

嘉友国际 (603871)

证券研究报告

2021年12月21日

紫金入股，公司龙头地位再证实或迎戴维斯双击

事件：12月20日，公司发布非公开发售情况报告书，扣除发行费用后，募集资金净额5.77亿元；同时，紫金矿业发布公告，拟逾12亿元入股嘉友国际，将获得超20%股权。

紫金矿业多种方式入主公司成二股东，旨在降低运输成本，提高物流效率，嘉友矿业工程物流龙头地位再次得到证实。紫金矿业对嘉友国际的入股包括了3种方式。其一，紫金矿业以约8.5亿元受让公司实际控制人韩景华和孟联及控股股东嘉信益（天津）资产管理合伙企业持有的4237.5万股，并受让公司武子彬等股东约267.5万股，合计4505万股，受让价格约为18.9元/股；其二，紫金矿业旗下企业参与公司非公开发行股票，以18.49元/股的价格，出资人民币约3.9亿元，认购约2098万股。其三，紫金矿业名下公司通过二级市场购买了公司股票约125万股。相关交易完成后，紫金矿业将合计持有公司约6728万股，占公司总股本的21.23%，股权比例仅位列实控人韩景华及其一致行动人之后，成为公司的第二大股东。虽然此前紫金矿业指定嘉友国际作为刚果（金）COMMUS公司项目设备和物资的全程物流承运人已经证明了公司在相关领域的服务能力较强，但是我们认为本次入股是紫金矿业对公司业务能力的进一步认可。

非公开发售落地，募投项目虽收益率不高，但有望加深公司中蒙业务护城河。2021年8月，公司公告非公开发行A股股票二次修订稿，拟募集资金总额不超过5.84亿元，投资于服务贸易基础设施技术改造项目（3.96亿元）、购置装载机车辆项目（0.5亿元）以及补充流动资金（1.38亿元）。项目旨在提升中蒙业务的环保指标、自动化率并补充流动资金。虽然公司募投项目服务贸易基础设施技术改造项目、购置装载机车辆的税后财务内部收益率仅为8.37%、11.24%，经济效益较为一般，但是考虑到环保和自动化是公司业务发展的基础，拉长看，环保问题或将成为煤炭相关业务的发展瓶颈，此举或有望加深公司业务的护城河。

非洲项目投产在即，紫金入股或对公司项目收益形成背书。公司非洲公路港项目预计于2021年末完成公路建设，萨卡尼亚边境口岸预计明年年中建设完成。该项目共累计投资2.3亿美元，项目回收期仅5.44年。5月，紫金矿业旗下刚果（金）Kamoa-Kakula铜矿项目建成投产，全面开发后，高峰期年产铜超过80万吨，市场对该项目收益率的信心有望得以加强。

投资建议：公司是一带一路跨境多式联运的隐形冠军，虽然2020-2021受制于疫情，公司的业绩表现较为一般，但是随着疫情的消散，公司中蒙地区业务量大大概率恢复过往较快增长的趋势，非洲项目的投产则将在为公司增厚收益的同时证明其轻中有重业务布局模式的有效性。考虑到21年疫情影响超预期，而非洲公路有望较快贡献收益，将21-23公司盈利预测由3.47/4.72/6.28亿元调整至3.28/5.11/7.19，对应PE估值21.4/13.8/9.8X，上调评级至“买入”！

风险提示：疫情超预期反复、公司客户流失、安全事故、经济超预期下滑

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,170.61	3,281.11	2,992.36	5,202.89	6,228.46
增长率(%)	1.70	(21.33)	(8.80)	73.87	19.71
EBITDA(百万元)	432.51	477.17	420.86	663.95	946.60
净利润(百万元)	343.33	360.20	328.07	510.94	719.44
增长率(%)	27.14	4.91	(8.92)	55.74	40.81
EPS(元/股)	1.08	1.14	1.04	1.61	2.27
市盈率(P/E)	20.46	19.50	21.41	13.75	9.76
市净率(P/B)	3.76	3.24	2.89	2.47	2.06
市销率(P/S)	1.68	2.14	2.35	1.35	1.13
EV/EBITDA	8.13	7.18	14.00	9.21	6.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	22.1元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	316.96
流通A股股本(百万股)	285.38
A股总市值(百万元)	7,004.83
流通A股市值(百万元)	6,307.01
每股净资产(元)	7.32
资产负债率(%)	40.22
一年内最高/最低(元)	25.54/15.10

作者

高晟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《嘉友国际-季报点评:Q3旺季遭遇疫情困扰，Q4或为新一轮增长的起点》
2021-10-30
- 《嘉友国际-半年报点评:逆境仍完成正增长，期待H2非洲公路投产》
2021-08-29
- 《嘉友国际-半年报点评:经济或倒逼一带一路国家加大出口，H2业绩可期》
2020-08-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,257.23	1,752.41	1,282.79	888.33	498.28
应收票据及应收账款	203.28	136.02	163.22	334.92	261.41
预付账款	122.61	120.42	112.13	306.44	174.00
存货	96.83	58.94	66.61	187.85	112.10
其他	90.98	98.35	265.74	183.58	195.44
流动资产合计	1,770.92	2,166.14	1,890.49	1,901.11	1,241.22
长期股权投资	14.92	15.91	15.91	15.91	15.91
固定资产	199.49	336.00	514.35	1,287.66	2,260.55
在建工程	180.76	285.60	207.36	172.42	133.45
无形资产	79.82	144.71	140.94	137.16	133.39
其他	147.04	447.88	323.00	354.08	371.08
非流动资产合计	622.04	1,230.10	1,201.56	1,967.24	2,914.37
资产总计	2,396.98	3,401.64	3,095.18	3,872.53	4,159.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	10.70
应付票据及应付账款	154.09	212.32	47.52	450.47	158.56
其他	298.04	303.84	319.93	420.99	480.58
流动负债合计	452.13	516.17	367.45	871.46	649.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	627.59	209.20	72.00	0.00
其他	9.52	22.54	17.24	16.43	18.74
非流动负债合计	9.52	650.12	226.44	88.43	18.74
负债合计	461.65	1,166.29	593.89	959.90	668.58
少数股东权益	69.15	70.68	71.82	74.41	77.48
股本	156.80	219.52	316.96	316.96	316.96
资本公积	814.71	751.99	751.99	751.99	751.99
留存收益	1,709.38	1,850.06	2,112.52	2,521.27	3,096.82
其他	(814.71)	(656.90)	(751.99)	(751.99)	(751.99)
股东权益合计	1,935.33	2,235.35	2,501.30	2,912.64	3,491.26
负债和股东权益总计	2,396.98	3,401.64	3,095.18	3,872.53	4,159.83

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	345.93	361.72	328.07	510.94	719.44
折旧摊销	17.86	27.88	23.66	65.41	119.86
财务费用	(2.24)	17.49	10.00	(20.00)	(25.00)
投资损失	(26.91)	(19.62)	(27.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	495.20	(129.69)	(211.67)	75.89	24.52
其它	(436.36)	(3.62)	1.20	2.64	3.13
经营活动现金流	393.48	254.17	124.27	614.87	821.95
资本支出	136.22	468.55	125.29	800.81	1,047.70
长期投资	14.92	0.99	0.00	0.00	0.00
其他	256.53	(929.54)	(238.24)	(1,587.86)	(2,077.75)
投资活动现金流	407.67	(460.00)	(112.94)	(787.05)	(1,030.05)
债权融资	14.15	628.76	221.14	81.09	18.10
股权融资	12.74	72.01	(7.65)	20.00	25.00
其他	(15.49)	(145.27)	(694.43)	(323.37)	(225.05)
筹资活动现金流	11.40	555.49	(480.94)	(222.28)	(181.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	812.55	349.66	(469.62)	(394.46)	(390.05)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,170.61	3,281.11	2,992.36	5,202.89	6,228.46
营业成本	3,714.95	2,776.13	2,539.16	4,497.10	5,295.10
营业税金及附加	19.04	20.02	11.67	16.25	19.46
营业费用	5.08	3.98	4.80	5.20	6.20
管理费用	43.51	50.28	47.88	78.04	74.74
研发费用	15.94	16.39	18.65	27.76	26.01
财务费用	(10.91)	23.08	10.00	(20.00)	(25.00)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.91	19.62	27.00	20.00	20.00
其他	(55.05)	(46.35)	(54.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	411.14	417.96	387.20	618.54	851.74
营业外收入	6.04	0.10	2.12	2.75	1.65
营业外支出	0.18	5.47	1.93	2.53	3.31
利润总额	417.00	412.59	387.39	618.76	850.09
所得税	71.06	50.86	58.11	105.19	127.51
净利润	345.93	361.72	329.28	513.57	722.58
少数股东损益	2.60	1.53	1.20	2.64	3.13
归属于母公司净利润	343.33	360.20	328.07	510.94	719.44
每股收益(元)	1.08	1.14	1.04	1.61	2.27

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.70%	-21.33%	-8.80%	73.87%	19.71%
营业利润	25.28%	1.66%	-7.36%	59.75%	37.70%
归属于母公司净利润	27.14%	4.91%	-8.92%	55.74%	40.81%
获利能力					
毛利率	10.93%	15.39%	15.15%	13.57%	14.99%
净利率	8.23%	10.98%	10.96%	9.82%	11.55%
ROE	18.40%	16.64%	13.50%	18.00%	21.07%
ROIC	32.77%	67.38%	38.95%	38.22%	36.46%
偿债能力					
资产负债率	19.26%	34.29%	19.19%	24.79%	16.07%
净负债率	-64.23%	-50.27%	-42.44%	-27.72%	-13.75%
流动比率	3.93	4.21	5.15	2.19	1.92
速动比率	3.71	4.09	4.97	1.97	1.74
营运能力					
应收账款周转率	23.86	19.34	20.00	20.89	20.89
存货周转率	34.98	42.13	47.67	40.89	41.53
总资产周转率	1.84	1.13	0.92	1.49	1.55
每股指标(元)					
每股收益	1.08	1.14	1.04	1.61	2.27
每股经营现金流	1.24	0.80	0.39	1.94	2.59
每股净资产	5.89	6.83	7.66	8.95	10.77
估值比率					
市盈率	20.46	19.50	21.41	13.75	9.76
市净率	3.76	3.24	2.89	2.47	2.06
EV/EBITDA	8.13	7.18	14.00	9.21	6.79
EV/EBIT	8.48	7.60	14.84	10.21	7.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com