

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

(维持评级)

2021 年 03 月 01 日

10 万仓容 7 大业务，全面切入海南免税物流市场

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：

事件：公司公告其全资子公司“嘉诚国际科技供应链（海南）”和海南综保区管委会旗下全资平台“海口保税建设发展有限公司”签署合同，主要内容如下：

- 海口保税建设以 3195.6 万人民币转让 80 亩土地给嘉诚用于建设多功能数智物流中心，预计该物流中心总投资额约 6 个亿，建成后面积不小于 10.1 万平。
- 项目将定位服务于离岛免税、本岛免税、跨境电商综合供应链服务和全球采购、制造业综合物流，客户将覆盖中免、深免、海发控、海垦等海南离岛与本岛免税主体，阿里旗下天猫、菜鸟电商物流平台以及相关领域的供应商。

国信交运观点：本次项目的落地意味着公司的消费物流业务将从原先的广州进一步拓展至海南区域，同时业务类型也在跨境电商的基础上增加了本岛、离岛免税物流，且覆盖当前海南 5 家离岛免税运营主体的 3 家；公司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，预计在 2023 年总计仓储产能约为 120 万平，伴随产能释放和国人海外消费不断被引导回流，嘉诚持续增长的稳定性和确定性显著高于板块其它标的；盈利预测方面，考虑公司当前产能扩张迅速，资本开支较大可能带来财务费用增长，我们将 2020-2021 年归母净利润预测由 1.9、3.8 亿调低至 1.7、3.5 亿，并维持 2022 年 5.5 亿净利润预测（本次海南物流中心暂不计入），最新预测对应 EPS 为 1.15/2.34/3.69 元，对应当前股价 PE 为 37/18/11X，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，维持“买入”评级。

评论：

- **项目形态：**嘉诚多功能数智物流中心土地面积近 80 亩，容积率不低于 1.9，建成面积预计不低于 10.1 万平，项目总投资额约 6 个亿，其中土地转让额 0.32 亿，固定资产投资不低于 4 个亿，结合单位面积固定资产投资约 4000 元和公告中描述该项目将建成“现代化、智慧化、综合性、多功能的大型物流中心”，我们判断该项目落成后的主体建筑大概率将会是高标消费品仓库，建设周期通常为 15-20 个月，我们认为其在 2022 年 4 季度完工概率较大。

- **功能和定位**

公司拟通过数智物流中心服务七大业务类型，分别为：

- 1、离岛免税产品的物流分拨中心。
- 2、岛内居民进口免税日用消费品的物流分拨中心。
- 3、跨境电商为代表的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。

公告明确提出该项目会服务于中免、深免、海发控海南离岛持牌主体，拟申请本岛免税持牌主体海垦（王府井），阿里旗下天猫、菜鸟电商物流平台以及从事相关业务的商家，我们认为嘉诚数智物流中心回报率大概率超预期，其原因在于无论从牌照行政申请还是需求释放维度来看，本岛、离岛和跨境电商业务都需要大量的当地高标保税仓，其次商品 SKU 决定了其服务附加值较高，具体来看：

1、**离岛免税**：2021 年海南省政府工作报告提出今年年离岛免税实现翻倍增长至 600 亿+的水平，到 2022 年占据 10%的免税品市场，对应 1000 亿市场规模，“十四五”收官阶段吸引 3000 亿的消费额；嘉诚项目覆盖当前海南 5 家离岛免税主体的 3 家，客户覆盖率 60%；若按已营业面积计算，其客户占全岛免税商业面积的 69%，显著受益于海南高速增长的免税市场。

图 1: 海南离岛免税主体及经营面积

海南省免税店概览



1. 海口日月广场免税店
地址：海口市国兴大道8号日月广场818层
经营面积：2.2万㎡
经营主体：中免
开业时间：2019.1.19
 2. 海口美兰机场免税店（T1、T2）
地址：海口美兰国际机场综合区
经营面积：近2.33万㎡
经营主体：中免
开业时间：2011.11.21
 3. 博鳌免税店
地址：琼海市博鳌亚洲论坛景区
经营面积：4200㎡
经营主体：中免
开业时间：2019.1.19
 4. 三亚国际免税城
地址：三亚市海棠区海棠北路
经营面积：7.2万㎡
经营主体：中免
开业时间：2014.9.1
 5. 三亚机场免税店
地址：三亚凤凰国际机场综合区
经营面积：首期900㎡
经营主体：中免
开业时间：2020.12.30
 6. 海控全球精品免税店
地址：海口市国兴大道8号日月广场东区
经营面积：3000㎡（一期）
经营主体：海发投
开业时间：2021.1.31
 7. 深免海口观澜湖免税购物城
地址：海口市羊山大道观澜湖新城
经营面积：2万㎡（一期）
经营主体：深免
开业时间：2021.1.31
 8. 三亚海旅免税城
地址：三亚市迎宾路路然之家生活广场
经营面积：5万㎡
经营主体：海旅投
开业时间：2020.12.30
 9. 中服三亚国际免税购物公园
地址：三亚市天涯区凤凰港商业区
经营面积：首期1.5万㎡
经营主体：中服
开业时间：2020.12.30

资料来源:百度地图、国信证券经济研究所整理

2、**本岛免税：**虽然海南尚未公布本岛免税细则以及具体批复持牌商家，但根据《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，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，即**商家需具备匹配的仓库来申请本岛免税经营牌照，从而加剧了嘉诚物流项目的稀缺性。**

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

3、跨境电商: 我们推测海南的自贸岛定位会使得本地跨境电商正面清单 SKU 远高于国内其它口岸, 继而拉动海南跨境电商的销售额和物流需求。

4、高附加值: 首先, 离岛、本岛免税还是跨境电商所涉及的进口商品, 客户对物流供应链服务的价格敏感度低于普通消费品; 其次离岛免税中部分香化品类对温度、湿度有较高要求; 最后海南已放开邮寄, 意味着物流中心大概率需整合邮包化、整合快递配送的业务。

■ 项目的意义及影响

海南项目的落地基于公司在跨境电商物流行业的多年深耕和核心竞争力:

1、公司原先在广州自营 15 万平方米的保税库, 主要服务于跨境电商客户, 因而在清关、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、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;

我们认为本次项目的落地意味着公司的消费物流业务将从原先的广州进一步拓展至海南, 同时业务类型也在跨境电商的基础上增加了本岛、离岛免税物流; 公司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, 另有南沙嘉诚国际港 2-3 期合计 52 万平即将在年中投用, 加上公司在广州番禺 35 万平大湾区国际电商港项目合作意向已定和本次落地的海南项目, 预计在 2023 年总计仓储产能约为 120 万平, 伴随产能释放和国人海外消费不断被引导回流, 嘉诚持续增长的稳定性和确定性显著高于板块其它标的。

表 2: 主要产能面积与计划投产时间

仓库	建筑面积 (万平)	计划投产时间
仓库 1-广东南沙天运	15	已投产
仓库 2-广东嘉诚国际港	52	4Q2020-2Q2021
仓库 3-海南数智物流中心	10	4Q2022
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

预计公司海南项目建成时间为 4Q22, 但考虑到免税、跨境物流市场快速放量, 我们不排除公司会通过租赁仓库的方式先期服务于相关客户。盈利预测方面, 考虑公司当前产能扩张迅速, 资本开支较大可能带来财务费用增长, 我们将 2020-2021 年归母净利润预测由 1.9、3.8 亿调低至 1.7、3.5 亿, 并维持 2022 年 5.5 亿净利润预测 (本次海南物流中心暂不计入), 最新预测对应 EPS 为 1.15/2.34/3.69 元, 对应当前股价 PE 为 37/18/11X, 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, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	407	103	238	249	营业收入	1194	1286	1782	2264
应收款项	238	298	413	525	营业成本	904	966	1173	1373
存货净额	178	145	173	200	营业税金及附加	5	6	9	11
其他流动资产	175	257	356	453	销售费用	49	51	73	93
流动资产合计	1123	904	1300	1548	管理费用	64	93	128	158
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	35	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	2205	3655	4827	营业利润	141	210	430	659
短期借款及交易性金融负债	0	21	1067	1673	营业外净收支	1	(3)	(3)	(3)
应付款项	416	352	442	513	利润总额	141	207	427	656
其他流动负债	38	53	64	75	所得税费用	13	33	73	98
流动负债合计	455	425	1574	2262	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	173	352	554
其他长期负债	22	25	29	31					
长期负债合计	22	25	29	31					
负债合计	477	451	1603	2293					
少数股东权益	6	6	7	7					
股东权益	1596	1748	2046	2528					
负债和股东权益总计	2079	2205	3655	4827					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	128	173	352	554
资产减值准备	(21)	(8)	(4)	(4)
折旧摊销	19	63	101	130
公允价值变动损失	37	0	0	0
财务费用	0	1	2	2
营运资本变动	450	(164)	(140)	(157)
其它	21	9	5	5
经营活动现金流	635	72	314	528
资本开支	(206)	(400)	(1150)	(1050)
其它投资现金流	(123)	23	(20)	0
投资活动现金流	(330)	(376)	(1170)	(1050)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(15)	(21)	(55)	(73)
其它融资现金流	(72)	21	1046	606
融资活动现金流	(102)	0	991	533
现金净变动	203	(305)	135	11
货币资金的期初余额	204	407	103	238
货币资金的期末余额	407	103	238	249
企业自由现金流	418	(354)	(852)	(537)
权益自由现金流	346	(334)	193	67

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.85	1.15	2.34	3.69
每股红利	0.10	0.14	0.37	0.48
每股净资产	10.61	11.62	13.60	16.81
ROIC	11%	9%	14%	15%
ROE	8%	10%	17%	22%
毛利率	24%	25%	34%	39%
EBIT Margin	14%	14%	23%	28%
EBITDA Margin	16%	18%	28%	33%
收入增长	7%	8%	39%	27%
净利润增长率	-7%	35%	104%	57%
资产负债率	23%	21%	44%	48%
息率	0.2%	0.3%	0.9%	1.1%
P/E	49.3	36.5	17.9	11.4
P/B	3.9	3.6	3.1	2.5
EV/EBITDA	35.8	29.1	15.8	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《嘉诚国际-603535-重大事件快评：挥兵南下，布局海南免税、跨境物流市场》——2021-01-13

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

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