

买入

嘉友国际（603871.SH）

核心资产布局再下一城，蒙煤运价上涨有望促 Q1 业绩超预期

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 物流

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

执证编码：S0980522070001

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004

事项：

公司公告：嘉友全资子公司中非国际拟与紫金矿业（嘉友第二大股东）全资子公司金山香港组成联合体共同投资、建设、运营刚果（金）坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目，刚果（金）基础设施与公共工程部授予中非国际与金山香港联合体特许项目的特许权，特许权期限为 30 年，项目投资总额 3.63 亿美元，嘉友占比 51%，紫金矿业占比 49%。

国信交运观点：1) 嘉友对刚果（金）的布局较为深厚，此前便已投资萨卡尼亚路港资产，为刚果（金）矿业疏通南下路线，新项目将联通科卢韦齐到迪洛洛陆港的公路网络，依托安哥拉本格拉铁路，将刚果（金）与洛比托港连接起来，开拓矿业物流向西出海路线，刚果（金）矿企的物流效率有望进一步提升、成本有望随之下降，同时为嘉友国际带来较为可观的路产及物流收益；2) 近期中蒙通车量快速恢复，且蒙古海关-中国海关段的运费再次大幅上涨，当前运价已超 500 元/吨，中蒙板块较 22Q4 相比有望迎量价齐升，结合公司非洲南线路产项目目前仍在爬产阶段，我们认为 23Q1 公司业绩有望环比正增长；3) 公司经营较为稳健，此前发布股权激励要求公司 23-25 年实现净利润分别不低于 8/10/13 亿元，本次新项目的投资有望助力公司更好完成目标，考虑到新项目的建设周期、投资回报尚存不确定性，暂维持 23-25 年净利润预测 8.3/10.4/13.5 亿元，对应 PE 估值 17.0/13.6/10.5X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司新项目是萨卡尼亚南线的有机补充，有望进一步激发刚果（金）矿业物流需求

根据公司公告，公司下属全资子公司中非国际拟与紫金矿业（持有公司 17.56%股权的重要股东）全资子公司金山香港组成联合体，共同投资、建设、运营刚果（金）坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目，项目已取得特许经营权 30 年，其中建设阶段 5 年、运营阶段 25 年，项目总投资额为 3.63 亿美元，由嘉友国际出资 1.88 亿美元（占 51%）、紫金矿业出资 1.78 亿美元（占 49%），双方拟共同设立合资公司 JasGold 作为特许项目的实施主体。

1. 新项目和原萨卡尼亚口岸项目互为补充，为刚果（金）矿企解决后顾之忧

非洲矿产丰富，但是物流基础设施较差，拖累矿业产销，经济效率偏低。为解决这一矛盾，嘉友于 2019 年便在刚果（金）卢弗里安矿带东南部投资了萨卡尼亚口岸路港项目及配套的 150KM 高速公路，为刚果（金）的矿企打通了南线进出口通道；本次嘉友国际投资的迪洛洛口岸位于卢弗里安矿带的西南侧，项目建成后将形成一条可以连接科卢韦齐到迪洛洛陆港的公路网络，并依托安哥拉本格拉铁路连接安哥拉洛比托港，形成一条刚果（金）矿产资源西南方向的进出口通道。如成功完成建设，刚果（金）最主要的两条出口路线将得以全面打通，刚果（金）矿企的出口量有望大幅提升，此外，相比于过去南线仅公路运输的模式，西线具备铁路资源，有望为刚果（金）矿企提供公铁联运，进一步降低物流成本，具备良好的社会效益和经济效益。

图1：嘉友国际对刚果（金）的布局



资料来源：公司公告、百度地图、国信证券经济研究所整理

2. 除经济效益外，新项目对于嘉友的战略意义或更为深远

其一，公司卡位核心节点，激发运输需求的商业模式可复制性再度得以证实

公司从中蒙到中亚再到中非，通过卡位核心节点仓储物流资产，为当地创造更优异的通关条件，进而激发当地的物流、贸易需求，商业模式已成功得以多次复制，随着项目的逐步投产，公司在当地物流领域的先发优势愈加显著，提升当地经济效率的同时，公司盈利能力快速提升。

其二，非洲项目有望开拓公司能力圈，公司服务对象或从工程类向泛物流拓展

相比于嘉友过去服务的中蒙及中亚，非洲的物流条件更为薄弱，导致当地运输及分销成本可达商品成本三倍，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。本次嘉友投资的南线及西线不仅是矿企物流的主要进出口贸易路线，更有望成为刚果（金）最主要的进出口路线，公司有望借此拓展自身的服务对象，积累消费品、矿业以外的其它工业品客户，业务量有望随之快速增长。

其三，与紫金矿业的合作进一步加深，合作空间可期

我们在嘉友首次覆盖报告当中便已提到，除路港资产收益外，矿业物流收益亦非常可观，据我们测算，截至 21 年末，非洲矿企的矿产品出运市场规模或已达 14 亿美元，其中仅紫金矿业创造的矿产品出运市场规模便达到近 5 亿元，以嘉友国际过往非洲跨境物流业务约 10% 的净利率测算，刚果（金）整体矿产品物流市场及紫金矿业带来的物流市场的利润规模已达 1.4/0.5 亿美元。

表1: 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

◆ 中蒙市场发展向好，短盘（蒙古海关-中国海关）运价上涨有望带动嘉友 Q1 业绩超预期

21 年起，公司蒙古焦煤供应链业务已经从国内段拓展至全程，近期随着我国开始实施乙类乙管，基建等项目开工率已经明显回升，年内基础建设的投资额亦有望较疫情期间有所改善，钢铁消费量的提升有望进一步拉动焦煤需求，在此预期之下，短盘运价已经出现了较快提升，当前价格水平已经超过 22Q4，且蒙古重载铁路开通后蒙煤出口能力提升，公司业绩有望在高基数下进一步快速增长。

图2: 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

图3: 中蒙短盘（蒙古海关-中国海关）运价近期较快回升



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

随着年内中蒙煤炭贸易规模逐步回升,嘉友中蒙板块有望迎量价齐升,非洲萨卡尼亚项目目前亦处于爬产当中,本次新项目的投资有望巩固公司在刚果(金)矿业物流龙头的地位,此外如本项目成功推进,嘉友或直接把握刚果(金)最主要的进出口贸易通道,公司服务领域亦有望从过去的工程为主向其他消费品、民生物资领域拓展,对公司而言的战略意义非凡,考虑到目前公司尚未公布具体的建设时间表及投资回报预测,我们暂维持 23-25 年净利润预测 8.3/10.4/13.5 (37.8%/24.8%/29.8%) 亿元,对应 PE 估值 17.0/13.6/10.5X,维持“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、宏观经济超预期下滑。

相关研究报告:

《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》——2023-01-11

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		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
长期股权投资	16	16	18	20	22	资产减值及公允价值变动	0	0	15	15	0
资产总计	3402	4556	5006	5673	6443	其他收入	(9)	(4)	(14)	(15)	(19)
短期借款及交易性金融负债	1	3	500	300	200	营业利润	418	408	684	942	1176
应付款项	212	515	417	625	766	营业外净收支	(5)	0	0	0	0
其他流动负债	303	418	334	492	598	利润总额	413	408	684	942	1176
流动负债合计	516	936	1252	1418	1563	所得税费用	51	66	82	113	141
长期借款及应付债券	628	668	438	438	438	少数股东损益	2	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	23	25	28	31	34	归属于母公司净利润	360	343	603	831	1036
长期负债合计	650	693	466	469	472	现金流量表（百万元）					
负债合计	1166	1629	1717	1887	2035	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	71	70	70	69	69	净利润	360	343	603	831	1036
股东权益	2165	2857	3218	3717	4338	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3402	4556	5006	5673	6443	折旧摊销	27	39	118	142	159
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	0	0	(15)	(15)	0
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	23	12	(11)	(25)	(41)
每股收益	1.64	1.08	1.20	1.65	2.06	营运资本变动	(111)	(273)	536	108	52
每股红利	0.71	0.70	0.48	0.66	0.82	其它	1	(0)	(0)	(0)	(1)
每股净资产	9.86	9.01	6.39	7.38	8.62	经营活动现金流	277	109	1241	1065	1246
ROIC	14%	10%	18%	27%	33%	资本开支	0	(140)	(401)	(301)	(201)
ROE	17%	12%	19%	22%	24%	其它投资现金流	(1)	(6)	0	0	0
毛利率	15%	13%	22%	20%	21%	投资活动现金流	(2)	(146)	(403)	(303)	(203)
EBIT Margin	13%	10%	18%	17%	18%	权益性融资	(17)	578	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	22%	20%	21%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-21%	18%	-8%	45%	22%	支付股利、利息	(157)	(220)	(241)	(332)	(415)
净利润增长率	5%	-5%	76%	38%	25%	其它融资现金流	552	(684)	497	(200)	(100)
资产负债率	36%	37%	36%	34%	33%	融资活动现金流	221	(547)	26	(532)	(515)
股息率	1.8%	2.5%	2.7%	3.7%	4.7%	现金净变动	495	(584)	864	230	529
P/E	17.0	25.9	23.4	17.0	13.6	货币资金的期初余额	1257	1752	1169	2033	2263
P/B	2.8	3.1	4.4	3.8	3.2	货币资金的期末余额	1752	1169	2033	2263	2792
EV/EBITDA	16.6	23.6	20.5	15.3	12.5	企业自由现金流	0	(34)	829	741	1006
						权益自由现金流	0	(718)	1106	563	942

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032