

嘉友国际 (603871.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

大宗跨境物流龙头，口岸资源壁垒高筑

公司简介

公司是国内领先的大宗跨境物流公司，主要在中蒙、中哈等地开展跨境综合物流与供应链贸易服务，主营运输货种为主焦煤、铜精矿。2022H1 来自跨境综合物流的收入占比 58%，来自供应链贸易的收入占比为 29%。公司轻重资产并行，投资建设运营海关监管仓储等口岸场所，建立以陆港核心节点为核心的全程物流模式。在此基础上不断复制创新中蒙模式，有望在中亚及非洲再造“嘉友国际”。2022 年前三季度，公司营收 38.1 亿元，同比增长 50%；归母净利 4.7 亿元，同比增长 88%；毛利率 16.7%，净利率 12.3%。

投资逻辑

1、蒙古市场：主焦煤贸易迎来拐点，签署协议锁定收入。2020-2021 年，出于防疫要求中蒙口岸通车量下滑，造成主焦煤贸易收入同比回落。随着疫情防控放松，边境通车量与主焦煤运输量快速复苏，2022 年 1-10 月蒙古炼焦煤进口量同比增长 62.5%，预计 2022 年公司主焦煤运量将大增。2020 年 7 月，公司签订 5+2 蒙古 OT 矿物流总承包合同，每年提供不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备物流服务，疫后收入有望保障。

2、非洲市场：公路投产后收入提升，且有望拓展贸易业务。2022 年 7 月，公司投资建设运营的卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目道路与陆港全面进入试运营阶段。卡萨公路毗邻刚果(金)铜-钴矿带，当地基础设施缺乏，公路运输需求旺盛，估算正常运营后可带来约 2 亿元的毛利润。公司第二大股东紫金矿业大量投资非洲矿山，未来公司有望拓展相关跨境运输业务。

3、中亚市场：公司与哈萨克铜业深度合作，开展工程设备物流与大宗矿产品物流。依据过往合同，若协议续期，将年化带来至少约 0.9 亿元收入。公司持续加码陆港口岸核心资源，投资建设的新疆霍尔果斯口岸海关监管场所已于 2022Q1 投入使用，将提升物流整体效率。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2022-2024 年净利润为 6 亿元、8.5 亿元、10.9 亿元，同比+75%、+42%、+27%。短期公司主焦煤供应链业务将修复，中长期随着中蒙、中亚等项目产能爬坡，将带来业绩增量。给予 2023 年 16X PE，目标价 27.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

疫情反复风险；非洲公路项目建设不及预期；蒙古国内铁路建设超预期风险；政府加大口岸资源投资风险；股东减持风险；汇兑风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

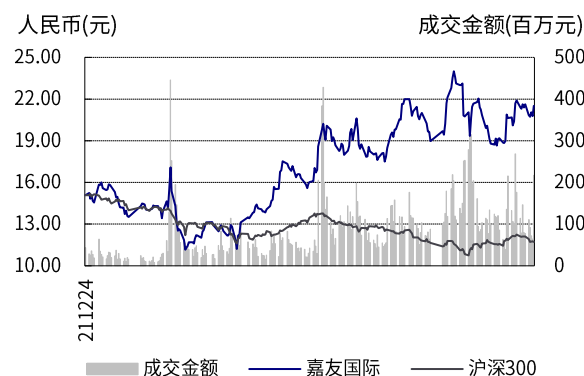
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.51 元

目标价 (人民币)：27.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,281	3,888	5,002	6,196	7,223
营业收入增长率	-21.33%	18.50%	28.66%	23.87%	16.56%
归母净利润(百万元)	360	343	601	854	1,086
归母净利润增长率	4.91%	-4.83%	75.41%	41.98%	27.22%
摊薄每股收益(元)	1.641	1.082	1.203	1.707	2.172
每股经营性现金流净额	1.16	-1.02	1.12	2.01	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.64%	12.00%	15.47%	19.41%	21.50%
P/E	13.11	19.23	17.89	12.60	9.90
P/B	2.18	2.31	2.77	2.44	2.13

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、公司概况：跨境物流龙头，收入稳健增长	5
1.1 跨境大宗物流先驱者，轻重资产并行发展	5
1.2 物流贸易一体化，发力跨境三大市场	5
1.3 营收净利润高增，盈利能力领跑同行	7
1.4 推出员工持股计划，明确业绩增长目标	9
二、蒙古市场：主营主焦煤与铜精矿物流，中标矿山协议助力业绩增长	10
2.1 蒙古主焦煤进口量大，疫后经营将持续修复	10
2.2 铜精矿对外依存度高，中标蒙古矿山协议锁定收入	13
2.3 布局口岸核心资产，先发优势明显	15
三、非洲、中亚市场：陆港核心节点的复制与创新	18
3.1 非洲市场：投资口岸公路，合力紫金矿业	18
3.2 中亚市场：卡位霍尔果斯，主营铜矿运输	21
四、盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议及估值	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司业务始于蒙古，逐渐开拓非洲及中亚市场	5
图表 2：紫金矿业为公司第二大股东（截至 2022Q3）	5
图表 3：公司跨境多式联运业务以中蒙为主	6
图表 4：公司提供贸易与物流业务，聚焦蒙古、非洲与中亚市场	6
图表 5：公司主焦煤供应链贸易营收受疫情影响较大	7
图表 6：公司跨境综合物流服务贡献主要毛利	7
图表 7：2021 年主焦煤业务毛利率大幅提升	7
图表 8：2022 年前三季度公司营收同比增长 49.6%	8
图表 9：2022 前三季度公司归母净利润增长 88.1%	8
图表 10：2022 前三季度公司毛利率为 16.7%，净利率为 12.3%	8
图表 11：公司跨境综合物流业务毛利率高于同行	9
图表 12：公司供应链贸易业务毛利率高于同行	9
图表 13：2022 年公司营收增速迎来拐点	9
图表 14：员工持股计划的业绩考核	9
图表 15：蒙古煤炭资源丰富	10

图表 16:	常态下蒙古炼焦煤进口量占总进口量 40%.....	10
图表 17:	公司主焦煤出货量明显下降	11
图表 18:	公司主焦煤供应链贸易收入受疫情影响受损	11
图表 19:	公司 2021 年主焦煤业务毛利率大幅提升	11
图表 20:	甘其毛都口岸通车数迅速复苏	12
图表 21:	蒙古-中国炼焦煤进口量快速修复	12
图表 22:	2021 年澳大利亚煤炭进口占比下降	12
图表 23:	常态情况下蒙煤进口价格相对更低	12
图表 24:	公司通过合同夯实主焦煤运输供需两端	12
图表 25:	从蒙古矿山至中国终端客户收费可分为四段	13
图表 26:	中国铜精矿需求大量依赖进口	13
图表 27:	蒙古是我国铜精矿第三大进口国	14
图表 28:	常态情况下蒙古铜精矿进口价格更低	14
图表 29:	公司与 OT 矿签订 5+2 框架协议	14
图表 30:	公司铜精矿运输量持续上升	15
图表 31:	甘其毛都是离蒙古两大矿山 (OT 矿、TT 矿) 最近的口岸 (红色表示煤矿, 紫色表示铜矿)	15
图表 32:	截至 2022 年 11 月初, 甘其毛都煤炭进口量同比增长 149%	16
图表 33:	甘其毛都口岸是中蒙铜精矿进口量最大的口岸	16
图表 34:	截至 2022 年 11 月初, 甘其毛都铜精粉进口量同比增长 5%	16
图表 35:	甘其毛都口岸是中蒙铜精粉进口量最大的口岸	16
图表 36:	货物入境要通过漫长的报关流程	17
图表 37:	重资产布局口岸海关监管场所带来通关效率优势	17
图表 38:	公司布局甘其毛都核心资产	18
图表 39:	公司将蒙古陆港核心节点模式向非洲、中亚地区复制	18
图表 40:	非洲矿产资源丰富 (数据为 2020 年)	19
图表 41:	刚果 (金) 富含铜-钴矿 (数据为 2020 年)	19
图表 42:	建设卡萨公路之前, 铜-钴矿带矿产只能从南部出口	19
图表 43:	卡萨公路与陆港项目道路与陆港已于 2022 年 7 月进入全面运营	20
图表 44:	刚果 (金) 南部的中非铜-钴矿带	20
图表 45:	卡萨公路与铜-钴矿带位置重合	20
图表 46:	紫金矿业在刚果 (金) 进行大量投资	20
图表 47:	公司在中亚开展工程设备物流与大宗矿产品物流	21
图表 48:	哈萨克斯坦向中国出口以矿物、金属为主	21
图表 49:	2022 年 1-10 月, 哈萨克斯坦出口至中国的铜精砂同比增长 76%	21
图表 50:	哈萨克铜业富含铜矿资源	22

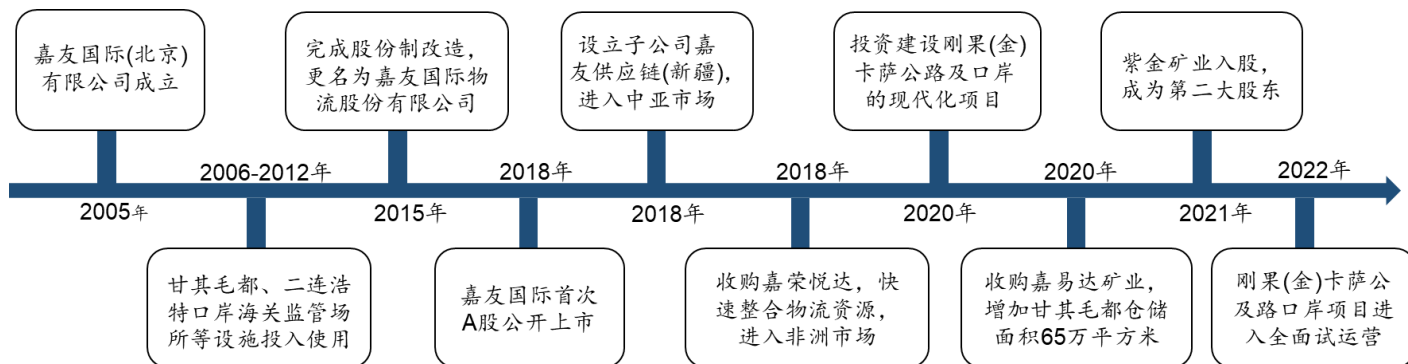
图表 51: 霍尔果斯口岸是中国向西开放的桥头堡 22
 图表 52: 霍尔果斯口岸是新疆进出口货运量最大的口岸 22
 图表 53: 2022 年 1-10 月霍尔果斯口岸进出口货运量持续增长 22
 图表 54: 公司投资建设新疆霍尔果斯口岸海关监管场所 23
 图表 55: 2022-2024 年供应链贸易收入预测 23
 图表 56: 2022-2024 年跨境综合物流收入预测 24
 图表 57: 2022-2024 年 PPP 项目收入预测 24
 图表 58: 2022-2024 年营业收入及利润预测 24
 图表 59: 可比公司估值 25

一、公司概况：跨境物流龙头，收入稳健增长

1.1 跨境大宗物流先驱者，轻重资产并行发展

公司是国内领先的跨境多式联运及供应链服务商。嘉友国际成立于 2005 年，起初从事中蒙间的货运代理等轻资产业务。2006 年起公司陆续针对陆路口岸进行重资产投资，建设海关监管场所等核心资产，开启轻重资产并行的运营模式。2018 年起，公司复制蒙古陆运核心口岸的模式，开拓中亚及非洲市场。2021 年，紫金矿业入股公司。

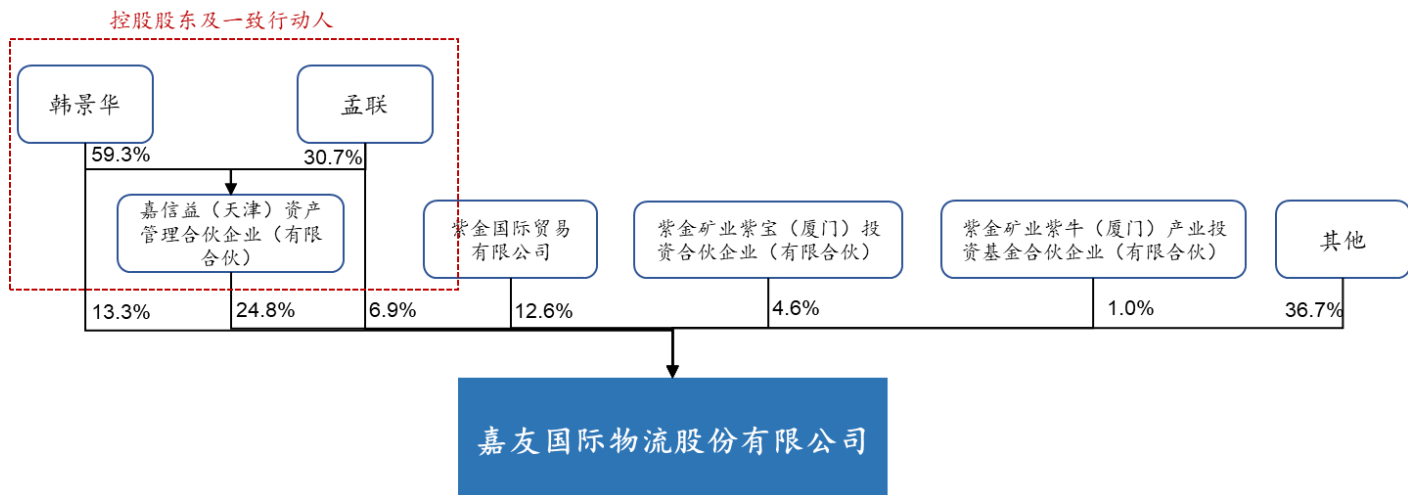
图表1：公司业务始于蒙古，逐渐开拓非洲及中亚市场



来源：公司公告，国金证券研究所

公司股权结构稳定，紫金矿业为第二大股东。韩景华和孟联为公司实际控制人及一致行动人，截至 2022 年第三季度末，二人通过个人和机构合计持有公司约 43% 的股份。2021 年 12 月，紫金矿业对公司进行战略投资，持股比例约为 18%，为公司第二大股东。紫金矿业在海外拥有大量矿山，与公司有望在业务层面进行充分合作。

图表2：紫金矿业为公司第二大股东（截至 2022Q3）



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 物流贸易一体化，发力跨境三大市场

公司主营跨境多式联运综合物流服务与供应链贸易。按照是否含货值，公司业务可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，2022H1 年来自跨境综合物流的收入占比 58%，来自供应链贸易的收入占比为 29%，来自 PPP 项目的收入占比为 12%。

图表3：公司跨境多式联运业务以中蒙为主



来源：公司公告，自然资源部，国金证券研究所

图表4：公司提供贸易与物流业务，聚焦蒙古、非洲与中亚市场

一级分类	二级分类	业务描述	区别	2022H1 营收(亿元)	2022H1 营收增速	2022H1 营收占比	2021 年毛利率*
跨境多式联运 综合物流服务	跨境多式联运	通过两种及以上的运输方式提供跨境货物运输，包括国际工程项目和非工程项目	主要区别在于收入是否包含货值，供应链贸易收入包含货值	10.4	63%	58%	26.0%
	大宗矿产品物流	提供自境外矿山到最终用户的全程标准化物流服务					
	智能仓储	在陆运口岸提供进出口货物仓储					
供应链贸易	主焦煤供应链贸易	以主焦煤为主体跨境全程物流服务，不赚取差价		5.3	-38%	29%	21.2%
	非主焦煤供应链贸易	2021年试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易					0.1%
PPP 项目	PPP 项目	投资、建设、运营非洲刚果（金）卡萨公路与陆港项目		2.2	-	12%	-
合计				18.0	20.2%	100%	12.6%

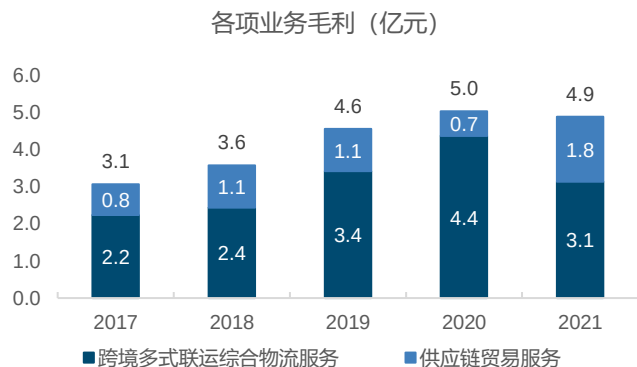
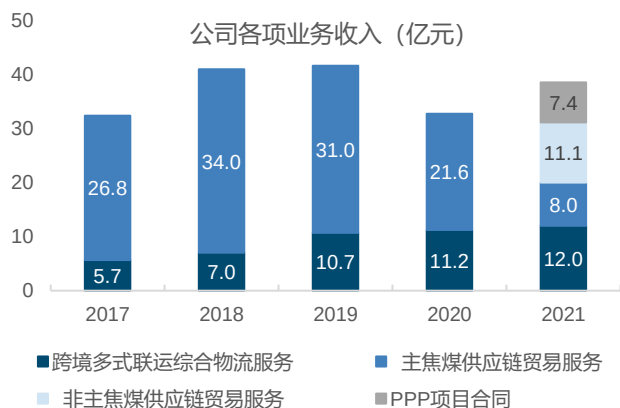
来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2022H1 未披露分业务毛利率。

跨境综合物流毛利及毛利率较高。2021 年公司毛利为 4.9 亿元，其中跨境综合物流和供应链贸易毛利占比分别为 64%与 36%。2021 年跨境综合物流毛利率为 26.0%，同比-12.8pct，源于海运费率提高导致毛利率有所下滑；主焦煤供应链毛利率为 21.2%，同比提升 18pct，源于公司主动整合自蒙古国矿山到中国终端用户的供应链，提高全程物流服务比例，取得蒙古查干哈达堆场至甘其毛都口岸运费快速增长的红利。

为拓展非煤供应链贸易品类，2021 年公司试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易，公司购买矿产品后，在买价基础上增加物流费用，再销售给客户。与主焦煤供应链贸易业务类似，公司非主焦煤供应链贸易业务也不赚取差价，只收取中间的物流服务收入，不承担商品价格波动风险。该业务尚处于拓展期，因而毛利率较低。

图表5：公司主焦煤供应链贸易营收受疫情影响较大

图表6：公司跨境综合物流服务贡献主要毛利

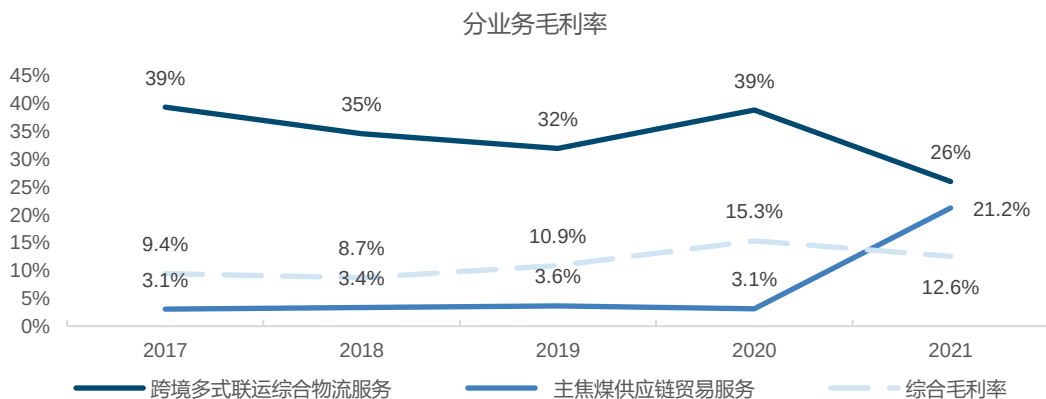


来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2022H1 未详细披露主焦煤及非主焦煤

来源：公司公告，国金证券研究所

供应链贸易收入。

图表7：2021 年主焦煤业务毛利率大幅提升

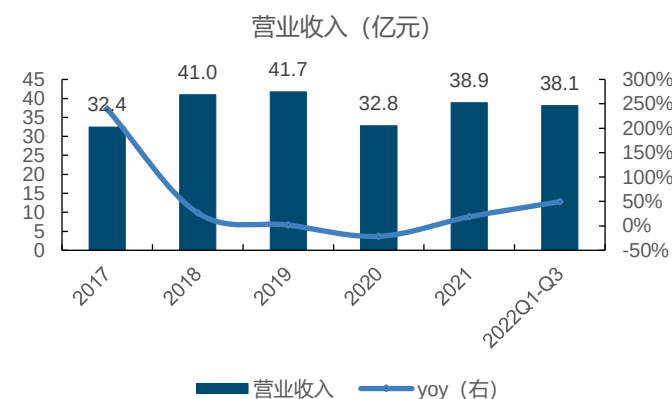


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 营收净利润高增，盈利能力领跑同行

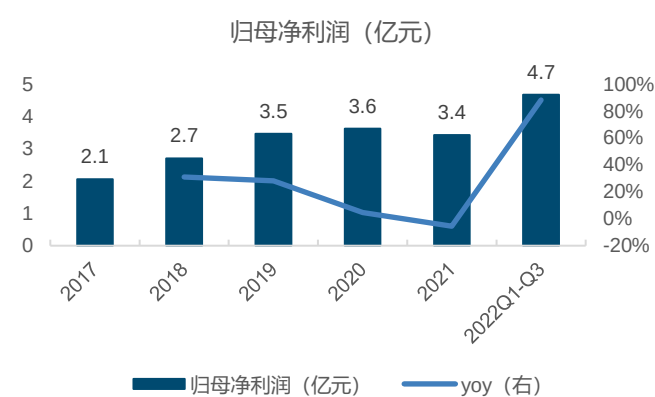
2022 年营收净利高增长。2022 年前三季度，公司实现营收 38 亿元，同比增长 50%；归母净利润 4.7 亿元，同比增长 88%。营收增长主要源于公司对 PPP 项目合同确认建造服务收入和业务收入增加所致。

图表8: 2022 年前三季度公司营收同比增长 49.6%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

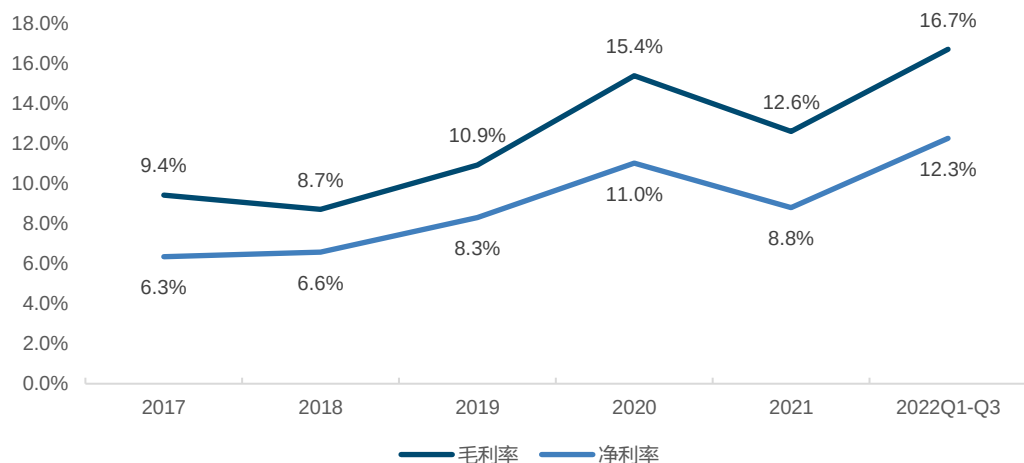
图表9: 2022 年前三季度公司归母净利润增长 88.1%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年盈利能力提升。2021 年前三季度, 公司毛利率为 16.7%, 同比提升 3.6pct; 净利率为 12.3%, 同比提升 2.5pct。 盈利能力提升主要源于: 1、公司中蒙跨境综合物流业务优势明显, 市场份额和业务量都有持续性的增长; 2、以上海、天津、青岛等港口为核心的国际跨境多式联运业务增长迅速; 3、公司投资建设的非洲道路和口岸项目进入试运营, 形成了新的业绩增长点; 4、中蒙主焦煤供应链贸易业务将物流端延伸到蒙古矿山坑口, 形成了从蒙古矿山到中国终端用户的全程供应链服务体系, 增加了物贸一体化的利润空间。

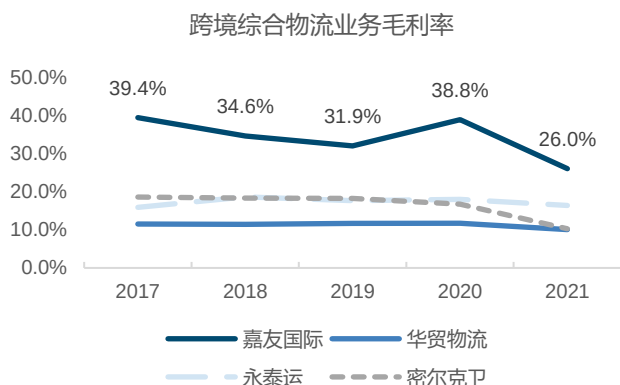
图表10: 2022 年前三季度公司毛利率为 16.7%, 净利率为 12.3%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

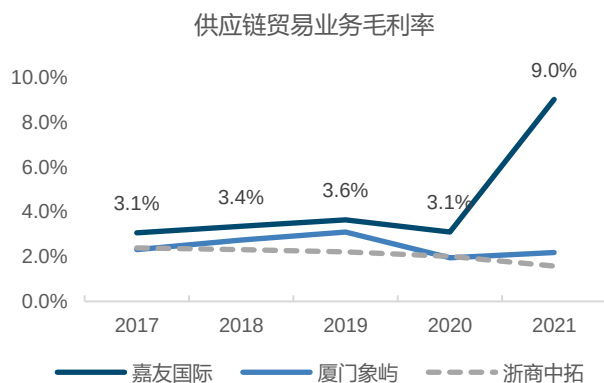
公司毛利率领先于可比公司。2021 年公司跨境综合物流业务毛利率为 26%, 高于可比公司, 原因在于公司跨境综合物流业务包含大宗矿产品物流、国际工程物流、智能仓储等, 后两者毛利率较高。2021 年公司供应链贸易业务毛利率为 9%, 亦高于可比公司, 原因在于公司 2021 年扩大业务范围, 从口岸-终端客户 (半程) 扩大到蒙古矿山-终端客户 (全程), 取得蒙古查干哈达堆场至甘其毛都口岸运费快速增长的红利, 带来毛利率提升。

图表11：公司跨境综合物流业务毛利率高于同行



来源：公司公告，国金证券研究所

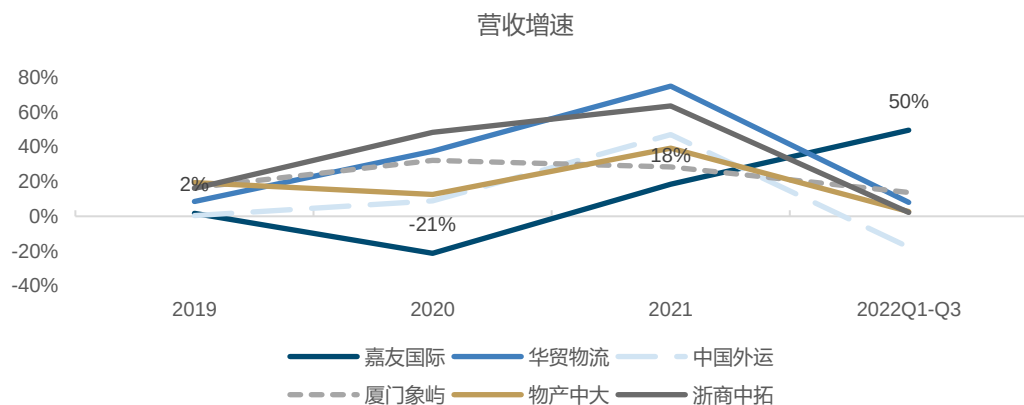
图表12：公司供应链贸易业务毛利率高于同行



来源：公司公告，国金证券研究所

公司营收增速较快。2022 年前三季度，公司营收增速为 50%，高于同业可比公司，主要源于跨境综合物流服务竞争力较强，相关收入同比大增 63%。

图表13：2022 年公司营收增速迎来拐点



来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 推出员工持股计划，明确业绩增长目标

2022 年底推出员工持股计划。2022 年 12 月 22 日，公司发布《2022 年员工持股计划（草案）》公告，该员工持股计划的参与对象为监事、高级管理人员、核心管理人员及其他核心骨干人员（不超过 41 人），涉及的标的股票规模不超过 350 万股，占目前公司股本总额的 0.70%，在符合业绩考核要求后股份可分三批解锁。

明确业绩增长目标。上述员工持股计划考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。公司对每个考核年度的净利润增长率和净利润累计值增长率两个指标进行考核。根据实际达到的净利润较 2021 年净利润的增长率占当年所设目标值的实际完成比例（A）或实际达到的净利润累计值较 2021 年净利润的增长率占当年所设目标值的实际完成比例（B）的孰高值来确定各年度所有持有人对应的可解锁比例（X）。当 $A \geq 100\%$ 或 $B \geq 100\%$ 时， $X=100\%$ ；当 $A < 80\%$ 且 $B < 80\%$ 时， $X=0\%$ 。

图表14：员工持股计划的业绩考核

考核年度	净利润增长率目标值 (A)	考核年度	净利润累计值增长率目标值 (B)
2023 年	134%	2023 年	134%
2024 年	192%	2023-2024 年	426%
2025 年	280%	2023-2025 年	806%

来源：公司公告，国金证券研究所

二、蒙古市场：主营主焦煤与铜精矿物流，中标矿山协议助力业绩增长

蒙古是公司业务的起点。公司主要在蒙从事主焦煤供应链贸易及铜精矿物流服务。蒙古富含煤炭资源与铜资源，是“一带一路”重要贸易国，我国进口蒙煤与蒙铜主要通过内蒙古甘其毛都及二连浩特口岸，公司通过先发布局口岸海关监管场所，获取通关效率与成本优势，且难以被后来者复制。

2.1 蒙古主焦煤进口量大，疫后经营将持续修复

公司业务始于蒙古，成立之初公司即在中蒙口岸经营主焦煤供应链贸易服务。区别于传统贸易经营模式，公司所从事的供应链贸易以自身名义购入商品，最终将商品销售给境内购买商。虽然公司的利润形式上为通过赚取商品差价获得，但实际上该利润是根据公司提供的物流服务内容来获取，公司承担的商品价格波动带来的风险较小。

蒙古主焦煤主要向中国出口。主焦煤属于炼焦煤中较为优质的品种，资源较为稀缺，主要用于生产焦炭。蒙古国的煤炭资源比较丰富，根据蒙古国家统计局数据，2021 年蒙古国煤炭产量约 3369 万吨，其中炼焦煤向中国出口 1404 万吨。2022 年 1-11 月，蒙古煤炭产量累计为 3049 万吨。

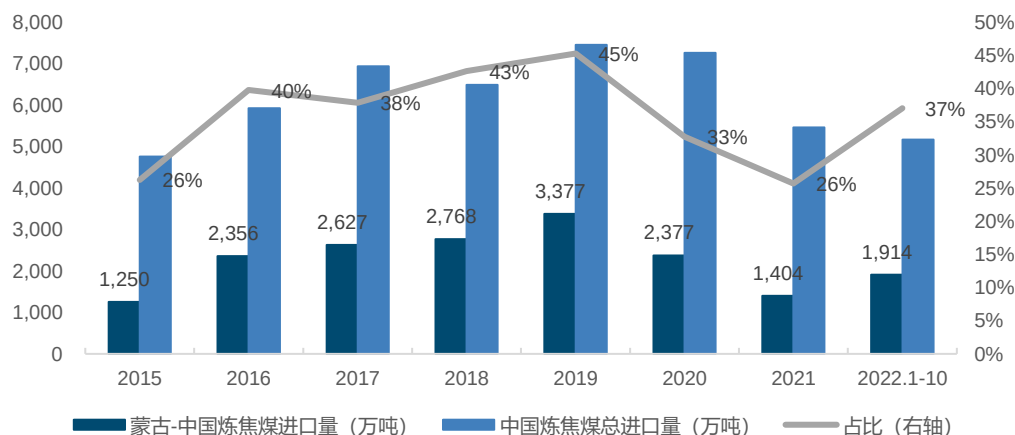
图表15：蒙古煤炭资源丰富

煤矿名称	地理位置	储量（2014 年）	产能（2014 年）
塔本陶勒盖煤矿	南戈壁省，乌兰巴托以南 540 公里，蒙中边境以北 270 公里	14 亿吨焦煤，46 亿吨动力煤	2000 万吨的采矿和加工能力
BNU 煤矿	南戈壁省，距乌兰巴托 850 公里，Yarant 边境东北部 310 公里	1526 万吨测量储量	150 万吨
那林苏海图煤田	南戈壁省，距乌兰巴托西南 849 公里、蒙中边境以北 56 公里	2.29 亿吨半软焦煤	1400 万吨
熬包特陶勒盖煤矿	南戈壁省，距离策克口岸约 40 公里	1.93 亿吨测量储量	900 万吨
Ukhua Khudag Mine	南戈壁省，乌兰巴托以南 560 公里，蒙中边境以北 240 公里	2.36 亿吨焦煤，8000 万吨动力煤	1500 万吨的采矿和加工能力
Khushuut Mine	位于科布多省，距乌兰巴托西半部 1500 公里	1.41 亿吨	采矿 200 万吨，加工 100 万吨

来源：《Mining Projects Report-Mongolia》，国金证券研究所

蒙煤进口业务受疫情影响较大。我国对蒙古煤炭需求量较大，常态下蒙古炼焦煤进口约占我国总进口的 40% 左右，为对中国第二大进口国。2020-2021 年，出于防疫考虑，中蒙口岸入境检测出阳性人员时会对每日车辆通关数设置上限，而煤炭进口具有小批量，多频次的特点，需要大量货车通关支撑运输，导致蒙古煤炭进口量大幅减少。

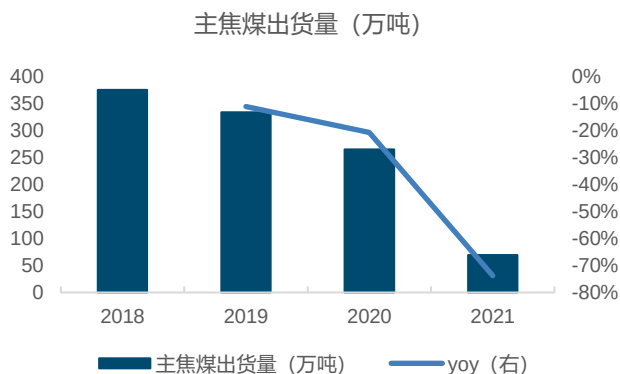
图表16：常态下蒙古炼焦煤进口量占总进口量 40%



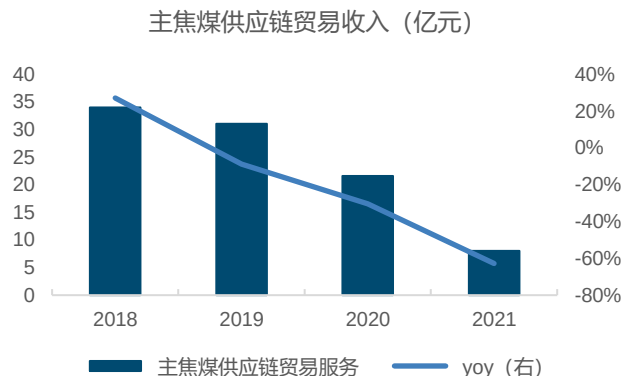
来源: Wind, 国金证券研究所

主焦煤供应链贸易收入受影响。2019 年受当地政策影响, 公司所获主焦煤运输配额减少, 导致收入有所下滑。2020-2021 年, 受疫情影响, 甘其毛都口岸的通关控制较为严格, 导致公司主焦煤供应链贸易业务量及收入受损。2021 年公司主焦煤供应链贸易服务收入为 8.02 亿元, 同比下降 62.79%。

图表17: 公司主焦煤出货量明显下降



图表18: 公司主焦煤供应链贸易收入受疫情影响受损

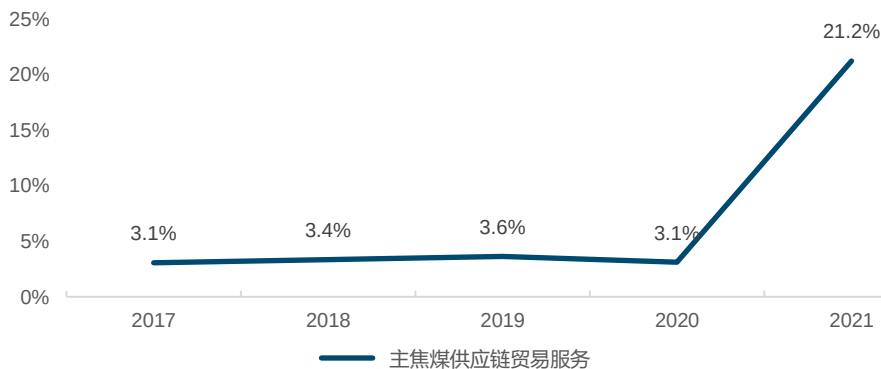


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

拓展业务的服务范围, 毛利率大幅提升。为了应对疫情对生产经营的影响, 2021 年公司凭借在中蒙跨境市场的物流优势, 主动整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链, 提高了自蒙古国矿山至中国用户的全程物流服务比例, 拓展了业务的服务范围, 获得蒙古段运费等物流服务费快速增长的红利, 使得运费等物流服务费收益涨幅远远超过数量萎缩的影响, 主焦煤供应链贸易业务的毛利率提升至 21.2%。

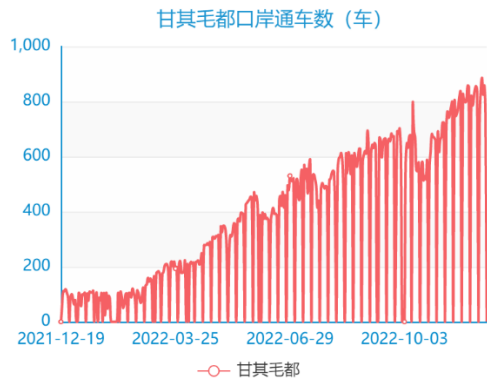
图表19: 公司 2021 年主焦煤业务毛利率大幅提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

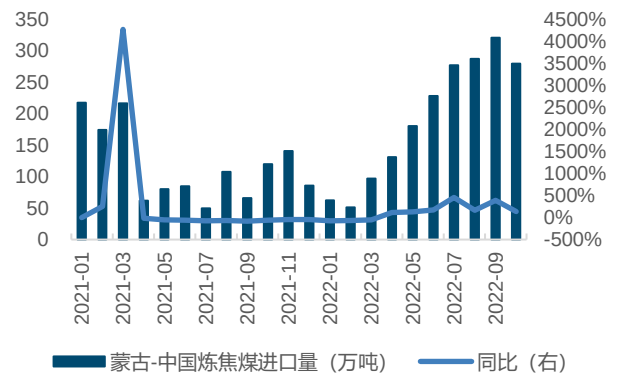
蒙古煤炭进口量快速恢复。随着中蒙双方贸易需要, 在边境防疫经验逐渐丰富和防疫政策逐渐宽松的前提下, 边境通车量迅速复苏, 单日通车量保持为 800 车以上, 而 2022 年初仅为 100 车。蒙古-中国炼焦煤进口量快速恢复, 过去一个季度单月煤炭进口量保持在 270 万吨以上。2022 年 1-10 月蒙古炼焦煤进口同比增长 62.5%。

图表20: 甘其毛都口岸通车数迅速复苏



来源: 蒙古煤炭网, 国金证券研究所

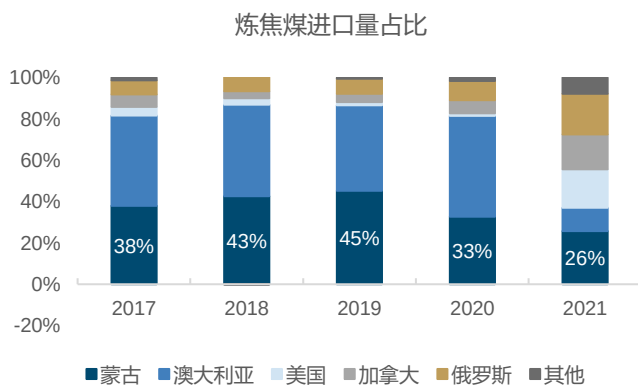
图表21: 蒙古-中国炼焦煤进口量快速修复



来源: Wind, 国金证券研究所

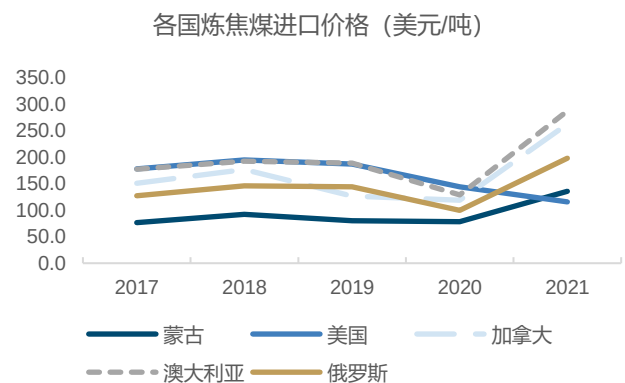
展望未来, 蒙煤进口有望恢复增长。1、随着防疫政策逐渐宽松, 预计未来蒙煤进口有望触底反弹。2、受国际政治因素影响, 2021 年我国从澳煤进口数量骤降, 未来煤炭进口或出现供给缺口。3、价格上, 根据《亚太贸易协定》, 蒙煤进口将受 50% 关税优惠, 蒙煤具备价格竞争力。

图表22: 2021 年澳大利亚煤炭进口占比下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 常态情况下蒙煤进口价格相对更低



来源: Wind, 国金证券研究所

签署合同锁定主焦煤贸易服务。蒙古国方面, 公司与博迪国际和珍宝塔本陶勒盖公司签订为期 4-5 年的合同, 年均采购合计 510 万吨。中资企业方面, 公司与国家能源集团煤焦化有限公司签署主焦煤供应合同, 年均至少交付 80 余万吨, 同时向中国神华每年供应 400 万吨煤炭。

图表24: 公司通过合同夯实主焦煤运输供需两端

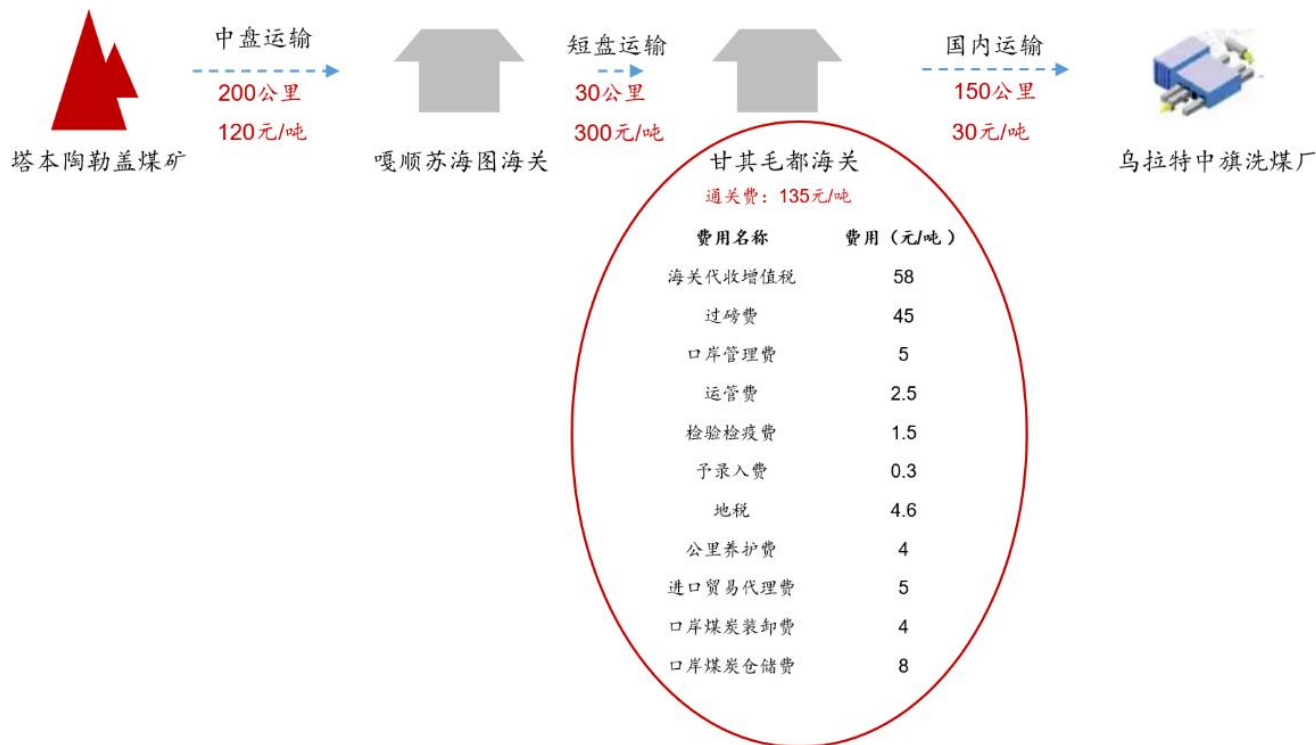
序号	合同名称	签约对方	主要内容	合同期限
1	主焦煤采购协议	博迪国际有限责任公司 (蒙古)	合计向对方采购主焦煤 600 万吨, 其中 2021 年因疫情未开始执行	2021. 2-2025. 2
2	主焦煤采购合同	珍宝塔本陶勒盖公司 (蒙古)	合计向对方采购主焦煤 1500 万吨、半软焦煤 150 万吨、风化煤 150 万吨, 共 1800 万吨, 2021 年因疫情影响未开始执行	2021. 7-2026. 7
3	战略合作框架协议	国家能源集团煤焦化有限公司 (中国)	合计向公司采购不少于 500 万吨主焦煤	2021. 5-2026. 12
4	国际矿能产品跨境供应链业务合作框架协议	神华内蒙古焦化有限责任公司、蒙古国矿业公司	每年向公司采购 300 万吨主焦煤和 100 万吨 1/3 焦煤产品	2018. 4-2023. 4

来源: 公司公告, 国金证券研究所

扩大运输服务范围, 运价有望提升。从蒙古矿场坑口到国内终端客户收费可分为四段: 坑

口-蒙古嘎顺苏海图口岸（中盘）、蒙古口岸-中国口岸（短盘）、清关费用、中方口岸-终端客户。公司主动整合自蒙古矿山至中国终端用户的产业链，提高全程物流比例，额外取得蒙古段运费的物流服务费。若公司与客户签订的是供应链贸易合同，则贸易差价即运费增长，将拉动整体业务的毛利率增长。

图表25：从蒙古矿山至中国终端客户收费可分为四段



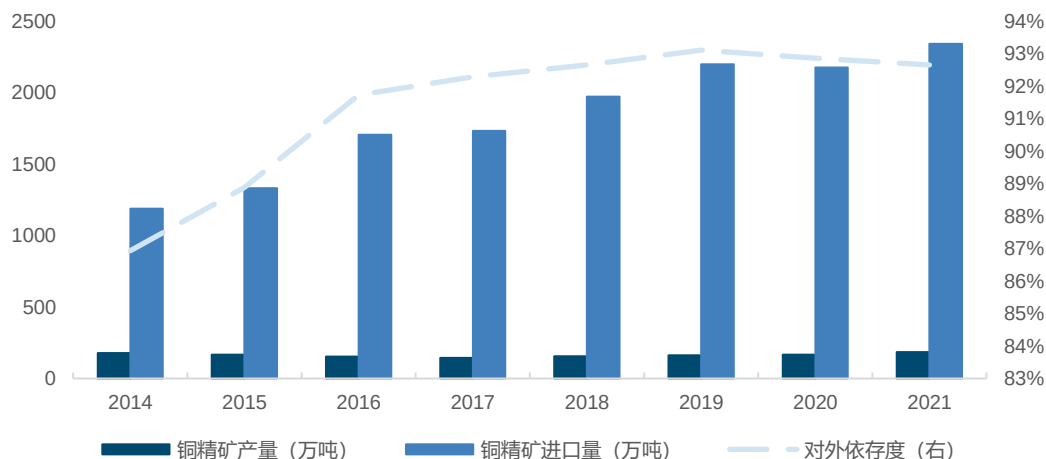
来源：Mysteel，国金证券研究所

2.2 铜精矿对外依存度高，中标蒙古矿山协议锁定收入

中蒙铜精矿跨境物流业务是公司另一大业务。公司的中蒙大宗矿产品物流依托甘其毛都、二连浩特等口岸的海关保税库、海关监管场所，服务国内外大型矿业公司、黑色及有色金属冶炼公司，提供自矿山到最终用户的全程标准化物流服务，主要矿产品为铜精矿及铁矿等。

中国铜精矿对外依存度较高。中国精炼铜需求占全球比重约为 57%，但铜矿的对外依存度较高，需要通过大量进口铜精矿来满足国内需求。

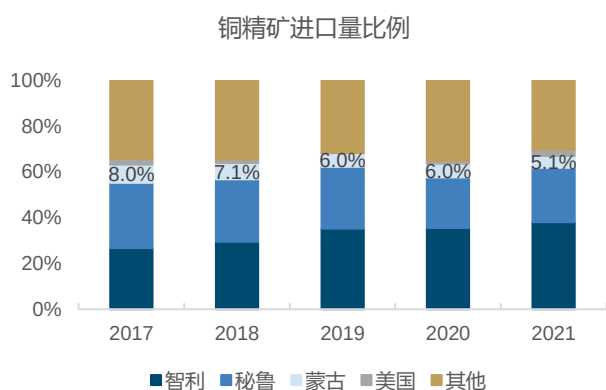
图表26：中国铜精矿需求大量依赖进口



来源：华经产业研究院，Wind，国金证券研究所

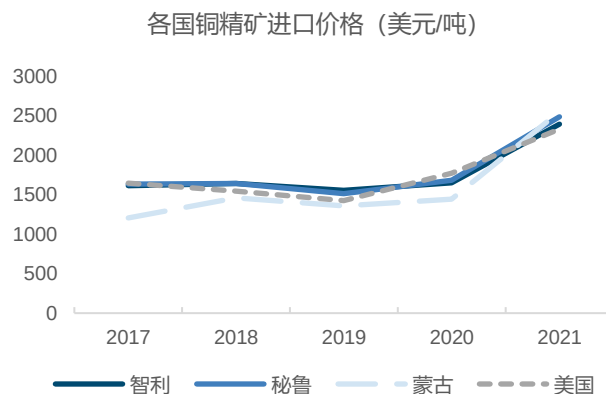
蒙古是我国铜精矿第三大进口国。从铜精矿进口分布来看，从蒙古进口的铜精矿约占我国进口总量的 5-8%，仅次于智利和秘鲁，位居第三。蒙古奥云陶勒盖（OT 矿）是世界上最大的铜金矿床之一，已探明铜金属量 2,540 万吨，黄金 1,028 吨，银 5,144 吨，铁矿石 27 亿吨，钼 81,600 吨，储量居世界第三、亚洲最大。价格上，随着蒙古加入《亚太贸易协定》，铜精矿进口将享 24% 的进口关税减免，同时凭借运距优势，常态下从蒙古进口铜精矿价格相对更低。

图表27：蒙古是我国铜精矿第三大进口国



来源：海关总署，国金证券研究所

图表28：常态情况下蒙古铜精矿进口价格更低



来源：海关总署，国金证券研究所

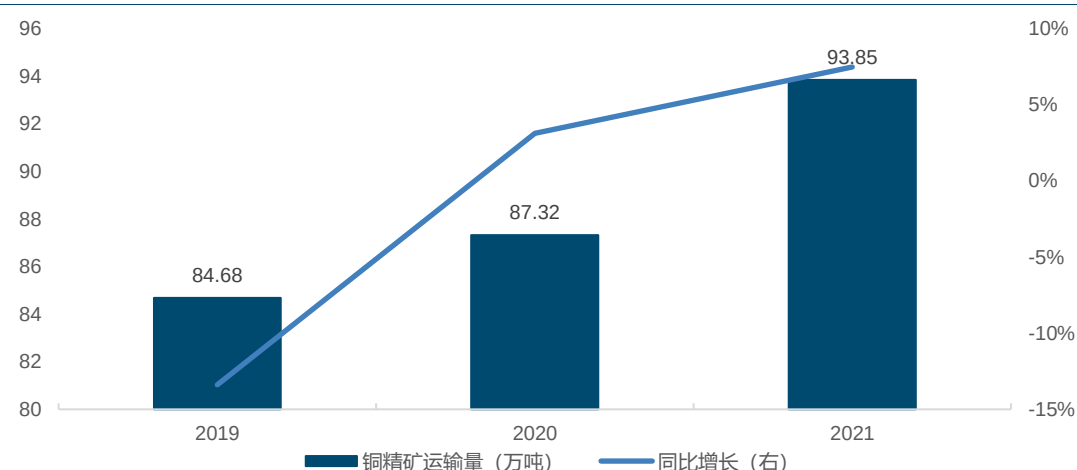
签署合同锁定运输服务。公司为 OT 矿提供跨境综合物流服务，2020 年 7 月，公司与 OYU TOLGOI LLC（以下简称“OT LLC”）签订《奥云陶勒盖铜金矿物流服务总承包合同》，合同内容为每年不低于 70 万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务，有效期 5 年，到期后可经 OT LLC 同意再延长 2 年。公司为 OT LLC 的长期物流合作伙伴，OT LLC 作为蒙古国最大的工矿企业，新合同的签署为公司以甘其毛都口岸为核心的中蒙跨境综合物流业务的增长奠定坚实的基础，公司未来收入得到保障。

图表29：公司与 OT 矿签订 5+2 框架协议

合同名称	签约对方	主要内容	合同金额	合同期限
TERMINAL MANAGEMNT AND FREIGHT FORWARDING SERVICE	OT 矿	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	框架协议	2020.7 开始执行， 合同有效期五年，到 期后可经 OT 矿同意 再延长两年

来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：公司铜精矿运输量持续上升

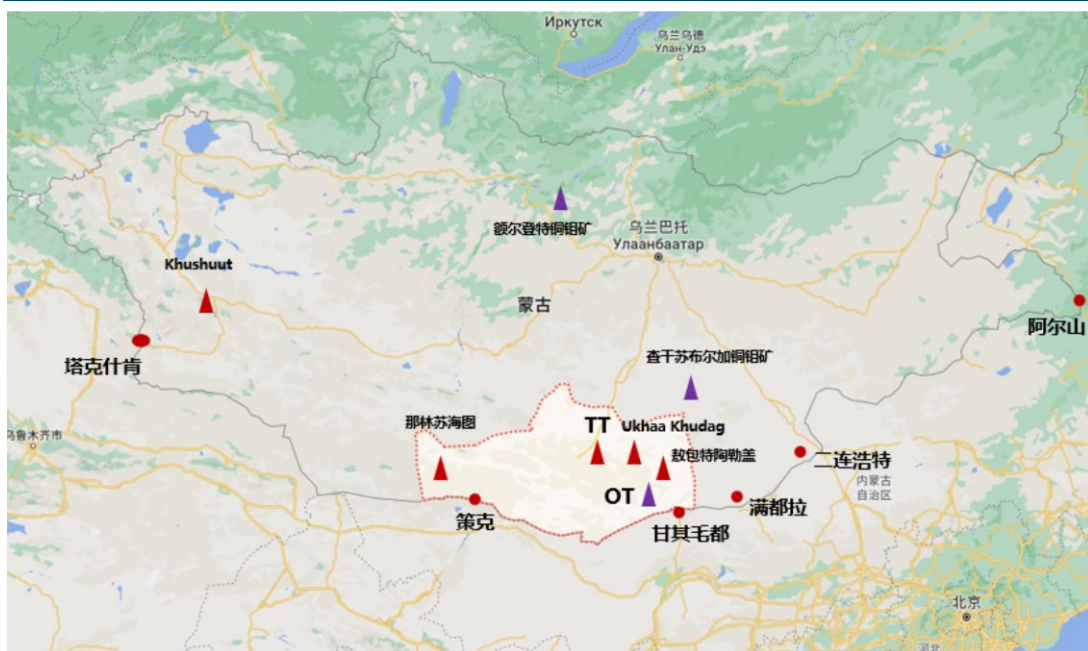


来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 布局口岸核心资产，先发优势明显

甘其毛都口岸区位优势明显，与蒙古两大矿山距离最近。从蒙古进口煤炭主要有二连浩特、甘其毛都、塔克什肯、策克、满都拉、阿尔山六个口岸，其中甘其毛都口岸是中蒙边境距离蒙古两大矿山最近的陆路口岸，距塔本陶勒盖煤矿（TT 矿）190 公里，距奥云陶勒盖铜矿（OT 矿）70 公里，为疫情期间中蒙边境唯一保持不间断通关的口岸。

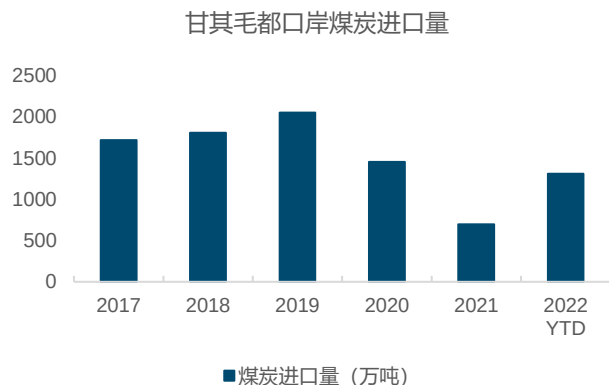
图表31：甘其毛都是离蒙古两大矿山（OT 矿、TT 矿）最近的口岸（红色表示煤矿，紫色表示铜矿）



来源：Google 地图，国金证券研究所

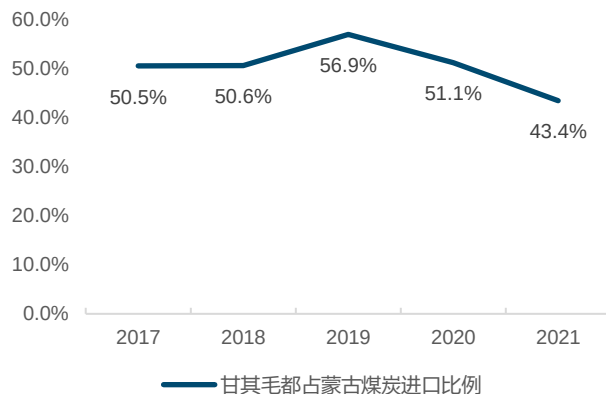
甘其毛都口岸进口量最大。主焦煤进口主要从甘其毛都口岸入境，铜精矿进口主要从甘其毛都口岸和二连浩特口岸入境。甘其毛都是中蒙煤炭、铜精矿进口最大的口岸，疫情前从甘其毛都口岸入境的煤炭约占蒙古进口总量的 50% 以上，截至 2022 年 11 月初，甘其毛都进口煤炭约 1310.32 万吨，同比上涨 149%。疫情前从甘其毛都口岸入境的铜精粉约占蒙古进口总量近 60%，截至 2022 年 11 月初，甘其毛都进口铜精粉约 64.39 万吨，同比上涨 5%。

图表32: 截至 2022 年 11 月初, 甘其毛都煤炭进口量同比增长 149%



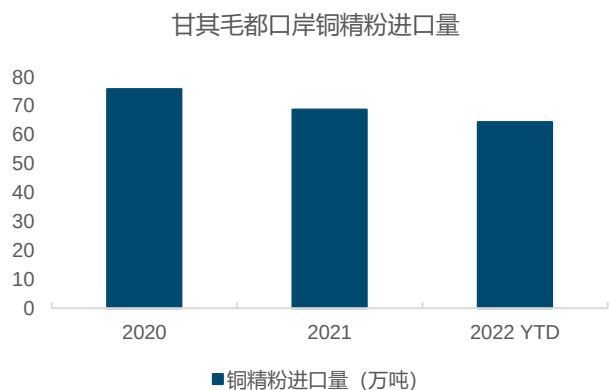
来源: Wind, 政府网站, 国金证券研究所 备注: 2022 年截至 11 月 7 日。

图表33: 甘其毛都口岸是中蒙铜精矿进口量最大的口岸



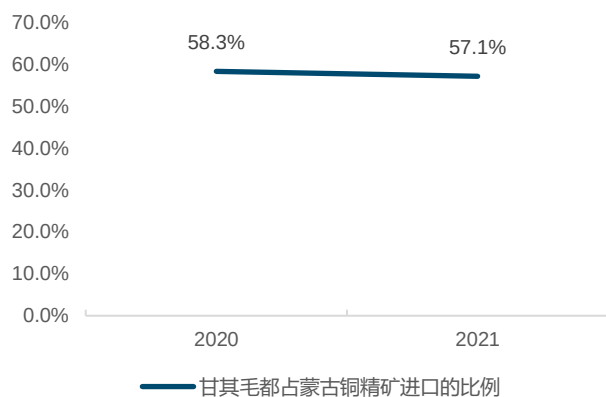
来源: Wind, 政府网站, 国金证券研究所

图表34: 截至 2022 年 11 月初, 甘其毛都铜精粉进口量同比增长 5%



来源: Wind, 政府网站, 国金证券研究所 备注: 2022 年截至 11 月 7 日。

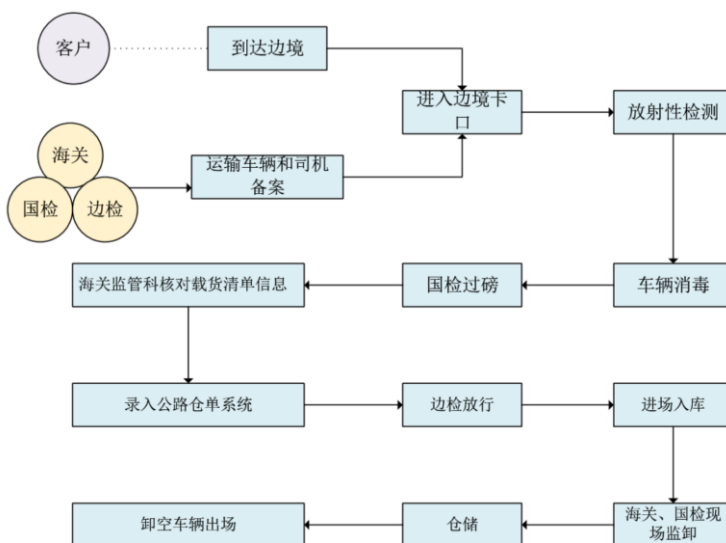
图表35: 甘其毛都口岸是中蒙铜精粉进口量最大的口岸



来源: Wind, 政府网站, 国金证券研究所

进出口通关货物要经过严格的海关监管审查。货物进入口岸后, 需要按照报关——在海关监管场所进行仓储或堆放——海关监管审查——放行等环节, 公路运输途径海关需要排队, 口岸运力与资源极其稀缺, 受季节性、疫情等因素影响, 通关时间从一天到十几天甚至二十天不等。

图表36：货物入境要通过漫长的报关流程



来源：公司公告，国金证券研究所

重资产布局海关监管场所，具备先发优势。公司先发布局甘其毛都及二连浩特口岸，建设海关公用型保税仓库、海关监管场所、保税物流中心等场所，有利于公司优先安排自身货物仓储与通关，保障物流效率。口岸资源是存量稀缺资源，从避免资源浪费的角度，政府不会过度投入。由于口岸资源稀缺，公司先发优势有望持续。

图表37：重资产布局口岸海关监管场所带来通关效率优势

地区	用途	场所	所属公司	占地面积 (平方米)	账面价值 (万元)
甘其毛都	智能仓储 业务	保税库	乌拉特中旗甘其毛都金航国际有限公司	169525	1417
			乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	359717	9494
		海关监管		46682	
		场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	21673	5228
甘其毛都				37814	
二连浩特市	海关监管		内蒙古嘉易达矿业有限公司	646667	30144
		场所	内蒙嘉友国际物流有限公司	78000	281
巴彦淖尔 临河区	其他物流 环节	保税物流 中心(B) 型	巴彦淖尔市临津物流有限公司	68666	4513
霍尔果斯		海关监管 场所	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	187722	8395

来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：公司布局甘其毛都核心资产

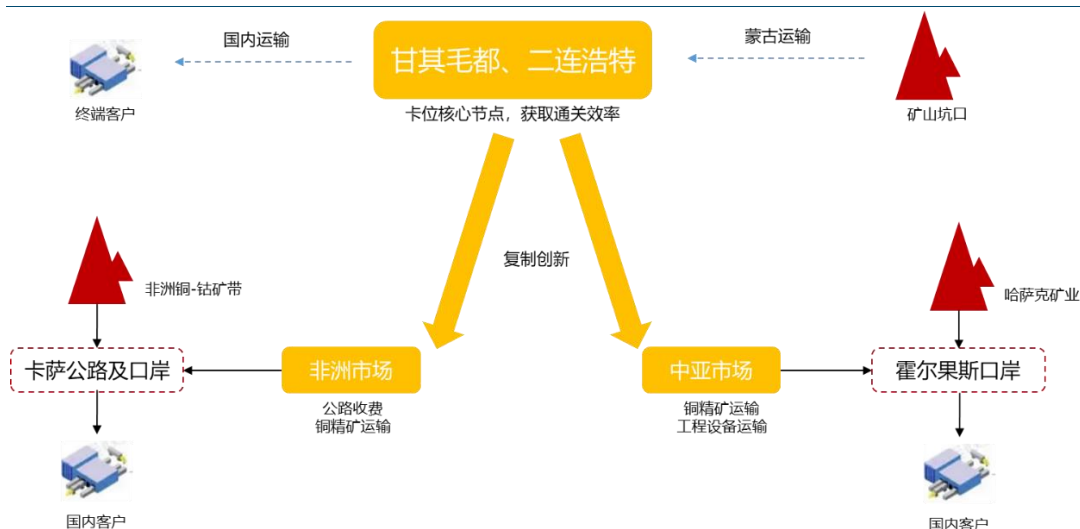


来源：公司公告，国金证券研究所

三、非洲、中亚市场：陆港核心节点的复制与创新

2018年起，公司开始布局非洲及中亚市场，将中蒙陆港核心节点向非洲及中亚地区复制，投资建设卡萨公路口岸及新疆霍尔果斯口岸海关监管场所，有望在非洲及中亚市场再造“嘉友国际”。

图表39：公司将蒙古陆港核心节点模式向非洲、中亚地区复制



来源：国金证券研究所

3.1 非洲市场：投资口岸公路，合力紫金矿业

非洲地区矿产丰富。从资源量看，非洲铝土矿、钴、金、金刚石、铂族金属、铀、钛、锰、钒、铬等重要矿产的资源量均居世界前列。其中，刚果（金）富含铜矿与钴矿，位于其南部的铜-钴矿带是世界上著名的铜-钴矿产区。

图表40：非洲矿产资源丰富（数据为2020年）

矿产名称	储量（万吨，金刚石为万克拉）	储量占世界的比例
金	0.8	17.0%
铬铁矿	26000.0	45.6%
铂族	6.4	93.0%
锰	33800.0	41.8%
钴	400.5	57.2%
铝土矿	1007000.0	33.6%
金刚石	77500.0	70.5%
铀	129.1	21.0%
铁	1904400.0	11.0%
铜	5119.0	6.7%

来源：《世界矿情·非洲卷》，国金证券研究所

图表41：刚果（金）富含铜-钴矿（数据为2020年）

矿产名称	储量（万吨）	储量占世界的比例	世界排名
铜	7500	15.0%	8
钴	450	50.0%	1
钽铌矿	3000	80.0%	1
金	0.04	0.8%	-
金刚石	15000	13.7%	-

来源：《世界矿情·非洲卷》，公司公告，国金证券研究所

相关配套基础设施建设掣肘资源开发与运输。在建设卡萨公路之前，工程设备及矿物资源需要从刚果（金）南部出口至赞比亚第二大城市恩多拉中转，小件货物通过空运运输，大宗矿产品陆运至港口装船。但由于卡松巴莱萨口岸及南部公路建设较为落后，随着矿产运输量激增，导致该口岸每天滞留大量车辆，拥堵路段长达70公里，高峰期在口岸滞留长达7-10天，严重影响物流效率。

图表42：建设卡萨公路之前，铜-钴矿带矿产只能从南部出口



来源：Google 地图，国金证券研究所 备注：红色为原路线，蓝色为卡萨公路。

公司建设公路解决货运痛点。公司针对当地矿产资源丰富但基础设施落后的特点，投资建设运营“卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化与改造项目”。项目投资 2.3 亿美元，公司获得该项目的 25 年特许经营权。

2022 年 1 月，公司全面接收刚果（金）上加丹加省该路段的收费管理权，已开始对通过该路段车辆实施试运营收费。2022 年 7 月，公司与刚果（金）海关总署完成边境口岸、陆港运营协议的签订，即卡萨项目莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港已满足试运营的条件，标志着公司刚果（金）卡萨项目道路与陆港已全面进入试运营阶段。

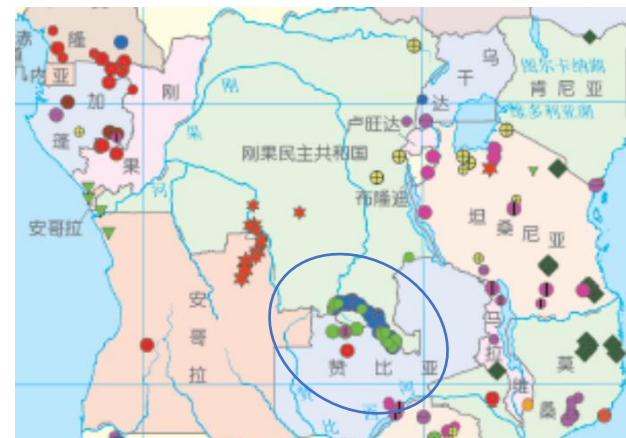
图表43：卡萨公路与陆港项目道路与陆港已于 2022 年 7 月进入全面试运营

时间	施工进度
2019 年 8 月	公司拟投资、建设、运营刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，包括 150 公里公路、4 座收费站、1 座萨卡尼亚边境口岸、1 个萨卡尼亚陆港、1 座莫坎博边境口岸、2 个现代停车场和 1 个生活区
2020 年 5 月	公司收到刚果（金）环境署与基础建设公共工程部对于项目的开工许可
2021 年 3 月	公司完成项目重点拆迁合同签署，道路全线清表工作完成 90%，涵洞和箱涵施工完成 60%。
2022 年 1 月	主道路路段基本实现通车，并开始对该路段车辆开始试运营收费
2022 年 6 月	完成卡萨项目海外投资保险全部手续
2022 年 7 月	卡萨项目道路与陆港进入全面试运营

来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

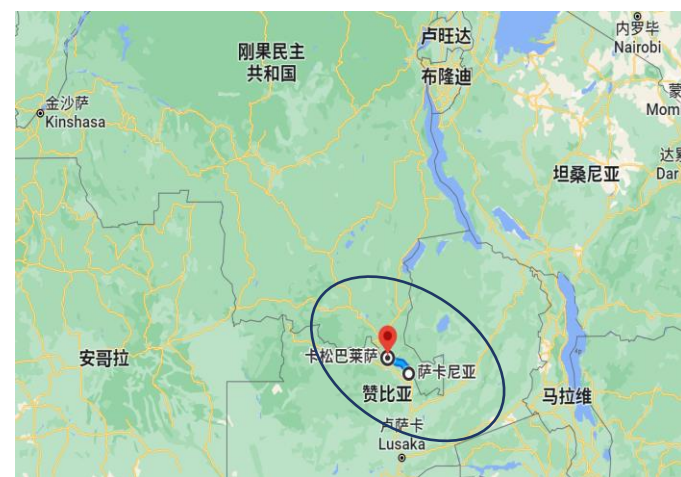
公路建设区位优势，有望成为货运大通道。该公路所处地理位置与刚果（金）铜-钴矿带位置重合，将成为中非铜-钴矿运输的重要物流枢纽，分流老口岸的车流量，并承接刚果（金）与中国的增量贸易需求。在提供公路运输服务的同时，便于公司开拓大宗矿产品物流服务。非洲公路收费较高，假设过路费定价为 1 美元/公里/车，口岸费为 100 美元/车，若日通车量达 500 辆，则估算毛利润可超 2 亿元人民币。

图表44：刚果（金）南部的中非铜-钴矿带



来源：《世界矿情·非洲卷》，国金证券研究所（蓝色代表钴矿，绿色代表铜矿）

图表45：卡萨公路与铜-钴矿带位置重合



来源：Google 地图，国金证券研究所

公司股东紫金矿业于铜-钴矿带进行投资，股权协作背景下双方有望协同。2021 年，紫金矿业通过定增与受让公司股份的方式成为公司第二大股东。目前，紫金矿业于铜-钴矿带投资两座矿山，2022 年卡莫阿铜矿计划矿产铜 29-34 万吨（100%权益），卡莫阿铜矿计划矿产铜 29-34 万吨（100%权益），2022 年科卢韦齐铜矿计划矿产铜 12.7 万吨、钴 1,973 吨。基于股权合作，公司或有望承接部分跨境综合物流业务。

图表46：紫金矿业在刚果（金）进行大量投资

公司名称	矿山名称	持股比例	资源量	2022 年预计产量
紫金矿业	卡莫阿-卡库拉铜矿	49.5%	铜资源量 4359 万 t，平均品位为 2.53%，为全球第四大、刚果（金）第一大铜矿	计划矿产铜 29-34 万吨（100%权益）

公司名称	矿山名称	持股比例	资源量	2022 年预计产量
	科卢韦齐铜矿	72%	矿权面积 3.36 平方公里，拥有铜资源量 169 万 t，平均品位 2.88%	计划矿产铜 12.7 万吨、钴 1,973 吨

来源：《刚果(金)铜-钴矿业发展现状》，紫金矿业官网，国金证券研究所

3.2 中亚市场：卡位霍尔果斯，主营铜矿运输

中亚是公司复制中蒙陆港核心节点模式的又一市场。2018 年公司设立新建子公司，开展阿拉山口、霍尔果斯、喀什等与中亚国家接壤的陆运口岸跨境多式联运业务。从公司签署合同看，公司在中亚区域与哈萨克铜业集团（KAZ MINERALS GROUP）合作，开展工程设备物流与大宗矿产品物流，年化合同金额至少 0.9 亿元。

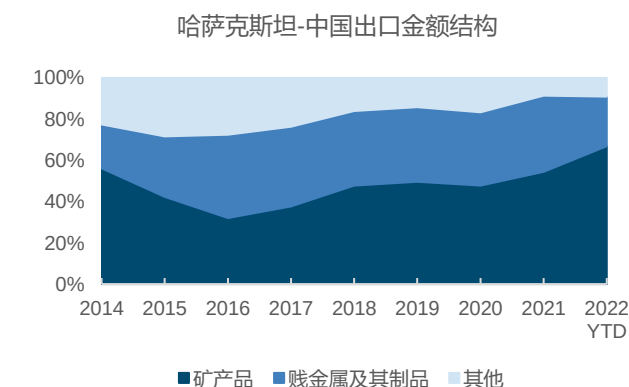
图47：公司在中亚开展工程设备物流与大宗矿产品物流

项目名称	签约对方	主要内容	合同金额	合同有效期
阿克陶盖扩建项目物流服务	哈萨克铜业阿克陶盖有限责任公司	委托公司负责阿克陶盖/博兹沙库尔矿区货物运输	1700 万美元	2018.6-2022.6
货运代理和清关服务协议	哈萨克铜业阿克陶盖有限责任公司、哈萨克铜业博兹沙库尔有限责任公司	为阿克陶盖/博兹沙库项目提供研磨球、衬板及其他普货的全球物流运输	3260 万美元	2019.1-2022.12
货运代理和清关服务协议	AZURITE LOGISTICS LLP	为阿克陶盖/博兹沙库项目提供研磨球、衬板的全球物流运输	框架协议，根据实际物流量进行结算	2021.2-2022.12

来源：公司公告，国金证券研究所

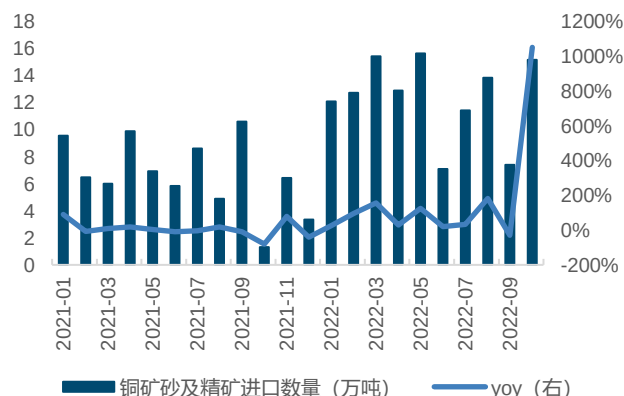
中亚五国（土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、哈萨克斯坦）是“一带一路”沿线重要国家，国内蕴含丰富的矿产资源。以哈萨克斯坦为例，近年向中国进口主要以非金属矿产品和贱金属及其制品为主，两者合计占比约 90%。其中，哈萨克斯坦富含铜矿，哈萨克斯坦向中国的铜矿出口量逐渐上升。2022 年 1-10 月，哈萨克斯坦出口至中国的铜精砂为 124 万吨，同比增长 76%。

图48：哈萨克斯坦向中国出口以矿物、金属为主



来源：海关总署，国金证券研究所

图49：2022 年 1-10 月，哈萨克斯坦出口至中国的铜精砂同比增长 76%。



来源：海关总署，国金证券研究所

公司长期服务于中哈跨境多式联运业务，为哈铜集团博兹沙库尔（Bozshakol）、阿克陶盖（Aktogay）两个矿产项目提供跨境多式联运业务。哈铜集团是哈萨克斯坦最大的铜生产商，同时也是国际上主要的自然资源生产和加工企业，2021 年共生产铜 29.8 万吨。

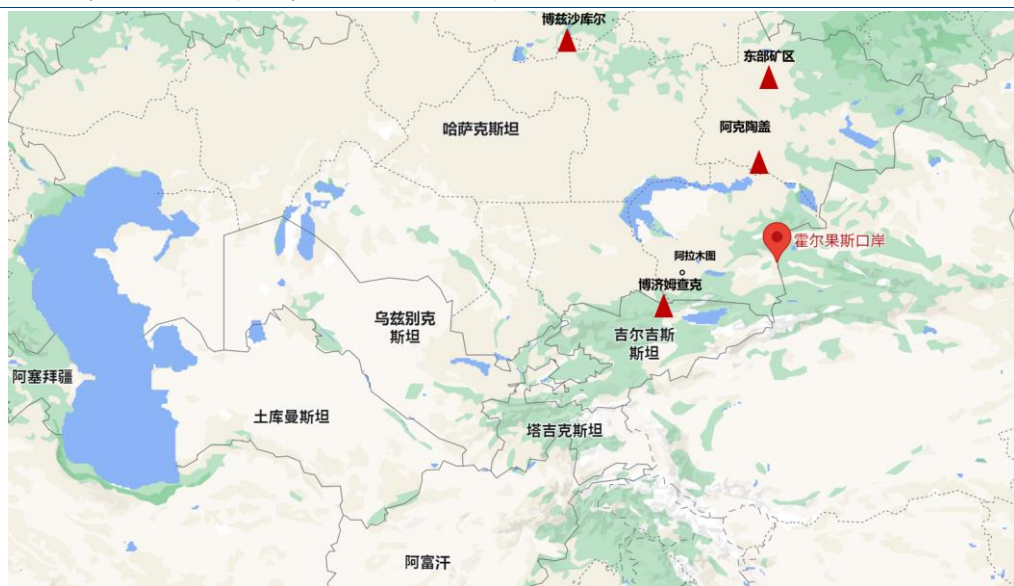
图表50: 哈萨克铜业富含铜矿资源

矿山名称	铜资源量 (亿吨)	品位	2021 年产量 (万吨)
阿克陶盖	19.2	0.33%	13.8
博兹沙库尔	11.2	0.35%	10.7
博兹姆恰克	-	-	0.7
东部矿区	-	-	4.6
合计			29.8

来源: 哈萨克铜业官网, 国金证券研究所

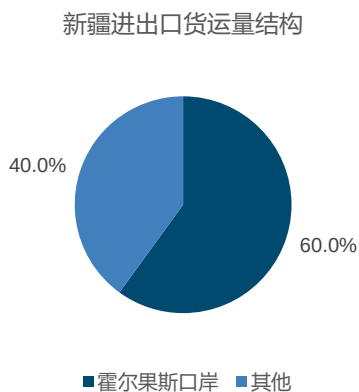
公司复制中蒙模式, 卡位霍尔果斯口岸。霍尔果斯口岸是新疆最大的陆路与铁路综合口岸, 毗邻哈萨克斯坦, 是我国连接中亚最重要的口岸之一。霍尔果斯定位“东联西出”的国际贸易通道, 是我国向西开放的桥头堡, 该口岸的进出口货量占全疆的 60%。2022 年 1-10 月, 霍尔果斯口岸进出口货运量达到 3373 万吨, 同比增长 4%。

图表51: 霍尔果斯口岸是中国向西开放的桥头堡



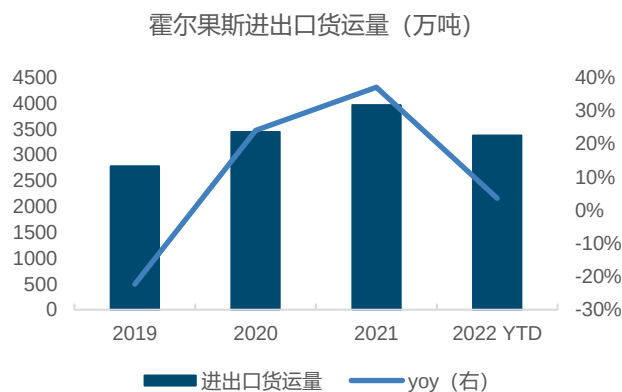
来源: Google 地图, Kaz Minerals, 国金证券研究所

图表52: 霍尔果斯口岸是新疆进出口货运量最大的口岸



来源: 乌鲁木齐海关, 国金证券研究所

图表53: 2022 年 1-10 月霍尔果斯口岸进出口货运量持续增长



来源: 乌鲁木齐海关, 国金证券研究所

公司复制并优化中蒙陆港核心节点模式, 投资建设新疆霍尔果斯口岸海关监管场所。公司投资 60%设立子公司嘉友恒信, 在霍尔果斯口岸投资、建设、运营进出口海关监管场所, 占地面积 18.77 万平方米。随着公司中亚客户对跨境物流需求的增长, 海关监管场所建设

可以满足各方物流需求，拓展以霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运业务，提升对内、对外物流效率，降低物流成本，发挥园区集聚效应。2022 年 1 月，海关监管场所已通过海关验收正式运营。

图表54：公司投资建设新疆霍尔果斯口岸海关监管场所

口岸名称	场所	占地面积 (万平方米)	所属公司	公司持股
霍尔果斯口岸	海关监管场所	18.77	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	60%

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

（一）供应链贸易

单价假设：2021 年供应链贸易单价居于高位，预计随着运量的恢复，单价将明显回落，但考虑公司开始提供全程供应链贸易服务，预计长期单价高于 2019 年水平。预计 2022-2024 年主焦煤供应链贸易单价同比-15%、-1%、-1%。

运输量假设：近期优化防疫措施出台，运量有望持续恢复至疫情前水平，预计 2022-2024 年主焦煤运输量同比+100%、+70%、+50%。

利润率假设：考虑运价回落节奏，预计 2022-2024 年主焦煤供应链贸易的毛利率分别为 17%、16%、15%，非主焦煤供应链贸易的毛利率持平。

图表55：2022-2024 年供应链贸易收入预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
供应链贸易收入（亿元）	21.56	19.38	19.19	28.50	39.63
YoY	-30.4%	-10.1%	-1%	49%	39%
主焦煤供应链贸易收入（亿元）	21.56	8.02	13.64	22.95	34.08
YoY	-30.4%	-62.8%	70.0%	68.3%	48.5%
主焦煤供应链贸易单价（元/吨）	812.51	1152.51	979.63	969.84	960.14
YoY	-12.3%	41.8%	-15.00%	-1.00%	-1.00%
主焦煤运输量（万吨）	265.35	69.60	139.20	236.64	354.96
YoY	-20.7%	-73.8%	100.0%	70.00%	50.00%
主焦煤供应链贸易毛利（亿元）	0.67	1.70	2.32	3.67	5.11
YoY	-40.7%	154.0%	36.2%	58.4%	39.2%
毛利率	3.1%	21.2%	17.0%	16.0%	15.0%
非主焦煤供应链贸易收入（亿元）		11.11	5.55	5.55	5.55
YoY			-50%	0%	0%
非主焦煤供应链贸易毛利（亿元）		0.01	0.01	0.01	0.01
YoY			-50%	0%	0%
毛利率		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

来源：Wind，国金证券研究所

（二）跨境综合物流

收入假设：考虑 2022H1 业务增速，以及考虑公司中标蒙古 OT 铜精矿物流运输协议，年化将带来约 100 万吨运输增量，预计 2022-2024 年跨境综合物流收入同比+89%、+16%、+16%。

利润率假设：考虑公司将扩展毛利率偏低的中非业务，预计 2022-2024 年毛利率逐年下降。

图表56：2022-2024 年跨境综合物流收入预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
跨境综合物流收入（亿元）	11.23	12.04	22.76	26.28	30.36
YoY	5%	7%	89%	16%	16%
毛利率	39%	26%	25%	24%	23%

来源：Wind，国金证券研究所

（三）PPP 项目合同

通车量假设：截至目前，卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段 150 公里公路已完成施工，实现全线通车，转入收费试运营阶段。参考设计通车量，假设 2022-2024 年公路日通车量分别为 100 辆、250 辆、350 辆。

收费假设：按各类车型，公路及口岸平均收费 1750 元/辆。

成本假设：公路成本主要为折旧费用，参考公路投资金额 2.3 亿美元及 25 年经营权，预计每年折旧成本 0.6 亿元。

图表57：2022-2024 年 PPP 项目收入预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
外包建造服务收入（亿元）	7.44	7.44	5.58	0
外包建造服务成本（亿元）	7.44	7.44	5.58	0
公路收入（亿元）		0.64	1.60	2.24
YoY			150%	40%
日通车量（辆）		100	250	350
YoY			150%	40%
公路及口岸收费（元/辆）		1750	1750	1750
YoY			0%	0%
毛利（亿元）		-0.01	0.95	1.59
毛利率		-1%	60%	71%

来源：Wind，国金证券研究所

综上所述，我们预测 2022-2024 年公司实现营业收入 50 亿元、62 亿元、72 亿元，归母净利润 6 亿元、8.5 亿元、10.9 亿元，同比分别+75%、+42%、+27%。

图表58：2022-2024 年营业收入及利润预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	32.79	38.86	50.02	61.96	72.23
YoY	-21%	19%	28.7%	23.9%	16.6%
营业成本（亿元）	27.76	33.76	42.02	51.02	58.53
YoY	-25.3%	21.6%	24.4%	21.4%	14.7%
毛利（亿元）	5.03	5.10	8.01	10.94	13.69
YoY	10.5%	1.3%	57.1%	36.6%	25.2%
净利润（亿元）	3.60	3.43	6.01	8.54	10.86
YoY	5%	-5%	75%	42%	27%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

公司作为大宗跨境物流龙头，陆港口岸核心资源壁垒深厚，商业模式可复制性强。短期公司主焦煤供应链业务将修复，中长期随着中蒙、中亚等项目产能爬坡，将带来业绩增量。采用市盈率法对公司进行估值，给予 2023 年 16X PE，目标价 27.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表59：可比公司估值

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
603128	华贸物流	10.76	0.41	0.64	0.77	0.93	1.17	27	17	14	12	9
603713	密尔克卫	115.16	1.76	2.63	3.96	5.35	7.03	66	44	29	22	16
001228	永泰运	47.17	0.71	1.61	2.54	3.23	4.17	66	29	19	15	11
平均值										21	16	12
603871	嘉友国际	21.51	0.72	0.69	1.20	1.71	2.17	30	31	18	13	10

来源：Wind，国金证券研究所 备注：可比公司采用Wind一致预期，股价日期为2022年12月23日。

五、风险提示

疫情反复风险。过去两年，因中蒙边境防疫需要，日通车量受到限制。随着防疫经验丰富，通车量快速复苏。若边境疫情反复，则通车量可能将再次下滑。

非洲公路项目建设不及预期风险。非洲卡萨公路口岸项目是公司中长期重要业绩驱动力，项目原计划2022年6月竣工，受疫情、当地气候、物流效率等影响，竣工时间延期一年。如若未来项目建设完成时间不及预期，则相关业绩难以兑现。

蒙古国内铁路建设超预期风险。蒙古铜精矿和主焦煤运输主要依赖公路运输，若未来蒙古大规模发展铁路运输将对公司业务形成分流。

政府加大口岸资源投资风险。公司主要业务模式是以陆港为核心的跨境综合物流，口岸节点卡位形成公司重要先发优势，若政府加大口岸投资，或造成公司竞争力减弱。

股东减持风险。紫金矿业通过其下属企业紫金国贸、紫宝投资、紫牛投资、紫金投资合计持有公司股份87,825,433股，占公司总股本的17.56%。其中紫牛投资于2022年9月27日至2022年10月25日期间，通过大宗交易方式减持公司股份6,359,600股，占公司总股本的1.27%，未来或存在股东减持风险。

汇兑风险。目前公司部分业务及海外在建项目为美元结算，存在汇兑损失风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,171	3,281	3,888	5,002	6,196	7,223
增长率		-21.3%	18.5%	28.7%	23.9%	16.6%
主营业务成本	-3,715	-2,776	-3,398	-4,202	-5,102	-5,853
%销售收入	89.1%	84.6%	87.4%	84.0%	82.3%	81.0%
毛利	456	505	490	801	1,094	1,369
%销售收入	10.9%	15.4%	12.6%	16.0%	17.7%	19.0%
营业税金及附加	-19	-20	-13	-15	-19	-22
%销售收入	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-5	-4	-6	-7	-8	-9
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-44	-50	-52	-65	-74	-79
%销售收入	1.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
研发费用	-16	-16	-14	-15	-17	-18
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	372	414	405	699	976	1,241
%销售收入	8.9%	12.6%	10.4%	14.0%	15.8%	17.2%
财务费用	11	-23	-12	1	17	26
%销售收入	-0.3%	0.7%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	0	-2	-1	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	20	5	11	13	15
%税前利润	6.5%	4.8%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%
营业利润	411	418	408	718	1,019	1,299
营业利润率	9.9%	12.7%	10.5%	14.4%	16.4%	18.0%
营业外收支	6	-5	0	-1	0	0
税前利润	417	413	408	717	1,019	1,299
利润率	10.0%	12.6%	10.5%	14.3%	16.4%	18.0%
所得税	-71	-51	-66	-116	-165	-210
所得税率	17.0%	12.3%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
净利润	346	362	342	601	854	1,089
少数股东损益	3	2	0	0	1	3
归属于母公司的净利润	343	360	343	601	854	1,086
净利率	8.2%	11.0%	8.8%	12.0%	13.8%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	346	362	342	601	854	1,089
少数股东损益	3	2	0	0	1	3
非现金支出	18	30	42	55	56	60
非经营收益	-28	2	-6	0	-13	-15
营运资金变动	57	-139	-704	-98	108	170
经营活动现金净流	393	254	-325	559	1,006	1,303
资本开支	-112	-268	-464	-572	-170	-170
投资	466	-220	-42	0	0	0
其他	54	28	19	21	13	15
投资活动现金净流	408	-460	-487	-551	-157	-155
股权募资	67	0	578	0	0	0
债权募资	0	714	0	0	-17	0
其他	-56	-158	-222	-257	-342	-434
筹资活动现金净流	11	555	356	-257	-358	-434
现金净流量	815	332	-460	-249	490	714

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,257	1,752	1,169	919	1,410	2,123
应收款项	252	190	223	582	543	425
存货	97	59	191	169	171	157
其他流动资产	169	171	839	1,240	960	476
流动资产	1,775	2,172	2,422	2,911	3,084	3,183
%总资产	74.0%	63.8%	53.2%	52.3%	52.7%	52.5%
长期投资	66	77	89	79	79	79
固定资产	380	622	726	749	768	783
%总资产	15.9%	18.3%	15.9%	13.5%	13.1%	12.9%
无形资产	141	360	1,293	1,789	1,884	1,979
非流动资产	622	1,230	2,134	2,652	2,766	2,876
%总资产	26.0%	36.2%	46.8%	47.7%	47.3%	47.5%
资产总计	2,397	3,402	4,556	5,563	5,850	6,058
短期借款	14	1	3	1	0	0
应付款项	162	303	539	1,041	844	487
其他流动负债	276	212	394	536	523	434
流动负债	452	516	936	1,577	1,367	921
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	650	693	28	12	12
负债	462	1,166	1,629	1,605	1,379	934
普通股股东权益	1,866	2,165	2,857	3,887	4,400	5,051
其中：股本	157	220	317	500	500	500
未分配利润	841	1,033	1,110	1,470	1,983	2,634
少数股东权益	69	71	70	70	71	73
负债股东权益合计	2,397	3,402	4,556	5,563	5,850	6,058

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.190	1.641	1.082	1.203	1.707	2.172
每股净资产	11.902	9.861	9.013	7.774	8.798	10.102
每股经营现金净流	2.509	1.158	-1.025	1.117	2.012	2.605
每股股利	1.000	1.000	0.500	0.481	0.683	0.869
回报率						
净资产收益率	18.40%	16.64%	12.00%	15.47%	19.41%	21.50%
总资产收益率	14.32%	10.59%	7.52%	10.81%	14.60%	17.93%
投入资本收益率	15.80%	12.64%	9.42%	14.75%	18.25%	20.26%
增长率						
主营业务收入增长率	1.70%	-21.33%	18.50%	28.66%	23.87%	16.56%
EBIT 增长率	29.27%	11.35%	-2.16%	72.40%	39.70%	27.17%
净利润增长率	27.14%	4.91%	-4.83%	75.41%	41.98%	27.22%
总资产增长率	11.98%	41.91%	33.94%	22.09%	5.16%	3.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.8	18.9	14.1	40.0	30.0	20.0
存货周转天数	11.7	10.2	13.4	15.0	12.5	10.0
应付账款周转天数	17.9	21.1	36.7	80.0	50.0	20.0
固定资产周转天数	17.5	37.4	55.7	43.5	35.1	29.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.69%	-50.27%	-17.02%	-23.21%	-31.54%	-41.44%
EBIT 利息保障倍数	-34.1	18.0	33.7	-536.1	-55.9	-46.8
资产负债率	19.26%	34.29%	35.76%	28.86%	23.58%	15.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402