

603871.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 24.12

板块评级: 强于大市

### 本报告要点

- 嘉友国际: 先发布局口岸节点物流资源, 聚焦内陆国跨境物流成长赛道。预测 2024 年公司利润超 8.56 亿元, 三年实现翻番。

### 股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|------|------|------|-------|
| 绝对     | 6.5  | 28.6 | 19.5 | 37.4  |
| 相对上证指数 | 18.9 | 24.2 | 28.3 | 49.7  |

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 发行股数 (百万)             | 317   |
| 流通股 (%)               | 90    |
| 总市值 (人民币 百万)          | 7,645 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万)    | 63    |
| 净负债比率 (%) (2022E)     | 净现金   |
| 主要股东 (%)              |       |
| 嘉信益(天津)资产管理合伙企业(有限合伙) |       |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2022 年 6 月 1 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

## 嘉友国际

### 先发布局口岸节点物流资源, 聚焦内陆国跨境物流成长赛道

嘉友国际: 先发布局口岸节点物流资源, 聚焦内陆国跨境物流成长赛道。未来公司的蒙古市场的煤炭和铜精矿业务有望强势反弹, 非洲刚果(金)卡萨公路项目投入运营增厚公司利润。预测 2024 年公司利润超 8.56 亿元, 三年实现翻番。

### 支撑评级的要点

- 催化因素: ①蒙古市场: 新冠疫情缓解叠加澳煤限制出口, 蒙煤进口有望触底后强势反弹; 公司与蒙古 OT 矿签订二期协议, 铜精矿物流订单有望翻倍。②非洲市场: 刚果(金)卡萨公路及口岸项目陆续投入使用, 全部运营后年增利润 2-3.5 亿元; 紫金矿业入股增强经营稳健性, 联手中资矿产企业共同开拓广阔海外市场。③中亚市场: 俄乌冲突传导效应出现, 中亚回程物流机会或增加。
- 长期逻辑: ①商业模式: 从“陆地口岸核心节点资源先发布局+跨境物流资源整合能力+国际物流人才技术积淀”三个方面构建核心竞争壁垒, 精耕“一带一路”内陆国跨境物流成长赛道。②政策环境: 多式联运享政策利好, 供应链安全要求培育跨境龙头。
- 核心业务预测: 2022-2024 年: ①跨境综合物流营收分别为 14.21/16.66/19.51 亿元, 同比+18.06%/+17.19%/+17.10%; ②供应链贸易服务营收分别为 21.69/31.45/43.72 亿元, 同比增速+11.93%/45%/39%; ③非洲项目新增营收分别为 2/3.5/6.2 亿元, 毛利率近 80%。

### 估值

- 2022-2024 年, 预计 EPS 分别为 1.42 元/股、2.03 元/股、2.70 元/股, 对应 17 倍、12 倍、9 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 评级面临的主要风险

- 一带一路国疫情超预期反复导致持续通关不畅的风险、全球宏观和地缘政治风险、业务外包风险、大客户流失和违约的风险、澳煤禁令开放致蒙煤需求减少产生的风险。

### 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日  | 2020   | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 销售收入 (人民币 百万)   | 3,281  | 3,888  | 4,141 | 5,011 | 6,673 |
| 变动 (%)          | (21)   | 18     | 7     | 21    | 33    |
| 净利润 (人民币 百万)    | 360    | 343    | 450   | 643   | 856   |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)  | 1.136  | 1.081  | 1.418 | 2.030 | 2.700 |
| 变动 (%)          | (48.1) | (4.8)  | 31.2  | 43.1  | 33.0  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 21.2   | 22.3   | 17.0  | 11.9  | 8.9   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 30.1   | (23.5) | 6.3   | 17.4  | 6.9   |
| 每股现金流量 (人民币)    | 0.80   | (1.02) | 3.80  | 1.39  | 3.49  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 20.2   | 21.4   | 14.7  | 10.4  | 7.2   |
| 每股股息 (人民币)      | 0.693  | 0.500  | 0.567 | 0.812 | 1.080 |
| 股息率 (%)         | 2.9    | 2.1    | 2.4   | 3.4   | 4.5   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、商业模式：布局陆地口岸节点物流资源，打造跨境多式联运综合物流先行者 ..... | 5  |
| （一）公司简介：跨境多式联运综合物流先行者，紫金矿业入股强化经营稳健性 ..... | 5  |
| （二）主营业务：“跨境综合物流”与“供应链贸易”双轮驱动 .....        | 6  |
| （三）竞争壁垒：先发布局陆地口岸物流节点，深厚积淀跨境物流技术资源 .....   | 7  |
| （四）财务概况：短期业绩受疫情压制，盈利能力表现相对稳健 .....        | 9  |
| 二、成长空间：聚焦内陆国跨境物流赛道，“一带一路”市场空间广阔 .....     | 11 |
| （一）蒙古市场：蒙煤进口有望触底反弹，铜精矿合同订单有望翻倍 .....      | 12 |
| （二）中亚市场：俄乌冲突传导效应出现，中亚回程物流机会或增加 .....      | 17 |
| （三）非洲市场：紫金矿业入股协同发展，非洲市场空间稳步打开 .....       | 18 |
| （四）政策环境：多式联运享政策利好，供应链安全要求培育跨境龙头 .....     | 20 |
| 三、核心业务：跨境综合物流为基石，供应链贸易稳步增长 .....          | 23 |
| （一）跨境综合物流服务：与矿产开发周期协同，智能仓储服务毛利率最高 .....   | 23 |
| （二）供应链贸易服务：以主焦煤贸易锁定物流，“散改集”巩固公司护城河 .....  | 29 |
| 四、盈利预测及估值 .....                           | 31 |
| （一）盈利预测及相对估值 .....                        | 31 |
| （二）绝对估值 .....                             | 33 |
| 五、风险提示 .....                              | 34 |

## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 股价表现.....                                       | 1  |
| 投资摘要.....                                       | 1  |
| 图表 1.嘉友国际发展历程中里程碑事件.....                        | 5  |
| 图表 2.嘉友国际股权穿透图（部分）.....                         | 5  |
| 图表 3.嘉友国际主营业务分类及跨境综合物流业务图览.....                 | 6  |
| 图表 4. 2017-2021 年主营业务收入结构.....                  | 6  |
| 图表 5. 2017-2021 年主营业务毛利润结构.....                 | 6  |
| 图表 6. 2017-2021 年主营业务毛利率对比.....                 | 7  |
| 图表 7.跨境物流行业企业细分.....                            | 7  |
| 图表 8.国内多式联运企业业务类型对比.....                        | 8  |
| 图表 9.嘉友国际核心竞争力.....                             | 8  |
| 图表 10. 2013-2021 年公司营收及归母净利润.....               | 9  |
| 图表 11. 2013-2021 年公司主要利润率指标.....                | 9  |
| 图表 12. 2013-2021 年公司现金流量分析.....                 | 10 |
| 图表 13. 2013-2021 年公司资产负债率和行业均值.....             | 10 |
| 图表 14. 2016-2021 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速.....     | 11 |
| 图表 15. 2021 年中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量.....             | 11 |
| 图表 16. 2020 年蒙古出口和进口构成（分国别）.....                | 12 |
| 图表 17. 2017-2021 年蒙古煤出口量（万吨）.....               | 12 |
| 图表 18.中国炼焦煤总进口量及蒙古进口量.....                      | 13 |
| 图表 19. 2015-2021 年我国炼焦煤进口国家分布.....              | 13 |
| 图表 20.炼焦煤进口量：蒙古-中国（单位：万吨）.....                  | 13 |
| 图表 21.主焦煤进口价格：蒙古-中国（元/吨）.....                   | 14 |
| 图表 22. 2017-2021 年蒙古铜精矿出口量（千吨）.....             | 14 |
| 图表 23. 2019-2021 年铜矿砂及其精矿：蒙古-中国年进口量（万吨）.....    | 15 |
| 图表 24.嘉友陆运口岸核心资产布局&蒙古主要炼焦煤煤矿资源.....             | 15 |
| 图表 25. 2019 年哈萨克斯坦对中国出口和进口前五大商品构成（单位：百万美元）..... | 17 |
| 图表 26.中欧铁路通道规划图.....                            | 18 |
| 图表 27.泛非公路网规划.....                              | 18 |
| 图表 28.中非铜钴矿带&嘉友卡萨公路位置图示.....                    | 19 |
| 图表 29.公司主要客户在非铜钴矿资源.....                        | 19 |
| 图表 30. 2015-2025E 中美社会物流总费用占 GDP 比重.....        | 20 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 31.多式联运货运标的和距离时效特点 .....    | 21 |
| 图表 32.中国与欧美国家多式联运发展比较 .....    | 21 |
| 图表 33.多式联运发展相关重要政策 .....       | 21 |
| 图表 34.四大业务板块、跨境一站式综合物流服务 ..... | 23 |
| 图表 35.主营业务的收入与成本构成示意图 .....    | 23 |
| 图表 36.工程项目大件运输方案流程 .....       | 24 |
| 图表 37.非工程项目运输方案流程.....         | 24 |
| 图表 38.跨境多式联运业务外包类型 .....       | 24 |
| 图表 39.跨境多式联运收入及增速.....         | 25 |
| 图表 40.跨境多式联运毛利及毛利率 .....       | 25 |
| 图表 41.大宗矿产品物流图 .....           | 26 |
| 图表 42.大宗矿产品物流业务外包类型 .....      | 26 |
| 图表 43.大宗矿产品物流收入及增速 .....       | 27 |
| 图表 44.大宗矿石物流毛利及毛利率 .....       | 27 |
| 图表 45.部分海关保税库和监管场所图览.....      | 27 |
| 图表 46.公司自有仓储场地具体情况 .....       | 28 |
| 图表 47.智能仓储业务外包类型 .....         | 28 |
| 图表 48.智能仓储收入及增速.....           | 29 |
| 图表 49.智能仓储毛利及毛利率 .....         | 29 |
| 图表 50.供应链贸易收入及增速.....          | 30 |
| 图表 51.供应链贸易业务毛利及毛利率 .....      | 30 |
| 图表 52.分拆业务盈利预测（人民币：亿元） .....   | 32 |
| 图表 53.盈利预测与估值数据（人民币：亿元） .....  | 32 |
| 图表 54.可比公司相对估值.....            | 33 |
| 图表 55.绝对估值敏感性分析（单位：元） .....    | 33 |
| 损益表(人民币 百万).....               | 35 |
| 资产负债表(人民币 百万).....             | 35 |
| 现金流量表 (人民币 百万).....            | 35 |
| 主要比率 (%).....                  | 35 |

## 一、商业模式：布局陆地口岸节点物流资源，打造跨境多式联运综合物流先行者

### （一）公司简介：跨境多式联运综合物流先行者，紫金矿业入股强化经营稳健性

嘉友国际是国内领先的跨境多式联运及供应链贸易服务的提供商。2005 年创立之初，主营中蒙国际物流，提供专业化国际货运代理服务。为打造自己的核心竞争力，公司把握关键物流节点的投资，2006-2013 年间，在中蒙陆运口岸陆续建设海关公用型保税库、海关监管场所、保税物流中心等陆地口岸核心资产，在成本控制和运营管理中公司的先发优势逐渐凸显。2015 年，完成股份制改造。2018 年，首次公开发行 A 股成功上市。近年来，公司搭乘国家“一带一路”长期发展战略的高速列车，在资本市场的助力下，不断将陆运口岸为中枢的跨境多式联运的成功模式优化复制到中亚和非洲等内锁国，建立起辐射全球 60 多个国家和地区的物流网络，为客户提供定制化的跨境综合物流解决方案。2021 年，紫金矿业拟以 21.23% 的持股比例入股嘉友国际，成为公司第二大股东，强化了公司海外经营的稳健性。

图表 1. 嘉友国际发展历程中里程碑事件

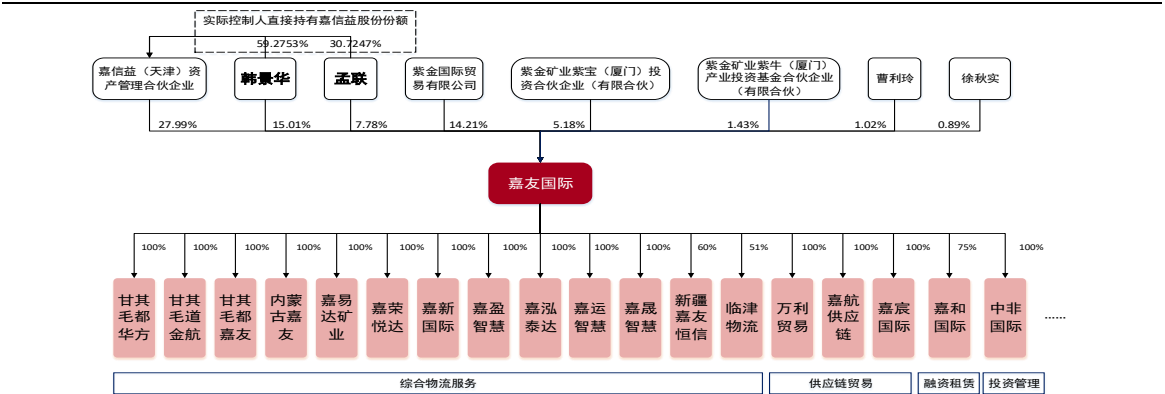
| 年份     | 重要事件                                 |
|--------|--------------------------------------|
| 2005 年 | 乌拉特中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司成立                |
| 2006 年 | 嘉友二连浩特出口货物海关监管场所正式投入使用               |
| 2008 年 | 嘉友甘其毛都出口货物海关监管场所正式投入使用               |
| 2012 年 | 嘉友甘其毛都进口煤炭海关监管场所正式投入使用               |
| 2013 年 | 嘉友甘其毛都国际矿产品海关公用型保税库正式投入使用            |
| 2015 年 | 嘉友国际物流完成股份制改造，正式更名为嘉友国际物流股份有限公司      |
| 2018 年 | 嘉友国际首次公开发行 A 股成功上市                   |
| 2021 年 | 紫金矿业拟以 21.23% 的持股比例入股嘉友国际，将成为公司第二大股东 |

资料来源：公司官网，中银证券

韩景华和孟联为公司共同控制人和一致行动人。截至 2022 年一季报，韩景华直接持有公司 15.01% 的股份，孟联直接持有公司 7.78% 的股份，韩景华和孟联通过嘉信益资产管理合伙企业间接持有公司 25.19% 的股份，二者共持有公司 54.41% 的股份，为公司的共同实际控制人和一致行动人，公司的股权集中度较高。

2021 年 12 月，紫金矿业通过旗下公司入股嘉友国际，合计持有嘉友国际总股本的 21%，成为公司的第二大股东。紫金矿业紫宝（厦门）投资合伙企业（有限合伙）、紫金矿业紫牛（厦门）产业投资基金合伙企业（有限合伙）、紫金国际贸易有限公司的控股股东均为紫金矿业集团股份有限公司，为一致行动人。未来，嘉友国际在刚果（金）的矿业通道将与紫金的非洲矿业形成互促共进、优势互补的产业协同效应。

图表 2. 嘉友国际股权穿透图（部分）

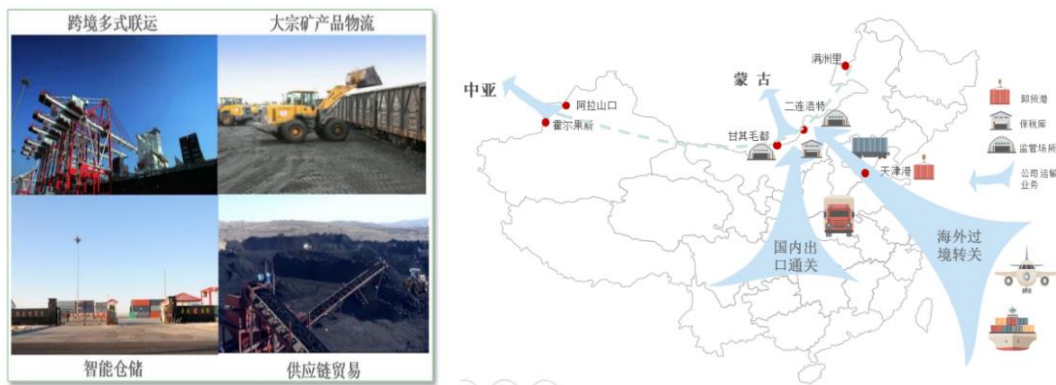


资料来源：公司公告，中银证券

## （二）主营业务：“跨境综合物流”与“供应链贸易”双轮驱动

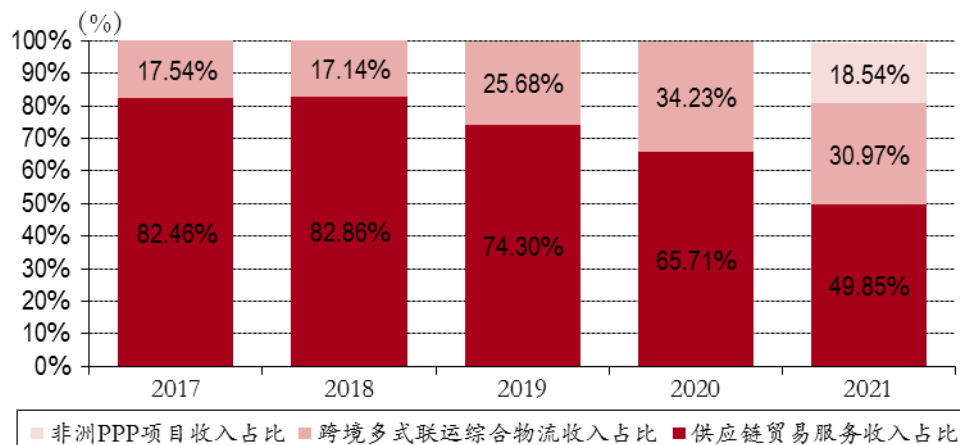
公司主营业务按照是否含货值，总体上分为跨境多式联运综合物流服务（简称跨境综合物流）和供应链贸易服务两大类。其中，跨境多式联运综合服务物流包括跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储三类。

图表 3. 嘉友国际主营业务分类及跨境综合物流业务图览



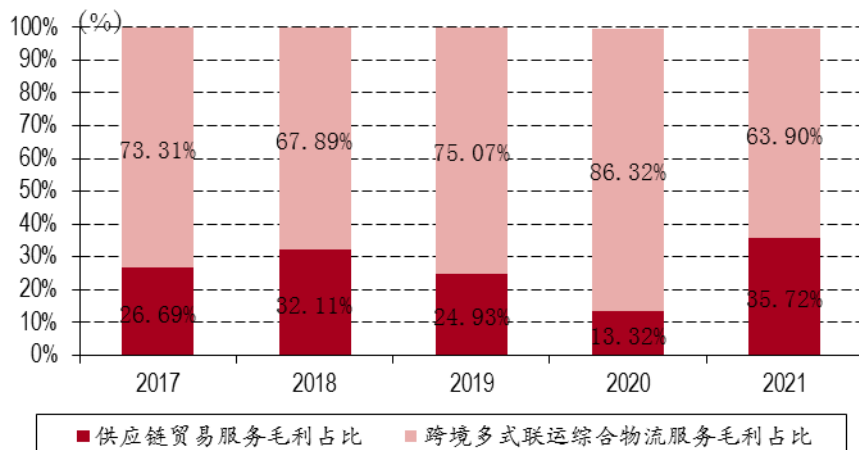
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 4. 2017-2021 年主营业务收入结构



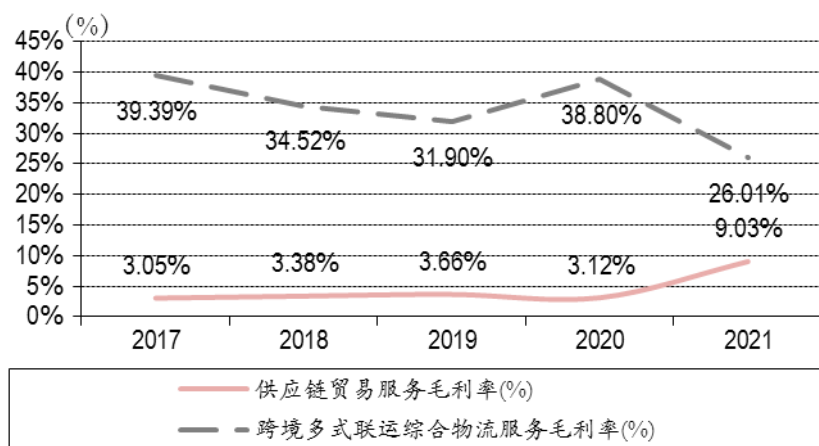
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2017-2021 年主营业务毛利润结构



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2017-2021 年主营业务毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

### (三) 竞争壁垒：先发布局陆地口岸物流节点，深厚积淀跨境物流技术资源

跨境物流赛道聚集了国有物流企业、国外大型物流企业和国内民营物流企业。目前跨境物流行业中主要有三种类型的参与竞争者：1) 大型国有物流企业；2) 国外大型物流企业；3) 民营物流企业。民营物流企业在跨境物流运输中，区域性特点明显、企业市值较低、国际网络较为薄弱。

图表 7. 跨境物流行业企业细分

| 类别       | 代表企业                                | 优势                                    | 劣势                        |
|----------|-------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------|
| 国有物流企业   | 中外运、中远海物流、中国储                       | 规模较大，业务较全面；资本管理精细化程度、激励机制有            | 进一步提升空间                   |
| 国外大型物流企业 | DHL、SCHENKER、KUEHNE&NAGEL、PANALPINA | 实力较雄厚；品牌知名度高                          |                           |
| 民营物流企业   | 中创物流、海程邦达、华鹏飞、瑞茂通、嘉友国际              | 规模较大，业务较全面；有先进的管理和技术；拥有覆盖全球主要国家和地区的网络 | 本土客户关注度较低                 |
|          |                                     | 机制灵活，市场反应速度较快；在细分市场有较强的竞争力            | 企业规模较小，区域性特点较为明显；国际网络较为薄弱 |

资料来源：公司招股说明书，中银证券

**3 个维度看嘉友国际在跨境物流企业中的定位：立足陆地口岸节点资源优势，精耕跨境多式联运综合物流赛道。**1) **从物流产业链业务覆盖程度**：可以分为传统国际货代、综合物流（提供仓储和运输）、供应链管理。嘉友国际凭借综合物流服务资质，卡位海关监管场所和保税仓等核心资源，为客户提供一站式总包服务；2) **网络覆盖度**：由于海运和航空被国家队占有，港口和运力等核心资产资金投入过高，民企实力不足。嘉友国际把握陆运这一细分领域和支线，聚焦蒙古、中亚、非洲等内陆锁定国家，提供公铁联运、铁水联运服务。3) **货种**：嘉友国际主要从事工程项目设施设备和大宗矿产品（主焦煤、铜精矿等）运输，货值较高、体量较大。行业内拥有相同区域市场，且经营同类型货品运输标的的跨境物流企业相对较少，特别是中蒙主焦煤市场跨境物流企业相对有限。

嘉友国际率先布局的陆运口岸海关监管场所和保税仓，相比竞争企业具备先发优势。从货物标的来看，各家多式联运企业所运输货品均以能源商品、基础原材料、农副产品等大宗商品和工程项目设施设备为主。从业务网络范围来看，以华贸物流为代表的国企业务网络更为广泛，其他各民企均有深耕的核心区域市场，全球网络覆盖度低。各家企业均有货代业务，其核心竞争力的提高还在于仓储、海关等核心节点的卡位，以及自有运力的配置。

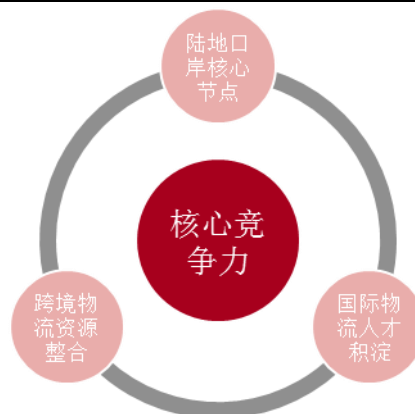
图表 8.国内多式联运企业业务类型对比

| 上市公司       | 多式联运业务            | 业务范围                     | 货物标的                 | 自有资产                                                  |
|------------|-------------------|--------------------------|----------------------|-------------------------------------------------------|
| 嘉友国际       | 集装箱和散杂货物的跨境多式联运业务 | 境内+境外（蒙古、中亚、非洲）          | 工程项目设施设备、铜精矿、主焦煤、散杂货 | 集装箱、集装箱双挂车、保税仓、海关监管场所                                 |
| 上海雅仕       | 公路、铁路、水路的集装箱多式联运  | 境内                       | 硫磷资源、有色金属、煤炭         | 运输车辆、集装箱场站中的设备（叉车、轨道式集装箱门式起重机、正面吊、液疏储罐）               |
| 华贸物流（中特物流） | 国际多式联运、集运（含集装箱拼箱） | 境内+境外（南亚、东东南亚、欧洲、南美洲、非洲） | 石油化工品、电力大设备、房建与基建材料  | 铁路专用车（特高压电力设备，单车运输能力最大达1,800吨）、铁路特种车辆17套、公路桥式车、凹底车30套 |
| 畅联股份       | 江海联运及国际多式联运代理服务   | 境内+境外（新加坡、香港、台湾、美国）      | 高科技电子、医疗器械和试剂、机械装备部件 | 自有货车7辆（主要用于保税区内短驳及应急运输任务）                             |
| 厦门象屿       | 汽、铁、水多式联运         | 境内+境外（亚洲、俄罗斯、印度、中越、中泰）   | 金属矿产（煤炭、铁矿石）、农产品     | 10个仓储节点（辽宁、浙江、山东、广西等地）                                |

资料来源：公司招股说明书，中银证券

**竞争壁垒：**从“陆地口岸核心节点资源布局+跨境物流资源整合能力+国际物流人才技术积淀”三方面构建了嘉友国际核心竞争力：1) **陆地口岸核心节点：**把控跨境物流中的关键节点，布局口岸核心资产、多式联运物流基地、供应链物流基地等基础设施，提升物流运输、仓储分拨、报关报检、物流综合单证服务等不同业务的高效对接；2) **跨境物流资源整合：**借助信息化有效地组合、管理社会要素资源，构筑物流线路网络，保障多式联运业务的快捷稳定与经济高效；采购必要的运力资源，以应对未来可能出现的运力紧缺、运价上涨；3) **国际物流人才技术积淀：**培养具备跨境多式联运业务专业技能、国际业务管理能力的优质人才，重视物流信息化系统的建设，实现国际多式联运业务操作高效务实。

图表 9.嘉友国际核心竞争力



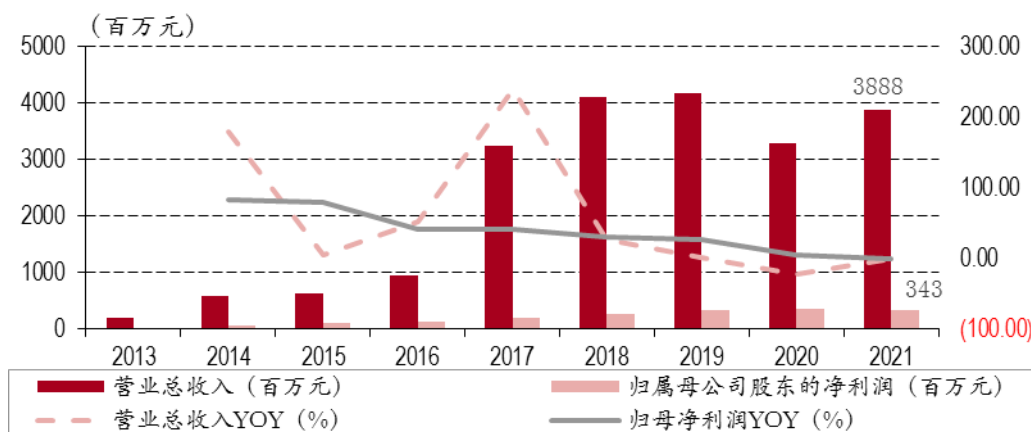
资料来源：中银证券

## （四）财务概况：短期业绩受疫情压制，盈利能力表现相对稳健

新冠疫情前（2020 年之前），公司营收和归母净利保持稳定增长态势。受新冠疫情影响，收入因车辆通关不畅明显下滑，2020/2021 营收同比-21.33%/+18.50%，归母净利同比+4.9%/-4.83%。2021 年利润及毛利均有所下滑，与蒙古疫情反复，中蒙通关受阻有关。甘其毛都口岸日通车数量由疫情前 1000-1500 车降至 100 车，对高毛利的跨境综合物流业务影响较大。

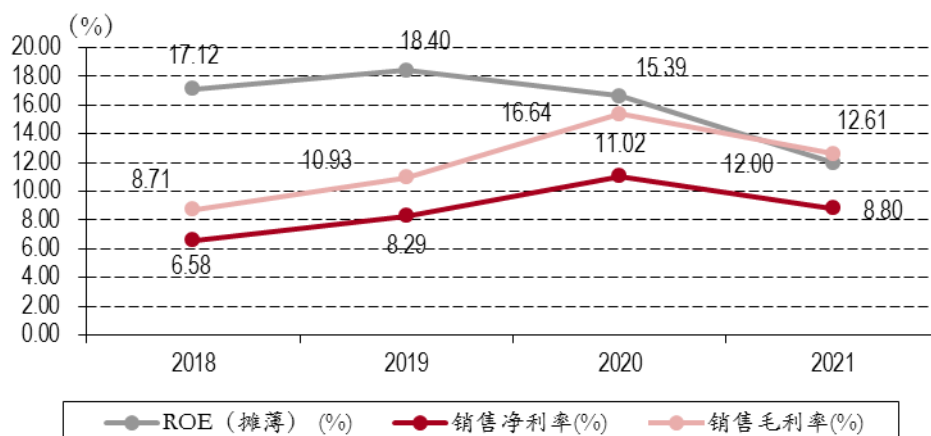
签订多项蒙煤长期重大合约，智能改造口岸持续提高通关效率，非洲项目拉动业绩长期增长。澳洲和印尼煤炭禁令下，使国内对于具有低成本优势的蒙煤需求旺盛，2021 年与 OT 公司签订了 5+2 年期的综合跨境物流服务总包合同，并中标多个重大项目、签署多项重大合同，加之公司对甘其毛都口岸的物流基础设施智能化升级改造已经完成，待疫情好转中蒙业务有望大幅回弹。截至 2022 年 5 月，非洲 150 公里公路项目（卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路）已试运营，萨卡尼亚陆港、莫坎博边境口岸预计在 2022 年 6 月份完工后开始试运营，据公司测算运营平稳期将有 3000-5000 万美金年均净利润贡献。

图表 10. 2013-2021 年公司营收及归母净利润



资料来源：万得，中银证券

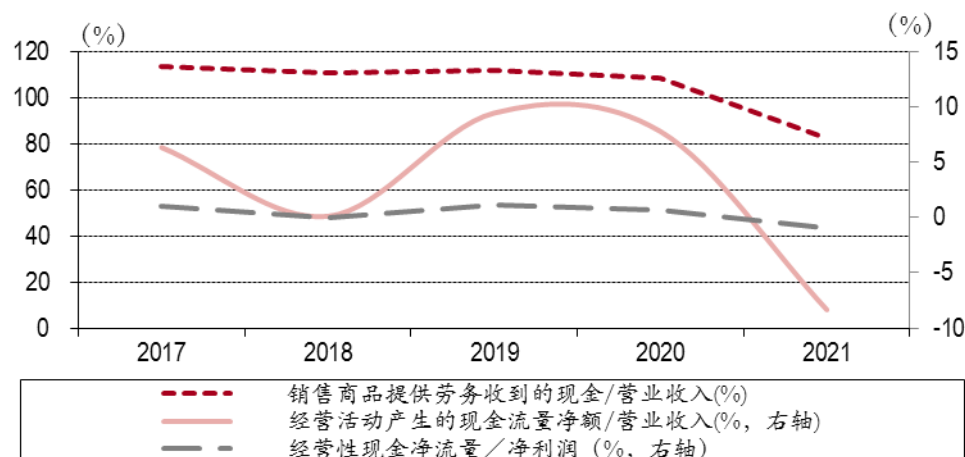
图表 11. 2013-2021 年公司主要利润率指标



资料来源：万得，中银证券

受疫情困扰经营性现金净流量短期承压。2021 年经营性现金净流量由正转负，原因可能是国内对蒙煤需求较高，公司通过供应链贸易服务自身采购大量煤炭，涉及预付款项，而受疫情影响通关不畅，销售回款能力在短期内下滑。

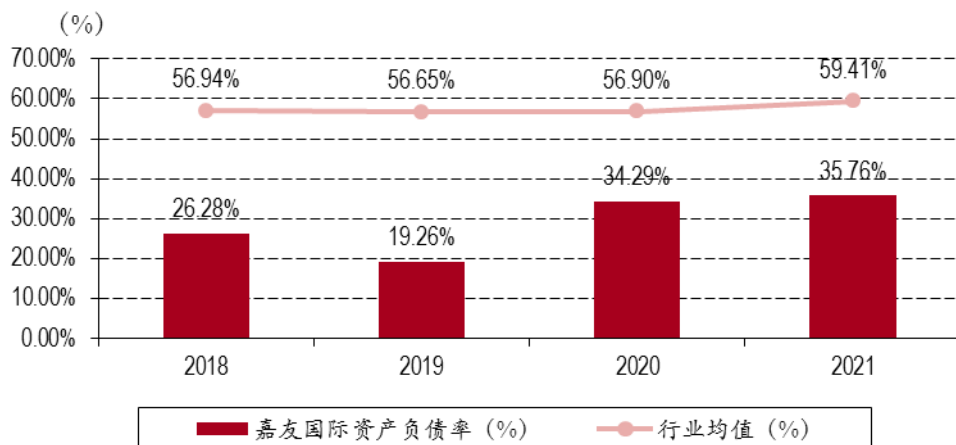
图表 12. 2013-2021 年公司现金流量分析



资料来源：万得，中银证券

资产负债率长期处于低位，2020 年上升主要系新增可转债所致。公司长期以来资产负债率处于行业低位，2020 年有较大幅度上升，是由于公司新发行可转债 6.27 亿元，负债总额同比增长 152.64%。总体来看，公司的偿债能力较强，财务面总体稳健。

图表 13. 2013-2021 年公司资产负债率和行业均值



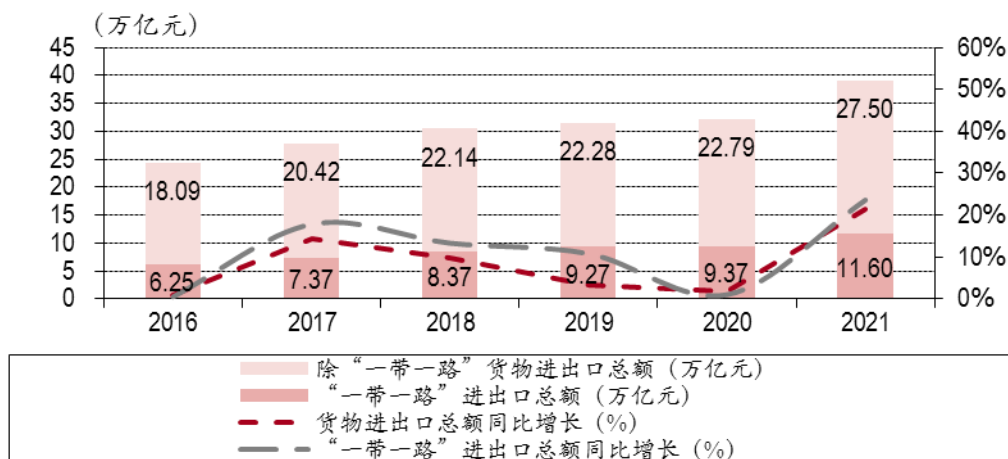
资料来源：万得，中银证券

## 二、成长空间：聚焦内陆国跨境物流赛道，“一带一路”市场空间广阔

“一带一路”沿线国家进出口贸易高于整体水平，贸易规模和增速稳步提升。嘉友国际主营业务所处赛道与中国与“一带一路”沿线国家贸易高度相关。据国家海关总署统计，2021 年我国对“一带一路”沿线国家进出口 11.6 万亿元，同比增长 23.6%，较同期我国外贸整体增速高出 2.2 个百分点。2016-2021 年，我国与“一带一路”沿线国家贸易规模稳步提升，进出口总值从 6.25 万亿元增长至 11.6 万亿元，年均增长 7.5%，占同期我国外贸总值的比重从 25% 提升至 29.7%。2021 年民营企业对“一带一路”沿线国家进出口 6.21 万亿元，同比增长 25.6%，占同期我国与“一带一路”沿线国家进出口的 53.5%，提升 0.8 个百分点。

中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量稳健增长。与嘉友国际业务具有直接关系的新疆的霍尔果斯口岸、阿拉山口口岸，内蒙古的二连浩特口岸、甘其毛都口岸的货运量均总体呈现增长态势。

图表 14. 2016-2021 年“一带一路”沿线国家进出口总额及同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2021 年中蒙、中亚边境重点口岸进出口货运量

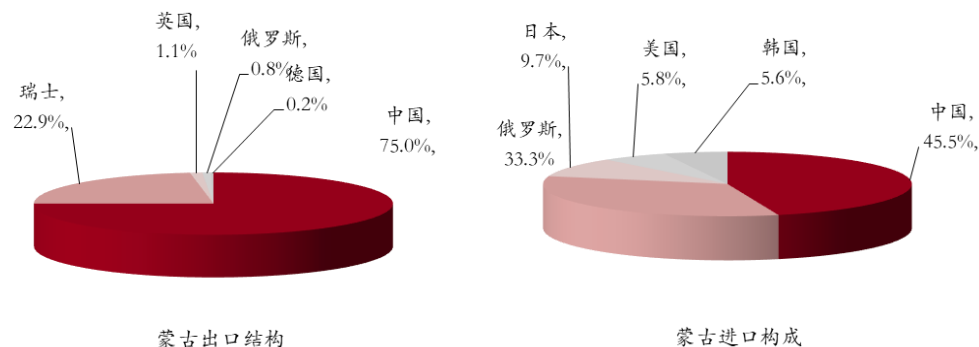
| 边境口岸 | 2021 年进出口货运量                                                                                                                                                |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 甘其毛都 | 进口货运量近 800 万吨，实现海关税收入库 24.42 亿元，同比增长 7.33%；<br>其中，进口煤炭 719.1 万吨，贸易值 81.63 亿元；进口铜精矿 62.67 万吨，贸易值 120.74 亿元。                                                  |
| 二连浩特 | 上半年进出口货运量 994.2 万吨，同比增长 2.2%。<br>进出口货运量 3961.3 万吨、贸易额 2839.2 亿元，同比分别增长 15.1%、17%，其中，铁路口岸进出口货运量 738.1 万吨，同比增长 32.9%。进出口货运量占全疆口岸的六成，该口岸进出口货运量已连续 6 年位居全疆口岸之首； |
| 霍尔果斯 | 进口货运量 3500.7 万吨，同比增长 15%，贸易额 870.8 亿元，同比增长 10.5%；<br>出口货运量 460.6 万吨、贸易额 1968.4 亿元，同比分别增长 15.7%、20.2%。                                                       |
| 阿拉山口 | 进出口货运量为 2066.1 万吨；<br>进口货运量 1780 万吨，贸易值 1304.4 亿元，同比增长 24.7%；<br>出口货运量 286.1 万吨，贸易值 1750.1 亿元，同比增长 19.4%。                                                   |

资料来源：内蒙古、新疆维吾尔自治区人民政府官网，中银证券

## （一）蒙古市场：蒙煤进口有望触底反弹，铜精矿合同订单有望翻倍

中国是蒙古国最大双边贸易国家，嘉友国际主营业务起步于中蒙跨境物流市场。2020 年蒙古出口构成中，中国占总量比重的 75%。其中，向中国出口的产品以矿产品为主，随着蒙古铜、黄金和煤炭等资源的进一步开采，加上中国经济发展对资源需求量的增加，矿产品的贸易额还将提高。2020 年蒙古进口构成中，中国占比 45.5%，主要进口货物为中国的机电产品、农产品、建筑材料、纺织品等。嘉友国际 2005 年创立之初，主营中蒙国际物流，提供专业化国际货运代理服务，重点货种包括铜精矿和煤炭等。

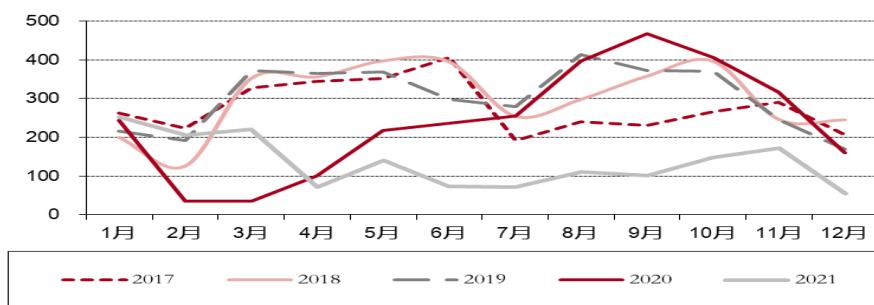
图表 16. 2020 年蒙古出口和进口构成（分国别）



资料来源：蒙古国国家统计局，中银证券

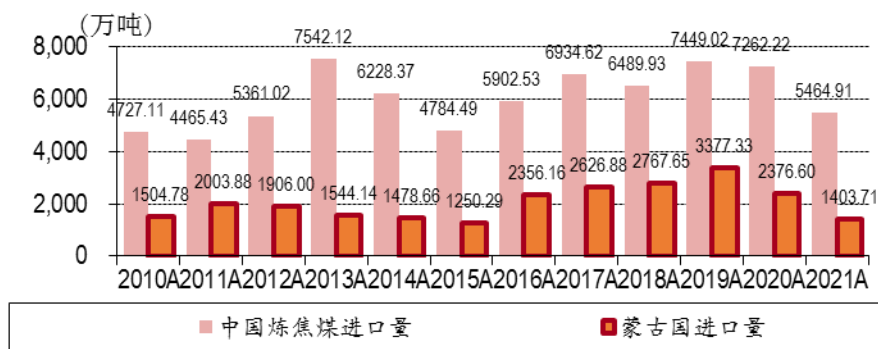
**煤炭：**受新冠疫情影响，2020 年和 2021 年我国从蒙古国进口煤炭量大幅下滑。2017-2021 年蒙古煤出口量分别为 3340.01 万吨/3626.48 万吨/3660.41 万吨/2867.71 万吨/1613.76 万吨，受新冠疫情影响 2020 年和 2021 年均有所下降，分别同比下降 21.7%/43.7%。但是由于国际炼焦煤价格的上升，使得蒙煤进口金额在进口量下降的情况下，仍然出现大幅增长。蒙煤出口金额分别为 22.68 亿美元/28.03 亿美元/30.79 亿美元/21.27 亿美元/27.79 亿美元，2021 年同比上涨 30.7%。

图表 17. 2017-2021 年蒙古煤出口量（万吨）



资料来源：蒙古国国家统计局，中银证券

图表 18. 中国炼焦煤总进口量及蒙古进口量

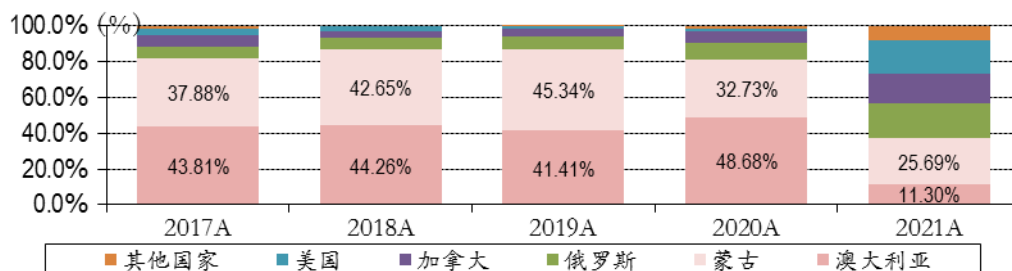


资料来源：万得，中银证券

新冠疫情影响致蒙煤进口处于历史低位。2021 年 4 月份起蒙古国新冠肺炎疫情出现反复，全年蒙古煤炭产量下降 29.7%，出口下降 43.7%。据蒙古国国家统计局，2021 年 1-12 月，蒙古国煤炭产量累计为 3012.4 万吨，比上年同期减少 1273.9 万吨，同比下降 29.7%。其中，12 月份，蒙古国煤炭产量为 247.45 万吨，同比减少 59.6%，环比增长 3.4%。1-12 月，蒙古国煤炭出口累计为 1613.76 万吨，比上年同期减少 1254.0 万吨，同比下降 43.7%。其中，12 月份，煤炭出口 54.1 万吨，同比减少 66.3%；环比下降 68.4%。其中，2021 年 1-10 月份，蒙古国向中国出口煤炭 1264.64 万吨，同比减少 44.4%，占蒙古国煤炭出口总量的 91.1%。10 月份，蒙古国向中国出口煤炭 126.72 万吨，同比下降 65.72%，环比增加 33.01%，占蒙古国煤炭出口总量的 86.3%。

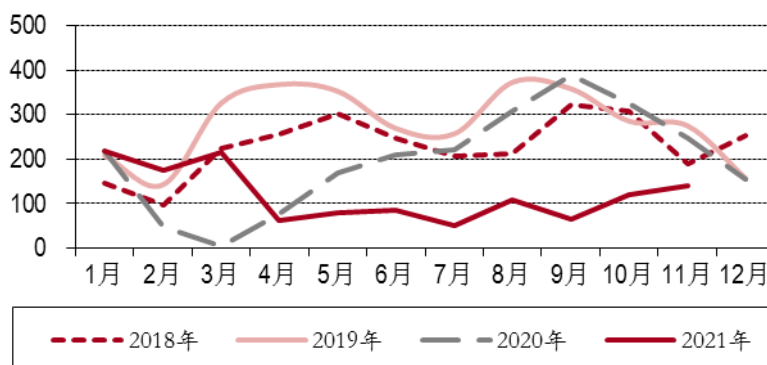
蒙古长期以来一直为我国最主要的炼焦煤进口国。相较于其他煤种，炼焦煤属于稀缺资源，尤其是我国低硫优质主焦煤资源有限，使得我国需要大量进口炼焦煤。2021 年中国进口蒙古的炼焦煤数量为 1403.73 万吨，占总进口量的比重为 25.69%。

图表 19. 2015-2021 年我国炼焦煤进口国家分布



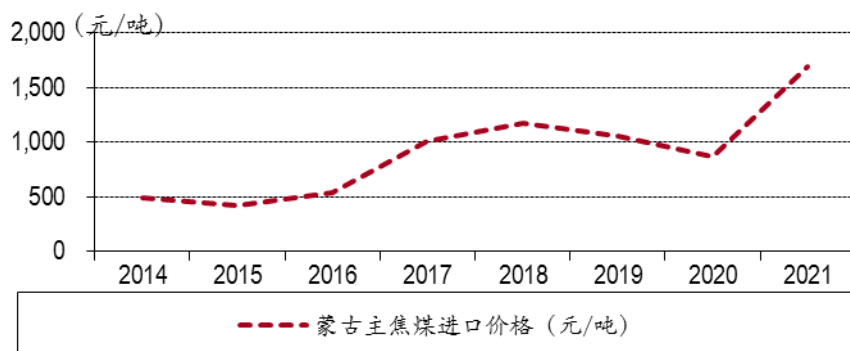
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 炼焦煤进口量：蒙古-中国（单位：万吨）



资料来源：万得，中银证券

图表 21.主焦煤进口价格：蒙古-中国（元/吨）

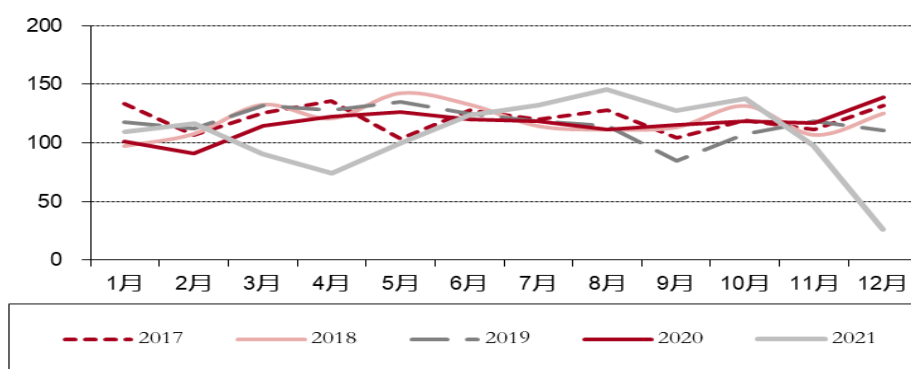


资料来源：蒙古煤炭网，中银证券

后疫情修复叠加澳煤限制出口，蒙煤进口量有望持续增长。在主焦煤进口方面，我国相对缺乏的优质主焦煤资源主要依赖澳煤和蒙煤的进口，其他国家煤种存在热强度较低的问题。澳煤持续限制出口，以及蒙古国加入《亚太贸易协定》（依据该协议，出口到中国的主焦煤将享受 50% 的关税优惠），预计 2022 年主焦煤进口资源主要依靠疫情恢复后和火车通车的蒙古焦煤，蒙古主焦煤的进口量将在回弹后持续增长。

**铜精矿：**中国约 70%-80% 铜精矿依赖进口，蒙古为我国第三大铜精矿进口来源国。据统计数据显示，中国进口铜精矿量占总需求的 70%-80%，对外依赖度较高。2014-2020 年中国铜矿砂及其精矿年均进口量 1755.47 万吨，年均增长 6.8%。2014 年，蒙古成为我国铜精矿进口第三大来源国，自蒙古进口铜精矿占进口总量约 7%-8%。从蒙古来看，年出口铜精矿几乎全部运往中国。2017-2021 年蒙古铜精矿出口量分别为 144.72 万吨/143.67 万吨/140.36 万吨/139.51 万吨/128.25 万吨，铜精矿出口金额分别为 16.13 亿美元/20.12 亿美元/17.96 亿美元/17.78 亿美元/28.99 亿美元。从铜精矿出口量来看，各年变动浮动不大，2021 年有小幅下降，同比下降 8%；从铜精矿出口额来看，2021 年由于铜精矿出口价格上涨，出口额反而有大幅上升，同比上涨 63%。

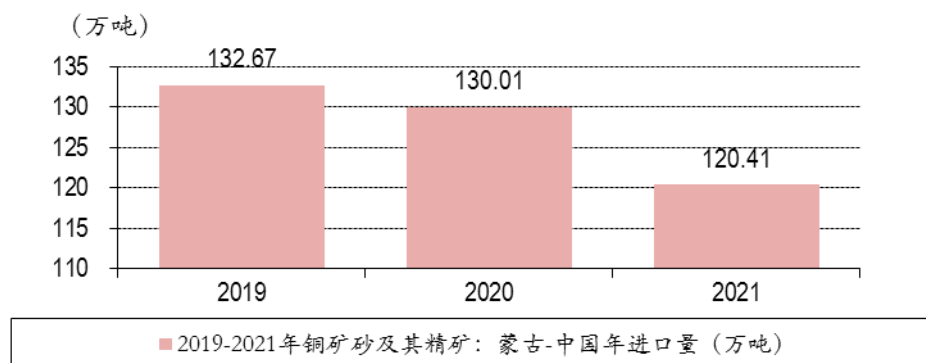
图表 22. 2017-2021 年蒙古铜精矿出口量（千吨）



资料来源：蒙古国国家统计局，中银证券

嘉友国际中标蒙古 OT 矿二期协议，铜精矿业务有望于 2023 年翻倍。大宗矿产品物流（铜精矿为主）近年来增速稳定，2022 年随着 OT 矿二期建成投产，铜精矿产能将翻倍。嘉友中标的 OT 矿二期 5+2 年框架协议，于 2020 年 7 月 10 日起开始执行，为 OT 提供每年不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务。OT 矿一期年产铜精矿 80-100 万吨，2017-2020 年公司铜精矿运输量分别为 96.86 万吨/97.77 万吨/84.68 万吨/87.32 万吨，占中国进口蒙古铜精矿总量约 66%。OT 矿二期项目预计 2022 年底或 2023 年初投产后，年产量将实现翻倍，年产铜精矿预计达 180-300 万吨。公司智能仓储业务作为大宗矿产品物流业务的上游延伸业务，智能仓储收入会随着铜精矿等矿产品入境量的增加而增加，同时有助于公司整体毛利率的增加。

图表 23. 2019-2021 年铜矿砂及其精矿：蒙古-中国年进口量（万吨）



资料来源：万得，中银证券

主焦煤和铜精矿作为嘉友国际中蒙跨境物流主要经营的货种，中蒙陆运口岸是跨境物流的关键节点。2018 年甘其毛都口岸进出口贸易值占中蒙贸易值的 43.54%，其中煤炭进口量、值分别占蒙古国煤炭出口的 46.69%和 69.17%，占全国炼焦煤进口的 27.95%和 20.46%。铜精粉进口值占蒙古国铜精矿出口总值的 61.26%。

甘其毛都和策克口岸是我国进口蒙古炼焦煤的两大主要口岸。蒙古国煤炭出口到我国主要依靠公路卡车运输，大多从巴彦淖尔市的甘其毛都口岸和阿拉善盟的策克口岸两个陆路口岸入境。甘其毛都口岸毗邻资源富集的蒙古国南戈壁省，距世界上最大的未开采炼焦煤之一——塔本陶勒盖煤矿（TT 矿）仅 260 至 300 公里，TT 矿已探明储量 64 亿吨，其中主焦煤 18.8 亿吨。据国家海关数据显示，2019 年，我国从甘其毛都口岸进口炼焦煤 1970.86 万吨，占总进口量的 58.40%；我国从策克口岸进口炼焦煤 1196.23 万吨，占总进口量的 35.44%。

图表 24. 嘉友陆运口岸核心资产布局&蒙古主要炼焦煤煤矿资源



资料来源：公司招股说明书，中银证券

**甘其毛都和二连浩特口岸是进口蒙古铜精矿的主要口岸。**据内蒙古自治区政府网站公开资料显示，甘其毛都口岸作为入境我国货运量最大的公路口岸，也是疫情期间中蒙边境唯一保持不间断通关的口岸，自甘其毛都口岸进口蒙古铜精矿占进口总量 50%-60%。二连浩特公路口岸作为中蒙最大陆路口岸，自二连浩特口岸进口蒙古铜精矿占进口总量约 40-50%。受疫情影响，2021 年，二连浩特口岸进出口贸易受到一定程度的影响，但铜矿砂进口量不降反增，进口铜矿砂 57.9 万吨，比去年同期增长 2.4%，价值 78 亿元。

**嘉友国际以甘其毛都口岸为蒙古市场主要基地。**据内蒙古乌拉特中旗政府网站公开资料显示，甘其毛都口岸主焦煤进口量约占蒙古进口总体 50%-60%，2019 年甘其毛都口岸进口主焦煤约 2000 万吨，2020 年受疫情影响降至 1500 万吨，2021 年 696 万吨。据嘉友国际公告显示，公司主焦煤货运量占甘其毛都口岸进口量约 50%，其中有约 35% 分属供应料贸易业务，有 65% 分属主焦煤仓储业务。受新冠疫情影响，2021 年蒙古通关车数明显缩减，为四年来最低水平。2019 主焦煤通车辆高峰期达日均 1000-1500 车，2021 年减少 90%，降至 100 车。后续若疫情好转，蒙煤的通关有望能恢复到 500 车以上水平预期。

**嘉友国际推进中蒙跨境口岸基础设施升级改造，巩固公司在甘其毛都口岸先发优势。**2020 年公司新增海关监管场所，提供主焦煤仓储服务；积极推进环保煤棚、自动装车等基础设施建设；率先布局 and 运营双挂车辆集装箱环保运输模式，均为供应链贸易业务的增长提供有利的保障。具体内容包括：1) 2020 年收购内蒙古铎奕达矿业有限公司，增加了公司在内蒙古甘其毛都口岸 65 万平方米的仓储面积，主要为焦煤提供仓储服务，收购后针对蒙古进口主焦煤仓储量占口岸仓储总量的 50% 以上。2) 推进环保煤棚建设项目，储煤棚项目建设规模共计五座，总建筑面积 23 万平方米，分二期建设，其中一期建设储煤棚二座，建筑面积 11 万平方米，配置皮带传输系统两套；二期建设储煤棚 3 座，建筑面积 12 万平方米。3) 鉴于中蒙散煤运输方式的弊端，嘉友率先在中蒙推进主焦煤“坑口——境内”的“散改集”运输模式，2019 年，通过国际融资租赁方式出口蒙古国的首批集装箱双挂车正式投入运营；2020 年，公司大宗矿产品物流业务完成了集装箱环保替代方案的优化进程。**海关仓储服务的拓展、基础设施的建设推进、散改集”环保运输模式的布局均为公司中蒙供应链贸易业务的增长和发展提供有利的保障。**

**疫情期间，散改集“环保+高效”两大优势凸显，借助自主研发的无车承运电商平台完成车货匹配，助力公司持续稳定发展。**2021 年疫情期间，由于蒙古跨境运输散装煤车故障率高，卸车作业时间长，人员直接接触蒙方车体问题突出，甘其毛都口岸暂停散装煤车入境，只允许集装箱煤车跨境运输，嘉友提前布局的集装箱双挂车优势凸显：1) 集装箱跨境运输模式，可大幅降低蒙古矿能散装产品在中蒙跨境运输过程中的遗撒和损耗，减少细颗粒物污染，极大提升大宗货运品质，使跨境物流运输更为环保、绿色。2) 目前公司所购集装箱均具备铁路运营资质，提升了公司与铁路承运人的合作粘性，加强了铁路运力的保障。3) 公路运输作为中国主要物流运输方式，整车物流市场规模大，但上下游分散，公司自主研发无车承运电商平台，根据公路运输需求整合全国范围内的优质运力，获客成本低、司机粘性强，能够降低车辆空驶率，实现公路运输的降本增效。2019-2021 年公路物流整车运输运价较为平稳。

**以贸易锁定物流，重大合同静待在疫情好转后为公司业绩带来爆发式回弹。**考虑到蒙古国 2022 年 3670 万吨的煤炭出口目标，以及嘉友在手的与蒙古博迪公司四年共计 600 万吨主焦煤采购合同、与珍宝塔本陶勒盖公司的 1500 万吨主焦原煤采购合同。嘉友主焦煤供应链贸易货运量能否爆发式回弹取决于中蒙疫情发展以及甘其毛都通关量。随着疫情好转，甘其毛都通车量有望稳步提升，公司炼焦煤供应链等业务有望反弹。

## (二) 中亚市场：俄乌冲突传导效应出现，中亚回程物流机会或增加

中国与中亚国家贸易具有互补性，跨境物流需求稳步增加：随着“一带一路”的深入推进，新疆霍尔果斯口岸作为连接中亚五国（即哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦）的重要交通枢纽，现成为国际物流陆路运输的黄金通道，是新亚欧大陆桥重要的咽喉地带。中亚五国拥有丰富的土地、矿产和水利资源，长期作为矿产、农畜产品和其他原料的生产者和供应者，主要出口商品包括原油、天然气、铁矿砂、废钢、铜及各种稀有金属、畜产品等；其轻工业、电子业相对落后，所需日用消费品大部分依赖进口，主要进口商品有机电产品、塑料橡胶、纺织品、建材、食品、石油化工产品等。

根据中国统计年鉴数据显示，2012—2016 年，中国对中亚五国的进口总额分别为 246.44 亿美元/270.33 亿美元/209.59 亿美元/150.55 亿美元/120.77 亿美元。其中，中国对哈萨克斯坦的进口总额占中国对中亚五国年进口总额的比重最大，接近 60%。2014-2021 年哈萨克斯坦 2019 年向中国出口矿产品占总出口额的 50.7%，同比增长 36.8%；而自中国进口产品以机电产品为主，占比 39.7%，同比增长 5.4%。

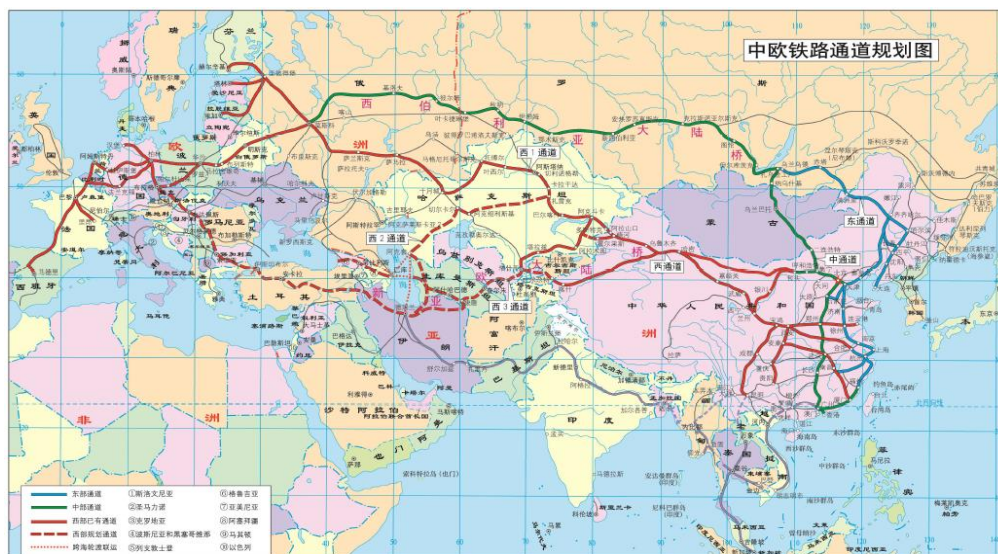
图表 25. 2019 年哈萨克斯坦对中国出口和进口前五大商品构成（单位：百万美元）

| 出口商品类别 | 2019 年 | 上年同期  | 同比%  | 占比%  | 进口商品类别 | 2019 年 | 上年同期  | 同比%  | 占比%  |
|--------|--------|-------|------|------|--------|--------|-------|------|------|
| 总值     | 7,823  | 6,273 | 24.7 | 100  | 总值     | 6,523  | 5,384 | 21.1 | 100  |
| 矿产品    | 3,962  | 2,897 | 36.8 | 50.7 | 机电产品   | 2,588  | 2,456 | 5.4  | 39.7 |
| 贱金属及制品 | 2,812  | 2,383 | 18   | 36   | 贱金属及制品 | 747    | 610   | 22.3 | 11.5 |
| 化工产品   | 614    | 680   | -9.8 | 7.9  | 塑料、橡胶  | 476    | 373   | 27.9 | 7.3  |
| 植物产品   | 201    | 156   | 29.3 | 2.6  | 纺织品及原料 | 447    | 274   | 62.9 | 6.9  |
| 动植物油脂  | 100    | 60    | 67.2 | 1.3  | 运输设备   | 374    | 292   | 28.1 | 5.7  |

资料来源：万得，中银证券

大宗产品业务叠加新品类业务拓展，中亚市场将为嘉友国际提供增量市场。中亚通道建设方面，2019 年嘉友国际在中国与哈萨克斯坦边境接壤的霍尔果斯口岸投资设立控股子公司新疆嘉友恒信国际物流有限公司（与新疆生产建设兵团第四师所属可克达拉市恒信物流集团有限公司共同投资，注册资本 10000 万元，其中公司出资 6000 万元，出资比例 60%），嘉友恒信海关监管作业场所用于实施建设海关监管场所及其配套设施。该项目建设有公路运输类海关监管作业场所，含 5 栋仓库及冷冻保鲜库、堆场、办公楼和司机之家。2022 年 1 月，嘉友恒信海关监管作业场所已基本符合开业条件，即将正式投入运营。项目运营后可实现年作业量 230 万吨，其中普通仓储作业量 80 万吨、跨境电商进口作业量 40 万吨、城市配送作业量 40 万吨、冷链物流作业量 40 万吨、堆场作业量 30 万吨。可见在矿产品、农产品、跨境电商、冷链物流等方面中亚市场将成为公司未来新的增长点。

图表 26.中欧铁路通道规划图

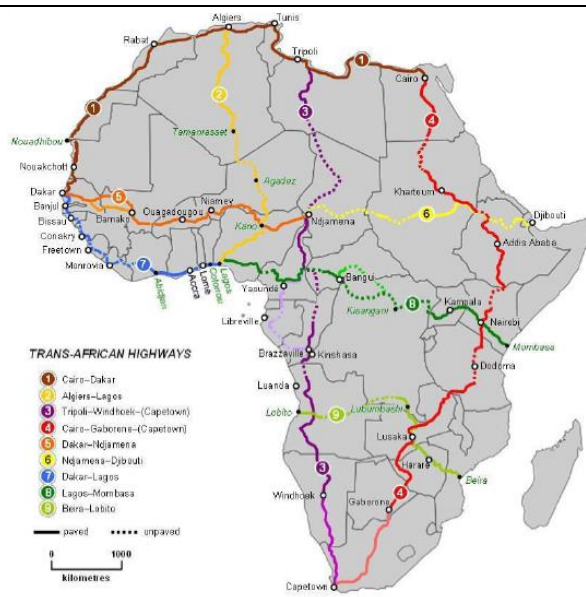


资料来源：中国一带一路网，中银证券

### （三）非洲市场：紫金矿业入股协同发展，非洲市场空间稳步打开

非洲市场：刚果（金）有色金属及矿产资源储量丰富，基础设施落后是限制非洲经济发展的瓶颈要素。嘉友国际非洲项目目前主要聚焦在刚果（金）。刚果（金）南部地区是重要的铜钴矿区，储量和产量巨大，目前该铜钴矿区附近及沿线聚集了众多中资矿产开发企业，这些企业为嘉友国际现有客户以及潜在开发客户。涉及该矿区前期的建设物资、中期投产后的矿粉以及后期的半成品及衍生物资的物流运输，且都需要通过刚果（金）南部的卡松巴莱萨口岸过境赞比亚至德班港和达累斯萨拉姆港。长期以来，由于货运量的激增，导致卡松巴莱萨口岸每天有大量车辆滞留，据嘉友国际公开发布《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》的资料显示，2019年之前卡松巴莱萨口岸拥堵路段最长达70公里，高峰期在口岸滞留长达7至10天，严重影响了刚果（金）矿产经济的发展，也对矿产投资企业造成很大生产经营负担。

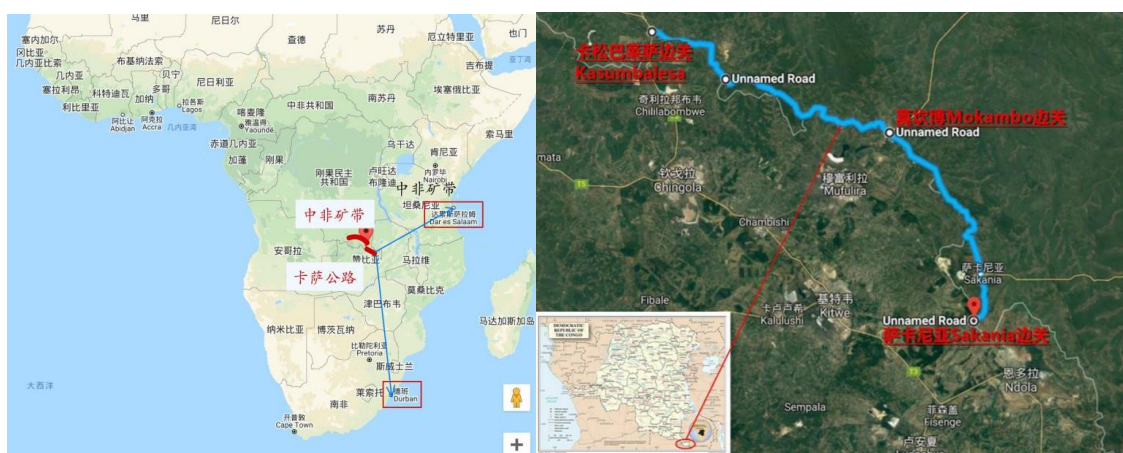
图表 27.泛非公路网规划



资料来源：公司公告，中银证券

在非复制陆地口岸运营模式，嘉友国际建设卡萨矿业通道及口岸项目，为客户和提供的非洲区域跨境综合物流服务降本增效。中非铜钴矿带横跨刚果（金）和赞比亚两国，是世界第三大铜矿富集区，集中了全球 10% 的铜矿资源和 70% 的钴矿资源。尤其是位于南部的卢本巴希-科卢韦齐区域为该国重要的铜钴矿区，超过 20 家矿产企业在此作业，每年铜钴矿产量超过 100 万吨，这里的矿产资源主要通过卡松巴莱萨口岸过境至赞比亚，由此运至世界各地。萨卡尼亚边境口岸是连接刚果（金）和赞比亚的重要边境贸易口岸之一，来自刚果（金）南部的矿产资源主要通过这一口岸运送至赞比亚乃至全世界。2019 年，嘉友国际决定投资 2.29 亿美元，在刚果（金）南部投资建设的卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路、莫坎博及萨卡尼亚口岸升级改造项（以下简称“卡萨项目”）正是位于此铜钴矿区。卡萨项目作为刚果（金）重点民生工程之一，建成后将从根本上改善刚果（金）南部边境的通关与物流现状，改善刚果（金）南部地区运输条件，提高道路通行能力，有利于促进刚果（金）矿业发展、降低南部矿业运输成本。

图表 28. 中非铜钴矿带&嘉友卡萨公路位置图示



资料来源：公司公告，中银证券

与中资矿企战略协同，共同开发非洲矿产市场。中非铜矿带地区开展业务的中资企业包括华刚矿业、华友钴业、中铁国际、中色国际、万宝矿产、金川国际、寒锐钴业、盛屯矿业、紫金矿业、腾远矿业等等，这些矿产企业均为嘉友的现有及潜在客户。自 2018 年 1 月起，为中国有色矿业集团和云南铜业股份有限公司在非洲最大的冶炼厂——赞比亚谦比希冶炼厂的粗铜/阳极板项目提供跨境综合物流服务；2018 年 3 月起，为中有色和云南铜业位于刚果（金）的 Kolwezi 的 Lualaba 铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务。根据五矿经济研究院公开资料显示，2018 年刚果金铜产量约为 130 万吨，其中中资矿业公司产量约为 70 万吨，占总产量的 54% 以上。预计未来嘉友将为在非中资企业提供大宗矿产品物流服务，非洲业务将大幅增长。

图表 29. 公司主要客户在非铜钴矿资源

| 现有及潜在客户  | 铜钴矿资源                                                                                                                      |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 洛阳铜业     | 2021 年，年铜产量预算为 18.73-22.89 万吨，钴产量预算为 1.65-2.01 万吨。<br>TFM 铜钴矿混合矿项目计划 2023 年建成投产后，仅 TFM 项目铜产能将达到 40-50 万吨/年，钴产能达到 3-4 万吨/年。 |
| 紫金矿业     | 拥有世界第三大铜矿，铜储量超亿吨；拥有世界第一大钴矿，钴储量近千万吨                                                                                         |
| 云南铜业     | 铜 680 万吨 Cu 3.3%<br>铜当量 927 万吨 Cu(当量) 4.5%                                                                                 |
| 中国有色矿业集团 | 预计 2022 年，自产铜产能将达到约 17 万吨/年，冶炼铜产能将达到约 57 万吨/年；钴金属产能将达到约 3900 吨/年。                                                          |
| 金川集团     | 年铜产量为 58.3 万吨，年钴产量为 7.8 万吨                                                                                                 |
| 华友钴业     | 年铜产量为 36.37 万吨，年钴产量为 5.41 万吨                                                                                               |

资料来源：公司公告，中银证券

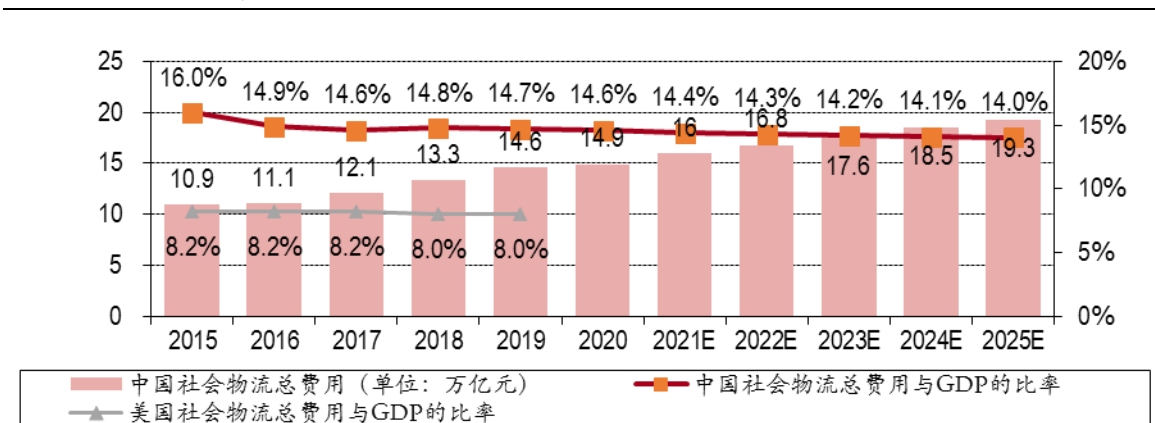
非洲项目投入运营后预计增加利润 2-3.5 亿元。嘉友投建的卡萨项目，作为矿业生命通道，将提高中资企业在内的所有矿企提高矿企通关效率，降低跨境物流成本。2022 年 1 月，公路工程（公司拥有 25 年特许经营权）已通车试运营，开始对通过该路段车辆实施试运营收费，150 美金/150 公里；口岸预计在 2022 年 6 月份完工试运营，据公司可行性报告测算结果显示，未来将增厚年净利润 3000-5000 万美金。

#### （四）政策环境：多式联运享政策利好，供应链安全要求培育跨境龙头

在物流业降本增效和“双碳”目标双重因素驱动下，多式联运成为货运结构调整、节能减碳的突破口。近年来，我国全社会物流费用增长速度整体趋缓，社会物流总费用与 GDP 的比率从 2015 年的 16.0% 降至 2020 年的 14.6%，与发达国家（美国 8.0%）相比，我国物流“成本高、效率低”问题仍较为突出。同时，交通运输业是能源消费和碳排放的主要行业之一，根据交通运输部和国家统计局数据测算显示，交通运输行业碳排放占全社会比重约为 11-15%，公路运输占交通运输碳排放比重超 70%。

多式联运作为一种集约高效的运输组织方式，具有资源利用率高、绿色低碳等特点。在物流成本方面，据综合测算，目前我国多式联运运量占全社会货运量比重每提高 1pct，可降低社会物流总费用约 0.9pct，节约成本支出 1000 亿元左右。大多数多式联运线路运输费用低于公路直达运输费用，成本平均降低约 30%。在能源消耗方面，同样的货物运输量，铁路能耗比是公路的 1/7，污染物排放为公路的 1/13。因此，发展多式联运对于调整运输结构，降低社会物流成本，助力经济双循环的新发展格局形成有着重要意义。

图表 30. 2015-2025E 中美社会物流总费用占 GDP 比重



资料来源：万得，灼识咨询，中银证券

多式联运标的多为大宗商品，适用于运输距离长、时效需求低的货物运输。目前我国多式联运方式中，以公铁联运和公水联运为主流。在货运标的方面，多式联运标的主要为煤炭、焦炭、矿石、钢铁等大宗商品。原因是其计划性强、体量大、运输价格较低，纯公路运输无法满足运输要求，多采用水铁联运或公铁联运。干线运输时，可以直接用火车或船舶进行替代；前端收货以及后端分流，则需要一些灵活的个性化服务，此时用公路运输更为妥当。相对而言，日常用品、纺织品、农产品、电子产品等品类多而杂的散货，由于发货频次较高但单批次货量较少，对时效的要求较高，不适宜采用多式联运。在距离时效方面，货物长距离运输（一般为 600km 以上）时，可采用多式联运。这是因为铁路、水路具有运距长、时效慢的特点，而远距离的公路运输相对而言成本过高，所以对于一些没有时效要求的普货运输，可以将干线运输用铁路或水路替代；另一方面，对于时效需求特别强的货品运输，可以将干线转变为空运。

图表 31.多式联运货运标的和距离时效特点

|      | 分类                                            | 适用性                          |
|------|-----------------------------------------------|------------------------------|
| 货运标的 | 煤炭、焦炭、矿石、钢铁等大宗商品                              | 计划性强、体量大、运输价格较低, 适用水铁联运或公铁联运 |
|      | 日常用品、纺织品、农产品、电子产品等品发货频次较高但单批次货量较少, 对时效类多而杂的散货 | 要求较高, 不适用多式联运                |
|      | 货物长距离运输 (一般为 600km 以上)                        | 远距离公路运输成本过高, 适用多式联运          |
| 距离时效 | 货物时效需求特别强                                     | 铁路、水路运距长、时效慢, 不适用多式联运        |

资料来源: 交通运输部, 中银证券

多式联运发展与发达国家仍有差距, 提升物流枢纽服务能力、加快大宗物流信息资源整合是关键。据交通运输部发布数据显示, 我国多式联运运量规模仅占全社会货运量的 2.9%, 海铁联运比例为 2.5% 左右, 而美国海铁联运比例为 40%, 德国海铁联运比例为 40-50%, 我国多式联运发展与发达国家还有较大差距。在目前大宗物流运输过程中, 现代化仓储、多式联运转运等设施不足、场站物流管理低效、车货匹配效率低、信息平台建设落后等问题成为多式联运发展薄弱点。

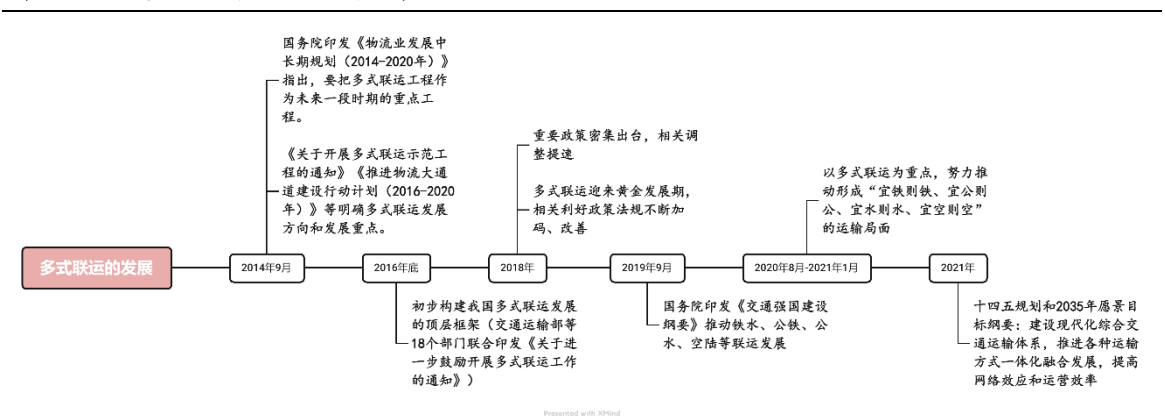
图表 32.中国与欧美国家多式联运发展比较

|                 | 中国   | 美国                 | 欧洲        |
|-----------------|------|--------------------|-----------|
| 集装箱海铁联运比例       | <3%  | 40%                | 德国 40-50% |
| 铁路多式联运量占铁路货运量比例 | 约 3% | 7 家一级铁路公司: 1/3-1/2 | 德国 1/3    |

资料来源: 交通运输部, 中银证券

多式联运作为加快物流流转效率的重要手段, 享多重政策利好, 受多项战略规划支持。2014 年, 国家首次提出将多式联运工程作为未来一段时期的重点工程; 2016 年, 我国多式联运发展的顶层框架初步构建。但由于历史欠账多, 加之体制机制制约, 随后两年里多式联运发展进程依然缓慢。直至 2018 年, 相关政策密集出台, 提出运输结构调整以“公转铁”为突破口, 拓展了多式联运的范围领域。多式联运迎来黄金发展期, 相关利好政策法规不断优化完善。2022 年 1 月 7 日, 国务院发布《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案 (2021-2025 年) 》, 明确要大力发展多式联运, 推动各种交通运输方式深度融合, 进一步优化调整运输结构。到 2025 年, 多式联运发展水平明显提升, 基本形成大宗货物及集装箱中长距离以铁路和水路为主的发展格局。

图表 33.多式联运发展相关重要政策



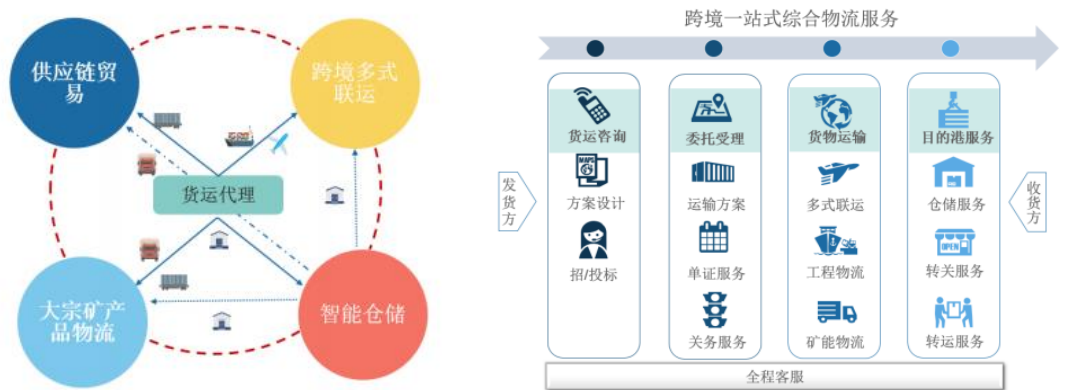
资料来源: 国务院, 交通运输部, 中银证券

《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》着力保障国际物流供应链安全，提升国际运输竞争力。《规划》强调要提升国际物流供应链自主可控能力，培育一批具有全球竞争力的物流供应链龙头企业，引导企业优化境内外物流节点布局，逐步构建安全可靠的国际物流设施网络，实现物流业与制造业深度融合。嘉友国际有望乘政策之风，依托甘其毛都、二连浩特等陆运口岸核心资源，充分发挥其作为中蒙跨境物流龙头企业的先发优势、区域市场优势和服务网络优势，进一步提高市场占有率和综合效益。

### 三、核心业务：跨境综合物流为基石，供应链贸易稳步增长

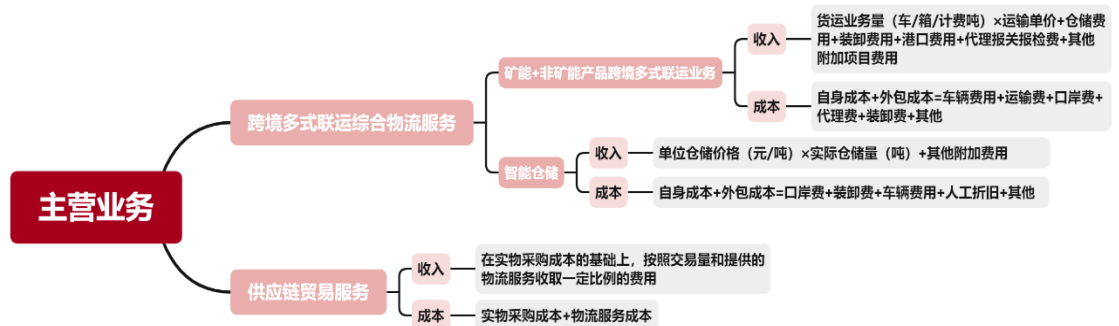
公司将主营业务按照是否包含货值为标准，分为跨境综合物流和供应链贸易两大业务。嘉友国际将蒙古、中亚、非洲等具有国际陆路口岸跨境运输特点的地区作为重点发展区域，在全球范围内整合海陆空铁、港口、口岸等物流服务的社会资源，在关键物流节点投资跨境运输工具、保税仓库及海关监管场所，组建通关和物流服务网络，为客户提供个性化和专业化的跨境综合物流代理服务。嘉友通过大力拓展跨境多式联运、智能仓储、大宗矿产品物流等三个具有广泛需求前景的跨境多式联运细分市场，形成与供应链贸易共四大业务板块的联动发展的格局。

图表 34.四大业务板块、跨境一站式综合物流服务



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 35.主营业务的收入与成本构成示意图



Presented with XMind

资料来源：公司招股说明书，中银证券

#### （一）跨境综合物流服务：与矿产开发周期协同，智能仓储服务毛利率最高

**1.跨境多式联运：**主要以国际工程项目物流为主，也辅以非工程项目物流。具体通过多种运输方式，将货物从一国内接管地点运至另一国内或第三国指定交付地点的货物物流服务。

**国际工程项目物流：**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，向客户提供从产地提货至境外安装点卸货的门到门式跨境物流服务。与普通的跨境物流服务相比，工程项目物流具有针对性和专属性，实施的一次性等特点，对安全性和及时性的专业化要求程度高，毛利较高。公司至今已成功承接并执行了蒙古奥云陶勒盖铜矿一期开发等多个国际矿业工程物流项目、蒙古国西部泰西尔水电站等电力物流项目、乌兰巴托机场和住宅等城建及改造物流项目。

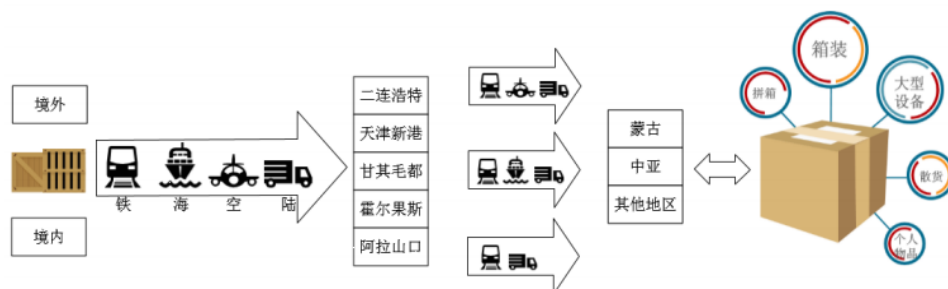
图表 36.工程项目大件运输方案流程



资料来源：公司招股说明书，中银证券

**国际非工程项目物流：**服务对象包括生产材料和辅料、民用物资和冷链食品等。货品标的繁杂，毛利较低。

图表 37.非工程项目运输方案流程



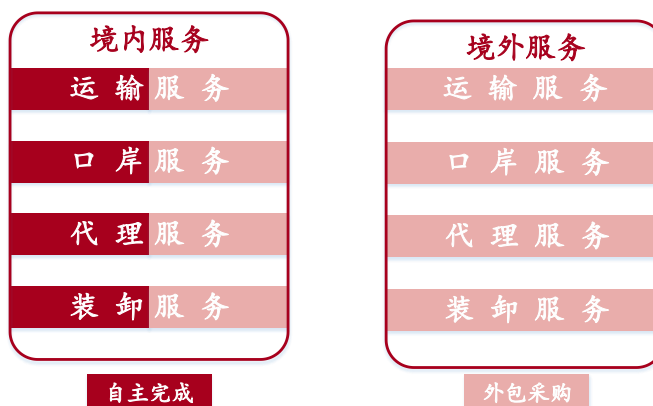
资料来源：公司招股说明书，中银证券

**主要客户来源：**主要为矿山开采项目方，包括蒙古 OT 矿二期、中亚哈铜二期和非洲铜钴矿带。由于项目方需要大量挖掘类相关的工程机械设备，而其本土并没有成熟的机械设备生产商，因此，相关设备的进口需求衍生出公司的工程项目多式联运业务。

**主要经营模式：**公司主要以天津新港等海运港口和二连浩特、甘其毛都、阿拉山口、霍尔果斯等陆路口岸为连接点，集合海运、空运、铁路及海关监管车队等运输资源，开展集装箱和散杂货物的跨境多式联运业务。主要业务包含过境转关多式联运及进出口多式联运两部分，分别为客户提供境内外运输、过境转关及口岸操作等多环节一站式服务。

**外包业务类型：**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。

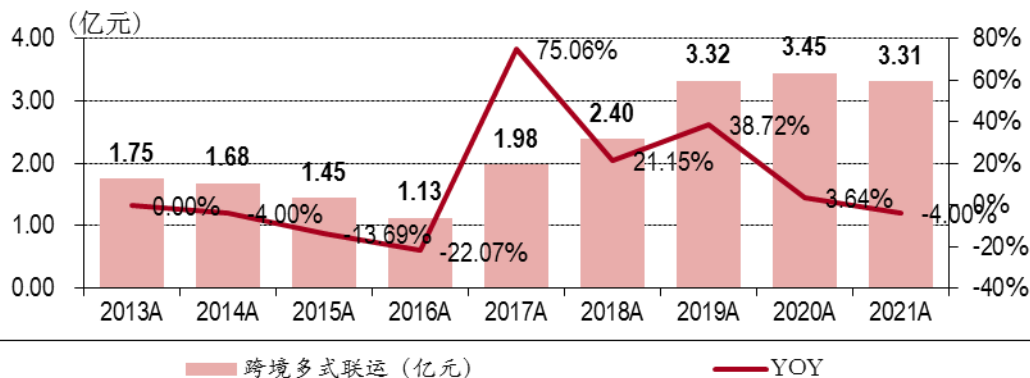
图表 38.跨境多式联运业务外包类型



资料来源：公司招股说明书，中银证券

跨境多式联运业务以总包形式收取综合物流费用。根据我们对公司业务拆分测算显示，2019-2021 年期间，跨境多式联运业务收入分别约为 3.32/3.45/3.31 亿元，同比增速为 38.72%/3.64%/-4.00%。

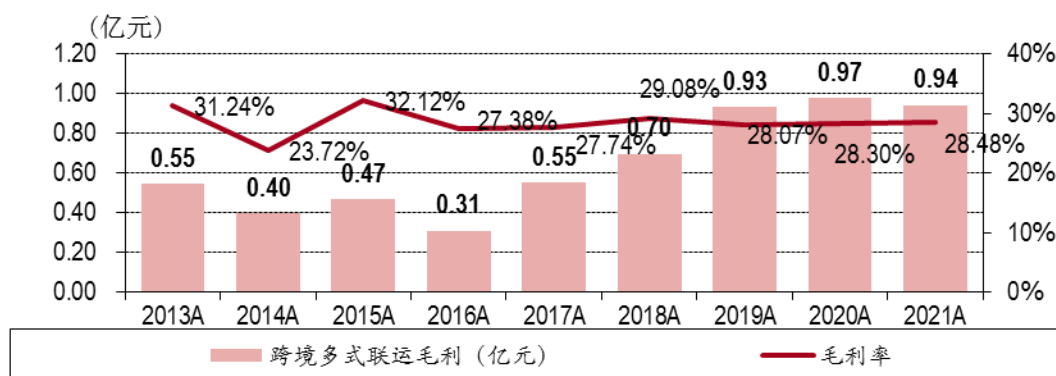
图表 39.跨境多式联运收入及增速



资料来源：万得，中银证券

跨境多式联运毛利率约 30%。根据公司招股说明书信息显示，该业务成本中约有 80%来自于外包成本，其中运输费占比约 70%，口岸费、代理费和装卸费占比为 10%左右。2019-2021 年，该业务毛利率分别为 28.07%/28.30%/28.48%。

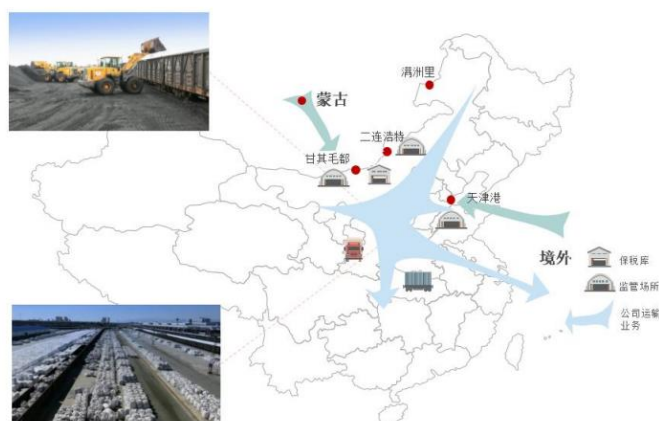
图表 40.跨境多式联运毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

**2.大宗矿产品物流：**以铜精矿和主焦煤等产品为主。嘉友国际充分发挥在甘其毛都、巴彦淖尔、二连浩特、霍尔果斯等中蒙、中亚重要陆运口岸的仓储节点优势，为国内大型焦化厂和冶炼厂，如神华和包钢等，提供自矿山到最终用户的定制化进出口通关、仓储、运输方案和组织管理等综合物流服务。

图表 41.大宗矿产品物流图



资料来源：公司招股说明书，中银证券

**主要客户来源：**主要集中在国内大型矿业公司、黑色及有色金属冶炼公司。**主要经营模式：**以铜精矿进口仓储和配送为核心。嘉友国际凭借在甘其毛都、巴彦淖尔、二连浩特、霍尔果斯等中蒙、中亚重要陆运口岸的仓储节点优势，以及正在布局的非洲刚果（金）矿业通道萨卡尼亚到卡松的道路以及边境基础设施，提供自矿山、海关监管场所、海关保税库到境内最终用户的运输、代理、装卸、口岸等服务。**外包业务类型：**部分口岸、代理、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。

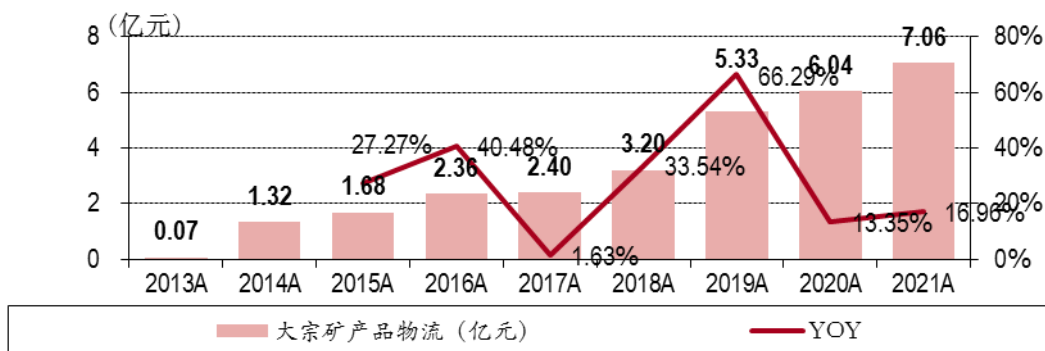
图表 42.大宗矿产品物流业务外包类型



资料来源：公司招股说明书，中银证券

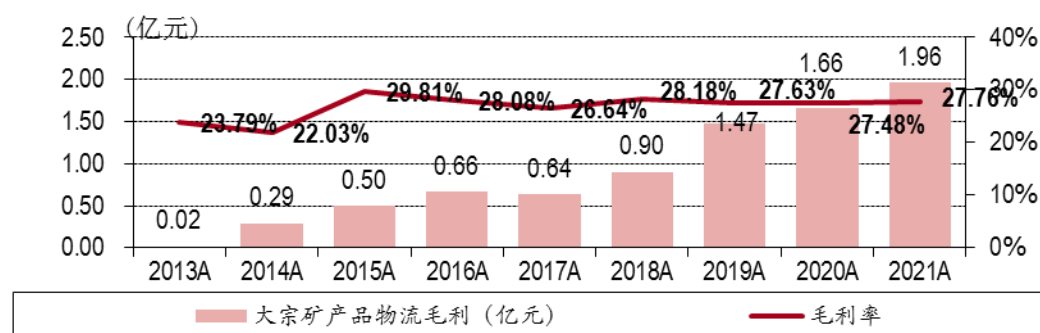
大宗矿产品物流营收占跨境综合物流收入比例稳步增加。根据我们对公司业务拆分测算显示，2019-2021 年期间，大宗矿产品物流业务收入分别约为 5.33/6.04/7.06 亿元，同比增速为 66.29%/13.35%/16.96%。

图表 43. 大宗矿产品物流收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 大宗矿石物流毛利及毛利率

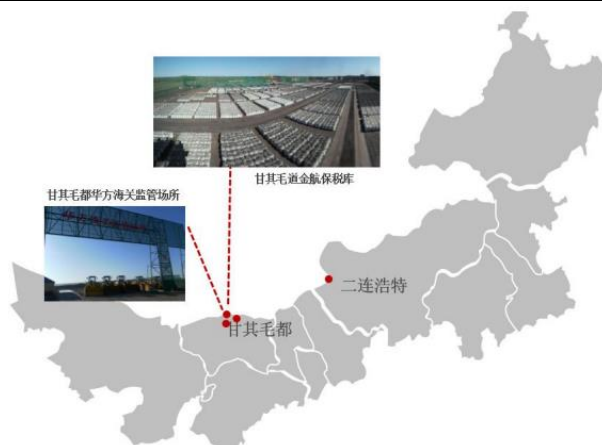


资料来源：万得，中银证券

大宗矿产品物流近 5 年毛利率在 26-28% 区间。根据公司招股说明书信息显示，该业务成本中外包成本占比均达 95% 以上，具体包括运输费、口岸费、代理费、装卸费，其中运输费占比约 90%。2019-2021 年，该业务毛利率分别为 27.63%/27.48%/27.76%。

**3. 智能仓储：**以矿产和能源产品进口仓储为主，公司通过位于中蒙、中亚、非洲等地的国际陆运口岸的保税仓库及海关监管场所，提供仓储服务，为跨境多式联运提供关键节点的支持。同时依托其自主研发的仓储管理系统、智能卡口管理信息系统等一系列物流管理信息系统，实现进出仓及在仓货物智能化管理，为客户提供智能仓储的增值服务。由于公司掌握物流链条关键节点的核心资源，具备较强的议价能力。

图表 45. 部分海关保税库和监管场所图览



资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司布局完成口岸节点仓储网络。主要分为两部分：一是位于甘其毛都，为大宗矿产品提供仓储服务的保税库和海关监管场所；二是位于二连浩特和霍尔果斯（在建），为非矿能跨境多式联运业务提供配套仓储服务的海关监管场所与部分港口租赁监管场所。公司自有仓储具体情况如下：

图表 46.公司自有仓储场地具体情况

| 场所             | 地区   | 面积（万平方米） | 用途                    |
|----------------|------|----------|-----------------------|
| 金航保税库          | 甘其毛都 | 16.9849  | 智能仓储业务（铜精矿、主焦煤）       |
| 华方海关监管场所       |      | 35.9717  |                       |
| 嘉易达海关监管场所      |      | 65       | 为供应链贸易业务提供配套主焦煤仓储服务   |
| 甘其毛都嘉友海关监管场所   |      | 4.6682   | 为跨境多式联运综合物流业务提供配套仓储服务 |
| 内蒙古嘉友海关监管场所    | 二连浩特 | 2.1673   |                       |
| 嘉友恒信海关监管场所（在建） | 霍尔果斯 | 3.7814   |                       |
| 临津保税物流中心（B 型）  | 巴彦淖尔 | 6.866579 |                       |

资料来源：公司招股说明书、中银证券

**智能仓储作为公司核心业务之一。**具体业务涵盖仓储服务、口岸服务、装卸服务等，其中装卸服务部分为外包第三方完成。仓储服务成本主要为口岸费、装卸费、车辆费用、人工折旧等成本支出，较为固定，随着收入的上升，其毛利率不断攀升。根据我们对公司业务拆分测算显示，2019-2021 年期间，智能仓储业务收入分别约为 2.06/1.75/1.67 亿元，同比增速为 43.96%/-15.16%/-4.36%。

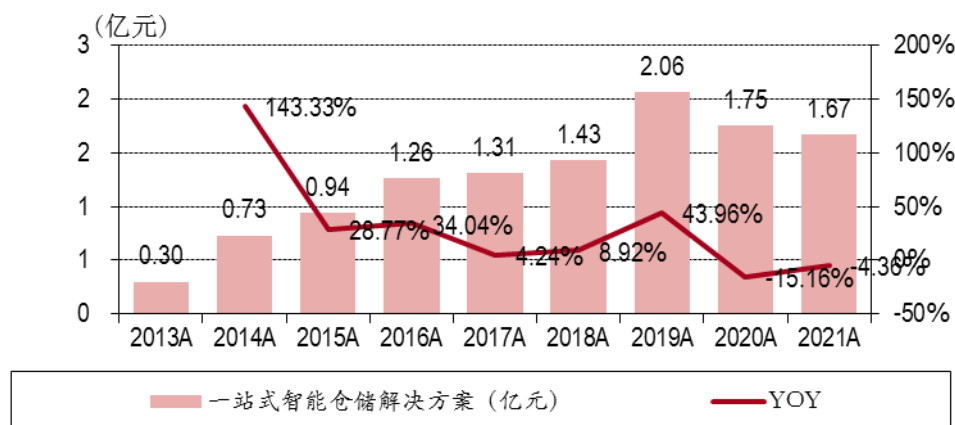
**智能仓储业务毛利率超 70%。**由于其独特的地理优势，公司在智能仓储业务方面有较强的议价能力。该业务毛利率分别为 27.63%/27.48%/27.76%。

图表 47.智能仓储业务外包类型



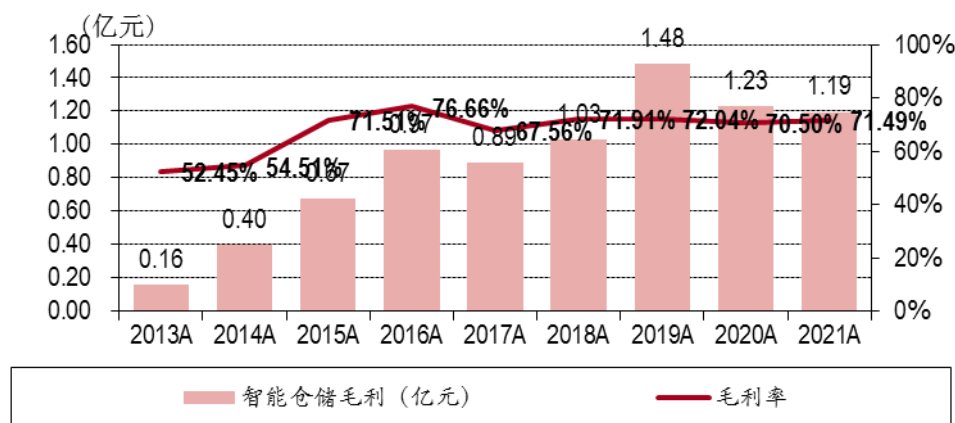
资料来源：公司招股说明书、中银证券

图表 48.智能仓储收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 49.智能仓储毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

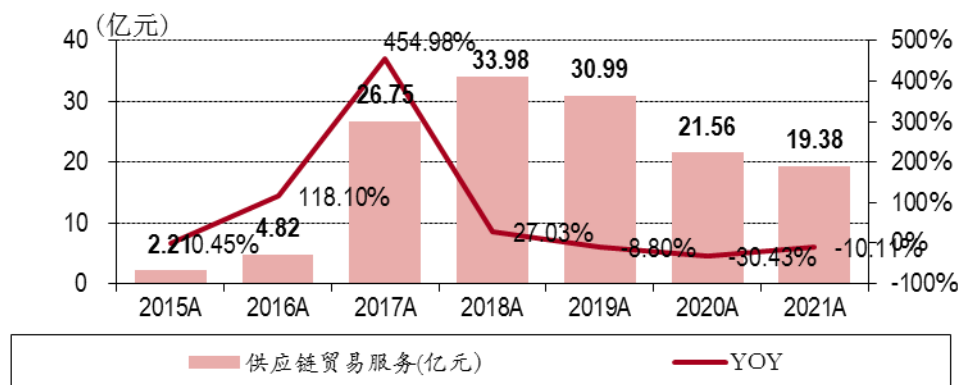
## (二) 供应链贸易服务：以主焦煤贸易锁定物流，“散改集”巩固公司护城河

**供应链贸易服务：**在综合物流服务基础上，开展的以贸易为形式、以物流为实质的，覆盖贸易环节的增值业务。公司以自身名义购入商品，再将商品销售给境内购买商，上下游三方联动，赚取贸易差价。目标客户主要为境内使用主焦煤的大型企业，公司以自身名义进口、报关、交关税，计入自己的成本，在此基础上，加上对应口岸的仓储、物流以及国内的物流费用，再销售给下游包钢、神华等焦化厂和钢厂。整体来看收入规模较大，但实际上利润来源于公司提供的物流服务。

供应链贸易业务是公司物流基础业务的延伸，目标客户主要为境内使用主焦煤的大型企业。**成本由两部分构成：实物成本和服务成本。**实物成本是指根据客户需求，接受其委托进行境外煤炭采购，采取“形式买断”形式，境外供应商将主焦煤运至境内海关监管场所后，公司提供监管场所的仓储服务、装卸、口岸等服务、从监管场所至最终客户的运输服务及煤炭贸易服务。服务成本包括境内各种运输费用、港口转关及口岸综合服务费用，其中部分装卸服务和全部运输服务由第三方外包采购完成，仓储服务、口岸服务、部分装卸服务等由公司自主完成。**收费方式则是在贸易采购成本的基础上，按照交易量和提供的物流服务收取一定比例的费用。**虽然公司的利润形式上也是通过赚取商品差价获得，但实际上该利润是根据本公司提供的物流服务内容来获取，公司自身承担的商品价格波动带来的风险较小。

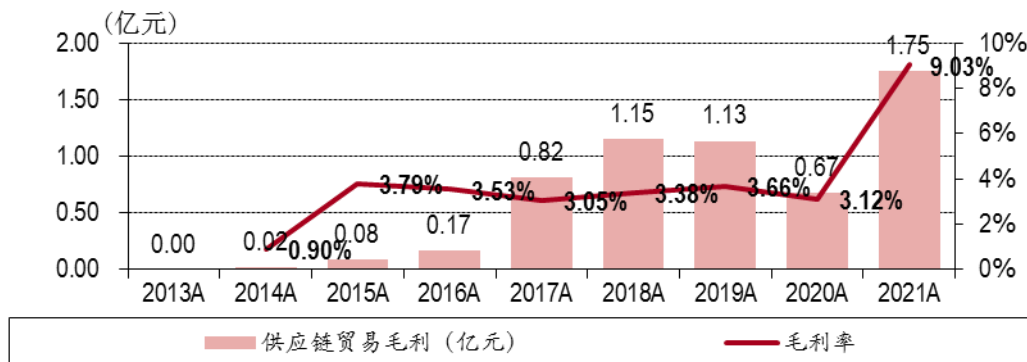
嘉友国际供应链贸易服务以主焦煤为主。根据中信建投期货研究报告资料显示，主焦煤属于炼焦煤的一种，其干馏得到的焦炭是炼铁必需品。主焦煤因粘结性好、低硫，成为炼焦的优质材料，但在我国资源有限，强粘结性的主焦煤和肥煤仅占炼焦煤整体储量的 39%，因此每年需从国外进口炼焦煤约 7000 万吨，对外依存度（尤其主焦煤）较高。同时由于 5.5 米及以上大型新焦炉的炼焦煤配比方面发生了变化，对主焦煤的配比需求更高，2022 年随着新焦炉建成，对主焦煤的需求更大，2022 年炼焦煤净进口量比重有望回升至 11%。

图表 50.供应链贸易收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 51.供应链贸易业务毛利及毛利率



资料来源：万得，中银证券

公司两类主营业务的收入占比和毛利润占比情况相差明显。在确认供应链贸易服务的收入时，包含货品价格，因此其在营业收入中占据较大份额，2020 年供应链贸易服务营收占比 66%，毛利占比仅 13%，2021 年营收占比 49.84%，毛利占比 35.72%。跨境多式联运综合物流业务的收入不包含货值，营收占比较低，但贡献了大部分毛利，2018-2021 年营收占比 17%/26%/34%/31%，毛利占比 68%/75%/86%/64%。公司在 2018-2021 年毛利率由 8.71%提高至 15.54%，主要系毛利率较高的跨境多式联运综合物流业务占比提升所致。

## 四、盈利预测及估值

### (一) 盈利预测及相对估值

#### 1. 跨境多式联运综合物流服务关键参数假设:

**跨境多式联运业务:** 公司的跨境多式联运业务主要包括国际工程物流和国际非工程物流, 与一带一路相关国家的贸易情况相关性较高, 我们基于中国与一带一路国家贸易增速 (2016-2021 年复合增速 13.16%, 2022 年 1 季度增速 19.5%), 对该业务 2022-2024 年收入增速进行假设, 分别为 18%/16%/15%。毛利率方面, 取历史 3 年均值水平, 假设 2022-2024 年的毛利率 28.35%/28.37%/28.33%。

**大宗矿产品物流业务:** 该业务的重点货物集中在铜精矿。2017 年 8 月, 与 OT LLC 签订的跨境多式物流等服务合同, 合同金额 2016.54 万美元, 合同收入年均约为 3277 (2016.54\*6.5/4) 万元。与哈铜的 AKTOGAY/BOZSHAKOL 矿区货物运输 4 年合约, 以及为该矿区提供研磨球、衬板以及其他普货的全球物流运输 4 年合约共计 4959.65 万美元, 合同收入年均约为 8059 (4959.65\*6.5/4) 万元。特别是 2022 年底 OT 矿二期投产, 铜精矿产量翻倍, 预计铜精矿进口量达 180 万吨。随着甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目完成, 预计公司蒙古市场铜精矿物流业务呈现稳健增长趋势。基于以上因素, 对该业务 2022-2024 年收入增速进行假设, 分别为 20%/18%/17%。毛利率方面, 取历史 3 年均值, 假设 2022-2024 年的毛利率 27.62%/26.67%/27.64%。

**智能仓储服务:** 2020.07.10 起为 OT LLC 每年提供不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务, 共计 5+2 年期。随着 OT 矿二期 2022 年底投产, 铜精矿产量翻倍, 2023 年仓储需求有望呈现增长态势。基于以上因素, 对该业务 2022-2024 年收入增速进行假设, 分别为 16%/20%/22%。毛利率方面, 取历史 3 年均值, 假设 2022-2024 年的毛利率 71.11%/71.31%/71.26%。

基于上述假设和测算:

**2022E/2023E/2024E:** 跨境多式联运综合服务的营收分别 14.21/16.66/19.51 亿元, 同比增速分别为 18.06%/17.19%/17.10%; 毛利率分别为 33.45%/33.35%/33.64%。

#### 2. 供应链贸易业务关键参数假设:

**贸易量:** 供应链贸易业务货物种类主要集中在主焦煤。公司进口主焦煤是经甘其毛都口岸, 据公司披露, 2019/2020 年公司主焦煤贸易量为 334.47 万吨/256.11 万吨, 同年中国自甘其毛都口岸蒙古进口主焦煤为 2000 万吨/1500 万吨, 中国进口蒙古炼焦煤总量为 3377 万吨/2377 万吨, 公司主焦煤贸易量占口岸进口主焦煤总量的比例为 16.7%/17.1%, 占自蒙古进口炼焦煤总量的比例约为 10%/11%。由此估计, **2022E/2023E:** 预计 2022 年进口蒙古焦煤将随着疫情的减弱, 量能有所回暖。前期因冬奥等因素影响需求减弱, 甘其毛都口岸通关车数在 20-110 车区间内波动运行, 根据 mysteel 数据显示, 5 月下旬甘其毛都日通关车数达到 420 辆, 呈现稳步恢复态势; 中后期随疫情好转, 建筑恢复、基建拉动, 煤焦钢产供需旺盛, 进口需求增长, 市场转好。综合上述因素分析, 我们预测 2022 年全年的量约恢复至疫情前 80% 水平, 2023-2024 年, 受澳煤限制出口, 蒙煤将稳步增长。假设 2022E/2023E/2024E 贸易量分别达 275 万吨 (2500\*11%) /403.7 万吨 (3670\*11%) /478.5 万吨 (4350\*11%)。

**价格:** 2019/2020 年, 估算主焦煤贸易价格分别为 926.56 元/吨、841.82 元/吨 (主焦煤贸易收入/贸易量), 考虑到 2021 年主焦煤进口价格大幅上涨, 涨幅约 80%, 随着疫情好转, 价格将逐步回归平稳, 假设 2022E/2023E/2024E 主焦煤价格分别为 800-900 元/吨期间, 逐年平稳增长。

基于上述假设和测算:

**2022E/2023E/2024E:** 供应链服务贸易营收分别为 21.69/31.45/43.72 亿元, 同比增速分别为 11.93%/45%/39%; 毛利率分别为 6.08%/4.55%/4.69%。

### 3.非洲项目关键参数假设:

2021 年底,卡萨公路项目投入试运营,该 PPP 项目共确认建造服务收入 7.44 亿元。卡萨公路项目预计 2022 年中投入运营,据测算完全投入运营后每年将带来 2-3.5 亿元净利润。2022 年卡萨公路已经通车运营,配套口岸等基础设施预计将于 2023 年逐步产生规模效益,完全通车后,预计日通车辆约 500 辆,公路收费标准为 150 美元/车,口岸物流服务标准为 200-300 美元/车,结合项目运行进度,测算出 2022 年至 2024 年,该项目分别达到 2/3.5/6.2 亿元。毛利率方面,基于可转债发行报告数据测算,假设分为 75%/78%/80%。

图表 52.分拆业务盈利预测 (人民币:亿元)

|                  | 2018A | 2019A  | 2020A   | 2021A   | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(亿元)        | 41.01 | 41.71  | 32.81   | 38.88   | 41.41 | 50.11 | 66.73 |
| YOY(%)           | 26.42 | 1.71   | (21.34) | 18.50   | 6.50  | 21.02 | 33.16 |
| 毛利率(%)           | 8.71  | 10.93  | 15.39   | 12.61   | 14.66 | 16.97 | 17.00 |
| 总毛利 (亿元)         | 3.57  | 4.56   | 5.05    | 4.90    | 6.07  | 8.50  | 11.35 |
| 跨境多式联运综合物流服务(亿元) | 7.03  | 10.71  | 11.23   | 12.04   | 14.21 | 16.66 | 19.51 |
| YOY(%)           | 23.55 | 52.35  | 4.86    | 7.21    | 18.06 | 17.19 | 17.10 |
| 毛利率(%)           | 34.52 | 31.90  | 38.80   | 26.01   | 33.45 | 33.45 | 33.64 |
| 毛利 (亿元)          | 2.43  | 3.42   | 4.36    | 3.13    | 4.75  | 5.57  | 6.56  |
| 供应链贸易服务(亿元)      | 33.98 | 30.99  | 21.56   | 19.38   | 21.69 | 31.45 | 43.72 |
| YOY(%)           | 27.03 | (8.80) | (30.43) | (10.11) | 11.93 | 45.00 | 39.00 |
| 毛利率(%)           | 3.38  | 3.66   | 3.12    | 9.03    | 6.08  | 4.55  | 4.69  |
| 毛利 (亿元)          | 1.15  | 1.13   | 0.67    | 1.75    | 1.32  | 1.43  | 2.05  |
| 非洲项目建设期 (亿元)     |       |        |         | 7.21    | 5.5   |       |       |
| 非洲项目运行期 (亿元)     |       |        |         |         |       | 2     | 3.5   |
| 毛利率(%)           |       |        |         |         |       | 75.00 | 78.00 |
| 毛利 (亿元)          |       |        |         |         |       | 1.50  | 2.73  |

资料来源:万得,中银证券

根据以上盈利预测结果,计算可得 2022-2024 年,预计公司分别实现营业收入 41.41 亿元、50.11 亿元、66.73 亿元,同比分别+6.50%、+21.02%、+33.16%。2022-2024 年,预计公司分别实现归母净利润 4.50、6.43、8.56 亿元,同比分别+31%、+43%、+33%。2022-2024 年,预计 EPS 分别为 1.42 元/股、2.03 元/股、2.70 元/股,对应 17 倍、12 倍、9 倍 PE,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 53.盈利预测与估值数据 (人民币:亿元)

| 单位:亿元         | 2018A | 2019A | 2020A   | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 41.01 | 41.71 | 32.81   | 38.88  | 41.41 | 50.11 | 66.73 |
| 增长率(%)        | 26.40 | 1.70  | (21.30) | 18.50  | 6.50  | 21.02 | 33.16 |
| 归属母公司股东净利润    | 2.70  | 3.43  | 3.60    | 3.43   | 4.50  | 6.43  | 8.56  |
| 增长率(%)        | 30.94 | 27.14 | 4.91    | (4.83) | 31.14 | 43.10 | 33.04 |
| 每股收益(EPS)     | 0.85  | 1.08  | 1.14    | 1.08   | 1.42  | 2.03  | 2.70  |
| 销售毛利率         | 8.71  | 10.93 | 15.39   | 12.61  | 14.66 | 16.97 | 17.00 |
| 销售净利率         | 6.58  | 8.29  | 11.02   | 8.80   | 10.86 | 12.84 | 12.83 |
| 净资产收益率(ROE)   | 17.12 | 18.40 | 16.64   | 12.00  | 14.51 | 18.45 | 21.39 |
| 投入资本回报率(ROIC) |       | 33.15 | 68.28   | 40.93  | 19.84 | 41.96 | 49.42 |
| 市盈率(P/E)      | 28.31 | 22.27 | 21.23   | 22.30  | 17.01 | 11.88 | 8.93  |
| 市净率(P/B)      | 4.85  | 4.10  | 3.53    | 2.68   | 2.51  | 2.23  | 1.94  |
| 股息率(分红/股价)    | 0.73  | 2.05  | 2.87    | 2.07   | 2.35  | 3.37  | 4.48  |

资料来源:万得,中银证券

我们选取从事跨境综合物流、国际货代业务的公司，包括华贸物流、嘉诚国际、海晨股份、中国外运、顺丰控股与嘉友国际进行对比分析，得到可比公司 2022-2024 年均值 P/E 为 16 倍、13 倍、11 倍。而嘉友国际 2022-2024 年 P/E 分别为 17 倍、12 倍、9 倍，考虑到公司未来具有较高的成长性，且在内陆国家跨境物流行业具备核心竞争优势，公司目前估值处于相对合理区间。

图表 54.可比公司相对估值

| 代码        | 简称   | 总市值(亿)  | PE    |       |       |       | ROE(%) |       |       |       |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
| 603128.SH | 华贸物流 | 132.39  | 21.41 | 12.11 | 9.99  | 8.49  | 16.31  | 18.66 | 19.07 | 18.66 |
| 603535.SH | 嘉诚国际 | 48.19   | 26.71 | 17.45 | 13.58 | 10.63 | 8.96   | 12.52 | 13.79 | 15.03 |
| 300873.SZ | 海晨股份 | 53.72   | 21.17 | 15.75 | 12.58 | 9.96  | 15.11  | 14.35 | 15.36 | 16.15 |
| 601598.SH | 中国外运 | 257.73  | 8.93  | 7.63  | 7.54  | 6.69  | 11.22  | 11.62 | 10.75 | 11.37 |
| 601156.SH | 东航物流 | 350.69  | 9.58  | 8.52  | 8.21  | 7.65  | 31.05  | 20.1  | 17.08 | 16.21 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 2560.19 | 79.21 | 36.78 | 26.91 | 20.97 | 5.15   | 7.78  | 9.87  | 10.9  |
|           | 平均值  |         | 26.61 | 16.33 | 12.81 | 10.65 | 14.26  | 14.43 | 15.24 | 15.29 |
| 603871.SH | 嘉友国际 | 76.45   | 22.30 | 17.01 | 11.88 | 8.93  | 12.00  | 14.51 | 18.45 | 21.39 |

资料来源：万得，中银证券

注：可比公司数据来自万得一致预测，截止时间 2022 年 6 月 1 日

## (二) 绝对估值

绝对估值模型选取及参数设置：采用三阶段的 FCFF 模型进行绝对估值。考虑到跨境多式联运和供应链贸易具有高成长性，假设过渡期为 8 年，自 2026 至 2029 年期间。基于未来一带一路跨境多式联运物流市场会空间广阔，假设 2025-2029 年过渡期增长率为 10%，2029 年之后为永续增长期，假设永续增长率为 0.5%。

$\beta$  值计算：测算的时间范围为 2021 年 3 月 01 日-2022 年 5 月 30 日。根据  $\beta$  计算器测算结果，公司  $\beta$  约为 1.10。

WACC 值计算：我们分别将 5 年期国债收益率、5 年沪深 300 指数平均收益作为无风险收益率  $r_f$ 、市场收益率  $r_m$ ，得  $r_f=2.83\%$ ， $r_m=10.91\%$ 。根据 CAPM 模型，得公司股权资本成本  $K_e=11.72\%$ 。根据公司 2021 年年报披露的长、短债务到期收益率情况，计算得公司税后债务资本成本  $K_d=10.18\%$ 。根据 2021 年年报披露结果，公司资本结构 (E:D) 为 89.44%:10.56%，计算得公司加权平均资本成本 WACC 为 11.29%。

根据 FCFF 模型估算结果，公司每股价值为 36.06 元。敏感性分析结果见图表 55：

图表 55.绝对估值敏感性分析 (单位：元)

| WACC   | 永续增长率(g) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 0.31%    | 0.34% | 0.38% | 0.41% | 0.45% | 0.50% | 0.55% | 0.61% | 0.67% | 0.73% | 0.81% |
| 6.98%  | 65.10    | 65.29 | 65.50 | 65.74 | 66.00 | 66.29 | 66.62 | 66.99 | 67.40 | 67.86 | 68.38 |
| 7.67%  | 57.83    | 57.98 | 58.14 | 58.32 | 58.53 | 58.75 | 59.00 | 59.28 | 59.59 | 59.94 | 60.33 |
| 8.44%  | 51.35    | 51.46 | 51.58 | 51.72 | 51.87 | 52.04 | 52.23 | 52.44 | 52.67 | 52.94 | 53.23 |
| 9.29%  | 45.55    | 45.64 | 45.73 | 45.83 | 45.95 | 46.07 | 46.22 | 46.37 | 46.55 | 46.75 | 46.97 |
| 10.21% | 40.38    | 40.44 | 40.51 | 40.59 | 40.68 | 40.77 | 40.88 | 41.00 | 41.13 | 41.27 | 41.44 |
| 11.24% | 35.77    | 35.82 | 35.87 | 35.93 | 35.99 | 36.06 | 36.14 | 36.23 | 36.32 | 36.43 | 36.55 |
| 12.36% | 31.66    | 31.70 | 31.74 | 31.78 | 31.83 | 31.88 | 31.94 | 32.00 | 32.07 | 32.15 | 32.24 |
| 13.60% | 28.01    | 28.03 | 28.06 | 28.09 | 28.13 | 28.16 | 28.21 | 28.25 | 28.31 | 28.36 | 28.43 |
| 14.96% | 24.76    | 24.78 | 24.80 | 24.82 | 24.85 | 24.87 | 24.90 | 24.94 | 24.98 | 25.02 | 25.06 |
| 16.45% | 21.88    | 21.89 | 21.90 | 21.92 | 21.94 | 21.96 | 21.98 | 22.00 | 22.03 | 22.06 | 22.09 |
| 18.10% | 19.32    | 19.33 | 19.34 | 19.35 | 19.36 | 19.38 | 19.39 | 19.41 | 19.43 | 19.45 | 19.47 |

资料来源：万得，中银证券

## 五、风险提示

1. 一带一路国家疫情超预期反复导致持续通关不畅的风险。公司主营业务重点集中在蒙古、中亚等一带一路国家，2021 年由于蒙古疫情影响，蒙煤进口量大幅下降，对经营产生一定压力。未来一带一路国家若再次出现疫情反弹，可能对公司业务经营产生较大的风险。
2. 全球宏观和地缘政治风险。公司从事跨境物流业务，在业务开展过程中会涉及全球不同国家，若相关国家发生重大经济和政治事件，将会对公司产生较大的影响。
3. 业务外包风险。公司从事跨境物流综合物流，部分物流服务需要通过外包形式完成，若外包服务质量和履约时效出现问题，将对公司经营产生风险。
4. 公司大客户流失和违约的风险。公司的大客户集中在蒙古、中亚等国的大型矿产资源公司、国内大型煤炭、钢铁等企业，相关业务占比较大，若出现大客户流失和违约情况，对公司的正常经营将产生较大风险。
5. 澳煤禁令取消致蒙煤需求减少产生的风险。澳煤禁令对我国蒙煤进口需求产生支撑效应，对公司开展蒙煤跨境物流及供应链贸易业务产生利好效应，若出现澳煤禁令取消情景，将对公司业务需求产生压制风险。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日  | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 3,281   | 3,888   | 4,141   | 5,011   | 6,673   |
| 销售成本         | (2,796) | (3,411) | (3,553) | (4,184) | (5,569) |
| 经营费用         | (43)    | (32)    | (3)     | (17)    | (46)    |
| 息税折旧前利润      | 442     | 445     | 585     | 810     | 1,057   |
| 折旧及摊销        | (28)    | (40)    | (73)    | (74)    | (76)    |
| 经营利润 (息税前利润) | 414     | 405     | 512     | 735     | 981     |
| 净利息收入/(费用)   | (23)    | (12)    | (9)     | (6)     | (3)     |
| 其他收益/(损失)    | 23      | 16      | 28      | 30      | 33      |
| 税前利润         | 413     | 408     | 531     | 760     | 1,011   |
| 所得税          | (51)    | (66)    | (80)    | (114)   | (152)   |
| 少数股东权益       | 2       | (0)     | 2       | 3       | 4       |
| 净利润          | 360     | 343     | 450     | 643     | 856     |
| 核心净利润        | 360     | 343     | 450     | 643     | 856     |
| 每股收益 (人民币)   | 1.136   | 1.081   | 1.418   | 2.030   | 2.700   |
| 核心每股收益 (人民币) | 1.134   | 1.082   | 1.418   | 2.030   | 2.701   |
| 每股股息 (人民币)   | 0.693   | 0.500   | 0.567   | 0.812   | 1.080   |
| 收入增长(%)      | (21)    | 18      | 7       | 21      | 33      |
| 息税前利润增长(%)   | 11      | (2)     | 26      | 44      | 33      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 13      | 1       | 31      | 38      | 31      |
| 每股收益增长(%)    | (48)    | (5)     | 31      | 43      | 33      |
| 核心每股收益增长(%)  | (48)    | (5)     | 31      | 43      | 33      |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2020  | 2021    | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 税前利润        | 413   | 408     | 531   | 760   | 1,011 |
| 折旧与摊销       | 28    | 40      | 73    | 74    | 76    |
| 净利息费用       | 23    | 12      | 9     | 6     | 3     |
| 运营资本变动      | (177) | (572)   | 526   | (79)  | 131   |
| 税金          | (49)  | (67)    | (80)  | (114) | (152) |
| 其他经营现金流     | 17    | (147)   | 146   | (207) | 36    |
| 经营活动产生的现金流  | 254   | (325)   | 1,205 | 439   | 1,105 |
| 购买固定资产净值    | 65    | 934     | 0     | 0     | 0     |
| 投资减少/增加     | (129) | 5       | 18    | 20    | 22    |
| 其他投资现金流     | (396) | (1,427) | 1     | 0     | 0     |
| 投资活动产生的现金流  | (460) | (487)   | 19    | 20    | 22    |
| 净增权益        | (220) | (158)   | (180) | (257) | (342) |
| 净增债务        | (13)  | 2       | (0)   | 0     | 0     |
| 支付股息        | 220   | 158     | 180   | 257   | 342   |
| 其他融资现金流     | 568   | 354     | (276) | (263) | (345) |
| 融资活动产生的现金流  | 555   | 356     | (276) | (263) | (345) |
| 现金变动        | 350   | (457)   | 947   | 196   | 782   |
| 期初现金        | 1,257 | 1,752   | 1,169 | 2,116 | 2,312 |
| 公司自由现金流     | (206) | (812)   | 1,223 | 459   | 1,127 |
| 权益自由现金流     | (196) | (798)   | 1,232 | 465   | 1,130 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日     | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 1,752  | 1,169  | 2,116  | 2,312  | 3,094  |
| 应收帐款            | 136    | 164    | 181    | 237    | 320    |
| 库存              | 59     | 191    | 64     | 236    | 164    |
| 其他流动资产          | 120    | 734    | 259    | 415    | 494    |
| 流动资产总计          | 2,172  | 2,422  | 2,743  | 3,345  | 4,240  |
| 固定资产            | 622    | 726    | 697    | 667    | 635    |
| 无形资产            | 145    | 1,079  | 1,036  | 992    | 949    |
| 其他长期资产          | 248    | 115    | 116    | 116    | 116    |
| 长期资产总计          | 1,015  | 1,920  | 1,849  | 1,775  | 1,701  |
| 总资产             | 3,402  | 4,556  | 4,805  | 5,333  | 6,152  |
| 应付帐款            | 212    | 515    | 238    | 649    | 532    |
| 短期债务            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债          | 304    | 421    | 763    | 491    | 910    |
| 流动负债总计          | 516    | 936    | 1,001  | 1,140  | 1,442  |
| 长期借款            | 628    | 668    | 667    | 667    | 667    |
| 其他长期负债          | 23     | 25     | 25     | 25     | 25     |
| 股本              | 317    | 317    | 317    | 317    | 317    |
| 储备              | 1,850  | 2,453  | 2,723  | 3,109  | 3,622  |
| 股东权益            | 2,167  | 2,770  | 3,040  | 3,426  | 3,939  |
| 少数股东权益          | 71     | 70     | 72     | 75     | 78     |
| 总负债及权益          | 3,402  | 4,556  | 4,805  | 5,333  | 6,152  |
| 每股帐面价值 (人民币)    | 6.84   | 8.74   | 9.59   | 10.81  | 12.43  |
| 每股有形资产 (人民币)    | 6.38   | 5.34   | 6.32   | 7.68   | 9.43   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (5.53) | (3.69) | (6.68) | (7.30) | (9.76) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日     | 2020 | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 盈利能力            |      |        |       |       |       |
| 息税折旧前利润率 (%)    | 13.5 | 11.5   | 14.1  | 16.2  | 15.8  |
| 息税前利润率 (%)      | 12.6 | 10.4   | 12.4  | 14.7  | 14.7  |
| 税前利润率 (%)       | 12.6 | 10.5   | 12.8  | 15.2  | 15.2  |
| 净利率 (%)         | 11.0 | 8.8    | 10.9  | 12.8  | 12.8  |
| 流动性             |      |        |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 4.2  | 2.6    | 2.7   | 2.9   | 2.9   |
| 利息覆盖率(倍)        | 18.0 | 33.7   | 57.9  | 129.8 | 333.8 |
| 净权益负债率 (%)      | 净现金  | 净现金    | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 4.1  | 2.4    | 2.7   | 2.7   | 2.8   |
| 估值              |      |        |       |       |       |
| 市盈率 (倍)         | 21.2 | 22.3   | 17.0  | 11.9  | 8.9   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 21.3 | 22.3   | 17.0  | 11.9  | 8.9   |
| 市净率 (倍)         | 3.5  | 2.8    | 2.5   | 2.2   | 1.9   |
| 价格/现金流 (倍)      | 30.1 | (23.5) | 6.3   | 17.4  | 6.9   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 20.2 | 21.4   | 14.7  | 10.4  | 7.2   |
| 周转率             |      |        |       |       |       |
| 存货周转天数          | 10.2 | 13.4   | 13.1  | 13.1  | 13.1  |
| 应收帐款周转天数        | 18.9 | 14.1   | 15.2  | 15.2  | 15.2  |
| 应付帐款周转天数        | 20.4 | 34.2   | 33.2  | 32.3  | 32.3  |
| 回报率             |      |        |       |       |       |
| 股息支付率 (%)       | 60.9 | 46.2   | 40.0  | 40.0  | 40.0  |
| 净资产收益率 (%)      | 17.9 | 13.9   | 15.5  | 19.9  | 23.2  |
| 资产收益率 (%)       | 12.5 | 8.5    | 9.3   | 12.3  | 14.5  |
| 已运用资本收益率 (%)    | 3.8  | 2.7    | 3.1   | 4.0   | 4.8   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371