

强烈推荐-A (维持)

嘉友国际 603871.SH

目标估值: - 元
 当前股价: 26.28 元
 2020年10月16日

短期扰动不改长期价值, 澳洲进口受限利好中蒙业务

基础数据

上证综指	3332
总股本(万股)	21952
已上市流通股(万股)	5488
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	17.1
资产负债率	18.0%
主要股东	嘉信益(天津)资产管理
主要股东持股比例	37.5%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《嘉友国际(603871)——中蒙业务稳住基本盘, 看好中非项目发展空间》2020-08-28
- 2、《嘉友国际(603871)——从蒙古到中亚、非洲, 轻资产物流运营渐次花开》2020-07-01
- 3、《嘉友国际(603871)——疫情冲击拖累Q1业绩, 中亚中非业务成未来看点》2020-04-29

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
 S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
 S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn

投资建议: 公司近两日股价出现大幅波动, 资金方面的扰动不改长期价值。澳洲主焦煤收紧下成本低廉的蒙煤将成主要替代品, 公司中蒙物流业务有望中长期受益。市场关注的中非项目进展较为顺利, 打开未来成长空间。暂不考虑可转债的稀释, 我们维持2020-2022年EPS至1.38/2.21/2.80, 同比-12%/61%/26%。维持“强烈推荐-A”评级。

- **基本盘稳健, 不惧短期调整。** 公司近两日股价出现大幅波动, 主要为资金方面的扰动, 公司基本面并无明显变化。公司主要从事大宗矿产品及工程物料的跨境物流业务, 自4月中蒙边境煤炭进口恢复正常以来经营较为稳健, 中报业绩实现归母净利润1.5亿元, 同比下降14.2%; 扣非归母净利1.4亿元, 同比下降10.0%, 表现较为优异。进入Q3后煤炭通关情况已与去年同期持平, 基本盘较为夯实。资金扰动不改公司长期价值, 调整之后即是布局的良机。
- **澳洲主焦煤进口收紧, 利好公司中蒙业务。** 截至今年8月, 我国从蒙古进口煤炭约1765万吨, 仅为去年同期72.6%, 主要受到Q1疫情冲击下口岸暂停通行所致, 未来恢复空间较大。近期海关收紧澳洲主焦煤的通关政策, 焦煤期货攀升至年内新高, 而成本较低(20-30美金)的蒙古焦煤成为国内需求方的首选。公司于今年3月完成对口岸仓库锋奕达矿业的收购, 目前现有仓储能力合计占口岸现有仓储能力的50%以上, 进一步巩固公司在中蒙跨境物流上的龙头地位, 尽享蒙煤物流业务扩张的红利。
- **中非业务稳步推进, 看好未来成长性。** 借助中蒙跨境物流运营的成功优势, 公司在中亚、非洲开启复制模式, 尤其在物流设施较为落后的非洲, 有望开启新一轮成长周期。公司在刚果(金)南部重要铜钴地区布局卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目, 上半年完成当地政府的环评和开工许可, 开启建设阶段, 打消市场因疫情对项目前景的担忧。该项目旨在解决当地大宗矿产品、工程物资物流的痛点, 客户包含从路段收费至完全过境的所有企业车辆, 服务内容包含出入境停车、仓储报关、公路收费等, 是中蒙业务的进一步升级。依据公司披露数据测算, 2021年有望贡献净利1.0亿元, 2022年起贡献净利达到2.0亿元, 打开未来成长空间。

□ **风险提示: 海外疫情失控、大宗商品价格大幅下跌、中非项目进展低于预期、大股东减持可转债**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4101	4171	3512	5207	6365
同比增长	26%	2%	-16%	48%	22%
营业利润(百万元)	328	411	361	596	764
同比增长	31%	25%	-12%	65%	28%
净利润(百万元)	270	343	302	487	614
同比增长	30%	27%	-12%	61%	26%
每股收益(元)	2.41	2.19	1.38	2.21	2.80
PE	10.9	12.0	19.1	11.9	9.4
PB	1.9	2.2	2.9	2.4	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

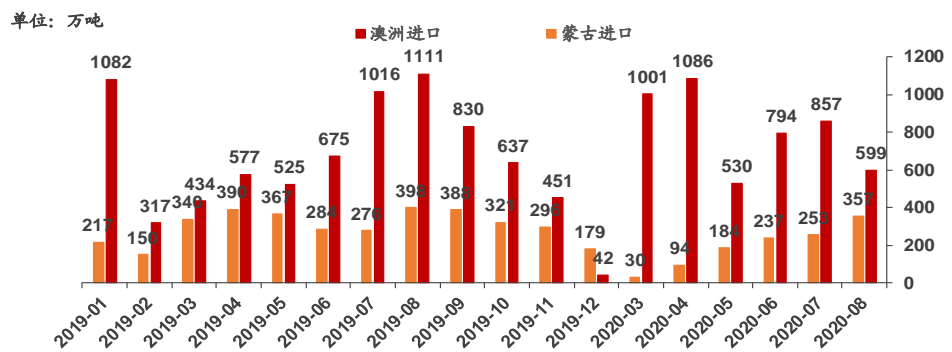
1. 基本盘稳健，不惧短期调整

公司近两日股价出现大幅波动，主要为资金方面的扰动，而公司基本面并未出现明显变化。公司主要从事大宗矿产品及工程物料的跨境物流业务，自4月中蒙边境煤炭进口恢复正常以来经营较为稳健，中报业绩实现归母净利润1.5亿元，同比下降14.2%；扣非归母净利润1.4亿元，同比下降10.0%，表现较为优异。进入Q3后煤炭通关情况已与去年同期持平，基本盘较为夯实。在此情形下，单纯资金方面的扰动不改公司长期价值，调整之后即是布局的良机。

2. 澳洲主焦煤进口收紧，利好公司中蒙业务

截至今年8月，我国从蒙古进口煤炭约1765万吨，仅为去年同期72.6%，主要受到Q1疫情冲击下口岸暂停通行所致，未来恢复空间较大。近期海关收紧澳洲主焦煤的通关政策，焦煤期货攀升至年内新高，而成本较低（20-30美金）的蒙古焦煤成为国内需求方的首选。公司于今年3月完成对口岸仓库铎奕达矿业收购，目前现有仓储能力合计占口岸现有仓储能力的50%以上，进一步巩固公司在中蒙跨境物流上的龙头地位，尽享蒙煤物流业务扩张的红利。

图 1：我国从蒙古、澳洲月度进口煤炭数量



资料来源：wind，招商证券

表 1：中蒙业务仓储公司盈利

单位：万元	公司	权益	面积(万平方米)	2016	2017	2018	2019	2020H
海关监管场所	甘其毛都华方国际物流	100%	35.97	4750	7709	9404	10297	1741
海关监管场所	乌拉特旗嘉友国际物流	100%	10.62	1387	3252	3681	2329	282
保税库	甘其毛道金航国际物流	100%	16.98	277	152	187	-	-
保税物流中心	巴彦淖尔临津物流	51%	2.30	-236	1417	-103	-115	-71
海关监管场所	内蒙古嘉友国际物流	100%	7.80	-44	306	121	-	-

资料来源：公司 2017-2019 年报、2020 中报，招商证券 注：金航、内蒙古嘉友国际物流未公布 2019 年盈利

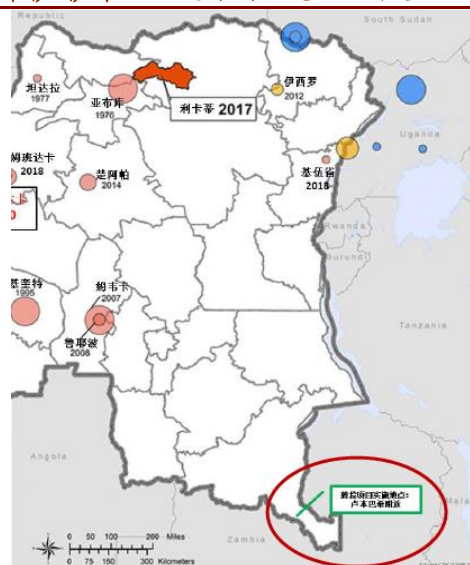
公司在今年分别与 OT LLC 续签了 5+2 年期物流服务总承包合同（每年不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务）、与蒙古国 ER 公司续签了本年度蒙古主焦煤采购合同，保证相关业务稳步推进，核心竞争力在危机时刻进一步凸显。

3. 中非业务稳步推进，看好未来成长性。

借助中蒙跨境物流运营的成功优势，公司在中亚、非洲开启复制模式，尤其在物流设施较为落后的非洲，有望开启新一轮成长周期。公司在刚果（金）南部重要铜钴地区布局卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，上半年完成当地政府的环评和开

工许可，开启建设阶段，打消市场因疫情对项目前景的担忧。该项目旨在解决当地大宗矿产品、工程物资物流的痛点，客户包含从路段收费至完全过境的所有企业车辆，服务内容包含出入境停车、仓储报关、公路收费等，是中蒙业务的进一步升级。依据公司披露数据测算，2021年有望贡献净利1.0亿元，2022年起贡献净利达到2.0亿元，打开未来成长空间。

图 2: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港项目位置

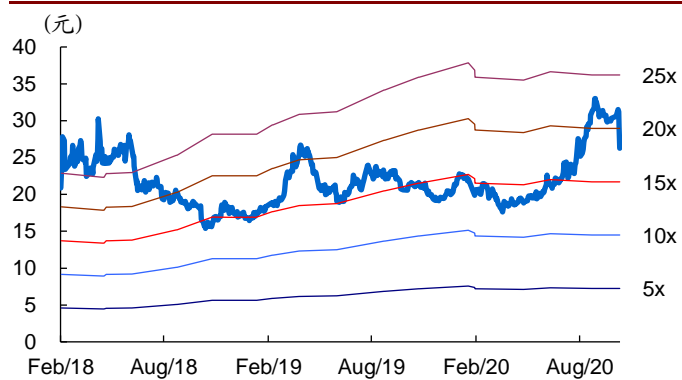


资料来源：公司公告，招商证券

4. 维持“强烈推荐-A”评级。公司近两日股价出现大幅波动，资金方面的扰动不改长期价值。澳洲主焦煤收紧下成本低廉的蒙煤将成主要替代品，公司中蒙物流业务有望中长期受益。市场关注的中非项目进展较为顺利，打开未来成长空间。暂不考虑可转债的稀释，我们维持2020-2022年EPS至1.38/2.21/2.80，同比-12%/61%/26%。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：海外疫情失控、大宗商品价格大幅下跌、中非项目进展低于预期、大股东减持可转债

图 3: 嘉友国际历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 嘉友国际历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1702	1775	2042	2382	2774
现金	574	1257	1625	1788	2062
交易性投资	0	28	28	28	28
应收票据	10	0	0	0	0
应收款项	136	203	156	231	283
其它应收款	19	16	13	20	24
存货	142	97	74	106	126
其他	821	174	145	209	251
非流动资产	438	622	1144	1345	1529
长期股权投资	0	15	15	15	15
固定资产	136	199	736	950	1145
无形资产	127	141	127	114	103
其他	175	267	267	267	267
资产总计	2140	2397	3187	3727	4303
流动负债	543	452	374	508	595
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	210	154	128	182	217
预收账款	135	230	192	272	325
其他	198	68	53	53	53
长期负债	20	10	730	730	730
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	10	730	730	730
负债合计	562	462	1103	1238	1325
股本	112	157	220	220	220
资本公积金	858	815	752	752	752
留存收益	607	895	1040	1436	1904
少数股东权益	1	69	71	82	102
归属于母公司所有者权益	1577	1866	2012	2408	2876
负债及权益合计	2140	2397	3187	3727	4303

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4	393	386	565	741
净利润	270	343	302	487	614
折旧摊销	16	18	33	81	100
财务费用	(7)	(2)	(4)	40	50
投资收益	(24)	(27)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(252)	57	43	(52)	(38)
其它	2	4	41	38	43
投资活动现金流	(710)	408	(571)	(271)	(271)
资本支出	(183)	(112)	(600)	(300)	(300)
其他投资	(527)	520	29	29	29
筹资活动现金流	730	11	553	(131)	(196)
借款变动	(42)	66	(14)	0	0
普通股增加	52	45	63	0	0
资本公积增加	721	(43)	(63)	0	0
股利分配	(30)	(56)	(157)	(91)	(146)
其他	29	(1)	724	(40)	(50)
现金净增加额	24	813	368	163	274

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4101	4171	3512	5207	6365
营业成本	3744	3715	3095	4393	5233
营业税金及附加	13	19	16	24	29
营业费用	4	5	5	8	10
管理费用	37	44	54	155	283
研发费用	15	16	13	20	24
财务费用	(15)	(11)	(4)	40	50
资产减值损失	(1)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	2	2	2
投资收益	25	27	27	27	27
营业利润	328	411	361	596	764
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	328	417	366	602	770
所得税	58	71	62	105	135
少数股东损益	(0)	3	2	10	20
归属于母公司净利润	270	343	302	487	614

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	26%	2%	-16%	48%	22%
营业利润	31%	25%	-12%	65%	28%
净利润	30%	27%	-12%	61%	26%
获利能力					
毛利率	8.7%	10.9%	11.9%	15.6%	17.8%
净利率	6.6%	8.2%	8.6%	9.3%	9.7%
ROE	17.1%	18.4%	15.0%	20.2%	21.4%
ROIC	15.8%	16.8%	14.0%	20.9%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	19.3%	34.6%	33.2%	30.8%
净负债比率	1.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.9	5.5	4.7	4.7
速动比率	2.9	3.7	5.3	4.5	4.4
营运能力					
资产周转率	1.9	1.7	1.1	1.4	1.5
存货周转率	35.1	31.2	36.1	48.8	45.2
应收帐款周转率	36.8	23.9	19.6	26.9	24.8
应付帐款周转率	25.9	20.4	21.9	28.3	26.2
每股资料 (元)					
EPS	2.41	2.19	1.38	2.21	2.80
每股经营现金	0.04	2.51	1.76	2.57	3.37
每股净资产	14.08	11.90	9.15	10.95	13.08
每股股利	0.50	1.00	0.41	0.66	0.84
估值比率					
PE	10.9	12.0	19.1	11.9	9.4
PB	1.9	2.2	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	19.3	15.2	16.2	8.8	6.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

王西典：上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。