

## 房地产

2022年07月26日

# 广汇物流 (600603)

## ——“西部大秦”随“疆煤外运”而风起，扶摇直上

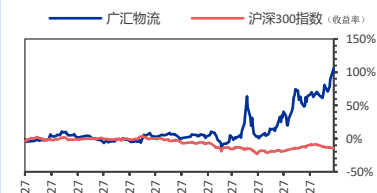
**报告原因：强调原有的投资评级**
**买入 (维持)**
**投资要点：**
**市场数据：** 2022年07月25日

收盘价(元)	7.9
一年内最高/最低(元)	8.14/3.27
市净率	1.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9913
上证指数/深证成指	3250.39/12291.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2022年03月31日

每股净资产(元)	4.31
资产负债率%	59.68
总股本/流通A股(百万)	1255/1255
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**
**证券分析师**

孟祥文 A0230517050002  
mengxw@swsresearch.com  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com

**研究支持**

程斐 A0230120080002  
chengfei@swsresearch.com

**联系人**

程斐  
(8621)23297818x转  
chengfei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **大西南地区煤炭供需缺口日益扩大，疆煤外运刻不容缓。**“三西”地区无大规模新增新建产能，中东部产能加速退出，保供压力挤压大西南地区煤炭输入量，致使大西南地区缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供应。云川渝甘宁5省煤炭缺口逐年扩大，缺口占总消费量比重从2014年的24%增至2020年的48%。2020年云川渝甘宁5省煤炭缺口合计1.89亿吨，较2014年的9449万吨增长99.98%。考虑到疆煤资源丰富，坑口成本较三西地区具备显著优势，疆煤外运重要性日渐凸显。政策大力推进新疆能源供应保障基地建设：预计“十四五”期间新疆新增煤炭产能合计1.64亿吨，产能增幅60%以上；积极打造“一主两翼”铁路格局，有序推进资源专线建设，为新疆能源输出保驾护航。

● **对标大秦朔黄铁路，“将淖红”铁路作为疆能输出大动脉的黄金路段，业绩弹性显著。**红淖铁路全长435.6公里，初期设计年运能为3950万吨，远期可达1.5亿吨/年；未来同将淖铁路连接后，有效解决准东、三塘湖和淖毛湖矿区大宗商品运输问题，出疆距离较现存乌将-兰新线路缩短约300公里，成为煤炭资源出疆的最优通道。对标大秦朔黄铁路，盈利能力提升空间可期。假设22-24吨运费为0.225元，22-24年货运量为2000万吨，4500万吨和6000万吨，经测算22年税后归母净利润规模为2.05亿元，23-24年业绩分别为8.23亿元和18.22亿元，大幅增厚公司业绩。此外，公司建设广元综合物流基地项目，政府协调强化运力保障力度；额外获取3000万吨的煤炭产能指标置换，产能迈上新台阶。

● **集行业高速发展优势，发力物流产业。**政策助推冷链物流高速发展的大背景下，公司顺利收购格信项目，积极布局临空经济示范区。地产业务去化接近尾声，短期业绩仍有保障。美居物流园成功完成改造升级，后续有望和临空经济区等其他项目形成协同效应，为公司贡献业绩增量。

● **盈利预测与评级。**公司作为A股民营上市物流企业，定位能源+冷链+商贸多维物流公司。考虑到公司铁路物流板块未来3年运能大幅增长，基于相对估值模型，上调公司2022-2024年EPS由0.52元、0.59元、0.62元至0.62元、0.84元、1.53元，当前市值对应PE分别为13X、9X、5X。大秦铁路的能源物流业务同公司的业务可比，顺丰控股的冷链物流业务同公司的业务可比，招商蛇口同公司的房地产业务可比，故选择这三家公司作为行业对标标的。2022年-2024年行业平均估值PE分别为18X、14X、12X。此外，参考大秦铁路在2006-2009年铁路运量大幅上升且主营业务为铁路期间，估值分别为25X、57X和16X。公司业绩弹性较强，维持“买入”评级。

● **风险提示：**需求下滑致使周转量低于预期；将淖铁路项目建设进度低于预期。

**财务数据及盈利预测**

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,317	204	5,385	7,680	8,531
同比增长率(%)	-24.5	-71.1	62.3	42.6	11.1
归母净利润(百万元)	573	52	773	1,055	1,922
同比增长率(%)	-30.5	-66.2	35.0	36.4	82.2
每股收益(元/股)	0.46	0.04	0.62	0.84	1.53
毛利率(%)	44.2	23.3	35.6	38.9	50.7
ROE(%)	10.7	1.0	12.6	14.7	21.1
市盈率	17		13	9	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司作为 A 股民营上市物流企业，定位能源+冷链+商贸多维物流公司。考虑到公司铁路物流板块未来 3 年运能大幅增长，基于相对估值模型，上调公司 2022-2024 年 EPS 由 0.52 元、0.59 元、0.62 元至 0.62 元、0.84 元、1.53 元，当前市值对应 PE 分别为 13X、9X、5X。大秦铁路的能源物流业务同公司的业务可比，顺丰控股的冷链物流业务同公司的业务可比，招商蛇口同公司的房地产业务可比，故选择这三家公司作为行业对标标的。2022 年-2024 年行业平均估值 PE 分别为 18X、14X、12X。此外，参考大秦铁路在 2006-2009 年铁路运量大幅上升且主营业务为铁路期间，估值分别为 25X、57X 和 16X。公司业绩弹性较强，维持“买入”评级。

### 关键假设点

货运量上，公司收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 股权，持有将淖铁路有限责任公司 18.92% 的股权，预计 2022-2024 年红淖铁路运量为 2000、4500、6000 万吨，同比增长 69.61%，125.00%，33.33%；2023 年-2024 年将淖铁路货运量分别为 500 万吨、1500 万吨。

运价上，为保持市场竞争性并维持铁路业务盈利水平，我们预计 2022-2024 年红淖铁路运费保持 0.225 元/吨公里不变，将淖铁路运费与红淖铁路一致。

### 有别于大众的认识

1、在行业层面，市场担忧煤炭行业受 2060 年碳中和政策影响，下游需求加速下滑致使疆煤外运需求减少。但我们认为，在 2030 年碳达峰来临之前，煤炭等传统能源需求难以被新型能源替代；在东部地区中小矿区加速退出，能源分布不均匀，跨区域运输需求大的客观情况下，新疆地区作为大型煤炭供应保障基地，能源物流需求爆发的概率远大于减少的概率。

2、在公司层面，市场担忧“将-淖-红”线路的盈利情况。现阶段疆煤运输通过乌将兰新线，市场担忧现存乌将-兰新线路会挤压“将-淖-红”线路的利润。但我们认为，在“十四五”期间新疆新增煤炭产能合计 1.64 亿吨背景下，叠加“将-淖-红”线路总运费优势凸显，“将-淖-红”线路的盈利情况超预期概率远大于低于预期的概率。

### 股价表现的催化剂

红淖铁路扩能改造进度超预期；将淖铁路持股比例提升进度计划超预期。

### 核心假设风险

- 1、需求下滑致使红淖铁路周转量低于预期。
- 2、将淖铁路项目建设进度低于预期。

## 目录

<b>1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时</b> .....	<b>5</b>
<b>2.“西部大秦”疆煤外运的“天时、地利、人和”</b> .....	<b>6</b>
2.1 天时：恰逢全国煤炭供给紧缺之势爆发，疆煤外运刻不容缓.....	6
2.2 地利：新疆毗邻甘肃和大西南地区，铁路通车使“疆煤外运”走进现实7	
2.3 人和：四川煤炭物流基地妥善解决运力协调和大西南市场覆盖问题	11
<b>3.对标 06-08 年大秦铁路，运量逐年攀升驱动盈利大幅增长</b> .12	
3.1 对标早期大秦、朔黄铁路，盈利提升空间可期.....	12
3.2 铁路运能稳步提升，业绩弹性显著.....	13
<b>4. 政策持续助力，聚焦物流集群产业</b> .....	<b>14</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
5.1 主要业务贡献拆分.....	17
5.2 盈利预测与估值.....	18
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

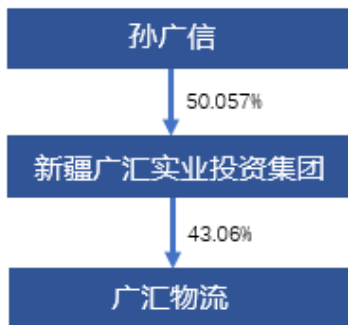
图 1: 截至 2022 年 3 月公司与实控人产权关系.....	5
图 2: 截至 2022 年 3 月广汇物流股权结构.....	5
图 3: 甘肃煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 4: 宁夏煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 5: 四川煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 6: 重庆煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 7: 将淖铁路示意图 .....	9
图 8: 红淖铁路示意图 .....	9
图 9: 上半年煤炭价格走势(元/吨) .....	10
图 10: 疆煤外运示意图 .....	11
图 11: 大秦铁路上市初期运量与盈利能力变化(万吨,%).....	12
图 12: 房地产业务发展历程 .....	14
图 13: 汇领鲜区位分布图 .....	15
图 14: 乌鲁木齐临空经济示范区规划图 .....	16
图 15: 大秦铁路上市初期估值变化.....	18
表 1: 新疆煤炭资源开发布局 (亿吨, %, 万吨/年) .....	8
表 2: 2030 年准东经济技术开发区产能增幅.....	8
表 3: 大秦、朔黄、红淖、将淖铁路基本信息 (公里, 元/吨公里, 亿吨/年) ....	12
表 4: 红淖、将淖铁路利润测算 (亿元, 元/吨公里, 万吨) .....	13
表 5: 截至 2021 年末房地产开发投资情况(% ,平方米).....	14
表 6: 公司主要业务假设及利润拆分 (百万元) .....	17
表 7: 可比公司估值比较 (元/股, 倍) .....	19

## 1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时

广汇物流股份有限公司前身为新疆亚中物流商务网络有限公司，于 2000 年 8 月成立。于 2016 年 12 月，公司通过重组“大洲兴业”其 100% 股权上市 A 股主板，并于次年 3 月正式更名为广汇物流股份有限公司。

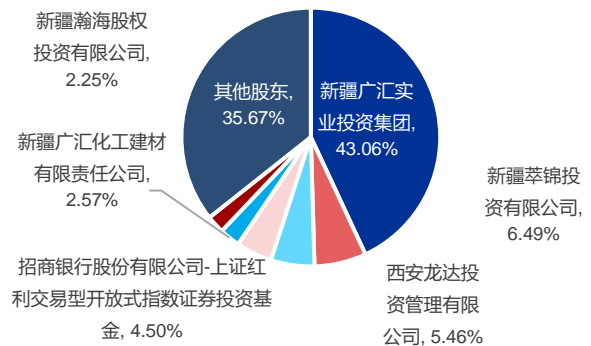
截至 2022 年 3 月底，公司第一大股东为新疆广汇实业投资集团，持有 43.06% 股份，实控人为孙广信。公司是集团旗下继广汇能源、广汇汽车、广汇宝信之后第四家上市公司，是广汇集团唯一的现代物流平台。

图 1：截至 2022 年 3 月公司与实控人产权关系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：截至 2022 年 3 月广汇物流股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**参股建设将淖铁路叠加并购红淖铁路，公司成为正在崛起腾飞的西部“大秦铁路”。**公司于 2020 年 6 月以现金方式出资 4.54 亿元设立将淖铁路公司，于 2022 年 5 月以现金 41.76 亿元收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 的股权。红淖铁路西端在白石湖南站与将淖铁路连接，东端在甘肃红柳河站接入兰新线实现出疆，将区域内丰富的矿产资源输入河西走廊腹地。有效解决准东、三塘湖和淖毛湖矿区大宗商品运输问题，出疆距离较现存乌将-兰新线路缩短约 300 公里，成为煤炭资源出疆的最优通道。

## 2. “西部大秦” 疆煤外运的 “天时、地利、人和”

“三西”地区无大规模新增新建产能，中东部产能加速退出，西部供应基地建设势在必行。“碳中和”政策造成国内煤炭行业固定资产投资意愿大幅下降，但是全国需求稳定小幅增长，致使全国煤炭供需趋紧。面对东部地区中小矿区资源枯竭、落后产能退出的现状，西部地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。尤其是大西南川渝云贵和甘肃地区，由于陕北、蒙西煤炭越来越多向东部地区输送，造成该地区供给缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供应。

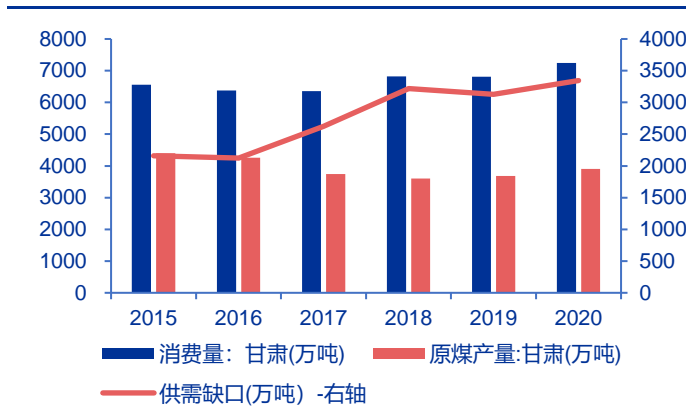
### 2.1 天时：恰逢全国煤炭供给紧缺之势爆发，疆煤外运刻不容缓

“碳中和”政策造成国内煤炭行业固定资产投资意愿大幅下降。国有煤炭企业投资侧重于转型，集中于新能源领域；而民营煤企受 2020 年内蒙古地区“腐败倒查 20 年”影响，涉煤投资意愿同样减弱。当前叠加“碳中和”政策的影响，由于新建矿井可采年限最低均超过 50 年，而随着“碳中和”背景下能源消费结构的转变，未来不确定性加强，煤炭行业投资意愿进一步下降。

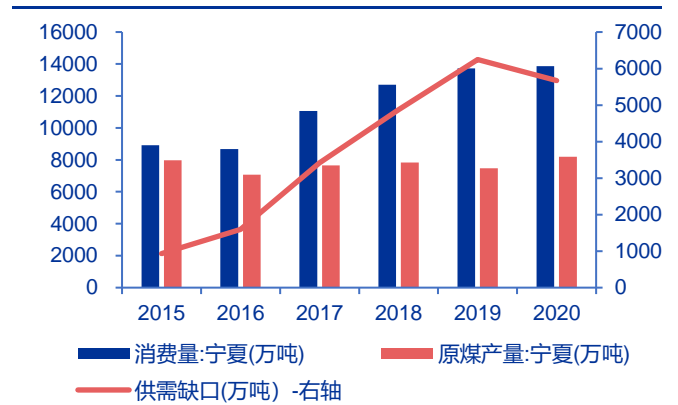
**中小煤矿产能加速退出，我国煤炭产能进入收缩期。**目前我国尚存在大量的中小煤矿，中东部、西南地区存在大量产能规模中小矿井，预计至少 2030 年以前退出。保供增量有限，中东部产量下降不可避免。当前产量维持增长仅有山西、新疆、宁夏、内蒙和陕西五省，其他绝大部分省份产量均大幅下滑。

**大西南地区自身需求增长叠加保供压力犹存致使煤炭缺口显著，严重依赖省外用煤弥补缺口。**云南、甘肃、宁夏、四川、重庆等地区煤炭供需缺口较大，对外购煤炭依赖加重。考虑到贵州省在煤炭总量上供需基本平衡，结构性缺煤特征显著，故分析剔除贵州。2014 年至 2020 年，云川渝甘宁 5 省（剔除贵州）煤炭缺口逐年扩大，缺口占总消费量比重从 2014 年的 24% 增至 2020 年的 48%。2020 年，云川渝甘宁 5 省（剔除贵州）煤炭缺口合计 1.89 亿吨，较 2014 年的 9449 万吨增长 99.98%。其中，宁夏 2020 年煤炭缺口高达 5671 万吨，甘肃煤炭缺口 3345 万吨，重庆缺口 3031 万吨。

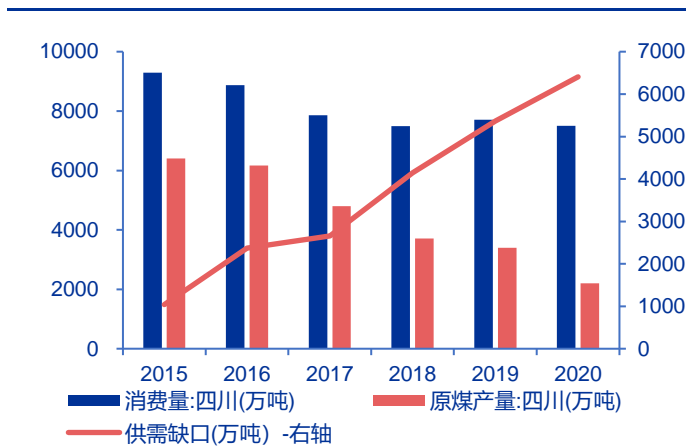
**而疆煤资源丰富，坑口成本较三西地区具备显著优势。**新疆煤炭具有开采容易的特点，在坑口成本方面具有明显优势。介于煤炭外运成本主要由坑口成本和运输成本两部分组成，前期受制于缺乏高效的运输通道，疆煤外运的运力受到限制。随着云贵川渝甘宁省份用煤需求逐步增长，缺口逐年增长推动疆煤外运工程刻不容缓。

**图 3：甘肃煤炭供需结构图（万吨）**


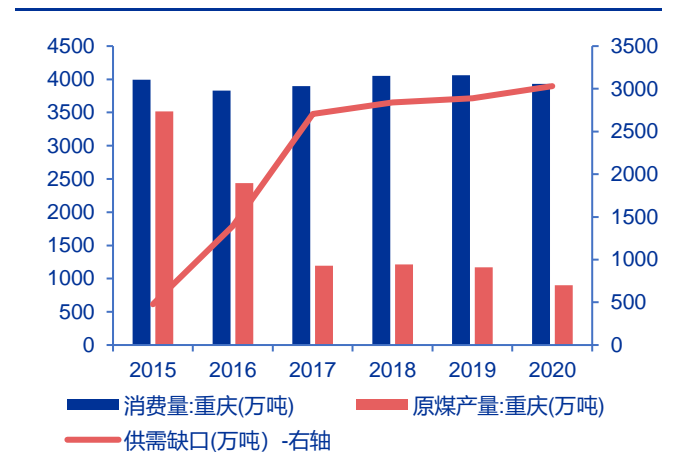
资料来源：wind，甘肃统计年鉴，申万宏源研究

**图 4：宁夏煤炭供需结构图（万吨）**


资料来源：wind，宁夏统计年鉴，申万宏源研究

**图 5：四川煤炭供需结构图（万吨）**


资料来源：wind，四川统计年鉴，申万宏源研究

**图 6：重庆煤炭供需结构图（万吨）**


资料来源：wind，重庆统计年鉴，申万宏源研究

## 2.2 地利：新疆毗邻甘肃和大西南地区，铁路通车使“疆煤外运”走进现实

**政策加持，稳步有序推进新疆煤炭供应保障基地建设。**2022年5月新疆维吾尔自治区政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，强调了我国以煤为主的基本能源结构，并指出为进一步释放煤炭先进产能需加快新疆大型煤炭供应保障基地建设。准东、吐哈地区作为新疆煤炭资源富饶地，推进铁路建设使产地与消费市场有效衔接对推动煤炭产业发展有重要意义。《实施方案》指出“十四五”期间新疆地区煤炭发展目标：煤炭产能4.6亿吨/年以上，煤炭产量4亿吨以上。

**预计“十四五”期间新疆新增煤炭产能合计1.64亿吨，产能增幅60%以上。**预测全区2000米深度以内的煤炭资源储量达到2.19万亿吨，约占中国煤炭预测总储量的42%，全区累计查明资源量为4499亿吨。

**表 1：新疆煤炭资源开发布局（亿吨，%，万吨/年）**

地区		煤种	累计查明资源量 (亿吨)	资源量占比 (%)	“十四五”新增产 (万吨/年)
准噶尔区	昌吉州	长焰煤、不粘煤、弱粘煤	2747	61%	5860
	塔城地区				480
吐哈区	吐鲁番市	长焰煤、不粘煤	1407	31%	2100
	哈密市				6500
库拜区	阿克苏地区	气煤、瘦煤、焦煤	46	1%	250
伊犁区	伊犁州	长焰煤、不粘煤	273	6%	800
巴州及南疆三地州	巴州	长焰煤、不粘煤	26	1%	120
	卡达希区				120
	和田地区				60
新疆生产建设兵团					130
合计			4499	100%	16420

资料来源：煤炭工业网，申万宏源研究

**准东经济技术开发区积极建设煤炭资源转化基地，产业发展拉动运输需求大幅上升。**

根据《新疆准东经济技术开发区总体规划（2012-2030）》，将建成以煤炭、煤电、煤化工为重点的煤炭资源转化基地，预计区域内各产业产能规模均将实现大幅上涨。

**表 2：2030 年准东经济技术开发区产能增幅（万吨/年，%，亿方/年）**

类别	项目名称	2020 年	2030 年 E	产能增幅
煤电冶一体化产业	电解铝、电解锌、多晶硅	800 万吨/年	1200 万吨/年	50%
	煤制烯烃	240 万吨/年	480 万吨/年	100%
煤化工产业	煤制尿素	240 万吨/年	240 万吨/年	0%
	PVC	180 万吨/年	240 万吨/年	33%
	煤制乙二醇	120 万吨/年	160 万吨/年	33%
	精细化工	100 万吨/年	200 万吨/年	100%
	焦油加氢	120 万吨/年	200 万吨/年	67%
	食品级二氧化碳	4 万吨/年	8 万吨/年	100%
煤制气产业	煤制天然气	360 亿方/年	760 亿方/年	111%
煤制油产业	煤制油	360 万吨/年	1440 万吨/年	300%

资料来源：准东经济技术开发区网站，申万宏源研究

**构筑“一主两翼”格局，有序推进资源专线建设。**新疆地区因其地形复杂，疆煤运输多以公路运输为主。铁路运输具有运量大、运距长、价格低等特点，适合煤炭等大宗商品的运输，因此通过铁路将新疆地区的煤炭运往其他省份是解决我国煤炭供需不平衡的重要方法。2015 年 3 月，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》并逐步构建了“一主两翼”铁路格局。其中一主由兰新铁路构成，东起中国连云港途径霍尔果斯引至中哈边境口岸城市阿拉山口，为中欧班列基本路线；两翼为由临河至哈密铁路线构成的北通道与格库铁路构成的南通道。

**参股将淖铁路，助力能源物流建设。**广汇物流于 2020 年 6 月以现金方式出资 4.54 亿元设立将淖铁路公司，占该项目资本金的 18.92%，项目预计于 2023 年下半年通车运营，建成之后将共同经营将军庙至淖毛湖铁路。将淖铁路项目位于新疆自治区东北部的昌吉回

族自治州和哈密市，将淖铁路全长 431.7 公里，自白石湖南站接轨引出，途径伊吾县、巴里坤哈萨克自治县、木垒哈萨克自治县后，抵达乌将线将军庙站后向西连接乌淮铁路，连通兰新铁路、额哈铁路，形成出疆北部通道。将淖铁路建设为新疆煤炭储备运输体系建设重点项目，进一步实现煤炭长距离运输“公转铁”“散转集”规划宗旨。

图 7：将淖铁路示意图



资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府网，申万宏源研究

**并购红淖铁路，壮大铁路运营范围。**广汇物流于 2022 年 5 月以现金 41.76 亿元收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 的股权。红淖铁路全长 435 公里，其西端在白石湖南站与将淖铁路连接，东端在甘肃红柳河站接入兰新线实现出疆，将区域内丰富的矿产资源输入河西走廊腹地。红淖铁路于 2019 年 1 月进入试运营阶段并于 2020 年 11 月正式投产转固。

图 8：红淖铁路示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**与现有铁路乌将-兰新线路相比，将军庙-淖毛湖-红柳河线路运距短、运费低，成本优势显著。**

将淖铁路起始站将军庙站所处的准东地区是新疆煤矿开采的重点地区之一。

在将淖铁路建成前，准东地区的煤炭向外运输主要靠公路运输或者走乌将铁路后转兰新线出疆，乌将-兰新线路全长 1080 公里。其中，乌将路段吨运费为 0.25 元/公里，兰新线由国铁公司运营，乌西站距离红柳河站 759 公里，吨运费为 0.16 元/公里，因此货物由将军庙运往红柳河站吨运费合计近 202 元/吨。

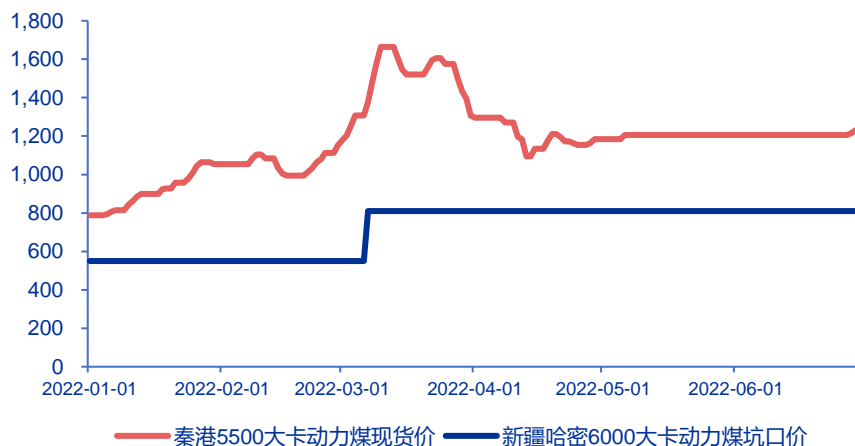
而将淖铁路建成后，准东地区的煤炭可以直接通过将淖—红淖铁路在红柳河转兰新线出疆，直接缩短铁路路程 300 公里以上。红淖线路现行吨运费为 0.225 元/公里，将淖铁路将与红淖铁路运费保持一致运营，预计将军庙-淖毛湖-红柳河线路吨运费约 175.5 元，低于乌将-兰新铁路运费大幅提升运输效率并缩减运力成本。

同时，将淖铁路本身就处于新疆另一大产煤区吐哈地区，准东、吐哈两地资源的外运需求将为将淖、红淖铁路的货运量提供有力保障。

**“将淖红铁路”串联三个新疆地区最大的产煤区。**将淖铁路处于北线大动脉之上，未来将与红淖铁路、阿富准铁路一起连接吉木乃口岸并形成出境通道。“将淖铁路+红淖铁路”串联三个新疆地区最大的产煤区，在疆煤运输扮演重要角色。根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，吐哈区现有在产煤矿产能 6760 万吨/年，占新疆在产煤矿总产能的 28.14%，”十四五“新增批复矿井产能 8600 万吨/年，占新疆新增批复矿井总产能的 52.38%。准噶尔区于”十四五“新增批复矿井产能 6340 万吨/年，占新疆新增批复矿井总产能的 36.81%。

**煤价维持高位，促使得疆煤外运走进现实。**秦港 5500 大卡动力煤现货价 2022 年上半年上涨约 57.61%至 1242 元/吨，且二季度均价为 1205 元/吨，港口煤价维持高位。新疆哈密 6000 大卡动力煤坑口价 2022 年上半年上涨约 52.73%至 810 元/吨，且二季度均价为 810 元/吨，维持高位，港口煤价对新疆煤价形成支撑，促使得疆煤外运走进现实。

图 9：上半年煤炭价格走势(元/吨)



资料来源：cctd，wind，申万宏源研究

**运力加持，疆煤外运市场广阔。**通过将淖红铁路，准东、吐哈地区的煤炭资源可以自红柳河站接入兰新线，进入甘肃市场，进一步还可以经兰渝线深入西南市场腹地。同时也可以自红淖铁路接入临哈线，进入宁夏市场。将淖-红淖铁路的建设，大大拓宽了新疆煤炭的销售半径。

图 10: 疆煤外运示意图



资料来源：申万宏源研究

## 2.3 人和：四川煤炭物流基地妥善解决运力协调和大西南市场覆盖问题

**建设广元综合物流基地项目，拓展覆盖大西南市场建立前沿阵地桥头堡。**

广汇物流控股股东广汇集团与四川广元市人民政府、四川广元经济技术开发区管理委员会共同签署《广汇四川广元综合物流基地项目投资合作协议》，投资 55 亿元建设广元综合物流基地项目。本项目计划分两期建设，一期计划于 2022 年 10 月开工建设，2024 年 12 月底前建成投运，一期建成投运后，年煤炭运营量达到 1000 万吨和百万吨级铝锭运营交易能力；一期投产年煤炭运营量达到 1000 万吨后开始二期建设。二期计划于 2025 年 5 月动工，2027 年 6 月底前建成投运，二期投运后，年实现煤炭运营能力 2000 至 3000 万吨。

**四川从自身“煤炭保供”出发，出面协调成都铁路局、兰州铁路局的运力匹配，为疆煤外运打通“最后一公里”。**

物流基地的建设在政府的协调下公司运力保障更加充分，可以更大规模的覆盖大西南市场。公司原有业务模式均为先与该地区客户签订销售合同，再协调兰州铁路局和成都铁路局的铁路运力周转至买家客户。**在物流基地成立后，由于该基地承担四川地区煤炭保供任务，由政府出面协调成都和兰州铁路局运力，公司的煤炭铁路运力衔接得到最大程度保障。**

### 3.对标 06-08 年大秦铁路，运量逐年攀升驱动盈利大幅增长

#### 3.1 对标早期大秦、朔黄铁路，盈利提升空间可期

大秦、朔黄铁路构筑“三西”煤炭产地运往沿海港口的“大动脉”。我国煤炭资源呈现西多东少的非平衡格局，“三西”地区是我国煤炭的主要产地，而东部沿海地区为煤炭的主要消费地，煤炭供需在地理上存在严重错配。在我国“北煤南运，西煤东运”的运输体系中，主要是通过铁路将三西地区的煤炭运往环渤海各港口，再通过海运运往各消费地。在上述运输布局中，大秦铁路、朔黄铁路为三西煤炭产地运往沿海港口的“大动脉”。大秦线与朔黄线年运量相对稳定，在增产保供的政策背景下，21 年运量均有显著增长。

表 3：大秦、朔黄、红淖、将淖铁路基本信息（公里，元/吨公里，亿吨/年）

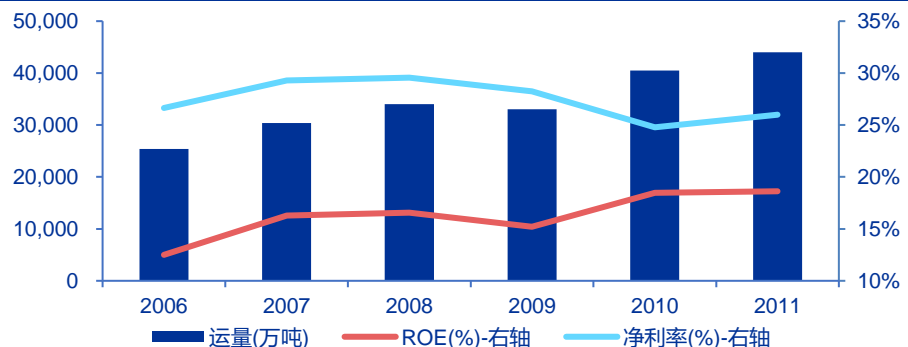
	起点	终点	长度(公里)	运费(元/吨公里)	近期运能(亿吨/年)	远期运能(亿吨/年)
大秦铁路	大同	秦皇岛港	653	0.105	4.00	4.60
朔黄铁路	朔州	黄骅港	598	0.120	3.50	4.50
红淖铁路	淖毛湖	红柳河	435	0.225	0.40	1.50
将淖铁路	将军庙	淖毛湖	432	0.225	0.22	0.70

资料来源：wind，申万宏源研究

**地理位置优越，成长潜力巨大。**相较于大秦线和朔黄线，新疆为国家增产保供的重点区域，其煤炭增量预期将高于“三西”地区，且周边还有丰富的煤化工及矿产资源企业，有力支撑将淖、红淖铁路的运输需求。

大秦线和朔黄线运能已接近峰值，未来预期不会有较大幅度的增长，而将淖、红淖铁路正处于起步阶段，远期运能预期将成倍增长。在大秦铁路上市初期，2006 年至 2011 年大秦铁路运量自 2.54 亿吨增长至 4.40 亿吨，增幅 73.45%，除 2009 年煤炭需求走弱运量小幅下滑以外，其余年份均实现增长。大秦铁路净利率由于公司业务范围的不断扩大于 2010 年小幅衰减，其余年份均与运量增减变化情况相同，ROE 也随着运量呈增长趋势。参考其运营规律，在国内煤炭供需紧平衡的背景和铁路运力的快速成长下，预计将军庙-淖毛湖-红柳河铁路未来几年盈利有较大的提升空间。

图 11：大秦铁路上市初期运量与盈利能力变化(万吨,%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 铁路运能稳步提升，业绩弹性显著

红淖铁路电气化改造完成叠加将淖铁路建成通车，大幅提高疆煤外运的运力。红淖铁路初期设计年运能为 3950 万吨，当前机组采用内燃机作为动力装置，与电气化机组相比运力较小，现阶段运力为每天 8 组列，每列 3500 吨左右，电气化复线改造完工后将核增运能至 6500 万吨左右，远期运能预计可达 1.5 亿吨。将淖铁路在红淖铁路的基础上扩展，近期设计运能为 2200 万吨/年，远期可达 7000 万吨/年。将淖铁路为电气化机组，单列运力可达 5000 万吨，预计 2023 年 6 月电气化单线完工。

新疆红淖三铁路有限公司于 2021 年开始盈利，净利润为 0.45 亿元。2021 年吨公里收费为 0.225 元，装卸费为 15 元/吨，假设 2022-2024 价格稳定不变，2022-2024 年红淖铁路货运量为 2000 万吨，4500 万吨和 6000 万吨，2025 年为 7500 万吨，远期 2028 年达 1 亿吨，2030 年可达 1.5 亿吨。将淖铁路运费与红淖铁路相同，2023 年-2024 年货运量分别为 500 万吨、1500 万吨，按 18.92% 的比例权益盈利。经测算铁路业务 22 年税后归母净利润规模为 2.05 亿元，23-24 年业绩分别为 8.23 亿元和 18.22 亿元，大幅增厚公司业绩。

表 4：红淖、将淖铁路利润测算（亿元，元/吨公里，万吨，元/吨）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>红淖铁路</b>					
营业收入(亿元)	0.64	10.04	22.60	50.85	67.81
其中：吨运费（元/吨公里）	0.225	0.225	0.225	0.225	0.225
装卸费（元/吨）	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
内外部运量（万吨）	856	1179	2000	4500	6000
营业成本（亿元）	0.54	6.48	15.78	32.51	33.01
三费等费用合计（亿元）	0.40	3.56	4.29	7.63	8.81
净利润(亿元)	-0.31	0.45	2.53	10.72	25.98
税后归母净利润（亿元）		0.42	2.05	8.70	18.08
<b>将淖铁路</b>					
营业收入(亿元)				4.90	14.70
其中：吨运费（元/吨公里）				0.225	0.225
内外部运量（万吨）				500	1500
营业成本（亿元）				6.91	12.48
三费等费用合计（亿元）				0.49	1.47
净利润(亿元)				-2.50	0.75
税后权益收益（亿元）				-0.47	0.14
利润总和			2.05	8.23	18.22

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：1、红淖三铁路营业收入按照吨公里运费\*运输公里\*总吨数+装卸费\*总吨数，将淖铁路营业收入按照吨公里运费\*运输公里\*总吨数计算；

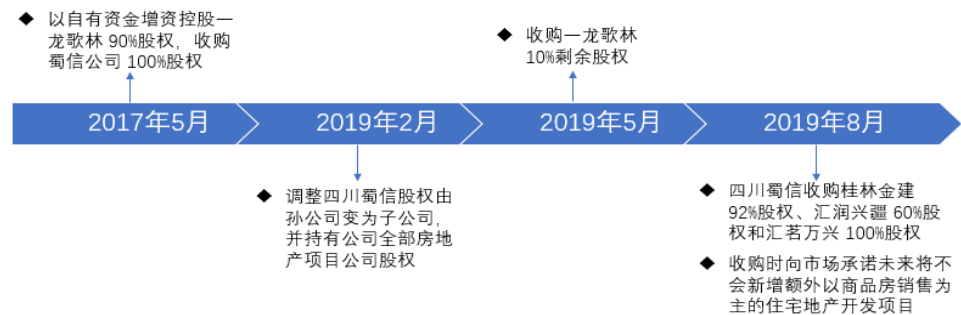
2、西部大开发税费政策规定，从取得收入的第一年起，三免两减半。红淖铁路 19-21 年免征所得税，22-23 年减半为 12.5%，24 年恢复 25%；将淖铁路 23-24 年免征所得税；

3、广汇物流拥有红淖铁路 92.77% 的股权，拥有将淖铁路 18.92% 的股权；  
、将淖铁路运费假设和红淖铁路一致，即 元/吨公里。

## 4. 政策持续助力，聚焦物流集群产业

公司承诺以物流主业为核心，2019年后不再新增房地产项目。2019年公司按净资产账面价值收购一龙歌林10%剩余股权，调整四川蜀信股权使其由孙公司变为子公司；同年，四川蜀信收购桂林金建92%股权、汇润兴疆60%股权和汇茗万兴100%股权。此后公司承诺，除与物流和商业服务等主业相关的项目开发及其综合配套业态外，未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目。

图 12：房地产业务发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司加快推进房地产去化，存量项目也多有进入收尾阶段。未开发土地资产方面，公司目前有乌鲁木齐市新市区5.41万平方米的待开发土地，绝对量较小，未来地产业务将主要依赖于存量项目的出售。根据2021年报，公司在建地产项目主要分布于四川和新疆，其中广汇御园、CBD、颐景庭院等多个项目建设进度均在60%以上，后续待开发项目较少。目前存量项目中，累计可供出售面积约186.14万平方米，出售比例达到74.27%，未出售面积约为47.89万平方米。

表 5：截至 2021 年末房地产开发投资情况(%,平方米)

地区	项目	经营状态	建设进度 (%)	可供出售面积(平方米)
成都市天府新区	广汇御园、CBD 及美术馆项目	在建	62%	896,231
乌鲁木齐市水磨沟区	颐景庭院	在建	97%	148,811
眉山市经开新区	汇茗城	竣工	100%	220,312
桂林市临桂区	汇悦城	在建	21%	141,249
乌鲁木齐市新市区	汇润城一、二期	在建	70%	162,690
乌鲁木齐市新市区	汇茗轩	在建	0%	27,690
乌鲁木齐市天山区	御锦城	在建	0%	264,454

资料来源：公司公告，申万宏源研究

政策扶持力度不断加码，助推冷链物流高速发展。2021年12月，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，提出到2025年布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地；同时在2022年4月，交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、

中铁集团联合发布《关于加快推进冷链物流运输高质量发展的实施意见》，加速推动冷链物流建设。

**此背景下，公司冷链物流项目的建设正逢其时。**2017年4月，广汇物流通过控股子公司亚中物流完成对机电公司100%股权收购，同年5月设立全资子公司汇领鲜公司。公司依托多年在家居建材商贸流通行业积累的运营管理经验，计划建成集智能冷链仓储中心、定制仓储中心、物流信息服务中心、城市配送中心及配套商业为一体的10万吨级仓储中心。该项目区位优势明显，铁路、公路、航空线路路网发达，北侧距地窝堡国际机场3公里，东侧与城市西环北路链接，西侧与连霍高速链接，距离乌奎高速入口仅5公里，南侧距乌鲁木齐站6公里。**汇领鲜一期项目已于2019年12月开业，整体运营稳健，为公司带来了可观的营业收入。**2021年全球特殊性事件冲击下，生鲜冻品的流通和储藏受到严格防疫管控，冷冻货品出入库货量大幅下降，但公司充分利用自身软硬件优势，上线防疫赋码平台，使得仓储业务出租率稳步提升，从年初的23%最高提升至91%，有效维持了冷链运营业务盈利的稳定。**后续二期项目预计在2023年12月达到使用状态，公司冷链板块大有可为。**

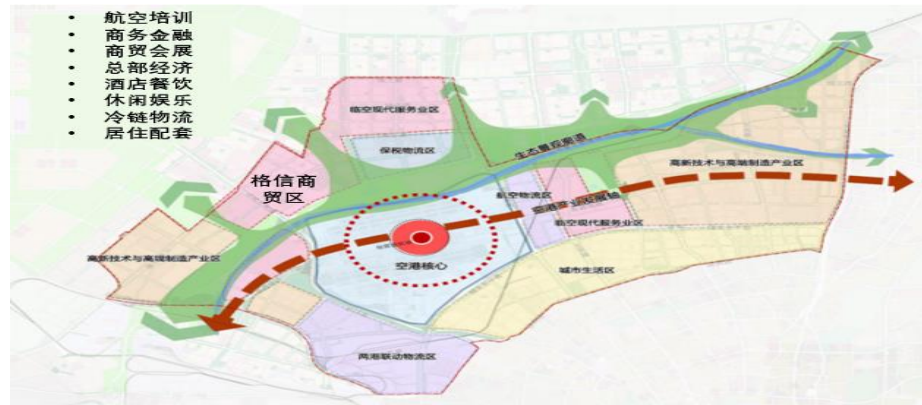
图 13： 汇领鲜区位分布图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**顺利收购格信项目，积极布局临空经济示范区。**临空经济示范区是乌鲁木齐市的重点发展项目。在2022年1月，乌鲁木齐市城乡规划局发布《乌鲁木齐临空经济示范区控制性详细规划及概念性城市设计》，规划显示临空经济示范区建设范围为135.6平方公里，以创新为核心驱动力，聚焦“大枢纽、新制造、优服务”三大功能板块，打造丝路智慧航空港、产业创新生态城。**政策端支持下，公司锚定临空经济示范区增长潜力，通过优质资产注入，进一步巩固物流主业发展方向。**2021年8月，亚中物流收购新疆格信投资有限公司65%的股权，格信公司拥有土地6573.17亩，位于乌鲁木齐临空经济示范区规划“六区”之一的临空现代服务区。该项目全部紧邻乌鲁木齐地窝堡国际机场，具有突出交通优势及土地综合利用优势，是临空经济示范区的核心区域。未来公司将打造“丝路之光”国际物流新城项目，计划建设新美居商贸物流园、汽车产业园、冷链物流园、特色文旅产业园、临空总部产业园。目前该项目已被列为自治区、乌鲁木齐“十四五”重点投资项目，预计将为公司可持续经营有效赋能。

图 14： 乌鲁木齐临空经济示范区规划图



资料来源：乌鲁木齐市城市规划设计研究院，申万宏源研究

**美居物流园平稳征迁，引领全新商贸模式。公司商贸物流业务主要是通过亚中物流下的美居物流园项目。**在亚中物流被收购初期，公司开始了去建材化改造，制定将新业态引入传统物流园的经营模式，成功打造标杆商业模式“KL 星品汇”，注入“星座、动漫、二次元”等时尚社交元素。2021年美居物流园成功完成征迁，后续有望和临空经济区等其他项目形成协同效应，为公司贡献业绩增量。根据乌鲁木齐市“十四五”规划的需要，美居物流园被纳入政府2021年度老城区提升改造项目，截至2021年末，征迁工作基本完成。此次改造工作正处于美居物流园转型之际，对公司实现多样化商业管理模式具有重要意义。此外，根据《乌鲁木齐高新区（新市区）审计局关于新疆广汇美居物流园老城区改造项目征收补偿成本审计结果的函》，补偿亚中物流被征收房屋价值以及停产、停业成本共计60.81亿元，预计将为公司带来稳定现金流。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 主要业务贡献拆分

稳增长背景下能源行业景气度高，经济复苏带动需求增长，能源物流为下游生产经营提供保障，考虑到房地产业务于 2022-2024 年对公司业绩仍存贡献，我们着重对铁路和房地产业务部分的 2022-2024 年盈利做出假设：

#### 铁路业务：

货运量上，公司收购广汇能源持有的新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 股权，持有将淖铁路有限责任公司 18.92% 的股权，预计 2022-2024 年红淖铁路运量为 2000、4500、6000 万吨，同比增长 69.61%，125.00%，33.33%；2023 年-2024 年将淖铁路货运量分别为 500 万吨、1500 万吨。

运价上，为保持市场竞争性并维持铁路业务盈利水平，我们预计 2022-2024 年红淖铁路运费保持 0.225 元/吨公里不变，将淖铁路运费与红淖铁路一致。

#### 房地产业务：

公司现有房地产为存量业务，公司承诺 2019 年后不新增以商品房销售为主的住宅地产开发项目，但现有及在建项目预计于 2022-2024 年间贡献业绩。根据现有项目进度，我们对 2022-2024 年盈利做出假设：预计广汇御园、CBD 及美术馆项目/颐景庭院/汇茗城/汇悦城/汇茗轩/御锦城 2022-2024 年新增结转比例分别为 15/12/25/24/20/20%，9/0/15/16/20/40%，与 5/0/20/20/20/20%。

表 6：公司主要业务假设及利润拆分（百万元）

销售收入（百万元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产	187	597	1413	2324	4067	3152	2962	2434	1588
能源物流							2260	5085	6781
物业租赁	434	441	455	409	213	80	84	85	87
保理业务	5	44	69	85	44	24	14	8	5
商管服务			11	27	17	15	13	12	11
供应链及冷链运营				13	42	40	44	48	53
其他	5	19	132	11	11	7	7	7	7
营业总收入	631	1101	2081	2870	4394	3317	5385	7680	8531
销售成本（百万元）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产	98	343	677	1058	2223	1754	1792	1337	802
能源物流							1578	3251	3301
物业租赁	50	68	87	93	89	65	62	65	64
保理业务	0	1	2	1	0	0	0	0	0
商管服务			5	5	4	4	4	4	4
供应链及冷链运营				4	3	24	27	30	33
其他	0	5	89	5	7	4	4	4	4

营业总成本	148	417	860	1166	2326	1851	3467	4690	4208
<b>销售毛利 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
房地产	90	254	737	1266	1844	1398	1170	1097	786
能源物流							682	1835	3480
物业租赁	384	373	368	316	124	15	23	20	22
保理业务	5	43	67	84	44	24	14	8	5
商管服务			7	22	13	11	10	8	7
供应链及冷链运营				10	40	15	17	19	20
其他	4	14	43	6	5	2	3	3	3
营业总毛利	483	684	1221	1703	2069	1466	1918	2990	4323

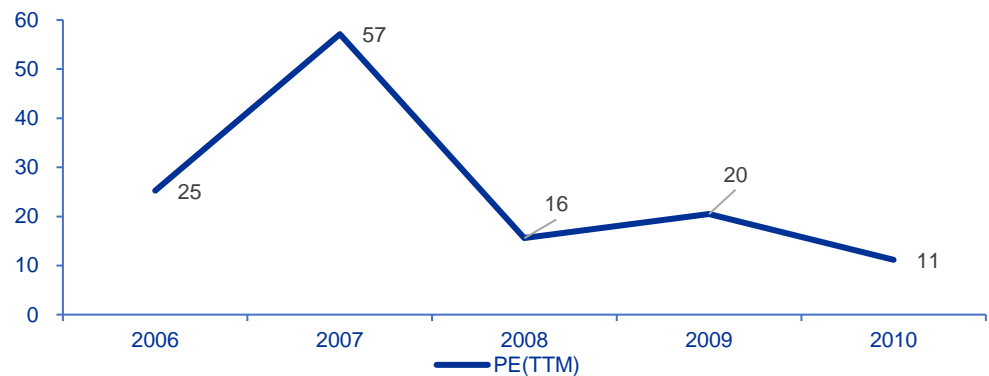
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5.2 盈利预测与估值

公司作为 A 股民营上市物流企业，定位能源+冷链+商贸多维物流公司。考虑到公司铁路物流板块未来 3 年运能大幅增长，基于相对估值模型，上调公司 2022-2024 年 EPS 由 0.52 元、0.59 元、0.62 元至 0.62 元、0.84 元、1.53 元，当前市值对应 PE 分别为 13X、9X、5X。

大秦铁路的能源物流业务同公司的业务可比，顺丰控股的冷链物流业务同公司的业务可比，招商蛇口同公司的房地产业务可比，故选择这三家公司作为行业对标标的。2022 年-2024 年行业平均估值 PE 分别为 18X、14X、12X。此外，参考大秦铁路在 2006-2009 年铁路运量大幅上升且主营业务为铁路期间，估值分别为 25X、57X 和 16X。公司业绩弹性较强，维持“买入”评级。

图 15：大秦铁路上市初期估值变化



资料来源：wind，申万宏源研究

表 7: 可比公司估值比较 (元/股, 倍)

代码	简称	2022/7/25	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	静态
		收盘价	EPS	EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E	PB
002352.SZ	顺丰控股	52.63	0.93	1.39	1.91	2.47	38	28	21	3
601006.SH	大秦铁路	6.04	0.82	0.87	0.88	0.88	7	7	7	1
001979.SZ	招商蛇口	12.53	1.16	1.43	1.57	1.71	9	8	7	1
							18	14	12	2
600603.SH	广汇物流	7.90	0.46	0.62	0.84	1.53	13	9	5	1
	估值折价幅度						40%	50%	129%	51%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

备注: EPS 为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**1、需求下滑致使红淖铁路周转量低于预期:** 全球经济重启带动国内制造业复苏, 下游制造业的发展是公司业绩的主要驱动力之一。若不确定性事件反复, 经济增速受到负面影响, 需求下滑导致公司周转量减少, 公司收入和利润存在低于预期的风险。

**2、将淖铁路项目建设进度低于预期:** 预计将淖铁路项目持续推进, 若不确定性事件反复, 工程建设进度受到负面影响, 则淖铁路项目建设进度存在低于预期的风险。

## 财务摘要

## 合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,394	3,317	5,385	7,680	8,531
营业收入	4,394	3,317	5,385	7,680	8,531
营业总成本	2,945	2,407	4,556	6,248	6,024
营业成本	2,326	1,851	3,467	4,690	4,208
税金及附加	398	257	415	594	657
销售费用	69	148	237	349	375
管理费用	120	92	151	226	239
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	34	59	288	389	546
其他收益	1	69	30	5	50
投资收益	18	23	0	-15	20
公允价值变动收益	-140	-4	0	0	0
信用减值损失	-160	-78	0	0	0
资产减值损失	-28	-156	181	0	0
营业利润	1,139	764	1,039	1,422	2,577
营业外收支	-9	-2	0	0	0
利润总额	1,130	763	1,039	1,422	2,577
所得税	284	175	247	341	607
净利润	845	587	793	1,081	1,970
少数股东损益	22	14	19	26	48
归母净利润	824	573	773	1,055	1,922

资料来源: wind, 申万宏源研究

## 合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	845	587	793	1,081	1,970
加: 折旧摊销减值	41	187	-102	79	79
财务费用	106	90	288	389	546
非经营损失	-53	-98	0	15	-20
营运资本变动	585	491	-911	-326	145
其它	160	78	238	0	0
经营活动现金流	1,685	1,335	305	1,238	2,720
资本开支	206	137	0	0	0
其它投资现金流	-293	-720	0	-15	20
投资活动现金流	-498	-857	0	-15	20
吸收投资	69	0	0	0	0
负债净变化	-207	-754	413	-722	480
支付股利、利息	752	452	288	389	546
其它融资现金流	-824	-80	0	0	0
融资活动现金流	-1,714	-1,286	125	-1,111	-66
净现金流	-	-	-	-	-

资料来源: wind, 申万宏源研究

**合并资产负债表**

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,677	7,977	9,261	9,699	12,228
现金及等价物	3,198	1,820	2,251	2,363	5,037
应收款项	1,478	518	909	1,153	1,236
存货净额	6,630	5,190	5,890	5,973	5,745
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	371	448	210	210	210
长期投资	150	191	191	191	191
固定资产	701	739	723	708	693
无形资产及其他资产	5,562	6,010	5,947	5,883	5,820
资产总计	18,091	14,916	16,122	16,481	18,931
流动负债	7,908	7,010	7,443	6,551	6,551
短期借款	669	609	1,042	150	150
应付款项	3,918	2,978	2,978	2,978	2,978
其它流动负债	3,321	3,424	3,424	3,424	3,424
非流动负债	2,187	1,869	1,849	2,019	2,499
负债合计	10,094	8,879	9,292	8,570	9,050
股本	1,698	1,698	1,255	1,255	1,255
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,059	-298	145	145	145
盈余公积	420	0	0	0	0
未分配利润	4,164	3,972	4,745	5,800	7,722
少数股东权益	655	665	685	711	759
股东权益	7,996	6,037	6,830	7,911	9,881
负债和股东权益合计	18,091	14,916	16,122	16,481	18,931

资料来源: wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。