

嘉友国际(603871)

报告日期: 2023年09月28日

好风凭借“一带一路”之力，跨境物流龙头扬帆正当时

——嘉友国际深度报告

投资要点

□ 高增长的矿能跨境物流龙头，深获矿业资本认可

嘉友国际是我国矿能跨境物流服务龙头，聚焦“一带一路”沿线内陆国市场，重资产卡位核心物流节点构建资源壁垒，轻资产运营跨境物流服务，是我国构建自主可控的全球矿产资源供应链的重要参与者。公司深受矿业资本认可，2021年大型跨国矿业集团紫金矿业成为战投，截至23Q2末紫金系持股约17.6%。

相对物流同行而言，公司具有高净利率、高ROE、低杠杆的财务特征，净利润近十年复合增速超40%，主要源于轻重资产结合的商业模式与两大壁垒：**i) 物流枢纽资产壁垒**：卡位边境口岸仓储、核心运输通道等物流资产，掌握甘其毛都口岸50%以上仓储能力，把控刚果（金）铜钴矿带到港口的核心运输通道与口岸，先发优势与区位优势效应显著。**ii) 物流资源整合运营壁垒**：公司是中蒙区域内唯一一家可以提供完整综合物流服务的企业，全程物流资源整合能力强，能有效提高运输效率、降低企业运输成本，建立品牌优势。

□ 中蒙基本盘市场：运价回归常态、运量回升，看份额提升、盈利规模扩大

跨境多式联运：通关效率恢复、进口需求回升拉动运量恢复，中长期看上游矿山扩产、运输份额提升驱动运量持续增长。公司23H1中蒙跨境综合物流业务及供应链贸易总量同比+161%，高于市场增长水平。根据Mysteel，2023年9月中上旬甘其毛都口岸日均通车量约983辆，超过2019年同期水平。**i) 主焦煤**：公司煤炭运输量占甘其毛都口岸全部煤炭进口量的20%左右。蒙煤兼具交割标准与交割经济性，进口需求持续回升，截至8月17日，甘其毛都口岸2023年进口煤炭约2132万吨，已超2019全年。**ii) 铜精矿**：受益于OT矿地下工程投产与扩建，运量增长空间广阔。

主焦煤供应链贸易：物贸一体化持续深化，运价回归常态，但物流服务范围延展有效提高单吨毛利。公司2021年起将物流服务范围延展至全程，获得蒙古段运费快速增长红利，毛利率从3%-4%提高至17%-21%。随着中蒙跨境运输恢复通畅，短盘运价回归常态。我们预计，当短盘运费回落至100-300元/吨时，对应主焦煤供应链贸易业务单吨毛利为48-128元，仍高于物流范围拓展前（2020年之前的）的25-35元/吨。

□ 中非/中亚增量市场：模式复制并升级，增量市场、增量业务开花结果

模式复制再升级，打造第二成长曲线。公司坚持以内陆国家的陆港资产投资为核心的发展战略，2022年中非、中亚市场迎来物流核心节点资产密集投产，协同效应持续显现。我们认为，未来中非、中亚新市场拓展以及新业务放量的增量效应有望填补存量市场运价逐渐回归常态的影响，支撑业绩高增长。

中非市场：卡萨项目公路/口岸通行量爬坡贡献增量业绩，中标紫金矿业铜精矿跨境物流服务合同，打开运量成长空间。**i) 卡萨项目2022年试运营**：通过搭建公路、陆港等物流基础设施，卡位刚果（金）铜钴矿带核心运输动脉。卡萨项目2022年试运营，通车量爬坡后过路费、口岸费有望高增。**ii) 迪洛洛项目**：携手二股东紫金矿业，拟投资约3.6亿美元在刚果（金）铜钴矿带建设公路、陆港等物流枢纽资产，与卡萨项目位于同一区域，筑牢物流资产壁垒。**iii) 大宗矿产品物流取得突破**：2023年8月公司中标紫金旗下Kamoa矿铜产品跨境物流运输服务，中标金额约3789万美元，对应承运量占矿山产量的比例较低。未来公司有望获取紫金旗下矿山更高比例的运量需求，打开成长空间。

中亚市场：迎来收获期。公司持股60%的霍尔果斯口岸最大海关监管场所2022年启用，完成关键物流节点布局，跨境多式联运物流业务将逐步进入收获期。

投资评级：增持(首次)

分析师：李丹
执业证书号：S1230520040003
lidan02@stocke.com.cn

分析师：李逸
执业证书号：S1230523070008
liy101@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥17.93
总市值(百万元)	12,816.73
总股本(百万股)	698.84

股票走势图



相关报告

□ 员工持股计划考核目标提高 2023-2025 年业绩高增置信度

根据 2022 年员工持股计划设置的业绩考核目标，完全解锁要求 2023-2025 年归母净利润下限分别为 8、10、13 亿元，对应 2021-2025 年 CAGR 为 40%，提高 2023-2025 年业绩高增置信度。

□ 盈利预测与估值

参照员工持股计划业绩考核目标，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.18、10.65、13.42 亿元。考虑到嘉友的增量市场、增量业务逐渐开花结果，将有效增厚业绩，伴随规模效应释放，盈利能力有望提升，我们认为公司未来增速有望超过行业平均水平，给予嘉友国际 2023 年 PE 15X，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

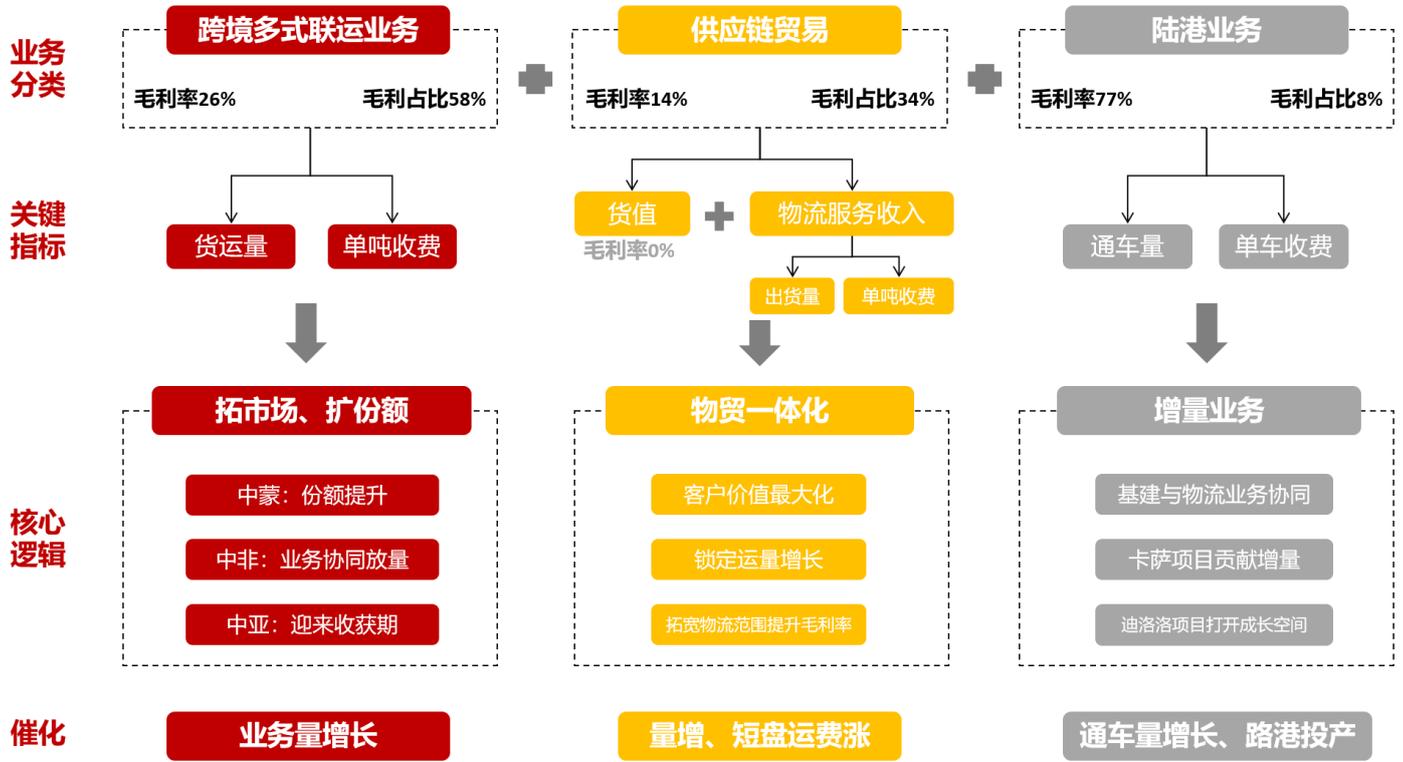
宏观经济波动风险，海外市场政治、经济环境变化风险，业务量不及预期，运价不及预期，客户集中度较高风险，测算偏差风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4829	6791	7752	9429
(+/-) (%)	24%	41%	14%	22%
归母净利润	681	918	1065	1342
(+/-) (%)	97%	35%	16%	26%
每股收益(元)	0.97	1.31	1.52	1.92
P/E	18.4	13.7	11.8	9.3

资料来源：浙商证券研究所

投资框架



注：毛利率、毛利占比为 2022 年数据。

正文目录

1 轻重结合的矿能跨境多式联运物流总包商	7
1.1 跨境物流领航者：瞄准矿能领域，把握“一带一路”发展机遇	7
1.2 业务模式：本质为物流服务提供商	8
1.2.1 跨境多式联运：依托核心仓储资源，拓展轻资产物流服务	10
1.2.2 供应链贸易：物贸一体化，利润仍来自物流服务	11
1.3 双重壁垒造就高净利率、高 ROE	13
1.4 紫金矿业成战投，员工持股计划考核目标提高业绩高增置信度	14
2 中蒙：铸牢基本盘，扩大盈利规模	15
2.1 蒙矿出口量主要受运力掣肘，我国进口需求旺盛	15
2.2 卡位核心口岸稀缺仓储资产，资源壁垒高筑	16
2.3 跨境多式联运：看存量市场份额扩张	18
2.4 主焦煤供应链贸易：长协锁定运量基本盘，拓展物流范围提升毛利率	19
2.4.1 运量：进口需求回暖，中长期看份额提升	20
2.4.2 运价：短盘运费回归常态，毛利率因物流范围延伸而提升	22
3 中非：模式再升级，打造第二成长曲线	23
3.1 绑定矿企客户开拓非洲，刚果（金）为第一站	23
3.2 陆港业务：模式复制再创新，重资产基建与物流服务协同	25
3.2.1 卡萨项目：2022 年试运营，增量业务贡献可期	25
3.2.2 迪洛洛项目：携手二股东紫金矿业，打开远期成长空间	27
3.3 跨境多式联运：绑定紫金开启新纪元，中长期增量想象空间大	29
4 中亚：版图再拓展，激发新活力	31
5 业绩预测与投资建议	33
6 风险提示	34

图表目录

图 1: 嘉友国际发展历程.....	7
图 2: 嘉友国际业务布局.....	7
图 3: 嘉友国际物流服务自主完成、外包采购情况.....	8
图 4: 嘉友国际业务收入、成本拆分.....	9
图 5: 嘉友 2014-2022 年收入结构 (剔除 PPP 项目, 百万元)	9
图 6: 嘉友 2014-2022 年毛利润结构 (百万元)	9
图 7: 嘉友国际跨境多式联运综合物流一站式服务示意图	10
图 8: 嘉友国际跨境多式联运综合物流服务示意图	10
图 9: 嘉友国际工程物流服务示意图 (境内→境外)	11
图 10: 嘉友国际大宗矿产品物流服务示意图 (境外→境内)	11
图 11: 嘉友国际主焦煤供应链贸易实施示意图	12
图 12: 供应链贸易业务信息流、资金流、货物流示意图	12
图 13: 主焦煤供应链贸易业务毛利润及同比	12
图 14: 嘉友 ROE、净利率在物流行业中领先	13
图 15: 嘉友杠杆率在物流行业中较低	13
图 16: 嘉友国际营业总收入 13-22 年 CAGR 约 42%.....	13
图 17: 嘉友国际归母净利润 13-22 年 CAGR 约 41%.....	13
图 18: 嘉友国际毛利率、净利率情况.....	14
图 19: 嘉友国际 2016 年主营业务成本结构	14
图 20: 嘉友国际股权架构 (截至 2023Q2 末)	14
图 21: 2022 年对蒙贸易总额国家分布	16
图 22: 2022 年蒙古国出口贸易情况.....	16
图 23: 蒙古煤矿分布图 (甘其毛都口岸地理区位优势)	17
图 24: 蒙古境内铁路路线图及铁路发展规划	17
图 25: 2022 年中国铜矿石及精矿进口数量结构	18
图 26: 我国进口蒙铜中约 6 成从甘其毛都口岸进境	18
图 27: 嘉友铜精矿运输量情况 (甘其毛都+二连浩特口岸)	19
图 28: OT 铜精矿产量	19
图 29: 蒙煤进华运输路线流程图 (以 TT 矿-甘其毛都口岸为例)	20
图 30: 我国主焦煤进口贸易主要国家进口量 (万吨)	20
图 31: 我国主焦煤进口贸易均价 (美元/吨)	20
图 32: 甘其毛都口岸进口蒙煤价格仍具性价比 (单位: 元/吨)	21
图 33: 甘其毛都口岸蒙煤日均通关车次 (单位: 辆)	21
图 34: 2020 年 6 月蒙煤 TT 矿中盘运输强制提价 45%	22
图 35: 蒙煤进口短盘运费回归常态 (元/吨)	22
图 36: 嘉友中非业务相关子公司营业收入 (百万元人民币)	23
图 37: 嘉友中非业务相关子公司净利润 (百万元人民币)	23
图 38: 2009-2022 年中国稳居非洲第一大贸易伙伴国地位	23
图 39: 中国对非洲各国直接投资情况、进出口贸易金额占比	23
图 45: 卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目具体内容与地理位置.....	26
图 46: 卡萨项目、迪洛洛项目具体区位.....	28
图 47: 2022 年中哈进出口贸易总额 312 亿美元	31

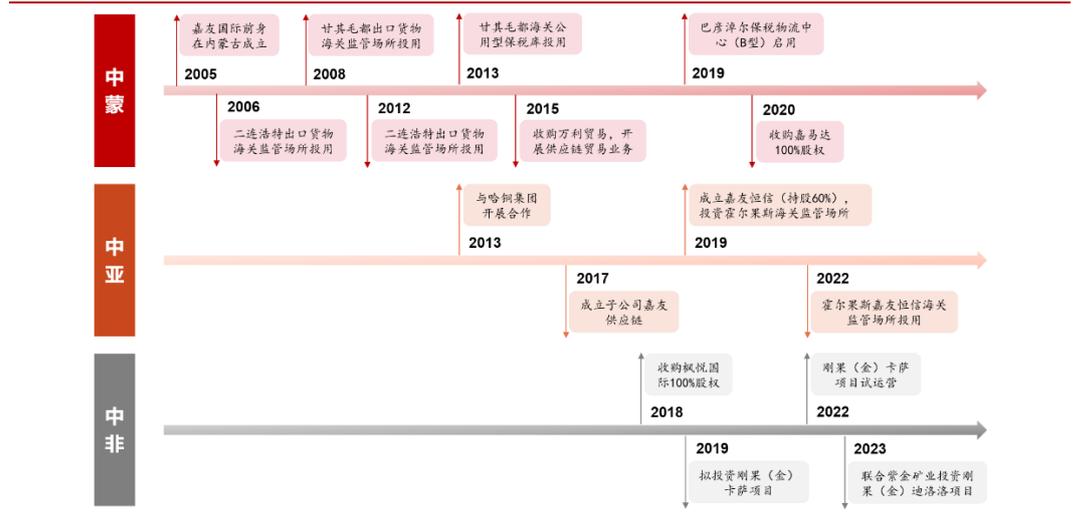
图 48: 2021 年哈萨克斯坦进出口商品结构	31
图 49: 嘉友倚靠霍尔果斯口岸将业务辐射至中亚经济圈	31
表 1: 嘉友国际重要固定资产情况 (截至 2023H1 末, 含计划项, 表中仅列示部分)	8
表 2: 嘉友部分货物运输代理及运输服务合同情况	11
表 3: 嘉友国际 2022 年员工持股计划业绩考核目标 (单位: 亿元)	15
表 4: 蒙煤、蒙铜进口涉及的主要口岸情况	16
表 5: 甘其毛都口岸海关监管场所概况	18
表 6: 中蒙市场跨境多式联运综合物流业务重要合同	19
表 7: 嘉友国际主焦煤供应链贸易重大合同情况	21
表 8: 嘉友主焦煤供应链贸易业务毛利润敏感性测算 (货币单位: 人民币)	22
表 9: 卡萨项目运营净利润分配方案	26
表 10: 卡萨项目利润弹性测算 (假设美元:人民币=1:7, 货币单位: 人民币)	27
表 11: 坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目	28
表 12: 嘉友国际围绕中非市场承接的主要跨境物流项目情况	29
表 13: 紫金矿业刚果(金)铜产量与嘉友国际跨境多式联运物流业务情景假设	30
表 14: 霍尔果斯口岸海关监管场所	32
表 15: 嘉友国际在中亚市场签订重大合同情况	32
表 16: 嘉友国际中亚业务收入、利润情况	32
表 17: 2023-2025 年嘉友国际盈利预测	33
表 18: 可比公司估值情况 (2023.9.27)	34
表附录: 三大报表预测值	35

1 轻重结合的矿能跨境多式联运物流总包商

1.1 跨境物流领航者：瞄准矿能领域，把握“一带一路”发展机遇

嘉友国际是我国矿能跨境多式联运物流服务龙头，于2005年成立，于2018年上市。公司以国际货代业务起家，通过“内生+外延”发展成跨境多式联运综合物流服务总包商。公司绑定大型矿企出海，深耕“一带一路”市场，瞄准矿能资源丰富但通达性不足的内陆国，重资产投资核心物流基础设施，整合全球物流资源，轻资产运营跨境综合物流平台。

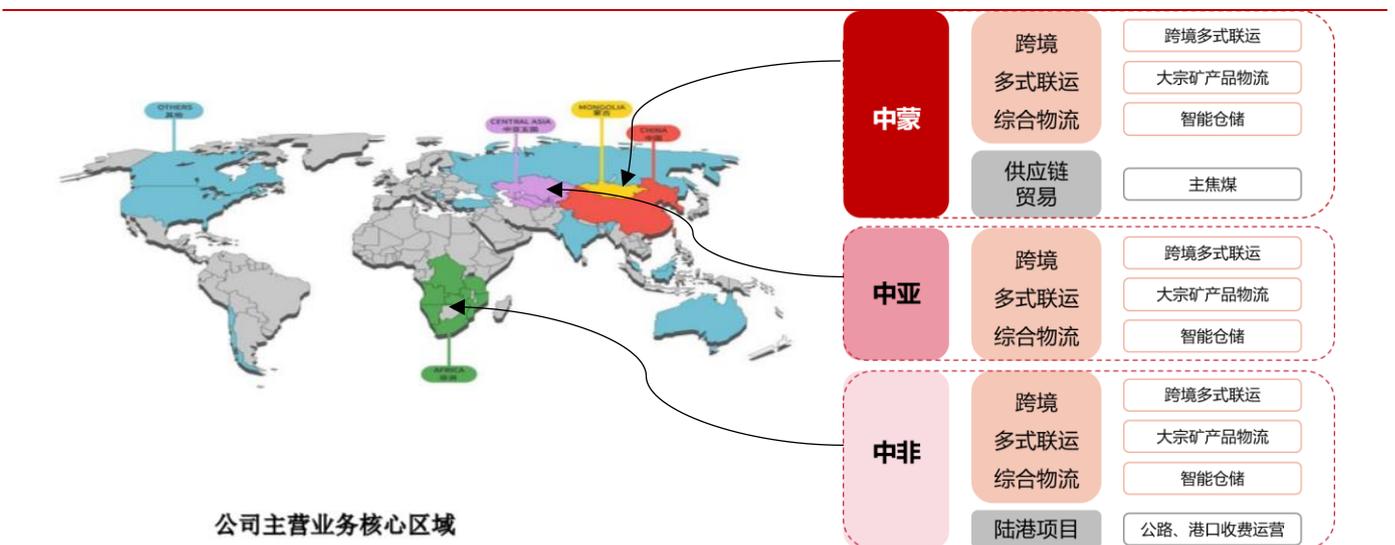
图1：嘉友国际发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、Wind，浙商证券研究所

把握“一带一路”市场发展机遇，嘉友是我国构建自主可控的全球矿产资源供应链的重要参与者。公司精准定位矿能跨境物流领域，锁定“一带一路”沿线的蒙古国、中亚、中非等内陆国家/地区市场，复制并创新跨境多式联运物流经营模式，并带动以上海、天津、青岛等港口为核心的海运业务发展，搭建跨境多式联运综合物流业务、供应链贸易业务、陆港业务各细分业务板块联动的跨境综合物流平台。

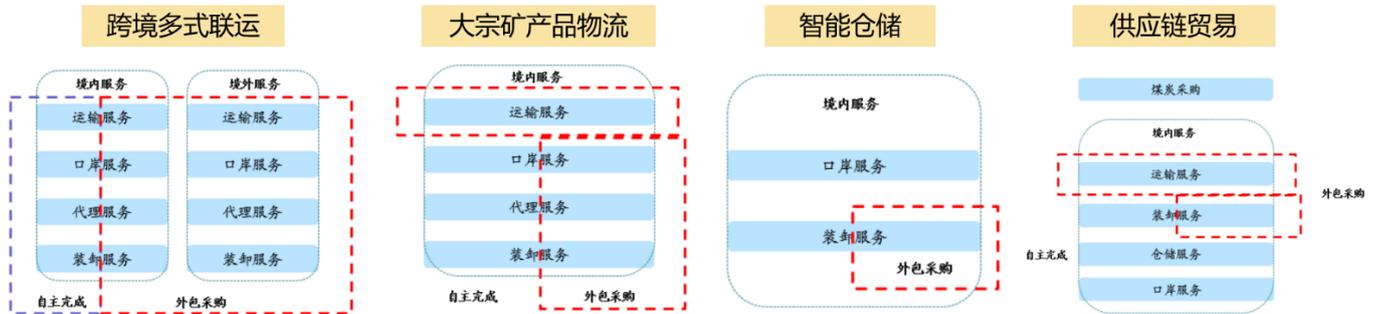
图2：嘉友国际业务布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

轻重并举发展思路清晰。i) 重资产布局核心物流节点：重资产投入核心矿产运输通道的仓储设施、道路、口岸等物流基础设施，建立核心资源壁垒。**ii) 轻资产运营物流服务：**依托核心物流基础设施，充分整合第三方全球物流服务资源，在运输服务上采用轻资产模式，即大比例外包、小比例自主完成，发挥国际货代业务积累的物流资源优势。

图3：嘉友国际物流服务自主完成、外包采购情况



资料来源：公司招股书、Wind，浙商证券研究所

围绕重点矿区，重资产布局核心物流枢纽设施。公司着重把握跨境多式联运物流核心环节，资本开支主要投向边境陆运口岸仓储设施（海关监管场所、海关公用型保税库、保税物流中心）、公路及陆港等物流核心节点资产，以及机械设备与国际道路运输车队。

表1：嘉友国际重要固定资产情况（截至2023H1末，含计划项，表中仅列示部分）

区域	资产类型	所属公司	占地面积 (万平米)	启用时间	账面价值 (亿元)	用途
甘其毛都	海关保税库	甘其毛道金航	17.0	2013年	0.14	为大宗矿产品提供入境仓储服务
	海关监管场所	甘其毛都华方	36.0	2012年	0.95	
	海关监管场所		4.7			
	海关监管场所	甘其毛都嘉友	2.2	2008年	0.52	
	海关监管场所		3.8			
二连浩特	海关监管场所	内蒙古嘉易达	64.7	2020年 收购	3.0	为多式联运、工程物流业务提供配套仓储服务，以便于履行向海关等部门申报、接受查验和准予放行等合规性程序，同时协助海关对货物进行监管
巴彦淖尔	保税物流中心 (B型)	内蒙古嘉友	7.8	2006年	0.02	保税仓储、口岸通关、流通加工、国际采购、国际配送、国际贸易等
霍尔果斯	海关监管场所	嘉友恒信 (60%)	18.8	2022年	0.84	入境仓储
刚果 (金)	1号国道线卡松巴 莱萨-萨卡尼亚路 段与陆港	嘉友国际	-	2022年 试运营	投资额 2.29亿 美元	道路、陆港通行，口岸仓储等
刚果 (金)	第39号国家公路 坎布鲁鲁至迪洛洛 段、迪洛洛陆港	嘉友与紫金矿 业的合资公司 (51%)	-	预计 2028年	总投资额预 计3.6亿 美元	道路、陆港通行，口岸仓储等

资料来源：公司公告、公司官网，浙商证券研究所。注：在所属公司中，若未注明持股比例，则为嘉友国际全资子公司。

1.2 业务模式：本质为物流服务提供商

从公司收入、毛利结构来看，跨境多式联运业务为基本盘，在此基础上延伸至提前锁定运量的供应链贸易业务，以及可发挥协同效应的陆港业务。

1) **跨境多式联运物流(基础业务)**: 凭借多年积累的资源优势, 拓展工程项目物流、大宗矿产品物流、智能仓储等细分市场, 其中仓储业务围绕在中蒙、中亚口岸的保税库、海关监管场所等开展。2014-2022年, 营业收入从3.7亿元增长至20.4亿元, 对应CAGR为24%; 毛利从1.1亿元增长至5.4亿元, 对应CAGR为22%, 毛利率约26%-41%。其中, 仓储业务毛利率超70%, 运输服务毛利率为20%-30%。

2) **供应链贸易(延伸业务)**: 综合跨境多式联运物流业务优势, 通过贸易形式定制化解决供应商与客户间的物流需求, 但该业务利润本质仍来源于物流服务, 目前以蒙古国主焦煤供应链贸易为主。收入采用总额法核算(收入中包含货值), 因此收入波动较大、毛利率被大幅拉低。2021-2022年物流服务范围拓展叠加运价上涨, 毛利率明显提升。

3) **陆港项目(增量业务)**: 在刚果(金)矿产运输大通道上投资建设卡萨项目、迪洛洛项目(含公路、边境口岸、陆港等), 本质为坐地收租模式, 毛利率高, 且可与物流业务产生协同效应。2022年卡萨项目开始试运营, 当年营业收入约1亿元, 毛利率约77%。

4) **PPP项目合同**: 该业务不进行毛利确认, 不影响公司利润。2022年刚果(金)卡萨项目试运营, 项目建设施工全部外包给第三方, 根据《企业会计准则解释第14号》, 公司将按照零毛利确认该项目的建造服务收入。

图4: 嘉友国际业务收入、成本拆分

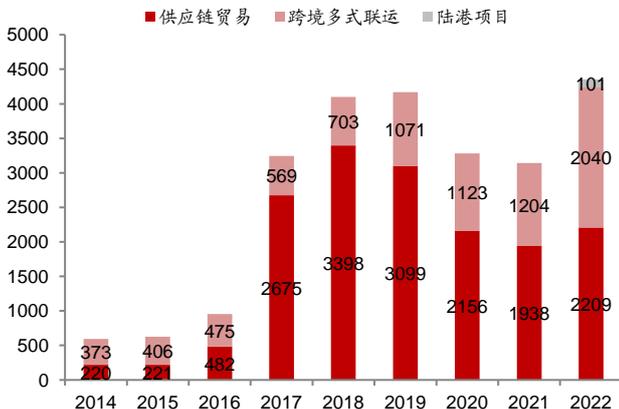
业务模式	业务收入拆分	主要营业成本	毛利率
跨境多式联运业务	综合物流服务收入 = 货运量 × 单吨物流服务费	运费、港杂费、装卸费等	20%-30%
	仓储服务收入 = 仓储量 × 单吨仓储价格	装卸费、折旧	70%-80%
			综合26%-41%
主焦煤供应链贸易	货值 = 货运量 × 单吨采购价	采购成本	0%
	综合物流服务收入 = 货运量 × 单吨物流服务费	运费、港杂费、装卸费等	20%-30%
			2015-2020年综合3%-4% 2021-2022年综合17%-21%
陆港业务	公路收费 = 通车量 × 单车收费	折旧、维护成本	50%-70%
	口岸收费 = 通车量 × 单车收费	折旧、维护成本	

嘉友整体10%-20%

注: 综合物流服务收入包含物流服务过程中除仓储服务以外的运输费、港杂费、装卸费、报关费等相关服务项目收费

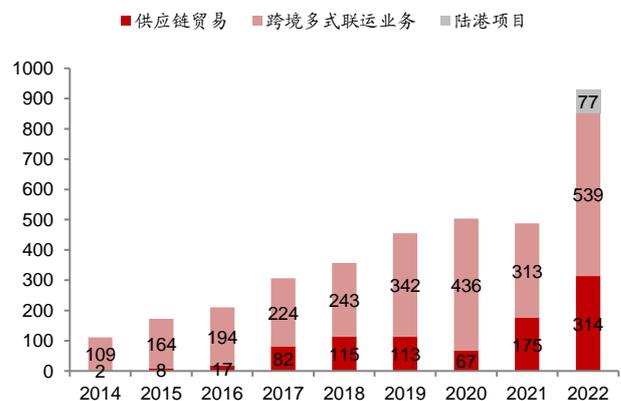
资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所。注: 表中毛利率水平是基于公司2015-2022年实际情况预计。

图5: 嘉友2014-2022年收入结构(剔除PPP项目, 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

图6: 嘉友2014-2022年毛利润结构(百万元)



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

1.2.1 跨境多式联运：依托核心仓储资源，拓展轻资产物流服务

跨境多式联运综合物流服务：可细分为跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储业务。其中跨境多式联运是指通过海陆空铁中两种或以上的运输方式，将货物从一国境内接管地点运至另一国境内指定地点的货物境内外运输、过境转关及口岸操作等一站式服务。

图7：嘉友国际跨境多式联运综合物流一站式服务示意图

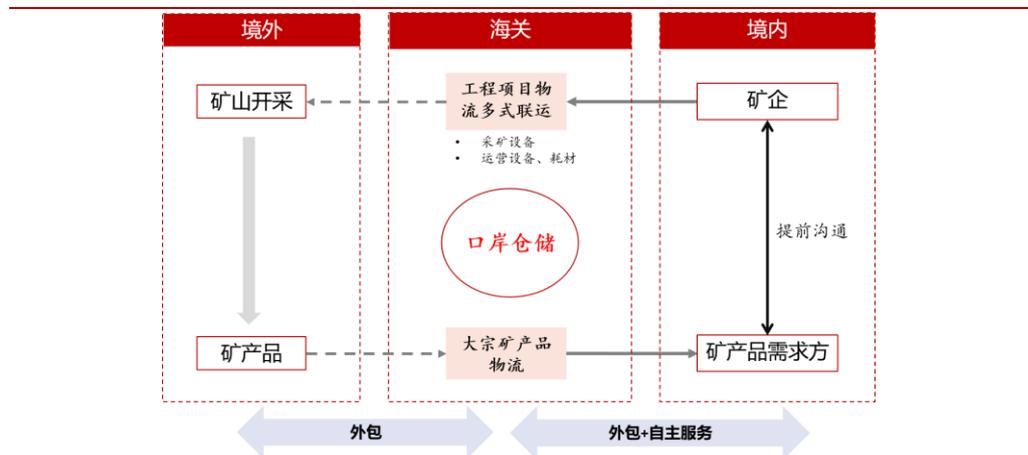


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

围绕核心矿山，深度参与全生命周期。简单的跨境多式联运综合物流服务业务流程循环，可围绕一座矿山展开：

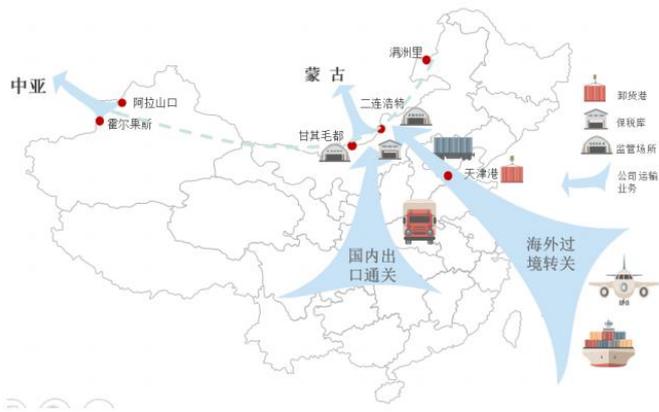
- ▶ **境外矿山开采前期：**蒙古国、哈萨克斯坦等国家矿产资源丰富，但本土不具备开采、加工矿产品的生产设备、耗材等资源，相关生产要素进口需求衍生出了**工程项目物流多式联运业务**。具体而言，主要以基建、能源开发等大型工程项目为服务对象，向客户提供从产地提货至境外安装点卸货的一站式综合跨境物流服务。
- ▶ **境外矿山开采后：**以蒙古国为例，蒙境内煤矿、铜矿资源丰富，但供大于求，主要向华出口。我国下游最终用户进口矿产品的需求衍生出**大宗矿产品物流服务**。
- ▶ 商品进出口均需通过海关，边检排队等待时间不定，矿产品往往会有仓储需求，公司在关键口岸节点布局海关保税库和海关监管场所提供**智能仓储业务服务**。

图8：嘉友国际跨境多式联运综合物流服务示意图



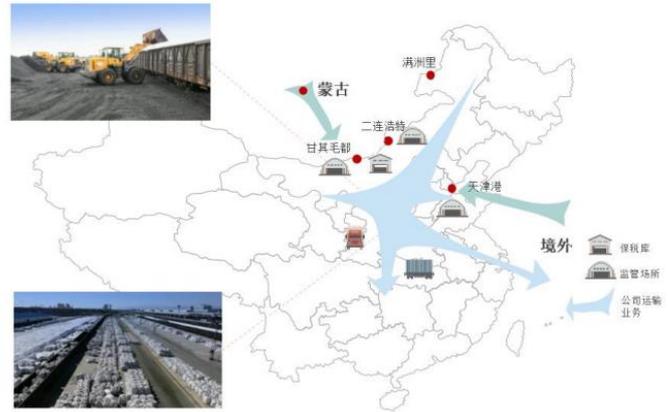
资料来源：公司公告，浙商证券研究所绘制

图9: 嘉友国际工程物流服务示意图 (境内→境外)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图10: 嘉友国际大宗矿产品物流服务示意图 (境外→境内)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

绑定境外大型矿山与境内外大型矿能企业, 客户重复签约率高, 上下游资源积累深厚。根据公司公告, 公司与 ER、OYU TOLGOI、哈铜集团、紫金矿业、中原黄金、赤峰云铜、西部矿业、山西高义等境内外大型矿山/矿企保持着长期紧密合作, 并与国家能源集团以及旗下的神华包神铁路等运输企业达成长期战略合作关系。

表2: 嘉友部分货物运输代理及运输服务合同情况

合同类型	合同对方	合同内容	合同金额	合同期限
货运代理协议	紫金铜业	为其在内蒙古乌拉特甘其毛都口岸金航保税库办理代理报关、报检以及运输服务事宜。	框架协议	2016.12.1-2019.12.31 如无异议自动顺延一年
运输服务协议	紫金矿业物流公司	紫金矿业指定嘉友国际作为刚果(金) COMMUS 公司项目设备和物资的全程物流承运人, 根据甲方的要求为 COMMUS 公司项目设备和物资提供全程物流运输服务。	框架协议	2018.07.01-2019.12.31
运输服务协议	紫金矿业物流公司	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	2021.01.01-2021.12.30/ 2021.08.06-2021.12.30
货物运输代理	中原黄金	代理中原黄金进口“金、铜精矿(粉)”在甘其毛都口岸、二连浩特口岸的装卸、短倒、报关、报检、仓储、发运以及在铁路三门峡西站交货等代理业务	框架协议	2017.05.25-2018.5.24
货物运输代理	中原黄金	代理中原黄金进口“金、铜精矿(粉)”在内蒙古满洲里站、新疆鄯善县的装卸、短倒、临储、发运以及在铁路三门峡站河南七海物流有限公司专用线货场、三门峡西站交货等代理业务	框架协议	2018.05.25-2019.5.24
货物运输代理	中原黄金	青岛港铜精矿/金精矿进口报关报检, 港口操作及运输服务	7644.7 万元	2019.07.01-2020.06.30
货物运输代理	中原黄金	甘其毛都、二连口岸进口铜精矿清关及运输服务	1318.53 万元	2019.07.01-2020.06.30
货物运输代理	中原黄金	自二连浩特口岸、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	7076.06 万元	2020.07.01-2021.12.31
货物运输代理	中原黄金	大宗矿产品自二连浩特、甘其毛都、满洲里站、满洲里口岸至三门峡站、三门峡西站的物流运输服务	约 1.13 亿元	2022.04.01-2022.12.31
货运代理协议	赤峰云铜	为其在甘其毛都口岸金航保税库办理其进口铜矿砂及铜精矿等货物的出库报关、报检事宜	框架协议	2017.01.01-2017.12.31
运输服务协议	西部矿业	负责将新疆南疆片区的锌精矿等运输到西部矿业厂区	框架协议	2018.04.01-2018.12.31
货物运输代理	山西高义	内蒙嘉友为山西高义提供铁矿石、铁精粉类货物及相关的 35 吨铁路敞顶集装箱发运业务。合同发运量不低于 100 万吨	1.93 亿元	2019.04.12-2020.04.12

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2.2 供应链贸易: 物贸一体化, 利润仍来自物流服务

在跨境多式联运物流业务基础上, 为提前锁定运量, 公司业务布局延展至供应链贸易业务, 实现采购、单证及运输的无缝衔接。1) 主焦煤供应链贸易: 接受最终用户委托, 采取“形式买断”形式, 以自身名义进行境外主焦煤采购, 并提供海关监管场所的仓储、

装卸、口岸等服务、境内外运输服务以及煤炭贸易服务。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, 业务处于拓展期, 2022年毛利仅约4万元。

图11: 嘉友国际主焦煤供应链贸易实施示意图



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

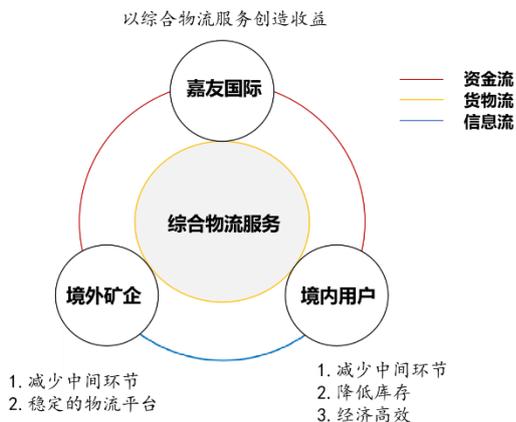
区别于传统模式, 公司的供应链贸易业务形式上是贸易、本质上是物流。虽然公司需要参与到商品的采购与分销环节, 且利润形式上也是通过赚取商品差价获得, 但利润本质来源于中间环节物流服务收入。公司一般在一周内与供应商、最终用户签订合同, 且买卖价格已提前与双方约定, 因此, 公司基本不承担商品价格波动风险, 存货风险也较低。

1) 收入端: 供应链贸易业务为总额口径 (即收入中包含货值), 波动较大。收费方式是在贸易采购成本的基础上, 按照交易量和提供的物流服务收取一定比例的费用。

2) 成本端: 主要包含煤炭采购成本和物流环节成本, 其中部分装卸服务和运输服务外包给第三方, 仓储服务、口岸服务、部分装卸服务等由公司自主完成。

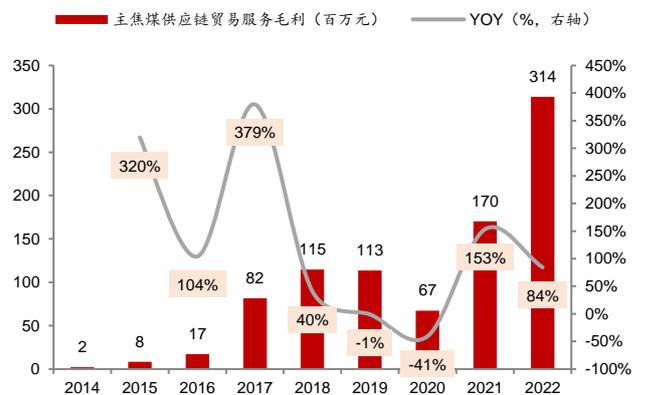
3) 毛利端: 采用总额法核算导致毛利率较低。2015-2020年主焦煤供应链贸易服务毛利率保持在3%-4%。2021-2022年, 公司将物流服务范围拓展至蒙古段, 受益于蒙古段运费上涨, 主焦煤供应链贸易业务毛利率提升至21%、17%。

图12: 供应链贸易业务信息流、资金流、货物流示意图



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 主焦煤供应链贸易业务毛利润及同比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

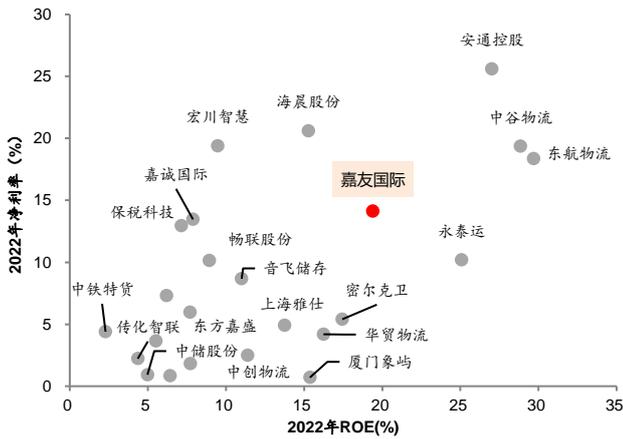
1.3 双重壁垒造就高净利率、高 ROE

在物流行业中，公司具有高净利率、高 ROE 的财务特征，且高 ROE 主要依靠高净利率与高资产周转率，而非依靠高杠杆。2022 年公司 ROE（加权）约 20%，净利率约 14%，资产负债率约 21%。我们归因为物流枢纽资产、运营双壁垒建立的竞争力：

1) 物流枢纽资产壁垒：先发优势、区位规模效应明显。公司秉承“以内陆国陆港资产投资为核心”发展战略，卡位边境口岸仓储、核心运输通道等物流资产。目前把控甘其毛都口岸 50% 以上仓储能力、运营霍尔果斯口岸最大海关监管场所，并卡位刚果（金）重要矿产品运输通道基础设施。以海关监管场所为例，新建项目不仅需要仓储用地与较高的资本投入，还需经过严格的审批流程，进入壁垒较高，公司先发优势突出。

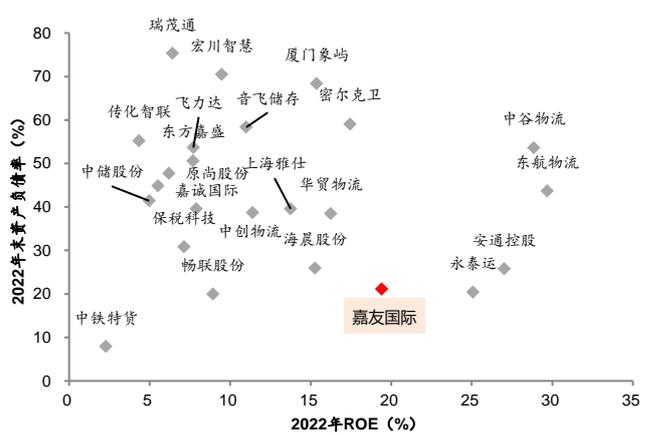
2) 物流资源整合运营壁垒：跨境多式联运痛点在于“连而不畅”，不同运输方式、不同国家、不同口岸之间在单证管理等规则标准方面不统一，运输过程中需经过多次转换，且跨境相关业务需要海关监管资质、国际道路运输资质等相关资质才能开展。公司通过多年业务布局与资源积累，是中蒙区域内唯一一家可以提供完整综合物流服务的企业，全程物流资源整合能力强，有效提高运输效率、降低企业运输成本，从而增强竞争力。

图 14：嘉友 ROE、净利率在物流行业中领先



资料来源：Wind，浙商证券研究所

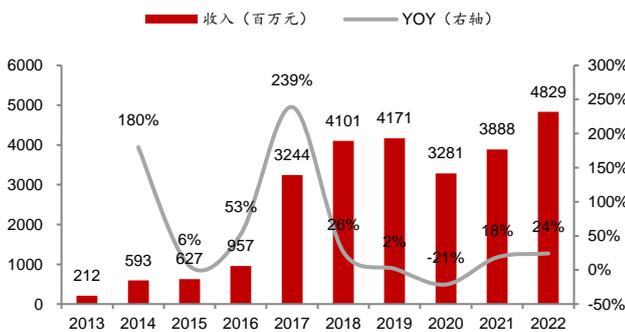
图 15：嘉友杠杆率在物流行业中较低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

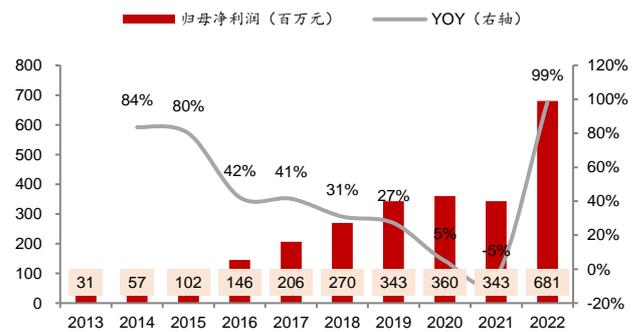
规模高速增长，近十年利润复合增速超 40%。2013-2022 年，公司营业收入从 2.1 亿元提升至 48.3 亿元，对应 CAGR 为 42%；毛利从 0.7 亿元增至 9.3 亿元，对应 CAGR 为 33%；归母净利润从 0.3 亿元提升至 6.8 亿元，CAGR 为 41%。

图 16：嘉友国际营业总收入 13-22 年 CAGR 约 42%



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

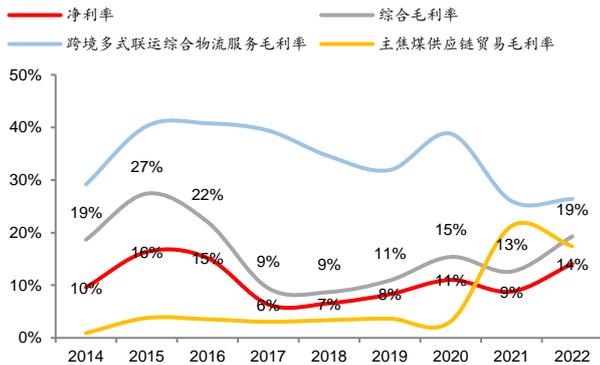
图 17：嘉友国际归母净利润 13-22 年 CAGR 约 41%



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

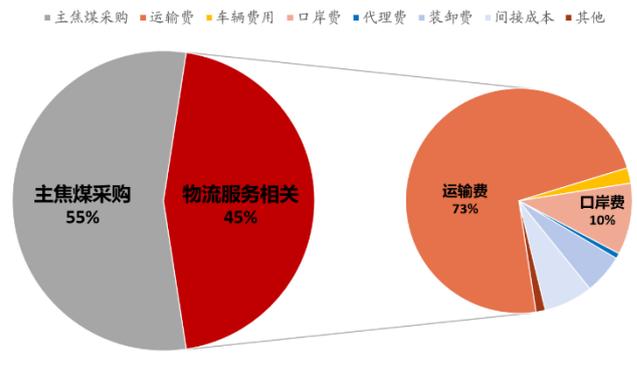
物流业务持续降本增效，2017-2022年净利率从6%提升至14%。公司主营业务成本结构总体较为稳定，主焦煤采购、运输费、车辆费、口岸费、代理费、装卸费等直接支出占营业成本的比例在95%左右。2016-2018年，公司毛利率大幅下降，主要因为表现毛利率低的主焦煤供应链贸易规模占比提升。2021-2022年主焦煤供应链贸易业务毛利率大幅提升至21%、17%，拉高综合毛利水平，主要因为公司将物流服务范围从“通关+境内运输”延展到毛利率更高的蒙古段运输，恰逢蒙古段运力严重紧缺导致短盘运费暴涨，运价上涨正面影响大于运量萎缩负面影响。

图18: 嘉友国际毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

图19: 嘉友国际 2016 年主营业务成本结构



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

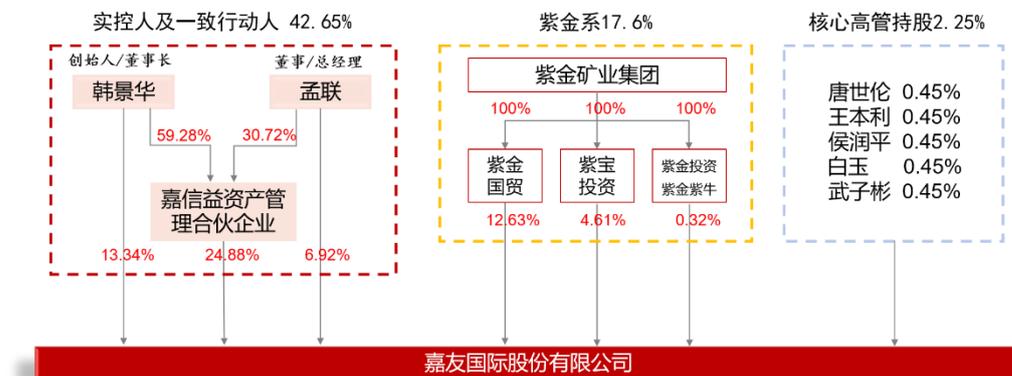
注: “其他”项主要系供应链贸易业务配件出口成本、小额搬移费、回空费、熏蒸费、地磅鉴定费零星费用。

1.4 紫金矿业成战投，员工持股计划考核目标提高业绩高增置信度

创始人掌舵，管理团队经验丰富且稳定，核心高管 IPO 前已持股。公司为民营企业，董事长韩景华即创始人兼实控人，与总经理孟联为一致行动人，二人均具有丰富的物流从业经验，23Q2 末直接与间接持股合计 42.65%，另外 5 位核心高管合计持股 2.25%。2023 年 6 月公司发布董监高减持股份计划，因优化公司股权结构及股东对外投资需求，合计拟减持比例不超过总股本的 4.44%（截至 23 年 6 月 21 日合计持股 22.51%）。

深受矿业资本认可，紫金矿业成为战投。紫金矿业是我国控制金属矿产资源规模领先的企业，2021 年被引入成为公司战投。截至 23Q2 末，紫金矿业及一致行动人合计持股约 17.6%，并拥有一个董事席位。2022 年 11 月紫金矿业子公司紫金投资发来不减持股份承诺函：出于对嘉友国际业绩及未来发展的长期看好，并基于战略投资目的，承诺 2025 年 2 月 20 日前不减持当下持有的约 2300 万股股份。

图20: 嘉友国际股权架构（截至 2023Q2 末）



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所。注: 紫金投资、紫金紫牛持股比例为 2023.4.16 公告数据。

员工持股计划考核目标提高 2023-2025 年业绩高增置信度，完全解锁对应 21-25 年利润 CAGR 下限为 40%。2022 年 12 月底公司发布上市以来首个员工持股计划，最终实际参与认购 41 人（含监事、高管 9 人），认购股份数量约 350 万股（占总股本的 0.7%），受让价格为 10.48 元/股。根据员工持股计划设置的公司层面业绩考核目标，完全解锁对应 2023-2025 年归母净利润下限分别为 8、10、13 亿元，对应 2021-2025 年 CAGR 为 40%。

表3：嘉友国际 2022 年员工持股计划业绩考核目标（单位：亿元）

考核指标 1：当年实际归母净利润较 21 年的增长率			(A=实际达到的增长率/当年所设增长率目标值)	
考核年度	归母净利润增长率目标值 (较 2021 年)	目标归母净利润	A=100% 对应归母净利润	A=80% 对应归母净利润
2023 年	134%	8.0	8.0	7.1
2024 年	192%	10.0	10.0	8.7
2025 年	280%	13.0	13.0	11.1

考核指标 2：23 年起至当年的归母净利润累计值较 21 年归母净利润的增长率			(B=实际达到的增长率/当年所设增长率目标值)	
考核年度	归母净利润累计值增长率目标值 (较 2021 年)	目标归母净利润累计值	B=100% 对应归母净利润	B=80% 对应归母净利润
2023 年	134%	8.0	8.0	7.1
2023-2024 年	426%	18.0	18.0	15.1
2023-2025 年	806%	31.1	31.1	25.5

业绩考核目标完成情况与实际解锁比例对应关系		
考核年度	年度业绩目标达成结果	公司层面解锁比例 (X)
2023-2025 年	当 A≥100%或 B≥100%时	X=100%
	当 A<80%且 B<80%时	X=0%
	其他情形	X=A、B 中的孰高值

资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

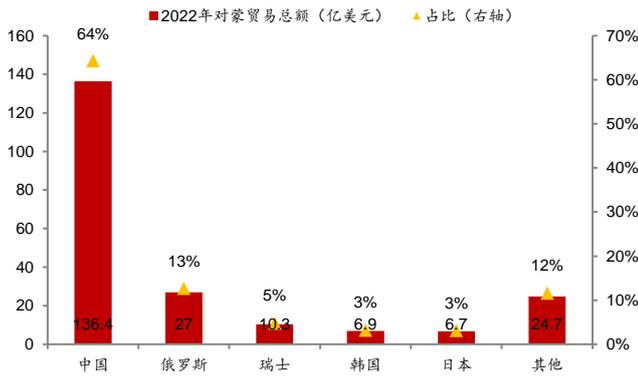
2 中蒙：铸牢基本盘，扩大盈利规模

2.1 蒙矿出口量主要受运力掣肘，我国进口需求旺盛

矿业是蒙古国经济发展的重要支柱产业，矿产品出口占其出口总额的 9 成以上，其中绝大部分煤炭、铜精矿出口中国。蒙古国矿产资源丰富，焦煤、铜、金等矿产品储量居世界前列，目前蒙古国境内已探明煤炭蕴藏量约 1620 亿吨、铜约 3600 万吨、铁约 20 亿吨。2022 年蒙古国采矿业产值 48.2 亿美元，占工业总值的 71%，占 GDP 的 29%；出口贸易总额 125 亿美元，其中矿产品出口额占比约 94%。其中，蒙古国 100% 的铁矿石和精矿、100% 的铜精矿以及 94% 的煤炭出口到中国。

中国连续多年成为蒙古国最大贸易伙伴国。蒙古国经济外向依存度高，本土缺乏成熟机械设备企业，机电设备及零部件、原材料等高度依赖进口。2022 年，蒙对华贸易总额 136.4 亿美元，同比增长 34.3%，占蒙同期外贸总额的 64.3%。其中，对华出口额 105.7 亿美元，同比增长 38.5%；自华进口额 30.7 亿美元，同比增长 21.8%。

图21: 2022年对蒙贸易总额国家分布



资料来源: 中国商务部官网, 浙商证券研究所

图22: 2022年蒙古国出口贸易情况

	出口金额 (亿美元)	占出口总额的比重	出口量	占境内货运量的比重
煤炭	64.9	51.9%	3168万吨	52.1%
铜精粉	27.3	21.8%	145万吨	2.4%
铁矿石	3.9	3.1%	473万吨	7.8%
原油	2.4	1.9%	260万桶	0.6%
锌精粉	2.8	2.2%	14万吨	0.2%

资料来源: 中国商务部官网, 浙商证券研究所

蒙古国为内陆国, 交通运输、水电基础设施建设相对落后, 铁路运力与矿产品出口需求较不匹配, 导致运输成本大幅增加。蒙古国地处东北亚, 北与俄罗斯相邻, 东、南、西三面同我国(内蒙古、新疆、甘肃)接壤, 距离最近的港口为天津港。中蒙两国长达4710公里的边界线上分布13个口岸, 其中仅1个铁路口岸(二连浩特), 其余均为公路口岸。

- **公路:** 截至2021年, 蒙古国公路总里程约11.9万公里, 其中铺装公路仅1.1万公里, 土路/砂石路居多。2022年, 蒙古国公路运输货物3310万吨, 占比54%。
- **铁路:** 蒙古国境内当前只有2条铁路(总里程1811公里), 仅一条通往中国(乌兰巴托-二连浩特线)。蒙境内现有铁路均使用俄罗斯标准的1520mm宽轨, 不能直接同中国境内1435mm国际标轨对接, 需进行车厢换装。中蒙边境仅1个铁路口岸二连浩特, 乌兰巴托铁路承担着大部分中蒙贸易运输任务以及中俄、中欧跨境运输业务。

表4: 蒙煤、蒙铜进口涉及的主要口岸情况

序号	蒙方口岸	运输方式	中方对应口岸	区域	口岸类型	2022年过货量 (万吨)	自治区内占比	进口商品类型
1	安顺苏海图	公路	甘其毛都	内蒙古	一类常年	1907	33%	蒙古主焦煤、铜精粉等
2	扎门乌德	铁路/公路	二连浩特	内蒙古	一类常年	1418	24%	俄、蒙两国的铁矿石、煤炭等
3	西伯库伦	公路	策克	内蒙古	一类常年	539	9%	蒙古国1/3焦煤为主
4	杭吉	公路	满都拉	内蒙古	一类常年	310	5%	蒙古国焦煤、铁矿砂及精矿、褐煤
5	布尔干	公路	塔克什肯	新疆	一类常年	232	新疆公路口岸之首	蒙古国焦煤为主

资料来源: 内蒙古自治区口岸管理办公室、内蒙古自治区海关、新华社、二连浩特统计局、阿勒泰地区商务局, 浙商证券研究所

2.2 卡位核心口岸稀缺仓储资产, 资源壁垒高筑

中蒙模式: 围绕蒙古国核心矿区TT煤矿、OT铜矿, 卡位核心口岸(甘其毛都、二连浩特)的海关监管场所、海关保税库等稀缺的仓储资源, 在此基础上拓展面向大型矿企、金属冶炼企业的轻资产物流服务。

塔温陶勒盖煤矿(TT矿): 蒙古国最大的煤矿之一, 煤炭总储量约65亿吨, 其中焦煤储量约18亿吨, 炼焦煤资源量位居世界前十位。TT矿由ETT、ER、小TT共同开采, 2019年ETT生产1620万吨主焦煤、ER生产975万吨原煤。

奥尤陶勒盖铜金矿 (OT 矿)：世界大型铜矿之一，铜储量约 3600 万吨，是蒙古国最重要的矿产项目，由力拓集团和 Erdenes Oyu Tolgoi 联合开发运营。2022 年，铜精矿产量 62 万吨，平均精矿品位约 21%。

甘其毛都口岸是蒙向华出口矿产品运距最短、水电兼备的最佳通道，向内连接能源大通道神华甘泉铁路，是我国进口蒙煤、蒙铜规模最大的口岸，年均进口量占蒙出口量的一半以上。1) **区位优势**：蒙古国基建落后，运输通达性差，因此货运对区位要求高。甘其毛都是距离蒙古国最大煤矿 TT 矿、最大铜矿 OT 矿最近的口岸，分别约 180km、80km。2) **物流体系完善**：甘其毛都口岸已建成“十二进七出”矿产专用通道等查验配套设施，包括 1 个甘泉铁路特默特枢纽站、5 个煤炭监管场所、2 个普货出口监管场所和 1 个铜精粉保税库，同时与神华甘泉铁路相连。

图23：蒙古煤矿分布图（甘其毛都口岸地理区位优势）



资料来源：金十期货，浙商证券研究所

考虑蒙古国未来铁路建设规划，TT 矿/OT 矿经甘其毛都口岸进口仍为运距最短、最具经济性的运输路线。2022 年 9 月塔甘铁路蒙方一侧通车，该段铁路连接 TT 矿—OT 矿—蒙古嘎顺苏海图口岸（甘其毛都口岸方向），全程约 234 公里。截至 2023 年 8 月，铁路未与甘其毛都口岸连接，不能直接通过铁路跨境运输，需在缓冲区额外建设装卸货运站。

图24：蒙古境内铁路路线图及铁路发展规划



资料来源：蒙古国议会《国家铁路运输领域建设规划》、蒙古国交通运输部、光明网，浙商证券研究所

掌控甘其毛都口岸海关特殊监管区域 50%以上仓储能力，核心资源壁垒高筑，区位优势模效应突出。进出口货物清关时间往往需要数日，期间需要存放在海关指定监管场所报检，且手续办结后亦有囤积需要，衍生出仓储需求。公司 2005 年起率先卡位甘其毛都海关监管场所，并于 2020 年收购嘉易达，在甘其毛都口岸拥有 128 万平米仓储面积，其中保税库年度仓储能力大于 100 万吨、海关监管场所年度周转能力大于 300 万吨，占口岸现有仓储能力的 50%以上。海关监管场所经营资质审批趋严，进入壁垒高，公司先发优势明显。

表5: 甘其毛都口岸海关监管场所概况

所属集团	所属公司	场所类型	面积 (万平方米)	启用时间	主要产品
嘉友国际	甘其毛道金航	铜精粉海关保税库	17.0	2013 年	铜精粉
	甘其毛都华方	海关监管场所	36.0	2008 年	矿产品
	甘其毛都嘉友	海关监管场所	4.7	2008-2012 年	普货
		海关监管场所	2.2		
		海关监管场所	3.8		
	内蒙古嘉易达	海关监管场所	64.7	2020 年收购	煤炭
合计			128.2		
/	绅禾货物仓储有限公司	海关监管场所	15	/	煤炭
易大宗	毅腾矿业有限责任公司	毅腾进口货物海关监管场所	53.8	/	煤炭
国家能源集团	际誉仓储物流有限责任公司	海关监管场所	/	/	煤炭
	国家能源集团煤焦化有限责任公司	驰恒监管区封闭储煤场	/	/	煤炭

资料来源: 公司公告、公司官网, 呼和浩特海关、甘其毛都口岸官网、巴彦淖尔市委员会官网、乌拉特中旗人民政府, 浙商证券研究所

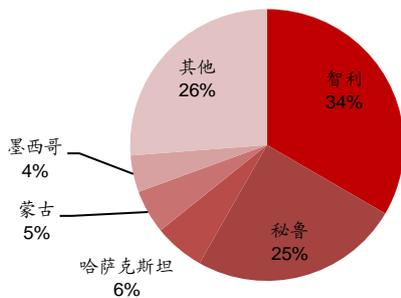
2.3 跨境多式联运: 看存量市场份额扩张

在大宗矿产品物流业务中，结合区位优势条件与我国矿产品进口需求，公司聚焦铜精矿和主焦煤，还涉及少量铁矿等。

我国铜资源对外进口依存程度达 8 成，且进口集中度高。根据海关总署，2022 年我国进口铜矿石及铜精矿 2527 万吨，前五大进口国智利、秘鲁、哈萨克斯坦、蒙古、墨西哥合计占比 74%，其中从哈萨克斯坦、蒙古进口 151、132 万吨，占比分别为 6%、5%。

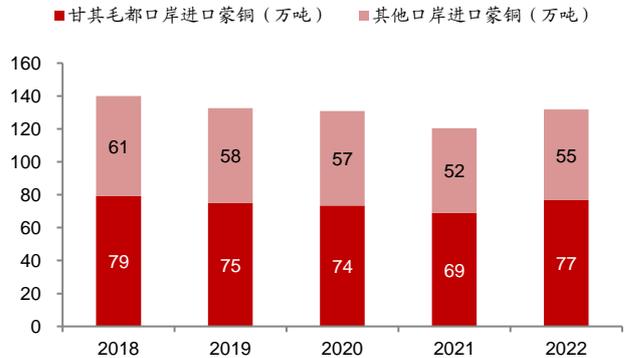
蒙古国铜精矿 100%出口中国，其中约 6 成自甘其毛都口岸进境。我国进口蒙古铜矿石及精矿数量较稳定，2014-2022 年年均约 136 万吨。蒙铜主要通过甘其毛都口岸、二连浩特口岸进华，2022 年甘其毛都口岸进口铜精矿约 77 万吨，约承担蒙铜进口量的 6 成。

图25: 2022 年中国铜矿石及精矿进口数量结构



资料来源: Wind、海关总署, 浙商证券研究所

图26: 我国进口蒙铜中约 6 成从甘其毛都口岸进境



资料来源: Wind、海关总署、甘其毛都口岸, 浙商证券研究所

与 OT 矿达成长期稳定合作。OT 矿于 2013 年投产，公司依托甘其毛都、二连浩特等口岸的海关保税库、海关监管场所，为 OT 矿矿山生产所需设备及耗材进口、铜精矿出口等需求提供包含中国境内的保税仓储、运输等在内的一站式跨境物流服务。根据公司公告，2020 年 7 月至 2025 年 7 月，OT 矿每年将向公司采购不低于 70 万吨的铜精粉仓储服务，按照 50 元/吨计算，该合作对应年均收入至少 3500 万元。

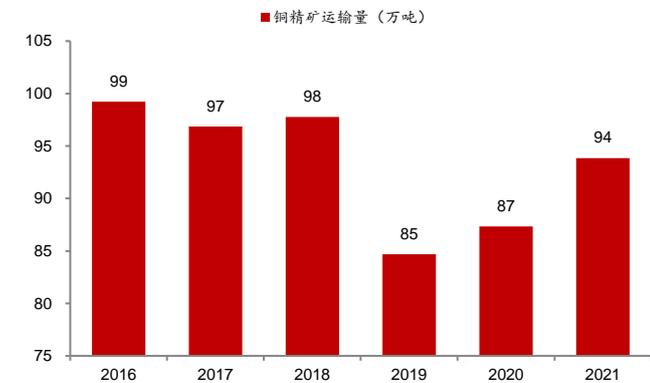
表6: 中蒙市场跨境多式联运综合物流业务重要合同

合同类型	合同对方	合同内容	合同金额	合同期限
跨境多式联运	OYU TOLGOI LLC	为 OT 货物提供出站管理服务，包括保税库仓储及物流运输服务	框架协议	2015.7.10-2020.7.9
工程项目物流	OYU TOLGOI LLC	嘉友国际提供运输服务将活动房从中国运输到 OT 矿	647.9 万美元	2016.11.4-2018.03.30
地下工程 工程项目物流服务	OYU TOLGOI LLC	为 OT 提供跨境多式物流服务	2016.54 万美元	2017.08.07-2022.01.31
物流服务总承包框架协议	OYU TOLGOI LLC	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	以人民币计价，按照合同固定单价进行结算	2020.07.10 起执行，合同有效期 5 年，到期后可经 OT 同意再延长 2 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

受益于 OT 矿扩产，公司运量远期增长空间广阔。2016-2021 年，公司铜精矿运输量稳定在 85-100 万吨/年。根据奥尤陶勒盖公司官网，OT 矿地下工程 2023 年 3 月开始投产（OT 矿大部分储量在地下），OT 矿 2023 上半年共生产铜精矿 40 万吨，同比+39%。2028-2036 年，OT 矿预计每年可产铜精矿 227-250 万吨（按照精矿品位 20%-22%计算）。

图27: 嘉友铜精矿运输量情况（甘其毛都+二连浩特口岸）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28: OT 铜精矿产量



资料来源：奥尤陶勒盖有限责任公司官网，浙商证券研究所

2.4 主焦煤供应链贸易：长协锁定运量基本盘，拓展物流范围提升毛利率

公司的**供应链贸易业务**是跨境多式联运业务的延伸与拓展，利润本质仍来源于物流服务。以 TT 矿-甘其毛都口岸运输路线为例，公司传统物流服务范围为口岸环节与中国境内运输，2021 年起拓展至毛利率较高的蒙古段运输（中盘、短盘运输）。

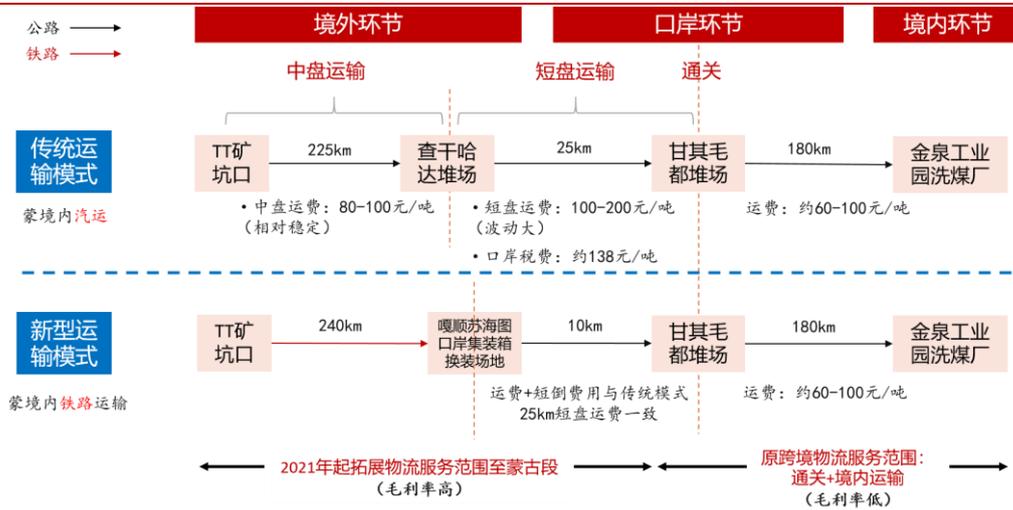
1) **中盘运输（蒙古境内）**：从 TT 矿山运输至查干哈达堆场，运距约 225km，运费相对稳定，约 80-100 元/吨。该段运费一般由供应方承担。

2) **短盘运输（跨境运输）**：i) **短盘运费**：从查干哈达堆场运至甘其毛都堆场，运距约 25km，中间需经过海关，正常情况下短盘运费为 100-200 元/吨。该段为跨境运输，运

运输车辆要求具备中蒙运输许可证，因汽运排队报关时间较长，运力相对稀缺。受市场贸易情绪、通关效率影响，短盘运价波动较大。**ii) 口岸费用：**根据 Mysteel，口岸税费（增值税、过磅费、运管费、检验检疫费、报关费、装卸费、仓储费等）合计约 138 元/吨。

3) 中国境内运输：公司提供从甘其毛都口岸至下游终端用户的门到门物流服务。单吨运费随运输路线和运输距离波动。

图29：蒙煤进华运输路线流程图（以 TT 矿-甘其毛都口岸为例）

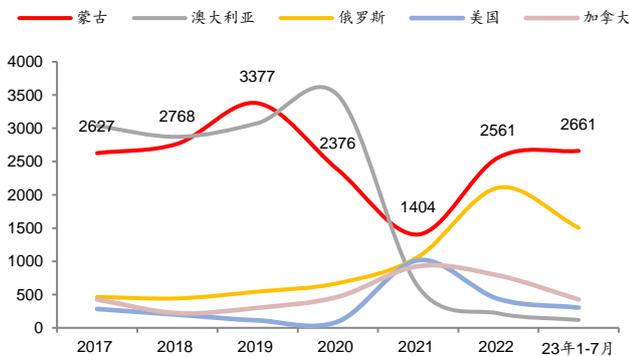


资料来源：Mysteel、嘉友国际公告、Mongol Mining 公告，浙商证券研究所

2.4.1 运量：进口需求回暖，中长期看份额提升

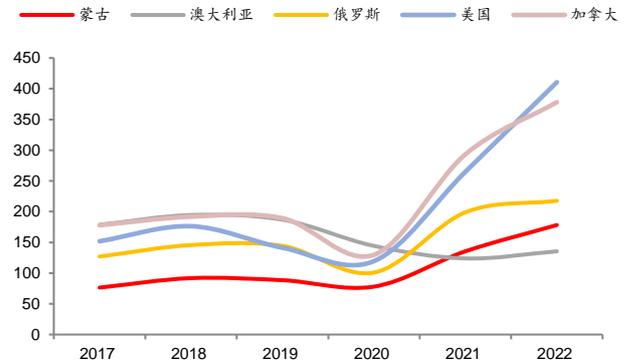
我国炼焦煤进口依存度约为 10%-15%，蒙煤因低硫、高性价比，成为我国最大焦煤进口来源。根据 Wind，2017-2022 年我国主焦煤进口量平均为 6666 万吨/年，供给主要来源于蒙古、俄罗斯、澳大利亚、美国、加拿大五国，其中蒙煤占比平均约 4 成。2020 年 11 月起，澳煤进口量骤降。2022 年俄煤出口欧洲受限，向中国的出口量明显增加。从 2017-2022 年主焦煤进口均价来看，蒙煤到岸价约 76-178 美元/吨，俄煤约 101-218 美元/吨，蒙煤因运费较低具备价格吸引力。

图30：我国主焦煤进口贸易主要国家进口量（万吨）



资料来源：Wind、海关总署，浙商证券研究所

图31：我国主焦煤进口贸易均价（美元/吨）



资料来源：Wind、海关总署，浙商证券研究所

以主焦煤供应链贸易方式增强客户粘性，与供需两端签订长协提前锁定运量。采购端，2021 年公司与博迪国际、ETT 公司签订长协，基于实际履约情况，我们预计 2022-

2025 年年均采购量 500 万吨以上。**销售端**，公司与国家能源集团煤焦化公司、神华内蒙古煤焦化公司签订战略合作框架协议。**物流端**，公司凭借在中蒙跨境市场的物流优势，2021 年起提高了自蒙古矿山至中国最终用户的全程物流服务比例，获取蒙古段运输业务高毛利红利。

表7: 嘉友国际主焦煤供应链贸易重大合同情况

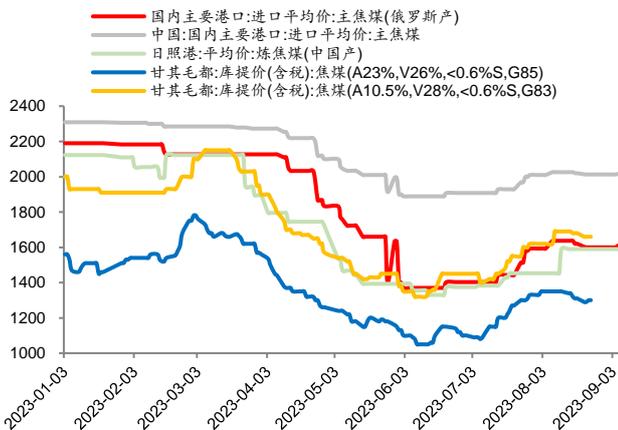
类型	合同	合同对方	合同内容	合同期限	履约情况
采购	煤炭进出口协议	Energy Resources	子公司万利贸易从 ER 购买洗精主焦煤。	2020.7.1 至 300 万吨供应执行完毕	/
	主焦煤采购协议	博迪国际	四年采购 600 万吨主焦煤，其中嘉宸国际、嘉新国际各采购 300 万吨。公司负责自 TT 矿山提货至中国用户的中蒙跨境综合物流服务。	2021.2-2025.2	2021 年末尚未开始执行
	采购合同	ETT	嘉新国际采购煤炭 1800 万吨，并负责自蒙古国矿山提货至终端用户的中蒙跨境综合物流服务。	2021.7.5 至履约完毕 (预计 5 年)	2021 年末尚未开始执行
出售	国际矿能产品跨境供应链业务合作框架协议	神华内蒙古煤焦化公司	未来 5 年内每年度供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品。	2018.4.11-2023.4.10	/
	战略合作框架协议	国家能源集团煤焦化公司	煤焦化公司向嘉宸国际采购总数量不少于 500 万吨主焦煤。同等条件下，煤焦化公司优先委托嘉友物流子公司提供运输服务。	2021.5.11-2026.12.31 (如无异议自动延至 2029.12.31)	/

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

蒙煤兼具交割标准与交割经济性，进口需求有望回升。从价格看，蒙煤较其他国家进口煤炭、国产煤而言仍有性价比。根据甘其毛都口岸公众号，截至 8 月 17 日甘其毛都口岸 2023 年累计进口煤炭约 2132 万吨，同比+177%，已超过 2019 年全年的 2052 万吨。根据 Mysteel，2023 年 9 月中上旬甘其毛都口岸日均通车量约 983 辆，超过 2019 年同期水平。

中蒙市场业务量有望恢复并实现稳健增长，中长期看运输份额提升。根据嘉友 2023 年中报，上半年中蒙跨境综合物流业务及供应链贸易总量同比+161%，高于市场增长水平。公司已与 TT 矿主要矿区开采方 ETT、ER 建立长期合作，煤炭运输量占甘其毛都口岸全部煤炭进口量的 20% 左右。随着 TT 煤矿设计产能扩张、运输效率提升，未来蒙煤出口量有望进一步扩大，公司份额与运量有望扩张。

图32: 甘其毛都口岸进口蒙煤价格仍具性价比 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所
注: 甘其毛都口岸进口焦煤为蒙古国焦煤。

图33: 甘其毛都口岸蒙煤日均通车次 (单位: 辆)



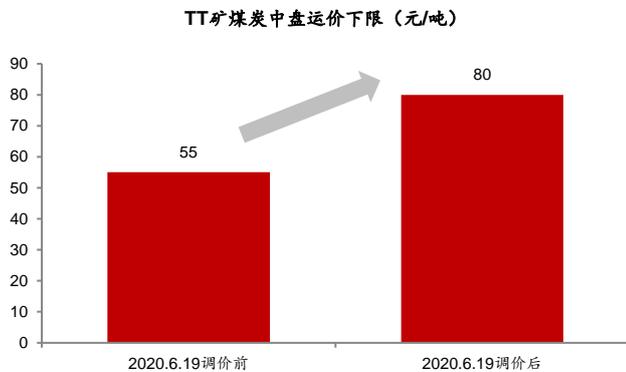
资料来源: Mysteel, 浙商证券研究所

2.4.2 运价：短盘运费回归常态，毛利率因物流范围延伸而提升

拓宽物流服务范围提高整体毛利率水平，抓住 2021-2022 年蒙古段运费快速增长红利。2020 年以前公司仅负责口岸环节与境内段运输，2017-2020 年主焦煤供应链贸易业务单吨毛利约 25-35 元。2021 年起公司将主焦煤供应链贸易业务中的物流服务范围拓宽至高毛利的蒙古段，受益于蒙古段短盘运费大涨，2021 年单吨毛利提高至 245 元。

- **中盘运费：2020 年蒙古国政府强制提价 45%，常态下一般较为稳定。**根据 Mysteel，蒙古国政府发布命令：从 2020 年 6 月 19 日起，TT 矿山将中盘运输价格调整为高于 80 元/吨。此次调价前，中盘运输正常价格约 55 元/吨。
- **短盘运费：逐渐回归常态。**根据 Mysteel，受口岸通关效率下降影响，运力较稀缺的短盘运输环节 2021-2022 年运费波动较大，高点涨到 2150 元/吨。2023 年短盘运费触底回升，随着通行恢复正常水平而回归常态区间。

图34：2020年6月蒙煤TT矿中盘运输强制提价45%



资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

图35：蒙煤进口短盘运费回归常态 (元/吨)



资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

根据 2019-2021 年情况，考虑到 2021 年起公司将供应链贸易物流服务范围拓展至全程，当短盘运费为 100-300 元/吨时，我们预计主焦煤供应链贸易单吨毛利为 64-124 元（2020 年及以前为 25-35 元/吨）。基于短盘运费、煤炭出货量指标假设，我们对主焦煤供应链贸易业务毛利润做了如下敏感性测算：

表8：嘉友主焦煤供应链贸易业务毛利润敏感性测算（货币单位：人民币）

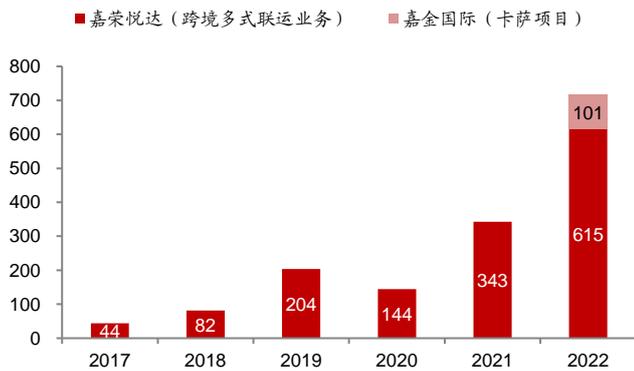
毛利润 (亿元)		煤炭出货量 (万吨)					
短盘运费 (元/吨)	单吨毛利 (元, 预计)	200	300	400	500	600	700
100	64	1.3	1.9	2.6	3.2	3.8	4.5
120	70	1.4	2.1	2.8	3.5	4.2	4.9
140	76	1.5	2.3	3.0	3.8	4.6	5.3
160	82	1.6	2.5	3.3	4.1	4.9	5.7
180	88	1.8	2.6	3.5	4.4	5.3	6.2
200	94	1.9	2.8	3.8	4.7	5.6	6.6
220	100	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
240	106	2.1	3.2	4.2	5.3	6.4	7.4
260	112	2.2	3.4	4.5	5.6	6.7	7.8
280	118	2.4	3.5	4.7	5.9	7.1	8.3
300	124	2.5	3.7	5.0	6.2	7.4	8.7

资料来源：Mysteel、嘉友公告，浙商证券研究所测算

3 中非：模式再升级，打造第二成长曲线

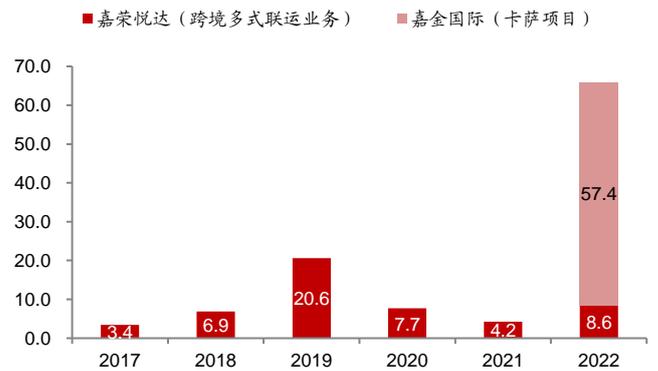
绑定矿企客户拓展非洲，2018 年收购中非跨境物流企业枫悦国际入局。2018 年公司以 7075 万元现金收购上海枫悦国际物流有限公司 100% 股权（后改名嘉荣悦达），开拓中非跨境多式联运业务，加快布局非洲物流市场。由于中非地区运距较长，中非跨境物流服务业毛利率相对低，2019 年嘉荣悦达毛利率约为 15%。

图36：嘉友中非业务相关子公司营业收入（百万元人民币）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：公司 18Q4 并表嘉荣悦达。

图37：嘉友中非业务相关子公司净利润（百万元人民币）



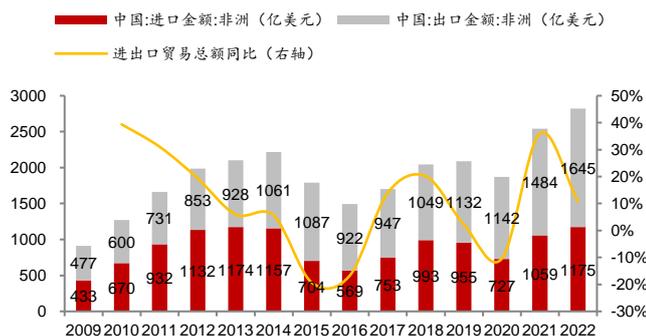
资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：公司 18Q4 并表嘉荣悦达。

轻重资产结合模式复制再升级，中非市场增量空间广阔。1) **重资产投资陆港业务**：维持重资产卡位物流基础设施的发展思路，结合非洲当地运输条件，公司从投资建设道路、陆运口岸等核心物流基础设施入手，通过卡萨项目、迪洛洛项目把控刚果（金）核心矿产运输动脉。2) **轻资产运营跨境物流运输业务**：绑定矿企客户，携手二股东紫金矿业，依靠核心物流基础设施，拓展跨境物流运输业务，从工程项目物流延展至大宗矿产品物流业务。公司当前主要开展非洲内陆运输服务，未来中非跨境物流运输服务有望实现突破。

3.1 绑定矿企客户开拓非洲，刚果（金）为第一站

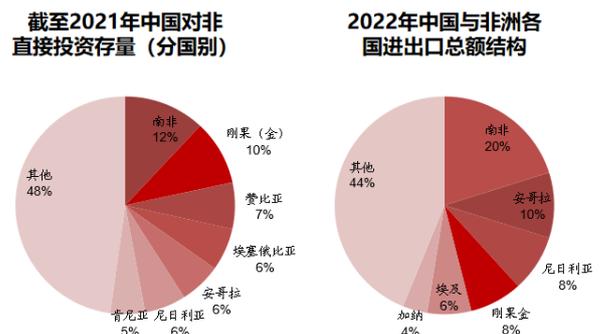
非洲是参与“一带一路”合作最积极的市场之一，中国 2009-2022 年稳居非洲第一大贸易伙伴国地位，进口贸易集中在矿产品。非洲矿产资源丰富，是中国进口矿产品的重要来源地，2022 年中国自非洲进口矿产品、贱金属及其制品、珠宝&贵金属及制品金额分别占总进口额的 57%、21%、14%。2022 年中国与刚果（金）进出口贸易总额约 219 亿美元（位列非洲国家第 4），同比增速约 52%，在中国前十大非洲贸易伙伴中增速排名第一。

图38：2009-2022 年中国稳居非洲第一大贸易伙伴国地位



资料来源：海关总署，Wind，浙商证券研究所

图39：中国对非洲各国直接投资情况、进出口贸易金额占比



资料来源：海关总署，中非贸易研究中心，Wind，浙商证券研究所

刚果（金）是非洲面积第二大国家，矿产资源丰富，铜、钴等储量居世界前列，矿产资源出口是经济增长主要来源。根据我国商务部，2021年刚果（金）矿产品（主要有铜、钴、锌、钻石、黄金等）占出口贸易的比重高达91.93%。

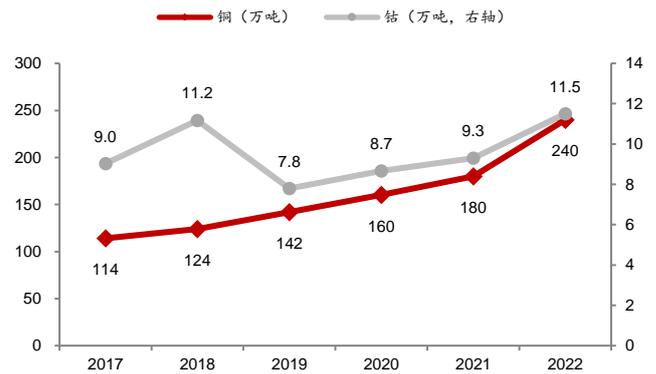
我国与刚果（金）持续深化经贸合作，2023年两国将合作共赢的战略伙伴关系提升为全面战略合作伙伴关系，未来双边贸易总额有望提升。流量方面，2018年起中国对刚果（金）投资流量规模扩张，2021年投资流量占非洲整体的21%。存量方面，截至2021年底，中国对刚果（金）直接投资存量42.6亿美元，占对非洲整体投资存量的10%左右。

图40：刚果（金）主要矿产资源已知储量与主要分布地区

矿资源	储量	主要分布地区	备注
铜	7500万吨	加丹加省	占世界总量的15%
钴	450万吨	加丹加省	占世界总量的50%
铌	3000万吨	南、北基伍省、马尼埃玛省	占世界总量的80%
铁	10亿吨		品位60%
锂	3100万吨		
锰	700万吨	加丹加省、下刚果省	
锌	700万吨	加丹加省	
黄金	600吨		
钻石	2.06亿克拉		主要为工业钻

资料来源：刚果（金）矿业部、中国商务部，浙商证券研究所

图41：刚果（金）铜、钴产量

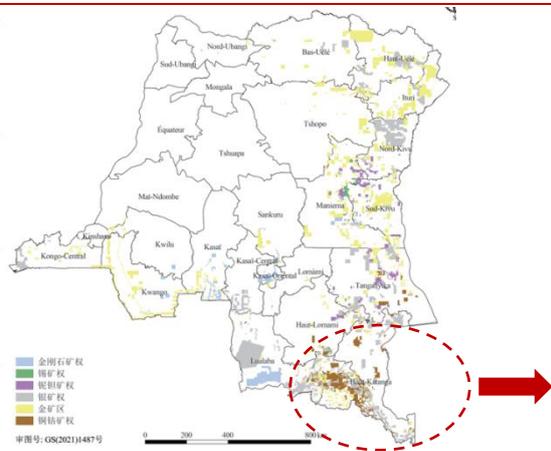


资料来源：刚果（金）中央银行、矿业部，中国商务部，Bloomberg，浙商证券研究所

中非铜钴矿带是世界第三大铜矿富集区，也是世界上资源储量最大、矿床分布密度最高的沉积-改造型铜钴矿成矿带，目前已勘探1.4亿吨铜、600万吨钴，集中了全球10%的铜矿资源与70%的钴矿资源，面积约10万平方公里，地理位置上覆盖刚果（金）南部3省（科卢韦齐、卢阿拉巴、卢本巴希省）与赞比亚北部2省（铜带、西北省）。

中刚产能合作主要集中在矿业领域，主要为铜钴的初级加工冶炼，以紫金矿业为代表的中资矿业持续加码投资刚果（金）矿山，矿产品跨境运输需求旺盛。根据上海联合矿权交易所，40多家中资矿企控制着刚果（金）全国大约70%的采矿业，中资企业在刚果（金）的钴产量占到了全球钴产量的80%。

图42：刚果（金）有利矿权分布图



资料来源：地质通报，浙商证券研究所

图43：中资矿业在加丹加铜钴矿带的投资布局

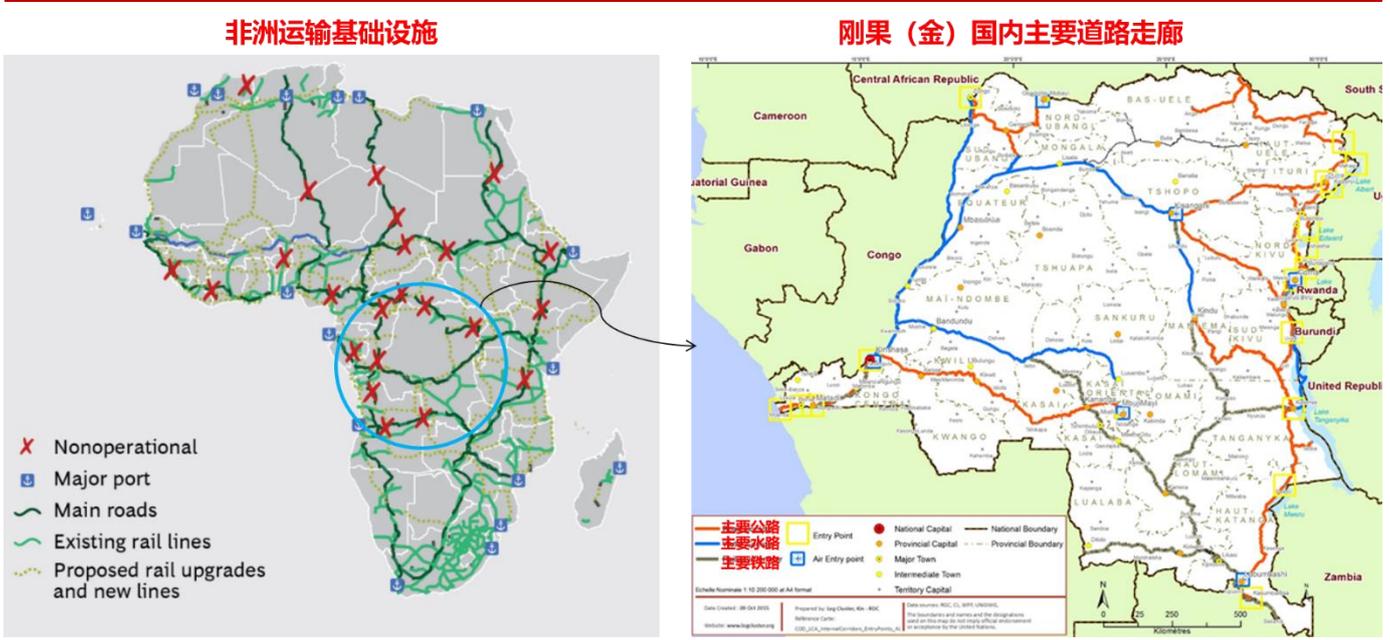


资料来源：冶金信息网，浙商证券研究所

刚果(金)地处非洲中部,为“准内陆国”,运输基础设施薄弱,运输成本高企。根据BCG《Pioneering One Africa》,非洲物流碎片化问题突出,导致非洲运输和分销货物的平均成本相当于货值的320%,南美洲为200%,东亚和北美为140%。

- **境内陆运交通较落后:** 因长年战乱破坏且缺乏维护,公路路况不佳,仅剩约6万公里主干道可通行(沥青路占1.8%),铁路网络不通畅。
- **海运:** 刚果(金)海岸线37公里,仅占国境线的0.3%,唯一的直接出海通道为自Matadi顺流而下至大西洋。Matadi港与Kinshasa相距约350公里,由于这段刚果河不通航,货物只能通过公路或铁路运输。
- **矿产品主要跨境运输路线:** 1)东线:陆路运输至坦桑尼亚达累斯萨拉姆港(每年约40万吨); 2)南线:通过赞比亚运输至南非德班港(每年约60万吨)。

图44: 非洲、刚果(金)运输基础设施



资料来源: BCG、世界银行、世界粮食计划署, 浙商证券研究所

3.2 陆港业务: 模式复制再创新, 重资产基建与物流服务协同

3.2.1 卡萨项目: 2022年试运营, 增量业务贡献可期

卡萨项目整合基建与物流服务, 卡位刚果(金)铜钴矿带重要运输通道, 攻下非洲重要物流枢纽第一城。2019年8月, 公司公告拟投资、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, 包括卡萨公路(150km)、2座边界口岸升级改造、萨卡尼亚陆港海关监管场所、2个停车场以及1个生活区等建设。项目总投资额约2.29亿美元, 预计项目投资回收期5.44年, 财务内部收益率27%。

卡萨公路联通矿带与港口, 卡位重要跨境物流枢纽, 提升物流效率、助推矿山产能释放。i) 刚果(金)段铜钴矿带矿产品东南方向出口运输路线: 矿山→卡松巴莱萨口岸→恩多拉(东非交通动脉坦赞铁路重要节点)→德班港或达累斯萨拉姆港。该路线运输的主要瓶颈在卡松巴莱萨口岸的通关能力, 拥堵路段最长达70公里, 通关时间长达7至10天已

成为常态，亟待开辟新的陆运口岸。ii) 卡萨公路有效改善刚果（金）南线运输条件：卡松巴莱萨-萨卡尼亚公路位于铜钴矿带东南方向运输要道上，终点萨卡尼亚距离恩多拉仅30多公里，建成通车后能有效提高道路通行能力和海关的清关能力，增加运力供给并降低矿企运输成本。

图45：卡松巴莱萨-萨卡尼亚项目具体内容与地理位置



资料来源：谷歌地图、公司公告，浙商证券研究所

合资公司取得卡萨项目 25 年公共服务特许权。全资孙公司嘉金投资与刚果（金）政府设立合资公司负责运营卡萨项目，特许权期限 25 年（2019 年 8 月 12 日至 2044 年 8 月 11 日）。在完全返还项目投资总额及利息前，公司可分配 90% 净利润；在完全返还项目投资总额及利息之后，公司可分配 80% 净利润。

表9：卡萨项目运营净利润分配方案

分配主体	完全返还项目投资总额及利息前	完全返还项目投资总额及利息之后
嘉友国际	90%	80%
刚果（金）	5%	5%
上加丹加省政府	5%	15%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

卡萨项目 2022 年试运营，当年陆港项目收入 1 亿元、净利润近 0.6 亿元。多因素影响下整体竣工时间从 2022 年 6 月延迟至 2023 年 9 月。2020 年 5 月，该项目被批准动工；2022 年 1 月，道路实现全线通车，正式转入收费试运营阶段；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，莫坎博边境口岸和萨卡尼亚陆港进入试运营。因雨季交通限制等多因素影响，项目整体完工时间预计从 2022 年 6 月推迟至 2023 年 9 月。2022 年，公司陆港项目业务收入 1 亿元，毛利率 77%，净利润 5741 万元。

卡萨项目利润弹性测算:

1. 收入端:

- **通车量:** 卡萨公路通车前, 卡松巴莱萨口岸日均通车量(单向)约 600 辆卡车。考虑到卡萨项目 2022 年才试运营, 将经历一段爬坡期, 我们对日均通车量取 200-700 辆进行利润弹性测算。
- **收费项目:** 1) **公路收费:** 卡萨公路上建有 4 座收费站, 按里程向车辆收取过路费。结合 Kuwait Times 报道, 假设卡萨公路收费约 1 美元/公里。2) **口岸收费:** 萨卡尼亚陆港及莫坎博边境口岸可提供出入境车辆监管停车、货物换装、矿产品保税仓储、报关报检等业务, 其中监管停车服务按照停车时间收费, 其他业务收取服务费。结合 NTB (东南非共同市场、东非共同体和南部非洲发展共同体非关税壁垒) 官网情况, 假设卡萨尼亚口岸相关服务收费约 150 美元/车/天, 假设通关时间 5 天。

2. 成本端: 根据公司公告, 卡萨项目投资 2.29 亿美元, 特许权期限为 25 年 (2019-2044 年), 假设 2023 年开始折旧, 则年均折旧约 0.11 亿美元 (按照美元:人民币=1:7 计算, 对应折旧约 0.76 亿元/年)。

3. 利润端: 根据公司 2022 年报, 2022 年卡萨陆港项目运营收入约 1 亿元、毛利率约 77%、净利率约 64%。考虑到项目 2023 年完全竣工, 边界口岸、萨卡尼亚陆港、停车场与生活区开始收费, 我们假设卡萨项目毛利率 (不考虑折旧时) 约 65%, 结合折旧 0.76 亿元/年, 测算得日均通车量 200-700 辆对应毛利润约 1.5-7.1 亿元。

表10: 卡萨项目利润弹性测算 (假设美元:人民币=1:7, 货币单位: 人民币)

卡萨路段日均通车量 (辆/日)	200	300	400	500	600	700
公路年通车量 (万辆/年)	7.3	11.0	14.6	18.3	21.9	25.6
口岸通关比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%
陆港项目合计收入 (亿元)	3.4	5.2	6.9	8.6	10.3	12.1
公路收费 (亿元)	0.8	1.1	1.5	1.9	2.3	2.7
港口收费 (亿元)	2.7	4.0	5.4	6.7	8.0	9.4
毛利率 (不考虑折旧)	65%	65%	65%	65%	65%	65%
折旧 (亿元/年)	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
毛利润 (亿元)	1.5	2.6	3.7	4.8	6.0	7.1

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所测算

3.2.2 迪洛洛项目: 携手二股东紫金矿业, 打开远期成长空间

携手二股东紫金矿业投资迪洛洛项目, 加码刚果(金)矿能运输通道基础设施建设。 2023 年 3 月, 公司公告全资子公司中非国际 (持股 51%) 拟与二股东紫金矿业全资子公司金山香港 (持股 49%) 组成联合体, 和刚果(金)签署《卢阿巴拉省第 39 号国家公路坎布鲁鲁至迪洛洛段 (219.4 公里) 和迪洛洛陆港的设计、融资、建设及运营特许权合同》。该项目投资总额约 3.6 亿美元, 特许权期限为 30 年 (施工 5 年、运营 25 年), 我们预计 2028 年投产, 提供远期成长性。

表11: 坎布鲁鲁至迪洛洛道路与迪洛洛陆港现代化改造项目

具体内容	
区位	毗邻安哥拉，坎布鲁鲁至迪洛洛路段将对接科卢韦齐至坎布鲁鲁路段，连接科卢韦齐到迪洛洛陆港，打通刚果（金）铜矿带向西与安哥拉洛比托港口之间的矿产资源运输通道。
具体项目	<p>1.坎布鲁鲁至迪洛洛道路现代化改造项目：</p> <p>(1) 修复和改造第 39 号国道坎布鲁鲁至迪洛洛路段 219.4 公里公路；</p> <p>(2) 修复和改造卢阿拉巴省迪武玛至基森盖 28 公里夯实土路；</p> <p>(3) 修复和改造卢阿拉巴省卡萨吉至卢厄 7 公里夯实土路；</p> <p>(4) 建设 4 个收费站和 2 个称重站。</p> <p>2.迪洛洛陆港现代化改造项目：</p> <p>保税仓库、联合检查办公区、联合检查通道区、公路货物海关特别监管区、铁路货物海关特别监管区、停车场、配套商业设施、连接刚果（金）和安哥拉的开赛河上的桥梁。</p>
项目收入	包括但不限于道路通行费、停车费、称重费和运营产生的各类收益
建设主体	嘉友国际（持股 51%）、紫金矿业（持股 49%）联合体
项目投资总额	约 3.63 亿美元（折合约 25 亿元人民币）
联合体特许权	拥有在项目区半径 80 公里范围内建设和运营迪洛洛陆港的独家权利
特许权期限	特许权期限为 30 年，包括施工阶段 5 年和运营阶段 25 年。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：按照美元:人民币=1:7 汇率计算。

迪洛洛项目打通刚果（金）铜钴矿带西南方向与安哥拉之间的矿产资源运输通道，并靠近紫金矿业两大铜矿，与卡萨项目位于同一区域，协同效应将显现，打开远期成长空间。坎布鲁鲁至迪洛洛路段改造完成通车后，将对接科卢韦齐至坎布鲁鲁路段，连接科卢韦齐到迪洛洛陆港，打通刚果（金）铜矿带向西经过安哥拉本格拉铁路通往洛比托港口之间的矿产资源运输通道。

图46: 卡萨项目、迪洛洛项目具体区位



资料来源：谷歌地图、公司公告，浙商证券研究所

3.3 跨境多式联运：绑定紫金开启新纪元，中长期增量想象空间大

深度绑定紫金，开启中非矿产品跨境物流运输新纪元。2023年8月公司中标紫金矿业、中信金属刚果（金）Kamoa 矿铜产品跨境物流运输服务，中标金额合计约 3789 万美元，以汇率美元:人民币=1:7 计算，折合约 2.65 亿元人民币。参照嘉荣悦达 2019 年毛利率 15%、净利率 10%，我们假设该业务净利率 10%，预计此次中标金额贡献净利润约 0.27 亿元人民币。

此次中标运量占紫金矿业刚果（金）矿山产量的比例较低，物流服务增量空间较大。考虑到非洲内陆运输效率较低、成本较高，我们预计此次紫金矿业、中信金属铜精矿跨境物流运输服务中标金额对应运输量占 Kamoa 矿铜精矿运输需求量的比例较低，未来公司承运比例有望提升，业务量增长空间较大。

表12：嘉友国际围绕中非市场承接的主要跨境物流项目情况

客户	所属矿企	服务内容	合同/交易金额
金山香港	紫金矿业	2023年8月中标 铜产品跨境物流运输服务 ：自刚果（金）Kamoa 铜矿或科卢韦齐的卢阿拉巴铜冶炼厂经赞比亚仓库，运往指定的非洲港口	中标金额约 1897 万美元（约 1.33 亿元人民币）
金属香港	中信金属	2023年8月中标 铜产品跨境物流运输服务 ：自刚果（金）Kamoa 铜矿经赞比亚仓库，运往指定的非洲港口	中标金额约 1892 万美元（约 1.32 亿元人民币）
紫金矿业物流有限公司	紫金矿业	为刚果（金）COMMUS 公司项目设备、物资提供全程物流运输服务	/
紫金矿业物流有限公司	紫金矿业		/
中国十五冶金建设集团有限公司	中国有色		/
COMPANIA ELECTRO METALURGICA SA	美伊电钢	刚果（金）/赞比亚铜冶炼厂建设期提供跨境综合物流服务	/
云铜香港	云南铜业		/

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：按照美元:人民币=1:7 汇率计算。

紫金矿业旗下 Kamoa 矿即将扩产。根据紫金矿业公告、官网，Kamoa 铜矿为全球第四大产铜矿山，2023 年 Kamoa 矿产能超过 45 万吨金属铜，矿企一般将铜精矿运输至中国进行精加工，按照精矿含铜量 55% 计算，对应物流需求约 82 万吨铜精矿。三期扩建工程预计 2024 年 10 月建成投产，届时年产能将达到 62 万吨金属铜（按照精矿含铜量 55% 计算，对应铜精矿约 113 万吨）。远期看，当项目产能提升至矿石处理量 1920 万吨/年时，年产 80 多万吨金属铜，将成为全球第二大产铜矿山。

紫金矿业在刚果（金）拥有 Kamoa 铜矿 45% 的权益、Kolwezi 铜钴矿 72% 的权益，两大矿山均位于中非铜钴矿带，相距 20 多公里，公司建设的核心陆港基础设施位于矿带东、南向运输要道。未来更深层次的业务协同有望给嘉友带来可观业绩增量，我们测算如下：

1) **矿山产量与运输需求**：根据紫金矿业官网，Kamoa 铜矿、Kolwezi 铜钴矿 2025 年产能分别约 62 万吨、13 万吨金属铜，我们预计 2025 年产量合计约 75 万吨金属铜，对应铜精矿运量需求约 129 万吨。

2) **运费标准**：根据 AVZ 矿业公告，我们假设紫金矿业 Kamoa、Kolwezi 矿区至坦桑尼亚达累斯萨拉姆港口的非洲内陆运费约 350 美元/吨，以汇率美元:人民币=1:7 计算，即 2450 元/吨。

3) **中非跨境多式联运物流业务净利率**: 公司通过全资子公司嘉荣悦达开展中非跨境多式联运物流业务, 其 2019 年净利率为 10%, 我们以此为参照进行测算。

4) **嘉友国际 2025 年相关业务盈利测算**: 若嘉友承运紫金矿业刚果(金)两大矿山 Kamo a 矿、Kolwezi 矿产品非洲内陆运输运量需求的 50%, 对应运费收入约 17.6 亿元, 假设净利率为 10%, 对应净利润为 1.8 亿元。

表 13: 紫金矿业刚果(金)铜产量与嘉友国际跨境多式联运物流业务情景假设

		2022	2023E	2024E	2025E
1. 紫金矿业刚果(金)两大矿山产量与运输量预计					
Kamo a 铜矿	产能(万吨, 含铜量)	/	45	45	62
	产量(万吨, 含铜量)	33	45	45	62
	铜精矿运输量(万吨)	61	82	82	113
Kolwezi 铜钴矿	产能(万吨, 含铜量)	13	13	13	13
	产量(万吨, 含铜量)	13	13	13	13
	铜精矿运输量(万吨)	31	31	31	31
合计	铜精矿运输量(万吨)	92	113	113	144

2. 嘉友国际在不同承运比例、净利率假设下的盈利测算

假设嘉友国际承运 20%	运费收入(亿元)	/	5.5	5.5	7.0
	净利润(亿元, 假设净利率为 10%)	/	0.6	0.6	0.7
假设嘉友国际承运 35%	运费收入(亿元)	/	9.7	9.7	12.3
	净利润(亿元, 假设净利率为 10%)	/	1.0	1.0	1.2
假设嘉友国际承运 50%	运费收入(亿元)	/	13.8	13.8	17.6
	净利润(亿元, 假设净利率为 10%)	/	1.4	1.4	1.8

资料来源: 嘉友国际公告、紫金矿业官网、紫金矿业公告、AVZ 矿业公告, 浙商证券研究所测算。

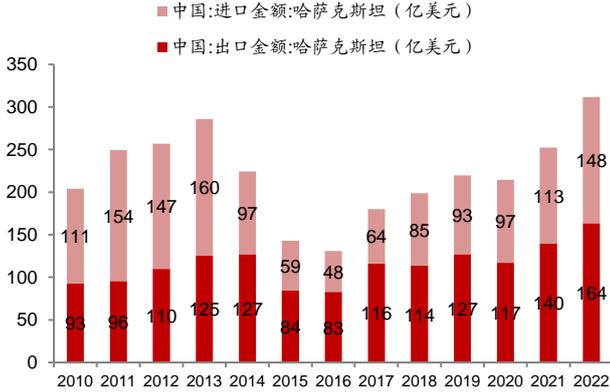
注 1: 本表货币为人民币; 汇率按照美元:人民币=1:7 计算。

注 2: 矿企一般在矿区当地粗加工成铜精矿, 将铜精矿运输至中国再进行冶炼加工, 不同品位的铜矿山采选的铜精矿含铜量不等, 物流需求对应标的为铜精矿。

4 中亚：版图再拓展，激发新活力

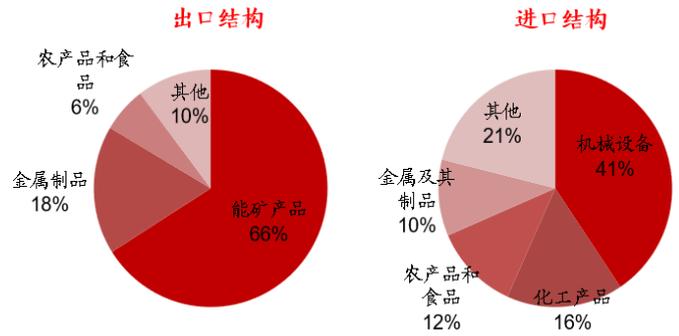
中亚是“一带一路”市场的关键枢纽地，哈萨克斯坦依托优越的战略位置成为领头羊。哈萨克斯坦矿产资源丰富，多种矿产储量排名世界前列，铜矿已探明储量 3450 万吨、占世界储量的 5.5%，排名第 12。采矿业是其 GDP 支柱产业，矿能产品出口额占出口总额的近 7 成，机械设备进口额占总进口额的 4 成。中国是哈萨克斯坦第二大贸易伙伴国，也是哈萨克斯坦第一大出口目的国和第二大进口国，跨境物流需求旺盛。

图47： 2022 年中哈进出口贸易总额 312 亿美元



资料来源：Wind、海关总署，浙商证券研究所

图48： 2021 年哈萨克斯坦进出口商品结构



资料来源：商务部，浙商证券研究所

霍尔果斯口岸进出口货量占新疆全区的 6 成左右，是连接中亚五国的重要交通枢纽，亦是“一带一路”建设的桥头堡。哈萨克斯坦是世界最大内陆国，货运主要依靠铁路、公路运输，高效的跨境物流通道天然对口岸位置提出高要求。霍尔果斯口岸地处亚欧经济板块的中心位置，聚合横跨亚欧大陆交通大动脉的“双西公路”，是东联西出的国际贸易通道。根据霍尔果斯海关统计，2022 年霍尔果斯口岸进出口货运量突破 4000 万吨，规模占新疆口岸进出口货运量的 6 成左右。

图49： 嘉友倚靠霍尔果斯口岸将业务辐射至中亚经济圈



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

复制中蒙模式，2022 年建成霍尔果斯口岸最大海关监管场所，辐射中亚经济圈，开拓中亚跨境多式联运业务。2019 年 3 月，公司出资 60%，与可克达拉市恒信物流集团（新疆

建设兵团控制) 合资设立嘉友恒信。2019年5月, 嘉友恒信获批建设霍尔果斯口岸海关监管场所, 占地面积约19万平方米; 2022年1月, 该海关监管场所正式开始运营, 公司完成在中亚桥头堡霍尔果斯口岸的物流节点布局。

表14: 霍尔果斯口岸海关监管场所

海关监管场所	场所类型	面积(万平方米)	控股公司
嘉友恒信海关监管仓库	公路运输类	19	嘉友恒信
迪拓实业监管库	公路运输类	9	迪拓实业有限公司
霍尔果斯丝路荣腾仓库	公路运输类	13	霍尔果斯丝路荣腾物流有限公司
霍尔果斯综合保税区国合仓库	公路运输类	12	国合投资开发有限公司
新疆鑫超金洋监管作业场所	公路运输类	3	新疆鑫超金洋商贸有限公司
金亿国际物流中心	公路运输类	/	金亿集团
田源进出口货物监管库	/	/	/
霍尔果斯竞天贸易海关监管仓库	/	/	/
九鼎隆海关监管仓库	/	/	霍尔果斯九鼎隆贸易有限公司

资料来源: 乌鲁木齐海关, 浙商证券研究所

与哈铜旗下两座铜矿山深入合作, 当前在中亚市场获得的合同以工程物流项目为主, 未来业务量有望进一步拓展。哈铜是哈萨克斯坦最大的铜生产商, 拥有 Aktogay、Bozshakol 两大哈萨克斯坦大型铜矿山项目, 2022年的铜产量合计为38万吨。公司与哈铜在2013年 Aktogay、Bozshakol 项目建设营运初期已开展合作, 2018年参加了这两个项目的全球招标, 先后获得3份建设期及运营期工程物流合同(金额合计约5735万美元, 合约4亿元人民币), 并签署了1份运营期工程物流服务框架协议。

表15: 嘉友国际在中亚市场签订重大合同情况

交易对方	合同内容	合同金额	合同期限
哈萨克斯坦铜业集团	负责 Aktogay、Bozshakol 矿山运营耗材的物流运输	约 775.19 万美元	2018.1.1-2019.12.31
哈萨克斯坦铜业集团	负责 Aktogay、Bozshakol 矿区的货物运输	1700 万美元	2018.6.29-2022.6.30
哈萨克斯坦铜业集团	为 Aktogay、Bozshakol 项目提供生产铜精粉所用易耗材料-研磨球、衬板以及其他运营生产设备的全程国际物流服务	3259.65 万美元	2019.1.1-2022.12.31
AZURITE LOGISTICS	为 Aktogay、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	2021.2.1-2022.12.31

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

中亚市场处于拓展期, 业务量为低基数, 未来或呈指数级增长。2021年, 全资子公司嘉运智慧营业收入8656万元, 净利润1589万元, 净利率约18%。2022年, 嘉友恒信营业收入1093万元, 净利润-255万元。在深耕矿区基础上, 公司2022年开始利用中亚班列回程进口农产品, 未来有望进一步打开中亚市场新局面。

表16: 嘉友国际中亚业务收入、利润情况

年份	子公司	主营业务	嘉友持股	营业收入(万元)	净利润(万元)
2021	嘉运智慧	以霍尔果斯为中心从事跨境多式联运业务	100%	8656	1589
2022	嘉友恒信	依托霍尔果斯口岸, 运营海关监管场所, 开展中亚跨境多式联运业务	60%	1093	-255

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 业绩预测与投资建议

基于上述分析，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 67.9、77.5、94.3 亿元，归母净利润分别为 9.18、10.65、13.42 亿元。核心假设如下：

- 1) **跨境多式联运综合物流服务**：运输恢复通畅后中蒙市场运量将回升，中非市场中标新合同将带来增量，中亚市场依托嘉友恒信海关监管场所将进入收获期。2014-2021 年该业务收入复合增速约 18%，毛利率在 25%-40%。考虑到业务市场拓展与运量扩张，假设 2023-2025 年该业务收入增速为 18%-20%。考虑到中非物流服务业运距较长、毛利率相对较低，随着中非市场业务量占比提升，毛利率或小幅下降，假设 2023-2025 年分别为 26%、24%、23%。
- 2) **主焦煤供应链贸易**：参照公司已签订的长协，假设 2023 年主焦煤出货量 400 万吨，2024-2025 年增速分别为 25%、20%。考虑到中盘运费、境内运费、通关服务费较稳定，短盘运费波动较大，2023 年起短盘运费逐步回归常态，假设 2023-2025 年单吨毛利分别为 100、85、80 元。
- 3) **陆港项目业务**：考虑到通车量爬坡情况，假设 2023-2025 年日均通车量分别为 350、400、450 辆，假设公路通车费为 150 美元/辆、口岸收费为 150 美元/辆/日，通关时间为 5 日。基于 2022 年毛利率为 77%，考虑到当年未计提折旧，假设 2023-2025 年毛利率分别为 44%、53%、61%。

表17: 2023-2025 年嘉友国际盈利预测

	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	6791	7752	9429
YOY	41%	14%	22%
毛利率	18%	19%	19%
归母净利润 (百万元)	918	1065	1342
归母净利率	14%	14%	14%
业务拆分			
跨境多式联运综合物流服务:			
收入 (百万元)	2407	2889	3466
YOY	18%	20%	20%
毛利率	26%	24%	23%
主焦煤供应链贸易:			
出货量 (万吨)	400	500	600
收入 (百万元)	3600	4250	5100
单吨毛利 (元)	100	85	80
毛利率	11%	10%	9%
陆港项目业务:			
日均通车量 (辆)	350	400	450
收入 (百万元)	469	613	862
折旧 (百万元)	76	76	76
毛利率	44%	53%	61%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所预测

选取物流行业中从事供应链物流、仓储物流、跨境物流等类似业务的华贸物流、中国外运、密尔克卫作为可比公司，2023-2025年可比公司平均PE分别为12、10和9倍。考虑到嘉友的增量市场、增量业务逐渐开花结果，将有效增厚业绩，伴随规模效应释放，盈利能力有望提升，未来规模增速有望超过行业平均水平，给予公司当年15倍PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

表18: 可比公司估值情况 (2023.9.27)

单位: 亿元			归母净利润 (亿元)				PE		
证券代码	公司名称	总市值	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601598.SH	中国外运	364	40.7	39.3	41.8	44.8	9	9	8
603128.SH	华贸物流	94	8.9	9.1	10.8	12.7	10	9	7
603713.SH	密尔克卫	124	6.1	6.9	9.0	11.3	18	14	11
	平均		-	-	-	-	12	10	9
603871.SH	嘉友国际	128	6.8	9.2	10.7	13.4	14	12	10

资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算。注: 中国外运、华贸物流、密尔克卫业绩预测来自 Wind 一致预期, 嘉友国际业绩预测来自浙商证券研究所预测。

6 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险:** 公司主营业务涉及境内外市场, 受国内外宏观经济的周期性波动影响较大。
- (2) **海外市场政治、经济环境变化风险:** 若刚果(金)等海外主要市场政府发生政局动荡或大幅经济波动等情况, 将对公司经营情况造成不利影响。
- (3) **运量不及预期风险:** 若公司业务拓展不及预期, 运输业务量不及预期将影响公司经营业绩。
- (4) **运价不及预期风险:** 若运价不及预期, 公司经营业绩将受到影响。
- (5) **客户集中度较高风险:** 若未来公司主要客户群的经营状况发生不利变化, 可能会对公司生产经营产生不利影响, 导致公司经营业绩出现波动。
- (6) **测算偏差风险:** 报告内测算均基于一定前提假设条件, 或因假设条件不达预期, 导致结论存在一定偏差。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2742	3658	4062	4784
现金	949	1917	1739	1974
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	194	278	311	372
其它应收款	47	59	68	86
预付账款	578	754	1052	1146
存货	793	520	743	1054
其他	181	130	148	153
非流动资产	2614	3391	4222	4955
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	16	16	16	16
固定资产	726	870	1030	1167
无形资产	1583	2078	2716	3257
在建工程	0	80	144	195
其他	290	348	316	319
资产总计	5356	7049	8284	9739
流动负债	1099	1175	1411	1625
短期借款	0	0	0	0
应付款项	615	714	922	1099
预收账款	0	0	0	0
其他	484	461	489	526
非流动负债	31	458	394	294
长期借款	0	0	0	0
其他	31	458	394	294
负债合计	1130	1633	1805	1919
少数股东权益	69	67	65	63
归属母公司股东权益	4158	5349	6414	7757
负债和股东权益	5356	7049	8284	9739

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	508	1044	829	1153
净利润	680	916	1064	1340
折旧摊销	55	59	73	87
财务费用	6	9	10	7
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	235	(153)	(128)	34
其它	(462)	218	(184)	(311)
投资活动现金流	(473)	(773)	(931)	(811)
资本支出	0	(275)	(288)	(265)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(473)	(497)	(643)	(545)
筹资活动现金流	(239)	696	(75)	(107)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(239)	696	(75)	(107)
现金净增加额	(204)	967	(178)	234

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4829	6791	7752	9429
营业成本	3898	5550	6311	7624
营业税金及附加	15	28	27	33
营业费用	7	10	12	14
管理费用	75	95	111	138
研发费用	26	31	35	42
财务费用	6	9	10	7
资产减值损失	16	2	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	9	10	10	10
营业利润	801	1081	1255	1580
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	798	1077	1251	1576
所得税	118	162	188	236
净利润	680	916	1064	1340
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
归属母公司净利润	681	918	1065	1342
EBITDA	838	1126	1317	1653
EPS (最新摊薄)	0.97	1.31	1.52	1.92

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	24.21%	40.62%	14.15%	21.63%
营业利润	95.15%	34.95%	16.07%	25.92%
归属母公司净利润	97.32%	34.78%	16.12%	25.99%
获利能力				
毛利率	19.29%	18.27%	18.58%	19.14%
净利率	14.07%	13.49%	13.72%	14.21%
ROE	19.03%	19.03%	17.91%	18.78%
ROIC	16.04%	16.94%	16.47%	17.15%
偿债能力				
资产负债率	21.09%	23.17%	21.78%	19.71%
净负债比率	0.17%	0.12%	0.13%	0.11%
流动比率	2.49	3.11	2.88	2.94
速动比率	1.77	2.67	2.35	2.30
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.09	1.01	1.05
应收账款周转率	27.06	28.73	25.91	26.83
应付账款周转率	6.99	8.69	8.01	7.77
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.31	1.52	1.92
每股经营现金	0.73	1.49	1.19	1.65
每股净资产	8.31	7.65	9.18	11.10
估值比率				
P/E	18.41	13.66	11.76	9.33
P/B	2.16	2.34	1.95	1.62
EV/EBITDA	12.44	9.49	8.25	6.43

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>