

嘉友国际 (603871.SH) 跨境物流龙头：煤运为基，铜运为矛

2024年05月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/5/20
当前股价(元)	28.45
一年最高最低(元)	29.90/13.13
总市值(亿元)	198.82
流通市值(亿元)	198.82
总股本(亿股)	6.99
流通股本(亿股)	6.99
近3个月换手率(%)	52.11

● 跨境多式联运领头羊，与多矿企强强联合实现共同成长

我国跨境多式联运物流服务领头羊，与国内多矿企合作强强联合实现共同成长。2021年末，公司引入有色行业龙头紫金矿业作为战略投资者。除此外，公司与当地多矿企保持良好合作关系，未来随着非洲地区铜资源的开发，我们预计公司成长性显著。我们预计公司 2024-2026 年将分别实现营收 88.78/107.78/132.61 亿元，将分别实现净利润 13.79/18.20/23.52 亿元，对应 PE 估值 14.4/10.9/8.5 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 煤运为基，中蒙的桥头堡

我国为煤炭消费大国，供给结构看，蒙古及澳大利亚一直是中国炼焦煤进口的主要国家，而蒙古从地区上看，塔本陶勒盖煤矿（TT 矿）距离我国甘其毛都口岸较近，因此塔本陶勒盖煤矿也是我国重要的进口来源。中蒙作为公司的基本盘，公司在甘其毛都口岸这一重要枢纽上，早早布局建立优势。

● 铜运为矛，非洲版图持续绽放，公司迎来高速增长

陆港运输板块：卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目、赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目辐射区域内，两项目合并下，众多矿企均处于该项目的辐射范围，金川国际主要项目例如 Ruashi、Kinsenda，五矿资源的 Kinsevere，中国有色矿业的卢安夏、Mwanbashi、谦比希及金诚信的 Lonshi 项目均处于辐射范围。

跨境多式联运板块：力拓 Oyu Tolgoi 地下矿为 2024 年全球铜矿增量项目之一，我们预计 2024-2027 年 Oyu Tolgoi 总产量分别为 19.9、25.1、30.1、35.2 万吨；紫金矿业 Kamoakakula 三期扩产为 2025 年全球铜矿增量第一大核心项目，我们预计 Kamoakakula 2024-2027 年铜金属产量分别为 44.8、59.2、64.2、63.7 万吨。公司深度绑定两项目，伴随公司及优质项目共同成长。

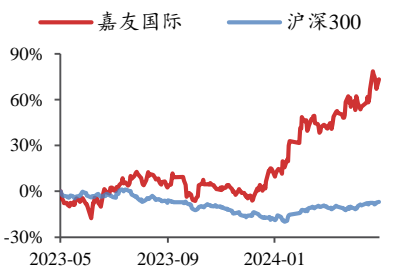
● **风险提示：**地缘政治风险；蒙煤进口量不如预期；项目建设不如预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,829	6,995	8,878	10,778	13,261
YOY(%)	24.2	44.8	26.9	21.4	23.0
归母净利润(百万元)	681	1,039	1,379	1,820	2,352
YOY(%)	98.6	52.6	32.8	32.0	29.3
毛利率(%)	19.3	19.4	20.5	22.1	22.9
净利率(%)	14.1	14.8	15.5	16.9	17.7
ROE(%)	16.1	20.8	21.6	22.9	23.3
EPS(摊薄/元)	0.97	1.49	1.97	2.60	3.37
P/E(倍)	29.2	19.1	14.4	10.9	8.5
P/B(倍)	4.8	4.1	3.2	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、国内跨境物流领头羊，多区域扩张助推业绩增长.....	4
1.1、国内跨境多式联运物流服务领头羊，积极布局陆运物流节点.....	4
1.2、公司股权结构稳定，引入矿业巨头助力发展.....	4
1.3、核心业务助推营收增长，陆港项目发展有望带来增量.....	5
2、蒙煤业务稳中有升，非洲业务增长可期.....	7
2.1、中蒙：先手卡位运输枢纽，公司基本盘较为牢固.....	7
2.2、中亚：合作哈萨克铜业，开拓新版图.....	9
2.3、中非：第二曲线，共“铜”成长.....	9
2.3.1、卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目、赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目.....	11
2.3.2、迪洛洛项目.....	13
2.4、跨境多式联运：非洲版图持续绽放，Kamoa-Kakula 三期放量下持续受益.....	15
3、盈利预测与投资建议.....	16
4、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1：2018 年后公司通过复制蒙古的经营模式，加快在中亚、非洲的跨境物流业务布局.....	4
图 2：公司实控人持有公司股份 42.65%（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	5
图 3：2023 年公司营收同比增长 44.85%至 69.95 亿元（亿元）.....	6
图 4：2023 年公司营收主要来自供应链贸易及跨境多式联运业务.....	6
图 5：2023 年公司毛利润同比增长 45.88%至 13.59 亿元（亿元）.....	6
图 6：2023 年陆港项目服务毛利占比近 20%.....	6
图 7：2024Q1 公司毛利率/归母净利率相较 2023 年提升 0.55pct/0.54pct 至 19.98%/15.39%.....	7
图 8：2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.44%/0.20%/0.24%.....	7
图 9：中国炼焦煤进口量比重近年上行.....	7
图 10：中国炼焦煤进口量各国占比（万吨）.....	7
图 11：主要产铜区出港口目前有五条运输线路.....	10
图 12：卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目示意图.....	12
图 13：卡松巴莱萨-萨卡尼亚为通往达累斯萨拉姆港的重要节点.....	12
图 14：卡萨项目及赞比亚特许项目辐射众多矿区.....	13
图 15：迪洛洛项目在主要铜矿区去往洛比托港的辐射区内.....	14
图 16：迪洛洛项目辐射众多铜矿矿区.....	14
图 17：洛比托港口是 Kamoa-Kakula 运输的最佳选择.....	15
表 1：2023-2025 年公司净利润增长值目标分别为 134%/192%/280%.....	5
表 2：我们预计 Oyu Tolgoi 地下矿 2024-2026 年铜产量分别为 6.9、12.1、17.1 万吨.....	8
表 3：公司与 OT 矿持有者 Oyu Tolgoi LLC 已有多年的合作历史.....	8
表 4：公司在 Oyu Tolgoi 扩产下的利润弹性.....	9
表 5：公司与哈萨克铜业签订合同情况.....	9
表 6：公司于非洲布局的主要项目情况.....	11
表 7：坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目.....	13
表 8：嘉友国际围绕中非持续布局.....	15

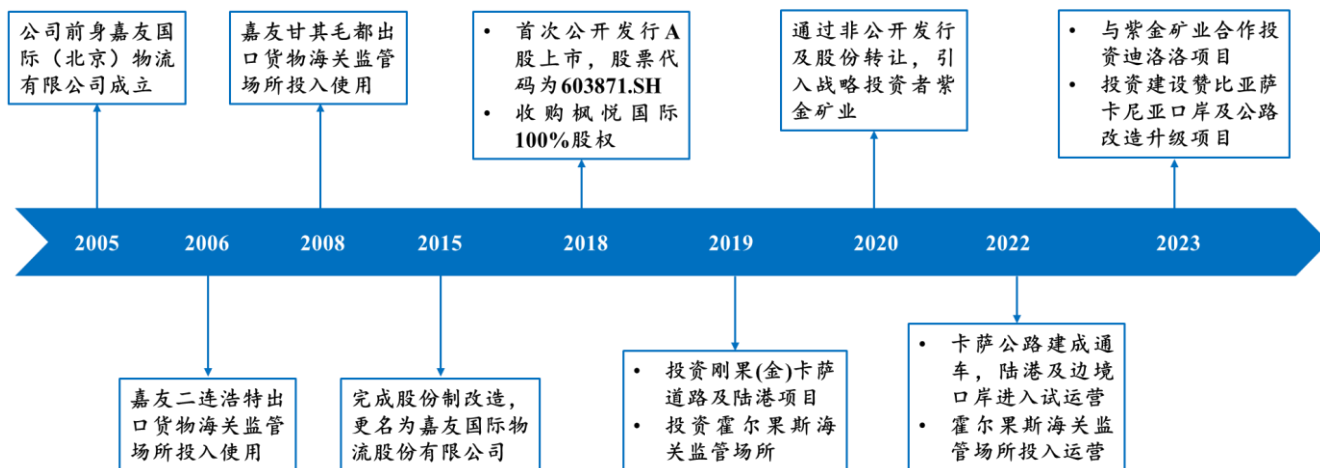
表 9: 我们预计 Kamo-Kakula 2024-2027 年铜产量分别为 44.8、59.2、64.2、63.7 万吨	16
表 10: 公司在 Kamo-Kakula 扩产下的利润弹性	16
表 11: 公司分业务收入预测	17
表 12: 可比公司估值分析 (截至 2024 年 5 月 20 日)	17

1、国内跨境物流领头羊，多区域扩张助推业绩增长

1.1、国内跨境多式联运物流服务领头羊，积极布局陆运物流节点

嘉友国际是我国跨境多式联运物流服务领头羊。2005年，嘉友国际（以下简称“公司”）前身嘉友国际（北京）物流有限公司成立，主要从事进口主焦煤供应链贸易与货代业务，并积极投资建设海关监管场所、保税库等基础设施。2018年，随着蒙煤进口需求量提升，公司首次公开发行A股上市（股票代码：603871.SH），募集资金主要用于巴彦淖尔保税物流中心的建设。2019年，针对中亚、非洲等资源丰富的国家，公司积极投资物流基础设施，推动建设跨境多式联运及陆港项目，形成联动的跨境物流平台。2022年，公司的刚果（金）卡萨项目及中亚的海关监管场所进入运营阶段。2023年，在刚果（金）卡萨项目的成功经验基础上，公司积极推动刚果（金）迪洛洛项目及赞比亚萨卡尼亚口岸项目，加快非洲地区物流节点的布局。

图1：2018年后公司通过复制蒙古的经营模式，加快在中亚、非洲的跨境物流业务布局

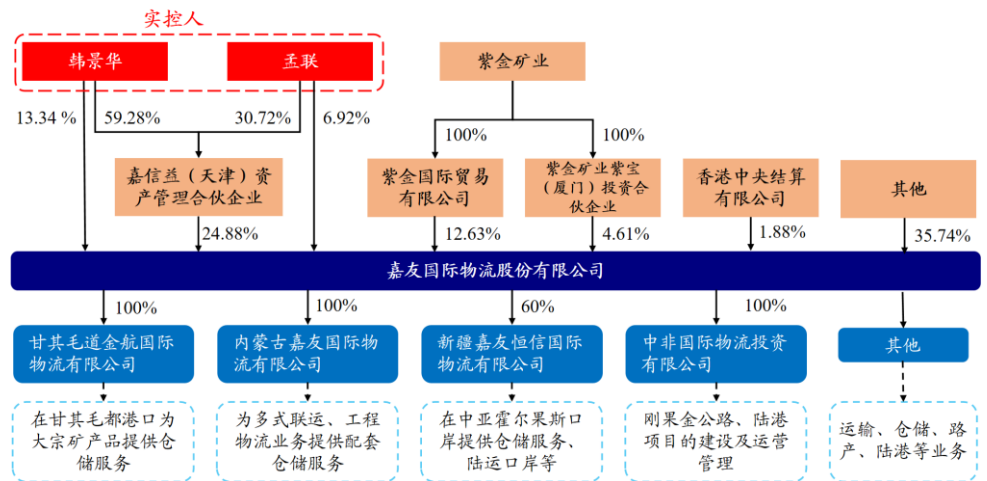


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、公司股权结构稳定，引入矿业巨头助力发展

公司创始人为实控人，持股结构相对稳定。公司截至2024年3月31日，公司创始人及董事长韩景华为实控人，与总经理孟联为一致行动人并对公司实行共同控制，两人分别直接持有公司股份13.34%/6.92%，并通过嘉信益（天津）资产管理合伙企业间接持有公司股份22.39%，实控人合计持有股份42.65%。

公司与多国内多矿企合作实现强强联合，同时引入紫金矿业作为战略投资者。2021年末，公司引入有色行业龙头紫金矿业作为战略投资者，截至2024年3月31日，紫金矿业合计持有公司股份17.24%。紫金矿业在非洲布局多座矿山资源，自身有较大的运输和物流需求，随着公司刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港投入运营，两者能形成协同效应，有助于优势互补实现共赢。

图2：公司实控人持有公司股份 42.65%（截至 2024 年 3 月 31 日）


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司首次提出员工持股计划，确立中期高速增长目标。2022 年末，公司首次推出员工持股计划，拟向监事、高级管理人员、核心管理人员及其他核心骨干人员等受让公司股份 350 万股，占公司总股本约 0.70%。根据持股计划的业绩考核目标，对比 2021 年净利润，公司 2023-2025 年净利润增长率目标值分别为 134%/192%/280%。

表1：2023-2025 年公司净利润增长值目标分别为 134%/192%/280%

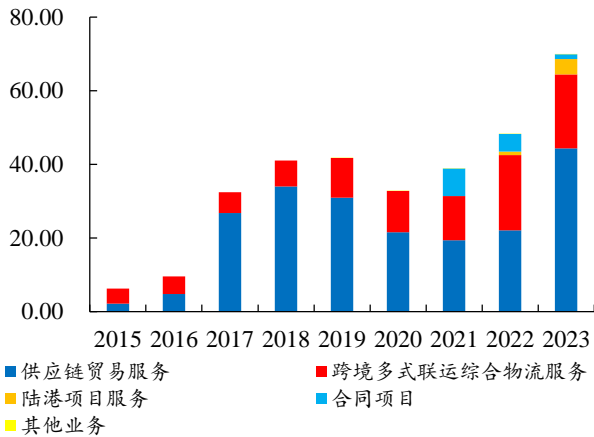
项目	完成比例	净利润增长率目标值			当年净利润目标			2021-2025 年
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	CAGR
考核指标 1	100%	134%	192%	280%	8.01	10.00	13.01	39.62%
	80%	107%	154%	224%	7.09	8.68	11.09	34.16%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、核心业务助推营收增长，陆港项目发展有望带来增量

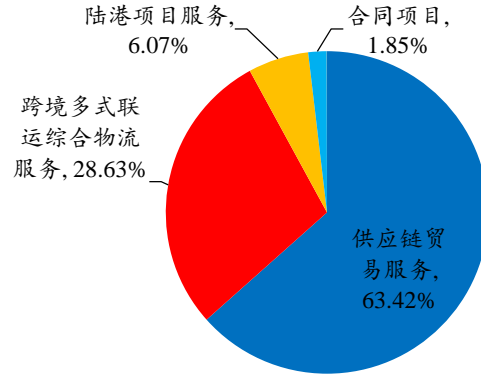
公司受益于蒙古和非洲业务放量，营收持续增长。2015-2023 年，公司营业收入从 6.27 亿元增长至 69.95 亿元，8 年 CAGR 为 35.20%。其中，2017 年受益于蒙煤进口需求大幅上涨；2020 年受疫情影响，蒙煤进口受阻使公司营收同比下滑，但由于中非项目推进落地，2022 年公司营收进一步增长。2023 年，受益于跨境联运及非洲陆港项目维持高增，同比增长 44.85% 至 69.95 亿元。

图3：2023 年公司营收同比增长 44.85%至 69.95 亿元(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

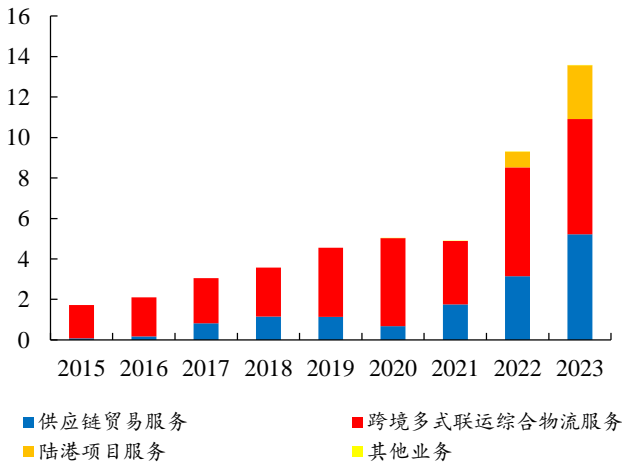
图4：2023 年公司营收主要来自供应链贸易及跨境多式联运业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

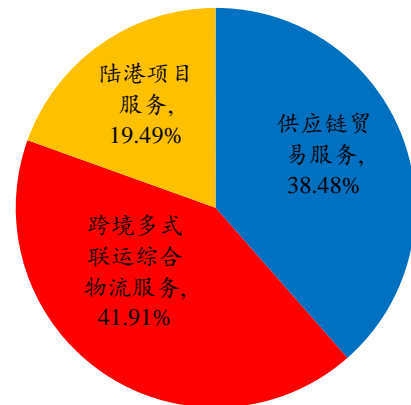
公司全程产业链整合改善公司盈利水平，陆港项目提供增量。2015-2023 年，公司毛利润从 1.72 亿元增长至 13.59 亿元，对应 CAGR 为 29.49%。2020-2021 年受疫情影响，公司整体毛利承压，但自 2021 年起，公司依靠中蒙跨境市场的物流优势，主动整合从矿山至终端客户的产业供应链，有效提升供应链贸易业务毛利规模。2022 年，受益于蒙煤出口需求量修复及陆港项目启动，公司毛利润同比增长 90.06%至 9.32 亿元，其中，跨境多式联运/供应链贸易业务分别贡献毛利 5.39/3.14 亿元。2023 年，随着非洲市场的逐步启动发展，公司毛利润同比继续增长 45.88%至 13.59 亿元。

图5：2023 年公司毛利润同比增长 45.88%至 13.59 亿元(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

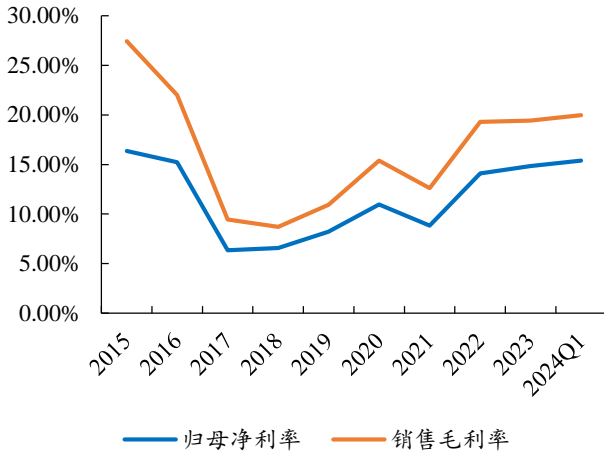
图6：2023 年陆港项目服务毛利占比近 20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

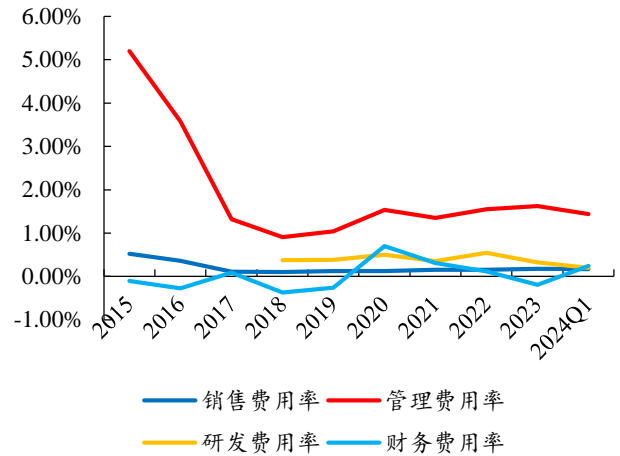
公司整体盈利能力稳中有升，费用率相对稳定。从盈利能力看：2017 年，由于业务结构调整，低毛利的供应链贸易业务占比提升导致公司盈利中枢整体下移；2021 年后，受益于贸易业务链条延伸带来的毛利改善及高毛利陆港项目的落地，公司盈利水平持续改善，2024Q1 年公司整体毛利率/归母净利率相较于 2023 年提升 0.55pct/0.54pct 至 19.98%/15.39%。从费用水平看：公司整体费用率相对稳定，2024Q1 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.44%/0.20%/0.24%。

图7：2024Q1 公司毛利率/归母净利率相较 2023 年提升 0.55pct/0.54pct 至 19.98%/15.39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.17%/1.44%/0.20%/0.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

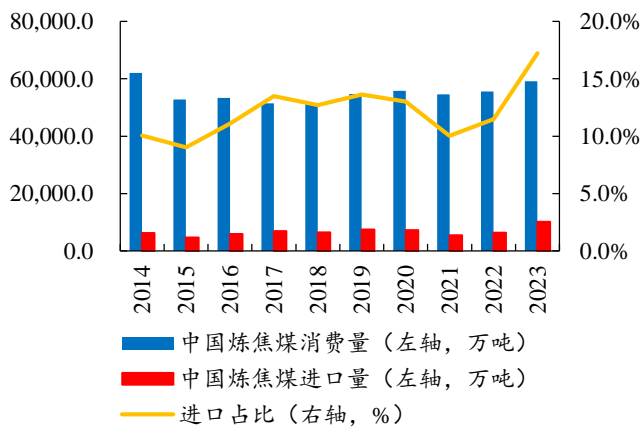
2、蒙煤业务稳中有升，非洲业务增长可期

2.1、中蒙：先手卡位运输枢纽，公司基本盘较为牢固

我国为煤炭消费大国，供给结构看，进口为国内供给的重要补充。2023 年中国炼焦煤消费量为 5.9 亿吨，其中炼焦煤进口量为 1.0 亿吨，占比 17.2%，进口为国内炼焦煤消费的重要补充。分国别情况看，蒙古及澳大利亚一直是中国炼焦煤进口的主要国家，但近几年蒙煤进口量占我国进口量的比重持续上升，2023 年，蒙煤占比由 2020 年的 33.4% 上升至 56.0%。

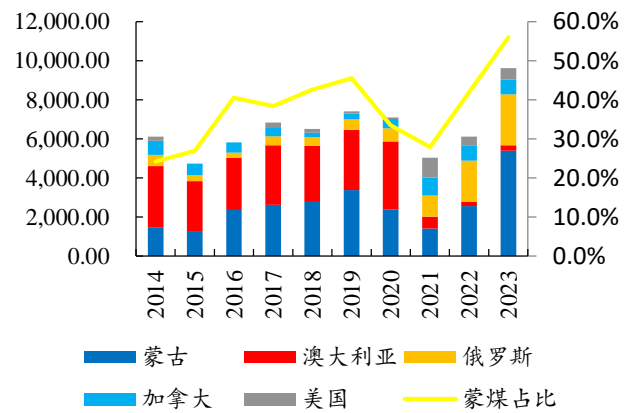
而蒙古从地区上看，塔本陶勒盖煤矿（TT 矿）距离我国甘其毛都口岸较近，因此塔本陶勒盖煤矿也是我国重要的进口来源。除塔本陶勒盖煤矿外，力拓旗下的 Oyu Tolgoi 铜矿于 2023 上半年投产，该矿距离甘其毛都口岸距离同样较近，甘其毛都口岸为目前中蒙贸易的重要枢纽。

图9：中国炼焦煤进口量比重近年上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中国炼焦煤进口量各国占比（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的跨境多式联运业务及供应链贸易业务在中蒙发展较好。跨境多式联运业务方面，公司为力拓的 Oyu Tolgoi 提供矿产品物流和工程物流服务，每年为 Oyu

Tolgoi 提供每年不低于 70 万吨的大宗矿产品物流和耗材及设备的跨境多式联运服务；供应链贸易板块方面，公司的供应链以蒙古焦煤为主。

煤炭基本盘，铜矿再出发。Oyu Tolgoi 地下矿的开发为近几年最主要的铜矿增量项目之一，公司与 Oyu Tolgoi 深度绑定，随着 Oyu Tolgoi 产能的爬坡，公司有望持续受益。Oyu Tolgoi 地下矿项目投产进度符合预期，2023 年 Q1 顺利投产。2023 年 3 月 13 日，Oyu Tolgoi 地下矿顺利投产，项目进度符合预期。随着 Oyu Tolgoi 地下矿产能的进一步爬坡，我们预计 2024-2027 年 Oyu Tolgoi 地下矿铜产量分别为 6.9、12.1、17.1、22.2 万吨，每年分别增加 3.0、5.2、5.0、5.1 万吨，加上露采矿山，Oyu Tolgoi 铜总产量 2024-2027 年分别为 19.9、25.1、30.1、35.2 万吨。

表2：我们预计 Oyu Tolgoi 地下矿 2024-2026 年铜产量分别为 6.9、12.1、17.1 万吨

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
矿石处理量（万吨）	4000	4000	4000	4000	4000	4000
铜矿品位	0.67%	0.77%	0.87%	0.97%	1.04%	1.04%
铜回收率	85%	86%	87%	88%	89%	89%
产能利用率	17%	26%	40%	50%	60%	70%
Oyu Tolgoi 地下矿铜产量（万吨）	3.9	6.9	12.1	17.1	22.2	25.9
Oyu Tolgoi 铜总产量（万吨）	16.9	19.9	25.1	30.1	35.2	38.9

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司与 OT 矿持有者 Oyu Tolgoi LLC 已有多年的合作历史

合同类型	签约对方	合同内容	合同金额	合同期限
跨境多式联运	Oyu Tolgoi LLC	为 OT 货物提供出站管理服务,包括保税库仓储及物流运输服务	框架协议	2015.7.10-2020.7.9
工程项目物流	Oyu Tolgoi LLC	嘉友国际提供运输服务将活动房从中国运输到 OT 矿	647.9 万美元	2016.11.4-2018.03.30
地下工程项目物流服务	Oyu Tolgoi LLC	为 OT 提供跨境多式物流服务	1751.73 万美元	2017.08.07-2022.01.31
物流服务总承包	Oyu Tolgoi LLC	每年不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务	按照合同固定单价进行结算	2020.07.10 起执行,合同有效期 5 年,到期后可经 OT 同意再延长 2 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

随着 Oyu Tolgoi 地下矿的爬坡，我们对公司的业绩弹性测算如下：

(1) 产量上：根据 Oyu Tolgoi 地下矿的可研报告，公司 2023-2025 年铜精矿含铜率为分别为 25%、26%、34%。根据我们测算，2024-2026 年 Oyu Tolgoi 地下矿年产铜金属量为 19.9、25.1、30.1 万吨，对应铜精矿产量为 76.5、73.9、88.4 万吨。

(2) 运费上：根据 Oyu Tolgoi 地下矿可研报告，铜精矿运费每吨为 91.12 美元，汇率假设为美元:人民币=1:7，假设 2024-2026 年铜精矿运费稳定在 91.12 美元/吨。

(3) 净利率上：根据全资子公司嘉易达矿业，其中亚跨境多式联运物流业务于 2022 年净利率约 29%，假设 2024-2026 年净利率稳定维持为 29%。

(4) 承运量：我们对嘉友国际分别按承运 10%、30%、50%进行假设。

表4：公司在 Oyu Tolgoi 扩产下的利润弹性

		2024E	2025E	2026E
嘉友国际承运 10%	营收 (万元)	4878.71	4710.71	5641.51
	净利润 (万元)	1414.83	1366.11	1636.04
嘉友国际承运 30%	营收 (万元)	14636.13	14132.13	16924.52
	净利润 (万元)	4244.48	4098.32	4908.11
嘉友国际承运 50%	营收 (万元)	24393.55	23553.56	28207.54
	净利润 (万元)	7074.13	6830.53	8180.19

数据来源：开源证券研究所

2.2、中亚：合作哈萨克铜业，开拓新版图

在中亚版图上，公司与哈萨克铜旗下 Aktogay、Bozshakol 铜矿山深入合作，而 Aktogay、Bozshakol 又为哈萨克铜业的主力矿山。2023 年哈萨克铜业实现铜产量 40.34 万吨，属于中大型铜生产企业，未来随着合作的深入，公司有望在中亚版图上打开增长空间。公司于 2018 年参与哈萨克铜业两项目的招标，后续获得 3 份建设期及运营期工程物流合同，合同金额合计约 5814.84 万美元。

表5：公司与哈萨克铜业签订合同情况

交易对手	合同期限	合同金额 (万美元)	合同内容
哈萨克铜业	2018.1.1-2019.12.31	775.19	负责 Aktogay、Bozshakol 矿山运营耗材的物流运输
哈萨克铜业	2018.6.29-2022.6.30	1770	负责 Aktogay、Bozshakol 矿区的货物运输 为 Aktogay、Bozshakol 项目提供生产铜精粉所用易耗材料-研
哈萨克铜业	2019.1.1-2022.12.31	3269.65	磨球、衬板以及其他运营生产设备的全程国际物流服务
AZURITE LOGISTICS	2021.2.1-2022.12.31	框架协议, 根据实际 物流服务质量进行 结算	为 Aktogay、Bozshakol 项目提供研磨球、衬板的全球物流运输

资料来源：公司公告、开源证券研究所

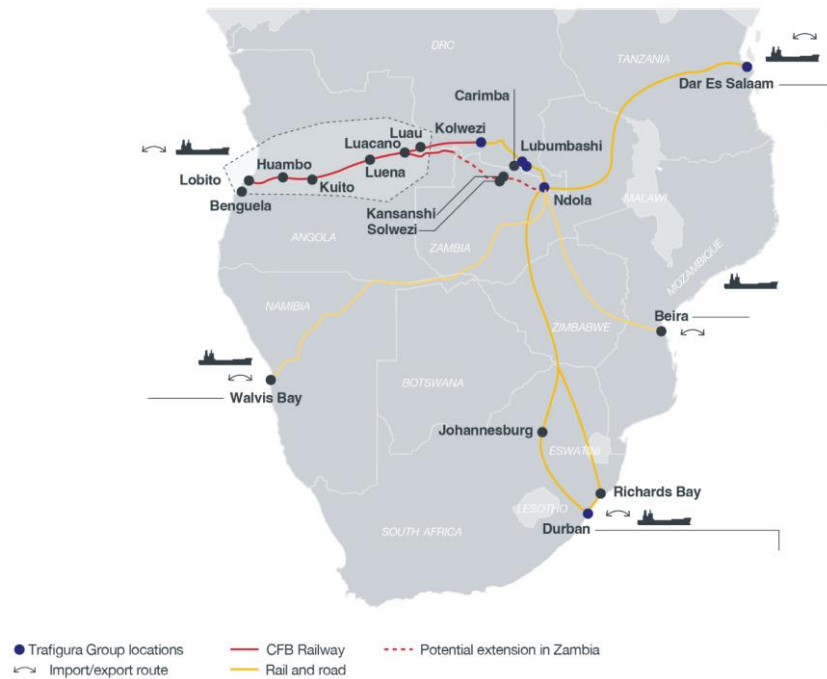
2.3、中非：第二曲线，共“铜”成长

中非矿产资源丰富，铜钴矿带吸引大批投资。中非铜钴矿带是世界第三大铜矿富集区，目前已勘探 1.4 亿吨铜、600 万吨钴，集中了全球 10% 的铜矿资源与 70% 的钴矿资源。目前在开发的铜项目中，大量项目为中资企业控股，公司目前与紫金矿业深度绑定，随着国内各矿企项目的陆续开发，作为国内唯一的在非洲的物流企业，公司或有望进一步打开市场空间，与更多国内企业进行合作。

由于非洲铜消费量仍然较小，刚果金及赞比亚所产出的铜矿需要大批量出口，而作为内陆国，其铜生产需要长距离送至港口进行装运。目前运输港口看，根据托克的规划，主要运输港口包括德班 (Durban)、达累斯萨拉姆 (Dar Es Salaam)、洛必拓 (Lobito)、沃尔维斯湾 (Walvis Bay) 及贝拉 (Beira)。

德班港口为传统的运输通道，但近年面临较大挑战。南非德班港 (Port of Durban) 位于南非东海岸，濒临印度洋的西南侧，是南非最大的集装箱港，是非洲第二大集装箱港口 (仅次于埃及的塞得港)。但近年由于洪水等自然灾害及道路拥堵等原因，其运输地位面临较大挑战。

图11: 主要产铜区出港口目前有五条运输线路



资料来源: Trafigura 官网

为打通运输线路, 公司围绕中资企业铜矿项目, 在非洲做了三次投资建设。分别为卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目、坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目、赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目。公司布局分别改善了通往达累斯萨拉姆、贝拉、德班及洛比托港口的运输情况, 三项目也同时为公司带来可观利润。

表6：公司于非洲布局的主要项目情况

区域	项目名称	投资金额 (亿美元)	建设周期 (年)	项目主要建设内容	项目影响	运营周期 (年)
刚果(金)	卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目	2.29	3	(1) 1号国道线卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段 150公里公路 (2) 4座收费站 (3) 1座萨卡尼亚边境口岸, 1个萨卡尼亚陆港、1座 MOKAMBO 边境口岸	改善刚果(金)南部地区运输条件, 符合公司非洲区域跨境多式联运业务的发展需求	25
刚果(金)	刚果(金)坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目	3.63	5	(1) 坎布鲁鲁至迪洛洛道路现代化改造项目: 主要是修复和改造 39号国道的 219.4公里公路 (2) 迪洛洛陆港现代化改造项目	形成连接科卢韦齐到迪洛洛陆港的公路网络, 依托安哥拉本格拉铁路, 可连接至洛比托港	22
赞比亚	赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目	0.76	3	(1) 赞比亚萨卡尼亚口岸; (2) 恩多拉至萨卡尼亚公路及通往萨卡尼亚边境道路, 萨卡尼亚至穆富利拉公路; (3) 恩多拉至萨卡尼亚公路收费站, 萨卡尼亚至穆富利拉公路收费站	实现刚果(金)萨卡尼亚陆港与赞比亚萨卡尼亚口岸的高效联动, 提升跨境通关效率, 有望成为横跨两国、连接非洲东南部重要的陆路交通枢纽之一	19

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.1、卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目、赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目

公司具备卡萨项目 25 年特许经营权，即从 2019 年 8 月 12 日至 2044 年 8 月 11 日。2019 年 8 月，公司公告拟投资、建设、运营刚果(金)卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，包括卡萨公路全长 150km、2 座边境口岸升级改造、萨卡尼亚陆港海关监管场所、2 个停车场以及 1 个生活区等建设。项目总投资额约 2.29 亿美元，预计项目投资回收期 5.44 年，财务内部收益率 27%。公司与政府成立合资公司，在完全返还项目投资总额及利息前，公司可分配 90%净利润；在完全返还项目投资总额及利息之后，公司可分配 80%净利润。

卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目为 Lubumbashi 地区前往各港口的必经节点，在前往达累斯萨拉姆港口的途中需经过卡松巴莱萨-Mokambo 一段，而通往德班与贝拉港，也需要经过卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路节点。该项目的投运不仅提高了当地运输效率，也同时为公司创造可观利润。

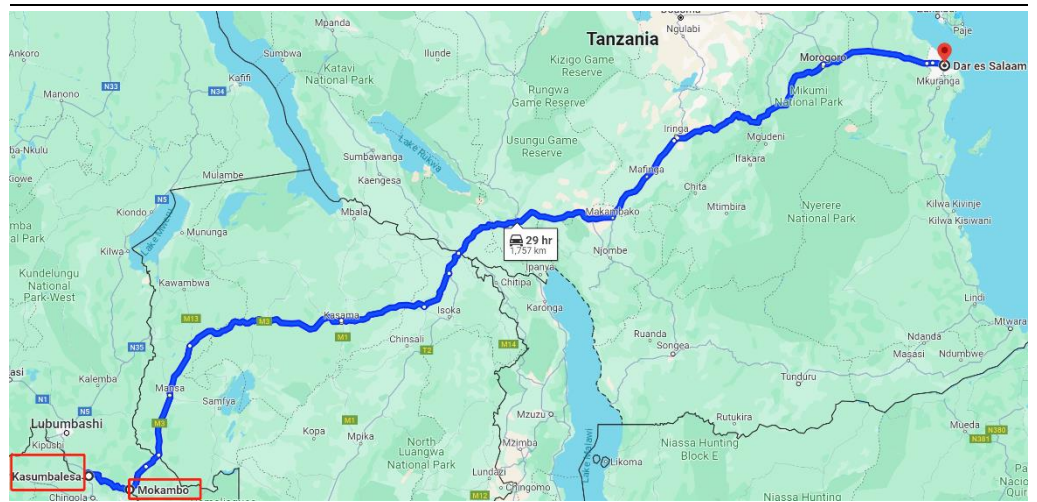
图12: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目示意图



资料来源: Google Maps、开源证券研究所

2022 年试运营较为顺利, 2022 年实现收入约 1 亿元, 净利润近 6000 万元, 净利率近 60%。2020 年 5 月, 该项目开始动工; 2022 年 1 月, 项目投运, 道路通车, 正式转入收费试运营阶段; 2022 年 7 月, 公司与刚果(金)海关总署完成边境口岸、陆港运营协议的签订, 莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港进入试运营。然而, 受雨季及其他多因素影响, 项目整体完工时间从 2022 年 6 月推迟至 2023 年 9 月。

图13: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚为通往达累斯萨拉姆港的重要节点



资料来源: Google Maps、开源证券研究所

公司项目进一步延伸, 多矿区进入项目辐射范围。赞比亚特许项目卡萨项目的进一步延伸及整合, 由萨卡尼亚延伸至恩多拉, 中间延伸 Mufulira 公路, 进一步提升了覆盖该矿区运输的覆盖面积。两项目合并下, 众多矿企均处于该项目的辐射范围, 金川国际主要项目例如 Ruashi、Kinsenda, 五矿资源的 Kinsevere, 中国有色矿业的卢安夏、Mwanbashi、谦比希及金诚信的 Lonshi 项目均处于辐射范围。

图14：卡萨项目及赞比亚特许项目辐射众多矿区


资料来源：Google Maps、开源证券研究所

2.3.2、迪洛洛项目

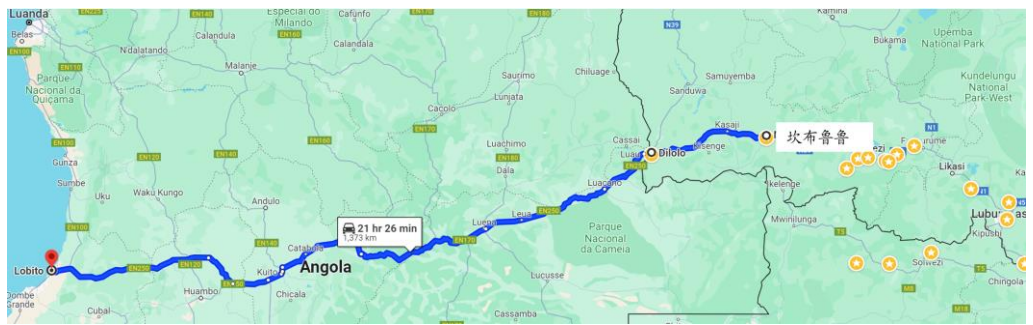
迪洛洛项目为 Kambululu-Dilolo 道路，该道路为科卢韦齐通往洛比托港口的重要通道，辐射当地重要企业项目。2023 年 3 月，公司公告，全资子公司中非国际拟与紫金矿业全资子公司金山香港组成联合体，其中中非国际持股 51%，金山香港持股 49%，和刚果（金）签署合同，负责迪洛洛陆港的设计、融资、建设及特许运营，该项目总长度 219.4 公里，投资总额约 3.6 亿美元，特许权期限为 30 年，其中施工时长 5 年，运营时长 25 年，预计 2028 年投运，为公司远期贡献成长性。

表7：坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目

主要内容	
项目区位	迪洛洛陆港位于开赛东岸，毗邻与安哥拉共和国接壤的边境。项目建成后，坎布鲁鲁至迪洛洛路段将对接科卢韦齐至坎布鲁鲁路段，依托安哥拉本格拉铁路，将刚果（金）与洛比托港连接起来，形成一条刚果（金）矿产资源西南方向的进出口通道。
项目主体	Jas Gold HK Limited（嘉友国际持股 51%，紫金矿业持股 49%）
项目投资金额	3.63 亿美元
建设内容	1、坎布鲁鲁至迪洛洛道路现代化改造项目： (1)修复和改造第 39 号国道坎布鲁鲁至迪洛洛路段 219.4 公里公路；(2)修复和改造卢阿拉巴省迪武玛至基森盖 28 公里夯实土路；(3)修复和改造卢阿拉巴省卡萨吉至卢厄 7 公里夯实土路；(4)建设 4 个收费站和 2 个称重站 2、迪洛洛陆港现代化改造项目： (1)保税仓库；(2)联合检查办公区；(3)联合检查通道区；(4)公路货物海关特别监管区；(5)铁路货物海关特别监管区；(6)停车场；(7)配套商业设施：连接刚果(金)和安哥拉的开赛河上的桥梁
项目收入	包括但不限于道路通行费、停车费、称重费和运营产生的各类收益
特许权内容	特许权人拥有在项目区半径 80 公里范围内建设和运营迪洛洛（Dilolo）陆港的独家权利
特许权期限	特许权期限为 30 年，包括建设阶段 5 年和运营阶段 25 年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 迪洛洛项目在主要铜矿区去往洛比托港的辐射区内



资料来源: Google Maps、开源证券研究所

迪洛洛项目辐射矿区广泛, 包括金诚信的 Dikuluwe 项目, 紫金矿业的 Kamoia-Kakula、科卢韦齐项目, 中国中铁的 Sicomine 项目、嘉能可的 Kamoto 及 Muntanda 项目, 金川国际的 Musonoi 项目, 洛阳钼业的 TFM 及 KFM 项目。

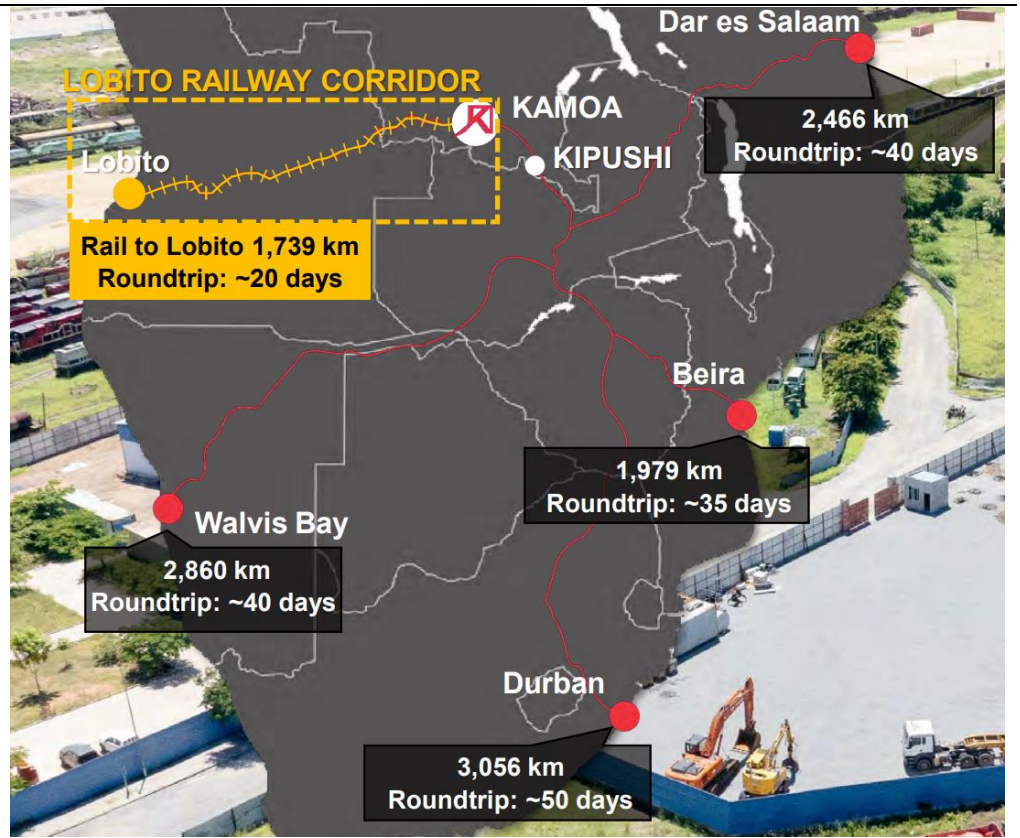
图16: 迪洛洛项目辐射众多铜矿矿区



资料来源: Google Maps、开源证券研究所

据艾芬豪公告, 洛比托走廊是 Kamoia-Kakula 项目的最佳选择, 相比通过德班及达累斯萨拉姆, 其路程天数缩短近一半, 是更为低碳的选择, 2024 年 Q4 开始, Kamoia-Kakula 项目的铜精矿将通过洛比托走廊进行运输。随着迪洛洛项目的建成投运, 紫金矿业的 Kamoia-Kakula 项目或将从中受益。

图17: 洛比托港口是 Kamoia-Kakula 运输的最佳选择



资料来源: 艾芬豪公告

2.4、跨境多式联运: 非洲版图持续绽放, Kamoia-Kakula 三期放量下持续受益

Kamoia-Kakula 三期放量下, 公司跨境联运有望持续受益。2023 年 8 月公司中标紫金矿业、中信金属刚果(金) Kamoia 矿铜产品跨境物流运输服务, 中标金额合计约 3789 万美元。Kamoia-Kakula 三期项目将于 2024 年 Q4 投产, 并为 2025 年铜供给的核心增量项目, 公司有望随着 Kamoia-Kakula 三期的放量同步成长。

表8: 嘉友国际围绕中非持续布局

客户	客户所属公司	服务内容	合同金额
金山香港	紫金矿业	2023 年 8 月中标, 自刚果(金)卡莫阿铜矿或科卢韦齐的卢阿拉巴铜冶炼厂经赞比亚的仓库运往指定的非洲港口的铜产品跨境物流运输服务	1891 万美元
金属香港	中信金属	2023 年 8 月中标, 自刚果(金)莫阿铜矿经赞比亚的仓库运往指定的非洲港口的铜产品跨境物流运输服务	1897 万美元

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

Kamoia-Kakula 三期 500 万吨选矿厂公司预计于 2024 年 Q4 投产, 随着三期投产, Kamoia-Kakula 矿石处理年产能将达到 1420 万吨, 选矿能力增长 54.3%。一期和二期选矿厂顺利投产, 公司预计 2023 年可达 920 万吨矿石处理产能及 43 万吨铜金属量。一期选矿厂和二期选矿厂分别于 2021 年 5 月和 2022 年 3 月开始投产, 目前合计选矿产能可达 760 万吨, 生产铜金属量约 40 多万吨。同时 2022 年二季度起, 紫金矿业开始对现有产能进行技术改造, 据 2024 年 1 月 10 日艾芬豪矿业公布的产量报告,

2023 年 Kamo-Kakula 实现产量 39.4 万吨，2024 年产量指引为 44-49 万吨。结合紫金矿业公布第三期 500 万吨选矿的产能建设计划，我们预计 Kamo-Kakula 2024-2027 年铜金属产量分别为 44.8、59.2、64.2、63.7 万吨。

表9：我们预计 Kamo-Kakula 2024-2027 年铜产量分别为 44.8、59.2、64.2、63.7 万吨

项目	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能	万吨	380	760	920	1420	1420	1420	1420
铜矿品位	%	6.5%	6.35%	5.80%	5.70%	5.32%	5.28%	5.24%
铜回收率	%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
产能利用率	%	50%	80%	85%	64%	90%	99%	99%
铜金属产量	万吨	10.7	33.3	39.4	44.8	59.2	64.2	63.7

数据来源：公司公告、开源证券研究所

随着 Kamo-Kakula 三期的扩产，我们对公司的业绩弹性测算如下：

(1) **产量上**：根据艾芬豪披露的 2023 年 Kamo-Kakula 的综合发展计划报告，2023-2024 年，公司预计年均生产铜精矿 91.7 万吨，铜精矿含铜 45.5 万吨，含铜率为 49.6%。2025-2029 年，公司预计年均生产铜精矿 143.1 万吨，铜精矿含铜 65.4 万吨，含铜率 45.7%。根据我们测算，2024-2026 年 Kamo-Kakula 年产铜金属量为 44.8、59.2、64.2 万吨，对应铜精矿产量为 90.3、129.5、140.5 万吨。

(2) **运费上**：根据艾芬豪披露的 2023 年 Kamo-Kakula 的综合发展计划报告，铜精矿运费每吨为 395 美金，汇率假设为美元:人民币=1:7，假设 2024-2026 年运费稳定维持在 395 美元/吨。

(3) **净利率上**：根据全资子公司嘉荣悦达，其中非跨境多式联运物流业务于 2019 年净利率为 10%，假设 2024-2026 年净利率稳定维持在 10%。

(4) **承运量**：我们对嘉友国际分别按承运 30%、50%、70%进行假设。

表10：公司在 Kamo-Kakula 扩产下的利润弹性

		2024E	2025E	2026E
嘉友国际承运 30%	营收（亿元）	7.49	10.74	11.65
	净利润（亿元）	0.75	1.07	1.17
嘉友国际承运 50%	营收（亿元）	12.48	17.91	19.42
	净利润（亿元）	1.25	1.79	1.94
嘉友国际承运 70%	营收（亿元）	17.48	25.07	27.19
	净利润（亿元）	1.75	2.51	2.72

数据来源：开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

根据公司未来项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

跨境多式联运综合物流服务：非洲市场作为第二曲线多铜矿快速放量，为公司未来成长提供更多空间，中亚在煤炭高景气背景下，运输量或逐步恢复。随着中非市场逐渐开展以及中亚市场进入收获期，我们预计 2024-2026 年跨境多式联运综合物流服务板块营收增速分别为 50%/40%/40%，考虑到中非市场业务占比提升且地区运输条件逐步改善下，毛利率或小幅下降，2024-2026 年毛利率分别为 29%/29%/29%。

供应链贸易服务：随着煤炭市场景气度持续上行，预计蒙煤进口维持高景气，预计 2024-2026 年营收增速分别为 20%/10%/10%，在公司供应链服务能力增强的情况下，假设毛利率 2024-2026 年分别为 11.7%/12.6%/12.0%。

陆港运输：2023 年卡萨项目正式全年投运，2024-2026 年为非洲矿区项目产量释放大年，出口通行车辆有望快速增长，盈利能力有望快速回升，我们预计 2024-2026 年陆港运输板块营收增速分别为 30%/30%/30%，在建设完成后，陆港运输变动成本项较少，我们预计毛利率较为稳定，假设 2024-2026 年毛利率分别为 60%/60%/60%。

表11：公司分业务收入预测

业务	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
跨境多式联运 综合物流服务	收入 (亿元)	12.04	20.4	20.02	30.03	42.05	58.87
	毛利 (亿元)	3.13	5.39	5.69	8.71	12.19	17.07
	毛利率	26.01%	26.41%	28.42%	29.00%	29.00%	29.00%
供应链贸易服 务	收入 (亿元)	19.38	22.09	44.35	53.22	58.55	64.4
	毛利 (亿元)	1.75	3.14	5.22	6.21	7.35	7.73
	毛利率	9.03%	14.22%	11.78%	11.70%	12.60%	12.00%
陆港运输	收入 (亿元)		1.01	4.24	5.51	7.17	9.32
	毛利 (亿元)		0.77	2.65	3.86	5.02	5.59
	毛利率		76.60%	62.34%	60%	60%	60%
合计	收入 (亿元)	31.42	43.49	68.63	88.78	107.78	132.61
	毛利 (亿元)	4.88	9.3	13.56	18.78	24.57	30.39
	毛利率	15.54%	21.38%	19.80%	20.5%	22.1%	22.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年将分别实现营收 88.78/107.78/132.61 亿元，同比增长 26.9%/21.4%/23.0%，将分别实现净利润 13.79/18.20/23.52 亿元，同比增长 32.8%/32.0%/29.3%，对应 PE 估值 14.42/10.93/8.45 倍，相较于同行业公司，公司估值存在一定溢价，主要因为公司成长性更多来自海外板块且受益于非洲刚果金铜资源的开发，在同行业中具备独特性，与同行业公司比较具备较高增长潜力，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表12：可比公司估值分析（截至 2024 年 5 月 20 日）

股票简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
华贸物流	7.02	0.47	0.55	0.60	0.65	14.94	12.68	11.75	10.75	未评级
中国外运	5.89	0.58	0.61	0.65	0.69	10.11	9.71	9.12	8.51	未评级
厦门国贸	8.20	0.64	1.14	1.35	1.47	12.81	7.21	6.07	5.57	未评级
密尔克卫	67.35	2.62	3.60	4.24	4.89	25.67	18.72	15.88	13.79	未评级
交运行业平均估值						15.88	12.08	10.70	9.66	
嘉友国际	28.45	1.49	1.97	2.60	3.37	19.09	14.42	10.93	8.45	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除嘉友国际外，其余公司 EPS 与估值预测来自 Wind 一致预期

4、风险提示

地缘政治风险。公司主要业务区域涉及到多个国家，受国内外经济宏观环境、
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

海外政局或政策变动影响较大。

蒙煤进口量不如预期。目前蒙煤贸易业务在公司业绩中占比较大，若中蒙进出口政策波动或煤炭需求量不及预期，易对公司业绩造成不利影响。

项目建设不如预期。若公司在刚果（金）、赞比亚的在建项目建设不如预期，易对公司业绩增长造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2742	3536	4638	5923	7635
现金	949	1781	2507	2902	4757
应收票据及应收账款	194	325	360	420	534
其他应收款	47	33	90	55	115
预付账款	578	371	1336	653	1558
存货	793	889	123	1640	394
其他流动资产	181	137	221	253	278
非流动资产	2614	2932	3392	4025	4791
长期投资	16	37	44	53	66
固定资产	726	720	896	1093	1363
无形资产	1583	1738	2053	2429	2868
其他非流动资产	290	437	399	449	494
资产总计	5356	6467	8030	9948	12426
流动负债	1099	1425	1559	1797	2069
短期借款	0	54	18	24	32
应付票据及应付账款	615	712	975	1145	1329
其他流动负债	484	660	566	628	708
非流动负债	31	45	95	188	234
长期借款	0	0	62	152	196
其他非流动负债	31	45	34	36	38
负债合计	1130	1470	1654	1985	2303
少数股东权益	69	121	121	121	123
股本	500	699	699	699	699
资本公积	1839	1624	1624	1624	1624
留存收益	1744	2534	3531	4961	6929
归属母公司股东权益	4158	4876	6255	7842	10000
负债和股东权益	5356	6467	8030	9948	12426

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	508	1553	1216	1208	2805
净利润	680	1041	1379	1820	2354
折旧摊销	55	94	67	84	106
财务费用	6	-13	-6	-11	-39
投资损失	-5	3	-3	-2	-0
营运资金变动	-226	407	-229	-696	368
其他经营现金流	-1	21	8	12	17
投资活动现金流	-473	-539	-524	-715	-871
资本支出	480	513	617	694	836
长期投资	-2	-28	-7	-9	-13
其他投资现金流	9	2	100	-12	-23
筹资活动现金流	-239	-185	34	-98	-79
短期借款	0	54	-36	6	8
长期借款	-668	0	62	90	44
普通股增加	183	199	0	0	0
资本公积增加	608	-215	0	0	0
其他筹资现金流	-362	-223	8	-194	-131
现金净增加额	-189	833	726	395	1855

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4829	6995	8878	10778	13261
营业成本	3898	5636	7055	8393	10221
营业税金及附加	15	26	30	36	46
营业费用	7	12	14	18	22
管理费用	75	114	134	168	208
研发费用	26	22	36	46	51
财务费用	6	-13	-6	-11	-39
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	9	17	12	13	14
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	5	-3	3	2	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	801	1208	1622	2130	2750
营业外收入	1	0	1	0	0
营业外支出	4	2	2	3	2
利润总额	798	1207	1620	2128	2748
所得税	118	165	241	308	395
净利润	680	1041	1379	1820	2354
少数股东损益	-1	2	-0	0	2
归属母公司净利润	681	1039	1379	1820	2352
EBITDA	824	1251	1628	2138	2749
EPS(元)	0.97	1.49	1.97	2.60	3.37

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	24.2	44.8	26.9	21.4	23.0
营业利润(%)	96.2	50.8	34.2	31.3	29.1
归属于母公司净利润(%)	98.6	52.6	32.8	32.0	29.3
获利能力					
毛利率(%)	19.3	19.4	20.5	22.1	22.9
净利率(%)	14.1	14.8	15.5	16.9	17.7
ROE(%)	16.1	20.8	21.6	22.9	23.3
ROIC(%)	15.7	20.2	20.9	21.7	22.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.1	22.7	20.6	20.0	18.5
净负债比率(%)	-22.1	-34.2	-37.6	-33.5	-44.0
流动比率	2.5	2.5	3.0	3.3	3.7
速动比率	1.2	1.6	2.0	2.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	27.1	28.9	27.3	27.8	28.0
应付账款周转率	7.0	8.6	8.5	8.0	8.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.49	1.97	2.60	3.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	2.22	1.74	1.73	4.01
每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.98	8.95	11.22	14.31
估值比率					
P/E	29.2	19.1	14.4	10.9	8.5
P/B	4.8	4.1	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	23.1	14.6	10.8	8.1	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn