



募资提升运力规模，有望享受高盈利弹性

投资要点

- **国内民营干散货运龙头之一，船队运力规模领先。**海通发展自成立以来主要从事干散货运输，经过多年的发展，公司逐步成为国内民营干散货航运领域的龙头企业之一。公司组建了以5.1万载重吨和5.7万载重吨超灵便型干散货船舶为主的船队，能够适运煤炭、矿石等各类干散货物，截至2022年末，公司船队共包含自有船舶21艘、光租船舶2艘，自有船舶运力及光租船舶运力合计超过120万载重吨。公司的运力规模在国内从事干散货运输的企业中排名前列，截至2021年底，公司运力规模在中国航运企业中排名13位。
- **重大基础设施项目落地、经济回暖，全球干散货运输需求将受到支持。**2022年受世界经济逆风、中国的建筑需求疲软以及俄乌冲突等因素影响，小宗散货货运量同比下降4%。随着中国重大基建投资落地，世界经济逐步修复，小宗散货运输需求有望回升，克拉克森预计2023、2024年小宗散货货运量同比增长0.5%、3.1%。短期俄乌冲突影响下欧洲煤炭进口大增，长期印度工业需求推升煤炭消费需求，煤炭货运量预计在2023年全年增长1.7%，2024年同比增长1.1%。
- **我国复苏将成为干散货需求的主要催化剂。**我国境内沿海干散货运输主要涉及煤炭、铁矿石、粮食等，其中煤炭货运量较高，且与我国经济形势密切相关，随着我国经济逐步修复，煤炭消费需求有望推动国内沿海煤炭运输市场景气上行。同时随着支持基建的稳增长政策、近期宣布的多个房地产利好政策落地，我国疲软的钢铁消费需求或将得到改善，利好铁矿石进口。
- **干散货运力增速放缓，为强周期开启奠定基础。**根据克拉克森统计，2012年至2021年，全球干散货运力稳步增长，干散货船舶运力规模从6.8亿载重吨增长至9.4亿载重吨，复合增长率3.7%。2022年受集装箱船高景气以及LNG燃料高涨的消费需求影响，船台订单主要为集装箱船以及LNG船，同时钢价仍处于高位，较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险较大使得船东造船意愿较低。据克拉克森数据显示，目前干散货船在手订单处于历史低位，为73百万载重吨，在手订单占总运力比仅7.5%，运力增速确定性放缓。
- **募资前景：**公司通过本次募集资金投资项目，将进一步扩大船队规模、优化船队结构，有利于公司提升船队的运营效率，提高公司的服务能力，降本增效，增强公司市场竞争力的同时引领行业的发展。
- **投资建议：**干散货船运力确定性放缓为强周期打下基础，世界经济回暖为干散货市场带来积极影响，同时我国多项利好基建的稳增长政策、11月以来公布的多项促进房地产健康发展的政策落地，以及春节后重大项目的复工复产，我国复苏将成为干散货需求的主要催化剂。我们认为公司积极提升船队运力有望在景气周期享受更大的经营弹性，建议积极关注。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

西南证券研究发展中心

分析师：胡光怿

执业证号：S1250522070002

电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

| | |
|-----------------------------|----------|
| 发行前总股本(万股) | 37148.41 |
| 本次发行(万股) | 4127.60 |
| 发行后总股本(万股) | 41276.02 |
| 2022年每股收益(摊薄后)(元) | 1.63 |
| 2022年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 1.62 |

主要指标 (2022) 年

| | |
|---------|-------|
| 每股净资产 | 5.51 |
| 毛利率 | 39.76 |
| 流动比率 | 3.10 |
| 速动比率 | 3.01 |
| 应收账款周转率 | 25.49 |
| 资产负债率 | 21.18 |
| 净资产收益率 | 40.19 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1 国内民营干散货运龙头之一，船队运力规模领先 | 1 |
| 2 干散货运需求恢复在即，运力供给增速放缓 | 3 |
| 3 凭借领先的船队结构，营收持续增长、运营成本可控 | 7 |
| 4 募集资金用途 | 10 |
| 5 投资建议 | 10 |
| 6 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|---|---|
| 图 1: 公司营业收入-按地区划分 (亿元) | 1 |
| 图 2: 公司境内外主要航线 | 1 |
| 图 3: 公司程租、期租业务收入 (亿元) | 1 |
| 图 4: 公司程租、期租业务毛利 (亿元) | 1 |
| 图 5: 公司实际控制人 | 2 |
| 图 6: 全球海运结构 (货运量占比) | 3 |
| 图 7: 全球干散货物贸易量结构 (亿吨) | 3 |
| 图 8: 全球小宗散货货运量 | 3 |
| 图 9: 全球煤炭货运量 | 3 |
| 图 10: 全球干散货船舶运力变化 | 4 |
| 图 11: 全球干散货船舶在手订单 | 4 |
| 图 12: 波罗的海干散货指数 (BDI) 变化情况 | 4 |
| 图 13: 我国主要港口煤炭吞吐量 | 5 |
| 图 14: 我国主要港口金属矿石吞吐量 | 6 |
| 图 15: 我国沿海省际运输干散货船运力变化 | 6 |
| 图 16: 中国沿海 (散货) 运价指数 (CCBFI) 变化情况 | 7 |
| 图 17: 各类型干散货船运价指数对比 | 7 |
| 图 18: 公司营业收入情况 | 9 |
| 图 19: 公司毛利情况 | 9 |
| 图 20: 可比公司毛利情况 (2021 年) | 9 |

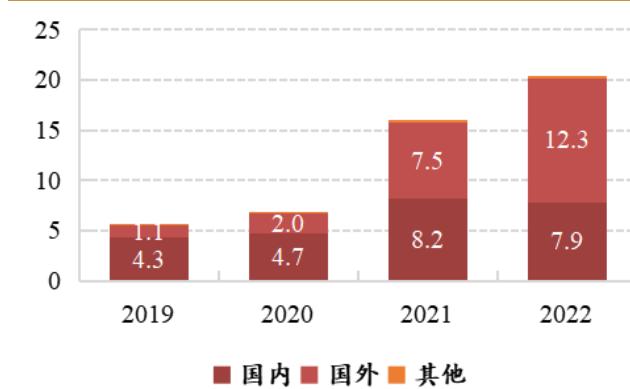
表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1: 中国主要航运企业经营船队规模 (2021.12.31) | 2 |
| 表 2: 基建相关支持政策 | 5 |
| 表 3: 可比公司运营情况以及船舶情况 | 8 |
| 表 4: 募集资金用途 | 10 |

1 国内民营干散货运龙头之一，船队运力规模领先

海通发展自成立以来主要从事干散货运输。公司前身海通有限于2009年3月成立，是国内以干散货运输为主业的航运企业，经过多年的发展，公司逐步成为国内民营干散货航运领域的龙头企业之一。境内沿海运输方面，公司主要运输的货物为煤炭，现已成为环渤海湾到长江口岸的进江航线中煤炭运输货运量最大的民营航运企业之一，同时积极拓展铁矿、水渣等其他干散货物的运输业务；国际远洋运输方面，公司运营的航线遍布30余个国家和地区的200余个港口，为客户提供矿石、煤炭、化肥等多种货物的海上运输服务。

图 1：公司营业收入-按地区划分（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

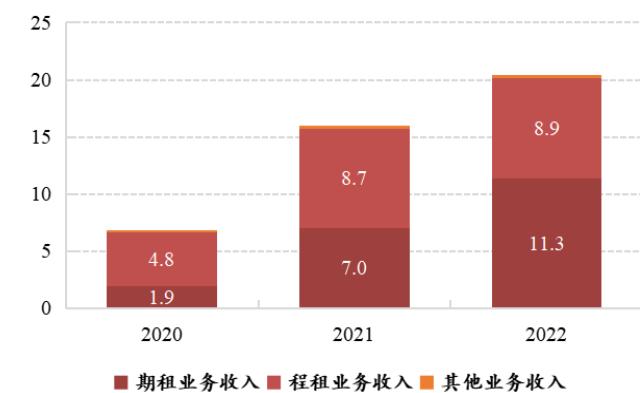
图 2：公司境内外主要航线



数据来源：公司官网，西南证券整理

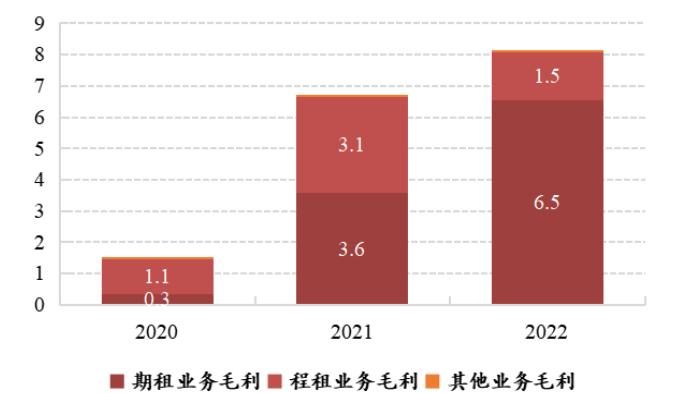
公司服务模式主要以程租、期租业务为主。公司境内航区的运输服务主要采用程租模式，公司通过参与竞标、商务谈判等方式获取订单，并与运输需求较大且稳定的客户签订 COA 合同，公司在客户指定的航线上提供运输服务，船舶的经营及有关费用由公司负责，公司向客户收取运费。公司境外航区运输业务主要采用期租模式，公司把船舶租予客户在一定的期限内使用，在租约期内，客户根据租约的规定在约定航行区域内自行营运，船员成本、物料备件等固定成本由公司承担，而燃油成本、港口费用等变动成本由客户承担，除期租业务外，公司境外航区运输业务亦有少量程租业务。

图 3：公司程租、期租业务收入（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 4：公司程租、期租业务毛利（亿元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

经过多年发展，公司船队运力规模领先。公司组建了以 5.1 万载重吨和 5.7 万载重吨超灵便型干散货船舶为主的船队，能够适运煤炭、矿石等各类干散货物，截至 2022 年末，公司船队共包含自有船舶 21 艘、光租船舶 2 艘，自有船舶运力及光租船舶运力合计超过 120 万载重吨。公司的运力规模在国内从事干散货运输的企业中排名前列，截至 2021 年底，公司运力规模在中国航运企业中排名 13 位。

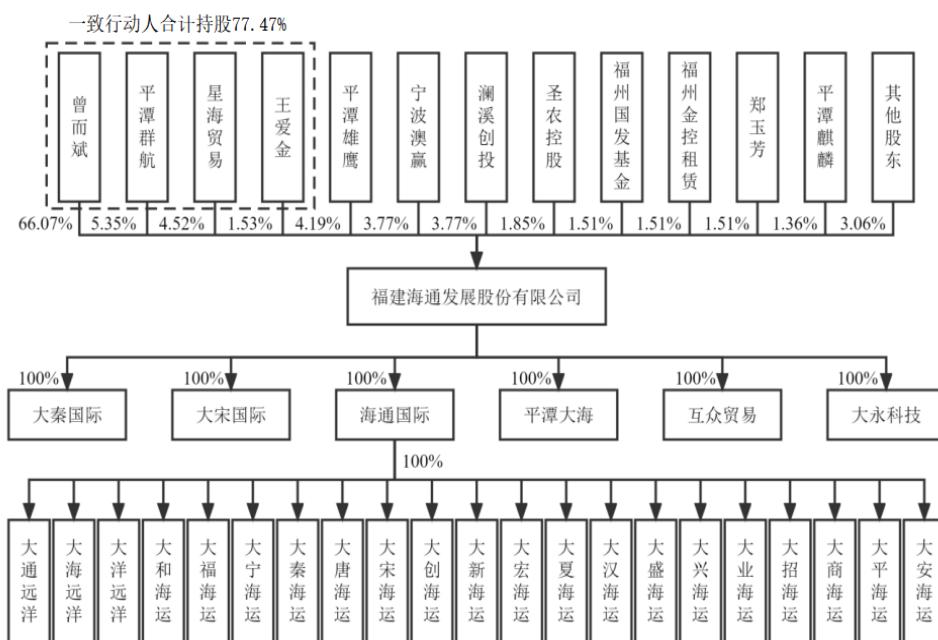
表 1：中国主要航运企业经营船队规模（2021.12.31）

| 排名 | 公司名称 | 船舶数量 | 万载重吨 | 主要业务细分领域 |
|----|--------------------|------|--------|------------------------|
| 1 | 中国远洋海运集团有限公司 | 1349 | 11187 | 集装箱运输、干散货运输、油气运输、客轮运输等 |
| 2 | 招商局集团有限公司 | 663 | 4334.3 | 油品运输、气体运输、干散货运输、特种运输等 |
| 3 | 山东海运股份有限公司 | 58 | 902.3 | 干散货运输、液散运输等 |
| 4 | 福建国航远洋运输（集团）股份有限公司 | 56 | 349.1 | 干散货运输 |
| 5 | 国能远海航运有限公司 | 59 | 330 | 干散货运输 |
| .. | .. | .. | .. | .. |
| 13 | 福建海通发展股份有限公司 | 25 | 135.8 | 干散货运输 |

数据来源：交通运输部，西南证券整理

公司实际控制人曾而斌及其一致行动人合计持有公司股份 77.5%。公司的控股股东、实际控制人为曾而斌，截至 22 年底曾而斌直接持有公司 66.1% 的股份，通过星海贸易间接持有公司 4.5% 的股份，通过平潭群航间接控制公司 5.4% 的股份，一致行动人王爱金持有公司 1.5% 的股份，曾而斌及其一致行动人合计控制公司 77.5% 的股份。同时，曾而斌任公司董事长，能够实际控制公司。

图 5：公司实际控制人



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 干散货运需求恢复在即，运力供给增速放缓

干散货运输是水上运输的主要方式，占全球总货运量的比例超过 40%。由于全球资源分布不均衡，且不同地区的经济发展水平不平衡，国际间存在着大量的贸易需求。水上货物运输具有成本低、运量大和运距长的特性，相较其他运输方式具有明显优势，全球 90%以上的贸易量是通过水上运输完成的。干散货运输是水上运输的主要方式，占总的海运需求比例超过 40%，主要用于运送铁矿石、煤炭、粮食、小宗散货等与经济、民生休戚相关的重要物资，干散货运输业的景气度与全球经济发展高度相关。

图 6：全球海运结构（货运量占比）



数据来源：招股说明书，克拉克森，西南证券整理

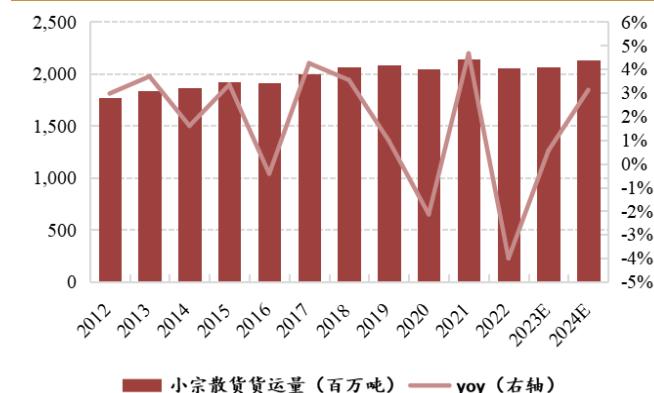
图 7：全球干散货物贸易量结构（亿吨）



数据来源：招股说明书，克拉克森，西南证券整理

全球重大基础设施项目落地、经济回暖，干散货运输需求将受到支持。2022 年受世界经济逆风、中国的建筑需求疲软以及俄乌冲突等因素影响，小宗散货货运量同比下降 4%。未来随着中国重大基建投资落地，世界经济逐步修复，小宗散货运输需求有望回升，克拉克森预计 2023、2024 年小宗散货货运量同比增长 0.5%、3.1%。短期俄乌冲突影响下欧洲煤炭进口大增，长期印度工业需求推升煤炭消费需求，煤炭货运量预计在 2023 年全年增长 1.7%，2024 年同比增长 1.1%。

图 8：全球小宗散货货运量



数据来源：克拉克森，西南证券整理

图 9：全球煤炭货运量



数据来源：克拉克森，西南证券整理

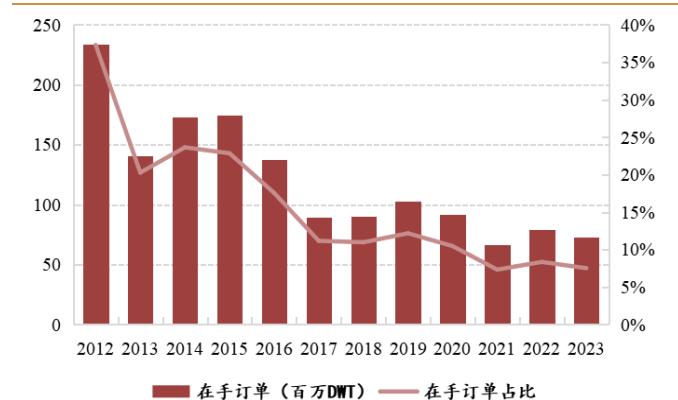
干散货运力增速放缓，为强周期开启奠定基础。根据克拉克森统计，2012年至2021年，全球干散货运力稳步增长，运力规模从6.8亿载重吨增长至9.4亿载重吨，复合增长率3.7%。2022年受集装箱船高景气以及LNG燃料高涨的消费需求影响，船台订单主要为集装箱船以及LNG船，同时钢价仍处于高位，较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险较大使得船东造船意愿较低。据克拉克森数据显示，目前干散货船在手订单处于历史低位，为73百万载重吨，在手订单占总运力比仅7.5%，运力增速确定性放缓。

图 10：全球干散货船舶运力变化



数据来源：招股说明书，克拉克森，西南证券整理

图 11：全球干散货船舶在手订单



数据来源：克拉克森，西南证券整理

节后需求进一步修复，目前BDI指数略有回升。2020年受新冠肺炎疫情影响，BDI指数降至低点393点，全年平均值仅为1066点。2021年以来，全球经济实现复苏，同时受疫情影响，全球船舶周转率下降，各类型船舶的运价均大幅上升，BDI指数自年初1374点持续增长，10月份达到近十年最高点5650点，全年平均值达到2943点。2022年上半年散货船市场整体表现较为强劲，2022年下半年需求下降叠加港口拥堵大幅缓解，干散货船市场出现快速下跌。2023年，随着节后需求进一步修复，BDI指数略有回升。

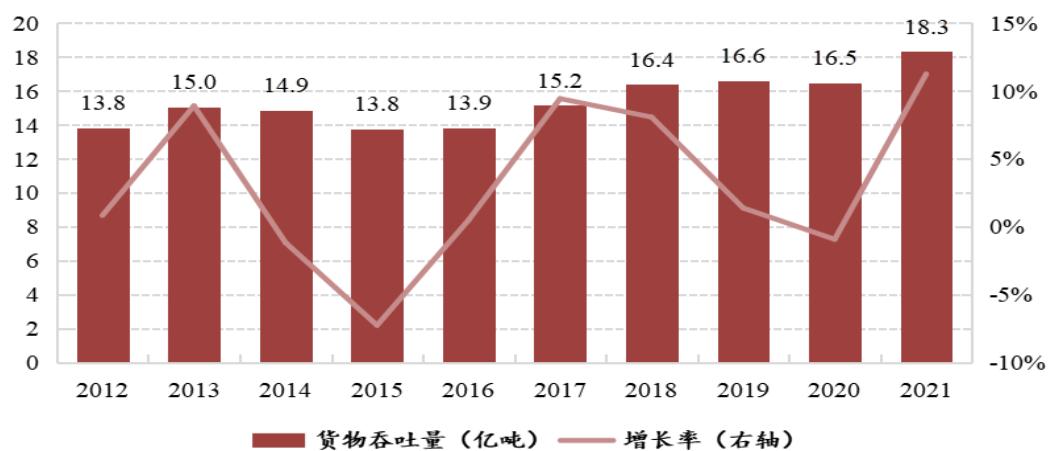
图 12：波罗的海干散货指数 (BDI) 变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

我国境内沿海干散货运输主要涉及煤炭、铁矿石、粮食等，其中煤炭货运量较高。2016年以来，我国推行的供给侧改革，极大改善了煤炭供需失衡的局面，主要港口煤炭吞吐量逐年上升。2020年，受疫情影响，主要港口煤炭吞吐量16.5亿吨，同比下降0.9%。2021年，我国经济实现复苏，电力需求出现恢复性反弹，煤炭的需求量出现大幅上涨，全年北方港口合计完成煤炭吞吐量8.2亿吨，同比增幅9.3%。随着我国经济逐步修复，煤炭消费需求有望推动国内沿海煤炭运输市场景气上行。

图 13：我国主要港口煤炭吞吐量



数据来源：招股说明书，国家统计局，西南证券整理

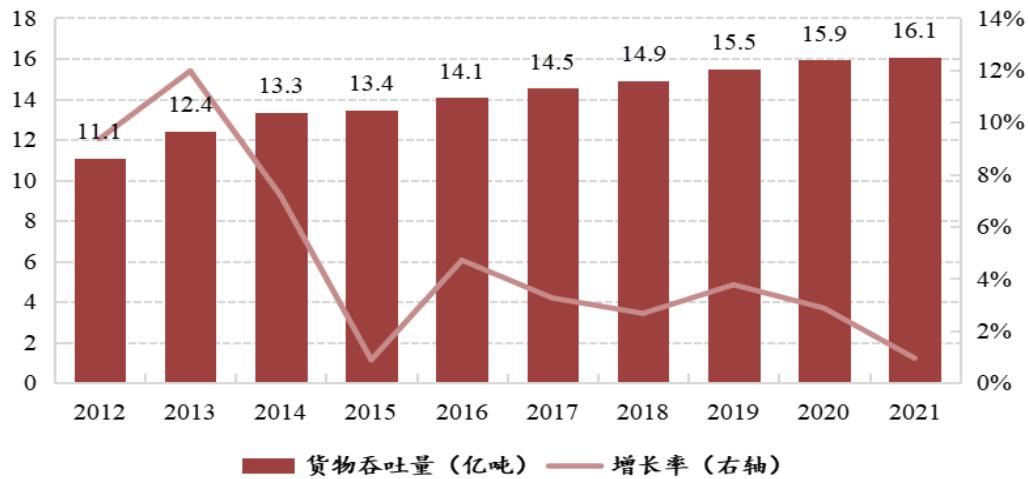
我国沿海金属矿石的散货运输，以铁矿石为主要货物。2020年，主要用钢行业生产较为稳定，中国钢铁产量创新高，铁矿石需求表现强劲。2021年7月，在“碳达峰、碳中和”的政策指导下，压减粗钢产量工作进入实施阶段，粗钢产量迅速下降，铁矿石进口量连续5个月同比下滑，沿海金属矿石运输需求趋弱。我们认为随着支持基建的稳增长政策、近期宣布的多个房地产利好政策落地，以及我国新冠疫情管控放开，我国疲软的钢铁消费需求或将得到改善，利好铁矿石进口，截至22Q3，我国8大建筑央企新签订单合计为10.2万亿元，平均增速达22.3%。

表 2：基建相关支持政策

| 时间 | 会议/政策 | 内容 |
|---------|------------------------|---|
| 2022.03 | 政府工作报告 | 围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网等，中央预算内投资安排6400亿元。 |
| 2022.04 | 中央财经委员会第十一次会议 | 全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。 |
| 2022.05 | 《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》 | 统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造等。 |
| 2022.05 | 《扎实稳住经济的一揽子政策措施》 | 加快推动交通基础设施投资，加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度。扎实开展基础设施高质量发展试点，有力有序推进“十四五”规划102项重大工程实施，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目。 |

数据来源：国务院，西南证券整理

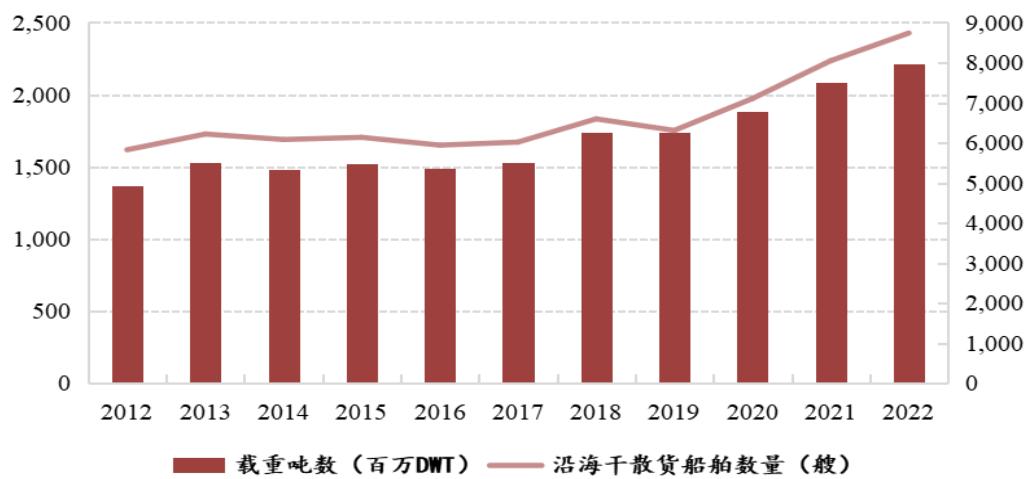
图 14：我国主要港口金属矿石吞吐量



数据来源：招股说明书，国家统计局，西南证券整理

我国沿海干散货船舶运力振荡上升。受益于我国经济快速发展，我国沿海干散货运输需求呈上升态势，运力供给随之增长。根据国家交通运输部统计数据，2012年至2021年，我国干散货运力整体呈波动上升的态势，沿海省际万吨以上运输干散货船数量由1618艘上升至2235艘，万吨以上干散货船运力由4940万载重吨增长至7494万载重吨，年复合增长率分别达到3.7%、4.7%，增长速度均超过同期全球干散货船舶的增长速度。

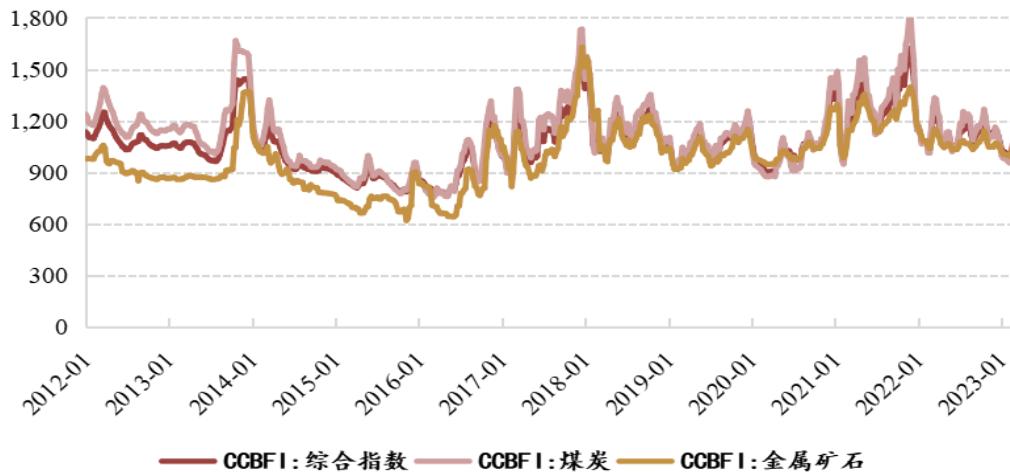
图 15：我国沿海省际运输干散货船运力变化



数据来源：招股说明书，交通运输部，西南证券整理

我国沿海运输市场运价变化与我国宏观经济情况密切相关。2019年，中国沿海（散货）运价指数（CCBFI）指数的整体水平，相较于2018年初的阶段性高点已有较大幅度下降；2020年初，受疫情影响，CCBFI指数继续下降，随着疫情得到控制，沿海干散货运输业开始复苏。受煤炭供需关系等因素影响，干散货运价在2021年大幅上涨，而后我国散货运价随供需关系走弱而回落。我们看好我国经济修复，相关干散货物运输需求回升，运价可期。

图 16：中国沿海（散货）运价指数（CCBFI）变化情况

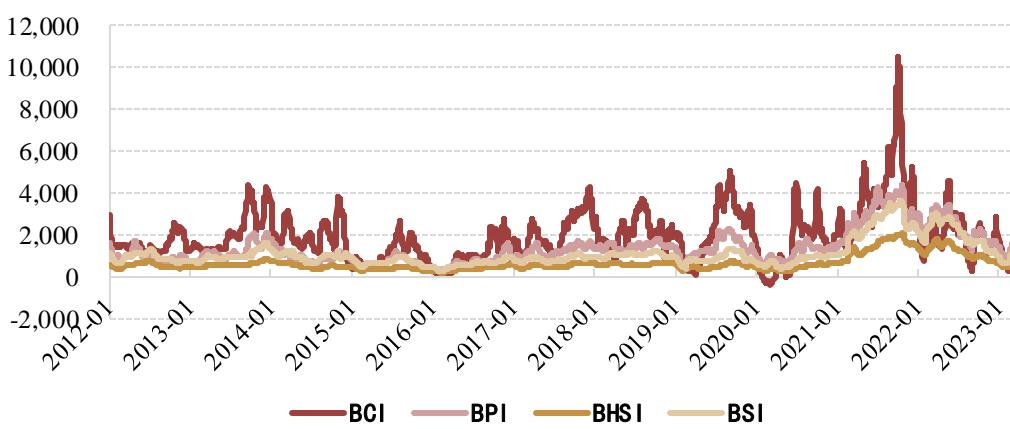


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 凭借领先的船队结构，营收持续增长、运营成本可控

公司主力船型抗周期能力较好。干散货船舶主要分为好望角型、巴拿马型、超灵便型、灵便型等。好望角型主要运输铁矿石，运价受钢铁、铁矿石等价格走势影响较大，波动幅度较为剧烈，巴拿马型适航范围有限，价格波动幅度相对剧烈；灵便型船舶因载货量有限，主要承运小宗商品，运价水平相对偏低，超灵便型船舶因适航范围广且运载量适中，运载货物种类较为广泛，故运价水平相对适中且波动幅度相对较小。公司船队以超灵便型为主，相较而言，抵御周期的能力较强，经营稳定性较好。

图 17：各类型干散货船运价指数对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司船队船龄较小。公司目前自有新造船船均由国内一级一类船厂建造，主要由 2013 年以后陆续交付的节能型超灵便型散货船和报告期内购置的船龄在 10 年左右的超灵便型散货船构成，船舶取得成本较低、平均船龄较短、船舶运营状况较好，相比同行业公司具备一定的运营成本优势。同时船型统一，在船舶物料配件购买、船队水上货物运输管理等方面均有较大共通性，维修养护成本相对较低，有效降低了内部管理成本。

表 3：可比公司运营情况以及船舶情况

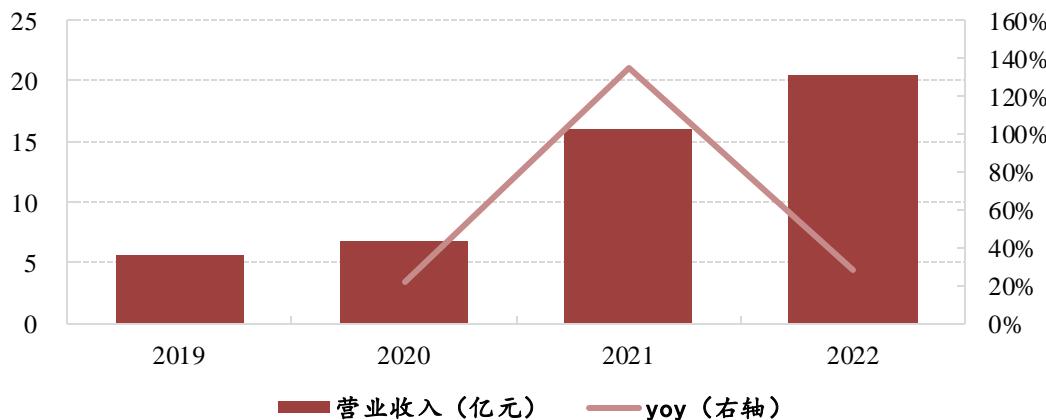
| 公司 | 运营情况 | 船舶情况 |
|------|--|---|
| 招商轮船 | 散货船队以全球规模最大的 VLOC 船队为主力，主要执行与世界上最大的铁矿石开采商和供应商巴西淡水河谷公司签订的 27 年长期运输协议 | 自有干散货船队主要由 VLOC 型、海峡型等 10 万载重吨以上的大型船舶构成，截至 2021 年末，数量和运力规模分别为 50 艘、1,600.03 万载重吨，占自有干散货船队数量和运力规模的比例分别为 49.02%、83.56% |
| 宁波海运 | 主要为浙江省能源集团等关联方提供煤炭及成品油运输服务，2019 年度、2020 年度、2021 年度，来自浙江省能源集团等关联方的收入占航运业务收入的比分别约为 85%、85% 和 76% | 主要为灵便型散货船，截至 2021 年末，自有灵便型散货船 25 艘，平均运力为 4.24 万载重吨/艘；自有巴拿马型散货船 4 艘，平均运力为 7.39 万载重吨/艘；光租海岬型散货船 1 艘，运力为 17.62 万载重吨。截至 2021 年末，船队平均船龄为 15.07 年，其中散货船队平均船龄 15.53 年 |
| 宁波远洋 | 主要为中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司、浙江浙能富兴燃料有限公司等少数客户提供国内南北线煤炭运输及长江沿线铁矿石短驳运输服务 | 自有干散货运输船舶 8 艘，其中载重 5 万吨级散货船舶 1 艘，运力 5.75 万载重吨；2 万吨级散货船舶 4 艘，运力 8.25 万载重吨；0.30 万吨位等级船舶 3 艘，运力 0.75 万载重吨 |
| 长航凤凰 | 沿海运输以自营运输模式为主，远洋运输以船货代模式为主，长江运输以自营运输+船货代模式展业。 | 截至 2022 年 6 月末，沿海运输配备自有干散货船 9 艘，平均运力为 3.40 万载重吨/艘，融资租赁船舶 1 艘，运力为 5.09 万载重吨 |
| 福建国航 | 以自有运力为基础，通过租赁运力补充扩大运力规模，收入来源主要由向终端客户收取船舶运费收入和向船舶租赁方收取船舶租金收入 | 截至 2021 年 12 月 31 日，拥有自有船舶 8 艘，光租船舶 10 艘，总运力 123.94 万吨，单船平均载重吨为 6.89 万吨/艘，平均船龄 11.55 年。其中自有船舶平均载重吨为 6.05 万吨/艘，平均船龄 14 年，平均成新率为 57.48%；光租船舶平均载重吨为 7.56 万吨/艘，平均船龄为 9.59 年，平均成新率为 71.60% |
| 海通发展 | 境内航区以程租为主，境外航区以期租为主；程租、期租业务均以自有运力运营为主，报告期内自有运力的收入占比分别为 85.58%、69.06% 和 69.78% | 船队均为超灵便型干散货船，部分自建，部分在航运市场低迷周期择时购置境外二手船，报告期内不存在处置或报废船舶的情形，截至 2022 年末，自有船舶 21 艘，平均运力为 5.38 万载重吨/艘；光租船舶 2 艘，平均运力为 5.45 万载重吨/艘；船队平均船龄为 10.98 年 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司已经与大量的国内外客户形成了长期稳定的合作关系，在业内积累了良好的口碑。干散货的货主较为集中，主要为大型资源企业，如大型矿山企业、煤炭企业、粮食贸易商等；客户对运输企业的服务质量、品牌声誉、安全管理等都有较高的要求，规模较大、运营规范的企业具有一定的品牌优势，能获取更稳定优质的客户资源。因此干散货航运业具有一定的品牌和客户资源壁垒。公司经过十余年发展，已经与大量的国内外客户形成了长期稳定的合作关系，在业内积累了良好的口碑。

公司凭借不断扩大的船队、稳定的客户等优势，业务不断拓展，营收稳健增长。公司专注境内外干散货海运业务，营业收入呈持续增长趋势，2021 年公司营收同比大幅增长 135.3%，一方面系由于公司通过陆续购置二手船舶扩充自有运力以及灵活使用市场运力的方式持续扩大业务规模；另一方面，受益于 2020 年下半年以来市场平均运价及租金水平的回升与大幅上涨。2022 年，境外期租业务自有运力的投入有效平衡了境内市场运价回落的不利影响，公司实现营业收入 20.5 亿元，同比增长 28%。

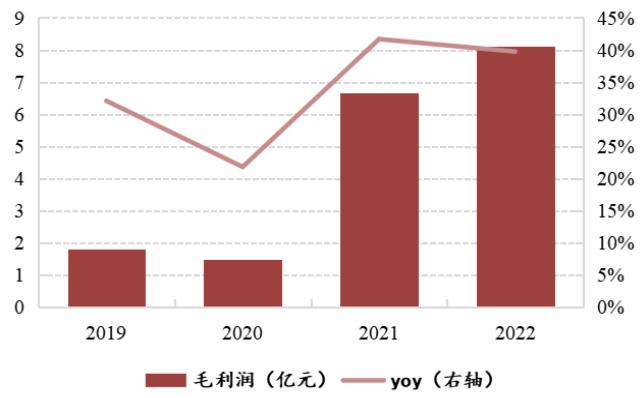
图 18：公司营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司凭借平均船龄较短、船舶运营状况较好的船队，相比同行业公司具备一定的运营成本优势。2020-2022年公司干散货运输业务毛利率分别为22%、42.2%和40.1%，2021年度同比变动情况与同行业公司相似业务毛利率变动趋势一致且高于可比公司的平均水平。2022，境内外航运市场不同航区的价格走势有所分化，公司境内业务毛利率变动情况，与主营业务集中在境内航区的长航凤凰、宁波海运等可比公司较为一致；公司境外业务毛利率的变动情况，与主营业务集中在境外航区的STAR BULK、PACIFIC BASIN等可比公司较为一致。

图 19：公司毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：可比公司毛利情况（2021年）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 募集资金用途

根据公司于 2022 年 2 月 24 日召开的 2022 年第二次临时股东大会审议通过的《关于<公司首次公开发行股票募集资金用途及可行性>的议案》以及 2023 年 2 月 9 日召开的第三届董事会第二十次会议审议通过的《关于调整<公司首次公开发行股票募集资金用途及可行性>的议案》，公司拟发行 4127.6 万股股票，发行股票所募集资金在扣除发行费用后，将按照轻重缓急顺序投资于以下项目：

表 4：募集资金用途

| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万元） | 募集资金投资总额（万元） |
|----|--------------|------------|--------------|
| 1 | 超灵便型散货船购置项目 | 168,870.92 | 132,823.43 |
| 2 | 信息化系统建设与升级项目 | 2,176.57 | 2,176.57 |
| 3 | 补充流动资金 | 20,000.00 | 7,793.20 |
| | 合计 | 191,047.49 | 142,793.20 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司提升运力以应对未来市场的需求。随着全球新冠肺炎疫情的稳步控制、经济逐步回暖，全球各地区对干散货的需求预计将逐渐增加。而干散货运输市场运力供给逐步放缓，在手订单也处于历史低位，供需错配下，市场景气度上行，运价有望回升。公司船队结构在一定程度上决定了盈利弹性，因此公司通过适时购置二手船或新船的方式增加运力，有助于提升未来的经营收入。

新造船更符合环保要求，有助于进一步升级公司船队结构。国际海事组织 (IMO) 已经通过了一系列降低国际船舶碳排放的技术性与运营性措施，如现有船舶能效指数 (EEXI) 与碳强度指数 (CII) 等级评定计划，市场上船舶淘汰更新有望加速。新造船将执行船舶设计最新标准，满足更严苛的碳排放要求。公司通过本次募集资金投资项目，将进一步扩大船队规模、优化船队结构，有利于公司提升船队的运营效率，提高公司的服务能力，降本增效，增强公司市场竞争力的同时引领行业的发展。

5 投资建议

干散货船运力确定性放缓为强周期打下基础，世界经济回暖为干散货运市场带来积极影响，同时我国多项利好基建的稳增长政策、11 月以来公布的多项促进房地产健康发展的政策落地，以及春节后重大项目的复工复产，我国复苏将成为干散货需求的主要催化剂。我们认为公司积极提升船队运力有望在景气周期享受更大的经营弹性，建议积极关注。

6 风险提示

宏观经济波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

分析师承诺

本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。

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。

| | |
|------|--|
| | 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 |
| 公司评级 | 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 |
| | 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 |
| 行业评级 | 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 |

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，未经书面许可，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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 北京 | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yyx@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |