

嘉友国际 (603871.SH)

卡位一带一路跨境核心资产，业绩有望进入快速释放期

买入

核心观点

嘉友国际主营跨境多式联运和供应链贸易。公司在蒙古、中亚、非洲等具有国际陆路口岸跨境运输特点的一带一路国展业，为矿业客户提供项目物流、矿产品物流等跨境多式联运服务，并以物流为基础开展供应链贸易业务。2021 年公司营收中，跨境多式联运综合物流服务占据 30.98%、供应链贸易占 49.87%，其余为 PPP 项目（确认建造服务收入、成本，对经营影响有限）。

借助先发优势卡位核心仓储资产。嘉友的投资主要集中于海关监管场所和保税仓领域，海关监管场所作为贸易通关不可避免的环节具备高周转的属性，是优质的仓储资产；且自有海关监管场所及保税仓可以帮助物流企业节省成本并提高物流服务效率。目前嘉友旗下甘其毛都口岸海关监管场所的存储能力已达整个口岸 50% 以上，在霍尔果斯亦拥有目前最大的海关监管场所。

中蒙煤炭贸易规模快速回升，23 年或更上一层楼，嘉友供应链贸易业务有望迎 β 和 α 共振。蒙古是中国焦煤的主要进口来源之一，但是 20-21 期间因疫情扰动，蒙煤出运不畅，在我国进口焦煤的市占率明显下滑。2022 年以来，我国进口蒙煤的数量已经明显回升，1-11 月累计进口达 2160 万吨，同比增速超 50%。蒙古重载铁路的开通有望降低蒙煤成本、扩大出口产能，且 2021 年以来，公司将自身供应链服务由国内段拓展至全程，单位价值量得到较快提升，经我们的测算，公司 23-25 煤贸单吨毛利有望达到约 150 元/吨水平。

刚果（金）公路及陆港项目终落地，复制成功经验迎快速增长的逻辑终兑现。刚果金基础设施建设落后，优质路产数量较少，公路收费达到 1 美元/公里，项目有望为嘉友贡献可观收益；在此基础上，刚果（金）已吸引大量中资矿企投资，包括公司战略投资股东紫金矿业在内，年产铜矿、钴矿接近 160 万吨，创造出较大的跨境运输需求，嘉友有望借助萨卡尼亚路港优势，复制在中蒙市场的成功经验，成为刚果（金）领先的跨境物流服务商。

员工持股计划彰显业绩信心。嘉友员工持股计划的考核较为激进，要求公司 22-24 年的净利润分别达到 8.0/10.0/13.0 亿元，对应 21-25 复合增速 39.6%，较 15-19 期间 35.4% 的复合增速更快。

盈利预测与估值：嘉友有望迎业绩兑现期，预计 2022-25 年实现净利润 6.0/8.3/10.4/13.5 亿元（+75.8%/37.8%/24.8%/29.8%），22-25 复合增速 30.7%。通过与其他物流龙头估值比较，我们认为公司合理目标价 29.36-30.83 元/股，仍有 41.1%-48.2% 空间，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：地缘政治风险、安全事故、疫情超预期反复、大客户流失等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,281	3,888	3,566	5,156	6,285
(+/-%)	-21.3%	18.5%	-8.3%	44.6%	21.9%
净利润(百万元)	360	343	603	831	1036
(+/-%)	4.9%	-4.8%	75.8%	37.8%	24.8%
每股收益(元)	1.64	1.08	1.20	1.65	2.06
EBIT Margin	12.6%	10.4%	18.4%	17.5%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	12.0%	18.7%	22.3%	23.9%
市盈率 (PE)	12.7	19.2	17.4	12.6	10.1
EV/EBITDA	13.0	18.5	15.8	11.9	9.7
市净率 (PB)	2.11	2.31	3.26	2.82	2.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

交通运输 · 物流

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	29.36 - 30.83 元
收盘价	20.81 元
总市值/流通市值	10406/10406 百万元
52 周最高价/最低价	25.97/15.33 元
近 3 个月日均成交额	138.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
公司主营业务	6
公司商业模式：以点带面，轻重结合卡位核心资产	7
嘉友聚焦中蒙、中非、中亚三大市场	10
中蒙：蒙古矿产品出口方兴未艾，嘉友先发优势卡位核心资产	10
中非：非洲矿产资源丰富，嘉友公路及陆港资产已于 2022 年投产	12
中亚：哈萨克斯坦矿业、农产品发达，公司霍尔果斯海关监管场所已完成验收	16
公司过往业绩表现	19
主要区域贸易及公司业务发展预测	23
中蒙：疫后修复或更上一层楼，嘉友有望迎 β 与 α 共振	23
中非：嘉友公路通车有望激发刚果（金）出口潜力	24
员工持股彰显信心，业绩置信度提升	26
财务分析	27
盈利能力分析	27
资本结构及偿债能力分析	29
经营效率分析	30
成长性分析	30
现金流量分析	30
盈利预测	31
营收及毛利预测	31
净利润预测	33
估值与投资建议	34
估值	34
投资建议	34
风险提示	35
财务预测与估值	37

图表目录

图 1: 嘉友国际历史大事沿革	5
图 2: 嘉友国际股权结构 (截至 22 年 3 季报)	5
图 3: 嘉友国际分业务收入及同比	6
图 4: 嘉友国际分业务毛利及同比	6
图 5: 嘉友国际分业务收入占比	7
图 6: 嘉友国际分业务毛利占比	7
图 7: 2017-2021 嘉友跨境多式联运业务与其他物流上市公司毛利率比较	7
图 8: 嘉友以跨境项目物流为抓手, 拓展全程物流服务	8
图 9: 项目物流与矿产品物流的货物流向相反	8
图 10: 甘其毛都距离蒙古矿山最近, 是我国蒙煤进口主要口岸	11
图 11: 历年甘其毛都蒙煤进口量占我国蒙煤进口量的比重	11
图 12: 刚果 (金) 主要矿点	15
图 13: 嘉友投资的公路及公路港位置	15
图 14: 嘉友的公路项目将政府、矿企、嘉友三方利益绑定	16
图 15: 中国和哈萨克斯坦进出口贸易额及增速	17
图 16: 中国与其他中亚国家贸易规模及增速	17
图 17: 21 年哈萨克斯坦出口结构 (按金额)	17
图 18: 21 年哈萨克斯坦进口结构 (按金额)	17
图 19: 霍尔果斯口岸进出口贸易额及增速	18
图 20: 蒙古出口到中国的炼焦煤量及增速	21
图 21: 蒙古炼焦煤在我国进口炼焦煤中的市占率	21
图 22: 20-21 嘉友煤炭贸易供应链收入明显受损, 22H1 改善	21
图 23: 21 年嘉友煤炭贸易供应链利润不降反升	21
图 24: 蒙古海关-中国海关段运费飙升	21
图 25: 21 年嘉友国际主焦煤供应链业务毛利率大幅提升	21
图 26: 嘉友中蒙主焦煤供应链服务附加值的变化	22
图 27: 嘉友跨境多式联运业务收入持续增长	23
图 28: 21 年嘉友跨境多式联运业务利润下滑	23
图 29: 22Q1 蒙煤出口表现不佳, 23 年更值得期待	24
图 30: 蒙古铜精矿出口亦有待恢复	24
图 31: 历史上我国进口蒙焦煤的单价约为澳焦煤的 50%	24
图 32: 铁路联通增加蒙煤出口能力, 嘉友充分受益	24
图 33: 员工持股行权要求公司较此前更快增长	27
图 34: 嘉友国际历年营收及增速	28
图 35: 嘉友国际历年归母净利润及增速	28
图 36: 嘉友国际与同行的毛利率比较	28
图 37: 嘉友国际与同行的净利率比较	28

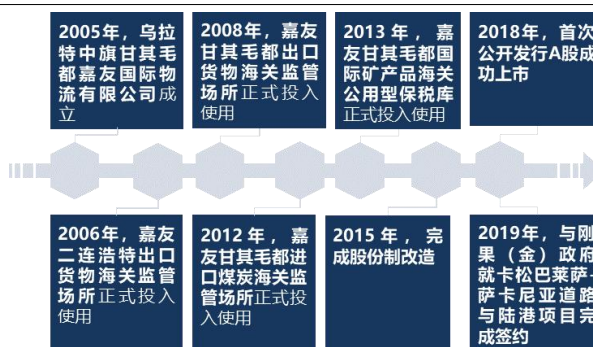
图 38: 嘉友国际 ROE 水平	28
图 39: 嘉友国际 ROE 杜邦拆解	28
图 40: 嘉友国际非流动资产规模	29
图 41: 嘉友国际固定资产和无形资产规模	29
图 42: 嘉友国际资产负债率	29
图 43: 嘉友国际流动、速动比率	29
图 44: 嘉友国际存货周转天数	30
图 45: 嘉友国际应收及应付账款周转天数	30
表 1: 公司运输业务以外包为主	9
表 2: 公司已布局的核心仓储资产	10
表 3: 嘉友在内蒙古的核心仓储资产布局	12
表 4: 非洲矿物储量占全球比重	12
表 5: 刚果（金）矿物储量	13
表 6: 部分在刚果（金）投资的中资矿企产能一览	14
表 7: 嘉友供应链贸易集中于中蒙，多式联运业务在中蒙、中非、中亚均有运营	19
表 8: 蒙古煤炭储量大，仍具出口增长空间	24
表 9: 完全投产后（稳态）公路及公路港有望为嘉友带来可观收益	25
表 10: 刚果金矿产品跨境物流市场规模及紫金矿业相关矿业物流市场规模测算	26
表 11: 嘉友国际 2022 员工持股计划基本信息	26
表 12: 2022-2025 年嘉友供应链贸易业务预测	31
表 13: 2022-2025 年嘉友跨境多式联运业务预测	32
表 14: 2022-2025 年嘉友非洲公路及公路港预测	33
表 15: 公司费用及净利润预测	33
表 16: 嘉友与可比公司的估值比较（截至 2023.1.9 收盘）	34

公司概况

公司沿革及经营概况

嘉友国际成立于 2005 年 6 月，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。通过整合海陆空铁运输、海关公用保税及海关监管场所的仓储分拨、报关、报检、物流综合单证服务等各个环节，为客户的个性化需求，制定定制化的跨境综合物流解决方案。其业务网络遍及亚洲、非洲、欧洲、北美等六十多个国家和地区，其中中国、蒙古、中亚及非洲地区是公司长期开展业务的重点区域。

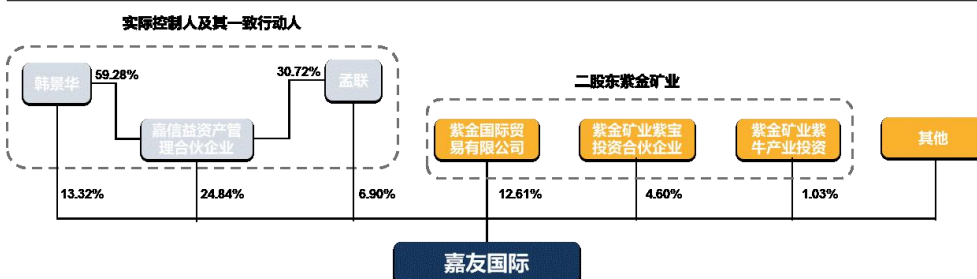
图1：嘉友国际历史大事沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

嘉友是民营企业，于 2021 年末引入紫金矿业为公司的第二大股东，持股比例约 18%。韩景华和孟联作为一致行动人，直接和通过嘉信益资产管理合伙企业合计持有上市公司约 43% 股权，是公司的实际控制人。21 年末紫金矿业以 18.9 元/股受让嘉友 4505 万股、18.49 元/股受让嘉友 2098 万股、并通过二级市场购买嘉友约 125 万股，一举成为公司二股东，其中大宗部分综合成本约为 18.77 元/股（未复权数据，2022 年嘉友现金分红 0.5 元/股（含税），并每 10 股转增 4 股）。

图2：嘉友国际股权结构（截至 22 年 3 季报）



资料来源：公司公告，东财 Choice，国信证券经济研究所整理

公司主营业务

公司主营业务分为跨境多式联运板块（包括跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储）和供应链贸易服务板块：

1) **跨境多式联运板块-跨境多式联运业务**：包括工程项目物流和非工程项目物流。其中工程项目物流主要以大型工程设备设施为服务对象，为客户提供自产地提货、到境外安装点卸货的一站式服务。

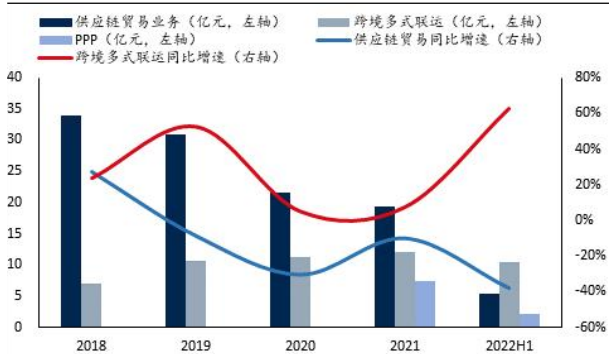
2) **跨境多式联运板块-大宗矿产品物流（收入不含货值）**：公司利用甘其毛都、二连浩特等海关共用型保税仓库、海关监管场所等设施，提供自矿山到终端用户的大宗产品多式联运物流服务。

3) **跨境多式联运板块-智能仓储**：运用自主研发的仓储管理系统等实现智能仓储增值服务。

4) **供应链贸易服务板块（收入包含货值）**：以自身名义购入商品，根据客户具体交付需求，赚取矿产品从坑口—口岸—终端的部分或全部差价，由于公司核心竞争力来自多式联运的物流，因此差价的形成更多有赖于物流服务费用，而非矿产品本身的采购差价。

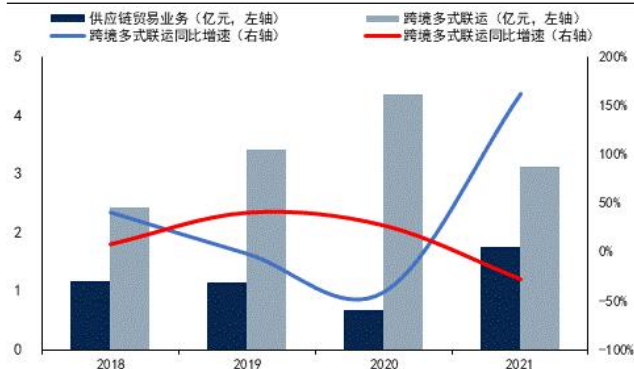
5) **PPP**：根据《企业会计准则解释第14号》、《企业会计准则实施问答》规定，对于符合条件的PPP项目合同，确认建造服务收入、成本，对公司实际经营的影响有限

图3：嘉友国际分业务收入及同比



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

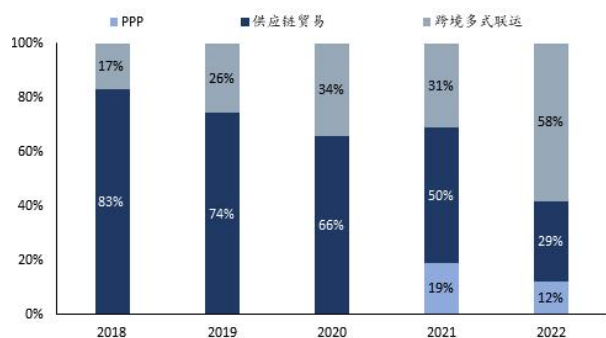
图4：嘉友国际分业务毛利及同比



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

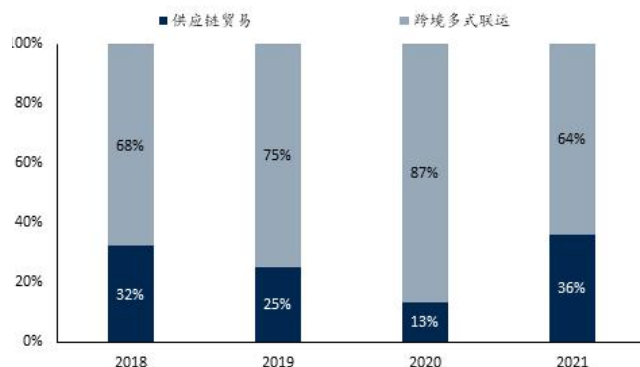
注：PPP 未贡献毛利、22 半年报未披露成本数据，因此不在图中列示

图5: 嘉友国际分业务收入占比



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图6: 嘉友国际分业务毛利占比



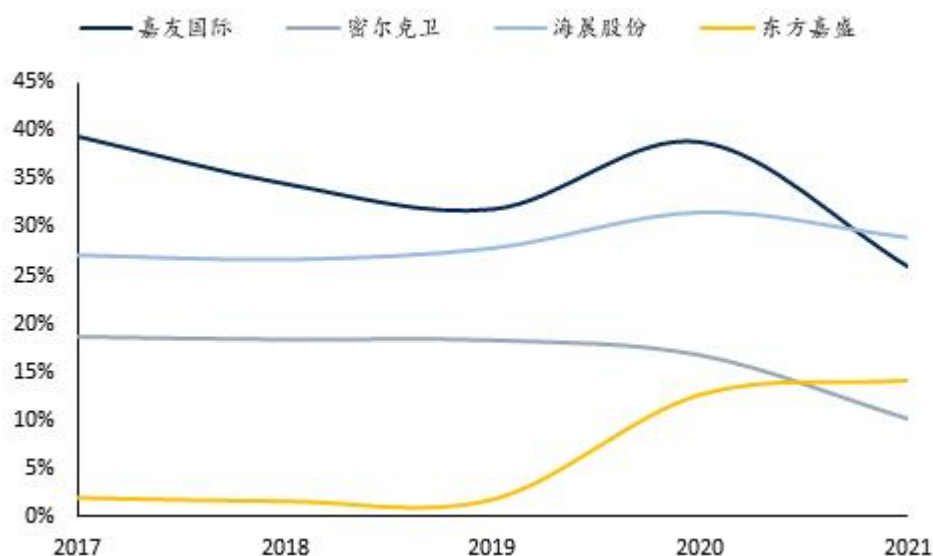
资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

注: PPP 未贡献毛利、22 半年报未披露成本数据, 因此不在图中列示

公司商业模式: 以点带面, 轻重结合卡位核心资产

嘉友国际的业务开展以高壁垒的项目物流为抓手。公司业务层面核心抓手是工程物流服务能力, 工程项目物流的运输多为超大、超重、超宽或具有危险性的货品, 运输过程具有针对性和专属性, 需要一事一议并单独制定方案, 虽然流向较为单一, 往往无法取得回程货, 成本偏高, 但风险和复杂程度较高的特点使得客户对口碑、资质的要求高于一般货物, 因此供应商的议价能力更强, 利润空间更大。嘉友多式联运业务的毛利率在 30%-40% 之间波动, 高于物流行业其他公司如海晨股份、东方嘉盛、密尔克卫 10-25% 的毛利率水平。

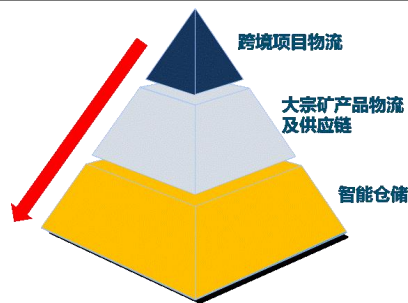
图7: 2017-2021 嘉友跨境多式联运业务与其他物流上市公司毛利率比较



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

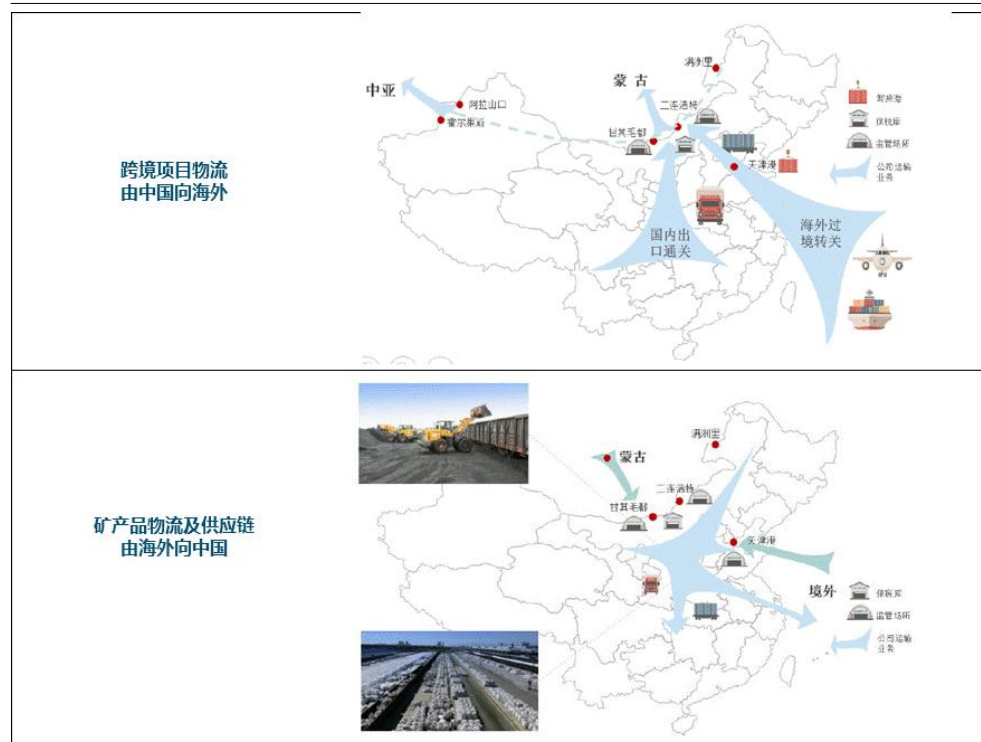
矿业具备长期的工程物流需求及产品出运需求，是嘉友的主要客户群体。工程物流的运输主要针对于矿业、基建等领域，其中矿业是相对特殊的一个市场，因为其他领域如基建的运输需求为一次性需求，而矿业在生产过程中仍需大量的耗材如研磨球，且矿业的生产具备连续性，矿产品的持续产出亦提供了大量的回程货源。经过长期的经营，嘉友国际以出色的工程物流服务能力与矿业客户形成深度绑定，便顺势开拓矿产品物流业务，并在此基础上衍生出供应链贸易业务。

图8：嘉友以跨境项目物流为抓手，拓展全程物流服务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：项目物流与矿产品物流的货物流向相反



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以轻资产模式服务客户的运输需求，集中资源卡位核心仓储资产。在资产布局上，

公司以点带面，通过布局保税仓和海关监管场所锁定全物流流程中毛利较高、稀缺性较强的环节，并通过外包采购的形势完成运输业务。

海关监管场所和保税仓是优质仓储资产，周转率高、议价权强。在两国进行进出口贸易时，海关的监管必不可少，又因为海关无法对所有的货物做到即时查验，货物在通关时大概率需作一定时间的停留，海关监管场所、仓库应运而生。由于进出口贸易本质上为商品的买卖，买卖双方对时效性有要求，因此海关仓库往往具备高周转的特点，而由于海关监管仓库的稀缺性及必要性，其在定价上也具备较强的议价权。

表1：公司运输业务以外包为主

单位：万元，%	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
跨境多式联运业务								
运输费	3650.2	70	5543.14	67.31	7151.62	72.81	10068.62	78.46
口岸费	264.7	5.08	614.72	7.46	484.66	4.93	396.11	3.09
代理费	275.4	5.28	237.87	2.89	196.25	2	417.61	3.25
装卸费	27.03	0.52	62.17	0.75	77.39	0.79	68.84	0.54
外包成本总计：	4217.33	80.88	6457.9	78.41	7909.92	80.53	10951.18	85.34
大宗矿产品物流业务								
运输费	13065.59	92.45	15005.03	88.42	10341.8	87.87	9186.29	89.11
口岸费	161.33	1.14	213.96	1.26	157.25	1.34	46.25	0.45
代理费	76.9	0.54	20.71	0.12	52.36	0.44	29.38	0.29
装卸费	526.09	3.72	1097.75	6.47	863.07	7.33	83.78	0.81
外包成本总计：	13829.91	97.85	16337.45	96.27	11414.48	96.98	9345.7	90.66
智能仓储业务								
口岸费	416.14	46.97	1725.81	58.77	1400.6	52.43	1169.8	35.24
装卸费	84.2	9.5	509.9	17.36	467.05	17.48	602.56	18.15
外包成本总计：	500.34	56.47	2235.71	76.13	1867.6	69.91	1772.3	53.39

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

跨区域复制成功经验，打开增长天花板。公司起步于中蒙，布局核心仓储资产并发挥自身工程物流优势的模式帮助公司在中蒙矿业物流及煤炭贸易领域实现了快速发展。在累积成熟商业模式和运作经验基础上，公司近年来逐步在中亚、非洲区域布局核心资产并开展业务。

- 中亚：嘉友于 2019 年开始在霍尔果斯建设海关监管场所，占地面积 248 亩，为霍尔果斯口岸目前最大的海关监管场所。
- 中非：嘉友 2018 年收购上海枫悦国际物流，加强了自身中非跨境多式联运业务的客源及运力资源调配能力，2019 年与刚果（金）政府签订了《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》，取得当地核心高速公路及公路港的特许经营权 25 年。

延续轻中有重的资产布局，商业模式的复制助力公司快速成长。

表2: 公司已布局的核心仓储资产

所在地	类型	运营主体	占地面积 (万平方米)
内蒙甘其毛都	保税库	乌拉特中旗甘其毛都金航国际有限公司	17.0
内蒙甘其毛都	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	36.0
内蒙甘其毛都	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	10.6
内蒙甘其毛都	海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	64.7
内蒙二连浩特	海关监管场所	内蒙嘉友国际物流有限公司	7.8
新疆霍尔果斯	海关监管场所	新疆嘉友恒信国际物流有限公司	18.8
内蒙巴彦淖尔	B 型保税库	巴彦淖尔市临津物流有限公司	6.9
刚果 (金)	公路及陆港	/	/
合计			161.8

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

嘉友聚焦中蒙、中非、中亚三大市场

嘉友国际目前的业务主要集中于中蒙、中非、中亚三个地区, 其中供应链贸易主要在蒙古市场开展, 贸易品种以蒙古炼焦煤为主; 跨境多式联运业务中, 工程物流在三大市场均有开展, 大宗矿产品物流主要为蒙古市场的铜精矿运输, 智能仓储则为公司在各地布局的海关监管场所、保税仓资产产生的仓储业务收益。

中蒙: 蒙古矿产品出口方兴未艾, 嘉友先发优势卡位核心资产

中国是蒙古最大贸易伙伴, 2021 年蒙古国实现出口总额 92 亿美元, 其中对中国出口 69 亿美元, 占比超过 70%, 实现进口总额 69 亿美元, 其中从中国进口 22 亿美元, 占比近 3 成。具体品类上, 矿产品是蒙古国的主要出口品种, 占出口总额的 81.3%, 21 年蒙古实现煤炭出口量 1594.2 万吨, 铜精矿出口量 123.9 万吨, 绝大部分矿产品出口至中国, 在煤炭当中, 炼焦煤出口量达 1403.7 万吨, 炼焦煤是中蒙贸易数量最大的品种。

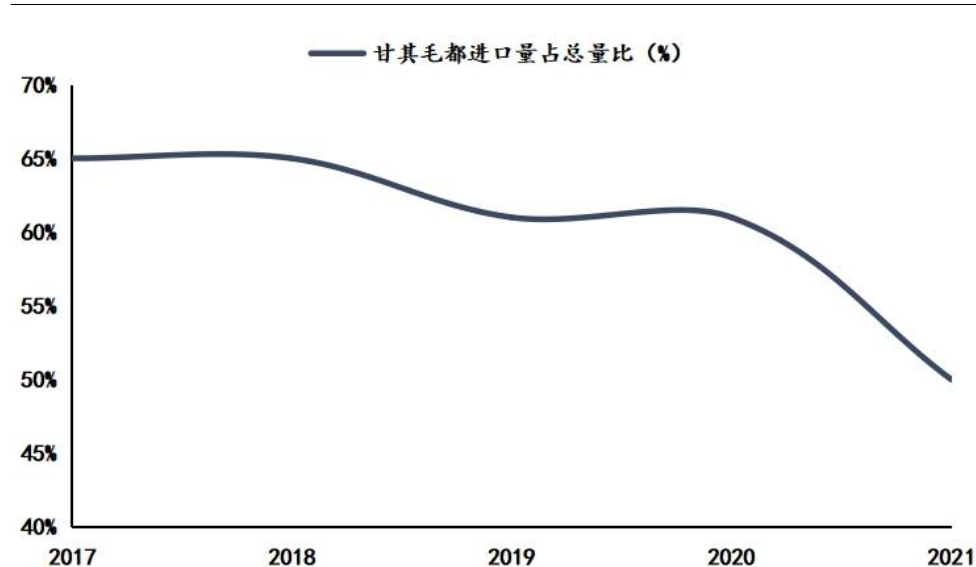
甘其毛都口岸是中蒙煤炭贸易的桥头堡, 占据蒙煤进口量 50% 以上。中蒙边境口岸主要包括甘其毛都、二连浩特、策克、满都拉等, 其中甘其毛都口岸毗邻蒙古国南端资源丰富的南戈壁省, 南戈壁省已探明煤炭储量为 530 亿吨, 其中距甘其毛都口岸仅 180 公里的塔本陶勒盖煤矿 (TT 矿) 储量 64 亿吨; 距甘其毛都口岸仅 80 公里的奥云陶勒盖铜矿 (OT 矿) 已探明铜储量 3600 万吨, 金储量 1300 吨。从数据来看, 21 年甘其毛都口岸占据了蒙煤进口量的 50%, 在未受疫情影响的 2017-2029 年间, 其占比达到蒙煤进口占比超 60%, 因此该口岸也成为公司重点布局的节点。

图10: 甘其毛都距离蒙古矿山最近, 是我国蒙煤进口主要口岸



资料来源: 360 地图, 国信证券经济研究所整理

图11: 历年甘其毛都蒙煤进口量占我国蒙煤进口量的比重



资料来源: 中国海关, 国信证券经济研究所整理

嘉友先发优势卡位海关监管场所和保税仓, 仓储面积占甘其毛都口岸总仓储能力50%以上。嘉友旗下在甘其毛都拥有乌拉特中旗甘其毛都口岸嘉友国际物流有限公司海关监管作业场所（10.6 万平方米）、内蒙古嘉易达海关监管作业场所（64.7 万平方米）、乌拉特中旗甘其毛都华方国际物流有限公司海关监管作业场所（36.0 万平方米），合计占地面积超 111.3 万平方米，占比超过甘其毛都口岸的一半，换言之，考虑到甘其毛都进口蒙煤占中国进口蒙煤比例超过 50%，中国进口的蒙古煤炭中，有 25%以上将会在嘉友国际的海关监管场所中周转。

凭借核心资产的布局以及多年的运力资源积累，嘉友的跨境多式联运业务及供应链贸易业务在中蒙市场发展较好。跨境多式联运业务方面，嘉友为 OT 矿提供矿产品物流和工程物流服务，每年为 OT 矿提供每年不低于 70 万吨的铜精粉（大宗矿产品物流）和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备（跨境多式联运）的跨境综合物流服务；供应链贸易板块方面，嘉友的供应链以蒙古焦煤为主，仅 21 年因蒙古疫情导致物流不畅，业务开展不顺，公司曾尝试过开拓以海港为枢纽的非煤贸易供应链，其余均为以甘其毛都及二连浩特为枢纽，联通蒙古矿山（OT 矿、TT 矿、Energy Resource LLC、博迪国际等）与国内终端用户或洗煤厂（中国神华、中原黄金等）的跨境贸易。供应链贸易的业务模式为根据上下游客户的需求进行询价，在上游货源价格的基础上增加物流费用，并与下游客户签署销售合同、收取预付款后再与上游矿企签订采购协议，其业务的核心是以销售锁定物流服务，而非赚取商品差价，这带来了公司供应链贸易业务毛利率相对稳定，2016-2020 期间始终在 3-4% 之间波动。

表3: 嘉友在内蒙古的核心仓储资产布局

所在地	类型	运营主体	占地面积（万平米）
甘其毛都	保税库	乌拉特中旗甘其毛都金航国际有限公司	17.0
甘其毛都	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	36.0
甘其毛都	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	10.6
甘其毛都	海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	64.7
二连浩特	海关监管场所	内蒙嘉友国际物流有限公司	7.8
巴彦淖尔	B 型保税库	巴彦淖尔市临津物流有限公司	6.9
合计			143.0

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

中非：非洲矿产资源丰富，嘉友公路及陆港资产已于 2022 年投产

非洲的矿产资源及物流概况：

非洲矿产资源丰富，但经济较为落后，具备一带一路开拓及投资价值，嘉友聚焦刚果（金）市场。据商务部的统计，非洲铂和钯储量占世界 89%；锰矿和铬矿储量分别占世界 83%和 91%；钻石储量占世界 60%；黄金、磷酸盐、钴储量皆占世界 50%以上；铀、钽、铯、锆，石墨、矾土储量皆占世界 30%以上；铁、铜、锌、铝土储量皆占世界 20%以上；石油储量占世界近 12%以上，从矿产的储量来看，非洲在全球的地位举足轻重，但是目前人均名义 GDP 仅为 1856.25 美元，经济仍较为落后，是我国一带一路政策的重点发展方向之一。

表4: 非洲矿物储量占全球比重

矿物品种	占全球比重
铂和钯	89%
铬矿	91%
锰矿	83%
黄金、磷酸盐、钴	50%以上
铀、钽、铯、锆，石墨、矾土	30%以上
铁、铜、锌、铝土	20%以上

资料来源：中国商务部，国信证券经济研究所整理

表5: 刚果（金）矿物储量

矿种	储量
铁矿	十亿吨
铜矿	7500 万吨
锂矿	3100 万吨
铌矿	3000 万吨
锰矿	700 万吨
锌矿	700 万吨
钴矿	360 万吨
锡矿	45 万吨

资料来源：《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》谢添（2021 年 11 月），国信证券经济研究所整理

非洲运输及分销成本可达商品成本三倍，物流行业亟需整合，短板主要体现在缺乏基础设施及服务商。非洲当前物流综合体验较差，体现在基建不完善；人工操作，自动化水平低；产业发展不成熟，第三方物流服务商少，专业化程度低。波士顿咨询 2018 年 4 月发布的《Pioneering One Africa》显示，非洲运输和分销成本约为商品自身价值的 320%，远高于欧洲 90%、北美 140%、南美 200%的水平，物流降本增效的优化空间极大，特别是伴随中国企业在当地投资建厂的规模不断增加，给我国物流企业同步出海、抢占市场提供了良好契机。

刚果（金）的物流运输条件严苛，基础设施严重匮乏。刚果（金）陆路运输资源匮乏，由于长年战乱破坏和缺乏维护，大部分公路无法正常通行，许多二级公路和乡村公路遭损毁，目前仅剩 5 万公里的主干道（其中沥青路仅占 2%），平均每百平方公里只有 7 公里长的道路。缺乏沥青道路导致雨季时，道路的通过性大打折扣，运输效率大幅下降，拥堵成为常态，因此，公路在当地是核心资产之一，普遍收费标准在 1 美元/公里。

嘉友国际在刚果（金）的业务布局：

中资矿企在刚果（金）大量投资，带来国内物流企业跟随矿企出海的契机。根据《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》的统计，中资矿企在刚果（金）投资的矿业项目已有 17 个，且随着扩产及投资的推进，未来 2-3 年中资企业在刚果（金）的矿产量仍将继续增长。此外，在非洲地区，中国矿企在赞比亚、智利、津巴布韦等多地持股矿山，中资矿企在非洲的矿业领域已经占据了举足轻重的地位，这也孕育了较大的跨境矿业物流需求，参考蒙古、中亚国家的矿业发展，中非之间亦有望产生较大的双向跨境运输需求（去程工程物资、回程矿产品）。

表6: 部分在刚果（金）投资的中资矿企产能一览

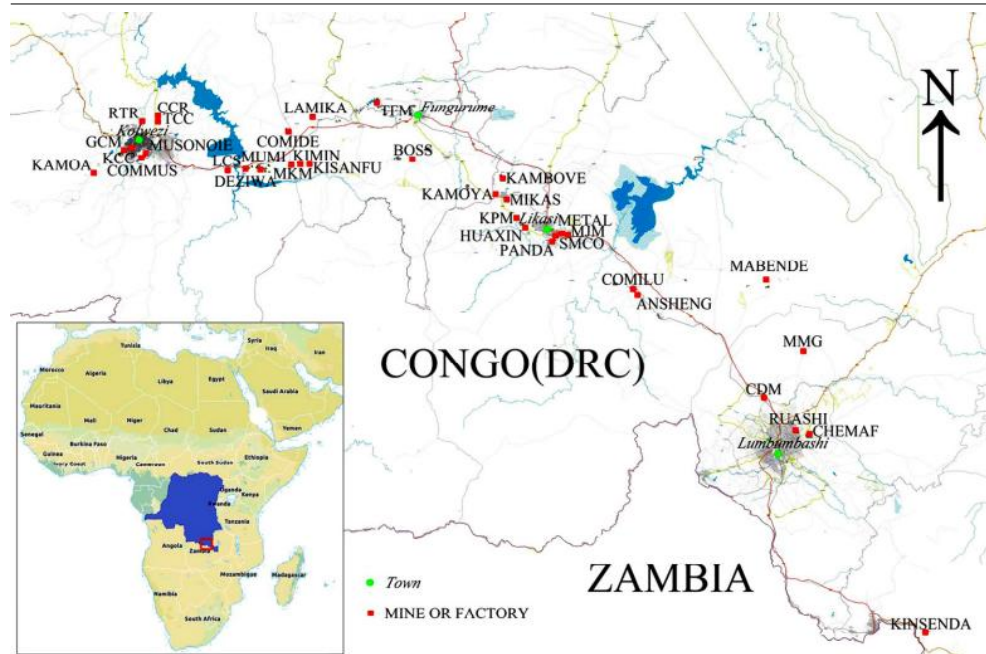
矿业企业	矿业项目（子公司）	产能情况
中铁资源	华刚矿业	年产能铜 25 万吨、钴 5000 吨
	MKM 矿业	设计产能年产阴极铜 2.2 万吨，氢氧化钴含钴金属 1800 吨，但已近枯竭
	绿纱矿业	年产 2.5 万吨 阴极铜，1500 吨 氢氧化钴
紫金矿业	穆索诺伊	2019 年时，穆索诺伊生产铜 8 万吨、钴 500 吨
	卡莫阿	一期（已投产）设计矿石处理能力 600 万吨/a，年产精矿含铜 40 万吨；
洛阳钼业	TFM	扩产后年产铜金属 18.73~22.89 万吨、钴金属 1.65~2.01 万吨
	Kisanfu	项目已开始初步设计，含铜金属量约 628 万吨，含钴金属量约 310 万吨。
	华鑫马本德矿业	已经完成年产 4.5 万吨阴极铜的扩产改建
中国有色	华鑫湿法冶炼厂	实际可达到年产阴极铜 2 万吨
	迪兹瓦矿业	设计年产阴极铜 8 万吨、氢氧化钴含钴 8000 吨，改建后增加铜产能 10 万吨
	刚波夫矿业	设计年产阴极铜 3 万吨、粗制氢氧化钴含钴 1000 吨
五矿集团	MMG 矿业	铜产能于 2022 年扩张至 10 万吨
金川集团	如瓦西矿业	设计年产阴极铜 4.5 万吨，氢氧化钴金属 5000 吨
	金森达铜业	2019 年产铜达 3 万吨
华友钴业	CDM 和 MIKAS	2020 年在刚果金合计生产铜 6.1 万吨、钴 7000 吨
北方矿业	柯米卡	年产铜 7 万吨、钴 1.3 万吨
	拉米卡	铜 4.5 万吨、氢氧化钴折钴金属 5000 吨

资料来源：《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》谢添（2021 年 11 月），国信证券经济研究所整理

嘉友对中非板块的业务亦布局良久，从“软件”和“硬件”两方面共同入手。2018 年，公司率先以现金收购了上海枫悦国际物流有限公司 100% 股权，枫悦国际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，本次收购强化了嘉友在中非跨境多式联运领域的操作经验；并给公司切入当地高速公路及陆港基建投资奠定了基础，2019 年起，公司便已开始对刚果（金）的物流基础设施进行布局，投资 2.3 亿美元对卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港进行改造，建设 150 千米长的公路及配套的海关监管口岸，并成功取得相关的服务特许权，22 年初，上述高速公路已经开始试运营，下半年陆港亦已开始试运营。

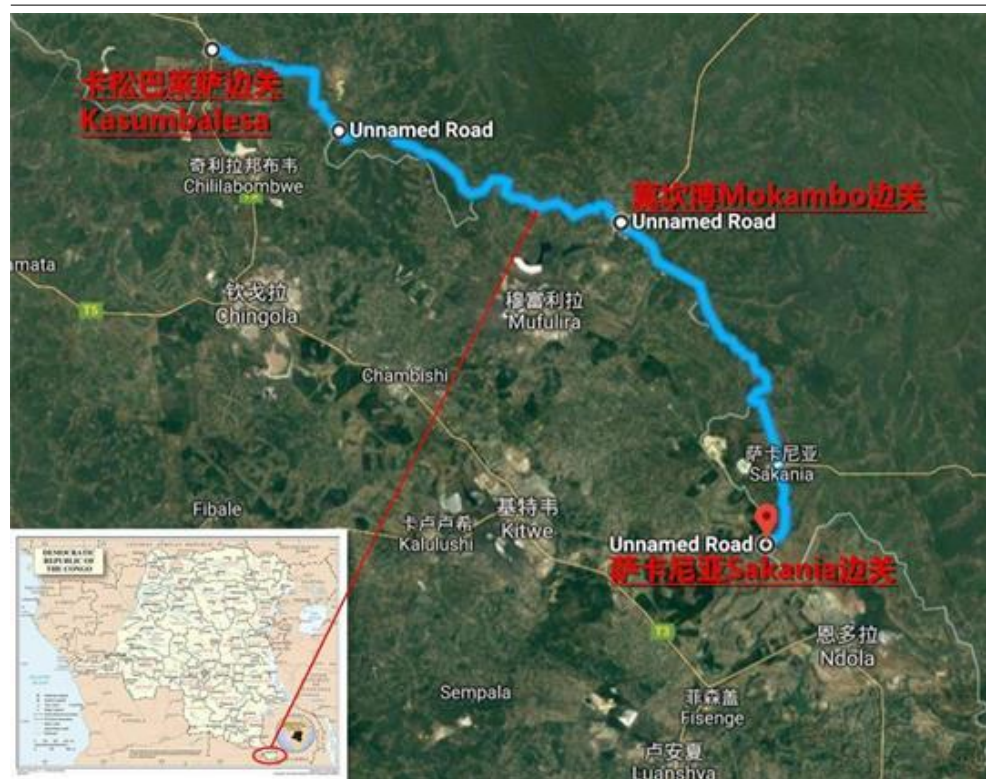
公司路产位于卢弗里安弧 (Lufilian Arc)，是世界著名的铜、钴、铀、银、锌多金属成矿带，带内已知矿床共含 1.4 亿吨铜和 600 万吨钴金属。其中卡莫阿矿带、科卢韦齐矿带、堪苏祁矿带及腾凯一丰古鲁梅矿带铜资源量约占整个加丹加铜（钴）矿带铜资源量的 60%，钴资源量的 70%（卡莫阿矿带几乎不含钴），铀资源主要赋存在门达欣科卢布韦矿带。

图12: 刚果（金）主要矿点



资料来源：《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》谢添（2021年11月），国信证券经济研究所整理

图13: 嘉友投资的公路及公路港位置



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

嘉友国际和当地合作方的项目约定：公司同刚果（金）政府设立合资公司运营项目，在完全返还项目投资总额以及利息前，利润分配方式为嘉友国际 90%、授权机构（海关、道路管理局等，下同）5%、上加丹加省政府 5%；在完全返还本项目投资总额以及本项目项下的利息后，利润分配方式为嘉友国际 80%、授权机构 5%、上加丹加省政府 15%，路产将会为当地政府带来较为稳定的收益，但更重要的是，通畅的道路可以带来物流效率及贸易效率的提升，撬动更大的经济增长。

对于矿企而言：升级的道路及陆港给予了矿企新的运输方案选择，且优质的路产避免了雨季物流不畅导致工程物资补充不及时、产品无法外运导致现金流回流变慢的风险，从而带来效率的提升。

对于嘉友而言：一方面布局公路和陆港符合公司自身卡位核心资产的商业布局，根据可行性分析中的测算，后续有望为上市公司带来较为可观的收益；另一方面来说，类似于在中蒙板块对海关监管场所的布局，掌握核心资产意味着效率较竞争对手更高，加深了公司自身与客户的绑定。

图14：嘉友的公路项目将政府、矿企、嘉友三方利益绑定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中亚：哈萨克斯坦矿业、农产品发达，公司霍尔果斯海关监管场所已完成验收

中亚市场贸易格局：

中亚主要指哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦五个国家，其中哈萨克斯坦是我国最大的贸易伙伴。2021 年，中哈双边贸易额 252.5 亿美元，16-21 年的复合增速约 14%，从哈萨克斯坦出口结构来看，矿产品占 64%，其次为金属制品和农产品分别占 16%、7%；进口方面，则主要是生活物资和生产资料，其中机械设备占 45%、化工产品占 15%、金属及制品和农产品及食品分别各占 11%。

除哈萨克斯坦外，其他中亚国家与中国的贸易往来亦在快速增长。乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦亦具备一定与中国贸易的体量，2021 年，中国与乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦的进出口贸易额分别为 80.5、75.6、73.6 亿美元，5 年复合增速 18%、6%、5%，亦展现出较快增长。

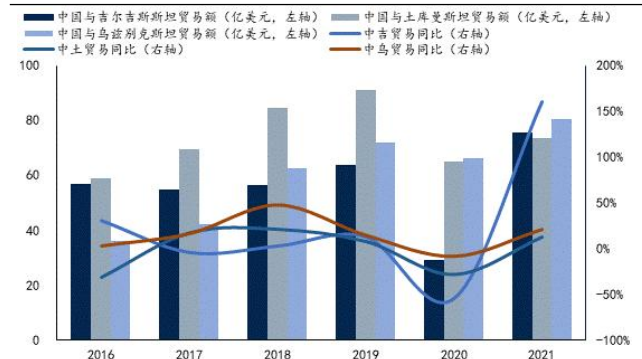
毗邻哈萨克斯坦的霍尔果斯是我国面向中亚最重要的口岸。2021 年，霍尔果斯口岸进出口货运量为 3961.3 万吨，进出口货运量占新疆口岸的六成左右，进出口贸易额为 2839.2 亿元，16-21 年复合增速为 27.0%。

图 15: 中国和哈萨克斯坦进出口贸易额及增速



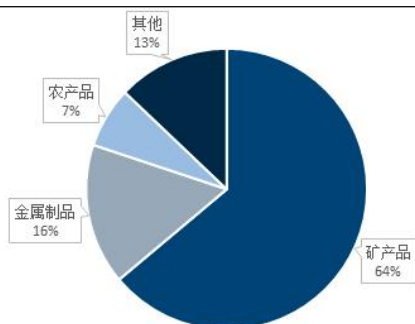
资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图 16: 中国与其他中亚国家贸易规模及增速



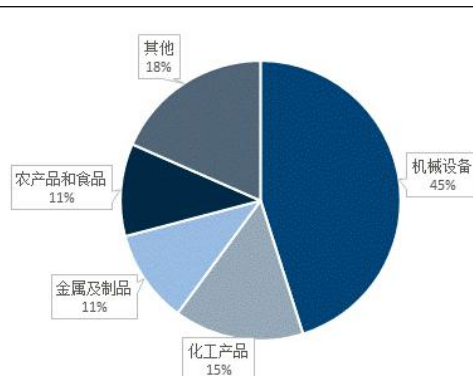
资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图 17: 21 年哈萨克斯坦出口结构（按金额）



资料来源：哈萨克斯坦统计局，国信证券经济研究所整理

图 18: 21 年哈萨克斯坦进口结构（按金额）



资料来源：哈萨克斯坦统计局，国信证券经济研究所整理

图19：霍尔果斯口岸进出口贸易额及增速



资料来源：霍尔果斯海关，国信证券经济研究所整理

嘉友国际在中亚市场的业务布局：

嘉友对中亚市场的切入点亦在于对关键节点的核心仓储资产布局，项目建设地点为霍尔果斯经济开发区兵团分区，项目占地 248 亩左右，拟建海关监管场所，其中包括封闭一般库 12000 平米、多功能保温库 2000 平米、保鲜及冷藏库 4000 平米、业务用房 3000 平米。除去嘉友过去熟悉的矿业相关品类，多功能保温库及保鲜冷藏库的建设面积将达 6000 平米，占据整个投资库区三成，这一举措或意味着嘉友国际正在对冷链物流业务进行布局。

公司过往业绩表现

根据公司公告的重大在手合同，公司供应链贸易业务集中于中蒙市场，跨境多式联运业务在中蒙、中非、中亚均有运营。

表7: 嘉友供应链贸易集中于中蒙，多式联运业务在中蒙、中非、中亚均有运营

序 号	签约对象	合作地区	合同业务	主要内容	合同金额	合同期限
1	OYU TOLGOI LLC	中蒙	跨境多式联运	为 OT 提供跨境多式物流等服务	1,751.73 万 美元	2017.08.07 – 2022.01.31
2	OYU TOLGOI LLC	中蒙	跨境多式联运	为 OT 提供跨境多式物流等服务	522 万 美元	2022.02.21 – 2023.12.31
3	KAZ MINERALS AKTOGAY LLC	中亚	跨境多式联运	负责 AKTOGAY/BOZSHAKOL 矿区的货物运输	1,700 万 美元	2018.06.29 – 2022.06.30
4	KAZ MINERALS AKTOGAY LLC / KAZ MINERALS BOZSHAKOL LLC	中亚	跨境多式联运	为 AKTOGAY 项目 / BOZSHAKOL 项目提供研磨球、衬板以及其他普货的全球物流运输	3,259.65 万 美元	2019.01.01 – 2022.12.31
5	AZURITE LOGISTICS LLP	中亚	跨境多式联运	为 AKTOGAY 项目 / BOZSHAKOL 项目提供研磨球、衬板的全球物流运输	框架协议，根据实际物流服务质量进行结算	2021.02.01 – 2022.12.31
6	OYU TOLGOI LLC	中蒙	跨境多式联运	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	2020.07.10 起开始执行，合同有效期 5 年，到期后可经 OT LLC 同意再延长 2 年。
7	COMPANIA ELECTRO METALURGICA SA	全球	跨境多式联运	为 ME 提供全球物流运输服务	框架协议	2021.01.25 – 2023.01.25
8	云铜香港有限公司 / 中铜国际贸易集团有限公司	中非	跨境多式联运	办理赞比亚谦比希铜冶炼有限公司粗铜自 CCS/LCS 工厂运输至纳米比亚鲸湾港口，并根据需要办理所委托 CCS 粗铜的转关、出口报关及租船订舱装港运输业务	单价协议	2022.01.01 – 2022.12.31
9	紫金矿业物流有限公司	中非	跨境多式联运	为紫金矿业项目设备和物资的全程物流承运人之一，为紫金矿业项目设备和物资提供全程物流运输服务	框架协议	2022.01.01 – 2022.12.30
10	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	中蒙	供应链贸易	二连浩特口岸、甘其毛都口岸、满洲里口岸至三门峡站、三门峡西站大宗矿产品物流运输服务	11,276.93 万 元	2022.04.01 – 2022.12.31
11	神华内蒙古煤焦化有限责任公司、蒙古国矿业公司	中蒙	供应链贸易	据已形成的长期煤炭供应关系，以跨境供应链业务形式，三方将继续扩大合作关系，并扩大煤炭产品的供应和分销，将在未来 5 年内每年供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品	框架协议	2018.04.11 – 2023.04.10
12	Energy Resources LLC	中蒙	供应链贸易	万利贸易从 ER 购买洗精主焦煤	框架协议	2020.07.01 至本协议第三条款项下的数量供应执行完毕（300 万吨）
13	博迪国际有限责任公司	中蒙	供应链贸易	四年共向博迪国际采购主焦煤 600 万吨，嘉宸国际采购 300 万吨、嘉新国际采购 300 万吨	框架协议	2021.02.08 – 2025.02.07
14	国家能源集团煤焦化有限责任公司	中蒙	供应链贸易	约定国家能源集团向嘉宸国际采购总数量不少于 500 万吨主焦煤	框架协议	2021.05.11 – 2026.12.31
15	ERDENES TAVAN TOLGOI JSC	中蒙	供应链贸易	采购包括主焦原煤 1,500 万吨以及半软焦煤 150 万吨和风化煤 150 万吨，总计 1,800 万吨	框架协议	2021.07.05 – 2026.07.04

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

供应链贸易板块

根据上文所述，嘉友供应链贸易业务主要开展于中蒙市场，贸易品种为蒙古炼焦煤，仅 2021 年因中蒙贸易不畅，尝试了针对全球的非煤贸易供应链。

20-21 年受疫情影响，蒙古出口受阻导致蒙煤在我国的市占率明显下降，22 年实现了较快恢复。2020-2021 年，我国从蒙古国进口的炼焦煤数量分别为 2376.6、1403.7 万吨，较 2019 年 3373.3 万吨明显下滑，虽因价格上行，21 年进口额仍维持高增，但蒙炼焦煤国内市占率仅 25.7%，创 2015 年以来的最低水平；21 年 10 月，两国高层提出在有效防控疫情前提下便利口岸通关、增加口岸过货量，支持两国扩大煤炭贸易规模，实现互利共赢，22 年 1-11 月，中国自蒙古进口的炼焦煤数量已达 2160.3 万吨，较 21 年同期数据增长 63.9%，蒙煤的市占率也回升至 37.7%的较高水平。

贸易不畅导致嘉友煤炭供应链贸易业务收入大幅下降，但是 21 年受益于海外运费大涨及公司价值链延长，煤贸业务毛利不降反升。中国进口蒙古煤炭数量的锐减直接导致了嘉友供应链贸易业务收入的大幅下降，20-21 年公司煤炭供应链贸易分别实现收入 21.56/8.02 亿元，同比下降 30.4%/62.8%；实现毛利 0.67/1.70 亿元，同比-40.7%/+153.3%，21 年公司煤炭贸易供应链的毛利不降反升的原因在于公司将煤炭贸易供应链的服务流从过去的国内段拓展至全程，带来了单吨价值量的增加，适逢海外段运费大幅增长 10 倍以上（疫情前蒙古海关至中国海关的运费约为 100-150 元/吨，21 年高点达到 2150 元/吨），公司充分受益。

22H1 嘉友供应链贸易业务收入仍承压，但是公司全年煤炭贸易供应链的业绩有望高增。上半年，嘉友供应链贸易业务实现收入 5.3 亿元，同比下滑 37.9%，其背后的原因有二，其一是 H1 蒙古炼焦煤进口量仅为 749.13 万吨，同比下滑超 10%，导致嘉友上半年煤炭供应链贸易业务的收入可能仍在下滑；其二，嘉友在 2021 年开展了非煤供应链业务，但是 22H1 并未开展该业务，导致 21 年基数较实际的煤炭供应链收入可能偏高。Q2 以来，蒙古炼焦煤出口量已经明显回升，我们认为公司煤炭供应链的收入亦会重回较快增长，但是供应链贸易板块整体的收入因未再开展非煤供应链业务，可能增长有限。

利润方面，嘉友煤炭贸易供应链业务的毛利率大概率随海外段运价回归理性而回落，但是考虑到公司正在提升全程供应链业务占比，有望带来单位价值量提升（常规运价下，全程供应链单吨毛利超过 150 元/吨，国内段供应链单吨毛利约为 30 元/吨）；全年中蒙煤炭贸易规模大概率增长超 50%，公司有望以量补价，供应链贸易业务的利润有望较 21 年实现较快增长（21 年非煤供应链实现毛利 1.3 百万元，对基数影响有限）。

图20: 蒙古出口到中国的炼焦煤量及增速



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

注: 2022 为 1-11 月数据, 其余为完整年度数据

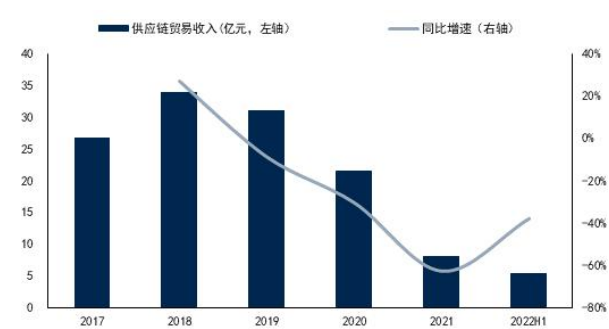
图21: 蒙古炼焦煤在我国进口炼焦煤中的市占率



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

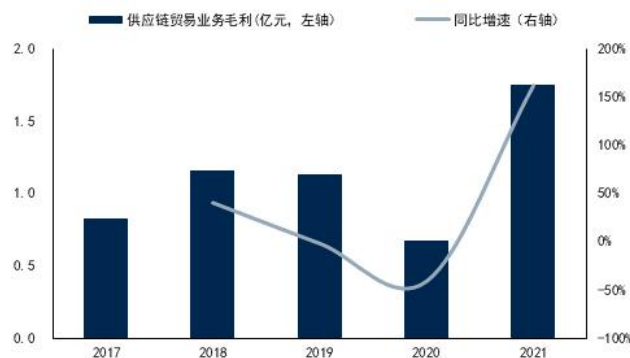
注: 2022 为 1-11 月数据, 其余为完整年度数据

图22: 20-21 嘉友煤炭贸易供应链收入明显受损, 22H1 改善



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图23: 21 年嘉友煤炭贸易供应链利润不降反升



资料来源: 东财 choice, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 嘉友未披露 22H1 分业务成本数据, 无法计算毛利

图24: 蒙古海关-中国海关段运费飙升



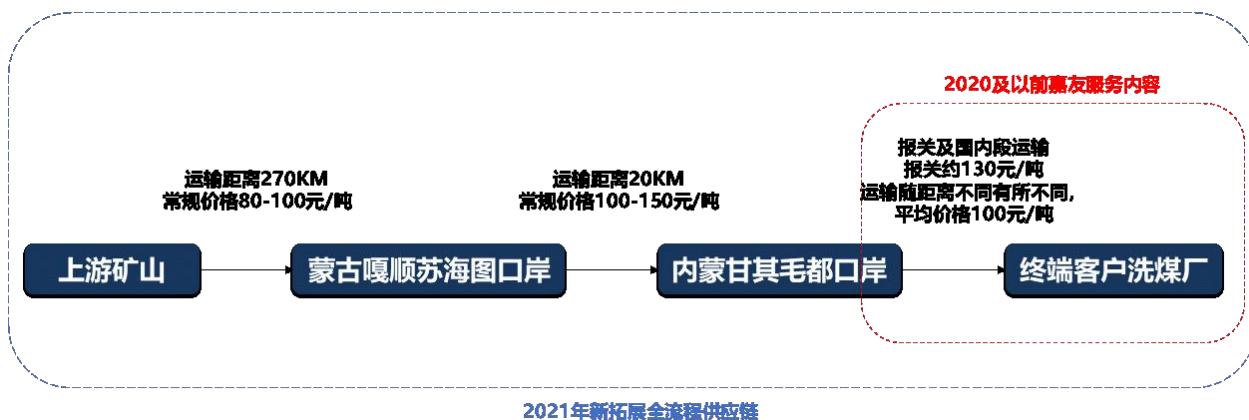
资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

图25: 21 年嘉友国际主焦煤供应链业务毛利率大幅提升



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图26: 嘉友中蒙主焦煤供应链服务附加值的变化



资料来源: Mysteel, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

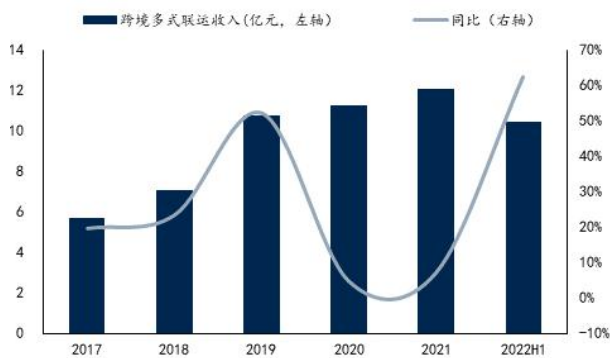
跨境多式联运板块

根据上文所述, 嘉友跨境多式联运业务在中蒙、中非、中亚市场均有开展。

嘉友跨境多式联运业务连年增长, 但 21 年业务利润明显下滑, 由此可以推断中蒙仍为嘉友跨境多式联运业务的基本盘。2017 年以来, 嘉友跨境多式联运业务的收入持续增长, 利润端仅 21 年出现了下滑。结合 21 年蒙古炼焦煤、铜精矿的出口量均明显下滑, 而公司在甘其毛都、二连浩特拥有 143 万平的核心仓储资产, 我们推测 21 年利润下滑的原因主要在于高毛利的仓储业务量出现了明显下滑。

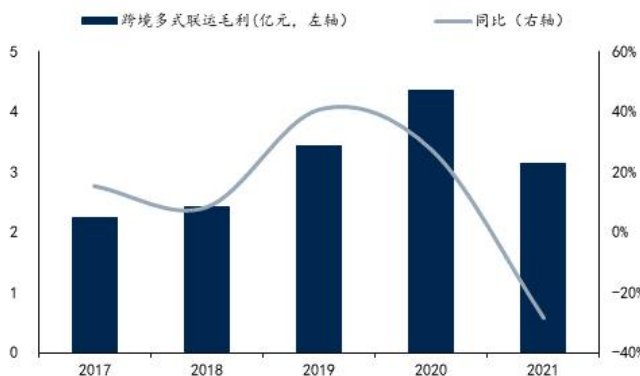
工程物流及国际货代或为嘉友跨境多式联运业收入增长的主要推动力, 中非、中亚的仓储业务尚未在报表体现。仓储方面, 公司在霍尔果斯的海关监管场所于 22 年 4 月验收、非洲的公路港于 22 年下半年开始试运营, 且仓储产能往往需要较长时间进行爬坡, 因此对公司过往收入的影响有限; 大宗矿产品物流方面, 由于蒙古铜精矿的出口量 18 年以来未出现明显增长, 大概率无法成为公司收入增长的主要引擎, 因此可以推断工程物流及国际货代是公司 17 年以来跨境多式联运收入的主要推动力。具体来看, 2017 年以来, 嘉友在中蒙、中亚、中非分别新签了 3/3/2 笔重大跨境多式联运合同, 并成功与矿业耗材巨头 ME Elecmetal 签订合同, 为其提供全球工程物流服务。

图27：嘉友跨境多式联运业务收入持续增长



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图28：21 年嘉友跨境多式联运业务利润下滑



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

注：嘉友未披露 22H1 分业务成本数据，无法计算毛利

主要区域贸易及公司业务发展预测

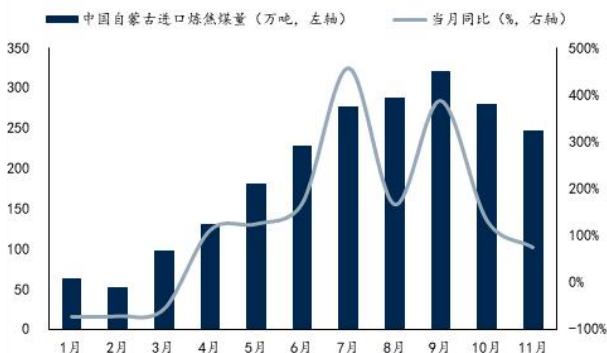
中蒙：疫后修复或更上一层楼，嘉友有望迎 β 与 α 共振

2023 中蒙煤炭贸易规模有望继续放量。2022 年中蒙煤炭贸易量环比明显恢复，但具体到月度数据来看，1-3 月由于我国对疫情管控仍较为严格，中蒙煤炭贸易量在低基数下进一步下滑超 50%，在当前我国疫情管控逐步放开的背景下，即便其余时间段维持 22 年水平，23 年中蒙煤炭贸易量仍有较大提升空间。

22 年 9 月开通的重载铁路有望助力中蒙打开煤炭贸易量瓶颈。9 月 9 日，TT 矿至嘎舒苏海图口岸（与我国甘其毛都对应的蒙古国口岸）的铁路线路正式开通，一方面将带动蒙古国煤炭出口能力提升至 3000-5000 万吨/年，另一方面来说，以铁路替代当前的卡车运输有望降低约 75% 的运输成本，蒙煤的价格优势有望进一步加强。

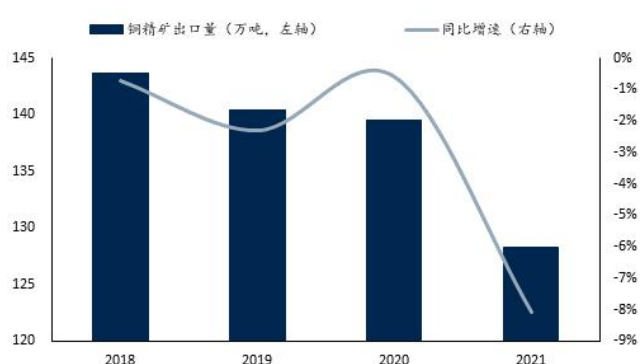
嘉友的煤炭贸易供应链业务有望实现 β （通量）与 α （单位价值量）共振。在铁路联通后，蒙古煤炭出口能力的提升及运输价格的下降有望带动中蒙煤炭贸易量有望较快追平 2019 年水平（约 3000 万吨），甚至较 2019 年更高，嘉友的煤炭贸易量有望随之增长；价格方面，虽然随着放开，非理性的海外运输价格大概率回落，但是嘉友目前正大力推进全程供应链业务，随着公司全程供应链占比的提升，单吨收入及单吨毛利有望维持较高水平，较 2020 年及之前水平明显改善。

图29: 22Q1 蒙煤出口表现不佳, 23 年更值得期待



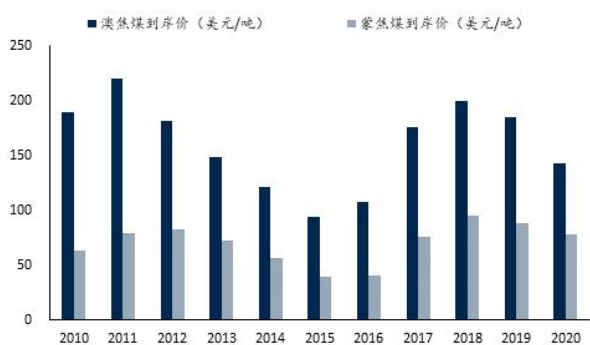
资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

图30: 蒙古铜精矿出口亦有待恢复



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

图31: 历史上我国进口蒙焦煤的单价约为澳焦煤的 50%



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

图32: 铁路联通增加蒙煤出口能力, 嘉友充分受益



资料来源: 人民网, 国信证券经济研究所整理

表8: 蒙古煤炭储量大, 仍具出口增长空间

煤矿名称	储量
Tavan Tolgoi Mine 塔班陶勒盖 TT 矿	16 亿吨焦煤, 48 亿吨动力煤
Baruun Noyon Uul Mine 巴林诺尔煤矿	15.26 亿吨焦煤
Naryn Sukhait Mine 那林苏海图煤田	2.29 亿吨焦煤
Ovoot Tolgoi Mine 奥云特陶勒盖煤矿	1.93 亿吨测量储量
Ukhua Khudag Mine	焦煤 2.36 亿吨, 动力煤 8000 万吨
Khushuut Mine	1.4 亿吨

资料来源: 蒙古矿业局, 国信证券经济研究所整理

中非: 嘉友公路通车有望激发刚果(金)出口潜力

前文我们提到, 刚果(金)物流基础设施的缺乏导致了其雨季出口受阻, 嘉友公路的投产无疑为当地矿企提供了新的选择, 有望激发刚果(金)矿产品的出口潜

力，且目前当地多个矿业项目仍在追加投资/扩建，矿业工程物流及矿产品运输需求有望随之增长。

嘉友非洲公路项目盈利能力可期。嘉友在非洲的公路及陆港已于 2022 年开始试运营，2023 年起通车量有望开始爬坡，陆港也将开始贡献收益，我们假设单车的过路费及陆港（口岸）费分别为 150、600 美元，在通车量分别为 200/300/400/500 的情况下，公路及陆港有望产生 1.6/3.0/4.6/6.2 亿每年的利润。

表9：完全投产后（稳态）公路及公路港有望为嘉友带来可观收益

嘉友公路及公路港项目测算				
过路费（美元/车）			150	
路港费（美元/车）			600	
通车量（单向计费车）	200	300	400	500
日收入（美元）	150000	225000	300000	375000
年收入（亿美元）	0.54	0.81	1.08	1.35
年折旧成本（亿美元）	0.09	0.09	0.09	0.09
年变动成本（亿美元）	0.20	0.25	0.28	0.30
年利润（亿美元）	0.25	0.47	0.71	0.96
年利润（亿人民币）	1.61	3.04	4.60	6.23

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

注：美元汇率取 6.5

除公路收益外，矿业企业的跨境物流收入亦值得期待。根据我们对《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》的整理，中资矿企当前在刚果（金）的铜产量已达 150.3 万吨/年，钴产量亦达到 6.8 万吨/年，而这些矿产品均具备出运的需求。我们假设从刚果（金）-赞比亚边境运输至中国或其他需求国的运费为 300 美元/吨，考虑到物流吨对于金属吨具备 3 倍左右的换算关系，则嘉友直面的中非跨境物流市场规模达到 14.14 亿美元。利润方面，参考过去主营中非跨境物流的子公司嘉荣悦达，在不考虑规模效应的情况下，假设未来该业务仍维持 10% 的净利率，则可以争取的利润规模达 1.4 亿美元。

具体到嘉友战投紫金矿业可能带来的业务量层面，如全部交由嘉友完成，嘉友有望取得 5000 万美元/年的非洲跨境物流业绩。2021 年 12 月 21 日，紫金矿业发布公告入股嘉友国际，一举成为嘉友第二大股东，旨在发挥嘉友国际的行业优势，提升紫金矿业的物流效率并降低物流成本，并提出嘉友国际的业务布局与紫金的海外项目有较强的协同效应，彼时嘉友国际的非洲公路刚刚通车，双方就中非跨境物流的合作意愿可见一斑。

紫金矿业在刚果（金）目前拥有穆索诺伊和卡莫阿两大铜矿项目，其中穆索诺伊铜矿项目较为稳定，目前年产约 10 万吨铜，卡莫阿仍在快速增长当中，在近期完成二期建造后，铜的年产能已提升至 45 万吨，随着三期投资的推进，自 2025 年起，卡莫阿的铜产能有望突破 80 万吨/年。

表10: 刚果金矿产品跨境物流市场规模及紫金矿业相关矿业物流市场规模测算

刚果金矿产量（万吨）	157.08		
物流吨（万吨）	471.24		
平均运输单价（美元/吨）	300		
市场规模（亿美元）	14.14		
利润规模（亿美元）	1.41		
紫金矿业旗下的矿业项目带来的物流市场规模测算（未考虑卡莫阿三期）			
矿产量（万吨）	55		
物流吨（万吨）	165		
总市场规模（亿美元）	4.95		
总利润规模（亿美元）	0.495		
嘉友国际渗透率	20%	50%	80%
嘉友国际中非运输利润（亿美元）	0.10	0.25	0.40

资料来源：《刚果（金）铜-钴矿业发展现状》谢添（2021年11月），紫金矿业官网，国信证券经济研究所整理与预测

员工持股彰显信心，业绩置信度提升

22年12月23日，嘉友国际推出员工持股计划，拟向激励对象（不超过41人）授予股份数量不超过350万股，占总股本的0.7%，行权价格为10.48元/股。

考核期较长，考核目标要求较高。公司股权激励业绩考核年度为2023年-2025年，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。根据我们的计算，公司2023-2025年的净利润需分别不低于8.0/10.0/13.0亿元；如单年业绩超预期，次年表现不佳的情况，亦需达到23-24年累计净利润不低于18.0亿元，23-25年累计净利润不低于31亿元方可解锁。

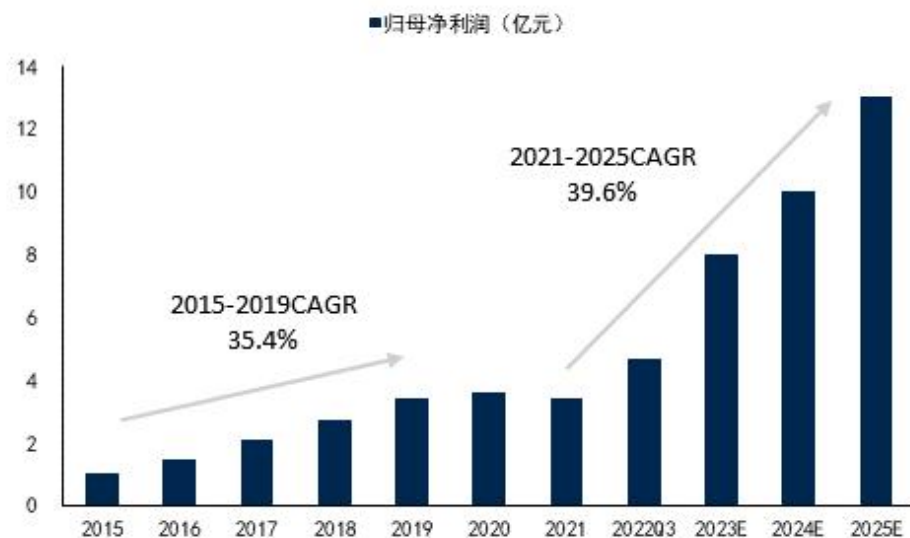
此前，公司由于业务多开展于边境及海外，业绩缺乏较好的追踪及预测性，股权激励有望带来资本市场对公司未来增长更强的信心。公司上市以来业绩高速增长，但是估值水平相对较低，我们认为其背后的核心原因在于市场难以确认其未来的业绩增长持续性，当前时点，随着股权激励的推出，嘉友向市场传递出公司仍将实现每年约30%的复合增长，有望给予市场充分的信心。

表11: 嘉友国际2022员工持股计划基本信息

授予价格（元/股）	10.48		
考核年度	2023-2025年		
解锁比例	2023年40%、2024年40%、2025年20%		
解锁条件A-单年净利润（亿元）	2023 8.03	2024 10.02	2025 13.03
对应21-25年CAGR		39.6%	
解锁条件B-累计净利润（亿元）	23年 8.03	23-24累计 18.04	23-25累计 31.08

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33: 员工持股行权要求公司较此前更快增长



资料来源: 公司公告, 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

财务分析

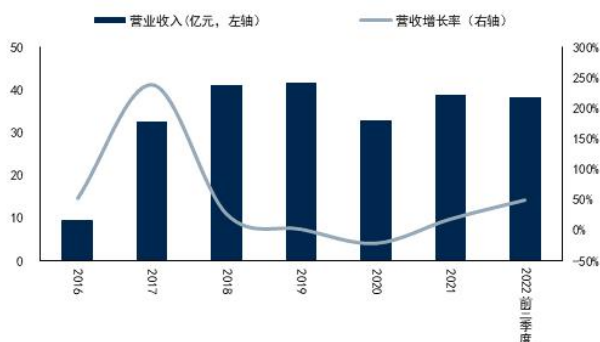
盈利能力分析

嘉友发展势头良好, 疫情影响消退后重回高速增长。2016-2019 年期间增长较快, 营收方面, 因供应链贸易业务涵盖货值, 因此具备一定的波动性, 我们的关注点更多在利润上; 在疫情前, 公司 16-19 年利润增速较快, 分别增长 42.3%/41.5%/30.9%/27.1%, 但是 2020-2021 期间, 受疫情影响, 公司利润分别增长 4.9%和-4.8%。随着 22 年公司运输业务量的恢复以及全程供应链的拓展, 22 年前三季度公司实现营业收入 38.1 亿元, 同比增长 49.6%, 归母净利润 4.7 亿元, 同比增长 88.1%, 已重回高速增长。

嘉友盈利能力较强, 利润率稳中有升。我们在图 7 中已经展示, 嘉友的跨境多式联运业务毛利率较高, 较海晨股份、密尔克卫等其他物流优秀企业的毛利率更高, 但是由于公司的供应链贸易业务涵盖了煤炭的货值, 毛利率偏低, 拉低了公司整体的利润率水平。整体来看, 嘉友国际整体的毛利率与净利率基本与优秀物流企业接近, 远高于厦门象屿、厦门国贸、物产中大等供应链贸易公司。

近年嘉友国际 ROE 水平有所下滑, 主因资产周转率下降。截至 21 年末, 嘉友国际的 ROE 下滑至 13.7%的水平, 表现偏弱, 通过杜邦拆解, 公司的净利润率稳中有升、权益乘数保持相对稳定, ROE 的下降主要来自于资产周转率的下降。原因在于, 自公司 2019 年开始投资建设非洲公路及陆港以来, 资产规模实现了较快扩张, 而非洲项目需待到 2023 年才开始贡献收益, 因此导致了资产收益率的下降。

图34: 嘉友国际历年营收及增速



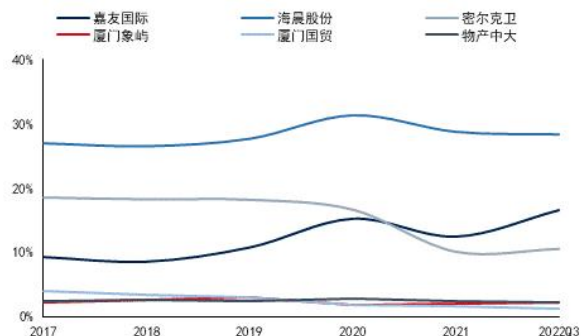
资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图35: 嘉友国际历年归母净利润及增速



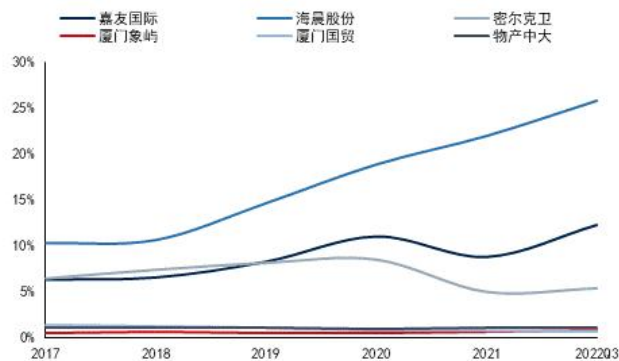
资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图36: 嘉友国际与同行的毛利率比较



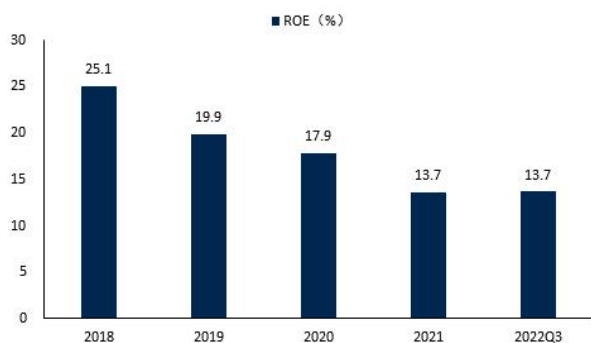
资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图37: 嘉友国际与同行的净利率比较



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图38: 嘉友国际 ROE 水平



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

图39: 嘉友国际 ROE 杜邦拆解



资料来源: 东财 choice, 国信证券经济研究所整理

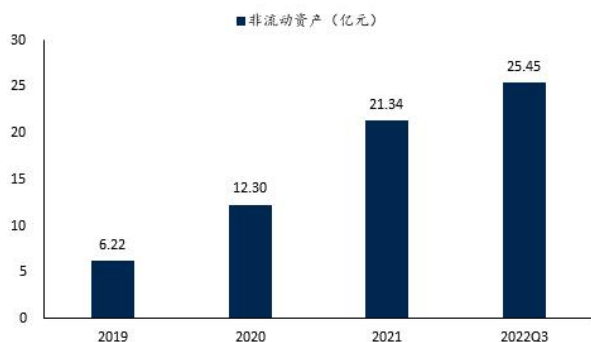
资本结构及偿债能力分析

随着投资的推进，公司非流动资产规模快速增长，资产质量不断夯实。截至2022Q3，公司非流动资产已达25.45亿元，较2019年末增长4倍有余，这与公司在非洲投资建设高速公路及陆港密不可分，期间公司固定资产从1.99亿元上升至5.67亿元，无形资产（主要为特许经营权）从0.80亿元提升至15.30亿元，贡献了主要增量。

资产负债率缓慢提升，当前处于健康区间。截至22Q3，公司资产负债率为26.9%，处于较低区间，从2016-2022Q3的趋势来看，仅在20-21期间略有上升，整体来看，公司财务费用始终较低甚至为负，可见公司带息负债规模可控，经营较为稳健。

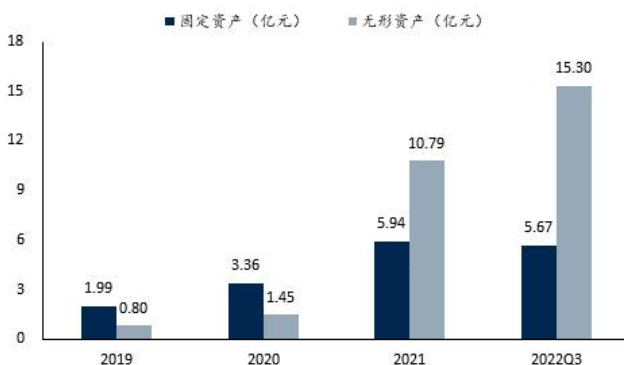
嘉友偿债能力较强，财务风险较小。截至22Q3，公司流动比率2.04，速动比率1.94，近年流动比率和速动比率虽有所下降，但仍处在健康区间，财务风险相对较小。

图40: 嘉友国际非流动资产规模



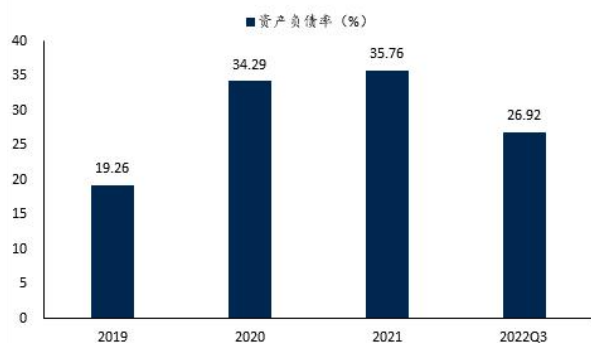
资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图41: 嘉友国际固定资产和无形资产规模



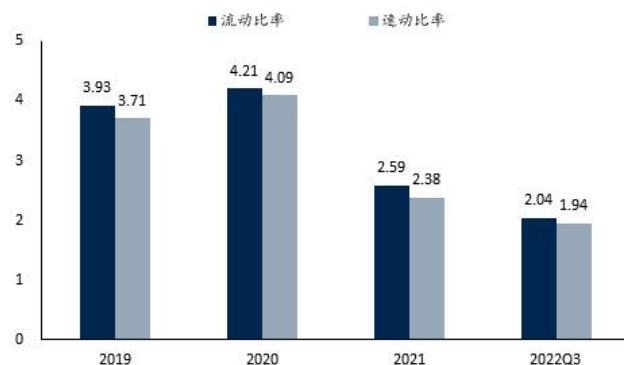
资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图42: 嘉友国际资产负债率



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图43: 嘉友国际流动、速动比率



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

嘉友经营效率变化数据合情合理。存货周转天数方面，嘉友 2018-2020 期间保持稳定，约为 10-11 天，随着 21 年开始拓展全程供应链贸易，存货在嘉友手上的时间周期拉长，导致 21 年数据提升至 14.1 天。应收账款周转天数和应付账款周转天数方面，近年由于供应链贸易规模的扩大，这两项数据均在提升，考虑到嘉友的商业模式为在收到下游客户需求后对上游询价，与下家签订销售合同并取得预付款后与上游矿山签订销售合同，因此公司的应收账款周转天数及应付账款周转天数更多体现的是上下游之间的买卖合同，且公司的应付账款周转天数明显较应收账款周转天数更长，当前的经营风险较为可控。值得注意的是，供应链贸易业务对资金的要求较高，且账期较公司跨境多式联运业务明显更长，对公司的账期管理、资金管理提出了更高的要求。

图44: 嘉友国际存货周转天数



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

图45: 嘉友国际应收及应付账款周转天数



资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理

成长性分析

2022 年前三季度，嘉友的收入和利润规模增长较快，分别为 49.6%/88.1%，且股权激励预示公司将于 23-25 年继续高增长，21-25 复合增速要求达 39.6%。公司成长性优异，2015-2019 期间复合利润增速高达 35.3%，由于体量规模的提升，增速逐年下滑，2019 年利润增速已下滑至 27%的水平。但是本次的员工持股计划考核要求较高，要求公司 2021-2025 年复合增速达到 39.6%，如要充分行权，公司的二次高速增长势在必行。

现金流量分析

类似于其他供应链贸易企业，公司的经营性净现金流因需垫付货款而呈现大幅波动的情况，部分年份甚至为负，且公司正处高速成长期，现金流偏弱合情合理，不具备明显的参考意义。

盈利预测

营收及毛利预测

供应链贸易业务：

A. 运输量方面，我们预计 2022-2025 甘其毛都煤炭进口量分别为 1400/2000/2100/2300 万吨，其中 23 年的大幅提升主因蒙古重载铁路的联通带来蒙煤出口能力提升以及疫情影响的消退，有望较快恢复到 2019 年约 2000 万吨的水平；嘉友煤炭供应链占口岸总进口量的比例分别为 9%/16%/18%/20%，对应公司煤炭贸易供应链的规模分别为 120/300/378/460 万吨，其中 2023 年公司市占率提升的原因在于口岸进口量提升后，公司对在手合同的完成度有望大幅提升，在口岸的市占率有望回到 16-19 年 16%-18% 的水平。

B. 全程供应链的渗透率方面，我们认为嘉友全程供应链业务量将会持续提升，22-25 年分别为 100.8/180.0/264.6/345.0 万吨，占公司供应链贸易业务量的比例分别为 80%/60%/65%/70%。

C. 单吨毛利方面，我们预计随着蒙古海关-中国海关段运费将随跨境运输恢复常态较快回落至均衡水平（当前价格约为 400 元/吨，疫情前为 100-150 元/吨，考虑到未来几年中蒙口岸过货量增长，我们认为供需格局的改善将使得运费处于当前价格与疫情前价格之间），嘉友 2022-2025 期间全程的单吨毛利分别为 310/230/200/200 元每吨，国内段的单吨毛利始终维持 30 元每吨。

D. 主焦煤采购单价：2022-2025 期间维持相对稳定于 850 元/吨。

E. 主焦煤采购成本占业务整体的比例：2022-2025 期间维持 90%。

表12：2022-2025 年嘉友供应链贸易业务预测

供应链贸易业务（百万元）	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	1343.8	3283.3	4133.2	5068.9
YoY	67.5%	144.3%	18.0%	22.6%
成本	1023.7	2833.3	3570.0	4344.4
YoY	62.0%	176.8%	18.1%	21.7%
毛利	320.0	450.0	563.2	724.5
YoY	87.8%	40.6%	17.3%	28.6%
单吨毛利（元/吨）	254.0	150.0	149.0	157.5
YoY	4.3%	-40.9%	-0.7%	5.7%
运量（万吨）	126	300	378	460
YoY	80.0%	138.1%	18.1%	21.7%
其中：全程供应链业务量（万吨）	100.8	180.0	264.6	345.0
全程供应链占公司供应链总量比	80%	60%	70%	75%
全程供应链单吨毛利（元/吨）	310	230	200	200
嘉友业务量占甘其毛都进口量比例	9%	15%	18%	20%
甘其毛都煤炭进口量（万吨）	1400	2000	2100	2300
YoY	101%	43%	5%	10%
主焦煤采购成本	1071	2550	3213	3910
货款占总成本比	90%	90%	90%	90%
煤炭采购单价（元/吨）	850	850	850	850

资料来源：公司公告，东财 choice，mysteel，国信证券经济研究所整理与预测

跨境多式联运业务：

- A. 运输业务收入：2022-2025 期间，嘉友非洲项目的落地带来公司运输业务新的增长点，我们预计公司运输业务将在 2022 年逐步恢复常态后，重回个位数增长，预计 2022-2025 年期间公司运输业务收入分别为 1311/1377/1485 百万元，其中 2025 年增速较快是考虑紫金矿业卡莫阿铜矿三期将于 2025-2026 年投产，可能带来较大的工程物流需求。
- B. 运输毛利率：2022 年受益于海外运价较高，公司运输业务毛利率有望达到 25%，23 年开始恢复正常至 23%的水平。
- C. 仓储业务收入：2022 年恢复至前高 200 百万元，23-25 期间每年因土地价格及人工成本上涨，公司有望实现提价，预计收入端有望增长近 5%
- D. 仓储业务毛利率：随仓库利用率的提升，毛利率分别为 65%/66%/67%/68%，但是因环保改造增加折旧，无法回升至过往高点近 70%的水平。

表13: 2022-2025 年嘉友跨境多式联运业务预测

跨境多式联运业务（百万元）	2022E	2023E	2024E	2025E
总收入	1421.78	1521.38	1625.00	1757.89
YOY	18%	7%	7%	8%
成本	986.34	1083.78	1160.90	1259.93
YOY	11%	10%	7%	9%
毛利	435.45	437.59	464.10	497.96
YOY	39%	0%	6%	7%
毛利率	31%	29%	29%	28%
其中运输业务	1221.78	1311.38	1376.94	1485.03
YOY	15%	7%	5%	8%
运输毛利率	25%	23%	23%	23%
其中仓储业务	200.00	210.00	220.00	230.00
YOY	43%	5%	5%	5%
仓储毛利率	65%	66%	67%	68%

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理与预测

刚果（金）非洲公路及路港收益：

- A. 单日通车量假设：嘉友公路于 2022 年初投产，陆港于 2022 年末投产，车流量自 2023 年正式开始爬坡，预计 2022-2025 期间单日计费通车量（卡车单程）分别为 200/200/300/350 车每天（与嘉友国际的路产形成直接竞争的卡松口岸通车量约为 1000 车/天，我们的假设基于嘉友的路产远期与卡松口岸车流量达到平衡，即各 500 车/天）。
- B. 单车价值量：2022 年由于路港尚未完全投产收费较低为 200 美元/车，23-25 年期间维持稳定，为 750 美元/车，其中公路过路费 150 美元/车，口岸费 600 美元/车。
- C. 折旧成本：2022 年仅公路部分进行折旧，折旧费用为 37.4 百万元，23 年起公路与路港共同折旧，折旧费用为 64.4 百万元。

D. 变动成本：单位通车量的变动成本随路港的投产及通车量提升实现先升后降，2022-2025 期间变动成本分别为 30/140/196/210 百万元。

表14：2022-2025 年嘉友非洲公路及公路港预测

中非公路项目	2022E	2023E	2024E	2025E
收入（百万人民币）	100.8	351	526.5	702
YOY	/	248%	50%	33%
通车量假设（计费车数/天）	200	200	300	400
单车收入假设（美元/车）	200	750	750	750
汇率	7	6.5	6.5	6.5
折旧成本（百万元）	37.4	64.4	64.4	64.4
其他变动成本（百万元）	30	140	196	210
单位通车量变动成本（百万元）	0.15	0.70	0.65	0.53
利润（百万元）	33.40	146.60	266.10	427.60

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

综上所述，预计 2022-2025 期间嘉友主营业务收入 2866/5156/6285/7529 百万元，同比 -8.8%/79.9%/21.9%/19.8%，毛利率 27.5%/20.1%/20.6%/21.9%，毛利 789/1034/1293/1650 百万元，同比 61.6%/31.1%/25.1%/27.6%。

净利润预测

在费用维持稳定的情况下，我们预计 2022-2025 年嘉友有望实现净利润 6.0/8.3/10.4/13.4 亿元，与公司制定的员工激励考核数据较为匹配。

表15：公司费用及净利润预测

项目（百万元）	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	3566.4	5155.7	6284.8	7528.9
营业成本	2777.5	4106.9	4986.7	5874.2
销售费用	5.7	7.7	9.4	11.3
管理费用	53.5	56.7	62.8	75.3
财务费用	-11.4	-24.5	-40.8	-61.4
归属于母公司净利润	602.6	830.5	1036.4	1345.2

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理与预测

注：考虑 2022 年 PPP 营收、成本分别为 7 亿元，故与营收预测部分数据具有差异

估值与投资建议

估值

公司的业务属性导致公司经营性现金流时常为负，且不具备可预测性，而公司的收益亦受运输价格波动、爬产节奏问题可预测性较差，因此较为主流的 DCF/DDM 等绝对估值法或均不适用，因此我们选用相对估值法对公司进行估值。

在相对估值的标的选择上，我们选取了陆上危化品仓储运输龙头密尔克卫、沿海化学品散货水运龙头兴通股份、通达系快递龙头圆通股份、电子行业物流龙头海晨股份作为公司的可比标的。

经过比较，我们发现可比标的 22-24 年的平均 PE 估值为 23.3/17.7/14.0X，其中物流龙头企业兴通股份和密尔克卫同期的估值为 28.9/21.2/16.1X。我们认为由于兴通股份和密尔克卫所从事的危化品运输行业对牌照的壁垒要求更高，因此或有估值溢价，嘉友国际的估值体系可能无法达到其估值水平，但是嘉友国际 22-24 年的利润复合增速明显快于圆通和海晨，因此以可比公司的平均估值作为嘉友的估值锚相对合理，考虑到嘉友的增速较可比标的的平均增速略快，我们认为嘉友有望享受约 5% 的估值溢价，因此嘉友对应 2023 年的合理估值或在 17.68-18.57X 之间，对应目标价在 29.36-30.83 元/股。

表16: 嘉友与可比公司的估值比较（截至 2023.1.9 收盘）

代码	简称	净利润				2022-2024CAGR	PE 估值		
		21A	22E	23E	24E		2022E	2023E	2024E
603209	兴通股份	1.99	2.35	3.41	4.47	38%	28.86	19.89	15.16
603713	密尔克卫	4.32	6.52	8.80	11.58	33%	30.37	22.51	17.11
600233	圆通速递	21.03	37.72	45.16	53.07	19%	18.01	15.04	12.80
300873	海晨股份	3.09	3.88	4.72	5.75	22%	16.14	13.29	10.90
	平均					28%	23.34	17.68	13.99
603871	嘉友国际	3.43	6.06	8.07	10.26	30%	16.67	12.52	9.85

资料来源：东财 choice，国信证券经济研究所整理与预测

投资建议

嘉友有望迎业绩兑现期，预计 2022-25 年实现净利润 6.0/8.3/10.4/13.5 亿元（+75.8%/37.8%/24.8%/29.8%），22-25 复合增速 30.7%。通过与其他高增长物流龙头公司的估值比较，我们认为公司 23 年的合理估值处于 17.7-18.6X 之间，对应目标价在 29.36-30.83 元/股，较 1 月 10 日收盘价具有 41.1%-48.2% 溢价，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值法，选取了另外 4 家物流领域的龙头公司与嘉友进行比较，但是考虑到嘉友国际的赛道较为细分，与其他行业及其他公司的估值体系可能仍有较大不同，存在估值体系失效的风险。

盈利预测的风险

我们对公司各业务的盈利分别进行了预测，虽然最终得到 22-25 年公司净利润的结果 6.1/8.1/10.3/13.1 亿元的结果与公司的股权激励考核要求较为一致，但是仍存在我们预测时过于乐观、公司股权激励考核无法完成的情况，具体来看：

- ◆ 供应链贸易业务：业务量方面，我们假设甘其毛都口岸的煤炭贸易量持续提升，且公司的市占率、全程供应链渗透率均逐年提升；价格方面，我们假设全程供应链贸易的单独毛利约为 200 元/吨，仍略高于疫情前水平，国内段亦维持 30 元/吨的合理毛利水平，如后续竞争明显加剧或需求明显不足，可能在量价两个维度上均存在不及预期的可能性。
- ◆ 跨境多式联运业务：我们假设公司跨境多式联运业务的毛利率随仓储业务回升以及业务量的提升而增加，但是由于公司的运输主要采用外包采购的形式完成，业务量的上升并不一定可以带来单位成本的下降，换言之，我们对运输业务毛利率的预测存在过于乐观的可能性。
- ◆ 非洲公路及公路港：目前卡松口岸的通车量超过 650 车/天，且拥堵情况严重，我们在进行车流量预测时假设嘉友的公路将对卡松的货车进行分流，但是如矿业企业仍坚持选择卡松口岸，我们对车流量的预测存在过于乐观的可能性。

业绩追踪较为困难的风险

嘉友国际展业于中蒙、中亚、中非三大市场，业务开展的地区均较为偏远，相关的高频数据较少，造成了公司的业绩追踪及预测难度较大，为此，我们对中蒙市场中甘其毛都的日度通车量、日度短盘运价、月度煤炭进口量；中亚市场中霍尔果斯的进出口贸易规模等数据建立了跟踪体系，但是仍无法完整获取公司的实际经营数据，导致我们的跟踪可能与公司实际业绩表现具有一定偏差。

经营风险

海关监管场所放开的风险：公司目前拥有甘其毛都口岸 50% 以上的海关监管场所、在霍尔果斯亦布局了口岸最大的海关监管场所、非洲萨卡尼亚口岸公路港将由公司独家运营，为公司建立了跨境运输的效率及成本优势，如后续货物通关无需再放置在海关监管场所或海关监管场所的审批放开，则公司的经营优势可能丧失。

安全事故风险：嘉友的工程物流运输品种多为超高、超重、超宽的危险品，这一行业对于公司过往的成功经验及口碑较为看重，而嘉友的运输业务多以外包采购的形式完成，如发生安全事故，则公司的名誉可能受到损害，进而导致公司的竞争力下降。

境外经营的风险：公司下设多家境内外子公司，层级较多，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

大客户流失风险：公司的合作伙伴多为矿企及冶炼厂，体量规模明显大于嘉友国际，单一客户带来的收入及利润规模亦较大，如大客户流失，可能造成公司短期的业绩不及预期。

财务风险

经营性现金流大幅波动风险：公司煤炭贸易供应链业务虽为以物流为核心的业务，而非依赖于商品的差价，但是贸易业务需要嘉友在收到预付款后对货款进行垫付，对公司的现金流形成较大的压力。

存货跌价风险：公司供应链贸易虽非依赖于商品差价进行盈利，但是由于运输需要一定时间，货物仍有一定的价格暴露风险，如发生极端情况，可能对公司盈利造成一定影响。

坏账风险：公司业务属性决定公司的预付款和应收款规模较大，且交易对象较为集中，虽公司的合作伙伴均为大型矿山或大型国有企业，财务的风险相对较小，但是仍不可排除坏账对公司利润造成的影响。

商誉减值风险：公司目前商誉 2.8 亿元，虽然占资产的比例较低，风险整体可控，但是如发生需要计提的情况，或未来商誉可能改变计价方式，若改为摊销计价，可能对公司未来盈利形成一定的负面影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人及其一致行动人持有公司约 43% 的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

疫情超预期反复风险

2020-2021 期间，因中蒙的疫情反复导致了中蒙煤炭贸易规模大幅下降，如后续中蒙或其他嘉友展业的地区再次发生疫情影响，公司的业务仍存在受大幅影响的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1752	1169	2033	2263	2792	营业收入	3281	3888	3566	5156	6285
应收款项	164	194	177	254	308	营业成本	2776	3398	2777	4107	4987
存货净额	59	191	171	276	363	营业税金及附加	20	13	18	26	31
其他流动资产	191	856	178	258	314	销售费用	4	6	6	8	9
流动资产合计	2172	2422	2571	3063	3788	管理费用	50	52	97	100	106
固定资产	622	726	1066	1282	1366	研发费用	16	14	14	15	19
无形资产及其他	145	1079	1037	994	952	财务费用	23	12	(11)	(25)	(41)
投资性房地产	448	314	314	314	314	投资收益	20	5	3	3	3
						资产减值及公允价值变动	0	0	15	15	0
长期股权投资	16	16	18	20	22	其他收入	(9)	(4)	(14)	(15)	(19)
资产总计	3402	4556	5006	5673	6443	营业利润	418	408	684	942	1176
短期借款及交易性金融负债	1	3	500	300	200	营业外净收支	(5)	0	0	0	0
应付款项	212	515	417	625	766	利润总额	413	408	684	942	1176
其他流动负债	303	418	334	492	598	所得税费用	51	66	82	113	141
流动负债合计	516	936	1252	1418	1563	少数股东损益	2	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	628	668	438	438	438	归属于母公司净利润	360	343	603	831	1036
其他长期负债	23	25	28	31	34	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	650	693	466	469	472	净利润	360	343	603	831	1036
负债合计	1166	1629	1717	1887	2035	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
少数股东权益	71	70	70	69	69	折旧摊销	27	39	118	142	159
股东权益	2165	2857	3218	3717	4338	公允价值变动损失	0	0	(15)	(15)	0
负债和股东权益总计	3402	4556	5006	5673	6443	财务费用	23	12	(11)	(25)	(41)
						营运资本变动	(111)	(273)	536	108	52
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	1	(0)	(0)	(0)	(1)
每股收益	1.64	1.08	1.20	1.65	2.06	经营活动现金流	277	109	1241	1065	1246
每股红利	0.71	0.70	0.48	0.66	0.82	资本开支	0	(140)	(401)	(301)	(201)
每股净资产	9.86	9.01	6.39	7.38	8.62	其它投资现金流	(1)	(6)	0	0	0
ROIC	14%	10%	18%	27%	33%	投资活动现金流	(2)	(146)	(403)	(303)	(203)
ROE	17%	12%	19%	22%	24%	权益性融资	(17)	578	0	0	0
毛利率	15%	13%	22%	20%	21%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBIT Margin	13%	10%	18%	17%	18%	支付股利、利息	(157)	(220)	(241)	(332)	(415)
EBITDA Margin	13%	11%	22%	20%	21%	其它融资现金流	552	(684)	497	(200)	(100)
收入增长	-21%	18%	-8%	45%	22%	融资活动现金流	221	(547)	26	(532)	(515)
净利润增长率	5%	-5%	76%	38%	25%	现金净变动	495	(584)	864	230	529
资产负债率	36%	37%	36%	34%	33%	货币资金的期初余额	1257	1752	1169	2033	2263
股息率	2.4%	3.3%	3.7%	5.0%	6.3%	货币资金的期末余额	1752	1169	2033	2263	2792
P/E	12.7	19.2	17.4	12.6	10.1	企业自由现金流	0	(34)	829	741	1006
P/B	2.1	2.3	3.3	2.8	2.4	权益自由现金流	0	(718)	1106	563	942
EV/EBITDA	13.0	18.5	15.8	11.9	9.7						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032