

2024年11月07日

海通发展(603162.SH)

投资评级：增持（首次）

——民营干散龙头持续扩张船队，散运复苏期凸显成长性

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年11月06日

收盘价(元)	10.01
一年内最高/最低(元)	20.49/7.74
总市值(百万元)	9,177.96
流通市值(百万元)	2,733.49
总股本(百万股)	916.88
资产负债率(%)	28.05
每股净资产(元/股)	4.33

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 海通发展是民营干散货航运龙头之一，从专注超灵便型到发展全船型，船队规模持续扩张，成本控制能力优异。海通发展是国内民营干散货航运领域的龙头企业之一，公司主营业务可分为境内业务与境外业务，其中境内主要通过程租模式为客户运输煤炭；境外则以期租模式为主，经营煤炭、铁矿石、粮食等干散货运输；近年来境外业务毛利贡献明显大于境内业务。多年来公司船队建设专注于超灵便型散货船种，自营干散货船队规模持续扩张，同时今年起公司购买多种新船型如Capesize、Panamax船，逐步实施全船型发展计划，进一步增强市场竞争力。公司依托专业人才队伍建设，加强对购船周期的把握，低点买船构筑成本优势。
- 散运市场复苏有望，环保出清运力，联储降息利好中期需求。需求端：四大货种运量增速稳中有升；一方面近日国内陆续出台刺激经济和支撑房地产市场的政策，稳定国内相关散货海运需求；另一方面美联储降息政策通道开启，预计在降息后期刺激大宗和海运需求；同时中非贸易的持续升温也为散运市场复苏提供额外支撑，特别是几内亚西芒杜铁矿的投产和持续增加的铝土矿出口。供给端：新船供应无法及时满足老船淘汰带来的更新需求，叠加环保法规出清，预计将对运力增长带来双重限制，进而驱动行业周期向上。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.18/7.14/9.22亿元，同比增速分别为180.15%/37.73%/29.17%；当前股价对应的PE分别为17.70/12.85/9.95倍。鉴于散运景气度复苏和公司船队规模顺势扩张的业绩高弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：美联储降息不及预期；发展中国家经济增长不及预期；中国经济增长不及预期；环保及节能减排政策不及预期；航运市场波动；经济制裁和出口管制；汇率波动风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,046	1,705	3,406	3,787	4,358
同比增长率(%)	28.02%	-16.65%	99.72%	11.18%	15.08%
归母净利润(百万元)	671	185	518	714	922
同比增长率(%)	29.76%	-72.44%	180.15%	37.73%	29.17%
每股收益(元/股)	0.73	0.20	0.57	0.78	1.01
ROE(%)	32.81%	5.09%	12.81%	15.48%	17.25%
市盈率(P/E)	13.67	49.60	17.70	12.85	9.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

海通发展作为民营干散龙头企业，公司以低成本优势持续扩张船队规模，实施全船型发展计划，散运复苏周期推动公司业绩持续上行。基于行业最新的供需关系和宏观因素，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.18/7.14/9.22 亿元，同比增速分别为 180.15%/37.73%/29.17%；当前股价对应的 PE 分别为 17.70/12.85/9.95 倍。首次覆盖，考虑到散运景气度复苏和公司船队规模顺势扩张的业绩高弹性，给予“增持”评级。

关键假设

1.程租业务：内贸业务以程租为主，预计内贸散运仍处于磨底期，我们预计 2024 ~ 2026 年程租业务收入分别为 10.96/12.18/14.61 亿元，同比 +32.12%/+11.11%/+20.00%，归母净利润分别为 0.06/0.15/0.31 亿元，同比 -51.89%/+140.44%/+106.81%；

2.期租业务：外贸业务以期租为主，预计收入利润随公司扩张船队规模和市场复苏而增长，我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 20.59/27.05/36.54 亿元，同比 +148.52%/+11.11%/+13.33%，归母净利润分别为 4.62/6.45/8.43 亿元，同比 +168.73%/+39.74%/+30.62%；

3.其他业务：我们预计 2024 ~ 2026 年收入分别为 2.51/2.81/3.03 亿元，同比 +431.00%/+12.00%/+8.00%。

投资逻辑要点

海通发展作为民营干散龙头企业，随着散运市场因船队更新换代不及时和环保出清而持续复苏趋势，公司顺势扩张船队规模，预计未来公司业绩成长性较强。

核心风险提示

美联储降息不及预期；发展中国家经济增长不及预期；中国经济增长不及预期；环保及节能减排政策不及预期；航运市场波动；经济制裁和出口管制；汇率波动风险。

内容目录

1. 持续扩张的民营干散龙头，成本控制能力优异	6
1.1. 持续扩张船队，从超灵便型到发展全船型	6
1.2. 精细化管理+周期节奏把握，公司成本费用控制优异	9
2. 散运市场复苏有望，环保出清运力，联储降息利好中期需求	10
2.1. 周期复盘	10
2.2. 市场展望	11
3. 盈利预测与评级	19
3.1. 核心假设	19
3.2. 盈利预测与投资建议	19
4. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司船队运营模式分为程租和期租两类.....	6
图表 3: 公司境外业务收入占比逐年提升.....	7
图表 4: 公司境外业务毛利贡献逐升, 我们预计若未来继续扩张境外业务规模, 将增大盈利.....	7
图表 5: 公司自营超灵便型干散货船队规模持续提升.....	8
图表 6: 公司总运力在国内干散货航运企业中排名第 7 (2023 年).....	8
图表 7: 超灵便型船运力在全球同行业上市公司中排名第 5 (2023 年).....	8
图表 8: 公司 2023 年日均 TCE 高于行业均值 14.3%.....	9
图表 9: 公司在船价低点时购船, 构筑成本优势.....	9
图表 10: 公司销售毛利率总体上领先于同业.....	10
图表 11: 公司管理费用率与资产负债率显著低于同业.....	10
图表 12: 干散货指数 BDI 与 BCI 高度相关, 且弹性较大, BSI、BPI 相对平稳.....	11
图表 13: 发改委审批趋严, 国内煤炭供给受到抑制.....	12
图表 14: 煤炭进口与出口大国贸易量稳中有升.....	12
图表 15: 火力发电依然是我国主要电力来源.....	12
图表 16: 中国生铁和钢材产量平稳增长 (单位, 万吨).....	12
图表 17: 降息有望支撑全球经济和小宗散货运量增速.....	13
图表 18: 预计未来两年小宗散货中金属增量最多 (单位, 百万吨).....	13
图表 19: 预计非洲地区增产将改变铁矿石供给格局, 其中 2025 年西芒杜表现突出, 其他矿山也将贡献增量.....	14
图表 20: 西芒杜铁矿北矿区通过铁路将铁矿运输至港口, 预计将在 2025 年 10 月开始生产.....	14
图表 21: 有中国资本背景的西非铁矿石项目或将降低中国对澳洲铁矿石的依赖.....	14
图表 22: 新能源行业发展推动全球铝产量持续增长, 中国产量占比逐渐攀升 (单位: 百万吨).....	15
图表 23: 几内亚铝土矿出口的增长支持了中国铝产量的持续增长, 供应了中国铝土矿进口约 76%.....	15
图表 24: 非洲拥有全球多种关键矿产, 铂族金属储量超九成.....	16

图表 25: 关键矿产加工产业链集中在中国	16
图表 26: 非洲多国是中国钴、铝和锰的第一大进口来源, 未来预计将继续加强矿业合作10	
图表 27: 预计未来全球粮食贸易量增速稳健	17
图表 28: 预计美、乌出口将支撑全球粮食运量增长	17
图表 29: Supramax 在手订单占比处于历史低点, 船队老龄化严重	17
图表 30: 新船无法满足 Supramax 船队更新所需 (单位, 艘)	17
图表 31: CII 实施后, Supramax 降速明显	18
图表 32: CII 评级下不合规的 Supramax 船数量较多, 预计 2026 年船队评级进一步下滑	18
图表 33: 供给在环保法规持续出清下, Supramax 运价有望抬升 (单位: 美元/天) ...	18
图表 34: 海通发展分业务业绩预测	19

1. 持续扩张的民营干散龙头，成本控制能力优异

1.1. 持续扩张船队，从超灵便型到发展全船型

海通发展前身为成立于2009年3月的海通有限，2015年3月整体变更为股份公司，公司名称变更为“福州海通发展股份有限公司”。公司成立以来始终专注于从事国内沿海以及国际远洋的干散货运输业务，经过多年的积累，已成为国内民营干散货航运领域的龙头企业之一。2023年3月29日，海通发展在上海证券交易所上市交易，证券简称为“海通发展”，代码为“603162.SH”。

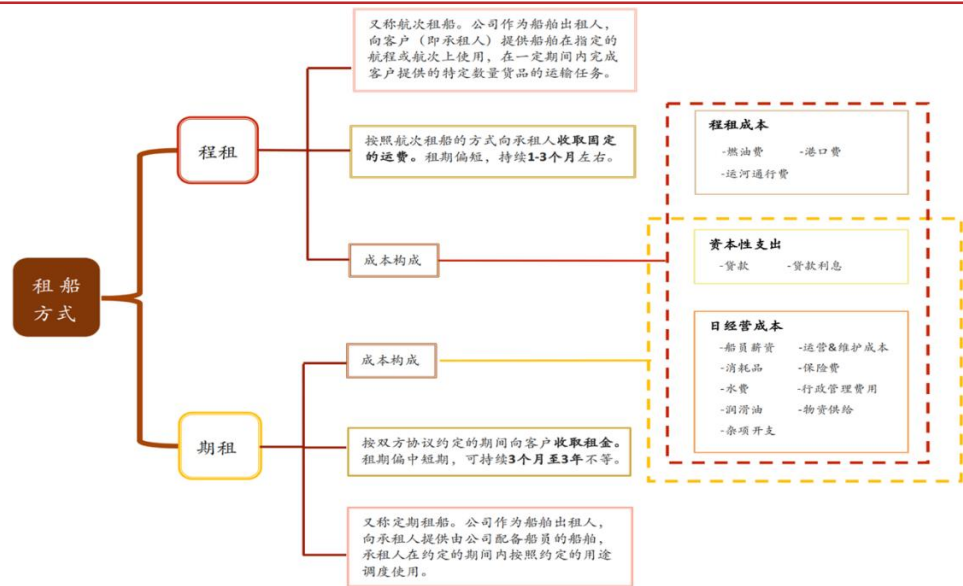
图表 1：公司发展历程



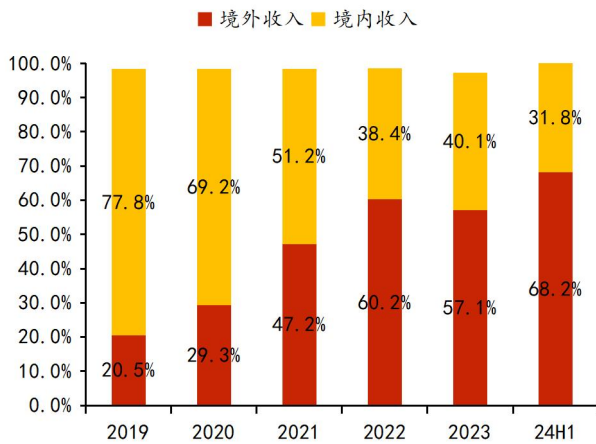
资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司的主营业务可按航区分为境内与境外，近年来公司境外业务毛利贡献已超九成。我们预计公司未来若进一步扩张境外业务规模，将进一步增大盈利。境内主要通过程租的运营模式，在中国境内沿海、长江下游、珠江三角洲等水域航区为客户运输煤炭，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；境外则以期租模式为主，积极拓展全球干散货海上运输业务，航线遍布80余个国家和地区的300余个港口，为客户运输煤炭、铁矿石、粮食等干散货；布局广泛，对单一客户的依赖程度低。

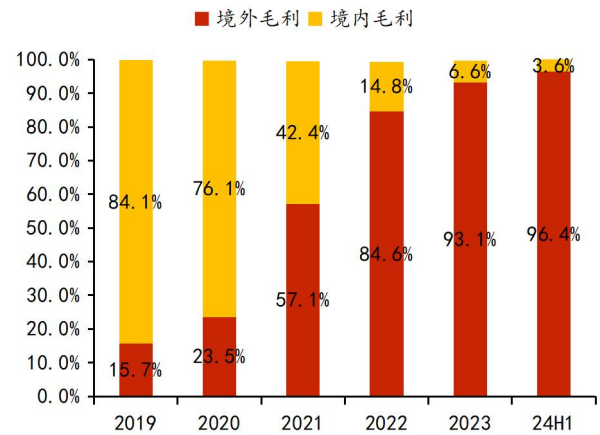
图表 2：公司船队运营模式分为程租和期租两类



资料来源：公司公告，Researchgate，华源证券研究所

图表 3：公司境外业务收入占比逐年提升


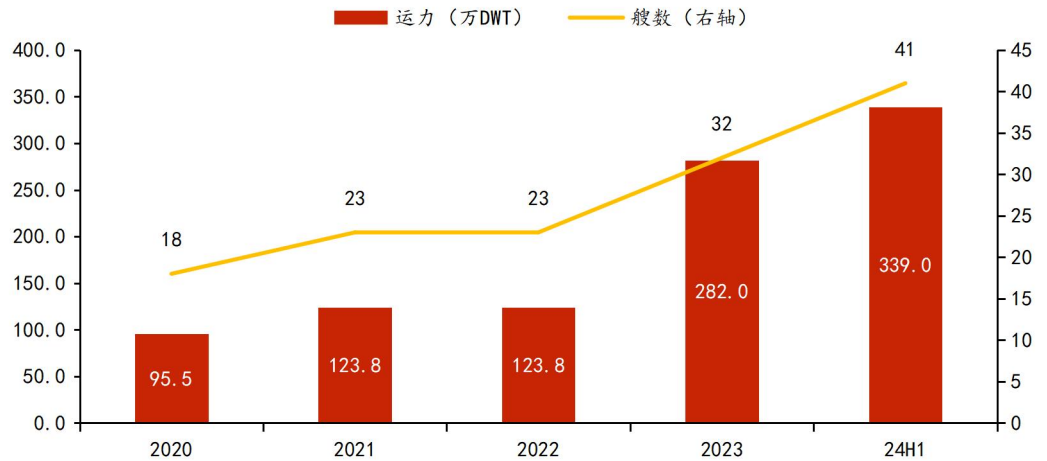
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司境外业务毛利贡献逐升，我们预计若未来继续扩张境外业务规模，将增大盈利


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司持续扩张船队规模，从专注超灵便到发展全船型。公司组建了以 51,000DWT 和 57,000DWT 超灵便型干散货船舶为主的船队。截至 2024 年 6 月末，公司自营 Supramax 型干散货船舶 41 艘（其中自有 39 艘、光租 2 艘），合计运力 339 万 DWT。外租船 21 艘。同时公司积极通过购买二手船扩张运力增强盈利能力，2024 年 8 月公司购入 3 艘 Panamax 型二手干散货船舶，9 月再购入 2 艘 Capesize 型二手干散货船，截至目前船队总规模已达 67 艘，有效提升了公司竞争力和市场占有率。

2023 年海通发展的超灵便型船运力在全球该行业上市公司中位列第五。超灵便型船舶对航道、港口条件的适应能力强，吃水深度既可满足境内长江口航区航行条件，又可以承担境外航线的远洋运输任务，与公司业务布局需求相适配；运载量适中，载货种类广泛，因而运价水平相对适中且波动幅度相对较小，抗周期能力强。今年起公司购入其他干散货船型，扩张运力规模的同时发展全船型为公司盈利能力增益。

图表 5：公司自营超灵便型干散货船队规模持续提升


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司总运力在国内干散货航运企业中排名第 7 (2023 年)

排名	单位名称	艘数	运力合计 (万载重吨)	企业性质
1	中国远洋海运集团有限公司	1418	11664.0	央企
2	招商局集团有限公司	654	4418.1	央企
3	山东海运股份有限公司	73	1079.7	国企
4	福建国航远洋运输(集团)股份有限公司	55	373.7	民企
5	渤海远洋(河北)运输有限公司	27	369.3	国企
6	国家能源集团航运有限公司	60	323.0	央企
7	福建海通发展股份有限公司	54	282.0	民企
8	浙江协海集团有限公司	39	266.5	民企
9	上海瑞宁航运有限公司	31	228.4	国企
10	安通控股股份有限公司	73	222.0	民企
11	上海中谷物流股份有限公司	83	219.8	民企
12	海丰国际控股有限公司	103	217.6	民企
13	浙江省海运集团股份有限公司	35	191.4	国企
14	江苏远洋运输有限公司	112	183.0	国企
15	东莞市海昌船务有限公司	22	168.0	民企

资料来源：上海航交所，华源证券研究所

图表 7：超灵便型船运力在全球同行业上市公司中排名第 5 (2023 年)

排名	公司名	艘数	运力合计 (万载重吨)	平均船龄 (年)
1	Star Bulk Carriers	74	4502.5	10.9
2	CDB Leasing	54	341.0	5.3
3	Nippon Yusen Kaisha	59	314.6	14.1
4	Pacific Basin Shpg	50	293.4	11.9
5	Fujian Highton	38	209.5	12.1
6	Wisdom Marine Group	31	187.8	8.4
7	Mitsui OSK Lines	30	161.8	11.6
8	Genco Shpg & Trading	26	156.6	11.5
9	Huaxia Bank	16	101.9	0.6
10	Pan Ocean	20	121.1	8.2
11	Minsheng Bank	24	144.7	9.6
12	China Shenhua	31	144.6	11.1
13	Jinhui Holdings	22	128.0	14.2
14	K-Line	24	138.2	12.0
15	Thoresen Thai	24	134.2	16.3

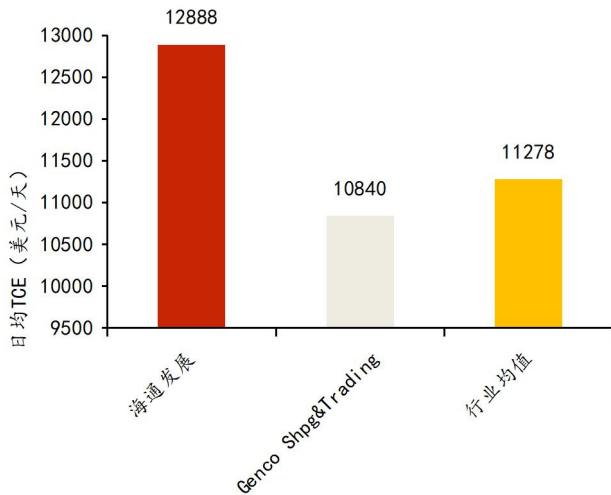
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

1.2. 精细化管理+周期节奏把握，公司成本费用控制优异

公司立足于行业和船型特点设立了独特的精细化管理制度。针对船舶维修以及燃油、配件等物料采购问题，公司制定了标准化操作流程，实施对成本、费用等各项指标的全面预算；精准把控船舶燃油消耗、物料备件使用额度、保养时间、装卸货时间等指标，降低运营成本，使得 TCE 高于行业均值 14.3%，在同行业可比公司中排名前列。

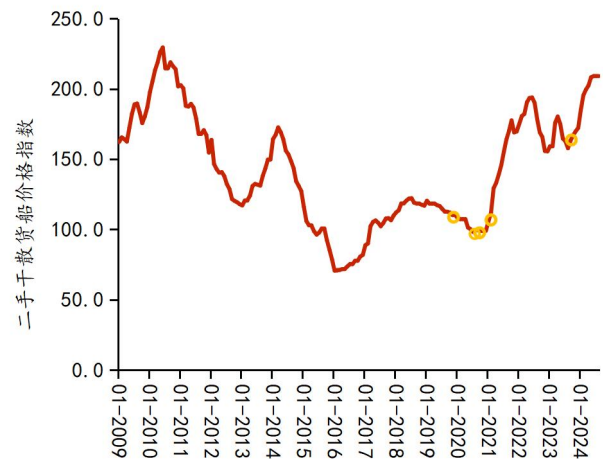
公司依托专业人才的引进与培养，加强对周期节奏的把握，构筑长期成本优势。管理层由从事水上货物运输行业经验丰富的人员组成，对于散货航运的行业周期性较为了解，在船舶购置等方面具有一定的前瞻性。通过非景气周期以较低价格购入符合公司业务发展规划的船舶，一定程度上降低折旧和财务费用支出。

图表 8：公司 2023 年日均 TCE 高于行业均值 14.3%



资料来源：克拉克森，公司公告，华源证券研究所

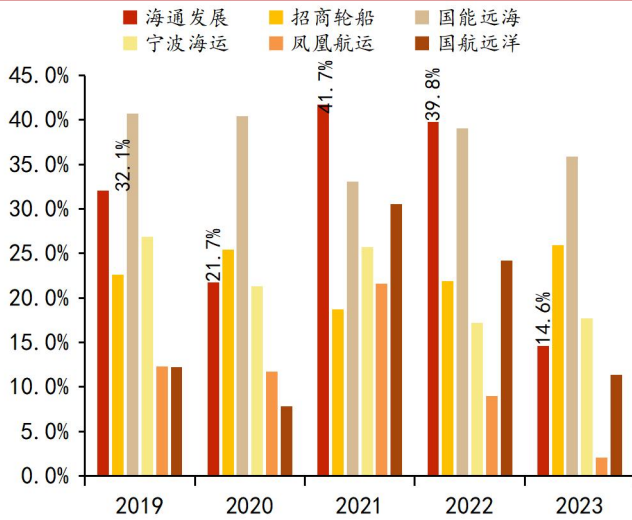
图表 9：公司在船价低点时购船，构筑成本优势



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

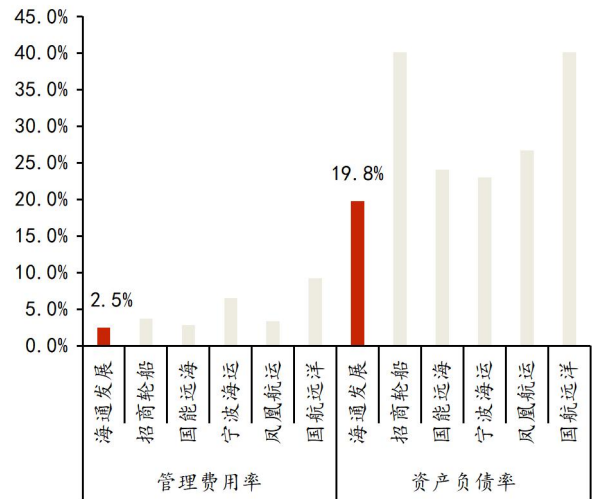
全球航运市场景气度回升，公司顺应市场变化趋势，适时扩大控制运力规模，优化全球航线布局，提高运营效率，通过精细化管理降低运营成本，强化自身盈利能力。公司在 2024 年前三季度归母净利润大幅增加，达到 4.10 亿元，同比增加 171.12%。同时从行业来看，销售毛利率水平虽受宏观经济周期、供需关系等因素影响而有所波动，公司的销售毛利率总体上仍领先于同业；而管理费用率与资产负债率显著低于同业，成本与资产结构稳定。按照公司 2024 年半年报数据，公司自有船舶有 41 艘，若船舶租金每增长 1000 美金/日，对应公司利润边际变化 0.99 亿元。

图表 10：公司销售毛利率总体上领先于同业



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 11：公司管理费用率与资产负债率显著低于同业



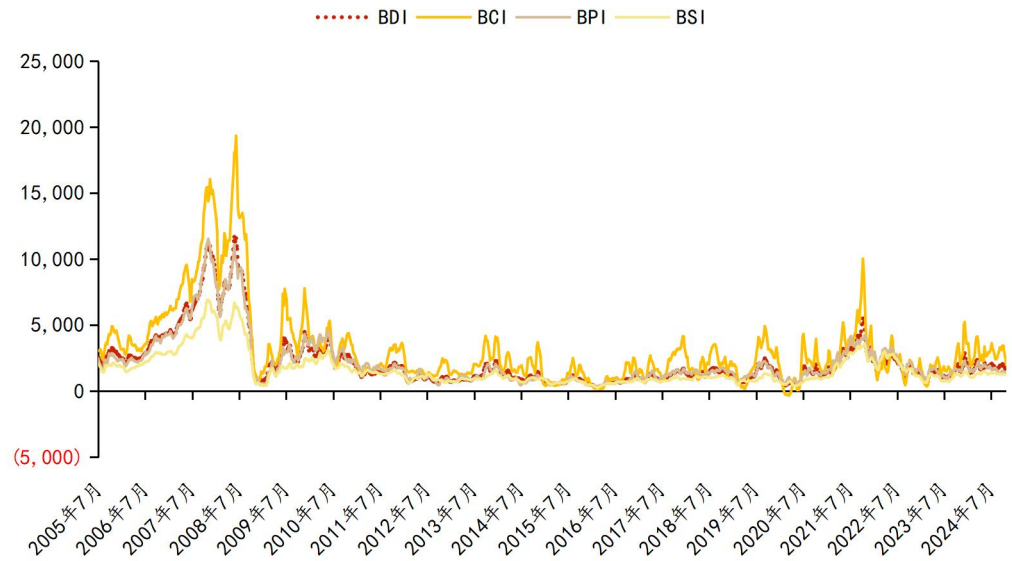
资料来源：iFind，华源证券研究所

2. 散运市场复苏有望，环保出清运力，联储降息利好中期需求

2.1. 周期复盘

散运周期复盘：航运业因其需求端受到全球宏观经济的高度影响，供给端运力的增减表现出刚性特征，具有显著的周期性与波动性。干散货指数走向与 BCI 高度相关，因 Capesize 承运的铁矿石等大宗商品需求弹性较大而大幅波动；而 Supramax 承运的煤炭、粮食以及金属矿、钢材等小宗散货运价波幅相对较小，Panamax 主要承运的粮食波动也较小；BSI、BPI 表现相对稳定。2023 年各指数仍处于历史较低水平，年底有小幅回升。随着全球经济持续复苏，我们预计 2024 年或有望进入上行周期。

图表 12: 干散货指数 BDI 与 BCI 高度相关, 且弹性较大, BSI、BPI 相对平稳



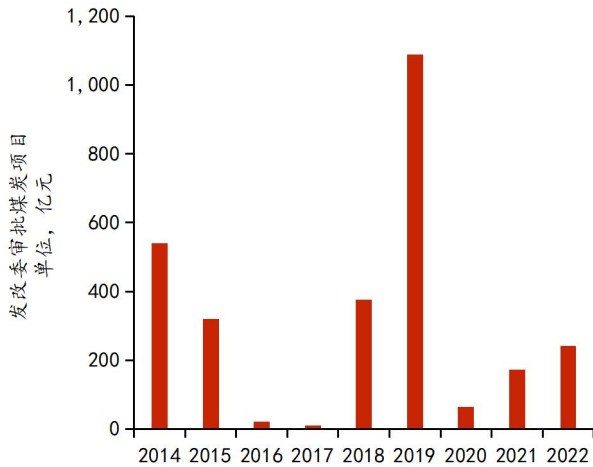
资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所,

2.2. 市场展望

散运市场复苏有望, 环保出清运力, 联储降息利好中期需求。需求端: 四大货种运量增速稳中有升, 一方面近日国内陆续出台刺激经济和支撑房地产市场的政策, 稳定国内相关散货海运需求; 另一方面美联储降息政策通道开启, 预计在降息后期刺激大宗和海运需求; 同时中非贸易的持续升温也为散运市场复苏提供额外支撑, 特别是几内亚西芒杜铁矿的投产和持续增加的铝土矿出口。供给端: 新船供应无法及时满足老船淘汰带来的更新需求, 叠加环保法规出清, 预计将对运力增长带来双重限制, 进而驱动行业周期向上。

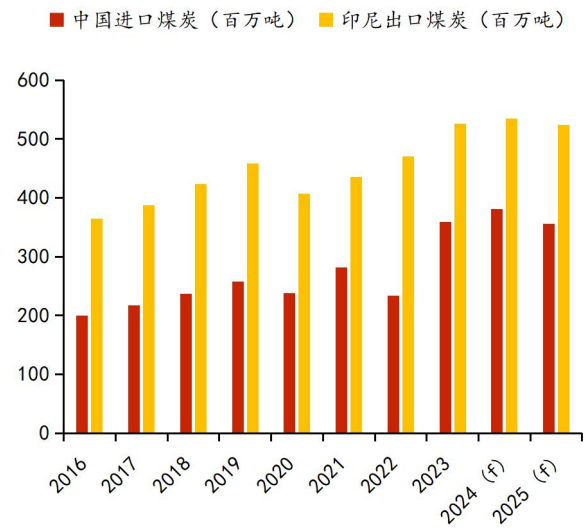
煤炭市场需求稳中有进。近年来因发改委审批趋严, 国内煤炭供给急剧收缩, 拉动进口贸易量增长。出口方面, 印尼近年来面对亚太新兴市场不断扩张的产能需求, 煤炭出口量已超过传统出口强国澳大利亚, 占全球煤炭出口额的 40%, 我们预计未来两年还将保持增长势头。

图表 13: 发改委审批趋严, 国内煤炭供给受到抑制



资料来源: iFind, 华源证券研究所

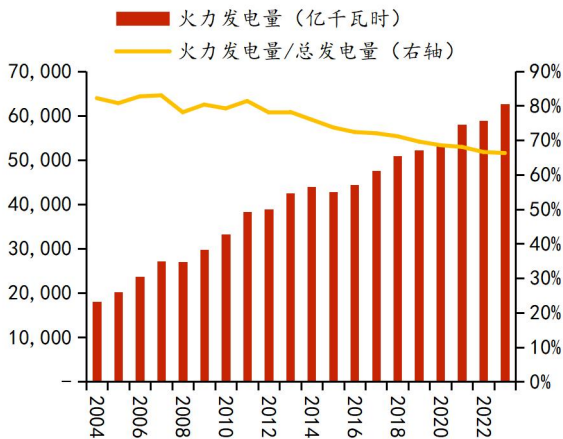
图表 14: 煤炭进口与出口大国贸易量稳中有升



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

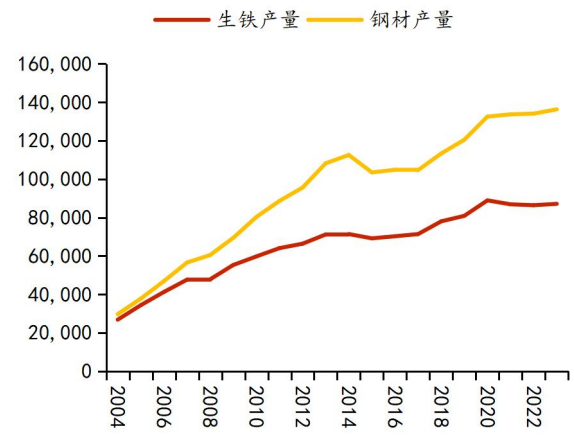
我们预计未来一定时期内我国火力发电依然是主要电力来源, 火力发电需求和制造业需求将同步支撑煤炭海运量。从煤炭产业链下游看, 尽管在全球脱碳趋势下我国开始逐步寻求清洁能源替代, 但对火力发电的依赖性依然显著。火力发电量逐年攀升, 2023 年已达 62657 亿千瓦时。制造业产量较为稳定, 生铁和钢材等原材料的产量保持平稳增长。

图表 15: 火力发电依然是我国主要电力来源



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 16: 中国生铁和钢材产量平稳增长 (单位, 万吨)

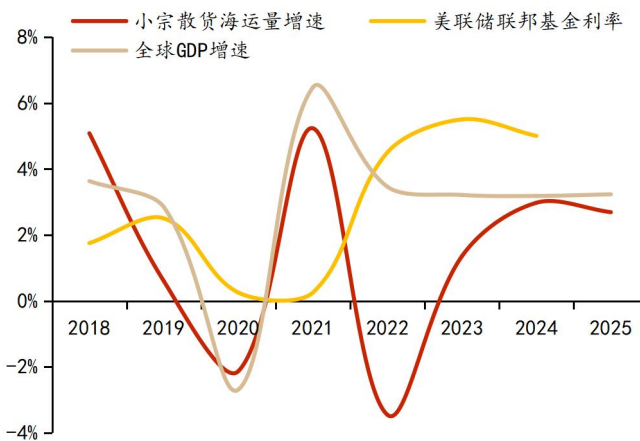


资料来源: iFind, 华源证券研究所

美联储降息政策支持全球经济特别是发展中国家经济增长, 而发展中国家有望在降息背景下加快发展本国经济、加快城镇化的进程, 因此发展中国家未来对金属等小宗散货的需求预计将支撑小宗散货海运量。美联储的货币政策和全球各地区经济增长呈现相关性; 降息周期各地区经济增速抬升, 小宗散货贸易量升高, 加息周期反之; 2024 年 9 月美联储将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点, 促进全球的经济增长的同时有望使资本外流到新兴发展中国家

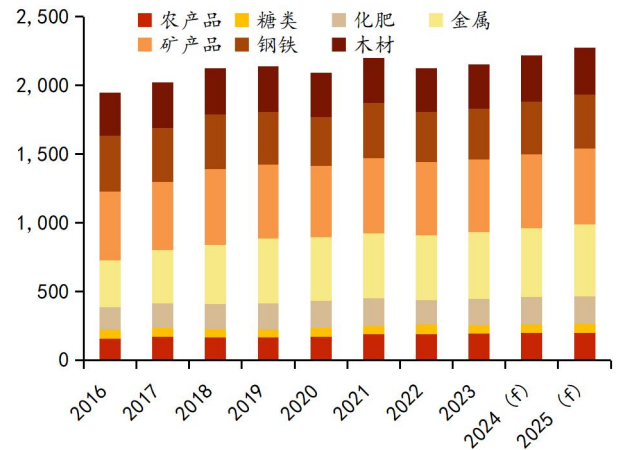
家，加快发展中国家工业化、城镇化进程；因此在美联储降息和发展中国家城镇化需求驱动小宗散货贸易量的背景下，我们预计全球经济增长的同时小宗散货贸易量稳中有升。其中，金属将贡献最大增量，根据克拉克森预测，预计 2024 年增加 2500 万吨；钢材次之，预计增加 1500 万吨。

图表 17：降息有望支撑全球经济和小宗散货运量增速



资料来源：克拉克森，iFind，华源证券研究所

图表 18：预计未来两年小宗散货中金属增量最多（单位，百万吨）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

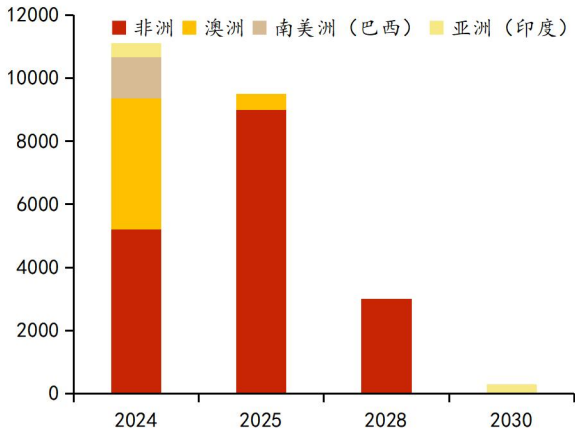
预计未来铁矿石供给增量结构将出现变化，主要由非洲等地区持续支撑，其中西非西芒杜表现亮眼，根据 Veson 报告，西芒杜铁矿项目分为南北两大区块，北部区块包括 1 号和 2 号矿区，由 WCS 负责开发，预计每年生产 6000 万吨；南部区块包括 3 号和 4 号矿区，由 Simfer 公司负责开发和运营，根据报告，预计将在 2025 年 10 月开始生产，开产后 30 个月内达到每年 6000 万吨的生产能力；南北矿区完全投产后，预计西芒杜铁矿总生产量达到每年 1.2 亿吨。中国作为铁矿石最大进口国，出于供应安全考虑，若以几内亚铁矿进口替代澳大利亚铁矿进口，预计将增加 3 倍运距，实现运量、运距双逻辑支撑运价。

同时非洲地区其他矿山增产也支撑铁矿石供给增量，其中 2024 年 WCL 公司贡献 3000 万吨的铁矿石年产量，若非、澳、巴地区的矿山增产顺利，则有望打破四大矿山的垄断格局，拉长运距，增加吨海里需求，提升运价。

此外，由于不同船型在承运货种方面具有一定共通性，Supramax 也可承运原先主要由大型船舶运输的铁矿石等大宗商品，故 Capesize 等大船市场供应紧张，也将拉动对 Supramax 船型的需求增长。

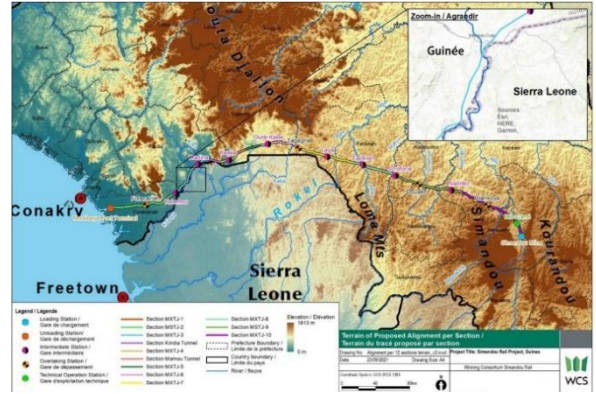
图表 19: 预计非洲地区增产将改变铁矿石供给格局, 其中 2025 年西芒杜表现突出, 其他矿山也将贡献增量

单位: 万吨



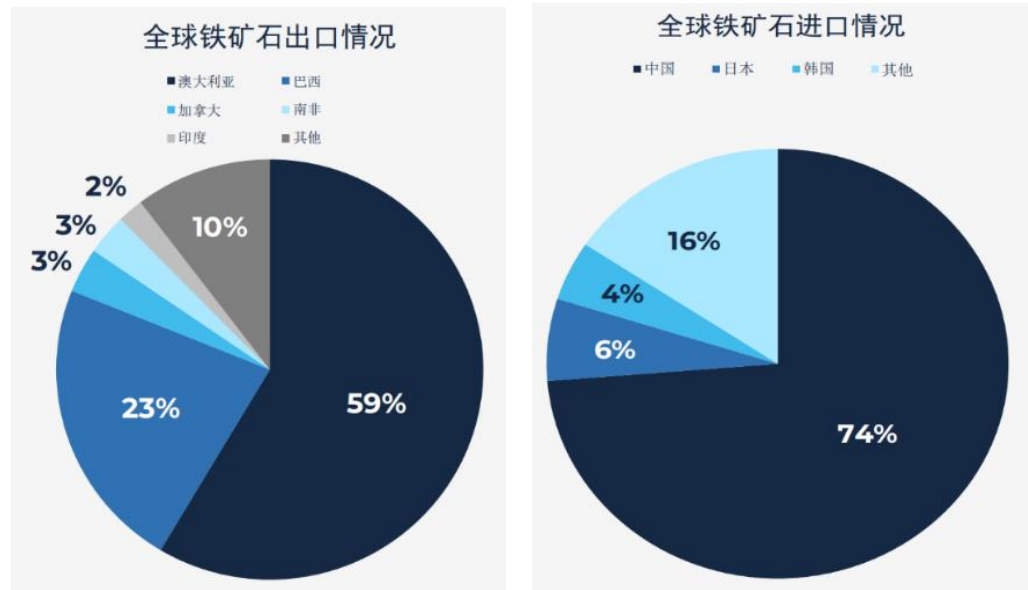
资料来源: 我的钢铁网, 华源证券研究所

图表 20: 西芒杜铁矿北矿区通过铁路将铁矿运输至港口, 预计将在 2025 年 10 月开始生产



资料来源: WCS Global, 华源证券研究所

图表 21: 有中国资本背景的西非铁矿石项目或将降低中国对澳洲铁矿石的依赖

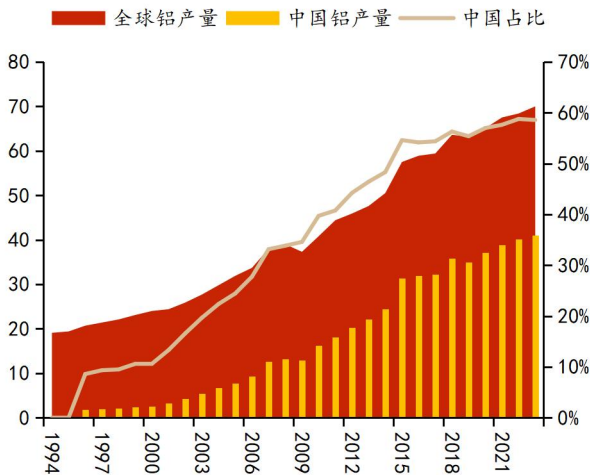


资料来源: Oceanbolt, 华源证券研究所

非洲不仅在铁矿石贸易中产生重要影响, 预计随着全球绿色转型大趋势下中国新能源产业的发展, 在铝土矿和钴、镍、铬及铂族金属等关键矿产的全球贸易中扮演关键角色。随着全球铝生产的增长, 铝土矿贸易也在增加。然而, 自 2023 年 6 月以来, 印尼已实施铝土矿出口禁令, 以发展印尼国内铝土矿加工和精炼产业。印尼铝土矿出口因此基本停止, 造成了约 1900 万吨的年度短缺, 中国需要从其他地方弥补这一缺口。大部分缺口由几内亚填补, 2023 年几内亚对中国的铝土矿出口增长 41%, 接近 1 亿吨, 提高了干散货的吨英里需求。根据 Oceanbolt 数据, 2023 年从几内亚到中国的这条贸易线路增加了 0.8% 的干散货吨英里

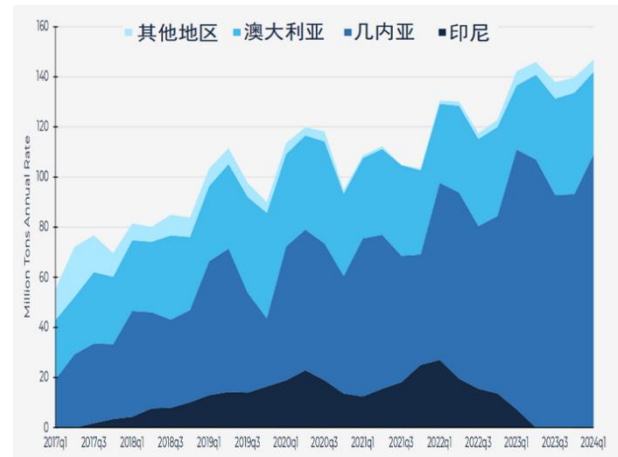
需求。预计这一趋势将继续，因为中国预计将加大对于“新质生产力”方向的投资，如太阳能电池板、电动汽车、电池和其他绿色转型所需的高科技组件。

图表 22：新能源行业发展推动全球铝产量持续增长，中国产量占比逐渐攀升（单位：百万吨）



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 23：几内亚铝土矿出口的增长支持了中国铝产量的持续增长，供应了中国铝土矿进口约 76%

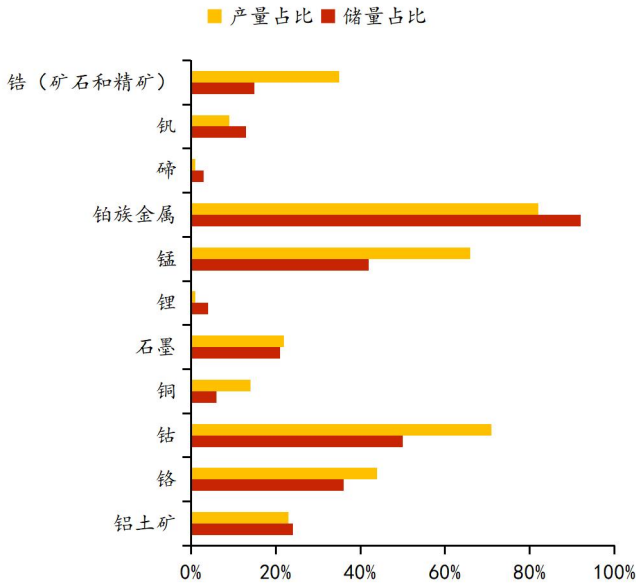


资料来源：Oceanbolt，华源证券研究所

关键矿产是指当前及未来一段时间都对经济发展、国家安全等至关重要的金属或非金属材料。非洲关键矿产储量丰富，拥有全球超过 80%的铂族金属、50%的钴和 42%的锰储量，在全球供应链中占有重要地位。钴在锂电池和电动汽车生产中至关重要，铬和锰是光伏太阳能的必要材料，铂族金属则是绿色氢和重型运输、供暖等部门实现脱碳的关键。随着全球发展绿色转型的不可或缺性，新能源成为重点领域，对非洲关键矿产的需求预计将持续放量。

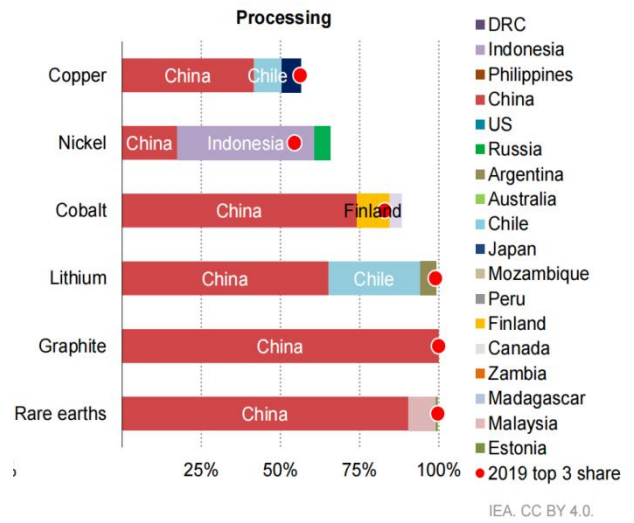
中国作为新能源系统的领导者，在关键矿产的提炼、加工、出口乃至消费方面都具有重大影响。据 IEA 资料显示，中国加工了全球 60%以上的钴和 50%以上的锂，在出口“新三样”的需求拉动之下，锂电池、电动车等市场份额扩大，主导地位有望进一步凸显。而在大国间资源战略竞争加剧的背景下，中国正以追赶者的身份加快布局与非洲国家的矿业合作，成为非洲矿产出口的主要目的地，刚果民主共和国（DRC）和南非分别是中国进口钴和锰的第一大供应国。

图表 24: 非洲拥有全球多种关键矿产, 铂族金属储量超九成



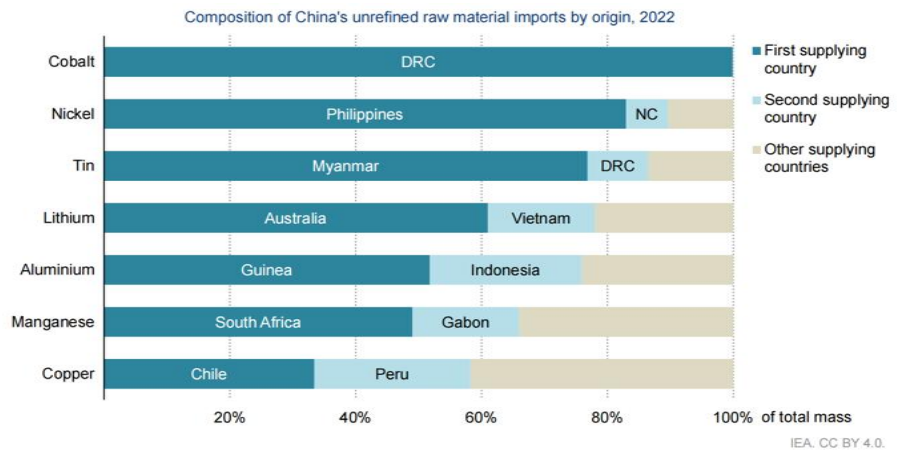
资料来源: USGS, 华源证券研究所

图表 25: 关键矿产加工产业链集中在中国



资料来源: IEA, 华源证券研究所

图表 26: 非洲多国是中国钴、铝和锰的第一大进口来源, 未来预计将继续加强矿业合作

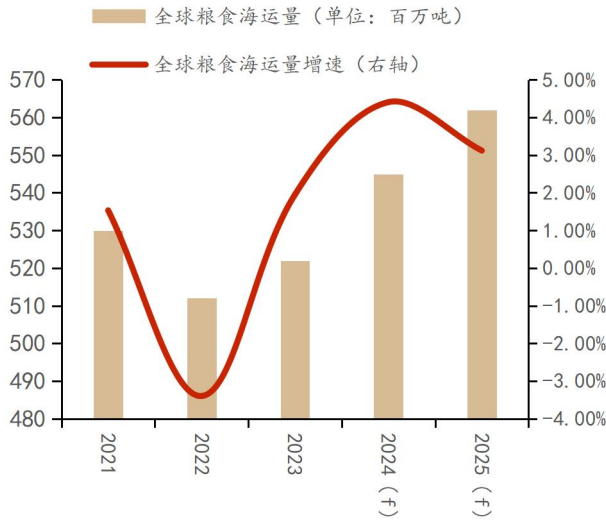


资料来源: IEA, 华源证券研究所

由于美国粮食出口量的回弹和乌克兰粮食出口量的增长, 我们预计未来全球粮食贸易量增速稳健。根据克拉克森预测, 2024 年粮食海运出口贸易将增长 4%, 一方面得益于美国出口量的回弹; 另一方面, 自黑海粮食协议于 2023 年 7 月到期后, 乌克兰迅速建立了替代的出口路线, 使其粮食贸易出口速度回升, 支撑全球粮食贸易量。

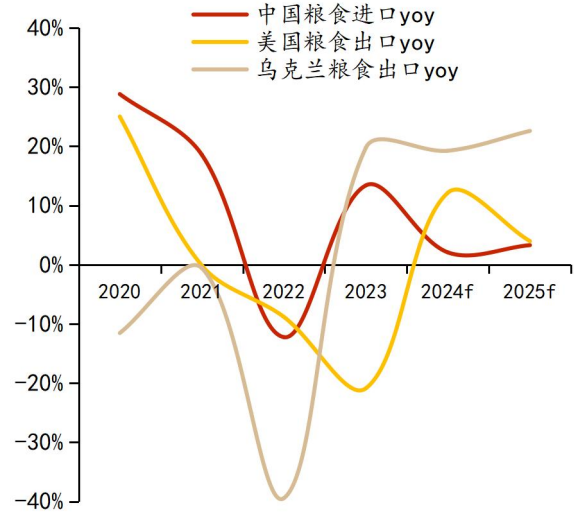
同时作为粮食进口大国, 中国的进口需求较为稳健, 根据克拉克森预测 2024 年中国粮食进口量增速为 2%, 对粮食贸易量 4% 的增速起到了一定的支撑作用。

图表 27: 预计未来全球粮食贸易量增速稳健



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

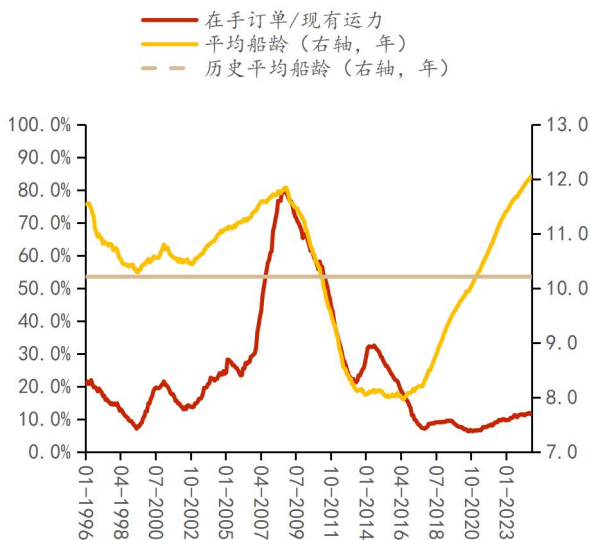
图表 28: 预计美、乌出口将支撑全球粮食运量增长



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

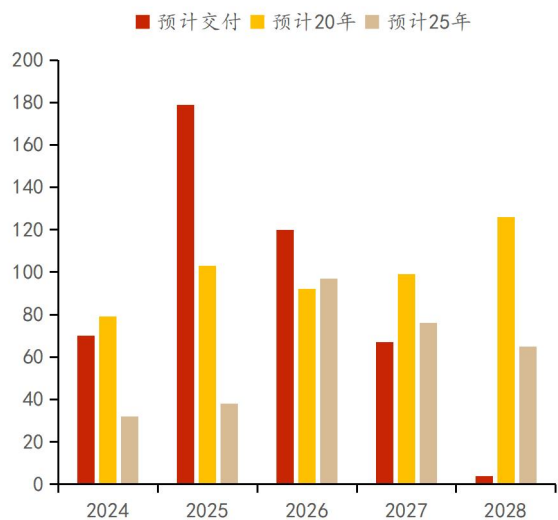
超灵便型船市场面临新船供给不足和船队老龄化问题。截至 2024 年 8 月, Supramax 船型的在手订单/现有运力仅为 11.4%, 处于 2007 年以来的历史低位; 另一方面, Supramax 的平均船龄已达 12.1 年, 超过其 1996 年来的历史平均船龄 10.2 年; 同年共有 79 艘船的船龄进入 20 年, 32 艘进入 25 年, 而预计交付的新船仅 70 艘, 更新换代缺口将持续增大。

图表 29: Supramax 在手订单占比处于历史低点, 船队老龄化严重



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

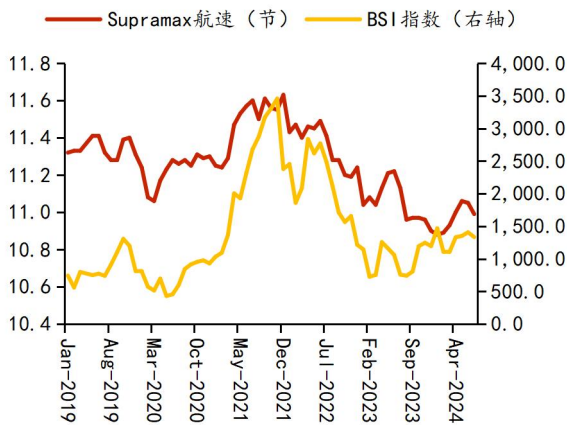
图表 30: 新船无法满足 Supramax 船队更新所需 (单位, 艘)



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

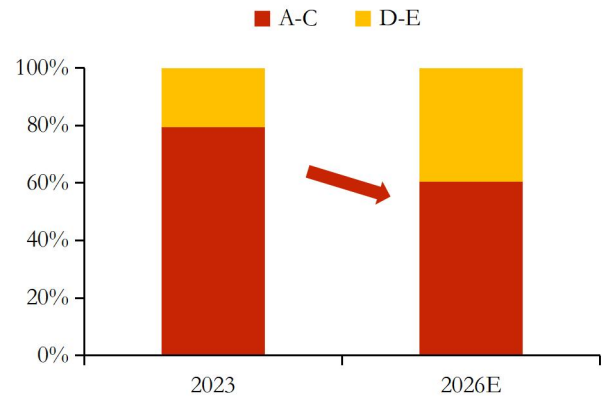
同时，环保新规加速推进预计将持续限制运力增长。2023年初开始实施 CII 评级后，散货船为达到相应碳排放标准开始合规性降速；随着 CII 要求逐渐趋严及减碳节能措施的逐步落地，预计运力供给还将因船队降速和老旧产能的加速淘汰而不断收缩。

图表 31: CII 实施后, Supramax 降速明显



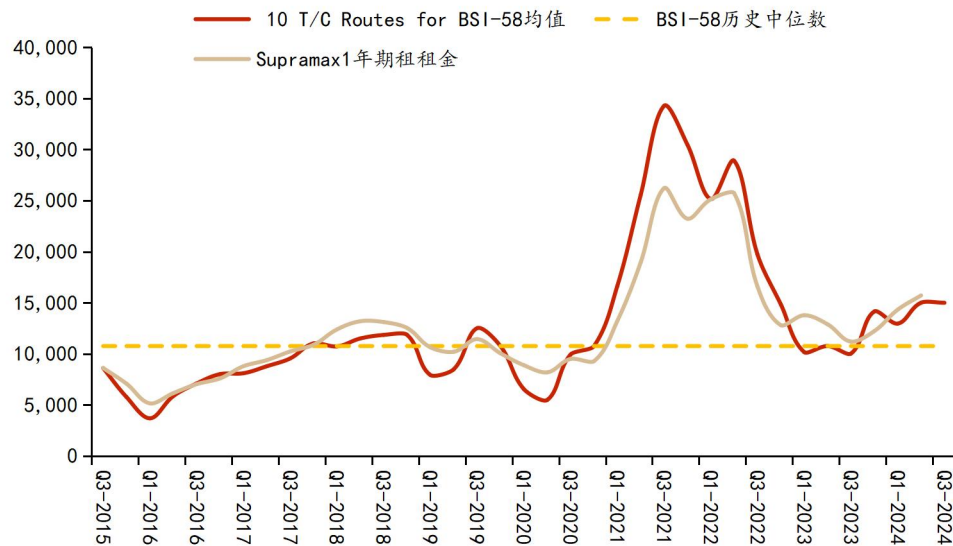
资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

图表 32: CII 评级下不合规的 Supramax 船数量较多, 预计 2026 年船队评级进一步下滑



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

图表 33: 供给在环保法规持续出清下, Supramax 运价有望抬升 (单位: 美元/天)



资料来源: 克拉克森, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1.程租业务：内贸业务以程租为主，预计内贸散运仍处于磨底期，我们预计2024~2026年程租业务收入分别为10.96/12.18/14.61亿元，同比+32.12%/+11.11%/+20.00%，归母净利润分别为0.06/0.15/0.31亿元，同比-51.89%/+140.44%/+106.81%；

2.期租业务：外贸业务以期租为主，预计收入利润随公司扩张船队规模和市场复苏而增长，我们预计2024~2026年收入分别为20.59/27.05/36.54亿元，同比+148.52%/+11.11%/+13.33%，归母净利润分别为4.62/6.45/8.43亿元，同比+168.73%/+39.74%/+30.62%；

3.其他业务：我们预计2024~2026年收入分别为2.51/2.81/3.03亿元，同比+431.00%/+12.00%/+8.00%。

图表 34：海通发展分业务业绩预测

(亿元)	2024E	2025E	2026E
总营业收入	34.06	42.04	54.18
yoy	99.72%	23.43%	28.89%
程租业务	10.96	12.18	14.61
yoy	32.12%	11.11%	20.00%
期租业务	20.59	27.05	36.54
yoy	148.52%	11.11%	13.33%
其他业务	2.51	2.81	3.03
yoy	431.00%	12.00%	8.00%
归母净利润	5.18	7.14	9.22
yoy	180.15%	37.73%	29.17%
程租业务	0.06	0.15	0.31
yoy	-51.89%	140.44%	106.81%
期租业务	4.62	6.45	8.43
yoy	168.73%	39.74%	30.62%

资料来源：iFind，华源证券研究所

3.2. 盈利预测与投资建议

海通发展作为民营干散龙头企业，在散运进入复苏期时扩张船队规模发展全船型，精细化管理+低点购船构筑成本优势，预计公司未来利润持续向好。我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入34.06、42.04、54.18亿元，同比增速分别为99.7%、23.4%、28.9%；实现归母净利润分别为5.18、7.14、9.22亿元，同比增速分别为180.15%、37.73%、29.17%。当前股价对应的PE分别为17.70/12.85/9.95倍；首次覆盖，考虑到散运景气度复苏和公司船队规模顺势扩张的业绩高弹性，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) **美联储降息不及预期**: 美联储降息不及预期可能会影响全球经济复苏节奏, 进而影响大宗和散运需求。
- 2) **发展中国家经济复苏不及预期**: 若发展中国家经济复苏不及预期, 可能导致受需求因素影响的散运市场恢复不及预期。
- 3) **中国经济增长不及预期**: 中国是散运主要进口国家/地区, 若其经济增长不及预期, 可能导致需求疲软等问题。
- 4) **环保及节能减排政策不及预期**: 短期内法规弱约束, 现有法规制定和未来环保法规不及预期可能无法对供给侧有力出清。
- 5) **航运市场波动**: 航运市场波动可能会影响公司业绩和盈利。
- 6) **经济制裁和出口管制**: 出口管制和经济制裁可能会减少贸易量, 订单减少。
- 7) **汇率波动风险**: 人民币汇率的波动不仅是航运市场影响因素之一, 也会影响以人民币结算的公司业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	640	890	1,293	1,857
应收票据及账款	113	180	201	231
预付账款	16	23	26	29
其他应收款	158	223	248	285
存货	108	118	126	141
其他流动资产	531	526	528	532
流动资产总计	1,566	1,960	2,421	3,075
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,930	3,211	3,370	3,549
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	2
长期待摊费用	2	2	2	1
其他非流动资产	34	34	34	34
非流动资产合计	2,967	3,249	3,407	3,586
资产总计	4,532	5,209	5,828	6,661
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	76	130	138	155
其他流动负债	439	651	695	780
流动负债合计	515	781	834	935
长期借款	348	348	348	348
其他非流动负债	33	33	33	33
非流动负债合计	381	381	381	381
负债合计	896	1,162	1,215	1,316
股本	615	917	917	917
资本公积	1,352	1,050	1,050	1,050
留存收益	1,669	2,080	2,646	3,378
归属母公司权益	3,636	4,047	4,614	5,345
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,636	4,047	4,614	5,345
负债和股东权益合计	4,532	5,209	5,828	6,661

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	185	513	708	917
折旧与摊销	153	186	204	223
财务费用	-3	14	13	11
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-166	121	-5	11
其他经营现金流	34	6	6	6
经营性现金净流量	200	837	923	1,165
投资性现金净流量	-1,278	-466	-359	-399
筹资性现金净流量	1,194	-121	-161	-202
现金流量净额	110	250	403	564

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,705	3,406	3,787	4,358
营业成本	1,456	2,756	2,935	3,289
税金及附加	3	7	7	9
销售费用	28	34	34	35
管理费用	43	58	57	57
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-3	14	13	11
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-3	-4	-4
其他经营损益	0	0	1	2
投资收益	3	3	3	3
公允价值变动损益	10	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	3	3	3	3
营业利润	188	540	744	961
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	183	540	744	961
所得税	-2	22	30	38
净利润	185	518	714	922
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	185	518	714	922
EPS(元)	0	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-16.65%	99.72%	11.18%	15.08%
营业利润增长率	-73.39%	187.23%	37.73%	29.17%
归母净利润增长率	-72.44%	180.15%	37.73%	29.17%
经营现金流增长率	-74.94%	318.19%	10.28%	26.19%
盈利能力				
毛利率	14.61%	19.10%	22.50%	24.52%
净利率	10.85%	15.22%	18.86%	21.16%
ROE	5.09%	12.81%	15.48%	17.25%
ROA	4.08%	9.95%	12.25%	13.85%
ROIC	10.01%	17.67%	21.74%	26.34%
估值倍数				
P/E	49.60	17.70	12.85	9.95
P/S	5.38	2.69	2.42	2.11
P/B	2.52	2.27	1.99	1.72
股息率	1.00%	1.17%	1.61%	2.08%
EV/EBITDA	31	11	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。