

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

# 嘉友国际：长期专注跨境综合物流，拓展中非业务前景可期

## 股票数据

05月30日收盘价(元)	21.40
52周股价波动(元)	15.33-30.32
总股本/流通A股(百万股)	500/500
总市值/流通市值(百万元)	10701/10701

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-23.6	-17.8	-12.2
相对涨幅(%)	-18.8	-12.9	-6.5

资料来源：海通证券研究所

分析师: 虞楠

Tel: (021) 23219382

Email: yun@haitong.com

证书: S0850512070003

## 投资要点:

- 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业。** 长期以来，公司积极投资并运营道路、保税仓库、海关监管场所等物流基础设施，整合物流资源，为客户提供定制化的供应链贸易及物流服务产品，持续致力于打造综合物流服务优秀公司、争做跨境多式联运领先企业。目前公司业务以蒙古、非洲、中亚为重点发展区域。依托核心物流资产，公司多板块业务协同发展。目前公司主营业务包括：跨境多式联运综合物流服务、供应链贸易服务、陆港项目服务。我们认为，公司专注跨境综合物流，长期以来通过对陆锁国核心物流节点的把控，业务模式已由中蒙逐渐向中非、中亚复制，形成有一定竞争壁垒和规模优势，盈利能力不断被巩固，推动未来业绩持续保持高增长。
- 中蒙业务内生性强，口岸疫后复苏下蒙煤增量可期。** 蒙古自然资源丰富，出口商品中矿产品占比最高，公司在大宗矿产品跨境物流方面实力深厚，目前公司业务涉及的矿产品主要是主焦煤、铜精矿。背靠蒙古丰富的矿产品资源，公司在中蒙区域开展的业务包括：跨境多式联运综合物流、主焦煤供应链贸易。22年主焦煤供应链贸易已成为公司业绩增长的主要驱动力之一。我们认为，未来公司中蒙业绩的增长将直接受益于矿能运输量的增加。我们重点关注和公司业务相关度较高的蒙煤运输状况，随着中蒙疫情影响消除后运输量的恢复、中蒙铁路开通带来的增量、以及中蒙两国在政策上对能源运输及口岸建设的支持，公司主焦煤供应链贸易有望随蒙煤运量的提升保持快速增长。
- 非洲业务再出发，新市场下公司盈利空间可期。** 公司于2018年开始发力非洲内陆国家和地区，以跨境口岸为中枢，优化并复制此前中蒙跨境综合物流的成功模式。目前刚果(金)卡萨项目部分资产已投入运营，通过收费公路和陆港运营，成为公司新的收入增长点，为公司提供稳定现金流。我们认为，陆港的完善有望持续赋能跨境物流的输出，公司持续打造专业陆港，在非洲地区建立标准化物流枢纽，为帮助矿企提供一站式、高效的跨境综合物流服务创造条件。目前，公司主要为刚果(金)的矿企提供项目设备物资、生产耗材等的运输，且随着刚果(金)的各大矿产在建项目陆续完成开始放量，可能将带来更大的物流需求，公司盈利空间可期。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2023-2025年公司净利润分别为8.71/10.83/13.54亿元，对应EPS分别为1.74/2.17/2.71元。考虑到公司持续拓展不同地区新业务，业绩处于快速提升期，并结合可比公司估值，给予公司2023年19-20倍PE，对应合理价值区间33.06-34.80元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 行业政策发生变动，地缘政治风险，汇率波动风险。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	3888	4829	7734	9426	11962
(+/-)YoY(%)	18.5%	24.2%	60.2%	21.9%	26.9%
净利润(百万元)	343	681	871	1083	1354
(+/-)YoY(%)	-4.8%	98.6%	27.9%	24.4%	25.1%
全面摊薄EPS(元)	0.69	1.36	1.74	2.17	2.71
毛利率(%)	12.6%	19.3%	17.9%	18.6%	18.1%
净资产收益率(%)	12.0%	16.4%	17.5%	17.9%	18.3%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业.....	5
2. 业务模式复制力强，跨境版图不断扩大 .....	7
2.1 中蒙——行稳致远：跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显 .....	7
2.1.1 深耕中蒙，高筑资源与能力壁垒 .....	7
2.1.2 中蒙业务内生性强，口岸疫后复苏下蒙煤增量可期 .....	12
2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔 .....	15
2.2.1 非洲业务再出发，布局框架已确立 .....	15
2.2.2 非洲市场前景广阔，公司盈利空间可期 .....	16
2.3 中亚——厚积薄发：中蒙模式再复制，夯实内功放眼长期 .....	18
3. 盈利预测与投资建议 .....	18
3.1 业绩测算：主焦煤供应链业务 .....	18
3.2 业绩测算：跨境多式联运综合物流服务 .....	19
3.3 刚果（金）陆港服务收费 .....	19
3.4 盈利预测与投资评级 .....	20
4. 风险提示 .....	21
财务报表分析和预测 .....	22

## 图目录

图 1	公司业务范围.....	5
图 2	公司重要物流资产布局历程.....	5
图 3	公司主要业务情况.....	6
图 4	22 年公司收入结构.....	6
图 5	22 年公司毛利结构.....	6
图 6	公司营收增长情况.....	6
图 7	公司净利润增长情况.....	6
图 8	公司股权结构 (截至 2022 年年底).....	7
图 9	公司物流资产分布 (中蒙区域).....	8
图 10	近年蒙古煤炭产量及出口量情况.....	9
图 11	蒙古炼焦煤进口量占炼焦煤总进口量比.....	9
图 12	蒙古铜精矿出口情况.....	9
图 13	公司铜精矿运量情况.....	9
图 14	奥尤陶勒盖铜金矿示意图.....	9
图 15	公司中蒙业务分类.....	10
图 16	跨境多式联运、大宗矿产品物流收费模式.....	10
图 17	蒙古塔本陶勒盖煤矿 (TT 矿) 所在位置.....	11
图 18	蒙古奥云陶勒盖铜矿 (OT 矿) 所在位置.....	11
图 19	甘其毛都口岸蒙煤进口过程.....	12
图 20	甘其毛都口岸蒙煤贸易收费模式.....	12
图 21	蒙煤通车量 (车).....	13
图 22	蒙古新冠肺炎当日新增确诊病例 (人).....	13
图 23	2022 年 1-10 月中国炼焦煤进口量情况 (万吨).....	13
图 24	中国境内与甘其毛都口岸连接的铁路情况.....	14
图 25	卡萨项目开工现场.....	15
图 26	中非跨境物流案例.....	16
图 27	刚果 (金) 铜钴矿成矿带位置及公司卡萨项目物流资产所在地.....	17
图 28	刚果 (金) 主要企业分布情况.....	17
图 29	2022 年 1-10 月霍尔果斯口岸进出口货运量 (万吨).....	18
图 30	霍尔果斯口岸地理位置情况.....	18

## 表目录

---

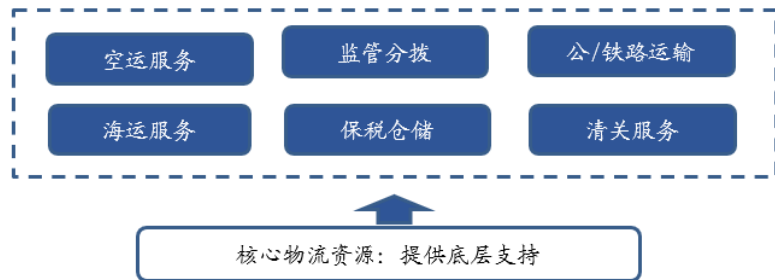
表 1	中蒙区域公司核心物流资产情况 (截至 2022 年 3 月末) .....	8
表 2	中蒙高层外交大事件 .....	14
表 3	公司营业收入分项预测表 (百万元) .....	20
表 4	公司盈利预测表 (百万元) .....	20
表 5	可比公司估值表 .....	20

## 1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

公司成立于 2005 年 6 月，并于 2018 年在上交所成功上市，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。

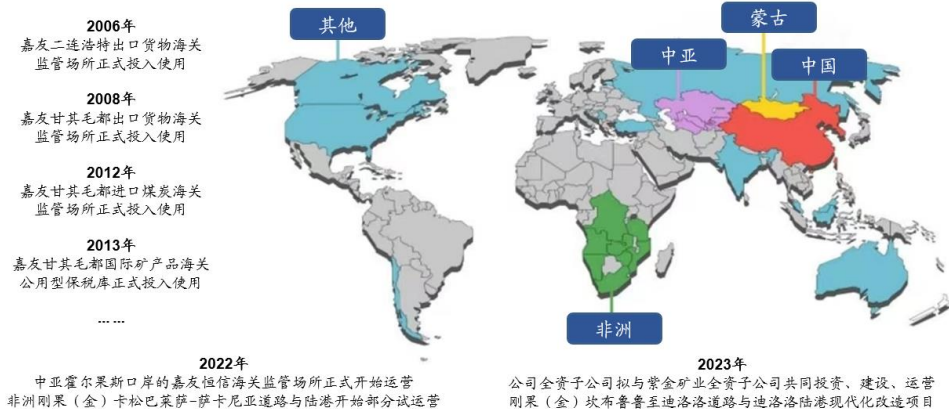
长期以来，公司积极投资并运营道路、保税仓库、海关监管场所等物流基础设施，整合物流资源，为客户提供定制化的供应链贸易及物流服务产品，持续致力于打造综合物流服务优秀公司、争做跨境多式联运领先企业。目前公司业务以蒙古、非洲、中亚为重点发展区域。

图1 公司业务范围



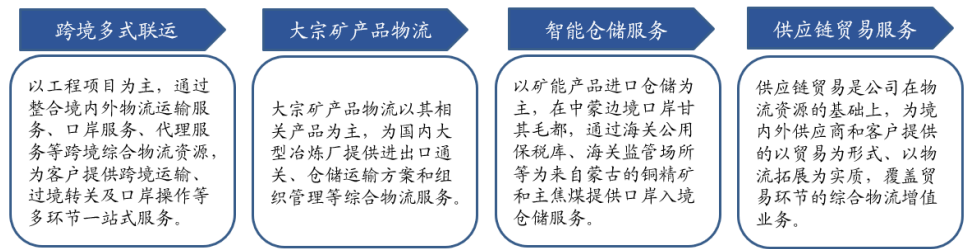
资料来源：公司官网，海通证券研究所

图2 公司重要物流资产布局历程



资料来源：公司官网，公司 2022 年年报、半年报，海通证券研究所

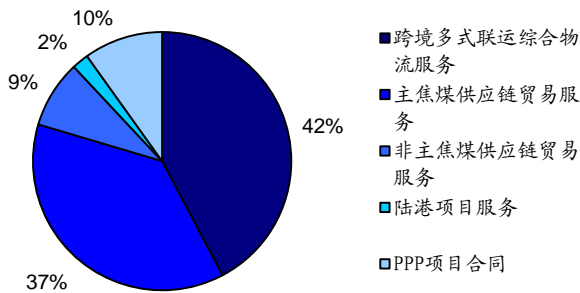
依托核心物流资产，公司多板块业务协同发展。目前公司主营业务包括：①跨境多式联运综合物流服务（跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储业务），②供应链贸易服务（主要是主焦煤供应链贸易业务，非主焦煤供应链贸易尚在试水期），③陆港项目服务。

**图3 公司主要业务情况**


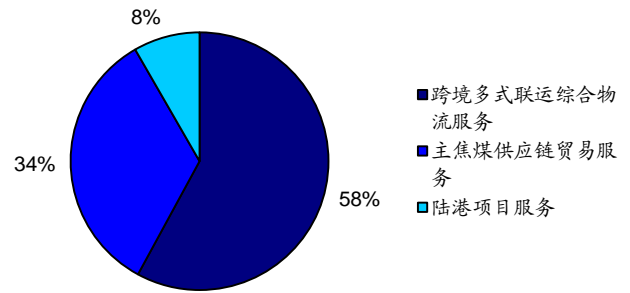
资料来源：公司官网，海通证券研究所

基于自身稳固实力，公司业绩展现良好韧性。2022年公司共实现营收48.29亿元，其中跨境多式联运综合物流服务收入为20.40亿元，占比约42.2%，供应链贸易服务（主焦煤供应链贸易、非主焦煤供应链贸易）收入为22.09亿元，占比约45.7%，陆港项目服务收入1.01亿元，占比约2.1%。

其余收入则主要由PPP项目合同贡献，PPP项目合同指公司投资、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，公司作为主要责任人，项目完工前确认该PPP项目的建造服务收入。

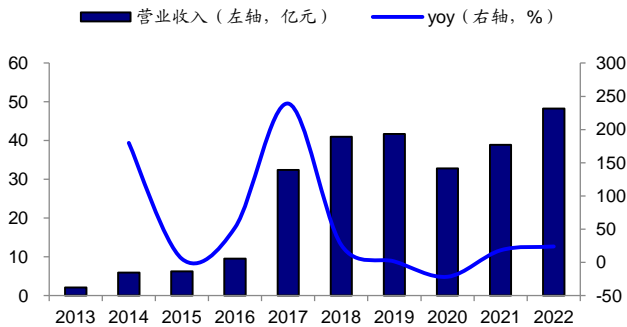
**图4 22年公司收入结构**


资料来源：wind，海通证券研究所

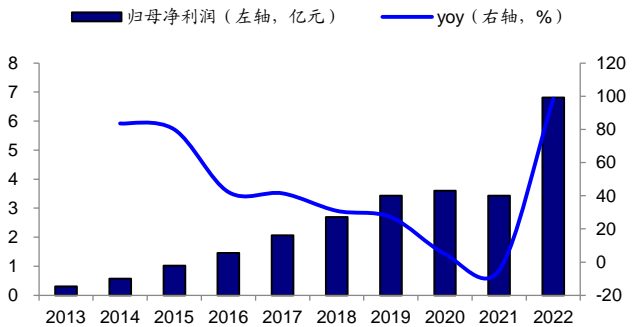
**图5 22年公司毛利结构**


资料来源：wind，海通证券研究所

随着22年中蒙通关效率的改善，公司业绩迅速反弹，实现强劲增长态势。22年公司营收同比增长24.2%；实现归母净利润6.81亿元，同比增长98.6%；实现扣非后归母净利润6.72亿元，同比增长103.6%。

**图6 公司营收增长情况**


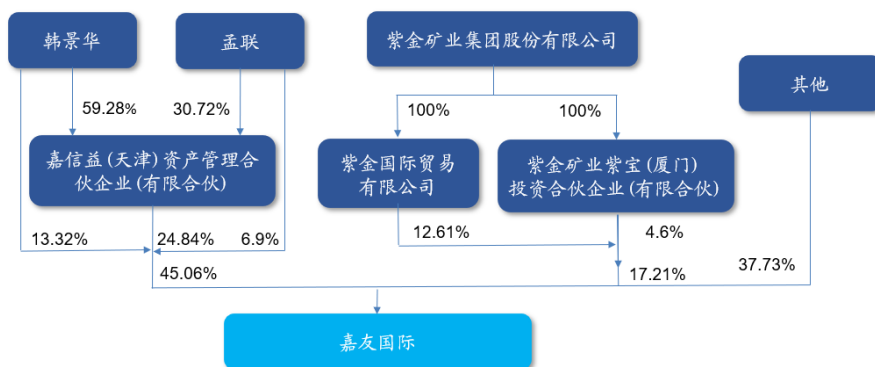
资料来源：wind，海通证券研究所

**图7 公司净利润增长情况**


资料来源：wind，海通证券研究所

目前公司实控人为韩景华和孟联, 2021 年年底公司通过定增及股权转让引入紫金矿业战略投资, 紫金矿业通过间接持股, 为公司第二大股东。

图8 公司股权结构 (截至 2022 年年底)



资料来源: wind, 海通证券研究所

## 2. 业务模式复制力强, 跨境版图不断扩大

公司初期基于国家一带一路开发大环境, 持续为中亚、东南亚等二十多个“一带一路”沿线国家和地区, 以及部分欧美国家提供跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务。

我们认为, 经过多年深耕, 公司在蒙古市场已形成稳固竞争力, 并在成熟经验模式的带动下, 将业务触角逐步向非洲、中亚延展, 打造以蒙古、非洲、中亚为重点发展区域的业务格局。其成功模式可复制, 业务增量可持续:

- 联动“一带一路”, 锚定内陆地区, 构筑基础实力;
- 抢先布局核心物流节点, 全面打造强大竞争壁垒;
- 从一般物流到物贸一体化, 盈利能力稳增, 核心竞争力不断加强。

### 2.1 中蒙——行稳致远: 跨境多式联运业务模式成熟, 主焦煤业务物贸一体化优势明显

#### 2.1.1 深耕中蒙, 高筑资源与能力壁垒

受益于“一带一路”国家和地区投资环境的改善, 蒙古境内的矿产资源开发和基础设施建设进展快速, 贸易额的增长带动了中蒙市场跨境物流业务的发展, 助力公司业务实现增长。

二连浩特、甘其毛都陆运口岸是中蒙国际跨境物流的核心节点。公司在发展初期即规划并获批建设海关公用型保税库、海关监管场所、保税物流中心(B型)等多项陆港核心资产, 对中蒙跨境物流业务起到中枢作用, 在成本控制和运营管理上体现出先发优势, 壁垒性强, 使公司率先成为内陆国家和地区跨境综合物流服务的领先企业。

**图9 公司物流资产分布 (中蒙区域)**


资料来源: 嘉友国际可转债评级报告, 海通证券研究所

**表 1 中蒙区域公司核心物流资产情况 (截至 2022 年 3 月末)**

地区	场所	所属公司	占地面积 (万㎡)	用途
甘其毛都	保税库	乌拉特中旗甘其毛道金航国际有限公司	16.95	智能仓储业务、其它物流业务环节
	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	35.97	
	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	4.69	
	海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	2.17	
	海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	3.78	
二连浩特	海关监管场所	内蒙嘉友国际物流有限公司	64.67	
巴彦淖尔临河区	保税物流中心(B型)	巴彦淖尔市临津物流有限公司	7.80	
			6.87	

资料来源: 嘉友国际可转债评级报告, 海通证券研究所

蒙古自然资源丰富, 出口商品中矿产品占比最高, 公司在大宗矿产品跨境物流方面实力深厚, 目前公司业务涉及的矿产品主要是①主焦煤、②铜精矿:

#### ① 主焦煤:

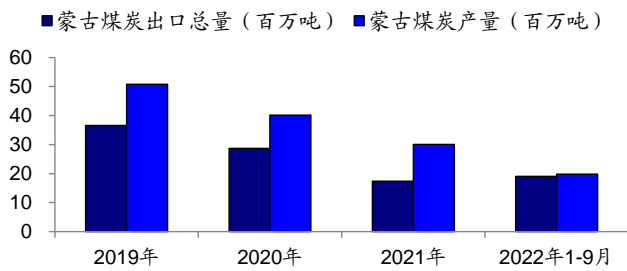
蒙古矿产资源丰富, 采矿业为蒙古主要的出口产业, 根据新疆发改委《中国(新疆)和蒙古国矿产品资源合作现状及对策建议》中数据显示, 2022年蒙古矿产品出口额占出口总额的85%左右。

蒙古目前是我国最主要的炼焦煤进口国。蒙古是全球煤炭资源最集中、最丰富的国家之一, 尤其是主焦煤资源储量丰富、煤质好; 蒙古煤炭生产以露天开采为主, 开采条件优越, 根据《中国煤炭》月刊发表的《蒙古煤炭工业发展趋势》一文中数据显示, 蒙古露天煤矿产量占比达99%, 主要用于出口, 并且几乎所有炼焦煤都出口到中国。

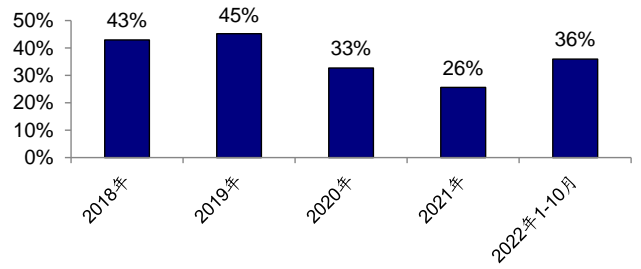
甘其毛都是蒙古主焦煤重要的出口口岸。中国是蒙古重要的煤炭贸易国, 目前中国境内主要的煤炭运输口岸有: 甘其毛都口岸、策克口岸、满都拉口岸等。

(注: 主焦煤也称为焦煤, 是炼焦煤的一种)



**图10 近年蒙古煤炭产量及出口量情况**


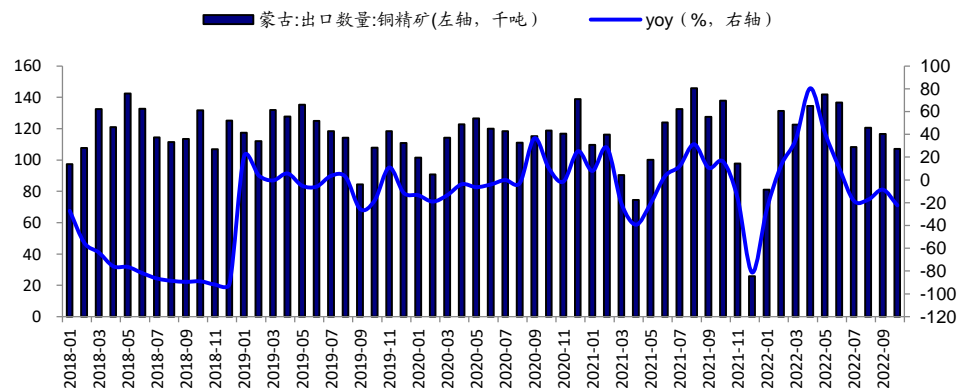
资料来源：中国煤炭经济网，海通证券研究所

**图11 蒙古炼焦煤进口量占炼焦煤总进口量比**


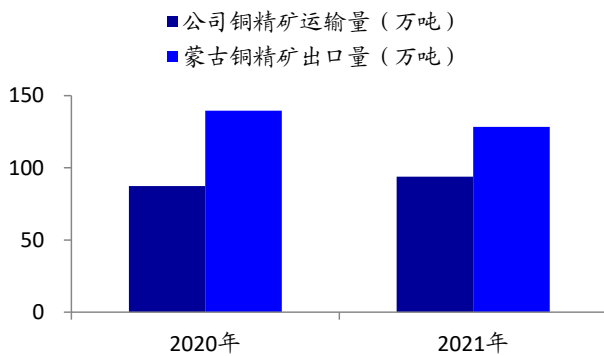
资料来源：wind，海通证券研究所

## ② 铜精矿：

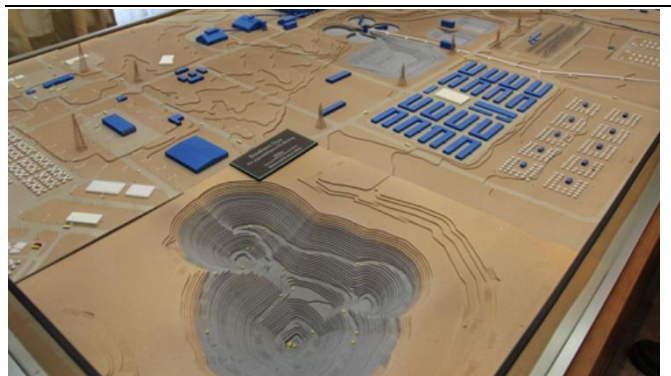
蒙古拥有目前世界上现存储量最大的铜矿和金矿所在地——奥云陶勒盖。奥云陶勒盖铜金矿项目位于蒙古南戈壁省境内，距中国甘其毛都口岸约 70 公里，已探明铜储量约 3110 万吨、黄金储量 1028 吨。奥云陶勒盖铜金矿项目开发包括露天矿及地下矿开采、选矿厂建设及配套辅助设施等。奥云陶勒盖铜金矿占蒙古国经济产值的比重三分之一，是有史以来在蒙古建造的最大的工业企业。

**图12 蒙古铜精矿出口情况**


资料来源：wind，海通证券研究所

**图13 公司铜精矿运量情况**


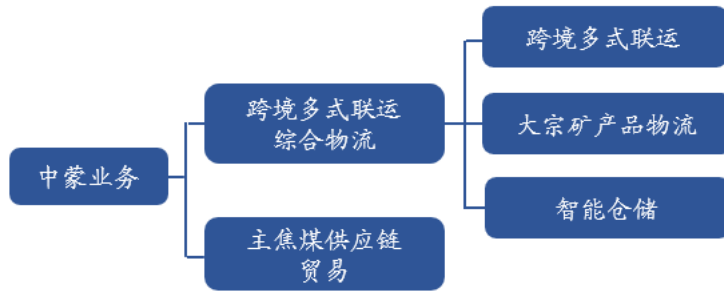
资料来源：wind，嘉友国际可转债评级报告，海通证券研究所

**图14 奥云陶勒盖铜金矿示意图**


资料来源：人民网，海通证券研究所

背靠蒙古丰富的矿产品资源，公司在中蒙区域开展的业务有：①跨境多式联运综合物流、②主焦煤供应链贸易。

图15 公司中蒙业务分类



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

① 跨境多式联运综合物流

- 跨境多式联运：包括工程项目物流（以大型工程设备设施为服务对象，包括基础建设、能源建设、环保技术改造等）、非工程项目物流（农畜产品、冷藏产品等）
- 大宗矿产品物流（通过公铁联运模式，实现铜精矿、主焦煤客户的物流要求）

图16 跨境多式联运、大宗矿产品物流收费模式



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

➢ 智能仓储业务：

相较多式联运服务，仓储服务拥有更高的毛利率；目前公司仓储能力合计占甘其毛都口岸现有仓储能力的50%以上，区位优势明显；位于甘其毛都口岸的金航保税库、华方海关监管场所、嘉易达海关监管场所为大宗矿产品（主要为主焦煤、铜精矿）提供仓储服务，既是大宗矿产品物流业务的上游延伸业务，也是公司主营业务之一。

公司仓储资产主要分布在甘其毛都口岸，具有先天地理优势。甘其毛都口岸距蒙古南戈壁省塔本陶勒盖煤矿（TT矿）直线距离约180公里，TT矿储量64亿吨，包括主焦煤18亿吨，动力煤46亿吨，其煤质优良、地质结构简单，煤层埋藏浅；距蒙古国奥云陶勒盖铜矿（OT矿）70公里，OT矿已探明铜金属量3110万吨，黄金1028吨，银5144吨，铁矿石27亿吨，钼81600吨，储量居世界第三、亚洲最大。

图17 蒙古塔本陶勒盖煤矿 (TT 矿) 所在位置



资料来源：北方工业官网，海通证券研究所

图18 蒙古奥云陶勒盖铜矿 (OT 矿) 所在位置



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

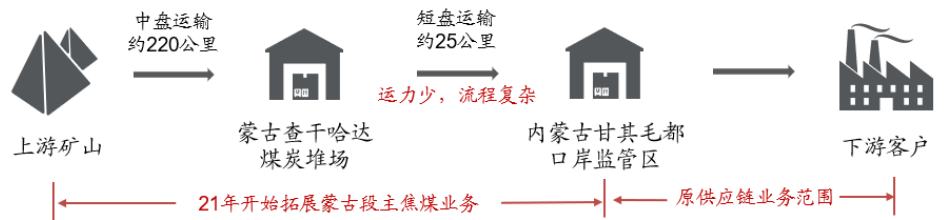
## ② 主焦煤供应链贸易

供应链贸易是嘉友国际在物流资源的基础上为境内外供应商和客户提供的以贸易为形式、以物流拓展为实质，覆盖贸易环节的综合物流增值业务。

- 公司基于物流核心竞争力尝试拓展贸易业务；
- 公司业务从一般物流到物贸一体化，扩大服务范围、延长物流链条，提升客户粘性和自身议价能力；
- 21 年主焦煤供应链贸易开始向蒙古段拓展，整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，受益于服务范围扩大，以及蒙古段运费等物流服务费快速增长，21 年主焦煤供应链贸易毛利率较 20 年上涨 18.12%。

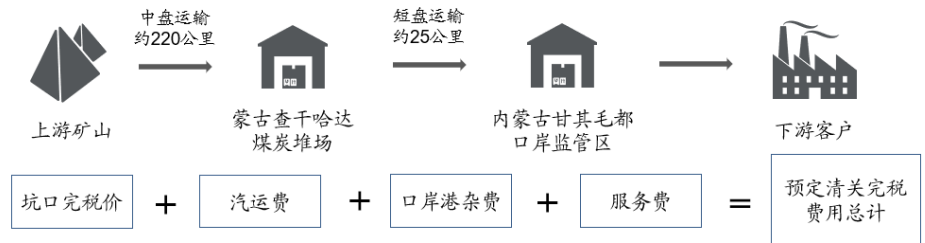
22 年公司物贸一体化模式优势持续，主焦煤供应链贸易成为公司业绩增长的主要驱动力之一。得益于主焦煤进口量较 21 年大幅增加，主焦煤供应链贸易收入同比增加 124.64%，毛利率 17.42%，大幅高于拓展蒙古段前主焦煤供应链贸易的毛利率水平（18/19/20 年毛利率分别是 3.38/3.66/3.12%）。

图19 甘其毛都口岸蒙煤进口过程



资料来源: mysteel, 海通证券研究所

图20 甘其毛都口岸蒙煤贸易收费模式



资料来源: mysteel, 海通证券研究所

### 2.1.2 中蒙业务内生性强，口岸疫后复苏下蒙煤增量可期

蒙古是传统的资源型国家，对矿能跨境运输需求较大，而公司在中蒙区域的主要业务正基于此。我们认为，未来公司中蒙业绩的增长将直接受益于矿能运输量的增加。

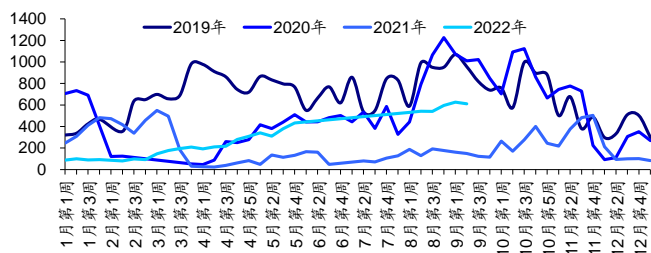
我们重点关注和公司业务相关度较高的蒙煤运输情况。

我们认为，煤炭方面此前的限制因素在于：疫情扰动影响通车量、铁路煤炭运力受限。因此关注重点在于：中蒙疫情影响消除后运输量的恢复；中蒙铁路开通带来的增量；中蒙两国在政策上对能源运输及口岸建设的支持。

#### ① 疫情下中蒙跨境运输逐步恢复

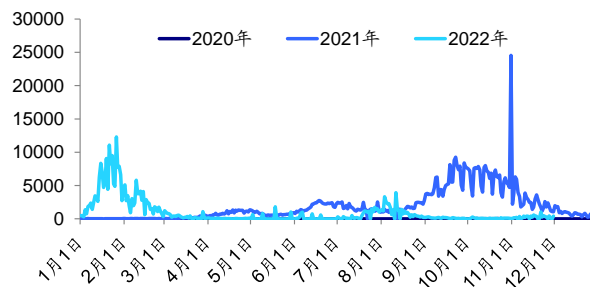
21年蒙煤运输受疫情影响较严重，蒙煤通车量锐减；随着22年以来蒙古疫情缓和，蒙煤通车量直线上升恢复。相比22年年初通关运煤车量数不到300辆每日，中蒙边境甘其毛都口岸，9月甘其毛都口岸日通关车数已恢复至600-700辆，9月2日通车量达694辆，为自2021年1月以来最高；得益于疫后恢复，以及中蒙陆运口岸有效的跨境运输闭环运营模式，我们预计未来通车量将继续加速修复。

图21 蒙煤通车量 (车)



资料来源: sxcoal, 海通证券研究所

图22 蒙古新冠肺炎当日新增确诊病例 (人)



资料来源: wind, 海通证券研究所

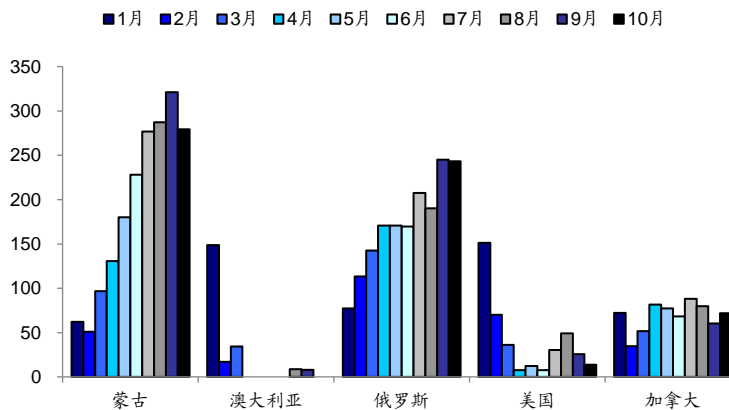
### ② 中蒙铁路开通将为中长期带来的增量

此前由于铁路资源较少,中蒙煤炭运输量虽大,但主要是通过公路进行运输,运力有限;尤其是塔本陶勒盖煤矿(TT矿)出产的主焦煤,通过公路运输,路线为“TT矿—蒙古查干哈达煤炭堆场—内蒙古甘其毛都口岸”;

22年9月蒙古国塔本陶勒盖煤矿至嘎顺苏海图口岸铁路开通,TT矿主焦煤运输方式增加,但至中国端的铁路(甘其毛都—嘎舒苏海图口岸)还未建成通车。

增量需静待甘其毛都—嘎舒苏海图口岸铁路贯通后逐步兑现。蒙煤自甘其毛都口岸进入中国境内后,可继续通过甘泉铁路,将蒙古煤炭资源汇入中国运煤的大动脉—包神铁路,但蒙古端此前一直缺少有效铁路线路对接,未来有望通过铁路大幅提升运力。

图23 2022年1-10月中国炼焦煤进口量情况(万吨)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图24 中国境内与甘其毛都口岸连接的铁路情况



资料来源：新华网，环球网，海通证券研究所

### ③ 中蒙两国务实合作未来可期

中蒙两国长期保持睦邻友好关系，近年来在“一带一路”合作大背景下，中蒙双边贸易额更是屡创新高；2021年6月呼日勒苏赫当选蒙古国总统，中蒙两国自21年至今已达成多项务实合作，涉及经贸、投资、海关等多个方面；

2022年11月蒙古国呼日勒苏赫总统任内首次访华，中蒙双方领导人达成共识，明确表示将“支持两国企业签订煤炭中长期贸易协议”，“加快推动中蒙铁路、公路、口岸等基础设施和矿能资源大项目合作”、“积极推进已商定的跨境铁路建设”等；

我们认为，中蒙两国作为全面战略伙伴，未来在两国的共同努力下，两国合作势必更进一步，互利共赢，中蒙铁路系统完善以及煤炭运输量提升也将有更加坚实的保障与支持。

表2 中蒙高层外交大事件

时间	事件	相关共识与举措
2021.10.12	中国国务院总理李克强同蒙古国总理罗·奥云额尔登举行视频会晤	① 中方愿同蒙方加强发展战略对接，拓展重点领域合作，扩大双边贸易，在有效防控疫情前提下便利口岸通关、增加口岸过货量； ② 中方乐见两国扩大煤炭贸易规模，实现互利共赢。中方鼓励和支持两国企业按照市场原则和商业规则积极开展合作，以长期合理稳定的价格保证能源供应链通畅安全
2022.02.03-02.08	蒙古国总理罗·奥云额尔登来华出席冬奥会，其间，中蒙两国总理签署《中华人民共和国政府和蒙古国政府联合声明》	① 在做好疫情防控基础上，保障两国边境口岸顺畅运行并提高过货能力。加快推进已商定的铁路口岸建设，打造多元化运输通道，助力两国经贸务实合作； ② 支持两国企业按照市场原则和商业规则就扩大煤炭等矿产品贸易开展长期稳定合作； ③ 中方鼓励有实力、有信誉的企业赴蒙投资兴业，参与基础设施、城市建设、矿产能源等项目。蒙方将不断改善营商环境，切实保护中资企业合法权益
2022.11.28	习近平主席同蒙古国总统呼日勒苏赫举行会谈，双方发表《中华人民共和国和蒙古国关于新时代推进全面战略伙伴关系的联合声明》	① 力争早日将两国贸易额提升至200亿美元，支持两国企业按照市场原则和商业规则扩大煤炭、铁矿石、农产品贸易，支持两国企业签订煤炭中长期贸易协议，推进中蒙二连浩特-扎门乌德经济合作区建设； ② 把互联互通和能源领域合作作为中蒙合作的优先方向之一。双方将加快推动中蒙铁路、公路、口岸等基础设施和矿能资源大项目合作，在清洁能源领域打造示范性项目，全面提升中蒙经贸合作的规模、质量和水平。双方将积极推进已商定的跨境铁路建设，早日开辟互联互通新通道。

资料来源：央广网，人民网，中国政府网，海通证券研究所

## 2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

### 2.2.1 非洲业务再出发，布局框架已确立

非洲同样是“一带一路”国际合作的重要组成部分，公司于 2018 年开始发力非洲内陆国家和地区，以跨境口岸为中枢，优化并复制此前中蒙跨境综合物流的成功模式。

**卡萨项目：**公司 2019 年拿下刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目（卡萨项目），参与其投资、建设和运营。

项目涉及的基础设施包括：卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段 150 公里公路、4 座收费站，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、2 个现代停车场和 1 个生活区。2020 年 7 月公司在刚果（金）的卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路、口岸升级改造项目正式开工建设；2022 年卡萨项目部分资产已投入运营。

图25 卡萨项目开工现场



资料来源：公司官网，海通证券研究所

**迪洛洛项目：**2023 年公司子公司与紫金矿业子公司组成联合体，拿下刚果（金）坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目（迪洛洛项目）的 30 年特许经营权。本项目旨在升级改造连接刚果（金）迪洛洛口岸的道路及物流基础设施，推动迪洛洛陆港成为刚果（金）南部矿区连接安哥拉本格拉铁路通往洛比托港的重要通道，为矿能产品的跨境多式联运打造安全可靠的服务体系。

多项并举下，公司在非洲相关区域的业务快速发展。

#### ➤ 公路与陆港方面：

公路与陆港带来新的收入来源。2022 年 1 月，公司投资建设的非洲刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚公路全线通车，转入收费试运营阶段；2022 年 7 月，公司萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸进入试运营阶段。

通过在刚果(金)的收费公路和陆港运营, 2022 年陆港项目服务收入 1.01 亿元, 成为公司新的收入增长点, 也将为公司提供稳定现金流。

➢ 跨境物流方面:

陆港的完善继续赋能跨境物流的输出。公司持续打造专业陆港, 在非洲地区建立标准化物流枢纽, 为帮助矿企提供一站式、高效的跨境综合物流服务创造条件, 为公司在非洲市场今后的发展奠定坚实基础。

中非跨境物流市场业务提升迅速。2021 年公司中非市场跨境综合物流业绩亮眼, 实现 48% 的营业收入增长和 45% 的毛利润增长; 2022 年公司包含中非市场在内的海运集群业务, 收入同比增长 120.51%, 毛利润同比增长 78.28%。

我们认为, 国内方面, 公司以上海、天津、青岛港为核心, 进一步整合国际海运、空运、陆运物流资源, 全面助力中非跨境综合物流业务规模快速增长; 非洲方面, 现阶段已投入运营的卡萨项目, 以及未来迪洛洛项目, 将为公司在非洲市场带来进一步的影响力, 为中非市场跨境综合物流带来正向效益。

图26 中非跨境物流案例



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

### 2.2.2 非洲市场前景广阔, 公司盈利空间可期

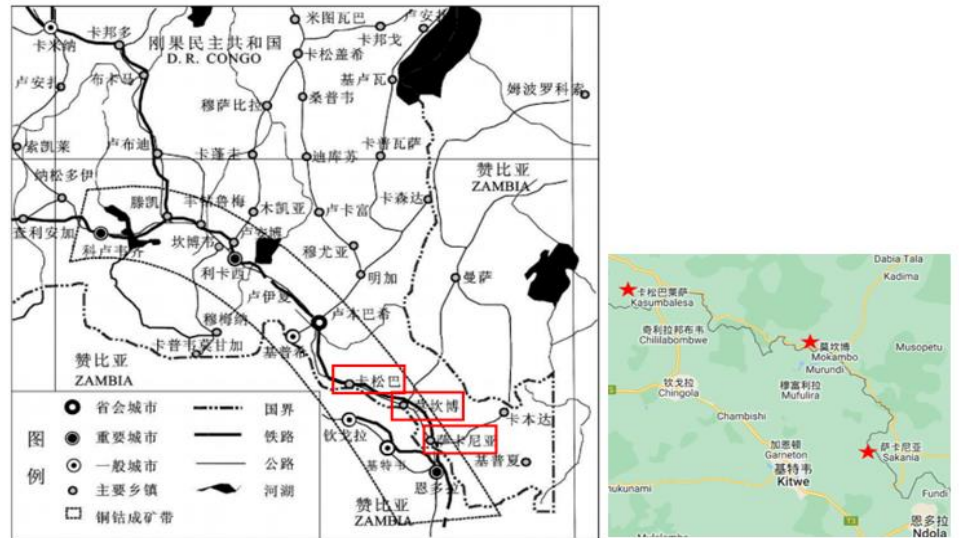
刚果(金)自然资源丰富, 矿产储量位居世界前列。已知刚果(金)铜储量 7,500 万吨, 占世界总量的 15%; 钴储量 450 万吨, 占世界总量的 50%。尤其是在刚果(金)南部地区, 有世界上最大的沉积岩层控制型铜钴矿床富集区——中非铜钴成矿带, 铜钴矿储量可观、产量巨大。

公司在当地物流资产均位于刚果(金)南部地区。从地理位置上看, 公司卡萨项目位于刚果(金)南部边境与赞比亚接壤的地区, 其物流资产主要分布在卡松巴莱萨、莫坎博、萨卡尼亚; 迪洛洛项目则位于毗邻与安哥拉共和国接壤的边境, 连接南部地区沿线铜钴矿山。

依托丰富矿产资源, 开发前景良好。刚果(金)吸引有较多中外企业在其境内投资生产, 尤其是在铜钴矿区附近及沿线。据刚果(金)中矿协统计, 中资矿业企业在刚果(金)的总投资已超过 250 亿美元。

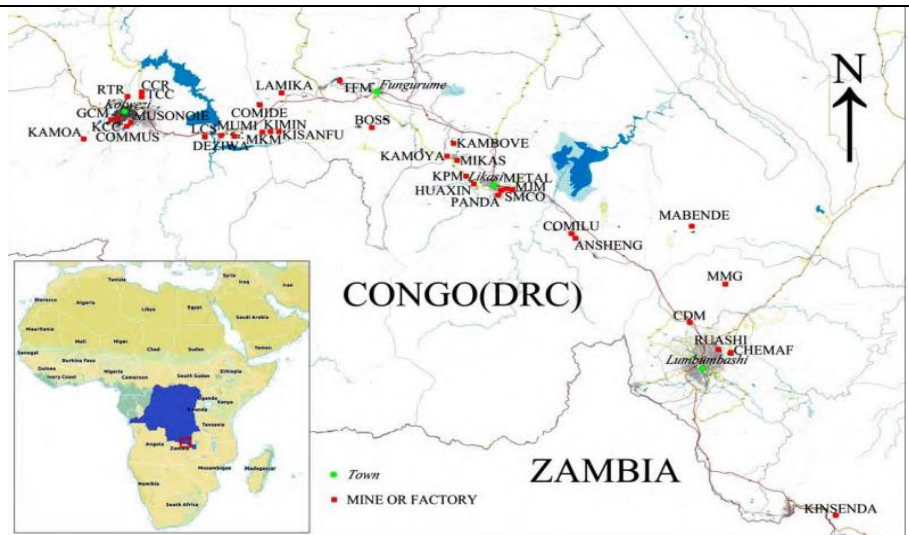


图27 刚果(金)铜钴矿成矿带位置及公司卡萨项目物流资产所在地



资料来源:《非洲刚果(金)加丹加铜钴成矿带地质构造特征》,刘焕然;谷歌地图,海通证券研究所

图28 刚果(金)主要企业分布情况



资料来源:《刚果(金)铜-钴矿业发展现状》,谢添;海通证券研究所

目前,公司主要为刚果(金)的矿企提供项目设备物资、生产耗材等的运输,且随着刚果(金)的各大矿产在建项目陆续完成开始放量,可能将带来更大的物流需求。

刚果(金)矿产铜项目产量较大,且近年有望放量:

➢ 2020年,中资矿业企业在刚果(金)生产铜金属量112万吨,占刚果(金)铜产量的75%以上;钴金属产量5.5万吨,占刚果(金)钴产量的49%左右。

➢ 根据各中资矿企扩产情况,预计2023年-2024年,刚果(金)中资企业铜产量将超过180万吨/年,钴产量将超过8万吨/年。

我们重点关注中资矿产企业铜矿项目,尤其是未来3年有望大幅放量的卡莫阿铜矿、TFM铜钴矿、KFM铜钴矿等。其中,卡莫阿-卡库拉铜矿资源量达4,359万吨,为全球第四大高品位铜矿,目前紫金矿业为卡莫阿铜矿的最大权益持有者,合约权益约45%;TFM铜钴矿、KFM铜钴矿同样是刚果(金)重要的铜钴矿,洛阳钼业是

其主要管理与运营者。

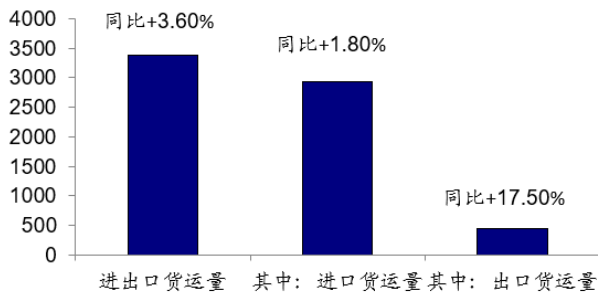
我们认为随着大型铜矿放量，强劲流量伴随旺盛的出口需求，一方面将为公司持有的道路、口岸带来丰厚收益，另一方面，公司也可承接一定比例铜矿产品的运输，继续助力中非区域业务效益的提升。

### 2.3 中亚——厚积薄发：中蒙模式再复制，夯实内功放眼长期

公司独特经营模式在中亚区域再复制。2022年4月，公司与新疆建设兵团合资建设的霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所，突破疫情阻滞通过验收并正式投入运营，其以工程项目设备、冷链货物、百货物资为核心的陆运口岸业务逐步恢复。

夯实内功后，静待业绩释放。霍尔果斯地处欧亚经济板块的中心位置，以霍尔果斯为核心的中亚区国际跨境物流业务是公司近年另一布局方向，旨在打通哈萨克斯坦与周边中亚国家物流供应链环节。我们看好其未来发展，静待疫后业绩释放。

图29 2022年1-10月霍尔果斯口岸进出口货运量(万吨)



资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府官网，海通证券研究所

图30 霍尔果斯口岸地理位置情况



资料来源：百度地图，海通证券研究所

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1 业绩测算：主焦煤供应链业务

假设基础：

供给端：短期看，新开铁路对主焦煤通关量影响有限。目前新开通的中蒙铁路（塔本陶勒盖-嘎顺苏海图）主要与公路运输的中盘路线重合，未来中盘运输量将大大增加。但由于短盘运输段还未连通铁路，且短盘运输涉及中蒙通关，对车辆资质、通关流程均有要求，一定程度上限制了通关效率，使得当下运输量仍较为有限。

此外，随着目前疫后恢复，甘其毛都口岸通车量已逐渐恢复，短盘运价逐渐回归正常水平，但由于短盘运力依然有限，因此公司仍可享受短盘运输较高毛利带来的红利。

中长期铁路将带来运量的大幅增长。运输量方面，中期中蒙铁路的全程贯通，将有力促进运量的增长。利润方面，一方面，虽然公路仍会作为运输通道的一种，但短盘运费将有所下降，削弱一部分运费带来的利润。另一方面，随着公司供应链服务的不断深入，客户粘性和公司的议价能力也将同步提升，可平滑一部分短盘运费下降带来的毛利下降，同时运量的大幅增长也将带动收入利润双增。

需求端：（1）公司锁定用户，与国内大型焦化厂等签署有长期销售合同；（2）中蒙两国近年合作意向频频，政策加持下，煤炭中长期贸易协议有望进一步增加。

核心假设：

①随着疫后恢复及铁路开通，运输、通关效率将逐步提高，假设甘其毛都口岸23/24/25年主焦煤进口量为2500/3300/4000万吨；

②基于公司良好的业务能力，我们预计公司近三年主焦煤运输量占甘其毛都总运输总量将稳中有升，假设23/24/25年占比为13%/15%/17%；

③由于21年、22年受疫情影响，短盘运价上涨较多，单吨毛利提升也较多，但随着疫情影响消除，短盘运价预计逐步恢复常态化，假设23/24/25年单吨毛利分别为174/166/164元/吨。

### 3.2 业绩测算：跨境多式联运综合物流服务

核心假设：

①跨境多式联运综合物流服务收入主要来自于多式联运部分和仓储部分，多式联运部分可分为中蒙集群业务、中亚集群业务、中非（海运）集群业务，以及工程项目物流业务；

②毛利方面，跨境多式联运综合物流业务模式较为成熟，毛利率相对稳定。多式联运业务除了中非集群涉及长途海运，毛利率相对较低，在15%左右，其他则稳定在30%左右；仓储业务由于物流资产的稀缺性、独特性，毛利率较高且稳定在75%左右。

②中蒙集群：跨境多式联运业务由于21年基数较低，22年随着疫情减退，相较于21年收入提升较多，后面渐趋于稳定，因此我们假设该板块23/24/25年收入增长率分别为3%、3%、3%。

③中非集群：参考中蒙业务结构，并结合公司在刚果（金）物流资产情况，以及当地矿产近年生产情况，我们假设该板块23/24/25年收入增长率分别为10%、10%、10%。

④中亚集群：由于公司位于霍尔果斯的海关监管场22年刚投入运营，且碍于此疫情影响，业务进展暂时阻力较大，随着23年疫后复苏，公司业务合同量将取得突破，因此我们假设该板块23/24/25年收入增长率分别为300%、30%、20%。

⑤工程项目物流：根据合同情况，我们假设该板块23/24/25年收入增长率分别为3%、3%、3%。

⑥随着未来煤炭通关量的增加，对仓储业务有正向促进作用，我们假设仓储业务23/24/25年收入增长率分别为10%/10%/10%。

### 3.3 刚果（金）陆港服务收费

核心假设：

①2022年1月，卡松巴莱萨至萨卡尼亚公路全线通车，转入收费试运营阶段；2022年7月，萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸进入试运营阶段；因此我们假设23年、24年、25年主要包括公路和口岸收费，另外随着运营成熟，还会逐渐加入更多增值服务；②考虑到22年公路项目刚投入运营，未来车流量还有提升空间（卡莫拉铜矿投产产生的运输需求等），我们假设日均车流量22/23/24年为550/650/750辆/天；③公路和口岸为重要物流通道，收费有优势，毛利率较高，假设毛利率稳定在60%（22年属于试运营，折旧摊销相对较少，毛利率较高）；④基于美元兑人民币汇率：1美元=7.11人民币。

### 3.4 盈利预测与投资评级

表 3 公司营业收入分项预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
供应链贸易业务	2209	4714	6529	8751
增速 (%)	14%	113%	39%	34%
其中: 主焦煤供应链贸易	1802	4314	6129	8351
增速 (%)	125%	139%	42%	36%
非主焦煤供应链贸易	407	400	400	400
增速 (%)	-63%	-2%	0%	0%
跨境综合物流业务	2040	2261	2439	2625
增速 (%)	69%	11%	8%	8%
中蒙	848	873	900	927
增速 (%)	60%	3%	3%	3%
中亚	30	120	156	187
增速 (%)	20%	300%	30%	20%
海运	823	905	995	1095
增速 (%)	121%	10%	10%	10%
工程设备	150	154	159	163
增速 (%)	15%	3%	3%	3%
仓储	190	209	230	253
增速 (%)	30%	10%	10%	10.00%
陆港服务业务	101	357	455	584
增速 (%)	-	255%	28%	28%
PPP 项目合同	477	400	-	-
其他	2.73	3	3	3
营业收入总计	4829	7734	9426	11962
增速 (%)	24%	60%	22%	27%

资料来源: 公司 2022 年年报, 蓝色部分为测算值, 海通证券研究所

表 4 公司盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4829	7734	9426	11962
营业总成本	4027	6589	7997	10177
营业利润	801	1164	1449	1811
税前利润	798	1161	1444	1806
减: 所得税	118	290	361	452
净利润	680	871	1083	1355
归属母公司所有者净利润	681	871	1083	1354
总股本 (百万股)	500	500	500	500
全面摊薄每股收益 (元/股)	1.36	1.74	2.17	2.71

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)		PE (倍)	
		2023	2024E	2023	2024E
603713.SH	密尔克卫	4.82	6.30	18.0	13.8
002930.SZ	宏川智慧	0.80	1.03	27.4	21.3
<b>均值</b>		<b>2.81</b>	<b>3.67</b>	<b>22.7</b>	<b>17.6</b>

资料来源: WIND, 海通证券研究所

注: 1) 收盘价为 2023 年 5 月 30 日;

2) 可比公司业绩预测来自万得一致预期

我们选取密尔克卫、宏川智慧作为可比公司，我们认为其与嘉友国际同为供应链物流企业，皆受益于其对核心物流节点资源的有力掌控，可享受业务壁垒带来的更大盈利空间。（1）密尔克卫：是国内领先的专业化工供应链综合服务商，提供以货运代理、仓储和运输为核心的一站式综合物流服务，并基于综合物流服务向化工品分销及安全环保服务延伸，逐步形成的化工品物贸一体化服务，截至 2022 年年底，公司在全国自建及管理逾 50 万平米专业化学品仓库。（2）宏川智慧：公司系一家创新型石化产品物流综合服务提供商，主要为境内外石化产品生产商、贸易商和终端用户提供仓储综合服务及其他相关服务，在自有码头、仓储规模等方面均有优势。

我们预计公司 2023-2025 年公司净利润分别为 8.71/10.83/13.54 亿元，对应 EPS 分别为 1.74/2.17/2.71 元。考虑到公司持续拓展不同地区新业务，业绩处于快速提升期，并结合可比公司估值，给予公司 2023 年 19-20 倍 PE，对应合理价值区间 33.06-34.80 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

#### 4. 风险提示

行业政策发生变动，地缘政治风险，汇率波动风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4829</b>	<b>7734</b>	<b>9426</b>	<b>11962</b>
每股收益	1.36	1.74	2.17	2.71	营业成本	3898	6351	7673	9799
每股净资产	8.31	9.95	12.10	14.80	毛利率%	19.3%	17.9%	18.6%	18.1%
每股经营现金流	1.02	2.50	1.84	2.83	营业税金及附加	15	33	42	53
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	7	14	25	31
P/E	15.72	12.29	9.88	7.90	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
P/B	2.57	2.15	1.77	1.45	管理费用	75	142	204	234
P/S	2.22	1.38	1.14	0.89	管理费用率%	1.6%	1.8%	2.2%	2.0%
EV/EBITDA	12.07	7.15	5.59	4.36	EBIT	802	1166	1445	1800
股息率%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	6	3	-1	-7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
毛利率	19.3%	17.9%	18.6%	18.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	14.1%	11.3%	11.5%	11.3%	投资收益	5	5	5	6
净资产收益率	16.4%	17.5%	17.9%	18.3%	<b>营业利润</b>	<b>801</b>	<b>1164</b>	<b>1449</b>	<b>1811</b>
资产回报率	12.7%	12.3%	12.9%	13.7%	营业外收支	-3	-3	-5	-5
投资回报率	16.1%	17.3%	17.7%	18.1%	<b>利润总额</b>	<b>798</b>	<b>1161</b>	<b>1444</b>	<b>1806</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	858	1272	1590	2056
营业收入增长率	24.2%	60.2%	21.9%	26.9%	所得税	118	290	361	452
EBIT 增长率	93.2%	45.4%	23.9%	24.6%	有效所得税率%	14.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	98.6%	27.9%	24.4%	25.1%	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>681</b>	<b>871</b>	<b>1083</b>	<b>1354</b>
资产负债率	21.1%	28.5%	26.9%	24.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	2.49	2.02	2.15	2.10	货币资金	949	1607	1820	1733
速动比率	1.08	1.04	1.07	0.97	应收账款及应收票据	194	364	472	494
现金比率	0.86	0.81	0.82	0.72	存货	793	795	1080	1260
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	806	1237	1394	1573
应收账款周转天数	13.30	13.00	16.00	14.55	流动资产合计	2742	4003	4767	5061
存货周转天数	45.43	45.00	44.00	43.00	长期股权投资	16	16	16	16
总资产周转率	0.97	1.25	1.22	1.31	固定资产	726	975	1335	2384
固定资产周转率	7.32	9.10	8.16	6.43	在建工程	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	无形资产	1583	1778	1973	2168
净利润	681	871	1083	1354	非流动资产合计	2614	3053	3606	4850
少数股东损益	-1	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>5356</b>	<b>7056</b>	<b>8373</b>	<b>9910</b>
非现金支出	72	108	146	257	短期借款	0	0	0	0
非经营收益	-18	-2	0	-1	应付票据及应付账款	615	1177	1286	1206
营运资金变动	-226	276	-311	-195	预收账款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>508</b>	<b>1253</b>	<b>918</b>	<b>1416</b>	其它流动负债	484	803	935	1203
资产	-480	-553	-705	-1505	流动负债合计	1099	1980	2221	2409
投资	-2	5	2	1	长期借款	0	0	0	0
其他	9	5	5	6	其它长期负债	31	31	31	31
<b>投资活动现金流</b>	<b>-473</b>	<b>-543</b>	<b>-698</b>	<b>-1498</b>	非流动负债合计	31	31	31	31
债权募资	-3	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>1130</b>	<b>2011</b>	<b>2252</b>	<b>2440</b>
股权募资	0	0	0	0	实收资本	500	500	500	500
其他	-236	-37	-2	0	归属于母公司所有者权益	4158	4976	6052	7401
<b>融资活动现金流</b>	<b>-239</b>	<b>-37</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	少数股东权益	69	69	70	70
<b>现金净流量</b>	<b>-189</b>	<b>668</b>	<b>213</b>	<b>-87</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5356</b>	<b>7056</b>	<b>8373</b>	<b>9910</b>

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 30 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海南机场,建发股份,美兰空港,北京首都机场股份,韵达股份,中国国航,春秋航空,圆通速递,吉祥航空

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)232154658 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
王宇晴 wyq14704@haitong.com  
贺媛 hy15210@haitong.com

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com  
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com  
联系人  
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
舒子宸 szc14816@haitong.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
联系人  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com  
陈菲 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧 jy14213@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lkg12371@haitong.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
周航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com  
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com  
联系人  
余致翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com  
阎石 ys14098@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
联系人  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

### 有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com



<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 酆奕滢 lyy15347@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翔 yhy15080@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锟 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yh12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com