

公司研究/年报点评

2019年04月17日

交通运输/物流 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 51.93  
合理价格区间(元): 74.80~76.30

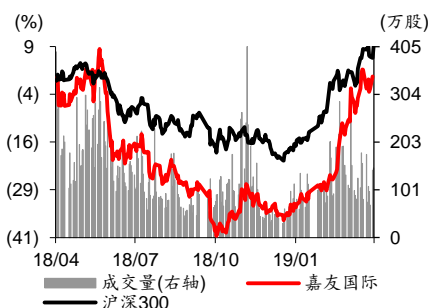
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**林霞颖** 执业证书编号: S0570518090003  
研究员 0755-82492723  
linxiaying@htsc.com

相关研究

1 《嘉友国际(603871,买入): 一带一路卖铲人, 享受戴维斯双击》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 年报符合预期, 维持“买入”评级

## 嘉友国际(603871)

### 年报符合预期, 维持“买入”评级和目标价

2018年, 嘉友国际实现净利润 2.7 亿元 (+30.9%), 预告区间为 2.6-2.8 亿元, 符合预期。考虑蒙古和非洲市场逐步放量, 我们预测公司 19/20/21 年 EPS 为 3.12/3.99/4.99 元, 维持嘉友国际“买入”评级和目标价区间 74.80- 76.30 元 (对应 19 年 24-24.5X PE)。

### 业绩符合预期, 关口通行能力影响 4Q18 盈利和现金流

2018年, 嘉友国际实现净利润 2.7 亿元(+30.9%), 业绩预告区间为 2.6-2.8 亿元, 扣非后归母净利 2.48 亿元 (+21.9%), 非经常性损益主要是 0.24 亿理财收益, 从商业实质上也可视为经常性损益。4Q18, 嘉友国际实现净利润 0.46 亿元 (+33.4%), 扣非后归母净利 0.39 亿元 (+21.7%), 符合预期。由于关口通行能力影响, 公司四季度约 2 亿焦煤未能及时完成销售, 占用 2 亿预付款, 对现金流产生一定影响; 随着相应焦煤销售完成, 我们预计公司现金流回归常态。

### 供应链贸易稳步推进, 维持 19 年 500 万吨贸易量判断

嘉友国际供应链业务核心货种是 ER 主焦煤。2018 年, 公司实现供应链收入 33.98 亿元 (+27%), 我们预计焦煤销量从 300 万吨提升至 380 万吨左右; 毛利率为 3.4% (+0.3pp)。2018 年 11 月起, 关口改造制约 4Q18 和 1Q19 销量, 我们预计 2Q19 开始逐步好转; 而公司在手订单约 800 万吨, 维持 19 年煤炭贸易量 500 万吨判断。

### 跨境多式联运服务增长快速, 非洲业务拉低毛利率

2018 年, 公司跨境多式联运收入为 7.03 亿元 (+23.4%), 略超我们的预期。公司未披露细项结构, 我们估计矿产品物流和仓储收入趋于稳定, 主要增量源于跨境多式联运业务。由于非洲运费较高和前期价格策略, 拉低了整体毛利率, 公司跨境多式联运毛利率为 34.5% (-4.9pp)。我们预计随着货量提升, 非洲区域毛利率将有所改善。

### 维持“买入”评级, 目标价 74.80-76.30

我们维持 19/20 年 EPS 预测 3.12/3.99 元, 并首次引入 21 年盈利预测为 4.99 元, 对应即期股价 16.6/13.0/10.4X PE。以 A 股物流企业对应 19 年 22.7X PE 为基准, 参考海外企业估值体系, 并考虑行业空间、护城河和弱周期性, 我们给予嘉友国际 19 年 24-24.5X PE (溢价 6%-8%); 维持嘉友国际“买入”评级和目标价 74.80-76.30 元。潜在催化剂包括: “一带一路”峰会、非洲项目落地、无车承运人和境内多式联运业务放量。

风险提示: 1) 全球宏观和地缘政治风险; 2) 业务外包风险; 3) 客户集中度和新客户拓展风险; 4) 税收政策风险; 5) 汇率风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	112.00
流通 A 股 (百万股)	28.00
52 周内股价区间 (元)	31.53-81.07
总市值 (百万元)	5,816
总资产 (百万元)	2,140
每股净资产 (元)	14.08

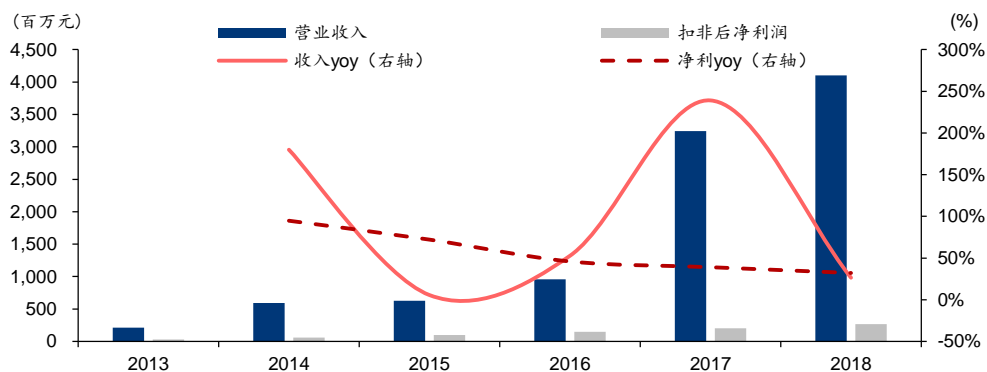
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,244	4,101	5,226	6,745	8,371
+/-%	239.03	26.40	27.44	29.06	24.10
归属母公司净利润 (百万元)	206.02	270.03	349.41	446.77	558.55
+/-%	41.34	31.07	29.40	27.86	25.02
EPS (元, 最新摊薄)	3.43	2.41	3.12	3.99	4.99
PE (倍)	28.23	40.21	16.65	13.02	10.41

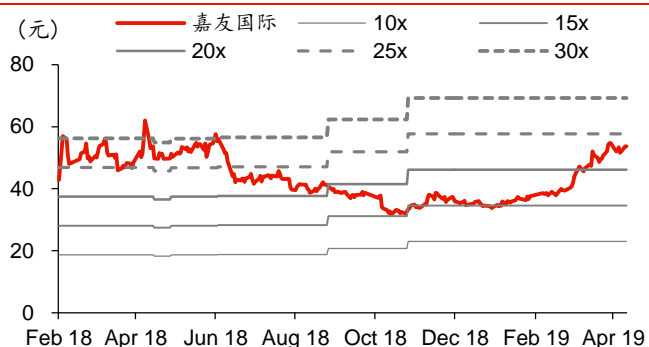
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：嘉友国际收入和净利润高速增长**



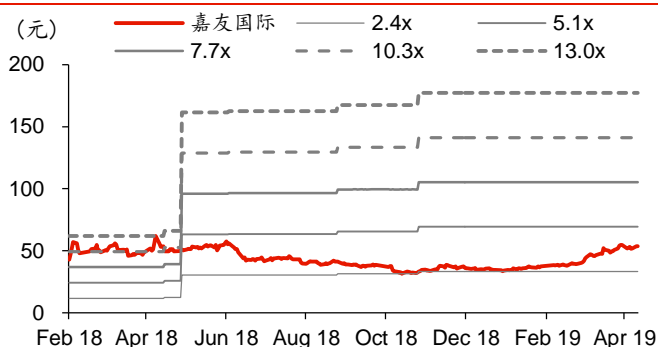
资料来源：邮政局、华泰证券研究所（注：18年净利润包含理财收益）

**图表2：嘉友国际历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3：嘉友国际历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	654.50	1,702	2,074	2,581	3,188
现金	414.46	574.39	637.55	726.31	885.77
应收账款	68.25	135.96	173.27	223.63	277.53
其他应收账款	6.90	18.63	23.74	30.64	38.03
预付账款	76.82	249.27	317.48	410.28	509.04
存货	71.37	141.65	180.40	233.14	289.25
其他流动资产	16.70	582.10	741.85	957.44	1,188
非流动资产	239.80	438.45	433.13	428.35	424.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	134.94	136.38	137.74	138.96	140.05
无形资产	57.13	65.70	59.13	53.22	47.90
其他非流动资产	47.73	236.37	236.26	236.17	236.10
资产总计	894.30	2,140	2,507	3,010	3,612
流动负债	316.12	542.78	616.61	745.00	881.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	79.18	209.56	266.89	344.91	427.93
其他流动负债	236.94	333.22	349.72	400.09	453.69
非流动负债	3.32	19.68	19.68	19.68	19.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.32	19.68	19.68	19.68	19.68
负债合计	319.44	562.45	636.29	764.68	901.30
少数股东权益	1.18	0.97	0.70	0.36	(0.07)
股本	60.00	112.00	112.00	112.00	112.00
资本公积	136.38	857.69	857.69	857.69	857.69
留存公积	377.30	607.34	900.75	1,275	1,741
归属母公司股东权益	573.69	1,577	1,870	2,245	2,711
负债和股东权益	894.30	2,140	2,507	3,010	3,612

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	204.76	4.29	113.66	132.41	219.58
净利润	206.02	270.03	349.41	446.77	558.55
折旧摊销	15.75	16.31	21.23	20.69	20.22
财务费用	2.85	(7.33)	(17.67)	(20.46)	(24.18)
投资损失	(1.30)	(24.26)	(24.26)	(24.26)	(24.26)
营运资金变动	(19.52)	(252.45)	(214.78)	(289.99)	(310.32)
其他经营现金	0.95	1.99	(0.27)	(0.34)	(0.43)
投资活动现金	(258.00)	(7,055)	0.00	0.00	0.00
资本支出	39.04	183.44	15.91	15.91	15.91
长期投资	(1.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(220.06)	(6,872)	15.91	15.91	15.91
筹资活动现金	16.94	730.13	(58.85)	(52.00)	(68.47)
短期借款	20.25	(62.86)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(35.15)	(710.18)	8.35	8.35	8.35
普通股增加	0.00	52.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	721.30	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	31.84	729.87	(67.21)	(60.36)	(76.83)
现金净增加额	186.55	24.24	63.16	88.76	159.46

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,244	4,101	5,226	6,745	8,371
营业成本	2,938	3,744	4,768	6,162	7,645
营业税金及附加	8.79	12.81	14.09	15.50	17.05
营业费用	3.63	4.11	4.32	4.53	4.76
管理费用	42.83	52.48	57.73	63.50	69.85
财务费用	2.77	(15.19)	(17.67)	(20.46)	(24.18)
资产减值损失	1.01	1.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.30	24.26	24.26	24.26	24.26
营业利润	248.16	325.97	424.16	544.59	682.87
营业外收入	2.13	2.42	2.42	2.42	2.42
营业外支出	0.17	0.13	0.13	0.13	0.13
利润总额	250.13	328.26	426.45	546.88	685.16
所得税	44.43	58.43	77.30	100.45	127.03
净利润	205.69	269.83	349.14	446.43	558.12
少数股东损益	(0.33)	(0.21)	(0.27)	(0.34)	(0.43)
归属母公司净利润	206.02	270.03	349.41	446.77	558.55
EBITDA	265.14	325.25	427.72	544.83	678.90
EPS (元, 基本)	3.43	2.41	3.12	3.99	4.99

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	239.03	26.40	27.44	29.06	24.10
营业利润	41.08	31.35	30.12	28.39	25.39
归属母公司净利润	41.34	31.07	29.40	27.86	25.02
获利能力 (%)					
毛利率	9.43	8.71	8.77	8.65	8.67
净利率	6.35	6.58	6.69	6.62	6.67
ROE	35.91	17.12	18.68	19.90	20.61
ROIC	35.86	15.70	17.55	18.86	19.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.72	26.28	25.38	25.41	24.95
净负债比率 (%)	0	0.96	0	0	0
流动比率	2.07	3.14	3.36	3.47	3.62
速动比率	1.84	2.87	3.07	3.15	3.29
营运能力					
总资产周转率	3.63	1.92	2.08	2.24	2.32
应收账款周转率	45.56	40.16	33.80	33.99	33.41
应付账款周转率	36.79	25.93	20.01	20.14	19.78
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.43	2.41	3.12	3.99	4.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.41	0.04	1.01	1.18	1.96
每股净资产(最新摊薄)	9.56	14.08	16.70	20.04	24.20
估值比率					
PE (倍)	28.23	40.21	16.65	13.02	10.41
PB (倍)	5.43	3.69	3.11	2.59	2.15
EV_EBITDA (倍)	23.21	18.92	14.39	11.30	9.07

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com