

# 嘉友国际 (603871)

证券研究报告

2022年05月05日

## 一季报表现亮眼，期待非洲业务逐步放量

### 事件：

- 1) 嘉友国际发布 21 年年报, 实现营业收入 38.88 亿元, 同比增长 18.50%; 实现归母净利润 3.43 亿元, 同比下降 4.83%; 实现扣非归母净利润 3.30 亿元, 同比下降 3.40%。
- 2) 公司发布 22 年一季报, 实现营业收入 6.50 亿元, 同比增长 8.43%; 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 28.59%; 实现扣非归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 26.71%。

**21 年财务表现不及预期，利润及毛利率均有所下滑，主因一带一路国疫情影响。**分业务来看，21 年公司营收的增长点来自于 PPP 项目，过往的主营业务则出现了较为明显的下滑，其中供应链贸易实现营业收入 19.38 亿元，同比下滑 10.12%，跨境多式联运业务实现营业收入 12.04 亿元，同比增长 7.19%，运输业务的增长不及预期的主要原因或在于受到了一带一路国的疫情影响。毛利层面，公司供应链贸易业务受益于公司服务范围的提升及煤炭需求的高景气，毛利率大幅提升至 9.03%，而跨境多式联运业务的毛利率则大幅下滑至 26.01%，我们认为是中蒙通关不畅，公司高毛利的海关监管仓业务占比有所下滑所致。

**22 年以来，非洲项目公路部分已开始试运营，助力公司业绩增长。**公司非洲项目卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目进展顺利，1 月道路已完成施工，实现全线通车，正式转入收费试运营阶段，同时萨卡尼亚陆港口岸及莫坎博边境口岸升级改造工程建设正在积极推进中。该项目共累计投资 2.3 亿美元，据公司测算，项目回收期仅 5.44 年，以美元兑人民币汇率 6.5 计算，可以为公司带来约 2.74 亿每年的增量利润。

**22 年一季度利润增长较快，旺季如通关效率可以持续提升则更为可期。**一季度公司录得毛利率 23.03%，净利率 16.60% 的优异成绩，为 17 年以来最优水平，我们认为其背后的原因有二，其一，公司受益于通关效率提升，业务量有所增长；其二，公司 21 年以来提高了自蒙古矿山至中国用户的全程物流服务比例，创造了一定溢价。

**投资建议：**随着公司非洲项目已经逐步开始落地，公司重回增长的趋势较为明显，且公司过往低毛利的供应链贸易业务亦因全程物流服务比例的提升及煤炭的高景气成功成为了公司利润新的增长点，随着 Q2-Q3 蒙古矿业旺季来临，如通关效率继续提升，公司的业绩水平有望稳步增长。考虑到当前国内仍受到疫情的一定影响，调整公司 2022-2023 年公司盈利至 4.42/6.33 亿元（前值 5.11/7.19 亿元），引入 2024 年盈利预测 7.09 亿元，对应 PE 估值 13.45/9.39/8.38X，维持买入评级。

**风险提示：**疫情反复超预期，公司现金流超预期恶化，海外政权不稳定

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,281.11	3,888.02	6,760.20	8,092.74	8,748.25
增长率(%)	(21.33)	18.50	73.87	19.71	8.10
EBITDA(百万元)	477.17	463.26	581.59	797.01	885.83
净利润(百万元)	360.20	342.81	441.71	632.92	708.98
增长率(%)	4.91	(4.83)	28.85	43.29	12.02
EPS(元/股)	1.14	1.08	1.39	2.00	2.24
市盈率(P/E)	16.50	17.34	13.45	9.39	8.38
市净率(P/B)	2.75	2.08	1.89	1.65	1.45
市销率(P/S)	1.81	1.53	0.88	0.73	0.68
EV/EBITDA	7.18	13.05	9.67	7.15	6.32

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（维持评级）
当前价格	18.75 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	316.97
流通 A 股股本(百万股)	285.40
A 股总市值(百万元)	5,943.23
流通 A 股市值(百万元)	5,351.19
每股净资产(元)	9.02
资产负债率(%)	34.68
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

- 1 《嘉友国际-公司点评:紫金入股，公司龙头地位再证实或迎戴维斯双击》  
2021-12-21
- 2 《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
- 3 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,752.41	1,168.66	800.86	647.42	699.86
应收票据及应收账款	136.02	163.96	624.73	499.26	910.18
预付账款	120.42	734.37	963.84	1,437.40	2,023.02
存货	58.94	191.11	111.17	296.43	144.61
其他	84.95	97.37	294.19	200.88	218.91
<b>流动资产合计</b>	<b>2,152.74</b>	<b>2,355.46</b>	<b>2,794.80</b>	<b>3,081.39</b>	<b>3,996.58</b>
长期股权投资	15.91	15.91	15.91	15.91	15.91
固定资产	336.00	593.55	548.29	503.03	457.76
在建工程	285.60	132.25	132.25	132.25	132.25
无形资产	144.71	1,078.80	1,072.62	1,066.44	1,060.26
其他	447.88	313.78	322.96	355.05	373.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,230.10</b>	<b>2,134.29</b>	<b>2,092.03</b>	<b>2,072.67</b>	<b>2,039.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,401.64</b>	<b>4,556.15</b>	<b>4,886.83</b>	<b>5,154.06</b>	<b>6,035.80</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	4.79	68.55
应付票据及应付账款	212.32	515.45	333.66	706.88	461.01
其他	149.95	131.34	777.21	249.07	917.07
<b>流动负债合计</b>	<b>362.28</b>	<b>646.79</b>	<b>1,110.86</b>	<b>960.74</b>	<b>1,446.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	627.59	667.54	547.00	500.00	400.00
其他	22.54	25.44	17.24	16.43	18.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>650.12</b>	<b>692.99</b>	<b>564.24</b>	<b>516.43</b>	<b>418.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,166.29</b>	<b>1,629.17</b>	<b>1,675.11</b>	<b>1,477.17</b>	<b>1,865.36</b>
少数股东权益	70.68	70.19	71.78	73.71	75.76
股本	219.52	316.96	316.97	316.97	316.97
资本公积	751.99	1,231.83	1,231.83	1,231.83	1,231.83
留存收益	1,098.07	1,221.36	1,530.55	1,973.60	2,469.88
其他	95.09	86.65	60.58	80.78	76.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2,235.35</b>	<b>2,926.98</b>	<b>3,211.72</b>	<b>3,676.89</b>	<b>4,170.44</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,401.64</b>	<b>4,556.15</b>	<b>4,886.83</b>	<b>5,154.06</b>	<b>6,035.80</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	361.72	342.33	441.71	632.92	708.98
折旧摊销	27.88	39.98	51.45	51.45	51.45
财务费用	17.49	6.27	(5.49)	(3.90)	(1.74)
投资损失	(19.62)	(5.34)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(264.79)	(525.01)	(571.84)	(622.94)	(453.58)
其它	131.48	(183.04)	31.28	3.76	3.92
<b>经营活动现金流</b>	<b>254.17</b>	<b>(324.81)</b>	<b>(72.89)</b>	<b>41.29</b>	<b>289.03</b>
资本支出	468.55	1,074.33	8.20	0.81	(2.30)
长期投资	0.99	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(929.54)	(1,561.66)	(37.74)	16.14	20.25
<b>投资活动现金流</b>	<b>(460.00)</b>	<b>(487.33)</b>	<b>(29.53)</b>	<b>16.95</b>	<b>17.95</b>
债权融资	591.53	29.78	(106.12)	(41.17)	(36.19)
股权融资	(124.44)	568.83	(159.25)	(170.51)	(218.34)
其他	88.40	(243.04)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>555.49</b>	<b>355.57</b>	<b>(265.37)</b>	<b>(211.68)</b>	<b>(254.53)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>349.66</b>	<b>(456.56)</b>	<b>(367.80)</b>	<b>(153.44)</b>	<b>52.44</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,281.11</b>	<b>3,888.02</b>	<b>6,760.20</b>	<b>8,092.74</b>	<b>8,748.25</b>
营业成本	2,776.13	3,397.88	6,113.56	7,203.72	7,785.94
营业税金及附加	20.02	12.75	21.12	25.28	26.24
营业费用	3.98	5.97	6.76	8.06	8.75
管理费用	50.28	52.46	101.40	97.11	87.48
研发费用	16.39	13.63	36.06	33.80	26.24
财务费用	23.08	12.01	(5.49)	(3.90)	(1.74)
资产减值损失	(1.89)	(1.09)	(1.85)	(2.80)	1.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	29.00	1.00	1.00
投资净收益	19.62	5.34	20.00	20.00	20.00
其他	(44.46)	(19.21)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>417.96</b>	<b>408.29</b>	<b>533.93</b>	<b>746.86</b>	<b>837.52</b>
营业外收入	0.10	1.25	2.00	3.00	1.00
营业外支出	5.47	1.10	1.00	2.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>412.59</b>	<b>408.44</b>	<b>534.93</b>	<b>747.86</b>	<b>837.52</b>
所得税	50.86	66.11	90.94	112.18	125.63
<b>净利润</b>	<b>361.72</b>	<b>342.33</b>	<b>443.99</b>	<b>635.68</b>	<b>711.89</b>
少数股东损益	1.53	(0.49)	2.28	2.76	2.92
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>360.20</b>	<b>342.81</b>	<b>441.71</b>	<b>632.92</b>	<b>708.98</b>
每股收益(元)	1.14	1.08	1.39	2.00	2.24

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-21.33%	18.50%	73.87%	19.71%	8.10%
营业利润	1.66%	-2.31%	30.77%	39.88%	12.14%
归属于母公司净利润	4.91%	-4.83%	28.85%	43.29%	12.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.39%	12.61%	9.57%	10.99%	11.00%
净利率	10.98%	8.82%	6.53%	7.82%	8.10%
ROE	16.64%	12.00%	14.07%	17.57%	17.31%
ROIC	67.38%	40.64%	18.97%	22.37%	21.13%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	34.29%	35.76%	34.28%	28.66%	30.90%
净负债率	-50.27%	-17.02%	-7.53%	-3.63%	-5.37%
流动比率	4.21	2.59	2.52	3.21	2.76
速动比率	4.09	2.38	2.42	2.90	2.66
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.34	25.92	17.14	14.40	12.41
存货周转率	42.13	31.10	44.73	39.71	39.67
总资产周转率	1.13	0.98	1.43	1.61	1.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	1.08	1.39	2.00	2.24
每股经营现金流	0.80	-1.02	-0.23	0.13	0.91
每股净资产	6.83	9.01	9.91	11.37	12.92
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.50	17.34	13.45	9.39	8.38
市净率	2.75	2.08	1.89	1.65	1.45
EV/EBITDA	7.18	13.05	9.67	7.15	6.32
EV/EBIT	7.60	14.25	10.61	7.65	6.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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