

证券研究报告—动态报告

交通运输

物流 II

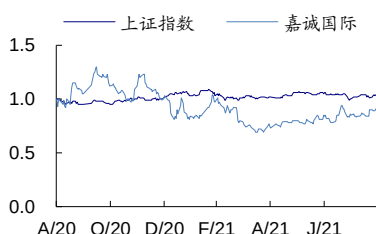
嘉诚国际(603535)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	150/150
总市值/流通(百万元)	5,685/5,685
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	55.55/26.55

相关研究报告:

《嘉诚国际-603535-重大事件快评: 10 万仓容 7 大业务, 全面切入海南免税市场》——2021-03-02
 《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

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030003

独立性声明:

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。

财报点评

产能释放拐点已现, 单季新高!

● 嘉诚国际披露 2021 年中报

上半年实现营业收入 5.96 亿, 同比增长 19.7%, 实现归母净利润 1.01 亿(预增数据为 0.98-1.03 亿), 同比增长 23.9%, 扣非归母净利润 9384 万元(预增数据为 9130-9630 万), 同比增 58.0%, 其中二季度收入 3.46 亿, 同比增 1.24%, 归母净利润 6177 万, 同比增 32.9%, 扣非归母净利润 5641 万元, 同比增 35.4%。

● 营收毛利双升, 费用率相对平稳, 单季度扣非利润历史新高

嘉诚国际港二期于上半年实现试运营, 公司综合物流收入同比显著提升, 拉动公司营收快速增长。毛利润明显改善, 上半年为 1.71 亿, 同比增四成, 其中二季度毛利润 1.0 亿, 同比增 25.0%。上半年公司毛利润率突破历史 24% 左右的中枢达到 28.67%, 同比增 4.32pct, 二季度毛利润率 29.0%, 同比升 5.52pct。费用端整体平稳。得益于收入快速增长及利润率提升, 公司单季度扣非前后业绩创历史新高。

● 产能释放拐点已现, 内生外延助力成长

嘉诚国际港二期即将全面投产, 三期项目已经开展建设, 海南项目、大湾区(华南)国际电商港项目均将陆续上马。此外, 公司扩张区域不限于广州海南, 布局方式或将考虑外延, 打开长期增长空间。

● 风险提示: 项目推进不及预期, 项目利润率不及预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级

伴随广州嘉诚国际港部分面积的试运营, 公司 2Q 业绩出现显著拐点, 我们判断全部 52 万平(存量产能 15 万平)将在 3 季度末陆续投入运营并开始加速释放业绩; 定位免税+跨境物流的海南 21 万平仓储也会在 2022 年 4 季度投入运营。预计 2021-2023 年归母净利分别为 2.20 亿、3.82 亿、4.72 亿, 同比分别增 36.4%、73.4%、23.5%, 年化增速为 43%, EPS 分别为 1.47 元、2.54 元、3.14 元。维持“买入”评级, 给予合理股价 53.2-58.5 元, 合理股价中值 55.85 元对应 2021-2023 年 EPS 的 PE 估值分别为 38.1X、22.0X、17.8X。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,194	1,151	1,387	1,826	2,187
(+/-%)	7.0%	-3.6%	20.4%	31.7%	19.8%
净利润(百万元)	128	162	220	382	472
(+/-%)	-7.0%	26.4%	36.4%	73.4%	23.5%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.07	1.47	2.54	3.14
EBIT Margin	14.3%	15.5%	18.5%	25.2%	26.9%
净资产收益率(ROE)	8.0%	9.3%	11.4%	16.9%	17.6%
市盈率(PE)	49.3	39.0	28.6	16.5	13.4
EV/EBITDA	35.8	35.6	22.0	13.9	11.7
市净率(PB)	3.95	3.62	3.27	2.78	2.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

事件

嘉诚国际披露中报，上半年实现营业收入 5.96 亿，同比增长 19.7%，实现归母净利润 1.01 亿（预增数据为 0.98-1.03 亿），同比增长 23.9%，扣非归母净利润 9384 万元（预增数据为 9130-9630 万），同比增 58.0%，其中二季度收入 3.46 亿，同比增 1.24%，归母净利润 6177 万，同比增 32.9%，扣非归母净利润 5641 万元，同比增 35.4%，扣非前、后净利润均创公司上市以来单季盈利新高。

点评：

上半年全国物流行业同比明显反弹，全社会物流总额达到 150.9 万亿元，同比增 15.7%，相比 2019 年年化增速 7.3%，电商快递物流持续较快增长，跨境电商延续蓬勃发展，公司乘行业持续景气之东风，深化存量客户业务协作，并积极拓展新客户，在建项目嘉诚国际港试运营，拉动收入持续上升。上半年实现营业收入 5.96 亿，同比增长 19.7%，其中二季度公司营业收入 3.46 亿，同比增 1.24%。

图 1：嘉诚国际营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

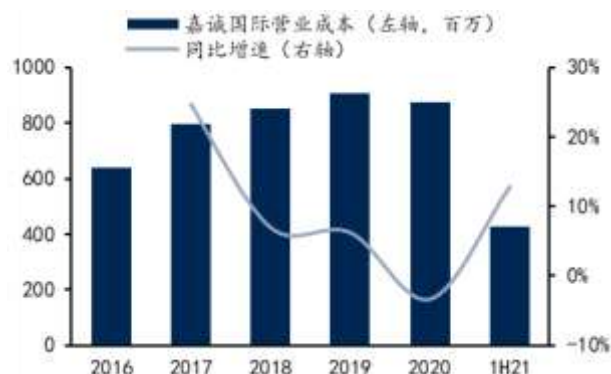
图 2：嘉诚国际季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

因业务量持续增长，上半年公司营业成本 4.25 亿，同比增 12.89%，其中二季度营业成本 2.46 亿，同比降 6.1%。公司成本增幅明显低于收入增幅，毛利润明显提升，上半年为 1.71 亿，同比增 40.9%，其中二季度毛利润 1.0 亿，同比增 25.0%。公司中报利润率明显改善，突破历史 24% 左右的中枢，毛利润率 28.67%，同比增 4.32pct，其中二季度毛利润率 29.0%，同比升 5.52pct。

图 3：嘉诚国际营业成本及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：嘉诚国际季度营业成本及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：嘉诚国际毛利率及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：嘉诚国际季度毛利率及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

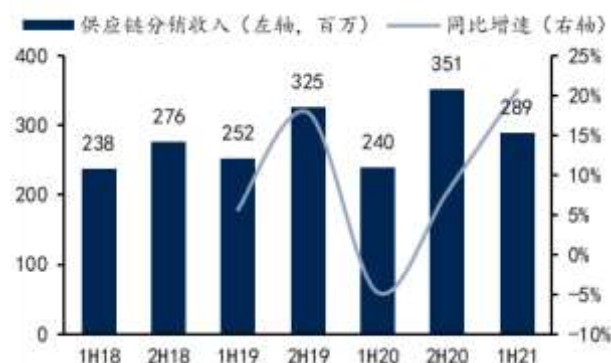
细分业务来看，公司综合物流业务增速较快，上半年收入贡献 3.42 亿，同比增 27.5%，毛利润 1.44 亿，毛利润率 42.0%，同比升 5.5pct，营业利润贡献 1.05 亿；供应链分销业务收入 2.89 亿，增速 20.7%，增速稍慢于综合物流业务，毛利润 0.28 亿，毛利润率 9.7%，同比降 0.3pct，营业利润贡献 0.11 亿。

图 7：嘉诚国际综合物流业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：嘉诚国际供应链分销业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：嘉诚国际细分业务毛利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：嘉诚国际细分业务营业利润（百万）贡献



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

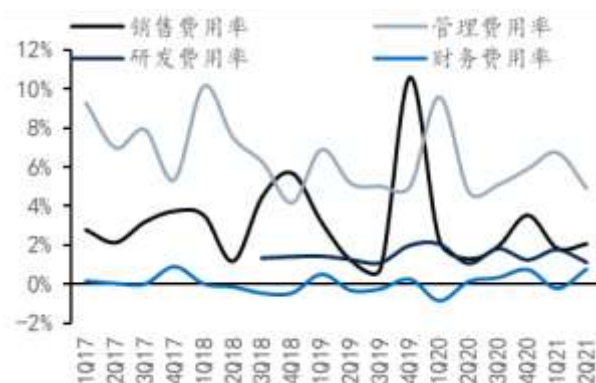
费用方面，上半年公司供应链分销业务量增加，带动销售费用达到 1181 万，同比增长 48%，销售费用率 1.98%，同比升 0.38pct；管理费用上涨不明显，合计为 3388 万，同比增长 8.7%，管理费用率 5.68%，同比下降 0.29pct；财务费用方面，公司利息收支净额对公司业绩仍有正贡献，但由于上半年公司录得一定汇兑损失，而去年同期为收益，导致公司财务费用率上升 0.51pct 至 0.34%。

图 11: 嘉诚国际费用率表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

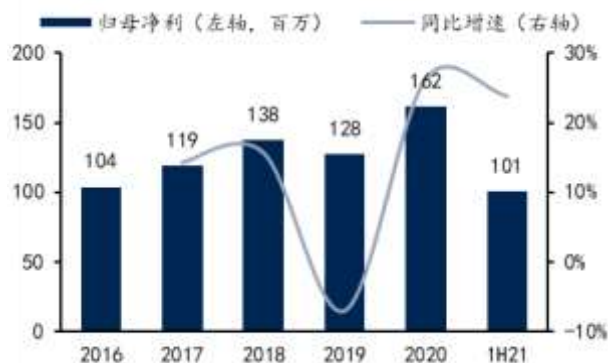
图 12: 嘉诚国际季度费用率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

由于交易性金融资产带来的投资收益降低, 上半年公司投资收益 189 万, 同比降低 2419 万。上半年公司归母净利润 1.01 亿, 净利润率 16.87%, 同比提升 0.57pct, 其中二季度归母净利润 6177 万, 创历史最高值, 归母净利润率 17.85%, 同比提升 4.26pct。上半年公司摊薄 ROE5.51%, 同比提升 0.63pct。

图 13: 嘉诚国际季度归母净利润



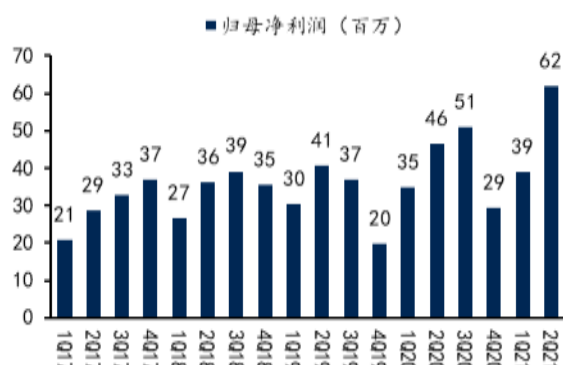
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 嘉诚国际净利润率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 嘉诚国际季度归母净利润



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 嘉诚国际摊薄 ROE (%) 走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

自有仓库: 从 15 到 124 万平, 远期规划 180 万平

- **广州嘉诚国际港:** 截至中报相关项目在建工程期末账面金额增加 1.47 亿, 达到 8.06 亿, 工程进度达到 87.8%, 目前已实现试运营, 并有望于四季度交付使用并明显贡献业绩。目前公司核心产能天运物流中心满负荷运行, 产能成为制约公司增长的核心瓶颈, 而嘉诚国际港二期仓库面积达到 50.4 万 m^2 (正在申请保税物流中心资质), 是目前中国单体面积最大的智慧物流中心, 建成投产后将大幅突破公司的营收天花板。伴随着中国制造业的扬帆出海及跨境电商的持续旺盛发展, 嘉诚国际港将显著受益于得天独厚的地利优势和高标准建设的仓库所提供的高规格服务能力, 为下游企业提供优质的物流资源, 并实现降本增效, 持续获取丰厚回报。我们预计嘉诚国际二期项目将在年底全部投产, 并会从 4 季度开始逐步贡献增量业绩。
- **海口物流项目:** 目前公司已取得海南省海口综合保税区 A-25 地块使用权, 将建设嘉诚国际 (海南) 多功能数智物流中心项目, 该多功能数智物流中心项目规划建设五层盘道式立体高标仓, 建设总面积 21.29 万平米, 当前已展开前期规划设计工作。目前公司已租赁海发控的仓储资源, 切入免税品物流运营, 未来将依托数智物流中心拓展各大型制造企业并提供全链路供应链一体化物流服务, 布局离岛免税物流分拨中心、岛民免税物流分拨中心、电商国际物流中心、前置海外仓等七大业态, 借离岛免税快速发展之势, 进一步突破增长空间。
- **大湾区 (华南) 国际电商港项目:** 具体信息已公告, 目前处于规划阶段, 项目拟建设成集智慧城际物流中心、商品展示展览中心、经销商电商企业集聚平台、新零售中心等一体化的现代化国际电商综合体, 并成为整合电子商务上下游产业链的集聚地。该项目用地面积 9.08 万 m^2 , 预计建筑面积 35.07 万 m^2 , 将持续拓展公司远期增长空间。

表 1: 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	4Q2021
仓库 3-海南数智物流中心	21.29	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

扩张区域不限于广州海南，布局方式或将考虑外延

公司扩张的脚步从未停歇，公司已拥有位于南沙自贸区的天运物流中心，即将建成的嘉诚国际港；加上在建及拟建设的其他物流中心，预计未来将拥有大约 180 万平方米的高标准仓库；除上述规划产能外，国内方面目前公司已在全国物流发展潜力较强的城市如宁波、郑州、杭州等地进行实地考察，规划建设现代化国际物流枢纽中心，复制广州南沙自贸区的物流模式，实现可持续发展。国外方面，公司同步注重境外国家及地区的物流业务起网工作，将在港澳台、日韩、东南亚国家，通过自建（合作）配送（提货）网点、与当地物流配送公司合作等方式，完善跨境电商出口业务的末端配送环节，进一步巩固公司跨境电商全链路一体化服务优势。此外，公司持续关注并接触拥有科创能力、具备优质客户资源、具备良好区位优势及能与公司形成协同效应的企业资源，将适时实行并购重组，实现外延发展提升公司核心竞争力。

投资建议

伴随广州嘉诚国际港部分面积的试运营，公司 2Q 业绩出现显著拐点，我们判断全部 52 万平（存量产能 15 万平）将在 3 季度末陆续投入运营并开始加速释放业绩；定位免税+跨境物流的海南 21 万平仓储也会在 2022 年 4 季度投入运营。考虑到疫情反复导致公司产能贡献相比前次报告稍有滞后，相比于前次报告，自 3.52 亿、5.54 亿下调 2021 年-2022 年盈利预测 37.5%、31.0%至 2.20 亿、3.82 亿，引入 2023 年盈利预测，预计 2023 年归母净利润 4.72 亿。暂不考虑增发，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.47 元、2.54 元、3.14 元，同比分别增 36.4%、73.4%、23.5%，年化增速为 43%。

目前申万物流行业指数对应万得一致预期 2020-2023 年的 PE 水平分别为 19.5X、16.0X、17.8X、15.1X，呈现估值绝对值不高，但增速亦不快的特征。考虑到公司预期增速快于行业，合理估值水平应高于行业均值。维持“买入”评级，给予合理股价 53.2-58.5 元，合理股价中值 55.85 元对应 2021-2023 年 EPS 的 PE 估值分别为 38.1X、22.0X、17.8X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	515	200	374	363	营业收入	1151	1387	1826	2187
应收款项	343	304	400	479	营业成本	875	1001	1198	1399
存货净额	175	178	208	242	营业税金及附加	5	6	7	9
其他流动资产	198	277	365	437	销售费用	26	28	37	44
流动资产合计	1230	959	1357	1531	管理费用	67	102	130	153
固定资产	973	1409	1853	2273	财务费用	3	3	24	47
无形资产及其他	156	349	643	937	投资收益	30	5	6	6
投资性房地产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	5	6	6	6	其他收入	(13)	14	15	15
资产总计	2374	2733	3869	4757	营业利润	193	266	451	557
短期借款及交易性金融负债	98	292	975	1351	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	466	431	535	623	利润总额	194	267	452	558
其他流动负债	38	48	57	66	所得税费用	32	45	68	84
流动负债合计	602	771	1567	2039	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	162	220	382	472
其他长期负债	23	26	29	30					
长期负债合计	23	26	29	30	现金流量表（百万元）				
负债合计	626	797	1596	2070		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	7	7	9	11	净利润	162	220	382	472
股东权益	1742	1929	2264	2677	资产减值准备	7	(3)	0	0
负债和股东权益总计	2374	2733	3869	4757	折旧摊销	16	73	113	136
					公允价值变动损失	(1)	0	0	0
					财务费用	3	3	24	47
					营运资本变动	(59)	(69)	(98)	(87)
					其它	(6)	3	2	2
					经营活动现金流	118	225	398	523
					资本开支	(219)	(700)	(850)	(850)
					其它投资现金流	123	0	(10)	0
					投资活动现金流	(96)	(700)	(860)	(850)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(17)	(33)	(47)	(59)
					其它融资现金流	118	194	683	376
					融资活动现金流	85	161	636	316
					现金净变动	107	(315)	174	(11)
					货币资金的期初余额	407	515	200	374
					货币资金的期末余额	515	200	374	363
					企业自由现金流	(113)	(483)	(445)	(300)
					权益自由现金流	5	(293)	218	35

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。

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