

嘉友国际 (603871)

证券研究报告

2024年02月27日

拟参股蒙古矿企，深化物贸一体模式，中蒙业务再迎发展契机

签订蒙煤长协+收购蒙古矿企股权，收购 PE 约 7 倍

公司公告，拟以自有资金 8,881 万美元收购 Mongolian Mining Corporation (简称 MMC, 0975.HK) 全资下属公司所持有的 Khangad Exploration LLC 20% 股权；同时与 MMC 签署煤炭长期合作协议，约定公司十年内向其采购煤炭共计 1,750 万吨。收购标的 23 年上半年资产总额 8.15 亿元，净资产 1.58 亿元，净利润 2.22 亿元，假设 23 年 4.45 亿元净利润，对应收购对价 7 倍 PE，交易对价较为合理。

公司蒙煤供应稳中求升，物贸一体打开中蒙业务成长空间

MMC 是蒙古最大的高品质洗精主焦煤 (HCC) 生产商和出口商。MMC 拥有并经营 Ukhaa Khudag 和 Baruun Naran 露天焦煤煤矿，均位于蒙古南戈壁省，毗邻甘其毛都口岸。公司与 MMC 形成了长期战略合作关系，于公司而言：1) 稳蒙煤供应求增长：公司通过在供应端的股权合作及煤炭长期合作协议的安排，充分保证蒙古优质煤炭货源的稳定供应。2) 深化物贸一体业务：公司将搭建从矿山坑口提货至国内大型焦化企业和钢厂等终端用户的稳定的全流程能源供应通道，在现有的长期采购合同基础上，进一步扩大公司中蒙物贸一体化业务规模，有效激活公司甘其毛都口岸核心物流资产，为公司中蒙跨境综合物流业务提供更广阔和更稳定的增长空间。

23 年，我国自蒙古进口炼焦煤大幅增长 111% 至 5393 万吨，进口占比 53%，份额增长明显。展望后市，蒙古作为我国全面战略合作伙伴，中蒙经贸合作有望持续深化。公司作为主要的中蒙跨境物流服务商与贸易商，拥有关键物流节点甘其毛都口岸半数以上的仓储资源，保障全链路物流时效的基础上，进一步降本增利；公司此次与上游矿企深度绑定，叠加中蒙铁路预计于 24 年开工建设，我们认为公司中蒙业务有望进一步打开成长空间。

收购标的业绩大幅增长，投资收益或贡献近亿元

公司通过持有 KEX 20% 股权，可作为股东按照股权比例享受标的公司每年分红收益。截至 23 年中报，KEX 旗下矿床探明+可控制煤炭资源量达 4.5 亿吨，有望支撑其长期开采。2022 年 KEX 取得税后利润 0.51 亿元，23H1 税后利润 2.22 亿元，利润大幅增长或与蒙古煤炭出口量高速增长有关，23 年下半年蒙煤出口保持高景气，全年业绩可期。假设 KEX 下半年保持上半年经营业绩，公司每年投资收益或在 0.89 亿元。

中亚与非洲业务：持续深化业务布局，打造第二增长极

中亚五国作为一带一路重要国家，19-23 年中国与其进出口贸易总额复合增速 18%，保持稳健增长。公司复刻中蒙业务模式，在霍尔果斯口岸投资的海关监管场所于 22 年 1 月投入试运营；24 年 1 月公司与乌兹别克斯坦国家铁路集装箱运输公司签署合作备忘录，将进一步强化与公司现有业务的协同效应，扩大中亚市场业务布局。

公司先后对刚果 (金)、赞比亚陆路口岸及周边道路进行升级改造，24 年 1 月萨卡尼亚、莫坎博口岸保税仓库正式获批，搭建了非洲本土物流通道；并进一步收购本土车队，布局道路运输业务，非洲大物流布局雏形已现，非洲陆港及物流业务有望进入快速增长通道。

投资建议：重申“买入”评级。基于本次收购及此前车队收购，中蒙、非洲业务有望加速成长，我们上调盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润为 10/14/16 亿元 (前值 9/12/16 亿元)，对应 PE 为 16x、12x、10x，给予 24 年 15 倍 PE，对应目标股价 29.95 元。

风险提示：宏观经济波动的风险；汇兑风险；大客户流失风险；陆港项目经营不及预期；收购尚未通过政府部门审批。

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.9 元
目标价格	29.95 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	698.84
流通 A 股股本(百万股)	698.84
A 股总市值(百万元)	16,702.29
流通 A 股市值(百万元)	16,702.29
每股净资产(元)	6.61
资产负债率(%)	26.38
一年内最高/最低(元)	30.32/13.13

作者

徐君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522110001	
xujuna@tfzq.com	
邹嫚	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

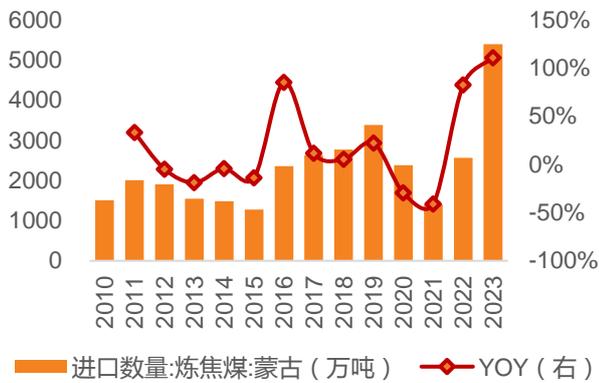
相关报告

- 《嘉友国际-公司专题研究:增长动能强势，跨境物流龙头成长可期》2023-10-27
- 《嘉友国际-公司点评:增长动能强势，Q2 业绩有望再超预期》2023-07-11
- 《嘉友国际-公司深度研究:三国布局已现，跨境物流领军者再启航》2023-05-30

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,888.02	4,829.45	7,157.34	7,732.58	9,094.43
增长率(%)	18.50	24.21	48.20	8.04	17.61
EBITDA(百万元)	463.26	894.23	1,265.25	1,716.90	2,064.06
归属母公司净利润(百万元)	342.81	680.74	1,023.11	1,395.51	1,642.92
增长率(%)	(4.83)	98.57	50.29	36.40	17.73
EPS(元/股)	0.49	0.97	1.46	2.00	2.35
市盈率(P/E)	48.72	24.54	16.32	11.97	10.17
市净率(P/B)	5.85	4.02	3.43	2.95	2.53
市销率(P/S)	4.30	3.46	2.33	2.16	1.84
EV/EBITDA	13.05	11.56	11.99	8.19	7.48

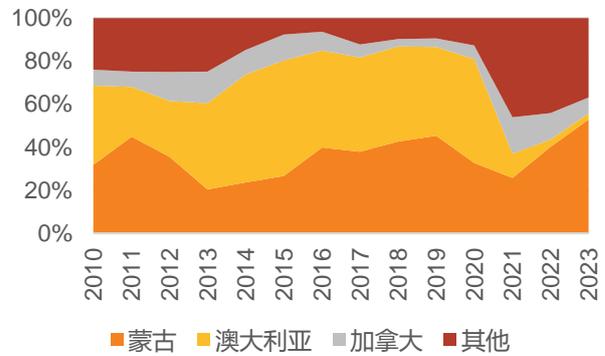
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 23 年, 我国自蒙进口炼焦煤 5393 万吨, 同比+111%



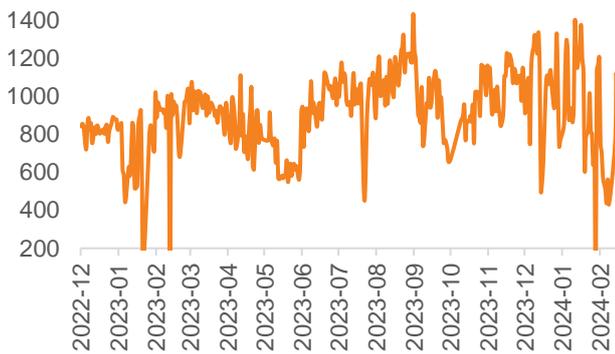
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 23 年, 我国自蒙进口炼焦煤占比大幅提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 春节后, 甘其毛都通车数回升高位 (车)



资料来源: 蒙古煤炭网, 天风证券研究所

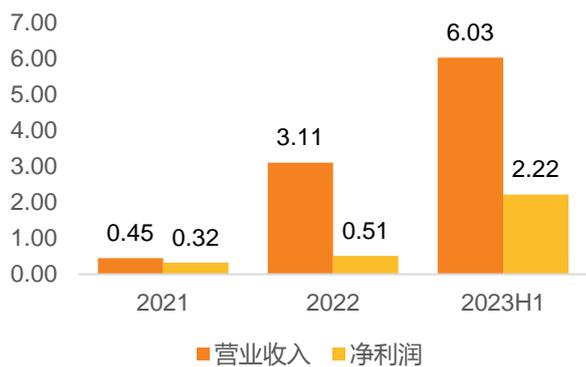
图 4: 炼焦煤短盘运费下跌 (元)



资料来源: 蒙古煤炭网, 天风证券研究所

注: 短盘指查干哈达堆煤场-甘其毛都口岸段

图 5：23H1，KEX 收入利润大幅增长（亿元）



资料来源：公司公告，MMC 公司公告，天风证券研究所

图 6：23 年，中国与中亚五国进出口贸易额同比增长 28%



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,168.66	949.43	1,882.60	2,957.84	1,485.66
应收票据及应收账款	163.96	193.62	413.82	194.64	525.63
预付账款	734.37	577.84	731.84	876.33	1,058.62
存货	191.11	792.66	740.52	155.70	1,077.34
其他	97.37	80.78	135.79	318.69	216.32
流动资产合计	2,355.46	2,594.32	3,904.57	4,503.20	4,363.57
长期股权投资	15.91	15.91	15.91	15.91	15.91
固定资产	593.55	725.69	847.66	973.17	1,067.36
在建工程	132.25	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,078.80	1,583.29	1,668.41	1,768.14	2,948.21
其他	313.78	289.57	346.12	314.52	316.74
非流动资产合计	2,134.29	2,614.46	2,878.10	3,071.74	4,348.22
资产总计	4,556.15	5,356.32	6,782.67	7,574.95	8,711.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	515.45	615.03	617.98	798.05	922.73
其他	131.34	181.99	767.02	659.43	831.30
流动负债合计	646.79	797.02	1,385.01	1,457.48	1,754.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	667.54	0.00	431.71	366.42	266.04
其他	25.44	30.60	26.19	27.41	28.07
非流动负债合计	692.99	30.60	457.90	393.83	294.11
负债合计	1,629.17	1,129.86	1,842.91	1,851.31	2,048.15
少数股东权益	70.19	68.95	69.12	68.35	67.58
股本	316.96	500.05	698.84	698.84	698.84
资本公积	1,231.83	1,839.42	1,809.68	1,809.68	1,809.68
留存收益	1,221.36	1,743.61	2,276.73	3,064.60	4,006.88
其他	86.65	74.43	85.39	82.16	80.66
股东权益合计	2,926.98	4,226.46	4,939.76	5,723.63	6,663.64
负债和股东权益总计	4,556.15	5,356.32	6,782.67	7,574.95	8,711.79

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	342.33	679.50	1,023.11	1,395.51	1,642.92
折旧摊销	39.98	54.69	74.30	88.74	147.25
财务费用	6.27	(12.96)	(14.41)	(24.63)	(22.61)
投资损失	(5.34)	(5.02)	(9.99)	(6.78)	(7.27)
营运资金变动	(525.01)	(142.87)	(4.31)	582.56	(1,038.13)
其它	(183.04)	(65.56)	0.33	(1.36)	(1.35)
经营活动现金流	(324.81)	507.78	1,069.03	2,034.04	720.81
资本支出	1,074.33	553.79	285.80	312.76	1,420.85
长期投资	(0.00)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,561.66)	(1,026.58)	(557.74)	(620.91)	(2,834.28)
投资活动现金流	(487.33)	(472.79)	(271.94)	(308.14)	(1,413.43)
债权融资	29.78	(674.43)	446.23	(40.38)	(78.00)
股权融资	410.35	529.97	(310.15)	(610.28)	(701.56)
其他	(84.56)	(94.43)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	355.57	(238.89)	136.09	(650.65)	(779.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(456.56)	(203.90)	933.17	1,075.24	(1,472.18)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,888.02	4,829.45	7,157.34	7,732.58	9,094.43
营业成本	3,397.88	3,897.88	5,814.34	5,930.85	6,968.18
营业税金及附加	12.75	14.63	29.61	26.92	32.28
销售费用	5.97	7.43	10.22	11.60	13.54
管理费用	52.46	74.88	105.74	112.82	136.02
研发费用	13.63	26.32	16.46	29.01	34.87
财务费用	12.01	5.80	(14.41)	(24.63)	(22.61)
资产/信用减值损失	(1.09)	(15.98)	(6.32)	(7.80)	(10.03)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.34	5.02	9.99	6.78	7.27
其他	(19.21)	12.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	408.29	801.03	1,199.05	1,644.99	1,929.39
营业外收入	1.25	0.52	0.62	0.79	0.64
营业外支出	1.10	4.02	3.53	2.88	3.47
利润总额	408.44	797.53	1,196.14	1,642.91	1,926.55
所得税	66.11	118.02	172.70	248.76	284.99
净利润	342.33	679.50	1,023.44	1,394.15	1,641.57
少数股东损益	(0.49)	(1.24)	0.33	(1.36)	(1.35)
归属于母公司净利润	342.81	680.74	1,023.11	1,395.51	1,642.92
每股收益(元)	0.49	0.97	1.46	2.00	2.35

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	18.50%	24.21%	48.20%	8.04%	17.61%
营业利润	-2.31%	96.19%	49.69%	37.19%	17.29%
归属于母公司净利润	-4.83%	98.57%	50.29%	36.40%	17.73%
获利能力					
毛利率	12.61%	19.29%	18.76%	23.30%	23.38%
净利率	8.82%	14.10%	14.29%	18.05%	18.07%
ROE	12.00%	16.37%	21.01%	24.68%	24.91%
ROIC	40.64%	29.73%	31.77%	41.11%	53.81%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	35.76%	21.09%	27.17%	24.44%	23.51%
净负债率	-17.02%	-22.42%	-29.33%	-45.24%	-18.27%
流动比率	2.59	2.49	2.82	3.09	2.49
速动比率	2.38	1.77	2.28	2.98	1.87

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	25.92	27.01	23.57	25.42	25.25
存货周转率	31.10	9.82	9.34	17.26	14.75
总资产周转率	0.98	0.97	1.18	1.08	1.12

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.49	0.97	1.46	2.00	2.35
每股经营现金流	-0.46	0.73	1.53	2.91	1.03
每股净资产	4.09	5.95	6.97	8.09	9.44

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	48.72	24.54	16.32	11.97	10.17
市净率	5.85	4.02	3.43	2.95	2.53
EV/EBITDA	13.05	11.56	11.99	8.19	7.48
EV/EBIT	14.25	12.31	12.74	8.64	8.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com