

**强烈推荐-A (维持)**

**嘉友国际 603871.SH**

目标估值：40 元  
 当前股价：31.28 元  
 2019 年 10 月 29 日

**非洲业务正式落地，盈利能力稳步提升**

**基础数据**

上证综指	2980
总股本(万股)	15680
已上市流通股(万股)	3920
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	11.5
ROE(TTM)	18.1
资产负债率	24.7%
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)——非洲业务进展顺利，打开中期成长空间》2019-08-28
- 2、《嘉友国际(603871)——淡季出发，拾级而上》2019-04-26
- 3、《嘉友国际(603871)——业绩靓丽，尽享跨境多式联运蓝海市场》2019-04-16

**苏宝亮**

subaoliang@cmschina.com.cn  
 S1090519010004

**投资建议：**公司把控口岸关键节点资源，核心竞争力强；蒙古存量市场定价权强，兼具持续性和成长潜力；伴随一带一路战略切入十亿级非洲市场，预计2年以后非洲业务贡献年利润接近2亿元；预计哈萨克项目持续贡献利润。根据最新股本(摊薄后)预测公司19/20/21年EPS为2.20/2.75/3.49元，未来三年业绩复合增速25%-30%，6个月目标价40元，维持“强烈推荐-A”评级。

- **公司发布19年三季报，业绩符合预期。**公司19年前三季度实现营收31.25亿元(+2.13%YOY)，归母净利2.80亿元(+24.81%YOY)，扣非归母净利2.59亿元(+24.04%YOY)，加权平均ROE16.29%，同比-1.12pcts，对应EPS1.78元。Q3单季度实现营收9.62亿元(-17.6%YOY)，归母净利1亿元(+18.6%YOY)，扣非归母净利0.97亿元(+27.6%YOY)。
- **盈利能力持续提升，Q3扣非净利增速达27.6%。**受供应链业务放缓影响，Q3单季度公司收入增速同比下降17.6pcts，但多式联运项目(毛利较高)维持增长态势，公司整体毛利率提升至13.5%，环比+2.7pcts，扣非净利达0.97亿元，同比+27.6%。
- **持续稳步推进蒙古和中亚的跨境物流项目。**2019年前三季度公司稳步推进蒙古市场物流业务的深入开发和模式优化；2019年前三季度成功中标多个重大项目、签署多项重大合同。公司新增哈萨克矿业Aktogay、Bozshakol矿山二期运营期耗材的全程国际物流合同；在国内公铁联运业务方面，公司与国内钢铁企业、煤炭贸易公司及能源公司签订货物运输代理合同及物流辅助服务协议，为客户提供蒙古进口大宗矿产品铁路集装箱运输服务。
- **投资2.2亿美金建设非洲道路和陆港口岸的合同签订完毕。**19年9月6日，公司签订重大项目施工合同，投资刚果道路与陆港的现代化改造项目，该项目包括1号国道线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边境口岸等项目的建设和运营。总投资额为2.29亿美元，预计22年建成投产后，实现年利润2亿元左右。
- **风险提示：**非洲业务不确定性、外包对象承运的风险

**财务数据与估值**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3244	4101	4651	5486	6702
同比增长	239%	26%	13%	18%	22%
营业利润(百万元)	248	328	421	529	671
同比增长	41%	32%	28%	26%	27%
净利润(百万元)	206	270	345	432	546
同比增长	41%	31%	28%	25%	27%
每股收益(元)	3.44	2.41	2.20	2.75	3.49
PE	9.1	13.0	14.2	11.4	9.0
PB	3.3	2.2	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

1. 事件 .....	3
2. 点评 .....	3
3. 投资建议 .....	3
4. 风险提示 .....	3

## 图表目录

图 1：嘉友国际历史 PE Band .....	4
图 2：嘉友国际历史 PB Band .....	4
附：财务预测表 .....	5

## 1. 事件

公司发布 19 年三季报，业绩符合预期。嘉友国际 19 年前三季度实现营收 31.25 亿元 (+2.13%YOY)，归母净利 2.80 亿元 (+24.81%YOY)，扣非归母净利 2.59 亿元 (+24.04%YOY)，加权平均 ROE16.29%，同比-1.12pcts，对应 EPS 1.78 元。Q3 单季度实现营收 9.62 亿元 (-17.6%YOY)，归母净利 1 亿元 (+18.6%YOY)，扣非归母净利 0.97 亿元 (+27.6%YOY)。

## 2. 点评

**盈利能力持续提升，Q3 扣非净利增速达 27.6%**。受供应链业务放缓影响，Q3 单季度公司收入增速同比下降 17.6pcts，但多式联运项目（毛利较高）维持增长态势，公司整体毛利率提升至 13.5%，环比+2.7pcts，扣非净利达 0.97 亿元，同比+27.6%。

**持续稳步推进蒙古和中亚的跨境物流项目**。2019 年前三季度公司稳步推进蒙古市场物流业务的深入开发和模式优化；2019 年前三季度成功中标多个重大项目、签署多项重大合同。公司新增哈萨克矿业 Aktogay、Bozshakol 矿山二期运营期耗材的全程国际物流合同；在国内公铁联运业务方面，公司与国内钢铁企业、煤炭贸易公司及能源公司签订货物运输代理合同及物流辅助服务协议，为客户提供蒙古进口大宗矿产品铁路集装箱运输服务。

**投资 2.2 亿美金建设非洲道路和陆港口岸的合同签订完毕**。2019 年 9 月 6 日，公司签订重大项目施工合同，投资、建设、运营刚果民主共和国卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，该项目包括 1 号国道线卡松巴莱萨-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 边境口岸等项目的建设和运营。刚果拟授予公司公共服务特许权，特许权期限为 25 年。施工期限约为 26 个月，预计 22 年初建成，总投资金额为 2.29 亿美元。建成投产后，预计可实现年利润接近 2 亿元。

## 3. 投资建议

公司把控口岸关键节点资源，核心竞争力强；蒙古存量市场定价权强，兼具持续性和成长潜力；伴随一带一路战略切入十亿级非洲市场，预计 2 年以后非洲业务贡献年利润接近 2 亿元；预计哈萨克项目持续贡献利润。根据最新股本（摊薄后）预测公司 19/20/21 年 EPS 为 2.20/2.75/3.49 元，未来三年业绩复合增速 25%-30%，6 个月目标价 40 元，维持“强烈推荐-A”评级。

## 4. 风险提示

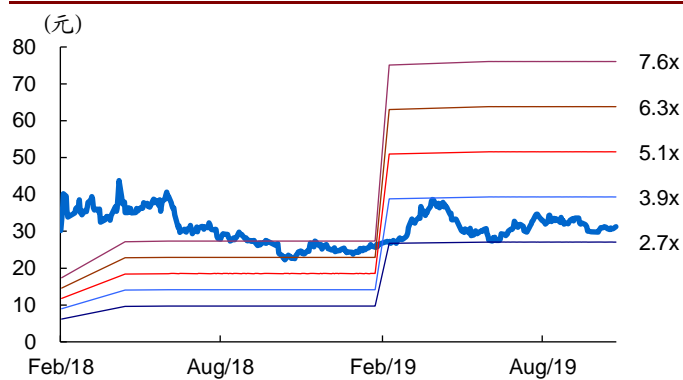
非洲业务不确定性、外包对象承运的风险

图 1：嘉友国际历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	655	1702	1919	2257	2763
现金	414	574	554	774	1107
交易性投资	0	0	686	686	686
应收票据	8	10	12	14	17
应收款项	68	136	186	219	268
其它应收款	7	19	21	25	30
存货	71	142	158	185	225
其他	85	821	302	353	430
<b>非流动资产</b>	240	438	565	617	663
长期股权投资	0	0	15	15	15
固定资产	135	136	202	260	313
无形资产	57	66	66	60	54
其他	48	236	282	282	282
<b>资产总计</b>	<b>894</b>	<b>2140</b>	<b>2484</b>	<b>2874</b>	<b>3426</b>
<b>流动负债</b>	316	543	598	628	726
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	79	210	234	274	333
预收账款	194	135	151	177	215
其他	43	198	212	177	177
<b>长期负债</b>	3	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	20	20	20	20
<b>负债合计</b>	<b>319</b>	<b>562</b>	<b>617</b>	<b>648</b>	<b>745</b>
股本	60	112	157	157	157
资本公积金	136	858	813	813	813
留存收益	377	607	896	1256	1711
少数股东权益	1	1	1	0	(0)
归属于母公司所有者权益	574	1577	1866	2225	2681
<b>负债及权益合计</b>	<b>894</b>	<b>2140</b>	<b>2484</b>	<b>2874</b>	<b>3426</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	205	4	824	376	471
净利润	206	270	345	432	546
折旧摊销	16	16	21	28	34
财务费用	3	(7)	(4)	(5)	(6)
投资收益	(1)	(24)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(18)	(252)	489	(52)	(76)
其它	(0)	2	(0)	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(35)	(710)	(807)	(54)	(54)
资本支出	(39)	(183)	(133)	(80)	(80)
其他投资	4	(527)	(674)	26	26
<b>筹资活动现金流</b>	17	730	(37)	(102)	(85)
借款变动	20	(72)	14	(35)	0
普通股增加	0	52	45	0	0
资本公积增加	0	721	(45)	0	0
股利分配	0	0	(56)	(72)	(91)
其他	(3)	29	4	5	6
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>24</b>	<b>(20)</b>	<b>220</b>	<b>333</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3244	4101	4651	5486	6702
营业成本	2938	3744	4183	4896	5950
营业税金及附加	9	13	15	17	21
营业费用	4	4	5	5	7
管理费用	43	37	42	50	61
研发费用	0	15	17	20	25
财务费用	3	(15)	(4)	(5)	(6)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	26	26	26	26
<b>营业利润</b>	248	328	421	529	671
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	250	328	421	529	671
所得税	44	58	76	97	125
<b>净利润</b>	206	270	345	432	546
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>270</b>	<b>345</b>	<b>432</b>	<b>546</b>

## 主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	239%	26%	13%	18%	22%
营业利润	41%	32%	28%	26%	27%
净利润	41%	31%	28%	25%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.4%	8.7%	10.1%	10.8%	11.2%
净利率	6.4%	6.6%	7.4%	7.9%	8.2%
ROE	35.9%	17.1%	18.5%	19.4%	20.4%
ROIC	35.9%	15.8%	17.7%	19.0%	20.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.7%	26.3%	24.9%	22.6%	21.7%
净负债比率	0.0%	1.0%	1.4%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	3.1	3.2	3.6	3.8
速动比率	1.8	2.9	2.9	3.3	3.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	3.6	1.9	1.9	1.9	2.0
存货周转率	50.3	35.1	27.9	28.5	29.0
应收帐款周转率	42.2	36.8	27.0	25.5	25.9
应付帐款周转率	36.8	25.9	18.9	19.3	19.6
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	3.44	2.41	2.20	2.75	3.49
每股经营现金	3.41	0.04	5.26	2.40	3.00
每股净资产	9.56	14.08	11.90	14.19	17.10
每股股利	0.00	0.50	0.46	0.58	0.73
<b>估值比率</b>					
PE	9.1	13.0	14.2	11.4	9.0
PB	3.3	2.2	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	18.7	15.2	11.3	9.0	7.1

## 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。

## 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。