

炬申股份 (001202)

证券研究报告
2026年01月27日

布局海外市场，盈利有望高增长

车队和驳船投运，海外业务有望高增长

一是几内亚陆路运输业务 2024 年 11 月投运，带动 2025 年收入高增长。客户预计将新增产能，有望带动运量增长；几内亚 Elite 陆运项目中转场预计 2026 年上半年有望启用，单价有望提升，利润有望增加。二是拟发行可转债用于几内亚驳运项目，预计达产后年收入 3.1 亿元、净利润 0.7 亿元；“ARIES (白羊座)”与“TAURUS (金牛座)”已开展作业，其它船舶有望于 2026 年年中前后投运，预计达产有望更快，收入和利润有望超预期。海外运输业务毛利率或将大幅高于国内，有望推动盈利中枢上行。

国内运量有望增长，运输成本有望下降

能源成本优势带来货量增长，运输成本下降带来盈利空间。西部地区光伏、风电、水电资源丰富，电力价格低廉。高耗能产业向西部转移，绿电制氢氨醇产业和煤化工产业快速发展，有望带动西部地区运量增长。电动重卡销售渗透率快速上升到 53.9%，智能驾驶有望在大宗商品运输领域规模化应用。新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队有望降低动力成本 61%、人工成本 80%，从而有望降低货物单公里运输成本 34%。炬申股份积极置换新能源装备，运输业务毛利率或有提升空间。

仓储品类和资质拓展，收入有望稳健增长

仓储业务规模有望增长，服务品类和资质有望拓展，收入有望稳健增长。在建仓储项目将带来库容增长。绿电制氢氨醇产业和煤化工产业快速发展，有望带动服务品类增加。期货交割仓资质有望拓展。运输业务量和有色金属消费量有望增长，有望带动仓储业务量增长。氧化铝、铝、铜库容占期货交割仓总核定库容比例较高、产能扩张或将趋于放缓，或将使得仓储需求趋于温和增长。市场竞争或将使得仓储业务费率增速趋缓。

盈利预测与目标价

几内亚陆路运输业务量价有望上行，几内亚驳运项目收入和利润有望超预期，国内业务有望稳健增长，盈利中枢有望上行。我们预计 2025-2027 年炬申股份归母净利润分别为 0.9、1.3、1.5 亿元。根据 AE 估值法，给予炬申股份的目标价为 22.59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球贸易政策变化风险，大宗商品行业下行风险，电价上涨风险，再融资风险，几内亚业务经营不及预期风险，汇率波动风险，市值相对较小的风险，股价波动的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	994.34	1,040.02	1,673.79	2,235.64	2,557.83
增长率(%)	(8.34)	4.59	60.94	33.57	14.41
EBITDA(百万元)	121.07	181.14	224.23	341.11	434.91
归属母公司净利润(百万元)	62.19	81.57	89.59	127.51	151.86
增长率(%)	57.73	31.17	9.83	42.34	19.09
EPS(元/股)	0.48	0.63	0.54	0.76	0.91
市盈率(P/E)	38.01	28.97	34.14	23.99	20.14
市净率(P/B)	3.20	3.14	3.58	3.30	3.05
市销率(P/S)	2.38	2.27	1.83	1.37	1.20
EV/EBITDA	16.36	8.76	13.20	8.55	6.93

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	18.35 元
目标价格	22.59 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	166.69
流通 A 股股本(百万股)	116.82
A 股总市值(百万元)	3,058.78
流通 A 股市值(百万元)	2,143.72
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	55.20
一年内最高/最低(元)	24.38/12.73

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 金属矿产运输仓储龙头	4
1.1. 布局有色金属物流产业链	4
1.2. 未来业务增长主要看海外	5
2. 国内运输：市场空间有望大增	6
2.1. 西部能源优势，运量有望增加	6
2.2. 运输成本下降，盈利有望提升	8
2.3. 仓储业务扩张放缓、稳健增长	8
3. 海外业务：车队和驳船投运	10
3.1. 几内亚矿产物流需求增长	10
3.2. 陆路运输量价有望提升	11
3.3. 驳运项目盈利或超预期	12
3.4. 海外布局有望扩张	12
4. 盈利预测与目标价	13
4.1. 盈利有望增长	13
4.2. 目标价 22.59 元，“买入”评级	14
5. 风险分析	15

图表目录

图 1：2021-2024 年炬申股份营业收入总体呈现上升趋势	4
图 2：2021-2024 年公司归母及扣非归母净利润呈现大幅增长趋势	4
图 3：2024Q4-2025Q3 炬申股份营业收入同比增速大幅增长	4
图 4：2025Q3 炬申股份毛利率回落至 8%	4
图 5：2025H1 炬申股份运输业务营业收入同比增速大幅上升	5
图 6：2024 年以来，炬申股份运输业务量大幅增长	5
图 7：2022-2024 年炬申股份平均运输单价下降	5
图 8：2025H1 炬申股份运输业务毛利率回升	5
图 9：2023H2-2025H1 仓储业务营业收入同比增速呈下降趋势	6
图 10：2022-2024 年炬申股份仓储业务量持续增长	6
图 11：2022-2024 年炬申股份仓储业务费率持续增长	6
图 12：2024 年以来，炬申股份仓储业务毛利率呈现下降趋势	6
图 13：自 2023 年起，西部地区新增光伏装机容量规模较高	7
图 14：2020-2024 年新疆、内蒙古新增风电装机规模较高	7
图 15：2015-2024 年中国工业硅和多晶硅产量均呈现上升趋势	7
图 16：2020-2024 年云南电解铝产量增速远高于全国水平	7
图 17：预计中国新能源重卡渗透率将持续高于全球并保持增长	8
图 18：预计中国重卡智能驾驶渗透率将快速增长	8
图 19：新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队可降低运营成本	8
图 20：自 2023 年至今，电动重卡销量市场份额呈现显著增长趋势	8

图 21: 2022-2024 年华南、华东地区库容呈现快速增长趋势	9
图 22: 截至 2025H1, 铝和氧化铝库容占总核定库容比例较高	9
图 23: 2017-2024 年获资质的品种的数量和核定库容呈现增长趋势	9
图 24: 预计中国十种有色金属消费量将保持增长态势	10
图 25: 2014-2024 年有色金属对外贸易额呈现增长趋势	10
图 26: 几内亚主要矿产项目分布图	10
图 27: 几内亚马瑞巴亚港至西芒杜矿区铁路地理位置图	10
表 1: 中资企业深耕几内亚铝土矿投资与开采业务	11
表 2: 第三方公司报价与调价后的运输单价较为接近	11
表 3: 炬申股份几内亚驳运项目盈利预测	12
表 4: 2023 年以来, 中资企业进一步围绕几内亚进行矿业投资开发	13
表 5: 炬申股份运输业务 (不含几内亚驳运) 的核心财务指标预测	13
表 6: 炬申股份仓储业务的核心财务指标预测	14
表 7: 炬申股份的核心财务指标预测	14
表 8: 炬申股份的贴现率核心假设	14
表 9: 炬申股份的超额利润与贴现值	15

1. 金属矿产运输仓储龙头

炬申股份以运输与仓储业务为核心业务，紧贴铝产业链、辐射有色金属其他品类，在我国有色金属主要生产地和消费集散地布局。公司业绩稳健增长，2021-2024 年营业收入 CAGR 达 12%，2021-2024 年归母净利润及扣非归母净利润 CAGR 分别达 20%、21%。公司扩展海外运输业务、拓展期货交割仓资质。2025H1 运输业务高增长，带动营业收入同比增长 49%。

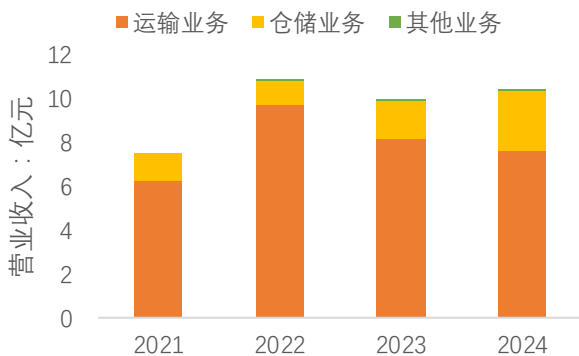
1.1. 布局有色金属物流产业链

炬申股份主营大宗商品综合物流服务，2011 年成立，2021 年在深交所上市，截至 2025H1 设有 14 家境内外全资子公司和 11 家境外控股子公司，服务于中国铝业、天山铝业、东方希望、河南神火、信发集团、锦江集团、嘉能可等大型生产企业、贸易商，形成与产业链深度融合的业务格局，推动大宗商品的资源流通和价值流通。

炬申股份家族控股比例高，股权结构稳定。截至 2025 年 9 月底，法定代表人雷琦是第一大股东，直接持股 39.89%，其父雷高潮直接持股 25.29%，合计直接持股 65.18%。

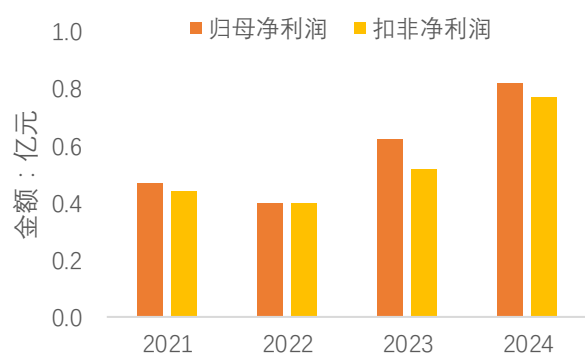
炬申股份经营业绩稳健增长。2021-2024 年营业收入总体呈现上升趋势，CAGR 达 12%，其中仓储业务营业收入呈现较快增长趋势，CAGR 达 31%。2021-2024 年归母净利润及扣非归母净利润呈现大幅增长趋势，CAGR 分别达 20%、21%。

图 1：2021-2024 年炬申股份营业收入总体呈现上升趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

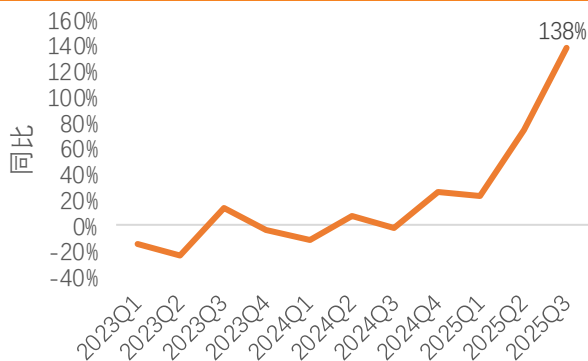
图 2：2021-2024 年公司归母及扣非归母净利润呈现大幅增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

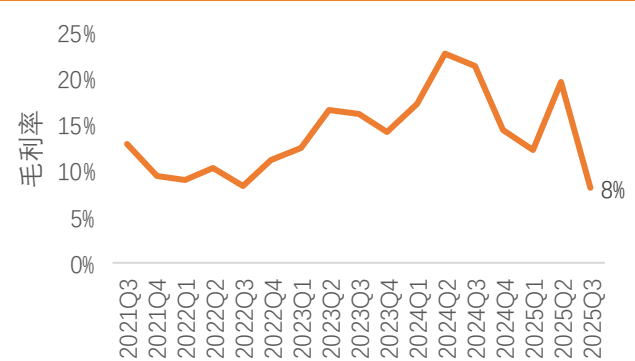
2025 年以来，营业收入加速增长，2025Q3 营业收入同比增速提升至 138%，主因业务规模扩张，以及自 2024H2 起开展几内亚陆路运输业务。毛利率有波动，2024 年毛利率达 19%，2025Q3 毛利率回落至 8%，主因 2025 年以来业务规模扩张使得营业成本大幅增长。

图 3：2024Q4-2025Q3 炬申股份营业收入同比增速大幅增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2025Q3 炬申股份毛利率回落至 8%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

炬申股份的核心业务涵盖运输与仓储业务。公司在国内具备“新疆-华南”、“新疆-华东”、“西南-华南”、“西南-华北”长距离专线，华南、新疆、华东内部短距离专线，在海外开

拓几内亚运输业务。公司在有色金属消费集散地华南、华东、华中地区，有色金属主要生产地广西、新疆等地，布局仓储业务，拥有上期所铝、铜、锌、锡、氧化铝、铸造铝合金、不锈钢、广期所工业硅、郑商所棉纱期货交割仓资质，以及大商所原木车板交割场所资质。

炬申股份以发展成为世界一流的大宗商品物流服务商为愿景。公司将深耕国内大宗商品物流市场，加强仓储物流网络建设，并积极拓展海外驳运市场。公司将拓展更多品种的期货交割仓库资质，并开展有色金属独立第三方报价，深挖大宗商品上下游产业链价值。

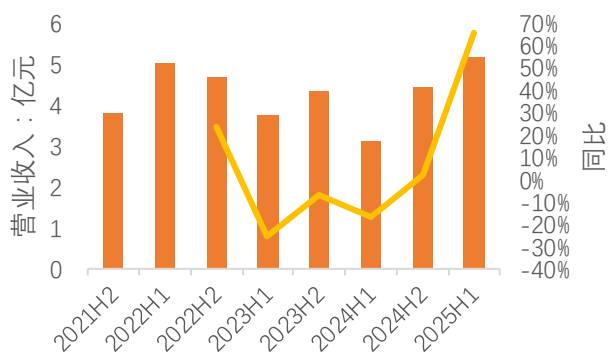
1.2. 未来业务增长主要看海外

炬申股份国内外业务稳健增长。运输业务营业收入高增长、毛利率上升，仓储业务营业收入增速放缓。外销营业收入高增长、占比上升，主因几内亚运输业务的投资运营。

炬申股份营业收入主要来自运输，营业利润主要来自仓储。2025H1 运输、仓储业务的营业收入占比分别为 78%、21%，营业利润占比分别为 25%、74%。

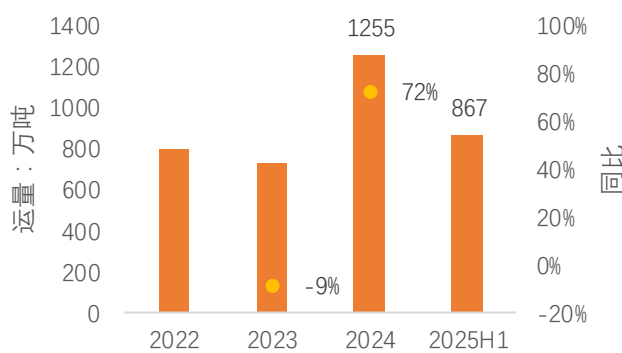
运输业务营业收入 2022-2024 年下降，2025H1 高增长。2023 年运量、平均运输单价同比分别下降 9%、9%，使得业务收入同比下降 17%。2024 年，运量高增长主要由于天山铝业倒短业务增加，但该业务的营业收入仅占 2024 年运输业务总营业收入的 5%；平均运输单价同比下降 46%，使得业务收入同比下降 7%。2025 年前三季度，运输业务规模扩张、几内亚陆路运输单价上调，带动业务收入高增长。

图 5：2025H1 炬申股份运输业务营业收入同比增速大幅上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

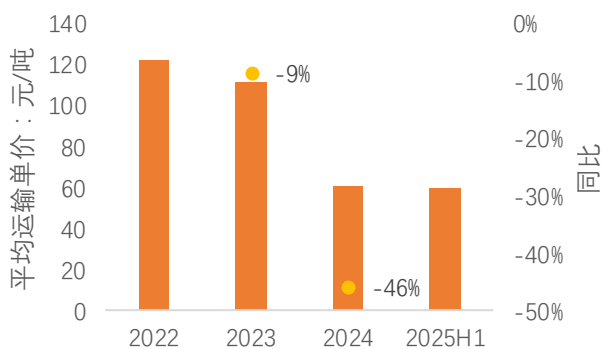
图 6：2024 年以来，炬申股份运输业务量大幅增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

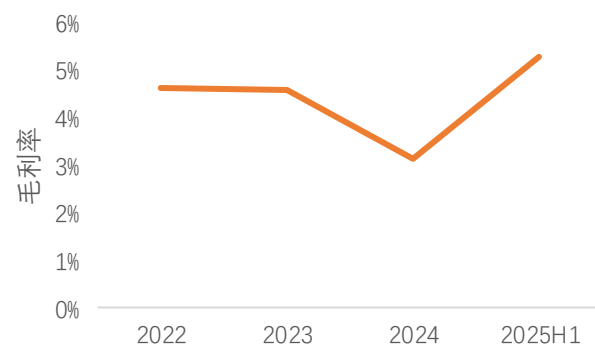
2025H1 运输业务毛利率回升。2024 年业务毛利率较低，一方面代理运输业务部分运力通过自有智运平台采购零散运力，而智运平台主要为公司合并范围内其他主体提供服务，业务量较小导致采购成本较高；另一方面 2024H2 新增的几内亚陆路运输业务毛利率较低，也拉低整体业务毛利率。2025H1 业务毛利率回升，主因几内亚陆路运输单价上调，以及代理运输业务通过第三方平台采购运力的比例提升。

图 7：2022-2024 年炬申股份平均运输单价下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2025H1 炬申股份运输业务毛利率回升

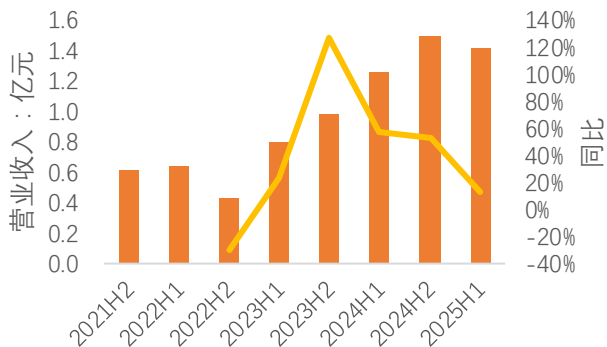


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024 年以来，仓储业务营业收入增速放缓。2023 年业务收入高增长，主因丹灶炬申仓

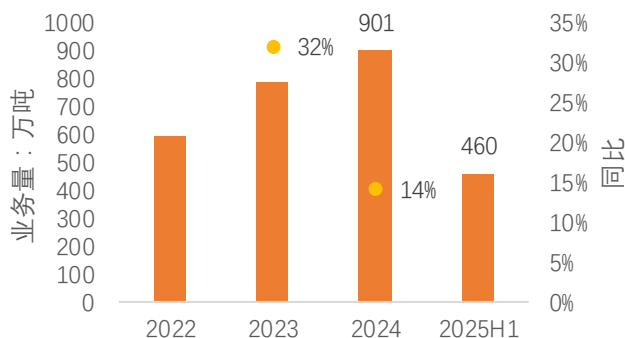
储、车间工程项目,以及炬申仓储 3 期工程项目建设完成,使得业务规模大幅提升。2024H1 以来,业务收入同比增速放缓,主要由于 2023 年业务收入高速增长带来的基数效应。

图 9: 2023H2-2025H1 仓储业务营业收入同比增速呈下降趋势



资料来源:公司公告,天风证券研究所

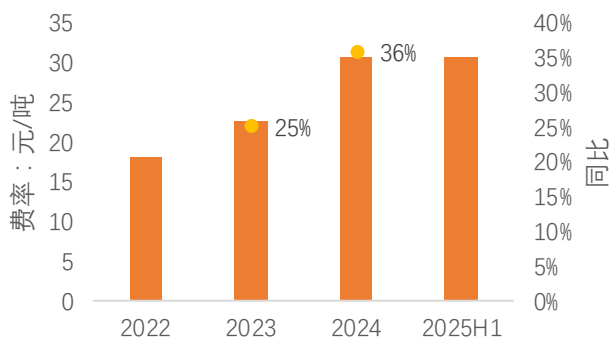
图 10: 2022-2024 年炬申股份仓储业务量持续增长



资料来源:公司公告,天风证券研究所

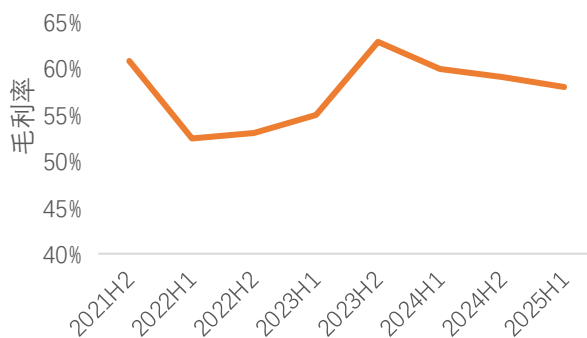
仓储业务毛利率较为稳健。2023 年业务毛利率大幅上升,主要由于同年仓储业务规模和收入大幅提升,并且成本项以固定成本折旧摊销为主。2024 年以来,业务毛利率下降,主要由于丹灶物流园、无锡物流园、江西仓新增租赁仓储库容,使得租赁费大幅增长。

图 11: 2022-2024 年炬申股份仓储业务费率持续增长



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 12: 2024 年以来,炬申股份仓储业务毛利率呈现下降趋势



资料来源:公司公告,天风证券研究所

炬申股份深耕国内大宗商品物流市场,不断开拓新市场、新客户、新服务品类。运输业务方面,公司将在几内亚陆路运输的基础上,充分借助现有客户的全球网络资源,积极拓展海外驳运市场。仓储业务方面,公司将拓展更多品种的期货交割仓资质,并成立海南炬申报价部,开展有色金属独立第三方报价,为实体企业上下游商品贸易结算提供参考依据。

2. 国内运输: 市场空间有望大增

高耗能产业向西部转移,绿电制氢氨醇产业和煤化工产业快速发展,有望带动西部运量增长。电动重卡销售渗透率快速上升到 53.9%,新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队有望降低货物单公里运输成本 34%,运输业务毛利率有上升空间。库容有望增长,品类有望增加,期货交割仓资质有望拓展。运量和有色金属消费量增长,以及氧化铝、铝、铜产能扩张或将趋于放缓,或使得仓储需求趋于温和增长。市场竞争或使得费率增速趋缓。

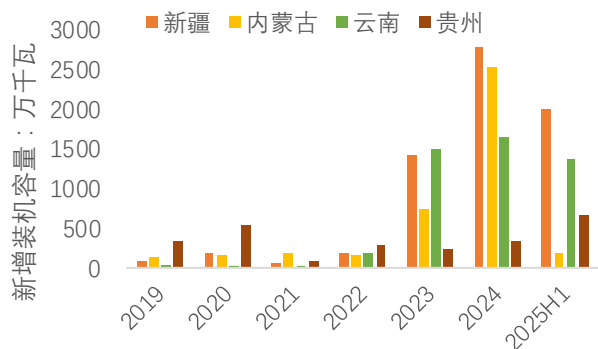
2.1. 西部能源优势, 运量有望增加

西部地区受益于水风光和煤炭资源优势,电力成本优势有望进一步提升。高耗能产业的转移、绿电制氢氨醇产业和煤化工产业的快速发展,有望带动西部地区运量增长。

西部能源资源持续开发,电力成本优势有望提升。云南水电规划装机达 1.3 亿千瓦,风电、光伏可开发容量达 1.5 亿千瓦。雅砻江流域可开发新能源总量超 1 亿千瓦,水风光一体化基地水电和抽蓄规划装机 3900 万千瓦,风光新能源规划装机 3900 万千瓦。沙戈荒地区

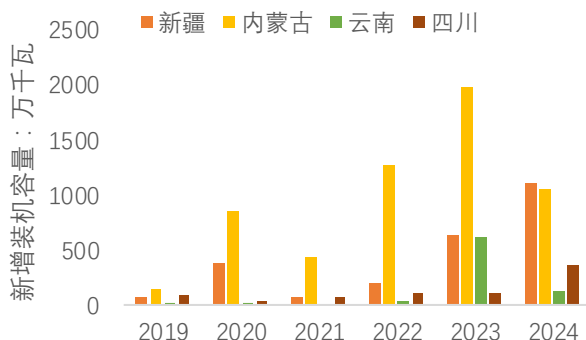
“十五五”规划建设风光基地总装机约 2.55 亿千瓦。政策推动新能源发电全电量入市，使得新能源市场电价在电力供需宽松地区有望下降 5%左右，叠加西南电网对高比例可再生电源的消纳水平有望提升，以及西北火电调峰能力提升，西部电力成本有望进一步下降。

图 13：自 2023 年起，西部地区新增光伏装机容量规模较高



资料来源：Wind，国家能源局，贵州省统计局，天风证券研究所

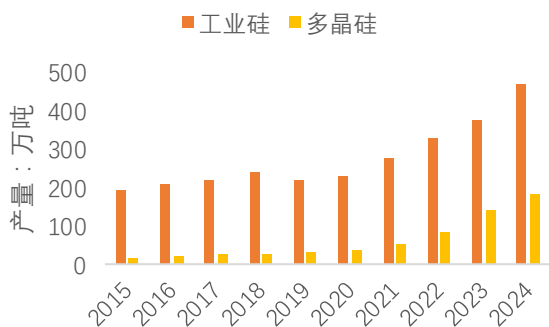
图 14：2020-2024 年新疆、内蒙古新增风电装机规模较高



资料来源：Wind，国家能源局等，天风证券研究所

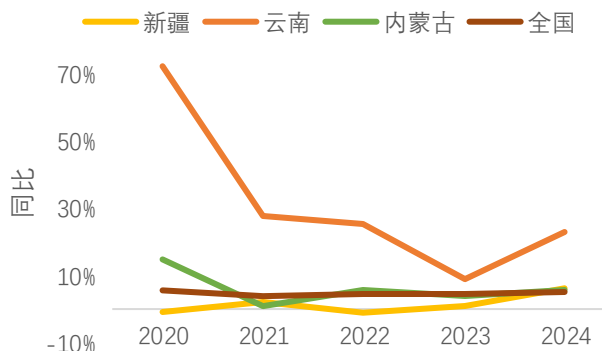
高耗能产业转移有望推动西部运量增长。2021-2024 年中国工业硅、多晶硅产量 CAGR 分别达 19%、53%；新疆重点发展硅基下游产业，内蒙古发展晶硅光伏材料、绿色智算产业集群，云南全面打通从硅料至光伏电站的光伏全产业链。电解铝产业向水电资源丰富地区转移，云南电解铝产量增速远超全国水平，2024 年绿色铝产业链产值达 1500 亿元。电力成本优势促进高耗能产业向西部地区转移，西部地区有色金属运量有望随之增长。

图 15：2015-2024 年中国工业硅和多晶硅产量均呈现上升趋势



资料来源：工信部，智研咨询等，天风证券研究所

图 16：2020-2024 年云南电解铝产量增速远高于全国水平



资料来源：聚汇数据，国家统计局等，天风证券研究所

绿电制氢氨醇产业发展有望带动西部运量增长。光伏发电波动性较大，需将绿色电力转化为稳定能源载体。截至 2024 年底，内蒙古规划绿氢项目 158 个、产能 450 万吨/年，居全国第一；内蒙古针对风光制氢并网型项目自发自用电量免除部分费用，进一步降低产业运营成本。航运碳排放法规落地，带动绿醇需求高增长。全球甲醇动力船舶订单对应绿醇需求近 680 万吨，而全球绿醇产能仅几十万吨，供需比近 1:10。截至 2024 年底，内蒙古规划绿醇项目 42 个、规划产能 739.2 万吨，居全国第一。绿色氢氨醇一体化项目在配套政策措施的持续完善以及技术手段的验证优化下，即将迎来快速发展机遇期，西部地区运量有望随之增长。

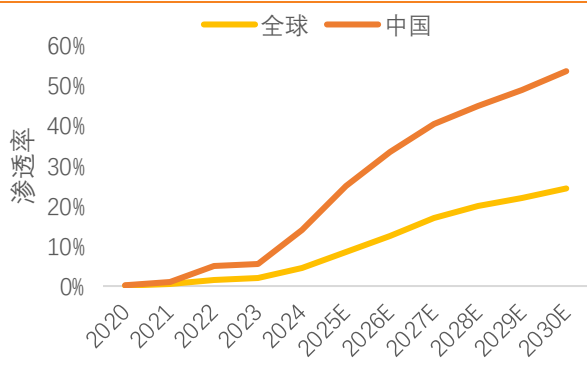
煤化工产业发展有望带动西北运量增长。西北煤炭资源丰富，内蒙古煤炭远景储量 1 万亿吨，占全国 1/4，新疆预测储量 2.19 万亿吨，占全国 40%。优质的煤炭资源推动煤化工产业快速发展。根据投资新疆的不完全统计，截至 2024 年底，新疆潜在煤化工项目投资总额 4916 亿元，拟建、在建煤制烯烃、煤制油项目产能分别为 940 万吨、700 万吨；截至 2025 年 5 月，新疆煤制甲醇拟建项目产能 810 万吨。内蒙古煤制气、煤制烯烃、煤制甲醇产能居全国第一；截至 2025 年底，内蒙古已投产、在建、拟建煤制油、煤制烯烃、煤制甲醇等领域大型煤化工项目投资总额超 5000 亿元。西北煤化工产业快速发展，有望带动运量增长。

2.2. 运输成本下降，盈利有望提升

电动重卡销售渗透率快速上升到 53.9%，智能驾驶有望在大宗商品运输领域规模化应用。新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队有望降低动力成本 61%、人工成本 80%，从而有望降低货物单公里运输成本 34%。炬申股份积极置换新能源装备，运输业务毛利率或有提升空间。

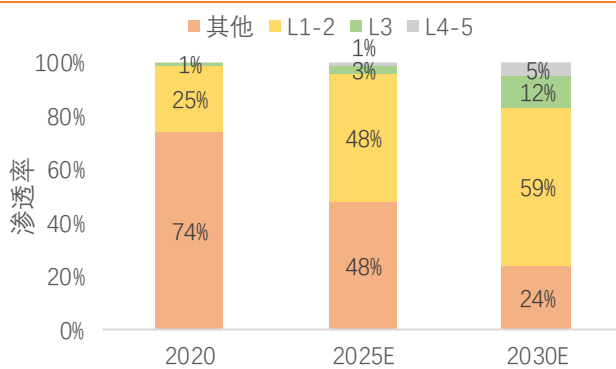
新能源重卡与智能重卡的渗透率均有望快速提升。受益于运营成本优势、技术突破、补能设施完善、政策支持及成熟的供应链体系，中国新能源重卡渗透率预计将持续增长。受益于技术发展、运营成本优势及多场景需求增长，中国重卡智能驾驶渗透率预计有望快速提升。

图 17：预计中国新能源重卡渗透率将持续高于全球并保持增长



资料来源：深向科技公告，天风证券研究所

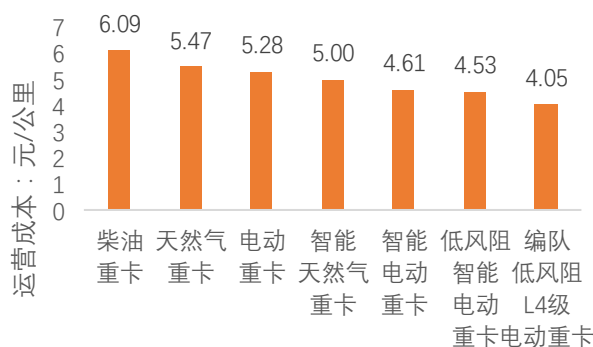
图 18：预计中国重卡智能驾驶渗透率将快速增长



资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

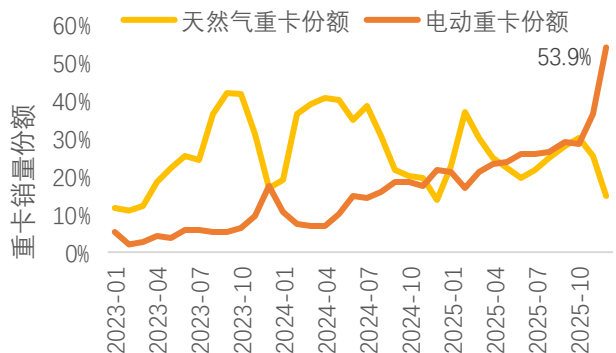
新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队有望降低动力成本 61%、人工成本 80%，从而有望降低货物单公里运输成本 34%。电动重卡的单公里运输成本比柴油重卡低 13%，智能电动重卡的单公里运输成本再低 13%，车型优化后的低风阻智能电动重卡的单公里运输成本再低 2%，L4 级自动驾驶编队低风阻电动重卡的单公里运输成本或将再降低 11%。

图 19：新能源、智能驾驶、车型优化、车辆编队可降低运营成本



资料来源：第一商用车网，中新经纬等，天风证券研究所

图 20：自 2023 年至今，电动重卡销量市场份额呈现显著增长趋势



资料来源：Wind，第一商用车网，天风证券研究所

运输业务毛利率或有提升空间。一方面智能驾驶在封闭港口和固定干线物流路线等低速、固定线路的应用难度低于一般道路，有望在大宗商品运输领域规模化应用。另一方面 2023 年前运费以柴油车运营成本为基准，2023-2024 年 LNG 卡车因油气价差优势成为运费定价锚点，2024 年后电动卡车运营成本低、份额快速提升，推动运费定价向纯电运营成本靠拢。在运费定价由 LNG 卡车向电动卡车转变的过程中，如果公司率先采用新能源重卡和智能驾驶进行大宗商品运输，有望享受运营成本较低带来的红利，毛利率有上升空间。

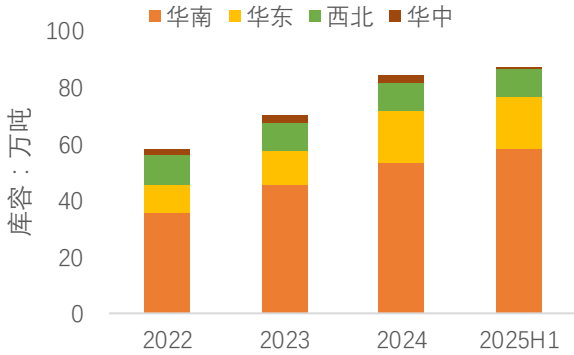
2.3. 仓储业务扩张放缓、稳健增长

炬申股份仓储业务有望稳健增长。在建仓储项目将带来库容增长。绿电制氢氨醇产业和煤

化工产业快速发展，有望带动服务品类增加。期货交割仓资质有望拓展。运量和有色金属消费量的增长有望带动仓储业务增长。氧化铝、铝、铜库容占总核定库容比例较高、产能扩张或将趋于放缓，或将带动仓储需求趋于温和增长。市场竞争或将带动费率增速趋缓。

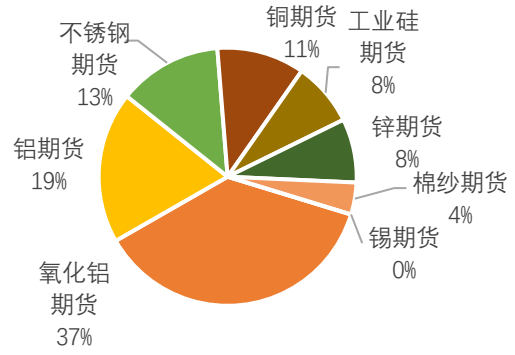
炬申股份仓储库容有望增长。2022-2024 年，总库容高增长，CAGR 达 20%，主要由于华南、华东地区库容快速增长，CAGR 分别达 22%、36%。在建仓储项目包括位于佛山市丹灶镇的炬申仓储四期项目，用地约 68.71 亩，以及巩义大宗商品交易交割中心项目，用地约 97 亩。仓储项目建设有望增加华南、华中地区库容，有助于公司扩大业务规模，抓住下游行业发展机遇，形成规模经济效益。

图 21：2022-2024 年华南、华东地区库容呈现快速增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

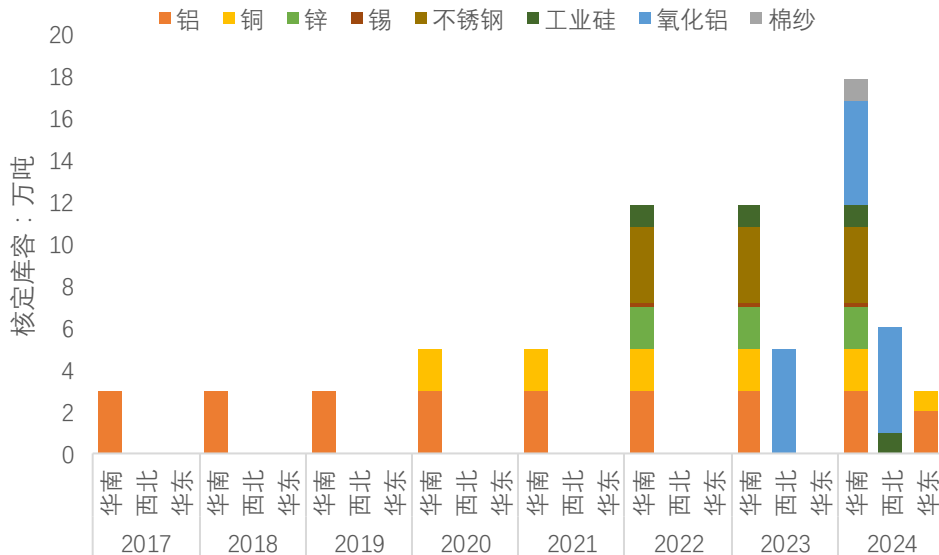
图 22：截至 2025H1，铝和氧化铝库容占总核定库容比例较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

服务品类和期货交割仓资质有望拓展。西部绿电制氢氨醇产业和煤化工产业快速发展，有望带动仓储业务服务品类增加。2017-2024 年，期货交割仓总核定库容、华南地区核定库容 CAGR 分别达 37%、29%，多数品种资质首次落地于华南地区，氧化铝资质率先落地于西北地区。华东、华南地区为有色金属主要消费地和集散地，具备交通枢纽、港口资源等区位条件，预计公司在华东地区有望参考华南地区模式推进期货交割仓资质拓展与业务布局。

图 23：2017-2024 年获资质的品种的数量和核定库容呈现增长趋势



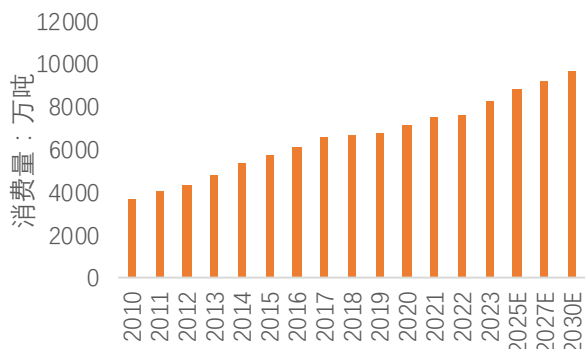
注：工业硅期货为最低保障库容，棉纱期货为仓库库容

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仓储业务有望稳健增长。运输业务可为沿线及终端的仓储节点输送货源，运输业务量的增长有望带动仓储业务量增长。中国十种有色金属消费量预计呈增长态势、有色金属对外贸易额呈增长趋势；受益于需求增加，仓储业务有望增长。我们预计仓储业务增速或将放缓，一方面市场竞争或导致费率增速趋缓；另一方面氧化铝、铝、铜库容占总核定库容比例较

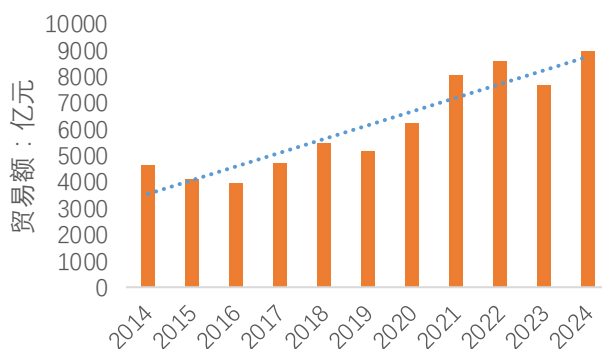
高、产能扩张或将趋于放缓，或将带动仓储需求趋于温和增长。

图 24：预计中国十种有色金属消费量将保持增长态势



资料来源：《中国产业结构演变对有色金属需求的影响及对“十五五”消费量的预测》，世铝网，天风证券研究所

图 25：2014-2024 年有色金属对外贸易额呈现增长趋势



资料来源：海关总署，天风证券研究所

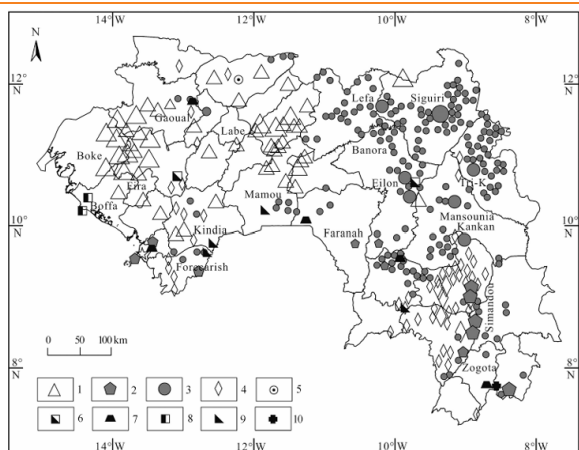
3. 海外业务：车队和驳船投运

车队和驳运业务投产，有望带动海外业务增长。一是几内亚陆路运输业务 2024 年 11 月投运。客户预计将新增产能，有望带动运量增长；几内亚 Elite 陆运项目中转场预计 2026 年上半年有望启用，运输单价有望提升，利润有望增加。二是拟发行可转债用于几内亚驳运项目，预计达产后年收入 3.1 亿元、净利润 0.7 亿元。“ARIES(白羊座)”与“TAURUS(金牛座)”驳船已抵达项目现场开展作业，其它船舶有望于 2026 年年中前后投入项目，预计达产有望更快，单价具备提升空间，收入和利润有望超预期。未来海外布局持续扩张，东南亚以及非洲业务规模有望扩展，有望推动盈利中枢上行。

3.1. 几内亚矿产物流需求增长

几内亚矿业开发有望带动运输需求增长。中资企业经营矿业投资与开采业务，有望为中资物流企业带来发展机遇。几内亚矿业运输业务有望深入内陆、业务类型有望拓展。

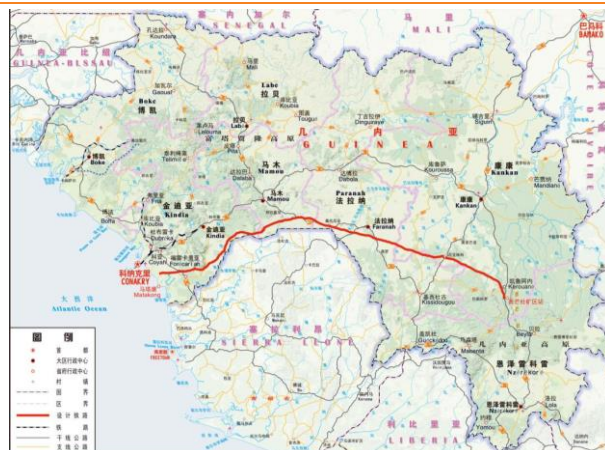
图 26：几内亚主要矿产项目分布图



注：1-铝土矿；2-铁矿；3-金矿；4-金刚石矿；5-铬矿；6-钴矿；7-镍矿；8-钛矿；9-锌矿；10-石墨矿

资料来源：《几内亚矿产资源概况及矿业投资环境分析》，作者：王纪昆等，天风证券研究所

图 27：几内亚马瑞巴港至西芒杜矿区铁路地理位置图



资料来源：中国铁建，澎湃新闻，天风证券研究所

几内亚矿业开发快速发展，运输需求有望增长。几内亚铝土矿储量占全球三分之一以上，矿石品位高、开采成本低，近十年产量 CAGR 达 21%，2025H1 出口量同比增长 36%。

西芒杜铁矿已探获标准资源量 44.1 亿吨，平均品位 65% 以上，未来产量和出口量增长潜力大。几内亚港口吃水深度不足，矿石等大宗商品的运输需首先通过驳船从内河或港口转移至大型货轮上。几内亚矿业开发的推进以及交通条件受限，有望带动运输需求持续增长。

中资矿企几内亚业务扩张带动配套物流需求，这为中资物流企业带来机遇。天山铝业、中铝集团、国家电投、魏桥集团等企业经营几内亚矿业投资和开采业务。其中，炬申股份承运天山铝业合营企业 Elite 的铝土矿陆路运输业务；益丰船务为中铝几内亚博法项目和国家电投几内亚公司提供驳运服务；烟台港集团负责赢联盟的铝土矿港口运输。中资物流企业具备客户稳定性高、服务专业化等优势，成为中资矿企几内亚供应链的关键环节。伴随中资企业的几内亚矿业开发规模持续扩大，中资矿产物流企业的业务布局有望进一步拓展。

表 1：中资企业深耕几内亚铝土矿投资与开采业务

公司名称	运营几内亚矿场项目情况
天山铝业	在金迪亚和马木地区运营年产 500-600 万吨的铝土矿项目
中铝集团	在博法地区运营年产 1200 万吨铝土矿项目
国家电投	在博凯和博法地区运营年产 900 万吨铝土矿项目
魏桥集团	与新加坡韦立国际集团、几内亚 UMS 公司和山东烟台港集团有限公司共同组建赢联盟集团，在博凯地区运营年产 5000 万吨铝土矿项目

资料来源：公司公告，中国铝业报，天风证券研究所

几内亚矿业运输业务有望深入内陆、业务类型有望拓展。2025 年 10 月，几内亚马西铁路首列重载列车成功发运。该铁路是西芒杜铁矿重要配套工程，自西向东途经金迪亚、马木、法拉纳和康康等 4 个大区 12 个省市。伴随几内亚交通基础设施建设持续推进，中资物流企业有望深入几内亚内陆承运业务，有望将业务拓展至多品种有色金属物流仓储服务。

3.2. 陆路运输量价有望提升

炬申股份几内亚陆路运输业务量价有望上行。客户预计将新增产能，有望带动陆路运输业务量增长。几内亚 Elite 陆运项目中转场预计 2026 年上半年有望启用，运输效率有望大幅提高、运输单价有望提升。

炬申股份几内亚陆路运输业务毛利率提升。陆路运输服务从天山铝业合营企业 Elite 位于金迪亚的矿山储存区至 Konta 港出口区，运输距离约 164 公里。公司于 2024 年 11 月开始承运，当年亏损主因道路条件有限和驳船运力不足导致铝土矿运量受限。公司基于道路修缮基本完毕及几内亚 Elite 陆运项目中转场已启用的前提下，假定第三方自 2025 年 8-10 月之后开始提供运输服务，开展询价。2025 年 5 月，运输单价上调。6 月，对 2025H1 已运输完成的货物在调价基础上调增 10.26 美元/吨（不含税）。受益于单价上调，2025H1 几内亚陆路运输业务毛利率提升至 0.73%。

表 2：第三方公司报价与调价后的运输单价较为接近

运输公司	报价/调价：美元/吨/公里（不含税）
中铁十七局	0.09
HUAYA SARLU	0.094
HOPSHINE TRANSPORT	0.091
嘉益几内亚（无中转场）	0.088
嘉益几内亚（有中转场）	0.093

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计几内亚陆路运输业务量有望增长。Elite 铝土矿预计新增年产能 300 万吨，有望推动陆路运输业务量增长。几内亚 Elite 陆运项目中转场预计 2026 年上半年有望启用，运输往返通行时长有望缩短近 40%，运输效率将大幅提升。2025H1 港口至公海的驳船运力不足使得铝土矿滞留，而几内亚驳运业务的开展有望加快铝土矿流转速度，形成协同效应和规模效应，带动陆路运输业务量提升。

预计几内亚陆路运输单价有望提升。根据第一次调价结果，几内亚 Elite 陆运项目中转场

投入运营后，运输单价将上调。考虑到调价后的运输单价与其他运输公司报价较为接近，而几内亚 Elite 陆运项目中转场的运营有望提升陆路运输服务质量，叠加公司在天山铝业供应链体系中的战略地位，我们认为炬申股份较第三方公司对陆路运输业务的竞争优势或较大，未来运输单价有望进一步提升。

3.3. 驳运项目盈利或超预期

炬申股份拟发行可转债用于几内亚驳运项目，预计达产后年收入 3.1 亿元、净利润 0.7 亿元。“ARIES (白羊座)”与“TAURUS (金牛座)”驳船已抵达项目现场开展作业，其它船舶有望于 2026 年年中前后投入项目，预计达产有望更快，单价具备提升空间，收入和利润有望超预期。海外运输业务毛利率或将大幅高于国内，海外业务有望推动盈利中枢上行。

几内亚驳运业务有望推动海外收入和利润增长。2025 年，公司拟发行募集资金总额不超过 3.8 亿元的可转债，将主要用于几内亚驳运项目。公司已与天桂铝业、中铁十七局签订协议，分别承接铝土矿、铁矿石驳运业务，预计业务量分别为 260、230 万吨/年。公司已与几内亚某矿业公司签订协议承接铝土矿驳运业务，正式运营年度目标转运量不少于 1000 万吨/年，客户保证每个正式运营年平均转运量 600 万吨。公司已与几内亚某公司签署铝土矿转运协议，签订合同价暂定为 1.34 亿美元。考虑到驳运项目设计产能 1080 万吨/年，项目产能有望被消化。驳运项目达产后预计年收入 3.1 亿元、净利润 0.7 亿元，有望推动海外收入和利润增长。

几内亚驳运项目盈利或超预期。公司“ARIES (白羊座)”与“TAURUS (金牛座)”驳船已抵达几内亚驳运项目现场开展作业，其它船舶有望于 2026 年年中前后投入几内亚驳运项目，因此驳运项目有望提前投运、达产更快。单价有望超预期，一方面业务预测单价 4.24 美元/吨低于与天桂铝业、中铁十七局的合同约定单价 4.80-5.00 美元/吨，亦低于市场价格 4.80-5.10 美元/吨；另一方面公司的驳运业务主营金迪亚地区，预测每年业务单价降幅 2%，主要由于市场竞争，但几内亚驳运市场的主要参与者中远海运、韦立国际、路易达孚航运集团均不主营金迪亚地区，市场竞争的激烈程度或低于预期。

表 3：炬申股份几内亚驳运项目盈利预测

指标	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
项目进度	60%	85%	100%	100%	100%
营业收入：亿元	1.85	2.63	3.09	3.09	3.09
yoy	--	42%	18%	0%	0%
营业成本：亿元	1.31	1.73	1.92	1.92	1.92
yoy	--	33%	11%	0%	0%
毛利润：亿元	0.55	0.89	1.17	1.17	1.17
yoy	--	64%	31%	0%	0%
毛利率	29%	34%	38%	38%	38%
净利润：亿元	0.30	0.54	0.73	0.73	0.73
yoy	--	77%	36%	0%	0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

几内亚运输业务有望推动增速中枢上行。开展几内亚运输业务后，海外收入占比上升。2024 年至 2025H1 外销营业收入由 0.08 亿元升至 0.54 亿元，2022 年至 2025H1 外销的营业收入占比由 0%升至 8%。如果假设 Elite 的陆路运输业务量为 600 万吨/年、单价为 15.25 美元/吨、毛利率为 2025H1 水平，天桂铝业、中铁十七局、几内亚某矿业公司的驳运业务量分别为 260、230、600 万吨/年，驳运单价分别为 4.8、4.8、4.1 美元/吨，驳运毛利率为 39.40%，那么海外运输业务毛利率约为 14%，大幅高于 2025H1 国内运输业务毛利率。考虑几内亚陆路运输业务毛利率有望提升，海外业务对业绩增长的驱动作用有望增加。

3.4. 海外布局有望扩张

炬申股份充分把握中国大宗商品产业链全球化运营趋势、新兴市场基建与物流短板，以及大宗商品物流高度专业化带来的需求。海外业务布局有望扩张，有望带动收入增长。

公司有望拓展东南亚铝产业链物流仓储业务。越南铝土矿资源丰富，氧化铝价格优势明显。2025 年，公司助力越南同奈港经北部湾港至新疆的氧化铝铁海联运专列开行。印尼铝土矿储量位居全球第六，煤炭资源丰富、价格低廉。截至 2025 年，印尼规划氧化铝产能对全球占比 20%，其中中资企业投资占比超 75%。信发集团、东方希望、锦江集团等主要客户在印尼布局氧化铝及电解铝项目。北部湾港航线实现东南亚主要港口全覆盖，西部陆海新通道海铁联运班列实现西部地区全覆盖。我们预计公司有望依托钦州物流园区临港优势和北部湾港海铁联运优势，在东南亚以及从东南亚至国内方向拓展物流仓储业务。

我们预计公司有望在非洲拓展矿业物流仓储业务。2023 年以来，中资企业围绕几内亚进行矿业投资开发。该地区矿产资源丰富，塞拉利昂铁矿石探明储量超 200 亿吨，铝矾土储量 1.2 亿吨，黄金矿砂发现 5 处，其中一处储量即达 2000 万吨；利比里亚是非洲第二大铁矿生产和出口国；几内亚比绍铝矾土储量约 2 亿吨，尚未得到有效开发。非洲基础设施薄弱，矿业开发对物流需求大。受益于几内亚运营经验，公司在非洲的业务范围有望扩展。

表 4：2023 年以来，中资企业进一步围绕几内亚进行矿业投资开发

年份	事件
2023	宝武资源利比里亚 Bomi 铁矿项目建成投产
2025	中国电建子公司中标几内亚铝土矿 2800 万吨项目
2025	几内亚西芒杜铁矿配套工程马西铁路开通
2025	中铝几内亚比绍铝土矿勘查项目开工
2025	中方主导投资建设的塞拉利昂福港开港

资料来源：中联钢，国复咨询，中国中铁官网，中国铝业集团官网，信德海事网，天风证券研究所

4. 盈利预测与目标价

受益于业务布局拓展，炬申股份盈利有望增长。我们预计 2025-2027 年炬申股份归母净利润分别为 0.9、1.3、1.5 亿元。根据 AE 估值法，给予炬申股份的目标价为 22.59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 盈利有望增长

假设运输业务(不含几内亚驳运)2025-2027 年营业收入增速分别为 80%、25%、10%。考虑到运输业务的营业收入和营业成本占比较高，公司 2025 年前三季度营业收入同比增长 82.5%，营业成本同比增长 101.1%，以及几内亚陆路运输业务 2025Q3 受雨季影响，假设 2025 年该业务营业收入增速高于 2025H1 同比增速，营业成本增速高于 2025H1 同比增速。考虑到 Elite 预计将新增产能，以及几内亚驳运项目有望加快矿石流转速度，预计 2026 年及之后该业务稳健增长、增速趋于平稳。

表 5：炬申股份运输业务(不含几内亚驳运)的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	9.70	8.08	7.55	13.59	16.99	19.03
yoy	55.2%	-16.7%	-6.6%	80.0%	25.0%	12.0%
营业成本：亿元	9.25	7.71	7.32	12.88	15.59	17.15
yoy	56.0%	-16.6%	-5.1%	76.0%	21.0%	10.0%
毛利润：亿元	0.45	0.37	0.23	0.71	1.40	1.88
yoy	40.6%	-17.8%	-37.8%	207.3%	97.9%	34.3%
毛利率	4.6%	4.6%	3.0%	5.2%	8.2%	9.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

假设仓储业务 2025-2027 年营业收入增速分别为 12%、12%、12%。服务品类和期货交割仓资质有望拓展，运输业务增长有望带动仓储业务量增长，预计 2025-2027 年仓储业务营业收入稳健增长。考虑到 2025H1 仓储业务营业成本同比增速高于营业收入同比增速，假设 2025 年仓储业务营业成本增速略高于营业收入增速。假设 2026-2027 年仓储业务营业成本与营业收入增速保持一致。

表 6：炬申股份仓储业务的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	1.07	1.77	2.73	3.06	3.42	3.84
yoy	-11.6%	65.4%	54.2%	12.0%	12.0%	12.0%
营业成本：亿元	0.51	0.72	1.12	1.27	1.42	1.59
yoy	8.5%	41.2%	55.6%	13.0%	12.0%	12.0%
毛利润：亿元	0.56	1.05	1.61	1.79	2.01	2.25
yoy	-24.3%	87.5%	53.3%	11.3%	12.0%	12.0%
毛利率	52.3%	59.3%	59.0%	58.6%	58.6%	58.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述假设，以及几内亚驳运项目盈利预测，炬申股份的核心财务指标预测如表 7。

表 7：炬申股份的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	10.85	9.94	10.40	16.74	22.36	25.58
yoy	45.2%	-8.4%	4.6%	60.9%	33.6%	14.4%
毛利润：亿元	1.06	1.47	1.93	2.56	4.01	5.08
yoy	-0.9%	38.6%	78.4%	32.1%	56.9%	26.6%
毛利率	9.8%	14.8%	18.6%	15.3%	17.9%	19.8%
归母净利润：亿元	0.4	0.6	0.8	0.9	1.3	1.5
yoy	-15%	58%	31%	10%	42%	19%
ROE	5.7%	8.4%	10.8%	10.5%	13.7%	15.1%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

受益于业务布局拓展，炬申股份盈利有望增长。国内方面，西部地区具备水风光和煤炭资源优势，电力成本优势有望提升。高耗能产业转移、绿电制氢氨醇、煤化工产业快速发展，有望推动西部地区运量增长。智能驾驶电动重卡具备运营成本优势，运输业务毛利率有提升空间。运量和有色金属消费量的增长有望带动仓储业务量增长，品类和资质的拓展有望提升仓储业务盈利能力。海外方面，几内亚陆路运输业务量价有望上行，驳运项目有望达产更快、收入和利润超预期。东南亚和非洲矿业运输业务规模有望扩展。海外收入和利润有望增长、占比有望上升，海外运输业务毛利率或将大幅高于国内，盈利中枢有望上行。

4.2. 目标价 22.59 元，“买入”评级

根据 AE 估值法，给予炬申股份的目标价为 22.59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

炬申股份的现金流波动较大，难以用 DCF 估值法。公司 ROE 较高，可以用 AE 估值法。

表 8：炬申股份的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	2%	近两年十年期国债收益率均值 2%
风险溢价	5%	股票投资者预期回报率在 5%左右
贝塔	0.83	近两年炬申股份相对沪深 300 指数的贝塔 0.83
半显性期增长率	3%	物流仓储业务增长，带动整体较快增长
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，财政部，天风证券研究所

根据估值模型，炬申股份的超额利润及贴现值如表 9。根据 AE 估值法，炬申股份的每股权益价值为 22.59 元。

表 9：炬申股份的超额利润与贴现值

指标	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	终值
超额利润: 亿元	0.36	0.69	0.87	1.18	1.22	1.26	1.29	1.33	1.37	1.41	1.46	1.50	36.89
贴现: 亿元	0.37	0.65	0.78	0.99	0.97	0.94	0.91	0.88	0.86	0.83	0.81	0.78	19.22
现值: 亿元													28.98

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险分析

全球贸易政策变化风险。全球贸易政策不确定性的上升可能引发大宗商品产业链及贸易流向的调整，或将导致客户对公司业务的需求发生变化，进而对公司业绩产生影响。

大宗商品行业下行风险。全球经济增速放缓及部分行业对大宗商品需求下降，或将导致部分大型生产商和贸易商调整业务规模，进而对公司的物流仓储业务量产生影响。

电价上涨风险。电价上涨将导致对电价较为敏感的行业生产成本上升，或将引发部分高成本的产能减产，或将导致行业对物流仓储业务需求下降，进而对公司业务量产生影响。

再融资风险。公司拟发行的可转债将主要用于投资几内亚驳运项目。若可转债发行不及预期，驳运项目的建设进度或将受到影响，进而对公司海外运输业务的业绩产生影响。

几内亚业务经营不及预期风险。若几内亚项目实施过程中当地政治和经济环境及市场供求关系发生不利变化、行业竞争加剧，项目投资回报周期或将延长，收益或将不及预期。

汇率波动风险。几内亚驳运项目投资过程中的船舶运输及关税费用以及项目投产后所需资金投入主要为外汇结算，人民币汇率的波动或将对公司的经济效益产生影响。

市值相对较小的风险。公司市值规模相对有限，一方面在面对市场整体波动时公司股价的敏感性和波动幅度或将相对较大，另一方面相对较小的股票成交量可能影响投资的流动性。

股价波动的风险。公司股价的短期大幅波动或将影响市场对公司价值的评估，增加股权融资的不确定性，对公司资本结构的稳定性或将产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	236.03	180.80	133.90	178.85	204.63
应收票据及应收账款	93.57	96.09	209.15	198.55	267.91
预付账款	5.88	16.22	20.82	27.10	26.44
存货	21.39	6.67	40.34	20.47	47.48
其他	32.72	78.55	93.21	123.36	118.90
流动资产合计	389.60	378.34	497.42	548.34	665.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	354.70	519.59	599.01	666.67	724.95
在建工程	19.70	18.13	9.06	4.53	2.27
无形资产	180.74	218.93	248.07	276.32	303.71
其他	341.83	338.27	327.45	316.63	305.80
非流动资产合计	896.97	1,094.92	1,183.59	1,264.15	1,336.73
资产总计	1,286.57	1,473.26	1,681.01	1,812.49	2,002.09
短期借款	154.43	119.02	152.56	218.69	308.03
应付票据及应付账款	35.32	102.27	128.24	169.97	163.25
其他	80.88	144.29	177.44	204.07	209.80
流动负债合计	270.64	365.58	458.24	592.73	681.09
长期借款	122.27	151.69	167.51	80.00	80.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	155.01	191.12	191.12	191.12	191.12
非流动负债合计	277.27	342.81	358.64	271.12	271.12
负债合计	547.91	708.39	816.88	863.85	952.21
少数股东权益	0.00	12.65	9.34	20.59	45.90
股本	128.80	128.80	166.69	166.69	166.69
资本公积	405.98	405.98	405.98	405.98	405.98
留存收益	200.70	244.38	289.18	352.93	428.86
其他	3.18	(26.95)	(7.05)	2.45	2.45
股东权益合计	738.66	764.87	864.13	948.64	1,049.88
负债和股东权益总计	1,286.57	1,473.26	1,681.01	1,812.49	2,002.09
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	62.19	72.67	89.59	127.51	151.86
折旧摊销	37.00	68.06	75.51	83.61	91.60
财务费用	13.06	15.26	12.92	13.53	14.72
投资损失	(0.01)	(0.76)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	24.90	30.63	(96.04)	73.21	(81.41)
其它	23.58	(27.16)	(6.64)	22.50	50.62
经营活动现金流	160.71	158.70	75.35	320.38	227.40
资本支出	74.46	222.27	175.00	175.00	175.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(288.59)	(391.03)	(350.00)	(350.00)	(350.00)
投资活动现金流	(214.13)	(168.76)	(175.00)	(175.00)	(175.00)
债权融资	23.49	(5.35)	36.44	(34.92)	74.62
股权融资	(37.33)	(30.13)	16.31	(65.51)	(101.24)
其他	(1.94)	(8.47)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(15.77)	(43.95)	52.75	(100.43)	(26.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(69.19)	(54.01)	(46.90)	44.95	25.78

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	994.34	1,040.02	1,673.79	2,235.64	2,557.83
营业成本	847.09	846.59	1,418.28	1,834.82	2,050.26
营业税金及附加	5.44	9.82	13.39	17.89	20.46
销售费用	16.14	15.81	16.74	22.36	25.58
管理费用	33.49	46.64	75.32	100.60	115.10
研发费用	2.35	2.93	3.35	4.47	5.12
财务费用	11.45	13.88	12.92	13.53	14.72
资产/信用减值损失	(4.24)	(3.02)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.03)	0.76	0.00	0.00	0.00
其他	12.05	5.54	5.00	5.00	5.00
营业利润	86.15	107.63	134.79	242.96	327.59
营业外收入	0.42	3.66	4.00	4.00	4.00
营业外支出	2.01	4.73	5.00	5.00	5.00
利润总额	84.56	106.56	133.79	241.96	326.59
所得税	22.37	33.89	50.84	91.95	124.10
净利润	62.19	72.67	82.95	150.02	202.48
少数股东损益	0.00	(8.90)	(6.64)	22.50	50.62
归属于母公司净利润	62.19	81.57	89.59	127.51	151.86
每股收益(元)	0.48	0.63	0.54	0.76	0.91
主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-8.34%	4.59%	60.94%	33.57%	14.41%
营业利润	53.80%	24.94%	25.23%	80.25%	34.83%
归属于母公司净利润	57.73%	31.17%	9.83%	42.34%	19.09%
获利能力					
毛利率	14.81%	18.60%	15.27%	17.93%	19.84%
净利率	6.25%	7.84%	5.35%	5.70%	5.94%
ROE	8.42%	10.84%	10.48%	13.74%	15.13%
ROIC	19.30%	18.18%	16.67%	21.04%	27.05%
偿债能力					
资产负债率	42.59%	48.08%	48.59%	47.66%	47.56%
净负债率	8.03%	16.09%	25.39%	16.13%	20.63%
流动比率	1.44	1.03	1.09	0.93	0.98
速动比率	1.36	1.02	1.00	0.89	0.91
营运能力					
应收账款周转率	10.62	10.97	10.97	10.97	10.97
存货周转率	35.68	74.13	71.22	73.53	75.28
总资产周转率	0.78	0.75	1.06	1.28	1.34
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.63	0.54	0.76	0.91
每股经营现金流	1.25	1.23	0.45	1.92	1.36
每股净资产	5.73	5.84	5.13	5.57	6.02
估值比率					
市盈率	38.01	28.97	34.14	23.99	20.14
市净率	3.20	3.14	3.58	3.30	3.05
EV/EBITDA	16.36	8.76	13.20	8.55	6.93
EV/EBIT	21.41	12.76	19.90	11.32	8.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com