

证券研究报告—动态报告/公司快评

交通运输

物流 II

嘉诚国际 (603535)

重大事件快评

买入

(首次评级)

2021年01月13日

挥兵南下，布局海南免税、跨境物流市场！

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

证券分析师：黄盈

huangying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010003

事项：

嘉诚国际公告，公司拟投资建设海南多功能数智物流中心，并设立海南子公司。子公司注册资本1亿美元，该多功能物流项目将建设成为集离岛免税及岛内居民进口免税消费品的现代仓储中心、岛内居民进口免税日用消费品的物流仓储分拨中心、电子商务国际物流中心等为一体的综合性物流中心。

国信交运观点：1) 海南免税物流市场将迎来波澜壮阔的黄金成长期，嘉诚国际率先卡位：假设2022/2030年海南离岛免税销售额分别为1000/8000亿元，则2020-2022年海南免税物流复合增长77%，2020-2030年复合增长38%，按照2019年物流成本占GDP比重14.7%计算，则2022/2030年海南免税物流规模对应147/1176亿。2) 免税物流节点众多，仓库为重中之重的必要条件：免税商品物流包含进口、干线、仓储、通关、岛内分拨等多个节点，需要全流程在海关的监管之下，经营单位设立免税商店，应当具备符合海关监管要求的免税品销售场所及免税品监管仓库，因此仓库实为免税业务的必要条件，且其资源具有稀缺性。若嘉诚国际未来资源落地，则将具备很强的先发优势。3) 从广州到海南，深耕跨境电商物流多年，常年培育的核心竞争力换来异地可复制，公司已出现全国组网的端倪。4) 投资建议：嘉诚国际本次公告标志着公司有望进入海南免税物流市场，同时体现出作为跨境电商龙头的异地扩张能力，公司打开了中长期成长空间。结合2020-2021年公司52万平嘉诚国际港已进入交付期，首次覆盖给予2020-2022年1.9、3.8与5.5亿净利润预测（本次海南物流中心暂不计入），对应当前市值PE为29.6/13.8/9.5X，给予“买入”评级，我们认为公司未来成长天花板尚远，且中期业绩的成长性与确定性双高，保守给予2021年30倍PE，对应目标市值114亿，目标价76元。5) 风险提示：项目投产时间不及预期；跨境电商行业需求不及预期；免税行业需求不及预期

评论：

■ 卡位海南免税物流，成长空间进一步打开

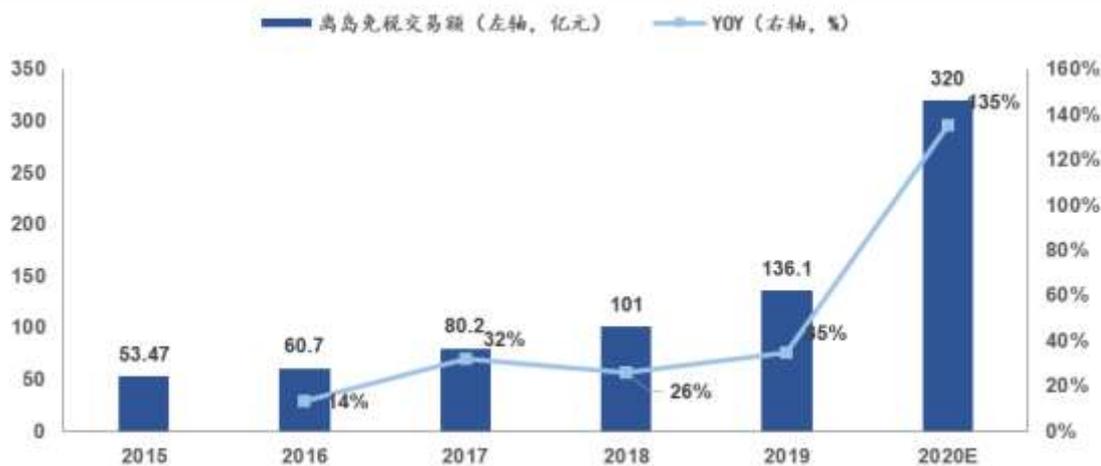
公司拟在海南省海口市及洋浦经济开发区等保税区设立全资子公司，并由其负责“嘉诚国际（海南）多功能数智物流中心”项目，该子公司将负责购地、项目投资、建设及运营。公司公告明确表示，该多功能物流项目将运用海南的自贸港政策优势，建设成为集离岛免税及岛内居民进口免税消费品的现代仓储中心、制造业全球分拨中心等为一体的综合性物流中心。项目的业务包括七大业务模块：

1) 离岛免税品的物流仓储分拨中心；2) 岛内居民进口免税日用消费品的物流仓储分拨中心；3) 电子商务国际物流中心；4) 制造业全球国际分拨中心；5) 前置海外仓业务；6) 全球中心仓业务；7) 国际采购及加工分拨中心。

经过过去数年的发展，离岛免税已经成为我国第二大免税形态，预计2020年离岛免税交易额将突破320亿，2015-

2020E 复合增速达到 43%。根据海南省省委书记采访,海南的目标为到 2022 年占据 10%的免税品市场,对应 1000 亿市场规模,2030 年时占有 50%的中国免税消费额度,即 7000-8000 亿元,按此推算,2020-2022 年复合增长 77%,2020-2030 年复合增长 36-38%,未来每年的需求增量巨大。按照 2019 年物流成本/GDP 比重 14.7%计算,2022 年离岛免税物流额将达到 147 亿,2030 年则在 1029~1176 亿,是一个潜在的巨大市场。考虑免税品为高货值商品,其物流成本占比、毛利率水平可能较普通商品物流更高,嘉诚国际本次进军免税物流市场,将远远打开公司的成长空间。

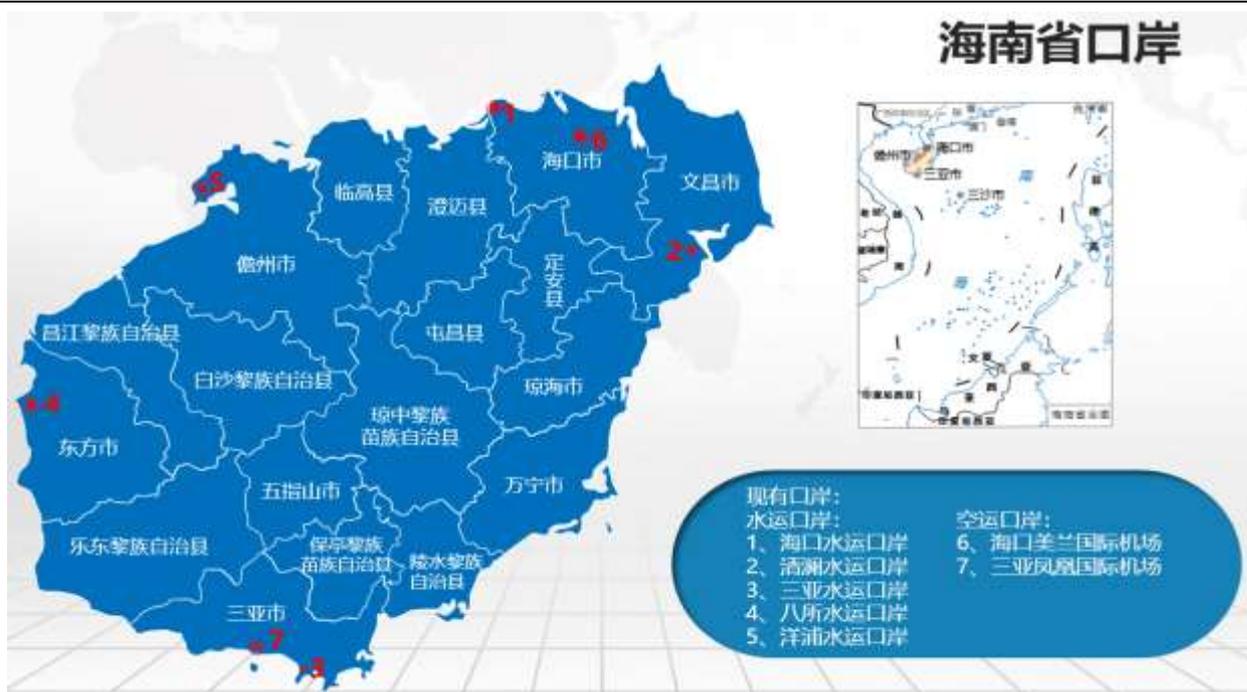
图 1: 2015-2020E 我国离岛免税销售额 (亿元)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

落于海口与洋浦综保区,卡位稀缺资源。公司本次项目计划于海南省海口市及洋浦经济开发区等保税区开展。海口与洋浦分别为海南出入岛物流的核心区域,其中洋浦综合保税港区位于海南省儋州市,位于海南省西北部,毗邻北部湾港,是海南自贸港建设的先行区。

图 2: 海南省口岸



资料来源:百度地图、国信证券经济研究所整理

■ 免税品物流节点众多，海关监管仓为必要条件！

根据《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，免税品所有的进口、出入库与调拨均需要在海关监管场所，各项流程均需要向主管海关提出申请并办理合规手续。免税品的特殊性质，要求其物流服务供应商需要具备较强的信息化能力，以便与海关进行高效对接及通关，同时严格监控库存情况。免税商品物流的流程较为复杂，包含了进口、干线、仓储、通关、岛内分拨等多个节点，需要全流程在海关的监管之下，其中由于仓储资源需要在海关特殊监管区域如保税区内进行，因此具备很强的稀缺性。同时，按照《办法》，经营单位设立免税商店，应当具备符合海关监管要求的免税品销售场所及免税品监管仓库，因此仓库实为免税业务的必要条件。嘉诚国际当前已在海南成立子公司，且公告中明确表示未来的购地事宜，我们认为，海南拥有自贸港政策优势，公司未来资源一旦落地，意味着嘉诚国际再次提前卡位，为未来的需求快速放量做好充分准备。

■ 从跨境电商物流到免税物流，能力圈再度拓展，印证核心竞争力的可复制性，出具全国起网端倪。

我们认为嘉诚国际本次在海南免税物流市场的摸索，本质基于公司在跨境电商物流行业的多年深耕，公司的核心竞争力在于：1) 在清关、保税商品监管等方面具有丰富经验，多年合规从业经历使其与海关之间的协作更为有效；2) 效率上，公司拥有完备的信息化处理系统，适配跨境电商、免税商品这类高频次、碎片化的物流需求；3) 公司在以上合规通关、高效运作的业务能力，有助于其取得地方土地资源。本次嘉诚国际将其资源范围由广州拓展至海南海口，充分说明了业务能力与资源能力之间的良性循环，印证了其核心竞争力的可复制性。

表 1：免税品监管仓库的设立应符合的要求

序号	免税品监管仓库的设立应当符合以下条件和要求
1	具备符合海关监管要求的安全隔离设施；
2	建立专门的仓库管理制度，编制月度进、出、存情况表，并且配备专职仓库管理员，报海关备案；
3	只允许存放所属免税商店的免税品；
4	符合国家有关法律、行政法规、海关规章规定的其他条件和要求。

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

■ 空间、资源、业务稳扎稳打，业绩成长性确定性双高。

公司业务领域横跨跨境电商与免税物流，两条赛道远期空间巨大，且由于国内制造业优势+海外疫情反复、消费不断被引导回流等原因，均处于快速成长通道内。

从资源角度，公司过去在广州区域稳扎稳打，当前已拥有广州南沙保税区内 15 万平方米建筑面积的自有仓库，另有南沙区域的嘉诚国际港 2-3 期合计 52 万平即将在 2021 年投用，中期内，公司在广州番禺 35 万平大湾区国际电商港项目合作意向已定，公司合计在广州的自有土地建筑面积将达到 110 万平方米，整体体量巨大且将在未来几年陆续投用。在行业景气度高企、产能不断有保证的前提下，我们认为公司未来几年业绩的成长性与确定性均较高。

表 2：主要产能面积与计划投产时间（单位：百万）

仓库	建筑面积（万平）	计划投产时间
仓库 1-南沙天运	15	已投产
仓库 2-嘉诚国际港	52	2021.5-6
仓库 3-番禺大湾区电商港	35	2023 年后

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：逐步成长为横跨跨境电商与免税商业的物流龙头。

嘉诚国际本次公告标志着公司的几大向上拐点：一是走出广州，实现了异地扩张，公司原先扎根于中国“跨境电商第一城”广州，如今进一步走向自贸港海南，体现了公司核心竞争力在异地的可复制性；二来，公司凭借原先丰富的跨境电商物流行业经验，业务进一步延展到免税品物流领域，打开巨大的市场空间，同时有望抢占免税物流市场的稀缺资源。未来盈利预测的主要假设条件包括：1) 2021 年公司 52 万平嘉诚国际港已进入交付期；2) 公司跨境电商相关的物流收入将随着周转加速，将呈现非线性上升。我们将公司收入拆分如下：

表 3: 公司收入拆分 (单位: 百万)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1034.3	1115.6	1194.2	1315.6	1831.6	2274.1
YOY(%)	20%	8%	7%	10%	39%	24%
综合物流	585.7	581.0	586.4	661.4	1146.4	1556.4
YOY (%)	1.4%	-0.8%	0.9%	12.8%	73.3%	35.8%
占比 (%)	56.6%	52.1%	49.1%	50.3%	62.6%	68.4%
商品销售	397.5	504.9	573.4	619.3	650.2	682.7
YOY (%)	47.7%	27.0%	13.6%	8%	5%	5%
占比 (%)	38.4%	45.3%	48.0%	47.1%	35.5%	30.0%
其他主营业务	51.1	29.8	34.5	35.0	35.0	35.0
YOY (%)		-41.7%	15.7%	1.6%	0.0%	0.0%
占比 (%)		2.7%	2.9%	2.7%	1.9%	1.5%
归属于母公司所有者的净利润	118.8	137.5	127.9	192.3	380.7	550.5
归母净利润 YOY (%)	14.3%	15.8%	-7.0%	50.4%	98.0%	44.6%
净利率 (%)	11.5%	12.3%	10.7%	14.6%	20.8%	24.2%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

首次覆盖给予 2020-2022 年 1.9、3.8 与 5.5 亿净利润预测 (本次海南物流中心暂不计入), 对应 EPS 为 1.28/2.54/3.67 元, 对应当前股价 PE 为 27.4/13.8/9.5X, 给予“买入”评级, 我们认为公司未来成长天花板尚远, 且中期业绩的成长性与确定性双高, 给予 2021 年 30 倍 PE, 对应目标市值 114 亿, 目标价 76 元。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	407	105	239	250	营业收入	1194	1316	1832	2274
应收款项	238	305	425	528	营业成本	904	982	1196	1377
存货净额	178	148	176	201	营业税金及附加	5	7	9	11
其他流动资产	175	263	366	455	销售费用	49	53	75	93
流动资产合计	1123	922	1327	1554	管理费用	64	91	129	159
固定资产	775	1126	1486	1817	财务费用	0	1	2	2
无形资产及其他	160	153	847	1440	投资收益	19	41	26	26
投资性房地产	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	(37)	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	(11)	6	6	6
资产总计	2079	2223	3682	4833	营业利润	141	230	453	664
短期借款及交易性金融负债	0	15	1040	1637	营业外净收支	1	(3)	(3)	(3)
应付款项	416	358	452	515	利润总额	141	227	450	661
其他流动负债	38	53	65	76	所得税费用	13	34	65	106
流动负债合计	455	426	1557	2227	少数股东损益	1	1	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	128	192	382	552
其他长期负债	22	25	29	31					
长期负债合计	22	25	29	31	现金流量表 (百万元)				
负债合计	477	452	1586	2258	净利润	128	192	382	552
少数股东权益	6	6	7	7	资产减值准备	(21)	(8)	(4)	(4)
股东权益	1596	1766	2088	2568	折旧摊销	19	63	101	130
负债和股东权益总计	2079	2223	3682	4833	公允价值变动损失	37	0	0	0
					财务费用	0	1	2	2
关键财务与估值指标					营运资本变动	450	(173)	(146)	(145)
每股收益	0.85	1.28	2.54	3.67	其它	21	9	5	5
每股红利	0.10	0.15	0.40	0.48	经营活动现金流	635	83	338	537
每股净资产	10.61	11.74	13.89	17.08	资本开支	(206)	(400)	(1150)	(1050)
ROIC	11%	10%	16%	15%	其它投资现金流	(123)	23	(20)	0
ROE	8%	11%	18%	21%	投资活动现金流	(330)	(376)	(1170)	(1050)
毛利率	24%	25%	35%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	23%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	19%	29%	34%	支付股利、利息	(15)	(23)	(60)	(72)
收入增长	7%	10%	39%	24%	其它融资现金流	(72)	15	1025	597
净利润增长率	-7%	50%	99%	44%	融资活动现金流	(102)	(8)	966	525
资产负债率	23%	21%	43%	47%	现金净变动	203	(302)	134	12
息率	0.3%	0.4%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	204	407	105	239
P/E	41.2	27.4	13.8	9.5	货币资金的期末余额	407	105	239	250
P/B	3.3	3.0	2.5	2.1	企业自由现金流	418	(348)	(828)	(528)
EV/EBITDA	30.3	23.1	13.1	9.9	权益自由现金流	346	(334)	195	67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032