



远距离矿石运输需求释放，有效运力增长放缓

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 截至11月1日，BDI为1378点，周涨幅为-2.3%，年均值为1826.1点，较2023全年均值增长32.5%。2) 2024年以来我国长距离运输矿石进口量显著增加。前9月我国进口巴西铁矿石为1.97亿吨，同比增长11.8%（增加2074.9万吨），我国进口几内亚铝土矿8444.1万吨，同比增长11.3%（增加859.9万吨）。3) 中长期西非矿石有望释放。西芒杜铁矿预计将于2025年底投产，全面达产则可能在2026年或之后，届时年矿石供应量可达1.2亿吨。
- 关注干散货运板块供需格局变化：**回顾干散历年行情，中国经济的快速发展是全球大宗商品贸易增长的基础。房地产、基建作为中国经济增长点，带动了大部分的铁矿石、煤炭需求，同时我国的资源禀赋相较于经济增速略有不足，资源缺口通过进口补足，推动了全球航运贸易。目前我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，未来干散货运的推动将从单纯的贸易量增长推动，转变为贸易结构的进一步优化带来的运距推动。
- 短期巴西、几内亚发运量超预期，中长期看西非矿石释放空间：**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。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。环保等政策影响下，我国电解铝产能上限约为4500万吨。由于我国铝土矿储量低、可开采年限小，未来国内开采的铝土矿将进一步减少，进口国外铝土矿的量增长。几内亚距离中国港口运输距离约为11000海里，运输距离的拉升同样有望推动干散货运需求的增长。
- 投资策略与重点关注个股：**远距离矿石运输需求的增长，将对整个干散货运以及上下游需求产生积极影响，同时干散货船运力增速放缓，运输需求与有效运力的错配将决定运价走势以及市场景气度，从而影响航运企业收益，我们首次给予干散货运细分行业“强于大市”评级，建议投资者持续关注干散货物运输市场变化，相关标的招商轮船（601872.SH）、海通发展（603162.SH）、国航远洋（833171.BJ）、海航科技（600751.SH）、苏美达（600710.SH）。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险、上游需求下滑风险、西芒杜铁矿石开采进度不及预期风险等。

重点公司盈利预测与评级

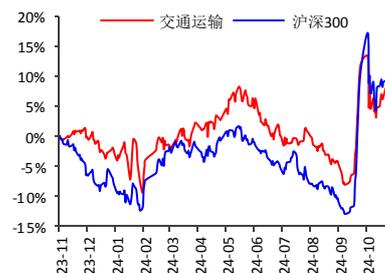
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601872.SH	招商轮船	6.75	买入	0.59	0.85	0.93	11	8	7
603162.SH	海通发展	9.97	-	0.2	0.55	0.82	50	18	12
833171.BJ	国航远洋	6.80	-	0	0.2	0.32	1675	34	21
600751.SH	海航科技	2.89	持有	0.08	0.04	0.07	36	72	41
600710.SH	苏美达	9.23	买入	0.79	0.93	1.07	12	10	9

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

股票家数	124
行业总市值(亿元)	31,998.37
流通市值(亿元)	29,473.15
行业市盈率TTM	17.0
沪深300市盈率TTM	12.6

相关研究

- 大宗供应链专题：流动性宽松下的大宗供应链超级周期（2024-10-10）
- 交运行业：航道上的黄金时代，航运造船欣欣向荣（2024-10-03）
- 外贸化学品运输专题：小而美，景气度稳步提升（2024-08-11）
- 交运行业2024年中期投资策略：航道上的黄金时代，航运造船欣欣向荣（2024-07-16）
- 海工系列一：走向深海之路，海工景气回暖（2024-04-15）
- 集装箱运输：跨境新时代，美森迈向新征程（2024-03-15）

目 录

1 交通运输行业以及子板块表现回顾	1
2 交运投资机会：关注干散货运板块供需格局变化	2
3 短期铝矿发运量超预期，中长期看好西非矿石释放空间	6
3.1 中国铁矿石进口对干散货运影响深远	6
3.2 中国铝矿进口强劲的增长趋势需要持续关注	13
4 运力确定性放缓为强周期打下基础	17
5 相关标的	20
5.1 招商轮船：子企业分拆上市聚焦主业，干散淡季不淡后续弹性可期	21
5.2 海通发展：扩大船队规模，强化自身盈利能力	23
5.3 国航远洋：积极布局外贸航线，享受高运价弹性	25
5.4 海航科技：航运主业稳，上下游贸易拓展顺	26
5.5 苏美达：建造绿色能源船舶，细分船型市场领先	27
6 风险提示	29

图 目 录

图 1: 截至 11 月 1 日交通运输行业 2024 年涨幅 (%)	1
图 2: 截至 11 月 1 日交通运输行业各子板块 2024 年涨幅 (%)	1
图 3: 干散货运各类货物运输量占比	3
图 4: 世界干散货贸易主要航线	4
图 5: 2000-2004 年干散货指数走势	5
图 6: 1990-2004 年中国粗钢产量	5
图 7: 2005-2019 年干散货指数走势	5
图 8: 2008-2019 年全球散货船造船完工量 (万载重吨)	5
图 9: 2020 年以来干散货指数走势	6
图 10: 2022 年以来长距离矿石运输情况 (万吨)	6
图 11: 中国 GDP 及增速	7
图 12: 中国粗钢产量情况	7
图 13: 部分国家铁矿石储量 (亿公吨)	8
图 14: 部分国家铁矿石品位	8
图 15: 铁矿石进口量 (万吨) 及依存度	8
图 16: 我国铁矿石进口占全球铁矿石贸易的比重 (百万吨)	8
图 17: 中国铁矿石主要进口国家 (万吨)	9
图 18: 世界铁矿石贸易主要航线	9
图 19: 几内亚西芒杜铁矿分布	10
图 20: 西芒杜铁矿北部区块开采权	11
图 21: 西芒杜铁矿南部区块开采权	11
图 22: 几内亚铁路示意图	11
图 23: 宝武入场几内亚铁矿项目	12
图 24: 铝产业链	14
图 25: 全球铝土矿储量分布	14
图 26: 全球铝土静态可采年限 (年)	14
图 27: 我国铝土资源分布情况	15
图 28: 铝土矿进口量 (万吨) 及依存度	15
图 29: 我国铝土矿进口来源 (万吨)	15
图 30: 2023 年几内亚铝土矿产量和出口量 (万吨)	16
图 31: 铝土矿到铝的加工链	16
图 32: 全球手持订单 (艘)	17
图 33: 全球新船交付情况	17
图 34: 干散货船在手订单占比	18
图 35: 干散货船平均航行速度 (节)	19
图 36: 干散货船船龄分布	19
图 37: 干散货船队交付和拆解情况 (百万载重吨)	19
图 38: 干散货船运力增长情况	20
图 39: 干散货船需求供给增速差与 BDI 指数走势相关	21

图 40: 招商轮船营业收入情况.....	21
图 41: 招商轮船净利润情况.....	21
图 42: 招商轮船干散货船队收入情况.....	22
图 43: 招商轮船干散货船队收入占比.....	22
图 44: 海通发展营业收入情况.....	23
图 45: 海通发展净利润情况.....	23
图 46: 海通发展内外贸收入情况.....	24
图 47: 海通发展各地区收入占比.....	24
图 48: 国航远洋营业收入情况.....	25
图 49: 国航远洋净利润情况.....	25
图 50: 国航远洋内外贸收入情况.....	25
图 51: 国航远洋各地区收入占比.....	25
图 52: 海航科技营业收入情况.....	26
图 53: 海航科技净利润情况.....	26
图 54: 苏美达营业收入情况.....	27
图 55: 苏美达净利润情况.....	27
图 56: 苏美达船舶制造及海洋运输营业收入情况.....	28
图 57: 苏美达船舶制造及海洋运输毛利情况.....	28

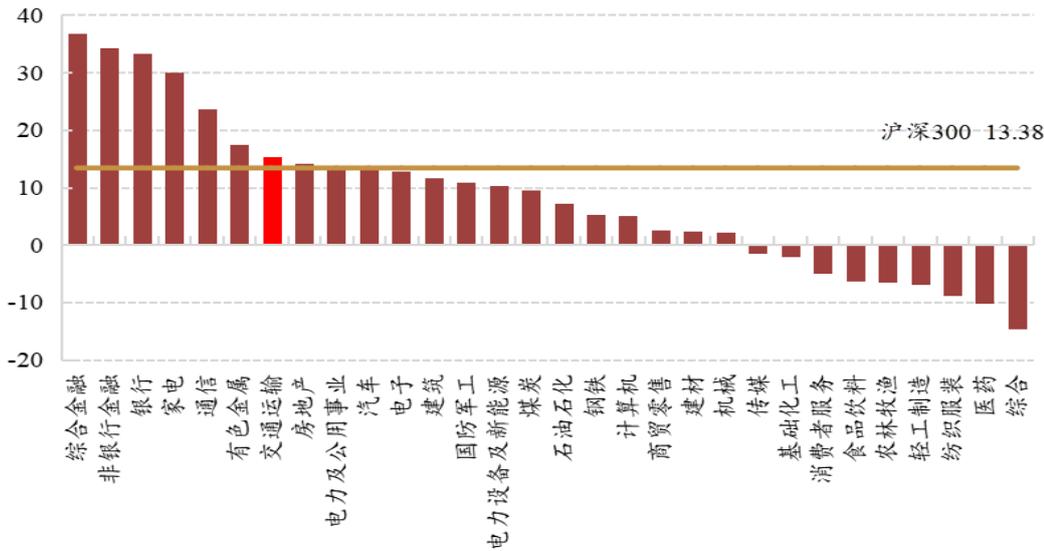
表 目 录

表 1: 交运行业领涨领跌个股 (股价单位: 元; 涨跌幅单位: %).....	2
表 2: 干散货主要船型.....	3
表 3: 我国进口铁矿石预测 (万吨).....	13
表 4: 几内亚铝土矿进口预测 (万吨).....	17
表 5: 航运部分环保政策.....	18
表 6: 招商轮船散货船队 (截至 2024 年 09 月 30 日).....	22
表 7: 招商轮船散货船队盈利弹性.....	23
表 8: 海通发展散货船队 (截至 2024 年 06 月 30 日) 以及盈利弹性.....	24
表 9: 国航远洋散货船队 (截至 2024 年 10 月 30 日) 以及盈利弹性.....	26
表 10: 海航科技散货船队 (截至 2024 年 06 月 30 日) 以及盈利弹性.....	27
表 11: 重点关注公司盈利预测.....	28

1 交通运输行业以及子板块表现回顾

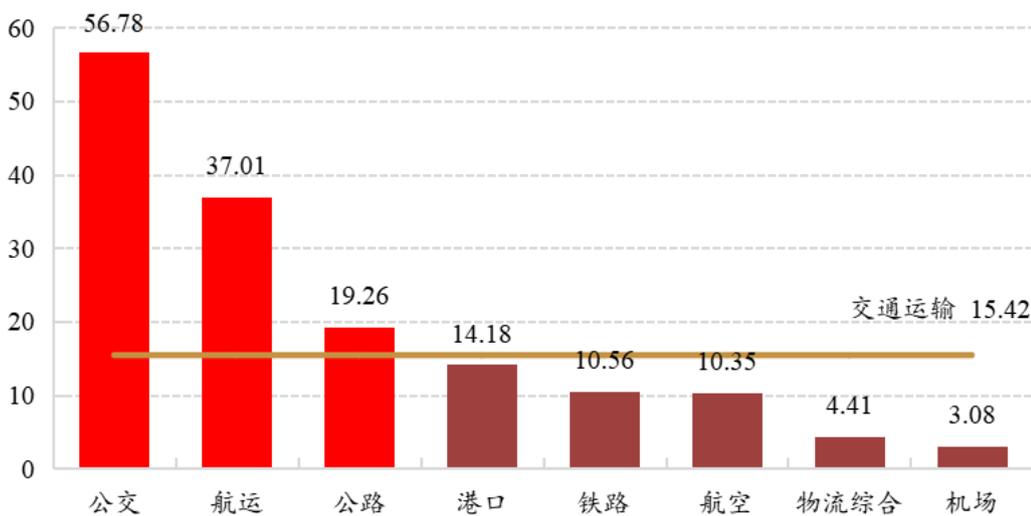
回顾 2024 年以来交通运输板块整体市场表现,截至 11 月 1 日交通运输行业整体上涨了 15.42%, 同期沪深 300 上涨 13.38%, 行业表现好于市场整体表现; 对比各子板块, 公交、航运和公路领涨, 分别上涨了 56.78%、37.01%、19.26%, 其余各板块均低于行业整体表现, 机场、物流综合、航空表现较弱, 分别上涨了 3.08%、4.41%和 10.35%。

图 1: 截至 11 月 1 日交通运输行业 2024 年涨幅 (%)



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 2: 截至 11 月 1 日交通运输行业各子板块 2024 年涨幅 (%)



数据来源: Choice, 西南证券整理

个股方面，从年涨幅前五的个股来看，大众交通+213.4%、中信海直+179%、万林物流+139.6%、凤凰航运+108.3%、嘉友国际+84.8%；涨幅后五个股：龙洲股份-52.2%、ST锦港-45.8%、宏川智慧-41%、长久物流-40.2%、永泰运-36.1%。

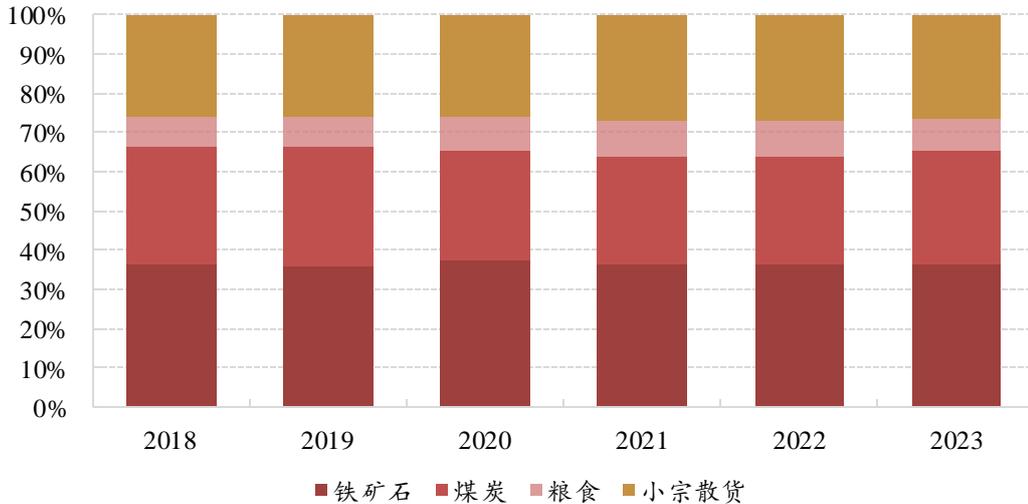
表 1：交运行业领涨领跌个股（股价单位：元；涨跌幅单位：%）

排名	个股	股价	周涨幅	月涨幅	年涨幅	排名	个股	股价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
年领涨						年领跌					
1	大众交通	9.29	8.4	-10.0	213.4	1	龙洲股份	4.21	0.5	-5.0	-52.2
2	中信海直	24.46	11.0	-7.3	179.0	2	ST锦港	1.54	4.8	4.8	-45.8
3	万林物流	7.93	-0.1	10.0	139.6	3	宏川智慧	11.19	-5.6	-1.4	-41.0
4	凤凰航运	5.77	31.7	-10.0	108.3	4	长久物流	7.34	-2.5	-3.3	-40.2
5	嘉友国际	20.24	-5.3	3.5	84.8	5	永泰运	19.91	-3.4	-3.0	-36.1
月领涨						月领跌					
1	海航控股	1.52	28.8	10.1	10.9	1	锦江在线	12.92	-4.0	-10.0	35.8
2	万林物流	7.93	-0.1	10.0	139.6	2	凤凰航运	5.77	31.7	-10.0	108.3
3	中远海控	15.44	4.8	5.9	69.5	3	大众交通	9.29	8.4	-10.0	213.4
4	中远海特	7.69	13.1	5.2	49.8	4	怡亚通	5.63	16.8	-9.9	26.1
5	ST广物	8.65	17.5	5.0	11.2	5	盛航股份	20.95	-2.3	-7.7	28.9
周领涨						周领跌					
1	凤凰航运	5.77	31.7	-10.0	108.3	1	海晨股份	18.15	-9.7	-5.5	-21.6
2	海航控股	1.52	28.8	10.1	10.9	2	飞力达	6.52	-8.2	-5.0	-3.1
3	ST广物	8.65	17.5	5.0	11.2	3	厦门象屿	5.81	-7.8	-1.4	-9.7
4	怡亚通	5.63	16.8	-9.9	26.1	4	唐山港	4.38	-7.2	0.2	31.2
5	中远海特	7.69	13.1	5.2	49.8	5	密尔克卫	55.75	-7.0	-2.3	5.6

数据来源：Choice，西南证券整理

2 交运投资机会：关注干散货运板块供需格局变化

干散货运输是指运输货物形态为干散货的水上货物运输形式，是水上运输的主要方式，根据 Clarksons 数据，干散货运输货运量占全球总货运量的比例超过 40%。干散货是指可以不经包装直接放入船舶货舱内的干货，主要包括各种初级产品和原材料。干散货运输主要用于运送铁矿石、煤炭、粮食、铝矾土、磷灰石、木材、水泥、化肥、原糖等与经济、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。根据运输批量的大小，干散货又分为大宗散货和小宗批量散货。根据 Drewry 数据，2023 年铁矿石货运量为 16.7 亿吨，占比 36.3%；煤炭货运量为 13.2 亿吨，占比 28.8%；粮食为 3.9 亿吨，占比为 8.5%；小宗散货为 12.1 亿吨，占比为 26.4%。

图 3：干散货运各类货物运输量占比


数据来源：Drewry，西南证券整理

运输同样也由不同船型完成。干散货船运输货物有铁矿石、煤炭、粮食以及小宗散货等，干散货船按照载货能力主要划分为好望角型、巴拿马型、超灵便型和小灵便型。大型的干散货船例如好望角船、巴拿马船一般运载的货物为货主集中的大宗商品包括铁矿石、煤炭等，同时由于货主和需求方比较固定，行驶的航线也比较稳定。小宗散货商品种类繁多，由大量客户操纵，经全球众多的港口运输，因此需要更为灵活的船队运营，灵便型干散货船不受全球许多受浅水、水闸、狭窄的航道及河湾限制的港口限制。

表 2：干散货主要船型

类别	船型	载重吨级	特点	主要运输货物	运力占比	图
好望角型	VLOC	30 万+	载重量大、规模经济，可通过好望角	铁矿石、煤炭、铝土矿	40%	
	WOZMAX	约 25 万±				
	New castlemax	约 20-21 万				
	Standard Capesize	12-20 万				
	Mini-Cape	10-12 万				
巴拿马型	Post-panamax	9-10 万	载重量较大、有一定规模经济，能通过巴拿马运河	铁矿石、煤炭、谷物等	25%	
	Kamsarmax	8-9 万				
	现代巴拿马型	7-8 万				
	小型巴拿马型	6.5-7 万				
超灵便型	Ultramax	6-6.5 万	载重小，吃水浅，方便灵活	矿石、磷岩、木材、谷物等	23%	
	Supramax	5.2-5.8 万				
	Handymax	4-6.5 万				
小灵便型	Handysize	1-4 万			12%	

数据来源：国航远洋，太平洋航运，西南证券整理

为了能够及时反映市场的干散货运市场的景气程度，目前在国际干散货运输中，主要用BDI（波罗的海干散货指数）反映整个干散货运输市场的综合运价走势。按照船型区分，BDI又由BCI（波罗的海好望角型指数）、BPI（波罗的海巴拿马型指数）、BSI（波罗的海超灵便型指数）组成。（ $BDI=40\%BCI+30\%BPI+30\%BSI$ ）。此外，波罗的海还发布了一个Handysize指数，该指数不包括在BDI计算中。

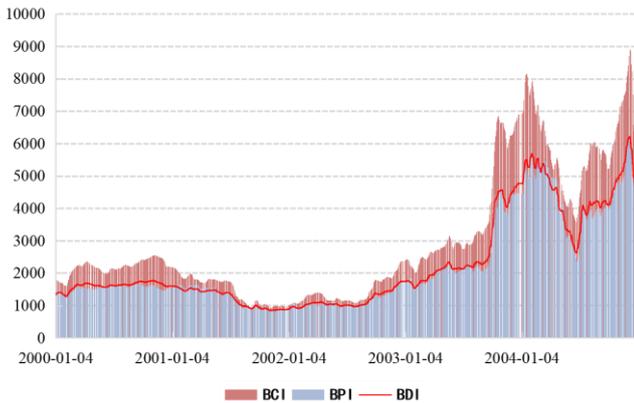
图 4：世界干散货贸易主要航线



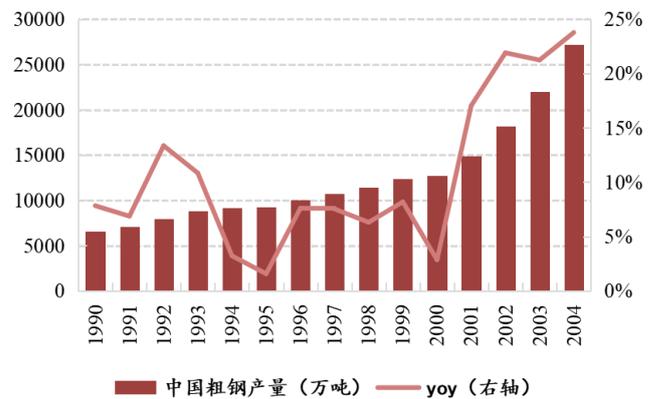
数据来源：波交所，西南证券整理

2001年12月11日，我国正式成为WTO第143个成员国。我国凭借富有的劳动力资源，顺应全球产业分工大趋势，我国对外贸易实现快速增长。加入世贸组织，拥抱全球化是我国经济发展和干散货运输需求增长最重要的基础。2003年，国务院18号文件提出将房地产列为“支柱产业”，房地产业为我国新的经济增长点，同时政府出台了一系列政策以促进钢铁行业的发展。据国家统计局数据，我国粗钢产量从2000年的1.3亿吨增至2004年2.7亿吨，钢铁的消费带动相关大宗商品的进口，如铁矿石、炼焦煤、钢材、焦炭等。

由于自身铁矿石富矿资源贫乏，2003年中国铁矿石进口首次超过日本，2003年我国进口铁矿石为1.4亿吨，同比增长32.9%，日本进口铁矿石为1.3亿吨。干散货运市场随着我国经济的快速发展迎来第一轮高峰。2003年BDI全年均值为2615.6点，较2002年增长129.7%，2004年干散货运市场进一步上扬，全年均值为4510点，同比上涨72.4%，同时在冬储旺季达到阶段性高点6208点。

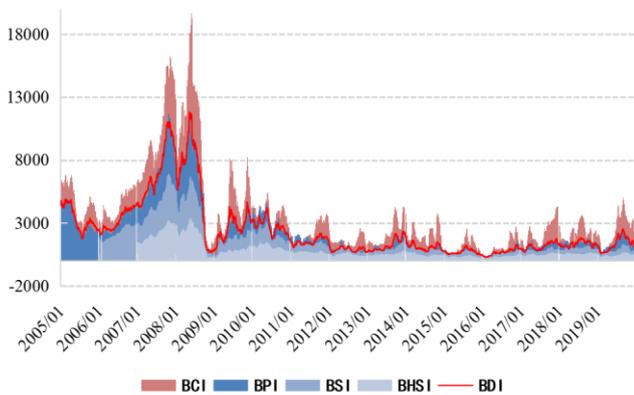
图 5：2000-2004 年干散货指数走势


数据来源：Wind, 西南证券整理

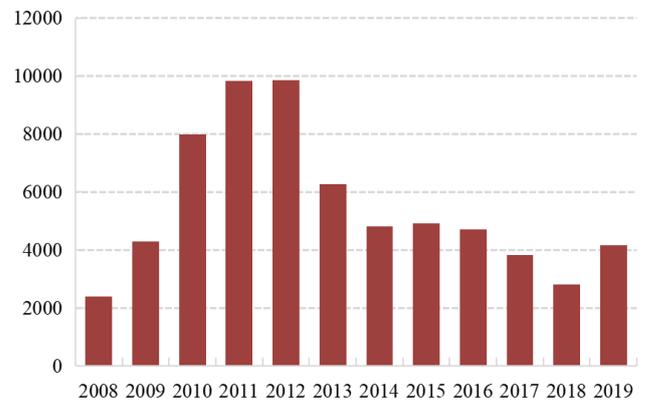
图 6：1990-2004 年中国粗钢产量


数据来源：Wind, 西南证券整理

2005-2006 年我国经济面临产能过剩，宏观调控效果逐步显现，同时叠加外部贸易风险，干散货运市场进入调整，2007、2008 年迎来第二轮上涨。2007 年正式执行新的铁矿石、煤炭价格，大幅上涨的大宗商品价格使得货主提前采购，同时巴西、澳大利亚压港严重，进一步削弱市场有效运力，现货市场运价暴涨，此外期货市场上，市场流动性高，投机方在期租市场推高行情，FFA 价格走高，期货对现货市场产生进一步刺激，在海岬型船市场引领下，巴拿马型船市场和灵便型船市场行情均创历史新高，干散货市场景气向上，2007 年 BDI 全年均值为 7068.1 点，较 2006 年增长 111.9%，其中高点突破 11039 点。2008 年金融危机前干散货运市场保持上扬态势，而后金融危机叠加船队运力过剩，干散货快速调整，回归常态，全年均值为 6389.7 点，同比下跌 9.6%，2009 年全年均值为 2616.5 点，进一步下跌 59.1%。

图 7：2005-2019 年干散货指数走势


数据来源：Wind, 西南证券整理

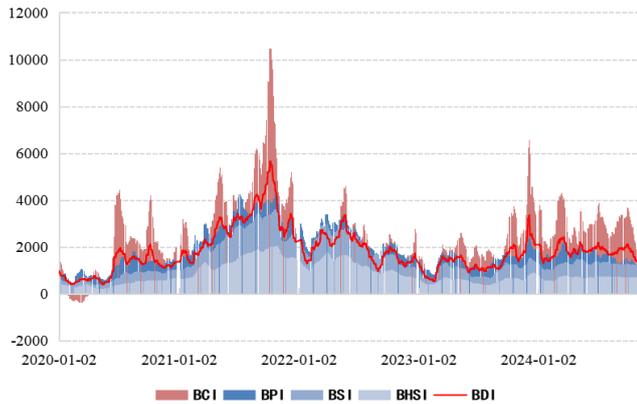
图 8：2008-2019 年全球散货船造船完工量（万载重吨）


数据来源：Wind, 西南证券整理

2021 年，全球宏观经济基本面持续改善，海外疫情影响逐步减弱，欧美、日韩、印度等主要经济体大宗原材料海运需求释放，推动大宗商品市场全面上扬，同时集装箱船市场火爆，散杂货和集装箱货流向中小型干散货船舶市场，中小型船市场改善时间早于、幅度优于大船，波动小于大船，2021 年全年干散货运价均值为 2943.4 点，同比增长 176.1%。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，2022/2023 年均值为 1933.8/1378.4 点，同比下降 34.3%/28.7%。

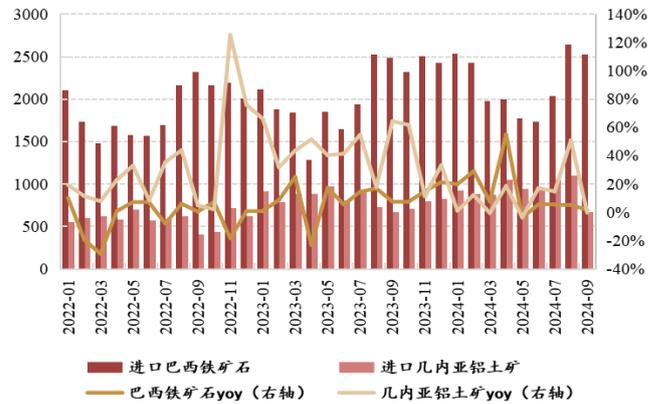
2024 年以来我国长距离运输矿石进口量增加。据海关数据，前 9 月我国进口巴西铁矿石为 1.97 亿吨，同比增长 11.8%（增加 2074.9 万吨），我国进口几内亚铝土矿 8444.1 万吨，同比增长 11.3%（增加 859.9 万吨）。截至 11 月 1 日，BDI 为 1378 点，周涨幅为 -2.3%，年均值为 1826.1 点，较 2023 全年均值增长 32.5%。

图 9：2020 年以来干散货指数走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2022 年以来长距离矿石运输情况（万吨）



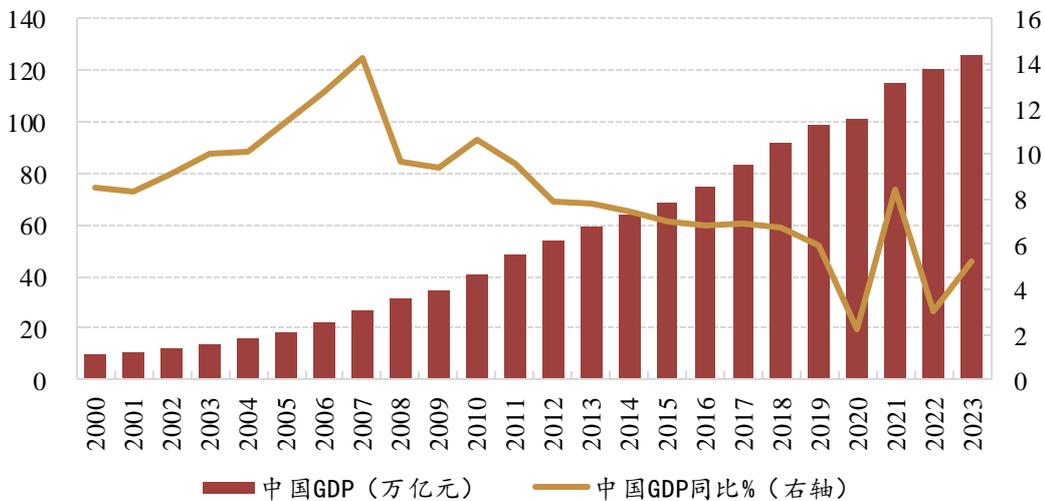
数据来源：Wind，西南证券整理

回顾干散历年行情，中国经济的快速发展是全球大宗商品贸易增长的基础。房地产、基建作为中国经济增长点，带动了大部分的铁矿石、煤炭需求，同时我国的资源禀赋相较于经济增速略有不足，资源缺口通过进口补足，推动了全球航运贸易。目前我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，未来干散货运的推动将从单纯的贸易量增长推动，转变为贸易结构的进一步优化带来的运距推动。

3 短期铝矿发运量超预期，中长期看好西非矿石释放空间

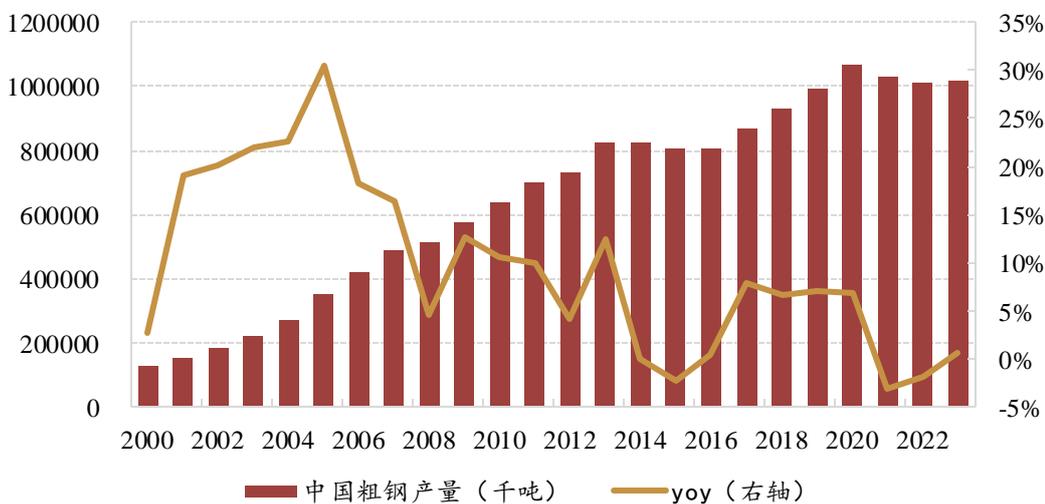
3.1 中国铁矿石进口对干散货运影响深远

我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2023 年，我国经济总量稳步攀升，国内生产总值（GDP）超过 126 万亿元，比上年增长 5.2%，实现了 5% 左右的预期目标。我国经济增速明显快于美国 2.5%、欧元区 0.5%、日本 1.9% 的经济增速，对世界经济增长贡献率有望超过 30%，仍是全球经济增长重要引擎。未来高质量发展成为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，我国的经济将焕发新的活力。

图 11：中国 GDP 及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

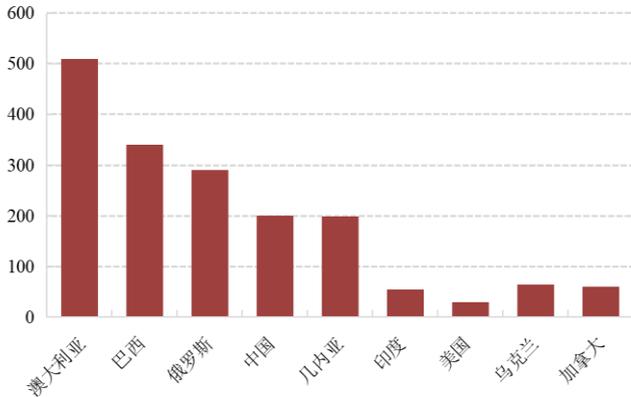
我国钢铁产业随中国经济发展，目前已经进入到结构化调整阶段。据国家统计局数据，2023 年我国粗钢产量为 10.2 亿吨，同比增长 0.6%，随着近年来房地产行业的调整，粗钢的产量自 2020 年见顶回落，2023 年产量相较高点回落 4.3%。未来我们认为基建稳增长，制造业在设备更新政策引领下继续发力，同时钢材凭借价格优势出口保持一定增长下，2024 年我国粗钢产量保持稳定。

图 12：中国粗钢产量情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

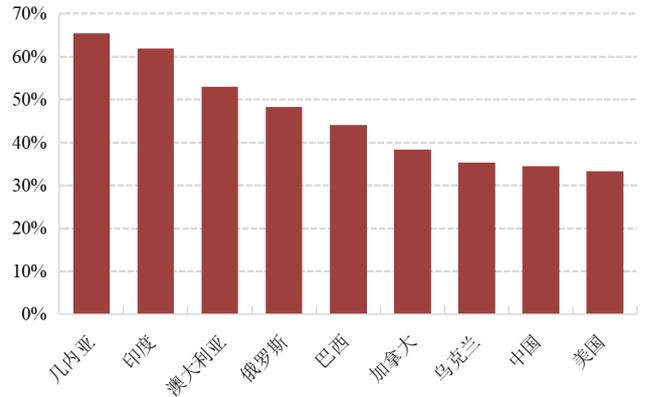
我国的铁矿石尽管储量高，但是各种原因下，难以承载我国快速增长的经济。据美国地质调查局数据显示，我国的铁矿石储量接近 200 亿吨，从储量上来看处于全球前列，但是由于我国铁矿石类型及组成复杂，铁多与其他金属矿物和脉石矿物致密共生、矿石品位低，平均铁品位仅约 34.5%，低于全球铁矿石平均品位 10 个百分点，总体矿山铁品位为 25%~40%，只有约 1.5% 的矿山铁品位为高品级、同时矿石嵌布粒度细，矿物难以单体解离，多数需经细磨才能实现铁分选。因此我国铁矿石主要以进口为主。

图 13：部分国家铁矿石储量（亿公吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

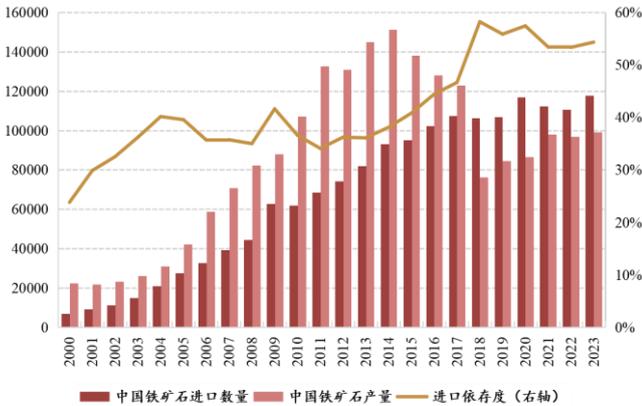
图 14：部分国家铁矿石品位



数据来源：Wind, 《中国贫细杂难选铁矿分选技术研究进展》，西南证券整理

我国铁矿石对外依存度高，是世界主要的铁矿石进口国家。2016 年我国进口铁矿石突破 10 亿吨，进口依存度（进口量/（进口+我国产量））为 44.4%，2018 年，进口依存度达 58.2%，随着我国再次提高国内自有铁矿石产量，近年来我国铁矿石进口依存度有所下降，2023 年我国进口铁矿石为 11.7 亿吨，对外依存度为 54.3%，较 2018 年高点下降 3.9pp。我国庞大的铁矿石进口量使得我国成为世界上主要的铁矿石进口国家，2023 年我国进口铁矿石占全球铁矿石贸易比超过 70%。

图 15：铁矿石进口量（万吨）及依存度



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 16：我国铁矿石进口占全球铁矿石贸易的比重（百万吨）

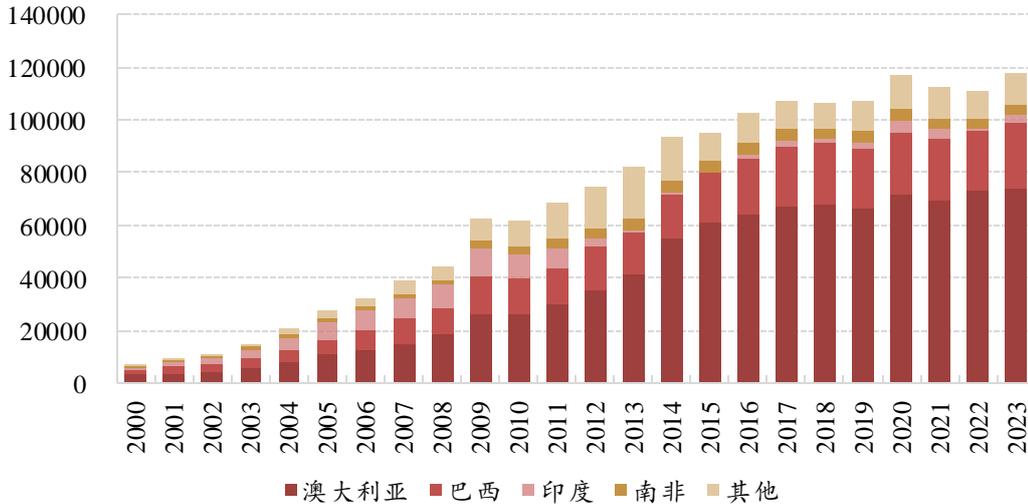


数据来源：Wind, 西南证券整理

澳大利亚和巴西的铁矿石储量丰富且品位较好，是世界上主要的铁矿石出口国，也是我国铁矿石主要进口来源。澳大利亚的铁矿石储量超 500 亿吨，铁矿石品位为 52.9%，澳大利亚资源与能源局数据显示，2023 年澳大利亚铁矿石出口总量为 8.9 亿吨，同比增长 1%；巴西铁矿石储量为 340 亿吨，铁矿石品位为 44.1%，巴西发展、工业和外贸部 (Mdic) 数据显示，2023 年巴西铁矿石出口总量为 3.8 亿吨，同比增长 10%。

2023 年我国进口澳大利亚铁矿石 7.4 亿吨，同比增长 1.1%，占总进口量的 62.5%，进口巴西铁矿石 2.5 亿吨，同比增长 9.5%，占总进口量的 21.1%。

图 17：中国铁矿石主要进口国家（万吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

因此世界上铁矿石的主要贸易航线，集中在澳大利亚-中国以及巴西-中国，和少部分南非-中国。从西澳港口到中国大约是 3600 海里，巴西到中国大约 11000 海里。

图 18：世界铁矿石贸易主要航线

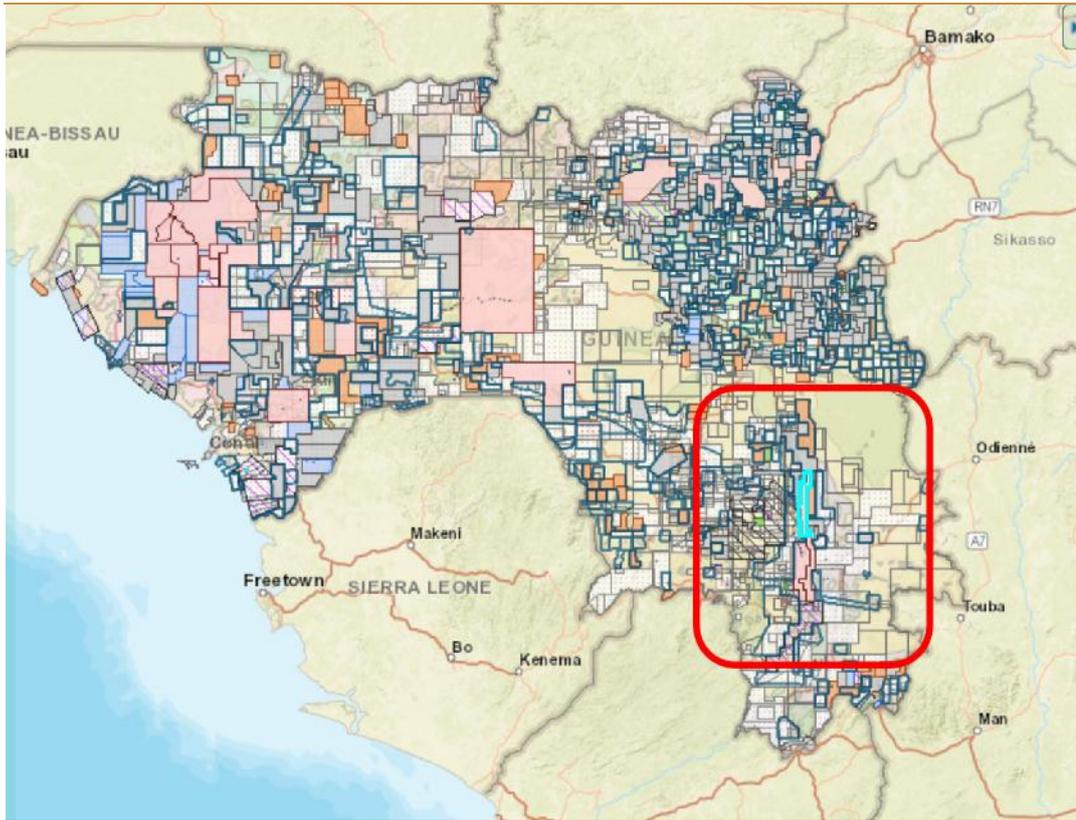


数据来源：波交所，西南证券整理

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。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。

几内亚西芒杜铁矿未开采储量大，同时品质高，未来有望成为我国的一个主要铁矿石进口来源国。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%。

图 19：几内亚西芒杜铁矿分布



数据来源：几内亚地矿部，西南证券整理

2019 年 10 月，几内亚政府就西芒杜铁矿 1 号和 2 号矿区启动了国际公开招标程序。经过招标和评审，最终，由山东魏桥创业集团、烟台港集团、新加坡韦立国际、几内亚 UMS 公司组成了企业联合体“几内亚赢联盟”中标。3 号和 4 号矿区的采矿证由澳大利亚力拓集团和中国铝业集团组成的合资公司 Simfer 持有。

赢联盟控股公司是由韦立国际集团（45%）、魏桥铝业（35%，隶属中国宏桥集团）、联合矿业供应公司（20%，United Mining Supply）组成的联合体。其在几内亚拥有年 5000 万吨规模铝土矿开发和 120 公里达圣铁路建设与运营经验，并在港口、转驳、远洋运输等方面具有运营经验。

Simfer 有限公司的股东为力拓集团（53%）和中铝铁矿控股有限公司（47%）。中铝铁矿控股有限公司的股东为中国铝业集团有限公司（75%）、宝武资源有限公司（20%）、中国土木工程建设公司（2.5%）和中国港湾工程公司（2.5%）。

图 20：西芒杜铁矿北部区块开采权

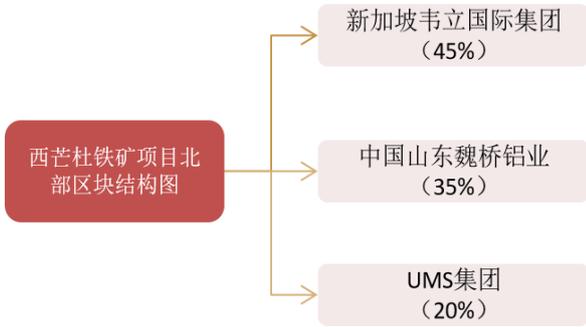
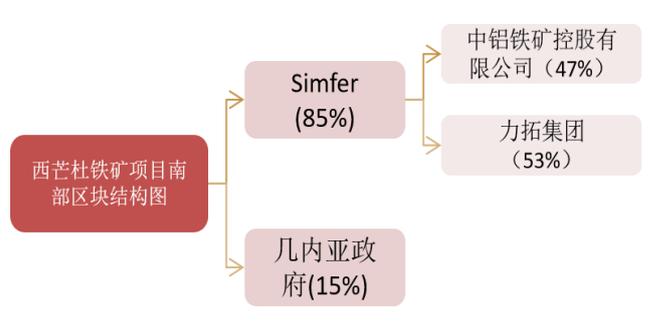


图 21：西芒杜铁矿南部区块开采权

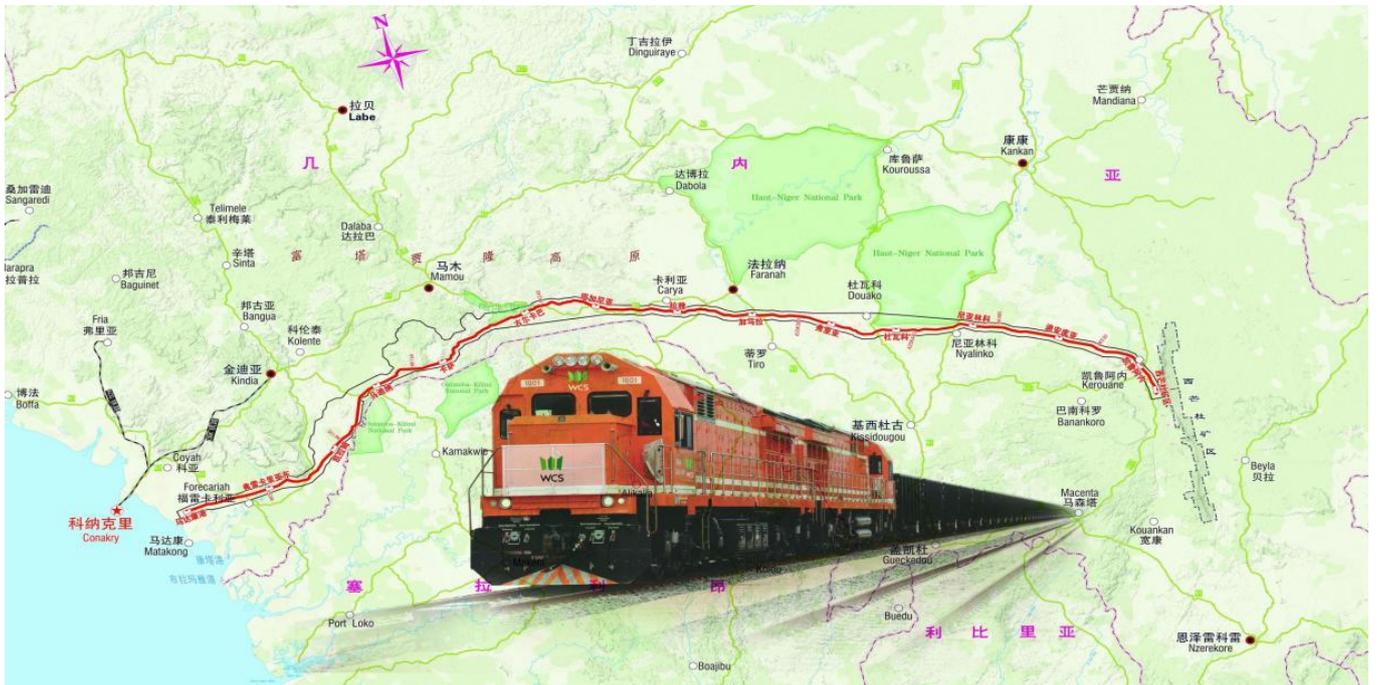


数据来源：驻几内亚共和国大使馆经济商务处，西南证券整理

数据来源：驻几内亚共和国大使馆经济商务处，西南证券整理

由于西芒杜铁矿远离沿海港口码头，铁矿石出量在很大程度上依赖于铁路建设进度。根据《矿业协议》，赢联盟将投资修建一条 679 公里长的铁路，将西芒杜铁矿与港口联通。这条铁路将是多用途、多功能、向其他用户开放的铁路。除了运输铁矿石之外，这条铁路还将运输散货、农产品、客运等。

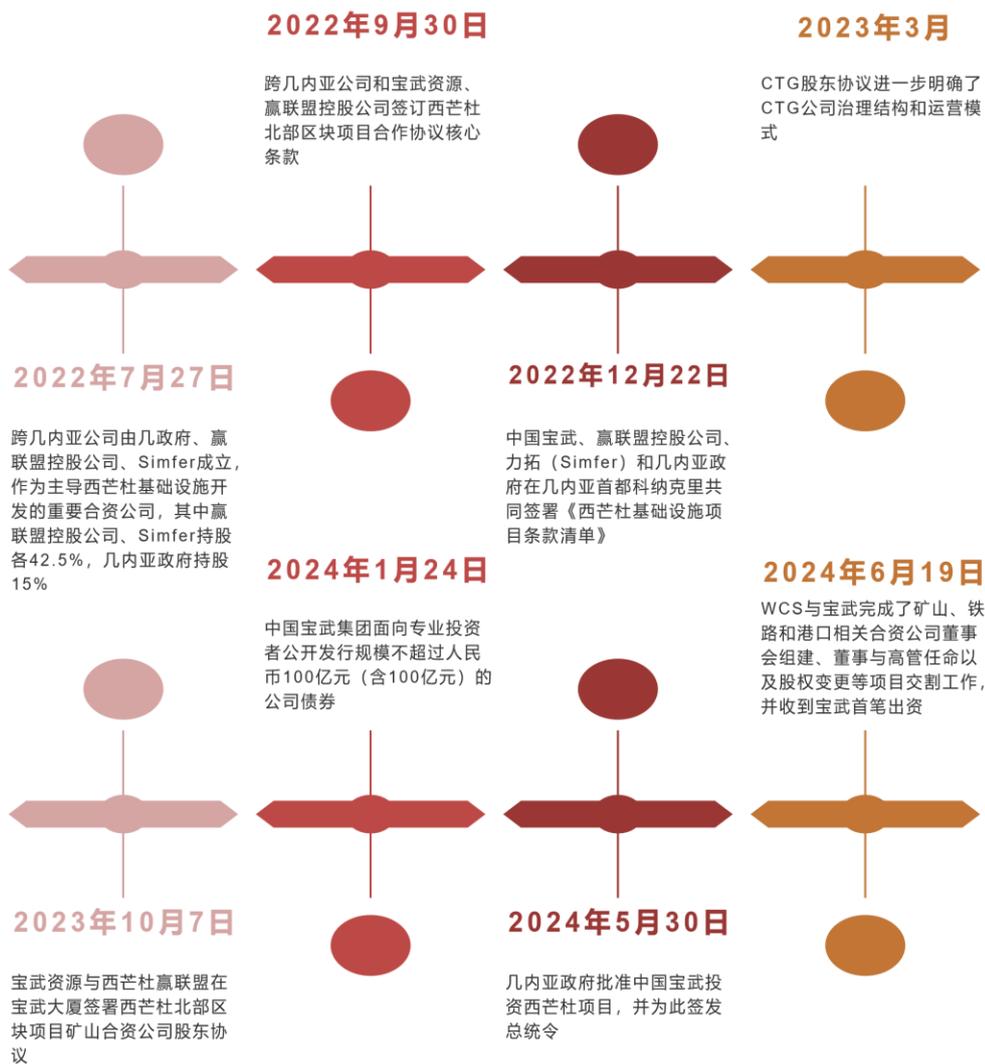
图 22：几内亚铁路示意图



数据来源：几内亚地矿部，西南证券整理

宝武“进场”，为西芒杜铁矿成功开发奠定坚实基础，目前铁路建设已经有了实质性的进展。赢联盟主导的北部区块由国内三十多家央企、地方国企工程承包企业负责矿山、铁路和港口的建设。赢联盟在中国宝武技术支持下，矿山完成了初步设计和主要设备、建安工程的招标，已开始逐步转交中国宝武主导建设工作；铁路全线征地拆迁已完成 95%，先期开工隧道已完成总量的 50%，铁路主线和施工道路清表已完成 100%，港口通用泊位建设已完成总工程量的 80%以上，总体上铁路及港口已完成总工程量约 25%；驳运系统已完成驳运平台和驳船订购，并开始建造。预计将于 2025 年底投产，全面达产则可能在 2026 年或之后，届时年矿石供应量可达 1.2 亿吨。

图 23：宝武入场几内亚铁矿项目



数据来源：驻几内亚共和国大使馆经济商务处，西南证券整理

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。同时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。基于以上，我们假设：

1) 中国进口铁矿石总量不发生变化，“基石计划”下通过境外新增权益铁矿、改变中国铁资源来源构成；

2) 2024年巴西天气较好，铁矿石发运量增加对澳大利亚铁矿有一定的替代，同时按照几内亚铁路建设的进程，预计几内亚25、26年分别增加4000万、8000万吨铁矿石，均给到中国市场替代澳大利亚；

3) 其他地区对中国铁矿石的供应不产生重大变化。

表 3：我国进口铁矿石预测（万吨）

	2023A	2024E	2025E	2026E
我国铁矿石总进口量	117906	117906	117906	117906
yoy	6.5%	0%	0%	0%
占比情况				
澳大利亚	63%	60%	57%	50%
巴西	21%	24%	24%	24%
几内亚	0%	0%	3%	10%
其他	16%	16%	16%	16%
进口量				
澳大利亚	73707.0	70758.7	66758.7	58758.7
yoy	1.1%	-4.0%	-5.7%	-12.0%
巴西	24856.2	27804.6	27804.6	27804.6
yoy	9.5%	11.9%	0.0%	0.0%
几内亚	0	0	4000	12000
其他	19342.7	19342.7	19342.7	19342.7

数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 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。

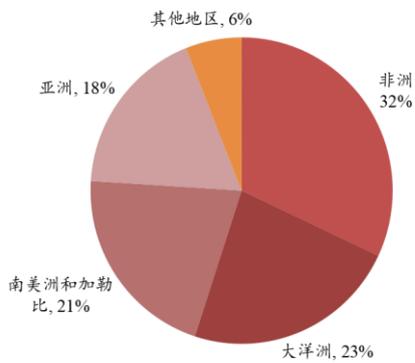
图 24：铝产业链



数据来源：云铝股份，中国宏桥，西南证券整理

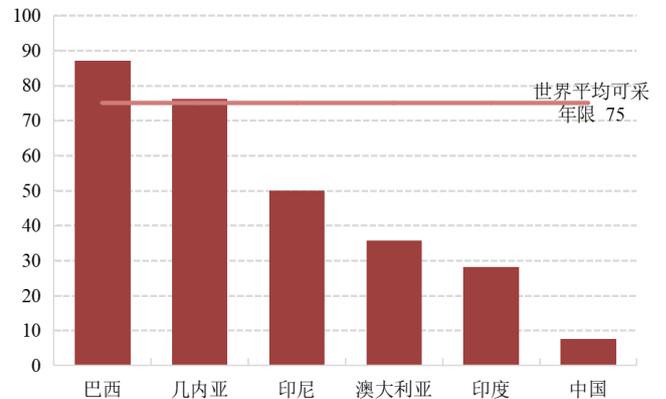
根据美国地质调查局发布的《世界矿产品摘要 2024》数据显示：全球铝土矿资源量估计在 550 亿至 750 亿吨之间，分布在非洲（32%）、大洋洲（23%）、南美洲和加勒比（21%）、亚洲（18%）和其他地区（6%）。全球铝土矿储量为 300 亿吨，中国铝土矿储量为 7.1 亿吨，占世界铝土矿储量的 2.4%。同时中国正在以全球 2.4% 的储量生产着全球 23% 左右的铝土矿，静态可采年限（矿产资源储量/年开采量）远远低于世界 75 年的平均水平，仅为 7.6 年。

图 25：全球铝土矿储量分布



数据来源：USGS，西南证券整理

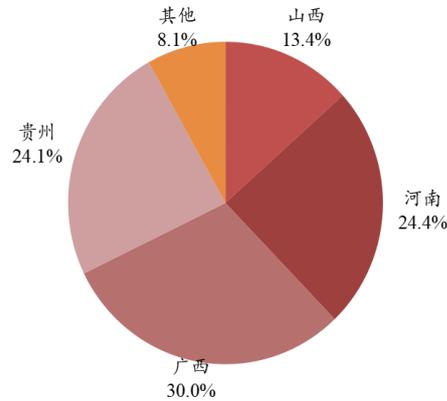
图 26：全球铝土静态可采年限（年）



数据来源：USGS，西南证券整理

我国铝土矿资源分布相对集中，以沉积型为主。我国山西、广西、贵州、河南四省区的铝土矿保有资源储量占全国保有资源储量的 91.9%。我国铝土矿的主要类型有沉积型、堆积型、红土型；其中沉积型是我国铝土矿的主要成矿类型，占全国铝土矿总储量的 80% 以上，广泛分布在山西、河南、贵州、广西等地；堆积型矿床主要分布在广西、云南等地，占全国铝土矿总储量的 16% 左右；红土型铝土矿主要分布海南、福建和广东的部分地区。

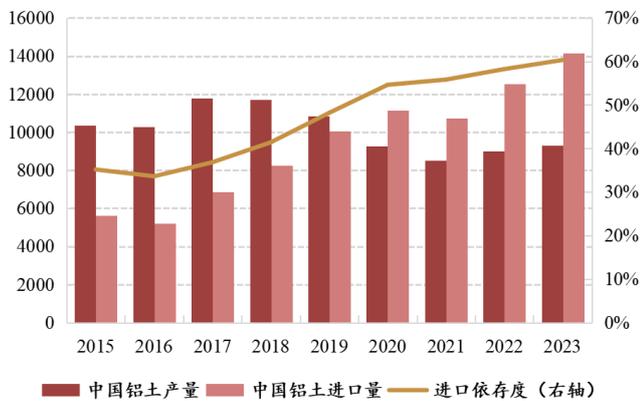
图 27：我国铝土资源分布情况



数据来源：自然资源部，西南证券整理

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。2023 年我国铝土矿产量为 9300 万吨，同比增加 3.3%，近年来我国铝土矿进口保持上升态势，进口铝土矿为 1.4 亿吨，同比增加 12.7%，进口依存度为 60.3%，同比增加 2.1pp。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，2023 年全年几内亚铝土矿进口占比为 70.1%，今年 1-5 月进口占比已经提升至 73.1%，澳大利亚是我国进口铝土矿的第二来源国，2023 年全年澳大利亚铝土矿进口占比为 24.4%，今年 1-5 月进口占比为 22.9%。

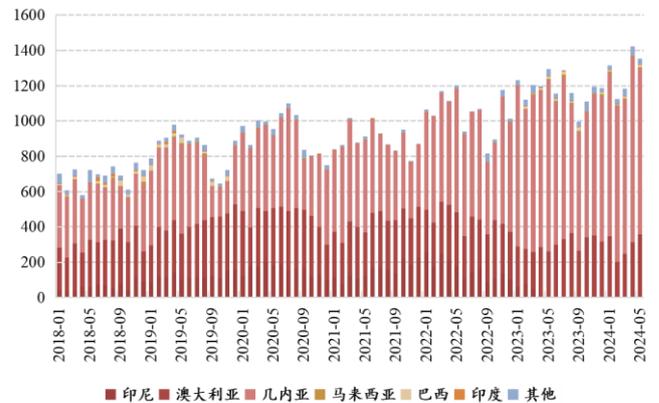
图 28：铝土矿进口量（万吨）及依存度



数据来源：USG, Wind, 西南证券整理

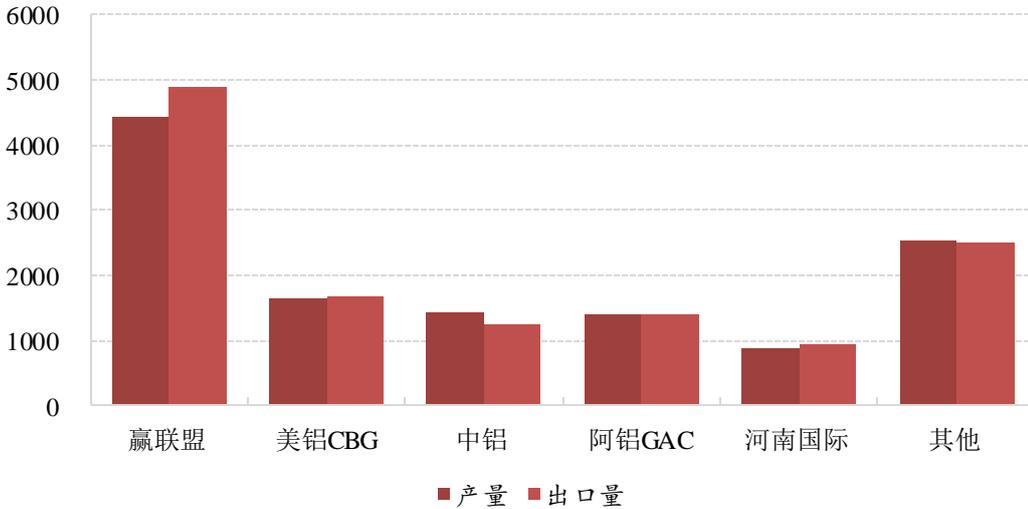
几内亚资源丰富，居世界第一位，几内亚优质的铝土矿资源吸引了众多国际知名矿业公司前来投资。目前，几内亚矿业市场参与者主要有美铝、俄铝、新加坡韦立、中国河南国际、中铝、国电投、法国 AMR、英国 ALUFER、阿联酋铝业、印度 ASHAPULA 等。2023 年，几内亚铝土矿产量 12299.2 万吨，同比增长 19%；出口量 12658.8 万吨，同比增长 24%。其中主要铝土矿企业赢联盟 SMB 产量 4418.8 万吨，出口 4878.7 万吨、美铝 CBG 产量 1644.2 万吨，出口 1689.5 万吨、中铝产量 1425.1 万吨，出口 1257.8 万吨、阿铝 GAC 产量 1404.4 万吨，出口 1414.8 万吨、河南国际产量 875.1 万吨，出口 929.4 万吨。

图 29：我国铝土矿进口来源（万吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：2023 年几内亚铝土矿产量和出口量（万吨）



数据来源：几内亚矿业和地质部，西南证券整理

由于我国铝矿资源匮乏，未来进口将进一步增加，具体进口看铝矿的品位以及贸易格局。由于环保政策等原因，我国电解铝产能上限约为 4500 万吨，1 吨电解铝大约需要接近 2 吨的氧化铝，氧化铝主要来自于铝土矿，其中具体的比例受铝土矿中铝含量的不同而不同。

图 31：铝土矿到铝的加工链



数据来源：Wind, USGS, 西南证券整理

环保等政策影响下，我国电解铝产能上限约为 4500 万吨。由于我国铝土矿储量低、可开采年限小，未来国内开采的铝土矿将进一步减少，因此为了满足国内的电解铝需求，进口氧化铝数量有望增长，同时进口国外铝土矿的量增长。基于以上，我们假设：

- 1) 2024-2026 年我国进口氧化铝量将保持 50%、40%、30% 的速度增长；
- 2) 2024-2026 年我国进口铝土矿几内亚占比为 73%、74%、75%，其他国家占比为 27%、26%、25%；
- 3) 2024-2026 年我国自采的铝土矿同比下降 20%、20%、20%；

4) 不考虑损耗,我国铝土矿中氧化铝占比为 40%,几内亚铝土矿中氧化铝占比 35%,其他占比为 40%;

5) 2024-2026 年我国电解铝产能不发生重大变化。

表 4: 几内亚铝土矿进口预测 (万吨)

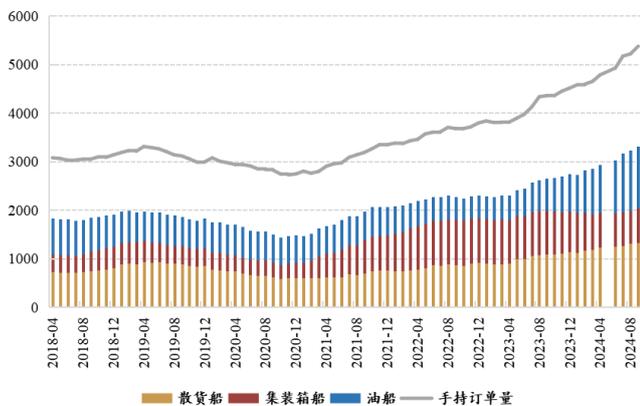
	2023A	2024E	2025E	2026E
电解铝产能	4500	4500	4500	4500
氧化铝需求量	9000	9000	9000	9000
进口氧化铝	183.0	274.5	384.3	499.6
铝土矿提取	8817.0	8725.5	8615.7	8500.4
自采铝土矿	9300	7440	5952	4761.6
进口铝土矿	14138.0	15817.1	17176.0	18195.2
几内亚铝土矿	9913.1	11546.5	12710.3	13646.4
几内亚占比	70%	73.0%	74.0%	75.0%
其他铝土矿	4224.9	4270.6	4465.8	4548.8
其他地区占比	30%	27.0%	26.0%	25.0%
铝土矿消费量	23438.0	23257.1	23128.0	22956.8

数据来源: Wind, USGS, 西南证券整理

4 运力确定性放缓为强周期打下基础

随着航运市场的复苏,船厂新造产能紧张等因素,全球航运业至少未来数年供给端规模可控。2021 年以来航运各子板块轮动,新造船订单爆发,船厂在手订单持续累积,截至 2024 年 9 月,全球船厂手持订单 5374 艘船,合计 14922.3 万修正总吨,船厂订单趋于饱和,在船厂有限的产能下,船东新下的订单需要等待空余产能,2023 年全球新船完工量为 3485 万修正总吨,当前的在手订单/完工量为 4.3 年,在手订单的交付时间相较于之前变长,对于船东而言,交船周期长使得短时间规模难以通过新造船扩张。

图 32: 全球手持订单 (艘)



数据来源: Wind, 西南证券整理

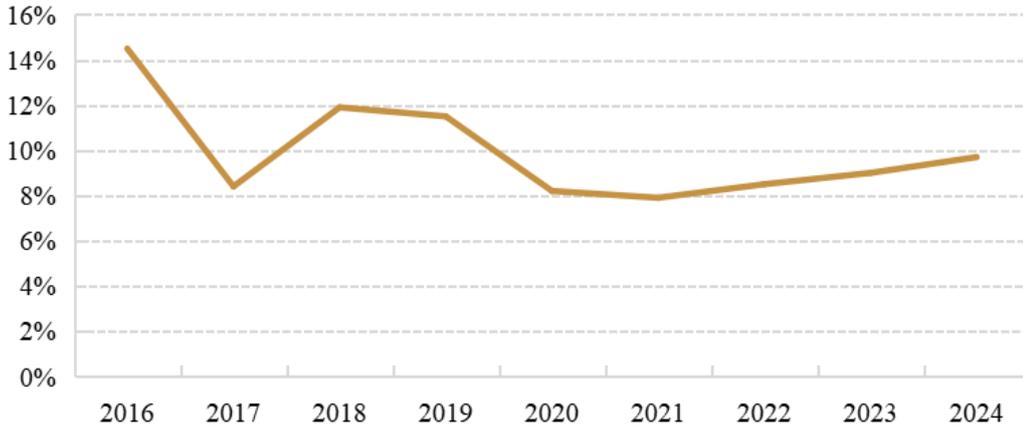
图 33: 全球新船交付情况



数据来源: Wind, 中国船舶工业行业协会, 西南证券整理

多因素影响下干散货船在手订单较低。受 2021 年集装箱船高景气以及 2022 年 LNG 燃料高涨的消费需求影响，目前船台订单主要为集装箱船以及 LNG 船，同时较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险使得船东造船意愿较低。据 Clarksons 数据显示，截止 2024 年 10 月，干散货船在手订单仍处于相对较低的水平，约占船队的 9.7%。

图 34：干散货船在手订单占比



数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

同时多项环保政策实施将从多方面影响有效运力供给。国际海事组织（IMO）新规 EEXI 和 CII 于 2023 年生效，为了降低碳强度，船东在短、中期内可以从石油转向液化天然气或甲醇等替代燃料，然而液化天然气仍然是一种化石燃料，无法满足国际海事组织 2050 年的脱碳目标。

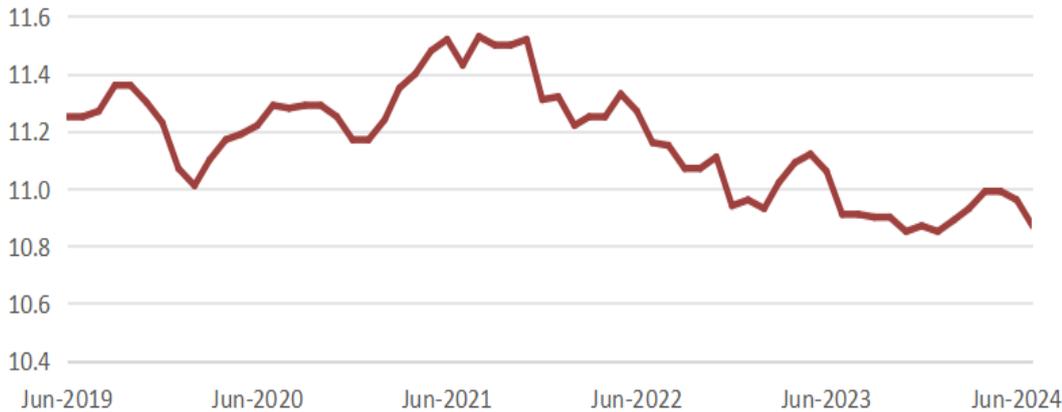
表 5：航运部分环保政策

时间	组织	文件/法规	目标
2018.04	《航运业减排初步战略》	IMO	IMO 计划 2030 年碳排放强度至少比 2008 年的水平下降 40%，到 2050 年下降 70%。它还计划采取措施，到 2050 年将温室气体排放量比 2008 年水平减少 50%。
2021.06	《国际防止船舶污染公约》修正案	IMO	要求船舶减少温室气体排放，预计将于 2022 年 11 月 1 日生效，并符合现有船舶能效指数（“EEXI”）和碳强度指标（“CII”）认证的要求，于 2023 年 1 月 1 日生效。
2021.07	“Fit for 55”计划	欧盟	将航运业纳入欧盟排放交易系统（EU ETS）；增加对海洋可再生和低碳燃料的需求，通过对停靠欧洲港口的船舶所使用能源的温室气体含量设定最大限制，并鼓励在泊船舶采用零排放技术
重要指数	定义	生效/实施时间	内容
现有船舶能效指数 (EEXI)	EEXI 是一项技术措施，适用于 400 总吨以上的船舶	2022 年 11 月 1 日生效，从	船舶的 EEXI 需要通过计算确定，并与船型的强制要求限值进行比较。如果计算所得 EEXI 高于强制要求，则需要采取措施确保符合规定。
船舶营运碳强度指标 (CII)	CII 是一项操作性措施，规定了 5000 总吨及以上船舶的碳强度降低要求	2023 年 1 月 1 日起正式实施。	CII 确定了确保船舶运营碳强度在特定等级水平内持续提高所需的年度减排系数。运营碳强度等级将以 A、B、C、D 或 E 的等级给出。性能水平将记录在船舶的船舶能效管理计划（“SEEMP”）中。连续三年评级为 D 或 E 的船舶必须提交一份纠正行动计划，以说明如何达到要求的指数（C 或以上）。

数据来源：Ardmore Shipping，西南证券整理

降速易于实施成为目前主要应对环保政策的方法，未来随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，这将导致船舶有效供应减少，部分环保不达标的船舶加速拆除同样会使得有效运力供给收紧。目前大部分干散货船队的燃油效率不高，在不产生资本支出的情况下减少燃料消耗和排放的唯一方法是降低航行速度，截止到 2024 年 7 月，干散货船平均航行速度为 10.9 节。

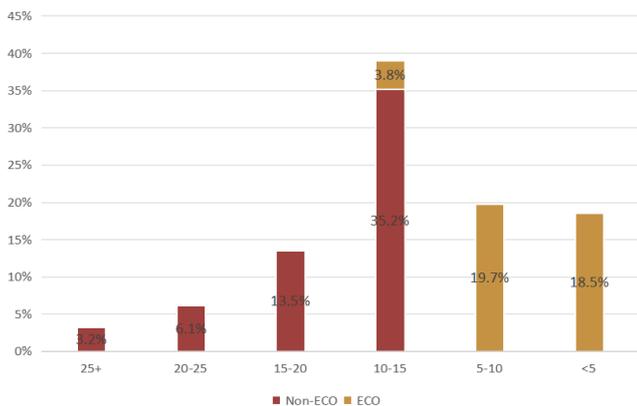
图 35：干散货船平均航行速度（节）



数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

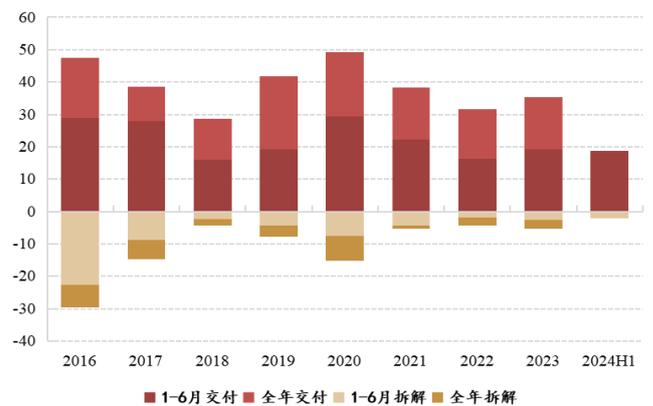
干散货船潜在拆船比例较大，未来运力退出将影响市场总运力。拆船与否主要受船队运营收益、运营维修成本、报废价格等影响。船龄较大的油轮往往收益较差且运营维修成本较高，不受市场欢迎，目前全球干散货船龄较大，有 3.2%的船舶船龄超过 25 岁，6.1%的船舶船龄在 20-25 岁之间，13.5%的船舶船龄在 15-20 岁之间，合计有 22.8%的船舶船龄超过 15 岁，潜在老旧船比例较大，且大多为非环保船型，未来有较大的可能性退出市场。2024 年 1-6 月交付干散货船为 18.8 百万载重吨，较去年同比下降 0.5 百万载重吨，拆解量为 2.1 百万载重吨。

图 36：干散货船船龄分布



数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

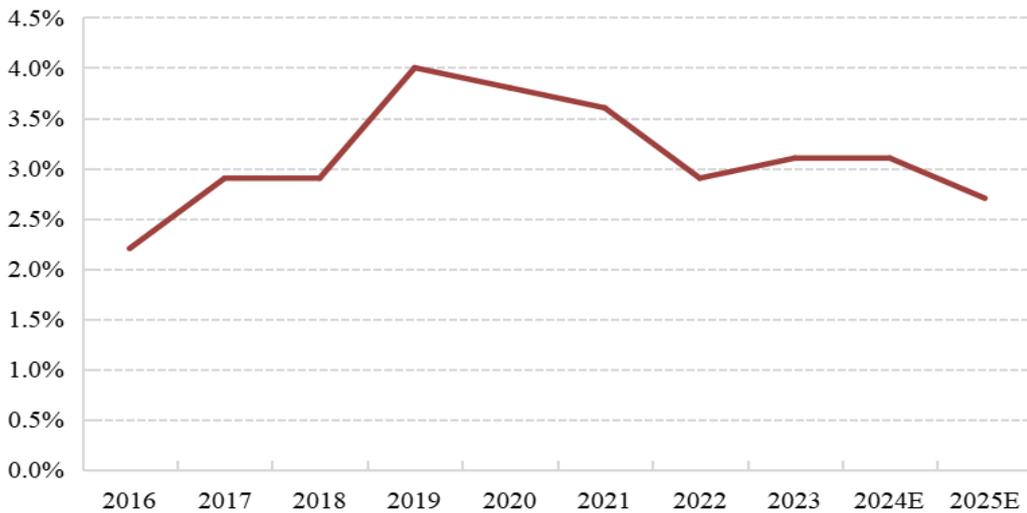
图 37：干散货船队交付和拆解情况（百万载重吨）



数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

新增有限，潜在拆船多，预计未来 2-3 年运力增速放缓。2023 年全球干散货船船队规模较年初上涨 3.1%至 10 亿载重吨，2024-2025 年预计进一步放缓，到 2025 年增速不超过 3%。船队正集中进入老化阶段，加上环保公约的日趋严格，有效运力供给预计将低于名义运力供给，中、韩主要船厂新造船产能预计 2028 年之前处于紧绷状态，全球航运业至少未来数年供给端规模可控。

图 38：干散货船运力增长情况



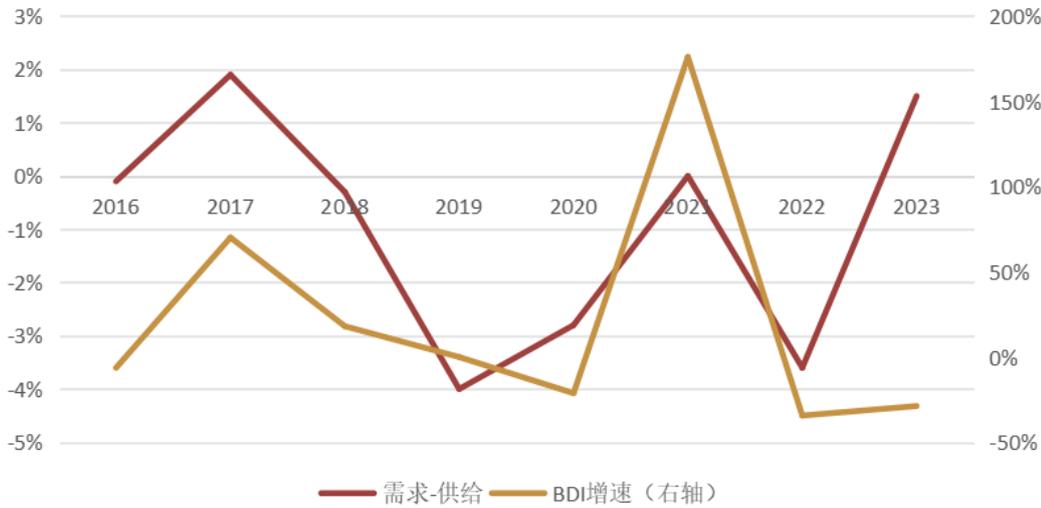
数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

5 相关标的

我们认为干散货运输市场上的供给和需求的变化将直接作用于市场运价。随着我国建筑业以及房地产行业相关政策的落地，钢材消费需求企稳。同时几内亚-中国的铁矿贸易未来将提振对散货船运力需求，中国进口长期依赖于澳大利亚，全球政治格局变动，需要寻找新的替代，西芒杜铁矿初期具有年产 1.2 亿吨高品质铁矿石能力，目前西芒杜铁矿项目已进入实质性阶段，工程建设已取得积极进展，几内亚铁矿石项目重启有望替代部分澳大利亚铁矿。此外由于国内铝土矿禀赋不佳，近年来我国铝土矿进口保持上升态势。未来国内开采的铝土矿将进一步减少，因此为了满足国内的电解铝需求，进口氧化铝数量有望增长，同时进口国外铝土矿的量增长。

远距离矿石运输需求的增长，将对整个干散货运以及上下游需求产生积极影响，同时干散货船运力增速放缓，运输需求与有效运力的错配将决定运价走势以及市场景气度，从而影响航运企业收益，我们认为干散货运输整体强于大市，建议投资者持续关注干散货运输市场变化，相关标的招商轮船(601872.SH)、海通发展(603162.SH)、国航远洋(833171.BJ)、海航科技(600751.SH)、苏美达(600710.SH)。

图 39：干散货船需求供给增速差与 BDI 指数走势相关

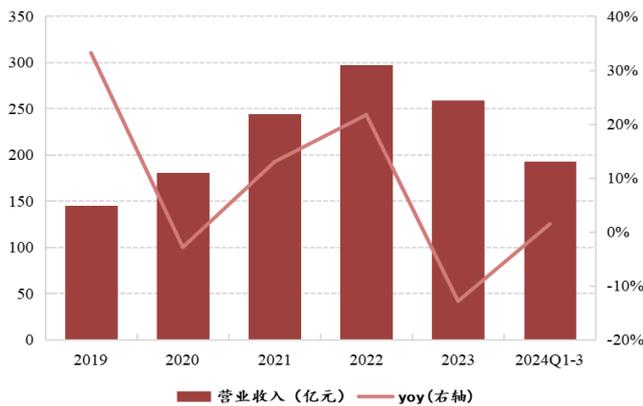


数据来源：克拉克森，StarBulk，西南证券整理

5.1 招商轮船：子企业分拆上市聚焦主业，干散淡季不淡后续弹性可期

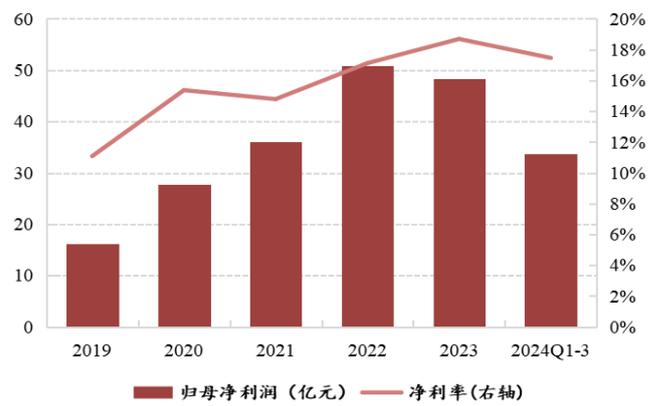
招商轮船作为专注于国际国内货物运输的专业航运公司，以油气运输、干散货运输为双核心主业，其他运输（集装箱、汽车滚装等）为有机补充，业务布局清晰，市场覆盖和货源种类齐全。公司 2023 年实现营业收入 258.8 亿元，同比下降 12.9%，实现归母净利润 48.4 亿元，同比下降 4.9%；2024 年前三季度营业收入 193 亿元，同比增长 1.4%，实现归母净利润 33.7 亿元，同比下降 10.4%。

图 40：招商轮船营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 41：招商轮船净利润情况

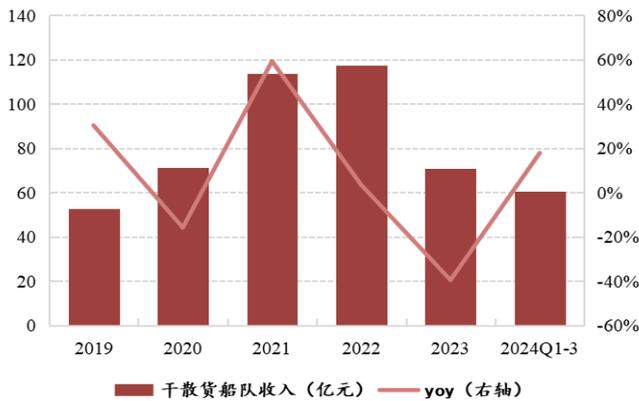


数据来源：Wind，西南证券整理

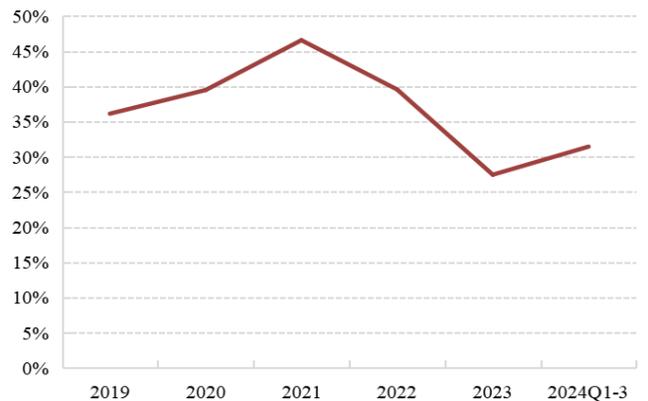
干散货作为核心主业，淡季不淡后续弹性可期。2023 年公司干散货船队实现营收 71.1 亿元，同比下降 39.6%，在公司所有业务中占比为 27.5%，较 22 年下降 12.1pp。2024 年前三季度 BDI 均值为 1845 点，同比上升 57%，公司船队积极应对铁矿、煤炭、粮食、铝土矿等货种海运格局的变化，灵活采取阶段性期租和远期货锁定等策略，各船型实现日均 TCE

全面跑赢市场，全船队日均 TCE 同比增长 21%。前三季度干散货船队实现营收 60.7 亿元，同比增长 17.86%，营收占比为 31.5%，实现净利润 11.7 亿元，同比大幅增加 106.7%。

未来干散货运输需求受长航线矿石放量积极影响，增速加快，而市场有效运力在多因素影响下放缓，干散货运输市场可期。长距离矿石运输直接利好大船运价，好望角船型有望成为推动 BDI 上涨的核心因素。同时 2024 年公司拟分拆中外运集运、招商滚装，通过与安通控股进行重组的方式实现重组上市，本次分拆后，公司股将进一步聚焦主业，发挥优势。我们看好公司凭借良好的干散货船队能够享受更高的弹性。

图 42：招商轮船干散货船队收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 43：招商轮船干散货船队收入占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司干散货船队成立于 1980 年元月，在上世纪 80 年代的航运危机中抓住市场机遇，迅速发展壮大船队规模。近年来，干散货板块稳步拓展长期项目、市场相对低位批量造船，并收购了中外运长航集团旗下的国际和沿海干散货船队，市场影响力和经营能力已经跃上一个新的台阶。截至 2024 年 09 月 30 日，公司干散货船队共有 93 条船，其中好望角船有 16 条，平均船龄为 13.8 岁。公司已经落实 10 艘 Newcastlemax 等新造船订单，按照交付计划预计 2027 年起新船将陆续交付，同时 VLOC 坞修后油耗指标显著改善，现有好望角型散货船也结合坞修继续加装脱硫塔和各项节能装置。

表 6：招商轮船散货船队（截至 2024 年 09 月 30 日）

分类	现有船舶			订单船舶	
	船舶艘数	总载重量(万吨)	平均船龄	船舶艘数	总载重量(万吨)
散货船小计	93	1855.95	9.4	14	243.6
VLOC	34	1313.16	6.9		
New castlemax				10	210.8
Capesize	16	286.89	13.8		
kamsarmax				4	32.8
Panamax	6	45.78	11.6		
Ultramax	20	125.73	8.3		
Supramax	10	57.95	12.7		
Handysize	7	26.44	7.4		

数据来源：招商轮船, 西南证券整理

COA 合同保证公司获取稳定货源保障，即期市场为公司提供运价弹性。干散货船队中 VLOC 100%长期 COA 锁定，2024 年上半年实现平均 TCE 3.54 万美元/日，Capesize 等各船队保持适当短期租锁定，截止 2024 年半年，维持全船队 12 个月滚动锁定率约 25.5%，平均锁定 TCE 约为 20900 美元/天，考虑即期市场运价来看，上半年 Capesize 船队实现平均 TCE 23434 美元/日，跑赢指数 6%；自有 Panamax 船队实现平均 TCE 11339 美元/日，租入船实现平均 TCE 15765 美元/日，跑赢 82K 巴拿马散货船指数 4.3%，Ultramax 船队实现 TCE 16401 美元/日，跑赢指数 23.5%。

我们以公司现有的干散货船队以及各种船型运价增长来测算公司干散货盈利弹性，当 VLOC/Capesize/Panamax/Ultramax/Supramax/Handysize 运价每上涨 3000/10000/5000/4000/3000/2000 美元/天时，合计将为公司带来 10 亿元的盈利弹性。

表 7：招商轮船散货船队盈利弹性

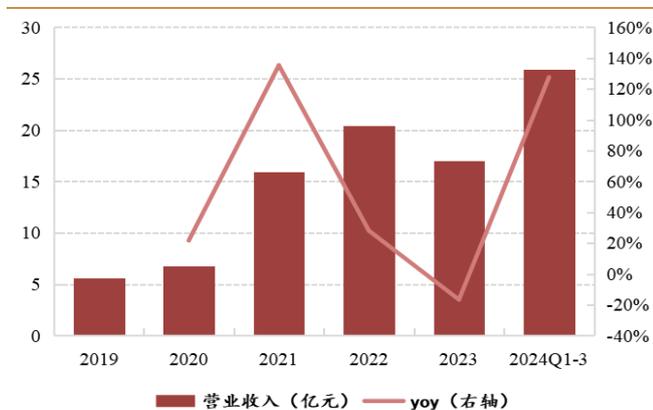
船型	数量（艘）	运营天数	汇率	运价上涨（美元/天）	盈利弹性（百万元）
VLOC	34	345	7.1	3000	250
Capesize	16	345	7.1	10000	392
Panamax	6	345	7.1	5000	73
Ultramax	20	345	7.1	4000	196
Supramax	10	345	7.1	3000	73
Handysize	7	345	7.1	2000	34
合计					1019

数据来源：招商轮船，西南证券整理

5.2 海通发展：扩大船队规模，强化自身盈利能力

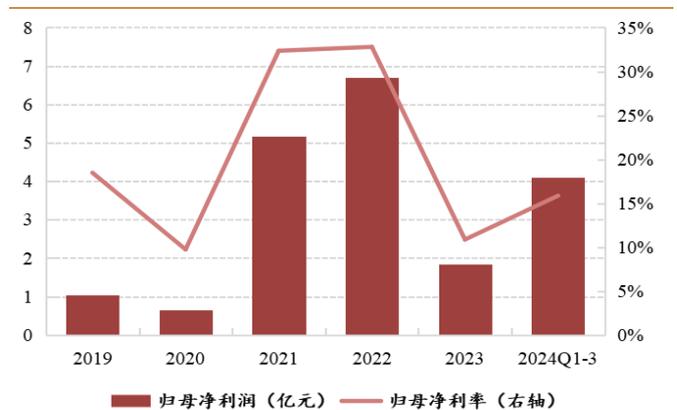
国内民营干散货运龙头之一。海通发展自成立以来主要从事干散货运输，经过多年的发展，公司逐步成为国内民营干散货航运领域的龙头企业之一，公司 2023 年实现营业收入 17.05 亿元，同比下降 16.7%，实现归母净利 1.85 亿元，同比大幅下降 72.4%，归母净利率为 10.9%；2024 年前三季度营业收入 25.87 亿元，同比增长 127.6%，实现归母净利 4.1 亿元，同比增长 171.12%，归母净利率为 15.8%。

图 44：海通发展营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

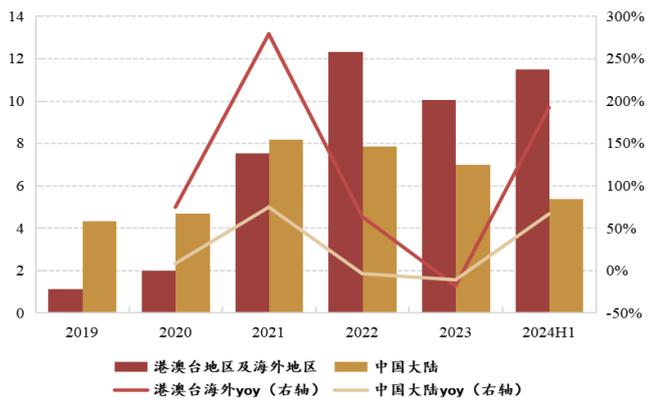
图 45：海通发展净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

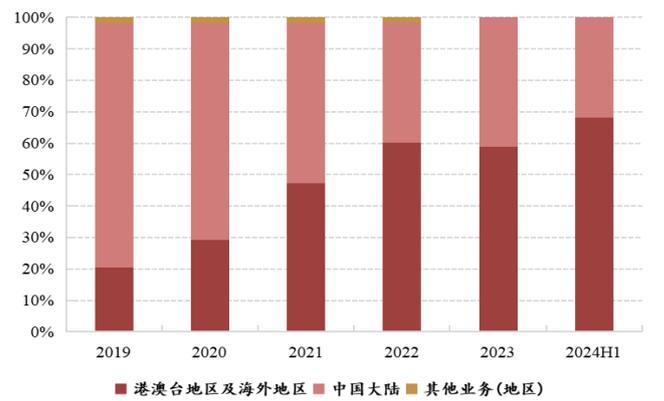
坚持内外兼营，贯彻灵活摆位。境内沿海运输方面，公司主要运输的货物为煤炭，现已成为环渤海湾到长江口岸的进江航线中煤炭运输货运量最大的民营航运企业之一，同时积极拓展矿石、水渣等其他干散货物的运输业务，目前公司境内运营船舶有 8 艘，2024 年上半年境内营收为 5.37 亿元，同比增长 66.55%，占比为 31.84%；境外方面，公司顺应国家“一带一路”重大战略布局，拓展全球干散货海上运输业务，已建立起辐射境内沿海及国际远洋的航线体系，航线网络遍及境内沿海及全球 80 余个国家和地区 300 余个港口，目前公司境外运营船舶有 31 艘，境内外兼营船舶有 2 艘，2024 年上半年境外营收为 11.5 亿元，同比增长 192.1%，占比为 68.16%。

图 46：海通发展内外贸收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 47：海通发展各地区收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

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，2024 年上半年，公司新购超灵便型干散货船 10 艘，截至 2024 年 6 月末已交接船舶 8 艘，待全部船舶交接完成，公司长租干散货船舶（使用运力期限在一年及一年以上）21 艘，自营干散货船舶 41 艘（其中自有船舶 39 艘、光租船舶 2 艘），油船 3 艘，合计散货船控制运力 339 万载重吨。

截至 2024 年 6 月末，全球干散货船舶总计 13783 艘，干散货运力总计 10.19 亿载重吨，同比增长 3.14%，船队增速持续保持低位震荡。公司控制的干散货船舶数量和运力分别占全球总量的 0.45% 和 0.33%。运力规模在国内从事干散货运输的企业中排名前列，根据上海航运交易所发布的中国航运企业船舶运力排名，截至 2023 年 12 月 31 日，公司的运力规模在中国航运企业中排名第 7 位。未来，随着公司干散货船舶的继续购置和长期外租船的投入运营，公司控制运力规模将进一步提升。

我们以公司现有的干散货船队以及各种船型运价增长来测算公司干散货盈利弹性，当 Capesize / Panamax / Supramax 运价每上涨 10000/5000/3000 美元/天时，合计将为公司带来 3.3 亿元的盈利弹性。

表 8：海通发展散货船队（截至 2024 年 06 月 30 日）以及盈利弹性

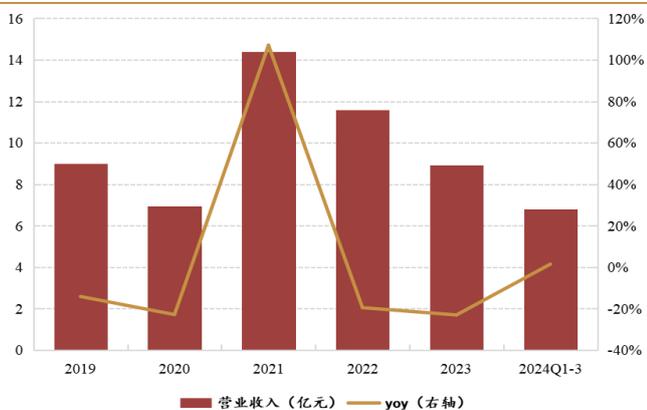
分类	船舶艘数	总载重量(万吨)	平均船龄	运营天数	汇率	运价上涨	盈利弹性(百万元)
散货船合计	41	243.6	12.6				328
Capesize	1	17.8	16.8	345	7.1	10000	24
Panamax	2	16.4	12.5	345	7.1	5000	24
Supramax	38	209.4	12.5	345	7.1	3000	279

数据来源：海通发展，船视宝，西南证券整理

5.3 国航远洋：积极布局外贸航线，享受高运价弹性

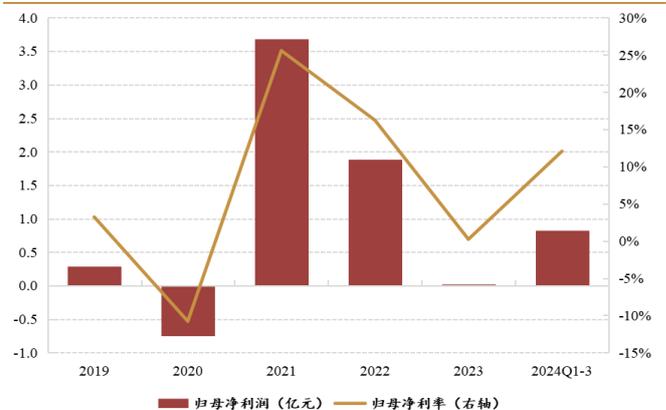
国航远洋是全国规模领先的干散货船东。公司成立于2001年4月，主要从事国际远洋、国内沿海和长江中下游航线的干散货运输业务，是我国大型干散货航运企业之一。经过二十余年的发展，2022年12月15日在北京证券交易所成功上市，成为北交所“航运第一股”。公司沿海散货运输以电煤为主，是中国电煤运输骨干航运公司之一，公司拥有和控制了国内最大的进江电煤运输船队，位列国内电煤运输前三甲；远洋运输积极拓展，主要提供煤炭、粮食、矿砂、化肥、钢材、木材、农产品等货物的国际海上运输服务，航线遍及多个国家和地区，公司具有内外贸运输兼营的优势，当内贸航线获利能力低于国际航线时，公司出于经营考虑，可以选择把内外兼营船舶向国际航线倾斜。2024年公司前三季度实现营业收入6.8亿元，同比增长1.47%，公司前三季度实现归母净利润0.82亿元，同比大幅上涨954.45%。

图 48：国航远洋营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

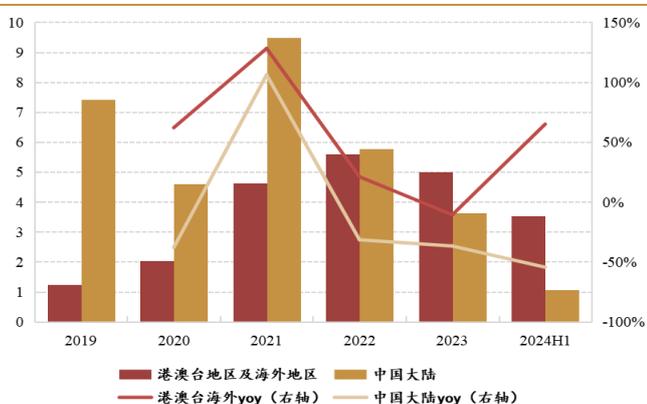
图 49：国航远洋净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

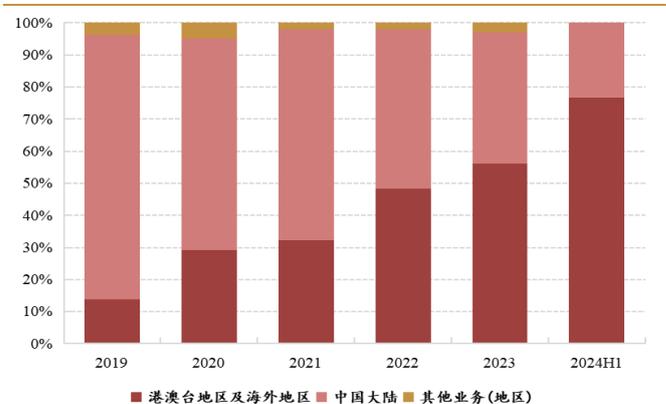
积极布局外贸运营航线，享受外贸市场弹性，外贸业务收入占比提升。公司将一些在国内缺乏竞争力但在海外更有优势的船型通过技术改造转移到外贸航线，随着2024年外贸干散货运输市场迎来上升周期，公司2024年前三季度业绩在内贸干散货运输市场低迷的背景下仍然取得增长。从经营地区来看，主要以港澳台及海外地区为主，2024年上半年实现营业收入3.54亿元，同比增长64.9%，占比为76.8%，境内实现收入1.07亿元，同比下降54.6%，占比为23.2%。

图 50：国航远洋内外贸收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 51：国航远洋各地区收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

2023年公司自营船舶运量逾2000万吨,根据交通运输部公布的《中国航运发展报告》,公司经营船队规模自2019年至2023年连续5年在国内排名行业第四,国际航运船队规模连续5年在国内排名行业前十。同时根据公司披露的新造船情况,上市至今已签署14艘新建船协议,同时根据合同约定公司拥有后续6艘8.9万吨散货船的建造选择权。今年上半年已交付2艘新船投入经营,今年下半年将交付4艘新造船,其他新建船舶预计将会在2026年前陆续交付,未来公司船队规模将进一步增长。

我们以公司现有的干散货船队以及各种船型运价增长来测算公司干散货盈利弹性,当Panamax / Supramax 运价每上涨5000/3000美元/天时,合计将为公司带来2.5亿元的盈利弹性。

表9: 国航远洋散货船队(截至2024年10月30日)以及盈利弹性

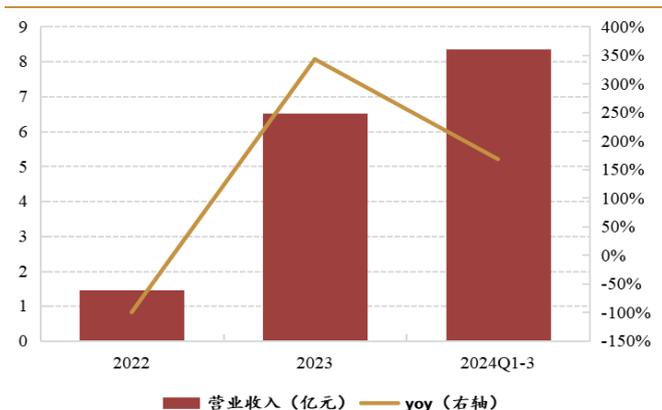
分类	船舶艘数	总载重量(万吨)	平均船龄	运营天数	汇率	运价上涨	盈利弹性(百万元)
散货船合计	22	154.5	11.9				245
Panamax	17	131.8	8.1	345	7.1	5000	208
Supramax	5	22.7	23.1	345	7.1	3000	37

数据来源: 国航远洋, 船视宝, 西南证券整理

5.4 海航科技: 航运主业稳, 上下游贸易拓展顺

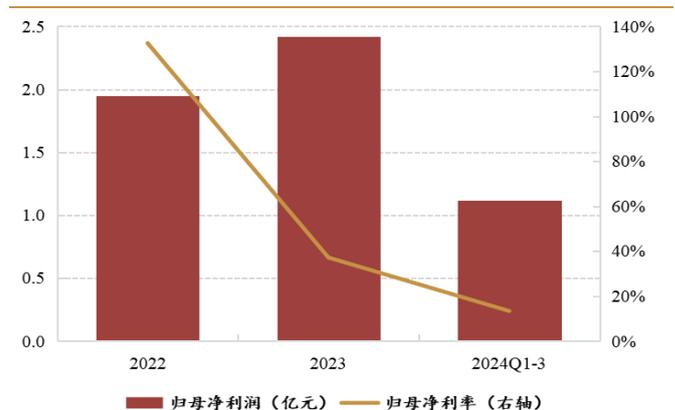
海航科技经过多年的发展,再次切回航运市场。公司前身“天津市海运股份有限公司”自1992年成立起便立足航运,主营业务为国际近洋集装箱班轮运输、国内沿海集装箱班轮运输及船务代理和货运代理等,至今已有近30年的航运业务经营历史,1996年公司于上海证券交易所上市。2016年以现金支付方式收购Ingram Micro Inc.(英迈)100%股权,电子产品分销业务开始成为公司的主要业务。2020年公司及子公司天海物流作为卖方拟出售GCL IM100%股权,并于2021年7月完成交易,同年公司完成两艘干散货船舶资产注入,并成立专业船舶运营团队,再次切回航运市场。2024年公司前三季度实现营业收入8.36亿元,同比增长167.9%,公司前三季度实现归母净利润1.12亿元,归母净利率为13.35%。

图52: 海航科技营业收入情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图53: 海航科技净利润情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司船队规模不断扩大，干散货运输为公司贡献利润。2021年4月，公司以现金形式收购“丰收轮”、“喜悦轮”两艘17.6万吨级干散货船，重新组建航运业务部，运营船舶航线也更加丰富。在原有的澳洲—中国/东南亚、南美—中国/东南亚航线的铁矿运输；南美—中国、美湾/美西—中国航线的粮食运输；澳洲—中国/东南亚、澳洲-印度、印尼-中国航线和加拿大-中国的煤炭运输以外，又拓展出菲律宾—中国、印尼—印度、越南—孟加拉、中国—中东、中国—埃及、孟加拉—印度、中国—新加坡、中国—东非等十余条航线，极大丰富了公司船舶运营航线选择，进一步提升公司综合经营能力。目前公司船队包括大灵便型干散货船六艘，好望角型干散货船两艘，巴拿马型干散货船一艘，多样化的船型将有助于公司更好地开展揽货业务。

我们以公司现有的干散货船队以及各种船型运价增长来测算公司干散货盈利弹性，当Capesize / Panamax / Supramax 运价每上涨10000/5000/3000美元/天时，合计将为公司带来1亿元的盈利弹性。

表 10：海航科技散货船队（截至 2024 年 06 月 30 日）以及盈利弹性

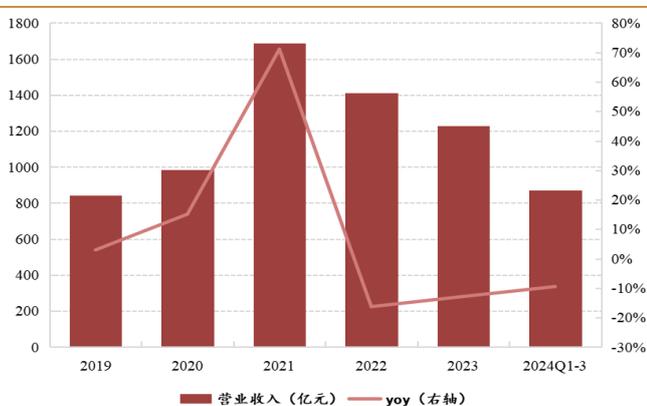
分类	船舶艘数	总载重量 (万吨)	平均船龄	运营天数	汇率	运价上涨	盈利弹性 (百万元)
散货船合计	9	75.4	15.7				105
Capesize	2	35.2	12.5	345	7.1	10000	49
Panamax	1	7.4	17.8	345	7.1	5000	12
Supramax	6	32.7	16.4	345	7.1	3000	44

数据来源：海航科技，船视宝，西南证券整理

5.5 苏美达：建造绿色能源船舶，细分船型市场领先

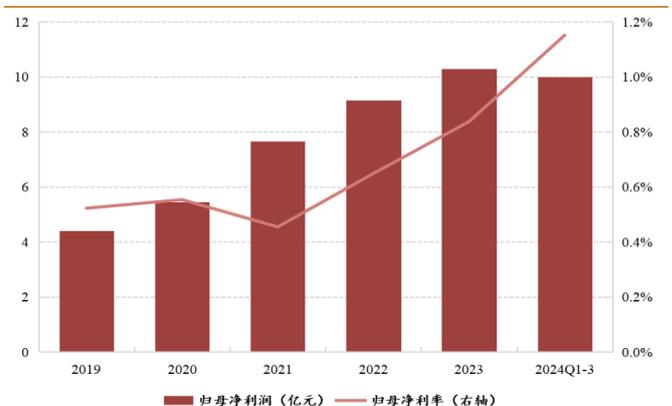
苏美达是国内领先的供应链运营商和产业链服务商。1978年，苏美达的前身中国机械设备出口公司江苏省分公司成立，1989年创立SUMEC品牌，随后公司完成了集团化改组，发展的步伐迅速加快变快。2006年更名为江苏苏美达集团公司，2012年完成公司制改造，更名为江苏苏美达集团有限公司。2016年在上交所主板上市（股票代码：600710）。经过40多年的蓬勃发展，公司已发展成为一家在产业链拓展与供应链运营领域颇具市场规模和品牌影响力的国际化、多元化企业集团，位列2023年财富中国上市公司500强第97位。2024年前三季度公司实现营业收入869.4亿元，同比下降9.5%；实现归母净利润10亿元，同比增加12%，扣非归母净利润为8.9亿元，同比增长27.3%。

图 54：苏美达营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

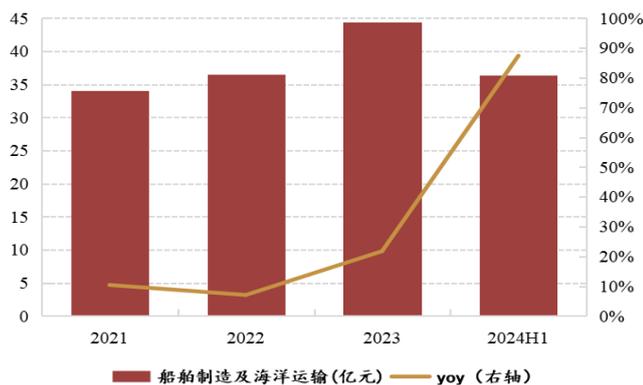
图 55：苏美达净利润情况



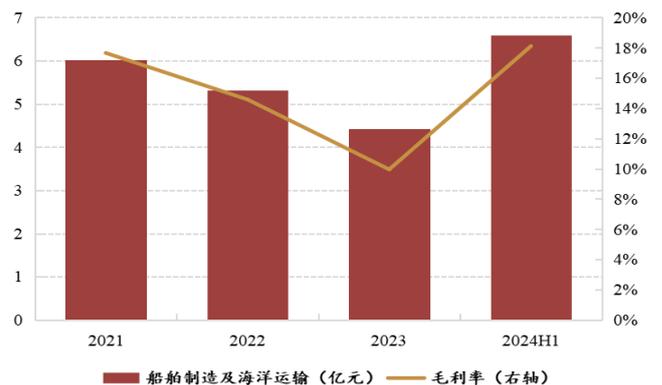
数据来源：Wind，西南证券整理

苏美达船舶有限公司总部位于南京，是公司核心成员企业。公司船舶业务聚焦中型船舶，强化“船舶制造+航运”协同发展模式。船舶制造和航运业务上下游联动，实现前端市场需求与后端船型研发的互通，同时两者协同发展，共同抵挡行业周期性波动。船舶制造板块以新大洋造船厂为中心，新大洋造船厂的前身曾为渡江战役造船，2015年大洋造船陷入困境，2018年公司对其进行破产重组成立新大洋造船。新大洋造船拥有现代化的生产设备和设施，占地面积170多万平方米，长江可用岸线1.5公里。公司产品线丰富，技术、研发能力突出，满足大中型散货船、集装箱船、油化船以及中小型气体船的开发、设计、建造需求。2024年上半年，公司在交付14艘船的基础上，相继又获得包括日本春日海运在内的新老客户所下的31艘船舶制造订单。截至2024年9月底，公司在手订单84艘，目前在手订单排产已到2028年，公司坚持绿色发展和差异化路线，自主研发的皇冠63系列散货船品牌获得客户认可，

航运业务以苏美达海运为中心，苏美达海运是苏美达船舶于2019年在新加坡成立的子公司，服务苏美达供应链运营，为公司供应链运营安全提供保障。基于对环保理念的不懈追求，公司打造了一支以“皇冠”系列散货船为主力的年轻、绿色、高效船队，共拥有和控制船舶39艘，累计运力240万吨，致力于为客户提供精细化、高品质的海上运输服务。2024年上半年公司船舶制造及海洋运输实现营业收入36.45亿元，同比增长87.40%，实现毛利6.6亿元，毛利率为18.1%。

图 56：苏美达船舶制造及海洋运输营业收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 57：苏美达船舶制造及海洋运输毛利情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

远距离矿石运输需求的增长，将对整个干散货运以及上下游需求产生积极影响，同时干散货船运力增速放缓，运输需求与有效运力的错配将决定运价走势以及市场景气度，从而影响航运企业收益，我们首次给予干散货运细分行业“强于大市”评级，建议投资者持续关注干散货运输市场变化，相关标的招商轮船（601872.SH）、海通发展（603162.SH）、国航远洋（833171.BJ）、海航科技（600751.SH）、苏美达（600710.SH）。

表 11：重点关注公司盈利预测

股票代码	股票名称	当前价格	EPS (元)				PE (倍)			
		(元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601872.SH	招商轮船	6.75	0.59	0.85	0.93	1.05	11	8	7	6
603162.SH	海通发展	9.97	0.2	0.55	0.82	0.98	50	18	12	10
833171.BJ	国航远洋	6.80	0	0.2	0.32	0.44	1675	34	21	15
600751.SH	海航科技	2.89	0.08	0.04	0.07	0.09	36	72	41	32
600710.SH	苏美达	9.23	0.79	0.93	1.07	1.21	12	10	9	8

数据来源：wind, 西南证券

6 风险提示

1) 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，进而影响航运市场的景气度，从而对经营造成影响。

2) 地缘政治风险。俄乌冲突引发全球能源价格震荡和地缘政治角力升级，可能影响部分地区及航线的业务开展，对整体战略和经营效益造成一定的影响。

3) 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。

4) 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。

5) 上游需求下滑风险。作为工业的“粮食”，铁矿石景气程度与经济周期密切相关。在前一轮的中国经济高速发展期，基础设施建设和房地产开发，带动建筑、交通运输、机械、装备制造，以及汽车、家电高速发展，下游行业旺盛的需求带动钢铁行业进入高速发展周期。目前我国经济呈现出新常态，由高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。经济结构的转型，将导致房地产、基础设施建设所需的中低端建筑用钢材需求放缓，将影响上游铁矿石的需求。

6) 西芒杜铁矿石开采进度不及预期风险。海外投资企业在海外经营发展，面临政治、经济、法律等一系列不确定性因素。由于国际经营环境以及管理的复杂性，若投资环境发生不利变化、或影响相关项目的开展，西芒杜铁矿石的开采可能不及预期。

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。

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

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，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 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	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
