

嘉友国际 (603871.SH)

中非纽带，跨境多式联运隐形冠军

嘉友国际发布 2022H1 业绩预增公告，预计实现归母净利润 2.67-2.98 亿元，同比增加 70%-90%，二季度业绩大增印证公司已逐渐走出疫情影响，中蒙煤炭进口开始缓慢恢复，中亚业务布局进度加快，非洲刚果（金）项目陆续进入试运营阶段，看好公司长期业绩增长。

- **由跨境物流到煤炭供应链贸易，细化业务定位。** 嘉友国际长于通过布局陆运口岸物流资产，统筹海运、空运、铁路等资源，为客户提供专业化跨境多式联运综合物流业务。公司长期深耕中蒙业务，由跨境物流服务延伸至煤炭供应链贸易，公司以传统跨境多式联运物流服务为基础，纵向延伸业务链条，形成从蒙古矿山到终端用户的全流程供应链贸易服务，充分收益物流费用及需求的快速增长，2021 年供应链贸易服务毛利为 1.75 亿元，同比增长 161.2%，在疫情影响减弱、煤炭需求持续下，中蒙业务回温趋势确定。
- **复制中蒙模式，挖掘中亚、中非业务潜力。** 公司借鉴中蒙模式成功经验，在中亚、非洲地区前瞻性布局打通陆锁国货物流通道，中亚方面布局霍尔果斯口岸，在深化“一带一路”建设下，中欧班列经霍尔果斯口岸通行量加大，我国向西开放动力十足，带来公司远期业务增长机会，2021 年通车量达 6362 列，同比增长 34.7%。同时加深与哈铜合作程度，签订多项合同，随着新疆疫情影响减弱，中亚地区业务或加速放量。非洲方面拿下铜钴矿带进出口通道区域路段建设项目，有效缓解非洲矿产资源丰富但路网基础设施薄弱的困境，并复制中蒙模式，进行萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸建设，提升公司在非洲地区的竞争力。2021 年起中非市场的业务需求迅速提升，公司在非洲的前瞻性布局优势初现，在疫情严重的非洲区域实现 48% 的营业收入增长和 45% 的毛利润增长。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 随着疫情缓解，中蒙煤炭进口逐渐回归正常水平，今年恢复速度或持续超预期，公司近年来深耕拓展蒙古段运输，主焦煤业务毛利率有所提升，非洲刚果（金）项目正式投产运营后增厚公司利润，考虑到运营爬坡期，预计到 2024 年达到稳定水平。基于上述判断，预计公司 22-24 年归母净利润为 5.5/7.1/9.3 亿元，同比增速分别为 60%/29%/30%，对应 2022 年 PE 为 16.2 倍，PB 为 2.7 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：宏观经济波动风险、核心口岸疫情反复、非洲公路项目运营情况不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3281	3888	3946	5243	6901
同比增长	-21%	18%	1%	33%	32%
营业利润(百万元)	418	408	657	851	1106
同比增长	2%	-2%	61%	29%	30%
归母净利润(百万元)	360	343	550	712	925
同比增长	5%	-5%	60%	29%	30%
每股收益(元)	0.72	0.69	1.10	1.42	1.85
PE	24.8	26.0	16.2	12.5	9.7
PB	4.1	3.1	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

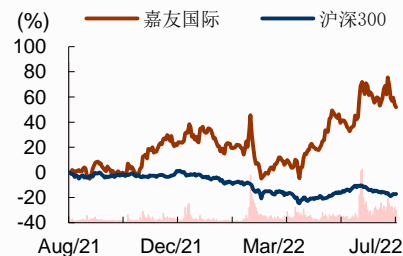
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：17.85 元

基础数据

总股本(万股)	50005
已上市流通股(万)	50005
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	89
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	34.7%
主要股东	嘉信益(天津)资产管理合伙
主要股东持股比例	27.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	23	58
相对表现	-0	34	75



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《嘉友国际 (603871) 一、二季度业绩大增超预期，继续看好下半年》2022-07-01
- 2、《嘉友国际 (603871) 一、季度业绩好于预期，重回增长趋势确定》2022-04-29
- 3、《嘉友国际 (603871) 一疫情影响，业绩小幅下滑；2022 年有望恢复增长》2022-04-22

苏宝亮 S1090519010004
 subaoliang@cmschina.com.cn
 肖欣晨 S1090522010001
 xiaoxinchen@cmschina.com.cn
 魏芸 S1090522010002
 weiyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、由跨境物流到煤炭供应链贸易，定位陆锁国陆运边关建设	5
1、跨境多式联运迎来机遇，促进物流业降本增效	5
(1) 跨境多式联运：以客户需求为导向定制物流方案	7
(2) 大宗矿产品物流：公铁联运优势助力业务稳定发展	8
(3) 智能仓储业务：卡位陆港核心资产，先发优势明显	9
2、长期深耕中蒙地区业务，煤炭供应链贸易增长迅速	10
二、复制中蒙模式，挖掘中亚、中非业务潜力	13
1、中亚：借力“一带一路”，布局核心口岸	13
2、中非：破非洲路网薄弱桎梏，畅通铜钴矿带资源运输	17
三、盈利预测及投资建议	19
1、盈利预测及投资建议	19
2、风险提示	21

图表目录

图 1：嘉友国际营业收入及增速情况	5
图 2：嘉友国际盈利及增速情况	5
图 3：嘉友国际主营业务占比情况	5
图 4：嘉友国际主营业务毛利结构	5
图 5：多式联运时间/成本图	6
图 6：跨境多式联运综合流程图	6
图 7：跨境多式联运综合物流业务细分	7
图 8：工程项目大件运输方案流程	7
图 9：非工程项目类运输方案流程	7
图 10：公司跨境多式联运业务布局	8
图 11：公司跨境多式联运营收及增速情况	8
图 12：公司跨境多式联运毛利及毛利率情况	8
图 13：大宗矿产品物流业务布局	9
图 14：公司大宗矿产品物流业务营收及增速情况	9
图 15：公司大宗矿产品物流业务毛利及毛利率情况	9

图 16: 甘其毛都相关物流资产	10
图 17: 公司智能仓储业务营收及同比情况	10
图 18: 公司智能仓储业务毛利及毛利率情况	10
图 19: 2021 年国内炼焦煤进口占比	11
图 20: 我国炼焦煤需求量与产量情况	11
图 21: 2021 年中国炼焦煤进口金额及数量情况	12
图 22: 蒙古炼焦煤对国内出口情况	12
图 23: 甘其毛都口岸通车数	12
图 24: 供应链贸易业务模式	12
图 25: 公司供应链贸易业务营收及增速情况	13
图 26: 公司供应链贸易业务毛利及毛利率情况	13
图 27: 一带一路建设对外投资额变动情况	13
图 28: 一带一路建设新签合同额变动情况	13
图 29: 2020 年中国对外直接投资存量分布情况	14
图 30: 2020 年中国对外直接投资存量国家或地区具体情况 (单位: 亿美元)	14
图 31: 2020 年哈萨克斯坦对全球商品出口额占比情况	15
图 32: 2020 年哈萨克斯坦对外出口国家分布	15
图 33: 中国与哈萨克斯坦双边货物进出口总额情况	15
图 34: 中国对哈萨克斯坦全行业直接投资情况 (注: 2018 年为对非金融行业直接投资)	15
图 35: 霍尔果斯口岸地理位置示意图	16
图 36: 霍尔果斯口岸历年进出口过货量情况 (注: 2019 年货运量为推算所得)	16
图 37: 柏莎库铜矿和阿克陶盖铜矿位置示意图	17
图 38: 中国与非洲双边货物进出口总额情况	17
图 39: 中国与非洲进出口分布情况 (单位: 亿美元)	17
图 40: 2021 年中国与非洲各国进出口分布情况	18
图 41: 非洲自身物流枢纽不足	18
图 42: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目畅通非洲铜钴矿带进出口通道	18
图 43: 中蒙边关建设布局情况	19
图 44: 非洲边关建设布局情况	19
图 45: 嘉友国际历史 PE Band	21
图 46: 嘉友国际历史 PB Band	21

表 1: 广州 - 哈尔滨两种运输模式比较	6
表 2: 公司自有仓储资源情况	10
表 3: 通过甘其毛都口岸出口主要煤矿	11
表 4: 通过策克口岸出口主要煤矿	11
表 5: 哈萨克斯坦部分固矿资源储量全球排名	14
表 6: 嘉友国际与哈铜建立长期合作关系	16
表 7: 柏莎库和阿克陶盖铜矿主要经营情况	17
表 8: 经营数据预测	19
表 9: 盈利预测简表	20
附: 财务预测表	22

一、由跨境物流到煤炭供应链贸易，定位陆锁国陆运边关建设

嘉友国际作为跨境多式联运综合物流服务龙头，业务具备增长韧性。公司成立于 2005 年，主营业务包含跨境多式联运综合物流服务和供应链贸易服务，公司长于跨境多式联运物流服务，逐渐延伸供应链贸易业务，实现业务协同发展。公司业务以蒙古、中亚、非洲等具有国际陆路口岸跨境运输特点的地区和国家为主，在全球范围内整合物流服务社会资源，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，其跨境多式联运业务国际化进程以中蒙业务为起源，逐步通过复制布局核心陆运边关基础设施建设以畅通陆运锁定国家资源流通的模式拓展至中亚市场和非洲市场。从经营业绩来看，公司业务增长具备韧性，短期虽受口岸疫情影响有所下滑，但恢复趋势较为明确，2021 年营业收入达到 38.9 亿元，同比增速为 18.5%，归母净利润达到 3.2 亿元，归母净利率为 8.2%，较 2020 年增长 1.5 个百分点，毛利率达到 12.6%，较 2020 年略有下滑。从业务收入结构来看，2021 年供应链贸易业务、跨境多式联运综合物流服务业务、以及非洲 PPP 项目收入占比分别为 49.8%、31%、19.1%，供应链贸易业务和跨境多式联运综合物流服务业务毛利占比分别为 35.7%和 63.9%，业务板块联动优势明显。

图 1：嘉友国际营业收入及增速情况

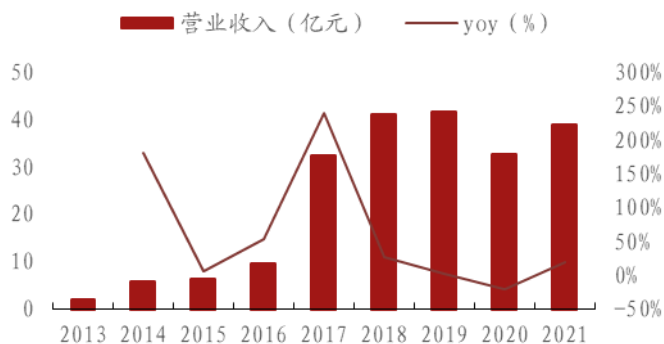
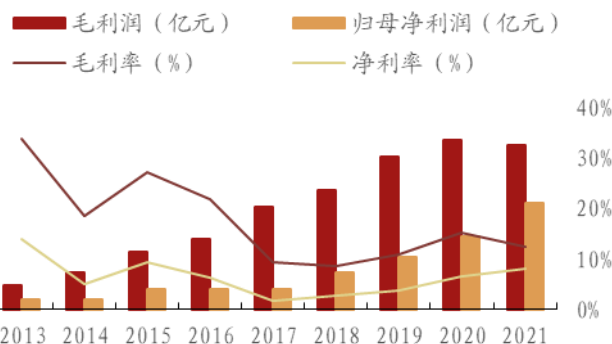


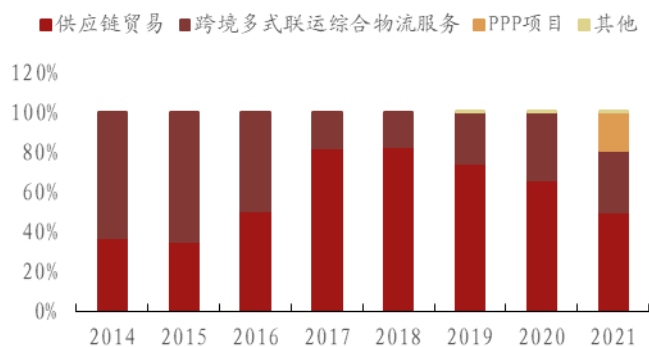
图 2：嘉友国际盈利及增速情况



资料来源：公司公告、招商证券

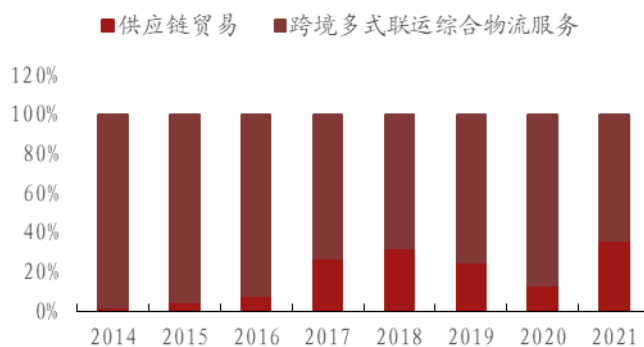
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：嘉友国际主营业务占比情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：嘉友国际主营业务毛利结构



资料来源：公司公告、招商证券

1、跨境多式联运迎来机遇，促进物流业降本增效

跨境多式联运是我国迈向更加成熟的物流体系的必经之路。跨境多式联运物流服务是突出以客户需求为导向的差异化物流服务，通过专业的国际物流资源整合能力，提供包含承运人选择、运输管理、仓储、海关代理、口岸中转、信息管理在内的一揽子物流组织实施管理服务。其中公铁联运、公海联运、公铁海联运运用较多，一般情况下，运输的第一部分指从发货地通过公路卡车运输至铁路场站或港口，第二部分指通过铁路、海运、空运等干线运输衔接中间段，第三部分指从终端铁路场站或港口运输至最终客户的收货地。在我国积极推动碳中和的背景下，多式联运具有绿色低碳、降本增效等特点，是我国建立更加成熟、稳定、高效的物流体系所必然发展路径。据交通部测算，多式联运能够提高运输效率 30%左右，减少货损货差 10%左右，降低运输成本 20%左右。中国多式联运运量占全

社会货运量比重每提高 1 个百分点，可降低社会物流总费用约 0.9 个百分点，节约成本支出 1000 亿元左右。

图 5: 多式联运时间/成本图

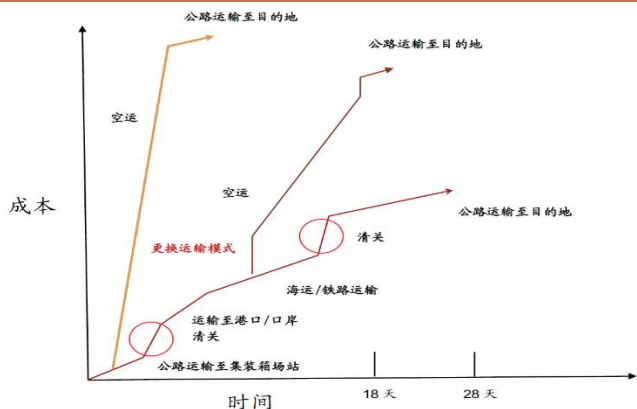


图 6: 跨境多式联运综合流程图



资料来源: United Nations ESCAP、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

相比单一交通工具运输，多式联运具备更优的燃油经济性和服务体验。根据《公路交通科技》的中国多式联运节能减排效应测算研究，多式联运的燃油经济效益远高于单一交通工具运输。以广州市至哈尔滨市之间货物运输的不同方式进行对比，公水联运的总运距为 3420 km，其中水运段为 2760 km，公路段运距为 660 km；而公路运输的总运距为 3390 km。通过运输燃油经济效益框架， $\text{燃油经济效益} = \text{减排效率} = \frac{[(\text{公路运输能耗}) - (\text{水路运距占比} \times \text{水路运输能耗} + \text{公路运距占比} \times \text{公路运输能耗})]}{(\text{公路运输能耗})} \times 100$ ，多式联运不论在经济效益或是减排效率上都显著高于公路运输，公水联运较公路运输在单位运输距离可降低 69.9% 的能耗。

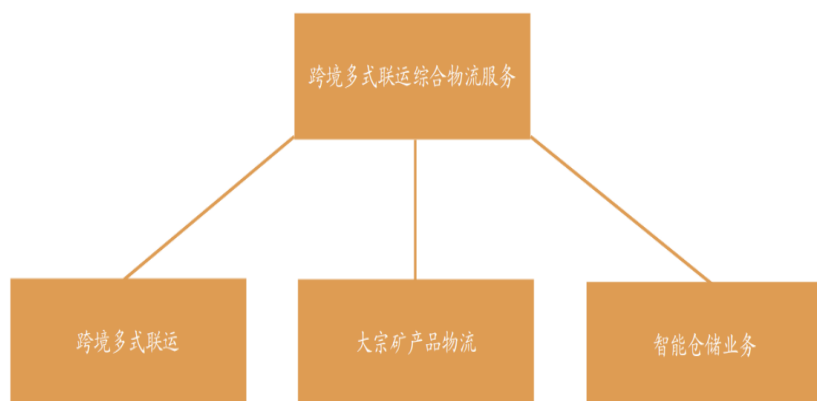
表 1: 广州 - 哈尔滨两种运输模式比较

起止地	运输方式	各段运输距离/km	总运距	水路运输能耗 (千克标准煤/ 百吨公里)	公路运输能耗 (千克标准煤/ 百吨公里)	综合运输能耗 (千克标准煤/ 百吨公里)
广州-哈尔滨	水-公	2760-660	3420	0.24	1.8	0.54
广州-哈尔滨	公路	—	3390	—	1.8	1.8

资料来源: 《公路交通科技》、招商证券

公司长期深耕跨境多式联运综合物流业务。公司围绕中蒙、中亚、非洲等陆运锁定的国家和地区大力发展跨境多式联运综合物流服务，提供包含承运人选择、运输管理、仓储、海关代理、口岸中转、信息管理在内的一揽子物流组织实施管理服务。跨境多式联运综合物流服务可具体细分为跨境多式联运、大宗矿产品物流及智能仓储业务。

图 7：跨境多式联运综合物流业务细分

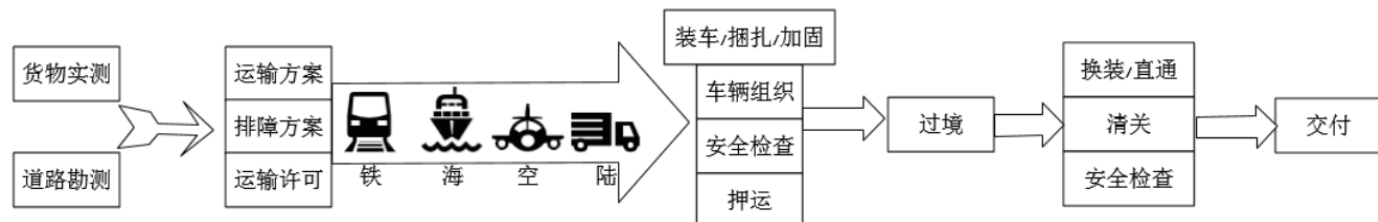


资料来源：公司公告、招商证券

(1) 跨境多式联运：以客户需求为导向定制物流方案

公司跨境多式联运业务主要细分为国际工程项目物流与非工程项目物流。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一站式“交钥匙”综合跨境物流服务。与传统的跨境物流服务相比，工程项目物流具有针对性、实施的一次性、技术的复杂性等特点，目前公司承接过的项目包括蒙古奥云陶勒盖铜矿一期开发、蒙古国西部泰西尔水电站物流项目、蒙古乌兰巴托第四发电站项目、蒙古 UHG 煤矿电站项目等。国际非工程项目物流的货品标的繁杂，主要运输包括生产材料、民用物资及冷链食品等。

图 8：工程项目大件运输方案流程



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：非工程项目类运输方案流程



资料来源：公司公告、招商证券

公司跨境多式联运业务服务范围广泛、信息化程度高，业务盈利稳定增长。公司跨境多式联运业务包含跨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，具体服务范围包括海外第三国当地门到门服务、海外集装箱散货运输、国内港口码头机场接货、监管和大件运输、口岸保

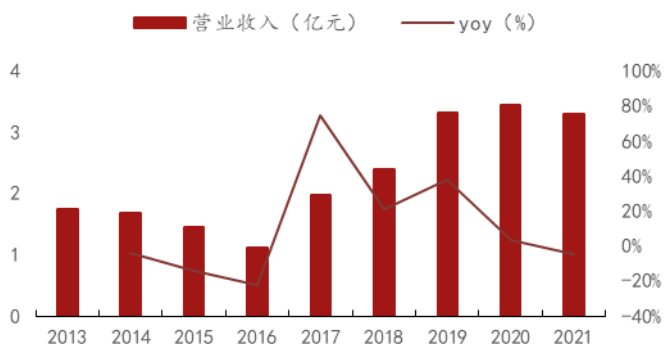
税和监管仓储及分拨，境外清关和运输。公司主要以天津新港等海运港口和二连浩特、甘其毛都、阿拉山口、霍尔果斯等陆路口岸为连接点，集合海运、空运、铁路及海关监管车队等运输资源，开展集装箱和散杂货物的跨境多式联运业务。公司依托自主研发的客户数据管理信息、物流货代管理系统、物流货代查询记录系统、车载信息处理系统，全面实现了覆盖货物运输全过程的数据信息化管理，整体项目物流降本增效效果显著。业务收入计算公式如下：
 综合物流收入(跨境多式联运、大宗矿产品物流) = 货运业务量(车/箱/计费吨) × 运输单价 + 仓储费用 + 装卸费用 + 港口费用 + 代理报关报检费 + 其他附加项目费用。2021年，公司跨境多式联运业务营业收入为3.31亿元，同比小幅下降4.0%；毛利与毛利率分别为0.94亿元以及28.5%。

图 10: 公司跨境多式联运业务布局



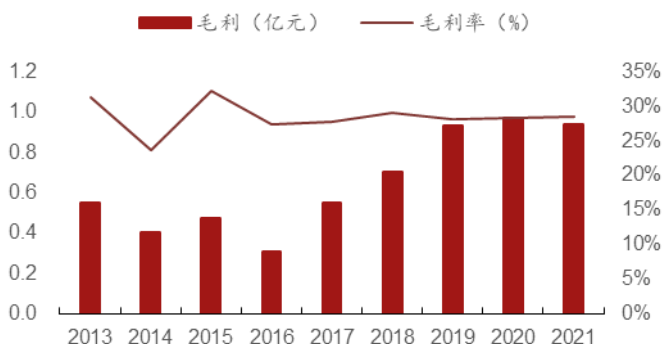
资料来源：公司公告、招商证券

图 11: 公司跨境多式联运营收及增速情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 12: 公司跨境多式联运毛利及毛利率情况

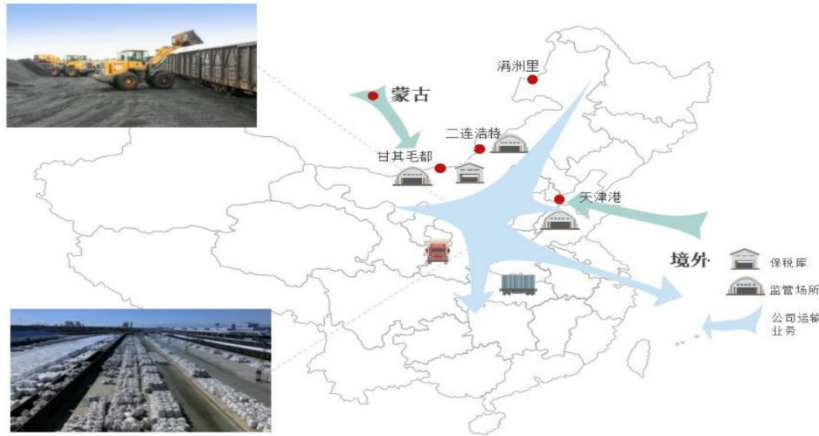


资料来源：公司公告、招商证券

(2) 大宗矿产品物流：公铁联运优势助力业务稳定发展

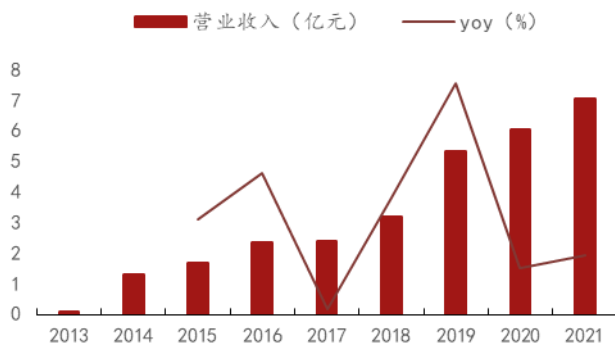
公司铁路运力保障性强，并自主研发无车承运平台，公路运输降本增效明显。公司积极发挥其在甘其毛都、巴彦淖尔、二连浩特、霍尔果斯等中蒙、中亚及非洲重要陆运口岸的仓储节点优势，与公铁联运承运人间建立仓配的合作关系，保证运力稳定。铁路运输方面，公司积极响应中国铁路的大宗矿产品“散改集”政策，公司率先完成了从传统的散货大宗运输方案升级到集装箱环保替代方案，目前公司购置的集装箱均具备铁路运营资质，加强了运力保障。公路运输方面，公司自主研发了无车承运电商平台，通过整合全国范围内的运力资源，降低车辆空驶率，实现了降本增效。2021年，大宗矿产品物流营业收入为7.06亿元，同比增长17.0%；毛利为1.96亿元，同比增长18.1%，毛利率为27.8%

图 13: 大宗矿产品物流业务布局



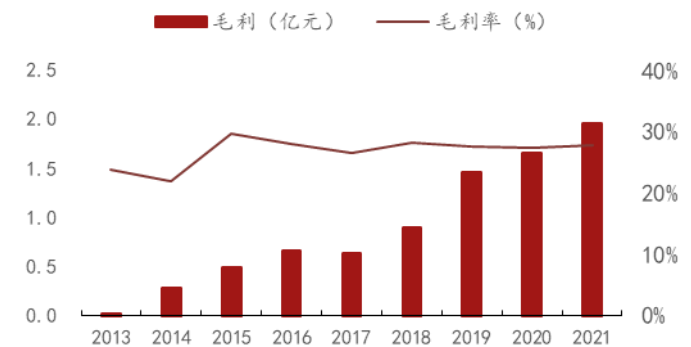
资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 公司大宗矿产品物流业务营收及增速情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 公司大宗矿产品物流业务毛利及毛利率情况

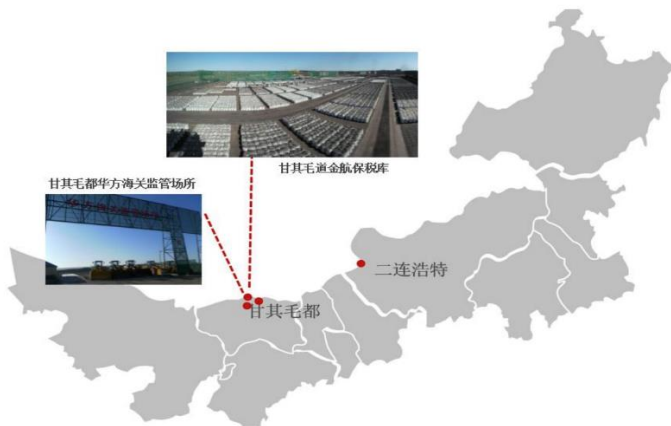


资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 智能仓储业务: 卡位陆港核心资产, 先发优势明显

公司提早布局陆运口岸物流核心资产, 较同行占据先发优势。二连浩特、甘其毛都陆运口岸是中蒙国际跨境物流的核心节点。公司在发展初期已开始规划建设海关公用型保税库、海关监管场所、报税物流中心 (B 型) 等陆港核心资产对中蒙跨境物流业务起到中枢的作用, 在成本控制和运营管理上体现出难以被竞争对手超越的先发优势。重要基础设施物流资源的提前布局, 使得公司掌握核心竞争优势并为今后的发展奠定了坚实的基础。公司在满足中蒙、中亚、非洲国际陆运口岸的进出口货物仓储需求、提供仓储服务的同时, 为公司在相关市场和区域开展跨境多式联运综合物流服务提供关键节点的支持。同时公司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。2021 年, 公司智能仓储业务营业收入为 1.67 亿元, 同比小幅下降 4.6%; 毛利为 1.19 亿元, 毛利率为 71.5%。

图 16: 甘其毛都相关物流资产



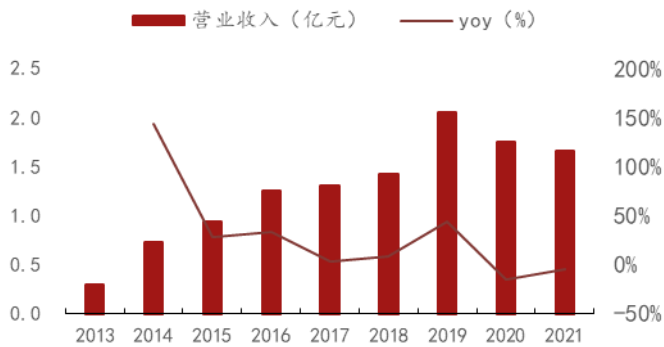
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司自有仓储资源情况

场所	地区	面积 (万平方米)	用途
金航保税库	甘其毛都	16.98	智能仓储业务 (铜精矿、主焦煤)
华方海关监管场所	甘其毛都	35.97	智能仓储业务 (铜精矿、主焦煤)
嘉易达海关监管场所	甘其毛都	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	甘其毛都	4.67	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	2.17	为跨境多式联运综合物流业务提供配套仓储服务
嘉友恒信海关监管场所 (在建)	霍尔果斯	3.78	为跨境多式联运综合物流业务提供配套仓储服务
临津保税物流中心 (B 型)	巴彦淖尔	6.87	为跨境多式联运综合物流业务提供配套仓储服务

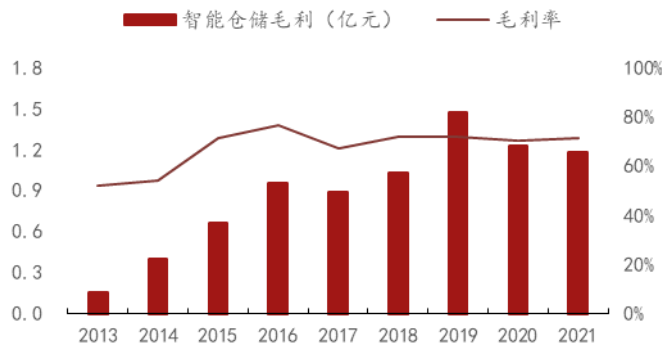
资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 公司智能仓储业务营收及同比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 公司智能仓储业务毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

2、长期深耕中蒙地区业务，煤炭供应链贸易增长迅速

蒙古作为陆锁国矿产资源丰富，陆运为其主要出口运输方式。蒙古国作为陆锁国，拥有丰富的矿产资源，目前已发现的有色金属矿种包括铜、铅、锌、钨、镍、钴和铝土矿，已发现的矿床/矿点 421 处。其中塔本陶勒盖煤矿是蒙古规模最大质量最好的煤田，位于乌兰巴托以南 550 公里，该矿是蒙古最大的露天煤田，也是世界上最大的未开采煤矿之一。矿区面积 250 平方公里，矿区煤炭储量约 64 亿吨，其中高等级的主焦煤 18 亿吨，优质动力煤 46 亿吨，主要开采煤种为焦煤和 1/3 焦煤，所属公司为 ETT、ER 和小 TT。陆锁国地理位置较为闭塞，只能通过陆运的方式出口矿产及初级产品，因此陆运道路及边境的基础设施建设十分重要。

表 3: 通过甘其毛都口岸出口主要煤矿

口岸	公司	煤矿	口岸距离(公里)	产量
甘其毛都	ETT	塔本陶勒盖	270	东区 1000 万吨, 西区 800 万吨
甘其毛都	ER	塔本陶勒盖	270	1000 万吨
甘其毛都	小 TT	塔本陶勒盖	270	100-200 万吨

资料来源: 公开资料整理

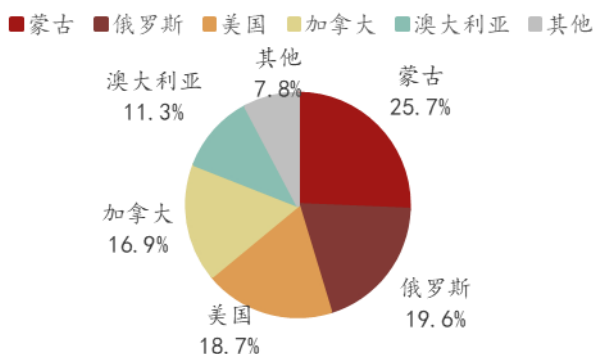
表 4: 通过策克口岸出口主要煤矿

口岸	公司	煤矿	主要煤种	口岸距离(公里)	产量
策克	南戈壁资	敖包特陶勒	动力煤、1/3 焦煤为主	60	800 万吨
策克	马克	那林苏海图	动力煤、1/3 焦煤为主	60	600 万吨
策克	欧斯克	欧斯克	动力煤、1/3 焦煤为主	70	200 万吨
策克	泰拉	泰拉	1/3 焦煤为主	100	100 万吨

资料来源: 公开资料整理

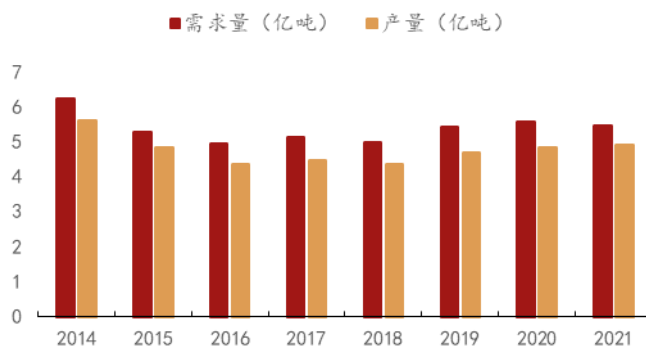
蒙煤是我国进口炼焦煤重要来源之一, 国内煤炭保供需求及疫情影响减弱下, 中蒙煤炭持续回暖。我国对炼焦煤需求量大, 作为我国重要的基础能源, 虽然其占能源的比重近几年有所下滑, 但仍为主要能源。2021 年进口炼焦煤总量为 5470 万吨, 占当年炼焦煤需求量的 9.9%, 其中从蒙古、俄罗斯、美国进口的炼焦煤总量最高, 分别为 1404 万吨、1074 万吨及 1024 万吨, 蒙古是我国进口炼焦煤最主要的来源之一, 从质量上看蒙煤、澳煤等都是优质煤种, 但蒙煤运输距离较其他海运煤更近, 能减少长途海运过程中对煤炭质量的破坏, 另外即使澳煤禁令后续有所松动, 蒙煤价格仍更具优势。2021 年我国对蒙古炼焦煤的进口量为 1403.71 万吨, 位列全部进口国之首, 进口金额为 19.01 亿美元, 显著低于俄罗斯、美国、加拿大的进口额。2020-2021 年, 为控制疫情, 蒙古对华的跨境运煤卡车数量大幅减少, 导致对华炼焦煤出口量显著下降, 2021 年对华炼焦煤出口量较 2019 年疫情爆发前下降 55.5%。2021 年底, 甘其毛都口岸的日通车数仅为 100 车, 而疫情前每日通车数为 1000 车, 今年以来, 甘其毛都口岸通车辆逐步恢复, 尤其二季度大幅反弹, 目前已达到 500 车以上。炼焦煤需求方面, 随国内复工复产持续推进, 炼焦煤在钢铁、冶金、化工、机械制造等行业需求巨大; 炼焦煤供给方面, 我国炼焦煤资源稀缺, 储量仅为 2758 亿吨, 占全国查明煤炭资源储量的 27%, 同时在供给侧改革影响下, 煤炭产量持续下降, 导致对进口炼焦煤的依赖度高。考虑到今年能源价格高企、国内煤炭保供需求, 同时随着疫情影响消退, 中蒙煤炭贸易有望持续回暖, 利好公司业绩长期增长。

图 19: 2021 年国内炼焦煤进口占比



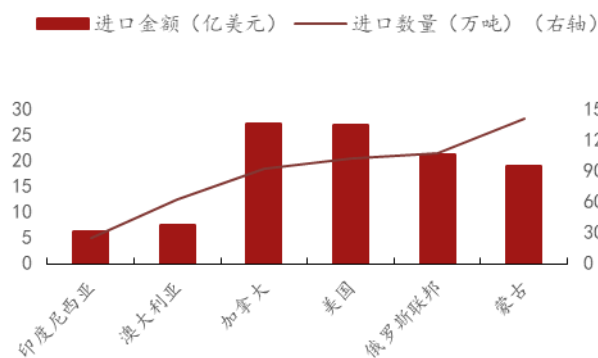
资料来源: 海关总署、招商证券

图 20: 我国炼焦煤需求量与产量情况



资料来源: 公开资料整理, 招商证券

图 21: 2021 年中国炼焦煤进口金额及数量情况



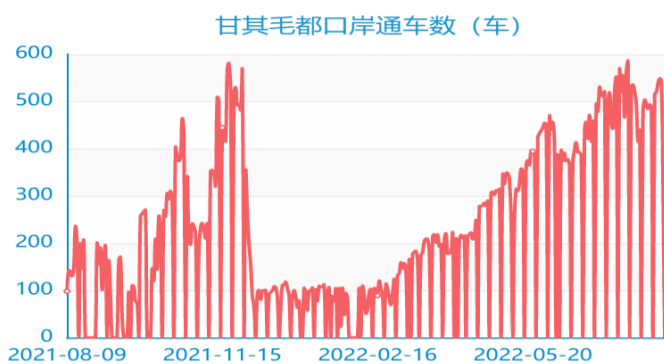
资料来源: 中国海关、招商证券

图 22: 蒙古炼焦煤对国内出口情况



资料来源: Bloomberg, 招商证券

图 23: 甘其毛都口岸通车数



资料来源: 蒙古煤炭网、招商证券

从跨境多式联运综合物流到供应链贸易, 公司持续延伸业务链条。公司以自身名义进口商品, 之后将商品销售给境内客户, 服务盈利主要来源于公司提供的一整套跨境综合物流解决方案的实施, 而不依赖商品差价, 商品价格波动对公司影响较小。供应链贸易业务的核心是跨境综合物流服务在整个贸易环节中的影响力, 公司通过积极布局陆锁国关键物流资产, 提升跨境综合物流服务的影响力, 建立同行业竞争对手难以超越的竞争优势, 通过与蒙古煤矿以及终端用户直接签订贸易合同, 为煤炭从蒙古矿山最终到达终端用户提供全流程服务。

图 24: 供应链贸易业务模式



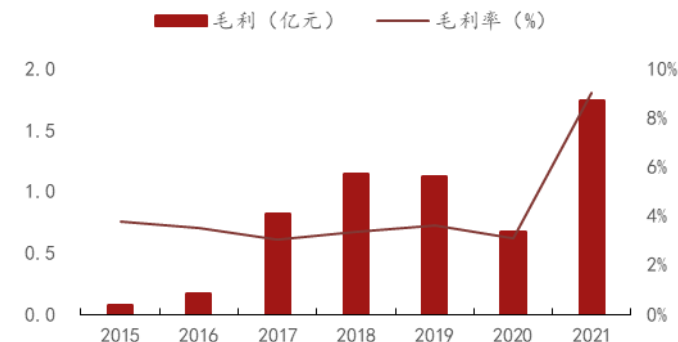
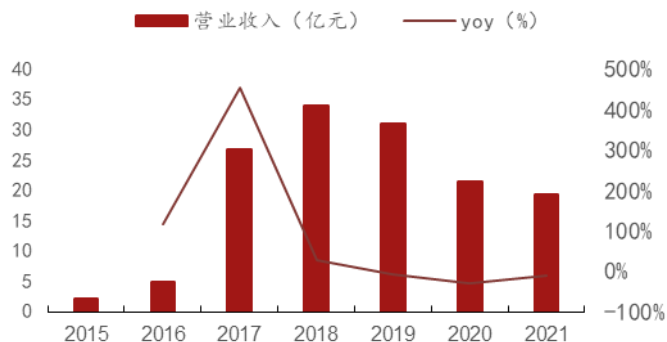
资料来源: 公司公告、招商证券

供应链贸易业务需求充足, 公司充分享受物流费用增长红利, 业务毛利水平大幅提升。公司供应链贸易业务分为主焦煤与非主焦煤两类, 目前主要为境内使用主焦煤的大型企业提供服务, 非主焦煤供应链贸易服务仍在拓展期, 试

水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易，未来有望成为新的增长极。公司分别与蒙古博迪国际有限责任公司和 ERDENES TAVAN TOLGOI JSC (珍宝塔本陶勒盖公司) 签署 4 年内采购主焦煤 600 万吨和 5 年内采购 1,500 万吨主焦煤合同，负责自矿山塔本陶勒盖煤矿提货至中国终端用户，同时公司与国家能源集团煤焦化有限责任公司签订《战略合作框架协议》，约定向其销售总数量不少于 500 万吨主焦煤，保障了公司供应链贸易业务稳定增长。2021 年，公司供应链贸易业务营业收入为 19.38 亿元，同比下降 10.1%，业务收疫情影响有所下滑，毛利为 1.75 亿元，同比增长 161.2%，毛利率达到 9.0%，公司在疫情期间积极整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，提高了业务的服务范围，向业务链条两端延伸，取得了蒙古段运费等物流服务费快速增长的红利，因此毛利率水平较高，物流费用的收益涨幅远超过因疫情导致的数量萎缩的影响。

图 25: 公司供应链贸易业务营收及增速情况

图 26: 公司供应链贸易业务毛利及毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

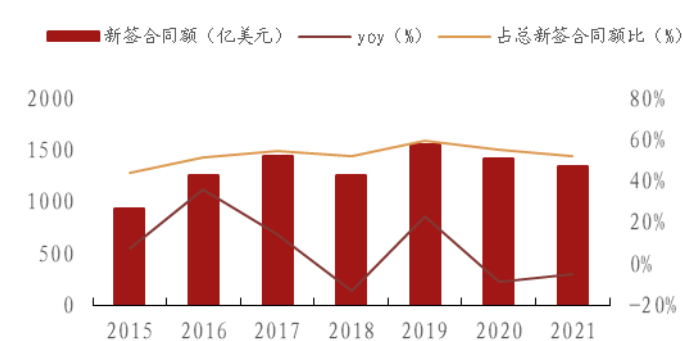
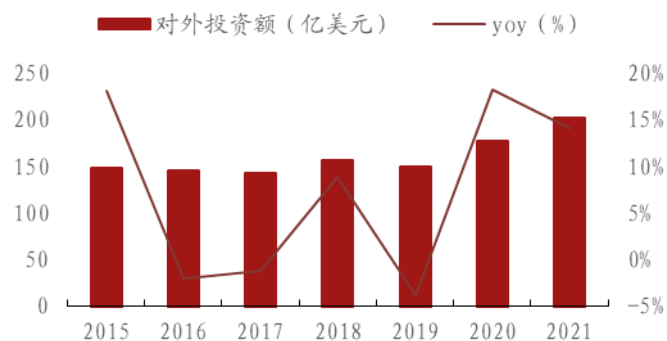
二、复制中蒙模式，挖掘中亚、中非业务潜力

1、中亚：借力“一带一路”，布局核心口岸

亚洲地区在“一带一路”建设投资中重要性日益凸显。近年来，随着“一带一路”建设持续发力，我国在沿线国家投资力度不断增强，对外投资额由 2015 年的 148 亿美元增长至 2021 年的 203 亿美元，2019、2020、2021 年同比增速分别为 -3.8%、18.3% 和 14.1%，2019 年有所下滑，近两年增长相对稳定。从“一带一路”建设新签合同额情况看，由 2015 年的 926 亿美元增长至 2021 年的 1340 亿美元，2021 年占新签合同额比重达到 52%，2019、2020、2021 年同比增速分别为 23.1%、-8.7%、-5.2%，2021 年降幅有所缩窄。亚洲国家在“一带一路”建设中重要性日益凸显，由于中国与亚洲国家经济互补性较强，随着中国“一带一路”建设和“走出去”战略的不断推进，亚洲地区逐渐成为中国企业对外投资的主战场，从 2020 年中国对外直接投资存量地区分布情况看，亚洲地区占比达到 64%，其中“一带一路”国家直接投资存量达到 2007.9 亿美元，仅次于中国香港和开曼群岛。

图 27: 一带一路建设对外投资额变动情况

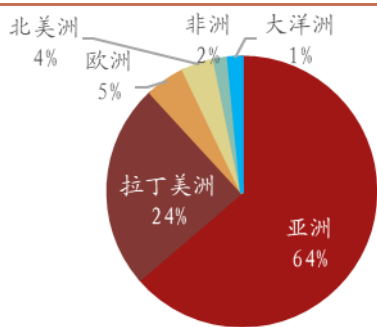
图 28: 一带一路建设新签合同额变动情况



资料来源: 商务部、招商证券

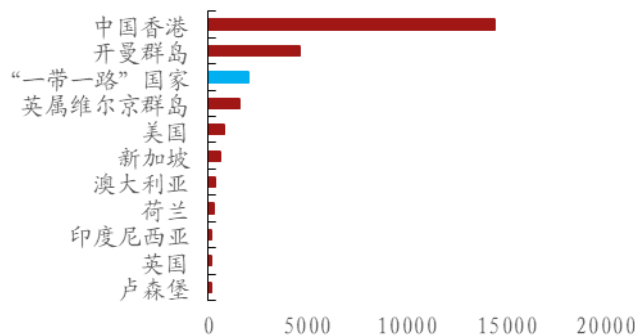
资料来源: 商务部、招商证券

图 29: 2020 年中国对外直接投资存量分布情况



资料来源: 商务部、招商证券

图 30: 2020 年中国对外直接投资存量国家或地区具体情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 国家统计局、招商证券

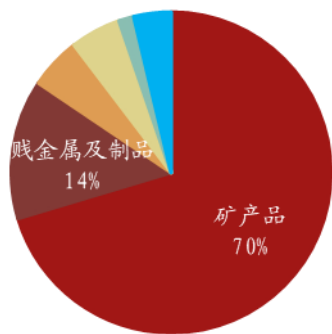
中亚地区矿产资源丰富，具备投资机会。由于中亚地区农业、采矿业机械化水平较低，对中国机械设备的进口需求仍然较大，同时中亚地区矿产资源较为丰富，可与中国形成较好的贸易互补。中亚五国中的核心国家哈萨克斯坦出口贸易多年来持续繁荣，主要依赖于国内矿产资源的出口。哈萨克斯坦位于亚欧大陆中部，西濒里海（海岸线长 1730 公里），北邻俄罗斯，东连中国，南与乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、吉尔吉斯斯坦接壤，是世界最大的内陆国，国内固体矿产资源尤其丰富，境内有 90 多种矿藏，1200 多种矿物原料，已探明的黑色、有色、稀有和贵金属矿产地超过 500 处，钨矿储量占全球比例超过 50%，铀达到 25%，铬达到 23%，铅达到 19%，锌达到 13%，铜矿和铁矿达到 10%。从哈萨克斯坦出口结构来看，矿产品出口占据核心地位，截至 2020 年哈萨克斯坦对全球商品出口额中矿产品占 70%，其次是贱金属及其制品占比 14%。出口目的国方面，根据哈萨克斯坦统计委员会数据显示，截至 2020 年中国占哈出口的 20%，成为哈萨克斯坦第一大出口目的国。近年来，在“一带一路”建设的带动下，哈萨克斯坦与中国的双边贸易持续增长，根据中国海关统计显示，双边货物进出口总额由 2015 年的 143 亿美元增长至 2021 年的 253 亿美元，同时中国对哈萨克斯坦直接投资保持繁荣，中对哈直接投资额由 2018 年的 3.9 亿美元增长至 2021 年的 8.6 亿美元，2020 和 2021 年同比增速分别达到 44%和 48%，保持高速增长。

表 5: 哈萨克斯坦部分固矿资源储量全球排名

全球排名	名称	储量
1	钨	200 万吨
2	铬	4 亿吨
2	铀	150 万吨
4	锰	6 亿吨
4	铜	3450 万吨
4	锌	2570 万吨
6	铁	91 亿吨
6	铅	1170 万吨
8	金	1900 吨
10	铝土	4.5 亿吨

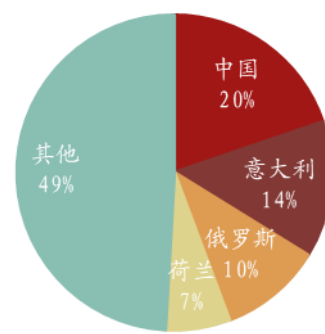
资料来源: 《矿业投资指南欧亚篇》、招商证券

图 31: 2020 年哈萨克斯坦对全球商品出口额占比情况



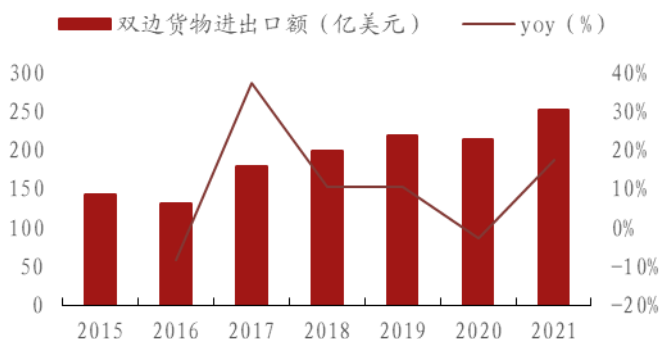
资料来源: 中国海关、招商证券

图 32: 2020 年哈萨克斯坦对外出口国家分布



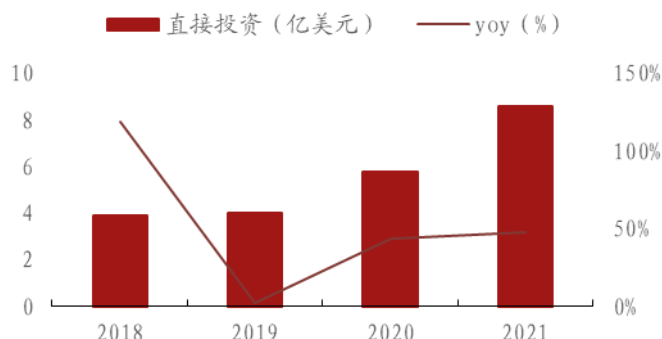
资料来源: 哈萨克斯坦统计委员会、招商证券

图 33: 中国与哈萨克斯坦双边货物进出口总额情况



资料来源: 中国海关、招商证券

图 34: 中国对哈萨克斯坦全行业直接投资情况 (注: 2018 年为对非金融行业直接投资)



资料来源: 商务部、招商证券

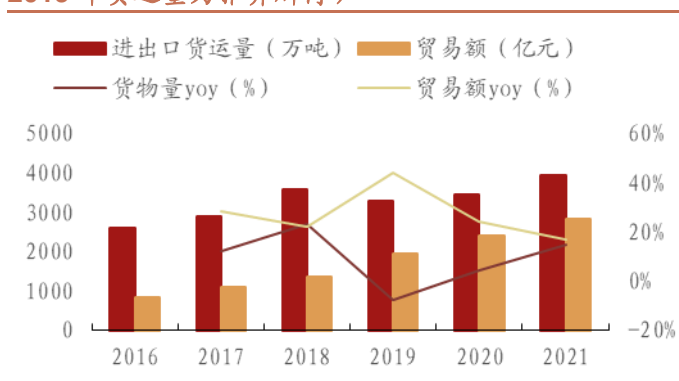
霍尔果斯口岸海关建设布局意义重大, 辐射多个国家和地区。中国与哈萨克斯坦边境接壤的霍尔果斯口岸在我国“一带一路”建设中具有重要意义, 可同时辐射欧洲地区、中亚和西亚等, 是畅通中亚国家货物运输的关键节点, 而公司自 2020 年开始持续推进在中亚跨境运输市场的战略布局, 目前投资的霍尔果斯口岸嘉友恒信国际物流公司海关监管场所建设已经投入运营, 但由于新疆疫情影响, 业务进度相对放缓, 完成后预计可实现年作业量 230 万吨, 对中哈双边贸易将起到关键作用。除便利贸易外, 公司在此布局还有利于与大客户的业务协同, 霍尔果斯口岸可以辐射到紫金矿业的吉尔吉斯左岸金矿、塔吉克的 ZGC 金矿, 以及远在塞尔维亚的 Timok, 提前布局运输流程中的关键节点可提升服务客户能力, 增强公司在跨境多式联运和供应链贸易业务中的竞争力。此外, 伴随“一带一路”建设的推进, 中欧班列经霍尔果斯口岸通行量加大, 口岸进出口过货量不断增加, 带来公司远期业务增长机会, 据统计, 2016-2021 年, 经霍尔果斯口岸通行的中欧班列逐年为 377 列、834 列、2055 列、3404 列、4722 列和 6362 列, 2021 年同比增长达到 34.7%, 保持高速增长。根据霍尔果斯海关统计数据显示, 口岸进出口过货量由 2016 年的 2600 万吨增长至 2021 年的 3961 万吨, 进出口贸易额由 2016 年的 860 亿元增长至 2021 年的 2839 亿元, 近年来口岸过货量在疫情不利影响下仍显示出强劲发展势头, 我国向西开放动力十足, 利于公司利用关键物流节点优势拓展陆锁国跨境运输业务。

图 35: 霍尔果斯口岸地理位置示意图



资料来源: 招商证券

图 36: 霍尔果斯口岸历年进出口过货量情况 (注: 2019 年货运量为推算所得)



资料来源: 霍尔果斯海关、招商证券

复制中蒙业务模式，与哈铜合作不断加深。中亚业务的拓展借鉴了公司前期深耕中蒙业务往来的经验积累，由于二者都为陆锁国并与中国接壤，且矿产品资源充足，矿产品运输渠道的畅通极大程度上依赖陆运边关基础设施建设的成熟，因此中亚在跨境多式联运服务及供应链贸易业务拓展方面易形成与中蒙类似的模式。公司较早锁定核心客户，早于 2013 年即开始与哈萨克矿业的长期合作关系，为其旗下柏莎库铜矿和阿克陶盖铜矿提供跨境综合物流总包服务，在 2018 年 6 月，嘉友国际中标成为阿克陶盖第二选厂工程扩建项目的国际物流运输承包商，合同金额达到 1700 万美元，并且在 2019 年和 2021 年期间，公司还将为柏莎库和阿克陶盖两个铜矿项目提供生产铜精粉所用部分耗材和设备的全程国际物流服务，包括易耗材料研磨球、衬板，及其他运营生产设备。哈萨克矿业作为哈萨克斯坦最大的铜生产商之一，2021 年铜产量达到 299 千吨，铜销量达到 253 千吨，中国是公司产品的主要市场，公司铜精矿产品主要销往中国，剩余少部分在该国国内加工成阴极铜，与其有合作的部分承包商、服务和生产材料也来自中国。

表 6: 嘉友国际与哈铜建立长期合作关系

合同名称	签约对方	主要内容	合同金额	合同期限
阿克陶盖矿工程项目物流服务	哈萨克矿业公司	哈铜委托嘉友国际负责阿克陶盖/柏莎库矿区的货物运输	1700 万美元	2018.6.19-2022.6.30
货代及清关服务项目	哈萨克矿业公司	为阿克陶盖项目及柏莎库项目提供研磨球、衬板以及其他普货的全球物流运输	3259.65 万美元	2019.1.1-2022.12.31
货代及清关服务项目	AZURITE LOGISTICS LLP	为阿克陶盖项目及柏莎库项目提供研磨球、衬板的全球物流运输	根据实际物流服务质量进行结算	2021.2.1-2022.12.31

资料来源: 公司公告、招商证券

哈铜旗下两座铜矿开保持良好开采量，未来业务放量仍存空间。哈铜旗下主要铜矿之一阿克陶盖位于哈萨克斯坦东南部，于 2015 年 12 月开始从氧化物矿石生产阴极铜，阴极铜可用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域，2017 年哈铜宣布进行阿克陶盖扩建，将在 2021 年完成扩建，届时该矿加工能力将增长至 5000 万吨，2021 年阿克陶盖铜年产量达到 138.4 千吨，另一铜矿柏莎库铜年产量则达到 107.5 千吨。

图 37: 柏莎库铜矿和阿克陶盖铜矿位置示意图



资料来源: 哈萨克矿业公司官网、招商证券

表 7: 柏莎库和阿克陶盖铜矿主要经营情况

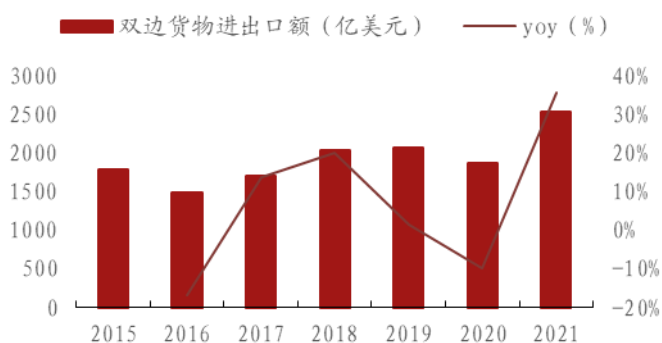
	柏莎库	阿克陶盖
2021 年铜年产量 (千吨/年)	107.5	138.4
2020 年铜年产量 (千吨/年)	122.0	131.2
2020 年 EBITDA (百万美元)	742	476
矿产寿命 (年)	40	25
硫化铜产量预计 (2022-2027) (千吨/年)	-	170
硫化铜产量预计 (2028 年以后)	-	130

资料来源: 哈萨克矿业官网、招商证券

2、中非: 破非洲路网薄弱桎梏, 畅通铜钴矿带资源运输

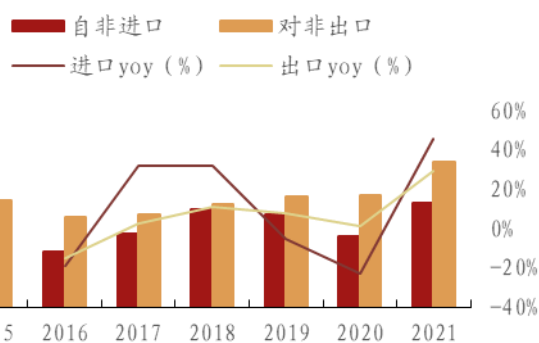
我国长期稳居非洲最大贸易伙伴国地位, 中国对非直接投资不断增长。回顾中国与非洲双边货物进出口总额情况, 由 2015 年的 1790 亿美元增长至 2021 年的 2540 亿美元, 2020 年受到新冠疫情冲击双边货物进出口有所下滑, 2021 年显著回升, 同比增速达到 35.8%。细分来看, 截至 2021 年, 我国自非洲进口贸易额达到 1059 亿美元, 同比增长 45.7%, 对非洲出口贸易额达到 1481 亿美元, 同比增长 29.6%。从中国与非洲地区贸易分布来看, 非洲十国占总贸易额比达到 68.9%, 其中刚果(金)占总贸易额比达到 5.9%。非洲作为尚待开发的蓝海市场, 不断吸引外部投资, 截至 2020 年中国对非洲全行业直接投资额达到 29.6 亿美元, 同比增长 9.5%, 对非洲投资存量已经超过 434 亿美元。分地区来看, 中国企业对东非、北非的投资流量实现增长; 分企业类型看, 根据商务部数据, 中国民营企业在非洲直接投资中占比达到 90%, 未来随着非洲地区潜力不断被发掘, 公司在非的布局将凸显优势。

图 38: 中国与非洲双边货物进出口总额情况



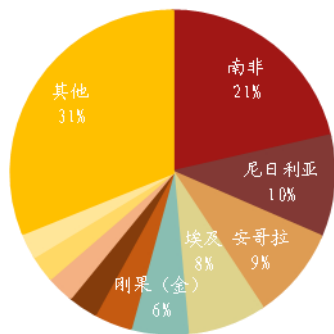
资料来源: 中国海关、招商证券

图 39: 中国与非洲进出口分布情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 中国海关、招商证券

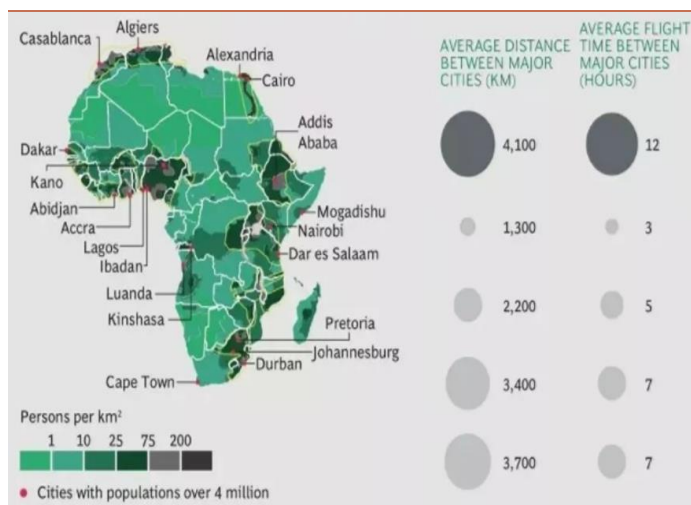
图 40: 2021 年中国与非洲各国进出口分布情况



资料来源: 中国海关、招商证券

非洲矿产丰富，但路网基础设施发展不足，桎梏其矿产资源出口。中国每年约 50%铜的消耗量需要在全全球范围进行采购，而非洲地区矿产资源丰富，双方贸易互补性强。然而据波士顿咨询公司资料显示，非洲缺乏主要的公铁网络，且现有的许多公路和铁路线维修情况较差，物流成本较高，非洲运输和分销商品的平均成本相当于商品价值的 320%，相比之下，东亚和北美洲仅为 140%，并且政府仅关注升级边境内的基础设施，非洲核心物流枢纽均集中在边境区域，刚果（金）境内矿产资源丰富的铜钴矿带区域即面临缺少主要物流枢纽的问题，并且主要道路存在路况差、运输效率低的情况，导致其物流成本高企，运输需求与运输条件不匹配。而公司修建的卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段将显著降低铜钴矿带进出口通道运输成本，推动当地矿产品出口和贸易经济发展。

图 41: 非洲自身物流枢纽不足



资料来源: BCG 《Pioneering One Africa》、招商证券

图 42: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目畅通非洲铜钴矿带进出口通道



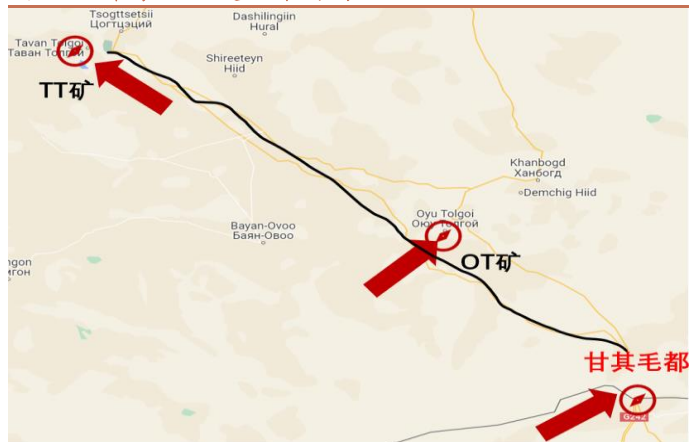
资料来源: 招商证券

复制中蒙陆运边关建设模式，拓展非洲市场有效增厚公司利润。公司于 2018 年开始在非洲内陆国家复制中蒙模式，即以跨境口岸为中枢的跨境综合物流模式，并在 2018 年 7 月以 7075 万元收购上海枫悦国际物流有限公司 100% 股权，后者长期从事中非跨境多式联运业务，在非洲市场具有稳定的客户和运输资源，此后于 2019 年与刚果（金）政府签署《特许授权协议》，同时复制中蒙陆运边关建设模式，进行萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸建设，提供优质高效的通关服务，提升公司在非洲地区的竞争力。2021 年起中非市场的业务需求迅速提升，公司在非洲的前瞻性布局优势初现，在疫情严重的非洲区域实现 48% 的营业收入增长和 45% 的毛利润增长。

与核心客户实现业务协同，央企背书降低投资损失风险。公司前期引入紫金矿业为第四大股东，在多地区实现业务协同，紫金矿业全球第二大铜矿资源刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿与公司刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路和口岸项目属于同一区域，预计其一期项目年产铜将高达 40 万吨，非洲项目可以打通铜产品的运输瓶颈，降低物流成本。当前除紫金矿业外，在刚果（金）境内的铜矿带地区开展业务的中资企业还包括华刚矿业、华友钴业、中铁国际、中色国际、万宝矿产、金川国际、寒锐钴业等。目前公司的非洲刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚 150 公里道路已经全部通车并于 2022 年 1 月开始收费试运营，其他陆港等建设按计划将在今年内完工并有望在下半年投入运营。公司公告称已完成中国信保对卡萨项目海外投资保险的全部投保手续，具体承保风险包括由于刚果（金）发生战争及政

治暴乱、征收、汇兑限制等事件导致的公司投资损失由中国信保承担赔偿责任，该保险极大提升了非洲项目的抗风险能力，为公司未来业务发展

图 43: 中蒙边关建设布局情况



资料来源: 招商证券

图 44: 非洲边关建设布局情况



资料来源: 招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测及投资建议

盈利预测:

- 1) 中蒙煤炭进口持续恢复。今年以来，甘其毛都口岸通关车辆逐步恢复，尤其是二季度恢复迅速，日通车量达到 400 辆以上，近日达到 500 辆。随着中国防疫政策逐步放松，以及国内煤炭供给的保供要求，中蒙煤炭进口还有可观恢复空间。
- 2) 非洲公路项目投入试运营。公司的非洲刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚 150 公里道路已经全部通车并于 2022 年 1 月开始收费试运营，其他陆港等建设按计划在今年内完工并有望在下半年投入运营，为公司贡献利润增量。

表 8: 经营数据预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3281	3888	3946	5243	6901
YoY	-21.3%	18.5%	1.5%	32.9%	31.6%
毛利率	15.4%	12.6%	18.4%	18.0%	17.9%
供应链贸易服务	2,156	1,938	2,519	3,401	4,591
YoY	-30.4%	-10.1%	30%	35%	35%
毛利率	3.1%	9.0%	13%	10%	10%
跨境多式联运综合物流	1,123	1,204	1,324	1,589	1,907
YoY	4.9%	7.2%	10%	20%	20%
毛利率	38.8%	26.0%	26%	30%	30%
PPP 项目		744	100	250	400
YoY	0	0	0	0	0
毛利率		0.0%	50%	50%	50%
其他业务	2	2	2	2	3
YoY	287.2%	7.9%	10%	10%	10%
毛利率	99.9%	95.8%	96%	96%	96%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 9: 盈利预测简表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3281	3888	3946	5243	6901
营业成本	2776	3398	3222	4298	5667
营业税金及附加	20	13	13	17	23
营业费用	4	6	6	8	11
管理费用	50	52	53	71	93
研发费用	16	14	14	18	24
财务费用	23	12	(3)	(5)	(7)
资产减值损失	(1)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	8	11	11	11	11
投资收益	20	5	5	5	5
营业利润	418	408	657	851	1106
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	5	1	1	1	1
利润总额	413	408	658	851	1106
所得税	51	66	107	139	181
少数股东损益	2	(0)	1	1	1
归属于母公司净利润	360	343	550	712	925
EPS (元)	0.72	0.69	1.10	1.42	1.85

资料来源: 公司数据、招商证券

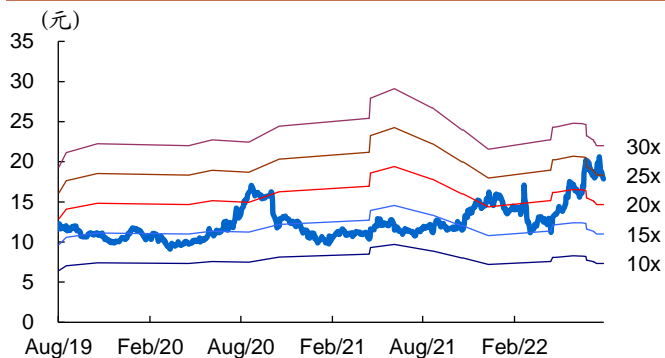
投资建议:

我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 5.5/7.1/9.3 亿元, 基于: 1) 随着疫情缓解, 中蒙煤炭进口逐渐回归正常水平, 且今年恢复速度可能持续超预期; 2) 公司近年拓展蒙古段运输, 主焦煤业务毛利率有所提升; 3) 刚果(金)项目正式投产运营后增厚公司利润, 考虑到运营爬坡期, 预计到 2024 年达到稳定水平。

中长期看: 1) 公司前期建设基础设施投入运营效果显现。在中蒙甘其毛都口岸, 甘其毛都嘉友办公及生产经营场所升级改造项目已经全部完工; 在中亚霍尔果斯口岸, 嘉友恒信海关监管场所已全部完工, 并于 2022 年 1 月通过海关验收正式运营; 非洲刚果(金)项目取得决定性进展, 卡松巴莱萨-萨卡尼亚 150 公里道路已经全部通车并于 2022 年 1 月开始收费试运营, 其他陆港等建设按计划于 2022 年完工并投入运营。**2) 上下游主焦煤大订单在手锚定业务量。**公司已锁定主焦煤采购(锁定每年从蒙古矿山采购 450 万吨主焦煤)和销售合同(约定向国家能源集团煤焦化有限责任公司销售总数量不少于 500 万吨主焦煤)。**3) 与紫金矿业合作带来增益。**公司引入紫金矿业作为战略投资者, 紫金矿业成为公司第二大股东。紫金矿业拥有全球第二大铜矿资源刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿, 该矿产与公司刚果(金)卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路和口岸项目属于同一区域, 两者有望实现优势互补。

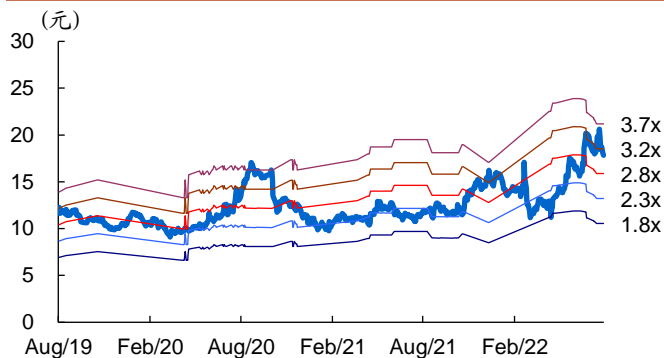
综上, 我们认为公司增长动力清晰, 维持公司“强烈推荐”评级。

图 45: 嘉友国际历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 46: 嘉友国际历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

2、风险提示

宏观经济波动风险: 公司主营业务与国际物流需求和国际贸易总量相关, 若国内外宏观经济波动明显或增长不及预期, 国际贸易或受到影响, 导致公司经营业绩下降。

核心口岸疫情反复: 公司业务受核心口岸畅通性影响, 若各核心口岸及业务地区疫情持续反复, 或将限制口岸通车量、影响业务拓展效果, 导致公司经营业绩下降。

非洲公路项目运营情况不及预期: 公司在刚果(金)项目进入试运营阶段, 运营情况或受到当地政局变动、通车量情况等因素影响, 存在运营情况不及预期风险。

参考报告:

- 1、《嘉友国际(603871)一二季度业绩大增超预期, 继续看好下半年》2022-07-01
- 2、《嘉友国际(603871)一一季度业绩好于预期, 重回增长趋势确定》2022-04-29
- 3、《嘉友国际(603871)一疫情影响, 业绩小幅下滑; 2022年有望恢复增长》2022-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2172	2422	2564	3100	3862
现金	1752	1169	1379	1521	1781
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	136	164	148	197	260
其它应收款	28	30	31	41	54
存货	59	191	174	232	306
其他	196	868	832	1109	1461
非流动资产	1230	2134	2338	2526	2698
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产	336	594	842	1072	1284
无形资产商誉	353	1287	1244	1203	1163
其他	525	238	236	236	235
资产总计	3402	4556	4902	5625	6559
流动负债	516	936	890	1155	1493
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	212	515	489	652	860
预收账款	154	289	274	366	483
其他	150	131	127	137	150
长期负债	650	693	693	693	693
长期借款	0	0	0	0	0
其他	650	693	693	693	693
负债合计	1166	1629	1583	1848	2186
股本	220	317	445	445	445
资本公积金	854	1334	1206	1206	1206
留存收益	1091	1206	1597	2055	2650
少数股东权益	71	70	71	71	72
归属于母公司所有者	2165	2857	3248	3706	4301
负债及权益合计	3402	4556	4902	5625	6559

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	254	(325)	652	675	866
净利润	362	342	551	712	925
折旧摊销	28	40	89	106	122
财务费用	17	6	(3)	(5)	(7)
投资收益	(20)	(5)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(135)	(701)	28	(137)	(175)
其它	1	(7)	4	15	17
投资活动现金流	(460)	(487)	(284)	(284)	(284)
资本支出	(269)	(464)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(191)	(23)	16	16	16
筹资活动现金流	555	356	(158)	(249)	(322)
借款变动	(1)	(34)	(3)	0	0
普通股增加	63	97	128	0	0
资本公积增加	40	480	(128)	0	0
股利分配	(157)	(220)	(158)	(254)	(329)
其他	611	31	3	5	7
现金净增加额	350	(457)	210	142	260

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3281	3888	3946	5243	6901
营业成本	2776	3398	3222	4298	5667
营业税金及附加	20	13	13	17	23
营业费用	4	6	6	8	11
管理费用	50	52	53	71	93
研发费用	16	14	14	18	24
财务费用	23	12	(3)	(5)	(7)
资产减值损失	(1)	(1)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	8	11	11	11	11
投资收益	20	5	5	5	5
营业利润	418	408	657	851	1106
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	5	1	1	1	1
利润总额	413	408	658	851	1106
所得税	51	66	107	139	181
少数股东损益	2	(0)	1	1	1
归属于母公司净利	360	343	550	712	925

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-21%	18%	1%	33%	32%
营业利润	2%	-2%	61%	29%	30%
归母净利润	5%	-5%	60%	29%	30%
获利能力					
毛利率	15.4%	12.6%	18.4%	18.0%	17.9%
净利率	11.0%	8.8%	13.9%	13.6%	13.4%
ROE	17.9%	13.7%	18.0%	20.5%	23.1%
ROIC	18.3%	13.6%	17.5%	19.9%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	34.3%	35.8%	32.3%	32.9%	33.3%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	2.6	2.9	2.7	2.6
速动比率	4.1	2.4	2.7	2.5	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	1.0	1.1
存货周转率	35.6	27.2	17.7	21.2	21.1
应收账款周转率	19.3	25.9	25.3	30.3	30.2
应付账款周转率	15.2	9.3	6.4	7.5	7.5
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.69	1.10	1.42	1.85
每股经营净现	0.51	-0.65	1.30	1.35	1.73
每股净资产	4.33	5.71	6.50	7.41	8.60
每股股利	0.44	0.32	0.51	0.66	0.85
估值比率					
PE	24.8	26.0	16.2	12.5	9.7
PB	4.1	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.7	18.0	11.0	8.6	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖宸晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。