

【广发交运&海外】太平洋航运 (02343.HK)

深耕小宗散货海运，静待周期反弹

核心观点：

- **公司深耕小宗散货海运，治理完善，经营稳健。**太平洋航运历经多次战略转折与全球化扩张，已成长为覆盖六大洲、运营 262 艘船舶的行业领先运营商。公司治理结构呈“国际化治理 + 高度分散持股”特征，无控股股东、权力制衡体系成熟。经营层面，公司货源结构多元、运输量持续提升，建材、能源与金属等货种覆盖均衡；航线遍布全球主要贸易区，区域布局稳定。且近年来公司资本开支更趋理性，确保了成本控制与财务稳健。整体来看，公司已形成“货源多元 + 航线均衡 + 轻资产化”的成熟商业模式，并在绿色航运布局上持续领先，奠定其长期稳健增长的基础。
- **干散货海运或从衰退后期向复苏早期过渡，进入周期反转阶段。**未来一年或将进入供需再平衡、运价回升的阶段。从年度供需平衡看，2026/27 年干散货海运市场的需求增速或将重新超过供给增速，意味着经历了多年供需双弱后，行业有望迎来供需格局反转。船队增速保持在低位，而需求端在西芒杜增产，美联储降息等支撑下边际改善，供需剪刀差有望再度收敛并转正。从中短期供需变化观察，近期 BDI 指数和运输量增速均已企稳回升，而运力投放增速保持平稳甚至小幅下滑，显示短期供给压力有限、需求弹性正在释放。若中国工业需求继续修复，则新一轮供需剪刀差有望自 2025 年底开始显现。
- **盈利预测与投资建议。**预计太平洋航运 2025-2027 年归母净利润分别为 1.0、1.8、2.5 亿美元，参考海通发展和招商轮船，给予 2026 年 11 倍 PE，参考 2026 年 1 月 21 日美元兑港币汇率 7.78，对应合理价值 3 港币/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**宏观经济与地缘政治风险、船舶供给压力及运价波动风险、主要货物需求疲软及单一市场依赖风险、利率、汇率价格波动风险。

盈利预测：

单位:美元百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	2,297	2,582	2,535	2,697	2,815
增长率 (%)	-30.0%	12.4%	-1.8%	6.4%	4.3%
EBITDA	333	342	255	333	400
归母净利润	109	132	103	181	247
增长率 (%)	-84.4%	20.4%	-22.1%	76.5%	36.2%
EPS (元/股)	0.02	0.03	0.02	0.04	0.05
市盈率 (P/E)	15.9	8.2	17.1	9.7	7.1
ROE (%)	6.1%	7.2%	5.5%	9.2%	11.8%
EV/EBITDA	5.3	3.2	6.4	4.8	4.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

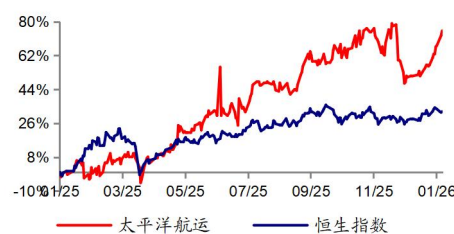
增持

当前价格	2.70 港元
合理价值	3 港元
报告日期	2026-01-22

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	51.7/51.7
总市值/流通市值 (亿港元)	139.5/139.5
一年内最高/最低 (港元)	2.8/1.5
30 日均成交量/成交额 (百万)	9.2/23.0
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	8.9/24.7

相对市场表现



分析师： 许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师： 李然



SAC 执证号：S0260523120009



0755-82298505



liran@gf.com.cn

请注意，李然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、深耕小船超 30 年，稳健运营穿越周期	5
(二) 公司主业小宗散货运营，经营稳健，但难逃周期波动	6
二、2026 年后 BDI 或逐步反转	11
(一) 干散海运在中期出现周期拐点概率较大	11
(二) 供给侧出现收缩信号	12
(三) 需求侧宏、微观视角均指向好转	13
三、盈利预测和投资建议	17
四、风险提示	19

图表索引

图 1: 太平洋航运集团自 1987 年成立以来, 经历了多个重要的发展阶段	5
图 2: 公司主要承运小宗散货, 每年总货量呈稳步增长趋势	7
图 3: 公司航运网络覆盖全球主要贸易区域, 且分布较为均匀	7
图 4: 公司小灵便船的轻资产运营趋势在近年来愈发明显	7
图 5: 公司大灵便船同样逐步转向轻资产运营	7
图 6: 历史上看, 公司的造船决策略有些顺周期特征。不过近年来已经转为轻资产运营	8
图 7: 公司利润口径有较强的周期性波动	9
图 8: 公司业绩增速主要受市场运价水平影响, 成本和量并非核心矛盾	9
图 9: 小灵便船成本控制稳定, 在多数情况下均可以实现盈利	10
图 10: 大灵便船成本控制在逐步稳定, 且盈利弹性较小灵便更好	10
图 11: 小灵便型船舶收租单船日数在 2004—2024 年呈稳健上行趋势	10
图 12: 大灵便型船舶收租单船日数波动更为平稳	10
图 13: 公司大、小灵便船型的平均收租日数绝对值、趋势基本一致	10
图 14: 公司自有货船日均运营开支控制较为稳定	11
图 15: 租赁货船日均运营开支波动相对较大	11
图 16: 从年度供需平衡来看, 2026/27 干散海运市场需求增速或反超供给增速	11
图 17: 结合 BDI (运价指数) 来看, 其波动方向和需求侧因素相关性更高, 需求受中国影响较大	12
图 18: 方向趋同需求, 而弹性需要结合供给谈判, 从高频数据来看, 新一轮供需剪刀差有望出现	12
图 19: 运力投放增速跟交付量相关度较高	13
图 20: 新增订单-在手订单-交付量是一个传导链条, 从前瞻指标看, 2026 年后交付量有望逐步收缩	13
图 21: 散货船新增订单量边际已经趋缓	13
图 22: 散货船在手订单占比仍在持续萎缩	13
图 23: 历史上看, 降息后周期往往对应着全球流动性和需求同步改善, 大宗商品价格好转	14
图 24: 散货是金融属性最强的航运品种, 投机性需求在短期的爆发力较强。涨价周期内投机性需求较为容易被激发出来	14
图 25: 大、中、小船型在运价层面趋势基本保持一致	15
图 26: 小宗散货数量过于繁杂, 其需求增速跟名义 gdp 增长息息相关, 较难从微观角度分析	15
图 27: 铁矿石海运需求在 2026 年有望出现好转	16
图 28: 西芒杜南北两端矿产远期合计有望贡献 1.2 亿吨铁矿增量	17
表 1: 董事会构成结构相对多元、独立、国际化	6
表 2: 太平洋航运无明显的控股股东	6
表 3: 考虑到产能爬坡的问题, 西芒杜在 2026 年的增量或仍有限	17
表 4: 太平洋航运业务分拆及预测 (USD 百万元)	18

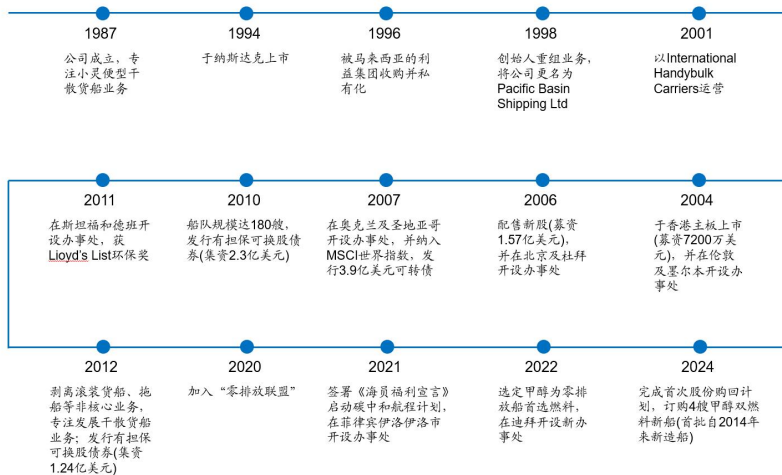
表 5: 可比公司估值 18

一、深耕小船超 30 年，稳健运营穿越周期

(一) 公司历史悠久，治理架构稳健，决策独立性与专业性较强

太平洋航运集团自1987年成立以来，经历了多个重要的发展阶段。公司最初以专注于小灵便型干散货船业务为主，1994年在纳斯达克上市后于1996年被私有化。在1998年，公司创始人（Buttery Christopher Richard和Over Paul Charles）重新组建团队和业务后重新起航。随后2004年在香港主板上市，开启全球化的扩张。2007-2008年尝试多元化发展后，2012年重新聚焦核心干散货业务。2014年首获BIMCO年度最佳船务公司奖，2017年荣膺Lloyd's List年度公司大奖。2020年加入“零排放联盟”，2021年启动碳中和航程计划，2022年确定甲醇为零排放首选燃料。2024年订购首批甲醇双燃料新船，标志着公司进入绿色航运新纪元。经过37年发展，太平洋航运已成长为拥有277艘船舶、覆盖六大洲的全球领先干散货船运营商，持续引领行业的可持续发展转型。

图 1：太平洋航运集团自1987年成立以来，经历了多个重要的发展阶段



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

从股权结构与董事会构成来看，太平洋航运具备典型的“国际化治理 + 分散持股”特征。公司无控股股东，股权高度分散，前十大股东合计持股不足70%，其中以境外机构投资者为主，如 M&G Plc (11.84%)、FMR LLC (10.20%) 及 Pzena Investment Management (9.19%) 等，显示公司在资本市场上获得全球长线资金的广泛认可，也有助于治理结构的独立与透明。董事会成员亦呈显著的多元化与国际化特征，既有执行董事，也有来自欧美与亚洲的多名独立非执行董事，具备丰富的航运、金融及国际企业管理经验。整体来看，公司治理架构稳健，权力制衡机制完善，决策独立性与专业性较强，为其在周期波动较大的干散货航运市场中保持稳健经营奠定了良好基础。

表 1: 董事会构成结构相对多元、独立、国际化

董事会成员	职务
Martin Fruergaard	执行董事
Stanley Hutter Ryan	独立非执行董事
Irene Waage Basili	独立非执行董事
Kirsi Kyllikki Tikka	独立非执行董事
庄伟林	独立非执行董事
Kalpana Desai	独立非执行董事
王晓军	独立非执行董事
张日奇	非执行董事
Mats Henrik Berglund	非执行董事

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 截止 2025 年中报

表 2: 太平洋航运无明显的控股股东

股东	身份/权益性质	股份权益总额 (港币)	持股占比
M&G Plc	受其控制的法团的权益	610373000	11.84%
FMR LLC	受其控制的法团的权益	526079236	10.20%
Pzena Investment Management, LLC	投资经理/实益拥有人	473595065	9.19%
Brown Brothers Harriman & Co.	核准借出代理人	376171960	7.30%
Pandanus Associates Inc.	受其控制的法团的权益	368367000	7.14%
Citigroup Inc.	受其控制的法团的权益/ 核准借出代理人	309703526	6.00%
JP Morgan Chase & Co.	实益拥有人/投资经理/ 持有股份的保证权益的 人士/核准借出代理人	272022171	5.28%
Martin Fruergaard	个人	9659000	0.19%
Alexandre Frederic Akira Emery	个人	200000	<0.01%
庄伟林	个人	110000	<0.01%
其他非重要股东			42.86%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 截止 2025 年中报

(二) 公司主业小宗散货运营, 经营稳健, 但难逃周期波动

从货运结构与航线布局来看, 太平洋航运的经营体系呈现出“货种分散、区域均衡”的稳健特征。

货种结构稳中有进, 运输量持续增长。公司主要承运小宗干散货, 包括建材、热产品及相关货物、矿物、能源及金属等。从历年数据来看, 总货运量保持稳步增长, 反映公司在细分市场中的持续渗透力与客户粘性。货种结构中, 建材类货物长期占比最高, 体现公司在区域短程运输中的竞争优势; 而能源与金属类货物占比的提升, 也反映公司积极顺应全球原材料流通格局的变化。整体货源组合呈多元分布, 有效

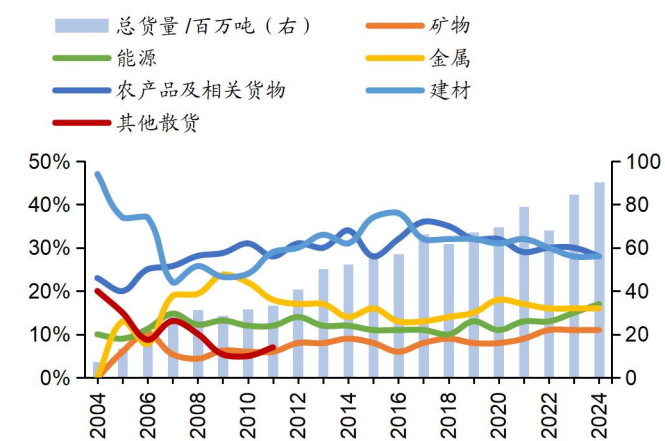
平滑了单一货种的周期波动风险。

航线布局全球化，网络覆盖均衡。公司航运网络覆盖全球主要贸易区，包括中国、东南亚、澳洲、中东、欧洲、非洲及美洲等，航线分布较为均匀。区域分布结构的稳定说明公司具备较强的客户基础与长期运输合约支撑，有助于在不同区域需求变化时保持装载率与收益的稳定性。其全球化的布局亦与公司“资产轻型化、经营专业化”的战略方向相契合，为跨周期经营奠定基础。

造船周期理性收敛，资本支出稳中趋减。历史上，公司在船舶投资方面呈现明显的周期特征，造船支出与干散货景气度存在较强相关性。近年来，随着轻资产运营模式的确立，小、大灵便型船队的自有船占比逐步下降，租赁与管理船舶数量上升，新造船投资已明显放缓，资本开支趋向稳健。预计公司将更多依托租入船舶与管理船队的方式扩充运力，在控制杠杆的同时保持收益弹性。

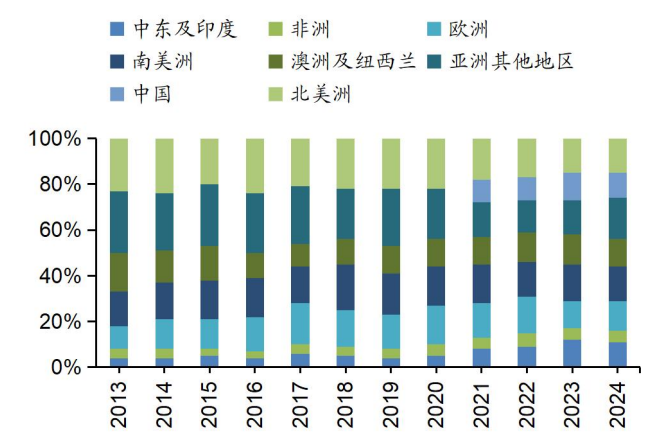
综合来看，太平洋航运已形成“货源多元 + 航线均衡 + 轻资产化”的成熟经营格局。

图 2：公司主要承运小宗散货，每年总货量呈稳步增长趋势



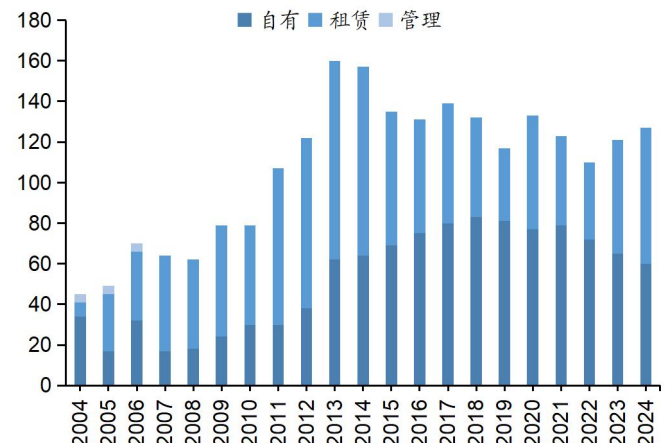
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：公司航运网络覆盖全球主要贸易区域，且分布较为均匀



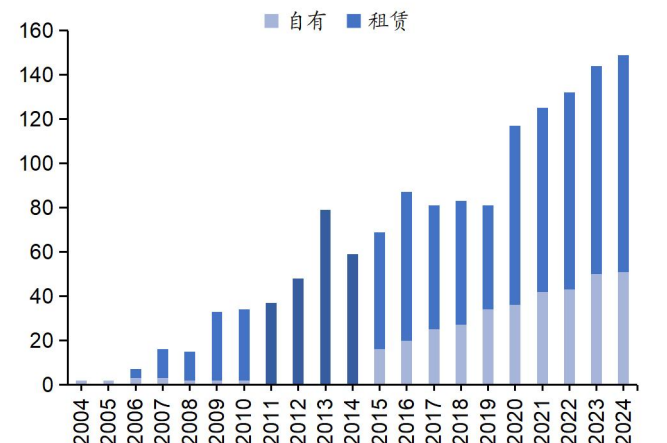
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：公司小灵便船的轻资产运营趋势在近年来愈发明显（单位：艘）



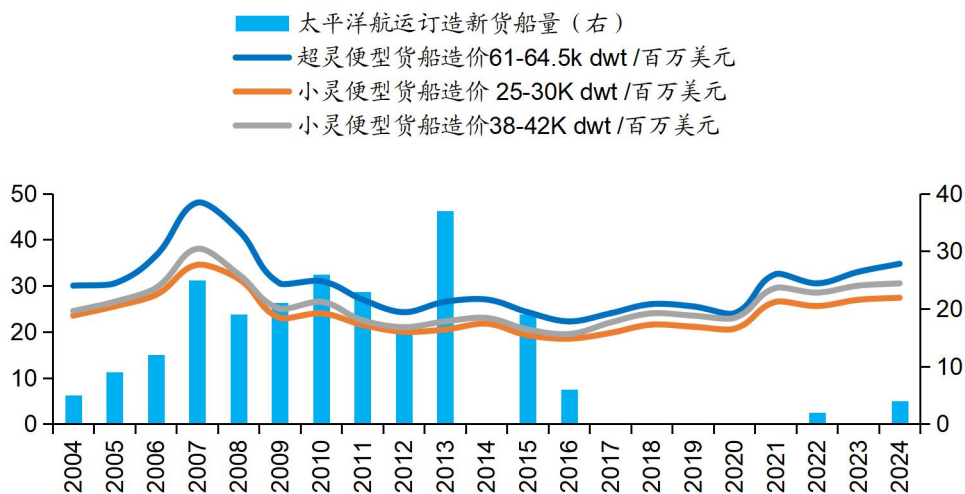
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司大灵便船同样逐步转向轻资产运营（单位：艘）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6: 历史上看, 公司的造船决策略有些顺周期特征。不过近年来已经转为轻资产运营



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

业绩归因分析: 运价为核心驱动, 成本控制彰显韧性。从业绩结构拆解来看, 太平洋航运的盈利表现具有显著的周期特征, 其核心驱动力来自外部市场运价的波动, 而非内部运营效率的差异。公司在成本端与运力管理上的稳健表现, 使其成为了行业景气周期的“放大器”。

公司利润高度依赖市场景气度, 业绩与BDI指数呈现强相关。公司营业总收入与扣非后归母净利润波动显著, 体现出典型的航运周期属性。2021年在行业高景气推动下, 公司利润爆发式增长——扣非后归母净利润同比增速一度接近1,400%, 净利润规模突破50亿元人民币, 创历史新高。同时, BDI指数与公司扣非后净利润同比增速走势高度一致。BDI自2020年低点强势反弹并于2021年触顶, 其走势几乎与公司利润增速完全重合。这表明, 市场运价水平是决定公司业绩弹性与盈利中枢的最核心变量。

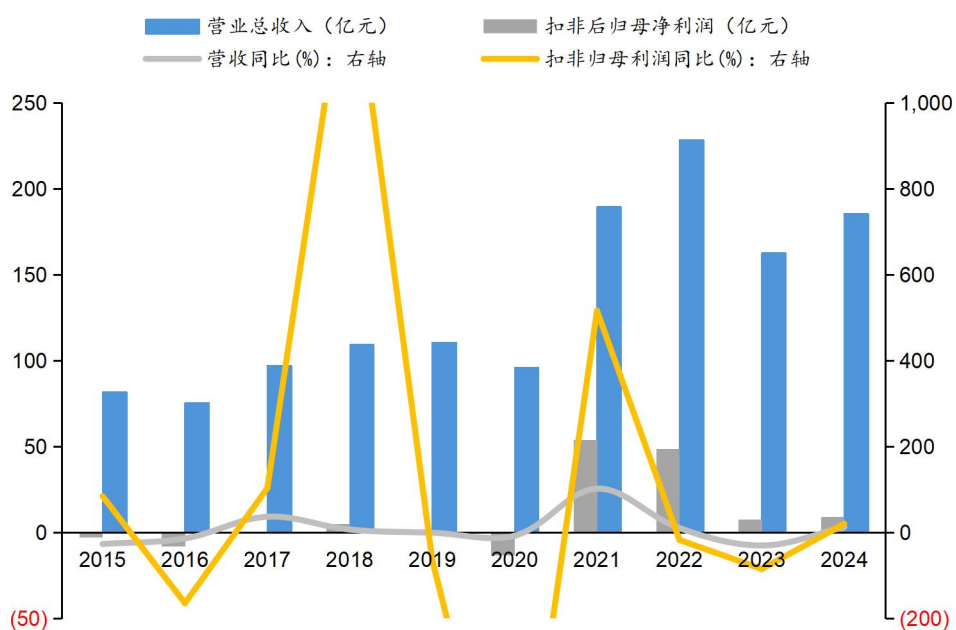
成本控制稳健。根据Wind数据, 公司自有货船的日均运营成本 (Opex) 保持在6,000-10,000美元/天的区间内, 长期维持低位, 体现出较高的管理效率。多数年份Opex均低于市场租金水平, 为公司在行业低谷期提供稳定盈利支撑。相比之下, 租赁船舶的运营开支波动更大, 主要源于租入成本随市场行情浮动。这一特性在放大业绩弹性的同时, 也凸显出公司灵活调整船队结构的能力。

运力利用率平稳。公司旗下大灵便型 (Supramax) 与小灵便型 (Handysize) 船舶的平均收租日数走势一致, 表明船队利用效率高且结构均衡。两类船型的收租日数波动幅度较小, 体现出公司在船舶调度与航线配置上的专业能力。

因此, 公司业绩的核心逻辑在于“价格”而非“成本”:

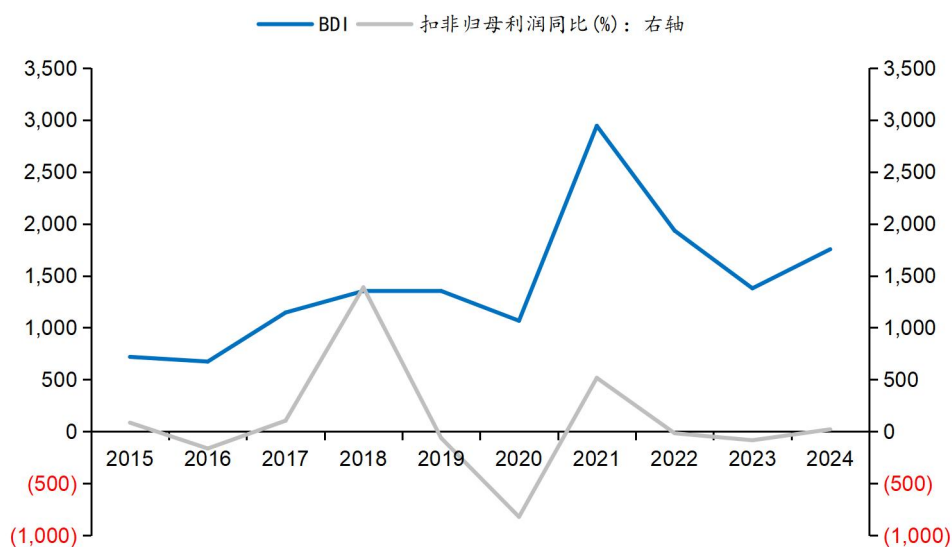
- (1) 在行业上行周期中, 低Opex的自有船队结构将显著放大利润弹性;
- (2) 在行业下行周期中, 稳健的运营效率则为公司提供了安全边际。

图 7：公司利润口径有较强的周期性波动



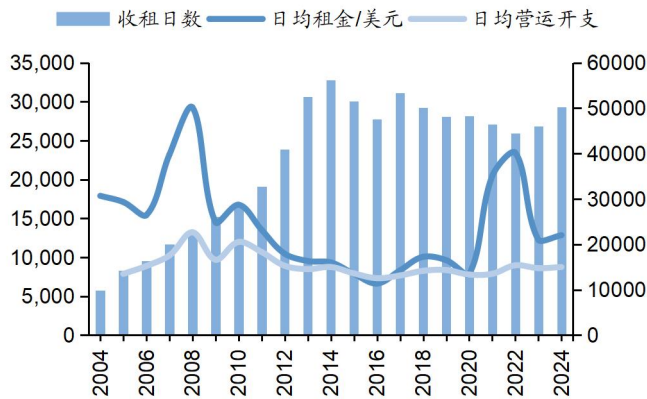
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：公司业绩增速主要受市场运价水平影响，成本和量并非核心矛盾



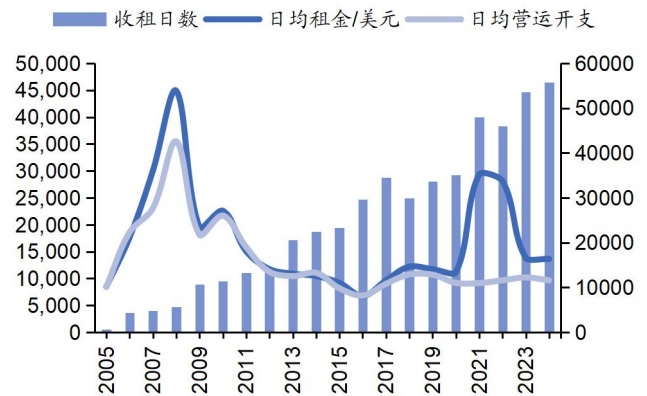
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9: 小灵便船成本控制稳定, 在多数情况下均可以实现盈利 (单位: 美元)



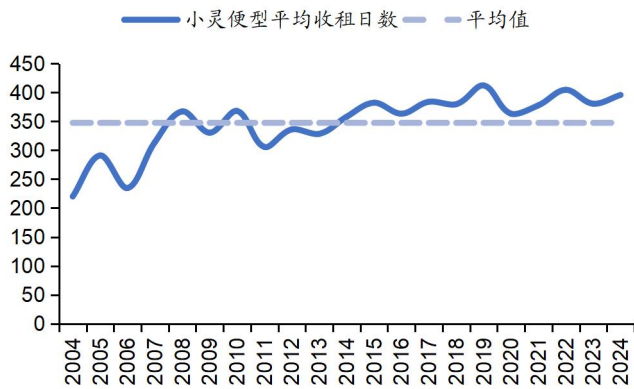
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 大灵便船成本控制在逐步稳定, 且盈利弹性较大, 小灵便更好 (单位: 美元)



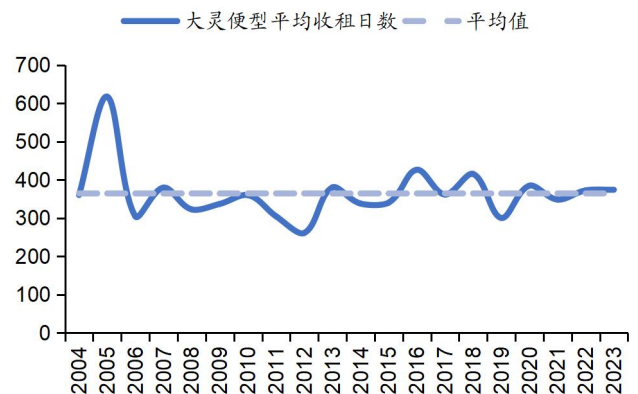
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 小灵便型船舶收租单船日数在2004—2024年呈稳健上行趋势



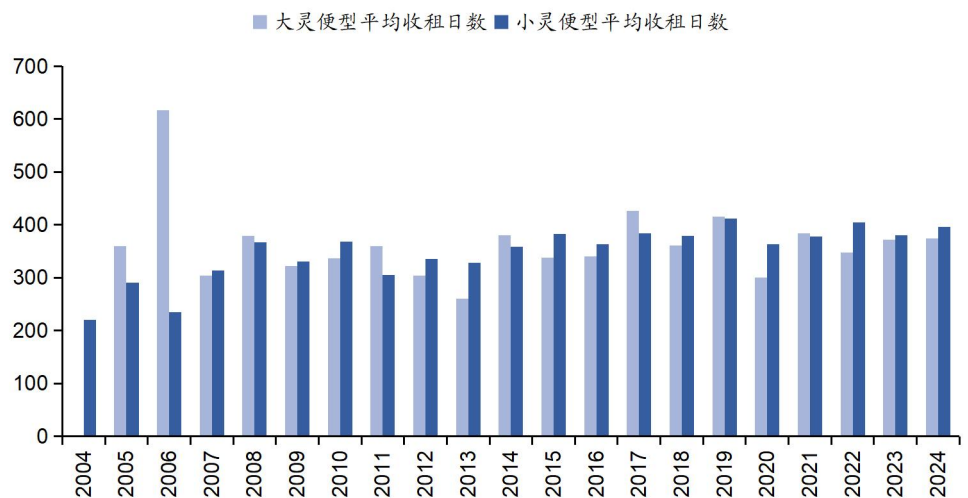
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 大灵便型船舶收租单船日数波动更为平稳



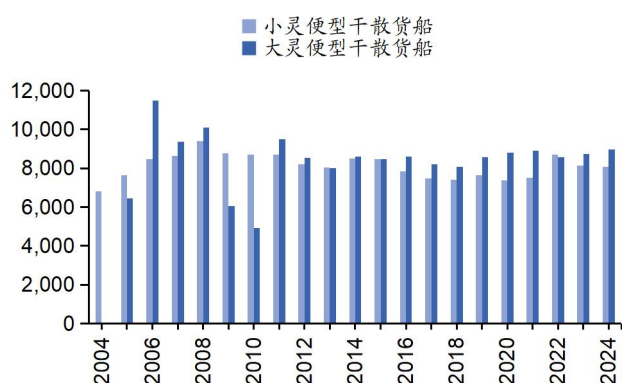
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 公司大、小灵便船型的平均收租日数绝对值、趋势基本一致



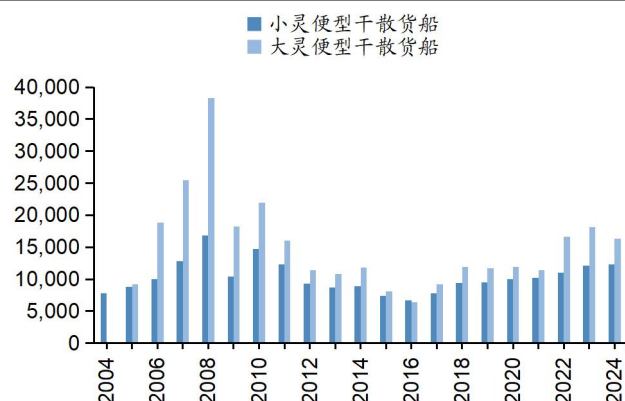
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 公司自有货船日均运营开支控制较为稳定 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 租赁货船日均运营开支波动相对较大 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

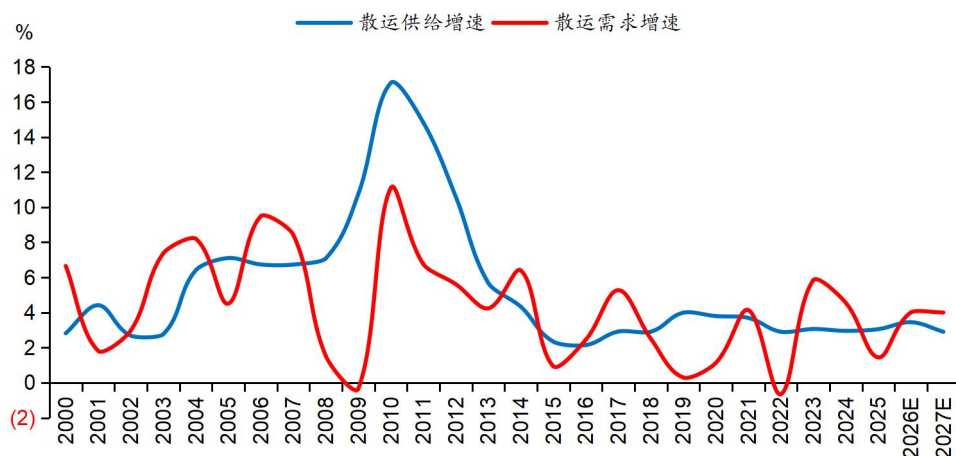
二、2026 年后 BDI 或逐步反转

(一) 干散海运在中期出现周期拐点概率较大

干散货海运市场处于景气周期底部向上拐点的概率较大, 未来一年或将进入供需再平衡、运价回升的阶段。从年度供需平衡看, 2026/27 年干散货海运市场的需求增速或将重新超过供给增速, 意味着经历了多年供需双弱后, 行业有望迎来供需格局反转。船队增速保持在低位, 而需求端在西芒杜增产, 美联储降息等支撑下边际改善, 供需剪刀差有望再度收敛并转正, 为周期拐点奠定基础。

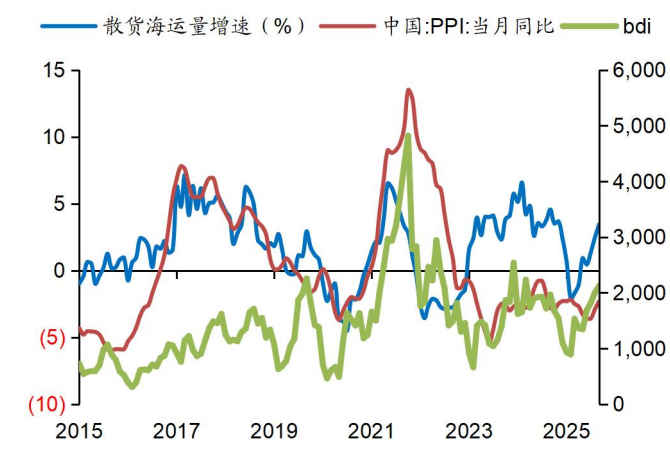
从中短期供需变化观察, 可见 BDI 与散货运输量增速在历史上与需求端高度相关, 且波动方向基本同步于 PPI 拐点, 也就是中国需求依旧占据主导。近期 BDI 指数和运输量增速均已企稳回升, 而运力投放增速保持平稳甚至小幅下滑, 显示短期供给压力有限、需求弹性正在释放。若中国工业需求继续修复, 则新一轮供需剪刀差有望自 2025 年底开始显现。

图 16: 从年度供需平衡来看, 2026/27 干散海运市场需求增速或反超供给增速



数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

图 17: 结合BDI (运价指数) 来看, 其波动方向和需求侧因素相关性更高, 需求受中国影响较大



数据来源: 克拉克森, iFind, 广发证券发展研究中心

图 18: 方向趋同需求, 而弹性需要结合供给谈判, 从高频数据来看, 新一轮供需剪刀差有望出现



数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

(二) 供给侧出现收缩信号

从运力投放与交付节奏来看, 近年来干散货船交付量与运力投放增速呈现同步下行趋势, 2025年后整体维持在历史低位区间, 意味着新增运力的边际供给压力正在明显减轻。“新增订单—在手订单—交付量”构成了一条较为清晰的传导链条: 新增订单领先在手订单变化约6-12个月, 而在手订单又决定未来1-2年的交付节奏。从领先指标角度看, 当前新增订单已显著回落, 而在手订单比仍维持温和下行, 这意味着**2026年以后交付量大概率逐步收缩**, 船队增速或将回落至2%以下。

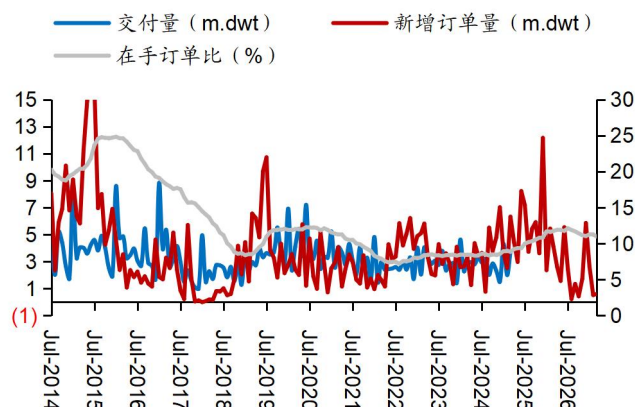
从结构性供给与造船周期看, 各类船型的新造订单量自2024年以来已出现明显降温, 其中好望角型与巴拿马型船的新增订单边际趋缓, 而Handymax、Handysize等中小型船型维持低位震荡, 反映出造船企业与船东在新一轮周期启动前的谨慎态度。进一步观察在手订单占船队比, 目前各船型均处于过去30年低位, 仅约为2008年高峰期的十分之一水平, 显示行业长期过剩产能已得到充分出清。结合全球造船产能利用率与环保规范趋严等外生约束, 未来两年新船交付能力或受限, 供给端对航运周期的扰动显著下降, **供给紧约束正成为支撑未来运价中枢上行的重要变量**。

图 19: 运力投放增速跟交付量相关度较高



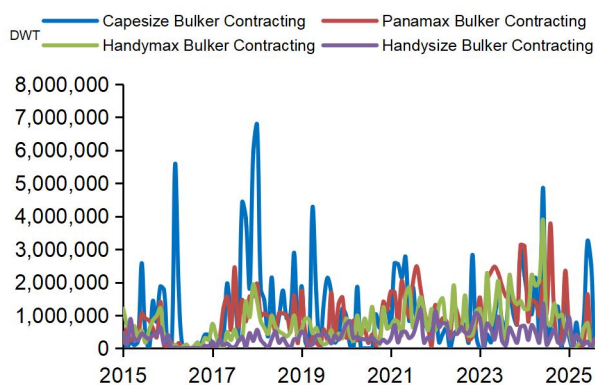
数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

图 20: 新增订单-在手订单-交付量是一个传导链条, 从前瞻指标看, 2026年后交付量有望逐步收缩



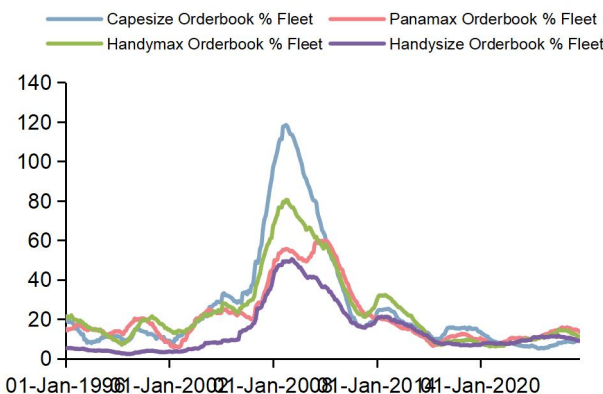
数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

图 21: 散货船新增订单量边际已经趋缓



数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

图 22: 散货船在手订单占比仍在持续萎缩



数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

(三) 需求侧宏、微观视角均指向好转

1. 干散海运景气在降息周期往往跟随商品价格同步走高

通过复盘历史周期发现, 全球总需求的核心驱动力在于宏观流动性。美联储降息周期往往对应着全球流动性与需求的同步改善。CRB工业原料指数与中国PPI同比作为全球实物需求的重要观测指标, 其拐点通常与降息周期相伴随, 并带动大宗商品价格进入上行通道。

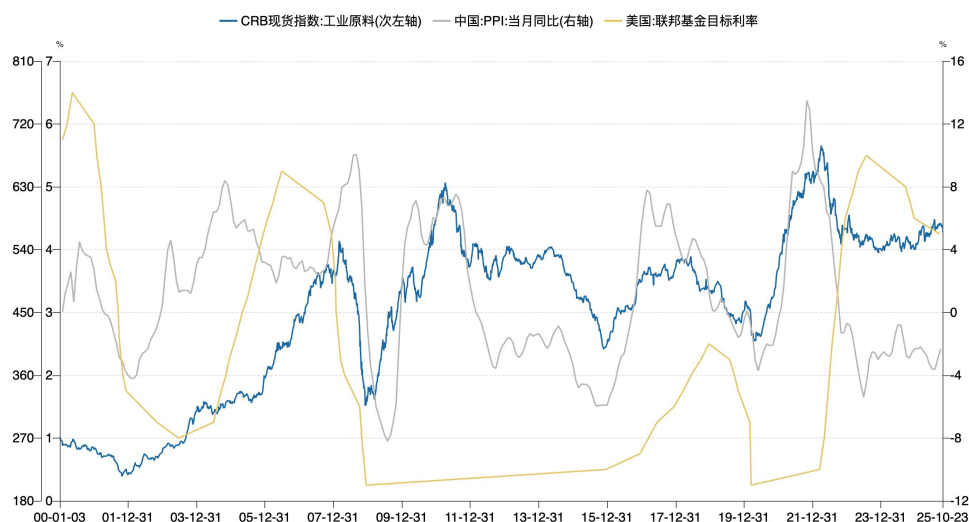
实物需求的复苏最终将传导至航运市场。在降息周期的后半段, 随着经济复苏趋势的确立, 航运需求增速往往呈现“暴涨”特征, 连续攀升至4-8%的增长区间, 显示出较强的向上弹性。

干散货运需求的短期高弹性, 源于其较强的“金融属性”。波罗的海干散货指数 (BDI) 与CRB、中国PPI走势高度趋同, 且波动率远超后者。这表明, 在宏观需求驱动的涨价周期内, 散货运输不仅承接了实体经济的补库需求, 其本身更成为了投机标的。

在涨价预期下，实体需求与投机性需求的共振，是导致航运需求在短期内较为容易被激发和放大的核心原因。

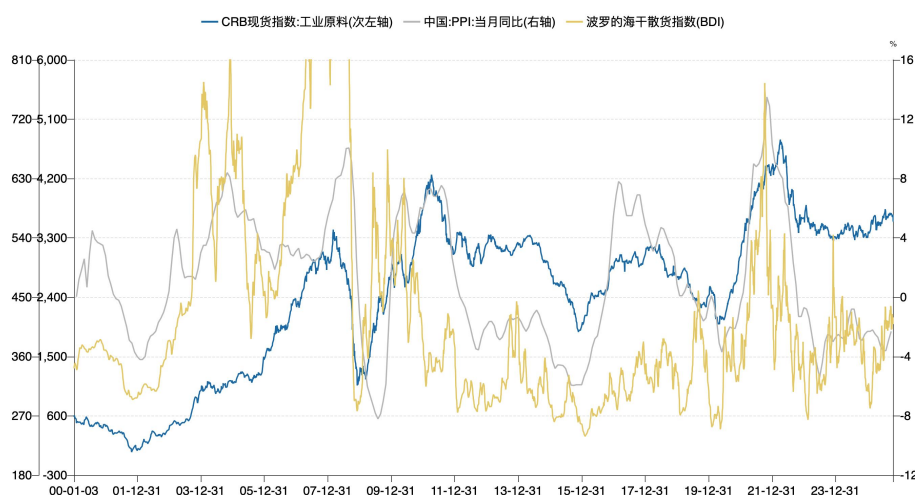
综上，从宏观视角分析，流动性的拐点是判断总需求复苏的前瞻指标。一旦降息周期开启并有效传导导致大宗商品涨价，航运板块的需求将展现高度弹性。

图 23: 历史上看，降息后周期往往对应着全球流动性和需求同步改善，大宗商品价格好转



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 散货是金融属性最强的航运品种，投机性需求在短期的爆发力较强。涨价周期内投机性需求较为容易被激发出来



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

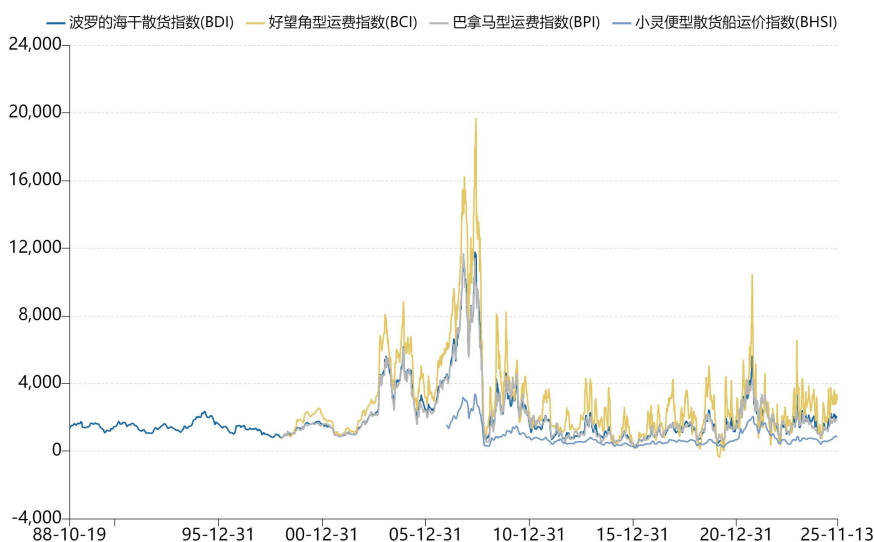
2. 铁矿有显著可持续增量

干散海运货种基本可以分为主流散货和小宗散货，主流散货主要有铁矿石、煤炭（动力煤、焦煤）和粮食。小宗散货运输大体可以分为三类：农业/软商品、金属、工业品。细分来看，小宗散货品类杂乱，没有单一占比偏高的商品，遍布各行业，没有

突出的逻辑主线。从逻辑和结果上来看，代表全球经济波动的全球GDP增速与其增速相对一致。而干散货的运价大、中、小船有较好的联动性，基本趋势保持一致。所以不必刻意区分各类船型的驱动力，当市场转好时，整体都会上行。

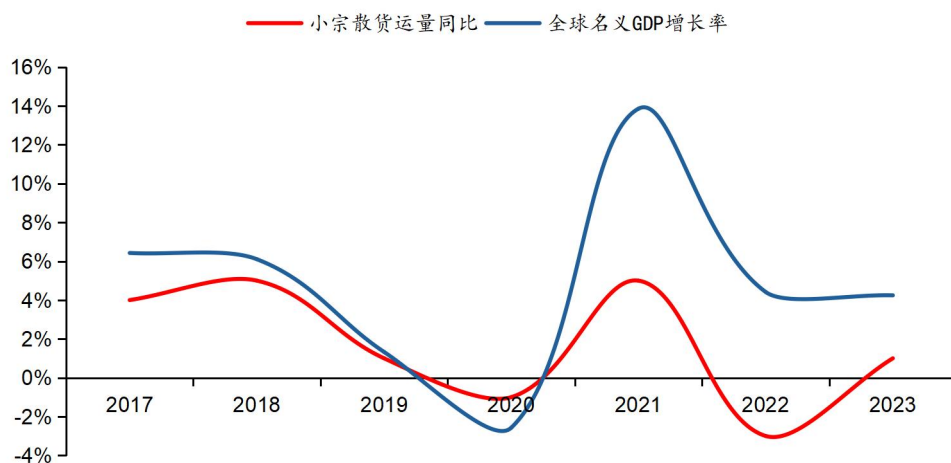
而主流散货在未来2-3年需求侧的主要推力来自铁矿石，无论是以货量还是以周转量计，铁矿石海运增量的预期贡献度都最为显著。其中核心催化就是来自西芒杜铁矿开始陆续发运。

图 25: 大、中、小船型在运价层面趋势基本保持一致



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 小宗散货数量过于繁杂, 其需求增速跟名义gdp增长息息相关, 较难从微观角度分析



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

铁矿石未来 1-2 年内, 主流矿山普遍有增产或投产计划。

根据MySteel, 力拓与宝武合资的 Western Range 项目已于 2025 年 6 月正式投产, 设计产能约 2,500 万吨/年, 成为 Paraburdoo 采选枢纽的重要补充。与此同时, 力拓宣布推进 Brockman Syncline-1 (约 3,400 万吨/年处理能力, 计划 2027

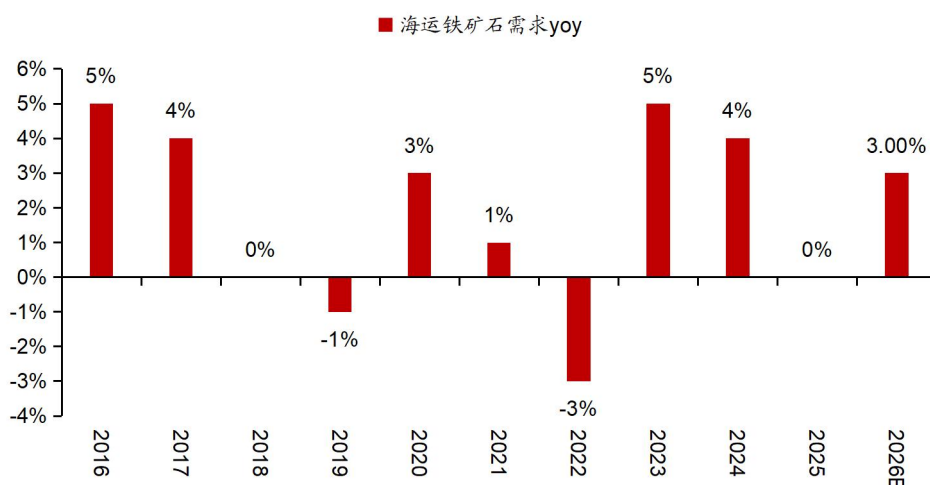
年投产)与 Hope Downs 2 等替代/扩产项目以替换老旧产能,相关投资与工程推进已进入实质实施阶段。

根据BHP的企业韧性成长报告(2025H1),BHP 已将澳大利亚西部矿区(WAIO) 2026 财年产量目标区间上调,对应公司层面铁矿产量指引也相应提高。

根据路透报告,FMG将 2026 财年发运目标上调至约 1.95–2.05 亿吨,IronBridge 磁铁矿项目预计贡献约 1,000–1,200 万吨的增量。此外,Fortescue 在非洲(加蓬 Belinga)等地的勘探与前期开发工作仍在推进,但项目推进节奏受地缘与监管因素影响较大。

根据Vale官网和Marketscreen,VALE 维持对 2025 年(及 2026 年扩产)目标的上调思路:公司已投入并启用了 Capanema(约 1,500 万吨/年规模)并推进 Vargem Grande等项目,若按既有项目按计划投产,2026 年全年产量可望提升至约 3.4–3.6 亿吨的区间。上述一揽子扩产将对全球铁矿供给中枢产生向上推力,但最终对价格的影响仍取决于需求端(尤其中国钢厂的采购节奏与库存)与物流季节性。

图 27: 铁矿石海运需求在2026年有望出现好转



数据来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

根据力拓,西非几内亚西芒杜铁矿项目预计于2025-2026年投产,预计2030能够实现6000万-1.2亿吨产量。西芒杜项目位于西非几内亚东南部的凯鲁阿内省,矿区主要被划分为南北两大区块。该项目因历史纷争一直未能顺利开发,近年推进速度加快。根据信德海事,2025年11月已经开始出矿。

根据African Business,2019年,赢联盟(SMB-Winning Consortium)以140亿美元获得了北段的两个区块的矿权。该联合体由新加坡韦立国际集团(45%)、中国山东魏桥铝业(35%,隶属中国宏桥集团)、联合矿业供应国际公司(20%),以及烟台港共同组成。这个三国四方组建的组织,成立之初是为了保障几内亚铝土矿到国内生产加工的全程物流供应链体系而设立的,随后在西芒杜铁矿的国际招标中

展现其综合实力，拿下了开采权。2024年，中国宝武牵头国内主流钢铁企业、基础设施建设方与战略投资者，组建了致力于共同开发几内亚西芒杜项目的中方联合体—宝联体。宝联体通过持有赢联盟的股份，穿透持有跨几内亚公司（CTG）的股权，从而参与西芒杜项目的开发和运营。6月，西芒杜赢联盟与中国宝武完成了股权交割，标志着中国宝武正式成为西芒杜项目的股东。

几内亚和加蓬都地处西非，距离较近。假设几内亚（加蓬）→中国航线往返85天左右，年均往返4个航次，Capesize船型运载量均值15万载重吨，按照2025年西芒杜产量不同去做情景假设的话，有望实质性拉动Cape需求，考虑到后续西芒杜项目的持续释放，这种供不应求的状态有望持续加剧。

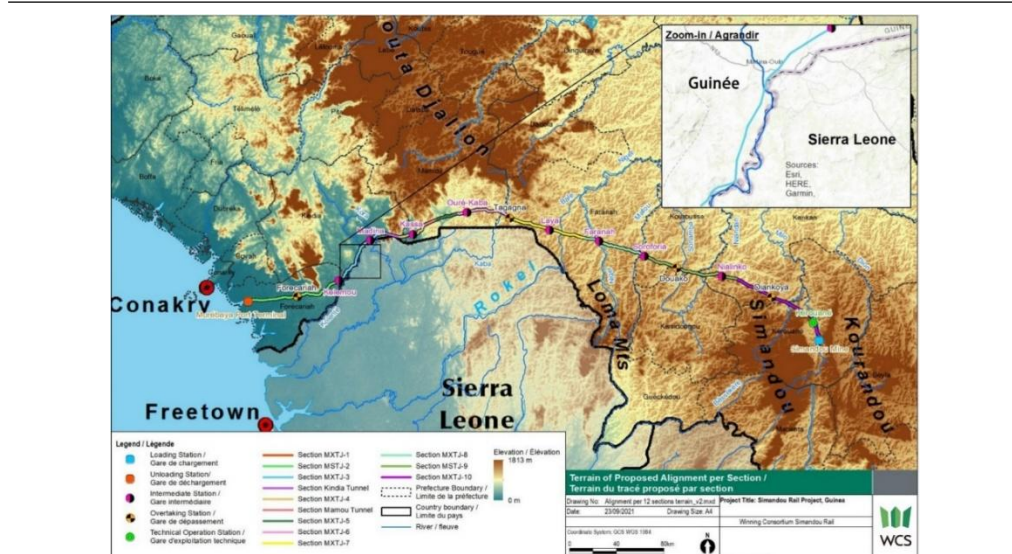
表 3: 考虑到产能爬坡的问题，西芒杜在2026年的增量或仍有限

单位: 百万吨	西芒杜项目增加铁矿出口		
不同情形假设	10	15	30
所需 Capesize 增量 (艘 / 对应增量)	16/+0.80%	25/+1.22%	50/+2.40%

资料来源: 克拉克森, 广发证券发展研究中心

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 西芒杜南北两端矿产远期合计有望贡献1.2亿吨铁矿增量



数据来源: 赢联盟, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

公司业务100%由干散货运输构成，其盈利水平波动趋势跟干散货运输市场景气程度趋同。

当下散货行业处于衰退后期向复苏早期过渡的阶段，行业整体有望迎来底部反弹机会：

供给端，基于前文分析，未来行业有效供给将呈逐步收缩态势；

需求端，基于前文分析，需求端将会迎来逐步走强的一系列催化，干散货运输的供需格局有望进一步好转，进而带动BDI指数从当前位置攀升至1900点甚至更高的相

对高景气区间。

公司层面：

(1) 量：公司运营相对稳健保守，此处暂不对未来三年运力做增长假设。

(2) 价：作为典型的周期行业，当前散货市场正处在衰退后期向复苏早期过渡阶段，我们暂且假设此次周期跨度以2025-2027年约2-3年的节奏逐步抬升，而公司单船收入预计将跟随行业景气复苏以近乎同比例节奏提升。以公司主力船型市场指数口径，我们假设2025-2027年Handysize船型对应运价指数同比分别增长1.5%、11.3%、6.9%；而Supramax船型对应运价指数同比分别增长11.8%、-1.5%、13.3%。

(3) 考虑到公司未来一段处于景气上行期，运价持续回暖，但成本较为刚性。因此在收入增速预计高于成本增速，届时毛利水平有望持续回升。按照本文运价假设，2025-2027年Handysize船型对应运价指数同比分别增长1.5%、11.3%、6.9%；而Supramax船型对应运价指数同比分别增长11.8%、-1.5%、13.3%，毛利率有望在2025-2027分别做到4.34%、6.97%、9.08%。

表 4：太平洋航运业务分拆及预测（USD百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
提供干散货运服务				
收入	2581.55	2,534.52	2,697.35	2,814.50
增长率	12.41%	-1.82%	6.42%	4.34%
成本	2446.31	2,430.39	2,515.54	2,565.41
毛利	135.24	110.05	188.01	255.56
毛利率(%)	5.24%	4.34%	6.97%	9.08%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

估值层面，当前H股上市公司中干散货标的相对稀缺，只能以A股上市公司的招商轮船、海通发展作为可比公司。根据其年报披露，海通发展主要从事国际远洋、国内沿海干散货运输业务，拥有好望角、巴拿马和超灵便型等多种船型。其与太平洋航运所从事的业务、主力船型等都较为相似。招商轮船则是兼具散运、油气运、集运、汽车运输于一身的航运综合运输平台，仅供部分参考。

预计太平洋航运2025-2027年归母净利润分别为1.0、1.8、2.5亿美元，参考海通发展和招商轮船，给予2026年11倍PE，参考2026年1月21日美元兑港币汇率7.78，对应合理价值3港币/股，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
招商轮船	601872	综合航运平台	892	5209.2	6300.0	7053.0	13.6	14.2	12.65
海通发展	603162	干散货运输	113	549.0	398.3	847.7	18.2	28.5	13.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：招商轮船、海通发展盈利预测来自 Wind 一致预期，招商轮船 2025E 业绩来自其业绩预增公告。截止 2026 年 1 月 22 日。

四、风险提示

（一）宏观经济与地缘政治风险

全球经济增速放缓、地缘政治紧张局势及国际贸易摩擦（包括中美贸易争端、地缘冲突如俄乌局势）等不确定性，可能影响全球干散货运输需求，导致运价和运量低于预期，从而对公司业绩产生不利影响。

（二）船舶供给压力及运价波动风险

若行业新船交付增加、船舶供给高于预期，而全球需求未同步增长，将导致市场运力过剩，压低运价，从而影响公司营收及利润表现。

（三）主要货物需求疲软及单一市场依赖风险

全球铁矿石、粮食、小宗散货等主要货物的生产、基建投资、出口国政策调整等均可能出现波动。若中国等主要经济体基建投资持续走弱，散货需求下滑，将直接影响公司业务量与盈利能力。

（四）利率、汇率、成本及燃料价格波动风险

国际利率水平和汇率波动可能增加公司融资成本或带来非经营性损益。同时，燃油价格及其他主要运营成本剧烈波动，如未能有效通过合同或金融工具对冲，亦会侵蚀利润空间。

（五）法规、环保及合规风险

国际航运环境保护法规（如IMO的EEXI和CII标准、欧盟排放交易体系以及新型环保要求的推出）、贸易管制及制裁、各类港口费变化等，均可能带来合规负担、额外成本、业务结构调整压力及经营不确定性。

资产负债表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	539	566	633	633	565
现金及现金等价物	261	266	341	329	253
应收账款及票据	92	106	106	112	117
存货	135	126	135	139	142
其他	51	67	52	52	52
非流动资产合计	1,893	1,848	1,792	1,836	1,979
固定资产净值	1,797	1,699	1,642	1,686	1,830
长期投资	4	2	2	2	2
商誉及无形资产	88	105	105	105	105
其他	4	42	42	42	42
资产总额	2,432	2,414	2,425	2,469	2,544
流动负债合计	353	349	304	308	310
短期借款	46	77	20	20	20
应付账款及票据	105	100	101	105	107
其他	202	172	183	183	183
非流动负债合计	282	238	240	190	140
长期借款	254	186	200	150	100
其他非流动负债	27	53	40	40	40
总负债	635	587	544	498	450
普通股股本	53	51	51	51	51
储备	1,747	1,779	1,830	1,920	2,044
其他	-2	-3	0	0	0
归母权益总额	1,798	1,827	1,881	1,971	2,094
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,798	1,827	1,881	1,971	2,094
负债及股东权益合计	2,432	2,414	2,425	2,469	2,544

利润表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,297	2,582	2,535	2,697	2,815
营业成本	2,166	2,446	2,424	2,509	2,559
毛利	131	135	110	188	256
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	7	6	6	6	6
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	124	129	104	182	249
利息收入	14	14	12	10	6
利息支出	24	24	9	6	3
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-7	12	-5	-5	-5
除税前利润	109	132	103	182	248
所得税	0	1	1	1	1
合并净利润	109	132	103	181	247
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	109	132	103	181	247

现金流量表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	353	309	276	340	405
合并净利润	109	132	103	181	247
折旧与摊销	215	201	156	156	156
营运资本变动	6	-24	3	-8	-6
其他非经营性调整	23	1	14	11	8
投资活动现金流净额	-61	-87	-101	-205	-305
处置固定资产收益	57	35	-5	-5	-5
资本性支出	-252	-128	-100	-200	-300
投资资产支出	85	-16	17	0	0
其他	49	22	-12	0	0
融资活动现金流净额	-390	-214	-100	-146	-176
长期债权融资	-149	-126	14	-50	-50
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	-218	-66	-51	-91	-123
其他	-23	-22	-63	-6	-3
现金净增加额	-97	4	75	-11	-76
期初现金余额	359	261	266	341	329
期末现金余额	261	266	341	329	253

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	-30.0%	12.4%	-1.8%	6.4%	4.3%
营业利润增长率	-82.8%	4.0%	-19.4%	74.5%	37.0%
归母净利增长率	-84.4%	20.4%	-22.1%	76.5%	36.2%
获利能力					
毛利率	5.7%	5.2%	4.3%	7.0%	9.1%
净利率	4.8%	5.1%	4.0%	6.7%	8.8%
ROE	6.1%	7.2%	5.5%	9.2%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	24.3%	22.4%	20.2%	17.7%
有息负债率	12.3%	10.9%	9.1%	6.9%	4.7%
流动比率	1.5	1.6	2.1	2.1	1.8
利息保障倍数	4.8	5.8	10.8	30.2	78.7
营运能力					
应收账款周转天数	16.0	13.8	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	21.5	19.2	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	15.4	15.1	15.0	15.0	15.0
每股指标					
每股收益	0.02	0.03	0.02	0.04	0.05
每股净资产	0.34	0.35	0.36	0.38	0.41
每股经营现金流	0.07	0.06	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	15.9	8.2	17.1	9.7	7.1
PB	1.0	0.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.3	3.2	6.4	4.8	4.1

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。