

# 嘉友国际 (603871)

证券研究报告

2020年03月25日

## 卡位核心资产，轻重结合的一带一路开拓者

嘉友国际近年财务数据靓丽，但是股价目前处发行价以下，我们认为背后的根本原因在于市场对其业务的了解程度仍然较低。为此，本文以公司商业模式为切入点，阐述公司目前的发展情况，以期理解公司的投资价值。

### 第一阶段：商业模式的初步建立

**围绕信息整合优势，以工程项目物流为抓手实现重去重回，打造轻资产运营模式。**公司业务分为跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储及供应链贸易，凭借其多年积累的经验、数据，在工程项目物流领域建立了优异的口碑，把握了出境货源。因此公司对下游供应商具备较强议价权，实现了运输业务的大比例外包，跨境多式联运及大宗矿产品物流外包成本占总成本比例高达 81%、98%，一方面跳出了自有运力对运输方案的禁锢，另一方面避免了高额的资本开支，奠定了多板块协同发展的轻资产模式。

**轻中有重，集中自有资源卡位风险收益比更优的口岸核心资产。**运输外包给予了公司更为灵活的资产配置选择权，公司顺势发挥先发优势，对口岸保税库、海关监管场所等关键节点核心资产实现布局，这类资产质量较好，具有周转率高、定价权强、不确定性较低等特点。近期公司 2.8 亿元收购铎奕达矿业 100% 股权，自有口岸仓库面积增加 970 亩，有望与募投项目保税物流中心具备协同互补效应，进一步巩固公司中蒙跨境物流龙头地位。

### 第二阶段：核心竞争力的拓展及商业模式的移植

**进军中亚市场，培育冷链物流领域核心竞争力，围绕高难度物流实现客户基础及业务规模扩容的模式有望得到新的演绎。**2019H1，公司于霍尔果斯投资设立嘉恒物流，中亚五国经济依赖于农业、矿业，但机械制造能力较弱，对农矿机械物流的需求具备持续性，公司在业务拓展上具备经验优势。值得注意的是，本次投资中冷藏库区占仓库总面积的三成左右，农产品物流或为下一看点，如成功完成积累，公司有望沿工程物流路径，以冷链物流为核心竞争力，扩大客户群体及业务范围。

### 第三阶段：没有地域优势情况下商业模式的自我证实

**非洲地区业务布局基本完成，当前商业模式或大有可为！**非洲矿产资源丰厚，是我国一带一路及公司业务发展的重点，物流是制约地区发展的主要矛盾之一。为更好地实现一带一路合作共赢的理念，公司 2018 年收购枫悦国际，完成人才及经验的积累；2019 年，公司公告对外投资卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目（包含 2 座口岸）完成优质资产卡位，将矿业公司、当地政府与自身进行深度绑定，我们认为非洲项目推进低于预期的概率不高，而这也将数据上直接证实公司商业模式的可行性。

**投资建议：**不同于市场的认知，我们认为公司自有的商业模式已经成型，软实力上的竞争优势为公司构建了护城河，具备不易复制性，未来的业绩数据有望逐步对其投资价值进行证实。预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 3.38、3.71、4.88 亿元，对应 PE 估值 12.10X、11.05X、8.40X，综合考虑 2020 业绩、估值、流动性等因素，合理总市值 63.83 亿元，不考虑潜在股本变动影响情况下，对应目标价 40.79 元，首次覆盖给予“买入评级”！

**风险提示：**大客户流失、业务拓展不及预期、地缘政治、外包经营风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,244.25	4,100.86	4,324.00	5,419.30	8,224.20
增长率(%)	239.03	26.40	5.44	25.33	51.76
EBITDA(百万元)	266.51	342.18	408.76	467.30	668.13
净利润(百万元)	206.22	270.03	338.48	370.72	487.56
增长率(%)	41.47	30.94	25.35	9.52	31.52
EPS(元/股)	1.32	1.72	2.16	2.36	3.11
市盈率(P/E)	19.86	15.17	12.10	11.05	8.40
市净率(P/B)	7.14	2.60	2.16	1.87	1.30
市销率(P/S)	1.26	1.00	0.95	0.76	0.50
EV/EBITDA	0.00	9.66	7.24	7.57	5.36

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（首次评级）
当前价格	26.12 元
目标价格	40.79 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	156.80
流通 A 股股本(百万股)	39.20
A 股总市值(百万元)	4,095.62
流通 A 股市值(百万元)	1,023.90
每股净资产(元)	11.48
资产负债率(%)	24.74
一年内最高/最低(元)	56.99/25.33

### 作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
高晟	联系人
gaosheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《嘉友国际-首次覆盖报告:借助区位优势，发展中蒙跨境多式联运》 2018-08-24

## 内容目录

<b>1. 嘉友国际：现金流良好的跨境多式联运服务商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 历史沿革.....	4
1.2. 股权架构清晰.....	4
1.3. 主营业务模式介绍.....	5
<b>2. 从建立到开拓再到自我证实，嘉友商业模式静待花开</b> .....	<b>7</b>
2.1. 建立：发挥地域及先发优势，构建中蒙业务护城河.....	8
2.1.1. 发挥资源整合核心竞争力，实现多板块联动发展的轻资产运营模式.....	8
2.1.2. 工程项目物流为切入点培育客户黏性，矿产品物流扩大运输业务规模.....	10
2.1.3. “名”为供应链贸易业务，“实”为运输业务的延伸.....	13
2.1.4. 轻中有重，集中资源卡位关键节点核心仓储资产.....	14
2.2. 开拓：搭上中欧班列快车，冷链物流或成下一看点.....	16
2.2.1. 延续卡位关键节点仓库策略，农产品或为下一亮点.....	16
2.2.2. 中亚五国与我国互补效应良好，工程物流与冷链物流有望协同发展.....	16
2.2.3. 中欧班列正处高速发展阶段，成本端有望实现稳定可控.....	17
2.3. 自我证实：非洲市场的探索逐步成型.....	17
2.3.1. 非洲整体经济较为落后，物流行业效率低下.....	17
2.3.2. 收购枫悦国际，取得人才及经验优势，实现布局加速.....	18
2.3.3. 投资建设公路及口岸核心资产，实现多方利益绑定.....	18
<b>3. 自上而下看，物流降费仍在发力，多式联运有望维持高增</b> .....	<b>21</b>
3.1. 物流降费持续推进，多式联运或为破局关键.....	21
3.2. 我国多式联运的发展现状及空间.....	23
3.2.1. 近年多式联运快速发展，但相比发达国家仍具差距.....	23
3.2.2. 多式联运发展的核心矛盾在于配套建设.....	23
3.2.3. 多式联运有望在铁路端的带动下维持高增长.....	24
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>25</b>
4.1. 核心假设.....	25
4.2. 估值的横向及纵向比较.....	26
4.3. 投资建议.....	27
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历史.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：嘉友国际营业收入及增速.....	6
图 4：嘉友国际归母净利润及增速.....	6
图 5：嘉友国际分板块收入占比拆分.....	6

图 6: 嘉友国际分板块成本占比拆分 .....	6
图 7: 嘉友国际分板块毛利额占比拆分 .....	6
图 8: 嘉友国际 ROE 及杜邦拆解 .....	6
图 9: 嘉友国际近年速动比率、资产负债率 .....	7
图 10: 公司以货代业务为核心, 实现多业务协同发展 .....	9
图 11: 跨境多式联运外包情况 .....	9
图 12: 大宗矿产物流外包情况 .....	9
图 13: 智能仓储业务外包情况 .....	9
图 14: 公司以工程物流为抓手, 实现多板块协同发展 .....	11
图 15: 公司跨境多式联运 (项目工程物流) 业务流向 .....	12
图 16: 公司大宗矿产品物流业务流向 .....	12
图 17: 公司供应链业务流向 .....	14
图 18: 公司供应链业务综合流程 .....	14
图 19: 公司经营性现金流净额波动放大, 但是维持健康区间 .....	14
图 20: 公司核心仓库资产具备较强区位优势 .....	15
图 21: 公司投资路产位于刚果与赞比亚边境 .....	19
图 22: 项目具体地理位置 .....	20
图 23: 路产投资有望实现公司、矿业公司、当地政府的深度绑定及合作共赢 .....	21
图 24: 中国物流总费用占 GDP 比例通过减税降费已有下降 .....	22
图 25: 运输费用在物流总费用中占据大头 .....	22
图 26: 中国物流总费用增速与 GDP 增速对比 .....	22
图 27: 公路货运占据国内货运量大头 .....	22
表 1: 嘉友国际与其他快递物流上市公司的横向比较 (PB 为 2020.03.21 数据) .....	7
表 2: 公司运输业务以外包为主 .....	10
表 3: 公司软件著作权一览 .....	10
表 4: 嘉友国际工程项目物流业务部分典型案例 .....	12
表 5: 公司供应链外贸外采成本一览 (将主焦煤采购默认为“外包”处理后) .....	14
表 6: 收购铎奕达前公司仓储资源一览 .....	16
表 7: 公司非洲路产项目及投资额一览 .....	20
表 8: 近年我国推动多式联运发展的主要政策 .....	24
表 9: 公司主营业务收入预测 .....	25
表 10: 嘉友国际与物流行业优秀公司的横向比较 (截至 2020.03.20) .....	26
表 11: 嘉友国际与其他业绩高增长公司的纵向比较 .....	26

## 1. 嘉友国际：现金流良好的跨境多式联运服务商

### 1.1. 历史沿革

嘉友国际作为跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务的提供商，其前身嘉友有限公司于 2005 年成立，2006 年至 2012 年期间嘉友二连浩特出口货物海关监管场所、甘其毛都出口货物海关监管场所、甘其毛都进口煤炭海关监管场所先后正式投入使用。公司考虑到万利贸易所具备的边境口岸优势和客户优势，为进一步巩固物流业务市场地位，延伸产业链上下游，于 2015 年 4 月收购万利贸易 100% 股权，并于 12 月完成股份制改造。2018 年嘉友国际完成首次公开发行 A 股成功上市。

图 1：公司发展历史

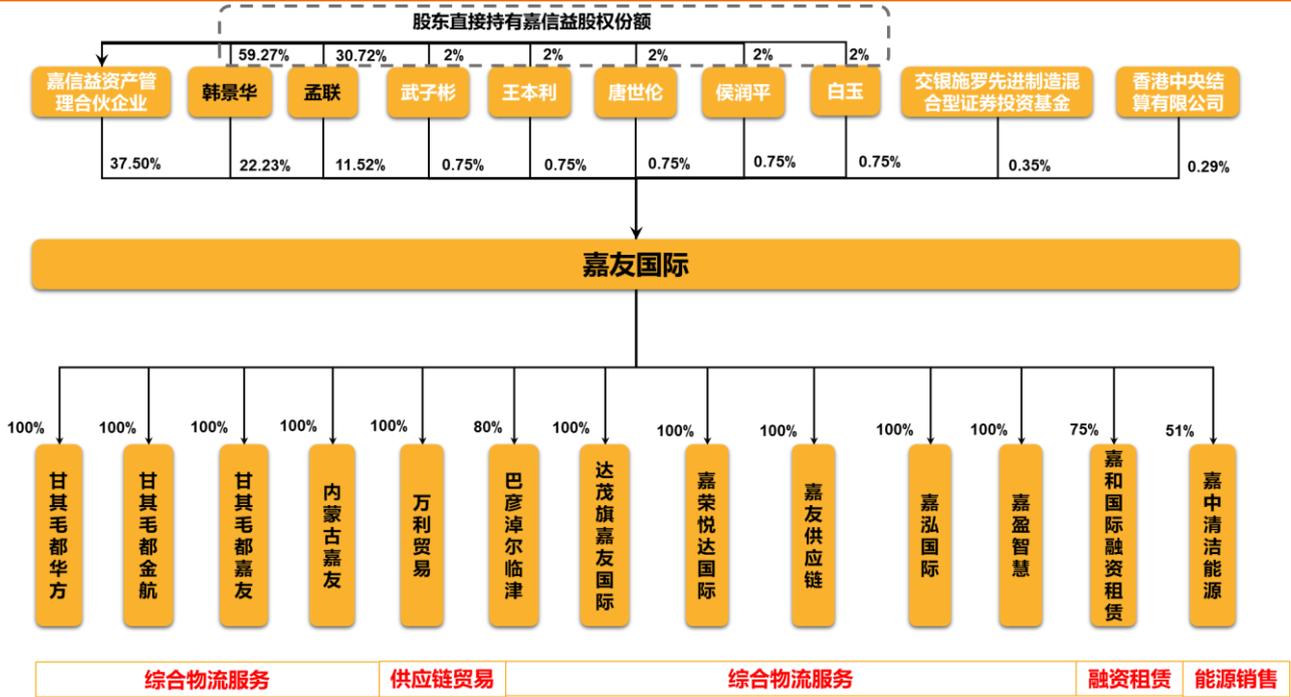


资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

### 1.2. 股权架构清晰

截止至 2019 年三季报，嘉友国际主要控股股东包括嘉信益资产管理合伙企业、韩景华、孟联，其中韩景华直接持有公司 22.23% 的股份，孟联直接持有公司 11.52% 的股份，同时韩景华和孟联通过嘉信益间接持有公司 33.75% 的股份，为公司实行共同控制人和一致行动人。截止至 2019 年三季报，公司现有流通股 3920 万股，占公司总股本 25%。2019 年 1 月，基于对公司未来发展的信心，公司股东自愿延长限售股锁定期三十六个月，下轮解禁日期在 2021 年 2 月。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 主营业务模式介绍

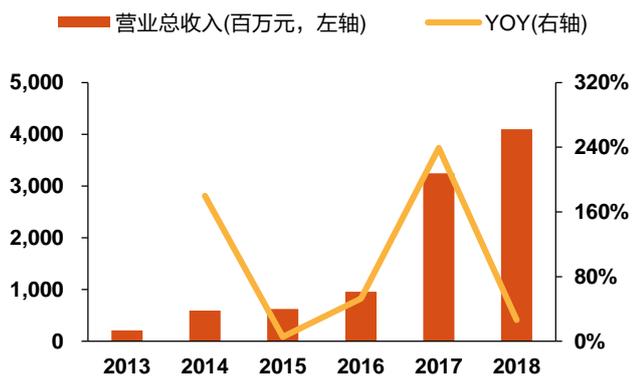
嘉友国际通过整合海陆空铁运输、海关公用保税及海关监管场所的仓储分拨、报关、报检、物流综合单证服务等各个环节，为客户的个性化需求，制定定制化的跨境综合物流解决方案。其业务网络遍及亚洲、非洲、欧洲、北美等六十多个国家和地区，其中中国、蒙古、中亚及非洲地区是公司长期开展业务的重点区域。

公司主营业务主要分为包括跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储等跨境多式联运综合物流服务板块和供应链贸易服务板块：

- 1) **跨境多式联运业务**：包括工程项目物流和非工程项目物流。其中工程项目物流主要以大型工程设备设施为服务对象，为客户提供自产地提货到境外安装点卸货的一站式服务。
- 2) **大宗矿产品物流**：公司凭借甘其毛都、二连浩特等海关共用型保税仓库、海关监管场所等设施，提供自矿山到终端用户的大宗产品多式联运物流服务。
- 3) **智能仓储**：运用自主研发的仓储管理系统等实现智能仓储增值服务。
- 4) **供应链贸易服务**：以自身名义购入商品，中间赚取商品差价，最终将商品销售给境内购买商的综合物流服务的延伸。

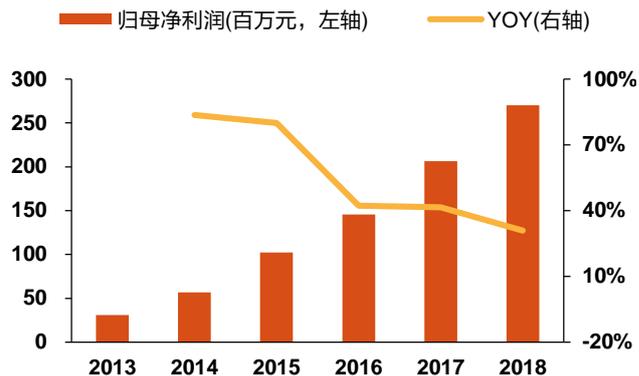
受益于国家“一带一路”战略及蒙古 OT 矿、柏莎库铜矿、阿克陶盖铜矿等项目产能的持续放量，2018 年，公司实现营业收入 41.0 亿元，同比增加 26.40%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比增加 30.94%。嘉友国际近期发布 2019 年年度业绩预增公告，预计 2019 年实现归母净利润 3.29 亿元到 3.56 亿元，同比增加 22%到 32%。

图 3：嘉友国际营业收入及增速



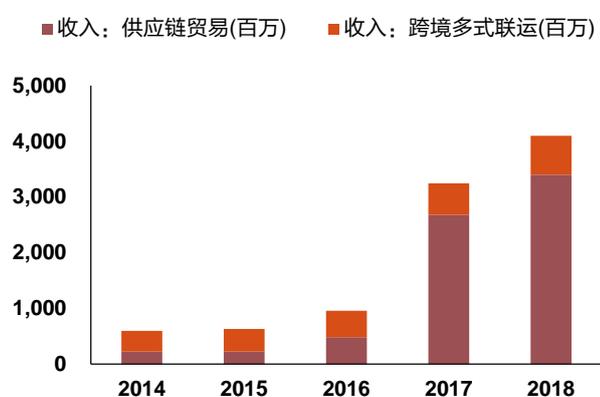
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：嘉友国际归母净利润及增速



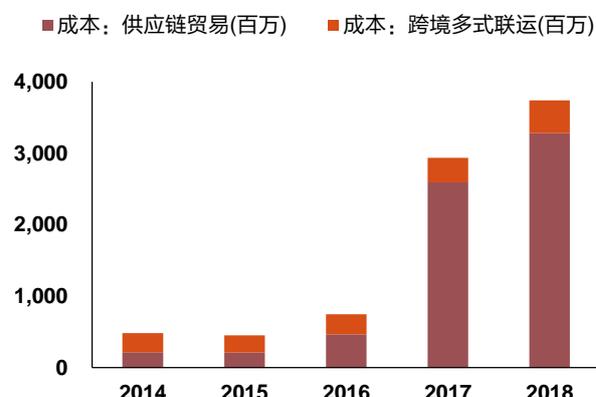
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：嘉友国际分板块收入占比拆分



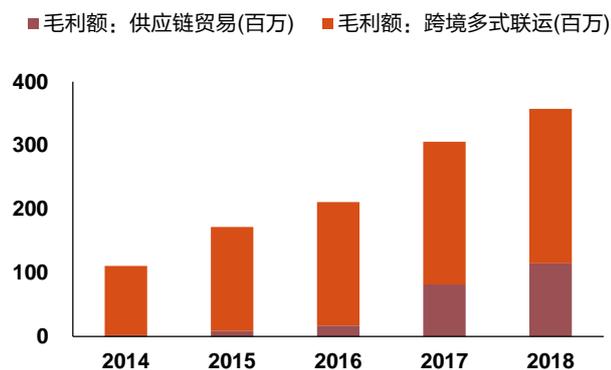
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：嘉友国际分板块成本占比拆分



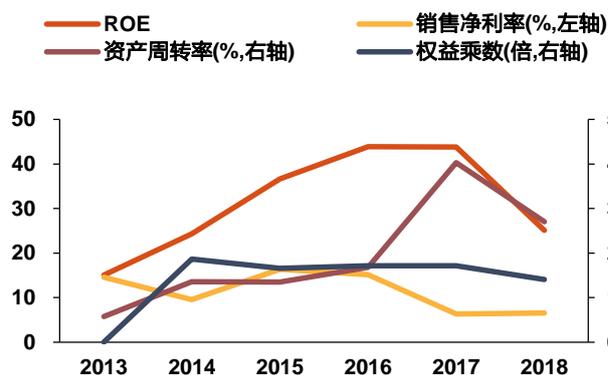
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：嘉友国际分板块毛利额占比拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：嘉友国际 ROE 及杜邦拆解

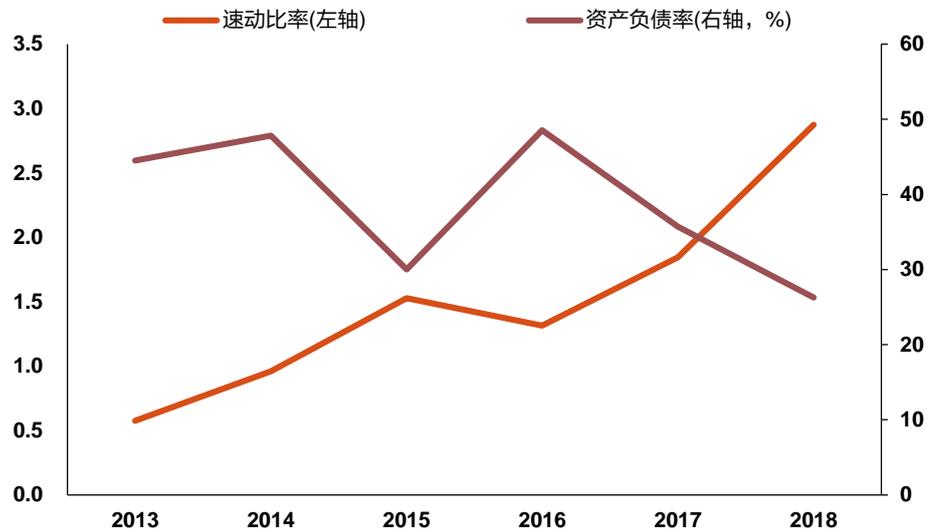


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司财务状况良好，2013-2017 年 ROE 维持稳步增长（2018 年 ROE 同比下降主要系并表后流动资产增加导致的资产周转率降低及供应链业务规模增加带来的净利率下降）。横向比较货运物流行业内的龙头公司，嘉友国际 ROE 处于相对较高水平。进一步拆分看，公司

拥有较高的销售净利率和资产周转率，截止至 2019 年第三季度，销售净利率和资产周转率分别为 8.99% 和 1.35 次。公司主要采用轻资产运营模式，其中供应链服务板块中部分物流服务外包，从而降低领域内大量固定资产投入。公司能够在现有市场条件下快速整合资源，利用在蒙古边境等口岸的品牌优势，在销售方面拥有一定的谈判权和定价权。此外，公司资产负债率不高（24.74%），在手现金充裕，且速动比率为 2.98，短期变现偿债能力较强，有利于实现企业扩张和发展。

图 9：嘉友国际近年速动比率、资产负债率



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：嘉友国际与其他快递物流上市公司的横向比较（PB 为 2020.03.21 数据）

序号	代码	证券简称	2019H1 公司 ROE (%) (扣非摊薄口径)	PB (LF)
1	603871.SH	嘉友国际	9.51	2.31
2	002120.SZ	韵达股份	9.83	4.54
3	002468.SZ	申通快递	9.14	2.82
4	600233.SH	圆通速递	6.90	2.59
5	002352.SZ	顺丰控股	6.07	5.03
6	603713.SH	密尔克卫	6.83	5.60
7	603967.SH	中创物流	4.23	2.00
8	600704.SH	物产中大	5.44	0.83

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 从建立到开拓再到自我证实，嘉友商业模式静待花开

嘉友国际的主营业务分为两大类，分别为跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务，但是公司的供应链服务实质上受商品价格波动的影响较小，收益主要来源于为客户提供运输服务，相对较为稳定，因此公司可以被理解为是纯正的运输服务平台公司。

## 2.1. 建立：发挥地域及先发优势，构建中蒙业务护城河

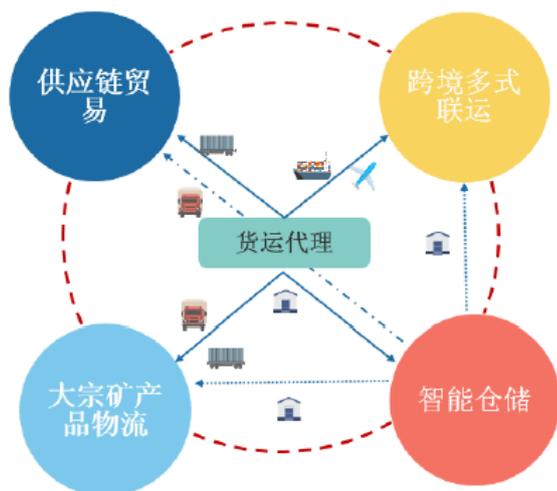
### 2.1.1. 发挥资源整合核心竞争力，实现多板块联动发展的轻资产运营模式

资源整合能力为公司跨境多式联运业务的护城河，运力合理、灵活配置打造核心竞争优势。公司的跨境多式联运业务可以分为国际工程项目物流、大宗矿产物流及智能仓储业务，分别对应物流的去程运输、回程运输及海关中转存储需求，**三块业务密不可分，有序的资源整合使得公司在业务开展上实现了“重去重回”，有效避免了物流行业回程货物不足导致空放成本偏高的问题，大幅提升了跨境物流的效率并改善其盈利质量。**正因如此，公司对货物运输企业具备了较强的议价权，在自有资源不能满足业务需要、自营成本大于外包成本且不能保证服务质量、相关线路难以覆盖或不具备优势时，则委托外包对象完成第三方物流服务中的运输、报关、装卸等业务，从而实现运力的合理、灵活配置，跳出了自有运力（固定资产）的限制，为客户实现运输方案最优解。

三大运输业务外采成本分别占据各自营业成本 81%、98%、56%（2017 年 1-6 月数据），绝大部分运输相关的服务实现外包，奠定了以货代业务为核心、延展性较强、联动发展的轻资产运营模式。根据公司招股说明书的信息披露，跨境多式联运业务（国际工程物流）中部分境内运输、代理、口岸、装卸服务为公司自主完成，其余部分境内和全部境外运输、代理、口岸、装卸服务主要通过向第三方外包采购完成；大宗矿产品业务中部分代理、口岸、装卸服务为公司自主完成，全部运输服务和其余部分代理、口岸、装卸服务主要通过向第三方外包采购完成；智能仓储业务中部分装卸服务为外包第三方完成。不难发现，运输相关的部分中公司自主完成的仅为小部分，这样一来，公司无需向普遍的物流公司一般购置大量固定资产，而是集中资源把握核心节点。

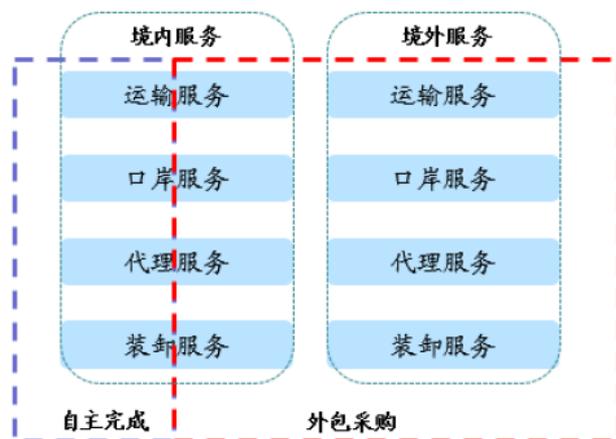
高瞻远瞩建立信息化管理优势，实现业务数据的统一化、规范化、便捷化，降低运营成本，减少了人为操作失误，提高了工作效率。经过多年的开发运用和持续创新，公司已经完善形成了报关管理系统、集装箱管理信息系统、智能卡口管理信息系统等 10 项软件著作权，既最大程度地满足了客户对物流服务准确性、安全性和及时性的要求，又实现了公司低成本和高效率运营，覆盖了公司在全国范围内的订单承接、运作、结算，提高了对客户的服务接待处理速度，充分实现了各部门之间数据及时同步，解决了因业务量大而产生的数据信息共享矛盾。

图 10：公司以货代业务为核心，实现多业务协同发展



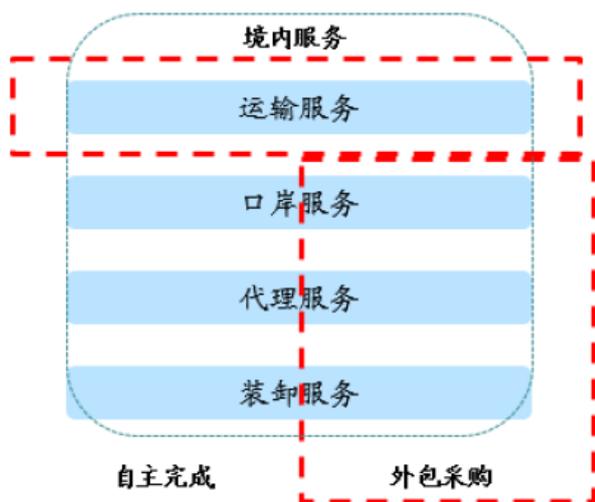
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：跨境多式联运外包情况



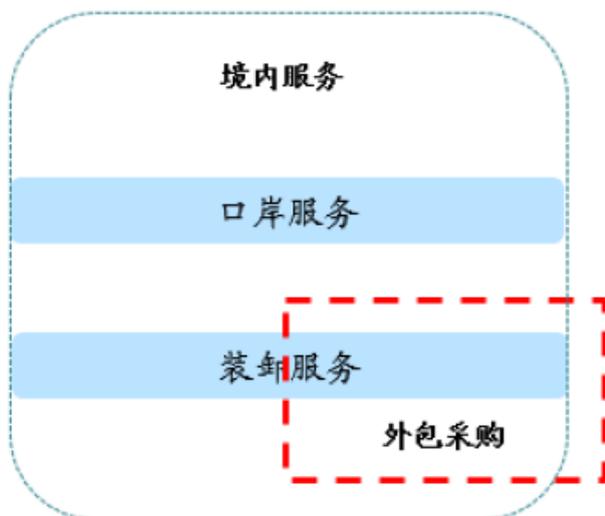
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：大宗矿产物流外包情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：智能仓储业务外包情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 2：公司运输业务以外包为主

单位：万元，%	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
<b>跨境多式联运业务</b>								
运输费	3650.2	70	5543.14	67.31	7151.62	72.81	10068.62	78.46
口岸费	264.7	5.08	614.72	7.46	484.66	4.93	396.11	3.09
代理费	275.4	5.28	237.87	2.89	196.25	2	417.61	3.25
装卸费	27.03	0.52	62.17	0.75	77.39	0.79	68.84	0.54
<b>外包成本总计：</b>	<b>4217.33</b>	<b>80.88</b>	<b>6457.9</b>	<b>78.41</b>	<b>7909.92</b>	<b>80.53</b>	<b>10951.18</b>	<b>85.34</b>
<b>大宗矿产品物流业务</b>								
运输费	13065.59	92.45	15005.03	88.42	10341.8	87.87	9186.29	89.11
口岸费	161.33	1.14	213.96	1.26	157.25	1.34	46.25	0.45
代理费	76.9	0.54	20.71	0.12	52.36	0.44	29.38	0.29
装卸费	526.09	3.72	1097.75	6.47	863.07	7.33	83.78	0.81
<b>外包成本总计：</b>	<b>13829.91</b>	<b>97.85</b>	<b>16337.45</b>	<b>96.27</b>	<b>11414.48</b>	<b>96.98</b>	<b>9345.7</b>	<b>90.66</b>
<b>智能仓储业务</b>								
口岸费	416.14	46.97	1725.81	58.77	1400.6	52.43	1169.8	35.24
装卸费	84.2	9.5	509.9	17.36	467.05	17.48	602.56	18.15
<b>外包成本总计：</b>	<b>500.34</b>	<b>56.47</b>	<b>2235.71</b>	<b>76.13</b>	<b>1867.6</b>	<b>69.91</b>	<b>1772.3</b>	<b>53.39</b>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：公司软件著作权一览

序号	著作权名称
1	嘉友国际报关管理系统 V1.0
2	嘉友国际集装箱管理信息系统 V1.0
3	嘉友国际智能卡口管理信息系统 V1.0
4	嘉友国际智能仓库管理信息系统 V2.0
5	嘉友国际 车载信息处理系统 V1.0
6	嘉友国际客户数据管理信息系统 V1.0
7	嘉友国际询价报价管理系统
8	嘉友国际物流货代管理系统 V1.0
9	嘉友国际物流货代查询记录系统 V1.0
10	嘉友国际 RFID 管理系统 V1.0

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.2. 工程项目物流为切入点培育客户黏性，矿产品物流扩大运输业务规模

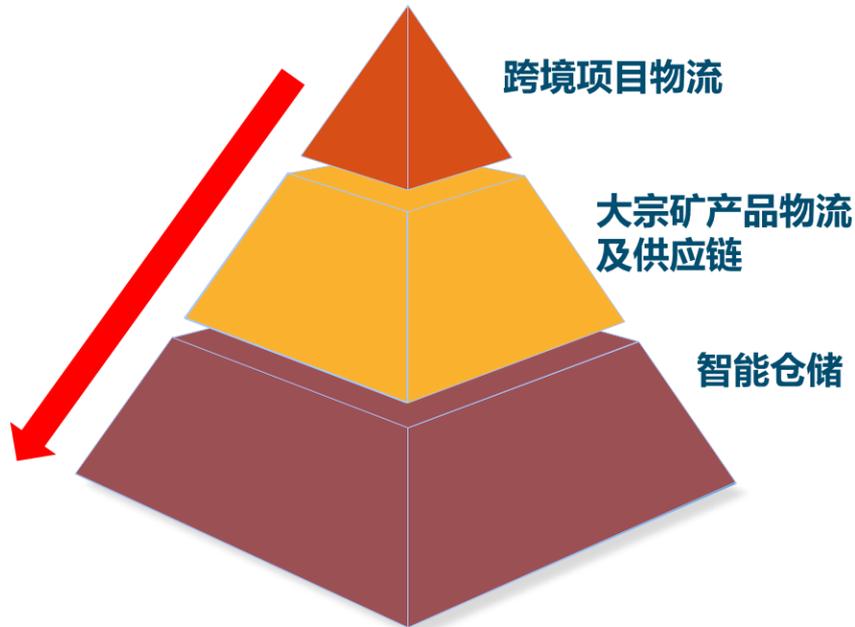
不同于一般物流，工程项目物流具有针对性和专属性，风险和复杂程度较高等特点，客户对口碑、资质的重视程度更高，供应商的议价能力更强。物流行业整体的盈利能力较为一般，最核心的原因在于壁垒较低、同质化现象较为严重，行业供给对需求的响应能力较强，最终导致议价权较弱。但是我们认为物流运输行业运价受运输货种的影响较为明显，其中高风险运输的议价能力更强，典型如危化品运输的运价更高；高难度运输的运价亦将更高，主要来自于供过于求的状况较普货运输稍好；高货值货品的运输具备更高的运价弹性和空间，主要因为运费占货值的比例较小，客户对运费的敏感性较低，典型代表如航运行业。工程项目物流主要以基础建设、能源建设、环保技术改造等大型工程设备设施为服务对象，从嘉友国际过往的运输的典型货品来看，多为非常规尺寸的高价值货品，如矿业浮选塔、

电力变压器、电气控制室、核放射材料等，在运输上风险、难度、货值上均超过了普通货物，客户在选择物流供应商时亦将更为谨慎，对资质、口碑等软标准的重视程度可能更高，老牌优质供应商在议价能力上的优势更为明显。

**乘政策之风，挖掘一带一路红利的同时完成专业团队和品牌优势的打造。**2014年10月，国务院《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》指出，按照建设丝绸之路经济带、海上丝绸之路、长江经济带等重大战略规划要求，加快推进重点物流区域和联通国际国内的物流通道建设，积极发展具有特色优势的农产品、矿产品等大宗商品物流产业。一带一路国家中不乏具备较为丰富自然资源，但是经济较为落后的国家，要促进这类国家的经济增长，基础建设和能源建设是最为直接的“造血”方式，从而催生出了持续增长的工程项目物流需求。随着一系列支持“一带一路”经济发展政策的出台和固定资产投资规模的逐年扩大，公司已培养出一批物流行业高素质、熟练掌握多语言的业务团队和相关专业技术人才，积累了丰富的实践经验和数据优势，与蒙古ENERGY RESOURCES LLC、OYU TOLGOI LLC、KAZ MINERALS等国际矿业公司、SUMITOMO等机械公司建立了良好的合作关系。

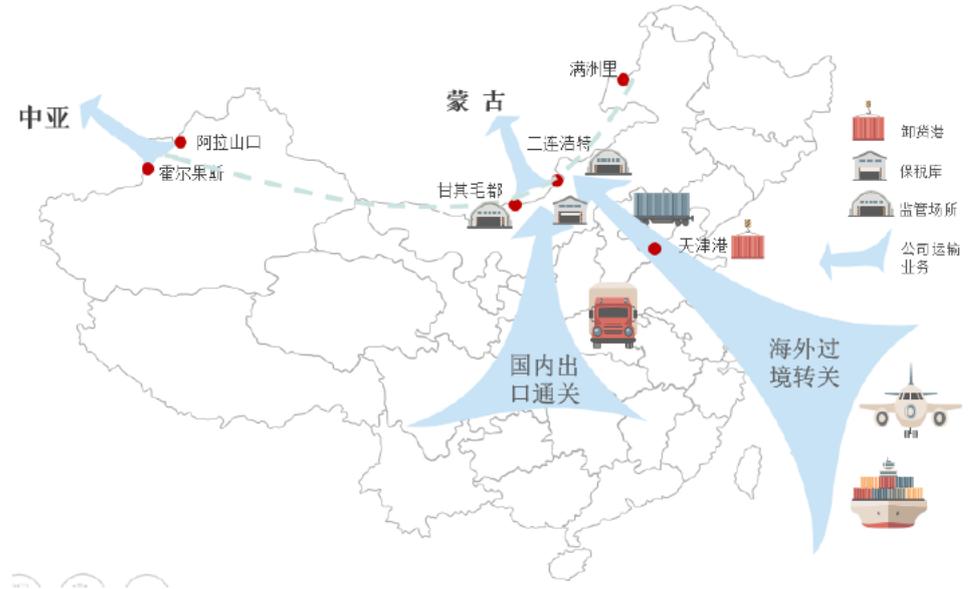
**拾级而上开拓客户，加大矿产品物流业务规模，相辅相成打开成长空间。**由于公司与蒙古ENERGY RESOURCES LLC、OYU TOLGOI LLC、KAZ MINERALS等公司具有良好的业务关系，而这些公司的下游客户多为矿业加工企业，公司凭借优秀的业务能力和品牌效应顺势提升其矿产品物流业务，近年连续中标紫金铜业、中原黄金、云南铜业、江西铜业等境内国有企业的运输合同，一方面由于矿业物流主要流向为境外-境内，而工程物流主要流向为境内-境外，双向货源的掌握给予了嘉友对运输供应商更强的议价能力；另一方面，进入国有矿业公司的物流供应商名单为后续进一步在工程物流业务的拓展上打下基础，打开了成长空间。

图 14：公司以工程物流为抓手，实现多板块协同发展



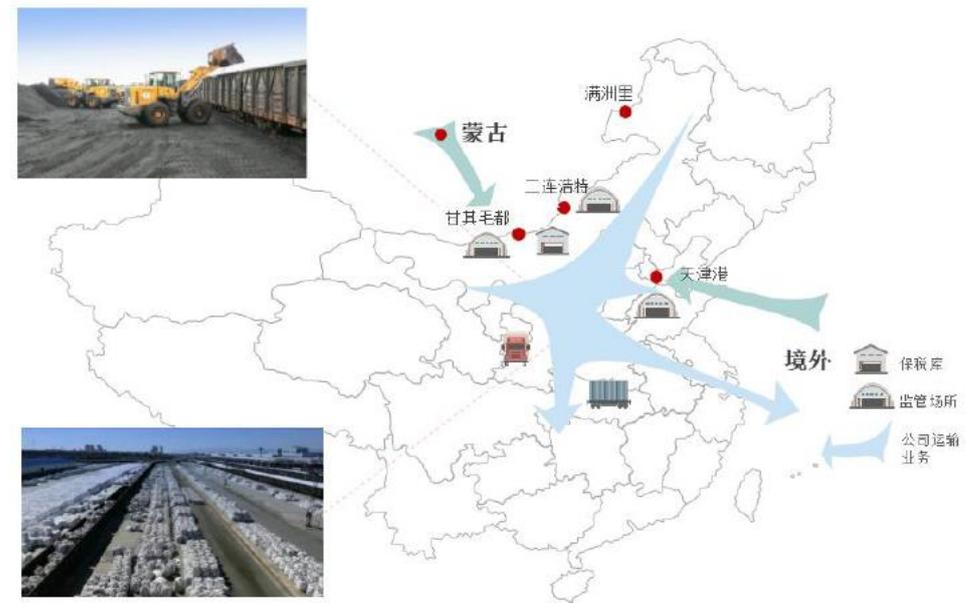
资料来源：天风证券研究所

图 15：公司跨境多式联运（项目工程物流）业务流向



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：公司大宗矿产品物流业务流向



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 4：嘉友国际工程项目物流业务部分典型案例

承运标的	规格 (长*宽*高/吨)	特点	承运工具
<b>矿业项目</b>			
浮选塔	15.6m*6.5m*6.8m/47	超高、超宽、重心高，全程排障点多且复杂	全液压 9 轴线车
核放射材料	共 36 个木箱 21 吨	特种危险品，安全要求极高	空运包机
<b>电力项目</b>			
变压器	8.84m × 3.32 m × 4.5m/121	超重、超高，运距长、节点多，稳定性要求高	液压轴线加超低连接板
电气控制室	14.8m × 3.2m × 3.4m/45	运距长、节点多，安全和稳定性要求高	气垫减震车
定子	12.5m × 4.4m × 5.08m/89	超高、超重，排障点多且复杂	特种夹板车

发电机	13.72 × 3.7 × 3.7/60	运距超长，路况复杂，安全和稳定性要求高	液压轴线车
特种电缆车	14.2m × 3.71m × 4.72m/ 49	超高	40 厘米超低平板车
<b>城建项目</b>			
大宗整船散货	美国进口高密度聚乙烯管	监管运输、货量大，理货复杂、 装载加固要求高	/
超长桥架	1.46m × 2.93m × 2.62m	超长，境外路况恶劣，安全要求高	跑车
特种定制活动房	16.28m × 3.15m × 3.42/18.13	内有精密仪器，境外运输路况较为恶劣	特种减震车
移动实验室	14.4m × 3.6m × 3.5m/16.45	内有精密仪器，境外运输路况较为恶劣	特种减震车
浮桥底座	4.73m × 4.32m × 3.64m/32.89	超宽、超高、超重	重型低平板

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.3. “名”为供应链贸易业务，“实”为运输业务的延伸

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸，通过贸易的形式，为客户提供供应链管理服  
务，利润仍来源于运输服务。区别于传统贸易经营模式，公司所从事的供应链贸易业务是  
根据供应商要求提供市场整体交易信息、客户价格反馈、物流方案、仓储、结算等服务，  
以自身名义购入商品最终将商品销售给境内购买商。公司供应链贸易业务的定价原则是在  
贸易采购成本的基础上，按照交易量和提供的物流收取一定比例的费用。

由于收入囊括商品价值，业务拉低了公司毛利率，但是对营运资金占用的情况并不明显，  
公司仍维持健康的经营性现金流。自 2017 年公司扩大供应链贸易业务规模以来，公司整  
体毛利率及净利率出现了较为明显的下滑，公司的经营性现金流净额亦较此前波动更为剧  
烈，但是由于业务的盈利仍为以运输量为核心的运输服务，且经营性现金流处于健康合理  
区间，我们认为这一项目拖累了公司的 ROE 及净利率数据，但是并未对公司经营、盈利质  
量造成影响，无需过分担忧账面数据的下滑。

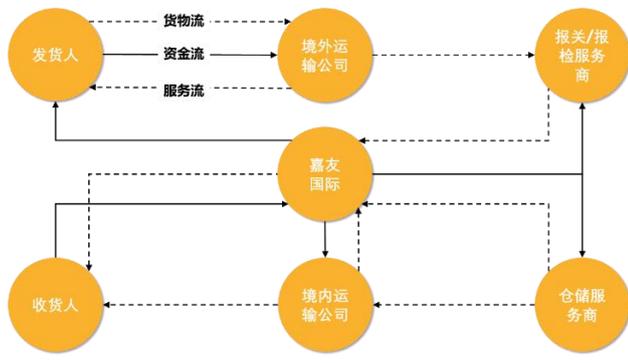
与神华签署长期合同，供应链业务有望稳中有升。公司于 2018 年 4 月 11 日与神华内蒙古  
煤焦化有限责任公司、蒙古国矿业公司三方签署《国际矿能产品跨境供应链业务合作框架  
协议》，合同期限为 5+5，将在未来 5 年内每年度供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦  
煤产品，公司预计该合同每年为公司带来 1.01 亿元毛利，此外，公司客户多为国有企业，  
发生违约风险的概率相对较低，我们有理由相信随着公司业务的发展以及蒙古国矿业的推  
进，公司供应链业务有望稳中有升，维持健康增长。

图 17：公司供应链业务流向



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：公司供应链业务综合流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19：公司经营性现金流净额波动放大，但是维持健康区间



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 5：公司供应链外贸外采成本一览（将主焦煤采购默认为“外包”处理后）

单位：万元，%	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主焦煤采购费用	100107.83	93.63	40908.29	88.09	18026.86	84.93	17787.99	81.59
运输费	4080.75	3.82	3947.86	8.50	2572.00	12.12	3246.19	14.89
口岸费	1448.03	1.35	914.24	1.97	363.91	1.72	511.71	2.35
代理费	7.75	0.01	3.19	0.01	1.00	/	2.41	0.01
装卸费	440.46	0.41	252.19	0.54	174.72	0.82	164.07	0.75
外包成本总计：	106084.82	<b>99.22</b>	46025.77	<b>99.11</b>	21138.49	<b>99.59</b>	21712.37	<b>99.59</b>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 2.1.4. 轻中有重，集中资源卡位关键节点核心仓储资产

凭借公司资源整合能力及丰富的经验，公司在运输业务上实现了轻资产的模式，从而具备了集中自有资源把握关键节点核心资源的余力，目前公司的固定资产主要集中于毛利相对较高、风险相对较低的仓储环节，我们认为公司的做法明智可取，主要表现于两方面：

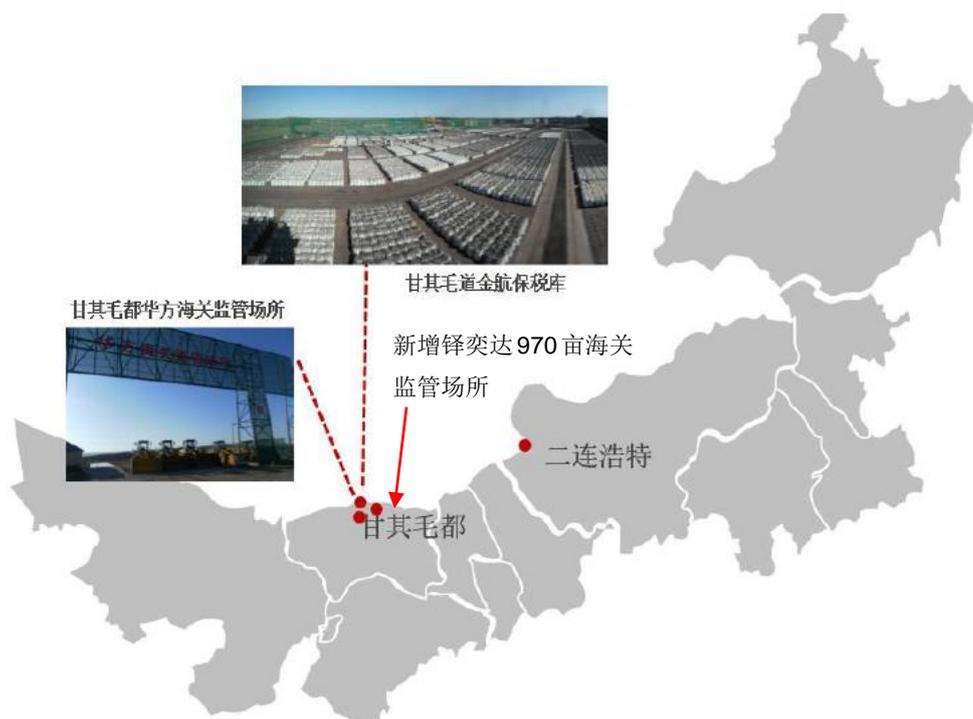
##### 1. 资产质量具备优势：口岸是国家指定的对外来往的门户，是国际货物运输的枢纽，同时

也是对外经贸、政治、外交、科技、文化旅游等来往的窗口，在两国进行进出口贸易时，海关的监管必不可少，又因为海关无法对所有的货物做到即时查验，货物在通关时大概率需作一定时间的停留，海关监管场所、仓库的需求应运而生。由于进出口贸易本质上为商品的买卖，买卖双方对其时效性均会具备一定的要求，因此海关仓库往往具备高周转的特点，而由于海关监管仓库的稀缺性及必要性，其在定价上也具备较强的议价权。公司依托于其内蒙古物流上市公司的区位优势及先发优势，已在甘其毛都、二连浩特地区建立了保税库和监管场所，同时在巴彦淖尔市建立保税物流中心，实现了核心资产的布局。

**2.发挥自身区位优势，率先完成布局：**内蒙古横跨东北、华北、西北，毗邻八省区，与俄罗斯、蒙古国交界，边境线长达 4,200 多公里，独特的区位优势，决定了内蒙古在“一带一路”的四条线路之一的中俄蒙经济带中地位举足轻重、不可替代。公司布局的节点更是重中之重，甘其毛都口岸毗邻蒙古国南端资源丰富的南戈壁省，南戈壁省已探明煤炭储量为 530 亿吨，其中距甘其毛都口岸仅 180 公里的塔本陶勒盖煤矿（TT 矿）储量 64 亿吨；距甘其毛都口岸仅 80 公里的奥云陶勒盖铜矿（OT 矿）已探明铜储量 3,600 万吨，金储量 1,300 吨，随着其奥云陶勒盖二期投资项目启动，总投资将达 50 多亿美元，可见甘其毛都口岸贸易量有望继续维持高速增长，核心资产价值有望随贸易量增长而得到放大。

**募集资金建设巴彦淖尔保税物流中心(B 型)、收购内蒙古铎奕达矿业有限公司 100%股权，持续加码核心节点布局。**公司上市的主要募投项目之一则为巴彦淖尔保税物流中心，可提供进出口货物保税仓储、转厂服务、转口贸易、国际配送、集装箱等物流相关服务，进一步拓展公司主营业务的核心领域，但是为加强土地集约利用，规划仓储面积有所减小。为弥补这一缺失，公司近期 2.8 亿元收购铎奕达的 100%股权，标的拥有的 970 亩海关监管场所在甘其毛都口岸是最大的海关监管仓储用地，2018 年、2019 年分别入库煤炭 524.31 万吨和 699.54 万吨，实现 35.5、39.5 百万元净利润，我们认为此举有望更好发挥公司在甘其毛都口岸与 B 保项目联动的物流资源共享、物流业务协同，对公司的盈利质量及规模均具备正向拉动作用。

图 20：公司核心仓库资产具备较强区位优势



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

表 6: 收购铎奕达前公司仓储资源一览

序号	用途	场所	所属公司	地区	面积(平方米)
1	智能仓储业务	保税库	甘其毛都金航	甘其毛都	169849.00
2			甘其毛都华方		359716.90
3	其他物流业务环节	海关监管场所	甘其毛都嘉友		46681.88
4					21673.00
5			37813.92		
6			内蒙古嘉友	二连浩特市	78000.00
合计					713734.70

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

## 2.2. 开拓: 搭上中欧班列快车, 冷链物流或成下一看点

### 2.2.1. 延续卡位关键节点仓库策略, 农产品或为下一亮点

2019 年 3 月, 公司发布公告与可克达拉市恒信物流集团有限公司共同出资设立嘉友恒信国际物流设立控股子公司嘉友恒信国际物流(新疆)有限公司, 公司实缴 6000 万元, 占比 60%, 切入霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运综合物流业务。

**新项目仍始于关键节点的核心仓储资产布局**, 项目建设地点为霍尔果斯经济开发区兵团分区, 项目占地 248 亩左右, 建设年限自 2019 年 4 月至 2020 年 3 月, 建设期为 12 个月。项目建设主要内容为: 拟建海关监管场所: 封闭一般库 12000 平米、多功能保温库 2000 平米、保鲜及冷藏库 4000 平米、业务用房 3000 平米, 以及其他道路、停车场、硬化场地、绿化、室外管网等配套设施。除去嘉友过去熟悉的矿业相关品类, **我们发现多功能保温库及保鲜冷藏库的建设面积将达 6000 平米, 占据整个投资库区近三成, 这一举措或意味着嘉友国际正在对冷链物流业务进行布局, 而冷链物流与工程物流一样具备运输难度高的特征, 有望成为公司又一核心竞争力。**

### 2.2.2. 中亚五国与我国互补效应良好, 工程物流与冷链物流有望协同发展

中亚五国具有丰富的农业自然资源, 与我国有较好的互补互利性, 具备较大贸易增长潜力。农业是中亚五国的传统主导产业之一, 一方面与其自然资源条件适宜农业生产有关, 另一方面在前苏联时期的地区分工中, 中亚国家主要以农业、矿产和石油资源开采加工业为主, 形成了较为简单的产业结构。就农产品贸易来讲, 中亚五国在粮食和棉花等土地密集型产品上具有出口比较优势, 但对以农产品为原料的加工食品等劳动和资本集约型产品的进口需求较大, 根据比较优势原理, 我国和中亚五国贸易互补性很强, 为双边贸易的增长潜力打下空间。

**农业机械渗透率偏低, 工程、冷链业务有望协同发展, 实现矿机、农机去, 矿产、农产品回的正向循环。**中亚五国农业生产技术相对落后, 生产经营粗放, 生产的现代化水平偏低。以农业的机械化程度为例, 中亚五国 2002 年的农业不动产资产构成中, 农机所占的比重分别为: 哈萨克斯坦 3%, 吉尔吉斯斯坦 8%, 塔吉克斯坦 3%, 土库曼斯坦 3%, 乌兹别

克斯坦 4%。2003-2014 年间中国对中亚农机产品的出口贸易额以 20.23% 的年均增长率快速上升，但是当地机械化水平仍偏低。结合近年国内农机市场表现较为疲软，我们认为农机的应用将大幅提升农业效率，为中亚五国农产品的出口量打下基础，而继续加大出口是消化国内农机产能的一大出路，双方达到互惠互利、各取所需。嘉友国际本就在机械运输方面积累了丰富经验，对霍尔果斯口岸的投资有望充分发挥这一优势，做到双边货源的把握。

**如果成功完成核心竞争力的开拓，嘉友有望实现中蒙物流开拓历程的复制，运输业务扩容可期。**类比公司在中蒙跨境物流领域的经验，在把握了核心的工程项目物流后，顺利通过大宗矿产品物流、供应链贸易业务实现了供给业绩的升级，如公司可以开拓冷链物流为自身核心竞争力，我们有理由相信公司的模式有望得以复制，成功切入农产品、食品等领域国有企业的供应商名单，相关业务有望成为公司下阶段增长的又一亮点。

### 2.2.3. 中欧班列正处高速发展阶段，成本端有望实现稳定可控

**2019 中欧班列开行数量高增长，2020 年有望延续这一趋势。**2019 年，我国中欧班列共开行 8225 列，同比增长 29.5%，发送 72.5 万标箱，同比增长 34%。截至 20 年 3 月 18 日，经阿拉山口岸出境中欧班列 353 列，同比增长 31.7%，经霍尔果斯口岸出境中欧班列 512 列，同比增长 5.4%，在受到疫情影响的情况下仍维持较为显著的增长。从数据可得，霍尔果斯口岸为我国中欧班列的主要出入口之一，当前的运输班次已经达到 24 小时顺利通关，近期从霍尔果斯口岸出境的班列已达 11 列/天，可见运力较为充足且仍在持续增长。

**嘉友与国内铁路公司建立了良好的合作关系，成本端有望实现稳定。**从嘉友国际过往的成本费用看，铁路运输占据了相当重要的一部分，与铁总建立了密切的长期合作关系，本次公司在霍尔果斯建立物流基地，有望搭上中欧班列高速增长的顺风车，我们有理由相信公司将会继续维持与铁总良好的关系，取得稳定价优的运力供给，为后期业绩释放打下基础。

## 2.3. 自我证实：非洲市场的探索逐步成型

### 2.3.1. 非洲整体经济较为落后，物流行业效率低下

**非洲矿产资源丰富，但经济较为落后，具备一带一路开拓及投资价值。**据商务部的统计，非洲铂和钷储量占世界 89%；锰矿和铬矿储量分别占世界 83% 和 91%；钻石储量占世界 60%；黄金、磷酸盐、钴储量皆占世界 50% 以上；铀、钽，铯、锆，石墨、矾土储量皆占世界 30% 以上；铁、铜、锌、铝土储量皆占世界 20% 以上；石油储量占世界近 12% 以上，从矿产的储量来看，非洲在全球的地位举足轻重，但是目前人均名义 GDP 仅为 1856.25 美元，经济仍较为落后，是我国一带一路政策的重点发展方向之一。

**运输成本可达商品成本三倍以上，物流行业亟需整合，短板主要体现在缺乏基础设施及服务商。**非洲物流的体验非常差，一方面基于非洲当地的物流配送基建还不是特别完善，很多已经本可以智能操作的环节还需要人为操作，时效性低；另一方面，当时融入非洲当地的第三方物流服务商很少，服务专业度弱。物流咨询公司 Knight Frank 发布的数据显示，运输成本占商品零售价格的 50%—75%，换言之，非洲跨境物流的运输成本可达商品成本的三倍以上，我们认为这已成为制约非洲经济增长的主要因素之一，正因如此，物流的整合

刻不容缓，这一土壤下亦有望诞生物流企业巨头。

### 2.3.2. 收购枫悦国际，取得人才及经验优势，实现布局加速

随着国有企业在非洲的投资项目日渐增多，公司通过外延对非洲跨境物流加速布局。2018年6月27日，公司公告以自有资金收购上海枫悦国际物流有限公司100%股权。枫悦国际长期从事中非跨境多式联运业务，在非洲市场具有稳定的客户和运输资源。双方约定标的公司2018-2020年的净利润分别不低于1050万元、1150万元和1300万元，三年累计净利润不低于3500万元。通过收购，可以更好地发挥枫悦国际管理团队所拥有的丰富中非跨境综合物流服务经验，为公司开拓非洲市场提供稳定的客户和运输资源。

### 2.3.3. 投资建设公路及口岸核心资产，实现多方利益绑定

**“要致富，先修路”，对外投资卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目。**2019H2，公司发布公告，审议通过了《关于对外投资卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目的议案》，同意公司投资、建设、运营刚果民主共和国（以下简称“刚果（金）”）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目（以下简称“本项目”），本项目预计总投资金额为2.29亿美元。随后，刚果（金）基础建设、公共工程和重建部授予公司公共服务特许权，特许权期限为25年。

**项目包含道路、海关监管场所等核心资产，项目投资回收期5.44年，财务内部收益率27%。**本次的项目包括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、2个现代停车场和1个生活区的融资、设计、建设、布置规划、扩建、维修、运营和保养。项目建设期为两年，预计项目投资回收期5.44年，财务内部收益率27%。据此计算，项目有望在2021年起贡献收益，届时有望增厚2021年净利润1亿元，2022年起有望增厚公司净利润2.95亿元。

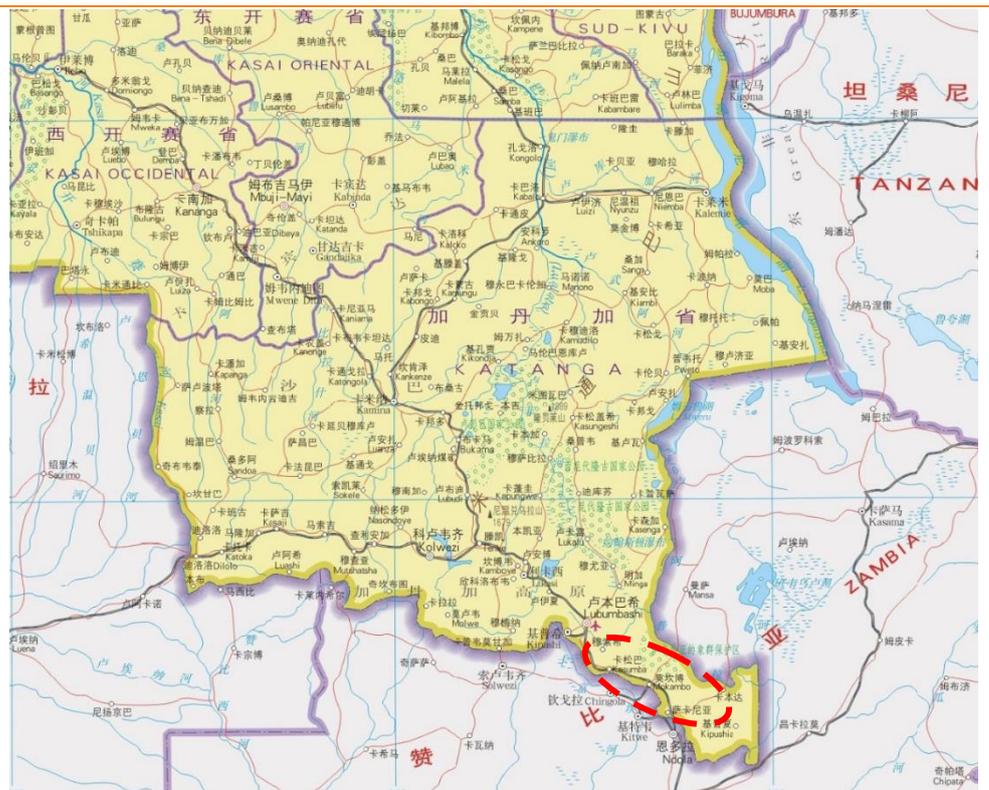
**绑定当地政府利益，项目推进大概率不会低于预期。**出于两方面的考虑，我们认为路产项目的推进将会较为顺利：其一，嘉友国际指定的实体将同刚果（金）政府设立合资公司运营本项目，在完全返还本项目投资总额以及本项目项下的利息前，合资公司的净利润应按以下方式进行分配：特许人：5%；上加丹加省政府：5%；特许权人：90%。在完全返还本项目投资总额以及本项目项下的利息后，合资公司的净利润应按以下方式进行分配：特许人：5%；上加丹加省政府：15%；特许权人：80%，对于非洲政府而言，项目的顺利推进意味着更早取得收益，对于嘉友而言，对当地政府的绑定有望降低项目推进及后续经营的风险，双边的绑定于情于理符合预期；其二，物流行业的发展对经济发展的拉动作用显著，也是当前发展的重中之重，在《2019年非洲经济展望》中，非洲开发银行指出，“落后的物流市场增加了交易成本，成为比关税和非关税因素更严重的贸易障碍”，当地政府对于路产的投产可能较上市公司更为急切。

**为矿业公司降低物流成本，有望加深双边合作力度。**科卢韦齐、卢本巴希为刚果（金）重要的铜钴矿区，储量和产量巨大，目前有中国央企、上市公司等多家企业以及部分外资在此区域有投资。刚果（金）南部铜矿带进出口货物只能通过公路运输方式进出。公路运输的主要瓶颈都在卡松巴莱萨口岸的通关能力。从2018年8月开始，持续攀升的货量已经造成了卡松巴莱萨的平均清关等候时间大幅上升，影响了物流运输效率。本项目的建设将改善南线运输条件，提高道路通行能力和海关的清关能力。SAKANIA 陆港距离坦赞铁路和南

部非洲铁路网的重要节点赞比亚第二大城市恩多拉仅 30 公里，可以实现公铁跨国多式联运的无缝对接，从而在运输成本和运力供给上获得极大的提升。

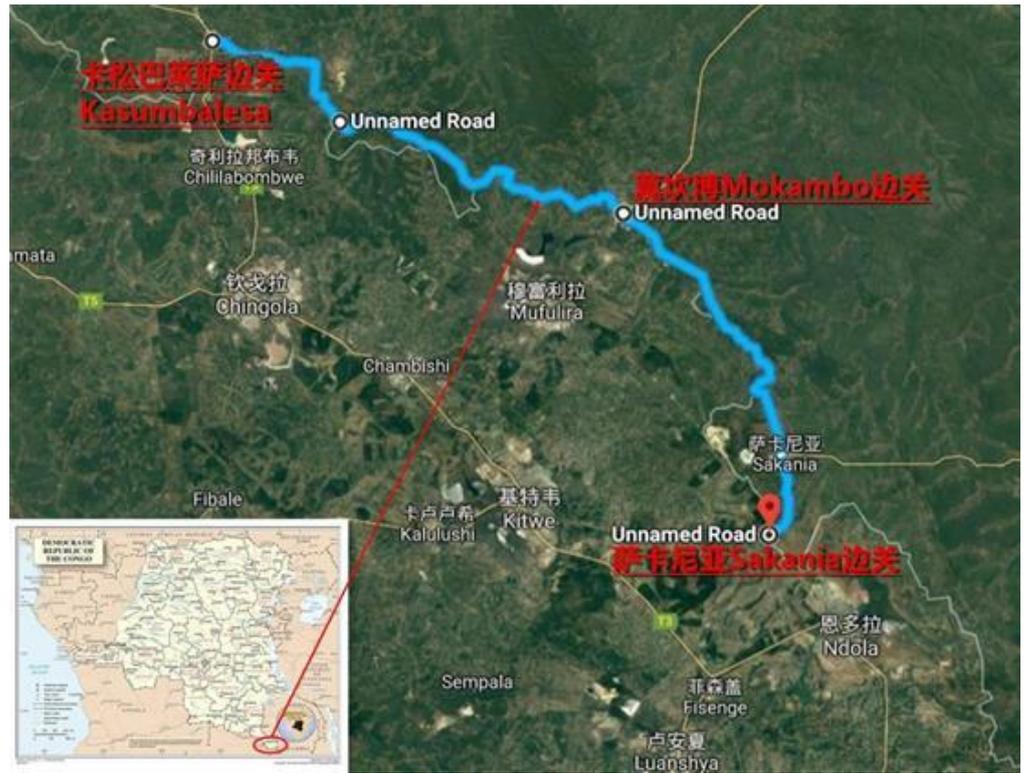
**可转债对公司投资价值的影响有限，无需过分忧虑。**2020 年 2 月 26 日，公司发布公告，拟发行总规模不超过 7.2 亿元的可转换公司债券，债券期限为 6 年，根据《关于公开发行可转换公司债券摊薄即期回报的影响及填补措施的公告》的数据，假设 2020 年 12 月底全部选择转股，转股价格假定为 32.34 元/股，转股数量为 2,227.46 万股，公司股本数量将增长 14%，对应对公司 EPS 的摊薄效应接近 12.5%，但是考虑到公司正处扩张阶段、全部转股的概率较低且 2021 年起路产亦将贡献 1 亿元的净利润，我们认为公司 EPS 仍将保有较为温和的增长势头。

图 21：公司投资路产位于刚果与赞比亚边境



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：项目具体地理位置



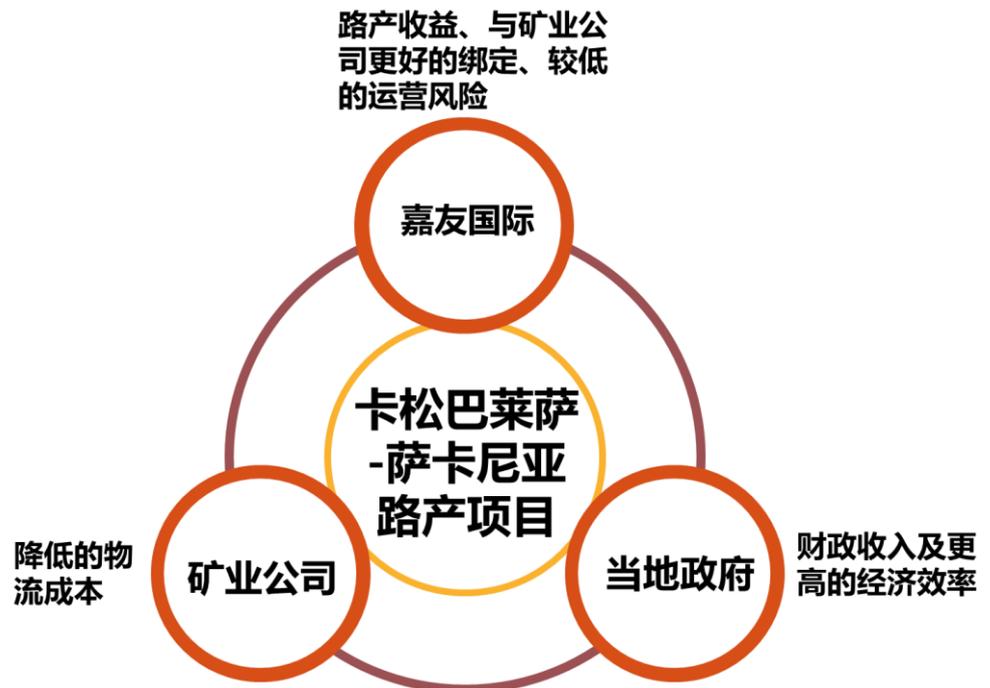
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：公司非洲路产项目及投资额一览

序号	项目内容	投资金额（万美元）
1	<b>前期费用</b>	<b>670.00</b>
1.1	项目可研、设计、规划、律师、税务咨询	315.00
1.2	施工准备、拆迁、生活、办公设施	355.00
2	<b>卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路升级改造项目</b>	<b>13,294.36</b>
2.1	公路升级改造	13,094.36
2.2	四个收费站	200.00
3	<b>萨卡尼亚陆港升级改造项目</b>	<b>8,255.00</b>
3.1	萨卡尼亚边界口岸建设	395.00
3.2	莫坎博边界口岸建设	270.00
3.3	两座停车场	4,250.00
3.4	萨卡尼亚陆港	3,340.00
4	<b>监理、管理费用以及预备费用</b>	<b>685.00</b>
	<b>合计</b>	<b>22,904.36</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：路产投资有望实现公司、矿业公司、当地政府的深度绑定及合作共赢



资料来源：天风证券研究所

### 3. 自上而下看，物流降费仍在发力，多式联运有望维持高增

#### 3.1. 物流降费持续推进，多式联运或为破局关键

我国经济降速换挡，物流行业降本增效的必要性逐步凸显。由于我国第三产业占比较低，而第一、第二产业的属性决定其对物流的依赖度较高，导致全社会物流需求规模偏大，因而我国物流总费用与 GDP 的比率较发达国家偏高。在物流成本随国民经济发展提高的背景下，为保证小微企业健康运转，顶层自十八大以来推出了一系列物流降本增效措施，包括交通运输业增值税从 10% 下降至 9%、挂车购置税减半、研发费用加计 75% 扣除等，仅交通部可量化措施降低物流成本分别为 558 亿元、882 亿元和 981 亿元。从结果看，减税对物流降本的作用已经有所体现但或已达到瓶颈，2017 年我国社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.6%，实现“五连降”，2018 年略有回升达 14.8%，2019 年在高速公路减少收费站、ETC 费率减免等政策实行后，前三季度比值回落至 14.7%，下降幅度相对有限。

欲从根源出发实现目标，物流降本增效仍需从运输本身出发，货运从公路向铁水迁移势在必行。我国传统的物流运输方式主要为水运、公路运输、空运及铁路运输，各自存在各自的优势及适用范围。其中水运的运量大、运价低，但是时效性较弱；公路运输灵活性、可调配性高、响应速度快，但是运输成本偏高、环保性不足；空运时效快，但是运价高；铁路运量大、运价低，但是基建及路网要求高，运输范围受限。不难发现，水运及铁路运输较公路运输、空运的成本更低，更为经济，反观我国的货运结构，2019 年公路运输仍占据高达 73.0% 的货运量，而水运和铁路分别运输了 15.9%、9.2% 的货量，我们认为这是我国物流总费用占 GDP 比例偏高的主要原因之一。

图 24：中国物流总费用占 GDP 比例通过减税降费已有下降

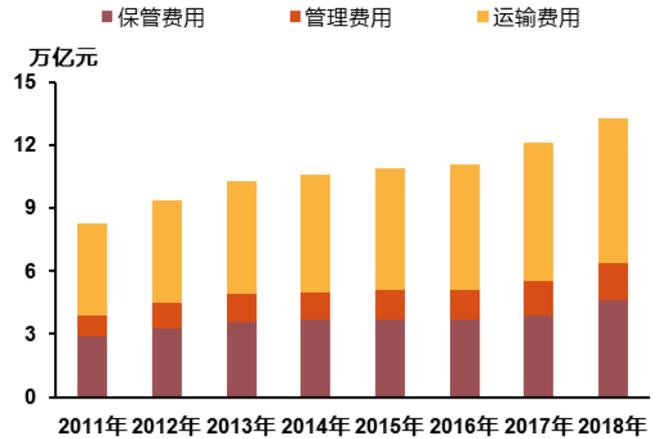


资料来源：WIND，中国产业信息网，全球经济数据网，天风证券研究所

注：1. 物流总费用 2019E 为前三季度线性年化数据

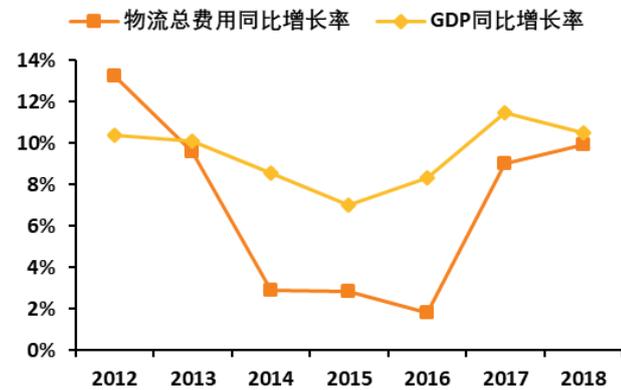
2. 2019E 物流总费用占 GDP 比例为 2019Q3 实际数据

图 25：运输费用在物流总费用中占据大头



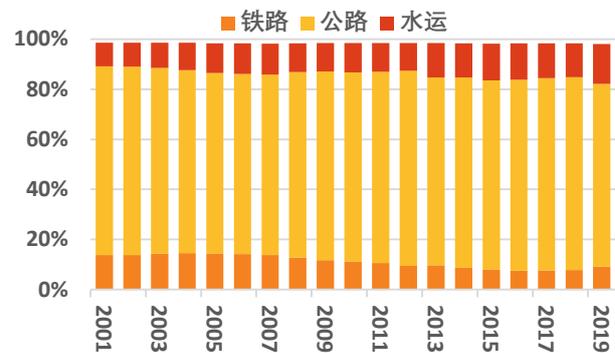
资料来源：中国产业信息网，全球经济数据网，天风证券研究所

图 26：中国物流总费用增速与 GDP 增速对比



资料来源：WIND，中国产业信息网，天风证券研究所

图 27：公路货运占据国内货运量大头



资料来源：WIND，天风证券研究所

多式联运适用范围广，通过对多种运输方式的有效组合有望实现优势互补，削弱单一运输方式的弊端，同时降低人力成本、库存成本及时间成本。随着我国经济的不断发展及全球产业链分工的细化，货物的运输需求从国内延展至跨州，单一的运输方式很难再满足深化的物流需求，海外的货物运输至国内至少将包括海外货源地——海外进出口终端、海外进出口终端——国内进出口终端、国内进出口终端——最终消费终端三段。多式联运的优势在于，运输的货物大多具备标准化的运输载体，可以在各段运输中无缝切换而无需重新理货，以大幅提升效率并节省时间及人力成本，最终达到减税降费的效果。

铁路集运模式较现有运输模式具备较大成本节省空间，且有助于环境保护。根据美国加利福尼亚大学运输研究所分析，铁路双层重箱运输成本为 0.56 美元/(箱\*km)，单层为 0.75 美元/(箱\*km)，而公路运输为 1.03 美元/(箱\*km)，可以看到单层铁路运输较公路运输可以节省 27.2% 的成本，如果使用双层重箱系统，较公路运输可以节省 45.6% 的成本。根据水运成本较铁路运输成本更低的惯例，如切换至水运，该比例有望进一步放大。2018 年我国运输总费用达 6.9 万亿元，我们保守假设其中公路运输总费用占比与公路货运周转量占货运周转量的占比相同（34.7%），则公路运输总费用为 2.4 万亿，如果其中的一半转化为单层铁路运输，预计单年可节省成本 3250 亿元；如果采用双层铁路运输，预计可节省成本约 5456 亿元。

## 3.2. 我国多式联运的发展现状及空间

### 3.2.1. 近年多式联运快速发展，但相比发达国家仍具差距

近年我国多式联运行业在国家政策的支持下快速增长，货运结构调整已经初见成果。在配套政策推动下，我国多式联运量从 2012 年的 8.55 亿吨增长到 2018 年的 14.97 亿吨，年均增长 12.5%，高出同期货运总量 4.3% 年均增速。全国主要港口的海铁联运箱吞吐量占集装箱吞吐量的比例已达 0.99%，较 2012 年末的 0.26% 几近两翻。2018 年，全国港口完成集装箱铁水联运量 450 万 TEU，同比增长 29%；公铁联运同比增长 33%；国际铁路联运同比增长 73%；内河铁水联运同比增长 25%，表现较为亮眼，但是我们注意到，多式联运货量占总货运量的占比在 2015 年达到 2.9% 的水平后，占比攀升的势头有所减缓。

多式联运市场较发达国家水平仍然具有较大增长空间，预计 2020 年行业产值将达 3700 亿。我国多式联运的发展速度超过《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)》等相关政策中集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上的目标，但是相对于发达国家的水平仍具备较大差距，目前主要港口海铁联运占比约为 4%，铁路集装箱运输占铁路总运量的 7%，而发达国家这一比例分别为 30%、50%。从公铁比价运距的角度看，欧洲为 300km，北美为 400km，而我国的比价运距高达 1500km，综合来看，我国多式联运的市场规模仍具备数倍的增长空间。2015 年，我国多式联运货运量为 12.11 亿吨，均价为 111.5 元/吨，我们以此为基数，根据交通部等 18 部委联合发布的《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，我国 2020 年多式联运货运量较 2015 年增长 1.5 倍，据此计算 2020 年货运量将达 30.28 亿吨；2015-2018 期间，多式联运的运价稳步提升，复合增长率约为 1.9%，我们假设 2019-2020 仍将按此比例继续增长，则 2020 年全国多式联运的产值将达近 3709.4 亿元。

从市场参与者的角度看，美国已有 JBHUNT，国内竞争格局尚不明朗。我国物流行业目前参与者较多，行业集中度较低，市场化程度较高，竞争较大，反观美国，JBHUNT 通过与路网的合作开展多式联运，现已成为物流公司龙头之一，2019 年公司营业收入达到 92 亿美元，并取得了 5.6% 的净利率、扣非 ROE 30.8% 的优异表现，我们相信，随着规模化及网络化优势的形成，龙头效应有望逐步凸显，中国未来亦有望出现占据主导地位的多式联运服务平台公司。

### 3.2.2. 多式联运发展的核心矛盾在于配套建设

多式联运发展的核心矛盾或在于“最后一公里”的连接不畅。目前我国港口和铁路、铁路和公路两种运输方式转换衔接中间存在断带，断带的距离通常是一公里到几十公里不等，这段运输需要用集装箱公路拖车进行弥合，弥合的成本往往占干线运输成本的 30% 以上，消耗的运输时效更是惊人，“连而不畅”、疏港路拥堵等一系列因此而起的问题已经成为多式联运发展中的突出问题，铁路集装箱站场的利用率偏低便是其集中表现。

海港与陆港之间效率协同有待加强，信息支持系统及统一的提单、规则或为必要条件。我国许多铁路场站与港口内陆节点不能共享资源，影响了陆港的开放水平及港口向内陆的深入拓展，港口服务效率不能内移至内陆，港口与陆港在合作模式、功能衔接、信息联动等方面的共性难题，深刻影响着港口和陆港的进一步联动和迭代升级。因此规则统一，在提单使用、品名统一、理赔规范、服务标准等，将海洋规则与内陆规则进行对接具备必要性，

在实践上，共享的信息平台或将成为我国多式联运发展的重要引擎。

设备有待更新，新技术、新设备的应用有望增加多式联运吸引力，铁路站场运营效率提升有望带动物流整体周转率上台阶。当前国内已经涌现出一批符合国情的创新多式联运设备，如中车长江的多式联运智能空轨集疏运系统、集装箱只能转运设施；神华铁路货运的驼背运输；河南机场集团成功研发的航空货物整板运输专用车；成都的商品车可拆卸式专用装载托架。随着设备的更新，标准化的多式联运对于客户的吸引力有望大幅提升。

### 3.2.3. 多式联运有望在铁路端的带动下维持高增长

铁路建设进入精细化阶段，最后一公里及专用线建设加速，便捷程度有望快速提升。为优化调整运输结构、打赢蓝天保卫战，更好发挥铁路在综合交通运输体系中的骨干作用和绿色低碳优势，推进铁路进港口、大型工矿企业和物流园区，解决好铁路运输“最后一公里”问题，促进多式联运，降低物流成本，发改委发布《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，19-20 将建成铁路专用线 127 条共 1586km，随着专用线的投产，铁路运输的“到门”率大幅提升，届时在方便程度上有望更胜公路运输，转运成本有望大幅下降。各国多式联运发展的破局时期，都是铁路变革时期，我们认为多式联运发展有望借此加速。

疫情催化下物流降成本需求加剧，倒逼多式联运维持高速发展。本次新冠疫情的传染性较强，且爆发于农历春节期间，国家要求对春节假期有所延长，对全国的复工均造成了一定影响。截至 3 月 21 日，国内仍未完全复工，除湖北外全国重点项目复工率为 89.1%，对国内的经济及企业的现金流造成了较为明显的冲击，显然顶层早已关注到这一问题，早在 3 月 4 日，国务院便发布政策，加大物流业减税降费力度。我们认为，2020 年物流降本将会成为顶层的重点目标，多式联运降本增效的能力显著，有望得到进一步发展。

政策持续推动，铁路端目标仍待完成，或将具备乘数效应。近年多式联运相关政策的在推出密度、细化程度上均显示出顶层的决心，且多个文件均对 2020 年多式联运的发展情况提出了规划，结合前文所述的原因，我们有理由相信相关政策在执行力度上亦将符合预期。从目前的数据看，当前我国铁路集装箱运输占总货量的比例约为 7%，较政策中 20% 的目标具备一定距离，我们认为铁路端将会是 2020 年的突破口，而铁路的联通有望发挥规模化、网络化带来的乘数效应。

表 8：近年我国推动多式联运发展的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2015 年	关于开展多式联运示范工程的通知	大力发展多式联运，着力构建以设施高效衔接为基础、以站场快速转运为重点、以各种联运形式竞相发展为路径、以信息资源整合共享为支撑、以设施设备及服务标准化为保障的多式联运组织体系
2016 年	营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案	到 2018 年，全国 80% 左右的主要港口和大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量平均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 10% 以上。到 2020 年，集装箱铁水联运量平均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 15% 以上。
2017 年	关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知	加快多式联运发展，构建高效顺畅的多式联运系统，解决我国多式联运发展水平仍然较低，协同衔接不顺畅、市场环境不完善、法规标准不适应、先进技术应用滞后等突出问题。力争 2020 年多式联运量比 2015 年增长 1.5 倍。
2017 年	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到 2020 年，集装箱运量达到铁路运输量 20% 左右，集装箱铁水联运量平均增长 10% 以上，中欧班列开行 5000 列左右。

2018 年	《2018-2020 年货运增量行动方案》	2018-2020 年，铁路集装箱多式联运量年均增长 30%以上
2018 年	《推进运输结构调整三年行动计划(2018-2020 年)》	全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上。
2019 年	《推进综合交通运输大数据发展行动纲要 (2020—2025 年)》	推动货运物流数字化发展，推动全国多式联运公信系统建设，促进多种运输方式间数据交换共享，引导货运物流行业健康发展。

资料来源：公司公告，交通部官网等，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 核心假设

基于 2020 年全球遭遇新冠、油价大幅波动等黑天鹅事件，而嘉友国际的业务多与医疗卫生条件较差的第三世界国家相关，我们对公司业绩进行了较为中性的预测，核心假设如下：

1. 供应链贸易业务：供应链贸易的收入取决于煤炭、铜精矿等品种的运量及价格。2019 年公司煤炭运量受到甘其毛都口岸通关效率影响，2020 年虽受到新冠疫情影响但影响仅限于 H1，2021 年料将恢复正常水平，则 2019-2021 全年运量分别有望达到 400、500、800 万吨，假设价格维持稳定，则预计将为公司贡献 34.0、42.5、68.0 亿元收入。

2. 跨境多式联运综合业务：我们认为 2019 年起公司中亚线相关业务有望逐步放量，2020 年因新收购仓储资产及现有业务的温和增长，预计收入端仍将维持较快增长，假设 2021 年原有业务维持 10% 的增长，且路产于 H2 投产，则 2019-2021 年业务收入分别为 9.24、11.69、14.24 亿元。

3. 毛利率：虽然公司营业收入大概率维持较高增速，但 2020 年受新冠肺炎及供应链业务（毛利较低）恢复增长的影响，营业收入向利润转化的效率或将有所下降，我们保守假设 2019-2021 年公司毛利率分别为 10.6%、8.9%、8.1%。

表 9：公司主营业务收入预测

单位：百万元，%	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	593.45	626.67	956.92	3244.25	4100.86	4324	5419.3	8224.195
供应链贸易服务	220.03	220.51	481.73	2674.98	3398.22	3400	4250	6800
YOY		0.2%	118.5%	455.3%	27.0%	0.1%	25.0%	60.0%
占比	37.1%	35.2%	50.3%	82.5%	82.9%	78.6%	78.4%	82.7%
跨境多式联运综合物流服务	373.41	406.16	475.19	569.27	702.64	924	1169.3	1424.195
YOY		76.1%	8.8%	17.0%	19.8%	23.4%	31.5%	26.5%
占比		62.9%	64.8%	49.7%	17.5%	17.1%	21.6%	17.3%

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4.2. 估值的横向及纵向比较

为了更好地为嘉友国际进行估值，我们认为第一步应将公司与同行的数据进行横向比较，因此我们参考公司在招股说明书中对公司竞争对手的列举，并综合考虑物流行业整体资产质量较为一般的情况，最终将可比公司范围确认在资产质量较好的快递公司、仓储各细分领域的龙头及资产较轻的货代公司当中。我们发现，嘉友国际的 PE、PB 等指标明显低于同行，但是 ROE 水平在受到供应链贸易业务大幅拖累的情况下仍高于同行业其他公司的平均水平，公司的数据较为靓丽。

表 10：嘉友国际与物流行业优秀公司的横向比较（截至 2020.03.20）

序号	代码	证券简称	行业	PE(ttm, 扣非)	PB (LF)	ROE(2020E)
1	603871.SH	嘉友国际	物流	13.94	2.31	16.85
2	002120.SZ	韵达股份	快递	24.28	4.54	20.15
3	002468.SZ	申通快递	快递	17.16	2.82	15.92
4	600233.SH	圆通速递	快递	15.70	2.59	16.45
5	002352.SZ	顺丰控股	快递	47.85	5.03	14.21
6	603713.SH	密尔克卫	仓储	46.05	5.60	15.90
7	603967.SH	中创物流	货代	20.20	2.00	/
9	600794.SH	保税科技	仓储	30.68	2.05	12.06
平均				26.98	3.37	16.29

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：ROE（2020E）数据中嘉友国际数据为我们的预测数据，其余为 WIND 一致预期数据

考虑到物流行业公司中多为重资产公司，且缺乏与嘉友业务类似的公司，数据的比较可能有失公允，因此我们试图从股票的性质出发，进一步对嘉友国际的估值情况进行探索。我们认为公司处于随细分子行业趋势改善迎来业绩高速增长阶段，故选取安车检测（机动车检测服务龙头）、密尔克卫（危化品仓储龙头）、春风动力（大排量摩托车制造龙头）、良品铺子（坚果零食龙头）、珀莱雅（国产化妆品龙头）从成长的角度与公司进行纵向比较。我们发现，嘉友国际的业绩增长率在全市场的高景气细分行业龙头中表现较弱，但是相应的，市场给予公司的定价亦较为合理，公司 PEG 仅为 0.70，不到可比公司均值的一半，具备较高的性价比。

表 11：嘉友国际与其他业绩高增长公司的纵向比较

序号	代码	证券简称	2021 相对 2019 业绩复合增长率	PE(扣非, ttm)	PEG
1	603871.SH	嘉友国际	20.0%	13.94	0.70
2	300572.SZ	安车检测	44.4%	50.87	1.15
3	603713.SH	密尔克卫	36.4%	46.05	1.26
4	603129.SH	春风动力	41.7%	25.65	0.62
5	603719.SH	良品铺子	23.3%	70.16	3.01
6	603605.SH	珀莱雅	29.8%	61.73	2.07
平均			33.3%	44.73	1.45

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2021 相对 2019 年复合增长率为根据我们（嘉友、安车）及万得一致预期（其余标的）对公司 2021、2019 业绩预测的计算，PEG 为 PE 与前述数据的比值

小结：通过横向与纵向的比较，我们发现嘉友国际的估值相对于其业绩增长及资产质量来说均低于行业平均水平，我们认为其背后的原因在于市场对其商业模式及核心竞争力尚未完全抱有肯定态度，且短期全球权益资产波动剧烈的情况下，市场对不确定性的风险偏好度较低。但是我们认为公司经营治理决策合理，信息化管理及客户绑定的软优势明显，随着公司的业务数据对其商业模式的不断证明，公司的估值存在较为显著的上修空间。综合考虑物流行业整体资产质量较为一般造成 PE 较高的情况以及公司业务短期因新冠风险存在较大不确定性的情况，保守地取对行业内优质公司 PE 均值为基础进行折价，我们认为 18.89X 的 PE 估值对应公司 2020 年业绩较为合理。

### 4.3. 投资建议

嘉友国际作为中蒙跨境多式联运龙头，围绕自身信息管理优势、专业能力及口碑和客户基础优势，集中资源卡位关键节点的核心资产，并抓紧一带一路国家的发展机遇，对中亚、非洲跨境物流进行布局。不同于市场的认知，我们认为公司自有的商业模式已经成型，软实力上的竞争优势为公司构建了护城河，具备不易复制性，未来的业绩数据有望逐步对其投资价值进行证实。预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 3.38、3.71、4.88 亿元，对应 PE 估值 12.10X、11.05X、8.40X，综合考虑 2020 业绩对应 18.89 倍合理估值，但是公司市值较小或存流动性折价等因素，我们认为公司合理总市值为 63.83 亿元，不考虑可转债对 2020 股本的潜在影响的情况下，对应目标价 40.79 元，首次覆盖给予“买入评级”！

## 5. 风险提示

**大客户流失风险：**公司商业模式对大客户进行绑定，且客户相对集中，如出现客户流失或客户经营超预期下滑的情况，或将对公司形成较大冲击。

**外包经营风险：**公司将自有资源集中于核心业务链（轻资产模式），委托外包对象完成若干非核心环节。若外包商出现不合规情况或遭遇不可逆风险，可能影响公司服务品质和声誉，甚至出现连带责任。

**全球经济超预期下滑风险：**公司业务范围遍布全球，如全球经济出现超预期下滑，对公司的经营业绩可能会有一定冲击。

**业务拓展不及预期风险：**公司目前的商业模式仍在持续对品类、经营地域进行拓展，如出现业务拓展不及预期的情况，对公司的盈利和估值均可能造成影响。

**地缘政治风险：**第三世界国家的政治格局较我国及发达国家的稳固程度偏低，如投资地区发生地缘政治风险，对公司经营业绩可能存在影响。

**海外疫情对业务经营影响超预期的风险：**海外疫情可能对全球经济造成影响，各国对贸易口岸的封锁可能影响公司业务的开展，虽然在盈利预测中我们已将其纳入预期，但由于嘉友部分业务开展于医疗条件较弱的发展中国家，海外疫情影响存在超出我们预期的可能。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	414.46	574.39	1,125.16	615.25	657.94
应收票据及应收账款	76.46	146.28	188.08	135.27	355.43
预付账款	76.82	249.27	215.37	244.37	512.51
存货	71.37	141.65	49.49	190.90	209.36
其他	15.39	590.41	210.28	277.04	378.48
<b>流动资产合计</b>	<b>654.50</b>	<b>1,702.00</b>	<b>1,788.38</b>	<b>1,462.82</b>	<b>2,113.72</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	134.94	136.38	271.91	1,023.25	1,986.66
在建工程	0.59	164.43	134.66	128.80	107.28
无形资产	57.13	65.70	63.98	62.25	60.53
其他	47.14	71.94	80.85	86.53	79.43
<b>非流动资产合计</b>	<b>239.80</b>	<b>438.45</b>	<b>551.40</b>	<b>1,300.83</b>	<b>2,233.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>894.30</b>	<b>2,140.45</b>	<b>2,339.78</b>	<b>2,763.65</b>	<b>4,347.62</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	152.28
应付票据及应付账款	79.18	209.55	210.68	184.62	485.29
其他	236.94	333.22	227.17	307.35	554.58
<b>流动负债合计</b>	<b>316.12</b>	<b>542.78</b>	<b>437.85</b>	<b>491.97</b>	<b>1,192.15</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	72.00	0.00
其他	3.32	19.68	8.95	10.65	13.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.32</b>	<b>19.68</b>	<b>8.95</b>	<b>82.65</b>	<b>13.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>319.44</b>	<b>562.45</b>	<b>446.80</b>	<b>574.62</b>	<b>1,205.24</b>
少数股东权益	1.18	0.97	0.37	(0.14)	(0.79)
股本	60.00	112.00	156.80	156.80	156.80
资本公积	136.38	857.69	857.69	857.69	1,421.62
留存收益	513.69	1,465.02	1,735.81	2,032.38	2,986.36
其他	(136.38)	(857.69)	(857.69)	(857.69)	(1,421.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>574.87</b>	<b>1,578.00</b>	<b>1,892.98</b>	<b>2,189.04</b>	<b>3,142.37</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>894.30</b>	<b>2,140.45</b>	<b>2,339.78</b>	<b>2,763.65</b>	<b>4,347.62</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	205.89	269.83	338.48	370.72	487.56
折旧摊销	15.75	16.31	15.96	56.25	109.83
财务费用	2.85	(7.33)	(17.77)	(23.73)	(14.18)
投资损失	(1.30)	(24.26)	(1.30)	(1.30)	(1.30)
营运资金变动	(58.22)	(737.93)	353.50	(136.50)	(53.80)
其它	39.78	487.67	(0.63)	(0.52)	(0.66)
<b>经营活动现金流</b>	<b>204.76</b>	<b>4.29</b>	<b>688.25</b>	<b>264.92</b>	<b>527.46</b>
资本支出	(7.76)	234.38	130.73	798.30	1,047.56
长期投资	(9.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(18.08)	(944.56)	(249.43)	(1,597.00)	(2,096.26)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35.15)</b>	<b>(710.18)</b>	<b>(118.70)</b>	<b>(798.70)</b>	<b>(1,048.70)</b>
债权融资	0.00	20.52	6.84	81.12	164.44
股权融资	(2.77)	788.49	62.57	23.73	578.11
其他	19.71	(78.87)	(88.18)	(80.97)	(178.62)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>16.94</b>	<b>730.13</b>	<b>(18.78)</b>	<b>23.87</b>	<b>563.93</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>186.55</b>	<b>24.24</b>	<b>550.77</b>	<b>(509.91)</b>	<b>42.69</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,244.25</b>	<b>4,100.86</b>	<b>4,324.00</b>	<b>5,419.30</b>	<b>8,224.20</b>
营业成本	2,938.35	3,743.62	3,865.66	4,936.98	7,558.04
营业税金及附加	8.79	12.81	13.51	10.30	25.69
营业费用	3.63	4.11	4.57	4.80	5.20
管理费用	42.83	37.17	38.48	46.61	67.44
研发费用	0.00	15.31	10.00	10.00	10.00
财务费用	2.77	(15.19)	(17.77)	(23.73)	(14.18)
资产减值损失	1.01	1.32	0.29	0.87	0.83
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	1.30	1.30	1.30
其他	(2.80)	(50.73)	(2.60)	(2.60)	(2.60)
<b>营业利润</b>	<b>248.36</b>	<b>328.17</b>	<b>410.56</b>	<b>434.77</b>	<b>572.48</b>
营业外收入	2.13	0.22	0.88	1.08	0.72
营业外支出	0.17	0.13	0.68	0.33	0.38
<b>利润总额</b>	<b>250.32</b>	<b>328.26</b>	<b>410.76</b>	<b>435.52</b>	<b>572.82</b>
所得税	44.43	58.43	72.91	65.33	85.92
<b>净利润</b>	<b>205.89</b>	<b>269.83</b>	<b>337.85</b>	<b>370.19</b>	<b>486.90</b>
少数股东损益	(0.33)	(0.21)	(0.63)	(0.52)	(0.66)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206.22</b>	<b>270.03</b>	<b>338.48</b>	<b>370.72</b>	<b>487.56</b>
每股收益(元)	1.32	1.72	2.16	2.36	3.11

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	239.03%	26.40%	5.44%	25.33%	51.76%
营业利润	41.19%	32.13%	25.11%	5.90%	31.67%
归属于母公司净利润	41.47%	30.94%	25.35%	9.52%	31.52%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.43%	8.71%	10.60%	8.90%	8.10%
净利率	6.36%	6.58%	7.83%	6.84%	5.93%
ROE	35.95%	17.12%	17.88%	16.93%	15.51%
ROIC	147.81%	226.98%	31.89%	46.29%	29.13%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	35.72%	26.28%	19.10%	20.79%	27.72%
净负债率	-72.10%	-35.10%	-59.08%	-24.40%	-15.70%
流动比率	2.07	3.14	4.08	2.97	1.77
速动比率	1.84	2.87	3.97	2.59	1.60
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	42.23	36.82	25.86	33.52	33.52
存货周转率	55.58	38.50	45.25	45.09	41.09
总资产周转率	4.03	2.70	1.93	2.12	2.31
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.32	1.72	2.16	2.36	3.11
每股经营现金流	1.31	0.03	4.39	1.69	3.36
每股净资产	3.66	10.06	12.07	13.96	20.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.86	15.17	12.10	11.05	8.40
市净率	7.14	2.60	2.16	1.87	1.30
EV/EBITDA	0.00	9.66	7.24	7.57	5.36
EV/EBIT	0.00	10.14	7.53	8.60	6.42

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com