

公司研究/季报点评

2019年10月29日

交通运输/物流 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 31.28  
合理价格区间(元): 44.56~46.79

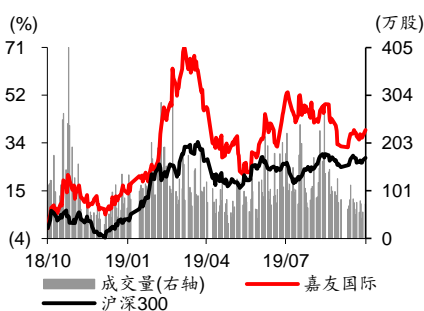
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**袁钉** 执业证书编号: S0570519040005  
研究员 021-28972077  
yuanding@htsc.com

相关研究

- 1 《嘉友国际(603871 SH,买入): 非洲布局落地, 重申“买入”》2019.08
- 2 《嘉友国际(603871,买入): 现金流转好, 国内逻辑兑现》2019.04
- 3 《嘉友国际(603871,买入): 年报符合预期, 维持“买入”评级》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 毛利符合预期, 四季度净利改善

## 嘉友国际(603871)

### 盈利短期波动, 维持“买入”评级

3Q19, 嘉友国际实现收入 9.62 亿元 (-17.6%), 毛利 1.30 亿元 (+30.2%), 归母净利润 1.00 亿元 (+18.6%), 毛利符合预期但归母净利润低于预期。四季度盈利增速有望回升, 我们维持嘉友国际 19/20/21 年 EPS 预测 2.23/2.84/3.55 元, 对应即期股价 14.0/11.0/8.8X PE; 给予公司 19 年 20-21X PE (较行业估值折价 8%-3%), 调整目标价区间至 44.56-46.79, 重申“买入”。

### 毛利符合预期, 但归母净利润低于预期

3Q19, 嘉友国际实现收入 9.62 亿元 (-17.6%), 毛利 1.30 亿元 (+30.2%), 归母净利润 1.00 亿元 (+18.6%), 低于我们预期的 1.06 亿元, 扣非后归母净利润 0.97 亿元 (+28.4%)。公司毛利表现符合预期, 归母净利润低于预期: 1) 投资收益同比下降 66.2% 至 306 万元; 2) 所得税同比增长 42.3% 至 0.23 亿元, 有效税率同比提升 2.5pct 至 18.7%。截止 3Q19 末, 公司净营运资金占用(应收款+预付款+存货-应付款-预收款)为 1.35 亿元, 环比 1H19 末 (1.37 亿元) 微幅下降, 预计四季度随煤炭出货恢复进一步改善。

### 口岸配额抑制煤炭出货量, 集装箱双挂增厚业绩

前三季度, 公司收入同比分别+26.3%/+6.3%/-17.6%, 增速持续下滑, 主要原因是煤炭出货量不佳, 其中三季度煤炭出货量和价格同比均有所下降。今年, 由于甘其毛都口岸拥堵严重, 海关实行配额制, 优先放行进口原煤 (嘉友为洗精煤); 近期嘉友配额获得提升, 四季度出货量预计明显改善。另一方面, 今年 8 月, 公司向蒙古国融资租赁出口的集装箱双挂车正式投运, 煤炭供应链附加值从仓储向全程物流延伸, 单位毛利提升且兼具环保优势。2018 年, 公司焦煤销量约 380 万吨 (+27%), 考虑 800 万吨/年焦煤在手订单, 维持 21 年煤炭出货量较 18 年翻倍判断。

### 非洲布局迈出关键一步, 商业模式先重后轻

2019 年 8 月, 公司公告拟投资 2.29 亿美元建设卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港改造项目; 其中自有资金投入 5 亿元, 债务融资 6.5 亿元, 其余通过项目公司引入战略投资者等方式解决。截止 3Q19, 公司可用资金 (现金+理财) 超过 12 亿元, 资本开支压力不大。我们预计项目建成后, 仅项目运营相关收入就有望增厚公司盈利 1.5-2 亿元/年。另一方面, 通过重资产投放, 上市公司得以深度锁定核心客户, 轻资产物流业务有望超预期。

### 调整目标价区间至 44.56-46.79 元, 重申“买入”

通过配额增加和双挂车投放, 嘉友国际四季度盈利增速有望回升。我们维持公司 19/20/21 年 EPS 预测为 2.23/2.84/3.55 元, 对应即期股价 14.0/11.0/8.8X PE。可比物流企业对应 19/20 年 Wind 一致预期 PE 中值 21.7/17.8X; 市场对非洲资本开支存在顾虑, 我们给予公司 19 年 20-21X PE (较行业估值折价 8%-3%), 调整目标价区间至 44.56-46.79, 重申“买入”。

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)	156.80
流通 A 股 (百万股)	39.20
52 周内股价区间 (元)	27.35-54.70
总市值 (百万元)	4,905
总资产 (百万元)	2,338
每股净资产 (元)	10.85

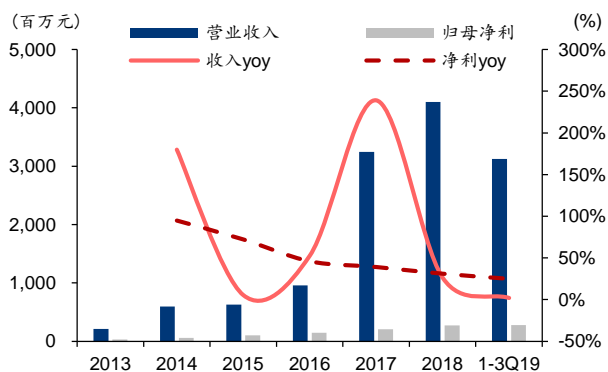
资料来源: 公司公告

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	5,256	6,845	8,551
+/-%	239.03	26.40	28.18	30.23	24.92
归属母公司净利润 (百万元)	206.02	270.03	349.37	445.05	557.00
+/-%	41.34	31.07	29.38	27.39	25.15
EPS (元, 最新摊薄)	1.31	1.72	2.23	2.84	3.55
PE (倍)	23.81	18.16	14.04	11.02	8.81

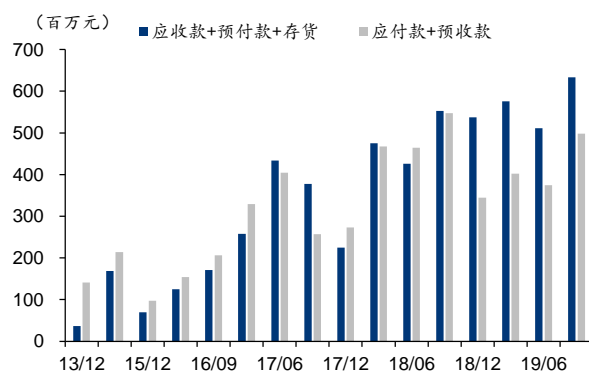
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 嘉友国际收入和净利润变化



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 嘉友国际营运资金占用改善



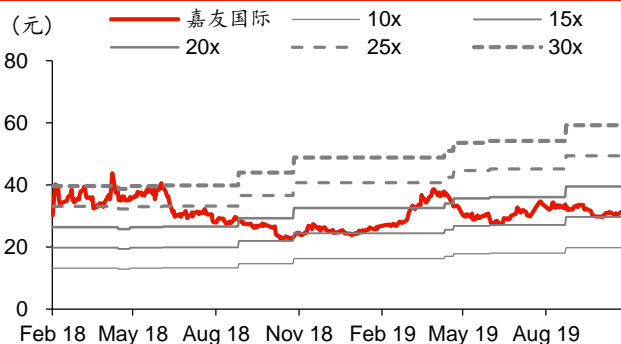
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 可比物流企业估值表 (2019.10.28)

代码	简称	股价	EPS					PE					PEG	PB	市值 (亿)
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E					
603066.SH	音飞储存	7.86	0.25	0.36	0.48		31.1	21.7	16.5		0.84	2.42	24		
603569.SH	长久物流	11.54	0.67	0.51	0.54		17.2	22.7	21.4		-1.67	2.68	65		
603128.SH	华贸物流	7.48	0.28	0.36	0.42	0.48	26.7	20.5	17.8	15.4	1.33	1.88	76		
002930.SZ	宏川智慧	16.70	0.43	0.47	0.54	0.60	38.8	35.2	31.0	27.8	3.30	3.20	57		
601598.SH	中国外运	4.37	0.18	0.37	0.39	0.40	24.3	11.7	11.3	10.8	0.78	1.24	323		
603713.SH	密尔克卫	36.44	1.05	1.25	1.75	2.33	34.8	29.1	20.8	15.6	1.14	4.18	56		
002010.SZ	传化智联	8.50	0.20	0.44	0.63	0.74	42.5	19.1	13.6	11.5	0.78	2.11	277		
<b>物流企业 (剔除供应链和快递)</b>							<b>31.1</b>	<b>21.7</b>	<b>17.8</b>	<b>15.4</b>	<b>0.84</b>	<b>2.42</b>	<b>877</b>		

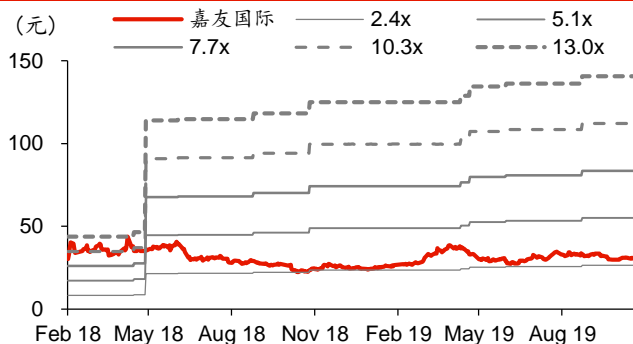
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 18年为扣非后归母净利润, 19-21数据为Wind一致预期值, 行业估值为个股估值中位数)

图表4: 嘉友国际历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 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	2,043	2,541	3,142
现金	414.46	574.39	597.66	657.85	789.42
应收账款	68.25	135.96	174.27	226.94	283.50
其他应收账款	6.90	18.63	23.88	31.10	38.85
预付账款	76.82	249.27	319.44	416.95	520.90
存货	71.37	141.65	181.52	236.92	296.00
其他流动资产	16.70	582.10	746.11	971.63	1,214
非流动资产	239.80	438.45	467.22	492.89	515.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	134.94	136.38	171.83	203.50	231.80
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	2,510	3,034	3,658
流动负债	316.12	542.78	619.33	771.26	930.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	17.04	32.88
应付账款	79.18	209.56	268.54	350.51	437.91
其他流动负债	236.94	333.22	350.79	403.71	460.13
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	639.00	790.94	950.59
少数股东权益	1.18	0.97	0.70	0.36	(0.06)
股本	60.00	112.00	156.80	156.80	156.80
资本公积	136.38	857.69	812.89	812.89	812.89
留存公积	377.30	607.34	900.70	1,273	1,738
归属母公司股东权益	573.69	1,577	1,870	2,243	2,708
负债和股东权益	894.30	2,140	2,510	3,034	3,658

### 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	108.46	122.93	213.30
净利润	206.02	270.03	349.37	445.05	557.00
折旧摊销	15.75	16.31	21.23	24.33	27.10
财务费用	2.85	(7.33)	(17.07)	(18.41)	(20.46)
投资损失	(1.30)	(24.26)	(24.26)	(24.26)	(24.26)
营运资金变动	(19.52)	(252.45)	(220.54)	(303.44)	(325.65)
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	50.00	50.00	50.00
长期投资	(1.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(220.06)	(6,872)	50.00	50.00	50.00
筹资活动现金	16.94	730.13	(59.45)	(37.01)	(55.99)
短期借款	20.25	(62.86)	0.00	17.04	15.84
长期借款	(35.15)	(710.18)	(25.74)	(25.74)	(25.74)
普通股增加	0.00	52.00	44.80	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	721.30	(44.80)	0.00	0.00
其他筹资现金	31.84	729.87	(33.71)	(28.31)	(46.10)
现金净增加额	186.55	24.24	23.27	60.19	131.57

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,244	4,101	5,256	6,845	8,551
营业成本	2,938	3,744	4,797	6,262	7,823
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)	(17.07)	(18.41)	(20.46)
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	424.10	542.46	680.95
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	426.39	544.75	683.24
所得税	44.43	58.43	77.29	100.04	126.66
净利润	205.69	269.83	349.10	444.71	556.57
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	349.37	445.05	557.00
EBITDA	265.14	325.25	428.26	548.39	687.59
EPS (元, 基本)	3.43	2.41	2.23	2.84	3.55

### 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	28.18	30.23	24.92
营业利润	41.08	31.35	30.11	27.91	25.53
归属母公司净利润	41.34	31.07	29.38	27.39	25.15
获利能力 (%)					
毛利率	9.43	8.71	8.73	8.52	8.51
净利率	6.35	6.58	6.65	6.50	6.51
ROE	35.91	17.12	18.68	19.84	20.57
ROIC	35.86	15.70	17.57	18.73	19.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.72	26.28	25.46	26.07	25.99
净负债比率 (%)	0	0.96	0	0.56	0.90
流动比率	2.07	3.14	3.30	3.30	3.38
速动比率	1.84	2.87	3.01	2.99	3.06
营运能力					
总资产周转率	3.63	1.92	2.09	2.26	2.34
应收账款周转率	45.56	40.16	33.89	34.12	33.50
应付账款周转率	36.79	25.93	20.07	20.23	19.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.72	2.23	2.84	3.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	0.03	0.69	0.78	1.36
每股净资产(最新摊薄)	3.66	10.06	11.93	14.30	17.27
估值比率					
PE (倍)	23.81	18.16	14.04	11.02	8.81
PB (倍)	8.55	3.11	2.62	2.19	1.81
EV_EBITDA (倍)	23.33	19.02	14.44	11.28	9.00

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