



海通发展 (603162.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

百船四海皆通达，干散自此迎发展

投资逻辑

A 股干散货稀缺标的，专注超灵便型，具备规模、成本、航线与成长四大优势。公司是国内民营干散货航运领域的龙头企业，截至 2026 年 8 月，公司自营干散货船与重吊船合计 67 艘（自有 66 艘、光租 1 艘），运力合计 446.87 万 DWT，平均船龄 14.61 岁，其中自有超灵便型船运力规模位居全球第八、境内民营企业第一。且公司运力扩充主要在船价相对低点时购入，内外贸兼营叠加全球摆位，其中 2025 年公司境外收入占比 65.2%，境内业务占比 27.1%；在规划上主张“百船计划”扩张主业，构建起公司长期竞争优势。公司灵活摆位，精益运营，境外船舶 TCE 连续大幅超过市场平均水平，其中 2025 年公司巴拿马型获得相对市场 13.2% 的超额收益率，超灵便型获得相对市场 14.2% 的超额收益率。

需求上升，供给有限，干散货市场大周期或来临。需求端：1) 中东局势反复导致 LNG 供给受阻，气改煤需求抬头；超级厄尔尼诺或将发生，高温导致用电需求增加、降水异常导致水电不足，煤炭发电需求提振；2) 超级厄尔尼诺同时导致巴拿马运河通行受限，船舶出现减载、排队与绕行现象；3) 西芒杜项目投产，需求端高度景气；远期 1.2 亿吨产能兑现的情况下，等量替代澳大利亚矿，对应净增加约 116 艘好望角型的运力，全球铁矿石贸易吨海里需求大约提升 9.3%。供给端：截至 2026 年 8 月，全行业在手订单占现有运力比重为 14.22%，远低于 2008 年 75.59% 运力比水平；新船价格持续走高、船台紧张拖长交付周期抑制造船意愿，并且市场船舶老龄化严重，进一步限制有效运力增长。

运价中枢有望提升，提供向上业绩弹性。2026 年干散货市场高度景气，铁矿石运输受到长距离航线需求支撑，煤炭运输需求因地缘局势等因素获得提振，当前年度 BDI 达到 2453.99 点，同比增长 46.0%；根据 Clarksons 预测，干散货航运市场 2026、2027 年供需差为 1.4%、3.1%，因此，公司作为全球第八大 Handymax 运力船东将获得向上高盈利弹性：我们测算 TCE 每上涨 1 千美元/天，税后利润将增厚 1.21 亿元。

盈利预测、估值和评级

我们预计，公司 2026-2028 年营业收入为 73.61/81.52/93.97 亿元，归母净利润 12.04/13.66/16.40 亿元，对应 EPS 为 0.88/0.99/1.19 元，当前股价对应 13.96/12.30/10.25 倍 PE。公司盈利弹性大，预计后续显著受益于干散货行业景气周期，给定 2026 年 20xPE，目标价 17.51 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险、航运安全风险、汇率波动风险。

交通运输组

分析师：李丹（执业 S1130526040004）

lidan6@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.22 元

目标价（人民币）：17.51 元



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,659	4,443	7,361	8,152	9,397
营业收入增长率	114.6%	21.43%	65.68%	10.75%	15.27%
归母净利润(百万元)	549	465	1,204	1,366	1,640
归母净利润增长率	196.7%	-15.30%	158.90%	13.48%	20.02%
摊薄每股收益(元)	0.599	0.501	0.876	0.994	1.193
每股经营性现金流净额	1.11	1.41	1.66	2.02	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.33%	10.28%	21.65%	20.53%	20.58%
P/E	15.36	24.03	13.96	12.30	10.25
P/B	2.05	2.47	3.02	2.53	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 国内民营干散货航运龙头，四大优势助力经营向上	5
1.1 A 股干散货航运稀缺标的	5
1.2 深耕干散航运，精细化管理实现四大优势	5
1.3 四大优势与专业专注带来盈利能力领先	8
2 需求上升，供给有限，干散货市场大周期或来临	9
2.1 需求：煤炭需求向上，巴拿马运河受限，西芒杜项目投产，需求端高度景气	10
2.1.1 中东局势反复叠加超级厄尔尼诺，煤炭需求提振	10
2.1.2 超级厄尔尼诺风险上升，巴拿马运河通行受限	13
2.1.3 西芒杜铁矿投产，需求具备长期确定性	14
2.2 市场运力与在手订单运力相当，供给端运力净增长有限	16
2.3 散运船队快速扩张，业绩稳健且不失弹性	19
3 盈利预测和投资建议	20
4 风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司截至 2026 年 8 月的自营船队结构	6
图表 4：公司干散货船舶运力全球第 22（截至 2026.8）	6
图表 5：公司超灵便型船舶运力全球第八（截至 2026.8，百万 DWT）	6
图表 6：公司低价购船带来长期竞争力集中体现在 2020-2021 年	7
图表 7：公司境外业务占比持续提升	7
图表 8：公司 2025 年前五大客户收入占比低于同业	7
图表 9：超灵便型船舶运价波动相对较小	8
图表 10：公司日租金水平超过市场指数（美元/天）	8
图表 11：公司近年来船队扩张迅速（DWT）	8
图表 12：重吊船“新海通 505”装载客车出海	8
图表 13：公司营业收入及增速	9
图表 14：公司归母净利润表现与 BDI 走势高度相关	9
图表 15：公司毛利率处于同业第一梯队	9
图表 16：公司管理费用率显著低于同业	9
图表 17：2025 年干散货航运需求构成（运量占比）	10



图表 18:	2025 年大宗散货主要海运方向及海运量结构	10
图表 19:	小宗散货航运需求与全球整体经济联系更紧密	10
图表 20:	霍尔木兹海峡通行受限	11
图表 21:	卡塔尔 LNG 海运出口受阻(百万吨)	11
图表 22:	LNG 价格自 2026 年以来维持在较高水平	11
图表 23:	越南发电量持续提升	11
图表 24:	越南动力煤进口需求持续增长	12
图表 25:	2025 年全球航运煤炭出口结构(百万吨)	12
图表 26:	厄尔尼诺导致海水上层温度异常升高	12
图表 27:	厄尔尼诺导致热带地区 6-8 月降雨异常	12
图表 28:	夏季高温催化用电需求上升	12
图表 29:	2026 年 5-6 月欧洲煤炭发电同比由负转正	12
图表 30:	2022 年末发生厄尔尼诺时的巴拿马发电结构	13
图表 31:	2023 年厄尔尼诺导致巴拿马火电占比上升	13
图表 32:	加通湖水位与 BDI 关系密切	13
图表 33:	巴拿马运河水位下降引起 BSI 上升	13
图表 34:	2023 年运河位降低导致通行船数减少	13
图表 35:	2023 年运河水位降低导致通行货量减少	13
图表 36:	巴拿马运河平均排队时间逐渐延长	14
图表 37:	8 月 11 日巴拿马运河再现“天价插队费”	14
图表 38:	巴拿马运河拥堵程度逐渐抬头	14
图表 39:	厄尔尼诺现象导致美湾-日本航线绕行	14
图表 40:	铁矿石是全球干散货航运重要成分	14
图表 41:	铁矿石贸易严重依赖航运	14
图表 42:	我国是铁矿石主要进口国	15
图表 43:	我国铁矿石进口来源集中度高(万吨)	15
图表 44:	我国企业拥有较大份额的西芒杜矿山股权	16
图表 45:	西芒杜项目需要更多好望角型船参与运营	16
图表 46:	西芒杜项目对全球铁矿石航运贸易需求的拉动测算	16
图表 47:	2026 年 1 月首船西芒杜矿石运抵中国	16
图表 48:	几内亚航运近年来逐渐繁忙	16
图表 49:	干散海运主要船型	17
图表 50:	干散货船在手订单处于历史低位	17
图表 51:	新船价格持续走高(百万美元/艘)	17
图表 52:	全球活跃船厂经历大幅出清	17



图表 53: 船台被集装箱船和油轮抢占 (新订单价值: 亿美元)	17
图表 54: 干散货新船价格相对较低 (百万美元/艘)	18
图表 55: 干散货新船交付情况不及预期	18
图表 56: 新订单交付大多排在 2027-2029 年 (艘)	18
图表 57: 散货船队供给维持温和增长 (百万 DWT)	18
图表 58: 干散货船平均船龄	18
图表 59: 干散货船船龄结构	18
图表 60: 在手订单无法满足老船更新换代需求	19
图表 61: 干散货船拆解或将集中爆发 (DWT)	19
图表 62: 干散货船舶贸易供需关系一览	19
图表 63: 公司盈利弹性测算	19
图表 64: TCE-营运天数敏感性分析	19
图表 65: 公司 2026-2028 年收入预测	21
图表 66: 公司 2026-2028 年费用率与所得税率	21
图表 67: 可比公司估值情况	22

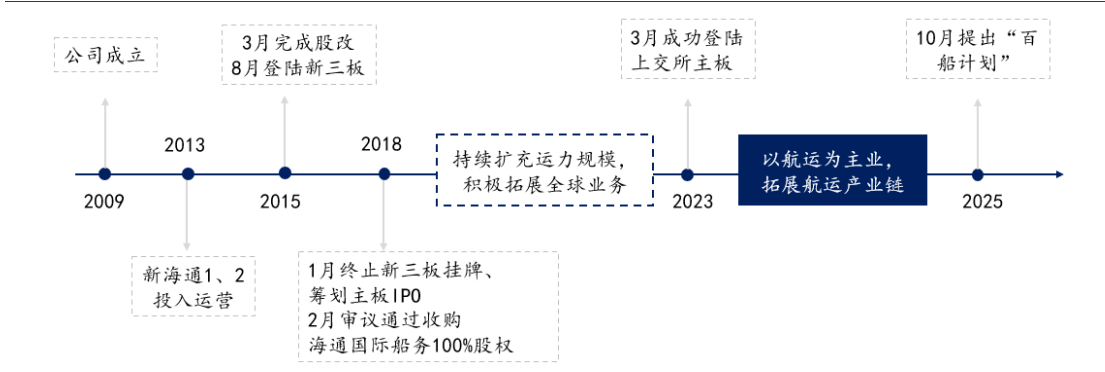


1 国内民营干散货航运龙头，四大优势助力经营向上

1.1 A 股干散货航运稀缺标的

海通发展成立于 2009 年 3 月，成立以来始终专注于从事国内沿海以及国际远洋的干散货运输业务。经过多年的积累，公司已发展成为国内民营干散货航运领域具备较强市场竞争力的企业之一。公司于 2023 年 3 月 29 日在上交所上市，是 A 股稀缺的干散货航运标的。

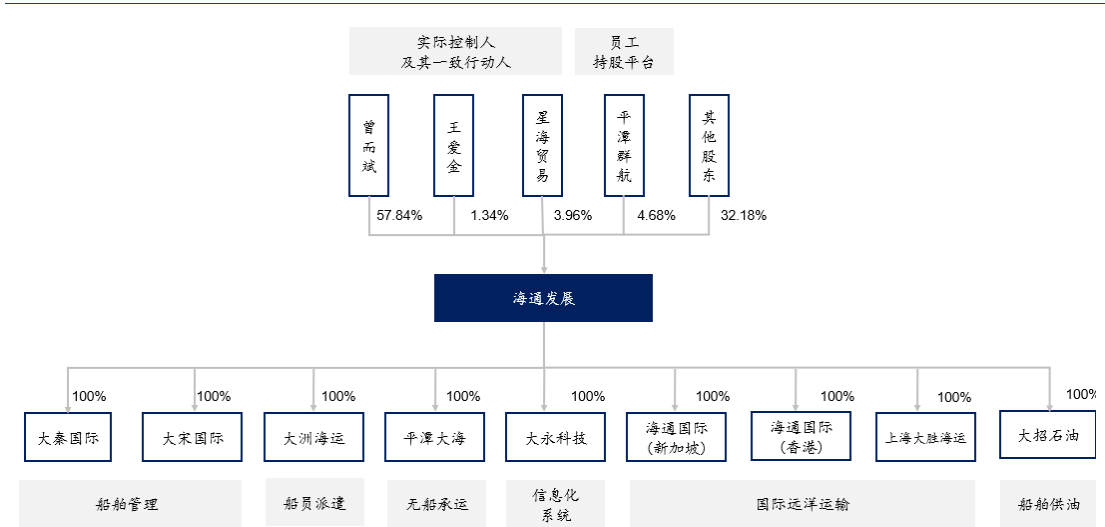
图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

股权结构稳定，持股平台激励约束核心员工。截至 2026 年 8 月，董事长曾而斌持股 57.84%，其中员工持股平台平潭群航持股 4.68%。公司下属全资子公司主营业务主要包括船舶管理、无船承运业务、国际远洋运输、船舶供油和信息化系统等。

图表2：公司股权结构



来源：iFinD，国金证券研究所

1.2 深耕干散航运，精细管理实现四大优势

公司通过多年经营与精细管理，实现了规模、成本、航线和成长四方面的经营优势。规模方面，公司聚焦超灵便型船舶，规模化与标准化相互强化。公司长期聚焦干散货航运，并以 5.7 万载重吨左右的超灵便型船为核心。根据 Clarksons，截至 2026 年 8 月，公司公自营干散货船与重吊船合计 67 艘（自有 66 艘、光租 1 艘），运力合计 446.87 万 DWT，平均船龄 14.61 岁，其中自有超灵便型船运力规模位居全球第八、境内民营企业第一。

规模优势下，公司得以增强货源承接能力、提高船舶调度效率以及摊薄单位管理成本，形成聚焦船型形成标准化、标准化支撑规模扩张、规模扩张反过来提升货源获取和调度效率的正向循环。

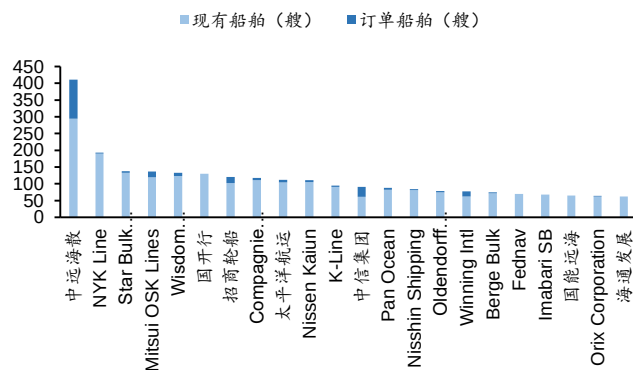


图表3：公司截至2026年8月的自营船队结构

船型	数量	载重吨(万 DWT)	平均船龄	船舶订单量	总载重吨(万 DWT)
Capesize	5	88.97	19.60		
Panamax	11	88.77	13.49		
Handymax	46	254.95	14.24		
重吊船	4	8.40	15.42	7	42.56
自有	66	441.09	14.59		
境内	6	44.86	12.21		
境外	58	384.87	14.84		
内外贸兼营	2	11.36	14.58		
租入	1	5.78	15.92		
总计	67	446.87	14.61		

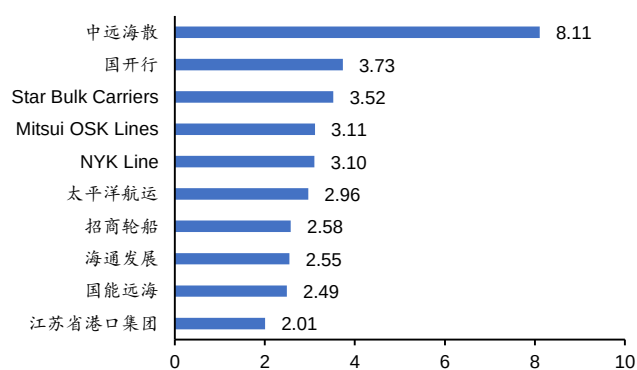
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表4：公司干散货船舶运力全球第22（截至2026.8）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表5：公司超灵便型船舶运力全球第八（截至2026.8，百万 DWT）



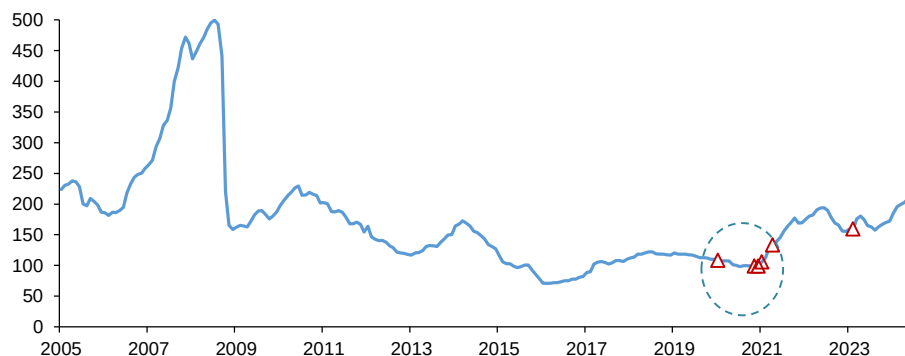
来源：Clarksons，国金证券研究所

成本方面，逆周期买船降低资产成本，二手船策略增强盈利弹性。船舶折旧是航运类企业的主要经营成本之一，对各船企而言，精准把握船舶购置的时机可以有效提高企业运作的效率、降低船舶购置成本，并确立企业的长期竞争优势。依托深厚的船舶管理底蕴，公司的运力扩充主要选择在航运非景气周期、在船价相对低点的时点，从而帮助公司快速、稳健发展。

公司船队扩充不固化各船型比例，而是根据不同船型所处周期择机购置，并明确偏好以二手船为主。相较新造船，二手船扩张具有三方面优势：1）资本开支较低。在船价低位收购二手船，可以减少单船投资额及相应折旧、利息支出；2）投产周期较短。二手船完成交接、检验和必要改造后即可运营，新船通常需要等待船台和建造周期；3）周期兑现更及时。航运景气回升持续时间存在不确定性，二手船能够较快进入市场，降低船舶交付时景气周期已经反转的错配风险。



图表6：公司低价购船带来长期竞争力集中体现在 2020-2021 年



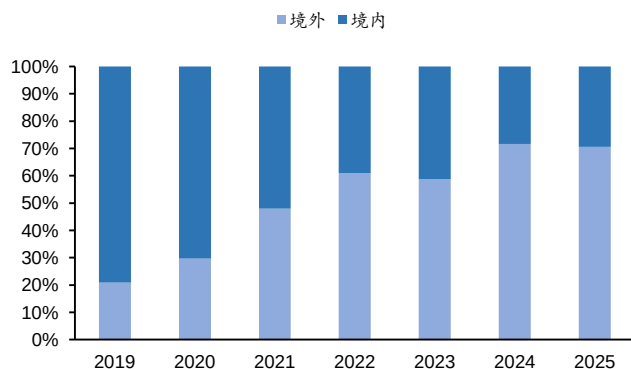
来源：Clarksons，国金证券研究所

航线方面，内外贸兼营叠加全球摆位，降低单一市场依赖。公司同时经营国内沿海和国际远洋干散货运输。国内业务主要覆盖中国沿海、长江下游及珠江三角洲等水域，货种包括煤炭、铁矿石、钢材、水渣等；国际业务覆盖全球远洋航区，运输煤炭、矿石、粮食、化肥及件杂货等。截至 2025 年末，公司国际航线已覆盖 100 余个国家和地区、350 余个港口。国内外干散货市场的需求结构、季节性和定价指标并不完全一致，内外贸兼营能够为公司提供跨市场调度的选择权。

公司货物覆盖煤炭、矿石、粮食、化肥、钢材及件杂货等多个品类。不同货种的贸易流向和季节性存在差异，多元货源有利于将单一往返航线扩展为三角航线或连续航次，提高回程货匹配概率，降低空载航行时间。

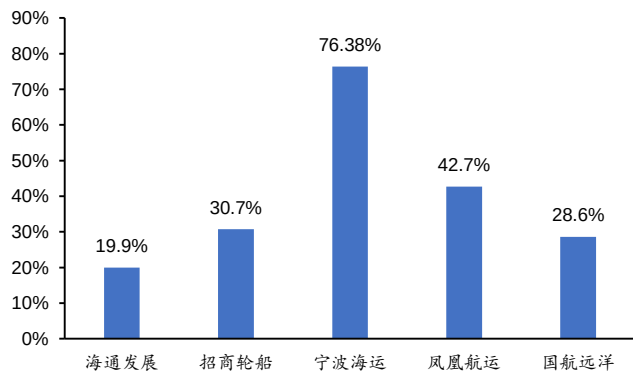
2025 年，公司超灵便型船日均 TCE 为 13985 美元，较同期市场平均水平高 14.25%；巴拿马型船日均 TCE 为 15120 美元，较市场平均水平高 13.17%。这一溢价反映了公司航线筛选、货盘组织和船舶调度能力。

图表7：公司境外业务占比持续提升



来源：iFinD，国金证券研究所

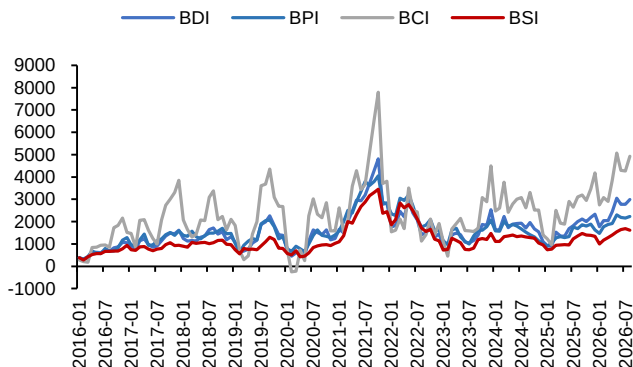
图表8：公司 2025 年前五大客户收入占比低于同业



来源：公司公告，国金证券研究所

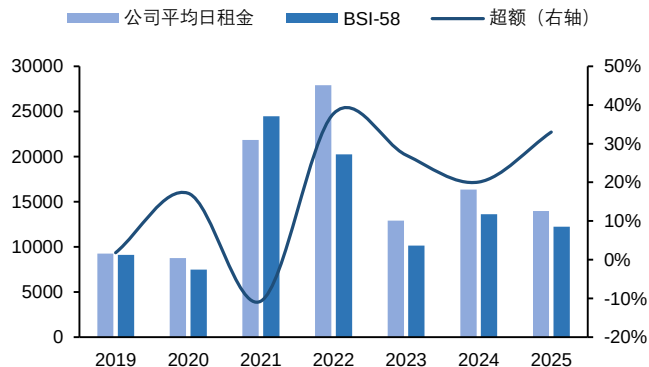


图表9：超灵便型船舶运价波动相对较小



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表10：公司日租金水平超过市场指数（美元/天）



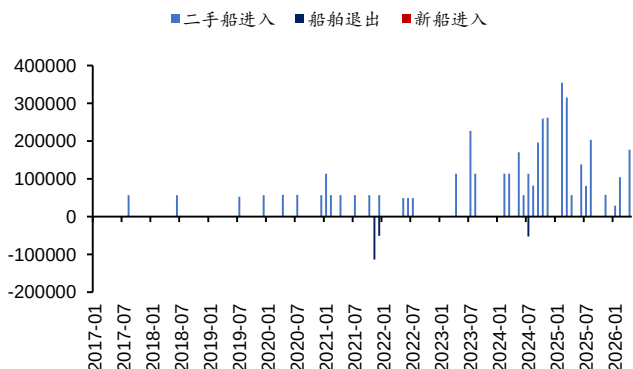
来源：公司公告，Clarksons，国金证券研究所

成长方面，“百船计划”扩张主业，重吊船打开第二增长曲线。公司计划在 2028—2029 年前后实现自有运力达到 100 艘。公司扩张时定位灵活，以超灵便型为核心，同时根据船价和周期位置布局巴拿马型、好望角型等船型，逐步由单一优势船型扩展为全船型干散货船东，继续强化自身的规模优势。

巩固干散货主业的同时，公司开始进入多用途重吊船市场。2025 年公司购入 4 艘多用途重吊船；2026 年 1 月签约建造 3 艘 62,000 载重吨多用途重吊船，2026 年 4 月进一步签约建造 4 艘同级船舶；由此，公司已运营或规划的多用途重吊船合计达到 11 艘，其中 7 艘为新造船计划。

重吊船可以承运风电设备、工程机械、轨道交通设备、能源装备及其他超长、超重、不可拆分的重大件货物。其成长逻辑主要包括：1) 服务边界拓宽：由标准化散货进入项目货、重大件和高端设备运输，服务对象从传统煤炭、矿石、粮食贸易商延伸至装备制造、工程总包商及新能源产业链客户；2) 主业协同明显：公司已有全球航线、件杂货客户、船员和船舶管理体系，可以复用部分客户资源和海外港口网络；3) 经营结构改善：重吊船运价更多取决于项目复杂度和专业服务能力，有望降低公司对干散货指数的依赖。

图表11：公司近年来船队扩张迅速（DWT）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表12：重吊船“新海通 505”装载客车出海



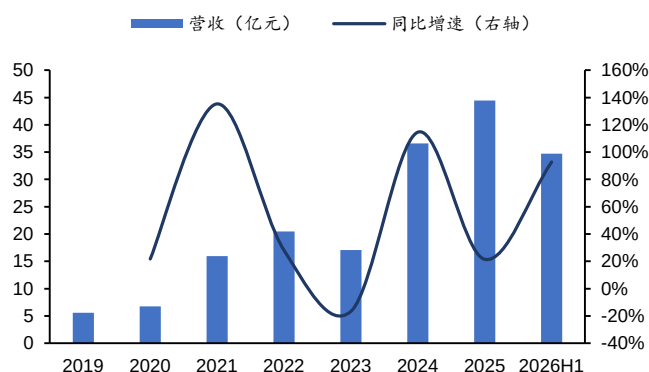
来源：搜狐网，国金证券研究所

1.3 四大优势与专业专注带来盈利能力领先

业绩与 BDI 走势高度相关，2026H1 受益行业景气而表现优异。干散货航运业受宏观经济周期、供需关系、突发事件等因素影响较大，导致公司盈利波动较大。2026H1 干散货市场高度景气，公司营业收入 34.71 亿元，同比增加 92.78%，实现归母净利润 5.23 亿元，同比增加 502.60%。

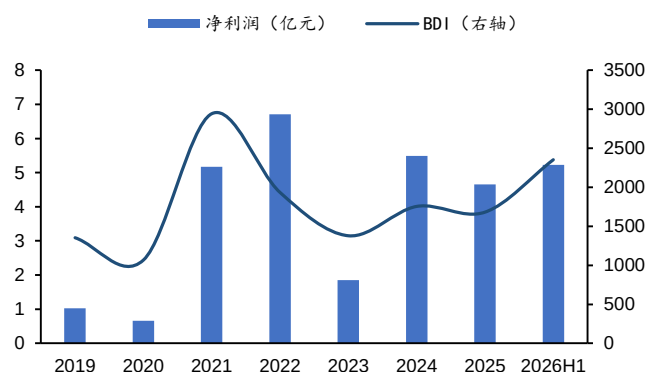


图表13：公司营业收入及增速



来源：iFinD，国金证券研究所

图表14：公司归母净利润表现与BDI走势高度相关

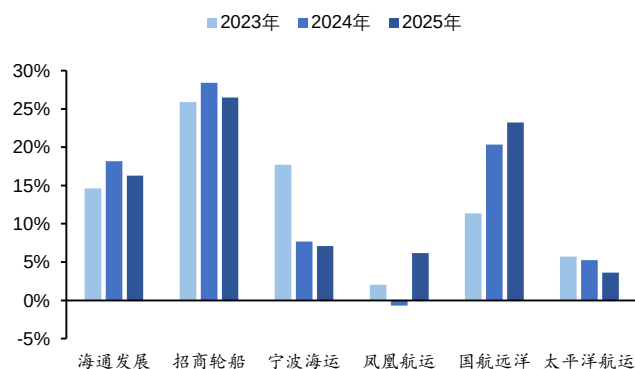


来源：iFinD，国金证券研究所

公司盈利能力领先，除了前文所说的规模、成本、航线、成长四大优势外，还来源于专业与专注：1) 经营管理团队专业资深，船舶运营及成本控制能力领先；2) 专注干散业务有利于集中全部公司资源经营管理。专注单一船型在船舶燃料配件购买和运营管理上有较大共通性，从而有效降低管理成本。

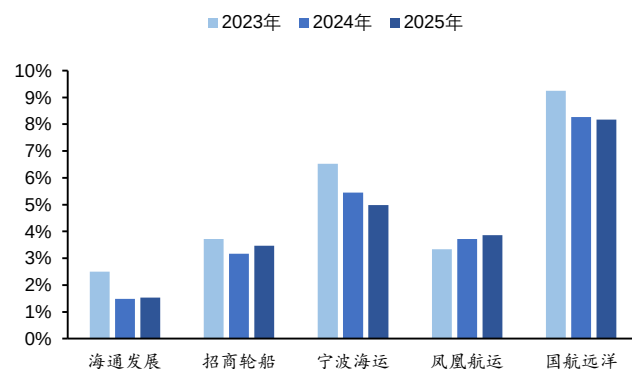
公司成本结构稳定，管理费用率处于行业较低水平。公司根据干散货航运行业的特点，设立了独特的精细化管理制度，建立了在船舶购买、燃油采购、船员培训、航行管理、维修保养等方面的全方位、系统化、专业化的管理体系。

图表15：公司毛利率处于同业第一梯队



来源：iFinD，国金证券研究所；注：招商轮船旗下除干散货航运业务外还拥有油运、集运、汽车船运输、LNG运输等业务。

图表16：公司管理费用率显著低于同业



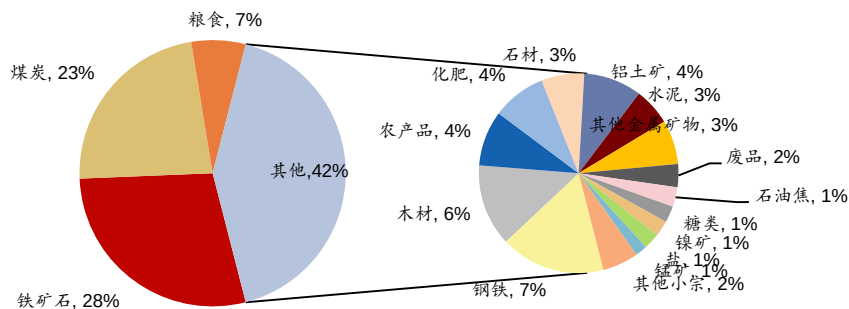
来源：iFinD，国金证券研究所

2 需求上升，供给有限，干散货市场大周期或来临

干散货航运货物主要是工业生产原材料，其构成有铁矿石(2025年货量占比28%，下同)、煤炭(23%)、粮食(7%)，以及小宗散货(42%)，大宗散货供需相对集中，而小宗散货种类繁多，不易受到单一国家需求的影响，与全球经济相关度更高。

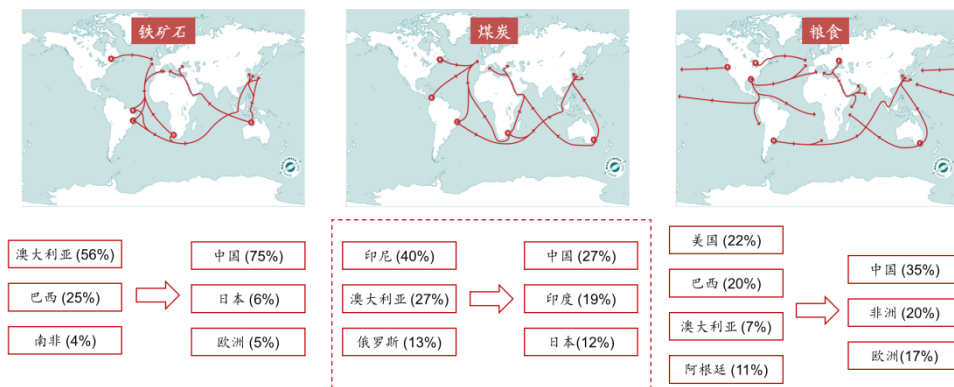


图表17：2025年干散货航运需求构成（运量占比）



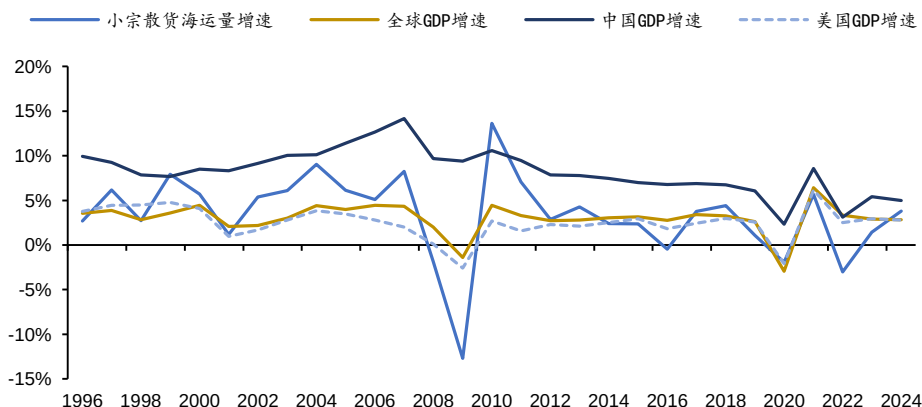
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表18：2025年大宗散货主要海运方向及海运量结构



来源：Clarksons，MaritimeSA，国金证券研究所

图表19：小宗散货航运需求与全球整体经济联系更紧密



来源：iFinD，Clarksons，国金证券研究所

2.1 需求：煤炭需求向上，巴拿马运河受限，西芒杜项目投产，需求端高度景气

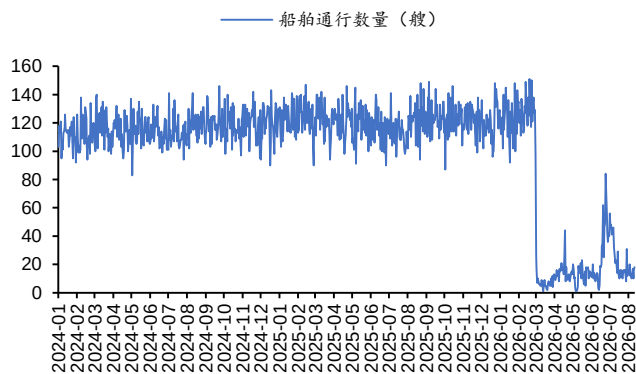
2.1.1 中东局势反复叠加超级厄尔尼诺，煤炭需求提振

霍尔木兹海峡危机造成全球 LNG 供给收缩。2026 年 2 月底美伊冲突爆发，霍尔木兹海峡通行受阻，一度影响接近全球 20% 的 LNG 供应。根据 IEA，2026 年 3—6 月，卡塔尔和阿联酋 LNG 装载量同比减少约 350 亿立方米；非海湾地区增产约 270 亿立方米，仅抵消约四分之三的缺口，全球 LNG 产量仍同比下降 4%；2026Q2 亚洲 JKM 均价约 17.5 美元/MMBtu，



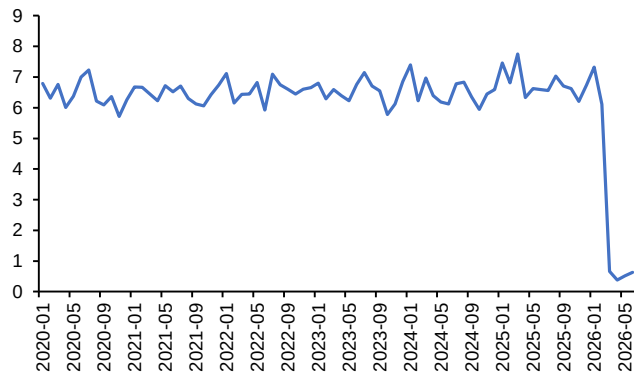
同比上涨 45%，欧洲 TTF 约 16 美元/MMBtu，同比上涨 32%；IEA 预计，受 LNG 价格上涨和气转煤影响，2026 年亚洲天然气需求可能下降约 0.5%，而 2026 年全球电力行业碳排放则预计上升约 1%。

图表20：霍尔木兹海峡通行受限



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表21：卡塔尔 LNG 海运出口受阻(百万吨)

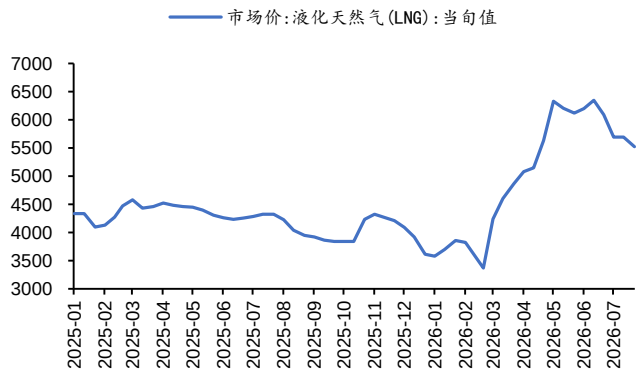


来源：Clarksons，国金证券研究所

高气价已推动部分国家由天然气转向煤炭。东南亚部分国家国内煤炭供应不足、电力需求增长较快，海运动力煤需求将相应增长。以越南为例，其官方预计 2026 年电力行业煤炭需求约 8528 万吨，而越南国内煤炭产能仅 4000—4500 万吨，存在需求缺口。越南工贸部已将国际运输风险和印度尼西亚出口政策变化列为煤炭供应风险，并要求电力和煤炭企业审查进口合同、扩大供应来源。

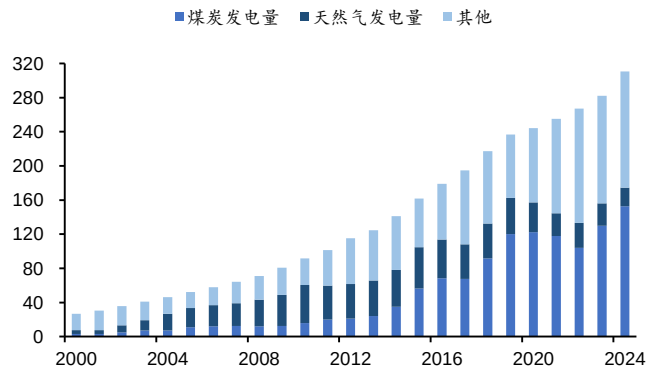
对于散货航运市场而言，煤炭运输数量与航距可能同时受益。煤炭航运市场的逻辑是：进口型国家补库、短途供应不足、采购向远程出口国转移。若亚洲买家主要增加印尼煤采购，受益体现为货量增加，但航程偏短；如果印尼供应受限、买家转向澳大利亚、南非甚至哥伦比亚和美国，则会出现更强的吨海里效应。

图表22：LNG 价格自 2026 年以来维持在较高水平



来源：iFind，国金证券研究所

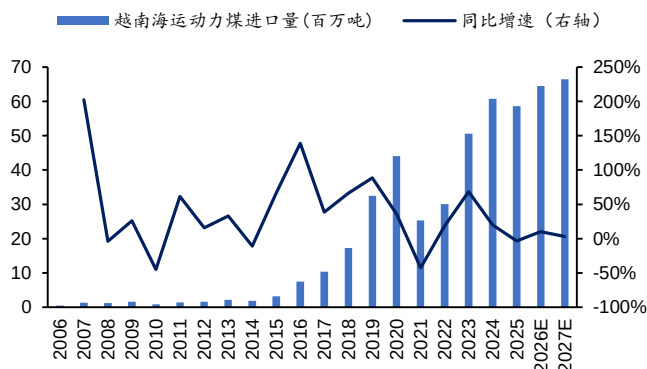
图表23：越南发电量持续提升



来源：iFind，国金证券研究所

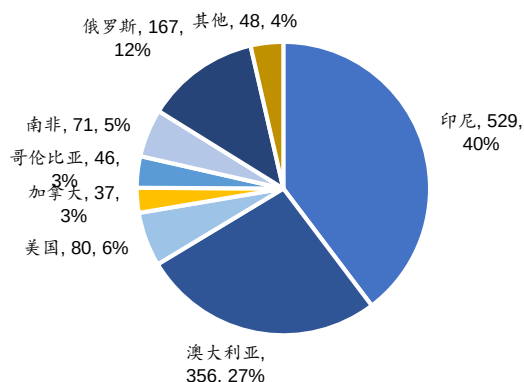


图表24: 越南动力煤进口需求持续增长



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表25: 2025 年全球航运煤炭出口结构 (百万吨)

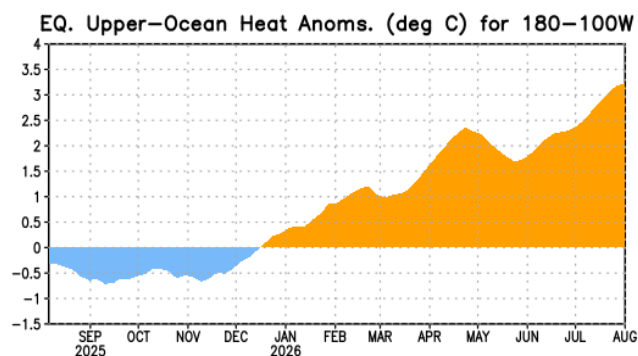


来源: Clarksons, 国金证券研究所

超级厄尔尼诺风险上升, 高温与水电不足共同打开电力缺口。截至 2026 年 7 月, NOAA 判断厄尔尼诺将继续增强, 持续至 2027 年初的概率为 97%, 并给出 2026 年 10—12 月发展为超强厄尔尼诺的 81% 概率; 但同时强调, 厄尔尼诺只是提高特定天气出现的概率, 并不意味着每个地区都会出现典型影响。

厄尔尼诺影响动力煤需求主要存在两条路径: 1) 厄尔尼诺增强导致高温日数增多, 进而空调制冷负荷上升, 于是电力需求增加, 需要煤电补位; 2) 厄尔尼诺增强导致降水异常, 进而水电出力下降, 于是稳定电源缺口扩大, 导致煤电发电量和电煤消耗增加。

图表26: 厄尔尼诺导致海水上层温度异常升高



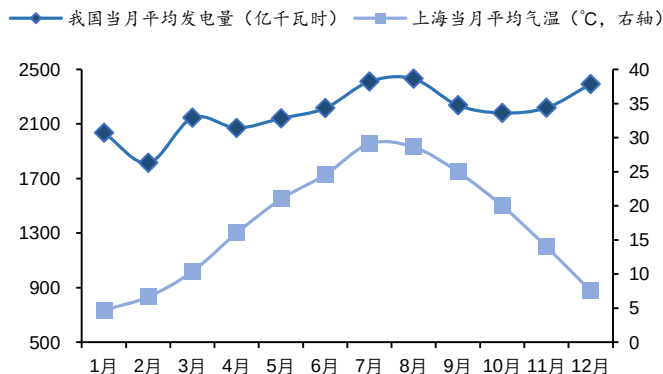
来源: NOAA, 国金证券研究所

图表27: 厄尔尼诺导致热带地区 6-8 月降雨异常



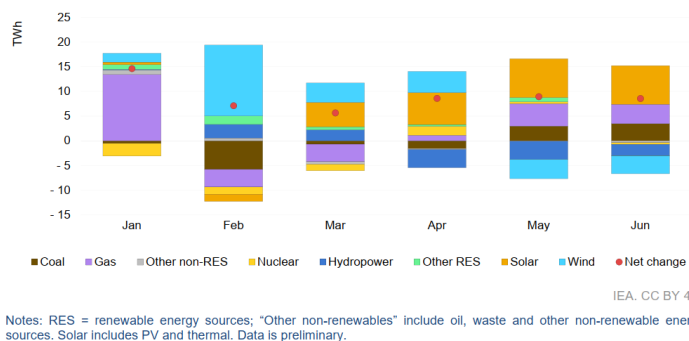
来源: NOAA, 国金证券研究所

图表28: 夏季高温催化用电需求上升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表29: 2026 年 5-6 月欧洲煤炭发电同比由负转正

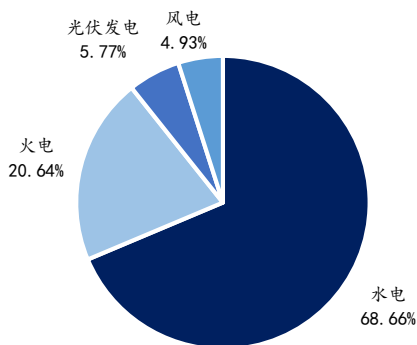


Notes: RES = renewable energy sources; "Other non-renewables" include oil, waste and other non-renewable energy sources. Solar includes PV and thermal. Data is preliminary.

来源: IEA, 国金证券研究所

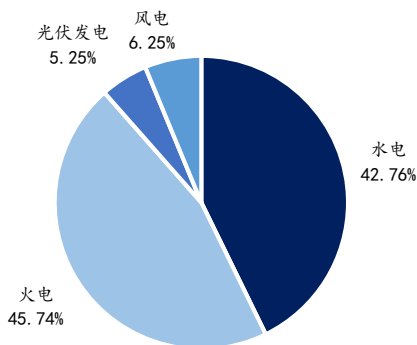


图表30：2022 年末发生厄尔尼诺时的巴拿马发电结构



来源：ASEP，国金证券研究所

图表31：2023 年厄尔尼诺导致巴拿马火电占比上升

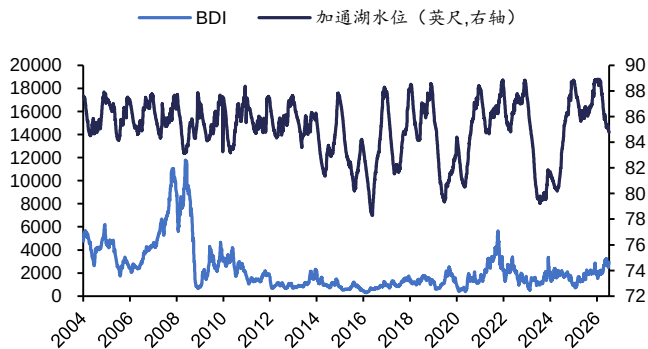


来源：ASEP，国金证券研究所

2.1.2 超级厄尔尼诺风险上升，巴拿马运河通行受限

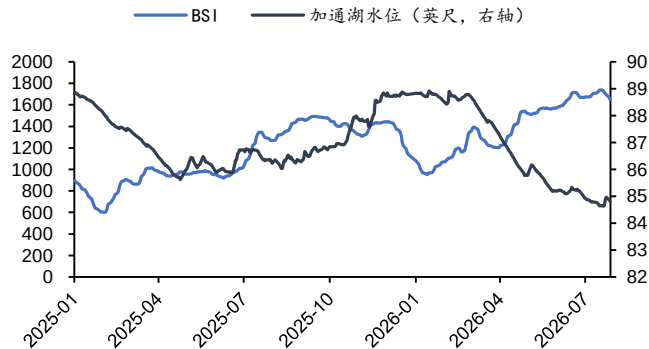
巴拿马运河船闸运行高度依赖加通湖和阿拉胡埃拉湖的淡水补给，而厄尔尼诺通常抑制中美洲雨季降水，当流域来水不足时，运河管理局一般依次采取降低允许吃水、减少预约船位、压缩每日通航艘次和提高竞拍船位比例等措施。其对于散货航运市场的影响是：货量减少（减载）、效率降低（排队）和航距拉长（绕航）。

图表32：加通湖水位与BDI 关系密切



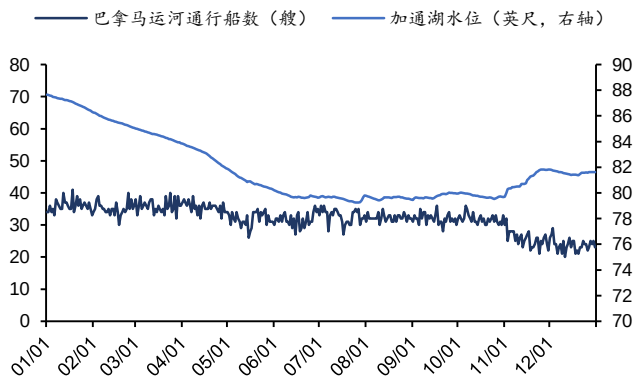
来源：巴拿马运河管理局，iFinD，国金证券研究所

图表33：巴拿马运河水位下降引起BSI 上升



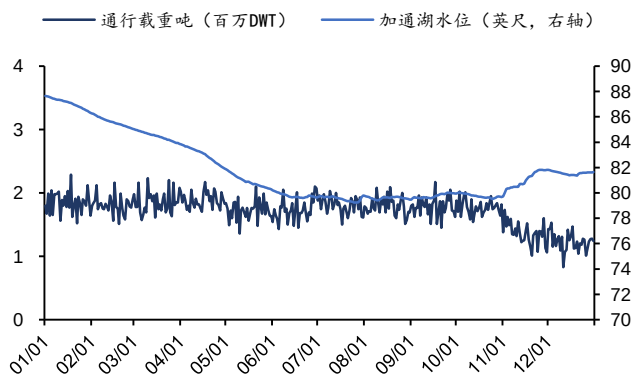
来源：巴拿马运河管理局，Clarksons，国金证券研究所

图表34：2023 年运河水位降低导致通行船数减少



来源：巴拿马运河管理局，Clarksons，国金证券研究所

图表35：2023 年运河水位降低导致通行货量减少



来源：Clarksons，国金证券研究所

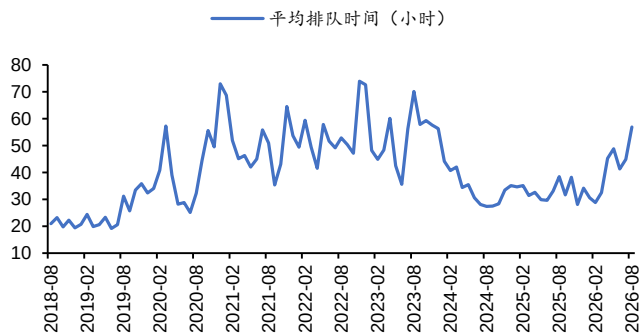
- 1) 减载效应：吃水限制迫使部分船舶减少装货量，尤其影响满载通过运河的粮食、煤炭及小宗散货船舶。相同货量需要更多航次完成，相当于提高单位货物的船舶需求。
- 2) 排队效应：预约船位不足后，干散货船因航次价值通常低于集装箱船和 LNG 船，在船



位竞拍中的承受能力较弱，更容易进入等待队列，形成额外的空载或满载等待天数。

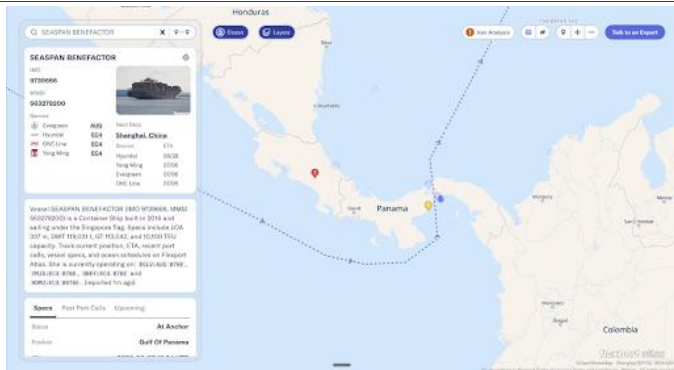
3) 绕航效应：船东可能改走苏伊士运河、好望角或南美洲南端。美国农业部测算，2023年美国湾—东亚粮食船由巴拿马改走苏伊士后，单航次增加超过 5000 海里，按 12 节航速计算增加两周以上航行时间。

图表36：巴拿马运河平均排队时间逐渐延长



来源：Clarksons，国金证券研究所

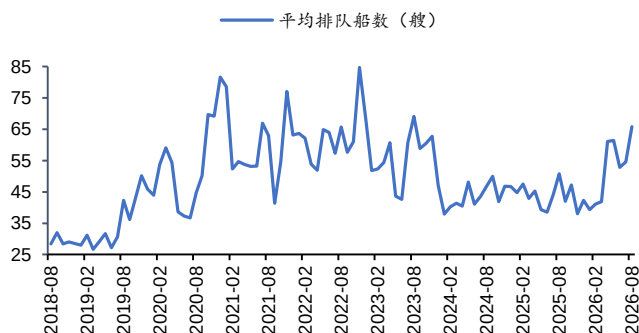
图表37：8月11日巴拿马运河再现“天价插队费”



来源：信德海事，国金证券研究所

2026年8月5日，巴拿马运河管理局将 Neopanamax 最大允许吃水从 8月26日起降至 48 英尺，并计划自 9月3日起进一步降至 47.5 英尺；本次调整前，运河已执行的吃水限制为：7月24日起 49 英尺，原计划 8月15日下调至 48.5 英尺；新方案下调幅度和节奏均超出此前预期。若强厄尔尼诺延续，后续可能同时采取吃水和预约船位限制。因此，当前吃水约束已经强化、全面运力冲击或将到来。

图表38：巴拿马运河拥堵程度逐渐抬头



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表39：厄尔尼诺现象导致美湾-日本航线绕行

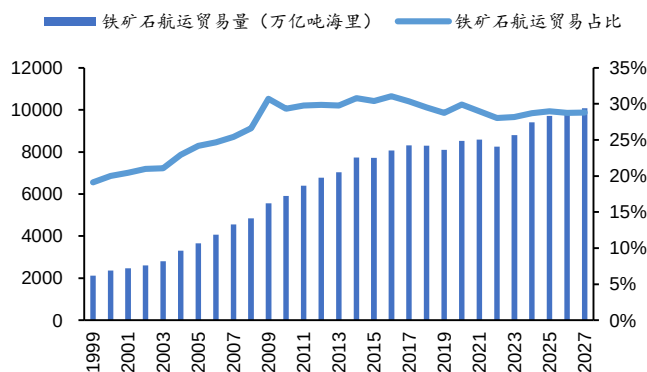


来源：USDA，国金证券研究所

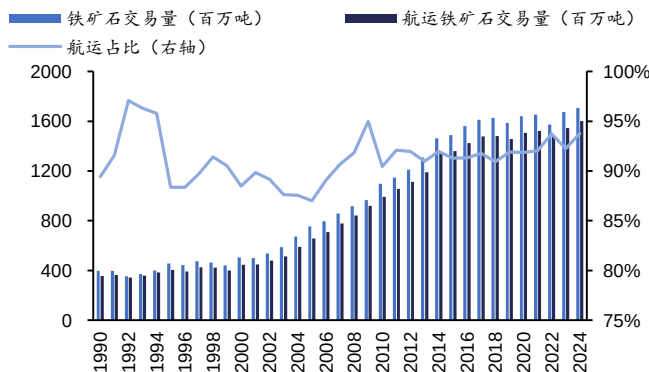
2.1.3 西芒杜铁矿投产，需求具备长期确定性

铁矿石是全球干散货航运最重要的基础货种之一。全球优质铁矿资源主要分布在澳大利亚、巴西、南非和西非，而钢铁产能及铁矿石消费主要集中在 中国、日本、韩国等东亚国家，资源地与消费地高度分离，因此国际铁矿石贸易天然依赖海运。

图表40：铁矿石是全球干散货航运重要成分



图表41：铁矿石贸易严重依赖航运





来源：Clarksons，国金证券研究所

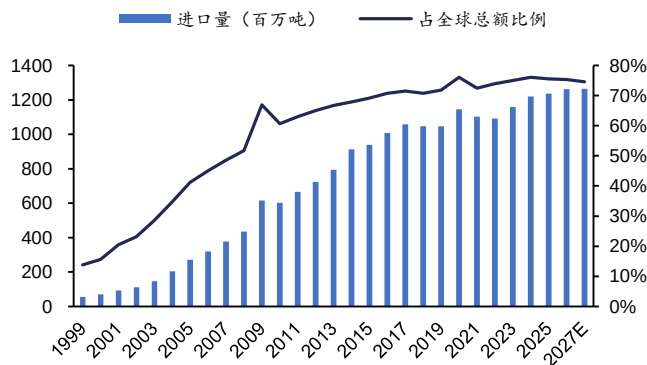
来源：iFinD，Clarksons，国金证券研究所

我国是全球最大的铁矿石消费国和进口国。2025 年我国进口铁矿砂及其精矿 12.59 亿吨，同比增长 1.8%；2026 年上半年进口量进一步达到 6.29 亿吨，同比增长 6.3%。由于国内铁矿石平均品位偏低、开采成本较高，我国铁矿石进口依赖度超过 80%，进口矿在钢铁原料供应体系中占据主导地位。

同时，我国铁矿石进口来源集中度较高。2025 年，我国从澳大利亚进口铁矿石 7.59 亿吨，占进口总量的 60.3%；从巴西进口 2.77 亿吨，占比 22.0%，两国合计占比达到 82.3%。全球海运铁矿石供应也长期由力拓、必和必拓、淡水河谷和 FMG 等少数大型矿山主导，使我国在资源安全、采购议价和价格波动管理方面面临一定约束。

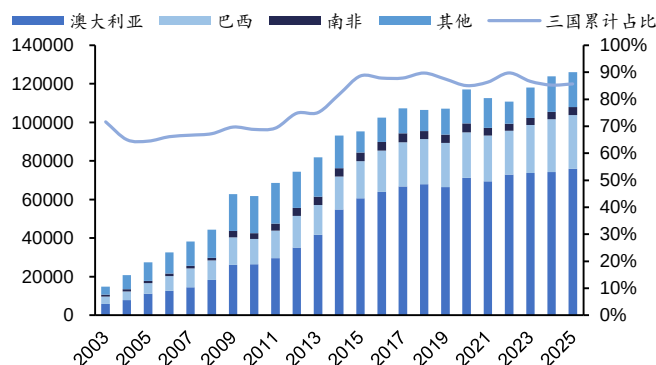
在此背景下，西芒杜项目投产意味着全球铁矿石供应格局迎来重要变量，也为干散货运输提供了确定而长期的增量。项目于 2025 年 11 月正式启动运营，首船约 20 万吨铁矿石于 2026 年 1 月抵达中国，标志着“矿山—铁路—港口—远洋运输—国内钢厂”的全供应链正式贯通。项目配套超过 600 公里铁路及港口、驳船和过驳设施，远期可支持南北矿区合计每年出口 1.2 亿吨铁矿石。

图表42：我国是铁矿石主要进口国



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表43：我国铁矿石进口来源集中度高 (万吨)



来源：iFinD，国金证券研究所

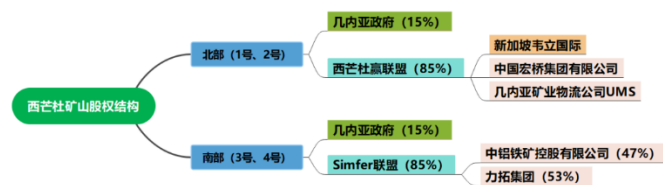
项目对我国意义重大。1) 西芒杜有助于保障我国供应安全。项目远期年产能 1.2 亿吨，相当于我国 2025 年铁矿石进口量的约 9.5%。如果其中大部分进入中国，其规模足以成为澳大利亚、巴西之外的重要第三极，降低我国对少数国家和四大矿山的集中依赖。

2) 西芒杜有助于提升我国在铁矿石产业链中的话语权。中铝、宝武等中国企业深度参与矿山股权、铁路港口建设和下游采购，帮助我国在海外施加强力的产业协同影响。新增产能将促进海外矿山之间的竞争，有利于我国钢厂在长协采购、矿种搭配和价格谈判中获得更多主动权。

3) 西芒杜铁矿具有较高的资源质量。其铁品位约为 65.5%，杂质相对较低，高于澳大利亚主流的 59%—61%品位矿。高品位矿可提高高炉利用效率、降低焦炭消耗和单位钢产量排放，并能够作为低碳冶金和直接还原铁路线的重要配矿资源。



图表44：我国企业拥有较大份额的西芒杜矿山股权



来源：信德海事，国金证券研究所

图表45：西芒杜项目需要更多好望角型船参与运营



来源：信德海事，国金证券研究所

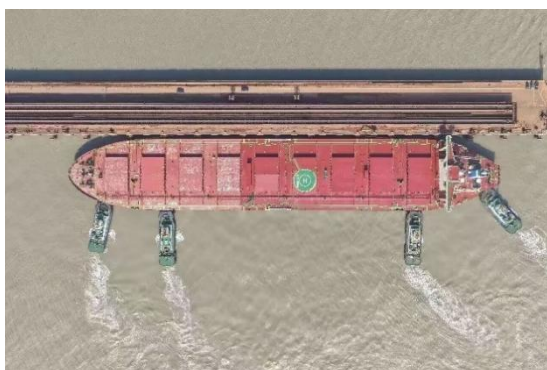
项目将提升干散货航运的运输距离。澳大利亚至中国是典型的短程铁矿石航线，好望角型船往返周转通常约 33 天；几内亚至中国需要绕行非洲南端，往返航程超过 90 天，船舶周转时间接近澳大利亚—中国航线的 3 倍。根据 Drewry 测算，若西芒杜远期 1.2 亿吨铁矿石主要运往中国，并等量替代澳大利亚矿，运输相同货量下，澳大利亚—中国航线约需 64 艘好望角型船，而几内亚—中国航线约需 181 艘，对应净增加约 116 艘好望角型的运力，全球铁矿石贸易吨海里需求大约提升 9.3%。

图表46：西芒杜项目对全球铁矿石航运贸易需求的拉动测算

代替对象	全球贸易增长	全球吨海里需求增长
国内本土铁矿	7.13%	13.49%
澳大利亚	0	9.31%
巴西	0	0.24%
其他	0	3.55%

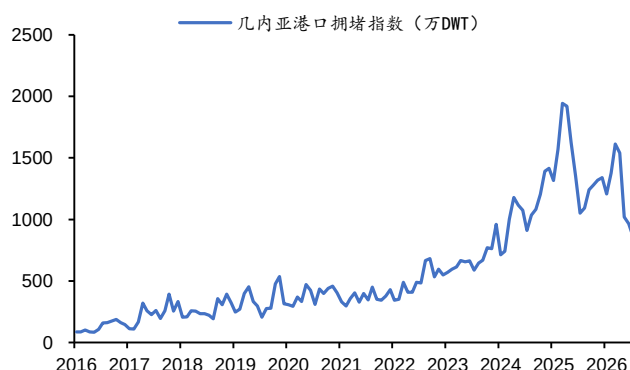
来源：Clarksons, drewry, fluentcargo, 国金证券研究所

图表47：2026 年 1 月首船西芒杜矿石运抵中国



来源：中国宝武，国金证券研究所

图表48：几内亚航运近年来逐渐繁忙



来源：Clarksons，国金证券研究所

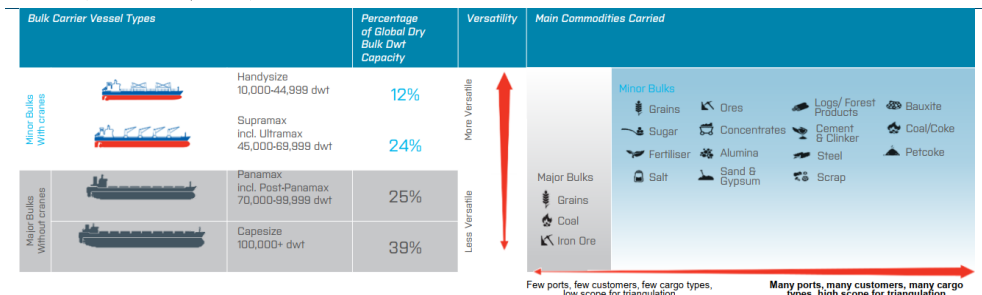
总体来看，西芒杜项目已进入运营阶段，2026 年仍属于产量爬坡初期，CRU 预计全年产量约 2000 万吨；远期 1.2 亿吨产能预计接近 2030 年逐步释放。因此，项目是干散货市场未来数年持续增加的长航距货盘，为干散货船运价中枢提供长期支撑。

2.2 市场运力与在手订单运力相当，供给端运力净增长有限

当前干散货市场订单处于历史低位水平，2026–2029 年计划交付干散货船舶数量温和增长，同时船舶老龄化问题严重，整体供给处于低速增长状态。

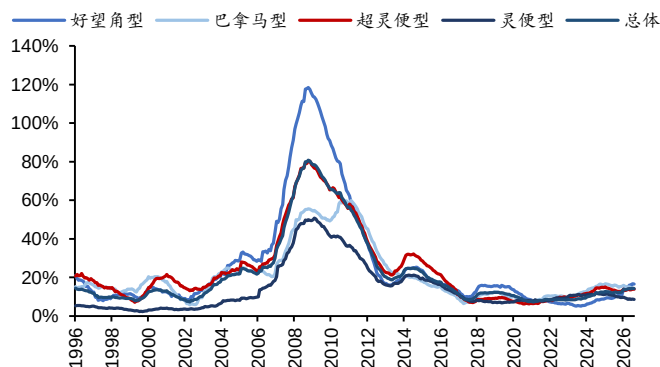


图表49：干散海运主要船型



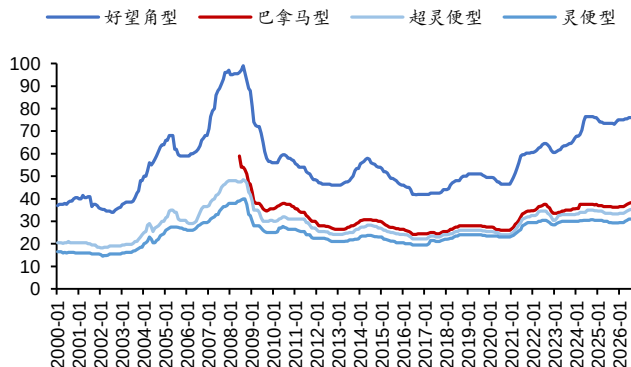
新签订单意愿主要来源于高运价的持续性。2008 年交付高峰过后，散运船供给增速持续低位。截至 2026 年 8 月，全行业在手订单占现有运力比重为 14.22%，仍处于 1996 年以来的低位水平。

图表50：干散货船在手订单处于历史低位



来源：Clarksons，国金证券研究所

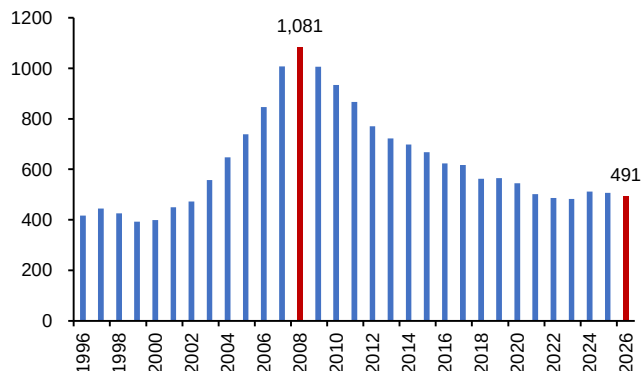
图表51：新船价格持续走高（百万美元/艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

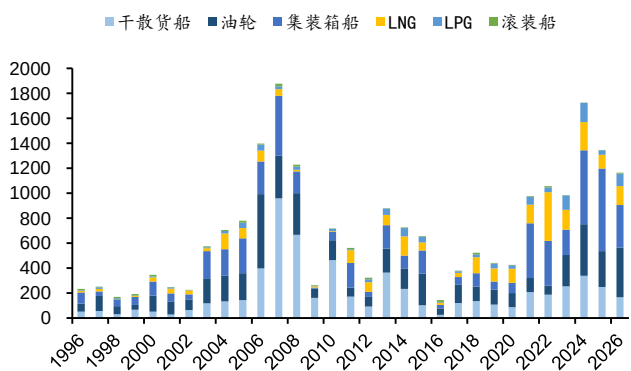
全球活跃船厂数量减少，产能紧张将拉长交付周期。全球活跃造船厂数量从 2008 年的 1081 家下降至 2026 年的 491 家，对应产能收缩。此外，近期油运市场火热带动新船订单提升，使全球造船产能迅速饱和，现有产能不足以支撑船东快速补充运力。且对船厂而言，会更偏向于造附加值更高的 LNG 船、集装箱船和油轮等。

图表52：全球活跃船厂经历大幅出清



来源：Clarksons，国金证券研究所

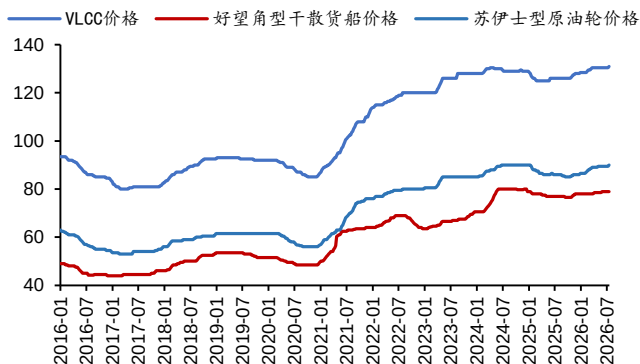
图表53：船台被集装箱船和油轮抢占（新订单价值：亿美元）



来源：Clarksons，国金证券研究所

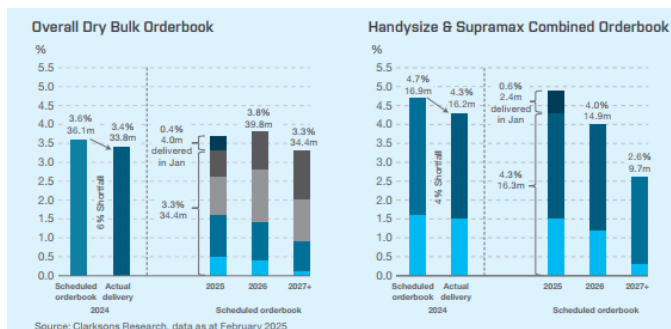


图表54：干散货新船价格相对较低（百万美元/艘）



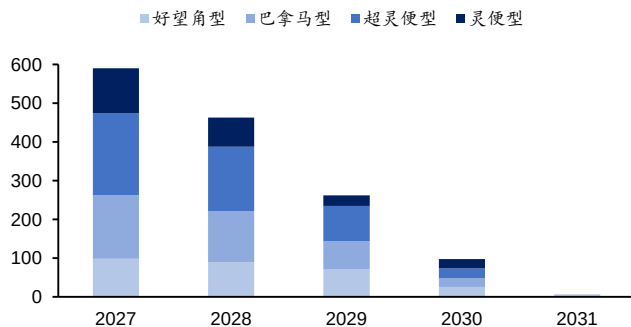
来源：Clarksons，国金证券研究所

图表55：干散货新船交付情况不及预期



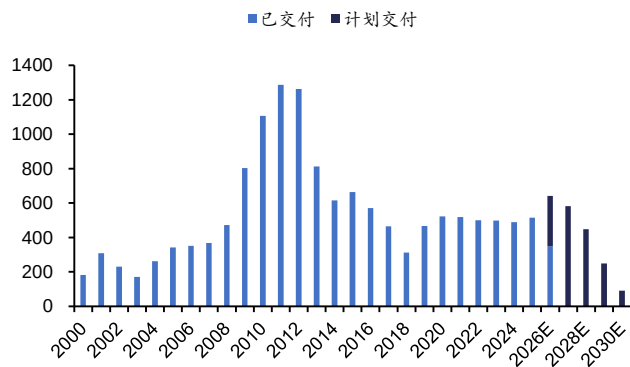
来源：太平洋航运公告，国金证券研究所

图表56：新订单交付大多排在 2027-2029 年（艘）



来源：Clarksons，国金证券研究所

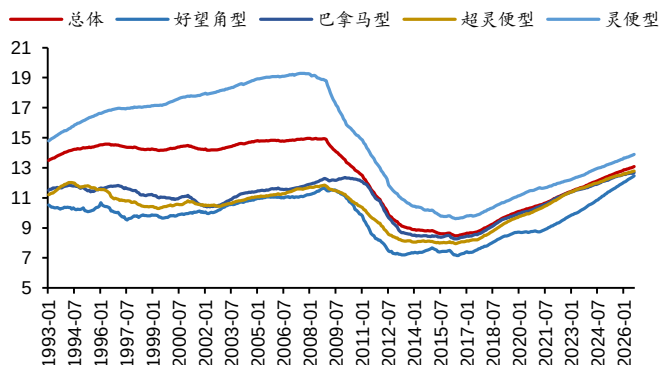
图表57：散货船队供给维持温和增长（百万 DWT）



来源：，Clarksons，国金证券研究所

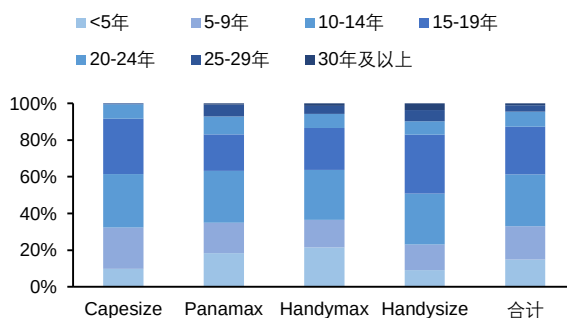
干散货船队老龄化现象突出。截至 2026 年 8 月，全行业在手订单占现有船队比例为 14.22%，而全行业干散船队中 15 岁以上占比达 38.65%，高于新增运力占比。

图表58：干散货船平均船龄



来源：Clarksons，国金证券研究所

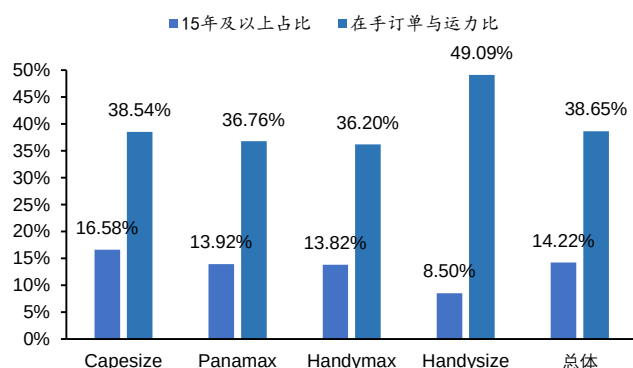
图表59：干散货船船龄结构



来源：Clarksons，国金证券研究所

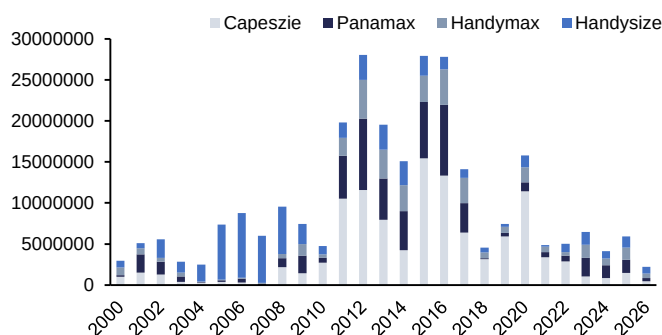


图表60：在手订单无法满足老船更新换代需求



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表61：干散货船拆解或将集中爆发（DWT）



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表62：干散货船舶贸易供需关系一览

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
需求增速	-2.10%	3.90%	3.90%	1.50%	2.40%	1.10%
供应增速	2.90%	3.10%	2.90%	2.90%	3.80%	4.20%

来源：Clarksons，国金证券研究所

2.3 散运船队快速扩张，业绩稳健且不失弹性

如我们前文分析，截至2026年8月，公司自营散运船队合计67艘，运力合计446.87万载重吨，其中自有境外运力为5艘好望角型、11艘巴拿马型、39艘超灵便型以及4艘重吊船，内外贸兼营还有2艘超灵便型，计算境外运力时计入1艘；在供给端运力净增长有限的背景下，公司逆势提出“百船计划”，船队规模持续扩大；考虑到行业需求提振，我们认为公司经营稳健，且富有增长空间。

假设每年营运天数350天，平均汇率6.9，则在当前的经营条件下，TCE每上涨1000美元/天，好望角型/巴拿马型/超灵便型/重吊船分别贡献净利润增量0.12、0.27、0.97、0.10亿元。

图表63：公司盈利弹性测算

自有境外运力	艘数	盈亏平衡点（美元/天）	TCE上涨1千美元/天，净利润增厚（亿元）
干散货船舶	60		1.45
其中：好望角型	5	15500	0.12
其中：巴拿马型	11	10500	0.27
其中：超灵便型	40	8000	0.97
其中：重吊船	4	10000	0.10
假设	营运天数	350	
	平均汇率	6.9	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表64：TCE-营运天数敏感性分析

外贸净利润(亿元)	TCE（美元/天）										
	12000	14000	16000	18000	20000	22000	24000	26000	28000	30000	32000



运营天数	345	4.0	6.8	9.7	12.5	15.4	18.3	21.1	24.0	26.8	29.7	32.5
	346	4.0	6.9	9.7	12.6	15.4	18.3	21.2	24.0	26.9	29.8	32.6
	347	4.0	6.9	9.7	12.6	15.5	18.4	21.2	24.1	27.0	29.9	32.7
	348	4.0	6.9	9.8	12.7	15.5	18.4	21.3	24.2	27.1	29.9	32.8
	349	4.0	6.9	9.8	12.7	15.6	18.5	21.4	24.2	27.1	30.0	32.9
	350	4.0	6.9	9.8	12.7	15.6	18.5	21.4	24.3	27.2	30.1	33.0
	351	4.0	7.0	9.9	12.8	15.7	18.6	21.5	24.4	27.3	30.2	33.1
	352	4.1	7.0	9.9	12.8	15.7	18.6	21.5	24.5	27.4	30.3	33.2
	353	4.1	7.0	9.9	12.8	15.8	18.7	21.6	24.5	27.5	30.4	33.3
	354	4.1	7.0	9.9	12.9	15.8	18.7	21.7	24.6	27.5	30.5	33.4
	355	4.1	7.0	10.0	12.9	15.8	18.8	21.7	24.7	27.6	30.5	33.5

来源：公司公告，国金证券研究所

3 盈利预测和投资建议

按地区拆分，公司业务可分为境内、境外以及其他三部分。境内业务的收入与货运量以及单位运价挂钩，而单位运价又与秦皇岛-张家港的中国沿海煤炭运价指数有关。当前中东局势反复叠加厄尔尼诺趋势引发煤炭需求提振，带动煤炭航运市场景气，因而后期局势稳定以及气候恢复正常则煤炭航运市场相应回调，我们预计 CBCFI 秦皇岛-张家港(4-5 万 DWT) 的同比增速为 50.0%/-20.0%/0.0%；公司 2026-2028 年境内业务货运量同比增速为 29.0%/22.0%/15.0%，公司 2026-2028 年境内业务收入为 20.26/21.12/24.36 亿元。

境外业务部分细分为自有船队部分与外租船队部分，其中自有船队经营主要是期租模式。公司提出“百船计划”预计 2028-2029 年实现，因而我们推测公司后期将以每年 15 艘的增幅扩充船队规模，且将以形成规模优势的超灵便型船舶为主，预计 2026-2028 年自有外贸船队规模为 60/75/90 艘，其中超灵便型为 40/49/57 艘。

公司外贸业务运价与 BDI 高度相关。2026 年干散货市场高度景气，铁矿石运输受到长距离航线需求支撑，煤炭运输需求因地缘局势等因素获得提振，根据 Clarksons，当前年度 BDI 达到 2453.99 点，同比增长 46.0%，考虑到下半年是干散货市场旺季，我们预计 BDI 将会继续走高，带动 2026 年 BDI 同比增长 50%；预计 2027-2028 年中东局势紧张程度缓解，超级厄尔尼诺影响消退，但西芒杜增产支撑运价，总体而言运价将小幅下降，2027 年 BDI 同比下降 10%，2028 年保持相同水平；但公司在巴拿马型和超灵便型船舶运营方面存在超额收益，预计巴拿马型 2026-2028 年超额收益率为 20.0%/21.0%/22.0%，超灵便型 2026-2028 年超额收益率固定在 25.0%，带动公司境外业务势能向上。我们预测，公司 2026-2028 年境外业务收入分别为 49.95/57.01/66.21 亿元。

因此，受益于公司境内境外业务经营成绩持续向好，公司有望实现经营与盈利的持续向上，预计公司 2026-2028 年的营业收入为 73.61/81.52/93.97 亿元，毛利率为 20.8%/23.0%/24.0%。


图表65：公司 2026-2028 年收入预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3658.77	4442.99	7361.06	8152.30	9397.02
毛利率	18.2%	16.3%	20.8%	23.0%	24.0%
境内收入（百万元）	942.91	1204.82	2026.48	2111.64	2436.32
货运量（万吨）	3704.75	4285.84	5530.48	6749.81	7762.28
YOY	36.4%	15.7%	29.0%	22.0%	15.0%
CBCFI 秦皇岛-张家港(4-5 万 DWT)	25.84	29.41	44.12	35.29	35.29
YOY	4.6%	13.8%	50.0%	-20.0%	0.0%
境外收入（百万元）	2379.62	2898.67	4995.07	5701.15	6621.18
BDI	1,754.66	1,680.96	2521.44	2269.30	2269.30
YOY	27.3%	-4.2%	50.0%	-10.0%	0.0%
自有船期租收入（百万元）	1561.38	1977.05	3612.64	4111.36	4951.90
自有外贸船队规模（艘）	38	53	60	75	90
其中：好望角型（百万元）	112.63	212.97	488.61	537.47	716.62
好望角型船舶数（艘）	2	4	5	6	8
其中：巴拿马型（百万元）	105.43	415.80	724.07	790.94	920.17
巴拿马型船舶数（艘）	3	11	11	13	15
超额收益率		13.2%	20.0%	21.0%	22.0%
其中：超灵便型（百万元）	1343.32	1188.73	2217.15	2489.68	2896.15
BSI-58 运价(美元/天)	13601	12241	18362	16831	16831
超额收益率	20.1%	14.2%	25.0%	25.0%	25.0%
其中：MPP（百万元）	0.00	159.54	182.82	293.27	418.96
MPP 船舶数（艘）	0	4	4	7	10
外租船期租收入（百万元）	470.89	596.25	894.38	1028.53	1079.96
YOY	145.3%	26.6%	50.0%	15.0%	5.0%
外租船程租收入（百万元）	347.35	325.37	488.05	561.26	589.32
YOY	138.7%	-6.3%	50.0%	15.0%	5.0%
其他业务（百万元）	336.23	339.51	339.51	339.51	339.51

来源：iFinD，国金证券研究所

伴随公司营收的提升，规模效应下摊薄公司费用，预计公司期间费用率逐渐下降，2026-2028 年固定为 2.49%，所得税税率我们按照 3.12%统一给定。

图表66：公司 2026-2028 年费用率与所得税率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.73%	1.84%	1.40%	1.40%	1.40%
管理费用率	1.49%	1.53%	1.05%	1.05%	1.05%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税税率	2.31%	2.79%	3.12%	3.12%	3.12%

来源：iFinD，国金证券研究所

预计 2026-2028 年营业收入为 73.61/81.52/93.97 亿元，归母净利润 12.04/13.66/16.40 亿元，对应 EPS 为 0.88/1.09/1.33 元，当前股价对应 12.94/10.44/8.53 倍 PE。作为 A 股稀缺干散货标的，公司具备规模、成本、航线、成长四大优势；需求上升，供给有限，干散货市场大周期或来临。公司盈利弹性大，预计后续显著受益于干散货行业景气周期，给定 2026 年 20xPE，目标价 17.51 元；首次覆盖，给予“买入”评级。



图表67：可比公司估值情况

公司名称	总市值	收盘价	EPS(元)					PE				
	(亿元)	(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
招商轮船	1534	19.00	0.63	0.74	2.12	1.84	1.89	30.16	25.68	8.96	10.33	10.05
中远海特	311	11.35	0.71	0.69	0.80	0.89	0.93	15.98	16.44	14.19	12.75	12.20
太平洋航运	217	4.205	0.19	0.08	0.30	0.30	0.39	22.13	52.56	14.02	14.02	10.78
国航远洋	51.1	9.20	0.04	0.05	0.32	0.38	0.42	230.0	184.0	28.75	24.21	21.90
可比公司均值								74.57	69.67	16.48	15.33	13.73
公司	168	12.22	0.60	0.51	0.88	0.99	1.19	20.37	23.96	13.89	12.30	10.25

来源：iFinD，国金证券研究所；

收盘时间 2026 年 8 月 24 日，可比公司来自 iFinD 一致预期，其中招商轮船为国金证券研究所预测，太平洋航运单位为港元

4 风险提示

（一）宏观经济波动风险

全球经济下行、上下游产业不景气、对工业原材料需求下降，导致小宗散货航运需求下降，叠加公司持续订造新船和投入运力，可能造成航运市场供需失衡，导致运价承压下行，影响公司收入，进而导致公司业绩不及预期。

（二）航运安全风险

航运业务在运营过程中，可能存在因不可抗力或人为疏失因素而造成装载的货物受损或灭失的风险。若发生安全事故，则可能导致公司面临向相关方赔偿、交通运输工具损毁等风险。

（三）汇率波动风险

公司境外业务占比较高，若汇率波动较大，公司业绩或受一定影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,705	3,659	4,443	7,361	8,152	9,397
增长率		114.5%	21.4%	65.7%	10.7%	15.3%
主营业务成本	-1,456	-2,994	-3,719	-5,829	-6,278	-7,140
%销售收入	85.4%	81.8%	83.7%	79.2%	77.0%	76.0%
毛利	249	664	724	1,532	1,874	2,257
%销售收入	14.6%	18.2%	16.3%	20.8%	23.0%	24.0%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-37	-41	-47
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-28	-63	-82	-103	-114	-132
%销售收入	1.7%	1.7%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-43	-54	-68	-77	-86	-99
%销售收入	2.5%	1.5%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	0	0	0	-3	-3	-4
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	175	543	568	1,312	1,630	1,976
%销售收入	10.3%	14.8%	12.8%	17.8%	20.0%	21.0%
财务费用	3	-28	-88	-89	-227	-290
%销售收入	-0.2%	0.8%	2.0%	1.2%	2.8%	3.1%
	-6	1	-3	4	2	1
	10	1	2	9	1	1
投资收益	3	3	1	3	3	3
%税前利润	1.7%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	188	552	483	1,241	1,410	1,692
营业利润率	11.0%	15.1%	10.9%	16.9%	17.3%	18.0%
营业外收支	-5	10	-4	2	0	1
税前利润	183	562	478	1,243	1,410	1,693
利润率	10.7%	15.4%	10.8%	16.9%	17.3%	18.0%
所得税	2	-13	-13	-39	-44	-53
所得税率	-1.2%	2.3%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%
净利润	185	549	465	1,204	1,366	1,640
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	185	549	465	1,204	1,366	1,640
净利率	10.9%	15.0%	10.5%	16.4%	16.8%	17.5%

现金流量表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	185	549	465	1,204	1,366	1,640
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	159	513	699	500	547	633
非经营收益	10	9	97	31	22	8
营运资金变动	-154	-55	49	-193	-56	-81
经营活动现金净流	200	1,015	1,311	1,543	1,879	2,199
资本开支	-986	-1,929	-1,081	-814	-843	-843
投资	0	0	0	-38	-5	-5
其他	-293	417	12	3	3	3
投资活动现金净流	-1,278	-1,512	-1,068	-849	-845	-845
股权募资	1,469	46	60	76	0	0
债权募资	0	58	209	-516	-662	-154
其他	-275	295	-441	-265	-298	-340
筹资活动现金净流	1,194	399	-173	-706	-960	-493
现金净流量	110	-89	58	-12	74	861

资产负债表(人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	640	550	608	551	594	1,433
应收款项	271	441	585	890	986	1,136
存货	108	102	197	195	210	239
其他流动资产	547	125	151	190	201	217
流动资产	1,566	1,219	1,541	1,827	1,992	3,026
%总资产	34.5%	20.9%	22.7%	24.7%	25.4%	33.3%
长期投资	11	10	0	9	9	9
固定资产	2,091	3,889	4,768	5,128	5,442	5,671
%总资产	46.1%	66.6%	70.2%	69.4%	69.4%	62.4%
无形资产	3	5	6	11	14	15
非流动资产	2,967	4,619	5,253	5,558	5,854	6,065
%总资产	65.5%	79.1%	77.3%	75.3%	74.6%	66.7%
资产总计	4,532	5,838	6,794	7,385	7,846	9,092
短期借款	329	523	496	815	154	0
应付款项	102	207	324	438	472	536
其他流动负债	84	120	257	255	282	326
流动负债	515	850	1,077	1,508	907	862
长期贷款	0	40	212	212	212	212
其他长期负债	381	828	984	104	73	51
负债	896	1,719	2,273	1,825	1,192	1,125
普通股股东权益	3,636	4,119	4,521	5,560	6,654	7,966
其中：股本	615	917	928	928	928	928
未分配利润	1,519	1,928	2,346	3,309	4,403	5,715
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,532	5,838	6,794	7,385	7,846	9,092

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.301	0.599	0.501	0.876	0.994	1.193
每股净资产	5.915	4.493	4.871	4.044	4.840	5.795
每股经营现金净流	0.326	1.107	1.413	1.662	2.024	2.369
每股股利	0.150	0.150	0.100	0.259	0.294	0.353
回报率						
净资产收益率	5.09%	13.33%	10.28%	21.65%	20.53%	20.58%
总资产收益率	4.08%	9.40%	6.84%	16.30%	17.41%	18.04%
投入资本收益率	4.45%	11.32%	10.55%	19.30%	22.50%	23.41%
增长率						
主营业务收入增长率	-16.65%	114.55%	21.43%	65.68%	10.75%	15.27%
EBIT 增长率	-76.53%	210.17%	4.61%	131.15%	24.25%	21.23%
净利润增长率	-72.44%	196.70%	-15.30%	158.90%	13.48%	20.02%
总资产增长率	74.59%	28.80%	16.38%	8.70%	6.25%	15.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.6	16.6	18.3	20.3	20.3	20.3
存货周转天数	17.0	12.8	14.7	12.2	12.2	12.2
应付账款周转天数	16.0	11.1	14.1	16.9	16.9	16.9
固定资产周转天数	447.5	387.9	391.7	251.5	238.7	213.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.41%	-1.92%	0.39%	6.39%	-5.33%	-16.98%
EBIT 利息保障倍数	-59.6	19.2	6.5	14.8	7.2	6.8
资产负债率	19.77%	29.44%	33.45%	24.71%	15.20%	12.38%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究