

嘉里物流(636 HK)

沿一带一路扩张

- ❖ **大中华及东盟领先的第三方物流公司**：嘉里物流提供综合物流、国际货运代理及供应链解决方案。拥有横跨六大洲、覆盖逾 50 个国家的全球网络。
- ❖ **电子商贸带动东盟业务高增长**：集团正在东盟建立跨境快递服务网络，已在泰国、马来西亚、印尼、越南等地有业务。目前泰国业务最成功（集团目前持股 63%，上月转让了 17% 股份予曼谷轨道交通系统 BTS Skytrain，成为其唯一的快递物流合作伙伴），于 17 年录得 1.83 亿港元的净利润（同比增长 138%）。
- ❖ **捕捉一带一路机遇**：过去一年，集团致力为“一带一路”带来的潜在机遇布局，拓展网络和服务，将业务伸延至九个中亚国家。
- ❖ **收购以扩张全球网络**：集团于最近两周公布了两项收购 - 南非约翰内斯堡的货运及物流公司 Shipping and Airfreight Services，及总部于米兰的物流公司 Saga Italia。在更多国家建立业务及办事处的好处之一，是可绕过代理人，籍以提高利润率。在 2014-2017 年，集团动用其年度资本支出的 30%-50% 进行收购。尽管其净负债比率一直在上升，但我们认为目前 24% 的净负债率仍然健康，有能力作更多收购。
- ❖ **自有货仓带来优势及升值潜力**：集团拥有大中华和东盟最大的仓储资产。以建筑面积计，该等物业之 51% 为自有。如此资产拥有模式有几大好处：1) 较不受租金成本上涨影响，2) 令客户感到更稳定、可靠，较易获得客户长期信任，3) 有机会释放土地价值。集团在香港拥有约 510 万平方尺的投资物业（其中约 68% 的建筑面积于葵涌），于 17 年资产负债表的估值为 85 亿港元（每平方米 1,670 港元）。相比之下，近两年一些第三方的葵涌仓库成交价高达每平方米 5,000 港元以上。
- ❖ **估值不高**：目前估值为 17 年市盈率 9.2 倍，或 17 年核心市盈率 16.5 倍（撇除投资物业重估收益），约低于历史平均值一个标准差。派息比率自上市以来每年都调升，但随着集团继续寻求扩张机会，我们相信在可见将来将保持在核心盈利的~30%。
- ❖ **主要风险**：(1) 潜在的环球贸易战；(2) 中国内地竞争加剧及成本上升。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万港元)	21,115	21,079	24,036	30,788
净利润(百万港元)	1,659	1,804	1,877	2,116
每股盈利(港元)	0.98	1.07	1.11	1.25
每股盈利变动(%)	(30.0)	9.2	3.7	12.6
市盈率(x)	12.1	11.1	10.7	9.2
市帐率(x)	1.4	1.3	1.2	1.03
股息率(%)	1.2	1.3	1.6	1.9
权益收益率(%)	11.8	12.0	11.7	11.9
净财务杠杆率(%)	3.3	9.6	21.8	24.3

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$11.56

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

物流行业

市值(百万港元)	19,625
3 月平均流通量(百万港元)	13.3
52 周内股价高/低(港元)	12.28/9.76
总股本(百万)	1,698

资料来源：彭博

股东结构

嘉里建设	42.31%
嘉里集团	23.73%
自由流通	33.18%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 个月	-2.4%	-7.4%
3 个月	10.7%	6.4%
6 个月	11.8%	0.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师: 罗兵咸永道

公司网站: www.kerrylogistics.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。