

嘉友国际 (603871.SH)

非洲业务步入正轨，蒙古市场优势夯实

买入

核心观点

嘉友国际发布2024年一季度报，业绩表现优异。嘉友国际2024Q1实现营业收入20.0亿元，同比+26.0%，实现归母净利润3.1亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。2023年全年，嘉友国际实现营业收入70.0亿元，同比+44.9%，实现归母净利润10.4亿元，同比+52.6%。

我国对蒙古焦煤进口量大增，嘉友国际煤炭供应链业务充分受益。根据海关数据，2023年我国自蒙古进口炼焦煤同比增长110.6%至5393万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加12.8pct至52.9%，其中，甘其毛都口岸进口煤炭3651万吨，同比上涨102.4%。2024年Q1，甘其毛都口岸进口煤炭达946万吨，高基数下同比继续增长23.1%。中蒙煤炭贸易规模的迅速扩大对公司供应链业务量形成支撑，2023年公司主焦煤供应链贸易服务收入同比大幅增长145.9%至44.3亿元，毛利润同比增长66.4%至5.2亿元，我们预计随着2024年中盟煤炭贸易规模继续稳步扩大，嘉友煤炭供应链业务有望维持较快增长。

深度绑定大客户蒙古矿业公司（MMC），中蒙业务核心竞争力持续提升。2月22日公司公告拟以自有资金向其大客户MMC的全资子公司收购煤炭公司KEX的20%股权，并与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1750万吨，一方面有望为公司提供较为可观的投资收益，另一方面，与MMC的深度绑定有望带来公司中蒙业务核心竞争力继续增强。

非洲业务步入正轨，中亚市场持续布局，看好公司持续扩张业务版图、复制商业模式。公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，在非业务已逐步形成规模，先后投资刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，打通萨卡尼亚口岸与恩多拉运输通道，同时收购非洲本土跨境运输企业，提升干线运输能力，前期卡萨项目已全面投运，并将以萨卡尼亚口岸保税库为节点，匹配车队资源，打造跨境物流产品，提升非洲市场份额。中亚市场方面，公司1月16日公告与乌兹别克斯坦国铁公司签署合作备忘录，为后续项目合作奠定基础。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

风险提示：地缘政治风险；中国焦煤需求大幅低于预期；安全事故等。

投资建议：

展望2024年，中蒙煤炭贸易规模有望进一步扩大，嘉友的非洲公路项目亦以步入正轨，非洲市场拓展顺利，且随着投资项目的推进，嘉友业绩有望实现较快增长。考虑到中蒙煤炭贸易规模增长超预期，且卡萨项目爬产进程超出我们此前预期，将嘉友国际2024-2025年净利润预测由10.4/13.5亿元上调至13.1/15.3亿元，并引入2026年盈利预测16.7亿元，对应PE估值14.2/12.2/11.1倍，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

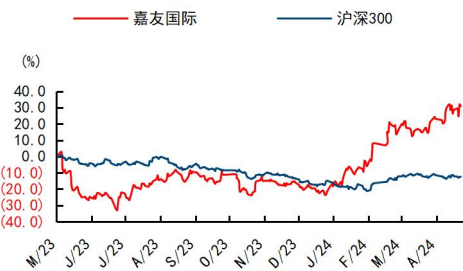
交通运输·物流

证券分析师：高晟 021-60375436
gaosheng2@guosen.com.cn S0980522070001
证券分析师：罗丹 021-60933142
luodan4@guosen.com.cn S0980520060003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.39元
总市值/流通市值	18442/18442百万元
52周最高价/最低价	30.29/13.13元
近3个月日均成交额	150.15百万元

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

- 《嘉友国际（603871.SH）-前三季度业绩高增，加码投入布局非洲业务》——2023-10-27
- 《嘉友国际（603871.SH）-单季度净利润创历史新高，看好中长期成长属性》——2023-08-27
- 《嘉友国际（603871.SH）-22Q4业绩略超预期，23年一带一路拓展更值得期待》——2023-04-18
- 《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》——2023-03-09
- 《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

盈利预测和财务指标

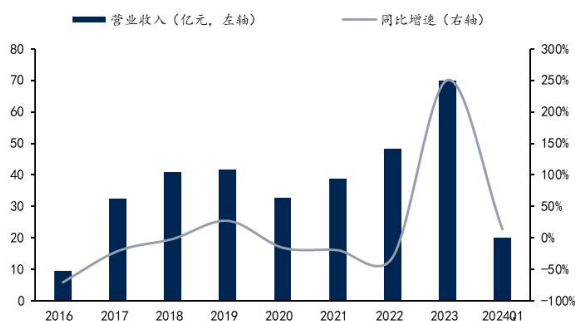
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,829	6,995	8,604	9,895	10,686
(+/-%)	24.2%	44.8%	23.0%	15.0%	8.0%
净利润(百万元)	681	1039	1306	1525	1671
(+/-%)	98.6%	52.6%	25.7%	16.8%	9.5%
每股收益(元)	1.36	1.49	1.87	2.18	2.39
EBIT Margin	16.7%	16.9%	16.5%	17.0%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	21.3%	23.1%	23.2%	22.1%
市盈率 (PE)	19.5	17.9	14.2	12.2	11.1
EV/EBITDA	16.7	15.7	13.1	11.1	10.2
市净率 (PB)	3.20	3.81	3.29	2.83	2.45

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

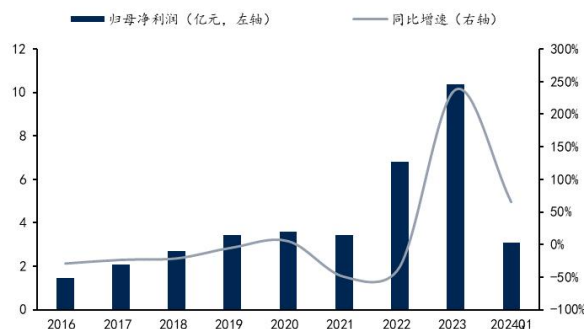
嘉友国际发布 2024 年一季报, 业绩表现优异。嘉友国际 2024Q1 实现营业收入 20.0 亿元, 同比+26.0%, 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比+51.9%, 环比+8.1%。2023 年全年, 嘉友国际实现营业收入 70.0 亿元, 同比+44.9%, 实现归母净利润 10.4 亿元, 同比+52.6%。

图1: 嘉友国际营业收入及增速



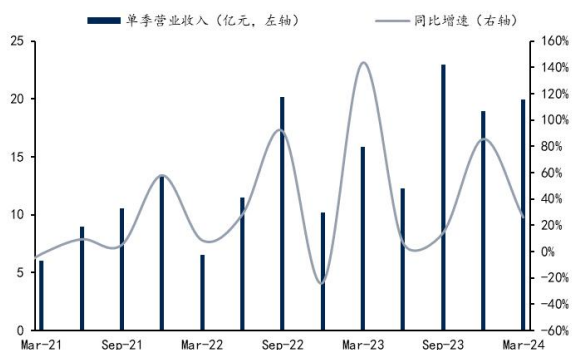
资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图2: 嘉友国际归母净利润及增速



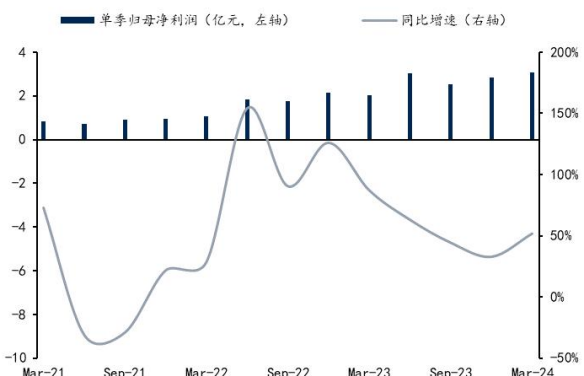
资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图3: 嘉友国际单季度营业收入及增速



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

图4: 嘉友国际单季度归母净利润及增速



资料来源: 东财 Choice、国信证券经济研究所整理

我国对蒙古焦煤进口量大增, 嘉友国际煤炭供应链业务充分受益。根据海关数据, 2023 年我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 110.6%至 5393 万吨, 占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 12.8pct 至 52.9%, 其中, 甘其毛都口岸进口煤炭 3651 万吨, 同比上涨 102.4%。2024 年 Q1, 甘其毛都口岸进口煤炭达 946 万吨, 高基数下同比继续增长 23.1%。中蒙煤炭贸易规模的迅速扩大对公司供应链业务量形成支撑, 2023 年公司主焦煤供应链贸易服务收入同比大幅增长 145.9%至 44.3 亿元, 毛利同比增长 66.4%至 5.2 亿元, 我们预计随着 2024 年中盟煤炭贸易规模继续稳步扩大, 嘉友煤炭供应链业务有望维持较快增长。

深度绑定大客户蒙古矿业公司（MMC），中蒙业务核心竞争力继续提升。2月22日公司公告拟以自有资金向其大客户 MMC 的全资子公司收购煤炭公司 KEX 的 20% 股权，并与 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 1750 万吨，一方面有望为公司提供较为可观的投资收益，另一方面，与 MMC 的深度绑定有望带来公司中蒙业务核心竞争力继续增强。

非洲业务步入正轨，中亚市场持续布局，看好公司持续扩张业务版图、复制商业模式。公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，在非业务已逐步形成规模，先后投资刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，打通萨卡尼亚口岸与恩多拉运输通道，同时收购非洲本土跨境运输企业，提升干线运输能力，前期卡萨项目已全面投运，并将以萨卡尼亚口岸保税库为节点，匹配车队资源，打造跨境物流产品，提升非洲市场份额。中亚市场方面，公司 1 月 16 日公告与乌兹别克斯坦国铁公司签署合作备忘录，为后续项目合作奠定基础。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

风险提示：地缘政治风险；中国焦煤需求大幅低于预期；安全事故等。

投资建议：

展望 2024 年，中蒙煤炭贸易规模有望进一步扩大，嘉友的非洲公路项目亦以步入正轨，非洲市场拓展顺利，且随着投资项目的推进，嘉友业绩有望实现较快增长。考虑到中蒙煤炭贸易规模增长超预期，且卡萨项目爬产进程超出我们此前预期，将嘉友国际 2024-2025 年净利润预测由 10.4/13.5 亿元上调至 13.1/15.3 亿元，并引入 2026 年盈利预测 16.7 亿元，对应 PE 估值 14.2/12.2/11.1 倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	949	1781	2355	2782	3454	营业收入	4829	6995	8604	9895	10686
应收款项	241	357	424	485	524	营业成本	3898	5636	6940	7950	8573
存货净额	793	889	1323	1512	1627	营业税金及附加	15	26	43	49	53
其他流动资产	751	500	430	495	534	销售费用	7	12	13	15	16
流动资产合计	2742	3536	4543	5285	6150	管理费用	75	114	164	168	176
固定资产	726	727	1140	1526	1881	研发费用	26	22	26	30	36
无形资产及其他	1583	1738	1669	1601	1532	财务费用	6	(13)	(44)	(53)	(69)
投资性房地产	290	430	430	430	430	投资收益	5	(3)	25	2	2
长期股权投资	16	37	39	41	43	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	5356	6467	7821	8882	10036	其他收入	(33)	(9)	(26)	(30)	(36)
短期借款及交易性金融负债	2	56	300	200	200	营业利润	801	1208	1487	1737	1903
应付款项	615	712	850	972	1046	营业外净收支	(3)	(2)	0	0	0
其他流动负债	482	657	842	961	1034	利润总额	798	1207	1487	1737	1903
流动负债合计	1099	1425	1992	2133	2280	所得税费用	118	165	178	208	228
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	2	3	4	4
其他长期负债	31	45	48	51	54	归属于母公司净利润	681	1039	1306	1525	1671
长期负债合计	31	45	48	51	54	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1130	1470	2040	2184	2334	净利润	681	1039	1306	1525	1671
少数股东权益	69	121	123	124	126	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4158	4876	5659	6574	7577	折旧摊销	55	94	156	184	214
负债和股东权益总计	5356	6467	7821	8882	10036	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	6	(13)	(44)	(53)	(69)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(350)	184	(105)	(71)	(43)
每股收益	1.36	1.49	1.87	2.18	2.39	其它	(1)	2	1	1	2
每股红利	0.32	0.36	0.75	0.87	0.96	经营活动现金流	385	1318	1358	1640	1843
每股净资产	8.31	6.98	8.10	9.41	10.84	资本开支	0	(42)	(501)	(501)	(501)
ROIC	18%	23%	28%	33%	33%	其它投资现金流	4	0	(4)	0	0
ROE	16%	21%	23%	23%	22%	投资活动现金流	4	(63)	(507)	(503)	(503)
毛利率	19%	19%	19%	20%	20%	权益性融资	15	52	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	16%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(158)	(251)	(522)	(610)	(668)
收入增长	24%	45%	23%	15%	8%	其它融资现金流	(306)	26	244	(100)	0
净利润增长率	99%	53%	26%	17%	10%	融资活动现金流	(608)	(424)	(278)	(710)	(668)
资产负债率	22%	25%	28%	26%	25%	现金净变动	(219)	832	573	427	672
股息率	0.9%	1.4%	2.8%	3.3%	3.6%	货币资金的期初余额	1169	949	1781	2355	2782
P/E	19.5	17.9	14.2	12.2	11.1	货币资金的期末余额	949	1781	2355	2782	3454
P/B	3.2	3.8	3.3	2.8	2.5	企业自由现金流	0	1257	798	1093	1282
EV/EBITDA	16.7	15.7	13.1	11.1	10.2	权益自由现金流	0	1284	1081	1040	1343

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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