

嘉诚国际 (603535)

证券研究报告

2020年10月18日

电商港项目花落番禺，商业模式发生质变

事件：嘉诚国际公告：公司与广州市番禺区人民政府于2020年10月16日签订《合作意向书》，由公司在广州市番禺区投资建设“大湾区（华南）国际电商港项目”。

新项目地与南沙项目交相辉映，未来五年产能释放循序渐进

公司本次项目地址位于番禺区清河东路，总用地面积约9.08万平方米，预计总建筑面积约35.07万平方米，项目投资总额23.88亿元。考虑公司在广州南沙区域的天运物流中心与嘉诚国际港，本次公司投资建设的大湾区（华南）国际电商港项目落地于广州番禺，是公司在广州第三项自建物业。公司当前已有南沙自贸区内天运物流中心、即将在2020-2021年逐步投用的嘉诚国际港2-3期，叠加本次项目，有望保证公司未来5年内的产能持续向上，且新项目的投入面积较大，可见公司对于未来电商、高端制造等产业景气度的信心。

引入电商平台合作，积极拥抱B2C领域下的新经济、新模式、新业态

公司本次公告中表示，拟建的大湾区（华南）国际电商港项目将引进电商平台进行合作。公司在过去与头部电商平台阿里巴巴合作紧密，南沙的天运物流中心已于2014年起与菜鸟形成紧密合作，亦有公告与菜鸟之间的重要合作，可见公司在跨境电商B2C业务方面已有丰富经验、与头部客户也有深入合作，考虑到本次项目单体面积较大，我们认为本次大湾区（华南）国际电商港项目的合作平台方，大概率也将会是业务体量较大的头部B2C电商企业。

电商业务逐渐主导，商业模式发生质变

过去几年，公司顺应产业趋势，随着2014年后跨境电商行业快速增长，公司利用自身在广州南沙自贸区内稀缺资源，积极从事跨境电商物流业务，物流收入中B2B比重降低、B2C电商业务比重攀升。电商仓的特点在于周转效率远高于传统B2B物流，因此从收入结构上，电商仓运营商的租金收入占比较小，反而周转在收入中的占比举足轻重。与此同时，仓储周转的弹性也可以通过增加人工、设备等方式打开上限，因此电商仓储的商业模式与传统的“收租”模式存在质的区别，B2C电商仓储运营企业的收入、利润、利润率都与仓库的周转高度相关，且收入上限远高于传统模式。

投资建议：在未来5年产能持续释放的大背景下，我们认为衡量公司投资价值的核心将来自于主营业务量及利润增速，尤其是电商领域的相关业务；细节来看，这包含了存量产能的周转效率及新增产能的达产率，前三季度我国通过海关跨境电商管理平台的进出口金额达到1873.9亿，同比增长52.8%，我们判断3Q公司依旧会维持高速增长。公司资产具有稀缺性+行业需求旺盛，我们认为新产能（嘉诚国际港二三期）的达产速度很可能超市场预期。由于本次番禺项目对短期业绩影响较少，我们维持公司2020-2022净利润预测分别为1.7、3.6与5.1亿不变，维持买入评级，继续看好。

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；公司与阿里合作不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,115.61	1,194.21	1,295.62	1,791.58	2,204.09
增长率(%)	7.87	7.05	8.49	38.28	23.02
EBITDA(百万元)	181.27	170.54	257.79	499.44	713.11
净利润(百万元)	137.53	127.87	171.70	361.05	514.11
增长率(%)	15.75	(7.02)	34.28	110.28	42.39
EPS(元/股)	0.91	0.85	1.14	2.40	3.42
市盈率(P/E)	55.74	59.95	44.65	21.23	14.91
市净率(P/B)	5.16	4.80	4.45	3.76	3.09
市销率(P/S)	6.87	6.42	5.92	4.28	3.48
EV/EBITDA	14.20	12.80	29.81	15.45	10.51

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	50.97元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	150.40
流通A股股本(百万股)	150.40
A股总市值(百万元)	7,665.89
流通A股市值(百万元)	7,665.89
每股净资产(元)	11.06
资产负债率(%)	25.70
一年内最高/最低(元)	55.55/14.43

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
黄盈	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080007	
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《嘉诚国际-公司点评:定增点评:筑巢引凤,汽车与跨境电商物流双翼齐飞》2020-10-08
- 《嘉诚国际-首次覆盖报告:行业、产能双拐点,当之无愧的跨境电商物流龙头》2020-09-11
- 《嘉诚国际-季报点评:三季报同比+24.5%,享粤港澳大湾区核心区位》2018-10-27

1. 事件

嘉诚国际公告:公司与广州市番禺区人民政府于 2020 年 10 月 16 日签订《合作意向书》，由公司在广州市番禺区投资建设“大湾区（华南）国际电商港项目”。

2. 点评

■ 新项目地与南沙项目交相辉映，未来五年产能释放循序渐进

公司本次项目地址位于番禺区清河东路，总用地面积约 9.08 万平方米，预计总建筑面积约 35.07 万平方米，项目投资总额 23.88 亿元。**从产业效应来看**，番禺是广州服装产业的重要生产基地，借助强大的生产能力，番禺区域在近年的直播电商风口表现积极；**从地理位置来看**，番禺位于广州连接东莞、深圳的节点，可以便捷联通广莞深，此外，番禺项目和南沙项目两相辉映，位于今年年底即将投用的嘉诚国际港北部，二者驾车距离仅 18 公里，可互相辐射。

考虑公司在广州南沙区域的天运物流中心与嘉诚国际港，本次公司投资建设的大湾区（华南）国际电商港项目落地于广州番禺，**是公司在广州第三项自建物业**。按照项目投用的时间顺序，我们可以对公司产能进行再次梳理：

- 1) **天运物流中心**：南沙自贸区内，已经使用，与菜鸟、松下等重要客户形成紧密的业务关系，承接大量跨境电商物流业务；
- 2) **嘉诚国际港 2-3 期**：广州南沙区域，预计将在 2020Q4 与 2021Q1 逐步投产，嘉诚国际港项目设施面积远大于天运物流中心，投入面积在 50 万平方米以上，我们考虑设施投入使用后的产能爬坡期，预计项目将在 2021-2022 年逐步释放利润；
- 3) **大湾区（华南）国际电商港**：广州番禺区，当前尚未有明确的建设与投产时间表，但我们根据行业特性，考虑前期的土地、设计、建设等时间损耗，项目将不会对公司短期业绩产生实质影响，大概率将在 2023 年后有所贡献。

我们认为，公司本次项目的设立意图长远，有望保证公司未来 5 年内的产能持续向上，且新项目的投入面积较大，可见公司对于未来电商、高端制造等产业景气度的信心。

图 1：嘉诚国际在广州的三个项目地理位置



资料来源：公司公告，百度地图，天风证券研究所

■ 引入电商平台合作，积极拥抱 B2C 领域下的新经济、新模式、新业态

公司本次公告中表示，拟建的大湾区（华南）国际电商港项目 **将引进电商平台** 进行合作，发展独特的物流业、制造业与商贸业三业融合业态。公司在过去与头部电商平台阿里巴巴合作紧密，南沙的天运物流中心已于 2014 年起与菜鸟形成紧密合作，亦有公告与菜鸟之间的重要合同，可见公司在跨境电商 B2C 业务方面已有丰富经验、与头部客户也有深入合作，**考虑到本次项目单体面积较大，我们认为本次大湾区（华南）国际电商港项目的合作平台方，大概率也将会是业务体量较大的头部 B2C 电商企业。**

本项目拟以“互联网+科技物流”为核心，打造线上线下相结合的新零售模式，其功能包括 4 类，主要围绕智慧零售、跨境电商等主题提供服务。

- 1) 无人智慧零售体验厅；
- 2) 数智物流中心及流通加工中心；
- 3) 跨境交易展示展览中心；
- 4) 电子商务贸易平台。

我们认为公司本次新建项目背后，核心体现了公司对于未来广州区域电商需求的信心。过去嘉诚国际无论是存量 15 万平米的保税库，2020-2021 年投放的嘉诚国际港 2-3 期，还是本次公告远期达产的 35 万平，都在积极拥抱 B2C 领域下的新经济、新模式、新业态。

■ 电商业务逐渐主导，商业模式发生质变

过去几年，公司顺应产业趋势，随着 2014 年后跨境电商行业快速增长，公司利用自身在广州南沙自贸区内稀缺资源，积极从事跨境电商物流业务。电商仓的特点在于周转效率远高于传统 B2B 物流，仓储周转的弹性也可以通过增加人工、设备等方式打开上限，因此 **需求旺盛的电商仓库往往意味着高周转、高收入与高毛利，仓储收入与利润伴随电商仓库处理的业务量一同增长。**

回顾公司过去的财务指标，我们看到两大趋势：一是在自有产能并不增加、物流收入整体

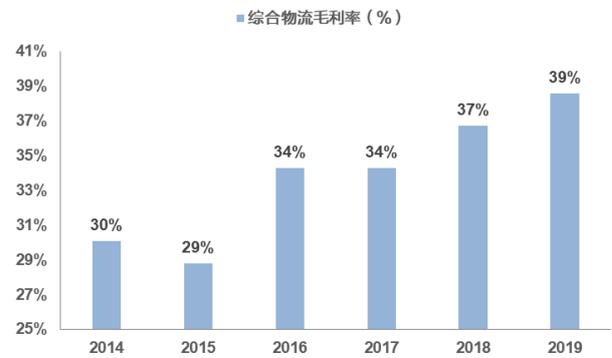
增长有限的前提下，公司的物流业务毛利率依然逐年增长，我们认为这背后的变化动因即来自于公司的业务转型，高周转的 B2C 物流业务带来更高的利润率；其次，每年公司四季度的利润占比也在逐年提升，与电商旺季吻合。**电商仓储的商业模式与传统的“收租”模式存在质的区别，B2C 电商仓储运营企业的收入、利润、利润率都与仓库的周转高度相关，且收入上限远高于传统模式。**

图 2：2014-2019 公司综合物流收入（亿元）及其增长（%）



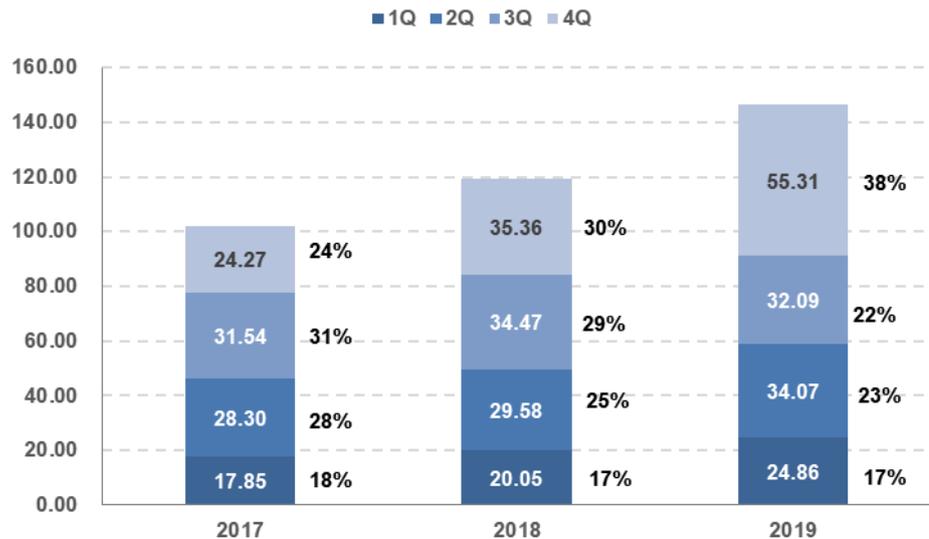
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2014-2019 公司综合物流毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2017-2019 公司季度扣非后归母净利润金额（百万）及占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议

公司本次建设项目意在长远，有望迎来 5 年左右的产能释放期。在未来 5 年产能持续释放的大背景下，我们认为衡量公司投资价值的核心将来自于主营业务量及利润增速，尤其是电商领域的相关业务；细节来看，这包含了存量产能的周转效率及新增产能的达产率，前三季度我国通过海关跨境电商管理平台的进出口金额达到 1873.9 亿，同比增长 52.8%，我们判断 3Q 公司依旧会维持高速增长。

公司位于广州南沙自贸区内的天运物流中心资产稀缺性较强，同时积极拥抱跨境电商业务，周转快速提升，叠加行业景气度高企，我们认为新产能（嘉诚国际港二三期）的达产速度很可能超市场预期。由于本次番禺项目对短期业绩影响较少，我们维持公司 2020-2022 净利润预测分别为 1.7、3.6 与 5.1 亿不变，维持买入评级，继续看好。

4. 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；公司与阿里合作不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	204.07	407.35	103.65	143.33	176.33
应收票据及应收账款	272.55	227.71	323.34	457.11	483.19
预付账款	6.88	6.60	8.97	9.80	11.29
存货	139.66	178.20	81.52	267.27	101.13
其他	556.07	302.64	566.96	478.11	465.69
流动资产合计	1,179.23	1,122.50	1,084.44	1,355.61	1,237.62
长期股权投资	5.20	5.30	5.30	5.30	5.30
固定资产	342.25	328.34	693.59	1,087.17	1,323.75
在建工程	182.38	446.21	303.72	230.23	168.14
无形资产	163.70	159.60	223.78	295.93	366.05
其他	8.20	16.87	11.90	12.32	13.70
非流动资产合计	701.73	956.32	1,238.29	1,630.96	1,876.94
资产总计	1,880.96	2,078.82	2,322.73	2,986.56	3,114.56
短期借款	0.00	0.00	128.00	176.40	68.13
应付票据及应付账款	311.69	416.30	253.88	594.44	402.38
其他	49.98	38.36	70.23	48.50	81.12
流动负债合计	361.68	454.67	452.12	819.35	551.63
长期借款	0.00	0.00	122.52	101.53	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.73	21.90	18.31	19.65	19.95
非流动负债合计	18.73	21.90	140.83	121.18	69.95
负债合计	380.41	476.57	592.95	940.53	621.58
少数股东权益	14.19	6.02	6.84	8.63	11.15
股本	150.40	150.40	150.40	150.40	150.40
资本公积	633.61	630.65	630.65	630.65	630.65
留存收益	1,318.46	1,428.33	1,572.55	1,887.01	2,331.43
其他	(616.10)	(613.15)	(630.65)	(630.65)	(630.65)
股东权益合计	1,500.55	1,602.25	1,729.79	2,046.04	2,492.98
负债和股东权益总计	1,880.96	2,078.82	2,322.73	2,986.56	3,114.56

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	137.79	128.49	171.70	361.05	514.11
折旧摊销	18.43	18.75	43.06	67.76	85.39
财务费用	(0.44)	(0.30)	1.30	1.79	2.20
投资损失	(27.45)	(18.53)	(41.00)	(26.00)	(26.00)
营运资金变动	(25.33)	409.40	(394.81)	47.10	17.90
其它	(5.68)	(342.79)	0.86	1.81	2.58
经营活动现金流	97.32	195.02	(218.90)	453.51	596.19
资本支出	86.86	261.50	333.59	458.66	329.70
长期投资	0.08	0.10	0.00	0.00	0.00
其他	(130.72)	(231.08)	(622.59)	(851.51)	(661.13)
投资活动现金流	(43.78)	30.52	(289.00)	(392.85)	(331.44)
债权融资	0.00	0.00	250.52	277.93	118.13
股权融资	3.26	(3.11)	(18.80)	(1.79)	(2.20)
其他	(28.11)	(69.25)	(27.52)	(297.13)	(347.68)
筹资活动现金流	(24.85)	(72.36)	204.20	(20.99)	(231.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.70	153.17	(303.70)	39.68	33.00

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,115.61	1,194.21	1,295.62	1,791.58	2,204.09
营业成本	850.89	904.39	974.18	1,183.45	1,353.31
营业税金及附加	4.73	5.38	6.48	8.96	11.02
营业费用	42.46	49.31	53.12	73.45	90.37
管理费用	65.48	64.39	68.67	94.95	116.82
研发费用	17.36	17.46	19.43	25.08	30.86
财务费用	(3.13)	0.15	1.30	1.79	2.20
资产减值损失	16.66	(0.77)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(38.24)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.45	18.53	41.00	26.00	26.00
其他	(58.95)	32.76	(82.00)	(52.00)	(52.00)
营业利润	152.66	140.85	213.44	429.89	625.52
营业外收入	5.25	1.17	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.18	0.61	5.00	5.00	5.00
利润总额	157.73	141.41	210.44	426.89	622.52
所得税	19.94	12.92	37.88	64.03	105.83
净利润	137.79	128.49	172.56	362.86	516.69
少数股东损益	0.26	0.62	0.86	1.81	2.58
归属于母公司净利润	137.53	127.87	171.70	361.05	514.11
每股收益(元)	0.91	0.85	1.14	2.40	3.42

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.87%	7.05%	8.49%	38.28%	23.02%
营业利润	7.73%	-7.74%	51.54%	101.41%	45.51%
归属于母公司净利润	15.75%	-7.02%	34.28%	110.28%	42.39%
获利能力					
毛利率	23.73%	24.27%	24.81%	33.94%	38.60%
净利率	12.33%	10.71%	13.25%	20.15%	23.33%
ROE	9.25%	8.01%	9.97%	17.72%	20.71%
ROIC	10.86%	9.95%	16.70%	21.07%	24.98%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	20.22%	22.92%	25.53%	31.49%	19.96%
净负债率	-13.60%	-25.42%	8.49%	6.58%	-2.33%
流动比率	3.26	2.47	2.40	1.65	2.24
速动比率	2.87	2.08	2.22	1.33	2.06

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	4.32	4.77	4.70	4.59	4.69
存货周转率	9.85	7.51	9.98	10.27	11.97
总资产周转率	0.62	0.60	0.59	0.67	0.72

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.91	0.85	1.14	2.40	3.42
每股经营现金流	0.65	1.30	-1.46	3.02	3.96
每股净资产	9.88	10.61	11.46	13.55	16.50

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	55.74	59.95	44.65	21.23	14.91
市净率	5.16	4.80	4.45	3.76	3.09
EV/EBITDA	14.20	12.80	29.81	15.45	10.51
EV/EBIT	15.81	14.38	35.78	17.87	11.94

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 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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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