

# 广汇物流 (600603)

## 将淖铁路通车兑现，运量增长铸就疆煤外运大动脉

买入 (首次)

2024年01月18日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书: S0600123070008

liaolq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,019	3,483	8,445	10,910
同比	16%	-31%	142%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	542	583	1,301	1,656
同比	-12%	8%	123%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.44	0.47	1.06	1.35
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.36	16.14	7.23	5.68

关键词: #产能扩张

投资要点

- **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2015年的25%增至2022年的43%。2022年云川渝甘宁5省煤炭缺口合计1.84亿吨，较2015年的8977万吨增长104.69%。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。将淖铁路建成后，原准东地区货物若从将淖-红淖线出疆将比从乌将-兰新线过红柳河出疆的货物运距减少300公里，缩短近28%的运输距离。同时走将淖-红淖线可缩短30%的运输时间，能够大幅提升物流效率。对标大秦朔黄铁路，“将淖红”铁路盈利能力提升空间可期。假设23-25年红淖铁路货运量为930万吨，2100万吨和2300万吨，经测算23年公司铁路业务税后归母净利润规模为3.05亿元，24-25年业绩分别为6.81亿元和7.46亿元，大幅增厚公司业绩。此外，铁总积极推进煤炭运输“公转铁”应转尽转，要求晋陕蒙煤炭主产区中远距离煤炭铁路运输占比力争达到90%，后续运量有望大幅提升。
- **延伸布局能源基地，完善能源物流体系营运闭环。**公司向下游延伸布局广元、柳沟、宁东和明水等四大综合能源物流基地，将在一定程度上作用于提高原有铁路运输业务周转率，同时也为整体业绩增添又一驱动力。根据公司公告，目前柳沟基地年煤炭运营量达1200万吨；广元、宁东基地正在筹备建设中，测算项目达产后近期每年将分别贡献毛利1.87和2.14亿元，远期将分别贡献毛利3.13和2.61亿元。
- **盈利预测与投资评级：**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，预计公司2023-2025年EPS为0.47元、1.06元、1.35元，当前（2024年1月17日）市值对应PE分别为16X、7X、6X。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。2023年-2025年行业平均估值PE分别为14X、11X、9X。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，首次覆盖给予“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；煤价大幅下跌。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.64
一年最低/最高价	5.76/9.48
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	9,401.40
总市值(百万元)	9,401.40

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(% ,LF)	69.57
总股本(百万股)	1,230.55
流通 A 股(百万股)	1,230.55

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时</b> .....	<b>4</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：能源供给不足衍生能源安全担忧，疆煤保供外运大势所趋.....	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 .....	8
2.3. 人和：延伸布局能源物流基地，协调运力和完善市场布局并举.....	14
<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> .....	<b>16</b>
3.1. 对标早期大秦、朔黄铁路，盈利提升空间可期.....	16
3.2. 铁路运能稳步提升，业绩弹性显著.....	17
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
4.1. 主要业务贡献拆分.....	19
4.2. 盈利预测与估值.....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

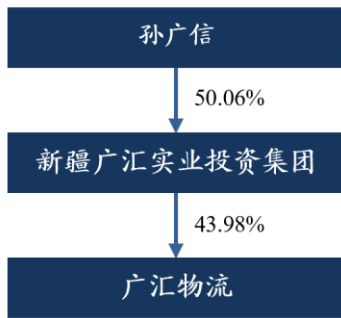
图 1:	截至 2023 年 9 月 30 日公司与实控人产权关系.....	4
图 2:	截至 2023 年 9 月 30 日广汇物流股权结构.....	4
图 3:	公司发展历程.....	4
图 4:	21 年以来煤炭价格高位震荡 (元/吨, 美元/吨) .....	6
图 5:	2015-2022 年甘肃煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 6:	2015-2022 宁夏煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 7:	2015-2022E 四川煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 8:	2015-2022 重庆煤炭供需结构图 (万吨) .....	7
图 9:	将淖铁路示意图.....	10
图 10:	红淖铁路示意图.....	10
图 11:	将淖红铁路”串联三个新疆地区最大的产煤区 .....	11
图 12:	疆煤外运示意图.....	12
图 13:	2017 年 9 月-2024 年 1 月煤炭价格走势(元/吨) .....	13
图 14:	四大物流基地示意图.....	15
图 15:	大秦铁路上市初期运量与盈利能力变化 (万吨,%) .....	17
图 16:	大秦铁路上市初期估值变化.....	20
表 1:	云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大 (万吨, %) .....	8
表 2:	新疆煤炭资源开发布局 (亿吨, %, 万吨/年) .....	8
表 3:	2030 年准东经济技术开发区产能增幅 (万吨/年, %, 亿方/年) .....	9
表 4:	不同区域煤炭销售总成本测算表.....	13
表 5:	港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨) .....	14
表 6:	公司现有能源物流基地项目情况.....	16
表 7:	大秦、朔黄、红淖、将淖铁路基本信息 (公里, 元/吨公里, 亿吨/年) .....	16
表 8:	红淖、将淖铁路利润测算 (亿元, 元/吨公里, 万吨, 元/吨) .....	18
表 9:	可比公司估值比较 (元/股, 倍) .....	20

## 1. 疆煤外运大通道，“西部大秦”崛起进行时

背靠新疆广汇集团，疆煤外运龙头上市公司。广汇物流股份有限公司（简称广汇物流）前身为新疆亚中物流商务网络有限公司，成立于2000年8月。2016年12月，公司通过重组“大洲兴业”100%股权登陆A股沪市主板，并于次年3月正式更名为广汇物流股份有限公司。

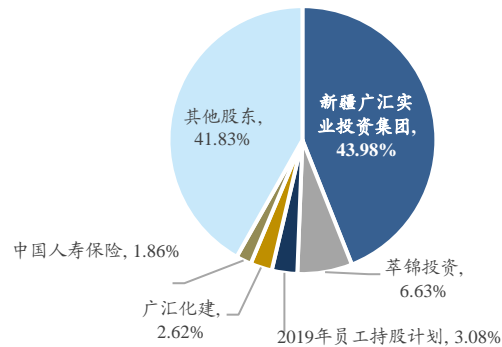
截至2023年9月30日，公司第一大股东为新疆广汇实业投资集团，持股43.98%，实控人为孙广信。公司是集团旗下继广汇能源、广汇汽车、广汇宝信之后第四家上市公司，是广汇集团唯一的现代物流平台。

图1: 截至2023年9月30日公司与实控人产权关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 截至2023年9月30日广汇物流股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

顺应疆煤外运大趋势，战略转型能源物流。2020年，公司参股建设将淖铁路向能源物流战略转型迈出重要一步；2022年，公司完成红淖铁路92.7708%的股权收购，同时开始经营柳沟物流园区煤炭周转业务，标志着公司主营业务及战略发展方向正式确定。2023年，公司拟定增募资建设宁东及四川广元煤炭基地。未来，公司将加速向能源物流转型，充分利用新疆位于丝绸之路经济带核心区的区位优势 and 新疆煤炭资源优势，定位于“一条铁路、四个基地”，转型成为以能源物流为主业的现代物流上市公司。

图3: 公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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，股权占比 18.92%；于 2022 年 5 月以现金 41.76 亿元收购广汇能源持有新疆红淖三铁路有限公司 92.7708% 的股权，向能源物流主业稳步迈进。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。

公司业务板块分为能源物流、亚中物流和蜀信实业三大板块。其中能源物流下设 6 家公司，主要从事铁路运输、能源产品投资等行业；亚中物流下设 9 家子公司，主要从事商业租赁、保理业务、冷链物流和供应链金融服务行业；蜀信公司下设 7 家房地产公司，主要从事房地产开发行业。

2019 年公司承诺不再开展阶段性房地产业务并做出退出安排，随着 2024 年公司房地产存续项目的出售完成后，公司将陆续退出房地产业务。除此之外，公司在 2023 年 12 月 22 日公告，将公司控股的汇融通（成都）供应链管理有限责任公司 100% 股权，转让给公司控股股东新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司。此举在于，公司将逐步退出能源物流以外的其他业务，公司未来将主要聚焦“能源物流”业务。未来伴随“三通道+四基地”战略部署逐步实施落地，叠加“将淖红铁路”资源优势加持，预计公司能源物流业务将持续稳定发力，带动业绩表现保持增长态势。

## 2. “西部大秦”疆煤外运的“天时、地利、人和”

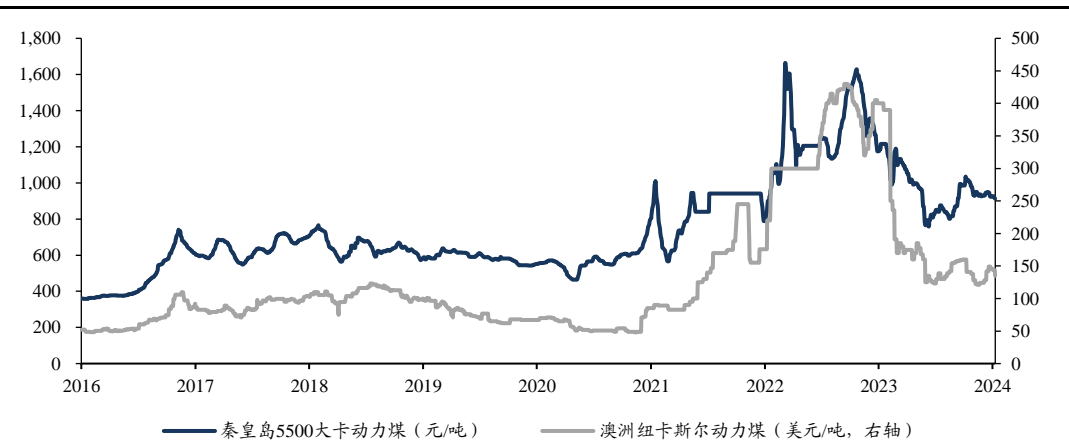
在未来煤炭供应方面，“三西”地区无大规模新增煤炭产能，中东部产能加速退出，西部供应基地建设势在必行。“碳中和”政策造成国内煤炭行业固定资产投资意愿大幅下降，但是全国煤炭需求仍稳定小幅增长，致使全国煤炭供需趋紧。面对东部地区中小矿区资源枯竭、落后产能退出的现状，西部地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。尤其是大西南川渝云贵地区和甘肃地区，由于陕北、蒙西煤炭越来越多向东部地区输送，造成该区域供给缺口加速扩大，亟需疆煤外运保障能源供应。

### 2.1. 天时：能源供给不足衍生能源安全担忧，疆煤保供外运大势所趋

能源供给不足衍生能源安全担忧，煤炭保供势在必行。近年“碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿，造成供给端相对刚性，而需求端用电需求稳步增长，使得煤炭供需趋紧。2021年以来，极端天气、俄乌冲突等多重因素进一步加剧了煤炭等基础能源供给不足的问题，供需矛盾激化使得全球范围内煤价大幅上涨，影响了居民日常用电和工业平稳运行。因此，在能源安全要求下，我国煤炭增产保供外运成为必然趋势。

东部煤炭资源逐渐枯竭，西部地区成为煤炭增产保供核心。我国煤炭资源分布总体呈“西多东少，北富南贫”的特点，面对东部地区中小煤矿资源逐渐枯竭、落后产能加速退出的现状，西部地区尤其是新疆地区承担着稳固能源供给，保障经济平稳运行的重要任务。

图4：21年以来煤炭价格高位震荡（元/吨，美元/吨）



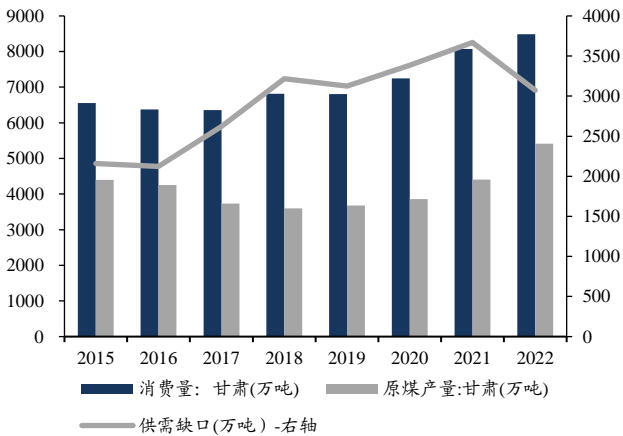
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。由于2015年至2022年，云川渝甘宁5省煤炭缺口不断扩大，缺口占总消费量比重从2015年的25%增至2022年的43%。2022年云川渝甘宁5省煤炭缺口合计1.84亿吨，较2015年的8977万吨增长104.69%。其中，宁夏煤炭缺口高达6528万吨，重庆煤炭

缺口 4071 万吨。

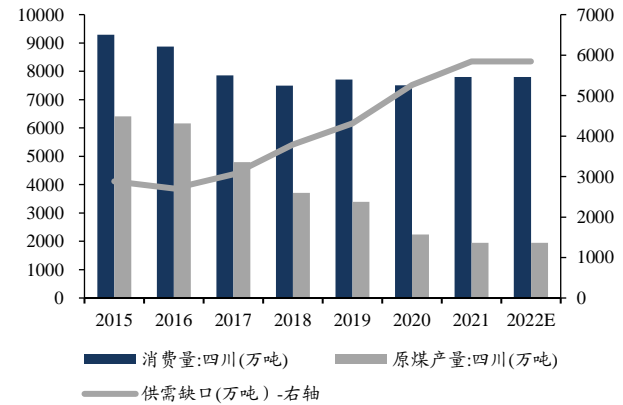
而疆煤资源丰富，且坑口成本较三西地区具备显著优势，可为弥补大西南地区煤炭需求缺口提供重要保障，疆煤外运刻不容缓。新疆煤炭资源丰富，且具有开采容易的特点，在坑口成本方面存在明显优势，可成为弥补大西南地区煤炭需求缺口的重要来源。但前期受制于缺乏高效的运输通道，运力受到限制且运输成本较高，煤炭外运出疆受到一定阻碍。随着云贵川渝甘宁省份用煤需求逐步增长，缺口逐年扩大，疆煤外运工程发展刻不容缓。

图5：2015-2022 年甘肃煤炭供需结构图（万吨）



数据来源：甘肃省统计局，东吴证券研究所

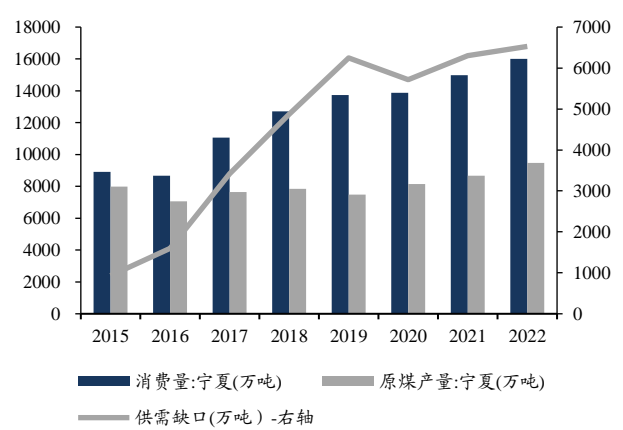
图7：2015-2022E 四川煤炭供需结构图（万吨）



数据来源：四川省统计局，东吴证券研究所

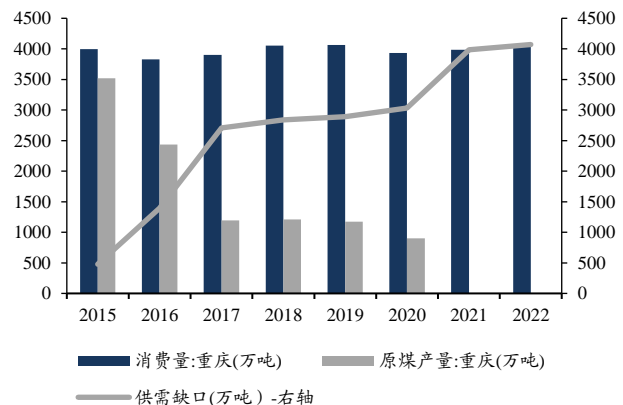
由于四川省统计局暂未发布《四川省统计年鉴》，因此我们假设四川煤炭生产和消费量与去年持平

图6：2015-2022 宁夏煤炭供需结构图（万吨）



数据来源：宁夏回族自治区统计局，东吴证券研究所

图8：2015-2022 重庆煤炭供需结构图（万吨）



数据来源：重庆市统计局，东吴证券研究所

表1: 云川渝甘宁 5 省煤炭缺口不断扩大 (万吨, %)

	消费	产量	缺口合计	占比
2014	39053	29604	9449	24%
2015	36461	27483	8977	25%
2016	35204	24512	10691	30%
2017	36385	22050	14336	39%
2018	38479	21091	17389	45%
2019	39842	21252	18590	47%
2020	39596	20651	18945	48%
2021	42753	21129	21624	51%
2022	43082	24707	18375	43%

数据来源: 各省市统计局; 东吴证券研究所

## 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

煤炭供应保障政策持续发力, 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”时期, 新疆地区将以增产增供为基本原则, 计划 2025 年新疆地区达成年产能 4.6 亿吨以上、产量 4 亿吨以上的总量任务。

表2: 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”计划新增产能 (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
<b>合计</b>		<b>4499</b>	<b>100%</b>	<b>16420</b>	

数据来源: 煤炭工业网, 东吴证券研究所

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，预计区域内各煤炭相关产业产能规模均将实现大幅上涨。

表3: 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	2030E	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%

数据来源: 准东经济技术开发区网站, 东吴证券研究所

**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，运量相对较小，难以满足疆煤外运的需求。而铁路运输具有运量大、运距长、价格低等特点，更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的我国煤炭供需不平衡的重要方法。

为此，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，为资源运输专线建设搭建了基本框架。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。

**公司参股将淖铁路，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%。2023年9月21日，将淖铁路3标段已完成线路动态验收，首趟动态试验列车从将军庙站出发至淖毛湖站。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，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，进一步实现了煤炭长距离运输“公转铁”“散转集”的规划宗旨。

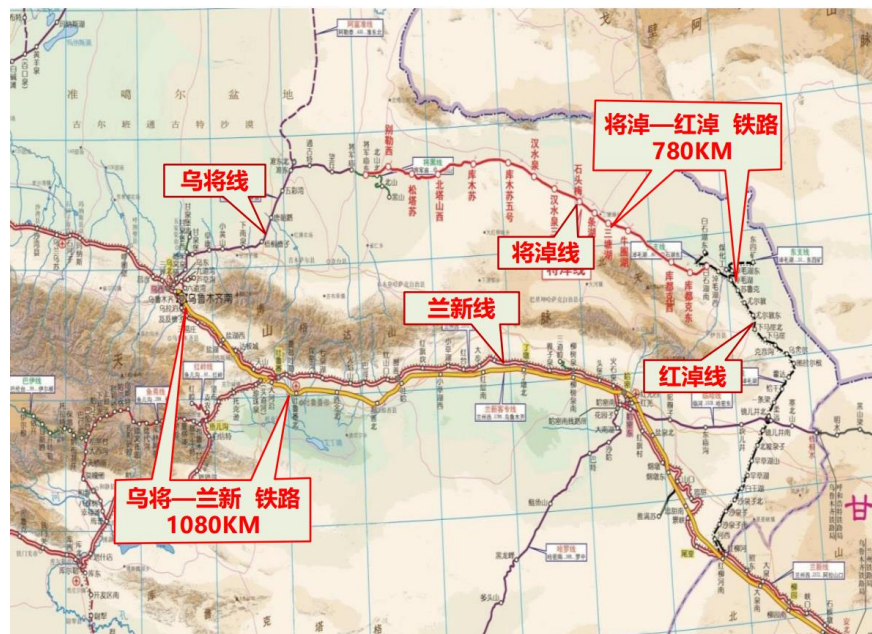
图9：将淖铁路示意图



数据来源：新疆维吾尔自治区人民政府网，东吴证券研究所

**并购红淖铁路，壮大铁路运输范围。**广汇物流于2022年5月以41.76亿元现金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。红淖铁路是目前新疆哈密淖毛湖地区重要的出疆铁路，是连通出疆“主通道”兰新铁路和“北翼通道”临哈铁路的关键线路。其全长435公里，是以煤炭集运为主的货运铁路，当期设计年运能为3950万吨，远期规划年运能1.5亿吨。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，已于2019年1月进入试运营阶段，并于2020年11月正式投产转固。

图10：红淖铁路示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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，运输效率显著提升。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。

而将淖铁路建成后，原准东地区货物若从将淖-红淖线出疆将比从乌将-兰新线过红柳河出疆的货物运距减少 300 公里，缩短近 28% 的运输距离。同时走将淖-红淖线可缩短 30% 的运输时间，能够大幅提升物流效率。

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。根据新疆发改委，截至 2022 年 6 月底，吐哈区现有在产煤矿产能 9613 万吨/年，占新疆在产煤矿总产能的 30.74%。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》，“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 38.61%。“将淖铁路+红淖铁路”将三个新疆地区最大的产煤区相串联，货运需求充足，在疆煤运输扮演了重要角色。

图 11：将淖红铁路”串联三个新疆地区最大的产煤区



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**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12: 疆煤外运示意图



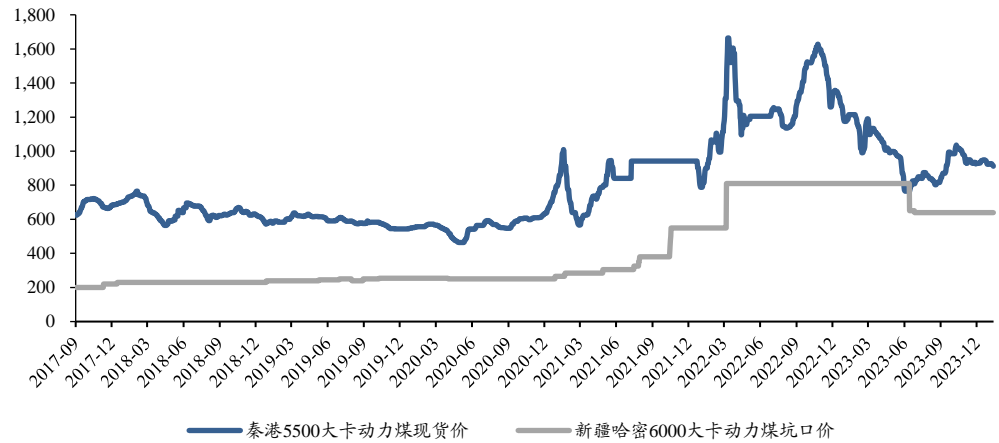
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**近年煤价维持相对高位, 促使疆煤外运走进现实。**近年来随着“ESG 投资限制”和“碳中和政策”的加快推进, 供给边际增速收缩, 而需求稳定增长, 最终造成供需失衡, 出现 2021 年以来全球煤价大幅上涨的局面。秦港 5500 大卡动力煤现货均价一路由 2020 年 570 元/吨大幅上涨至 2021 年 853 元/吨, 而后又进一步攀升至 2022 年 1265 元/吨, 涨幅高达 121.92%。新疆哈密 6000 大卡动力煤坑口均价也由 2021 年 366 元/吨一路上涨至 2022 年 764 元/吨, 涨幅达 108.75%。

**2023 年国际进口冲击导致煤价下跌, 但仍处历史高位。**受煤炭进口数量大增影响, 23 年以来煤价高位回落。2023 年秦港 5500 大卡动力煤现货年均价和新疆哈密 6000 大卡动力煤坑口年均价分别为 970 元/吨和 717 元/吨, 较年初下跌 23%和 6%, 但仍处于 2017 年 4 月以来的 79%分位和 81%分位。**港口煤价高企打开疆煤利润空间, 促使疆煤外运走进现实。**

中长期来看, 未来随着部分资源枯竭型产能逐步退出, 国内煤炭供给情况预计仍然偏紧, 煤价中枢将维持相对高位, 支撑“疆煤外运”战略有效落地。

图13: 2017年9月-2024年1月煤炭价格走势(元/吨)



数据来源: 中国煤炭市场网, Wind, 东吴证券研究所

即便在后续悲观情况下,国内煤炭供需宽松预期得到进一步增强,考虑到疆煤的成本优势在疆外市场有较强的价格竞争力,我们预期悲观情况也不会影响疆煤外运。

煤炭外运总成本主要由开采成本与运输成本两部分组成。疆煤开采完全成本约 130 元/吨,远低于陕蒙地区 260-320 元/吨水平,开采成本优势显著。但由于地处新疆位置偏远,运输成本较高,以往对于疆煤外运形成较大制约,不过通过将淖红铁路的运力加持,运输成本明显下降,成功打破疆煤外运瓶颈。

经测算,以 5500 大卡动力煤为例,吐哈矿区煤炭在甘肃和四川市场的总成本分别约为 446 元/吨和 536 元/吨,较陕西地区煤炭已经有总成本优势;而吐哈矿区煤炭在宁夏市场的总成本约为 445 元/吨,仅略高于内蒙古鄂尔多斯煤炭,较陕西地区煤炭仍有总成本优势。因此,总体上新疆吐哈矿区煤炭在西部地区市场上已经具备较强的成本优势。

表4: 不同区域煤炭销售总成本测算表

目的区域	煤炭产地	运距 (km)	运费 (元/吨)	开采成本 (元/吨)	税后总成本 (元/吨)
甘肃兰州	新疆淖毛湖	1604	272	130	446
	新疆将军庙	2216	443.2	130	617
	内蒙古鄂尔多斯	934	168	260	516
四川广元	新疆淖毛湖	2149	362	130	536
	新疆将军庙	2761	552	130	726
	陕西榆林	1026	185	320	614
宁夏银川	新疆淖毛湖	1304	271	130	445
	新疆将军庙	1916	383	130	557
	陕西榆林	416	75	320	504
	内蒙古鄂尔多斯	422	76	260	424

数据来源: 公司公告, 煤炭市场网, 东吴证券研究所

注: 煤炭销售税后总成本=运费+开采成本\*(1+增值税+企业所得税+资源税)

极端悲观情况下，即使国内环渤海港口煤价大幅下跌至 500-700 元/吨低位水平，吐哈矿区煤炭外运仍然具备经济性。其中在甘肃和宁夏市场，港口煤价跌至 600 元/吨时，新疆淖毛湖煤炭总成本仍低于当地售价；在四川市场，港口煤价跌至 500 元/吨时，吐哈煤炭销售仍有明显利润。

而当港口煤价大幅下跌至 500-700 元/吨的低位水平时，准东矿区煤炭运至甘肃地区已不具备经济性，而运至四川、宁夏仍然具备经济性。在甘肃市场，港口煤价跌至 700 元/吨时，公司煤炭总成本已高于当地售价；而在四川、宁夏市场，港口煤价跌至 500-600 元/吨时，准东矿区煤炭销售仍有明显利润。

表5: 港口和西部地区 5500 大卡动力煤历史价格对应表 (元/吨)

秦皇岛港煤价	1200	900	800	700	600	500
甘肃	704	700	668	465	465	376
四川	1161	1157	1155	758	758	735
宁夏	892	802	655	600	510	394

数据来源：煤炭市场网，东吴证券研究所

综上所述，新疆煤炭在西部市场具有显著成本优势，有力保障了后续新增产能在疆外市场的扩展和销售，有望赋予公司能源物流板块高盈利弹性，另一方面长期来看也有助于公司煤炭业绩的持续释放。

### 2.3. 人和：延伸布局能源物流基地，协调运力和完善市场布局并举

公司在现有“外运三通道”的基础之上，围绕甘肃、四川和宁夏地区向下游延伸布局“四大综合能源物流基地”，将节点编制成网向外辐射延伸，形成完整的能源物流营运闭环。能源物流基地的部署，在一定程度上有利于提高原有铁路运输业务的周转率，同时也为公司整体业绩增添又一驱动力。

**(1) 广元综合能源物流基地：**2022 年 7 月，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，该物流基地运输半径覆盖川渝云贵地区，项目建成后将进一步提升公司物流和储运优势，填补川渝煤炭需求缺口。

该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。

截至 23 年 8 月，四川广元煤炭储备基地一期工程项目及配套铁路专线已完成项目备案及环评批复。根据公司《募集说明书》，一期项目年周转量达到 680 万吨/年后，每年预计贡献毛利 1.87 亿元；年周转量达到 1005 万吨/年后，每年预计平均贡献毛利 3.13

亿元。

**(2) 宁夏宁东综合能源物流基地：**2023年2月，公司控股股东广汇集团与宁夏宁东能源化工基地管委会共同签署了《投资合作协议》，就新建宁东综合能源物流基地项目达成合作，投资25亿元建设宁东综合物流基地，项目通过铁路专用线及煤炭仓储业务实施疆煤外运战略，填补宁夏地区用煤需求缺口。

该项目计划分两期建设，一期计划于2023年初开工建设，设计煤炭运营量为1000-3000万吨，静态储煤量100万吨；待一期项目年煤炭运营量达到3000万吨后，计划投入建设二期项目。二期项目投运后，将实现设计煤炭运营量3000-5000万吨，静态储煤量200万吨

截至23年8月，宁东煤炭储运一期项目及配套专线铁路已完成项目备案和环评手续批复。根据公司《募集说明书》，项目年周转量达产1000万吨/年后，预计每年平均贡献毛利2.14亿元；年周转量达到1150万吨/年后，预计每年平均贡献毛利2.61亿元。

**(3) 甘肃柳沟综合能源物流基地：**2022年9月，公司以4784.87万元/年的含税价格租赁柳沟物流园相关资产，布局柳沟综合能源物流基地。该物流园可以快速承接来自哈密地区和准东地区以公路运输的煤炭资源，并实现公转铁无缝转换，使广汇物流从单一的红淖铁路煤炭资源承接者直接升级为可同时承接来自铁路和公路煤炭资源的能源物流服务商。

根据公司官网，目前柳沟综合物流基地的年煤炭运营量为1200万吨，并计划在23年规划改造后提升至3000万吨/年，目前柳沟物流园是淖毛湖煤炭基地向东运输进入河西走廊的重要集散基地，运输辐射范围涵盖甘肃全域及青海以西。

**(4) 甘肃明水能源物流基地：**23年7月，公司设立甘肃广汇疆煤物流公司，主要为马鬃山地区煤炭集散发运提供服务，经临哈铁路辐射至甘肃、宁夏及冀中原等地区，调节季节差异及市场需求。

图14：四大物流基地示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前，公司正加快部署疆煤外运“三通道—四基地”，布局煤炭储配延伸能源物流业务，实现资源配置效率提高和公司业绩增长共振。

从资源配置角度来看，在资源紧缺地区布局储运基地，可以将煤炭等新疆优势能源产品进行销售前移，把物流基地作为煤炭产品销售的前置仓，更具效率地满足当地需求缺口。同时，能源物流基地可以利用“淡储旺用”进行煤炭战略储备，调节季节差异所带来的煤炭市场供需阶段性错配。此外，“点对点”运输模式也有利于提高疆煤外运量和铁路运输效率，进一步增强疆煤在终端市场的竞争力。

从公司发展角度来看，公司可以充分发挥物流基地的节点辐射效应，使其相互形成物流支撑，从而提高能源物流响应效率，扩大终端市场份额，增厚能源物流主业收益。

表6：公司现有能源物流基地项目情况

项目名称	运营形式	辐射范围	投资总额	静态储煤量	设计年煤炭周转量	建设进度
广元综合能源物流基地	自建	川渝云贵地区	55 亿元	60 万吨	一期不低于 1000 万吨； 二期 2000-3000 万吨	一期预计 22 年 10 月开工，24 年底投产； 二期预计 25 年 5 月开工，27 年 6 月底前投产
宁东综合能源物流基地	自建	宁夏地区	25 亿元	一期 100 万吨； 二期 200 万吨	一期 3000 万吨； 二期 3000-5000 万吨	一期预计 23 年初开工，周期预计为 12 个月； 一期年煤炭运营量达到 3000 万吨后开始二期建设
柳沟综合能源物流基地	租赁	甘肃全域及青海以西	2.87 亿元		1200 万吨，23 年规划改造后将达 3000 万吨	运营中

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 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”煤炭从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”。

表7：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	4.51	4.6
朔黄铁路	朔州	黄骅港	598	0.120	3.50	4.5
红淖铁路	淖毛湖	红柳河	435	0.225	0.40	1.5
将淖铁路	将军庙	淖毛湖	432	0.250	0.48	1.5-2.0

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所



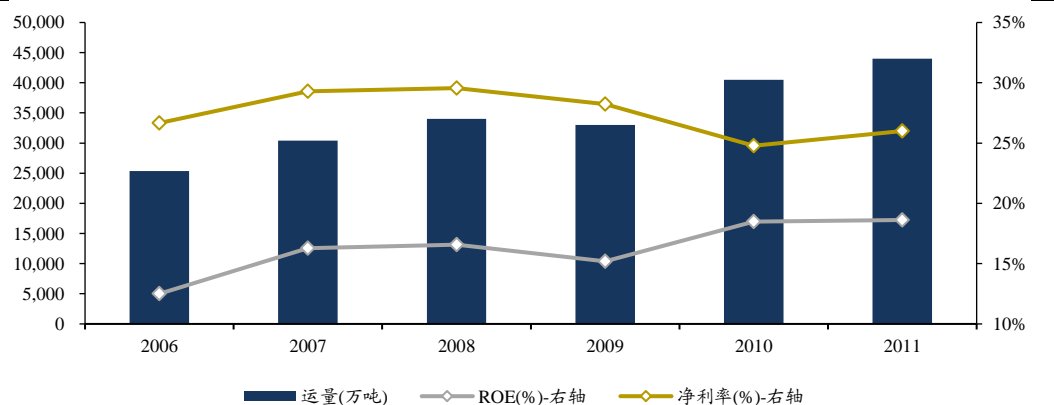
**地理位置优越，成长潜力巨大。**相较于大秦线和朔黄线，新疆为国家增产保供的重点区域，其煤炭产量增量预期将高于“三西”地区，且周边还有丰富的煤化工及其他矿产资源企业，将有力支撑将淖、红淖铁路的运输需求。

**铁总发文力推“公转铁”，煤炭出疆运力有望大幅提升。**2023年6月，国铁集团印发的《关于深入贯彻落实〈国家发展改革委等部门关于加强公路煤炭运输环境污染治理工作的通知〉文件精神的通知》，对大幅减少煤炭公路运输，提升铁路运输占比，推进煤炭运输“公转铁”应转尽转提出了具体目标和工作要求，该要求涵盖所有“疆煤外运”。

《通知》提出工作目标：到2025年，煤炭铁路运输占比持续提升，中长距离（运距500公里以上）原则上都要通过铁路运输，其中晋陕蒙煤炭主产区中长距离煤炭铁路运输占比力争达到90%。以新疆白石湖矿区为例，仅白石湖矿区到甘肃柳沟的距离就达556公里，这意味着铁路运输将在省际及新疆省内中长距离的煤炭发运中占据绝对主导地位。在该目标下，国内运煤铁路建设和扩能改造将加速进行，有力推动疆煤外运铁路运输线路的扩张，从而大幅提高运力。

**参考同业历史运营经验，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。业绩方面，大秦铁路的净利率由于公司业务范围的不断扩大大于2010年小幅衰减，其余年份均与运量增减变化情况相一致，ROE也随着运量呈增长趋势。从同业运营规律来看，在国内煤炭供需紧平衡的背景和疆煤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15：大秦铁路上市初期运量与盈利能力变化（万吨,%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 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、将淖铁路建成通车叠加临哈联络线获批，将大幅提高疆

**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 20 组列，每列 3500 吨左右，电气化复线改造完工后将核增年运能至 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 4800 万吨/年，远期可达 1.5-2 亿吨/年。将淖铁路为电气化机组，单列运力可达 5000 万吨。此外，哈联络线项目顺利获批，红淖铁路后方通道能力将全面提升。2023 年 6 月 26 日，临哈联络线项目顺利取得新疆维吾尔自治区核准批复。该项目建成投运后，红淖铁路后方通道由原先单一的兰新线变成兰新线和临哈线“双通道”，后方通道能力全面提升，综合影响下，未来疆煤外运的运力有望大幅提升。

**红淖铁路资产包含业绩承诺，保障业绩下限。**对手方广汇能源承诺新疆红淖三铁路有限公司 2022 年度、2023 年度和 2024 年度扣除非经常性损益后净利润分别不低于 15932.26 万元、35098.04 万元和 49627.69 万元，如未实现，以现金方式支付补偿金额。2022 年，红淖铁路公司实现扣非净利润 20389.47 万元，业绩承诺完成率达 127.98%。

红淖三铁路有限公司于 2021 年开始盈利，营业利润为 0.45 亿元。假设 2023-2025 红淖三铁路运费维持 0.225 元/吨不变，2023-2025 年红淖铁路货运量为 930 万吨，2100 万吨和 2300 万吨，远期 2028 年达 1 亿吨，2030 年可达 1.5 亿吨。将淖铁路运费假设为 0.25 元/吨，2023 年-2025 年货运量分别为 300 万吨、400 万吨，经测算广汇物流铁路业务 23/24/25 年税后归母净利润分别为 3.05 /6.81 /7.46 亿元，公司业绩有望大幅增厚。

表8：红淖、将淖铁路利润测算（亿元，元/吨公里，万吨，元/吨）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>红淖铁路</b>						
营业收入(亿元)	0.64	10.04	11.41	15.71	30.78	33.56
其中：红淖铁路吨运费（元/吨公里）	0.225	0.225	0.225	0.250	0.250	0.250
将淖过货吨运费（元/吨公里）					0.250	0.250
国铁过货吨运费（元/吨公里）					0.167	0.167
装卸费（元/吨）	11.20	11.20	11.20	60.00	60.00	60.00
始发运量（万吨）	85	1179	1010	930	1500	1600
		1289.62%	-14.36%	-7.92%	61.29%	6.67%
过货量（万吨）					600	700
其中：将淖铁路过货量（万吨）					300	400
其中：国铁过货量（万吨）					300	300
营业成本（亿元）	0.54	6.48	6.92	9.58	17.55	18.63
三费等费用合计（亿元）	0.40	3.11	2.29	2.63	5.63	6.65
营业利润(亿元)	-0.31	0.45	2.20	3.49	7.61	8.29
税后归母净利润（亿元）		0.42	1.92	3.05	6.65	7.24
<b>将淖铁路</b>						
营业收入(亿元)					3.23	4.30
其中：吨运费（元/吨公里）					0.250	0.250

运量 (万吨)			300	400
营业成本 (亿元)			1.73	2.30
三费等费用合计 (亿元)			0.62	0.83
营业利润(亿元)			0.88	1.17
税后归母净利润 (亿元)			0.17	0.22
归母净利润总和 (亿元)		1.92	3.05	6.81
				7.46

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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 24-25 年免征所得税；
- 3、广汇物流从 2022 年起拥有红淖铁路 99.8237% 的股权，拥有将淖铁路 18.92% 的股权；
- 4、将淖铁路运费假设和红淖铁路一致，即 0.225 元/吨公里。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 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 2023-2025 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 2023-2025 年盈利做出假设：

#### 能源物流业务：

货运量上，考虑到将淖铁路通车将为红淖铁路带来过货增量，假设 2023-2025 年红淖铁路始发运量为 930、1500、1600 万吨，将淖铁路过货量分别为 0、300、400 万吨，国铁过货量分别为 0、300、300 万吨。此外，考虑到下游物流基地将逐步增厚公司业绩，我们假设 2023-2025 年能源物流业务的营收增速分别为 58%、108%、18%。

#### 房地产业务：

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，现有项目进度，我们假设房地产 2023-2025 年新增结转面积分别为 16.15/13.63/5.84 万平方米，2023-2025 年房地产业务的营收增速分别为-64%、-17%、-58%。

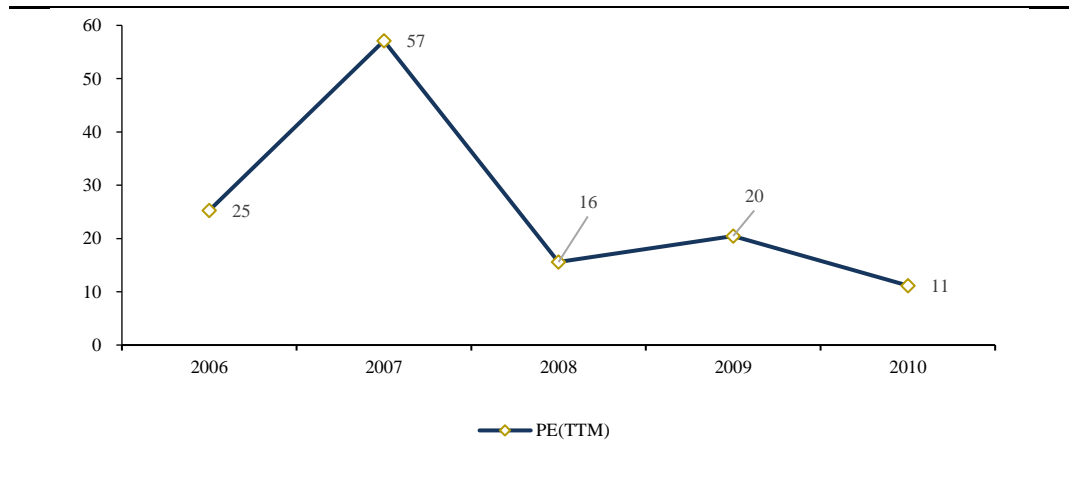
### 4.2. 盈利预测与估值

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，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.47 元、1.06 元、1.35 元，当前（2024 年 1 月 17 日）市值对应 PE 分别为 16X、7X、6X。

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。2023年-2025年行业平均估值PE分别为14X、11X、9X。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,首次覆盖给予“买入”评级。

图16: 大秦铁路上市初期估值变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表9: 可比公司估值比较 (元/股, 倍)

代码	简称	2024/1/17	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E	静态
		收盘价 (元)	EPS (元)	EPS (元)	EPS (元)	EPS (元)	P/E	P/E	P/E	PB
002352.SZ	顺丰控股	38.70	1.26	1.80	2.33	2.92	22	17	13	2
601006.SH	大秦铁路	7.37	0.75	0.85	0.86	0.85	9	9	9	1
001979.SZ	招商蛇口	8.31	0.55	0.78	1.15	1.42	11	7	6	1
							14	11	9	1
600603.SH	广汇物流	7.64	0.43	0.47	1.06	1.35	16	7	6	2
估值折价幅度							-16%	49%	63%	-19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (备注: 顺丰控股、大秦铁路、招商蛇口 EPS 为 Wind 一致预期)

## 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。若经济增速不及预期, 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, 若工程建设受资金紧张影响, 则将淖铁路项目建设进度存在低于预期的风险。

**3、煤价大幅下跌。** 若未来煤炭需求大幅下滑或者进口煤供给大幅超预期导致煤价大幅下跌, 则疆煤外运不具备经济性, 或导致运量大幅下滑。

广汇物流三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>5,159</b>	<b>3,677</b>	<b>7,802</b>	<b>9,997</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,019</b>	<b>3,483</b>	<b>8,445</b>	<b>10,910</b>
货币资金及交易性金融资产	651	304	2,501	4,282	营业成本(含金融类)	3,538	2,000	5,234	6,929
经营性应收款项	359	256	574	735	税金及附加	146	139	507	818
存货	3,886	2,843	4,388	4,641	销售费用	215	87	211	240
合同资产	0	0	0	0	管理费用	129	209	422	436
其他流动资产	262	274	339	339	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>16,548</b>	<b>17,435</b>	<b>17,774</b>	<b>18,051</b>	财务费用	298	354	360	272
长期股权投资	291	441	491	541	加:其他收益	169	167	169	169
固定资产及使用权资产	7,825	7,725	7,631	7,541	投资净收益	(11)	(10)	13	16
在建工程	2,263	3,100	3,420	3,724	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	245	250	255	260	减值损失	(57)	(62)	(75)	(65)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	3	8	10
长期待摊费用	13	21	29	37	<b>营业利润</b>	<b>792</b>	<b>792</b>	<b>1,825</b>	<b>2,344</b>
其他非流动资产	5,911	5,898	5,948	5,948	营业外净收支	1	(4)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>21,707</b>	<b>21,111</b>	<b>25,575</b>	<b>28,048</b>	<b>利润总额</b>	<b>793</b>	<b>788</b>	<b>1,823</b>	<b>2,343</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,352</b>	<b>5,127</b>	<b>8,795</b>	<b>9,890</b>	减:所得税	182	181	447	586
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,275	2,112	1,712	1,662	<b>净利润</b>	<b>610</b>	<b>607</b>	<b>1,377</b>	<b>1,757</b>
经营性应付款项	3,216	1,831	4,237	4,550	减:少数股东损益	69	24	76	101
合同负债	451	296	718	927	<b>归属母公司净利润</b>	<b>542</b>	<b>583</b>	<b>1,301</b>	<b>1,656</b>
其他流动负债	1,410	888	2,128	2,750	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.47	1.06	1.35
非流动负债	8,945	8,960	8,380	8,000	EBIT	1,104	1,142	2,184	2,615
长期借款	3,491	4,691	4,091	3,691	EBITDA	1,346	1,510	2,563	3,006
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.51	42.59	38.03	36.49
租赁负债	379	369	389	409	归母净利率(%)	10.79	16.72	15.40	15.18
其他非流动负债	5,075	3,900	3,900	3,900	收入增长率(%)	16.15	(30.60)	142.44	29.18
<b>负债合计</b>	<b>15,296</b>	<b>14,087</b>	<b>17,175</b>	<b>17,890</b>	归母净利润增长率(%)	(12.40)	7.56	123.34	27.30
归属母公司股东权益	5,669	6,259	7,560	9,216					
少数股东权益	741	765	841	942					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,410</b>	<b>7,024</b>	<b>8,401</b>	<b>10,158</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,707</b>	<b>21,111</b>	<b>25,575</b>	<b>28,048</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,236	349	4,194	3,134	每股净资产(元)	4.52	5.09	6.14	7.49
投资活动现金流	(909)	(1,234)	(700)	(643)	最新发行在外股份(百万股)	1,231	1,231	1,231	1,231
筹资活动现金流	(1,561)	537	(1,297)	(710)	ROIC(%)	6.73	6.83	11.45	12.86
现金净增加额	(1,234)	(348)	2,197	1,781	ROE-摊薄(%)	9.55	9.31	17.21	17.97
折旧和摊销	242	368	379	391	资产负债率(%)	70.47	66.73	67.15	63.78
资本开支	(488)	(1,111)	(704)	(652)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.36	16.14	7.23	5.68
营运资本变动	43	(989)	2,064	667	P/B(现价)	1.69	1.50	1.24	1.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>