



公司研究 | 深度报告 | 海通发展 (603162.SH)

海通发展：广积粮，缓称王

报告要点

海通发展是一家从事国内沿海及国际远洋干散货运输的民营企业。外贸成为公司核心业务：1) 外贸营收占比由 2020 年的 29% 提升至 2024 年的 65%；2) 2024 年外贸贡献毛利 93%。展望未来，内贸有望供给出清，底部渐进；外贸年内景气前低后高，下半年铁矿石发运与南美粮食旺季支撑，长期看，低在手订单为周期提供支撑，需求有望随着宏观经济改善以及西芒杜投产等催化上行。公司以购买二手船为扩张策略，追求规模时不失稳健；公司弹性较大，不考虑成本变动，运价每上涨 5k 美元/天，净利润预计增厚约 5.3 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

海通发展 (603162.SH)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

海通发展：广积粮，缓称王

海通发展：干散货海运稀缺标的

海通发展成立于 2009 年，是一家专门从事国内沿海及国际远洋干散货运输的民营企业，是国内小宗散货海运行业稀缺标的。过去几年，公司组建了以 51,000 载重吨和 57,000 载重吨的大灵便型干散货船队，并逐步扩展至全船型。截止 2025 年中报，公司自营散货船 58 艘，长租干散货船 14 艘，合计控制运力 484 万载重吨，公司大灵便型船运力规模全球第九。

随着船队规模的扩张，外贸业务成为公司核心业务：1) 外贸业务规模提升（外贸营收占比由 2020 年的 29.3% 提升至 2024 年的 65.0%）；2) 外贸业务是毛利主要来源（2024 年外贸贡献毛利 92.7%）；3) 外贸以定期租船为主，风险敞口小于程租。尽管公司内贸业务营收占比下降，但整体规模仍在扩大，主要是为了维持公司市场地位以及维系大客户的长期关系，其特点为：1) 采用外租船展业的轻资产模式；2) 以程租模式为主，对运费波动较为敏感。从财务角度看，公司 ROE 表现处于同类型船东头部（2024 年为 14.2%），且资产负债率较低（2024 年为 29.4%），是公司近几年持续购买船舶的基础，也保障后续公司实现自有运力规模扩张的目标。

干散货行业：底部修复，有望内外共振

内贸干散货运输供给有望出清，行业底部渐进。内贸干散货运输以煤炭等为主，短期需求羸弱。但从供给端看，内贸干散货船队平均船龄高（平均 11.0 年），老船规模大（18 年以上占比 11.7%）。2024 年，我国出台老旧营运船舶报废补贴政策。复盘 2013 年拆船补贴政策期，干散货船队增速从 2013 年的 11.7% 大幅回落至 2014 年的 -3.3%。因此，内贸老船拆解有望加速。

外贸干散货运输供需双弱，静待春归。年内，下半年铁矿石发运量仍可观，叠加南美粮食发运季，干散货景气预计前低后高。展望未来，外贸干散货船新船订单并未明显扩张（当前在手订单占运力比仅为 10.8%），为周期修复提供基础。干散货运输和全球宏观经济高度相关，有望随着国内稳增长政策修复上行。另一方面，当前 Capesize 船在手订单呈现紧平衡，年底非洲西芒杜项目逐步投产将利好大船需求，带动行业景气。此外，战后重建业值得期待，若俄乌冲突结束后，乌克兰重建有望给干散货行业带来 6.2 pct 的额外周转量需求。

公司看点：广积粮，缓称王

海通发展正着眼于：1) 组建一支自有干散货船队实现运力扩张；2) 建立健全激励机制，完善团队建设，正体现了公司“广积粮”的智慧。一方面，公司以购买二手船的策略进行自有运力扩张，偏好 10 年左右船龄的二手船，且选择船价相对较低的中国建造船。二手船较好的流动性，在追求规模和利润的增长的同时不失稳健，且船队的平均船龄也处于市场平均水平。另一方面，公司推出股权激励方案，充分调动员工积极性并提高经营能力，从运价历史表现也能看出海通发展的价格捕捉能力领先同业。最后，干散货航运的魅力在于周期性行业极大的价格弹性。经测算，期租租金每上涨 5k 美元/天，公司净利润预计增厚约 5.3 亿元。

我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 3.0 亿、6.2 亿和 7.5 亿元，对应 PE 分别为 26.5、12.9、10.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、红海复航；2、乌克兰重建不及预期；3、新造船订单加快；
- 4、老旧船舶淘汰不及预期；5、盈利假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.66
总股本(万股)	92,521
流通A股/B股(万股)	27,553/0
每股净资产(元)	4.50
近12月最高/最低价(元)	10.90/7.69

注：股价为 2025 年 8 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

海通发展：干散货海运稀缺标的	6
专注于小宗散货海运的民营公司	6
船队规模和境外业务持续扩张	8
同业对比：低负债率为公司进一步扩张提供财务基础	11
干散货行业：底部修复，有望内外共振	12
内贸：供给有望出清，行业底部渐进	12
外贸：供需双弱，静待春归	14
公司看点：广积粮，缓称王	18
投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图 1：海通发展公司发展历程	6
图 2：海通发展股权结构（截止 2025 年中报）	6
图 3：2024 年小宗散货占全球干散货运输需求 39.6%	7
图 4：小宗散货货种多元	7
图 5：2024 年灵便型船队占干散货运力规模 35.5%	7
图 6：各干散货船型运价和行业整体景气度相关性较高	7
图 7：灵便型船运营更加灵活	7
图 8：不同租船方式的成本分担	8
图 9：公司自有船队规模持续扩张	9
图 10：公司新增自营船舶运力主要为境外航区船舶	9
图 11：从超灵便型干散货运力规模看海通发展已属于头部船东	9
图 12：境外收入占比逐年提高	10
图 13：海通发展归母净利润规模	10
图 14：外贸业务是毛利贡献主要来源	10
图 15：境外期租敞口相对小于程租	10
图 16：境内程租业务量以外租船模式为主	10
图 17：境内业务因景气度较低而承压	10
图 18：公司 ROE 在行业头部公司中表现较好	11
图 19：净利率跟随 BDI 指数波动较大	11
图 20：资产周转率的高低主要源于商业模式的差异	11
图 21：公司资产负债率相对较低	11
图 22：煤炭、矿建材料、金属矿石是内贸主要货种	12
图 23：2022 年起内贸需求承压	12
图 24：2025 年内贸运价略有改善	12
图 25：2013 年老旧船舶报废政策催化供给出清	13
图 26：当前内贸干散货船老船规模较大	13

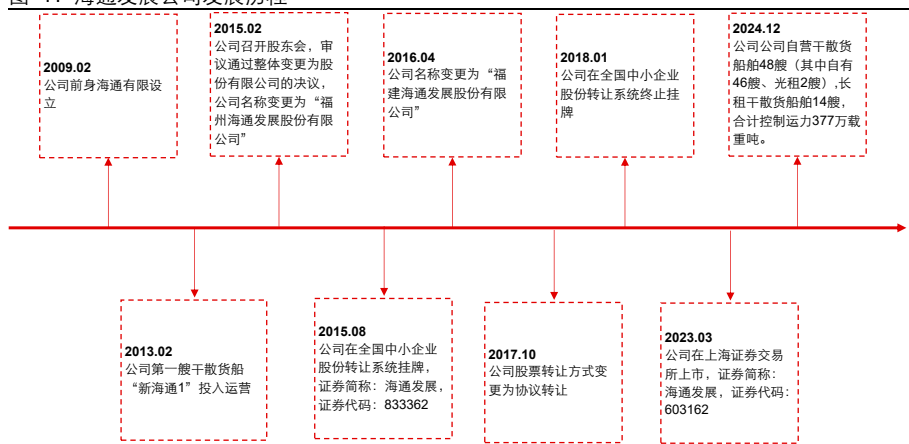
图 27: 老龄干散货船二手船市场并不活跃 (2024 年数据)	14
图 28: 干散货船二手船价和拆船价 (含补贴) 价差并不大 (2024 年数据)	14
图 29: 波罗的海干散货运价指数 BDI	14
图 30: 铁矿石发运量阶段性走强	14
图 31: 港口铁矿石库存边际回落	14
图 32: Cape 船现货市场成交量走强	15
图 33: 三季度为南美粮食发运旺季	15
图 34: 西芒杜铁矿石对于 Cape 船需求测算	15
图 35: Capesize 船订单及交付计划	15
图 36: 干散货船在手订单比例处于相对低位	16
图 37: 散货船船龄结构老龄化逐渐显现	16
图 38: Capesize 干散货船利用率-分船龄	16
图 39: Supramax 干散货船利用率-分船龄	16
图 40: 干散货航运与宏观经济高度相关	17
图 41: 过往看财政政策发力将刺激宏观经济	17
图 42: 商品价格上涨往往利好散运	17
图 43: 美联储降息过程中往往会出现大宗商品牛市	17
图 44: 复盘历史, 一揽子政策拉动我国铁矿石进口需求	17
图 45: BDI 指数在我国一揽子政策刺激下底部反弹	17
图 46: 公司购入二手船价格较市场具备优势	18
图 47: 新造船及二手船价格持续走高	19
图 48: 公司船队平均船龄与行业平均水平相当 (2025 年 7 月数据)	19
图 49: 租金水平也体现公司在经营能力上具备优势	20
图 50: 大灵便型干散货船运价及期租租金	20
表 1: 老旧营运船舶报废更新政策梳理	13
表 2: 乌克兰战后重建对全球大宗散货需求拉动显著	18
表 3: 海通发展 2025 年股权激励业绩考核目标	19
表 4: 大灵便型自有船舶艘数和期租租金水平对外贸业绩的弹性测算 (亿元)	21
表 5: 海通发展盈利预测	21
表 6: 公司收入和利润敏感性分析	22

海通发展：干散货海运稀缺标的

专注于小宗散货海运的民营企业

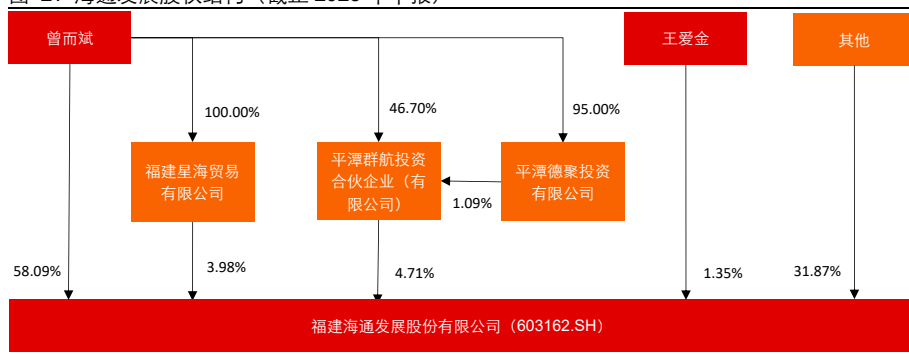
福建海通发展股份有限公司成立于 2009 年 3 月，是一家专门从事国内沿海及国际远洋干散货运输的民营企业。自 2013 年 2 月，公司第一艘干散货船投入运营，主要从事国内沿海干散货运输以来；自 2014 年开始，公司逐步扩张外贸干散货船队运力，业务重心逐步转向外贸干散货运输市场。

图 1：海通发展公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

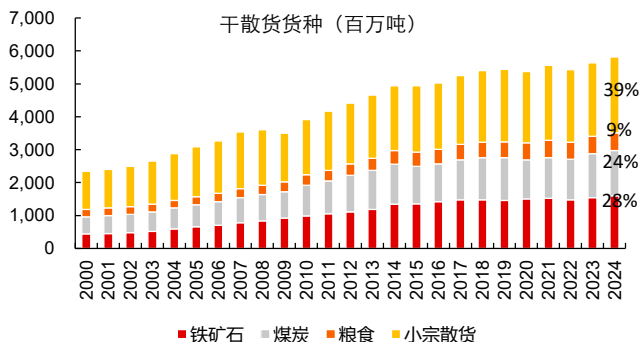
图 2：海通发展股权结构（截止 2025 年中报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

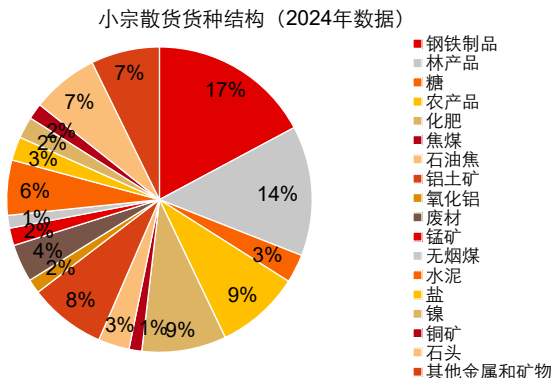
干散货船海运主要运输散杂货和各类非集装箱货物，以工业原材料为主。根据货物单次运输量，铁矿石、煤炭和粮食因单次运输量较大被称为大宗散货，共占全球干散货海运需求约 60.4%（2024 年数据），因为全球资源禀赋的差异，大宗散货具有明显的区域性特征。此外，剩余 39.6%干散货运输需求因单航次运输量较小，被称为小宗散货，主要包括钢材、木材、糖、化肥等。小宗散货运输需求的主要特征是需求分散、货种多元。海通发展则是国内小宗散货海运行业稀缺标的。

图 3：2024 年小宗散货占全球干散货运输需求 39.6%



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

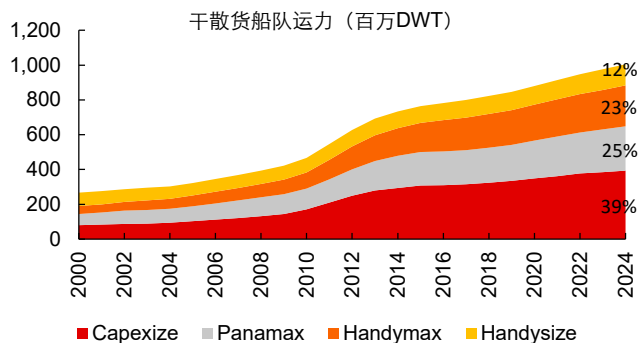
图 4：小宗散货货种多元



资料来源：Clarksons，长江证券研究所 (货种结构根据 2024 年数据计算)

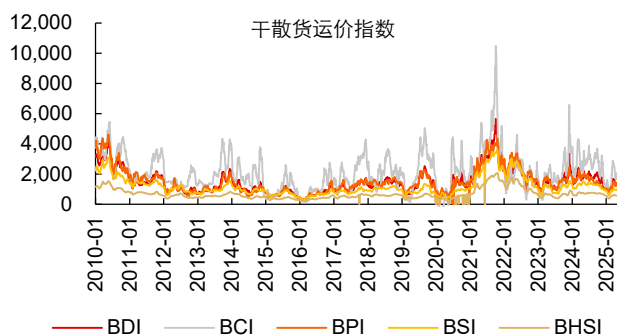
干散货船队为了匹配各运输货种单航次量的不同，发展出了不同船型。其中，灵便型 (Handysize 型, 1-4 万 DWT) 和大灵便型 (Handymax, 4-7 万 DWT) 是小宗散货运输的主流船型，2024 年分别占全球干散货船队运力规模的 12.1% 和 23.4%。与其他散货船型相比，灵便型干散货船吃水较浅，可装配自装自卸设备，对港口、航线的适应能力较强，覆盖航区广泛，货种和客户多元，运营相对灵活，能够有效保证船舶的周转率。

图 5：2024 年灵便型船队占干散货运力规模 35.5%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：各干散货船型运价和行业整体景气度相关性较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

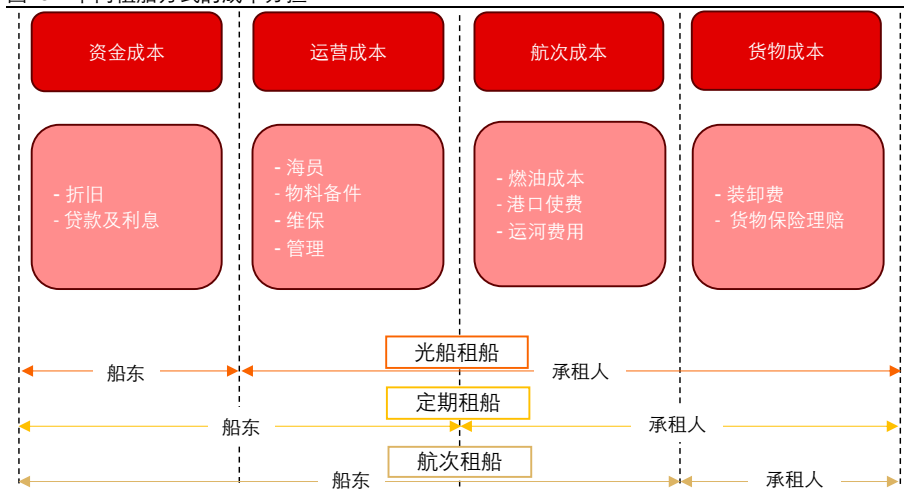
图 7：灵便型船运营更加灵活

主要干散货船型	吨位	占全球干散货运力	灵活性	主要运输货种	可适应的港口	客户数量	货物种类	三角贸易范围
(小宗散货船) (配备起重机)	灵便型 Handysize 1-4万DWT	12.1%	灵活性较高 ↑	钢材、化肥、水泥、糖类、煤炭、谷物等小宗散货	多	多	多	大
	大/超灵便型 Handymax/Supramax 4-7万DWT	23.4%		煤炭、铝土矿、磷矿石、谷物等小宗散货	多	多	多	大
(大干散货船) (不配备起重机)	巴拿马型 Panamax 7-10万DWT	25.3%	灵活性较低 ↓	煤炭和谷物	少	少	少	小
	好望角型 Capesize 10-20万DWT	39.2%		铁矿石、煤炭 航线相对单一	少	少	少	小

资料来源：Pacific Basin，Clarksons，长江证券研究所

商业模式上,根据租船模式的不同可以划分为光船租船、定期租船和航次租船(又称“程租”),其最大的区别在于船东承担成本的不同。航次租船模式下船东需承担全部成本,运价的制定贴合即期市场价格,即期敞口偏大(针对货量较大的客户,通常船东与租家会基于程租模式签订包运合同 COA,约定在一定期间内完成特定数量的货物运输任务);定期租船模式下船东承担船舶和运营成本,航次成本由租家承担,因此即期敞口偏小;而光船租船接近于租赁性质。由于干散货海运运价波动大,船东通常与大货主建立长期合作以保证货量;同时也会保持对市场趋势变动的敏锐度,并获得市场短期波动带来的收益。因此船东通常会兼顾长期合作与即期市场开展业务。

图 8: 不同租船方式的成本分担

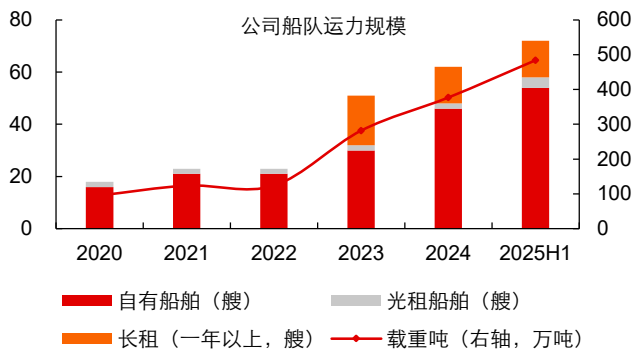


资料来源: ResearchGate, 长江证券研究所

船队规模和境外业务持续扩张

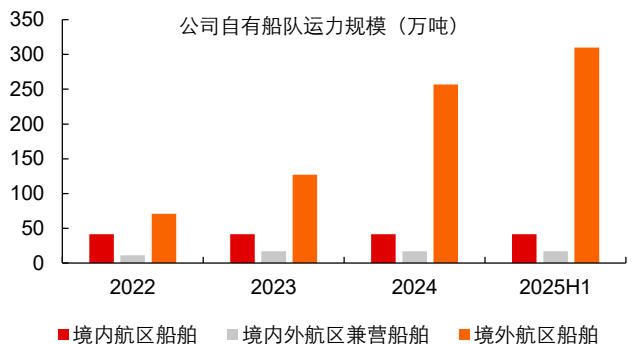
海通发展组建了以 51,000 载重吨和 57,000 载重吨超灵便型干散货船为核心,并积极拓展全船型运营,成为了全船型散货船船东的船队,运力规模在过去几年持续扩张。截止 2025 年中报,公司自营干散货船 58 艘,长租干散货船舶(使用运力期限在一年及以上) 14 艘,合计散货船控制运力 484 万载重吨。目前,公司自有运力规模已处于全球小宗散货船东头部梯队。

图 9：公司自有船队规模持续扩张



资料来源：公司公告，Clarksons，长江证券研究所

图 10：公司新增自营船舶运力主要为境外航区船舶



资料来源：公司公告，Clarksons，长江证券研究所

图 11：从超灵便型干散货运力规模看海通发展已属于头部船东

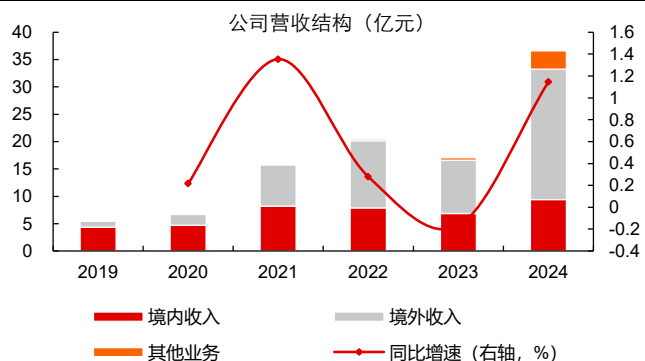


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

运力规模是干散货船东的核心竞争力之一。公司战略由“依靠重资产投入实现发展”向“以自有规模化运力为基石，高效配置市场化运力，构建强大服务网络”升级。无论何种战略，实现自有运力规模扩张是第一步，因此我们看到公司近年来持续提升运力规模。同时，公司短期采用购买二手船而非新造船的方式进行运力扩张，我们认为这是稳健且行之有效的策略。一方面，当前新造船价格过高且由于船台紧张导致新船交付期较长，二手船良好的流动性能够使公司迅速扩大运力；另一方面，公司购入的二手船基本以 10 年左右船龄的船舶为主，因此从船队船龄结构看，公司船队的平均船龄与头部船东和行业平均水平相当。

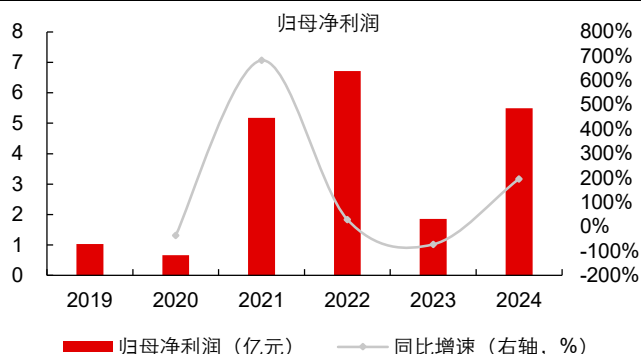
随着船队规模的扩张，公司营业收入规模逐步提升，且境外业务成为公司核心业务，主要有以下几点特征：1) 境外业务规模提升，营收占比由 2020 年的 29.3% 提升至 2024 年的 65.0%；2) 境外业务是毛利主要来源，2024 年贡献 92.7%；3) 以定期租船模式为主开展外贸业务，因此风险敞口小于航次租船（程租）。

图 12: 境外收入占比逐年提高



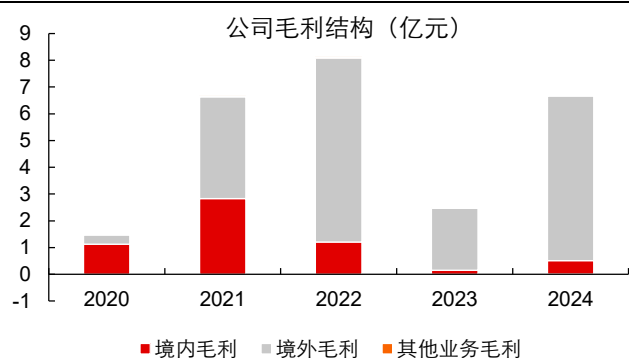
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 海通发展归母净利润规模



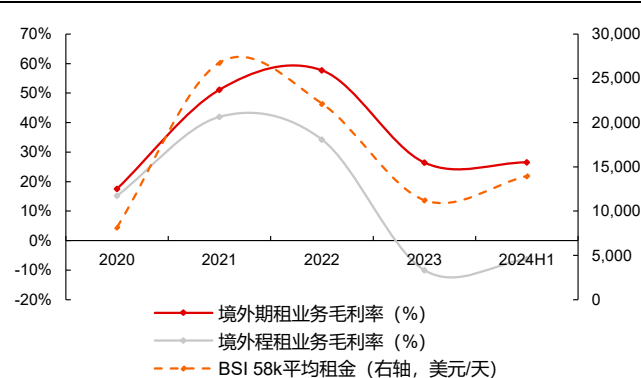
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 外贸业务是毛利贡献主要来源



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 长江证券研究所

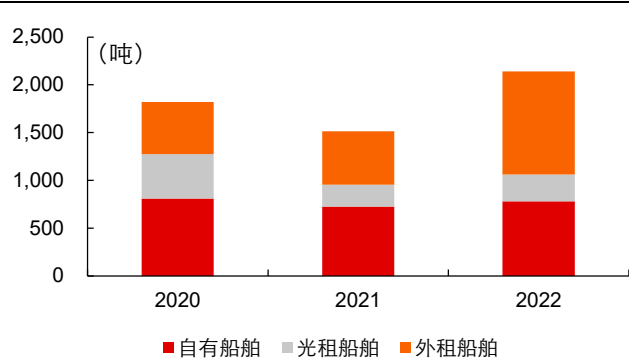
图 15: 境外期租敞口相对小于程租



资料来源: 招股说明书, 公司公告, Clarksons, 长江证券研究所

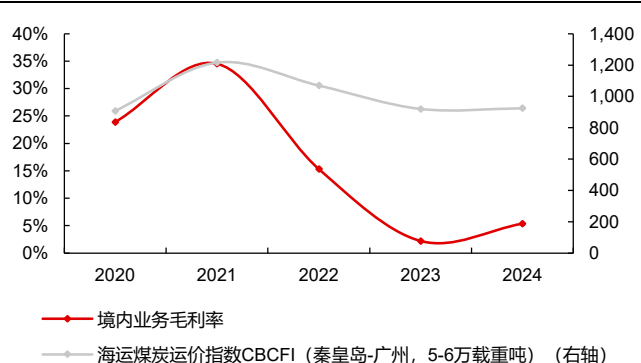
公司境内业务虽然占比下降, 但整体规模仍在扩大。由于公司运力扩张以外贸船为主, 境内业务主要通过外租船并开展程租业务。其特点是: 1) 轻资产运营; 2) 程租模式对运费水平的波动较为敏感。因此, 近两年国内沿海干散货运价下行内贸业务承压。公司作为国内主要干散货船东之一, 我们认为公司坚持内贸业务主要是为了维持国内市场地位和份额, 以及维系与国内大客户的长期合作关系。

图 16: 境内程租业务量以外租船模式为主



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 17: 境内业务因景气度较低而承压



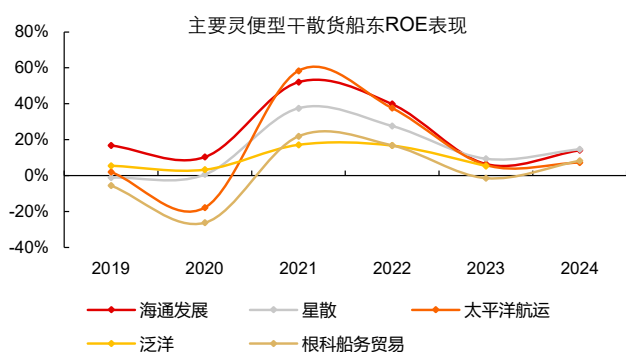
资料来源: 招股说明书, Wind, 长江证券研究所

同业对比：低负债率为公司进一步扩张提供财务基础

通过杜邦分析与全球头部的小宗散货干散货船东比较，我们认为公司 ROE 表现较好，且资产负债率较低，是公司近几年持续进行运力扩张的基础，也保障后续实现战略升级：

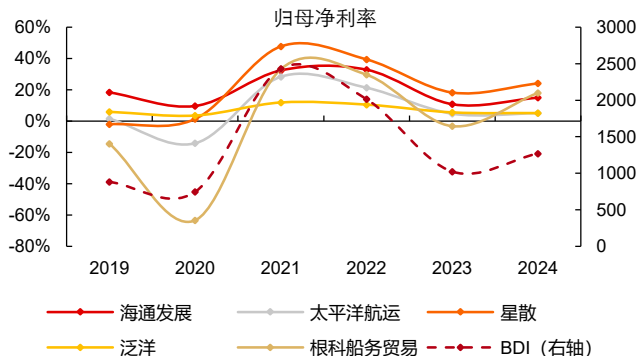
1) 干散货船东归母净利润率跟随 BDI 指数波动，是一个强周期性行业，但其差异也反映船东间的经营能力也存在优劣。公司 TCE 运价高于同行体现了其对于船队灵活摆位和运价捕捉能力。2) 资产周转率的高低更多源于船队结构和业务模式的差异。例如，太平洋航运资产周转率高于同行源于其大量进行外租船舶开展程租业务，该业务属于轻资产运营。星散和根科船务资产周转率较低则主要采用重资产运营，且大船比例更高，周转相对较慢。3) 公司资产负债率较低，是公司近几年以及未来持续扩张船队的财务基础。

图 18：公司 ROE 在行业头部公司中表现较好



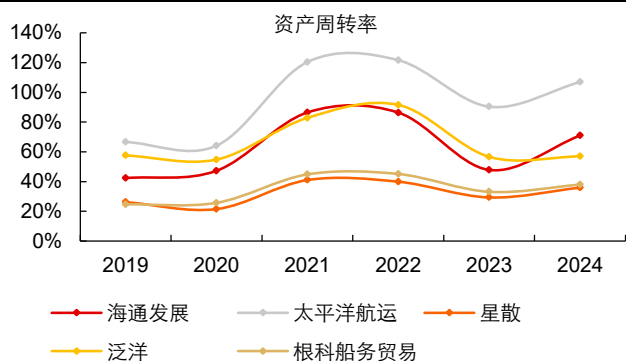
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：净利率跟随 BDI 指数波动较大



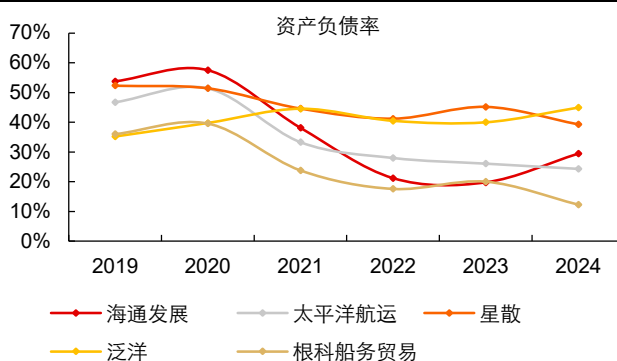
资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所

图 20：资产周转率的高低主要源于商业模式的差异



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：公司资产负债率相对较低



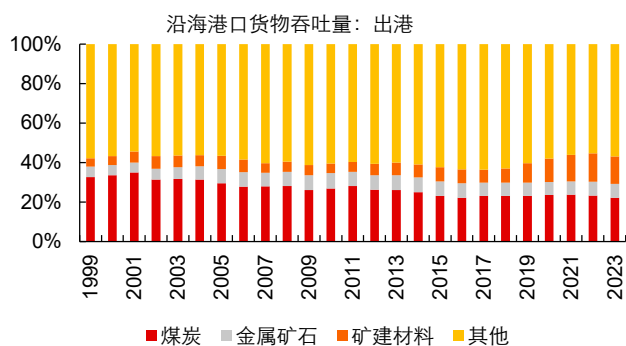
资料来源：Wind，长江证券研究所

干散货行业：底部修复，有望内外共振

内贸：供给有望出清，行业底部渐进

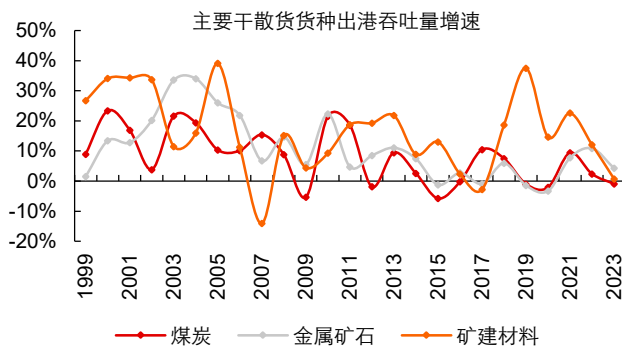
国内以煤炭为主的干散货海运需求短期羸弱。我国干散货船运力集中分布于沿海省际，主要以运输煤炭、金属矿石、粮食、钢材、矿建材料、非金属矿石、水泥、化肥等货物为主，其中煤炭的货运量占比较高。由于供需格局存在区域分离的情况，我国煤炭总体呈现“北煤南运、西煤东调”的格局，山西、内蒙古等地出产的煤炭通过铁路运输至秦皇岛港、黄骅港等环渤海湾北方港口，再经由沿海干散货船运输至长江口岸、珠江口岸。

图 22：煤炭、矿建材料、金属矿石是内贸主要货种



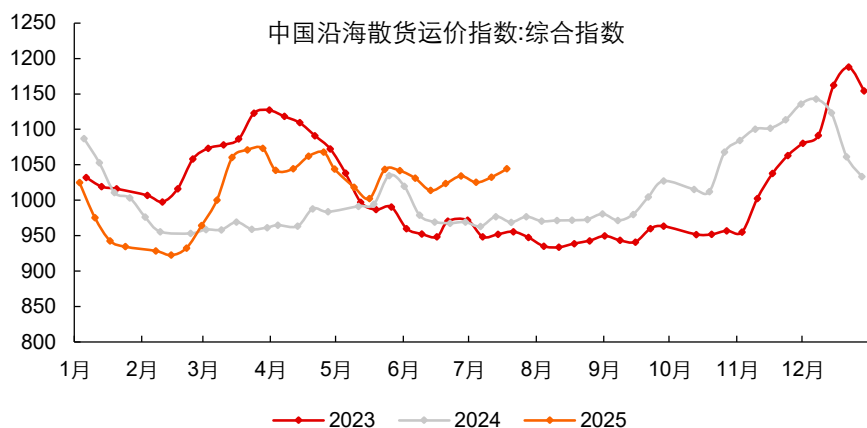
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2022 年起内贸需求承压



资料来源：Wind，长江证券研究所

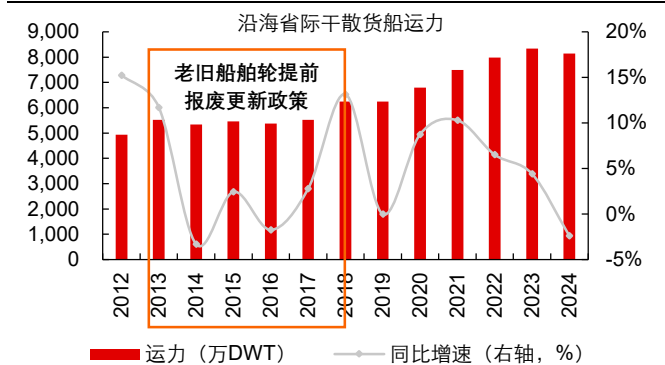
图 24：2025 年内贸运价略有改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

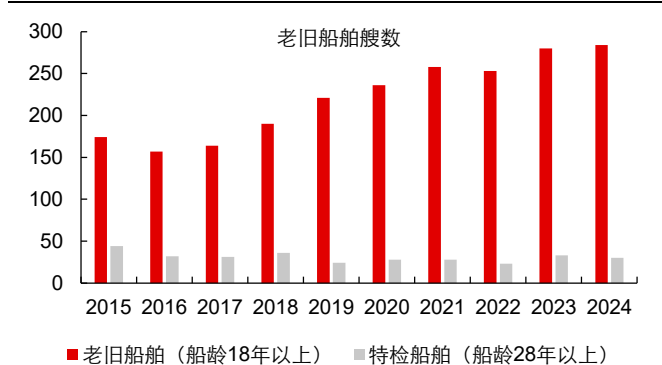
需求增速下行导致运价承压，但老旧船舶报废补贴政策有望催化供给出清并改善供需。2013 年交通运输部老旧船舶报废政策发布后，行业供给出清加速。当前内贸干散货船队老船规模持续扩张，且运价持续低位运行。2024 年 8 月开始实施的老旧船舶报废更新补贴政策有望加速老旧运营干散货船退出市场，从而使供给进一步收紧。

图 25: 2013 年老旧船舶报废政策催化供给出清



资料来源: 交通运输部, 长江证券研究所

图 26: 当前内贸干散货船老船规模较大



资料来源: 交通运输部, 长江证券研究所

从船队结构看，内贸干散货船队平均船龄高，老船规模大，潜在拆船规模较大。截止 2024 年，沿海省际干散货船共 2,436 艘，平均船龄 11.0 年，18 年以上船舶数量占比约 11.7%。考虑到拆船补贴政策对于沿海货船仅针对 20 年以上船龄，因此干散货船规模大、老龄船占比高的特征，符合补贴标准的船舶数量规模更大。

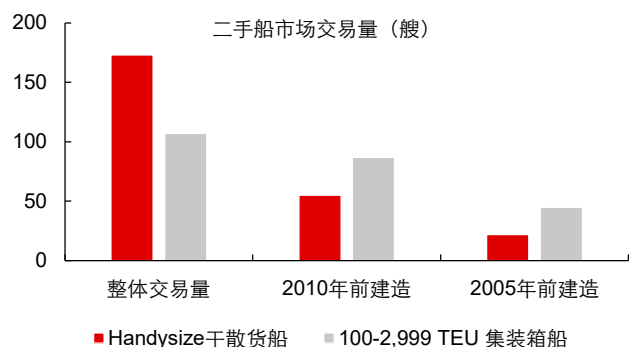
表 1: 老旧营运船舶报废更新政策梳理

时间	相关政策	政策内容
2024 年 8 月	《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》	自本细则发布之日起，至 2028 年 12 月 31 日止，对中华人民共和国境内的中国籍老旧营运船舶报废更新，按照本细则规定的标准给予资金补贴。
2024 年 7 月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，国家发展改革委牵头安排 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金，用于设备更新和老旧营运船舶报废更新。
2024 年 5 月	《交通运输大规模设备更新行动方案》	加快高能耗高排放老旧运输船舶报废更新，支持内河客船 10 年、货船 15 年以及沿海客船 15 年、货船 20 年船龄以上老旧船舶加快报废更新。到 2028 年，船舶运力结构得到有效改善。
2024 年 3 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加快高耗能高排放老旧船舶报废更新;持续实施好老旧营运车船更新补贴，支持老旧船舶、柴油货车等更新。

资料来源: 交通运输部, 国家发改委, 国务院, 长江证券研究所

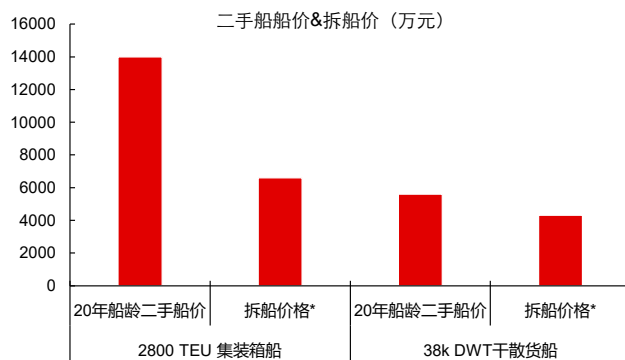
考虑到二手船市场交易活跃度和拆船补贴收入，国内干散货船东拆船有望加速。从 2024 年 Handysize 型干散货船和集装箱支线船二手船交易量可以发现，干散货船 20 年以上二手船市场并不活跃，老旧船舶流动性较差。更进一步，干散货船 20 年以上二手船售价与拆船价（含补贴）价差不大。因此，拆船补贴政策对国内干散货船东更具有吸引力，或催化干散货船拆船数量增加，改善沿海干散货海运供需。

图 27: 老龄干散货船二手船市场并不活跃 (2024 年数据)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 28: 干散货船二手船价和拆船价 (含补贴) 价差并不大 (2024 年数据)

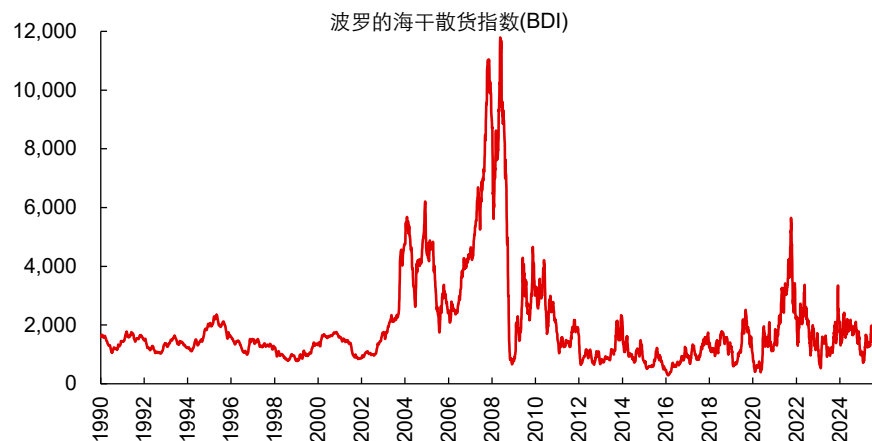


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (注: 拆船价格包含拆船补贴)

外贸: 供需双弱, 静待春归

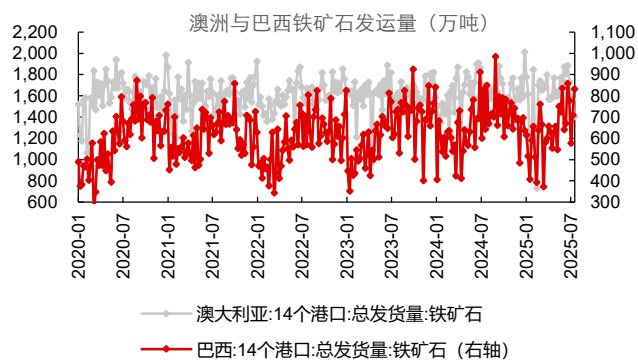
今年一季度, 前期铝土矿发运受阻以及澳洲飓风影响发运, 运价下滑明显; 二季度, 铁矿石发运走强带动散运运价反弹。二季度恰逢海外矿山财年末, 铁矿石发运有冲量表现阶段性走强, 澳洲发往中国铁矿石规模处于相对高位; 同时港口铁矿石库存边际回落。

图 29: 波罗的海干散货运价指数 BDI



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 30: 铁矿石发运量阶段性走强



资料来源: Wind, 长江证券研究所

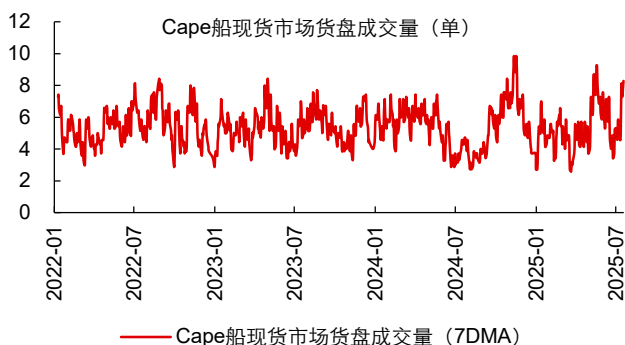
图 31: 港口铁矿石库存边际回落



资料来源: Wind, 长江证券研究所

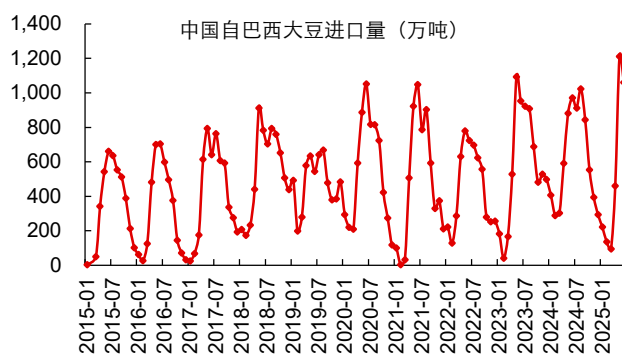
展望年内，一方面力拓等海外矿商维持全年铁矿石产量指引，意味着下半年铁矿石发运量可观。短期看，Capesize 船现货市场货盘成交量持续走强，矿商加大对于后续船期的锁定，BCI 指数上行带动 BDI 综合指数上涨。另一方面，南美粮食旺季到来，支撑下半年干散货运输需求，因此年内干散货市场预计前低后高。

图 32: Cape 船现货市场成交量走强



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 33: 三季度为南美粮食发运旺季



资料来源: Wind, 长江证券研究所

此外，年底西芒杜铁矿项目逐步投产，利好 Capesize 船需求。西芒杜铁项目将于 2025 年底逐步投产，完全投产后铁矿石运输预计增加 Capesize 船 6.8% 的需求。不考虑船舶替代更新情况下，当前在手订单呈现紧平衡，将利好大船需求。

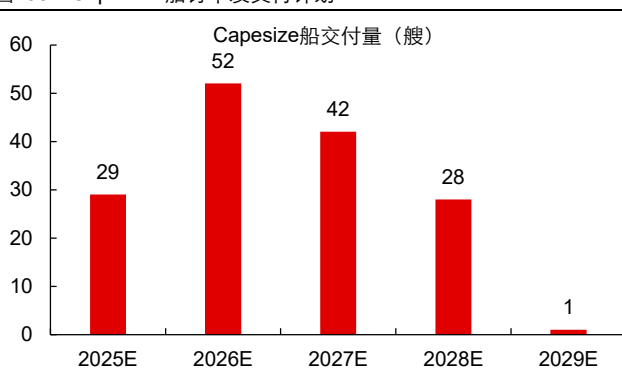
图 34: 西芒杜铁矿石对于 Cape 船需求测算

指标	2025E	2026E	2027E	2028E
西芒杜铁矿石产量(百万吨)	20	60	80	120
增量部分(百万吨)	20	45	71	97
替代部分(百万吨)	0	15	9	23
周转量增量(十亿吨海里)	226	568	835	1185
贡献率(%)	0.7%	1.8%	2.6%	3.7%
Cape 船总需求(艘数)	26	65	97	138

资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

注: 增量部分, 参考过去十年中国铁矿石进口量年化增速, 假设为 2%; 替代部分假设分别按照 50%:50% 替代巴西和澳洲。

图 35: Capesize 船订单及交付计划

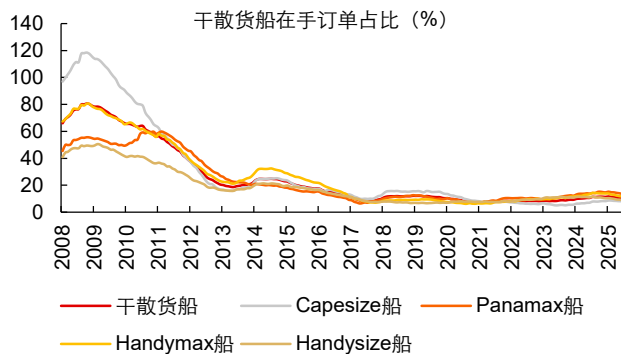


资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

长期看，干散货船新船订单并未明显扩张，截止 7 月干散货船在手订单占运力比仅为 10.8%，为周期修复提供基础。此外，环保法规对干散货船的影响逐步显现，有望使有效供给进一步受限，加速推动干散货市场迎来新一轮复苏。根据 Drewry 数据显示，由于环保法规的影响，不同船龄的利用率水平发生显著变化。过往看，船龄新旧或造成船舶利用率的差异，但趋势基本保持一致。然而在 2024 年，不同船龄的船舶利用率出

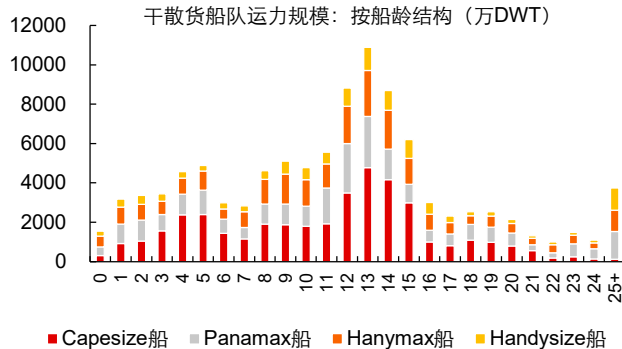
现显著分化。以 Capesize 船为例，表现为 20 年以上船龄的老船利用率大幅下降，而船龄较新的船舶利用率有所提升，环保法规或给干散货航运供给带来变革，催化复苏。

图 36：干散货船在手订单比例处于相对低位



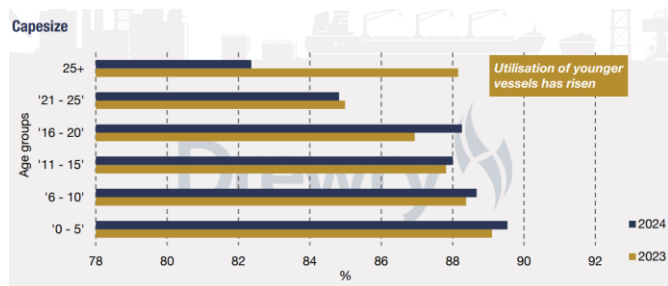
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 37：散货船船龄结构老龄化逐渐显现



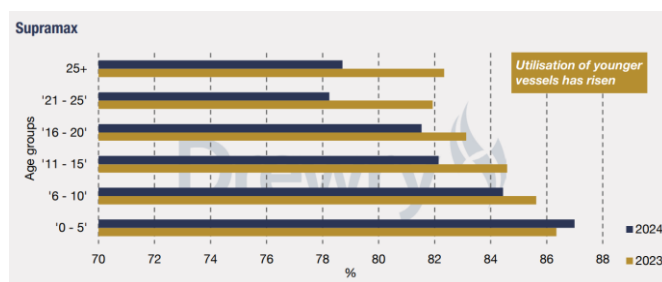
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 38：Capesize 干散货船利用率-分船龄



资料来源：Drewry，长江证券研究所

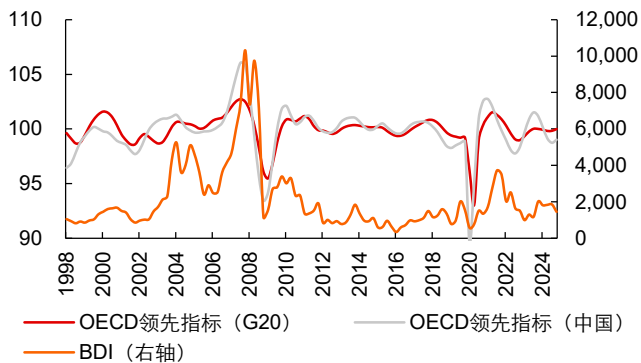
图 39：Supramax 干散货船利用率-分船龄



资料来源：Drewry，长江证券研究所

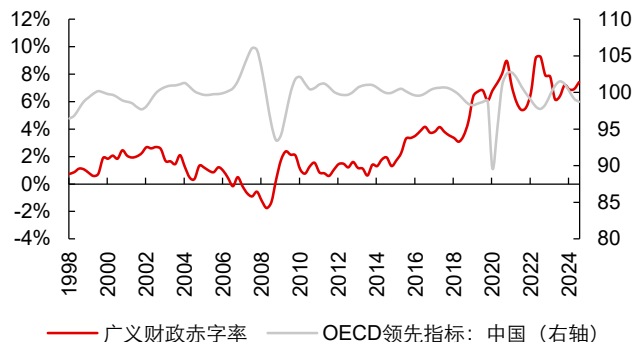
我们预期干散货将继续呈现底部修复，趋势向上的阶段。回顾近两年 BDI 的阶段性上行说明了：1) 阶段性发运量走强可以带动 BDI 明显上涨，弹性较大；2) 运价持续性最终还是要落脚下游需求持续性。而干散货运输和全球宏观经济高度相关，因此国内财政刺激和全球大宗商品牛市均能催化干散货需求景气。随着国内稳增长政策不断加码，干散货或迎景气行情。此外，大宗商品价格大幅上涨阶段也对应 BDI 上涨阶段，说明商品价格上涨阶段会活跃大宗商品需求，利好散运。过往看，美联储降息后全球流动性由紧转送过程会出现大宗商品贸易牛市。因此，后续大宗商品贸易活跃将有助于散运加速修复

图 40: 干散货航运与宏观经济高度相关



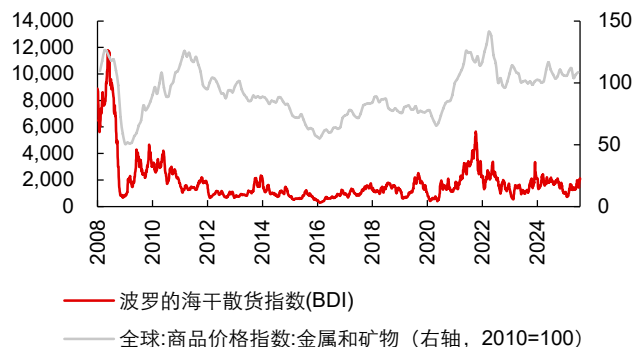
资料来源: OECD, Wind, 长江证券研究所

图 41: 过往看财政政策发力将刺激宏观经济



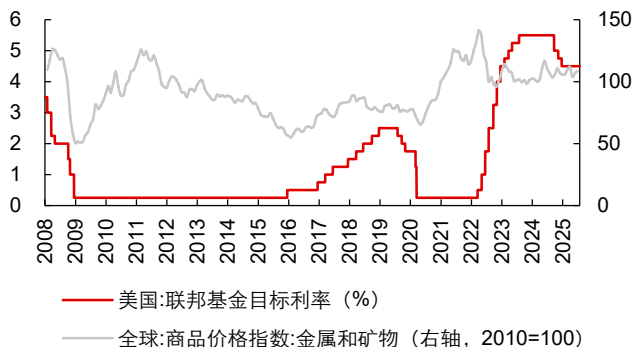
资料来源: OECD, Wind, 长江证券研究所

图 42: 商品价格上涨往往利好散运



资料来源: Wind, 长江证券研究所

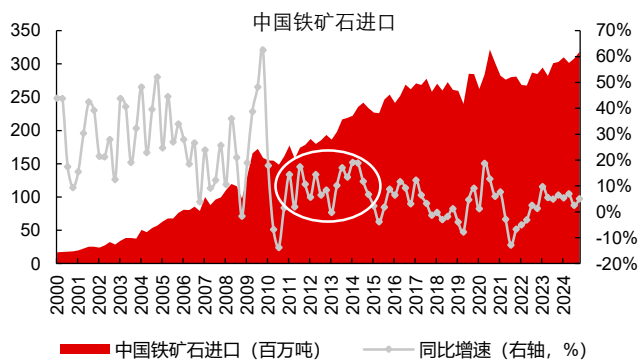
图 43: 美联储降息过程中往往会出现大宗商品牛市



资料来源: Wind, 长江证券研究所

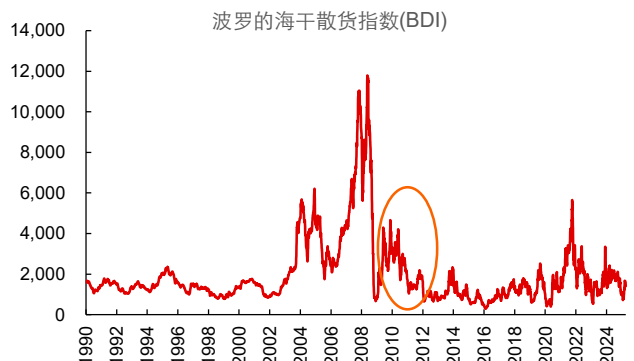
最后, 战后重建也值得期待, 通常会给干散货航运带来一次性需求。俄乌冲突结束的预期逐步升温, 我们认为战后重建将给海运市场带来较大的额外需求。复盘历史, 2009 年一揽子政策拉动我国铁矿石进口需求, BDI 指数底部反弹。以乌克兰为例, 根据联合国评估, 未来十年乌克兰预计投入约 5,236 亿美元用于战后重建, 其中 60% 以上资金将投向基础设施建设, 乌克兰重建预计给全球干散货行业带来 6.2 pct 的额外周转量需求。

图 44: 复盘历史, 一揽子政策拉动我国铁矿石进口需求



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 45: BDI 指数在我国一揽子政策刺激下底部反弹



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 乌克兰战后重建对全球大宗散货需求拉动显著

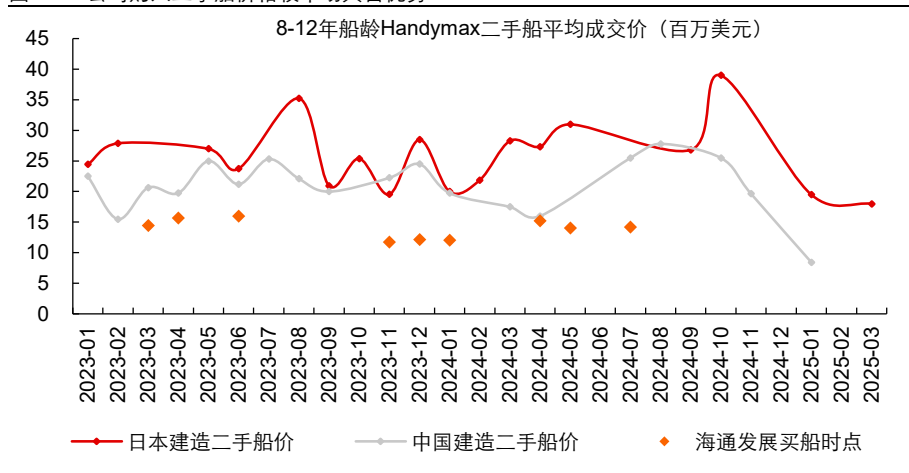
指标	对应值
总战后资金需求 (亿美元)	5236
其中: 重建资金需求 (亿美元)	3,293
建筑承包商毛利率 (%)	10%
总重建成本 (亿美元)	2,963
原材料成本占比 (亿美元)	1,482
总干散货需求 (亿吨)	3.4
总干散货吨海里需求 (十亿吨海里)	1,994
对全球大宗散货拉动 (%)	6.2%

资料来源: 联合国, Clarksons, Wind, Trading Economics, 长江证券研究所

公司看点: 广积粮, 缓称王

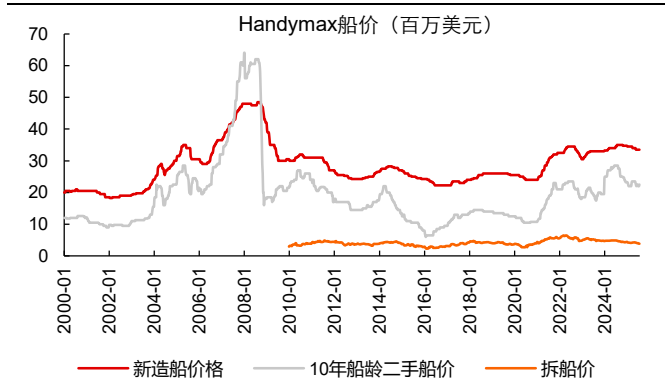
海通发展正着眼于: 1) 组建一支自有的干散货船队实现运力扩张; 2) 建立健全激励机制, 完善团队建设。公司自有运力扩张的策略主要为购买二手船, 一方面, 偏好 10 年左右船龄的二手船; 另一方面, 选择船价相对较低的中国船厂建造的二手船。考虑到当前较高的新造船价格, 同时二手船相较于新船较好的流动, 这种策略综合了公司对于船队规模和公司利润的考量。公司短期并未执着于新造船且能够较好地把握买船的时点, 公司船队的平均船龄也处于市场平均水平, 既有效降低了船舶购置成本, 又逐步扩张船队规模建立长期的市场地位。

图 46: 公司购入二手船价格较市场具备优势



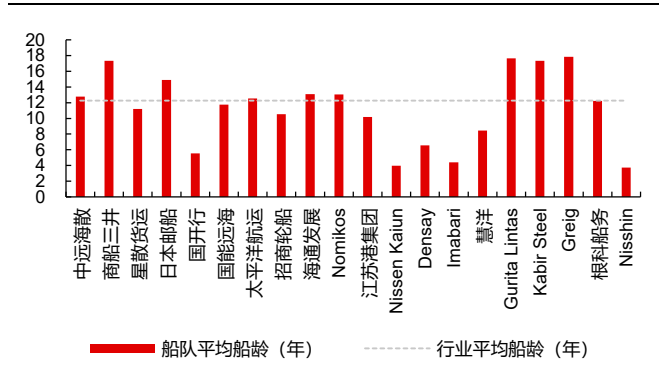
资料来源: Clarksons, 公司公告, 长江证券研究所

图 47：新造船及二手船价格持续走高



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 48：公司船队平均船龄与行业平均水平相当（2025 年 7 月数据）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

同时，股权激励是完善团队建设最市场化的手段。公司于 2023 年和 2024 年分别推出一期股权激励计划，分别占当期股本 0.65%和 1.97%，充分激发员工积极性，顺利完成考核目标。2025 年，公司推出第三期股权激励计划，股本占比约 1.86%，继续调动员工积极性，将股东利益、公司利益和骨干团队个人利益结合在一起。本次方案对公司未来营收/净利润提出相应的考核要求，2025-28 年归母净利润为 5.8/6.0/6.3/6.6 亿元。

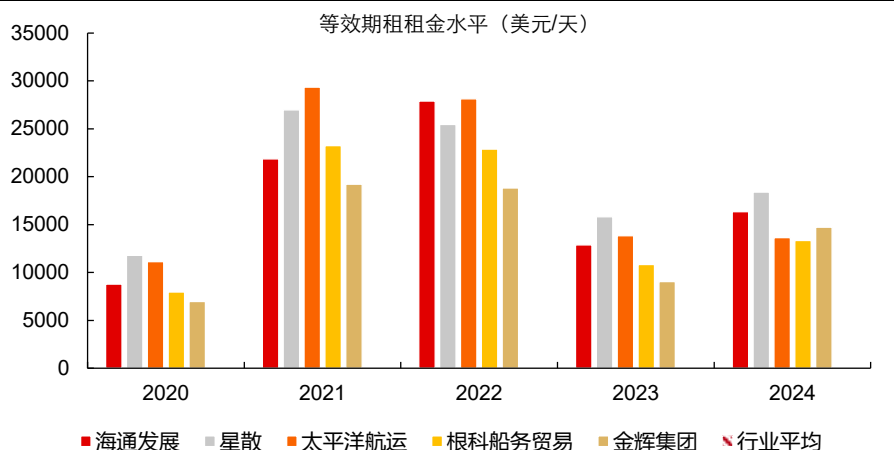
表 3：海通发展 2025 年股权激励业绩考核目标

指标	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入（万元）	420,758	475,640	548,815	621,990
同比增速（%）	15.0%	13.0%	15.4%	13.3%
归母净利润（万元）	57,648	60,393	63,138	65,883
同比增速（%）	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

尽管干散货航运是强周期性行业，但从运价历史表现也能看出海通发展的经营实力领先同业。近几年，随着公司扩大境外船队和业务规模的扩大，公司 TCE 运价仍跑赢行业平均水平，并高于全球范围内其他竞争对手，体现了公司灵活摆位以及运价捕捉的能力。而背后则是公司通过市场化激励机制所组建的团队经营能力的体现。

图 49：租金水平也体现公司在经营能力上具备优势

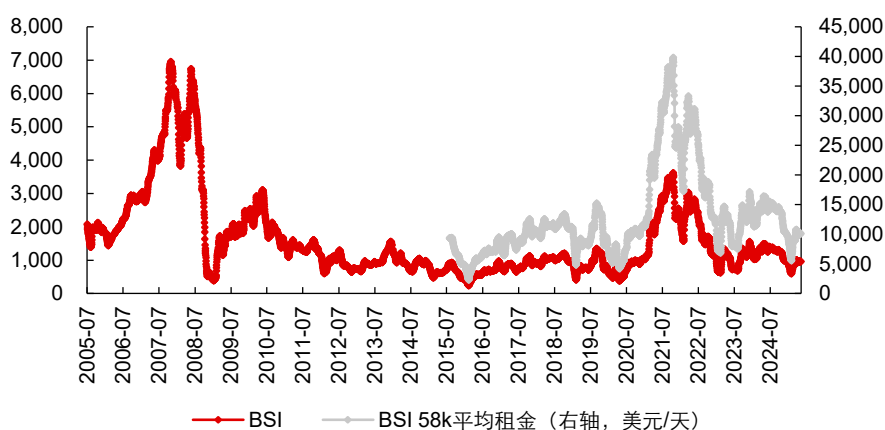


资料来源：Clarksons，各公司官网，长江证券研究所

注：星散为公司全船队综合期租租金，包含大船因为 TCE 数据高于其他船东；其余船东为超灵便型船期租租金。

公司对内提升自身的经营能力，船队 TCE 能够持续跑赢行业；对外通过购买二手船策略持续扩大船队规模，追求利润同时也不失稳健。以上这两点，海通发展作为国内干散货航运的稀缺标的，其策略正体现了“广积粮”的智慧。而干散货航运的魅力在于周期性行业极大的价格弹性。公司船队目前以大灵便型船为主，经测算，在假设成本不变情况下，期租租金每上涨 5k 美元/天，公司净利润预计增厚约 5.3 亿元。因此我们也有理由相信，在内贸干散货运输供给出清同时外贸干散货处于向上修复通道趋势，公司能够实现“缓称王”的目标。

图 50：大灵便型干散货船运价及期租租金



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

表 4: 大灵便型自有船舶艘数和期租租金水平对外贸业绩的弹性测算 (亿元)

自有船舶艘数	期租租金 (美元/天)					
	10000	15000	20000	25000	30000	35000
35	1.2	4.6	7.9	11.3	14.6	18.0
40	1.4	5.2	9.1	12.9	16.7	20.6
45	1.6	5.9	10.2	14.5	18.8	23.1
50	1.7	6.5	11.3	16.1	20.9	25.7
55	1.9	7.2	12.5	17.7	23.0	28.3
60	2.1	7.9	13.6	19.4	25.1	30.9

资料来源: 公司公告, Clarksons, 长江证券研究所

注: 日均成本按照 2020-2022 年自有船舶期租平均成本计算, 单船年运营天数假设为 355 天。

投资建议

我们认为: 1) 公司将继续以购买二手船为策略进行运力扩张; 2) 在老旧船舶淘汰补贴政策下, 内贸沿海干散货运输供给有望出清, 行业底部渐进; 3) 外贸干散货运输供需双弱, 年内看, 景气度预计前低后高; 展望未来, 在手订单相对较低为周期提供支撑, 需求有望随着宏观经济改善以及西芒杜投产等催化修复上行。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.0 亿、6.2 亿和 7.5 亿元, 对应 PE 为 26.5、12.9、10.7 倍。

表 5: 海通发展盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,705.3	3,658.8	3,881.6	4,578.9	5,069.9
——YOY	-16.7%	114.5%	6.1%	18.0%	10.7%
归母净利润	185.0	549.0	302.4	621.2	746.6
——YOY	-72.4%	196.7%	-44.9%	105.4%	20.2%
每股收益 EPS	0.21	0.61	0.33	0.67	0.81
市盈率 (P/E)	84.38	15.33	26.49	12.90	10.73

资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

1、**红海复航**：红海事件导致部分船队绕行好望角，使得运力收紧。若后续红海事件解除，红海及苏伊士恢复通航，绕行吸收的运力释放将对市场供给造成影响。

2、**乌克兰重建不及预期**：乌克兰重建将给干散货行业带来额外的大宗商品运输需求。若俄乌谈判以及随之而来的战后重建进展不及预期，预计拖累干散货运输需求。

3、**新造船订单加快**：当前供给受限逻辑之一是新造船价格高企、船台紧张以及替代燃料技术路线不明确导致的订单较少，如果后续订单加快，将导致未来油轮供给压力增加。

4、**老旧船舶淘汰不及预期**：当前全球干散货船队老龄化严重，特别是灵便型船队中 20 年船龄以上老船较多。如果后续老船难以出清或出清力度较小，随着新船运力逐步交付将导致供给压力增加。

5、**盈利假设不成立或不及预期**：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为：1) 公司将继续以购买二手船为策略进行运力扩张；2) 在老旧船舶淘汰补贴政策下，内贸沿海干散货运输供给有望出清，行业底部渐进；3) 外贸干散货运输供需双弱，不过在手订单较低为周期提供支撑，需求有望随着宏观经济改善以及乌克兰重建等催化修复上行。基于上述假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 38.82、45.79 和 50.70 亿元，增速分别为 6.1%、18.0% 和 10.7%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.02、6.21 和 7.47 亿元，同比增速分别为-44.9%、105.4%和 20.2%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若宏观经济出现大幅下滑导致散运需求不及预期、干散货运价下行承压等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 38.6、43.8 和 47.3 亿元，增速分别为 5.5%、13.5%和 8.0%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.8 亿元、4.3 亿元和 4.3 亿元，同比增速分别为-48.6%、53.5%和-1.5%。

表 6：公司收入和利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	36.59	38.82	45.79	50.70	36.59	38.60	43.81	47.32
——YOY	114.5%	6.1%	18.0%	10.7%	114.5%	5.5%	13.5%	8.0%
归母净利润	5.49	3.02	6.21	7.47	5.5	2.82	4.33	4.26
——YOY	196.7%	-44.9%	105.4%	20.2%	196.7%	-48.6%	53.5%	-1.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。