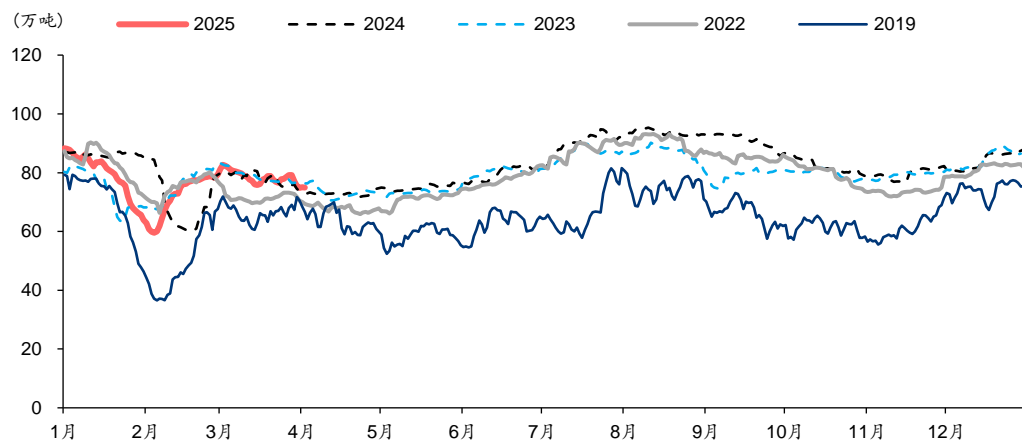
下游煤炭库存较高，拖累铁路运煤需求。目前，北方港口煤炭库存处于近 6 年来的最高水平，加上气温升高、用煤需求进入淡季，下游电厂购煤持有较浓的观望情绪。需求淡季叠加高库存背景下，我们预计大秦线 1-3 月货运量同比下滑 5.6%。去年山西省实施煤炭安监措施，使大秦线 24 年 5 月-9 月运量水平较低。尽管今年供给层面好转，但从需求端与库存角度考虑，我们预计大秦线景气度仍需等待 6 月下旬运煤旺季。

图表35：大秦线日均货运量



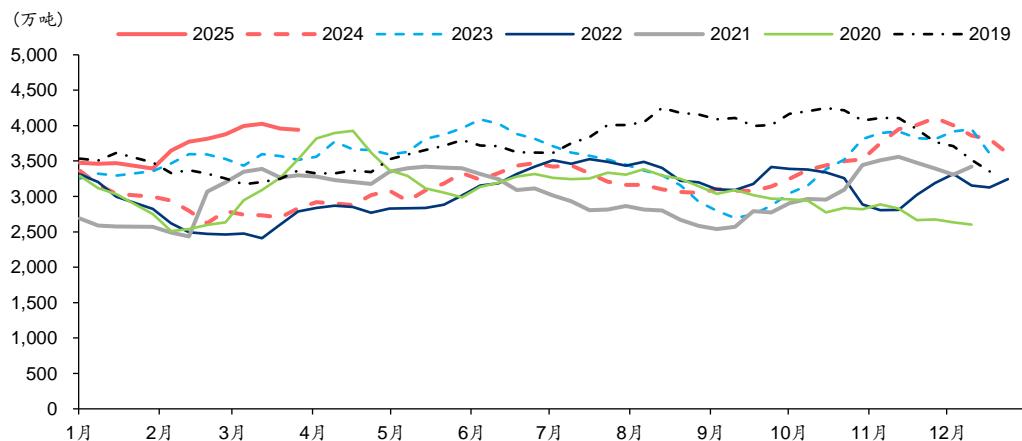
资料来源：Wind，华泰研究

图表36：六大发电集团日均耗煤量



资料来源：iFind，华泰研究

图表37：CCTD 主流北方港口煤炭库存

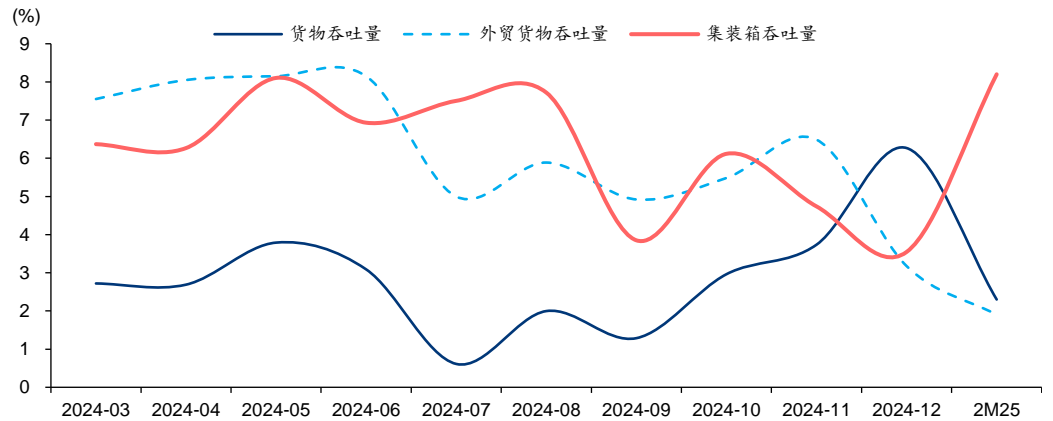


资料来源：iFind，华泰研究

港口：1-3月出口显韧性，关税政策或导致短期吞吐量波动加剧

年初至今，出口需求整体向好。1-2月全国港口累计货运量/外贸货运量/集装箱吞吐量同比表现+2.3%/+1.9%/+8.2%，其中集装箱吞吐量表现亮眼；3月受节后进口需求回升和出口需求保持韧性推动，我们预计3月港口吞吐量增速将保持向好。展望4月，受加征关税政策影响，短期货主是否发货不确定性提升，吞吐量波动或加剧。中长期角度，需密切关注若此轮关税长期生效，港口吞吐量将受负面影响。投资建议方面，当前港口板块受关税负面影响；中长期，港口属防御型基础设施，建议关注盈利稳健且股息率高的个股。

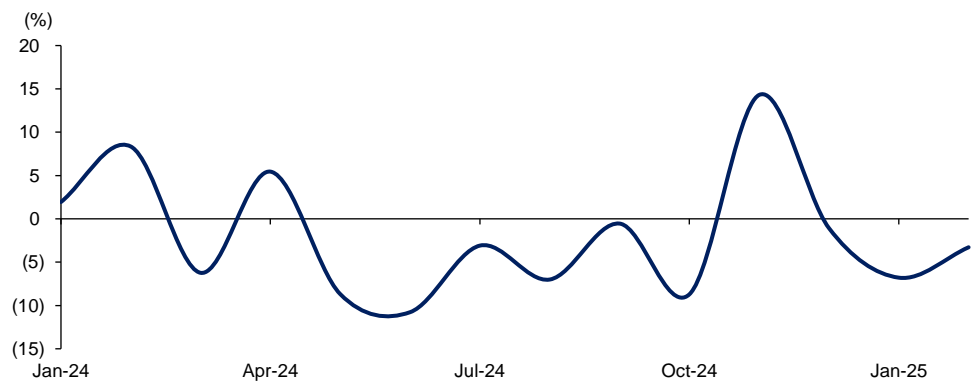
图表38：全国港口吞吐量同比增速



资料来源：交通运输部，华泰研究

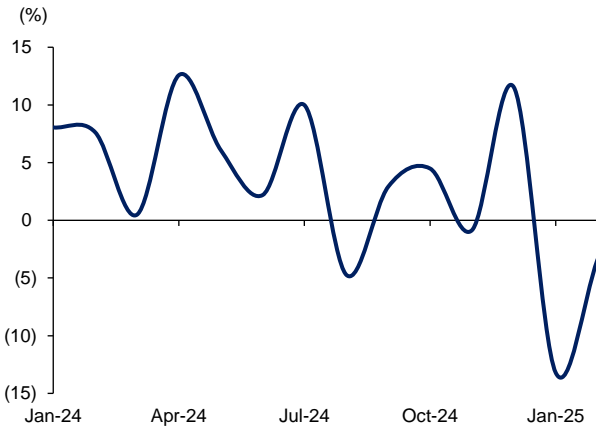
分进口商品看，25年1-2月：1) 全国原油累计进口量8,386万吨，同比表现-5.0%，主因春节淡季和整体需求偏弱影响。2) 全国铁矿石累计进口量1.9亿吨，同比表现-8.6%。3) 全国煤炭累计进口量7,612万吨，同比表现+2.1%。我们预计伴随节后需求回升，3月进口原油/铁矿石/煤炭量环比有望小幅提升。展望4月，考虑美国加征关税幅度超预期，大宗商品价格波动或加剧，或影响发货安排，短期吞吐量波动或加剧。

图表39：全国原油进口量同比增速



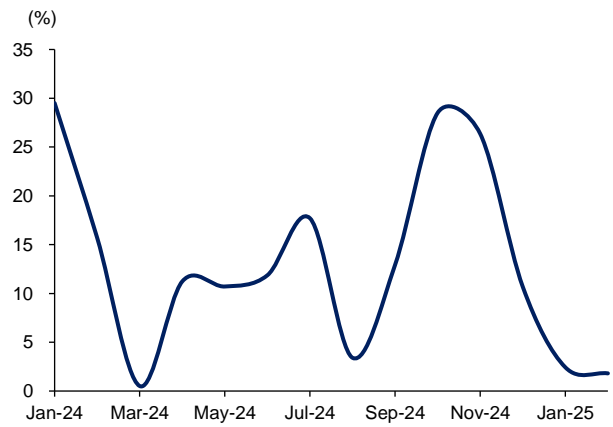
资料来源：Wind，华泰研究

图表40: 全国铁矿石进口量同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表41: 全国煤炭进口量同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表42: 重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国国航	601111 CH	买入	6.92	10.20	120,743	-0.07	-0.01	0.34	0.52	-104.92	-462.62	20.36	13.34
中国国航	753 HK	买入	4.21	6.90	73,458	-0.07	-0.01	0.34	0.52	-59.57	-265.98	11.47	7.52
中国东航	600115 CH	买入	3.56	5.10	79,357	-0.37	-0.19	0.14	0.29	-9.72	-18.78	25.29	12.19
中国东方航空	670 HK	买入	2.17	3.20	48,372	-0.37	-0.19	0.14	0.29	-5.48	-10.60	14.28	6.88
股份													
中远海能	600026 CH	买入	9.89	16.00	47,183	0.71	0.85	1.13	1.28	13.95	11.69	8.77	7.73
中远海能	1138 HK	买入	5.26	9.20	25,094	0.71	0.85	1.13	1.28	6.87	5.76	4.32	3.81
招商轮船	601872 CH	买入	5.81	10.40	47,316	0.59	0.63	0.81	0.78	9.78	9.26	7.13	7.43
浙江沪杭甬	576 HK	买入	6.01	7.82	36,023	0.87	0.92	0.95	0.98	6.39	6.06	5.85	5.67
深圳国际	152 HK	买入	7.13	9.30	17,181	0.79	1.19	1.42	1.37	8.97	5.98	5.02	5.20
顺丰控股	002352 CH	买入	40.07	48.70	199,855	1.65	2.04	2.37	2.84	24.27	19.65	16.93	14.09
顺丰控股	6936 HK	买入	33.00	51.30	164,592	1.25	1.65	2.04	2.37	24.48	18.51	14.99	12.91

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表43: 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国国航 (601111 CH)	中国国航 2024 年营业收入 1666.99 亿, 同增 18.1%, 归母净亏损 2.37 亿, 符合此前公司预告的净亏损 1.6-2.4 亿, 相比 2023 年净亏损 10.46 亿进一步缩窄; 其中 4Q24 虽然淡季票价较弱, 但油价同比明显下降, 叠加飞机及发动机运营补偿, 公司归母净亏损 15.99 亿, 相比 4Q23 的归母净亏损 18.38 亿小幅改善。往后展望, 公司扭亏在即, 并且我们认为我国机队引进放缓将在中期延续, 供需改善有望推动票价回升。公司航线质量优质, 有望充分兑现盈利弹性, 维持“买入”。
中国国航 (753 HK)	考虑行业收益水平有望回暖, 我们小幅上调公司 25-26 年归母净利润 5%/3%至 53.93/82.30 亿, 预计 27 年归母净利润为 98.15 亿。同时我们预计 25 年 BPS 为 3.19 元, 估值给予 25E PB A/H 股 3.2/2.0x (金融危机后 2010-2011 年复苏时期 PB 均值 A/H 股 2.8x/1.8x, 考虑 ROE 等盈利能力指标有望取得突破, 给予溢价, 不过由于定增摊薄, 小幅下调 A 股估值倍数, 前值为 3.5x/2.0x), 上调目标价至 A 股人民币 10.20 元/H 股 6.90 港币 (前值为人民币 9.90 元/H 股 6.20 港币), 维持“买入”。
	风险提示: 需求恢复不及预期, 机队引进超预期, 经济下行超预期, 国泰航空投资收益大幅下降, 油汇风险, 安全事故。
	报告发布日期: 2025 年 03 月 28 日
	点击下载全文: 中国国航(753 HK,买入;601111 CH,买入): 扭亏在即, 看好收益水平改善
中国东航 (600115 CH)	中国东航 2024 营业收入 1321.20 亿, 同增 16.1%, 归母净亏损 42.26 亿, 符合此前公司预告的净亏损 33-43 亿, 相比 2023 年净亏损 81.90 亿明显缩窄; 其中 4Q24 虽然淡季票价较弱, 但油价同比明显下降, 公司归母净亏损 40.88 亿, 相比 4Q23 的归母净亏损 55.61 亿仍有一定程度改善。往后展望, 行业机队引进放缓有望在中期延续, 后续观察需求刺激政策的边际提振效果, 我们认为供需改善或将推动收益水平回暖, 公司盈利有望在 25 年转正, 维持“买入”。
中国东方航空股份 (670 HK)	考虑行业收益水平有望回暖, 我们小幅上调公司 25-26 年归母净利润 2%/3%至 31.38/65.08 亿, 预计 27 年归母净利润为 80.86 亿。公司历史 10 年 PB 均值 A/H 股 2.2x/1.2x, 由于公司 ROE 有望取得突破, 给予溢价至 A/H 股 2.6x/1.5x 2025E PB (前值为 2025E PB 2.6x/1.4x, 考虑 A/H 价差有望缩窄, 小幅调高 H 股估值), 并预计 25 年 BPS 为 1.96 元, A/H 股目标价人民币 5.10 元/3.20 港币 (前值为人民币 4.80 元/H 股 2.85 港币), 维持“买入”。
	风险提示: 需求恢复不及预期, 机队引进超预期, 油汇波动, 安全事故。
	报告发布日期: 2025 年 03 月 29 日
	点击下载全文: 中国东方航空股份(670 HK,买入;600115 CH,买入): 亏损进一步缩窄, 看好 25 年扭亏

股票名称	最新观点
中远海能 (600026 CH) 中远海能 (1138 HK)	<p>中远海能发布年报，2024 年营收 232.4 亿元 (yoy+2.3%)；归母净利 40.4 亿元 (yoy+19.4%)；扣非归母净利 39.8 亿元 (yoy-3.8%)，符合业绩预告。24 年国际油运市场前高后低，2H24 运价环比下滑，主因全球宏观需求偏弱以及 OPEC+持续减产影响。公司宣布年末每股派息 0.21 元，对应全年分红率 50.8%。展望 25 年，我们预计伴随国内需求逐步回暖叠加 OPEC+宣布自 4 月起增产，我们预计 25 年国际原油及成品油运价同比将增长，推升公司盈利。另一方面，地缘事件存在较多不确定性，市场预期差大，公司盈利具有较大弹性。重申“买入”。</p> <p>我们维持 25/26 年净利预测 53.8 亿/61.1 亿元，新增 27 年净利预测 64.7 亿元。我们基于 H/A 1.0x/1.9x 2025E PB (公司 H 股历史三年 PB 均值加 0.5 个标准差/A 股历史三年 PB 均值，H 股估值溢价主因考虑中长期行业供给或趋紧，25E BPS 8.44 元)，维持 H/A 目标价 9.2 港币/16.0 元。</p> <p>风险提示：1) 全球经济衰退；2) 运价低于预期；3) 地缘政治风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 27 日</p> <p>点击下载全文：中远海能(1138 HK,买入);600026 CH,买入): 25 年景气上行，关注地缘事件预期差</p>
招商轮船 (601872 CH)	<p>招商轮船发布年报，24 年营收 258.0 亿元 (yoy-0.3%)，归母净利 51.1 亿元 (yoy+5.6%)，基本符合我们的预期。24 年整体宏观需求偏弱，油运运价呈现前高后低走势；干散整体平稳；集运受红海绕行影响，运价上涨。公司通过多元化的业务布局，实现盈利稳健增长。同时，公司宣布年末每股派息 0.156 元，对应全年分红率 40.7%。展望 25 年，我们认为：1) 油运有望受益 OPEC+增产及地缘事件催化，运价同比将上涨；2) 干散有望受益宏观需求回暖，运价同比将上涨；3) 集运受红海局势反复影响，运价同比有望持平。整体，我们预计公司 25 年盈利同比有望实现高增，重申“买入”。</p> <p>我们维持公司 25/26 年净利预测 66.4 亿/63.7 亿元，新增 27 年净利预测 62.3 亿元；基于 1.9x 25E PB (公司历史三年 PB 均值加 2 个标准差，估值溢价主因公司多元布局，盈利稳健性提升；25E BPS 5.48 元)，上调目标价 4%至 10.4 元 (前值目标价基于 2.0x 24E PB)。</p> <p>风险提示：1) 全球经济衰退；2) 运价低于预期；3) 地缘政治风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 28 日</p> <p>点击下载全文：招商轮船(601872 CH,买入): 多元业务盈利显韧性，25 年景气上行</p>
浙江沪杭甬 (576 HK)	<p>浙江沪杭甬公布 2024 年业绩：收入同比+6.5%至 181 亿元；归母净利同比 5.3%至 55.0 亿元。其中 Q4 收入同比+10.8%，归母净利同比+20%。24 年归母净利较我们预期 (52.4 亿元) 高出约 5%，主因 Q4 券商自营投资收益大幅增长、公路业务成本下降。公司拟派发 24 年度股息 0.385 元/股，同比提高 20%，DPS 高于我们预期 (0.32 元/股)；24 年度分红比例达到 42%，对应股息率约 6.75%。浙江沪杭甬拥有券商子公司，年初至今股市成交额同比上涨或利好券商业务盈利同比改善，同时估值具有扩张潜力。在国内低利率环境下，高股息股票具有配置价值。维持“买入”评级。考虑股市交投活跃度提升，我们上调 2025/2026 年净利润 2.6/0.6%至 57.1/58.8 亿元 (前值 55.6/58.4 亿元)；首次引入 2027 年预测 62.0 亿元。我们仍基于分部估值法，上调目标价至 7.82 港币 (前值 6.91 港币)，主因港股金融板块估值提升以及无风险利率下降。其中，公路主业采用贴现率 WACC 为 6.4% (股权 IRR9.4%/债权 IRR3.0%) (前值：WACC 为 7.0%)。</p> <p>风险提示：车流量增速低于预期，A 股市场成交量低于预期，路网分流程度高于预期，资本开支规模高于预期，收费标准超预期下调。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 25 日</p> <p>点击下载全文：浙江沪杭甬(576 HK,买入): 盈利与分红超预期，股息率有吸引力</p>
深圳国际 (152 HK)	<p>公司公布 2024 年业绩：收入 155.7 亿港元，同降 24.1%；归母净利润 28.7 亿港元，同增 51.1%，公司归母净利润符合业绩预告 28-31 亿港元。2024 年华南物流园转型项目录得土地置换税后收益 23.7 亿港元，成为利润增长重要来源，我们预计该转型项目中期将持续贡献利润。另外公司若维持 50%分红率，按 3 月 26 日收盘价，我们预计 25E 股息率为 9.2%，具有较强吸引力，同时伴随内需增长，公司主业或将稳健增长，维持“买入”。</p> <p>我们调整公司 25-26 年归母净利润-12.7%/2.9%至 34.21/33.02 亿港元，并预计 27 年归母净利润为 31.37 亿港元。调整 24E/25E 利润预测主要考虑华南物流园盈利释放节奏或较此前预期更为平滑。我们基于 SOTP 估值法得出的目标价为 9.30 港币 (下调 2%，前值 9.50 港币)。我们认为伴随内需增长，公司物流园、收费公路、大环保等业务或将趋稳增长，华南物流园转型项目或将继续贡献盈利，高股息率是当前公司关注要点，维持“买入”。</p> <p>风险提示：1) 物流园需求不及预期；2) 高速公路车流量低于预期；3) 物流园区转型升级业务不及预期；4) 大环保相关业务低于预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 26 日</p> <p>点击下载全文：深圳国际(152 HK,买入): 盈利较快增长，股息吸引力较高</p>
顺丰控股 (002352 CH) 顺丰控股 (6936 HK)	<p>公司公布 24 年全年业绩：实现营业收入 2,844 亿元，同比+10.1%，归母净利润 101.7 亿元，同比+23.5%，小幅超过我们预期 (2,831 亿元、101.4 亿元)。24 年速运物流业务收入与利润同比高增、运营优化提质降本。我们看好“1 到 N”策略驱动公司向国际综合物流商转型，维持“买入”评级。</p> <p>我们微调公司 25/26 年归母净利润 (-0.46/+0.98%) 至 118.0 亿/141.8 亿元，并引入 27 年预测 160.3 亿元。对应 25-27 年 EBITDA 349.0 亿/385.3 亿/413.1 亿元。给予 A 股 25E 7.6x EV/EBITDA (高于 A 股可比公司平均 4.9x，考虑到可比公司均为加盟制快递，25 年面临价格战风险)，给予 H 股 25E 7.4x EV/EBITDA (高于 H 股可比公司平均 5.6x，考虑到公司稀缺定位和龙头优势)，A/H 目标价分别为 48.7 元/51.3 港币 (前值 49.3 元/50.9 港币)。</p> <p>风险提示：市场竞争加剧风险；行业监管法规变化风险；地缘政治风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 03 月 29 日</p> <p>点击下载全文：顺丰控股(6936 HK,买入);002352 CH,买入): 盈利增长强劲，多元业务齐头并进</p>

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



风险提示

- 1) **经济低迷。**航空、机场：经济增速放缓，可能令出行需求不达预期；航运、港口：全球经济下滑，可能使海运需求增长低于预期，需求下挫可能进而拖累运价；物流：需求不足可能导致快递业务量不及预期；铁路、公路：大宗商品需求下滑，可能使铁路公路货运量增速放缓。
- 2) **贸易摩擦。**航空：中美贸易摩擦，可能影响国际线补贴；航运、港口：中美贸易量下降影响海运运量、港口吞吐量。
- 3) **油汇风险。**航空：油价大幅上涨，可能令运营成本大幅上升，侵蚀利润；物流、公路：油价上涨，可能使道路运输成本上涨；航空：人民币大幅贬值，可能产生大额汇兑损失，减损盈利。
- 4) **竞争结构恶化。**航空：高铁提速，可能对航空分流效应加大；航运：老旧船舶拆解量低于预期、新造船订单高于预期、行业总体供给增长超预期；物流：价格竞争超预期，导致营收和盈利不及预期；机场：民航控准点率可能影响机场时刻容量；铁路、公路：公路降费、“公转铁”、治超载构成多重扰动；港口：港口区域整合进展低于预期。

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林珊、林霞颖、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中远海能（600026 CH）、招商轮船（601872 CH）、顺丰控股（002352 CH）、中远海能（1138 HK）、顺丰控股（6936 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林珊、林霞颖、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 顺丰控股（002352 CH）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中远海能（600026 CH）、招商轮船（601872 CH）、顺丰控股（002352 CH）、中远海能（1138 HK）、顺丰控股（6936 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国： 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国： 华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡： 华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
 南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
 电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
 深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
 电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
 电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
 电子邮件：research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
 电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
 电子邮件：Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981
 电话：+65 68603600
 传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
 邮政编码：100032
 电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
 电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
 电子邮件：ht-rd@htsc.com