

嘉友国际 (603871.SH)

优于大市

中蒙业务迎共振增长，非洲大物流版图成果初现

核心观点

嘉友国际发布2024年半年报，业绩表现优异。嘉友国际2024上半年实现营业收入46.4亿元，同比+65.3%，实现归母净利润7.6亿元，同比+50.7%。其中2024Q2单季度，嘉友实现营业收入26.5亿元，同比+116.1%，实现归母净利润4.5亿元，同比+50.0%。

中蒙矿产贸易较快增长，嘉友“身份转变”迎 α 与 β 共振。根据海关总署数据，24H1我国自蒙古进口炼焦煤同比增长32.8%至2954万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加2.4pct至51.6%，其中甘其毛都口岸进出口货运量达到2097万吨，创历史同期新高，累计进口煤炭2029万吨，同比增长29.7%；累计进口铜精粉49万吨，同比增长12.9%。此外，公司本身从原本的服务提供商转变为合作伙伴，上半年取得蒙古矿业MMC旗下KEX矿山20%股权，并与MMC新签煤炭长协，形成了深度合作，探索出“资源+贸易+物流”业务模式，预计公司焦煤物贸一体化规模有望明显提升。

完成收购非洲本土车队，非洲大物流版图成果初现，跨境物流业务有望形成新的增长点。2024年上半年，嘉友完成非洲本土知名跨境运输企业BHL车队的收购，并进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线、建立中南部非洲不同国家的配货物流节点，以多种方式提高跨境车辆配载率，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络。此外，为进一步提升公司口岸的竞争力，2024年6月，公司与中航国际签署赞比亚萨卡尼亚道路及口岸项目EPC总承包协议，项目正式进入建设期，建设内容包括赞比亚侧萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉道路以及通往萨卡尼亚边境道路（合计约60km）。项目建成后将贯通刚果（金）和赞比亚两国萨卡尼亚口岸，修建公路连接至赞比亚第二大城市恩多拉，打通刚果（金）铜矿带东南方向与赞比亚的矿产资源运输通道，有望成为刚果（金）矿物出口的主要路线，嘉友从公路到口岸再到车队的优势有望助力公司充分受益于中非贸易规模扩张的浪潮。

风险提示：地缘政治风险；中国矿产进口需求大幅低于预期；安全事故等。

投资建议：

嘉友首次进行中期分红，每股派现金红利0.3元（含税），派息率38%（较23年年度分红+5pct），积极回报股东。上半年以来，公司通过“资源+贸易+物流”的业务模式不断加强自身的竞争优势，煤炭全程供应链业务的占比提升有望助力公司中蒙业务持续增长，非洲跨境物流业务在收购车队、打通赞比亚侧口岸后亦有望迎来较快增长。考虑到公司在蒙古、非洲的业务推进速度均超出我们此前预期，且公司员工持股计划彰显较强信心，将2024-2026年净利润预测由13.1/15.3/16.7亿元上调至15.7/21.2/24.3亿元，对应PE估值7.1/5.3/4.6倍，维持“优于大市”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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.43元
总市值/流通市值	16055/16055百万元
52周最高价/最低价	29.90/15.21元
近3个月日均成交额	141.47百万元

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)-非洲业务步入正轨，蒙古市场优势夯实》——2024-04-26
- 《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，看好中长期成长性》——2023-08-27
- 《嘉友国际(603871.SH)-22Q4业绩超预期，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

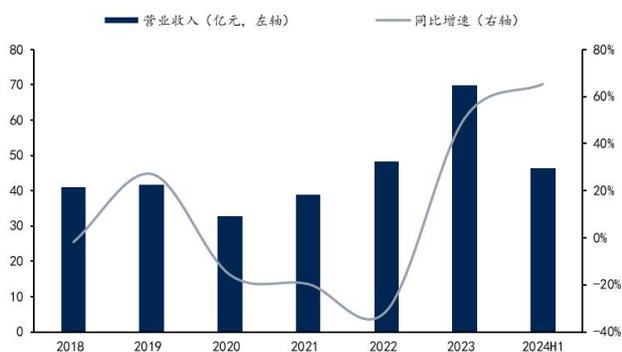
盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,829	6,995	11,584	16,542	21,141
(+/-%)	24.2%	44.8%	65.6%	42.8%	27.8%
净利润(百万元)	681	1039	1565	2123	2426
(+/-%)	98.6%	52.6%	50.7%	35.6%	14.3%
每股收益(元)	1.36	1.49	2.24	3.04	3.47
EBIT Margin	16.7%	16.9%	15.7%	14.9%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	21.3%	26.9%	29.9%	28.4%
市盈率 (PE)	11.8	10.8	7.1	5.3	4.6
EV/EBITDA	10.6	9.9	7.1	5.7	5.3
市净率 (PB)	1.92	2.29	1.92	1.58	1.31

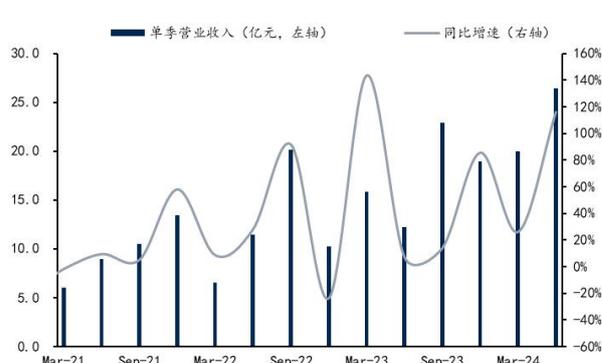
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

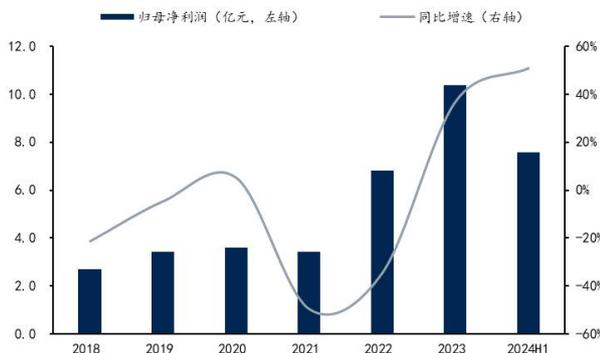
嘉友国际发布 2024 年半年报, 业绩表现优异。嘉友国际 2024 上半年实现营业收入 46.4 亿元, 同比+65.3%, 实现归母净利润 7.6 亿元, 同比+50.7%。其中 2024Q2 单季度, 嘉友实现营业收入 26.5 亿元, 同比+116.1%, 实现归母净利润 4.5 亿元, 同比+50.0%。

图1: 招商南油营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 招商南油单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 招商南油归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 招商南油单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

中蒙矿产贸易较快增长, 嘉友“身份转变”迎 α 与 β 共振。根据海关总署数据, 24H1 我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 32.8%至 2954 万吨, 占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 2.4pct 至 51.6%, 其中甘其毛都口岸进出口货运量达到 2097 万吨, 创历史同期新高, 累计进口煤炭 2029 万吨, 同比增长 29.7%; 累计进口铜精粉 49 万吨, 同比增长 12.9%。此外, 公司本身从原本的服务提供商转变为合作伙伴, 上半年取得蒙古矿业 MMC 旗下 KEX 矿山 20% 股权, 并与 MMC 新签煤炭长协, 形成了深度合作, 探索出“资源+贸易+物流”业务模式, 预计公司焦煤物贸一体化规模有望明显提升。

完成收购非洲本土车队，非洲大物流版图成果初现，跨境物流业务有望形成新的增长点。2024 年上半年，嘉友完成非洲本土知名跨境运输企业 BHL 车队的收购，并进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线、建立中南部非洲不同国家的配货物流节点，以多种方式提高跨境车辆配载率，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络。此外，为进一步提升公司口岸的竞争力，2024 年 6 月，公司与中航国际签署赞比亚萨卡尼亚道路及口岸项目 EPC 总承包协议，项目正式进入建设期，建设内容包括赞比亚侧萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉道路以及通往萨卡尼亚边境道路（合计约 60km）。项目建成后将贯通刚果（金）和赞比亚两国萨卡尼亚口岸，修建公路连接至赞比亚第二大城市恩多拉，打通刚果（金）铜矿带东南方向与赞比亚的矿产资源运输通道，有望成为刚果（金）矿物出口的主要路线，嘉友从公路到口岸再到车队的优势有望助力公司充分受益于中非贸易规模扩张的浪潮。

风险提示：地缘政治风险；中国矿产进口需求大幅低于预期；安全事故等。

投资建议：

嘉友首次进行中期分红，每股派现金红利 0.3 元（含税），派息率 38%（较 23 年年度分红+5pct），积极回报股东。上半年以来，公司通过“资源+贸易+物流”的业务模式不断加强自身的竞争优势，煤炭全程供应链业务的占比提升有望助力公司中蒙业务持续增长，非洲跨境物流业务在收购车队、打通赞比亚侧口岸后亦有望迎来较快增长。考虑到公司在蒙古、非洲的业务推进速度均超出我们此前预期，且公司员工持股计划彰显较强信心，将 2024-2026 年净利润预测由 13.1/15.3/16.7 亿元上调至 15.7/21.2/24.3 亿元，对应 PE 估值 7.1/5.3/4.6 倍，维持“优于大市”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	2333	2884	3752	营业收入	4829	6995	11584	16542	21141
应收款项	241	357	571	811	1037	营业成本	3898	5636	9508	13763	17970
存货净额	793	889	1820	2639	3448	营业税金及附加	15	26	58	83	106
其他流动资产	751	500	579	827	1057	销售费用	7	12	17	25	32
流动资产合计	2742	3536	5315	7173	9305	管理费用	75	114	162	185	207
固定资产	726	727	1156	1588	2012	研发费用	26	22	23	28	32
无形资产及其他	1583	1738	1669	1601	1532	财务费用	6	(13)	(28)	(43)	(63)
投资性房地产	290	430	430	430	430	投资收益	5	(3)	3	3	3
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	8610	10832	13323	其他收入	(33)	(9)	(23)	(28)	(32)
短期借款及交易性金融负债	2	56	300	200	200	营业利润	801	1208	1846	2504	2861
应付款项	615	712	1170	1697	2216	营业外净收支	(3)	(2)	0	0	0
其他流动负债	482	657	1154	1671	2181	利润总额	798	1207	1846	2504	2861
流动负债合计	1099	1425	2624	3568	4597	所得税费用	118	165	277	376	429
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	2	4	5	6
其他长期负债	31	45	48	51	54	归属于母公司净利润	681	1039	1565	2123	2426
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	2672	3618	4651	净利润	681	1039	1565	2123	2426
少数股东权益	69	121	123	125	127	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4158	4876	5815	7089	8544	折旧摊销	55	94	145	153	167
负债和股东权益总计	5356	6467	8610	10832	13323	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	6	(13)	(28)	(43)	(63)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(350)	184	(266)	(260)	(231)
每股收益	1.36	1.49	2.24	3.04	3.47	其它	(1)	2	2	2	2
每股红利	0.32	0.36	0.90	1.22	1.39	经营活动现金流	385	1318	1446	2017	2364
每股净资产	8.31	6.98	8.32	10.14	12.23	资本开支	0	(42)	(506)	(516)	(523)
ROIC	18%	23%	33%	42%	43%	其它投资现金流	4	0	(4)	0	0
ROE	16%	21%	27%	30%	28%	投资活动现金流	4	(63)	(512)	(518)	(525)
毛利率	19%	19%	18%	17%	15%	权益性融资	15	52	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	16%	15%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	16%	14%	支付股利、利息	(158)	(251)	(626)	(849)	(970)
收入增长	24%	45%	66%	43%	28%	其它融资现金流	(306)	26	244	(100)	0
净利润增长率	99%	53%	51%	36%	14%	融资活动现金流	(608)	(424)	(382)	(949)	(970)
资产负债率	22%	25%	32%	35%	36%	现金净变动	(219)	832	552	551	869
股息率	1.4%	2.2%	5.6%	7.6%	8.7%	货币资金的期初余额	1169	949	1781	2333	2884
P/E	11.8	10.8	7.1	5.3	4.6	货币资金的期末余额	949	1781	2333	2884	3752
P/B	1.9	2.3	1.9	1.6	1.3	企业自由现金流	0	1257	916	1466	1789
EV/EBITDA	10.6	9.9	7.1	5.7	5.3	权益自由现金流	0	1284	1183	1402	1842

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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