

## 全程供应链一体化管理服务商，静待嘉诚国际港（二期）投运

### 嘉诚国际(603535)

► **全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务商。**公司于 2017 年 8 月上交所挂牌上市，经过多年发展形成了贯穿制造企业原材料采购、产品开发与生产、仓储、配送、产品销售及售后服务全过程的供应链一体化管理运营模式，涵盖了制造企业的原材料物流、生产物流、成品物流以及逆物流等供应链运作的全过程。

► **公司综合物流业务收入稳定，贡献 80%左右的毛利；供应链分销执行收入持续增长，毛利率稳步提高。**公司 2019 年实现营收 11.94 亿元，其中综合物流收入 5.86 亿元，占比 49.1%，贡献了公司 78.1%的毛利。2017-19 年，公司分别实现供应链分销执行收入为 4.0/5.0/5.7 亿元，同比分别为+47.7%/+27.0%/+13.6%；2017-19 年毛利率分别为 8.9%/9.9%/10.7%，供应链分销执行的收入、毛利率稳步提升。

► **公司地处南沙自贸区，具有区位优势。**公司天运物流中心位于南沙自贸片区，自贸区规划为 7 个功能板块，其中海港区功能定位为国际航运发展合作区，规划发展重点为发展航运物流、保税仓储、国际中转、国际贸易、大宗商品交易、汽车物流等航运服务业，在国际航运服务和通关模式改革领域先行先试，联手港澳打造粤港澳大湾区的出海大通道。粤港澳大湾区和自贸区的区域优势、利好政策、便利贸易条件使公司具有区位优势。

► **预计嘉诚国际港（二期）将于 2020 年底投运，未来将给公司带来业绩增量。**嘉诚国际港（二期）项目是公司 IPO 的募投项目之一，位于广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸区，总建筑面积约 33.3 万平方米，仓库建筑面积 25.12 万平方米，可供 480 台货柜车同时作业，是公司打造的国内单体面积最大的综合性智慧化多功能物流中心之一，是基于制造业、商贸业与物流业联动发展的通用集散型货运枢纽。项目建成后，由于具备口岸功能的优势，公司将根据海关及政府要求申请保税物流中心。项目投运后，一方面将增加公司保税仓储的面积以满足客户保税物流需求，另一方面公司将其作为“超级中国干线”的延伸，以满足南沙区域内跨境电商保税进口业务的快速增长需求。

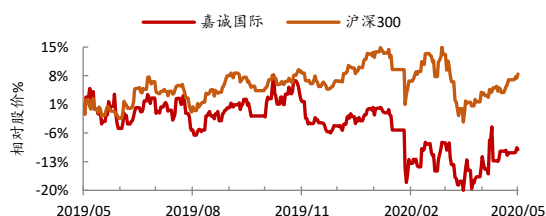
► **预计公司 2020-22 年实现归属于上市公司股东的净利分别约为 1.4/1.7/1.9 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2020-22 年分别实现归属于上市公司股东的净利润约 1.4/1.7/1.9 亿元，同比分别约为+11.8%/+15.1%/+15.5%，对应 EPS 分别为 0.95/1.09/1.26 元，以 2020 年 5 月 12 日 16.91 元/股收盘价计算，对应的 PE 分别为 18/15/13 倍。我们认为，未来公司嘉诚国际港（二期）完全达产，叠加跨境电商的行业红利，未来公司的发展还有很大潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

宏观经济下行超预期的风险；募投项目不及预期的风险；国际政治关系的风险。

#### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	16.91
股票代码:	603535
52 周最高价/最低价:	19.93/14.69
总市值(亿)	25.43
自由流通市值(亿)	11.17
自由流通股数(百万)	66.08



#### 分析师：丁一洪

邮箱: dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话:

#### 分析师：卓乃建

邮箱: zhuonj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100003

联系电话: 0755-83025232

#### 分析师：洪奕昕

邮箱: hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话: 0755-83025232

#### 研究助理：李承鹏

邮箱: licp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话: 0755-83025232

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,116	1,194	1,101	1,368	1,536
YoY (%)	7.9%	7.0%	-7.8%	24.3%	12.3%
归母净利润(百万元)	138	128	143	165	190
YoY (%)	15.7%	-7.0%	11.8%	15.1%	15.5%
毛利率 (%)	23.7%	24.3%	24.2%	23.2%	23.4%
每股收益 (元)	0.91	0.85	0.95	1.09	1.26
ROE	9.3%	8.0%	8.2%	8.6%	9.1%
市盈率	18.49	19.89	17.79	15.46	13.38

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 全程供应链一体化管理服务的提供者 .....	5
1.1. 实际控制人控股 56.06% .....	5
1.2. 主要提供运输、仓储以及货运代理三大综合性物流服务 .....	5
1.3. 公司重点发展全程供应链一体化管理服务 .....	9
2. 公司业绩总体上稳中有升 .....	12
2.1. 公司经营情况稳定，营收、利润稳定增长 .....	13
2.2. 综合物流收入占总营收 49%，贡献 78% 的毛利 .....	13
2.3. 公司现金流情况良好，资产负债率较低 .....	15
3. 行业空间广阔，公司有较大发展潜力 .....	15
3.1. 我国社会物流总成本偏高，第三方物流有较大发展空间 .....	15
3.2. 跨境电商快速发展，公司有望受益 .....	16
4. 核心竞争能力保障公司稳定发展 .....	18
4.1. 全程供应链管理提升客户粘性 .....	18
4.2. 地处南沙自贸区，具有区域优势 .....	18
4.3. 嘉诚国际港（二期）预计于 2020 年底开始投运，将提升公司竞争力 .....	20
4.4. 拟引入战略投资者，筹建汽车零部件智慧物流中心，将布局整车及汽车零配件物流 .....	21
5. 盈利预测及估值 .....	22
5.1. 预计嘉诚国际港（二期）2020 年末投运，将带来收入增量 .....	22
5.2. 预计嘉诚国际港（二期）投运后每年增加折旧成本约 0.3 亿元 .....	22
5.3. 预计 2020-22 年实现归母净利分别约为 1.4/1.7/1.9 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级 .....	23
6. 风险因素 .....	23
6.1. 宏观经济下行超预期的风险 .....	23
6.2. 募投项目不及预期的风险 .....	23
6.3. 国际政治关系的风险 .....	24

## 图表目录

图 1 截至 2019 年 12 月末，公司实际控制人合计持股 56.06% .....	5
图 2 MILKRUN 流程示意图 .....	6
图 3 保税物流运输流程示意图 .....	7
图 4 仓储作业范围示意图 .....	8
图 5 VMI 仓储管理运营示意图 .....	8
图 6 全程供应链业务流程图 .....	9
图 7 公司原材料物流业务流程图 .....	10
图 8 公司生产物流业务流程图 .....	11
图 9 公司成品物流业务流程图 .....	12
图 10 公司逆物流业务流程图 .....	12
图 11 公司近五年营收持续增长，GAGR 为 13.6% .....	13
图 12 公司近五年扣非后归母净利持续增长，GAGR 为 24.38% .....	13
图 13 2019 年综合物流营收占比 49.1% .....	14
图 14 2016-19 年公司综合物流收入维持稳定 .....	14
图 15 2016-19 年供应链分销执行收入持续增长 .....	14
图 16 综合物流业务贡献公司 78.1% 毛利 .....	14
图 17 公司毛利率稳定提升 .....	14
图 18 2019 年，公司每股经营现金流同比+100.0% .....	15
图 19 2019 年，公司销售商品和劳务收到现金/营收为 102.6% .....	15
图 20 社会物流总费用逐年提升，物流市场规模大 .....	16
图 21 2018 年我国第三方物流收入规模占物流成本比重为 10.5% .....	16

图 22 对比美国、日本，我国物流费用占 GDP 比重仍偏高 .....	16
图 23 2018 年我国跨境电商交易规模 9 万亿元，同比+11.7% .....	17
图 16 广东出口跨境电商卖家占全国的 21% .....	17
图 17 广东省进口跨境网购用户占全国的 19% .....	17
图 26 南沙自贸区总体规划图 .....	19
图 27 香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运模式 .....	20
图 28 汽车零部件智慧物流中心服务模式 .....	22
表 1 可比公司估值 .....	23

## 1. 全程供应链一体化管理服务的提供者

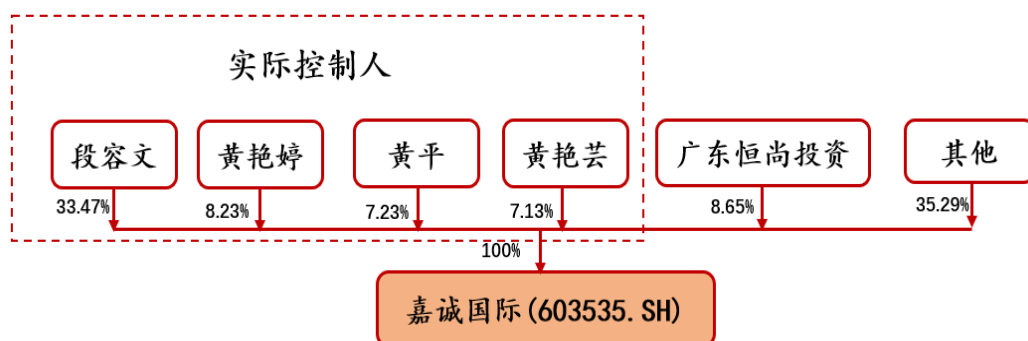
### 1.1. 实际控制人控股 56.06%

公司成立于 2000 年 10 月 24 日，于 2017 年 8 月 8 日上交所挂牌上市。

公司实际控制人为段容文女士、黄艳婷女士、黄平先生、黄艳芸女士，段容文女士为公司董事长，黄艳婷女士任公司副董事长，黄平先生任公司总经理、董事，黄艳芸女士任公司副总经理、董事会秘书。段容文女士为黄艳婷女士、黄平先生、黄艳芸女士之母。

截至 2019 年 12 月 31 日，段容文女士、黄艳婷女士、黄平先生、黄艳芸女士四人合计持有公司 56.06% 的股份，其中段容文女士持有公司 33.47% 的股份、黄艳婷女士持有公司 8.23% 的股份、黄平先生持有公司 7.23% 的股份、黄芸女士持有公司 7.13% 的股份。

图 1 截至 2019 年 12 月末，公司实际控制人合计持股 56.06%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.2. 主要提供运输、仓储以及货运代理三大综合性物流服务

公司的主营业务是为制造业企业及电子商务企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务和个性化的全球物流解决方案。通过提供适合不同制造业客户的多样化、个性化物流服务，满足客户实现“零”库存管理、缩短生产周期和提高运营效率的需求。

公司推行全程供应链一体化管理的业务模式，将运输、仓储、货运代理等基础物流服务通过流程信息化进行协同集成管理，开展综合物流业务。当前，公司主要提供运输、仓储和货运代理三大综合性物流服务。

#### 1.2.1 运输服务

公司运输服务主要包括：生产下线转库运输、干线运输、区域调拨配送及循环对流运输、城市配送、跨境运输、海关监管运输、集装箱运输等整车或零担运输的“门到门”（Door to Door）一条龙服务。其中自有运输车辆主要提供生产下线短驳运输、区域配送、城市配送、联合配送、海关监管运输、港口集装箱运输等近距离运输，主要为珠三角地区或长三角地区范围内；外协车辆主要从事物流干线运输、区域调拨、

跨境运输、循环对流运输、联合配送及特种运输等长距离运输。公司在国内部分城市建立了物流网络、运输营运网点和区域配套仓库，运输范围可辐射全国多个主要城市及部分境外地区，为客户提供完善周到的运输服务。此外，公司与国内外知名的集装箱海运公司建立了长期、稳定的业务合作关系，并借此为其物流客户提供国际海运服务。

公司通过多个客户成品、原材料及回收物流货物的订单加上线路系统分析自动组合可选择恰当或专用车型，再运用装卸电脑系统模拟装卸以提高装载率，结合循环对流运输的科学运输方式，减少中间环节和浪费，达到降低成本、提高效率、保证品质的运输服务。主要运输运营模式包括：1) 牛奶取货 (MILKRUN)；2) 保税物流运输；3) 甩挂运输。

**牛奶取货 (MILKRUN)**，公司根据珠三角等经济发达地区成品销售地与原材料制造地域重合度较高的特点，设计 MILKRUN 循环运输管理方案，实现“成品出，部品回”，确保车辆满载，降低运输成本。

图 2 MILKRUN 流程示意图

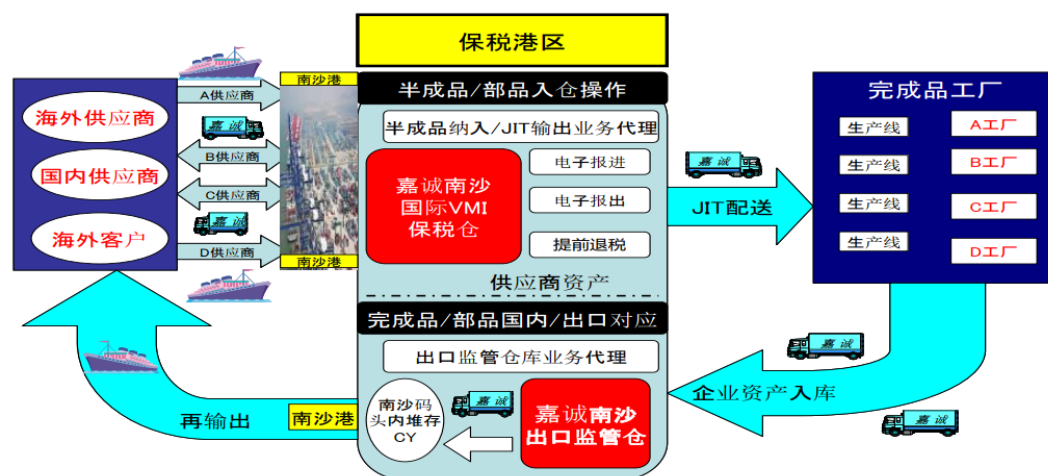


资料来源：公司公告，华西证券研究所

**保税物流运输**，公司根据保税物流中心内的进口原材料和出口成品运输整合，利用海关便利的通关政策优势可实现保税物流仓的原材料出、成品进的运输服务，可提高运输效率，降低运输成本。



图 3 保税物流运输流程示意图



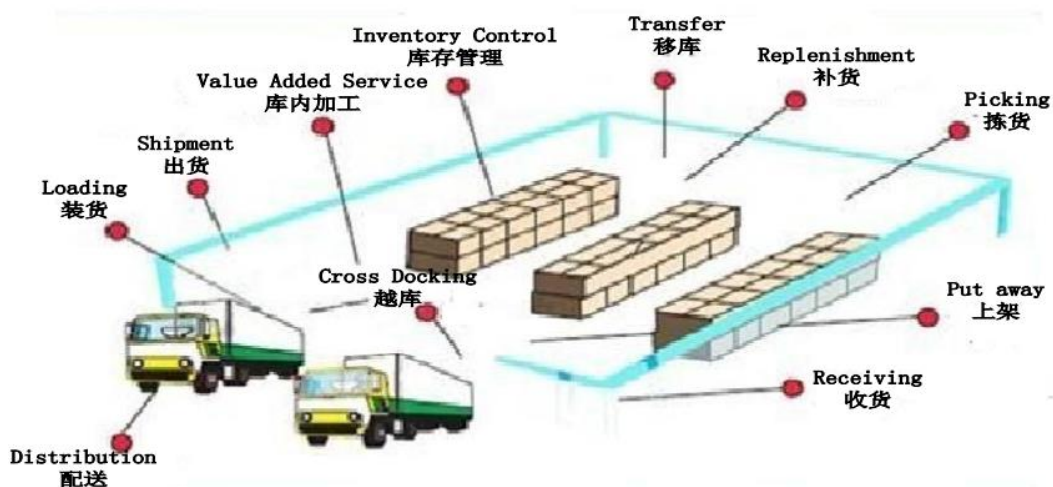
资料来源：公司公告，华西证券研究所

**甩挂运输**，甩挂运输就是用一台牵引车将装有货物的挂车拖至目的地，将挂车甩下后，换上新的挂车运往另一个目的地，从而减少车辆返程的空载率，节约等候装卸的时间。这种运输方式在欧美和日本等发达国家已成为主流的运输方式，甩挂运输的货物周转量占总货物周转量的 70%-80%，目前我国道路货运以普通单体运输为主，具有较大的发展空间。甩挂运输可提高运输车辆周转使用效率，降低成本，减少尾气排放。公司已在天运物流中心已建立了 1 个站场项目（南沙甩挂站场，在天运物流中心内），并选择了 4 条运量稳定的甩挂运输线路（南沙站场——广州南沙码头、南沙站场——番禺工业基地、南沙站场——深圳盐田港码头、番禺站场——南宁站场）。同时，公司建设了甩挂作业站场、甩挂运输车辆、甩挂作业信息系统等配套设施，以更好地推进跨境甩挂运输。

### 1.2.1 仓储及出入库作业服务

公司仓储作业主要是提供普通仓储服务及保税仓储服务，其中包括货物的出入库作业管理以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务。公司目前通过租赁、自建方式在广州、杭州等城市建立了仓储营运网络以提供供应链一体化管理过程中的仓储服务，依托公司各分支机构及经营网点形成覆盖华北、华东、华南等区域的分拨和配送中心，辐射内陆大部分主要城市。

图4 仓储作业范围示意图

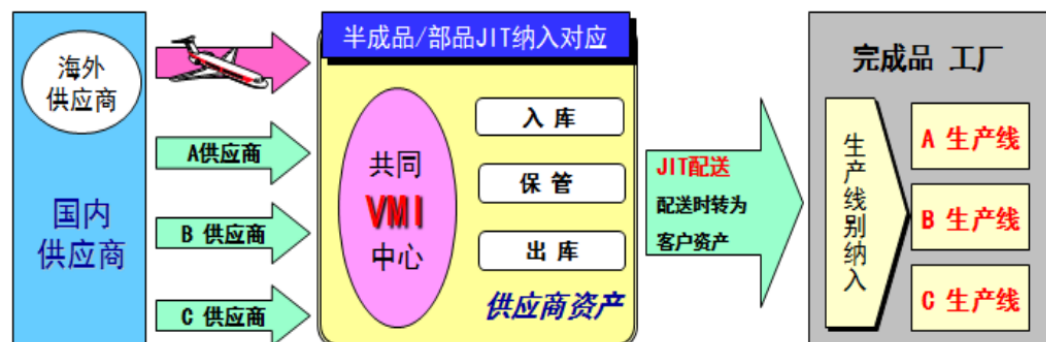


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司在南沙自贸片区保税港区建立了天运物流中心，仓储面积约 12 万平方米，依法可享受贸易、海关监管服务、检验检疫、金融等方面的制度创新红利，可为驻园区的企业提供特色保税物流服务，如：跨境电商物流仓储服务、国际 VMI (供应商管理库存) 仓储服务、先入区后报关服务等跨境物流。另一方面，天运物流中心满足开展跨境保税进出口业务的条件，可为跨境电商提供全程供应链一体化服务。

公司可以承揽从入库到出库的各项业务。在主要全程供应链服务客户区域公司设置了 VMI 部品仓、国际国内成品仓以及保税、出口成品仓等多种功能仓库。其中，VMI 部品仓是全程供应链一体化管理过程中连接原材料物流与生产物流的关键节点。通过 VMI 调达模式，由供应商、客户和第三方物流企业共同管理库存，借助 WMS 仓库管理系统实现对应多品种、小批量货物所必需的“单件管理”，信息互通，按时、按量、按需实现客户生产线所需料件的 JIT。

图5 VMI 仓储管理运营示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.2.3 货运代理

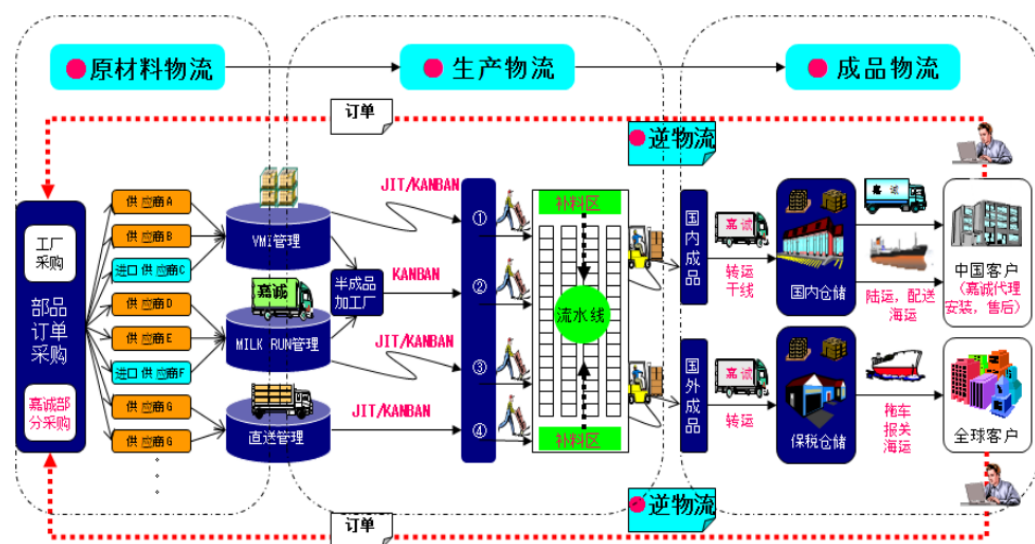


公司依托在广州总部、香港、上海等地的子公司和分支机构以及物流营运网络，凭借港口、航空等国际物流资源及海关监管与非监管自有拖车，从事国际货运代理的业务。主要为进出口的原材料及成品提供国际货运代理服务，运用公司国际货运代理系统和 WMS(仓库管理系统)与海关通关系统对接，实现信息一体化的操作。同时利用公司的国际货运资源，整合订舱、拖车、报关报检等操作环节，开展通关及货运代理业务，给客户提供具有竞争力的价格和完善的服务。公司的国际货运代理服务内容较为齐全，主要包括：订舱、托运和包装；货物的监装、监卸、集装箱拆箱，分拨、中转及相关的短途运输服务；报关、报检、报验、保险；签发有关单证、交付运费、结算及交付杂费；国际多式联运、集运（含集装箱拼箱）。可以满足连接中国和世界各地的全球化物流需求，努力为客户提供“门对门、一票到底”的物流服务。

### 1.3. 公司重点发展全程供应链一体化管理服务

公司将物流服务嵌入到制造业企业生产经营流程中，涵盖了制造业企业的原材料物流、生产物流、成品物流以及逆物流等供应链运作的全过程，已成功运用到松下空调、万力轮胎、广州浪奇、住友电工等制造业企业中，实现了物流业与制造业的“两业联动”。

图 6 全程供应链业务流程图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

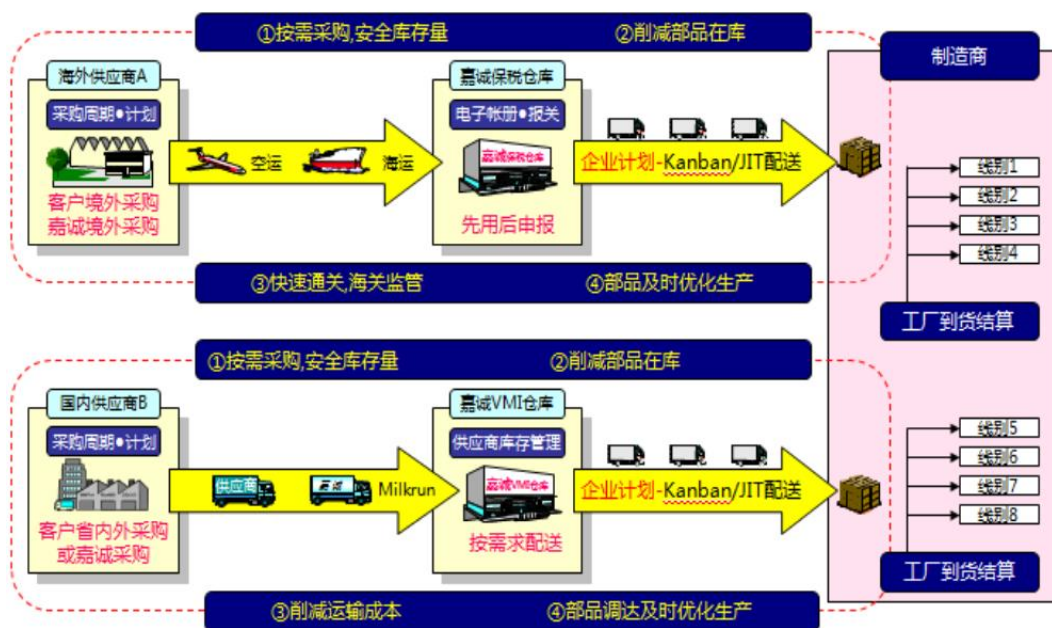
#### 1.3.1 原材料物流

公司从事的原材料采购物流主要是为制造业企业提供原材料代采购、运输、配送服务。公司为制造业企业提供的原材料采购物流包括国际采购和国内采购。

在国际采购方面，制造业企业下达采购订单给公司，委托公司代为境外采购，采购货物由与公司长期合作的船运公司和航空公司运达境内，公司将货物运输到保税仓库内保管，采用 KANBAN（某工序何时需要和数量的某种物料的卡片）管理，根据制造业企业生产计划，批量先后出仓报关，实现制造业企业生产线上原材料的 JIT 配送。公司在提供该项服务过程中可以协助制造业企业进行“零”库存管理，实现当天的生产计划，在保证安全库存量的前提下消减原材料库存，以集中申报、快速通关保证原材料及时配送到生产线，优化生产流程。

在国内采购方面，制造业企业可以直接向原材料供应商下达订单，或由公司代理采购后采用两种方式运送到公司的 VMI 部品仓库：对于距离较远的供应商，由供应商派车运送；对于距离公司 VMI 仓库较近的供应商，由公司统一派车采用 MILKRUN 模式，按照路线规划，一次性派车依次从各个供应商取货后运到公司的 VMI 部品仓库。原材料进入 VMI 部品仓库后根据制造业企业不同生产线对原材料的需求进行分拣、归整后再依据制造业企业的生产计划按需采用 KANBAN 管理和 JIT 配送模式运送到制造业企业生产线上。公司提供该项服务同样可以协助制造业企业按需采购，在保证安全库存量前提下消减原材料库存，同时由于采用 MILKRUN 运输模式，将传统多次分别运输改为一次性整体运输，可以相应降低运输成本。

图 7 公司原材料物流业务流程图

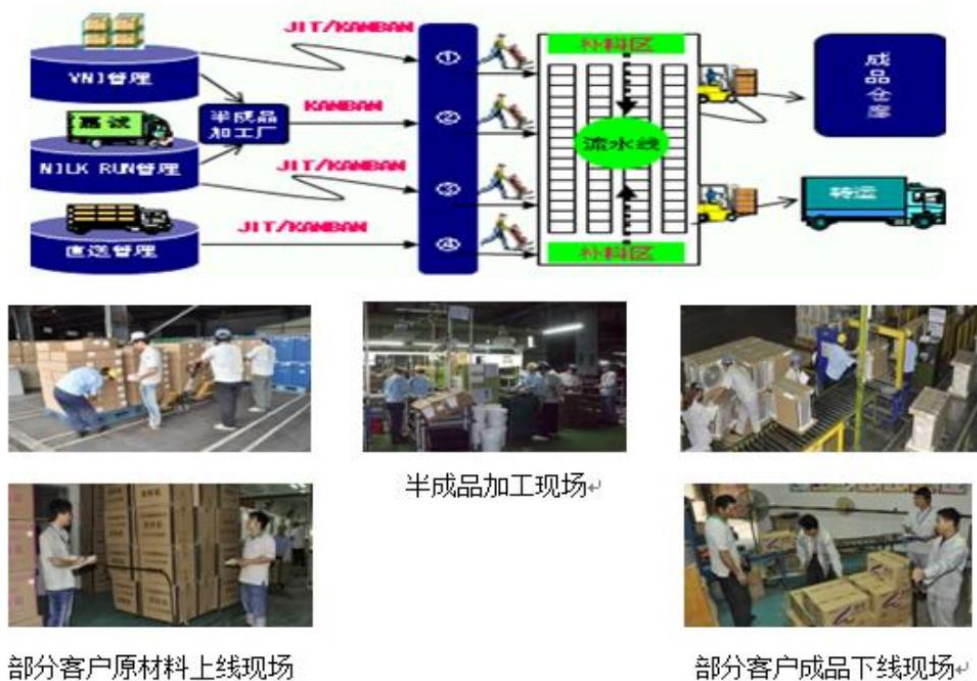


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3.2 生产物流

公司通过进驻客户生产现场，在生产线的前后两端直接提供生产物流服务，以保证生产线前端的原材料及时补给以及后端产成品的收纳入库或转运。在 KANBAN 调达模式下，客户原材料补给的指令通过 EDI（电子数据交换）传送到 VMI 管理系统，系统根据要求安排原材料物流，以 VMI 库存管理为核心，辅以 MILKRUN 模式把原材料按时、按需、按量送达至生产线上，实现生产线上部品的 JIT 配送；在生产流水线的产成品下线端，公司提供包装、捆包、贴标等服务。在生产线的上述物流服务，可实现物流服务与制造业企业客户生产现场的有效对接，辅助以公司与客户的信息系统对接，准确核实物料、产品的纳入和输出数量。公司能够根据客户的生产特点提供贴身的生产物流服务，有助于优化企业生产流程。

图8 公司生产物流业务流程图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

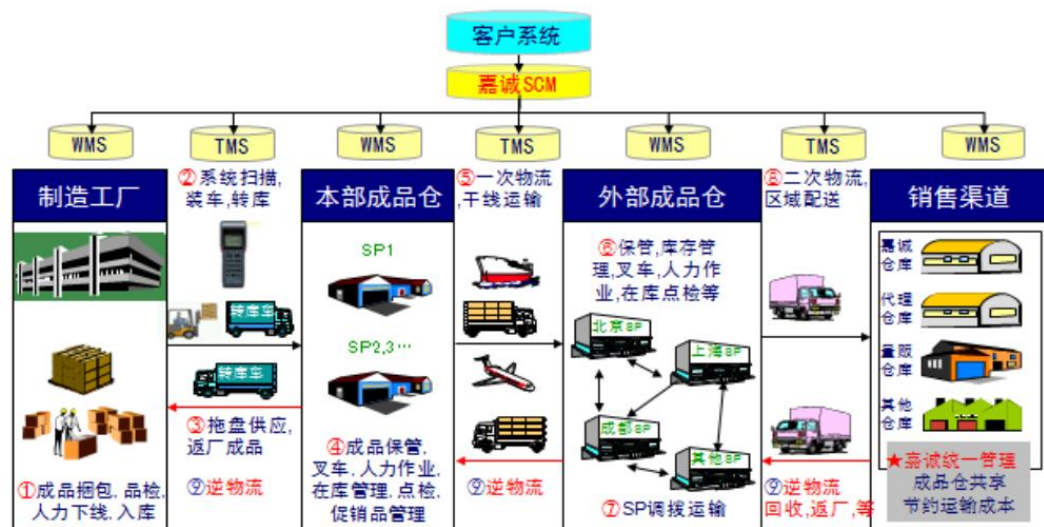
### 1.3.3 成品物流

客户的成品下线后，对于国内成品物流而言，首先经过国内成品仓库，经过一次物流干线运输至公司在全国各地的外部成品仓，再经二次物流进行区域配送将货物运送至各级经销商指定的仓库；对于国际成品物流而言，客户产品下线后由公司的车辆转运至公司保税物流中心，经过报关、专业装柜和短驳运输至码头，再由船公司运输到海外。

公司在提供成品物流业务过程中，为制造商提供出口信息和国内销售信息，使制造业企业可以根据销售情况预测客户需求，相应制定生产计划。



图9 公司成品物流业务流程图

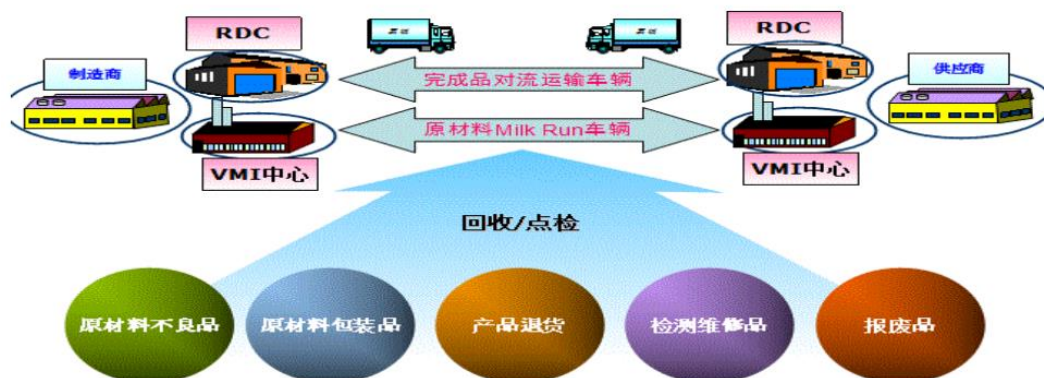


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3.4 逆物流

公司提供的逆物流服务主要是将原材料不良品、包装品及周转箱等由制造商运送回原材料供应商，将商品退货、检测维修品和报废品运送回制造商的物流服务。在逆物流服务中，公司可通过合理规划，实现对流运输，与原材料物流和成品物流有机整合，有利于实现资源的充分利用。

图10 公司逆物流业务流程图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 公司业绩总体上稳中有升

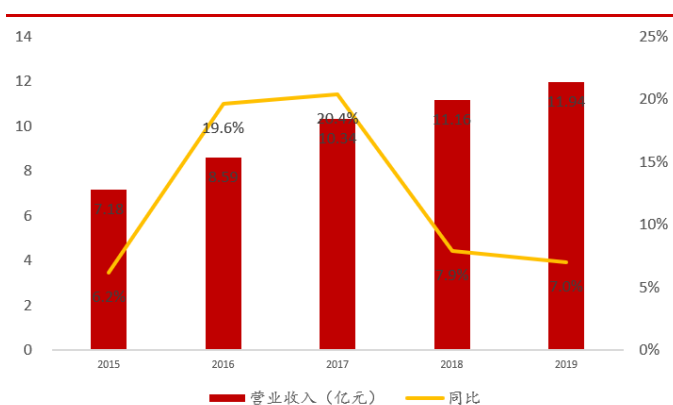
公司于 2017 年上市以来，经营情况保持稳定，最近几年营业收入持续增长，2019 年实现营业收入 11.94 亿元，同比+7.0%；最近几年归属于上市公司股东的净利润总体上也保持稳定增长，2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿元，同比-

7.0%，但主要是由于非经常性因素造成，扣非后 2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元，同比+22.5%。

## 2.1. 公司经营情况稳定，营收、利润稳定增长

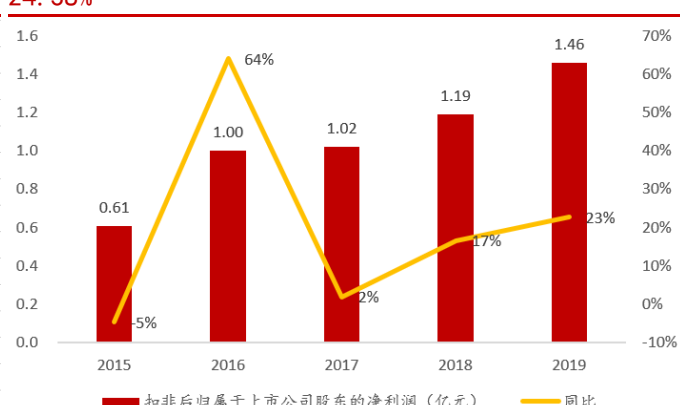
公司近几年经营情况保持稳定，公司的营业收入、盈利情况也稳中有升。公司 2019 年实现营业收入 11.94 亿元，同比+7.0%，最近 5 年年均复合增长率为 13.6%；公司 2019 年实现归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿元，同比-7.0%（2019 年因交易性金融资产公允价值变动，相应确认公允价值投资损失 0.38 亿元，造成当期利润下滑），最近 5 年年均复合增长率为 15.47%；公司 2019 年实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元，同比+22.5%，最近 5 年年均复合增长率 24.38%。从公司过去 5 年的经营数据看，公司不论在营收还是盈利能力上总体呈现稳定增长的态势。

图 11 公司近五年营收持续增长，GAGR 为 13.6%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 公司近五年扣非后归母净利润持续增长，GAGR 为 24.38%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

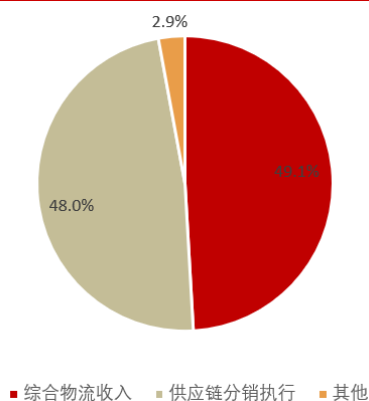
## 2.2. 综合物流收入占总营收 49%，贡献 78%的毛利

从收入结构看，2019 年公司实现综合物流收入 5.9 亿元，同比+0.9%，占营业收入的比重为 49.1%；2019 年实现供应链分销执行收入 5.7 亿元，同比+13.57%。2016-2019 年期间，公司综合物流收入规模基本保持稳定，维持在 5.8 亿元左右；供应链分销执行收入持续增长，5 年年均复合增长率约为 28%。

公司 2019 年实现综合物流毛利 2.3 亿元，同比+6.1%，占公司总毛利的 78.1%；2019 年实现商品销售毛利 0.6 亿元，同比+24.6%，占公司总毛利的 21.2%。

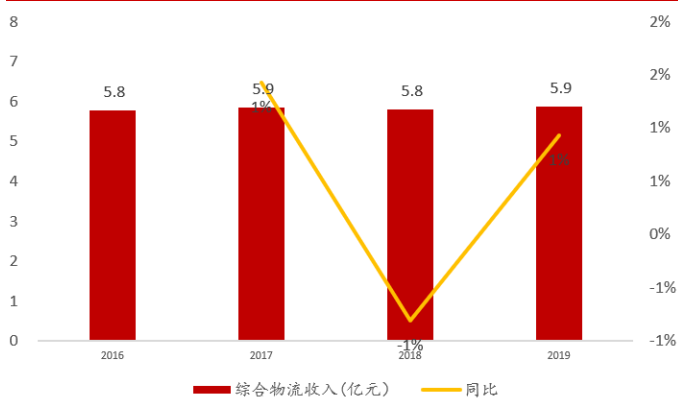
公司近几年毛利率持续提升，2019 年实现毛利率 24.27%，同比上升 0.54 个百分点。其中，综合物流业务 2019 年实现毛利率 38.6%，同比上升 1.86 个百分点；供应链分销执行业务 2019 年实现毛利率 10.73%，同比上升 0.95 个百分点。

图 13 2019 年综合物流营收占比 49.1%



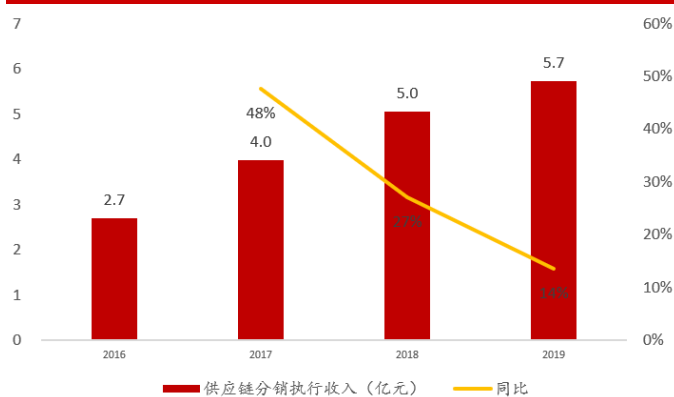
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 2016-19 年公司综合物流收入维持稳定



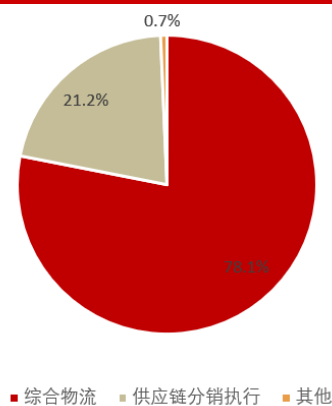
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 2016-19 年供应链分销执行收入持续增长



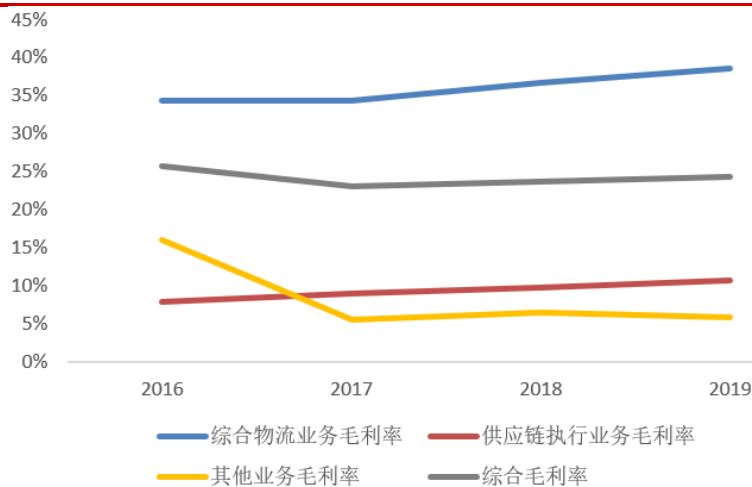
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 综合物流业务贡献公司 78.1%毛利



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司毛利率稳定提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

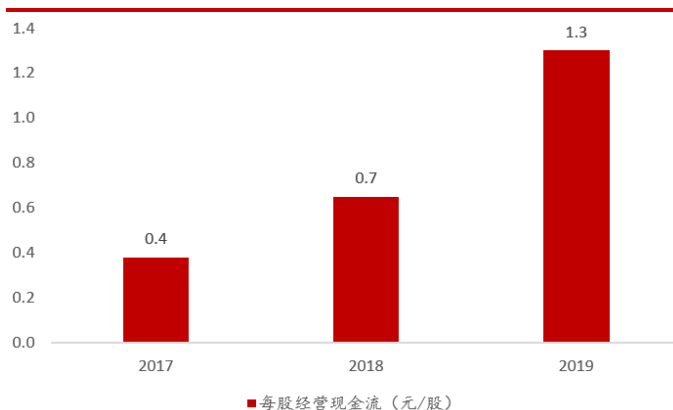


## 2.3. 公司现金流情况良好，资产负债率较低

从现金流的情况看，公司自 2017 年上市以来，公司的每股经营现金流每年随着业务增长稳定增长，2019 年公司实现每股经营现金流 1.3 元，同比+100%；2017-19 年期间，公司销售商品和劳务收到的现金/营业收入的比值持续提升，2019 年该比值为 102.6%，同比上升 12.5 个百分点。

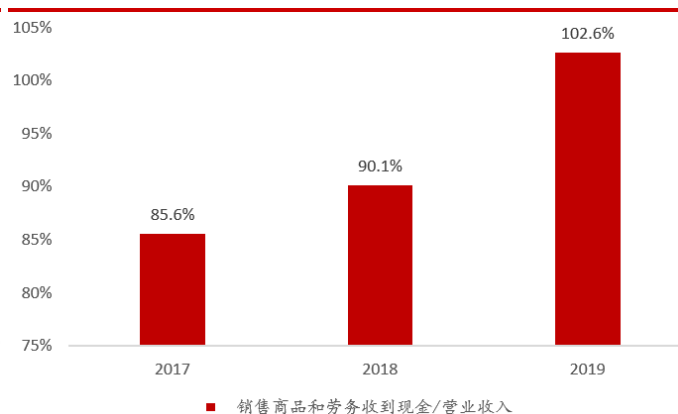
从公司的资本结构看，公司最近三年年末除存在应付票据外，不存在短期借款或长期借款等有息负债。2019 年年末，公司应付票据 2.17 亿元，占总资产的比重为 10.4%；总负债 6.25 亿元，资产负债率 22.9%。

图 18 2019 年，公司每股经营现金流同比+100.0%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 2019 年，公司销售商品和劳务收到现金/营收为 102.6%



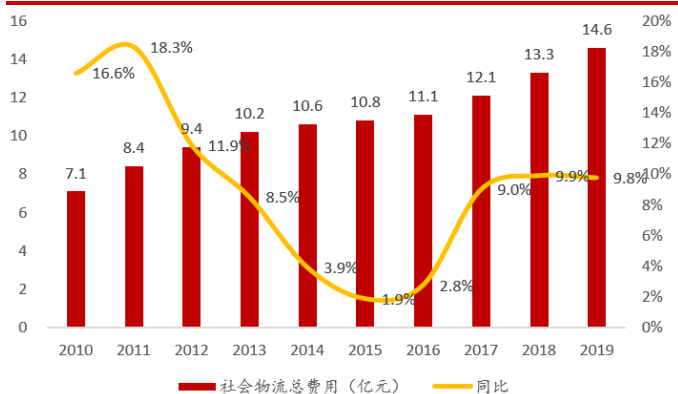
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 3. 行业空间广阔，公司有较大发展潜力

### 3.1. 我国社会物流总成本偏高，第三方物流有较大发展空间

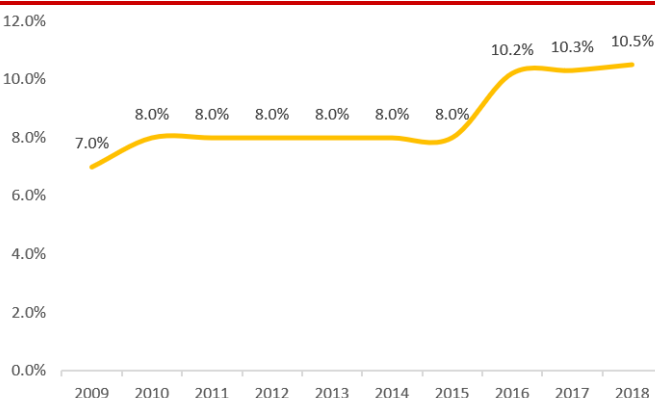
随着我国经济的发展，我国的社会物流总费用也逐年提升，2019 年我国发生社会物流总费用 14.6%，同比+9.8%，整个物流市场的规模较大。目前我国物流市场以企业自营物流为主，第三方物流占比较小，2018 年第三方物流收入规模占物流成本比重为 10.5%。

图 20 社会物流总费用逐年提升，物流市场规模大



资料来源：公司公告，华西证券研究所

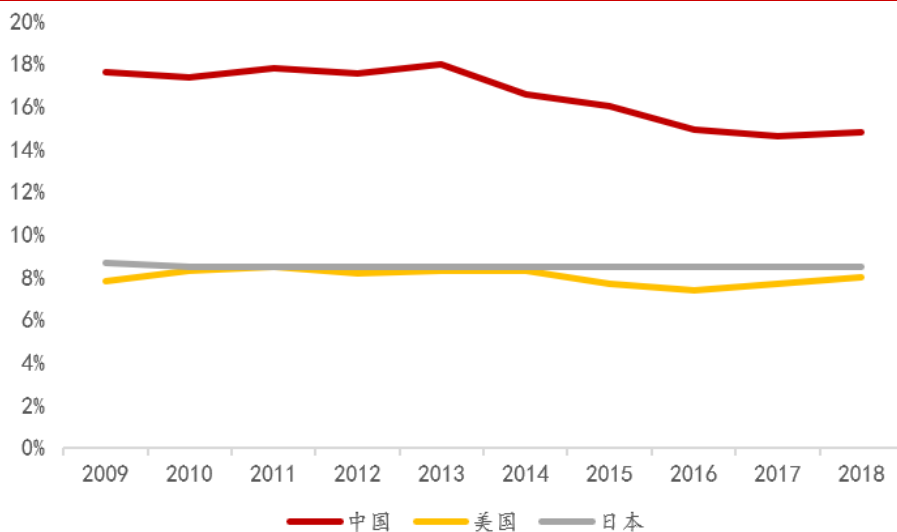
图 21 2018 年我国第三方物流收入规模占物流成本比重为 10.5%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2018 年我国物流费用占 GDP 的比重为 14.8%，同期美国物流费用占 GDP 的比重仅为 8%，日本物流费用占 GDP 的比重为 8.5%。虽然我国物流费用占 GDP 比重呈下降趋势，但相比美国、日本等发达国家，我国物流费用占 GDP 比重仍偏高，社会物流总成本偏高，仍有较大的下降空间。我们认为，伴随着我国经济的持续发展，物流费用占 GDP 的比重还会持续下降，将会给第三方物流带来发展机遇。

图 22 对比美国、日本，我国物流费用占 GDP 比重仍偏高

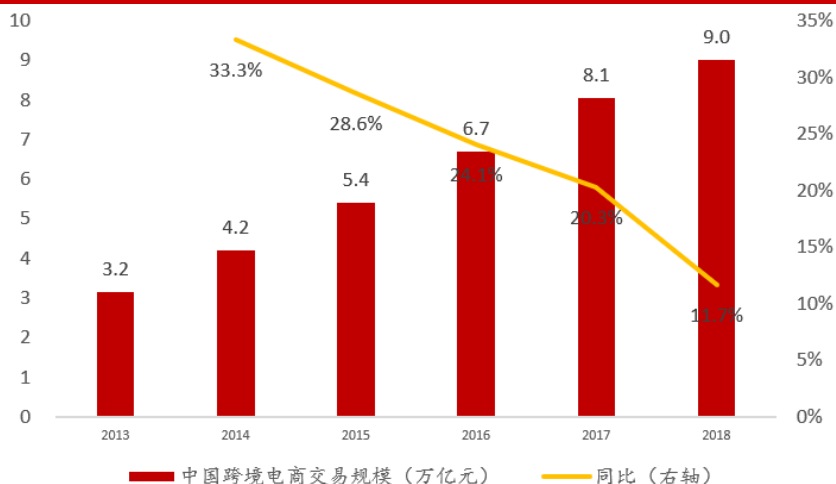


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 跨境电商快速发展，公司有望受益

2015 年 5 月 12 日，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》，提出“大力推动跨境电子商务发展”。根据网经社旗下电子商务研究中心的数据，2013 至 2018 年期间，我国跨境电商交易规模持续增长，2018 年实现跨境电商交易规模 9 万亿元，相比 2013 年增长 185.7%，年均复合增长率 19.1%。

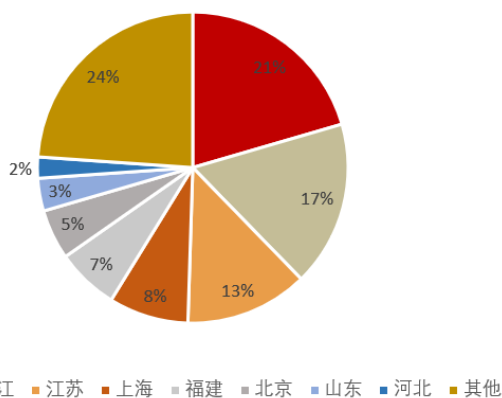
图 23 2018 年我国跨境电商交易规模 9 万亿元，同比+11.7%



资料来源：电子商务研究中心，华西证券研究所

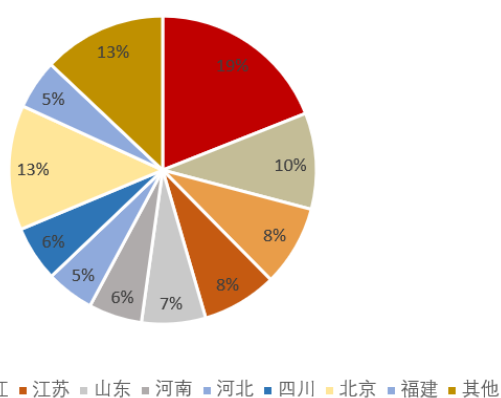
从进出口跨境电商卖家及进口跨境网购用户的主要分布情况看，广东地区是中国最大的出口跨境电商卖家的聚集地，占比 21%；也是中国最大的跨境网购用户的聚集地，占比 19%。

图 24 广东出口跨境电商卖家占全国的 21%



资料来源：电子商务研究中心，华西证券研究所

图 25 广东省进口跨境网购用户占全国的 19%



资料来源：电子商务研究中心，华西证券研究所

根据公司《招股说明书》，公司首发募投项目嘉诚国际港建成后，联合天运南沙多功能物流中心共拥有 20 万平方米的保税仓库，可以为跨境电商提供仓储及出入库作业服务。同时，嘉诚国际港依托其陆路口岸功能可以为跨境电商提供代理报关报检服务，物流中心与海关总署平台的充分对接，实现“一次数据申报、各取所需信息、同步依职办理、统一平台反馈”，简化通关手续、优化作业流程，促进货物在境内外快速流通，降低物流成本，快速扶持“双向”跨境电商。

根据公司 2019 年年报，公司 2019 年通过投标成为浙江菜鸟的 CP 商（物流服务商），双方签署了正式的业务合作协议。公司在广州南沙天运物流中心保税仓开展业务，为浙江菜鸟跨境电商提供全程供应链一体化服务。此项目的清关能力可以达到日常每天处理近 10 万票。在 2019 年“双十一”期间，公司天运物流中心完成了浙江菜鸟近百万笔订单的出库量需求。

我们判断，未来我国跨境电商的交易规模仍将保持较快的增长，公司有望受益于这一行业红利，同时未来叠加嘉诚国际港（二期）投运，公司的跨境电商业务有望进一步放量。

## 4. 核心竞争能力保障公司稳定发展

### 4.1. 全程供应链管理提升客户粘性

公司通过参与制造企业原材料采购、商品研发与生产、配送、销售与售后服务的全程供应链管理中，与制造企业深度联动，通过合理的全程供应链一体化物流方案设计，集成供应链的各个环节，提供“一站式”物流服务，实现原材料物流、生产物流、成品物流以及逆物流的循环对流运输，往返配载；合理规划相关联的原材料仓储，半成品就地加工，并根据配送料件的具体情况运用 VMI、MILKRUN、直送、KANBAN、甩挂运输等物流管理技术，实现客户生产流水线材料配件的 JIT 物流配送；最后通过代理销售整合成品分销物流。

在向制造企业提供全程供应链管理服务的过程中，公司实现了对制造业企业的供应链环节进行优化、与客户建立起充分信任的关系，有利于提升客户的粘性。

根据公司公告，公司与松下空调、万力轮胎、广州浪奇、日立冷机、住友电工等大型制造业企业，和浙江菜鸟、唯品会、卓志、沃天下等知名电商平台保持着长期紧密的业务合作。此外，公司与欧派家居、通用股份、新宝股份、广东鸿图、伊之密等一批 A 股企业建立了良好的合作关系。

### 4.2. 地处南沙自贸区，具有区域优势

根据公司 2019 年年报，公司旗下天运物流位于南沙自贸区保税港。南沙自贸区规划为 7 个功能板块，其中海港区块功能定位为国际航运发展合作区，规划发展重点为发展航运物流、保税仓储、国际中转、国际贸易、大宗商品交易、汽车物流等航运服务业，在国际航运服务和通关模式改革领域先行先试，联手港澳打造粤港澳大湾区的出海大通道。

The map illustrates the spatial layout of Zhongshan City, highlighting the following key areas and zones:

- 庆盛板块 (Qingsheng Board Block):** Located in the northern part of the city, featuring the **庆盛枢纽区块 (Qingsheng Hub Zone)**.
- 中心板块 (Central Board Block):** The central urban core, including the **明珠湾起步区区块 (Mingzhuwan Starting Zone Zone)** and **南沙枢纽区块 (Nansha Hub Zone)**.
- 海港板块 (Sea Port Board Block):** Located in the southern part of the city, encompassing **海港区一 (Sea Port Zone 1)** and **海港区二 (Sea Port Zone 2)**.
- 其他重要区域 (Other Important Areas):** Includes **蕉门河中心区区块 (Jiaomen River Central Zone Zone)**, **南沙湾区 (Nansha Bay Area)**, and **万顷沙保税港加工制造业区块 (Wanqingsha Free Trade Port Processing and Manufacturing Zone Zone)**.

天运物流中心凭借位于自贸区里特殊监管区的地理优势，利用粤港澳大湾区快速通关优势，相当于将香港机场货量引流进来，将香港空运货栈货物的收发点延伸至天运物流中心，凭香港机场空运仓单入园区，出园区凭进口报关单对碰核销仓单，将其打造成真正没有跑道的空港，实现香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运的新型物流经营模式。

图 27 香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运模式



资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 4.3. 嘉诚国际港（二期）预计于 2020 年底开始投运，将提升公司竞争力

嘉诚国际港（二期）项目是公司 IPO 的募投项目之一，位于广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸区，总建筑面积约为 33.30 万平方米，仓库建筑面积约 25.12 万平方米，项目计划总投资约 9.2 亿元。

根据公司 2019 年半年报，嘉诚国际港（二期）为五栋五层智慧仓储建筑，通过上下盘道将各层各栋仓库连通，可供 480 台货柜车同时作业，是公司打造的国内单体面积最大的综合性智慧化多功能物流中心之一，是基于制造业、商贸业与物流业联动发展的通用集散型货运枢纽。

根据公司的《招股说明书》，嘉诚国际港建成后将成为制造业、商贸业与物流业联系的示范基地，集现代仓储、国际中转及转口贸易、商品展览、跨境电子商务、国际采购与分拨业务、国际金融结算等为一体的现代化、综合性、多功能的大型国际物流中心。

根据公司的《招股说明书》，公司现有天运南沙多功能物流中心的仓储能力已经较难满足公司业务经营发展的需要。嘉诚国际港（二期）项目建成后，由于具备口岸功能的优势，根据海关及政府要求将申请保税物流中心。项目投运后，一方面增加公司保税仓储的面积以满足客户保税物流需求，另一方面将其作为“超级中国干线”（香港机场与南沙自贸片区“一站式”空、陆联运模式）的延伸，以满足南沙区域内跨境电商保税进口业务的快速增长需求。

目前，嘉诚国际港（二期）仍在建设的过程中，我们预计将于 2020 年底开始投运，届时公司的业务规模有望上一个台阶，预计将给公司带来业绩增量。



#### 4.4. 拟引入战略投资者，筹建汽车零部件智慧物流中心，将布局整车及汽车零配件物流

公司于 2020 年 4 月 29 日公布了《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟通过非公开发行股票募集资金不超过 3.3 亿元，扣除发行费用后拟用于嘉诚国际港（二期）项目和汽车零部件智慧物流中心建设。其中募集资金中的 2.5 亿元拟投资于嘉诚国际港（二期），募集资金中的 0.8 亿元拟投资于汽车零部件智慧物流中心。

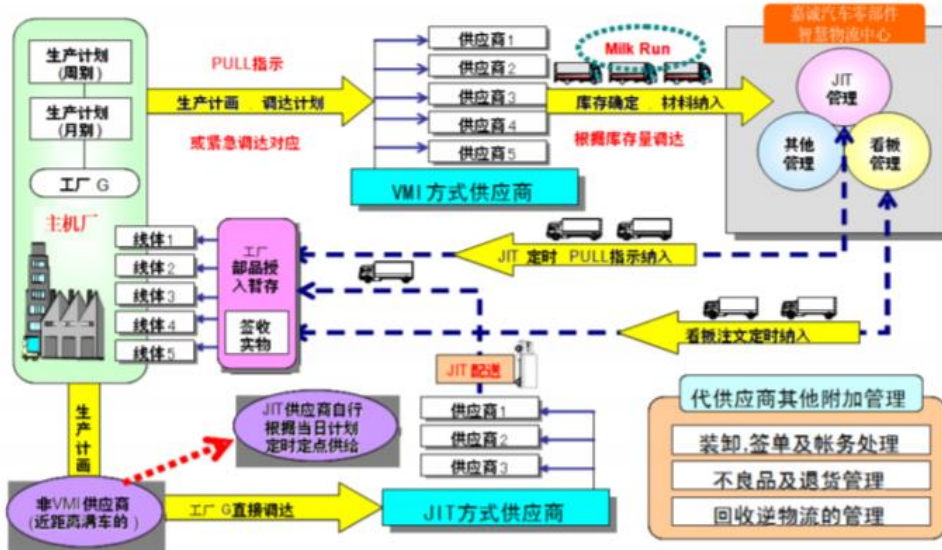
根据公告，公司拟引入广汽资本、盈蓬投资、北京智科等战略投资者。广汽资本系广汽集团的全资子公司及唯一的产业投资平台，盈蓬投资是广汽资本全资设立的投资管理公司；北京智科是一家跨地区、跨行业、混合所有制的专业投资管理平台，产业投资运营领域主要聚焦在大汽车产业链及智慧物流产业链，投资企业布局包括了整车及零配件服务企业、汽车零配件企业、汽车改装企业等。

根据公告，公司与上述战略投资者的合作，有助于公司开拓整车及汽车零配件物流行业。

根据公告，本次募投项目之一“汽车零部件智慧物流中心项目”将依托于嘉诚国际港（二期），计划使用嘉诚国际港（二期）2 号仓库的六万平方米的面积，打造高度智慧和自动化的汽车零部件物流中心，物流中心将专门用于服务主机厂以及汽车零部件厂商。

根据公告，汽车零部件智慧物流中心将根据汽车零部件厂商及主机厂的地理位置、并结合原材料的包装属性、产品属性、价值属性进行规划，选择最优路由，将汽车零部件厂商原材料集约纳入汽车零部件智慧物流中心，根据汽车零部件厂商的生产便次需求，由智慧物流中心完成自动取料、快速分拣、JIT 配送。汽车零部件厂商的零部件完成品交由 JIT 配送车辆运输至汽车零部件智慧物流中心存储，再根据主机厂的生产需求进行 JIT 配送。该项目可为汽车零部件厂商及主机厂降低物流成本，提升汽车产业服务水平。

图 28 汽车零部件智慧物流中心服务模式



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，如未来汽车零部件智慧物流中心顺利投产，将有利于公司拓宽产业链布局，进一步增强公司全程供应链管理服务能力。

## 5. 盈利预测及估值

### 5.1. 预计嘉诚国际港（二期）2020 年末投运，将带来收入增量

我们预计嘉诚国际港（二期）于 2020 年末投运，嘉诚国际港（二期）投运之前，公司并没有新增产能投放。因此，我们预计 2020 年末嘉诚国际港（二期）投运将为公司 2021 年的综合物流收入带来增量，同时考虑 2020 年疫情的因素，我们预计公司 2020-22 的综合物流收入分别约为 5.8/7.0/7.7 亿元，同比分别约为-1%/+20%/+10%。

过去两年，公司的商品销售收入一直有较快的增长，但受疫情的影响，预计 2020 年会有较大的下滑，预计 2020-22 年公司实现商品销售收入分别约为 4.9/6.3/7.3 亿元，同比分别约为-15%/+30%/+15%。

综合以上各种假设，我们预计公司 2020-22 年实现营收分别约为 11.0/13.7/15.4 亿元，同比分别约为-8%/+24%/+12%。

### 5.2. 预计嘉诚国际港（二期）投运后每年增加折旧成本约 0.3 亿元

根据公司 2019 年年报，嘉诚国际港（二期）投资的预算为 9.2 亿元，如按照 5% 的残值率，30 年的折旧年限计算，预计每年将增加折旧成本约 0.3 亿元。

公司现阶段存在租赁仓库经营的情况，2019 年的营业成本中租金成本约 0.24 亿元。根据公司《招股说明书》，公司在嘉诚国际港（二期）投运后，将替代部分租赁的仓库，因此我们预计嘉诚国际港（二期）投运后公司的租金成本可能会有所下降。

公司运输成本占综合物流成本的比重较高，2019 年公司发生综合物流成本 3.5 亿元，其中运输及辅助费成本 2.7 亿元，占综合物流成本的比重为 77%。运输成本属于变动成本，随着综合物流收入的增加而增加。因此，我们判断此部分成本在 2021 年嘉诚国际港（二期）投运后会有所上升。

2016-19 年，公司供应链分销执行业务的毛利率分别为 7.8%/8.9%/9.8%/10.7%，毛利率每年略微有上升。但受疫情的影响，收入规模预计会下滑，判断 2020 年供应链分销执行业务的毛利率会有所下滑，2021-22 年将会逐渐修复。

### 5.3. 预计 2020-22 年实现归母净利分别约为 1.4/1.7/1.9 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级

综合以上各项假设，我们预计公司 2020-22 年实现归属于母公司的净利润分别约为 1.4/1.7/1.9 亿元，同比分别约为 +12%/+15%/+16%，对应的 ESP 分别为 0.95/1.09/1.26 元，以 2020 年 5 月 12 日 16.91 元/股的收盘价计算，对应的 PE 分别为 18/15/13 倍。

我们选取物流行业内三家公司的估值与嘉诚国际 2020 年 5 月 13 日收盘价对应的估值作对比。按照我们的盈利预测，嘉诚国际 2020-22 年 EPS 对应的 PE 低于三家可比公司的平均值；按照嘉诚国际 2019 年每股净资产计算的 PB 也低于三家可比公司的均值，PE、PB 相对较低。

我们认为，如公司嘉诚国际港（二期）完全达产，叠加跨境电商的行业红利，未来公司的发展还有很大潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1 可比公司估值

证券代码	公司	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			2019BPS (元/股)	PB
			20E	21E	22E	20E	21E	22E		
603535	嘉诚国际	16.91	0.95	1.09	1.26	17.80	15.51	13.42	10.61	1.59
可比公司										
600057	厦门象屿	6.00	0.57	0.67	0.78	10.53	8.96	7.69	4.91	1.22
603713	密尔克卫	76.64	1.72	2.35	3.14	44.56	32.61	24.41	9.27	8.27
002120	韵达股份	31.64	1.29	1.50	1.70	24.53	21.09	18.61	6.20	5.10
平均值						26.54	20.89	16.90		4.86

资料来源：Wind、华西证券研究所整理

注：股价为 2020 年 5 月 13 日收盘价，可比公司盈利预测为 wind 一致预期，嘉诚国际的盈利预测为华西证券盈利预测。

## 6. 风险因素

### 6.1. 宏观经济下行超预期的风险

宏观经济下行可能会引起生产制造企业产销量下降，第三方物流需求下降，从而影响公司业绩。

### 6.2. 募投项目不及预期的风险

目前嘉诚国际港（二期）仍处在建设期，投产后收益情况如不及预期，将会影响公司未来的业绩；汽车零部件智慧物流中心项目目前尚处于筹建阶段，未来收益情况如何仍具有不确定性，如收益不及预期，将会影响公司的业绩。

### 6.3. 国际政治关系的风险

公司的主要客户涵盖松下空调、松下压缩机、日立冷机、住友电工等日资在华投资的制造类企业，同时公司业务涉及国际贸易等跨境服务，因此国际政治关系对公司的业绩具有一定的影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,194	1,101	1,368	1,536	净利润	128	144	165	191
YoY (%)	7.0%	-7.8%	24.3%	12.3%	折旧和摊销	19	19	48	48
营业成本	904	834	1,050	1,176	营运资金变动	43	-54	30	-18
营业税金及附加	5	5	6	7	经营活动现金流	195	91	222	197
销售费用	49	45	56	63	资本开支	-289	-472	0	0
管理费用	64	59	74	83	投资	0	0	0	0
财务费用	0	-4	0	-3	投资活动现金流	31	-454	21	24
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	19	17	21	24	债务募资	0	0	0	0
营业利润	141	165	187	215	筹资活动现金流	-72	0	0	0
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	154	-363	243	221
利润总额	141	165	187	215	<b>主要财务指标</b>				
所得税	13	21	22	24	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	128	144	165	191	营业收入增长率	7.0%	-7.8%	24.3%	12.3%
归属于母公司净利润	128	143	165	190	净利润增长率	-7.0%	11.8%	15.1%	15.5%
YoY (%)	-7.0%	11.8%	15.1%	15.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.85	0.95	1.09	1.26	毛利率	24.3%	24.2%	23.2%	23.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	10.8%	13.1%	12.1%	12.4%
货币资金	407	44	287	508	总资产收益率 ROA	6.2%	6.6%	6.7%	7.1%
预付款项	7	6	8	9	净资产收益率 ROE	8.0%	8.2%	8.6%	9.1%
存货	178	151	198	217	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	530	544	585	633	流动比率	2.47	1.93	2.13	2.45
流动资产合计	1,123	746	1,079	1,367	速动比率	2.06	1.52	1.72	2.05
长期股权投资	5	5	5	5	现金比率	0.90	0.11	0.57	0.91
固定资产	328	1,232	1,188	1,144	资产负债率	22.9%	19.0%	21.7%	21.6%
无形资产	160	156	151	147	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	956	1,409	1,362	1,314	总资产周转率	0.57	0.51	0.56	0.57
资产合计	2,079	2,155	2,440	2,681	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.85	0.95	1.09	1.26
应付账款及票据	416	345	459	500	每股净资产	10.61	11.56	12.66	13.92
其他流动负债	38	42	49	57	每股经营现金流	1.30	0.61	1.48	1.31
流动负债合计	455	387	507	557	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	22	22	22	22	PE	19.89	17.79	15.46	13.38
非流动负债合计	22	22	22	22	PB	1.71	1.46	1.34	1.21
负债合计	477	409	529	579					
股本	150	150	150	150					
少数股东权益	6	7	7	8					
股东权益合计	1,602	1,746	1,911	2,102					
负债和股东权益合计	2,079	2,155	2,440	2,681					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**丁一洪：**华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

**卓乃建：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

**洪奕昕：**华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

**李承鹏：**华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国SwanseaUniversity工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。