

➤ **聚焦陆锁国，解决跨境核心痛点。**公司成立于2005年6月，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。1) **公司业务主要沿“一带一路”国家及地区开展**，业务范围遍布亚洲、非洲、欧洲、北美等60多个国家和地区，重点以陆运跨境需求旺盛的国家和地区——蒙古国、非洲、中亚等为主。2) **横向业务多国复制，纵向单区域深耕深化。**3) **超长期客户服务已形成强粘性，资源优势明显。**公司为国内外知名矿企开展物流服务，凭借优质的服务能力与多个客户合作长达十年以上。

➤ **中蒙业务为底盘业务，从“枢纽资产”到“物流”到“资源”逐步深化。**1) **第一步：布局核心枢纽资产，形成先发优势。**公司在中蒙口岸拥有保税库、海关监管场所、保税物流中心等多种类型的仓储。2) **第二步：延伸拓展物流业务，持续强化业务壁垒。**公司物流业务主要包括跨境多式联运和供应链贸易两种形式，运输标的涉及主焦煤、铜精矿、矿山设备及辅材等。3) **第三步：入股矿山资源，掌握物流强话语权。**4) **行业层面，中蒙煤炭合作日益加深，实现双赢。**从焦煤进口结构看，蒙古国是中国进口焦煤的主要来源，大多年份占比稳定在50%以上。2023年我国进口焦煤总量创新高实现1.03亿吨，同比增60.7%，其中从蒙古国进口焦煤5400万吨，同比大增111%，市场份额高达53%。

➤ **中非业务：大空间、高壁垒，围绕矿产开展物流服务构建大物流版图。**公司在非洲业务模式可以分为“关键物流节点资产收费”+“大物流运输”，公司复制蒙古国经验至非洲，在非洲卡位更为核心、壁垒更高的资产资源，并逐步布局大物流版图，打造“海、路、空”全方位物流运输体系。1) **第一步：布局核心资产，范围更广、壁垒更高。**公司陆续与刚果（金）、赞比亚、坦桑尼亚合作，进行重要基础设施建设、开发、运营，保障矿产资源供应链运输的安全自主可控。2) **第二步，布局海、陆、空非洲大物流版图。**非洲物流市场空间广阔，非洲整个物流市场规模大概每年在4000-6000亿美元。公司于2023年收购赞比亚头部跨境运输企业BHL，并于2024年布局低空物流业务。

➤ **中亚业务：复制中蒙，枢纽资产与跨境物流齐发力。**1) **第一步：布局核心资产，复制中蒙建设海关监管仓。**2) **第二步：加强物流能力，签署铁路合作备忘录。**

➤ **投资建议：**我们预计公司24-26年实现营收99.38/127.38/156.45亿元，归母净利润为14.84/19.64/24.11亿元，对应EPS分别为1.52、2.01、2.47元，基于2024年11月20日收盘价计算，24-26年PE为14x/10x/8x。公司蒙古国业务基本盘稳固，物贸一体化持续推进；非洲地区持续布局路产和运输资源，保障业务拓展，显著增厚利润。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**地缘政治风险、全球经济大幅下滑，项目建设不及预期。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 6,995 | 9,938 | 12,738 | 15,645 |
| 增长率 (%)          | 44.8  | 42.1  | 28.2   | 22.8   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 1,039 | 1,484 | 1,964  | 2,411  |
| 增长率 (%)          | 52.6  | 42.9  | 32.3   | 22.8   |
| 每股收益 (元)         | 1.06  | 1.52  | 2.01   | 2.47   |
| PE               | 20    | 14    | 10     | 8      |
| PB               | 4.2   | 3.4   | 2.7    | 2.2    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年11月20日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

20.79元



分析师 **黄文鹤**

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

# 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 聚焦陆锁国，解决跨境核心痛点</b>                  | <b>3</b>  |
| 1.1 业务布局聚焦陆锁国，物流出海                       | 3         |
| 1.2 横向业务多国复制，纵向单区域深耕深化                   | 4         |
| 1.3 超长期客户服务已形成强粘性，资源优势明显                 | 6         |
| 1.4 公司一致行动人合计持股比例 44.25%，紫金矿业为公司第二大股东    | 7         |
| 1.5 公司财务：业务自 2022 年步入快速发展期，业绩持续创新高       | 8         |
| <b>2 中蒙业务：底盘业务，从“枢纽资产”到“物流”到“资源”逐步深化</b> | <b>13</b> |
| 2.1 行业层面：中蒙煤炭合作日益加深，实现双赢                 | 13        |
| 2.2 公司布局第一步：布局核心枢纽资产，形成先发优势              | 22        |
| 2.3 公司布局第二步：延伸拓展物流业务，持续强化业务壁垒            | 24        |
| 2.4 公司布局第三步：入股矿山资源，掌握物流强话语权              | 34        |
| <b>3 中非业务：大空间、高壁垒，围绕矿产开展物流服务构建大物流版图</b>  | <b>37</b> |
| 3.1 行业层面：中非共建“一带一路”，中刚合作不断深化             | 37        |
| 3.2 公司布局第一步：布局核心资产，范围更广、壁垒更高             | 44        |
| 3.3 公司布局第二步，布局海、陆、空非洲大物流版图               | 59        |
| <b>4 中亚业务：复制中蒙，枢纽资产与跨境物流齐发力</b>          | <b>63</b> |
| 4.1 行业层面：中亚共建“一带一路”，资源友好往来               | 63        |
| 4.2 公司布局第一步：布局核心资产，复制中蒙建设海关监管仓           | 66        |
| 4.3 公司布局第二步：加强物流能力，签署铁路合作备忘录             | 68        |
| <b>5 盈利预测与投资建议</b>                       | <b>69</b> |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分                          | 69        |
| 5.2 估值分析                                 | 71        |
| 5.3 投资建议                                 | 71        |
| <b>6 风险提示</b>                            | <b>72</b> |
| <b>插图目录</b>                              | <b>74</b> |
| <b>表格目录</b>                              | <b>75</b> |

## 1 聚焦陆锁国，解决跨境核心痛点

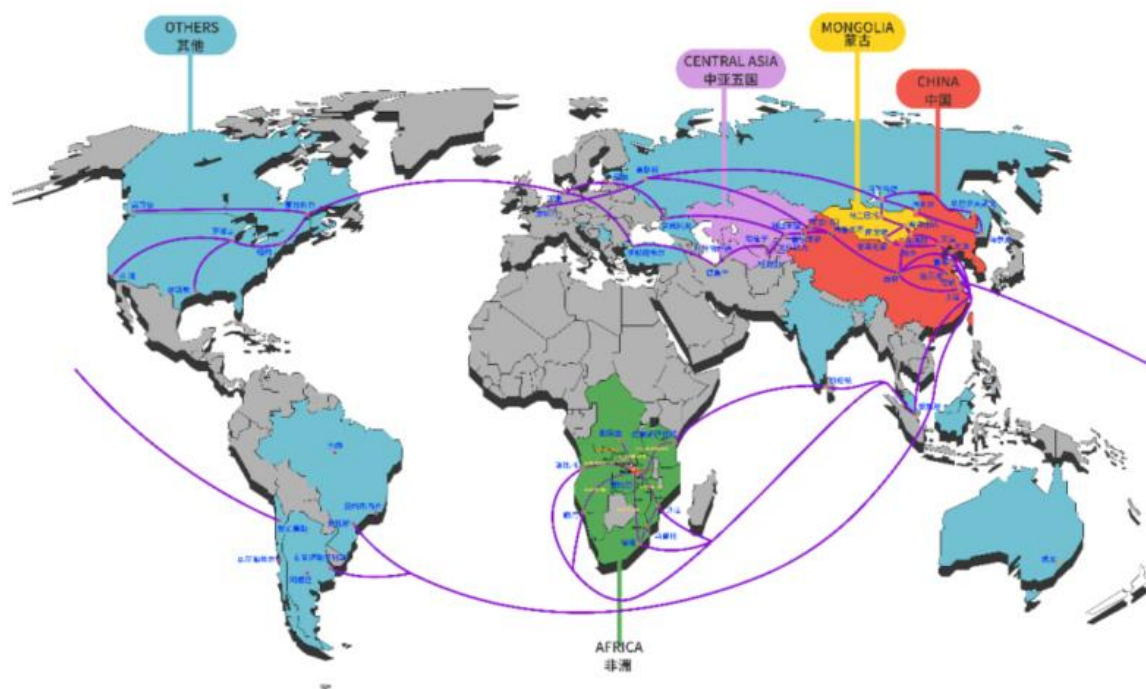
嘉友国际成立于 2005 年 6 月，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业，公司于 2018 年上市，是国际化的、可持续发展的、稳定盈利的中国物流领先企业。

公司在全球范围内整合海陆空铁、港口、口岸等社会物流服务资源，在关键物流节点投资道路、保税仓库及海关监管场所等物流基础设施并运营，为客户提供跨境综合物流服务。

### 1.1 业务布局聚焦陆锁国，物流出海

**业务布局看**，公司业务主要沿“一带一路”国家及地区开展，业务范围遍布亚洲、非洲、欧洲、北美等 60 多个国家和地区，**重点以陆运跨境需求旺盛的国家和地区——蒙古国、非洲、中亚等为主。公司业务聚焦陆锁国**，这些国家特点是：1) 矿产资源丰富，2) 因缺乏海岸线资源、基础设施建设能力能导致物流资源匮乏。例如非洲刚果（金）为陆锁国，其矿产品无法进行直接海运，需要依靠陆路运输、运用邻国运输资源到达海港、再通过海运运输到中国境内。**因此这些陆锁国的物流资源匮乏，运输效率提升的诉求很高；需要大国的企业去协调各个国家的资源，实现安全高效的运输。**

图1：嘉友国际业务布局



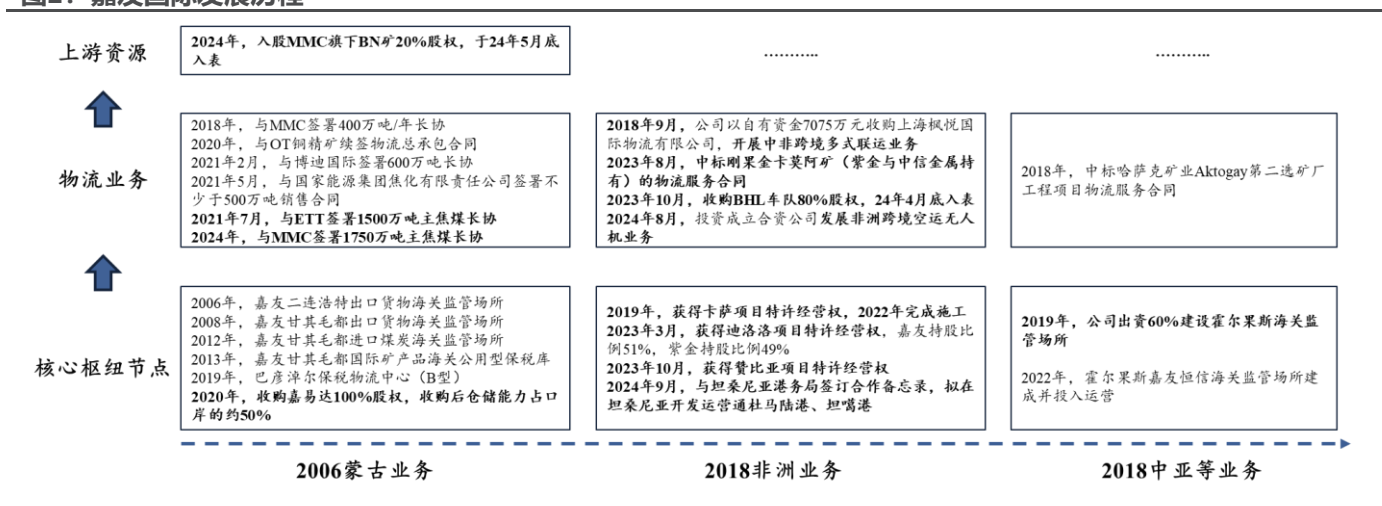
资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

## 1.2 横向业务多国复制，纵向单区域深耕深化

**横向业务多国复制**，公司自 2006 年开展中蒙业务，凭借近 20 年陆路口岸物流运输经验优势，之后开始向非洲、中亚、中南美的陆锁国家和地区拓展，扩大业务版图，业务开展超预期，**伴随着我们国家的矿企出海，嘉友力争在更多的国家提供物流运输服务，提升运输效率，保障跨境矿产品运输通道的畅通。**

**纵向单区域深耕深化**，以蒙古国业务为例，公司通过在口岸布局核心枢纽节点，占领关键资产资源形成先发优势，再向上下游延伸发展“端到端”全程物流业务，最后入股矿山资源，形成资源壁垒。非洲、中亚业务也已经由核心资产向物流业务延伸，逐步扩大业务版图。

图2：嘉友国际发展历程



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院整理

### 1.2.1 中蒙业务：底盘业务，从“枢纽资产”到“物流”到“资源”逐步深化

**中蒙市场**是公司在陆锁国家最早开展跨境综合物流业务的区域，受益于一带一路经济共同体中蒙稳定健康的国家关系，公司进一步深化物流+贸易+资源合作的业务模式，坚持陆锁国双边物流基础设施的优化与再投入，以陆运跨境运输降本增效为目标，公司保持了中蒙区域的物流领先地位，跨境物流业务货源和货量的持续攀升。

**首先，先发优势布局核心枢纽资产：**

2006年，嘉友二连浩特出口货物海关监管场所正式投入使用；

2008年，嘉友甘其毛都出口货物海关监管场所正式投入使用；

2012年，嘉友甘其毛都进口煤炭海关监管场所正式投入使用；

2013 年，嘉友甘其毛都国际矿产品海关公用型保税库正式投入使用；

2019 年，巴彦淖尔保税物流中心（B 型）正式投入使用；

**2020 年，收购嘉易达 100% 股权，收购后公司在甘其毛都口岸仓储能力占比约 50%。**

#### **其次，延伸发展物流业务：**

2018 年，与 MMC 签署未来 5 年内每年度 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品采购合同，三方同意后可将协议延长 5 年；

2020 年，与 OT 铜精矿续签物流总承包合同；

2021 年，2 月与博迪国际签署 5 年合计 600 万吨长协；

2021 年，5 月与国家能源集团焦化有限责任公司签署不少于 500 万吨销售合同；

2021 年，7 月与 ETT 签署长协，包括主焦原煤 1,500 万吨以及半软焦煤 150 万吨和风化煤 150 万吨，总计 1,800 万吨；

2024 年，与 MMC 签署 10 年内采购至少 1750 万吨主焦煤长协。前五年向 MMC 采购至少每年 150 万吨的煤炭产品，随后五年公司向 MMC 采购至少每年 200 万吨的煤炭产品。如果双方同意，双方可以延长本协议的期限。

#### **再者，深化拓展上游资源：**

2024 年，入股 MMC 旗下 BN 矿 20% 股权，于 24 年二季度入表。

### **1.2.2 中非业务：大空间、高壁垒，围绕矿产开展物流服务**

非洲是公司未来着重进行布局与发展的区域，尤其是赞比亚、坦桑尼亚、纳米比亚、安哥拉、刚果（金）等中南部非洲国家，以及围绕铜钴矿带区域。

2023 年，非洲刚果（金）卡萨项目投入正式运营，道路及口岸通车量超出预期，经营业绩持续向好，社会效益成效显著。

#### **核心枢纽资产布局升级，5 年内连获三个特许经营权项目：**

2019 年，获得卡萨项目特许经营权，2022 年完成施工，2023 年正式运营；

2023 年，3 月获得迪洛洛项目特许经营权，嘉友持股比例 51%，紫金持股比例 49%；

2024 年，10 月获得坦桑尼亚项目特许经营权。

#### 持续发力延伸物流业务：

2023 年，8 月中标刚果（金）卡莫阿矿（紫金与中信金属持有）的物流服务合同；

2023 年，10 月收购 BHL 车队 80% 股权，24 年二季度入表。

### 1.2.3 中亚业务：复制中蒙，枢纽资产与跨境物流齐发力

2018 年，中标哈萨克矿业 Aktogay 第二选矿厂工程项目物流服务合同；

2019 年，公司出资 60% 建设霍尔果斯海关监管场所；

2022 年，霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所建成并投入运营。

## 1.3 超长期客户服务已形成强粘性，资源优势明显

公司为国内外知名矿企开展物流服务，**凭借优质的服务能力与多个客户合作长达十年以上**，在此期间公司紧跟矿企的发展，不断优化和提升物流服务水平，力求拓宽服务范围、延展服务版图，努力成为优秀的以矿产物流为主、全球性跨境综合物流服务企业。

我们以**奥云陶勒盖（OT）铜金矿、哈萨克矿业**为例：

### 1.3.1 蒙古国奥云陶勒盖（OT）铜金矿，合作十年以上

根据公司 2020 年公告，奥云陶勒盖（OT）铜金矿位于蒙古国南戈壁省汗包格德县境内，**拥有世界上最大的未开发高品位铜矿床之一**，初步探明铜储量为 3110 万吨、黄金储量为 1328 吨、白银储量为 7600 吨。该矿 2013 年 7 月投产，预计可开采 50 年。**澳大利亚力拓旗下的绿松石山资源公司拥有该矿的 66% 的股权，蒙古国拥有 34% 的股权，奥云陶勒盖铜金矿占蒙古国经济产值的比重三分之一，是有史以来在蒙古国建造的最大的工业企业。**

奥云陶勒盖铜金矿 2013 年开始运营，**公司是 OT 铜金矿的长期物流合作伙伴**，为奥云陶勒盖铜金矿出口铜精矿、矿山生产所需耗材、井下开发二期设备材料提供包含在中国境内的保税仓储、运输等一揽子跨境综合物流服务。

**2020 年 7 月公司与 OT 铜精矿续签物流服务总承包合同**，是双方 2015 年签署的 5 年期合同到期后的再次更新，新合同的签署为公司以甘其毛都口岸为核心的中蒙跨境综合物流业务的增长奠定坚实的基础：

**合同内容：**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；

**合同期限：**2020 年 7 月 10 日起开始执行，合同有效期 5 年，到期后可经 OT LLC 同意再延长 2 年。

### 1.3.2 哈萨克矿业，合作十年以上

**哈萨克矿业主要开采位于哈萨克斯坦的大型、低成本露天矿。**哈萨克矿业是一家高增长的铜业公司，也是哈萨克斯坦最大的铜生产商，在伦敦证券交易所、哈萨克斯坦证券交易所上市，属于富时 250 指数成员。

根据公司 2019 年公告，**公司同哈萨克矿业在 2013 年 Aktogay、Bozshakol 项目建设营运初期已开展合作，建立了良好的合作关系。**公司持续跟进项目的后续进展情况，并于 2018 年 8 月参加了这两个项目的全球招标。**公司凭借前期项目奠定的良好声誉、安全记录和专业的团队，经过严格筛选，公司最终胜出。**

**合同履行期限：**2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日；

**合同内容：**根据合同约定，公司将在 2019 年至 2021 年期间为哈萨克矿业 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。

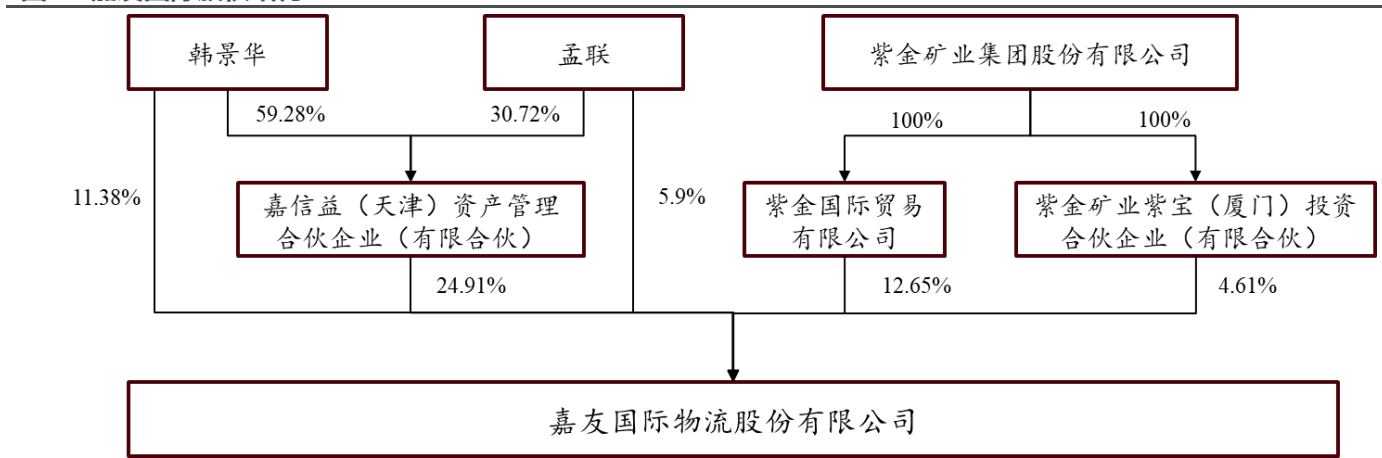
## 1.4 公司一致行动人合计持股比例 44.25%，紫金矿业为公司第二大股东

2024 年 6 月 20 日公司公告减持计划，7 名高管合计减持 3.35%，截至 2024 年 9 月 10 日，控股股东嘉信益（天津）资产管理合伙企业（有限合伙）及其一致行动人韩景华、孟联持股比例由 45.33%减少至 **44.25%**，权益变动达到 1.08%。

2021 年，公司通过非公开发行 A 股股票和股份协议转让的方式，引入紫金矿业集团股份有限公司作为战略投资者，成为公司第二大股东，截止 2024 年 9 月，紫金矿业合计持股比例为 17.24%。

2022 年 11 月 1 日，公司收到大股东紫金矿业紫宝（厦门）投资合伙企业（有限合伙）（简称“紫宝投资”）不减持公司股份的承诺：紫宝投资持股数量为 2300 万股，持股比例为 4.6%。出于对公司未来发展的长期看好，同时基于战略投资目的，紫宝投资承诺于 2025 年 2 月 20 日前不减持前述股份。

图3：嘉友国际股权结构



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院；（注：股权结构数据截至 2024 年 10 月 16 日）

## 1.5 公司财务：业务自 2022 年步入快速发展期，业绩持续创新高

2013-2023 十年营业收入 CAGR 为 42%，其中跨境多式联运为 25%，2014-2023 九年供应链贸易业务营业收入 CAGR 为 40%。2024H1 营业收入为 46 亿元，同比+65%

公司营业收入可划分为三个阶段：

1) 2013-2016 年，业务起步期，公司营业收入 CAGR 为 65%，业务以跨境多式联运为主，自 2014 年开始开展供应链贸易业务，于 2016 年收入体量达到 10 亿元；

2) 2017-2021 年，业务稳定与调整期，供应链贸易成为公司占比最高的业务。2017 年公司营业收入同比大幅增长 239%至 32 亿元，其中跨境多式联运同比+20%，供应链贸易同比+455%，根据公司公告，主要由于在国内供给侧改革和煤炭去产能战略的促进下，同时得益于中蒙俄经济走廊和“一带一路”倡议的不断深入，蒙古国优质主焦煤进口量和国内进口需求均大幅上升。

2019 年，跨境多式联运业务收入同比+52%，根据公司公告，主要由于公司在核心区域中蒙、中亚、非洲成功中标多个重大项目、签署多项重大合同。

2020-2021 年，公司经历两年下滑，营业收入（剔除合同项目）同比-21%、-4%，其中供应链贸易业务同比分别为-30%、-10%，根据公司公告，主要由于受公共卫生事件因素影响，中蒙边境对过境车辆采取严格的管控措施，导致主焦煤采购量有所下降。

注：公司合同项目指刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化改造项目，公司作为主要责任人，确认该 PPP 项目的建造服务收入，未完工前，按



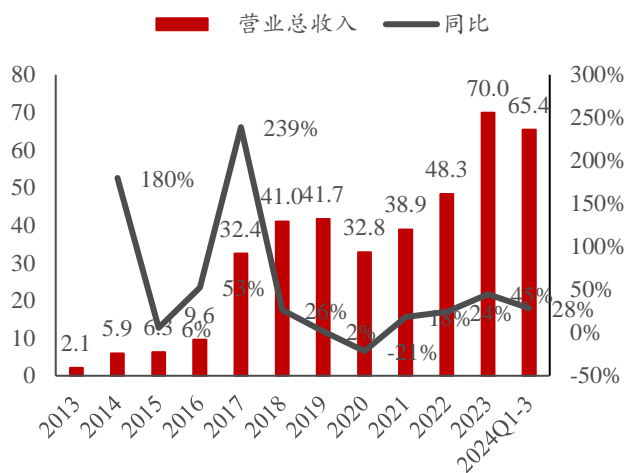
照当期发生的履约成本金额结转收入，毛利率为 0。

**2021 年**，公司开始开展**自蒙古国矿山至中国用户的全程物流服务业务**，公司签署重大合同，分别与蒙古国博迪国际有限责任公司和 ERDENES TAVAN TOLGOI JSC (珍宝塔本陶勒盖公司) 签署四年内采购主焦煤 600 万吨和五年内采购 1,500 万吨主焦煤合同，负责自矿山塔本陶勒盖煤矿提货至中国终端用户的中蒙跨境综合物流服务，同时公司与国家能源集团煤焦化有限责任公司签订《战略合作框架协议》，约定向其销售总数量不少于 500 万吨主焦煤。

**3) 2022 年至今，业务快速发展期。**公司于 21 年签署的长协合同迎来快速增长期，跨境多式联运中逐步拓展非洲业务。2022-2023 年公司营业收入（剔除合同项目）同比分别为+38%、+58%，于 2023 年营业收入实现 70 亿元；2024H1 同比+65%。其中，2022-2023 及 24H1 跨境多式联运收入同比分别 69%、-2%、1%，供应链贸易收入同比分别 14%、101%、126%。

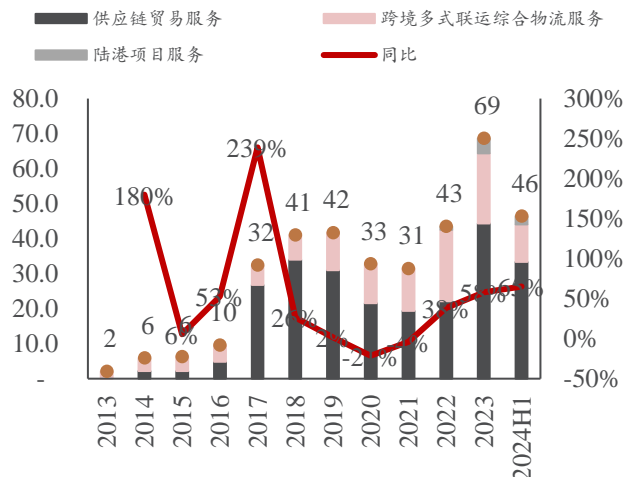
**2022 年，公司陆港项目首年实现收入**，2022-2023 及 24H1 收入分别为 1、4.2、2.3 亿元。

图4：嘉友国际营业收入及同比（亿元）

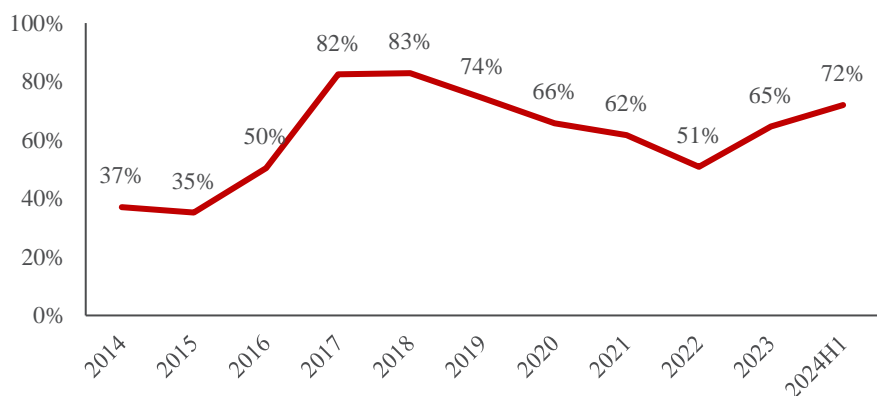


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：嘉友国际营收结构及同比（剔除合同项目，亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

**图6：供应链贸易收入占比**


资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

**公司盈利能力看,公司 2013-2023 十年毛利 CAGR 为 34%,归母净利 CAGR 为 42%。**历史复盘来看,仅 2021 年公司盈利呈小幅下滑。

**近年公司盈利水平快速提升, 2022-2023 及 24H1 毛利分别为 9.3、13.6、9.8 亿元, 同比分别为 90%、46%、58%; 归母净利分别为 6.8、10.4、7.6 亿元, 同比分别为 99%、53%、51%。**

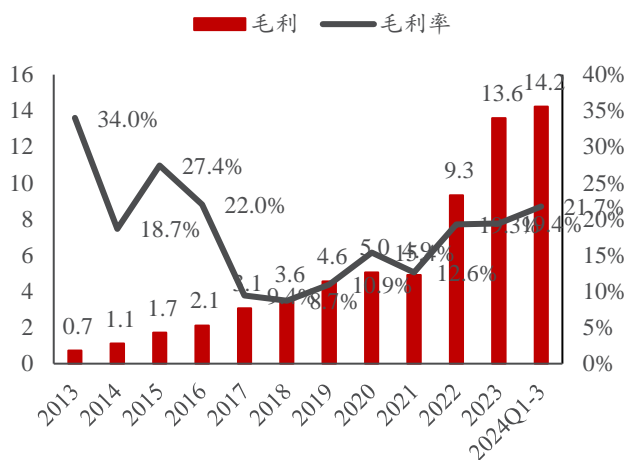
**毛利结构看, 供应链贸易快速提升、跨境多式联运综合物流稳步发展、陆港项目提供新的业绩增量。**

**1) 供应链贸易** 2015-2023 八年毛利 CAGR 为 68%, 2021 年起快速增长, 由 2021 年的 1.8 亿元增至 2023 年的 5.2 亿元, 两年时间接近翻三倍, 2024H1 超 2023 全年实现 5.4 亿元。

**2) 跨境多式联运物流服务** 2013-2023 十年毛利 CAGR 为 23%, 实现稳步上涨, 于 2022 年突破 5 亿元, 2024H1 实现 3 亿元。

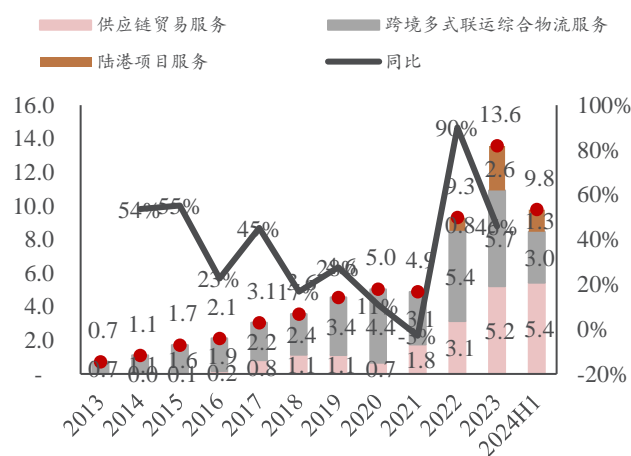
**3) 陆港项目**于 2022 年贡献毛利, 2022-2023 及 2024H1 分别为 0.8、2.6、1.3 亿元。

图7：嘉友国际毛利及毛利率（亿元）



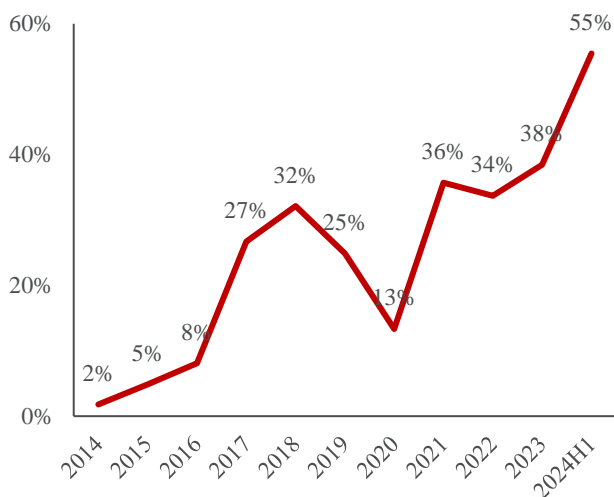
资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

图8：嘉友国际毛利结构及同比（亿元）



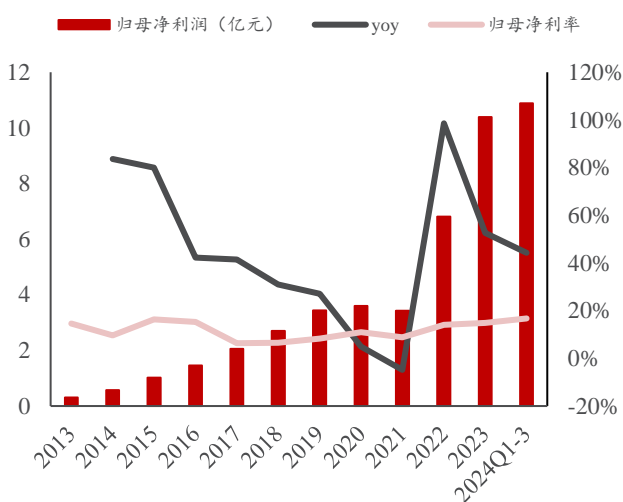
资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

图9：供应链贸易业务毛利占比



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

图10：归母净利润、同比及归母净利润率（亿元）



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

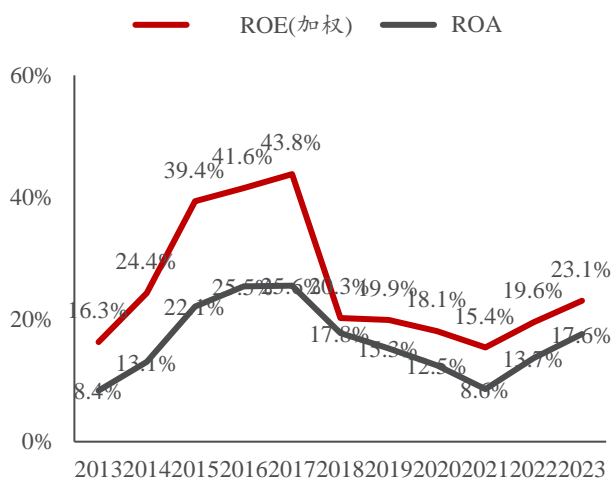
注：黑色折线为嘉友国际归母净利润同比，粉色折线则为归母净利润率

公司经营质量高，公司对外来资金需求低，实现资源高效配置，确保长期发展无虞。

在2021-2023年公司加权ROE分别为15.4%、19.6%、23.1%，ROA分别为8.6%、13.7%、17.6%，实现快速增长。

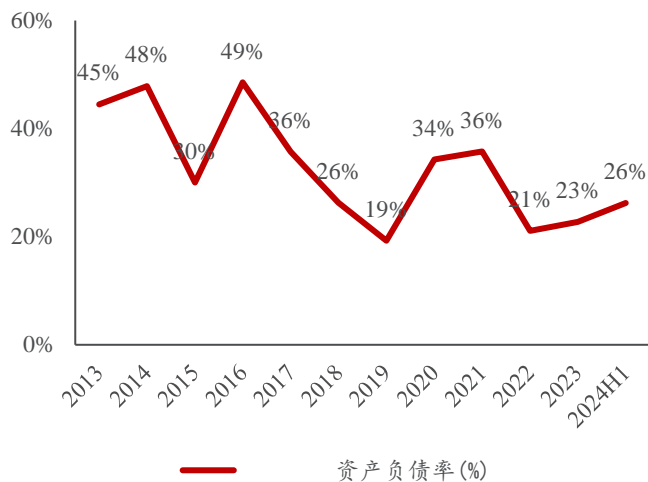
公司资产负债率常年维持相对较低水平，2021-2023年分别为21%、23%、26%。

图11: ROE (加权)、ROA



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 资产负债率



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 中蒙业务：底盘业务，从“枢纽资产”到“物流”到“资源”逐步深化

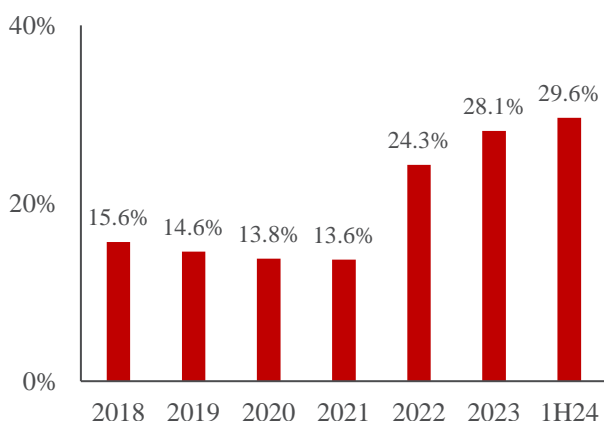
### 2.1 行业层面：中蒙煤炭合作日益加深，实现双赢

#### 2.1.1 近年采矿业持续增长，成为蒙古国经济支柱

蒙古国主要产业为采矿业、农林牧渔业、制造业、服务业。蒙古国矿产资源丰富，据中国商务部对外投资合作国别(地区)指南《蒙古国(2023年版)》，蒙境内已探明 80 多种矿产和 6000 多个矿点，已探明煤炭蕴藏量约 1620 亿吨、铜约 3600 万吨、铁约 20 亿吨、黄金约 3000 吨、石油约 15 亿桶。

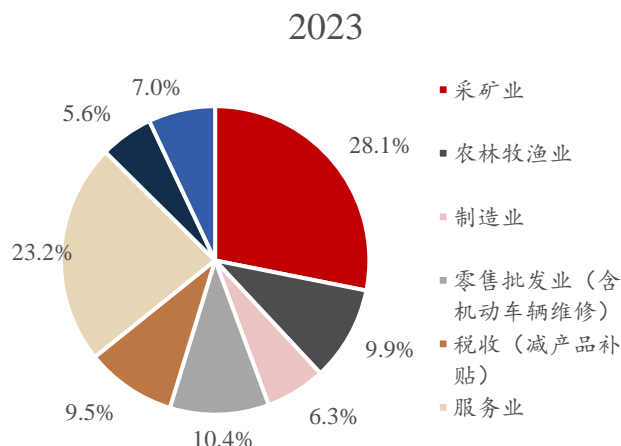
蒙古国持续开发矿产资源，2018-2024H1 蒙古国采矿业占 GDP 比重持续增长，2023 年采矿业占 GDP 的比重全行业第一实现 28.1%，2024H1 采矿业占比进一步提升至 29.6%。

图13：2018-1H24 采矿业占 GDP 比重持续增长



资料来源：蒙古国统计局，民生证券研究院

图14：2023 年蒙古国各行业占 GDP 比重



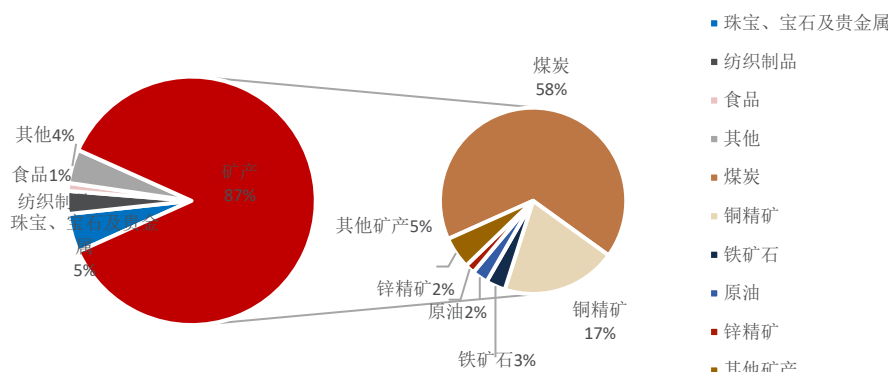
资料来源：蒙古国统计局，民生证券研究院

#### 2.1.2 蒙古国经济较依赖于矿产出口，其中煤炭占总出口额比重过半，对经济重要性凸显

2023 年蒙古国净出口对 GDP 贡献度为 62.1%，经济增长较依赖于进出口贸易。

出口结构看，蒙古国出口商品以矿产品为主，2023 年矿产出口金额为 131.5 亿美元，占总出口额比重的 87%。其中矿产出口又以煤炭为主，2023 年蒙古国出口煤炭共计 87.6 亿美元，占总出口额比重为 58%。

图15: 2023年蒙古国出口商品结构 (亿美元, %)



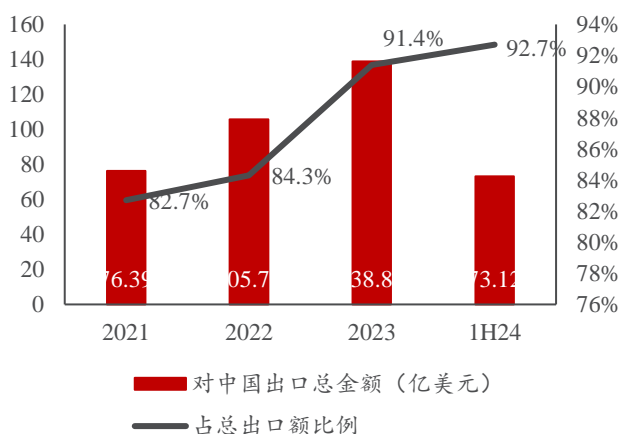
资料来源: 蒙古国统计局, 民生证券研究院

蒙古国经济高度依赖于对中国出口, 近年对中国煤炭出口的依赖性显著增强。

2024H1 蒙古国对中国出口总额实现 73.12 亿美元, 已接近 2021 年全年水平, 占总出口额的比重高达 92.7%。

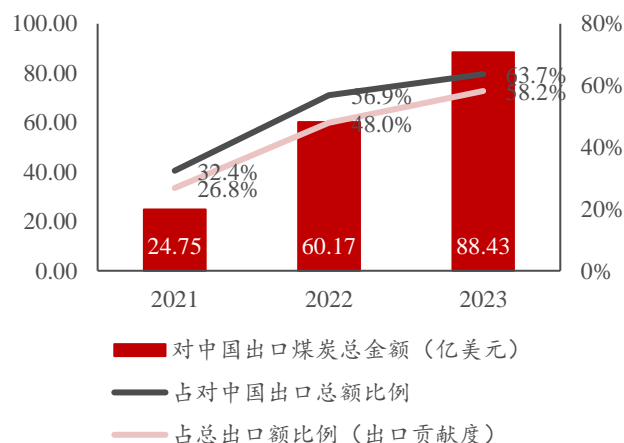
煤炭出口方面, 2021-2023 年, 蒙古国对中国煤炭出口金额自 24.75 亿美元提升至 88.43 亿美元, 占总出口额比重自 26.8% 提升至 58.2%, 经济依赖程度大幅提升。

图16: 21-1H24 蒙古国对中国出口金额 (亿美元) 及占比



资料来源: 蒙古国统计局, 民生证券研究院

图17: 21-23 年对中国出口煤炭金额 (亿美元) 及占比



资料来源: 蒙古国统计局, 民生证券研究院

### 2.1.3 蒙煤发展历程: 中国进口需求增长带动蒙煤产量持续扩张

中国能源消费以煤炭为主, 进口需求增长带动蒙煤产量持续扩张。蒙古国煤炭的消费以 2003 年为分界点, 2003 年前蒙古国生产的煤炭主要用于国内消费。从

2003年起蒙古国开始向中国出口煤炭，得益于中国日益增加的煤炭需求，蒙古国煤炭产量整体呈上升趋势。蒙古国内煤炭需求相对稳定，生产的煤炭多用于出口。中国的煤炭进口需求逐步成为影响蒙煤产量变化的重要因素。蒙古国煤炭产量变化可分为六个阶段：

**满足内需阶段 (2003 年以前)：**蒙古国煤炭生产主要用于满足国内消费，产量维持在相对较低水平。2003 年前，蒙古国煤炭产量不足 700 万吨，几乎全部用于国内发电。

**销往中国阶段 (2003 年-2011 年)：**随着中国经济的快速发展，对煤炭的进口需求增长，蒙古国煤炭产量开始快速增长。2003 年蒙古国开始向中国出口煤炭，此后产量逐年上升，2011 年总产量达到 3203 万吨。

**经济波动阶段 (2012 年-2015 年)：**受全球经济放缓和中国煤炭产能过剩的影响，蒙古国煤炭产量出现波动，2015 年产量降至 2421 万吨。

**复苏增长阶段 (2016 年-2019 年)：**全球经济逐步复苏，中国煤炭需求增长，蒙古国煤炭产量重启增长，2019 年达到 5580 万吨的新峰值，相较于 2015 年产量增长约 1.3 倍。

**限制澳煤+公共卫生事件阶段 (2020 年-2021 年)：**受公共卫生事件影响，蒙古国煤炭产量和出口量大幅下降，2020 年产量下降至 4385 万吨，2021 年进一步降至 3462 万吨。期间中国对澳大利亚煤炭的进口限制开始实施，导致澳大利亚煤炭进口量大幅下降，为蒙古国煤炭进入中国市场提供更多机会。

**快速增长阶段 (2022 年至今)：**中蒙煤炭贸易规模已经超过了中澳煤炭贸易规模，蒙古国成为中国主要的煤炭进口来源国。公共卫生事件后蒙古国煤炭产量得以恢复，并实现进一步增长。**2023 年突破 2019 年的峰值水平，煤炭产量达到 8119 万吨，同比增长 118.2%。**2024 年，甘其毛都口岸智能化升级，赋力通过货提速扩量，蒙古国煤炭产量受需求催化进一步增长。**2024 年 1-7 月，蒙古国煤炭产量为 5556 万吨，同比增长 37.6%，我们预计 2024 年全年蒙煤产量接近 1 亿吨。**

图18: 蒙煤产量发展历程



资料来源: Wind, iFinD, 亚经协矿委会, 民生证券研究院

## 2.1.4 蒙古国焦煤多数年份占我国焦煤进口比重超 50%

2023年,我国自蒙古国进口煤炭总量实现新高达6718万吨,占我国煤炭进口总量达新高为21.6%,同比增116%;2024年1-7月,我国自蒙古国进口煤炭总量实现4508万吨,占比进一步提升至23.1%。

从我国煤炭进口结构看,俄罗斯、蒙古国、澳大利亚和印度尼西亚是中国的主要煤炭进口来源国,2024年1-7月,前4名煤炭进口来源国市场份额(CR4)达90.3%,其中蒙煤进口量位居第2,占比达23.1%,较2007年的6.4%提升16.7pct。

蒙煤在我国市占份额快速提升主要由于:1)自2020年中国开始限制澳煤进口,2021年澳煤进口占比大幅下降,蒙煤份额提升;2)中国对煤炭进口实施零关税,为蒙煤进入中国市场提供机会;3)蒙古国煤炭因其地理位置优势和运输成本相对较低,具备较强竞争力。

近年我国对蒙煤进口需求持续增强,叠加口岸升级后通关过货提速、扩量,蒙煤进口量自2021年的1603万吨提升至2023年的6718万吨,CAGR达104.7%,我国对蒙煤的依赖性显著增强。

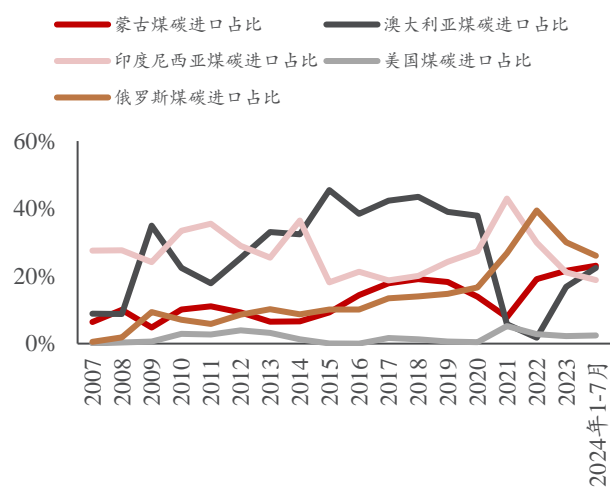


图19: 蒙煤进口量 (万吨) 及同比



资料来源: wind, iFinD, 民生证券研究院

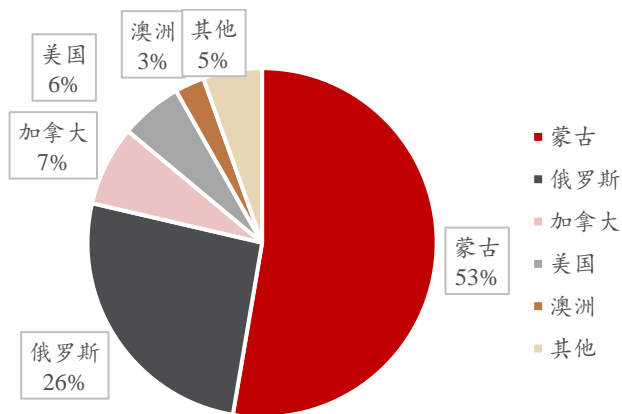
图20: 2007-2024年1-7月中国焦煤进口结构



资料来源: wind, iFinD, 民生证券研究院

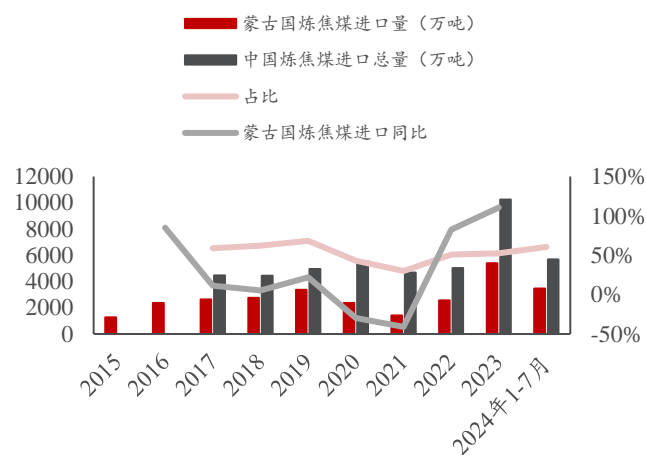
从焦煤进口结构看, 蒙古国是中国进口焦煤的主要来源, 大多年份占比稳定在50%以上。2023年我国进口焦煤总量创新高实现1.03亿吨, 同比增60.7%, 其中从蒙古国进口焦煤5400万吨, 同比大增111%, 市场份额高达53%。

图21: 2023年中国焦煤进口结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 蒙古国炼焦煤进口量 (万吨) 及同比



资料来源: MMC 年报, 民生证券研究院  
注: 图中占比为进口自蒙古国炼焦煤占比

### 2.1.5 塔本陶勒盖煤矿为蒙古国最大的露天煤矿, 甘其毛都为我国蒙煤进口主要口岸

塔本陶勒盖煤矿为蒙古国最大的露天煤矿, 已探明煤炭总储量达81亿吨。

塔本陶勒盖煤矿 (TT 矿) 是世界上最大的尚未完全开发的露天焦煤矿之一, 位于蒙古国南戈壁省, 距离中蒙边境甘其毛都口岸约245公里, 目前该矿床已探

明的煤炭总储量为 81 亿吨。

产能方面，当前 TT 矿由 ETT、MMC 和小 TT 三家公司共同运营，年产能合计 4500 万吨，是中国煤炭需求的重要保障。煤种方面，TT 矿产煤炭质量高，具备低灰、低硫、低磷的特点，适合炼焦和作为动力煤使用。

图23：蒙古国各大煤矿资源情况

| 煤矿    | 储量     | 公司             | 年产能    | 坑口洗煤厂  | 对应口岸 | 距离    | 主要煤种      |
|-------|--------|----------------|--------|--------|------|-------|-----------|
| 塔本陶勒盖 | 81亿吨   | ETT            | 3000万吨 |        |      |       | 蒙5#、1/3焦煤 |
|       |        | ER (MMC)       | 1000万吨 | 1500万吨 | 甘其毛都 | 245KM | 蒙3#       |
|       |        | 小TT            | 500万吨  |        |      |       | 蒙4#、蒙8#   |
| 奥云陶乐盖 | 1.14亿吨 | 南戈壁资源 (乌海天宇集团) | 400万吨  | 200万吨  |      | 60KM  | 动力煤 1/3焦煤 |
| 那林苏海图 | 2.2亿吨  | 马克             | 1300万吨 | 100万吨  | 策克   | 60KM  | 动力煤 1/3焦煤 |
| 欧斯克   |        | 欧斯克            | 1000万吨 |        |      | 70KM  | 动力煤 1/3焦煤 |
| 泰拉    |        | 泰拉             | 110万吨  |        |      | 100KM | 主焦原煤      |
| 尔勒巴音  |        | 尔勒巴音           | 150万吨  | 150万吨  | 满都拉  | 180KM | 主焦焦煤      |
| 腰勒高毕  |        | 腰勒高毕           | 120万吨  |        |      | 180KM | 气原煤       |

资料来源：Mysteel，中国地质调查局，民生证券研究院

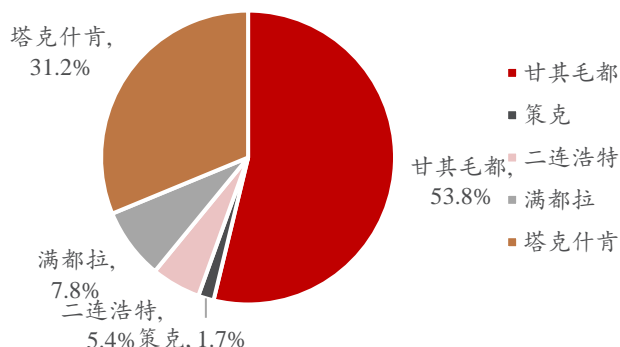
甘其毛都为我国蒙煤进口主要口岸，24 年煤炭进口量实现进一步增长。

从口岸进口结构看，甘其毛都为我国蒙煤进口最主要口岸。我国的蒙煤进口主要通过甘其毛都、策克、满都拉、塔克什肯和二连浩特等陆路口岸，其中甘其毛都口岸煤炭进口量占蒙煤进口总量的比重长年维持较高水平，2017-2023 年整体维持在约 52%。

2021-2023 年，我国从甘其毛都进口煤炭分别为 696、1804、3556 万吨，占甘其毛都比重分别为 43%、58%、53%，同比分别为-52%、+159%、+97%，2023 年进口量实现新高，比公共卫生事件前 2019 年+80%。

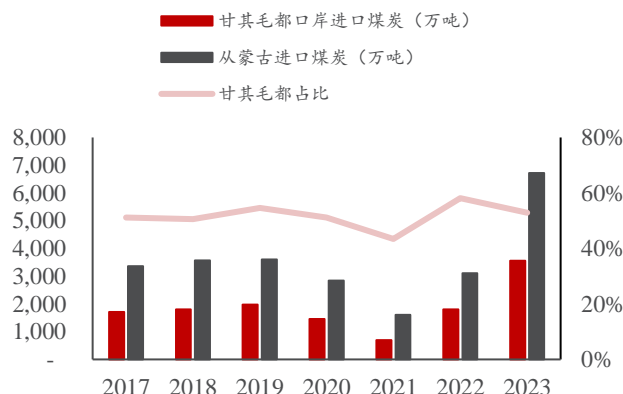
2024 年甘其毛都口岸完成通关区扩能升级项目，监管库容增加并采用 AGV 无人驾驶运输，通关效率提升，过货量显著增长。2024 年 1-8 月甘其毛都口岸进口煤炭 2740 万吨，同比增长 17.93%。

图24：2021 年内蒙古各口岸煤炭进口结构



资料来源：wind，蒙古国矿产资源局，民生证券研究院

图25：2017-2023 年甘其毛都煤炭进口情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：中蒙边境主要陆路口岸



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

### 2.1.6 当前运输以公路运输为主，铁路受制于短盘承运能力有限

甘其毛都口岸为蒙古国最大煤矿山塔本陶勒盖、最大铜矿山（OT 矿）距离最近的口岸，从铁路口径看，当前从塔本陶勒盖出口矿产到中国有两种方式：

其一，塔本陶勒盖—中盘 240KM 公路/铁路—嘎顺苏海图—短盘 20KM 公路—甘其毛都口岸，由于 20KM 跨境短盘线路无铁路，若中盘走铁路运输需要在边境进行繁琐的货物换装至汽运，耗时耗资。因此当前以公路运输为主。

注：蒙古国采用 1520 毫米宽轨，我国采用 1435 毫米标准轨。

其二，塔本陶勒盖—415KM 铁路—宗巴音—284KM 铁路—满都拉口岸，当前蒙古国杭吉口岸至满都拉口岸铁路未打通，同样需要铁路换装至汽运。当前满都

拉口岸主要运输铁矿石，煤炭运输能力有限。

图27：蒙古国境内主要铁路



资料来源：亚经协矿委会，民生证券研究院

### 关于短盘铁路修建：

该短盘铁路修建项目可追溯至 2014 年，蒙古国政府办公厅主任尼·乌其日勒表示：“2014 年，中国商务部部长签署合作备忘录，启动了嘎舒苏海图-甘其毛都跨境铁路建设。对方常说，尽管中方履行了义务，修建了这条铁路，但由于（蒙古国）不稳定的政治局势和不理解，长期造成了很大的损失。”

2024 年 4 月 2 日，蒙古国交通运输部国务秘书巴特包勒德与中国国家铁路局副局长安路生，代表蒙中两国政府在乌兰巴托签署了《中华人民共和国政府和蒙古国政府关于共同建设嘎顺苏海图—甘其毛都口岸跨境铁路桥的协定》。该协定的签署，可使蒙古国通过中蒙嘎顺苏海图—甘其毛都口岸跨境铁路，每年运输 3000 万吨货物。跨境铁路初步建设计划为，铁路全长 8081 米，UIC 60 钢轨，宽轨（1520 毫米）、准轨（1435 毫米）主干线各一条，配套 5441 米的桥梁设施。项目建成通车后，该铁路将能够担负蒙古国 55%-60%的煤炭出口任务。

嘎顺苏海图中蒙合资铁路公司协议于 2024 年 4 月签署，合资公司由中国神华、蒙古国额尔德斯 - 塔本陶勒盖公司（ETT 公司）、能源资源有限责任公司（ER 公司）以及塔本陶勒盖公司（TT 公司）共同出资，神华占 49%，其他三家蒙古国公司占 51%。

若短盘铁路修建完毕，能够大幅提升甘其毛都口岸通关效率与过货量，对于公司运量能够起到良好的提升效果。

## 2.1.7 蒙古国矿山开采成本低，优势显著

ETT 和 MMC 分别主营原煤和精煤，ETT 原煤产品的盈利能力更强。

**成本端**，2023 年，ETT 和 MMC 的每吨煤炭销售成本分别为 21.41 和 60.53 美元，公司主营产品不同造成较大成本差异：1) MMC 主要销售煤种为洗精煤，较 ETT 的原煤产品需要支付额外的洗选成本，承担更多的运输费用。2) MMC 开采成本较高，每吨开采成本达 18.1 美元，接近 ETT 的单吨总成本。

**价格端**，2023 年 ETT 和 MMC 产品在电子交易所的均价分别为 135 和 179 美元/吨，MMC 的精煤售价显著高于原煤。

**盈利端**，ETT 和 MMC 的产品单位毛利率分别为 84%和 66%，MMC 过高的洗选、运输、开采成本收窄了精煤产品盈利空间，ETT 的原煤产品盈利能力更强。

图28：2023 年 ETT 和 MMC 成本和售价对比

|         | 销售成本 (亿美元) | 销量 (万吨) | 单位成本 (美元/吨) | 电子交易所均价 (美元/吨) | 单位毛利 |
|---------|------------|---------|-------------|----------------|------|
| ETT     | 6.42       | 3000    | 21.41       | 135            | 84%  |
| MMC(ER) | 5.93       | 980     | 60.53       | 179            | 66%  |

资料来源：嘉友国际财报，Mysteel，蒙古国煤炭网，民生证券研究院

以 MMC 洗精煤为例，由于开采成本相对较低，因此矿山及产业链各方利润空间充足。

图29：2023 年 ETT 和 MMC 成本和售价对比

| 元/吨     | 单位成本 | 电子交易所均价 | 2023我国焦煤价格均值 |
|---------|------|---------|--------------|
| MMC(ER) | 424  | 1253    | 2152         |

差值829元 (单位成本与电子交易所均价之间)  
差值900元 (电子交易所均价与2023我国焦煤价格均值之间)

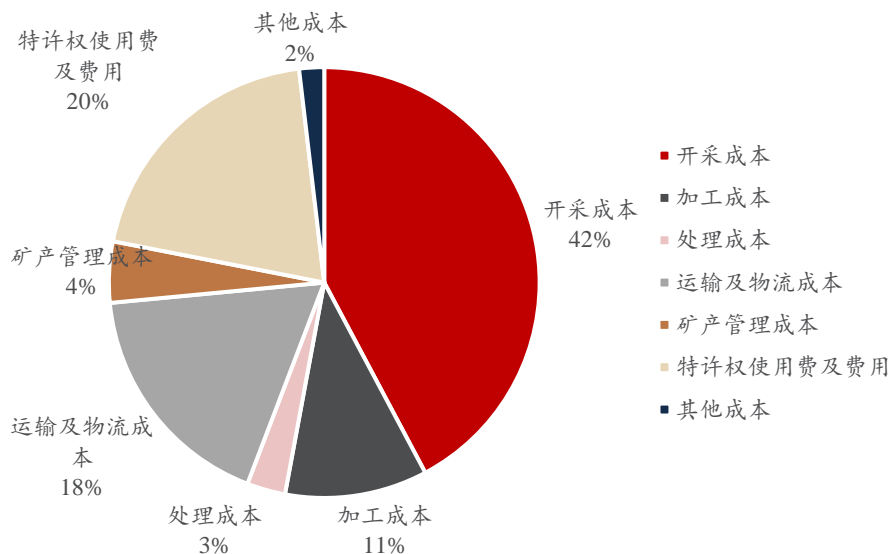
资料来源：嘉友国际财报，Mysteel，蒙古国煤炭网，民生证券研究院

**从成本结构看**，MMC 公司的主要煤炭销售成本来源于开采、特许权使用、物流和加工环节。其中物流成本包含 UHG-GS 柏油路段费用、自有车队和第三方承包商车队成本、GS 集装箱仓库成本及煤炭装卸成本。

**MMC 的煤炭运输路线由中盘和短盘两段路线构成**，1) 中盘 UHG-TKH (240KM) 路线完全由公司自有车队运输，运输成本相对稳定；2) 短盘 TKH-GS (20KM) 路线由自有车队、第三方承包商车队及 GST 集装箱共同运输，运输成本随煤炭销量提升降低。

**MMC 煤炭物流成本显著改善**，2023 年 MMC 的煤炭物流成本占总成本的比重为 17.7%，较 22 年比重降低 6.8pct，主要是 2023 年的日均边境吞吐量超过公共卫生事件前水平，承包商收费减少，短盘运输成本自 2022 年的 27.8 美元/吨大幅降低至 2023 年的 10.6 美元/吨。

图30：2023 年 MCC 成本结构



资料来源：MMC 公司港股年报，民生证券研究院

## 2.2 公司布局第一步：布局核心枢纽资产，形成先发优势

**公司占据中蒙跨产运输关键节点——海关监管仓资源**，通过在整个运输链条中的份额不断提升、话语权不断提升，逐步延长自身服务链条开始做跨境物流运输，由只做业务某几个环节，再发展端到端全程物流服务，形成了“轻重资产结合”的服务模式。

注：海关监管仓库是指在海关批准范围内，接受海关查验的进出口、过境、转运、通关货物，以及保税货物和其他尚未办结海关手续的进出境货物。

公司在中蒙口岸拥有保税库、海关监管场所、保税物流中心等多种类型的仓储，在满足陆运口岸的进出口货物仓储需求、提供仓储服务的同时，为公司在相关市场和区域开展国际多式联运综合物流服务提供满足货物集散的功能。

**甘其毛都口岸**：公司拥有 1 个保税库、3 个海关监管场所，分别为甘其毛都金航、甘其毛都华方、嘉易达和甘其毛都嘉友，面积分别为 17、36、65、17 万平方米，前三者为大宗矿产品提供仓储服务，甘其毛都嘉友为多式联运、工程物流业务提供配套仓储服务。

2020 年 3 月 31 日，公司完成现金收购内蒙古铎奕达矿业有限公司(嘉易达) 100%股权，总收购价 2.8 亿元。2019 年嘉易达营收 1 亿元，净利润 0.4 亿元，嘉易达经营所在内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特中旗甘其毛都口岸，拥有海关监管场所资质的 970 亩仓储用地，自 2010 年成立以来从事进口蒙古国煤炭的仓

储业务，具有稀缺的陆运口岸仓储资源和良好客户资源（2019 前十大客户仓储量比例为 84%）。

嘉易达在 2018 年、2019 年分别入库煤炭 524 万吨和 700 万吨，占甘其毛都口岸当年口岸煤炭仓储总量的 29%和 34%，与中铝等优质的蒙煤进口大型企业长期合作，形成稳定的优质客户资源。

收购嘉易达后，公司在中国陆路进口矿产资源最大的公路口岸-内蒙古甘其毛都口岸拥有的仓储面积增加了 65 万平方米，公司拥有的仓储能力占口岸现有仓储能力的 50%以上，为公司中蒙跨境综合物流服务及以跨境综合物流服务为核心的供应链贸易业务的增长和发展提供有利的保障。

图31：嘉友国际在国内布局仓储总览

| 序号 | 地区      | 场所             | 子公司名称              | 面积<br>(万平方米) | 功能   | 备注                   |
|----|---------|----------------|--------------------|--------------|--|----------------------|
| 1  | 内蒙古甘其毛都 | 保税库            | 甘其毛都金航             | 16.9         | 为大宗矿产品提供仓储服务   | 全资子公司                |
| 2  |         | 海关监管场所         | 甘其毛都华方             | 35           |  | 全资子公司                |
| 3  |         | 海关监管场所         | 嘉易达<br>(原名“驿奕达”)   | 64.67        |  | 全资子公司<br>2020年3月收购   |
| 4  | 内蒙古二连浩特 | 海关监管场所         | 甘其毛都嘉友             | 10           | 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 | 全资子公司                |
| 5  |         | 海关监管场所         | 内蒙古嘉友              | 7.8          |  | 全资子公司                |
| 6  | 内蒙古巴彦淖尔 | 保税物流中心<br>(B型) | 巴彦淖尔保税物流中心<br>(B型) | 25           | 集保税仓储、口岸通关、国际采购、国际配送、国际贸易等多功能于一体，发展国际中转、配送、采购、转口贸易和增值服务等业务       | 持股比例51%<br>2019年底建成  |
| 7  | 新疆霍尔果斯  | 海关监管场所         | 新疆嘉友恒信             | 18.73        | 拓展以霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运业务  | 持股比例60%<br>2022年1月运营 |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院整理

图32：嘉友国际蒙古国仓储布局



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

图33：嘉友国际在国内布局仓储总览



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

## 2.3 公司布局第二步：延伸拓展物流业务，持续强化业务壁垒

### 垒

公司物流业务主要包括跨境多式联运和供应链贸易两种形式，运输标的涉及主焦煤、铜精矿、矿山设备及辅材等。公司充分发挥自身资产资源与客户资源优势，通过延长服务链条、扩大服务范围实现业务的增长。

### 2.3.1 跨境多式联运综合物流服务业务模式及财务

#### (1) 业务模式：分为国际多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储

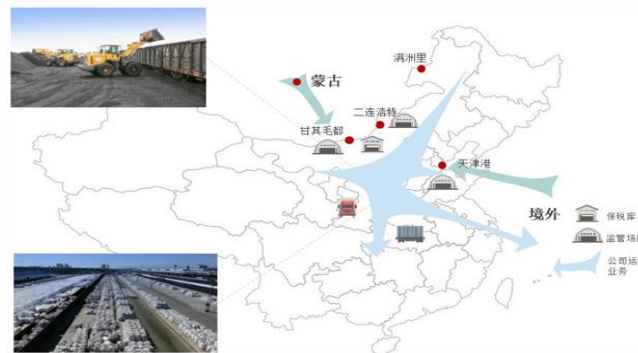
跨境多式联运综合物流服务是提供包含国际、国内海陆空铁运输、港口中转、仓储、通关装卸、信息跟踪在内的一揽子物流组织实施管理服务，根据客户需求订制线路和服务范围，可细分为国际多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储。

图34：国际多式联运业务模式



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

图35：大宗矿产品物流业务模式



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

- **国际多式联运**：其发展具有陆港联动整合+陆运自营的特点，能够为陆锁国跨境物流降本增效，主要包括国际工程项目物流、国际多式联运业务（非工程项目，例如大型设备、散货、个人物品等），属于合同物流的周期订单模式。

通过整合境内外物流运输服务、口岸服务、代理服务 etc 跨境综合物流资源，为



客户提供将货物从一国境内接管地点运至另一国境内或第三国指定交付地点的运输、过境转关及口岸操作等多环节一站式服务，涉及**过境运输、非洲跨境运输、班列运输、出口业务等**。

主要包括：

- a) 境外—中国港口/口岸—蒙古国、俄罗斯、中亚等与中国陆路接壤国家的跨境多式联运线路。
- b) 中国/境外—非洲港口---非洲内陆国及反向运输的跨境多式联运线路。
- c) 中国/境外—欧洲港口---欧洲内陆国及反向运输的跨境多式联运线路。

图36：跨境多式联运案例



资料来源：嘉友国际官网，民生证券研究院

图37：工程项目物流案例



资料来源：嘉友国际官网，民生证券研究院

● **大宗矿产品物流**：不同于国际多式联运合同物流的周期订单模式，**矿产品行业客户具有长期性、计划性、运力稳定、库存可控、货物可追踪、成本可持续优化的需求**。公司凭借优质的服务能力获得全球诸多头部矿产品行业客户的认可，为不同的矿业客户提供规模化、定制化的大宗矿产品物流服务。

嘉友国际的大宗能源物流包含多点定线公路和铁路运输管理，**通过与各点铁**

路货运中心签订长期合作协议，多方位拓展公铁联运模式，实现铜精矿、主焦煤客户对运输成本和时效的综合要求。

图38：大宗矿产品物流案例



资料来源：嘉友国际官网，民生证券研究院

公司大宗矿产品物流服务全球头部矿企，我们在前述《1.3 超长期客户服务已形成强粘性，资源优势明显》一节列举公司服务奥云陶勒盖（OT）铜金矿、哈萨克矿业长达十年以上。

奥云陶勒盖铜金矿 2013 年开始运营，公司是 OT 铜金矿的长期物流合作伙伴，为奥云陶勒盖铜金矿出口铜精矿、矿山生产所需耗材、井下开发二期设备材料提供包含在中国境内的保税仓储、运输等一揽子跨境综合物流服务。

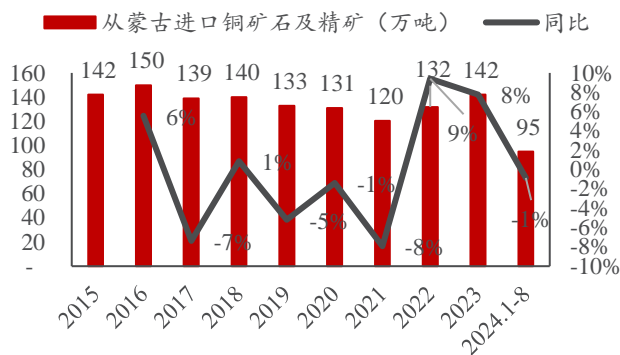
根据力拓官网，奥云陶勒盖是世界上已知的最大铜矿和金矿之一，由蒙古国政府和力拓共同拥有，截至 2023 年末，蒙古国政府拥有 34%的所有权，力拓拥有 66%的所有权。在产量高峰期，力拓预计奥云陶勒盖铜矿每年可产出 50 万吨铜。

根据力拓财报，力拓公司正在提升奥云陶勒盖产量，到 2023 年底，奥云陶勒盖 3 号井和 4 号井的下沉深度分别达到地下 923 米和 1013 米。3 号井和 4 号井所需的最终深度分别为 1130 米和 1176 米。这两个井预计将在 2024 年下半年投入使用。力拓预计到 2030 年奥云陶勒盖将成为全球第四大铜矿。

2024H1 奥云陶勒盖铜矿产量同比增长 15%，交付地下矿矿石 284.5 万吨，平均铜品位 1.86%；交付露天矿矿石 1829.5 万吨，平均铜品位 0.38%。力拓预计从 2028 年到 2036 年，奥云陶勒盖地下和露天矿的铜产量仍有望达到每年 50 万吨。

我国从蒙古国进口铜矿石及精矿量近年来整体稳定，2021-2023 年分别为 120、132、142 万吨，同比分别为-8%、2%、2%，2024 年 1-8 月为 95 万吨，同比-1%。

图39：中国从蒙古国进口铜矿石及精矿量及同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图40：奥云陶勒盖矿山



资料来源：力拓财报，民生证券研究院

从公司 2021 年报得知，公司与国内外诸多知名矿山企业签订合作协议，例如 OYU TOLGOI LLC（蒙古国 OT 铜精矿）、KAZ MINERALS AKTOGAY LLC（哈铜）、Aktogay 项目/Bozshakol 项目（哈萨克斯坦铜矿）、河南中原黄金、神华、紫金矿业等。

公司围绕矿业开展全方位物流服务合同，包括矿产物流、辅材物流等，运输方式包括陆、海等多式联运。

图41：嘉友国际重要物流合同汇总

| 合同名称  | 签约主体      | 签约对方  | 主要内容   | 合同金额                    | 合同期限   |
|---|-----------|---|--|-------------------------|--|
| OYU TOLGOI UNDERGROUND PROJECT                                  | 嘉友国际      | OYU TOLGOI LLC                                      | 嘉友国际为OT提供跨境多式物流等服务   | 2016.54万美元              | 2017.08.07-2022.01.31                        |
| LOGISTICS SERVICES AKTOGAY EXPANSION PROJECT                    | 嘉友国际      | KAZ MINERALS AKTOGAY LLC                            | 哈铜委托嘉友国际负责AKTOGAY/BOZSHAKOL矿区的货物运输   | 1700万美元                 | 2018.06.29—2022.06.30                        |
| AGREEMENT FOR FREIGHT FORWARDING AND CUSTOMS CLEARANCE SERVICES | 嘉友国际      | KAZ MINERALS AKTOGAY LLC/KAZ MINERALS BOZSHAKOL LLC | 为Aktogay项目/Bozshakol项目提供研磨球、衬板以及其他普货的全球物流运输  | 3259.65万美元              | 2019.01.01-2022.12.31                        |
| AGREEMENT FOR FREIGHT FORWARDING AND CUSTOMS CLEARANCE SERVICES | 嘉友国际      | AZURITE LOGISTICS LLP                               | 为Aktogay项目/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     | 2021.02.01-2022.12.31                        |
| 货物运输代理合同  | 嘉友国际      | 河南中原黄金冶炼厂有限责任公司                                     | 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                        |
| TERMINAL MANAGEMENT AND FREIGHT FORWARDING SERVICE              | 嘉友国际      | 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   | 框架协议                    | 2020.07.10起开始执行，合同有效期5年，到期后可经 OT LLC同意再延长2年。 |
| 国际矿能产品跨境供应链业务合作框架协议   | 嘉友国际      | 神华内蒙古煤化工有限责任公司、蒙古国矿业公司                              | 据已形成的长期煤炭供应关系，以跨境供应链业务形式，三方将继续扩大合作关系，并扩大煤炭产品的供应和分销，将在未来5年内每年度供应300万吨主焦煤及100万吨1/3焦煤产品 | 框架协议                    | 2018.04.11-2023.04.10                        |
| 煤炭进出口协议   | 万利贸易      | Energy Resources LLC                                | 万利贸易从ER购买洗精主焦煤   | 框架协议                    | 2020.07.01至本协议第三条款项下的数量供应执行完毕（300万吨）         |
| 主焦煤采购协议   | 嘉友国际/嘉新国际 | 博迪国际有限责任公司  | 四年共向博迪国际采购主焦煤600万吨   | 嘉友国际采购300万吨、嘉新国际采购300万吨 | 2021.02.08-2025.02.07                        |
| 战略合作框架协议  | 嘉友国际      | 国家能源集团煤化工有限责任公司                                     | 约定国家能源集团向嘉友国际采购总数量不少于500万吨主焦煤  | 框架协议                    | 2021.05.11-2026.12.31                        |
| 主焦煤采购合同   | 嘉新国际      | ERDENES TAVAN TOLGOI JSC                            | 采购包括主焦煤1,500万吨以及半软焦煤150万吨和凤化煤150万吨，总计1,800万吨   | 框架协议                    | 2021.07.05-2026.07.04                        |
| Frame Agreement   | 嘉新国际      | COMPANIA ELECTRO METALURGICA SA                     | 为ME提供全球物流运输服务  | 框架协议                    | 2021.01.25-2022.01.25                        |
| 货运委托代理协议书   | 嘉新国际      | 云铜香港有限公司  | 办理赞比亚诺比希冶炼有限公司（CCS/LCS）粗铜自CCS/LCS工厂运输至纳比亚鲸湾港口，并根据需要办理所委托CCS粗铜的转关、出口报关及租船订舱装港运输业务     | 框架协议                    | 2021.01.01-2021.12.31                        |
| 紫金矿业项目设备和物资运输服务协议   | 嘉友国际      | 紫金矿业物流（厦门）有限公司/紫金矿业物流有限公司                           | 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  |
| 长期合作框架协议  | 嘉友国际      | Mongolian Mining Corporation (MMC)                  | MMC及其关联公司每年增加销售150万吨-300万吨各类焦煤产品给公司及其关联公司，嘉友国际提供MMC及其关联公司所述产品物贸一体化方案，保证产品稳定供应中国的终端用户 | 框架协议                    | 2025.1.1-2029.12.31                          |

资料来源：嘉友国际年报，民生证券研究院

● **智能仓储**: 在满足中蒙、中亚、非洲国际陆运口岸的进出口货物仓储需求、提供仓储服务的同时，为公司在相关市场和区域开展国际多式联运综合物流服务提供满足货物集散的功能。

我们在前述章节《2.2 第一步：布局核心枢纽资产，形成先发优势》总结了公司在内蒙古仓储布局，如下列示。

**图42：嘉友国际在国内布局仓储总览**

| 序号 | 地区      | 场所             | 子公司名称              | 面积<br>(万平方米) | 功能   | 备注                   |
|----|---------|----------------|--------------------|--------------|--|----------------------|
| 1  | 内蒙古甘其毛都 | 保税库            | 甘其毛都全航             | 16.9         | 为大宗矿产品提供仓储服务   | 全资子公司                |
| 2  |         | 海关监管场所         | 甘其毛都华方             | 35           |  | 全资子公司                |
| 3  |         | 海关监管场所         | 嘉马达<br>(原名“驿奕达”)   | 64.67        |  | 全资子公司<br>2020年3月收购   |
| 4  | 内蒙古二连浩特 | 海关监管场所         | 甘其毛都嘉友             | 10           | 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 | 全资子公司                |
| 5  |         | 海关监管场所         | 内蒙古嘉友              | 7.8          |  | 全资子公司                |
| 6  | 内蒙古巴彦淖尔 | 保税物流中心<br>(B型) | 巴彦淖尔保税物流中心<br>(B型) | 25           | 集保税仓储、口岸通关、国际采购、国际配送、国际贸易等多功能于一体，发展国际中转、配送、采购、转口贸易和增值服务等业务       | 持股比例51%<br>2019年底建成  |
| 7  | 新疆霍尔果斯  | 海关监管场所         | 新疆嘉友恒信             | 18.73        | 拓展以霍尔果斯边境口岸为依托的中亚跨境多式联运业务  | 持股比例60%<br>2022年1月运营 |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

## (2) 财务表现：稳健增长，十年收入复合增速 25%

**2013-2023 十年跨境多式联运营业收入 CAGR 为 25%，2024H1 营业收入 10.7 亿元，同比+1%，其中：**

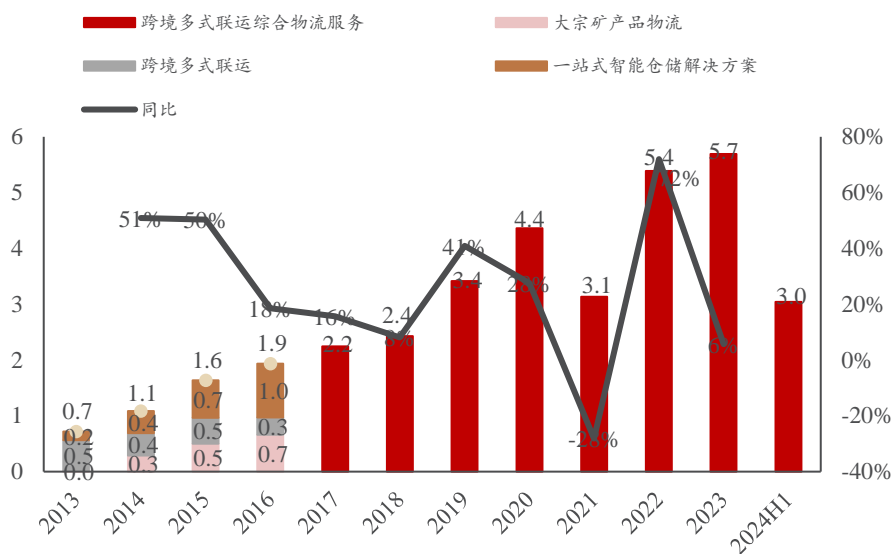
**2019 年，跨境多式联运业务收入同比+52%，达到 10 亿以上规模体量，为 2013 年的 5 倍。**根据公司公告，主要由于公司在核心区域中蒙、中亚、非洲成功中标多个重大项目、签署多项重大合同。

**2021 年，中非市场的业务迅速提升，**公司作为非洲区跨境综合物流行业领先企业的优势逐渐体现，公司一方面将跨境综合物流的业务模式复制到非洲区域，另一方面充分释放以上海港为核心的海运组织能力，**在公共卫生事件严重的非洲区域实现 48% 的营业收入增长和 45% 的毛利润增长。**

**2022 年，跨境多式联运业务收入同比+69%，达到 20 亿以上规模体量，主要由于：1)**以上海、天津、青岛等港口为核心的海运集群业务崛起，2022 年公司海运业务除传统的**东南亚、非洲，在中南美、北美、澳洲等航线均有突破和增长。**2022 年度，**海运业务收入同比增长 120.51%，毛利润同比增长 78.28%。**2) 非洲区域复制中蒙区域发展经验，形成盈利新动力。

**业务结构看，**2016 年跨境多式联运、大宗矿产品物流、一站式智能仓储解决方案营收占比分别为 24%、50%、26%，其中大宗矿产品物流增长快速，仓储业务稳步增长，跨境多式联运有所下降。

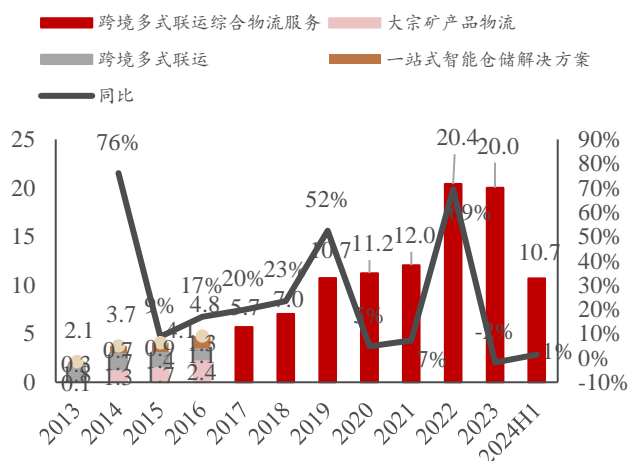
图43：嘉友国际跨境多式联运营业收入及同比（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

毛利看，跨境多式联运毛利 2013-2023 十年 CAGR 为 23%。毛利率方面，跨境多式联运业务自 2021 年起毛利率降至 30% 以内，一方面由于非洲业务快速发展，中非业务由于运距较长毛利率相对较低；另一方面受公共卫生事件管控的影响，跨境运输成本尤其是海运费等运费、以及防疫管控成本不断升高，收入的增长不及成本的快速增长，降低了跨境多式联运综合物流业务毛利。

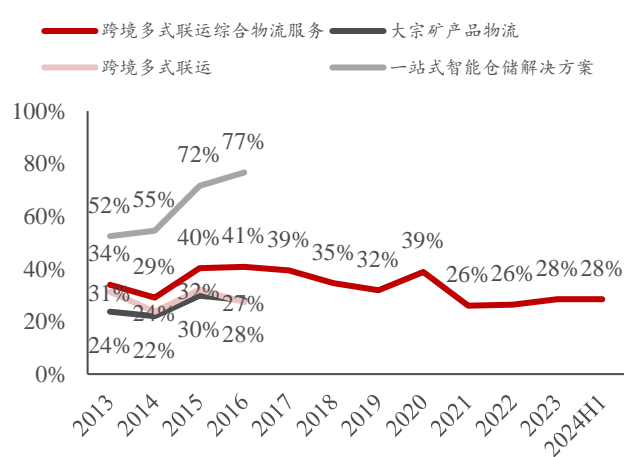
图44：跨境多式联运毛利及同比（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：16年后公司财报披露口径变化，仅披露跨境多式联运业务整体数据

图45：跨境多式联运毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：16年后公司财报披露口径变化，仅披露跨境多式联运业务整体数据

## 2.3.2 供应链贸易业务业务模式及财务

### (1) 业务模式：以物流服务为实质的物贸一体化业务

公司供应链贸易业务是以物流服务为实质的物贸一体化业务，主要应用于中蒙主焦煤产业。主焦煤刚性的物流需求，以及公司以供应链贸易方式锁定的主焦煤运量为公司中蒙跨境多式联运综合物流业务提供了可持续发展的增长空间。

区别于传统贸易经营模式，供应链贸易服务是根据供应商的要求，向其提供公开市场交易信息、价格反馈、运输、仓储、配送、结算等全供应链服务过程。公司以自身名义进口商品，之后将商品销售给境内用户，物流环节持续的降本增效是公司盈利的主要来源。

**具体流程为：**

- 1) 公司根据客户需求确定主焦煤数量和价格，并按照一定比例向客户收取预收款；
- 2) 公司向境外主焦煤供应商进行采购，并根据合同的约定由公司自行从境外矿山提货或由供应商在中国海关监管场所交货，公司提供仓储、装卸和口岸等服务；
- 3) 按客户指令进行主焦煤物流配送服务。

**销售模式：**公司供应链贸易业务的目标客户主要为国内焦煤冶炼企业或大型商贸公司。公司在签订销售合同后，根据合同条款，安排产品出库、清关、后续物流运输，通知客户支付款项、提货及验收等。

**定价模式：**公司供应链贸易定价模式是根据商品的采购成本、仓储、装卸、口岸服务和运输等综合物流服务收费及合理的利润作为定价依据基础。

如下图所示，以焦煤为例，公司供应链贸易业务流程为：①从塔本陶勒盖采购焦煤—②蒙古国境内中盘运输（约 240KM）—③蒙古国噶顺苏海图口岸—④中蒙跨境短盘运输（约 20KM）—⑤中国甘其毛都口岸—⑥中国境内运输。

图46：供应链贸易业务模式 1



资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院

图47：供应链贸易业务模式 2



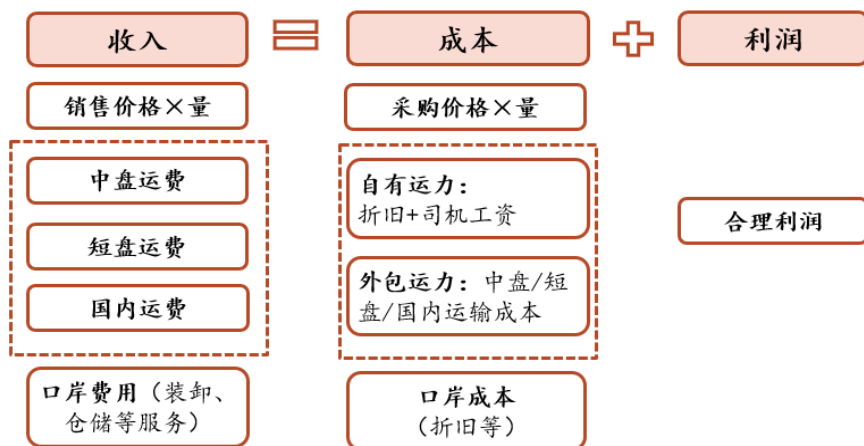
资料来源：嘉友国际招股书，民生证券研究院绘制

根据公司对供应链贸易定价模式的表述——根据①商品的采购成本、仓储、装卸、口岸服务和运输等综合物流服务收费及②合理的利润。

**收入主要包括：**焦煤采购收入、运输费用（中盘/短盘/国内）、口岸费用（装卸、仓储等）；

**成本主要包括：**焦煤采购成本、运输成本、口岸成本（折旧等），其中运输成本分为自有运力和外包运力两部分。**自有运力成本**主要包括车辆资产的折旧和司机工资，**外包运力成本**主要包括中盘/短盘/国内运输社会成本。

图48：公司供应链贸易收入成本结构简图



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

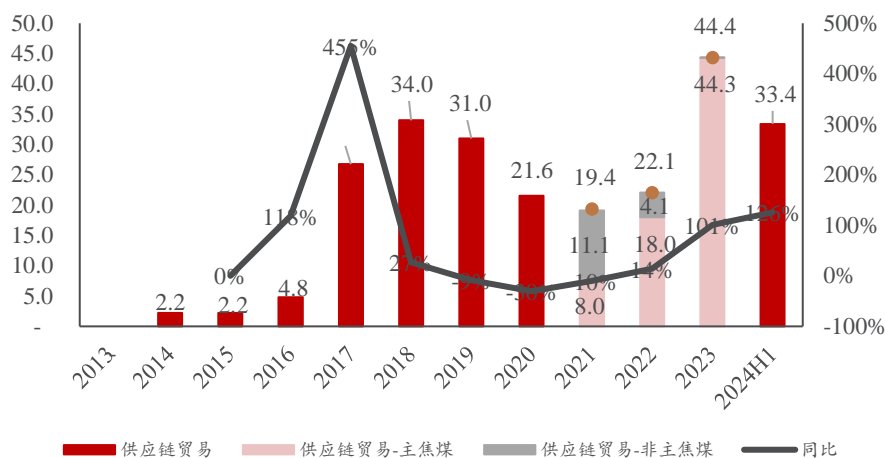
## (2) 财务特点：总额法核算，具有营收高、毛利率低的特点

2014-2023 九年间供应链贸易业务营业收入 CAGR 为 40%，2024H1 为 33.4 亿元，同比+126%。

**供应链贸易业务**自 2014 年起步，2014-2023 九年营收 CAGR 为 40%，2020-2022 年受到公共卫生事件影响，主焦煤营收短期承压后实现向上修复，分别为 21.6、8、18 亿元，同比分别为-30%、-63%、+125%；2023 年同比+101%，比公共卫生事件前 2019 年+43%，根据公司公告主要受益于国内市场强劲的需求，公司深化物贸一体化运营模式。

2021-2022 年公司试水了非主焦煤业务，自 2023 年基本停止。

图49：嘉友国际供应链贸易营业收入及同比（亿元）



资料来源：嘉友国际公告，wind，民生证券研究院

公司供应链贸易业务毛利自 2021 年实现近 2 亿元后快速上行，2022-2023 及 24H1 分别为 3.1、5.2、5.4 亿元，毛利率分别为 14.2%、11.8%、16.3%。

供应链贸易业务主要为主焦煤，公司 2021 年试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易（非主焦煤），几乎不贡献毛利，于 2023 年公司基本停止该业务。

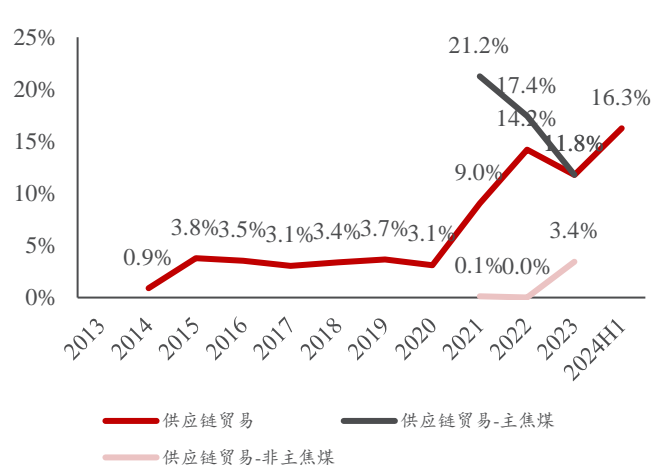
供应链主焦煤业务毛利率：2015-2020 年一直稳定在 3-4%，自 2021 年起毛利率快速提升，2021-2023 及 24H1 分别为 21.2%、17.4%、11.8%及 16.3%，大幅提升的原因主要为：1) 公司 2021 年拓展自蒙古国矿山至中国终端客户全程服务业务，签署长协，延长服务链条；2) 取得了蒙古国段运费等物流服务费快速增长的红利。

图50：供应链贸易毛利及同比（亿元）



资料来源：嘉友国际公告，wind，民生证券研究院

图51：嘉友国际供应链贸易毛利率



资料来源：嘉友国际公告，wind，民生证券研究院



### (3) 公司供应链贸易合同范围逐步扩大

公司在上游强绑定资源端，与 MMC、ETT 蒙古国两大矿上均签署了采购合同，且与 MMC 自 2018 年开展合作后，于 2024 年再次合作签署协议，显示出客户对公司能力的认可。

2018 年 4 月，公司与 MMC、神华内蒙古煤焦化有限责任公司签署三方合同，在未来 5 年内每年供应 300 万吨主焦煤及 100 万吨 1/3 焦煤产品，合同期限三方同意后可将协议延长 5 年，公司公告表示，**该合同形式上买卖合同，实质通过提供物流服务获取收益。**

2021 年 2 月，公司与博迪国际签署采购合同，博迪国际为 ETT 公司铁路工程项目（塔本陶勒盖至嘎顺苏海图）的铁路总承包商，ETT 用煤炭支付博迪国际的工程施工费用。4 年合计 600 万吨的全程供应链贸易。

2021 年 5 月，公司与国家能源集团煤焦化有限责任公司签署销售合同，同时该协议也是长期战略合作协议框架，是双方长期合作的指导性文件。合同总量不少于 500 万吨主焦煤，合同期限为 2021/5/11 至 2026/12/31（如双方无异议自动延至 2029/12/31）。

2021 年 7 月，公司与 ETT 签署从蒙古国塔本陶勒盖矿山到中国终端用户的全程跨境综合物流。采购包括主焦原煤 1,500 万吨以及半软焦煤 150 万吨和风化煤 150 万吨，总计 1,800 万吨，预计五年履行完毕。

2024 年 2 月，公司与 MMC 签署合同，采购量为 10 年内采购煤炭共计 1,750 万吨，前五年向 MMC 采购至少每年 150 万吨的煤炭产品，随后五年公司向 MMC 采购至少每年 200 万吨的煤炭产品。如果双方同意，双方可以延长本协议的期限。

2024 年 11 月，公司再度与 MMC 签署长协合同，MMC 及关联公司每年销售额增加 150-300 万吨各类焦煤产品给嘉友国际及其关联公司，本协议 5 年到期后，经双方同意可延续 5 年。

图52：嘉友国际签署煤炭合同总览

| 签署时间      | 合同类型      | 交易对手               | 采购量  | 合同期限  | 其他  |
|-----------|-----------|--------------------|--|---|---|
| 2018/4/12 | 采购合同/销售合同 | MMC/神华内蒙古煤焦化有限责任公司 | 未来5年内每年供应300万吨主焦煤及100万吨1/3焦煤产品   | 签署日至2023/4/10，三方同意后可将协议延长5年   | 形式上买卖合同，实质通过提供物流服务获取收益  |
| 2021/2/8  | 采购合同      | 博迪国际               | 4年合计600万吨的供应链贸易合同  | 4年，至2025/2/8  | 从蒙古塔本陶勒盖矿山到中国终端用户的全程跨境综合物流。博迪国际是ETT公司铁路工程项目（塔本陶勒盖至嘎顺苏海图）的铁路总承包商，ETT用煤炭支付博迪国际的工程施工费用。          |
| 2021/5/12 | 销售合同      | 国家能源集团煤焦化有限责任公司    | 总量不少于500万吨主焦煤  | 2021/5/11至2026/12/31（如双方无异议自动延至2029/12/31）                              | 根据公告：本协议为长期战略合作协议框架，应是双方今后长期合作的指导性文件，也是双方签订相关合同的基础  |
| 2021/7/5  | 采购合同      | ETT                | 采购包括主焦原煤1,500万吨以及半软焦煤150万吨和风化煤150万吨，总计1,800万吨  | 自合同生效之日起至合同约定的双方权利义务履行完毕为止（预计五年履行完毕2026/7/5）                            | 从蒙古塔本陶勒盖矿山到中国终端用户的全程跨境综合物流。采购价格采用一篮子公开的煤炭价格指数、按季度进行价格调整的定价模式。ETT是蒙古最大的煤矿，世界最大的露天煤矿之一。         |
| 2024/2/22 | 采购合同      | MMC                | 10年内采购煤炭共计1,750万吨，包括不低于煤炭产品总量50%的洗精主焦煤（HCC），以及洗选半软焦煤（SSCC）和洗选动力煤（TC）或任何经双方同意的其他煤炭产品。 | 前五年向MMC采购至少每年150万吨的煤炭产品，随后五年公司向MMC采购至少每年200万吨的煤炭产品。如果双方同意，双方可以延长本协议的期限。 | 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（乌哈胡达格）和Baruun Naran（巴荣娜仁）露天焦煤煤矿，均位于蒙古南戈壁省。 |
| 2024/11/6 | 销售合同      | MMC                | MMC及其关联公司每年增加销售150万吨-300万吨各类焦煤产品给公司及其关联公司  | 2025/1/1至2029/12/31在本协议5年期满后，经双方同意，本协议将延续5年。                            | 形式上买卖合同，实质通过提供物流服务获取收益  |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院整理

### 2.3.3 跨境多式联运和供应链贸易业务对比

两者业务本质为围绕矿山等客户进行综合物流服务，在服务内容、区域等均有所差别，最主要的区别为核算方式，即收入是否包括物流标的的货值。

**服务内容：**跨境多式联运综合物流服务提供一揽子境内外物流解决总包方案，包括矿山设备、辅材、铜精矿的运输、装卸、仓储和口岸等服务。物流标的物货值大，需要通关频次较低。**供应链贸易服务**主要提供境内主焦煤等矿产品的供应链贸易服务。物流标的物货值小，批量大，报关报检业务量大，受限于海关通关效率。

**服务区域：**跨境多式联运综合物流服务涵盖中蒙、中亚、非洲等地；**供应链贸易服务**聚焦于中蒙业务。

**主要供应商：**跨境多式联运综合物流服务主要供应商为境外运输、报关代理，境内运输代理如中国国家铁路集团有限公司、运输车队等；**供应链贸易服务**主要供应商为蒙古国大型矿山，如 MCCL 采购主焦煤。

**主要客户：**跨境多式联运综合物流服务主要客户为跨境业务客户（如矿业公司、冶炼公司），如 OT、紫金矿业、哈铜等；**供应链贸易服务**主要客户为国内焦煤冶炼企业或大型商贸公司，如神华、包钢等。

**核算特点：**跨境多式联运综合物流服务不包括物流标的的物货值；**供应链贸易服务**包括物流标的的物货值

图53：嘉友国际跨境多式联运和供应链贸易业务对比

| 项目    | 跨境多式联运综合物流服务   | 供应链贸易服务  |
|-------|--|--|
| 服务内容  | 提供一揽子境内外物流解决总包方案，包括矿山设备、辅材、铜精矿的运输、装卸、仓储和口岸等服务。物流标的物货值大，需要通关频次较低。 | 主要提供境内主焦煤等矿产品的供应链贸易服务。物流标的物货值小，批量大，报关报检业务量大，受限于海关通关效率。 |
| 服务区域  | 中蒙、中亚、非洲等  | 中蒙   |
| 主要供应商 | 境外运输、报关代理，境内运输代理如中国国家铁路集团有限公司、运输车队等                              | 蒙古国大型矿山，如MCCL采购主焦煤                                     |
| 主要客户  | 跨境业务客户（如矿业公司、冶炼公司），如OT、紫金矿业、哈铜等                                  | 国内焦煤冶炼企业或大型商贸公司。如神华、包钢等                                |
| 核算特点  | 不包括物流标的的物货值  | 包括物流标的的物货值   |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

## 2.4 公司布局第三步：入股矿山资源，掌握物流强话语权

2024年4月，公司发布公告与蒙古国矿山 Mongolian Mining Corporation 签署收购 KhangadExploration LLC 20%股权和煤炭长期合作协议。2024年4月，公司向 BNS 支付全部股权转让款，随后 KEX 开始办理股权变更手续；2024年6月3日公司公告，现已持有 KEX 20%股权。

公司该合作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，深化物贸一体化运营模式，进一步扩大公司业务规模。

## 2.4.1 合作内容包含股权收购和长协协议两部分

### (1) 股权收购

**收购金额：**8881 万美元，自有资金；

**交易对手：**Mongolian Mining Corporation（港交所股份代号：00975，简称“MMC”）；

**收购标的：**MMC 全资下属子公司 Baruun Naran S.a.r.l.（简称“BNS”）所持有的 Khangad Exploration LLC（简称“KEX”）20%股权；

**KEX 矿产资源：**持有 Baruun Naran（巴荣娜仁）矿床两张开采许可证，包括 Baruun Naran（简称“BN”）的 MV-14493 开采许可证及 TsaikharKhudag（简称“THG”）地区的 MV-017336 开采许可证，BN 和 THG 煤炭储量估算（探明+可控制）分别为 3.8 亿吨、6700 万吨，合计 4.5 亿吨；

**KEX 财务数据：**2023H1 资产总额 8.15 亿元，负债总额 6.6 亿元，净资产 1.6 亿元，收入 6.03 亿元，净利润 2.2 亿元。注：上述财务数据未经审计，并按照期末汇率折算为人民币。

**图54：BN 和 THG 煤炭储量测算**

| BN开采许可证煤炭资源(百万吨)  |     |    |            |
|-------------------|-----|----|------------|
| 探明                | 可控制 | 推断 | 总计(探明+可控制) |
| 332               | 51  | 31 | 383        |
| THG开采许可证煤炭资源(百万吨) |     |    |            |
| 探明                | 可控制 | 推断 | 总计(探明+可控制) |
| -                 | 67  | 22 | 67         |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

### (2) 长协协议

**主要内容：**公司与 MMC 签署长协，约定公司十年内向其采购煤炭共计 1750 万吨，前五年向 MMC 采购至少每年 150 万吨的煤炭产品，随后五年向 MMC 采购至少每年 200 万吨的煤炭产品。包括不低于煤炭产品总量 50%的洗精主焦煤（HCC），以及洗选半软焦煤（SSCC）和洗选动力煤（TC）或任何经双方同意的其他煤炭产品。

**定价方式：**双方应每批次签署《销售和采购协议》。煤炭产品每批交付的销售价格将以现行市场价格为基础，并按照协议中规定的预先确定的公式计算。

**注：**如果双方同意，双方可以延长本协议的期限，但须根据适用的法律法规获得公司和监管机构的批准。

## 2.4.2 首次入局矿山资源，长协再下一城

针对该合同主要意义主要有以下三点：

**(1) 收购对价高性价比。**根据 MMC 在 2011 年 6 月发布的收购公告，MMC 以 4.64 亿美元收购 QGX，QGX 所持有的 Baruun Naran 煤矿为本次嘉友国际入股的 KEX 的主要矿产，**时隔 13 年嘉友国际以低于成本价入股，交易性价比高。**

**经我们计算，公司收购 KEX 估值为 4.44 亿美元**，按照 2024/2/22 日汇率 1 美元=7.19 元计算，折合人民币估值为 31.9 亿元，对应探明+可控制煤炭资源量合计为 4.5 亿吨，对应 KEX 23H1 2.2 亿元净利润年化后 7 倍 PE。

**(2) 上调供应链贸易业务预期。**新增长协合同为公司供应链贸易业务带来全新增量，按照公司 2024H1 业务毛利率，供应链贸易毛利率 16.3%、协议前五年每年不低于 150 万吨、焦煤价格 1300 元/吨假设计算，**可为公司年化实现不低于 3.2 亿元毛利增量。200 万吨对应 4.2 亿元毛利。**

图55：MMC 长协合同毛利测算

| 指标      | 数值    |     | 备注                          |
|---------|-------|-----|-----------------------------|
| 价格（元/吨） | 1300  |     | 参考2023甘其毛都主焦煤拍卖价格1330元/吨    |
| 量（万吨）   | 150   | 200 | 前五年不低于150万吨/年，后五年不低于200万吨/年 |
| 毛利率     | 16.3% |     | 取2024H1毛利率16.3%测算           |
| 收入（亿元）  | 19.5  | 26  |                             |
| 毛利（亿元）  | 3.2   | 4.2 |                             |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院测算

**(3) 贡献投资收益。**根据公司公告，按照 KEX 对应 2023H1 净利润 2.2 亿元计算，20%股权可为公司贡献投资收益 0.44 亿元，**全年年化贡献 0.89 亿元，未来若收购矿企扩产，将会带动投资收益进一步增加。**

## 2.4.3 与蒙古国证券交易所签订合作备忘录

根据蒙古国交易所网站，2024 年 9 月 24 日，公司与与蒙古国证券交易所签订合作备忘录，在备忘录范围内，公司将**为跨境电商提供保税仓库、煤炭装卸封闭区、煤炭卸箱查验区、集装箱租赁、报关等服务**。通过蒙古国证券交易所的矿产品交易购买产品，双方同意努力提供优惠的价格和条件，**并首先提供全面的跨境物流服务。**

### 3 中非业务：大空间、高壁垒，围绕矿产开展物流服务构建大物流版图

#### 3.1 行业层面：中非共建“一带一路”，中刚合作不断深化

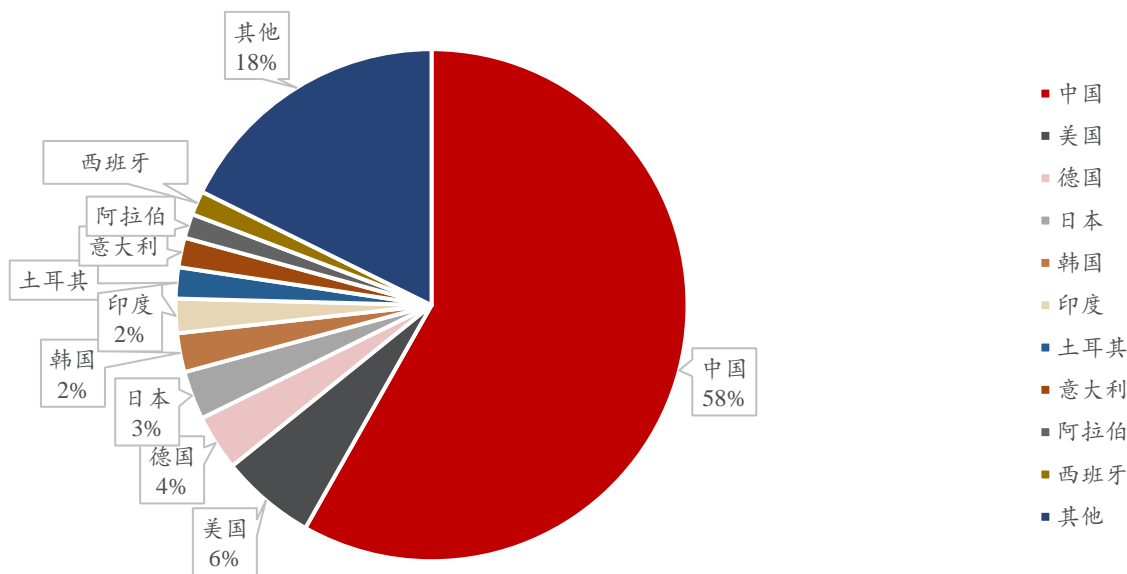
##### 3.1.1 我国是全球第一大铜矿消费国，对外依存度高达 80%

据 ICSG 统计，2023 年 1-11 月全球精炼铜消费 2461 万吨，同比增长 4%。中国仍是全球铜消费第一大国，2023 年 1-11 月精炼铜消费量 1431.5 万吨，占比达 58.2%，较 2022 年上升 2 个百分点；美国铜消费量居全球第二位，其中，精炼铜消费量 147.5 万吨；其他国家精炼铜消费量均不超过百万吨。

2023 年我国铜矿出矿品位为 0.59%，优质资源不断减少，可开采矿石品质下降明显。

我国铜矿资源对外依存度逐年攀升，从 2012 年的 60%到 2023 年的 80%。

图56：2023 年 1-11 月全球铜消费占比

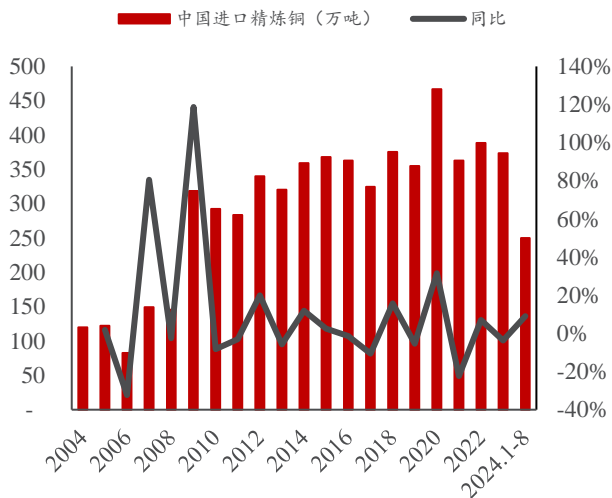


资料来源：ICSG，科技外事处，民生证券研究院

据 2024 年 8 月 ICSG 发布文章，世界矿山铜产量从此前预计的 3.7%增幅下调为 0.5%，主要是因为大量项目增速缓慢，项目投产推迟，企业产量预期调整，以及第一量子公司（First Quantum）年产 38 万吨的巴拿马铜矿关停。

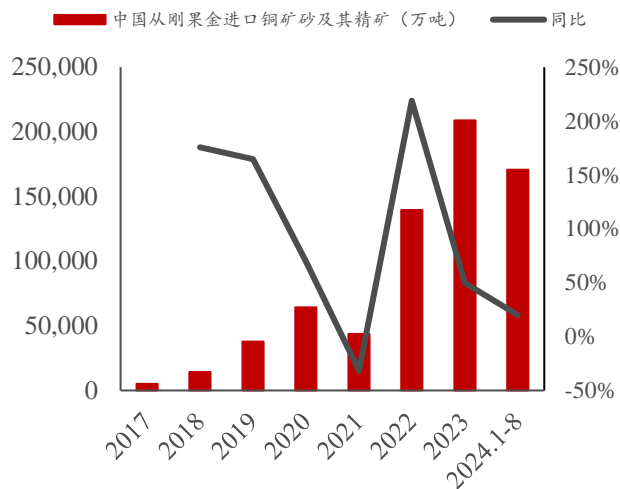
我国进口精炼铜 2024 年 1-8 月为 250 万吨，同比增 9%。我国从刚果（金）进口铜矿砂及其精矿近年来不断提升，2022-2023 及 2024 年 1-8 月分别为 14、21、17 亿吨，同比分别为 219%、50%、20%。

图57: 中国进口精炼铜及同比 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图58: 中国从刚果 (金) 进口铜矿砂及其精矿 (万吨)

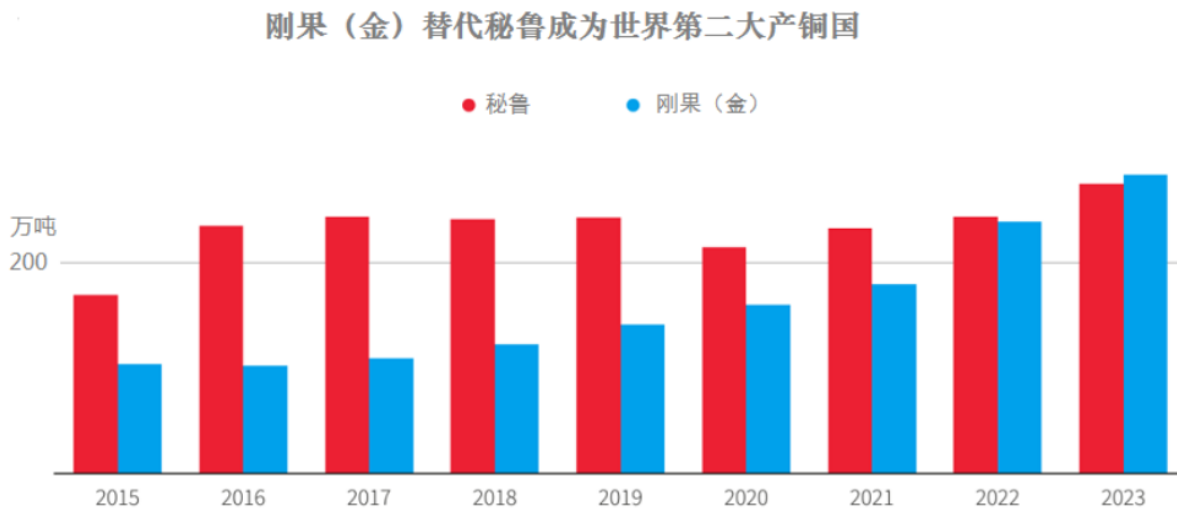


资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3.1.2 刚果 (金) 矿产资源丰富, 于 2023 年成为世界第二大产铜国

2023 年, 刚果 (金) 铜产量 284 万吨, 取代秘鲁 (铜产量 276 万吨) 成为世界第二大产铜国。

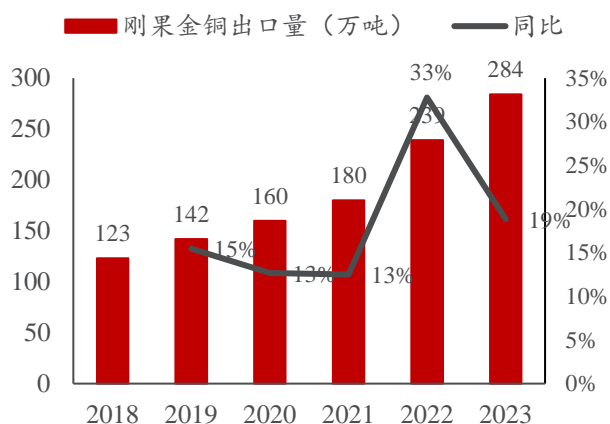
图59: 刚果 (金) 与秘鲁铜产量 (万吨)



资料来源: 自然资源部, 民生证券研究院

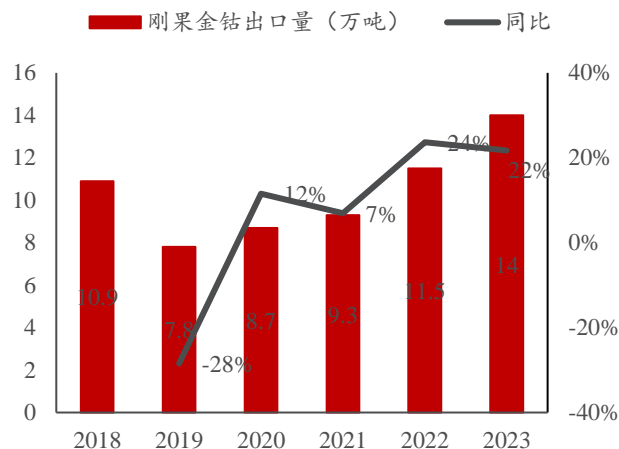
刚果 (金) 铜、钴出口量逐年增长。2021-2023 年刚果 (金) 铜出口量分别为 180、239、284 万吨, 同比分别为 13%、33%、19%; 钴出口量分别为 9.3、11.5、14 万吨, 同比分别为 7%、24%、22%。

图60: 刚果（金）铜出口量及同比



资料来源: 嘉友国际公告, 民生证券研究院

图61: 刚果（金）钴出口量及同比



资料来源: 嘉友国际公告, 民生证券研究院

刚果（金）矿产资源丰富，除铜矿占世界总量 15%外，锂、铌、锰、锌、钴等资源同样丰富，其中铌、钴占世界总量分别为 80%、50%。

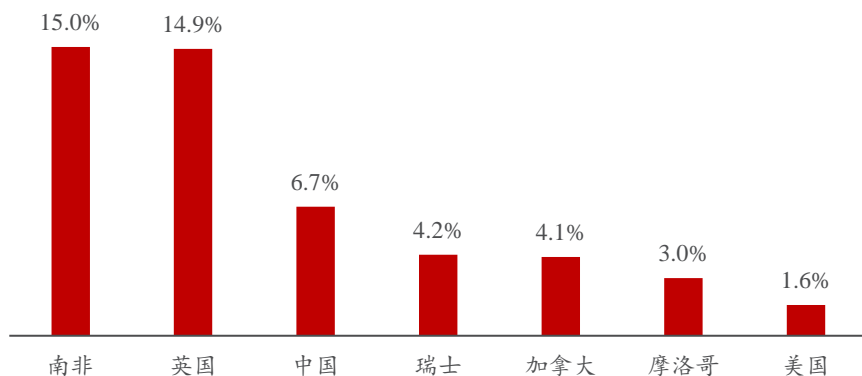
由于刚果（金）吸引了嘉能可、欧亚资源、艾芬豪等国际矿业公司和中色集团、洛阳钼业、紫金矿业等中资企业的强烈关注和布局，2020 年刚果（金）勘查领域投入的资金总额为 1.405 亿美元，位居非洲第一。

图62: 刚果（金）主要矿产资源已知储量（2021）

| 名称 | 储量      | 备注        |
|----|---------|-----------|
| 铜  | 7500万吨  | 占世界总量的15% |
| 锂  | 3100万吨  |           |
| 铌  | 3000万吨  | 占世界总量的80% |
| 锰  | 700万吨   |           |
| 锌  | 700万吨   |           |
| 钴  | 450万吨   | 占世界总量的50% |
| 铁  | 10亿吨    | 品位60%     |
| 锡  | 45万吨    |           |
| 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, 民生证券研究院

中国在非矿业投资广度持续拓宽，2005 年至今中国对非洲采矿业投资持续增长，2023 年中国对非洲的投资存量约 369.3 亿美元，其中约 91.6 亿美元用于采矿业。中国拥有的非洲采矿业份额也自 2018 年的 6.7%提升至 2024 上半年的 8%，投资涵盖铜矿、钴矿、锂矿和铝土矿等领域，投资广度持续拓宽。

**图63：2018 年非洲矿山总产量所有权**


资料来源：Andreonia 等《非洲的关键矿产和多样化之路》，民生证券研究院

### 3.1.3 刚果（金）铜钴矿产主要分布在南部，所在区域整体稳定

从刚果（金）矿产资源分布来看，刚果（金）东南部地区卢阿拉巴省和上加丹省是铜钴矿权分布主要区域，这两个省分别与安哥拉、赞比亚毗邻，是刚果（金）经济发展和基础设施最好的地区之一，也是矿产勘查和矿业开发最活跃的地区。

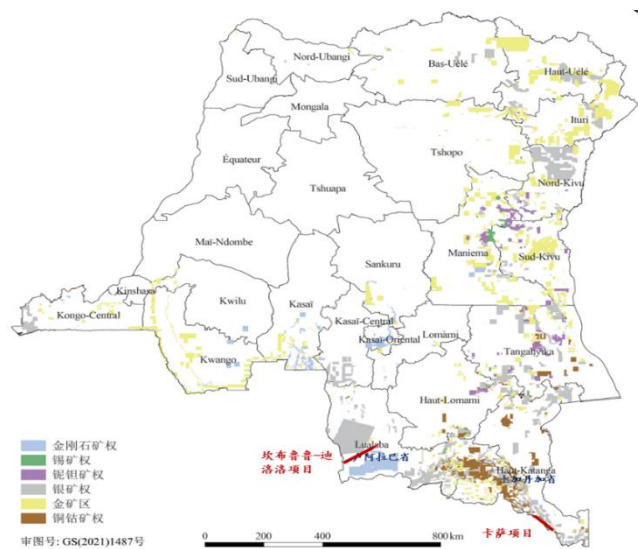
**注：**嘉友国际的刚果（金）项目坎布鲁鲁-迪洛洛、卡萨项目分别位于卢阿拉巴省和上加丹省，具备较为便利的运输与通关优势。

**政治环境方面，**2019 年 1 月刚果（金）新任总统费利克斯·齐塞克迪宣誓就职，成为刚果（金）独立以来的第二位民选总统，任期 2019-2023 年。2023 年 12 月，齐塞克迪赢得总统大选，实现连任，得票率 73.34%，任期五年。

**刚果（金）危机事件**主要集中在东北部边境区域，其他地区整体稳定。

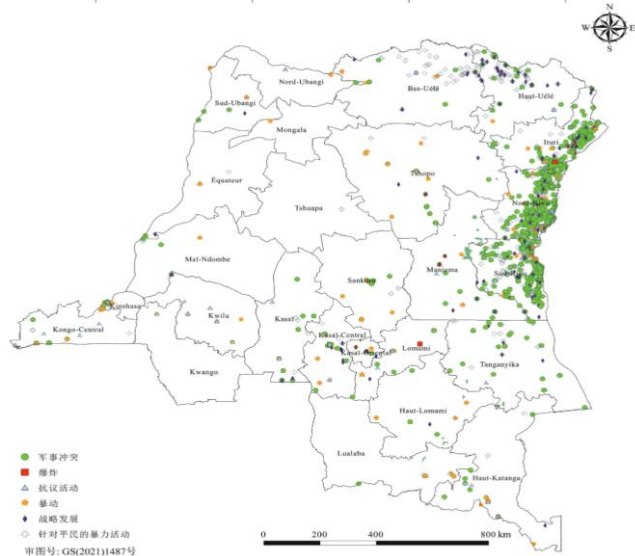


图64：2022 年刚果（金）有利矿权分布图



资料来源：卢宜冠等《刚果（金）矿产资源与矿业投资环境》，民生证券研究院

图65：2022 年刚果（金）危机事件分布图



资料来源：卢宜冠等《刚果（金）矿产资源与矿业投资环境》，民生证券研究院

### 3.1.4 中非共建“一带一路”，中刚合作不断深化

2013 年，“一带一路”国家级顶层合作倡议正式提出。截至 2022 年 3 月，中国已经与 149 个国家和 32 个国际组织签署了 200 多份共建“一带一路”合作文件。

**近年来我国与刚果（金）外交关系不断发展。**

2015 年 9 月，中国与刚果（金）提升为战略合作伙伴关系。

**2020 年 12 月**，中国与非洲联盟委员会签署《中华人民共和国政府与非洲联盟关于共同推进“一带一路”建设的合作规划》。

**2021 年 1 月**，中国又与刚果（金）和博茨瓦纳分别签署共建“一带一路”谅解备忘录，中非共建“一带一路”不断深入。

**2024 年 9 月 6 日，中非合作论坛北京峰会开幕**，习近平主席宣布，中国同所有非洲建交国的双边关系提升到战略关系层面，中非关系整体定位提升至新时代全天候中非命运共同体，将实施中非携手推进现代化十大伙伴行动。

**刚果（金）总统齐塞克迪在赴华出席 2024 年中非合作论坛北京峰会之际接受记者采访表示**，近年来，非洲与中国的合作取得显著进展。在中非合作论坛框架下，双方在基础设施建设、工业、卫生、教育等领域合作取得丰硕成果。

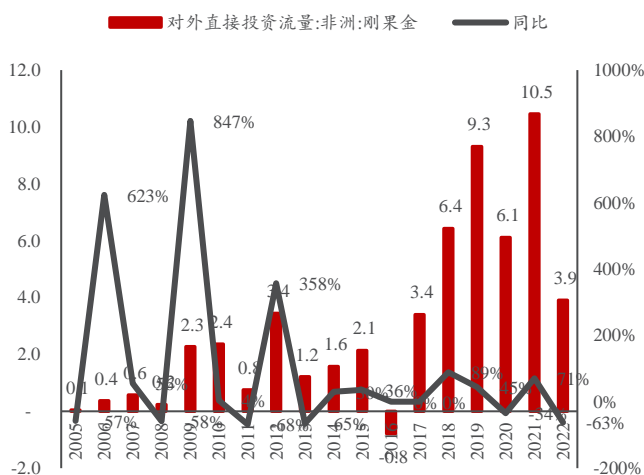
**我国对刚果（金）直接投资流量看**：2009-2015 年直接投资额在 1-3.5 亿美元区间，自 2018 年开始我国在刚果（金）直接投资金额实现大幅跃升，2018-2021

年直接投资额均超过 6 亿美元；2021 年直接投资 10.5 亿美元，创历史新高。

**我国对刚果（金）直接投资存量看：近十年（2011-2021）CAGR 为 20%，**2019 年达到峰值为 56 亿美元；2020 年受到公共卫生事件影响同比下降 34%至 37 亿美元；2021 年为 43 亿美元，同比增 15%。

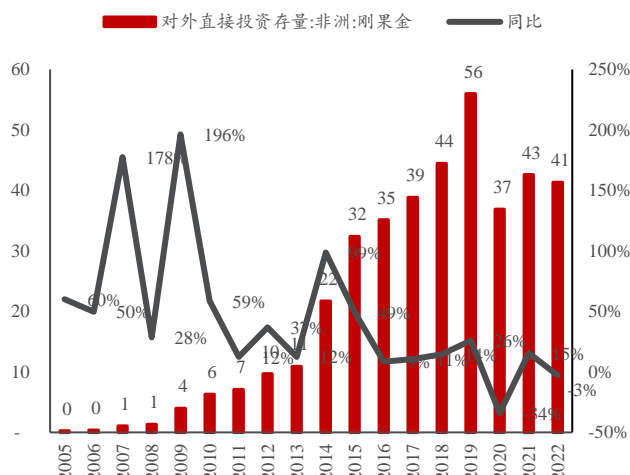
**我国对刚果（金）劳务派出人数看：2022 年累计派出各类劳务人员 3391 人，**年末在刚果(金)劳务人员 8427 人。

图66：我国对刚果（金）直接投资流量（亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图67：我国对刚果（金）直接投资存量（亿美元）



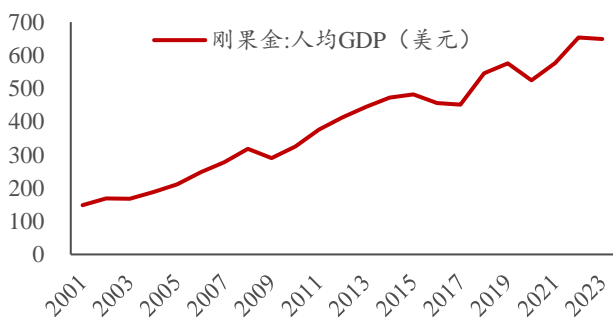
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.1.5 非洲 GDP 快速增长

2001 至 2023 年间，刚果（金）GDP 复合增速 11%，人均 GDP 复合增速 7%，2021、2022 年人均 GDP 高增分别为 10%、13%；

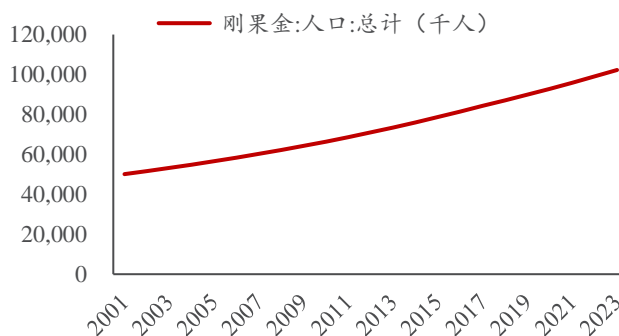
2001 至 2023 年间，刚果（金）人口复合增速 3.3%，在近十年时间人口同比增速在 3.2%-3.5%之间。

图68：刚果（金）人均 GDP（美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图69：刚果（金）人口（千人）



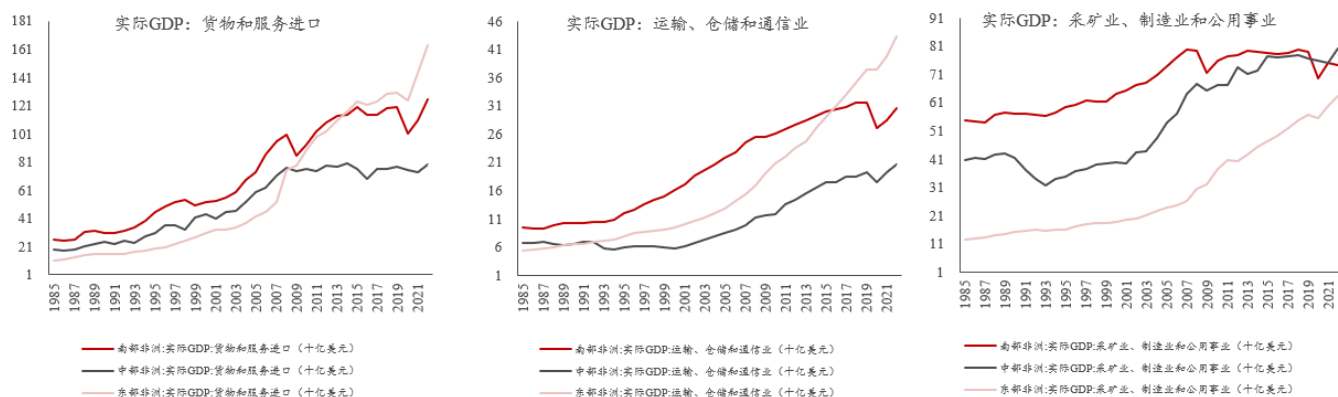
资料来源：wind，民生证券研究院

**货物和服务进口实际 GDP：**南部、中部、东部非洲 1985 至 2022 年复合增速分别为 4%、5%、8%，2022 年实现公共卫生事件后快速修复式上涨，同比增速分别为 13%、28%、13%，货物和服务进口需求快速抬升，反映当地的经济活跃程度；

**运输、仓储和通信业实际 GDP：**南部、中部、东部非洲 1985 至 2022 年复合增速分别为 3%、3%、6%，2022 年实现公共卫生事件后快速修复式上涨，同比增速分别为 8%、8%、9%，反映当地物流需求增多；

**采矿业、制造业和公用事业：**南部、中部、东部非洲 1985 至 2022 年复合增速分别为 1%、2%、6%，2022 年中部、东部非洲快速上涨，同比增速分别为 7%、15%，非洲矿产主要分布在中部和东部，相关产业发展快速；南部非洲恢复较慢，2021 年同比+8%，2022 年同比-1%。

**图70：南部/中部/东部非洲实际 GDP：货物和服务进口/运输、仓储和通信业/采矿业、制造业和公用事业**



资料来源：wind，民生证券研究院

**注：**

**南部非洲：**包括博兹瓦纳、莱索托、纳米比亚、南非、斯威士兰 5 国；

**中部非洲：**包括安哥拉、喀麦隆、中非共和国、乍得、刚果（布）、刚果（金）、赤道几内亚、加蓬、圣多美和普林西比 9 国；

**东部非洲：**包括布隆迪、科摩罗、吉普提、厄立特里亚、埃塞俄比亚、肯尼亚、马达加斯加、马拉维、毛里求斯、莫桑比克、卢旺达、塞舌尔、索马里、南苏丹、坦桑尼亚、乌干达、赞比亚、桑给巴尔、津巴布韦 19 国。

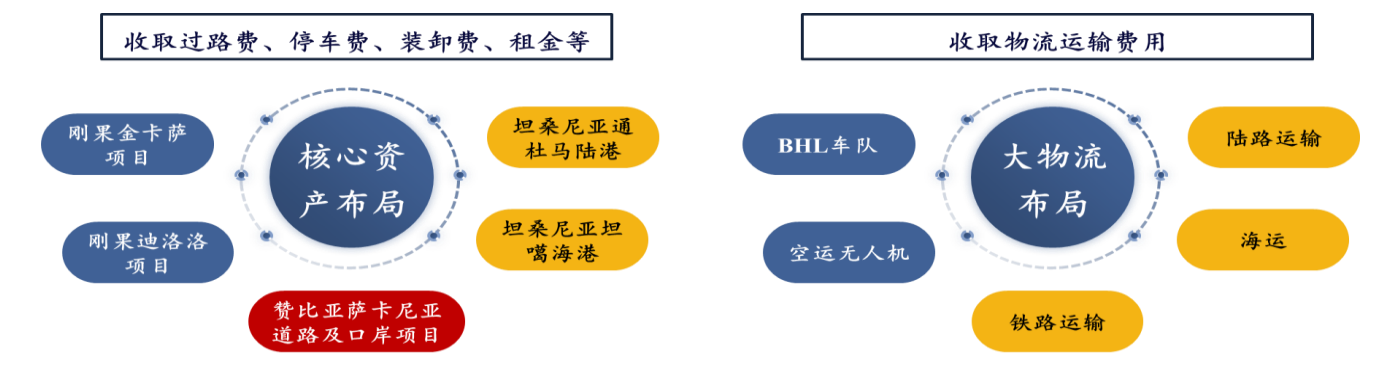
公司在非洲业务模式可以分为“关键物流节点资产收费”+“大物流运输”，公司复制蒙古国经验至非洲，在非洲卡位更为核心、壁垒更高的资产资源，并逐步布局大物流版图，打造“海、路、空”全方位物流运输体系。

公司在非洲盈利模式分为两部分：

一是布局核心资产，建设道路、口岸等基础设施，收取过路费、停车费、装卸费等；

二是布局非洲大物流网络，开展公、铁、港等多式联运跨境运输，收取物流服务费，保障非洲国家矿产安全高效出境、生活用品与工程物资等安全高效入境。目前已收购赞比亚最大车队 BHL、成立合资公司拟布局无人机项目应用至非洲。

图71：嘉友国际在非洲项目业务概览



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

图72：嘉友国际在非洲项目布局总览

| 地区   | 项目名称           | 项目概况  | 投资金额     | 项目进展                          | 公告时间     |
|------|----------------|---|----------|-------------------------------|----------|
| 刚果金  | 卡萨项目           | 1条150KM公路、2个口岸（萨卡尼亚、莫坎博）  | 2.3亿美元   | 已投运                           | 2019/8   |
|      | 迪洛洛项目          | 1条219KM公路、1个口岸  | 3.63亿美元  | 筹建中，嘉友持51%，紫金矿业持49%，5年建设期     | 2023/3   |
| 赞比亚  | 赞比亚萨卡尼亚道路及口岸项目 | 1条萨卡尼亚口岸-恩多拉17KM道路、1条穆富利拉-萨卡尼亚42KM道路、1个赞比亚萨卡尼亚口岸                  | 0.76亿美元  | 筹建中                           | 2023/10  |
| 坦桑尼亚 | 通杜马陆港          | 坦桑尼亚与赞比亚之间唯一的陆路口岸   | 待定       | 与坦桑尼亚港务局签订合作备忘录               | 2024/9   |
|      | 坦噶海港           | 坦桑尼亚第二大海港，港口拥有3个储存库，包括1个1.5万平方米带顶棚仓库和1个2.4万平方米露天堆场，最多可容纳800个标准集装箱 | 待定       | 与坦桑尼亚港务局签订合作备忘录               | 2024/9   |
| 非洲物流 | BHL车队          | 500多辆车，赞比亚最大的卡车运输企业   | 0.255亿美元 | 收购落地，2024年5月9日公告正式持有BHL 80%股权 | 2023/10  |
|      | 无人机项目          | 应用于重量低于500公斤的货物运输，续航可达到1200公里，加快“低空+跨境物流”布局非洲                     | 1250万人民币 | 出资比例25%                       | 2024/8/1 |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院整理

### 3.2 公司布局第一步：布局核心资产，范围更广、壁垒更高

公司已在非洲进行多出物流核心资产布局，重点围绕刚果（金）铜钴矿带，打通刚果（金）—赞比亚—坦桑尼亚出海港（达累/坦噶港）重要东向路线。

通过建设基础设施，形成公路、铁路、港口等多式联运的立体运输网络，能够提升运输效率、加速资源流通、改善当地居民生活条件，促进非洲国家之间的友好

经贸往来，保障矿产资源供应链运输的安全自主可控。

公司陆续与刚果（金）、赞比亚、坦桑尼亚合作，进行重要基础设施建设、开发、运营，公司在非洲资产布局概览如下图所示：

### 1、刚果（金）

2019 年，获得卡萨项目特许经营权，2022 年完成施工；

2023 年 3 月，获得迪洛洛项目特许经营权，嘉友持股比例 51%，紫金持股比例 49%。

### 2、赞比亚

2023 年 10 月，获得赞比亚萨卡尼亚口岸和恩多拉至穆富利拉道路升级改造项目。

2024 年 11 月，获得赞比亚莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博道路升级改造项目

### 3、坦桑尼亚

2024 年 9 月，与坦桑尼亚港务局签订合作备忘录，拟在坦桑尼亚开发运营通杜马陆港、坦噶港。

图73：嘉友国际在非洲资产布局



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

**注：**坦赞铁路建于 1970 至 1975 年，由中国、坦桑尼亚和赞比亚三国合作建成，是一条贯通东非和中南非的交通大干线，里程超过 1860 公里，连结坦桑尼亚原首都和港口城市达累斯萨拉姆与赞比亚中部城市卡皮里姆波希。坦赞铁路是中华人民共和国迄今为止最大的援外成套项目之一。

**刚果（金）基础设施相对落后。**根据 2023 年 1 月外交部发布的《刚果民主共和国国家概况》，刚果（金）基础设施落后，绝大部分公路路况差。**因此公司建设基础设施对打通矿产资源运输大通道非常重要。**

**公路方面**，全国原有公路总长 14.5 万公里，其中一级公路 5.8 万公里，乡村公路 8.7 万公里，城市公路网 7400 公里。由于长年战乱破坏和缺乏维护，大部分公路无法正常通行，许多二级公路和乡村公路遭损毁，**目前仅剩 5 万公里的主干道（其中沥青路仅占 1.8%），平均每百平方公里只有 7 公里长的道路。**

**铁路方面**，刚果（金）铁路交通网绝大部分建于殖民时代，由于年久失修，铁路网大部分路段已经不能通行。

**陆港项目为公司卡萨项目，2022 年开始贡献收入：**

2022 年公司陆港项目首年实现收入，2022-2023 及 24H1 收入分别为 1、4.2、2.3 亿元；毛利分别为 0.8、2.6、1.3 亿元，毛利率分别为 77%、62%、57%。

**3.2.1 刚果（金）东向线路：多处核心资产卡位，优势显著、日益成熟**

公司当前在东向线路资产布局优势显著、逐步完善成熟，建设了相对自主可控的刚果（金）矿产东向出境路线：

**刚果（金）铜钴矿带→刚果（金）150KM 卡萨道路→刚果（金）萨卡尼亚口岸→赞比亚萨卡尼亚口岸→坦桑尼亚通杜马陆港→达累/坦噶海港**

**图74：嘉友国际东向线路布局**



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制  
注：红色标识均为嘉友已获取/签协议项目

图75：嘉友国际卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚和莫坎博项目



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

### (1) 刚果（金）：卡萨项目初露锋芒

2019年，公司与刚果（金）政府签署《特许授权协议》，建设刚果（金）重要的铜钴矿产区科卢韦齐、卢本巴希地区的进出口通道“卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化与改造项目”（简称“卡萨项目”）。

卡萨项目投资金额约16亿人民币，包括卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段150公里公路、4座收费站，1座萨卡尼亚边境口岸，1个萨卡尼亚陆港、1座莫坎博边境口岸、2个现代停车场和1个生活区的融资、设计、建设、布置规划、扩展、维修、运营、保养。特许经营权期限为25年。

图76：嘉友国际卡萨项目修建前后对比图



资料来源：嘉友国际官网，民生证券研究院

图77：卡萨项目道路及陆港物流基础设施



资料来源：嘉友国际官网，民生证券研究院

#### 项目进展如下：

**2022年1月**，卡萨 150KM 道路项目全线通车，转入试运营阶段。

**2022年7月**，公司与刚果（金）海关总署签署边境口岸、陆港运营协议，萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸进入试运营阶段。

**2023年10月3日**，卡萨项目升级改造项目竣工典礼在刚果（金）上加丹加省萨卡尼亚口岸顺利举行，刚果（金）总统费利克斯·齐塞克迪、中国驻刚果（金）大使赵斌和项目投资方等中刚代表参加了活动。

**2023年卡萨项目正式投运**，相关建造服务确认为无形资产-特许经营权，期末账面价值 15.8 亿元，**极大缩短了口岸通关时间，道路及口岸通车量超出预期，经营业绩持续向好。**

**公司已为卡萨项目购买保险。**2022 年上半年公司完成了由中国出口信用保险公司对卡萨项目海外投资保险的全部承保手续，如刚果（金）发生战争及政治暴乱、征收、汇兑限制等事件，导致公司投资损失，将由中国出口信用保险公司承担赔偿责任。



**图78：嘉友国际卡萨项目概况**

| 项目      | 说明   |
|---------|--|
| 投资金额    | 2.3亿美元（折合约16亿人民币）  |
| 资金来源    | 公司自有资金和募集资金。公司于2020年8月公开发行可转债，发行总额7.2亿元，扣除发行费用后的募集资金净额7.14亿元全部用于刚果（金）项目。   |
| 建设项目    | 1号国道线卡松巴莱萨-萨卡尼亚路段150公里公路、4座收费站，1座萨卡尼亚边境口岸，1个萨卡尼亚陆港、1座莫坎博边境口岸、2个现代停车场和1个生活区   |
| 特许经营权期限 | 25年  |
| 进度      | ①2022年1月，卡萨150KM道路项目全线通车，转入试运营阶段<br>②2022年7月，公司与刚果（金）海关总署签署边境口岸、陆港运营协议，萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸进入试运营阶段<br>③2023年10月，卡萨项目竣工典礼顺利举行<br>2023年卡萨项目正式投运，相关建造服务确认为无形资产-特许经营权，期末账面价值15.6亿元，道路及口岸通车量超出预期，经营业绩持续向好 |
| 项目意义    | 该项目是公司在非洲地区建立的重要物流枢纽：<br>①将改善刚果（金）南线运输条件，提高陆运通道的通行能力，降低刚果（金）运输成本；<br>②复制中国陆运边关的先进运营模式和经验，萨卡尼亚陆港、莫坎博边境口岸建成后将提供优质高效的通关服务，营造和谐便利的通关环境，为包括中资企业在内的矿企提供一站式、高效的跨境综合物流服务，为公司在非洲市场今后的发展奠定坚实基础           |
| 保险      | 2022年上半年公司完成了由中国出口信用保险公司对卡萨项目海外投资保险的全部承保手续，如刚果（金）发生战争及政治暴乱、征收、汇兑限制等事件，导致公司投资损失，将由中国出口信用保险公司承担赔偿责任  |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

2023年7月10日，刚果（金）上加丹省海关关长 Rene KALALA 先生一行赴萨卡尼亚口岸进行视察，并召开隆重表彰大会。表彰萨卡尼亚口岸在6月份通关量取得了大幅提升，突破历史记录，大幅增加了刚果（金）国家财政收入。并且期望双方加强合作，进一步提升萨卡尼亚口岸的通关量。

**图79：萨卡尼亚口岸实景图**


资料来源：嘉友国际公众号，民生证券研究院

2024年1月，公司刚果（金）卡萨项目萨卡尼亚、莫坎博口岸海关进出口保税仓库及监管场地正式获批，将为矿山企业带来极大的便利和支持，进一步提升口岸服务质量，促进口岸高效发展。

图80：卡萨项目口岸进出口保税仓及监管场地



资料来源：嘉友国际公众号，民生证券研究院

### 萨卡尼亚口岸相较于原通道的卡松巴莱萨口岸优势显著：

**老口岸卡松口岸通关效率低**，由于建设时间早，a) 内部设备相对老旧、通关办理流程相对较低；b) 随着刚果（金）南部矿产开采产能不断增加，通关货量持续攀升。因此，卡松口岸压力日益增大，通关时间 7-10 天已成为常态，长时间在口岸停车同时带来相关费用增加。

嘉友国际的卡萨项目成为卡松口岸的更优解，现代化的基础设施能够提升通关效率、为货主节省费用、保障安全；同时能够为刚果（金）提供高效便捷的进出口服务，以物流带动货流，从而带动当地经济发展。

公司第二大股东紫金矿业目前在刚果（金）主要有三个矿场，其中两个位于非洲中部铜矿带之上：卡莫阿-卡库拉铜矿以及科卢韦齐铜（钴）矿，均位于刚果（金）的卢阿拉巴省，相距约 32KM。Manono 锂矿位于刚果（金）的坦噶尼喀省，是全球最大的锂矿资源之一。

图81：紫金矿业主要非洲矿产资源分布



资料来源：紫金矿业公告，谷歌地图，民生证券研究院绘制

### (1) 卡莫阿-卡库拉铜矿为世界级超高品位大型铜矿：

紫金和艾芬豪分别持有 39.6% 的股份，刚果政府持有 20% 的股份。此外，紫金还持有艾芬豪 10% 以上的股份。

矿产资源矿石量约 17 亿吨、平均品位 2.54%、铜金属量 4312 万吨。2024 年 5 月由中国恩菲承担 EPCM 工作的三期选矿厂在预算内提前 6 个月投产。自此卡莫阿-卡库拉铜矿的综合设计产能提高至 1420 万吨/年，**铜产量提升至 60 万吨/年以上，成为全球第三大铜矿山。**

据行业媒体矿业网 (mining.com) 报道，紫金矿业董事长陈景河先生在接受采访时表示，该公司希望将刚果（金）卡莫阿-卡库拉 (Kamoa-Kakula) 铜矿的年产量提升 100 万吨，较目前约 60 万吨的年产量有较大提升，**有望赶超当前世界最大铜矿——必和必拓位于智利的埃斯康迪达 (Escondida) 铜矿。**

**(2) 科卢韦齐铜 (钴) 矿位于卡莫阿-卡库拉铜矿的东北方向，具备年产 12 万吨金属铜、3000 吨钴的生产能力，2023 年，科卢韦齐铜矿的产量为铜 12.8 万吨，钴 2,306 吨。**

### 我们对卡萨项目进行测算：

#### 首先对刚果（金）通车量进行车算：

我们梳理了刚果（金）主要矿山资源产量，测算 2024-2026 年铜金属/阴极铜/粗铜/阳极铜/锌金属对应矿石总量分别为 761、764、778 万吨，同比分别为 14%、0.4%、2%，按照 30 吨/车计算，**对应矿石单日运输需求为 695、698、710 辆。**

**图82：刚果（金）铜/锌矿产资源梳理及运输需求测算**

|                       |            | 出口通年量测算                   |            |            |            | 备注         |  |
|-----------------------|------------|---------------------------|------------|------------|------------|------------|--|
| 所有者                   |            | 产地                        | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |  |
| 铜金属产量 (万吨)            | 紫金矿业       | 卡莫阿-卡库拉铜矿 (Kamoa)         | 39.36      | 50.7       | 10         | 10         | 2025年产50万吨阳极铜炼厂开工，防止重复计算，将原先预计的60万吨铜精矿产量减少50万吨 |
|                       |            | 科卢韦齐铜矿                    | 12.7       | 12.8       | 12.8       | 12.8       |  |
|                       | 嘉能可        | Kamoto(Katanga)+Mutanda矿区 | 24.15      | 25         | 25         | 25         |  |
|                       | 洛阳矿业       | Tenke Fungurume铜钴矿区(TFM)  | 28.03      | 42         | 45         | 45         |  |
|                       |            | Kisanfu铜钴矿区 (KFM)         | 11.37      | 15         | 15         | 15         |  |
|                       | 中国中铁       | 华刚公司SICOMINES铜钴矿          | 23.55      | 25         | 25         | 25         |  |
|                       |            | 绿纱公司铜钴矿                   | 3.01       | 3.2        | 3.2        | 3.2        |  |
|                       |            | Myunga-Kalumbwe (MKM)铜钴矿  | 1.82       | 1.85       | 1.85       | 1.85       |  |
|                       | 中国有色集团     | Kambove矿区(刚波夫矿业)          |            |            | 2          | 2          |  |
|                       | 北方矿业       | 卡莫亚铜钴矿                    | 4          | 4          | 4          | 4          |  |
| 欧亚资源集团ERG             | Frontier   | 10                        | 17.4       | 17.4       | 17.4       |            |  |
| 其他                    |            | 126                       | 133        | 139        | 146        |            |  |
| <b>铜金属总产量合计 (万吨)</b>  |            |                           | <b>284</b> | <b>329</b> | <b>300</b> | <b>307</b> | 根据艾芬豪卡莫阿-卡库拉铜矿发展报告，平均品位50.26%                  |
| 阴极铜总产量 (万吨)           | 五矿/拓客等     | Kinsevere/Mutoshi等        | 37.1       | 39.1       | 50.2       | 50.2       |  |
| 粗铜总产量 (万吨)            | 中国有色集团     | 卢阿拉巴(铜冶炼)                 | 15.6       | 15.6       | 15.6       | 15.6       |  |
| 阳极铜总产量                | 紫金矿业       | 卡莫阿(铜业冶炼厂)                |            | 50         | 50         | 50         |  |
| 锌金属总产量 (万吨)           | 艾芬豪矿业      | Kipushi 锌铜钴银铅矿            | 27.8       | 27.8       | 27.8       | 27.8       | 平均品位55%  |
| <b>矿石总产量合计 (万吨)</b>   |            |                           | <b>669</b> | <b>761</b> | <b>764</b> | <b>778</b> |  |
| 同比                    |            |                           |            | 14%        | 0%         | 2%         |  |
| 单车载重 (吨/车)            | 单车载重 (吨/车) |                           | 30         | 30         | 30         | 30         |  |
| <b>矿石单日运输需求 (辆/日)</b> |            |                           | <b>611</b> | <b>695</b> | <b>698</b> | <b>710</b> |  |

资料来源：各矿山公司官网，民生证券研究院测算

**钴矿方面，**测算 2024-2026 年对应矿石总量分别为 127、140、160 万吨，同比分别为 12%、11%、14%，按照 30 吨/车计算，**对应矿石单日运输需求为 116、128、146 辆。**

**图83：刚果（金）钴矿产资源梳理及运输需求测算**

| 钴金属                  |             |                            |              |              | 备注           |              |       |  |
|----------------------|-------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|--|
| 钴金属产量(万吨)            | 所有者         | 产地                         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |       |  |
|                      | 紫金矿业        | 科卢韦齐钴矿                     | 0.23         | 0.23         | 0.23         | 0.23         |       |  |
|                      | 嘉能可         | Kamoto(Katanga)+Mutanda钴矿区 | 3.88         | 4            | 4            | 4            |       |  |
|                      | 洛阳钼业        | Tenke Fungurume钴矿区(TFM)    | 2.17         | 3.7          | 3.7          | 3.7          |       |  |
|                      |             | Kisanfu钴矿区(KFM)            | 3.39         | 3.4          | 3.4          | 3.4          |       |  |
|                      | 五矿资产MMG     | Kinsevere                  | 0.01         | 0.20         | 0.50         | 0.50         |       |  |
|                      |             | Mutoshi                    | 1.60         | 1.60         | 1.60         | 1.60         |       |  |
|                      | 托克Trafigura | Etoile                     | 0.40         | 0.40         | 0.80         | 0.80         |       |  |
|                      |             | 华刚公司SICOMINES钴矿            | 0.39         | 0.40         | 0.40         | 0.40         |       |  |
|                      | 中国中铁        | 绿纱公司钴矿                     | 0.05         | 0.10         | 0.10         | 0.10         |       |  |
|                      |             | Myunga-Kalumbwe(MKM钴矿)     | 0.02         | 0.05         | 0.05         | 0.05         |       |  |
|                      | 中国有色集团      | 迪兹瓦矿山                      | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |       |  |
|                      |             | Kambove矿区(刚波夫矿业)           | 0.1          | 0.15         | 0.2          | 0.2          |       |  |
|                      | 北方矿业        | 卡莫亚钴矿                      | 0.83         | 0.83         | 0.83         | 0.83         |       |  |
|                      |             | 卢比钴矿                       | 0.48         | 0.48         | 0.48         | 0.48         |       |  |
|                      | 金川集团        | Ruashi Mine                | 0.53         | 0.53         | 0.53         | 0.53         |       |  |
|                      | 欧亚资源集团ERG   | Boss Mining                | 0.36         | 0.36         | 0.36         | 0.36         |       |  |
|                      |             | COMIDE                     | 0.7          | 0.7          | 1.4          | 1.4          |       |  |
|                      | 其他          |                            | 1.06         | 1.11         | 1.67         | 4.67         |       |  |
| <b>钴金属总产量(万吨)</b>    |             |                            | <b>17.00</b> | <b>19.04</b> | <b>21.05</b> | <b>24.05</b> |       |  |
| <b>同比增长</b>          |             |                            | <b>18.1%</b> | <b>12.0%</b> | <b>10.5%</b> | <b>14.3%</b> |       |  |
| <b>矿石总重量</b>         |             |                            | <b>113</b>   | <b>127</b>   | <b>140</b>   | <b>160</b>   | 品位15% |  |
| <b>单车载重(吨/车)</b>     |             |                            | <b>30</b>    | <b>30</b>    | <b>30</b>    | <b>30</b>    |       |  |
| <b>矿石单日运输需求(辆/日)</b> |             |                            | <b>104</b>   | <b>116</b>   | <b>128</b>   | <b>146</b>   |       |  |

资料来源：嘉友国际公告，各矿山公司官网，民生证券研究院测算

**进口方面**，由于物资缺乏，根据《对外投资合作国别（地区）指南 刚果民主共和国》，刚果（金）**生产生活用品严重依赖进口**。

**2001至2023年间，刚果（金）GDP复合增速11%，人均GDP复合增速7%，2021、2022年人均GDP高增分别为10%、13%，2023年同比增8.6%；高增的GDP能够带动进口需求的增加。**

**我们仅测算能源类（成品油/煤炭）、生活类（水果/蔬菜/谷物/饮料）两部分进口需求**，按照成品油28吨/车、煤炭及生活类30吨/车计算，对应2024-2026年单日运输需求分别为234、255、278辆/日。

**图84：刚果（金）进口通车量计算**

| 进口通车量测算              |            |            |            |            |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|
|                      | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
| <b>能源类进口量</b>        |            |            |            |            |
| 成品油进口                | 133        | 145        | 158        | 173        |
| 煤炭                   | 2.7        | 2.7        | 2.7        | 2.7        |
| GDP增速                | 8.6%       | 9%         | 9%         | 9%         |
| <b>生活类进口量</b>        |            |            |            |            |
| 水果                   | 2.97       | 3.24       | 3.53       | 3.85       |
| 蔬菜                   | 6.01       | 6.55       | 7.14       | 7.78       |
| 谷物                   | 73.34      | 79.94      | 87.13      | 94.98      |
| 饮料                   | 7.61       | 8.30       | 9.04       | 9.86       |
| GDP增速                | 8.60%      | 9%         | 9%         | 9%         |
| <b>进口油运需求总量</b>      | <b>133</b> | <b>145</b> | <b>158</b> | <b>173</b> |
| <b>油运车单车载重(吨/车)</b>  | <b>28</b>  | <b>28</b>  | <b>28</b>  | <b>28</b>  |
| <b>其他进口货种运输需求总量</b>  | <b>93</b>  | <b>101</b> | <b>110</b> | <b>119</b> |
| <b>普通货车单车载重(吨/车)</b> | <b>30</b>  | <b>30</b>  | <b>30</b>  | <b>30</b>  |
| <b>车辆需求总量(万辆)</b>    | <b>8</b>   | <b>9</b>   | <b>9</b>   | <b>10</b>  |
| <b>单日运输需求(辆/日)</b>   | <b>215</b> | <b>234</b> | <b>255</b> | <b>278</b> |

资料来源：刚果（金）统计局，民生证券研究院测算

**综上，测算刚果（金）2023-2026进出口车流量分别为1612、1821、1860、1928辆/日，24-26同比分别为13%、2%、4%。**

**图85：刚果（金）通车量合计**

| 刚果（金）车流量测算（辆/日） |      |       |       |       |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
|                 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 出口车流量小计         | 1397 | 1587  | 1605  | 1650  |
| 进口车流量小计         | 215  | 234   | 255   | 278   |
| 进出口车流量总计        | 1612 | 1821  | 1860  | 1928  |

资料来源：嘉友国际公告，各矿山公司官网，刚果（金）统计局，民生证券研究院测算

### 我们对公司卡萨项目进行测算：

**(1) 通车量方面**，按照前述计算，由于刚果（金）进出口主要走南向线路，我们假设 2023-2026 南向运输占刚果（金）比重分别为 80%、83%、85%、85%，公司在南向线路占比分别为 36%、43%、50%、60%，**对应公司通车量分别为 470、650、791、983 辆/天**，24-26 年同比分别为 38%、22%、24%。

### (2) 公司收入主要分为两部分：

**一是公路收入**，主要收取公路过路费，假设 24 年起收费为 200 美元/车/天；

**二是口岸收入**，主要收取停车费、装卸费、仓储费用等，假设每辆车平均通关时间为 2 天，单价为 75 美元/车/天，即一辆车合计收费 150 美元。

### (3) 成本主要分为两部分：

**一是折旧**，按照项目投资金额 2.3 亿美元计算，自 2023 年项目投入起剩余特许经营权年限 21 年，年折旧约为 7594 万人民币；

**二是人工、维修保养等成本**，计算 2023 年约为 8359 万元，假设 24-26 年增速分别为 50%、25%、20%。

**经测算，公司卡萨项目 2024-2026 年收入分别为 5.8、7.1、8.8 亿元**，毛利分别为 3.8、4.8、6.2 亿元，毛利率分别为 65%、67%、70%；**净利润分别为 3.3、4.1、5.3 亿元**，净利率分别为 56%、58%、60%，同比分别为 44%、25%、30%。

图86：刚果（金）钴矿产资源梳理及运输需求测算

|                     | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E         | 2026E         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>收入 (万美元)</b>     | <b>1,433</b> | <b>6,047</b> | <b>8,304</b> | <b>10,100</b> | <b>12,562</b> |
| 刚果（金）进出口通车量         |              | 1,612        | 1,821        | 1,860         | 1,928         |
| 南向运输占比              |              | 80%          | 83%          | 85%           | 85%           |
| 卡萨项目占比              |              | 36%          | 43%          | 50%           | 60%           |
| <b>通车量 (辆/天)</b>    | <b>200</b>   | <b>470</b>   | <b>650</b>   | <b>791</b>    | <b>983</b>    |
| 同比                  |              | 125%         | 38%          | 22%           | 24%           |
| 全年通车量 (万辆)          | <b>7.3</b>   | <b>17.2</b>  | <b>23.7</b>  | <b>28.9</b>   | <b>35.9</b>   |
| <b>1、公路收入 (万美元)</b> | <b>1,095</b> | <b>3,002</b> | <b>4,745</b> | <b>5,772</b>  | <b>7,178</b>  |
| 公路单价 (美元/车/天)       | 150          | 175          | 200          | 200           | 200           |
| <b>2、口岸收入 (万美元)</b> | <b>338</b>   | <b>1,930</b> | <b>3,559</b> | <b>4,329</b>  | <b>5,384</b>  |
| 通关平均时间 (天)          |              | 2            | 2            | 2             | 2             |
| 口岸单价 (美元/车/天)       |              | 75           | 75           | 75            | 75            |
| <b>成本</b>           | <b>335</b>   | <b>2,278</b> | <b>2,876</b> | <b>3,324</b>  | <b>3,772</b>  |
| 其中：折旧 (万美元)         | 283          | 1,082        | 1,082        | 1,082         | 1,082         |
| 其他 (人工等)            |              | 1,196        | 1,794        | 2,242         | 2,691         |
| <b>毛利 (万美元)</b>     | <b>1,098</b> | <b>3,770</b> | <b>5,428</b> | <b>6,776</b>  | <b>8,790</b>  |

按1美元=7.02人民币汇率计算：单位 亿元

|            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>收入</b>  | <b>1.0</b> | <b>4.2</b> | <b>5.8</b> | <b>7.1</b> | <b>8.8</b> |
| 折旧         | 0.2        | 0.8        | 0.8        | 0.8        | 0.8        |
| <b>毛利</b>  | <b>0.8</b> | <b>2.6</b> | <b>3.8</b> | <b>4.8</b> | <b>6.2</b> |
| 毛利率        | 77%        | 62%        | 65%        | 67%        | 70%        |
| 费用         | 0.03       | 0.13       | 0.17       | 0.21       | 0.26       |
| 费用率        | 3.4%       | 3.0%       | 3.0%       | 3.0%       | 3.0%       |
| 利润分成       | 0.16       | 0.25       | 0.36       | 0.45       | 0.59       |
| 利润分成率      | 0%         | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        |
| <b>净利润</b> | <b>0.6</b> | <b>2.3</b> | <b>3.3</b> | <b>4.1</b> | <b>5.3</b> |
| 净利率        | 57%        | 53%        | 56%        | 58%        | 60%        |

资料来源：嘉友国际公告，各矿山公司官网，刚果统计局，民生证券研究院测算

经需求测算，当通车量达到 1500 辆/日，该项目利润可达 9 亿元；此外，随着公司在陆港口岸开展更多的服务内容（例如前述提到的保税仓业务），口岸收费水平或将进一步提升，可以带来利润的进一步增长。

## （2）赞比亚：莫坎博和萨卡尼亚道路及口岸项目为卡萨项目锦上添花

2023 年 10 月，公司所属中非国际控股子公司 JASWIN PORTS LIMITED（持股比例 80%）同赞比亚财政与国家规划部、公路发展局和商业、贸易与工业部签署《萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉公路以及通往萨卡尼亚边境道路的设计、融资、建设、运营特许经营合同》。

2023 年 11 月，公司完成对全资子公司中非国际持有 JASWIN PORTS LIMITED 增资，持股比例由 80%提升至 90%。

**增资后投资金额：**6851.6 万美元；

**特许经营权年限：**22 年（建设期 3 年）；

**主要建设内容包括：**1) 赞比亚萨卡尼亚口岸；2) 恩多拉至萨卡尼亚公路（约 17.26 公里）以及通往萨卡尼亚边境道路（约 1.5 公里）；3) 萨卡尼亚至穆富利拉公路（约 41.7 公里）；4) 恩多拉至萨卡尼亚公路收费站，萨卡尼亚至穆富利拉公路收费站；5) 办公、生活以及配套商业设施。

**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，提升运输效率、过关检验效率，加强刚果（金）与赞比亚往来，同时极大便利赞比亚恩多拉及其周边地区人民出行，促进沿线地区经济社会发展。

2024 年 11 月，所属中非国际控股子公司 JASWIN PORTS LIMITED（持股比例 90%）同赞比亚财政与国家规划部、公路发展局和商业、贸易与工业部签署《莫坎博口岸和穆富利拉至莫坎博道路的设计、融资、建设、运营特许权合同》。

**投资金额：**5099.1 万美元；

**特许经营权年限：**22 年（建设期 2 年）；

**主要建设内容包括：**1) 赞比亚莫坎博口岸；2) 穆富利拉至莫坎博公路（约 25.75 公里），包括穆富利拉市区路段和莫坎博城镇路段；3) 莫坎博至穆富利拉公路 1 个收费站；4) 办公、生活以及配套商业设施。

**项目建成后**将推动刚果（金）、赞比亚萨卡尼亚、莫坎博口岸纵横联动、高效协同，提高通关效率和道路通行能力，为当地经济发展注入动力。进一步完善“打通从刚果（金）铜钴矿带东南部出发、过境赞比亚与坦桑尼亚、联通东非重要港口的东向陆路运输大动脉”的发展布局。

图87：嘉友国际卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚和莫坎博项目



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

### (3) 坦桑尼亚：通杜马陆港及坦噶海港项目

2024年9月，公司公告其下属控股子公司 TAZACO INVESTMENT LIMITED (简称“TAZACO”)、TANCOASTAL PORTS LIMITED (简称“TPL”) 分别与坦桑尼亚港务局 (Tanzania Ports Authority) 签订《合作备忘录》：

1) TAZACO 拟在坦桑尼亚姆贝亚 (Mbeya) 地区开发、运营通杜马 (Tunduma) 陆港；

**通杜马 (Tunduma) 陆港：**位于坦桑尼亚西南部城市姆贝亚 (Mbeya) 地区，地处赞比亚和坦桑尼亚交界处，是目前坦桑尼亚与赞比亚之间唯一的陆路口岸，同时也是坦赞铁路在坦桑尼亚境内 (达累斯萨拉姆—通杜马) 的重要站点之一。

2) TPL 拟在坦桑尼亚运营、开发坦噶 (Tanga) 港港口物流及航道管理。

**坦噶港：**坐落于坦桑尼亚北部海岸，靠近肯尼亚边界，是坦桑尼亚第二大港口，也是东部非洲历史最悠久的港口，港口年吞吐量近 80 万吨。港口拥有 3 个储存库，包括 1 个 1.5 万平方米带顶棚仓库和 1 个 2.4 万平方米露天堆场，最多可容纳 800 个标准集装箱。

坦噶港拥有全长 450 米的现代化码头墙，覆盖加强、深化和现代化的 1 号和 2 号泊位。目前有两条 12 英寸的海上管道用于处理液体散装 (石油产品)。

公司与坦桑尼亚政府签订陆港、海港框架协议，进一步实现东向物流全环节打



通, 实现公、铁、港跨境多式联运立体网络, 进一步加强公司在非洲网点的布局, 保障中非跨境运输供应链自主可控。

图88: 嘉友国际东向线路布局



资料来源: 嘉友国际公告, 谷歌地图, 民生证券研究院绘制  
注: 红色标识均为嘉友已获得/签协议项目

图89: 坦噶港实景图



资料来源: 他桑尼亚港务局, 民生证券研究院

### 3.2.2 刚果（金）西向线路：同紫金打通第二条矿产运输大通道

2023年3月7日, 公司公告坎布鲁鲁-迪洛洛项目:

公司全资子公司中非国际拟与紫金矿业全资子公司金山香港组成联合体 (简称“Jas Gold”), 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。

项目特许权期限: 30年, 其中建设期5年, 运营阶段25年;

投资总额: 3.63亿美元 (不含税);

**股权比例：**公司持股 51%，紫金矿业持股 49%；

**项目建设：**主要包括修复和改造一条 219.4 公里公路和一个陆路口岸等。

**特许人可以根据业务类型收取费用：**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，并通过从用户处收取按照规定条件所确定的费用。

公司已完成联合体协议及 Jas Gold 股权认购协议签署工作，**特许权合同已取得刚果（金）总理府有关批准文件。**

**特许人权利：**拥有在项目区半径 80 公里范围内建设和运营迪洛洛 (Dilolo) 陆港的独家权利。如果特许人建造的迪洛洛 (Dilolo) 陆港容量不足以容纳实际的交通量，特许人可以决定增加迪洛洛 (Dilolo) 陆港的容量，该决定需要经过特许人的认可。**特许人有特许人在该地区开发任何新陆港项目的优先权。**

**根据公司 2024 半年报，迪洛洛项目在紧锣密鼓筹建中，尚处于前期阶段。**

**图90：坎布鲁鲁-迪洛洛项目主要建设内容**

| 1、坎布鲁鲁至迪洛洛道路现代化改造项目                              |
|--|
| 修复和改造第39号国道坎布鲁鲁(Kammbuluu)至迪洛洛(Diolo)路段219.4公里公路 |
| 修复和改造卢阿拉巴省迪武玛(Divuma)至基森盖(Kisenge)28公里夯实土路       |
| 修复和改造卢阿拉巴省卡萨吉(Kasaji)至卢厄(Lueu)7公里夯实土路            |
| 建设4个收费站和2个称重站                                    |
| 2、迪洛洛陆港现代化改造项目                                   |
| 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(Kasai)河上的桥梁                       |

资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院

### **项目意义：落地第二条矿产运输大通道**

**该项目有助于提升刚果（金）物流基础设施能力，从而拉动当地经济发展。**

公司公告表示，该项目将通过升级改造连接刚果（金）迪洛洛口岸的道路及物流基础设施，**依托安哥拉本格拉铁路，打通刚果（金）铜矿带向西与安哥拉洛比托港口（安哥拉主要港口之一）之间的矿产资源运输通道，有助于提高物流运营效率，降低物流成本，对刚果（金）矿业发展和刚果（金）、安哥拉经贸往来作出积极贡献。**

**安哥拉本格拉铁路：**全线长 1350 公里，横贯安哥拉全境，西起大西洋港口城市洛比托港，向东途经本格拉、万博、奎托、卢埃纳等城市，抵达与刚果（金）接壤的边境城镇卢奥，在卢奥与刚果（金）铁路接轨。

**洛比托港：**位于安哥拉西海岸的中部，濒临大西洋的东南侧，是安哥拉主要港口之一。

**项目建成后，公司将拥有刚果（金）铜钴矿带两条运输大通道，为中资企业的矿产资源开采提供运输保障。**

图91：嘉友国际迪洛洛项目打通西向通道



资料来源：嘉友国际公告，民生证券研究院绘制

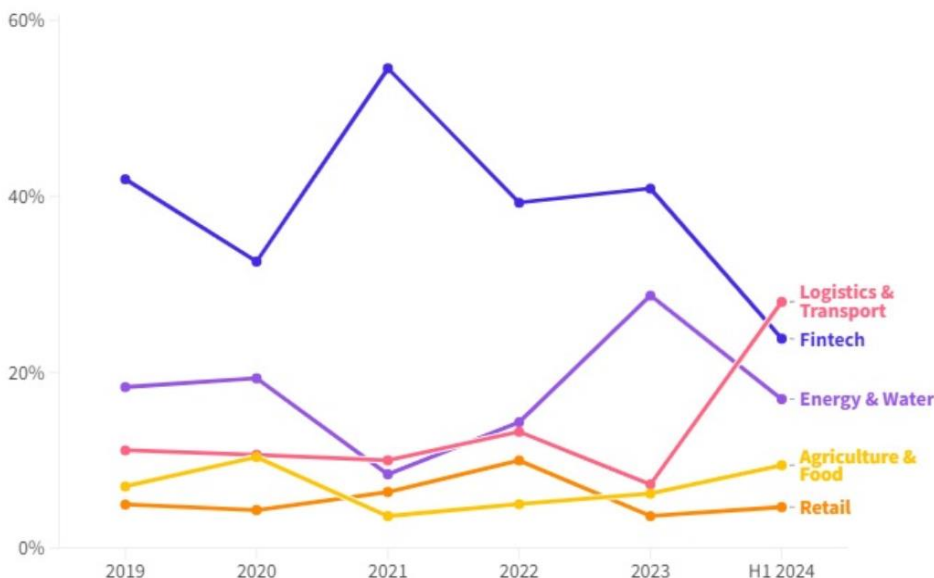
### 3.3 公司布局第二步，布局海、陆、空非洲大物流版图

#### 3.3.1 非洲物流空间广阔，物流行业投资额位居第一

非洲的运输和物流行业关注度持续提升，2019-2022 年非洲物流行业已获得约 14 亿美元的投资，CAGR 达 78%，成为仅次于金融科技和能源的第三大热门产业。2024 上半年物流行业以 2.18 亿美元投资额和 28% 的投资占比超越金融科技位居第一。

物流行业市场空间广阔，随着非洲电子商务市场的快速扩张、智能手机普及率稳步提升、中产阶级日益壮大及基础设施建设持续推进，非洲物流市场规模实现快速增长。根据公司 2024 年 9 月发布的投资者调研会议记录，非洲物流市场空间较大，非洲整个物流市场规模大概每年在 4000-6000 亿美元。

图92：2019-1H24 非洲物流业投资额占比



资料来源：The Big Deal，民生证券研究院

进口方面，根据《对外投资合作国别(地区)指南 刚果民主共和国》，**刚果(金)生产生活用品严重依赖进口。受交通、税收等因素影响，进口产品物价高昂，且地域差别明显。**

### 3.3.2 公司深化布局非洲大物流运输业务，打造海、路、空立体网络

#### (1) 2018 年开启中非跨境多式联运业务

公司于 2018 年开始在非洲内陆国家和地区拓展以跨境口岸为中枢的跨境综合物流模式。

2018 年 9 月，公司以自有资金 7075 万元收购上海枫悦国际物流有限公司(后更名为“嘉荣悦达国际物流(上海)有限公司”) 100% 股权，标的公司长期从事中非跨境多式联运业务，在非洲市场具有稳定的客户和运输资源。通过收购，公司能够快速整合非洲资源，加快公司在非洲物流市场的业务布局。

#### (2) 2023 年开启非洲内陆物流运输

2023 年 10 月，公司公告全资子公司中非国际拟以自有资金 2550 万美元(约合人民币 1.87 亿元) 收购 Reinsberg Holdings AG (简称 BHL) 80% 股权：

BHL 是赞比亚的一家领先的跨境运输企业，拥有超过 20 年的运营管理经验。主要从事跨境物流服务业务，包括道路运输和仓储物流，在刚果(金)、赞比亚、南非、纳米比亚和博茨瓦纳等国家经营管理超过 500 多台运输车辆。

#### 本次收购意义：

1) 从“0”到“1”开启非洲大物流布局：通过本次车队收购，协同公司已布局的陆路口岸资产，公司开始启动非洲道路运输业务。

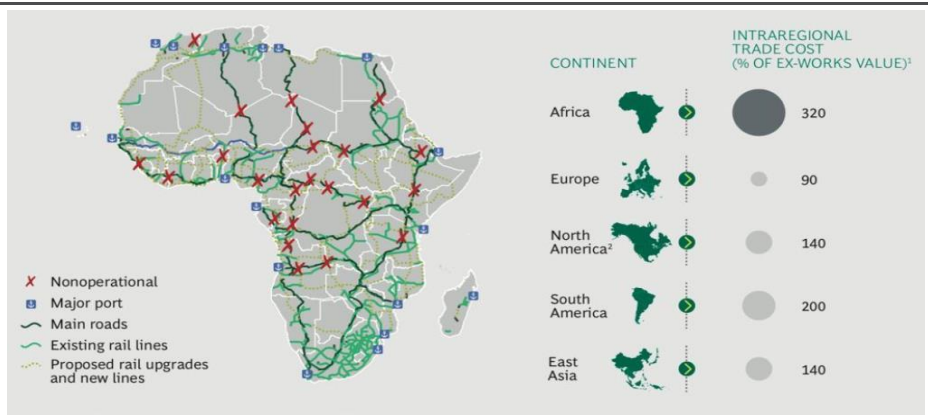
2) 通过建设自有运力，进一步加强公司与中资矿企的合作，打开公司第二增长曲线。注：2023/8/10 中标第二大股东【紫金矿业】权益矿产卡莫阿物流运输战略合同，金额约 2.73 亿人民币，合作进一步延伸，全面开启非洲境内矿产运输业务。

当前欧美物流巨头占据非洲物流供应链主要市场份额，非洲物流市场主要参与者包含 DHL, UPS, Kuehne + Nagel, DB Schenker Logistics, DSV。由于缺乏基础设施和物流技术相对落后，当地物流行业更加依赖第三方物流企业。非洲地区物流成本过高，为发达国家的 2-3 倍，根据 BCG 18 年报告，非洲商品运输和分销成本相当于商品本身价值的 320%，远高于欧洲的 90%。中资企业有望依托合作基建项目落地和先进的技术解决方案，整合分散的物流资源，扩大在非物流市场份额。

在 4000 亿美元的非洲物流大市场中，公司切入 1-5% 的份额便对应 40-200 亿美元，作为 2023 年从“0”到“1”开展的物流业务，具备相当大的发展潜力。

公司当前凭借已拥有关键物流节点道路、口岸、港口，建立壁垒、提升客户服务粘性，然后开展非洲跨境陆路运输业务，助力非洲国家物流通畅，从而带动其经济活动加速。

图93：非洲物流线路情况



资料来源：BCG《Pioneering One Africa》，民生证券研究院

我们粗略计算运费货值比：

单车货值：7 万/吨\*30 吨/车=210 万元

运费：

公路通车费：200 美元/车

口岸停车费：75 美元\*2 天=150 美元

中非跨境运输：700 美元（其中或有部分与通车费、口岸停车费重合，暂不考虑）

运费合计 1050 美元，按照 1 美元=7.02 元计算，约合人民币 7371 元。

经测算，运费货值比=7371/2100000=0.35%。

### **(3) 2023 年布局无人机拟发展低空物流业务**

2023 年 8 月，公司投资合资公司发展空运跨境物流业务，投资设立盛友行科技发展(江苏)有限公司，公司出资 1250 万元，占比 25%。

**合资公司业务：**主要从事无人机产品的研发、生产、销售及相关技术服务；

**主要应用：**根据公司 2024 年 9 月公告投资者调研记录，重量低于 500 公斤的货物运输，续航可以达到 1200 公里。可以预见在物流基础设施不完善的地区，在拥堵严重的城市，用于运输的无人机将成为具有实际经济效应的一种业态，这样的创新和探索也符合非洲国家高质量发展的需要。未来非洲中南部国家可能是低空经济应用的理想场景。

## 4 中亚业务：复制中蒙，枢纽资产与跨境物流齐发力

### 4.1 行业层面：中亚共建“一带一路”，资源友好往来

#### 4.1.1 中亚五国均为“一带一路”倡议的合作国家

中亚五国指土库曼斯坦、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦，地处欧亚大陆的中间地带。

哈萨克斯坦是全球最大的陆锁国，国土面积居世界第九位，同时也是中亚地区国土面积最大、经济最发达的国家，是丝绸之路经济带的桥头堡。

2022 年是中哈建交 30 周年。2013 年 9 月，习近平主席在哈萨克斯坦首次提出共建丝绸之路经济带的倡议。2017 年，中国与哈萨克斯坦签署《“丝绸之路经济带”建设与“光明大道”新经济政策对接合作规划》，这是中国与“一带一路”沿线国家签署的第一个政府间“一带一路”对接合作规划。

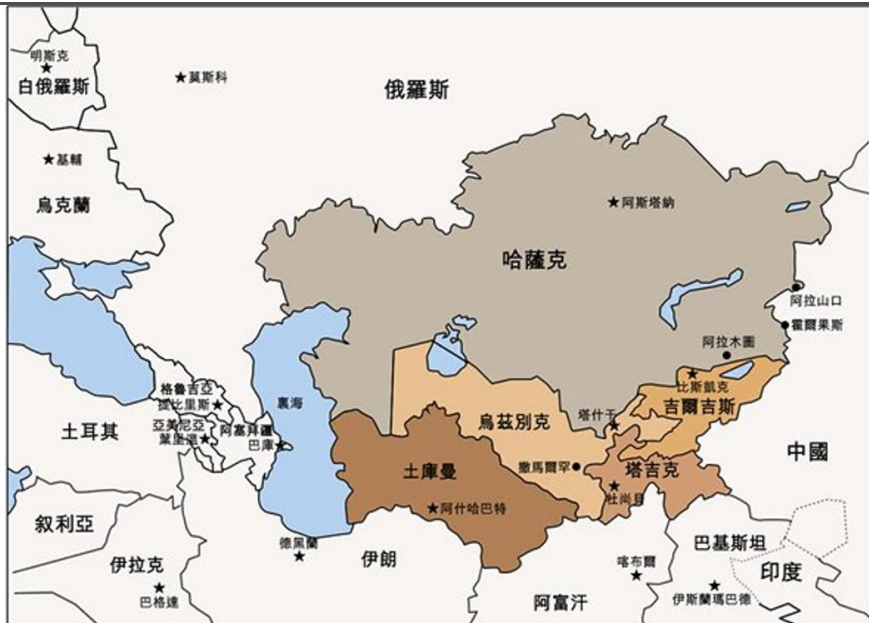
2014 年，中国与塔吉克斯坦签署《关于共同推进丝绸之路经济带建设的谅解备忘录》，塔吉克斯坦成为最早与中国签署“一带一路”合作备忘录的国家。

2015 年 6 月，中国与乌兹别克斯坦签署《关于在落实建设“丝绸之路经济带”倡议框架下扩大互利经贸合作的议定书》。

2022 年 9 月 14 日中国、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦签署铁路项目合作协议。

2023 年 1 月，中国政府与土库曼斯坦政府签署《中华人民共和国政府与土库曼斯坦政府关于共建“一带一路”倡议和“复兴丝绸之路”战略对接的谅解备忘录》。

图94：中亚五国地理位置



资料来源：香港贸发局，民生证券研究院

#### 4.1.2 哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦资源丰富：

哈萨克斯坦是国际矿业经济大国，多种矿产储量处于世界前列。

据科技外事处 2022 年 5 月发布《哈萨克斯坦主要矿产资源特征及矿业投资环境》：

##### 1) 能源矿产

**油气位列世界第 11 位：**石油天然气产业是国民经济的支柱产业，贡献了哈萨克斯坦近 10% 的国内生产总值。截至 2019 年，石油居世界第 11 位，约占世界总储量的 1.7%；天然气居世界第 14 位，约占世界总储量的 1.3%。

**煤位列世界第 8 位：**哈萨克斯坦已探明煤可采储量为 375 亿吨，约占世界总储量的 3.8%，其中 80% 以上为烟煤或无烟煤。

**铀位列世界第 2 位：**哈萨克斯坦铀矿查明资源量占世界 14%，仅次于澳大利亚。2019 年、2020 年铀产量占全球 43%、34%，居世界第 1 位。由于境内没有核电站，哈萨克斯坦铀产量全部用于出口，中国、俄罗斯、加拿大和法国等是其主要出口国。

##### 2) 金属矿产

**金**资源量约 9000 吨，探明储量超过 2400 吨，位居世界第 6。**铜**探明金属储量约 3900 万吨，居世界第 12 位。**铬铁矿**探明储量超过 3.66 亿吨（矿石量），居世界第 2。**铅和锌**储量均居世界第 5 位。**钨钼**资源位居世界第 1。**铁矿石**探明储量约 160 亿吨，位居世界第 11 位。**镍和钴**储量分别居世界第 7、1 位。

##### 哈以外其他国家：

据中国一带一路网 2020 年 11 月发布，1) **乌兹别克斯坦**，盛产黄金、棉花、石油和天然气，其黄金储量世界第四，皮棉出口世界第二，棉籽产量世界第五，天然气年开采量世界第八。2) **土库曼斯坦**天然气储量世界第五位，经济发展主要依靠天然气开采和出口。

此外，**塔吉克斯坦**已探明有铅锌、铋、钼、钨、锑、锶、金、银、锡、铜等，其中有 30 多处金矿，总储量超过 600 吨；银矿多为与铅、锌伴生矿，储量 10 万吨；锑储量据世界第三。

**吉尔吉斯斯坦**拥有世界级的大型矿床，如库姆托尔金矿、哈伊达尔干汞矿、卡达姆詹铁矿等。现已探明储量的优势矿产有金、钨、锡、汞、锑、铁。



图95：中亚主要国家资源

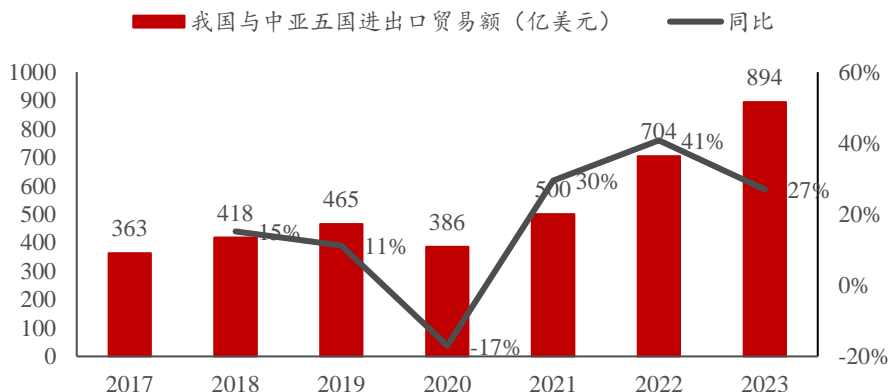
| 国家     | 主要矿产资源                                |
|--------|---------------------------------------|
| 哈萨克斯坦  | 石油、天然气、铀、煤、铬、铜、金、银、铅锌、镍、钨、钼、铁、锰、铝土矿磷等 |
| 乌兹别克斯坦 | 黄金、棉花、石油、天然气                          |
| 土库曼斯坦  | 天然气                                   |
| 塔吉克斯坦  | 铅锌、铋、钨、钨、锑、金、银、锡、铜等                   |
| 吉尔吉斯斯坦 | 金、钨、锡、汞、锑、铁                           |

资料来源：中国中亚研究网，中国一带一路网，中国矿业网，民生证券研究院

### 4.1.3 中亚是我国重要的贸易合作伙伴

2023 年我国与中亚双边贸易额创新高。2023 年，我国与中亚五国的双边贸易额达 894 亿美元，同比增 27%，创历史新高，其中，与哈萨克斯坦贸易额达 315 亿美元，创下历史最高纪录，中国已成为哈萨克斯坦第一大贸易伙伴。

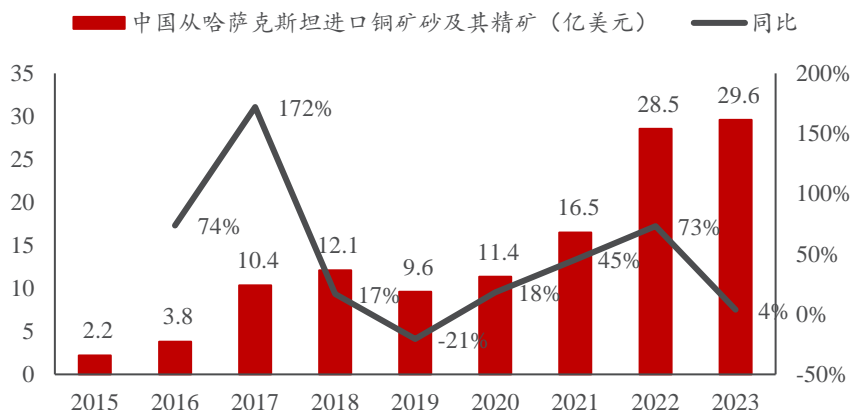
图96：我国中亚五国进出口贸易额及同比



资料来源：海关总署，民生证券研究院

从铜精矿与铜合金贸易看，中亚各国是我国矿产资源进口的重要来源，中国也是中亚矿产品的重要客户。2021-2023 年，我国从中国从哈萨克斯坦进口铜矿砂及其精矿进口额分别为 16.5、28.5、29.6 亿美元，同比分别为 45%、73%、4%。不断增长的矿产品进口量为我国跨境物流业务的增长提供支撑。

图97: 我国哈铜进口额及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4.2 公司布局第一步: 布局核心资产, 复制中蒙建设海关监管仓

2019年3月, 公司出资6000万元(出资比例60%)与新疆建设兵团成立合资公司“新疆嘉友恒信国际物流有限公司”, 建设霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所, 于2019年10月20日正式开工, **2022年1月, 通过验收并正式投入运营, 完成公司在中亚桥头堡霍尔果斯口岸的物流节点布局。**

目前以世界最大的陆锁国哈萨克斯坦为代表的中亚区域对于跨境综合物流业务需求旺盛, 为公司业务提供了良好的发展空间。2022年11月, 新疆嘉友恒信跨境多式联运示范工程荣膺“国家第四批多式联动示范工程创建项目”。

**该监管场所以工程项目设备、冷链货物、百货物资为核心。**海关监管场所地点为霍尔果斯经济开发区兵团分区, 项目占地248亩左右, 总投资金额为1亿元。包括封闭一般库12,000m<sup>2</sup>、多功能保温库2,000m<sup>2</sup>、保鲜及冷藏库4,000m<sup>2</sup>、业务用房3,000m<sup>2</sup>, 以及其他道路、停车场、硬化场地、绿化、室外管网等配套设施。

**项目一期总建筑面积8.22万平方米,**内设办公楼、司机之家、普通货物仓库、冷冻及保险库、大件设备换装堆场等建筑设施。

**二期将建设公用型保税仓库、跨境电商仓库及线上交易平台。**项目建成后将成为霍尔果斯口岸面积最大、功能最全、设施最完善的海关监管场所。

**图98：霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所所在位置**


资料来源：中国地图出版集团，民生证券研究院绘制

### 项目意义：

**充分发挥霍尔果斯向西开放桥头堡的作用，落实“一带一路”战略。**

1、自 2011 年 9 月，国务院发布《关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见》，明确扶持政策，确立了霍尔果斯在新疆乃至全国对外开放中的特殊地位，2014 年 9 月，霍尔果斯市正式成立，是集边境区、口岸城、商贸及国际化特点的综合型城市。霍尔果斯定位是“东联西出”的国际贸易通道，是我国向西开放的桥头堡。

公司长期服务于中哈跨境多式联运业务，为哈萨克斯坦哈铜集团 Bozshakol、Aktogay 两个矿产项目提供跨境多式联运业务。哈铜是哈萨克斯坦最大的铜生产商，同时也是国际上主要的自然资源生产和加工企业，拥有 10 个矿山，5 座矿石加工厂，2 座铜冶炼厂，2 座煤矿，现有员工 4 万人左右。

#### 未来业务增长主要来自于：

1) **出口（工程项目等）**：随着中国出口中亚市场的规模的增加，对运输报关等物流服务的需求也在增加。

2) **进口铜精矿**：2023 年，哈萨克斯坦矿业有限公司的铜产量增长 6%，达到 40.3 万吨。据 2019 年数据显示，哈萨克斯坦生产的铜精矿约有 98% 出口到中国。哈萨克斯坦铜矿资源丰富，储量约为 4000 万吨，占全球 6% 左右，产量高、开发成本低，储量及产量均居全球第十位。

2、霍尔果斯市位于亚欧大陆桥我国最西端，西承中亚五国，东接内陆省市，是我国面向中亚、西亚乃至欧洲距离最近、最便捷的开放窗口，以其独特的区位优势、政策优势、发展优势成为“一带一路”倡议中国家对外开放的最前沿和深化互联互通的重要节点。

根据公司公告，2023年，我国与中亚五国贸易额达到6295亿元，同比增加34.1%。**公司在中亚市场的货量同比增长422.45%，业绩实现稳步增长。**

### 4.3 公司布局第二步：加强物流能力，签署铁路合作备忘录

根据公司公告，2024年1月，公司在北京总部与乌兹别克斯坦铁路集装箱公司签署合作备忘录。

**乌兹别克斯坦国家铁路集装箱运输公司**是乌兹别克斯坦国有铁路公司下属子公司，成立于2002年，在乌兹别克斯坦全国拥有超过20内陆港、物流中心及各类仓库，年处理货物能力超过600万吨，目前已与全世界超过100家公司建立业务往来，可以提供包括进出口集装箱货物运输、装卸等铁路物流服务，也可以提供处理集装箱、车板退还，大件、超限货物装卸，一站式费用结算、货物通关、单证出具等综合物流服务。

合作备忘录的签署将推进双方深化战略合作、强化优势互补、实现互利共赢，共同发展。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司 2024-2026 年各项业务收入和毛利率做如下假设：

1) **供应链贸易业务**，公司供应链贸易业务包括主焦煤供应链贸易服务、非主焦煤供应链贸易服务。公司 2021 年试水从海港进口的大宗矿产品供应链贸易（非主焦煤），几乎不贡献毛利，于 2023 年公司基本停止该业务。公司 2022-2024H1 供应链贸易业务营收增速分别为 14.0%、100.8%、125.9%。2024 年受益于国内矿石、能源进口需求强劲，公司业务有望保持快速增长。预计 24-26 年业务营收增速分别为 56%、31%、23%；毛利率方面，公司与蒙古国矿企长期合作，毛利水平相对稳定，2022-2024H1 业务毛利率分别为 14.2%、11.8%、16.3%，预计 24-26 年毛利率维持在 13%水平。

2) **跨境多式联运综合物流业务**，2022-2024H1 业务营收增速分别为 69.4%、-1.8%、1.3%。2024H2 有望受益于中蒙、中非、中亚等地的矿物产能提升，业务放量。假设 24-26 年业务收入增速分别为 21%、21%、19%；毛利率方面，2022-2024H1 业务毛利率分别为 26.4%、28.4%、28.5%。25 年公司 BHL 车队整合完成后有望实现规模效应带动成本下行，预计 24-26 年毛利率分别为 27%、30%、30%。

3) **陆港项目服务业务**，2023-2024H1 业务营收增速分别 322.0%和 21.9%。随着陆港现代化改造项目逐步达产，2024 年有望实现较快速增长，假设 24-26 年收入增速分别为 37%、22%、24%；毛利率方面，2022-2024H1 业务毛利率分别为 76.6%、62.3%、56.9%。后续非洲迪洛洛、萨卡等陆港项目投产，毛利水平有望逐步提升，预计 24-26 年毛利率分别为 65%、67%、70%。

**表1：嘉友国际业务拆分**

|                       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>营业总收入</b>          | 4,829 | 6,995 | 9,938 | 12,738 | 15,645 |
| yoy                   | 24%   | 45%   | 42%   | 28%    | 23%    |
| 综合毛利率                 | 19%   | 19%   | 20%   | 20%    | 20%    |
| <b>供应链贸易业务</b>        |       |       |       |        |        |
| 销售收入 (百万元)            | 2,209 | 4,436 | 6,929 | 9,092  | 11,157 |
| yoy                   | 14%   | 101%  | 56%   | 31%    | 23%    |
| 毛利率                   | 14%   | 12%   | 13%   | 13%    | 13%    |
| <b>其中：主焦煤供应链贸易服务</b>  |       |       |       |        |        |
| 销售收入 (百万元)            | 1,802 | 4,431 | 6,924 | 9,087  | 11,152 |
| yoy                   | 125%  | 146%  | 56%   | 31%    | 23%    |
| 毛利率                   | 17%   | 12%   | 13%   | 13%    | 13%    |
| <b>其中：非主焦煤供应链贸易服务</b> |       |       |       |        |        |
| 销售收入 (百万元)            | 407   | 5     | 5     | 5      | 5      |
| yoy                   | -64%  | -99%  | 0%    | 0%     | 0%     |
| 毛利率                   | 0.01% | 3%    | 3%    | 3%     | 3%     |
| <b>跨境多式联运综合物流服务</b>   |       |       |       |        |        |
| 销售收入 (百万元)            | 2,040 | 2,003 | 2,427 | 2,937  | 3,506  |
| yoy                   | 69%   | -2%   | 21%   | 21%    | 19%    |
| 毛利率                   | 26%   | 28%   | 27%   | 30%    | 30%    |
| <b>陆港项目服务</b>         |       |       |       |        |        |
| 销售收入 (百万元)            | 101   | 425   | 583   | 709    | 882    |
| yoy                   | -     | 322%  | 37%   | 22%    | 24%    |
| 毛利率                   | 77%   | 62%   | 65%   | 67%    | 70%    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

费用率方面，公司有效管控各项费用，**1)销售费用率和管理费用率**：公司往年销售、管理费用率较为稳定，分别维持 0.2%和 1.6%，我们预计公司 2024 -2026 年销售费用率和管理费用率将保持 0.2%和 1.6%。**2) 研发费用率**：2023 年公司大力推进自主研发，减少外购服务，研发费用率降低至 0.3%，我们预计 24-26 年研发费用率将保持 0.3%的水平。**3) 财务费用率**：2023 年财务费用率受利息收入增加及美元汇率变动影响费用率水平下降，我们预计 24-26 年财务费用率整体保持稳定，3 年分别为-0.2%、-0.1%、-0.2%。

**表2：嘉友国际各项费用率预测**

|       | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| 管理费用率 | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  |
| 研发费用率 | 0.5%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  |
| 财务费用率 | 0.1%  | -0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.2% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

可比公司方面，公司主要从事跨国综合物流业务和蒙古国主焦煤供应链贸易服务业务，并提供智能仓储服务，我们选择从事国际空海铁货运代理业务的华贸物流，同样从事蒙古国焦煤贸易服务业务的北方国际，以及从事跨境仓储运营的嘉诚国际作为可比公司。

以 2024 年 11 月 20 日收盘价为基准，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 13X/11X/10X，公司 24-26 年的 PE 分别为 14X/10X/8X。从业绩角度，公司 24-26 年 EPS 的 CAGR 为 27%，公司保持着中蒙区域的物流领先地位，非洲市场开拓取得积极进展，跨境物流业务货源和货量的持续攀升，25-26 年公司 PE 低于可比公司均值，具备估值优势。

**表3：可比公司估值表**

| 证券代码             | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|------------------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  |      |            | 2024E   | 2025E | 2026E | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 603535.SH        | 嘉诚国际 | 12.19      | 0.82    | 0.99  | 1.18  | 15     | 12    | 10    |
| 000065.SZ        | 北方国际 | 11.10      | 1.00    | 1.15  | 1.31  | 11     | 10    | 8     |
| 603128.SH        | 华贸物流 | 6.30       | 0.51    | 0.58  | 0.65  | 12     | 11    | 10    |
| <b>可比公司平均 PE</b> |      |            |         |       |       | 13     | 11    | 10    |
| 603871.SH        | 嘉友国际 | 20.79      | 1.52    | 2.01  | 2.47  | 14     | 10    | 8     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 11 月 20 日。)

## 5.3 投资建议

我们预计公司 24-26 年实现营收 99.38/127.38/156.45 亿元，归母净利润为 14.84/19.64/24.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、2.01、2.47 元，基于 2024 年 11 月 20 日收盘价计算，24-26 年 PE 为 14x/10x/8x。公司蒙古国业务基本盘稳固，物贸一体化持续推进；非洲地区持续布局路产和运输资源，保障业务拓展，显著增厚利润。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 地缘政治风险:** 跨境多式联运综合物流为公司核心主业之一, 业务开展受地缘政治影响较大。如果未来因为地缘政治、国际政治冲突的发生, 导致公司当前经营区域发展出现衰退, 物流运输需求量严重下滑, 或对公司业绩产生一定影响。

**2) 全球经济大幅下滑:** 供应链贸易服务为公司另一主营业务, 服务客户的需求取决于国际贸易总量, 而国际贸易受国内外宏观经济的周期性波动影响较大。如果未来国内外经济大幅下滑, 导致国际间贸易量严重下滑, 或对公司经营产生一定影响。

**3) 项目建设不及预期:** 公司为进一步优化公司业务结构, 提高海内外市场占有率, 投资多个海外关键物流节点, 若海外投资项目建设不及预期, 或对公司业绩产生一定影响。



## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入     | 6,995 | 9,938 | 12,738 | 15,645 |
| 营业成本      | 5,636 | 7,994 | 10,168 | 12,498 |
| 营业税金及附加   | 26    | 50    | 64     | 78     |
| 销售费用      | 12    | 18    | 23     | 28     |
| 管理费用      | 114   | 162   | 207    | 255    |
| 研发费用      | 22    | 32    | 41     | 50     |
| EBIT      | 1,198 | 1,702 | 2,260  | 2,767  |
| 财务费用      | -13   | -16   | -13    | -23    |
| 资产减值损失    | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 投资收益      | -3    | 8     | 10     | 13     |
| 营业利润      | 1,208 | 1,726 | 2,283  | 2,803  |
| 营业外收支     | -2    | -2    | -2     | -2     |
| 利润总额      | 1,207 | 1,724 | 2,282  | 2,801  |
| 所得税       | 165   | 236   | 313    | 384    |
| 净利润       | 1,041 | 1,488 | 1,969  | 2,417  |
| 归属于母公司净利润 | 1,039 | 1,484 | 1,964  | 2,411  |
| EBITDA    | 1,294 | 1,810 | 2,386  | 2,905  |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,781 | 1,797 | 2,624  | 3,727  |
| 应收账款及票据     | 325   | 456   | 584    | 718    |
| 预付款项        | 371   | 526   | 669    | 823    |
| 存货          | 889   | 1,261 | 1,604  | 1,972  |
| 其他流动资产      | 169   | 667   | 721    | 777    |
| 流动资产合计      | 3,536 | 4,708 | 6,203  | 8,017  |
| 长期股权投资      | 37    | 37    | 37     | 37     |
| 固定资产        | 720   | 1,120 | 1,420  | 1,630  |
| 无形资产        | 1,738 | 1,788 | 1,788  | 1,788  |
| 非流动资产合计     | 2,932 | 3,570 | 4,070  | 4,570  |
| 资产合计        | 6,467 | 8,278 | 10,273 | 12,587 |
| 短期借款        | 54    | 138   | 138    | 138    |
| 应付账款及票据     | 712   | 1,010 | 1,285  | 1,579  |
| 其他流动负债      | 660   | 958   | 1,207  | 1,466  |
| 流动负债合计      | 1,425 | 2,106 | 2,629  | 3,183  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其他长期负债      | 45    | 65    | 65     | 65     |
| 非流动负债合计     | 45    | 65    | 65     | 65     |
| 负债合计        | 1,470 | 2,171 | 2,694  | 3,249  |
| 股本          | 699   | 977   | 977    | 977    |
| 少数股东权益      | 121   | 125   | 130    | 135    |
| 股东权益合计      | 4,997 | 6,107 | 7,579  | 9,338  |
| 负债和股东权益合计   | 6,467 | 8,278 | 10,273 | 12,587 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 44.85 | 42.07 | 28.17 | 22.83 |
| EBIT 增长率        | 49.37 | 42.14 | 32.74 | 22.44 |
| 净利润增长率          | 52.60 | 42.89 | 32.32 | 22.77 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 19.43 | 19.56 | 20.17 | 20.12 |
| 净利润率            | 14.85 | 14.94 | 15.42 | 15.41 |
| 总资产收益率 ROA      | 16.06 | 17.93 | 19.12 | 19.16 |
| 净资产收益率 ROE      | 21.31 | 24.81 | 26.37 | 26.20 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 2.48  | 2.24  | 2.36  | 2.52  |
| 速动比率            | 1.50  | 1.29  | 1.40  | 1.55  |
| 现金比率            | 1.25  | 0.85  | 1.00  | 1.17  |
| 资产负债率 (%)       | 22.73 | 26.22 | 26.23 | 25.81 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 12.44 | 12.64 | 13.14 | 13.39 |
| 存货周转天数          | 53.72 | 48.43 | 50.73 | 51.51 |
| 总资产周转率          | 1.18  | 1.35  | 1.37  | 1.37  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.06  | 1.52  | 2.01  | 2.47  |
| 每股净资产           | 4.99  | 6.12  | 7.62  | 9.42  |
| 每股经营现金流         | 1.59  | 1.49  | 2.00  | 2.45  |
| 每股股利            | 0.50  | 0.51  | 0.67  | 0.83  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 20    | 14    | 10    | 8     |
| PB              | 4.2   | 3.4   | 2.7   | 2.2   |
| EV/EBITDA       | 15.01 | 10.74 | 8.15  | 6.69  |
| 股息收益率 (%)       | 2.41  | 2.45  | 3.24  | 3.98  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 净利润         | 1,041 | 1,488  | 1,969 | 2,417 |
| 折旧和摊销       | 97    | 108    | 126   | 139   |
| 营运资金变动      | 407   | -143   | -152  | -164  |
| 经营活动现金流     | 1,553 | 1,460  | 1,950 | 2,397 |
| 资本开支        | -513  | -719   | -625  | -638  |
| 投资          | -28   | -415   | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -539  | -1,152 | -615  | -625  |
| 股权募资        | 52    | 0      | 0     | 0     |
| 债务募资        | 54    | 83     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -185  | -293   | -508  | -668  |
| 现金净流量       | 833   | 16     | 827   | 1,103 |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 嘉友国际业务布局                      | 3  |
| 图 2: 嘉友国际发展历程                      | 4  |
| 图 3: 嘉友国际股权结构                      | 8  |
| 图 4: 嘉友国际营业收入及同比 (亿元)              | 9  |
| 图 5: 嘉友国际营收结构及同比 (剔除合同项目, 亿元)      | 9  |
| 图 6: 供应链贸易收入占比                     | 10 |
| 图 7: 嘉友国际毛利及毛利率 (亿元)               | 11 |
| 图 8: 嘉友国际毛利结构及同比 (亿元)              | 11 |
| 图 9: 供应链贸易业务毛利占比                   | 11 |
| 图 10: 归母净利润、同比及归母净利润率 (亿元)         | 11 |
| 图 11: ROE (加权)、ROA                 | 12 |
| 图 12: 资产负债率                        | 12 |
| 图 13: 2018-1H24 采矿业占 GDP 比重持续增长    | 13 |
| 图 14: 2023 年蒙古国各行业占 GDP 比重         | 13 |
| 图 15: 2023 年蒙古国出口商品结构 (亿美元, %)     | 14 |
| 图 16: 21-1H24 蒙古国对中国出口金额 (亿美元) 及占比 | 14 |
| 图 17: 21-23 年对中国出口煤炭金额 (亿美元) 及占比   | 14 |
| 图 18: 蒙煤产量发展历程                     | 16 |
| 图 19: 蒙煤进口量 (万吨) 及同比               | 17 |
| 图 20: 2007-2024 年 1-7 月中国焦煤进口结构    | 17 |
| 图 21: 2023 年中国焦煤进口结构               | 17 |
| 图 22: 蒙古国炼焦煤进口量 (万吨) 及同比           | 17 |
| 图 23: 蒙古国各大煤矿资源情况                  | 18 |
| 图 24: 2021 年内蒙古各口岸煤炭进口结构           | 19 |
| 图 25: 2017-2023 年甘其毛都煤炭进口情况        | 19 |
| 图 26: 中蒙边境主要陆路口岸                   | 19 |
| 图 27: 蒙古国境内主要铁路                    | 20 |
| 图 28: 2023 年 ETT 和 MMC 成本和售价对比     | 21 |
| 图 29: 2023 年 ETT 和 MMC 成本和售价对比     | 21 |
| 图 30: 2023 年 MCC 成本结构              | 22 |
| 图 31: 嘉友国际在国内布局仓储总览                | 23 |
| 图 32: 嘉友国际蒙古国仓储布局                  | 23 |
| 图 33: 嘉友国际在国内布局仓储总览                | 24 |
| 图 34: 国际多式联运业务模式                   | 24 |
| 图 35: 大宗矿产品物流业务模式                  | 24 |
| 图 36: 跨境多式联运案例                     | 25 |
| 图 37: 工程项目物流案例                     | 25 |
| 图 38: 大宗矿产品物流案例                    | 26 |
| 图 39: 中国从蒙古国进口铜矿石及精矿量及同比           | 27 |
| 图 40: 奥云陶勒盖矿山                      | 27 |
| 图 41: 嘉友国际重要物流合同汇总                 | 27 |
| 图 42: 嘉友国际在国内布局仓储总览                | 28 |
| 图 43: 嘉友国际跨境多式联运营业收入及同比 (亿元)       | 29 |
| 图 44: 跨境多式联运毛利及同比 (亿元)             | 29 |
| 图 45: 跨境多式联运毛利率                    | 29 |
| 图 46: 供应链贸易业务模式 1                  | 30 |
| 图 47: 供应链贸易业务模式 2                  | 30 |
| 图 48: 公司供应链贸易收入成本结构简图              | 31 |
| 图 49: 嘉友国际供应链贸易营业收入及同比 (亿元)        | 32 |
| 图 50: 供应链贸易毛利及同比 (亿元)              | 32 |
| 图 51: 嘉友国际供应链贸易毛利率                 | 32 |
| 图 52: 嘉友国际签署煤炭合同总览                 | 33 |
| 图 53: 嘉友国际跨境多式联运和供应链贸易业务对比         | 34 |
| 图 54: BN 和 THG 煤炭储量测算              | 35 |

|  |    |
|--|----|
| 图 55: MMC 长协合同毛利测算 .....                                     | 36 |
| 图 56: 2023 年 1-11 月全球铜消费占比 .....                             | 37 |
| 图 57: 中国进口精炼铜及同比 (万吨) .....                                  | 38 |
| 图 58: 中国从刚果 (金) 进口铜矿砂及其精矿 (万吨) .....                         | 38 |
| 图 59: 刚果 (金) 与秘鲁铜产量 (万吨) .....                               | 38 |
| 图 60: 刚果 (金) 铜出口量及同比 .....                                   | 39 |
| 图 61: 刚果 (金) 钴出口量及同比 .....                                   | 39 |
| 图 62: 刚果 (金) 主要矿产资源已知储量 (2021) .....                         | 39 |
| 图 63: 2018 年非洲矿山总产量所有权 .....                                 | 40 |
| 图 64: 2022 年刚果 (金) 有利矿权分布图 .....                             | 41 |
| 图 65: 2022 年刚果 (金) 危机事件分布图 .....                             | 41 |
| 图 66: 我国对刚果 (金) 直接投资流量 (亿美元) .....                           | 42 |
| 图 67: 我国对刚果 (金) 直接投资存量 (亿美元) .....                           | 42 |
| 图 68: 刚果 (金) 人均 GDP (美元) .....                               | 42 |
| 图 69: 刚果 (金) 人口 (千人) .....                                   | 42 |
| 图 70: 南部/中部/东部非洲实际 GDP: 货物和服务进口/运输、仓储和通信业/采矿业、制造业和公用事业 ..... | 43 |
| 图 71: 嘉友国际在非洲项目业务概览 .....                                    | 44 |
| 图 72: 嘉友国际在非洲项目布局总览 .....                                    | 44 |
| 图 73: 嘉友国际在非洲资产布局 .....                                      | 45 |
| 图 74: 嘉友国际东向线路布局 .....                                       | 46 |
| 图 75: 嘉友国际卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚和莫坎博项目 .....                           | 47 |
| 图 76: 嘉友国际卡萨项目修建前后对比图 .....                                  | 47 |
| 图 77: 卡萨项目道路及陆港物流基础设施 .....                                  | 48 |
| 图 78: 嘉友国际卡萨项目概况 .....                                       | 49 |
| 图 79: 萨卡尼亚口岸实景图 .....  | 49 |
| 图 80: 卡萨项目口岸进出口保税仓及监管场地 .....                                | 50 |
| 图 81: 紫金矿业主要非洲矿产资源分布 .....                                   | 50 |
| 图 82: 刚果 (金) 铜/锌矿产资源梳理及运输需求测算 .....                          | 51 |
| 图 83: 刚果 (金) 钴矿产资源梳理及运输需求测算 .....                            | 52 |
| 图 84: 刚果 (金) 进口通车量计算 .....                                   | 52 |
| 图 85: 刚果 (金) 通车量合计 .....                                     | 53 |
| 图 86: 刚果 (金) 钴矿产资源梳理及运输需求测算 .....                            | 54 |
| 图 87: 嘉友国际卡萨项目及赞比亚萨卡尼亚和莫坎博项目 .....                           | 56 |
| 图 88: 嘉友国际东向线路布局 .....                                       | 57 |
| 图 89: 坦噶港实景图 .....   | 57 |
| 图 90: 坎布鲁鲁-迪洛洛项目主要建设内容 .....                                 | 58 |
| 图 91: 嘉友国际迪洛洛项目打通西向通道 .....                                  | 59 |
| 图 92: 2019-1H24 非洲物流业投资额占比 .....                             | 60 |
| 图 93: 非洲物流线路情况 .....   | 61 |
| 图 94: 中亚五国地理位置 .....   | 63 |
| 图 95: 中亚主要国家资源 .....   | 65 |
| 图 96: 我国中亚五国进出口贸易额及同比 .....                                  | 65 |
| 图 97: 我国哈铜进口额及同比 .....                                       | 66 |
| 图 98: 霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所所在位置 .....                               | 67 |

## 表格目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....        | 1  |
| 表 1: 嘉友国际业务拆分 .....    | 70 |
| 表 2: 嘉友国际各项费用率预测 ..... | 70 |
| 表 3: 可比公司估值表 .....     | 71 |
| 公司财务报表数据预测汇总 .....     | 73 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026