

交运行业2025年投资策略

绿色航运转型加速，内需首推大宗供应链

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2024年12月

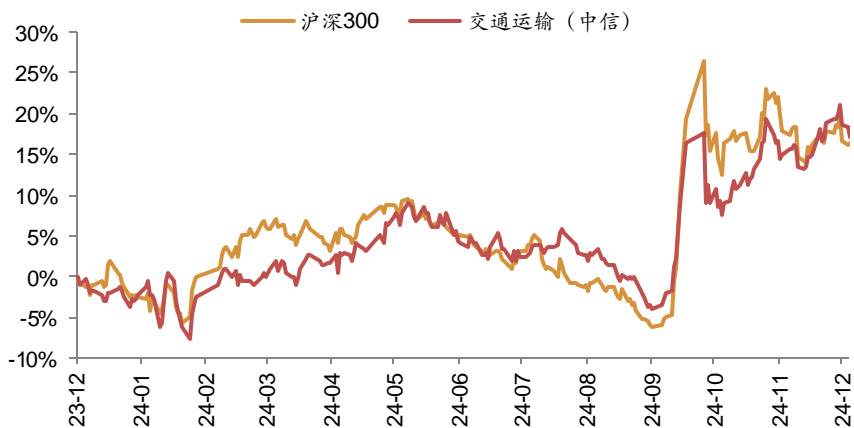
核心观点

- 回顾2024年全年(截止2024年12月17日)，沪深300报收3922，比年初上涨14.31%，中信交运指数跑赢沪深300，报收2061，比年初上涨19.59%，涨幅居于全行业8/30。这与我们2024年投资交运策略复苏的判断一致。展望2025年，我们判断，交运板块仍有结构性机会。
- **航运造船**：干散货运运力供给未来2-3年确定性放缓下，需求释放将推升运价上涨。2024年以来我国长距离运输矿石进口量显著增加，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，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。同时我们建议持续观察全球经济复苏进程，以及俄乌冲突、巴以冲突的发展。相关标的招商轮船（601872.SH）、海通发展（603162.SH）、国航远洋（833171.BJ）。随着航运不同板块轮动，中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障，同时航运整体绿色转型，未来绿色燃料有较大的空间。相关标的中远海运国际（0517.HK）。
- **大宗供应链**：大宗商品市场底部支撑较为强烈，行业景气度恢复带动需求，我们认为随着未来刺激政策逐步发挥作用，总需求不断改善，存货状况有望在下半年迎来新的边际改善，同时客商资信风险逐步降低，带动大宗供应链企业盈利上行，进而从基本面角度对大宗商品企业股价形成支撑。建议投资者关注中游强化物流仓储实现供应链全方位服务-物产中大（600704.SH）；下游多元业务赋能客户-苏美达（600710.SH）、中储股份（600787.SH）。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险、市场竞争风险等。

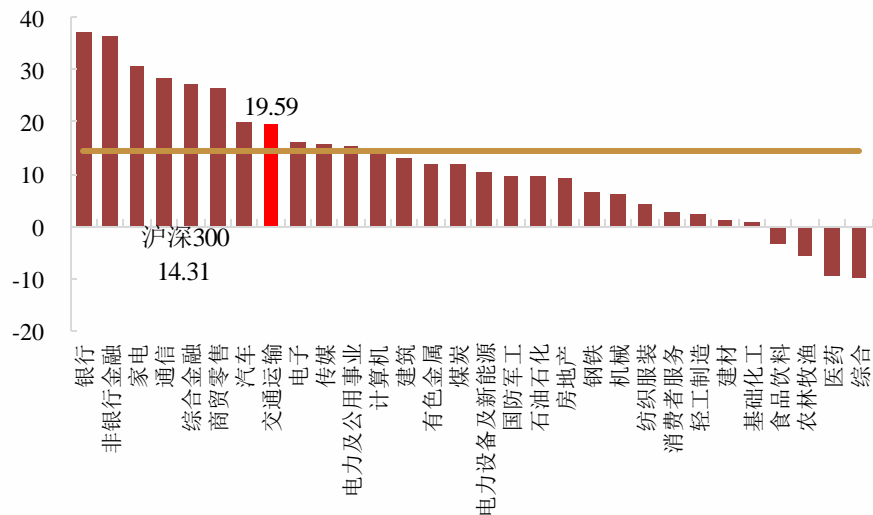
2024年交运行业回顾

截至2024年12月17日，沪深300报收3922，比年初上涨14.31%，中信交运指数跑赢沪深300，报收2061，比年初上涨19.59%，涨跌幅居于全行业8/30。

交通运输（中信）相对沪深300走势



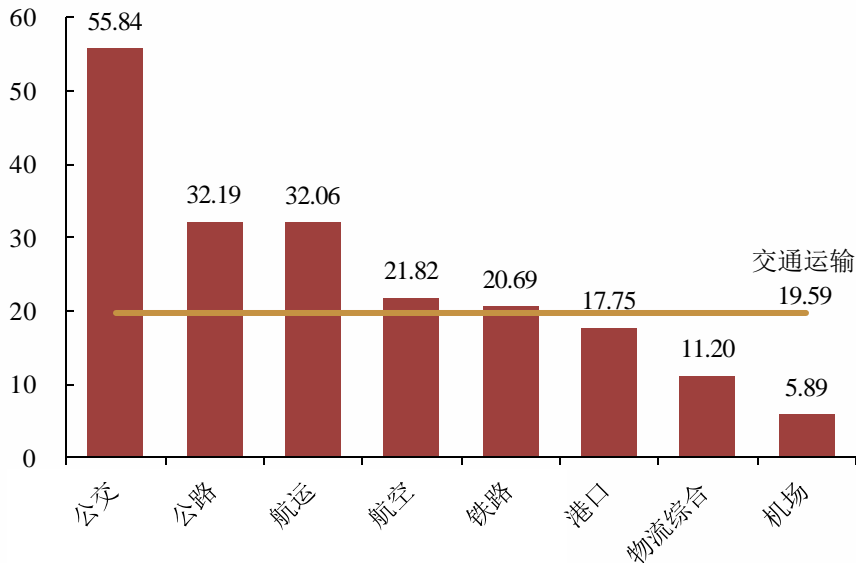
2024年中信一级指数涨跌幅 (%)



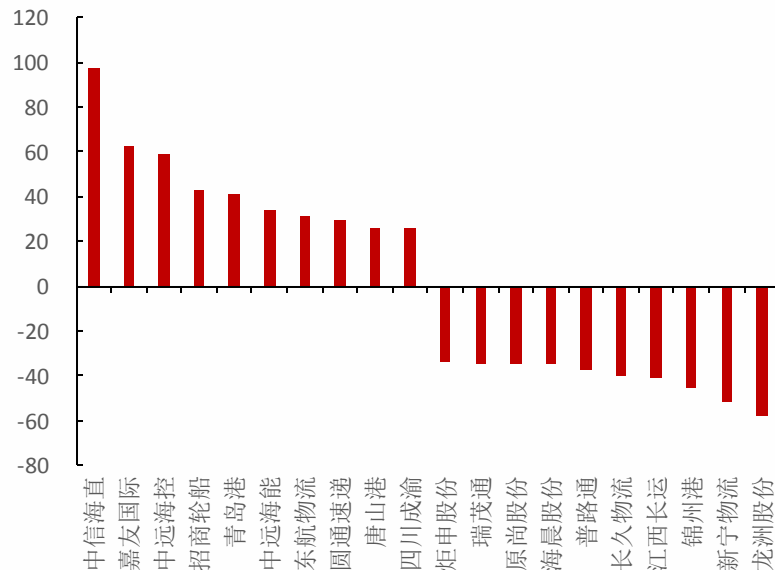
2024年交运行业回顾

- 2024年交运各子板块分化。其中，公交子板块领涨，涨幅55.84%；其次是公路子板块，涨幅32.19%；机场子板块涨幅最小，为5.89%。
- 2024年交运板块涨幅最大的个股为中信海直（+97.00%）、嘉友国际（+62.99%）、中远海控（+58.77%）；跌幅最大的为龙洲股份（-58.23%）、新宁物流（-51.32%）、锦州港（-45.14%）。

2024年各子板块涨跌幅（%）

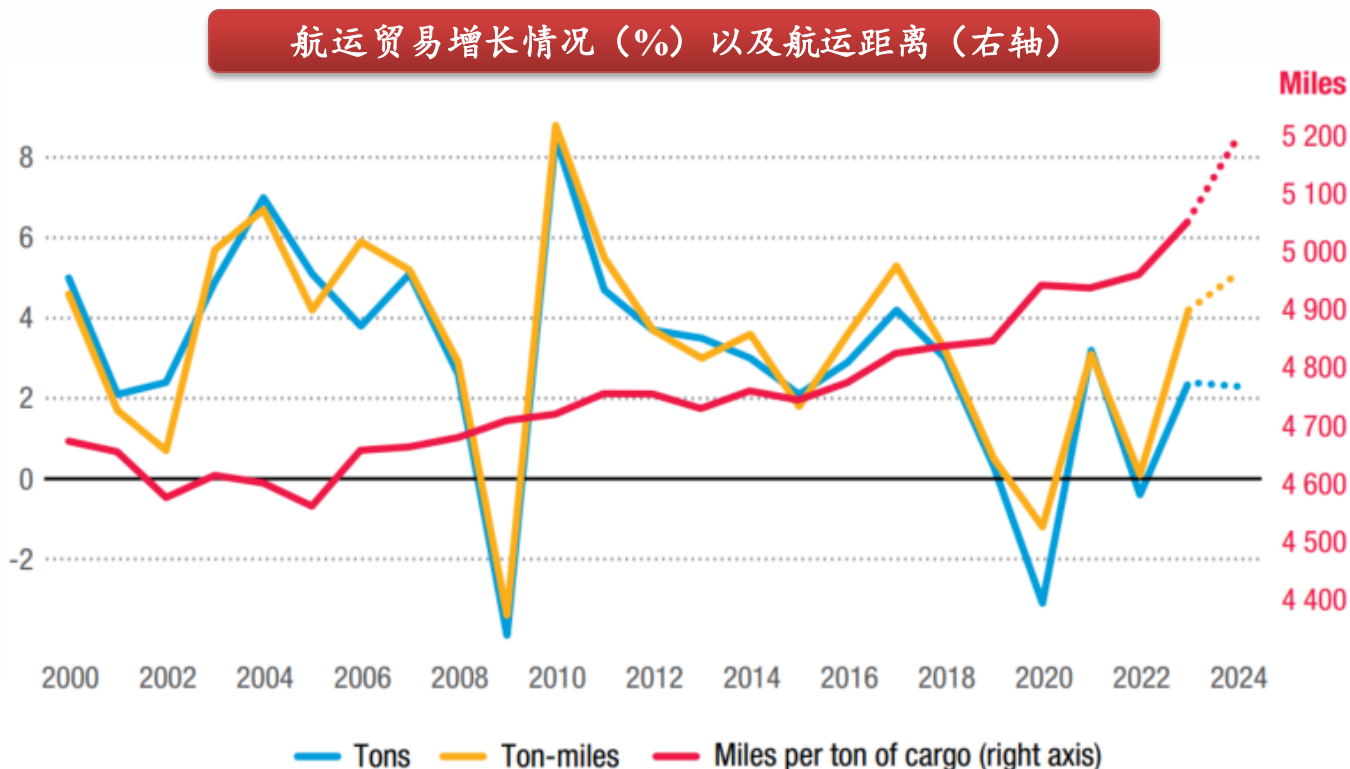


交通运输行业涨跌幅前十个股（%）



航运：航运距离拉长，需求得到提振

- **航运贸易持续增长。** UNCTAD预测，2024年海上贸易量将增长2%，集装箱贸易量将增长3.5%，2025-2029年期间，海运贸易总额年均增速为2.4%，集装箱贸易年均增速为2.7%，主要来自于铝土矿、煤炭、集装箱货物、粮食、铁矿石和石油等主要大宗货物的需求增加。



集运：供应链危机缓解，新船开始释放，运价回归

□ **供应链危机缓解，新船开始释放，运价回归。** 2023年前三季度新集装箱船运力的涌入，使得集运市场运价进一步下滑，而后12月红海局势紧张，大部分船东绕行，集运市场迎来新一轮上涨，2024年上半年，受欧美提前补库存、新兴市场货量增长、红海局势持续发酵等多重因素叠加影响，全球集装箱航运市场呈现出有效运力供给偏紧、需求增长、供应链紧张的状态。

中国出口集装箱运价指数



油运：俄乌冲突重塑贸易结构，后续观察经济复苏信号

□ 石油贸易结构性变化中，俄乌冲突带来运距大幅提升，促进油运需求复苏。2022年“俄乌冲突”影响下，全球石油贸易格局改变导致石油海运贸易运输距离大幅拉长，而油轮订单供给放缓，运价中枢上移。2023年中国经济复苏预期强烈，支撑了油运市场，2024年全球石油需求增长势头放缓，同时叠加OPEC+持续减产，运价承压。

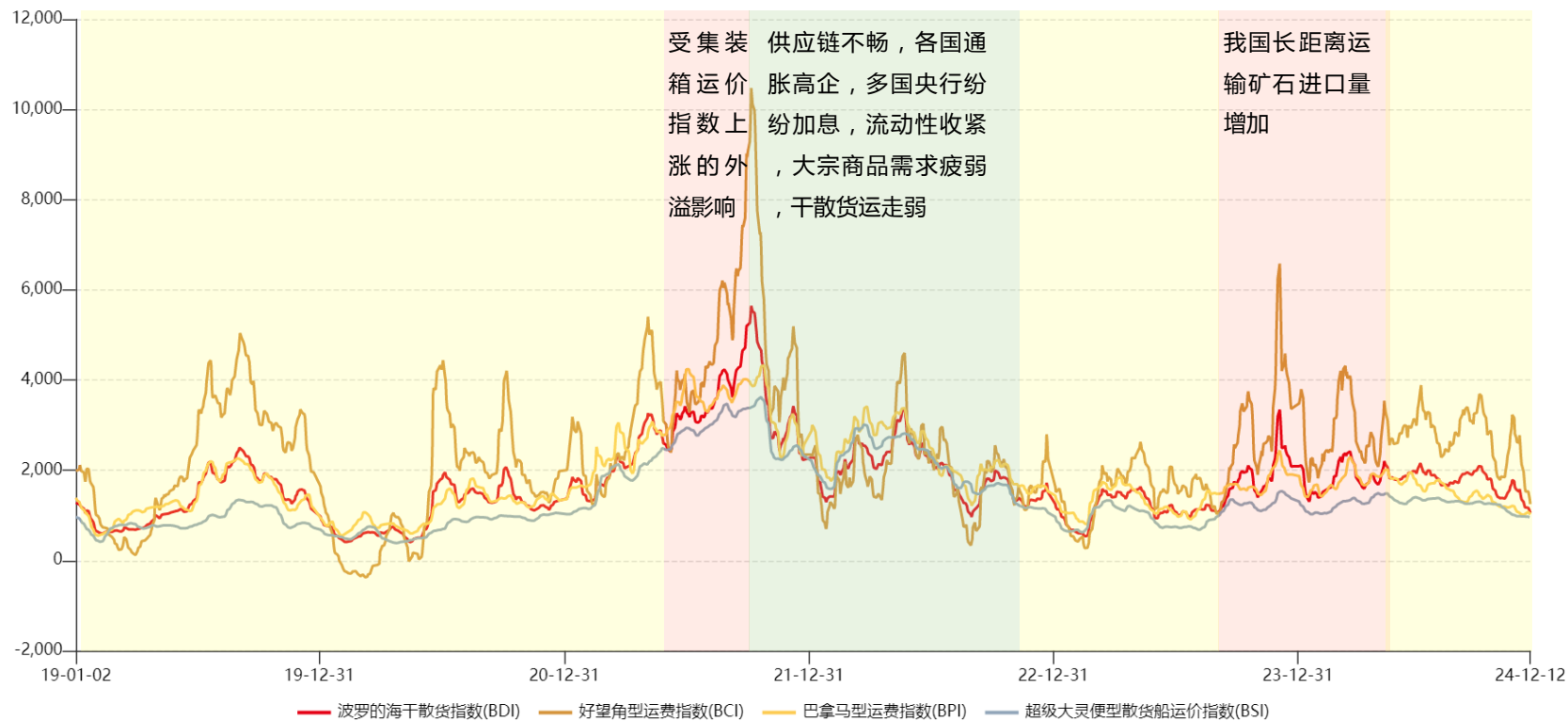
原油以及成品油运输指数



干散货运：远距离矿石运输需求释放，有效运力增长放缓

- 2022年以来，世界经济复苏面临诸多挑战，黑天鹅事件频发，导致供应链不畅，各国通胀高企，多国央行纷纷加息，流动性收紧，大宗商品需求疲弱，干散货运走弱。2023年四季度以来我国长距离运输矿石进口量增加。从运输需求吨海里的角度来看铁矿石海上贸易的需求，以前我们关注中国铁矿石进口增量，现在我们强调关注铁矿石进口来源的变化带来运输距离的增长。

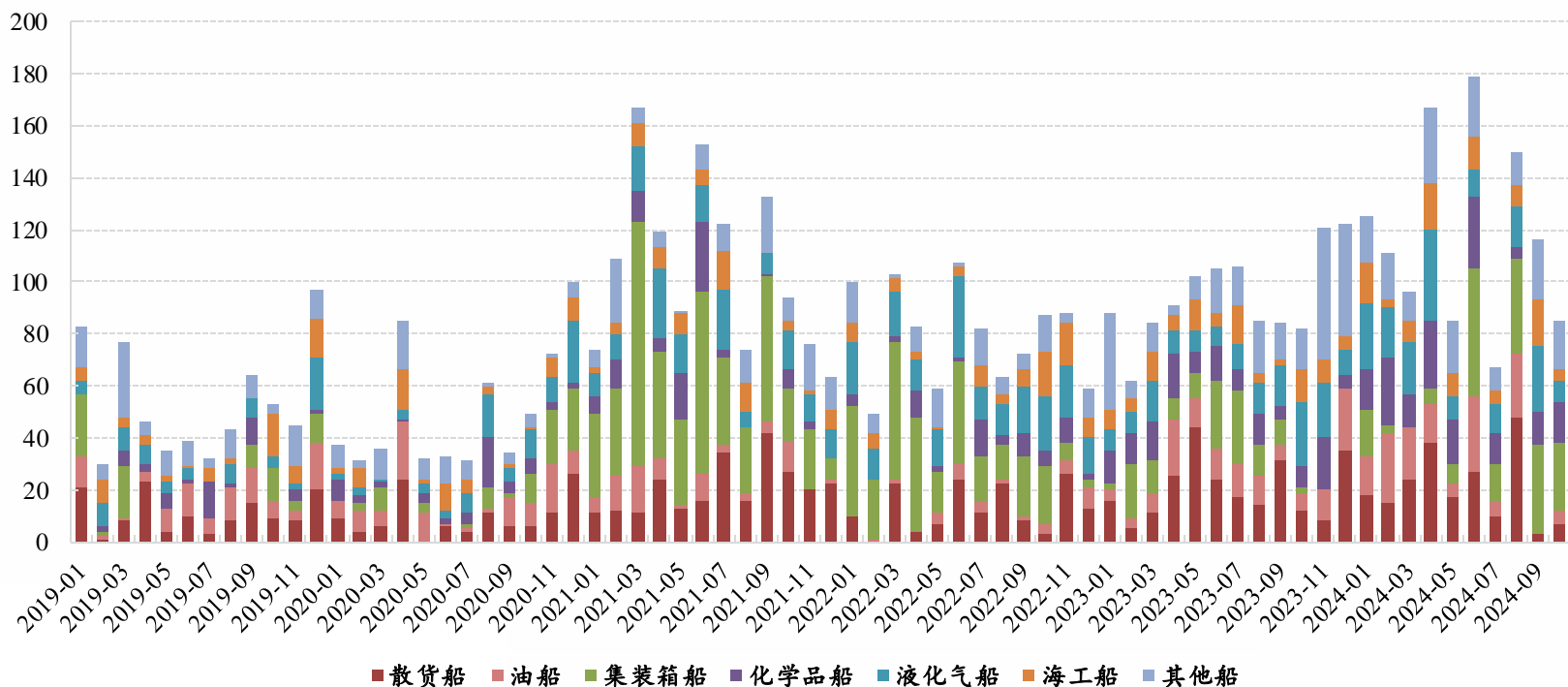
波罗的海干散货指数以及分船型指数



造船：航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

□ 随着航运市场的复苏，船东公司经营情况大大改善，出于老旧船、非环保船的更新需求，开始下新造船订单。集运市场的超景气使得集运船东盈利增加，2021年爆发大量的集装箱船订单。2022年，集装箱船新签订单开始回落，但仍处于历史高位水平，同时LNG船舶订单增加。2023年油轮订单加速释放，2024年受红海绕行影响，集运再次爆发，随之而来的是集装箱船新一轮订单。

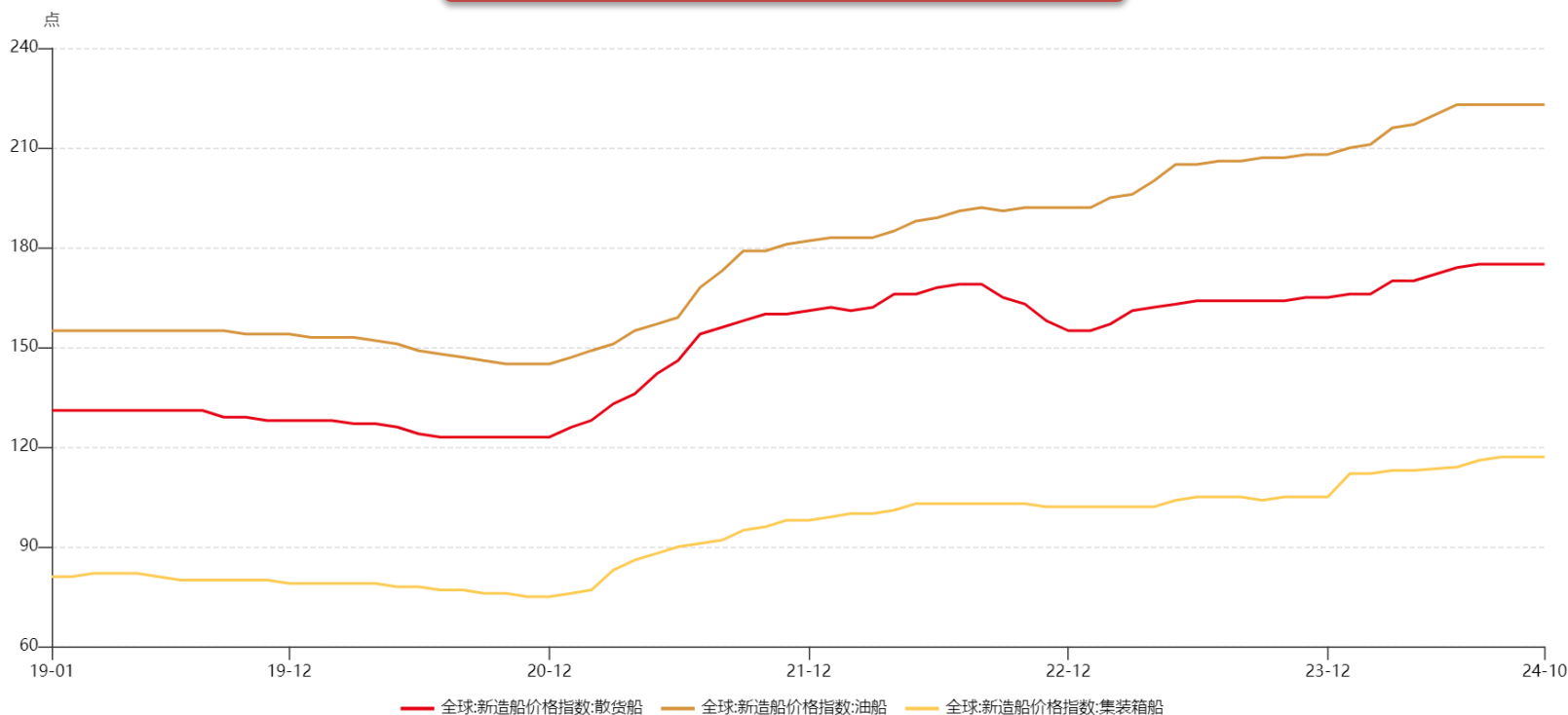
全球新接船舶订单情况（艘）



造船：航运贸易复苏，点燃全球造船企业争夺订单热情

□ **新船价格保持高位，各船型分化明显。**新船价格自21年以来开始加速上涨，2022年，新造船价格保持上涨趋势，2023年以来船板等原材料价格有所回落，但船厂手持订单充足，新造船市场仍处于卖方市场，新造船价格走势趋于平稳但仍处于高位。从主力船型看，截至2024年10月，散货船、油船和集装箱船新船价格指数同比分别上涨6.7%、7.7%、11.4%，较2020年10月上漲42.3%、53.8%、53.9%。

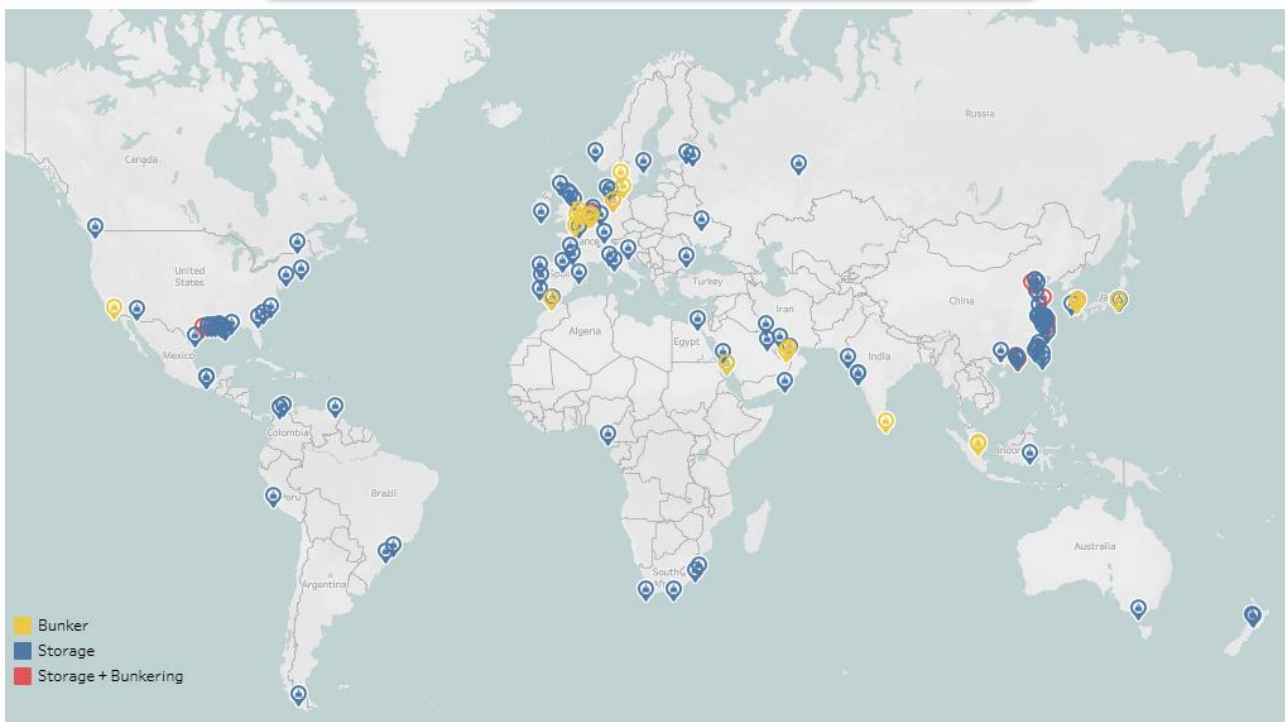
全球新造船价格指数



航运业的环保追求，引导绿色甲醇生产

- 为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。从全生命周期的碳排放来看，采用替代燃料对于温室气体减排效果最佳。未来甲醇供应港口的数量很可能会增加。甲醇被广泛生产，并且已经在全球范围内运输和使用了100多年。它是经过测试和建立的基础设施的一部分。现在有超过100个港口供应甲醇，其中47个港口的储存设施超过5万吨。

甲醇燃料库、储存和储存+燃料加注设施



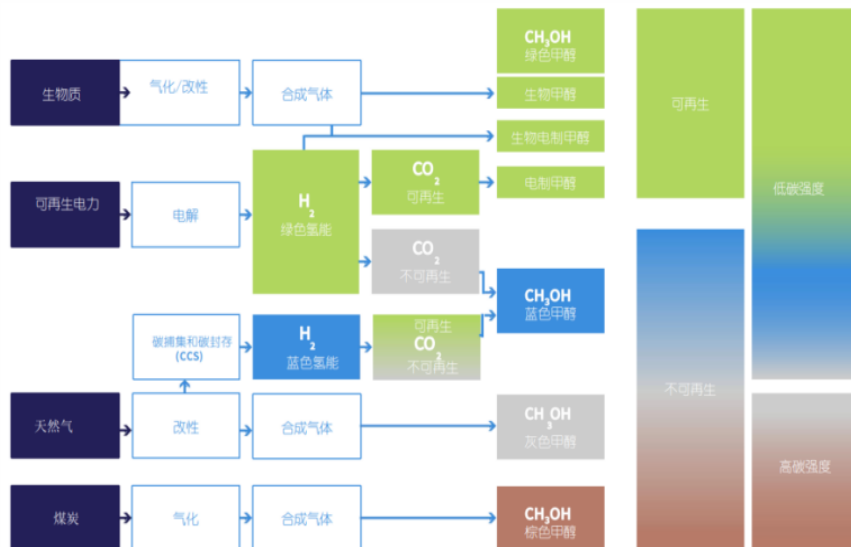
生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式

生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式。生物甲醇（绿色甲醇）采用生物质原料进行生产（林业和农业废弃物及副产品，如纸浆和造纸业的黑液、废弃物填埋场的沼气、污水及市政固体废弃物），同时过程中可能需要补充氢气，一般来源于电解水制氢。电制甲醇通过将捕集的CO₂与来自于可再生电力的氢气相结合获得。CO₂可以来自于工业碳捕集，包括生物质能碳捕集与封存（BECCS）和直接空气捕集（DAC）。目前我国绿色甲醇项目主要分布在接近风光电以及废弃农作物的地区。

中国部分绿色甲醇项目分布情况



绿色甲醇生产途径



投资建议以及建议关注个股

- **航运造船板块投资建议**：干散货运运力供给未来2-3年确定性放缓下，需求释放将推升运价上涨。2024年以来我国长距离运输矿石进口量显著增加，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，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。同时我们建议持续观察全球经济复苏进程，以及俄乌冲突、巴以冲突的发展。相关标的招商轮船（601872.SH）、海通发展（603162.SH）、国航远洋（833171.BJ）。
- 随着航运不同板块轮动，中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障，同时航运整体绿色转型，未来绿色燃料有较大的空间。相关标的中远海运国际（0517.HK）。

相关标的财务指标

股票代码	公司名称	收盘价格（元/港元）	ROE	净利率	资产负债率	PE-TTM
601872.SH	招商轮船	6.31	9.0%	17.5%	42.2%	11.90
603162.SH	海通发展	9.39	10.3%	15.9%	28.1%	19.47
833171.BJ	国航远洋	6.14	5.7%	12.0%	60.2%	44.17
0517.HK	中远海运国际	4.20	4.9%	21.7%	13.2%	9.53

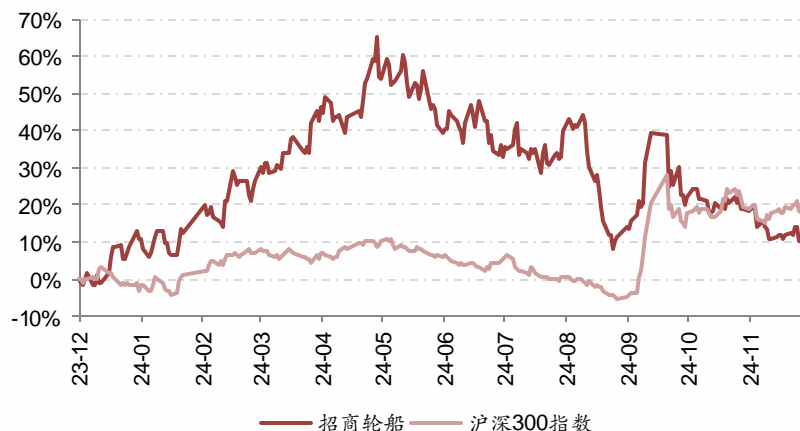
招商轮船（601872.SH）：散货运输淡季超预期，油轮运输稳中向好

- **投资逻辑**：公司多元业务组合稳健而不失弹性，能够有效跨越周期，实现稳步增长。公司以油气运输和干散货运输为双核心的油、散、气全船型船队布局已经初步形成。受益于贸易结构变化，全球平均运距上升，海运需求不断增长。2023年全球吨海里贸易大幅增长5%，能源贸易尤其亮眼，其中原油和成品油吨海里贸易分别增长7%和10%。未来2-3年运力增速放缓，全球有效运力规模可控。全球船队名义运力增速预计在2024-2025年进一步放缓至2.5%和1.9%。
- **盈利预测与投资建议**：我们看好公司在多元经营业务格局下，能够实现营收进一步提升，预计公司2024/25/26年归母净利润分别为69.5/76.1/85.6亿元，EPS 分别为0.85元、0.93 元、1.05 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25881.01	28489.57	29672.91	31149.67
增长率	-12.88%	10.08%	4.15%	4.98%
归属母公司净利润（百万元）	4836.97	6954.55	7607.96	8563.59
增长率	-4.89%	43.78%	9.40%	12.56%
每股收益EPS（元）	0.59	0.85	0.93	1.05
PE	11	7	7	6

股价表现



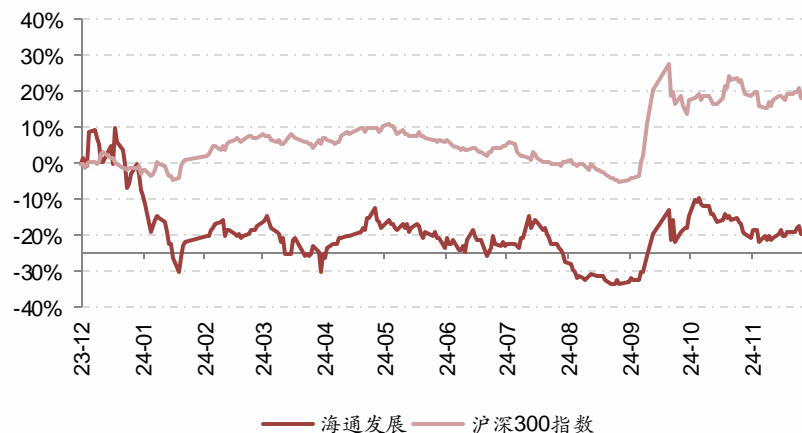
海通发展（603162.SH）：扩大船队规模，强化自身盈利能力

- **投资逻辑：顺应市场变化，把握机会实现公司发展。** 2024年上半年巴西、几内亚发运量超预期，2024年前6月我国进口巴西铁矿石为12469.4万吨，同比增长17.2%，我国进口几内亚铝土矿5630.6万吨，同比增长6.9%。**运力增长放缓，供需差收紧奠定高运价基础。**全球活跃船厂数量减少，截至2023年末，全球船厂数量约有300家，约占2007年高峰的40%，产能的紧张拉长了整体交付周期。截至2024年6月，干散货船在手订单与现有运力之比仅为9.49%，处于历史相对低位。根据克拉克森预测，干散货航运市场2024年、2025年供需差为0.8%、-2.2%。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为公司通过适时购置二手船、租赁的方式增加运力，有助于提升未来的经营收入，预计公司2024/25/26年归母净利润分别5/7.5/9亿元，建议持续关注。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1705.34	3120.69	4218.30	4895.45
增长率	-16.65%	82.99%	35.17%	16.05%
归属母公司净利润（百万元）	185.04	500.16	747.93	900.19
增长率	-72.44%	170.30%	49.54%	20.36%
每股收益EPS（元）	0.20	0.55	0.82	0.98
PE	47	17	11	10

股价表现



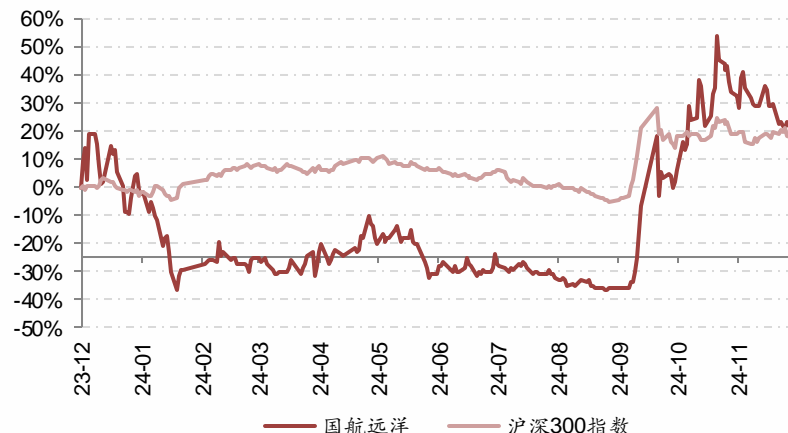
国航远洋（833171.BJ）：积极布局外贸航线，享受高运价弹性

- ❑ **投资逻辑：全国规模领先的干散货船东。**2023年公司自营船舶运量逾2000万吨，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。**积极布局外贸航线，享受外贸市场弹性。**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。
- ❑ **盈利预测与投资建议：**我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.1亿元、1.8亿元、2.5亿元，EPS分别为0.2元、0.32元、0.44元。公司主动转型布局外贸航线有望在未来市场上行中享受更高收益，建议投资者持续关注。
- ❑ **风险提示：**运价上涨不及预期风险、燃油价格上涨风险、经济复苏不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	890.80	1019.32	1239.20	1471.88
增长率	-23.10%	14.43%	21.57%	18.78%
归属母公司净利润（百万元）	2.48	111.58	175.36	245.17
增长率	-98.68%	4392.34%	57.16%	39.81%
每股收益EPS（元）	0.00	0.20	0.32	0.44
PE	-	31	19	14

股价表现



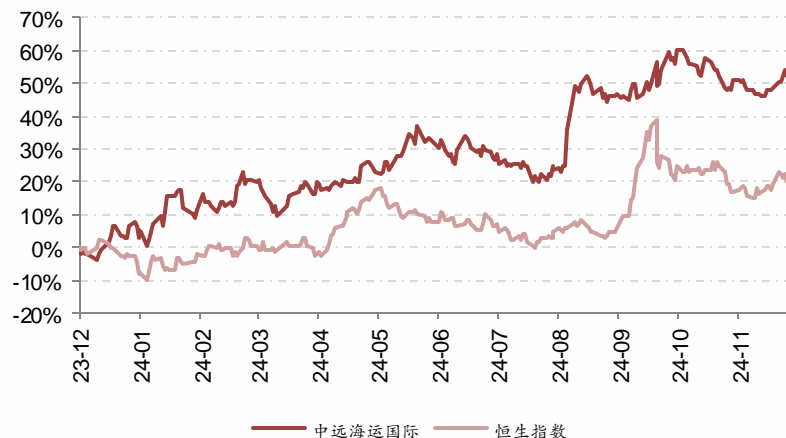
中远海运国际（0517.HK）：船舶涂料量价齐升，业绩新高

- **投资逻辑：中国新造船市场持续火热，船舶涂料需求有保障。** 2024年船舶涂料业务继续受惠于新船需求，2024年上半年公司船舶涂料销售量为78795吨，实现税前收益1.4亿港元。**加快船用可再生燃料布局与推动航运业向绿色能源转型。** 2023年12月，公司与吉林电力股份有限公司及上港集团能源（上海）有限公司就成立合营企业上海吉远绿色能源签订合作协议。航运业的绿色转型使得船东在船舶更新换代时考虑绿色燃料，未来相应的船舶交付之后，全市场对绿色燃料需求将有所提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营收为36.5、36.6、37.3亿港元，归母净利为7.7、7.7、7.5亿港元。考虑公司从事业务的多元，未来的发展方向，以及自身的高分红属性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险、销售价格波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港元）	3341.73	3652.11	3658.98	3727.46
增长率	-15.67%	9.29%	0.19%	1.87%
归属母公司净利润（百万港元）	593.67	769.63	768.50	751.40
增长率	71.06%	29.64%	-0.15%	-2.22%
每股收益EPS（港元）	0.40	0.52	0.52	0.51
PE	11	8	8	8

股价表现

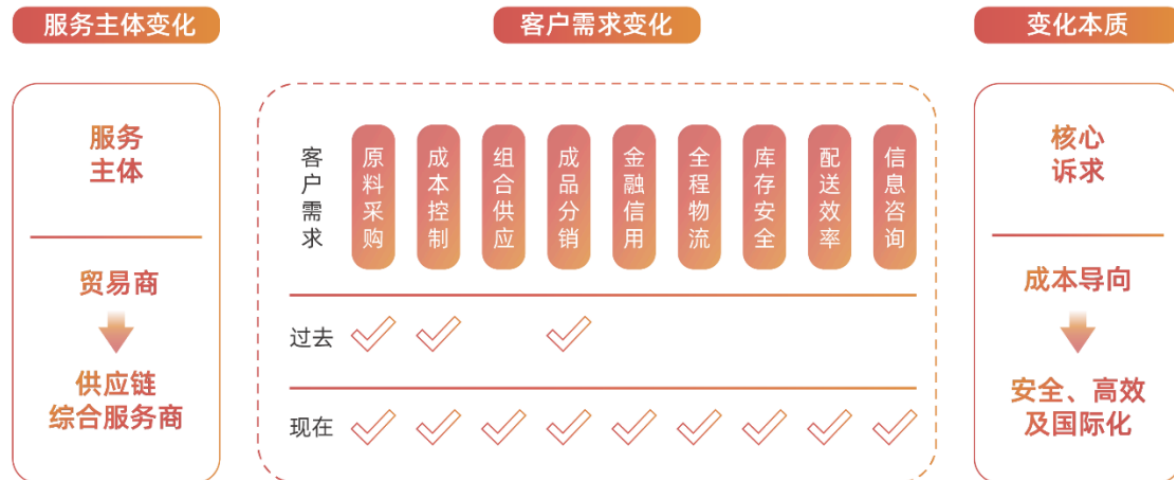


大宗供应链：逐步向更多的供应链服务转变

- 大宗供应链是大宗商品采购供应管理及综合物流服务商为制造业企业提供大宗商品采购供应、仓储运输、进口清关、供应链信息、结算配套等全方位的综合管理服务。随着国内经济发展由高速增长向高质量发展进阶，制造业客户对专业化、一体化供应链服务的需求日益上升，供应链头部企业加速模式迭代，在组合供应、环节整合、链条延伸、区域协同等方面持续发力，跨品类的上下游渠道及物流整合能力成为竞争关键。大宗供应链服务由传统的以贸易代理为主逐步向更多的供应链服务转变。

客户需求变化及服务主体演变

经济发展阶段：高速增长 → 高质量发展



大宗供应链企业的收益逐渐多元

- 由于业务模式的拓展，当前大宗供应链企业的收益逐渐多元。以厦门象屿为例，公司盈利以服务收益以及规模集拼收益为核心，辅以价差收益。

厦门象屿盈利模式及释义

盈利类型		释义	与大宗商品价格的关系
服务收益		依托平台化优势，规模化运作，为客户提供采销、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。	弱相关
交易收益	规模集拼收益	依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，赚取交易收益。	弱相关
	价差收益	依托产研能力，通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。	强相关

- 以物产中大为例，公司目前在“稳一体”（智慧供应链集成服务）基础上，“两翼”（金融服务、高端制造）不断丰富。

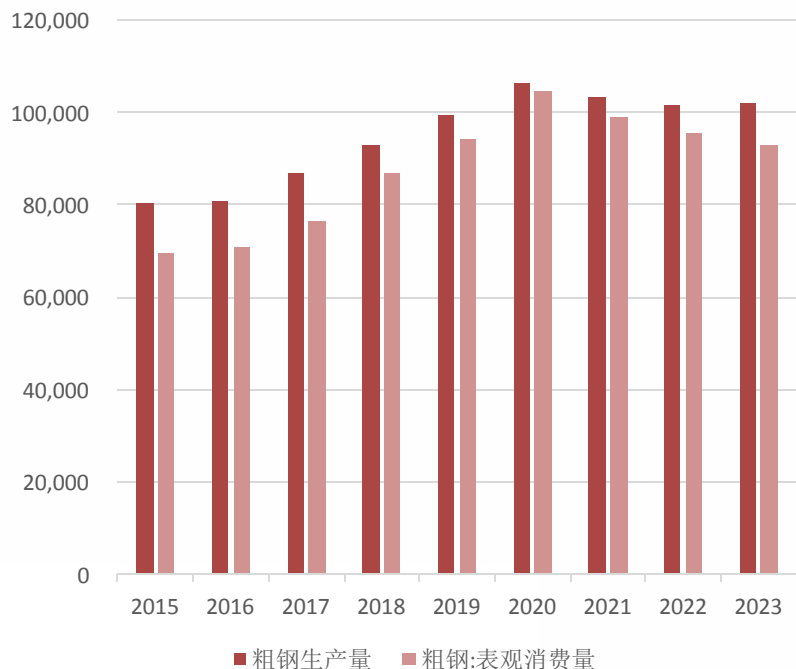
物产中大化工供应链集成服务案例



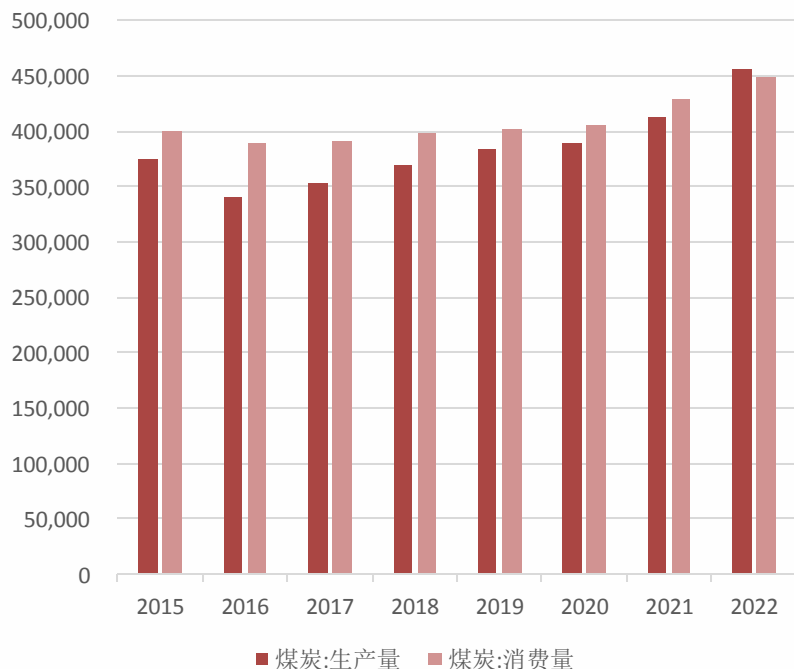
中国大宗供应链市场规模大，行业集中度逐步提升

□ 我国是世界重要的大宗商品生产国和消费国。根据世界钢协发布的《2024年世界钢铁统计数据》，2023年我国钢材表观消费量世界第一，占全球成品钢材消费量 50.8%。煤炭消费量也位居世界首位，国内大宗商品需求庞大。

粗钢产量、消费量情况（万吨）



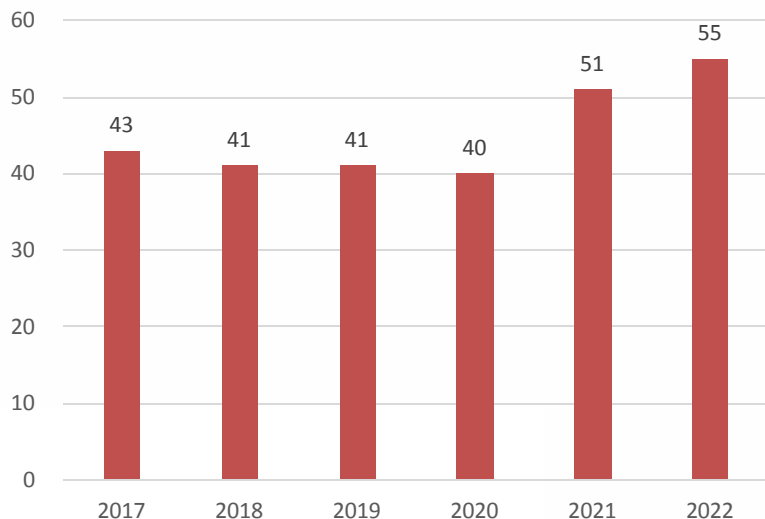
煤炭产量、消费量情况（万吨）



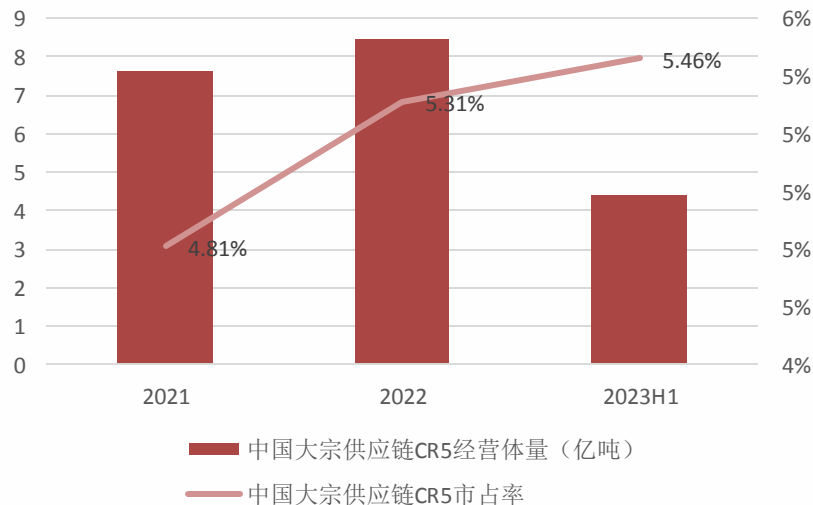
中国大宗供应链市场规模大，行业集中度逐步提升

中国大宗供应链市场规模大但行业集中度基数小。根据厦门象屿公告，2022年，我国大宗供应链服务市场规模为55万亿左右，整体市场稳中有进。海外市场集中度远高于国内市场，例如日本五大商社2021年贸易体量占日本对外贸易总额的31%。近几年我国大宗供应链服务市场形成了以地方国企为主，大量中小型大宗供应链服务企业为辅的竞争格局。中国大宗供应链CR5（物产中大、厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓）市占率快速提升，根据货量口径测算，中国大宗供应链CR5市场占有率从2021年的4.81%快速提高至2023年上半年的5.46%，头部效应凸显，市场集中度持续提升。

大宗供应链市场规模（万亿元）



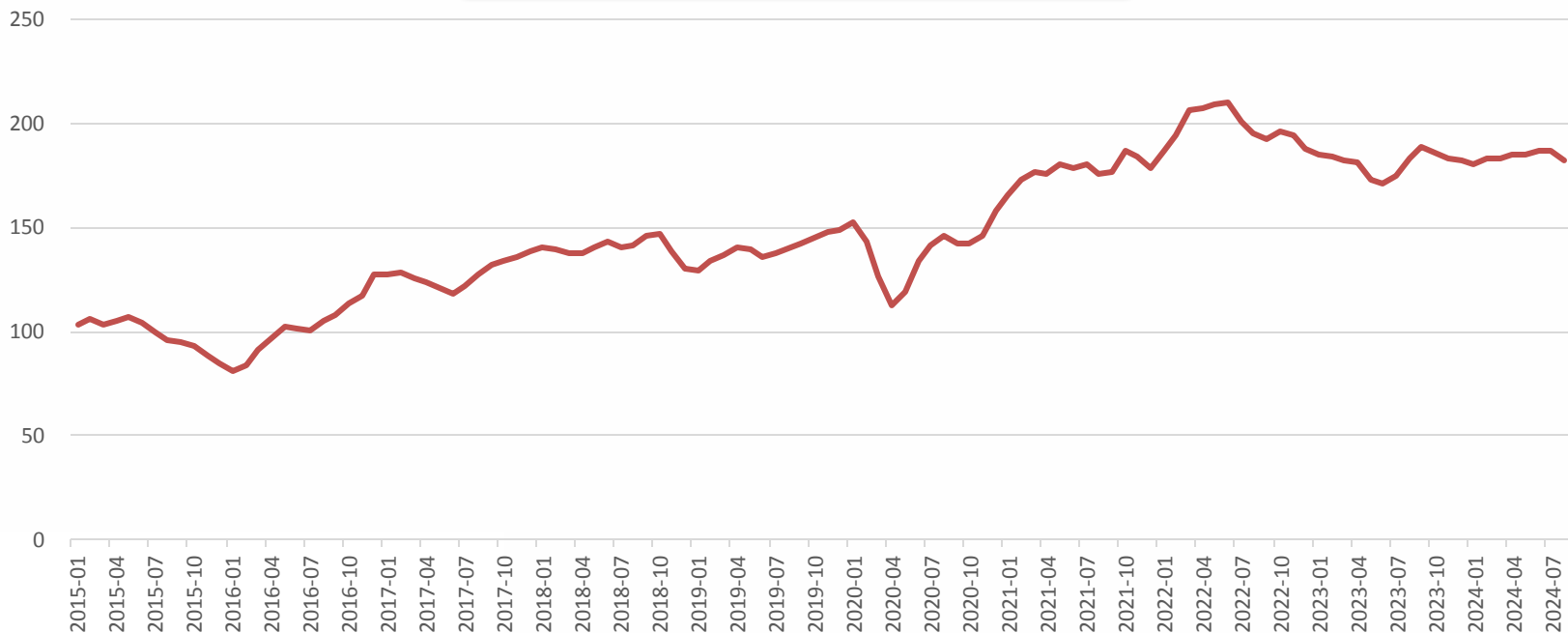
中国大宗供应链CR5经营体量及市占率



美联储降息，中国经济复苏等因素将对大宗商品价格产生持续影响

- 我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2023 年，由于海外地区经济增长趋缓、商品需求偏弱的基本趋势不变，海外经济的不确定性仍对我国对外贸易形成持续影响。2024 年上半年我国企业经营效益平稳恢复，但仍然面临国内有效需求不足问题，同时外部环境仍然充满变化，全球大宗商品价格波动加剧。当前美联储开始降息，中国经济复苏等因素将对大宗商品价格产生持续影响。

中国大宗商品价格指数



企业库存变化对短期经济波动有着重要影响

- 作为经济周期阶段的重要判断依据，企业库存变化对短期经济波动有着重要影响。2022年4月工业企业产成品存货同比增速从20%降至2023年7月低点1.6%。2024年中国企业经营企稳回升，从产成品存货同比增速来看，截至10月，同比增速回升至3.9%，未来刺激政策将会逐步发挥作用，总需求不断改善，存货状况有望在2025年迎来新的边际改善，带动大宗供应链企业盈利上行，进而从基本面角度对大宗商品企业股价形成支撑。

中国工业企业产成品存货同比 (%)



国家出台政策积极推动供应链管理服务业转型升级

- **国家出台政策积极推动供应链管理服务业转型升级，大宗供应链服务受益。**“供应链”的概念第一次出现在“十三五”的规划中，对于供应链体系与金融、互联网行业形成协同效应提出了推进、加快发展的规划，“十四五”对于供应链管理的规划更加明确，提出要补齐国内供应体系短板，在供给方面加强整体效率，以提升整体国际竞争力，对加快国内大循环、大市场的建设作出重要贡献。2022年4月国家出台的《关于加快建设全国统一大市场的意见》表示要通过建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，将推动形成供需互促、产销并进、畅通高效的国内大循环，为经济高质量发展奠定坚实基础。

供应链服务行业重要政策

时间	政策文件名称	政策相关内容
2022.04	《中共中央、国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻，需要进一步提高生产率、激发市场活力、促进产业链供应链转型升级、加大开放力度，畅通国内大循环、国内国际双循环，全面推动我国市场由大到强转变。
2022.01	《“十四五”现代流通体系建设规划》	提高供应链精细化管理水平，深耕本地市场，拓展辐射范围；提高供应链资源整合能力，拓展出口产品内销渠道；推进物流企业与生产制造企业深度协作，创新供应链协同运营模式，拓展物流业态。

市场主要标的比较

□ 近几年我国大宗供应链服务市场形成了以地方国企为主，大量中小型大宗供应链服务企业为辅的竞争格局。按照对毛利润贡献的各项业务占比不同，我们可以将市场主要的大宗供应链上市公司分类

主要大宗供应链上市公司毛利情况

2023年毛利润（亿元）	建发股份	物产中大	厦门国贸	厦门象屿	浙商中拓	苏美达	中储股份
大宗供应链	120.75	91.52	60.76	68.44	30.8	17.89	3.26
房地产	191.6						
高端实业		37.91					
金融		13.14					
其他业务	20.35		3.36	19.84	1.56	50.53	16.04
2023年毛利占比	建发股份	物产中大	厦门国贸	厦门象屿	浙商中拓	苏美达	中储股份
大宗供应链	36.3%	64.2%	94.8%	77.5%	95.2%	26.1%	16.9%
房地产	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
高端实业	0.0%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融	0.0%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	6.1%	0.0%	5.2%	22.5%	4.8%	73.9%	83.1%

市场主要标的比较

□ 简单分为三类：

- **大宗供应链+地产相关**：建发股份
- **大宗供应链为主**：物产中大、厦门国贸、厦门象屿、浙商中拓
- **大宗供应链+其他多元业务**：苏美达（供应链+产业链）、中储股份（供应链+仓储+金融）

主要大宗供应链上市公司估值情况

简称	代码	市值（亿元）	2023年供应链营收（亿元）	2024H1供应链营收（亿元）	PE-TTM	PB
建发股份	600153.SH	310.33	5,933.66	2,635.69	11.32	0.56
物产中大	600704.SH	266.90	5411.68	2750.26	8.29	0.73
厦门国贸	600755.SH	144.79	4,652.95	1,945.95	19.02	0.71
厦门象屿	600057.SH	138.67	4,463.09	1,975.88	10.81	1.07
浙商中拓	000906.SZ	47.97	2013.2	980.87	7.91	1.00
苏美达	600710.SH	122.44	913.93	413.39	10.77	1.63
中储股份	600787.SH	152.90	283.88	-	18.42	1.12

□ 对于不同类型的大宗供应链公司，市场给予不同的估值。

投资建议以及建议关注个股

- **投资建议：**大宗商品市场底部支撑较为强烈，行业景气度恢复带动需求，我们认为随着未来刺激政策逐步发挥作用，工业企业效益恢复基础预计持续巩固，总需求不断改善，存货状况有望在2025年迎来新的边际改善，同时客商资信风险逐步降低，带动大宗供应链企业盈利上行，进而从基本面角度对大宗商品企业股价形成支撑。建议投资者关注中游强化物流仓储实现供应链全方位服务-物产中大（600704.SH）；下游多元业务赋能客户-苏美达（600710.SH）、中储股份（600787.SH）。

相关标的财务指标

股票代码	公司名称	收盘价格（元/股）	ROE	净利率	资产负债率	PE-TTM
600704.SH	物产中大	5.24	6.0%	0.5%	73.5%	8.29
600710.SH	苏美达	9.29	13.4%	1.2%	75.2%	10.77
600787.SH	中储股份	6.98	2.8%	0.8%	37.9%	18.42

物产中大 (600704.SH) : “一体两翼” 成效显著

- **投资逻辑**：在“稳一体”基础上，“两翼”不断丰满。2023年公司智慧供应链集成服务/金融服务/高端制造板块分别实现利润总额44.3/9.8/18.9亿元，贡献占比60.7%/13.4%/26%。**充分发挥产业优势，高水平服务大宗商品配置。**公司是中国供应链集成服务引领者，金属、能源、化工、汽车服务等核心业务营业规模均位列全国前列。2023年实现钢材销售7151.6万吨，铁矿砂3755.4万吨，煤炭销售5548.5万吨，化工销售2084.5万吨，农产品销售489.8万吨，油品销售451.6万吨。
- **投资建议**：考虑到物产中大营收稳定性强，高端制造板块毛利率持续改善，我们看好公司中长期增长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示**：大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、实业投资风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	580160.61	592438.09	613673.46	639200.66
增长率	0.63%	2.12%	3.58%	4.16%
归属母公司净利润 (百万元)	3617.06	4120.55	4519.8	4923.2
增长率	-7.85%	13.92%	9.69%	8.93%
每股收益EPS (元)	0.7	0.79	0.87	0.95
PE	7	7	6	6

股价表现



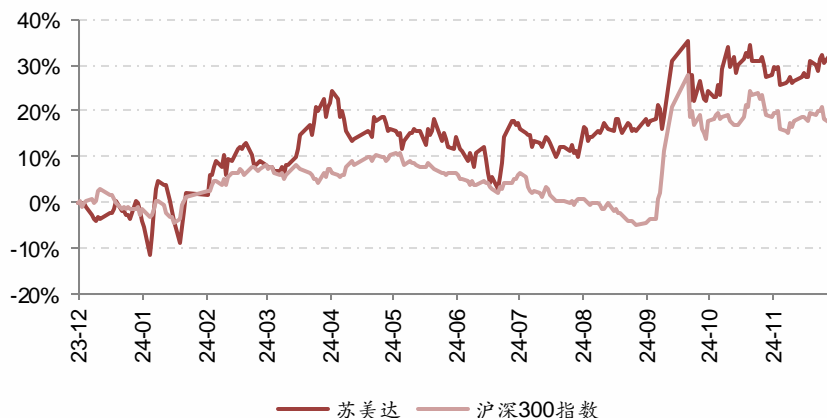
苏美达（600710.SH）：建造绿色能源船舶，细分船型市场领先

- **投资逻辑：经营品种扩展，完善供应链板块业务布局。**公司已在大宗商品运营板块深耕多年，具备了向高成长性品类复制延伸的能力。**供应链企稳，产业链持续发展。**公司是国内领先的供应链运营商和产业链服务商，位列2023年财富中国上市公司500强第97位。公司产业链板块价值不断凸显，近三年复合增长率达26%以上；产业链贡献的利润总额占比由2021年的53%，逐步增长至2023年的63%。
- **投资建议：**公司秉持多元化发展理念，大力推动产融结合发展，创新实施“产业+投资”双轮驱动。同时通过投资发展补齐现有产业链关键环节，培育战略性新兴板块。建议投资者持续关注。
- **风险提示：**商品价格风险，宏观经济衰退风险，贸易保护主义和地缘政治风险，汇率风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	122980.81	113988.85	122420.06	133569.40
增长率	-12.87%	-7.31%	7.40%	9.11%
归属母公司净利润（百万元）	1029.67	1214.09	1397.96	1580.37
增长率	12.43%	17.91%	15.14%	13.05%
每股收益EPS（元）	0.79	0.93	1.07	1.21
PE	12	10	9	8

股价表现



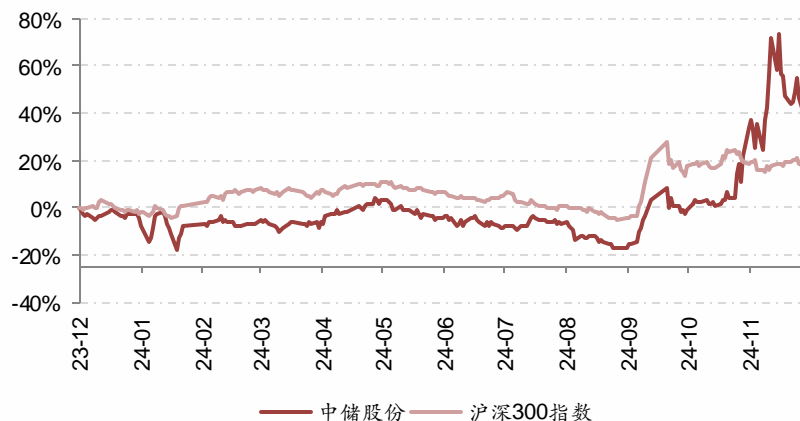
中储股份（600787.SH）：融资成本持续降低，全仓登业务试点上线

- **投资逻辑：全仓登试点上线推动大宗商品产业规范化。**9月20日，全国性大宗商品仓单注册登记中心业务试点上线。截至9月20日，新上线的铜、白银、天然橡胶和保税380燃料油登记总重量近19万吨，登记总货值逾80亿元。**持续压减低质量贸易，费用控制能力较好。**前三季度销售费用同比减少 5.59%，管理费用同比减少7.37%，财务费用同比减少41.35%，说明公司在费用管理方面取得了较好的成效，有助于提高公司的盈利水平。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.5、10.3、11.5亿元，BPS分别为6.57、6.91、7.3元。考虑未来公司业务不断优化有望享受更高收益，维持“买入”评级。
- **风险提示：**贸易业务转型不畅、中储智运业务增速放缓、土地交储低于预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	67266.08	69748.02	72466.33	74965.93
增长率	-12.39%	3.69%	3.90%	3.45%
归属母公司净利润（百万元）	786.57	951.68	1026.45	1145.74
增长率	22.81%	20.99%	7.86%	11.62%
每股收益EPS（元）	0.36	0.44	0.47	0.53
PE	19	16	15	13

股价表现



重点推荐标的汇总

股票代码	公司名称	收盘价格 (元/港元)	EPS (元/港元)			PE			投资 评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601872.SH	招商轮船	6.31	0.85	0.93	1.05	7	7	6	买入
603162.SH	海通发展	9.39	0.55	0.82	0.98	17	11	10	-
833171.BJ	国航远洋	6.14	0.20	0.32	0.44	31	19	14	-
0517.HK	中远海运国际	4.20	0.52	0.52	0.51	8	8	8	买入
600704.SH	物产中大	5.24	0.79	0.87	0.95	7	6	6	买入
600710.SH	苏美达	9.29	0.93	1.07	1.21	10	9	8	-
600787.SH	中储股份	6.98	0.44	0.47	0.53	16	15	13	买入

注：股价截至2024年12月17日。数据来源：Wind，西南证券

风险提示

- **宏观经济波动风险。**国际宏观环境复杂，全球经济复苏动能趋弱，主要经济体通胀压力严重，干散货是重要的物资，经济的不景气可能导致需求的萎缩，进而影响航运市场的景气度，从而对经营造成影响。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。
- **燃油价格波动风险。**航运成本中的船用燃料油成本占比较大，燃油价格大幅上涨带来燃油成本上升，将导致船队运营成本上升，对盈利能力产生影响。
- **运价上涨不及预期风险。**运价受市场供求关系影响，若需求下降、供给增加，航运细分市场景气下行，运价上涨不及预期可能影响部分业务或航线的效益，进而影响经营目标的实现。
- **市场竞争风险。**日本、韩国、欧洲等造船企业加快整合融合步伐，船舶产业集中度不断提升，大型优势企业加大对市场争夺力度，市场复苏导致部分船厂重启封存产能，也将进一步加剧市场竞争。
- **汇率风险。**汇率风险产生于以外币计价的资产（或债权）与负债（或债务），由于汇率的波动而引起价值涨跌的可能性。
- **成本风险。**钢材等原材料价格波动及人工成本上涨，可能导致造船公司在建产品成本被动增长，控增降本难度较大，将对经营业绩产生一定影响。



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

联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

公司
评级

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

行业
评级

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

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	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lZR@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				