

买入

嘉诚国际（603535.SH）

广东海南 240 万平仓储，拟借助 REITS 加速布局整合

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 物流

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：姜明 021-60933128
证券分析师：曾凡喆 010-88005378

jiangming2@guosen.com.cn
zengfanzhe@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004
执证编码：S0980521030003

事项：

公司公告：嘉诚国际公告与工商银行签订《战略合作协议》，双方将在金融业务、投资银行业务领域全面建立合作关系，形成长期合作伙伴关系。金融业务方面，在符合国家产业相关政策前提下，工行将向公司提供总量 30 亿元人民币或等值外币的综合金融服务支持。投资银行业务方面，对公司实施的重大融资业务以及各类资产收购、兼并、重组，工行将充分发挥项目融资经验，为公司提供 ABN、REITs、类 REITs、并购基金、并购贷款等投行创新型产品，协助公司完成物流网络异地扩张和产业上下游业务整合。嘉诚国际目前在运营、在建、规划建设高标智慧物流园区（广州+海南）合计总建筑面积约 235 万平方米，并拟探讨通过旗下国际海南多功能数智物流中心项目发行公募 REITs，目前项目已经向海南省发改委申请纳入 REITs 试点项目库。

国信交运观点：结合 4 月 10 日国务院发布建设全国统一大市场的意见内容，物流在于“立足内需，畅通循环。以高质量供给创造和引领需求，使生产、分配、流通、消费各环节更加畅通”，手段则是“建设现代流通网络，推进多层次一体化综合交通枢纽建设，推动交通运输设施跨区域一体化发展。”我们对行业和嘉诚国际的解读如下：

1、意见本质是立足于国内一盘棋，提升商品流通效率，单看：海（航运港口）、陆（公路铁路物流）、空（航空机场）各领域，国内经历多年发展已具备一定规模和网络规模，并初具国际化效应，当前痛点则在于流通的结点，即邻于产销、核心中转区域的物流枢纽，即综合物流园，更何况每年物流尤其是仓储用地指标少。

2、结合当下物流地产（核心是仓储）是 REITs 的核心底层资产之一，收益率稳定且核心区域受益价格长期上涨的逻辑，嘉宝、南山等标的已开始表现，我们认为交运板块中持有核心物流资产，未来具备成长性且估值较低标的或将迎来风口，REITs 作为工具箱选项，做大做强的概率较大，嘉诚国际拟试水上述业务将进一步拓展仓储覆盖区域，并完成上下游整合。

3、嘉诚国际目前在运营、在建、规划的高标准智慧物流园区合计建筑面积约 235 万平方米，卡位优质稀缺区位的广州和海南。公司拟探讨通过嘉诚国际海南多功能数智物流中心项目发行公募 REITs，项目已经向海南省发改委申请纳入 REITs 试点项目库。未来公司将在全国乃至全球重要交通枢纽节点城市布局海陆空立体化智慧物流园区，组建全国一张网，完善物流链路，为客户更好地提供全链路一体化物流服务。

4、工行 30 亿金融支持的战略合作协议将进一步强化公司的融资能力，若叠加 REITs 项目能陆续落地，预计会对公司异地扩张和产业上下游整合带来积极影响。

盈利预测与投资建议：公司广州 60 万方国际港项目即将在 2022 年 2 季度全部投入运营，而定位于免税等综合物流的海口仓库将在 2023 年陆续交付。考虑到相比于前次报告，公司产能投产进度稍慢于预期，自 3.89 亿、4.79 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至 3.22 亿、4.14 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年归母净利润为 5.52 亿。目前市值对应 22 年盈利仅 15.6 倍；参考 A 股其它物流及物流地产标的，公司 50 亿市值对应远期 235 万方自有仓库面积体现出较强性价比，同时叠加海南概念，股价弹性较大，维持“买入”评级。

评论：

◆ 事件：公司与工商银行签订《战略合作协议》，披露 235 万方仓储规划，拟借助 REITS 增加融资渠道并完成异地扩张和上下游整合

嘉诚国际公告与工商银行签订《战略合作协议》，双方将在金融业务、投资银行业务领域全面建立合作关系，形成长期合作伙伴关系。金融业务方面，在符合国家产业相关政策前提下，工行将向公司提供总量 30 亿元人民币或等值外币的综合金融服务支持。投资银行业务方面，对公司实施的重大融资业务以及各类资产收购、兼并、重组，工行将充分发挥项目融资经验，为公司提供 ABN、REITs、类 REITs、并购基金、并购贷款等投行创新型产品，协助公司完成物流网络异地扩张和产业上下游业务整合。嘉诚国际目前在运营、在建、规划建设高标智慧物流园区（广州+海南）合计总建筑面积约 235 万平方米，并拟探讨通过旗下国际海南多功能数智物流中心项目发行公募 REITs，目前项目已经向海南省发改委申请纳入 REITs 试点项目库。

◆ 结合全国统一大市场构建，公司借助本次战略合作及 REITS 探索，积极布局物流痛点并完成跨区域扩张和上下游整合

结合 4 月 10 日国务院发布建设全国统一大市场的意见内容：物流在于“立足内需，畅通循环。以高质量供给创造和引领需求，使生产、分配、流通、消费各环节更加畅通”，手段则是“建设现代流通网络，推进多层次一体化综合交通枢纽建设，推动交通运输设施跨区域一体化发展。”，我们对行业和嘉诚国际的分析如下：

1、意见本质是立足于国内一盘棋，提升商品流通效率，单看：海（航运港口）、陆（公路铁路物流）、空（航空机场）各领域，国内经历多年发展已具备一定规模和网络规模，并初具国际化效应，当前痛点则在于流通的结点，即邻于产销、核心中转区域的物流枢纽，即综合物流园，更何况每年物流尤其是仓储用地指标少。

2、结合当下物流地产（核心是仓储）是 REITS 的核心底层资产之一，收益率稳定且核心区域受益价格长期上涨的逻辑，嘉宝、南山等标的已开始表现，我们认为交运板块中持有核心物流资产，未来具备成长性且估值较低标的或将迎来风口，REITS 作为工具箱选项，做大做强的概率较大，嘉诚国际拟试水上述业务进一步拓展仓储覆盖区域，并完成上下游整合。

3、嘉诚国际目前在运营、在建、规划建设的高标准智慧物流园区合计总建筑面积约 235 万平方米，卡位优质稀缺区位的广州和海南。公司拟探讨通过嘉诚国际海南多功能数智物流中心项目发行公募 REITs，项目已经向海南省发改委申请纳入 REITs 试点项目库。未来公司将在全国乃至全球重要交通枢纽节点城市布局海陆空立体化智慧物流园区，组建全国一张网，完善物流链路，为客户更好地提供全链路一体化物流服务。

4、工行 30 亿金融支持的战略合作协议将进一步强化了公司的融资能力，同时嘉诚拟携手工行探讨通过旗下国际海南多功能数智物流中心项目发行公募 REITs，项目已经向海南省发改委申请纳入 REITs 试点项目库。若未来 REITS 项目能陆续落地，预计会对公司异地扩张和产业上下游整合带来积极影响。

◆ 公司远期展望

未来公司将在全国乃至全球重要交通枢纽节点城市布局海陆空立体化智慧物流园区，组建全国一张网，完善物流链路，为客户更好地提供全链路一体化物流服务；根据当前规划，预计 2021、2022、2023 年公司自有仓储面积分别为 15、75.4、100.4 万平，所有备考项目落地后 5 年内合计自用仓储面积将达到 234 万平，届时公司将会从区域型逐步蜕变为初具网络效应的物流公司，且核心资产处于消费、进出口能力较强的广东和顶层设计、面向世界的海南自贸区，稀缺性较强。

◆ 公司 235 万平米高标仓储园区细节及行业对比

1、项目细节：嘉诚国际目前在运营、在建、规划建设高标智慧物流园区合计总建筑面积约 235 万平方米，包括广州天运国际物流中心（在运营，15 万 m²）、嘉诚国际港园区（二期建成并陆续投用，60.4 万 m²）、嘉诚国际（海南）多功能数智流通中心（25 万 m²）、天运国际（海南）数智加工流通中心（40 万 m²）、大湾区（华南）国际电商港（45 万 m²）、大湾区嘉诚国际超级世界港（50 万 m²）。上述高标智慧物流园区卡位稀缺地块，底层资产优质，未来有望为公司带来充足现金流和利润。

表 1：嘉诚国际在运营、在建、规划建设物流中心概况

名称	地点	状态	面积
广州天运国际物流中心	广州南沙自贸港区	在运营，满负荷运营	15 万 m ²
嘉诚国际港园区	广州市南沙区	二期建成并陆续投用	60.4 万 m ²
嘉诚国际（海南）多功能数智流通中心	海口市综合保税区	主体结构施工建设阶段，计划于 2023 年投入使用	25 万 m ²
天运国际（海南）数智加工流通中心	海南省洋浦经济开发区	已取得土地使用权，即将开工建设	40 万 m ²
大湾区（华南）国际电商港	广州市番禺区	规划阶段	45 万 m ²
大湾区嘉诚国际超级世界港	广州机场附近	规划阶段	50 万 m ²

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、可比标的：我们搜集了上市公司中涉及物流地产相关标的，具体包括中储股份、密尔克卫、德邦股份、顺丰控股、南山控股及中国物流资产，具体概况如下表所示：

表 2：嘉诚国际仓储资源可比公司概况

	仓储资源分布	规模	业态	当前市值	PE	PB
嘉诚国际	海南、广州	在运营 75.4 万 m ² ，在建、规划建设合计 160 万 m ²	高标准智慧物流仓库	49.9	12.8	2.5
中储股份	全国 20 多个省、直辖市和自治区	2021 年末拥有土地面积约 600 万 m ²	仓库、办公楼、生活配套	130.4	14.8	1.0
密尔克卫	主要分布于东南沿海物流节点城市	2021 年末拥有仓储面积约 25 万 m ² ，建设规划 25 万 m ²	危化品仓库，高端智能仓库等	188.0	29.3	6.0
德邦股份	覆盖 23 个省份 78 个城市，管理仓库 140 个	1H21 仓库总面积 101 万 m ²	依托仓库为客户提供仓配一体化供应链服务	162.2	40.5	2.7
顺丰控股	全国及东南亚，95 个物流园，覆盖北上广等主要物流枢纽城市	2021 年末 555 万 m ² 规模，22 年及以后再新建成 439 万 m ² 物流产业园	商业办公，智能仓储，自动分拣、生活配套一体化现代产业园区	2423.1	33.0	2.9
南山控股	全国范围，69 个智慧物流园区，覆盖北上广等主要物流枢纽城市	1H21 运营管理、规划在建仓储面积 760 万 m ² （在运营约 490 万 m ² ）	配有办公楼、包装车间、停车场和集装箱堆存场地	160.3	18.5	1.6
中国物流资产	全国范围，物流园 50 余个，覆盖北京、上海、武汉等核心城市	2021 年末面积达到 370 万 m ² ，在建物流园面积约 40 万 m ²	商业办公，智能仓储，自动分拣、生活配套一体化现代产业园区	150.8	-78.7	1.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：图中 PE 数据——顺丰控股、密尔克卫、嘉诚国际为我们的 2022 盈利预测对应的当前股价 PE，南山控股、德邦股份为 wind 一致预期盈利预测对应 PE，中国物流资产、中储股份为 PETTM

◆ 盈利预测与投资建议：

公司广州 60 万方国际港项目预计在 2022 年 2 季度全部投入运营，而定位于免税等综合物流的海口仓库将在 2023 年陆续交付。考虑到相比于前次报告，公司产能投产进度稍慢于预期，自 3.89 亿、4.79 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至 3.22 亿、4.14 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年归母净利润为 5.52 亿。

目前市值对应 22 年盈利仅 15.6 倍；参考 A 股其它物流及物流地产标的，公司 50 亿市值对应远期 235 万方自有仓库面积体现出较强性价比，同时叠加海南概念，股价弹性较大，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：经济超预期下滑、公司项目建设进程低于预期

相关研究报告：

《嘉诚国际-603535-2021 年中报点评：3Q 扣非增 26%，产能释放在即》——2021-10-18

《嘉诚国际-603535-2021 年中报点评：产能释放拐点已现，单季新高！》——2021-09-01

《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	515	239	200	318	252	营业收入	1151	1269	1614	1932	2317
应收款项	343	466	354	423	508	营业成本	875	933	1094	1261	1430
存货净额	175	212	213	238	269	营业税金及附加	5	6	6	8	9
其他流动资产	198	149	323	386	463	销售费用	26	33	32	39	46
流动资产合计	1230	1280	1089	1376	1503	管理费用	67	74	117	137	165
固定资产	973	1315	1734	2150	2542	财务费用	3	6	8	22	39
无形资产及其他	156	182	374	667	960	投资收益	30	4	6	6	7
投资性房地产	11	55	55	55	55	资产减值及公允价值变动	1	2	0	0	0
长期股权投资	5	6	6	6	6	其他收入	(13)	(24)	16	16	17
资产总计	2374	2837	3259	4254	5066	营业利润	193	199	378	488	651
短期借款及交易性金融负债	98	204	308	837	1069	营业外净收支	1	16	1	1	1
应付款项	466	481	514	593	670	利润总额	194	214	379	489	652
其他流动负债	38	63	52	59	67	所得税费用	32	32	57	73	98
流动负债合计	602	748	874	1488	1805	少数股东损益	1	0	0	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	162	182	322	414	552
其他长期负债	23	46	56	67	68						
长期负债合计	23	46	56	67	68	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	626	795	930	1555	1873	净利润	162	182	322	414	552
少数股东权益	7	7	7	8	10	资产减值准备	7	6	(8)	0	0
股东权益	1742	2036	2322	2691	3182	折旧摊销	16	18	96	142	165
负债和股东权益总计	2374	2837	3259	4254	5066	公允价值变动损失	(1)	(2)	0	0	0
						财务费用	3	6	8	22	39
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(59)	(87)	(40)	(62)	(106)
每股收益	1.07	1.13	2.00	2.57	3.43	其它	(6)	(5)	8	1	2
每股红利	0.11	0.13	0.22	0.28	0.38	经营活动现金流	118	111	378	494	614
每股净资产	11.58	12.66	14.43	16.73	19.78	资本开支	0	(364)	(700)	(850)	(850)
ROIC	9%	10%	13%	14%	15%	其它投资现金流	123	(215)	215	(10)	0
ROE	9%	9%	14%	15%	17%	投资活动现金流	123	(579)	(486)	(860)	(850)
毛利率	24%	26%	32%	35%	38%	权益性融资	(2)	131	0	0	0
EBIT Margin	16%	18%	23%	26%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	29%	33%	36%	支付股利、利息	(17)	(20)	(36)	(45)	(61)
收入增长	-4%	10%	27%	20%	20%	其它融资现金流	(99)	102	104	529	232
净利润增长率	26%	13%	76%	29%	33%	融资活动现金流	(134)	192	68	484	171
资产负债率	27%	28%	29%	37%	37%	现金净变动	107	(276)	(39)	118	(66)
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	407	515	239	200	318
P/E	39.0	37.0	20.9	16.3	12.2	货币资金的期末余额	515	239	200	318	252
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1	企业自由现金流	0	(243)	(328)	(350)	(218)
EV/EBITDA	35.6	31.2	16.7	13.2	10.4	权益自由现金流	0	(141)	(231)	160	(19)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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