

中谷物流 (603565.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

内贸集运龙头 降本增效优势明显

投资逻辑：

内贸集装箱运输龙头，盈利规模行业第一。中谷物流是国内集装箱物流运输龙头企业，主营业务是水运为核心的多式联运业务。公司船舶运力排名国内第2，世界第16，截至2023年2月，公司总运力达13.8万TEU，拥有船舶数量100余条。2022年，公司实现营业收入142亿元，同比增长15.6%，归母净利润27.41亿元，同比增长14.0%。其中，2022年公司归母净利润为行业第一。

内贸集装箱需求空间广阔，竞争格局改善下运价下行有限。1) 需求端：对于附加值较高的大宗商品，集运成本或低于散货船运输；同时在散改集、国内贸易向好的推动下，预计2023年内贸集装箱吞吐量迎来复苏。2) 供给端：在经历两次出清后，内贸集运运力供给形成泛亚航运、中谷物流、安通控股三足鼎立格局，前三大公司运力占比达78%。由于过去两年外贸集运高景气，部分外贸船舶或转回内贸市场，短期对运价产生一定冲击，市占率提升的公司将有望对抗运价下行压力。3) 运价：预计2023年运价下行有限。一方面，行业头部玩家对盈利诉求强，缺乏价格战意愿。另一方面，需求稳定增长而供给投放相对谨慎，长期来看供需增长较为匹配，预计运价短暂回落至疫情前水平后将保持稳定。

成本优势打造强护城河，运力引进收入增长确定。1) 收入端相对同质化，成本成为行业主要竞争要素。2017-2020年公司单箱成本均低于同行24%-28%，源于：在2021年价格低点购入船舶；船型较大，降低单箱运输成本；规模优势在采购中获得更多话语权，实现降本；中转次数低于同行，实现高效率运营。低成本带来高利润，公司拥有充分资本扩张运力规模，进一步提高市占率，良性循环下实现持续发展，形成强有力护城河。2) 预计2023年公司保持每月1条4600TEU船下水的节奏，市场份额将进一步提升。新船下水主要货源将是“散改集”货物，现阶段“散改集”货物近亿吨，货源充足，预计2023年公司货量增速或能达到30%以上，将驱动营收增长。

盈利预测、估值和评级

预计公司2023-2025年归母净利润分别为21亿元、24亿元、31亿元，对应PE分别为11.7x、10.1x、7.8x。2023年利润下降系外贸市场回归常态。参考公司2020-2022年平均PE 16x，给予2023年16倍估值，目标价格为23.25元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

货量不及预期风险，运价大幅下降风险，油价上涨风险，限售股解禁风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

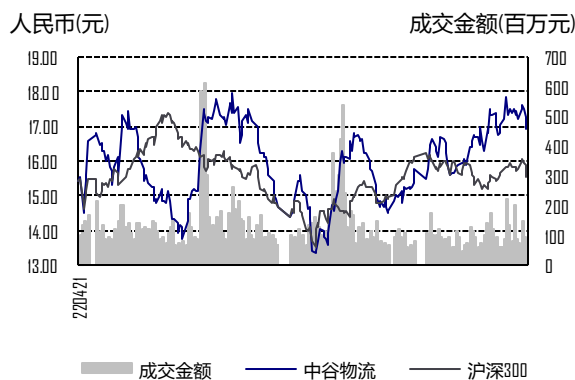
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.93 元

目标价 (人民币)：23.25 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,291	14,209	12,966	15,257	17,893
营业收入增长率	17.97%	15.60%	-8.75%	17.67%	17.27%
归母净利润(百万元)	2,404	2,741	2,062	2,374	3,079
归母净利润增长率	136.00%	14.02%	-24.78%	15.14%	29.67%
摊薄每股收益(元)	2.508	1.932	1.453	1.673	2.170
每股经营性现金流净额	3.31	2.79	2.03	2.52	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.78%	29.47%	20.36%	21.43%	25.01%
P/E	11.32	7.53	11.65	10.12	7.80
P/B	2.81	2.22	2.37	2.17	1.95

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、中谷物流：内贸集装箱物流龙头，盈利规模行业第一.....	5
1.1 内贸集装箱物流龙头，提供水运为核心的多式联运服务.....	5
1.2 内贸集装箱运力国内第二，航线网络覆盖面广.....	6
1.3 盈利能力稳步提升，盈利规模行业第一.....	8
二、内贸集装箱需求空间广阔，竞争格局改善下运价下行有限.....	10
2.1 行业供需决定运价，疫情前平均运价平稳.....	10
2.2 散改集空间广阔，预计 2023 年内贸集运需求复苏.....	11
2.3 供给端增速放缓，竞争格局良好.....	14
三、公司 α：成本优势打造强护城河，运力引进收入增长确定.....	16
3.1 成本优势显著，打造强护城河.....	16
3.2 精细化管理体系，实现高效率运营.....	19
3.3 新船订单率先落地，市占率将进一步提升.....	21
四、盈利预测与投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议及估值.....	23
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司提供以集装箱水运为核心的多式联运服务.....	5
图表 2：公司多式联运服务以水运为核心.....	5
图表 3：2022 年公司水运业务营收占比为 87%.....	5
图表 4：董事长卢宗俊为实际控制人（截至 2022 年 12 月 31 日）.....	6
图表 5：公司集装箱运力排名全球第 16 位.....	6
图表 6：公司内贸集装箱运力国内第二.....	7
图表 7：公司加权平均运力上升后趋稳.....	7
图表 8：公司自有运力占比 59.8%（截至 2023 年 2 月 6 日）.....	7
图表 9：公司运输货物以基础货源为主.....	8
图表 10：2017-2022 年公司营收年复合增长率为 20.5%.....	8
图表 11：2022 年公司营业收入可比公司中排行第二.....	9
图表 12：2018-2022 年公司营收增速较为稳定.....	9
图表 13：2022 年公司归母净利润同比增长 14.0%.....	9
图表 14：2022 年公司归母净利润为行业第一.....	9

图表 15:	2018-2022 年公司毛利率及净利率稳步提升.....	10
图表 16:	2022 年公司净利率位居可比公司第二.....	10
图表 17:	公司上市以来累计分红率 65.7%.....	10
图表 18:	疫情前内贸集运的运价虽有波动,但均价较为稳定.....	11
图表 19:	地域差异导致出产商品分化.....	11
图表 20:	公路货运是国内主要运输方式,但占比持续降低.....	11
图表 21:	水运相较公路运输更加环保.....	11
图表 22:	政策推动下“公转水”不断加速.....	12
图表 23:	2022 年秦皇岛-上海煤炭海运平均价格 31 元.....	13
图表 24:	秦皇岛-上海 20GP 集装箱运价为 2646 元.....	13
图表 25:	近期秦皇岛港 5500 卡动力煤价格为 1133 元/吨.....	13
图表 26:	干熄焦价格为 2780 元/吨,高于煤炭.....	14
图表 27:	2021 年起外贸集运市场运价大幅上升,2022 年开始回落.....	14
图表 28:	从以往的历史数据看,内贸集装箱的运输需求大多高于中国 GDP 的增速.....	14
图表 29:	2020-2022 年沿海集装箱运力 CAGR 降为 2%.....	15
图表 30:	2020-2022 年沿海集装箱船舶数量 CAGR 降为 6.6%.....	15
图表 31:	2021 年起集装箱新造船价格上升.....	15
图表 32:	2021 年首次出现新增运力小于退出运力.....	15
图表 33:	内贸集运运力占比 CR3 达 78%.....	16
图表 34:	泛亚航运净利率 2019 触底,目前仍不及可比公司.....	16
图表 35:	2019 年安通控股大幅亏损.....	16
图表 36:	公司单箱成本低于可比公司.....	17
图表 37:	正向循环获得持续发展.....	17
图表 38:	港口费、船舶成本(燃油成本、船舶折旧、船舶租赁费用、人工成本)为公司主要水运成本.....	17
图表 39:	公司购买船舶时点多为船价低点.....	18
图表 40:	2018 年公司船舶账面价值同比增长 54.3%.....	18
图表 41:	2021 年初 4000TEU 集装箱船造船价格 4025 万美元.....	18
图表 42:	6-12 月租期 4400TEU 集装箱船租金 2.5 万美金/天.....	18
图表 43:	大型船舶单位燃料成本更低.....	18
图表 44:	大型船舶单位综合运输成本更低.....	19
图表 45:	公司码头费优惠金额占比不断提升.....	19
图表 46:	公司燃油采购价格持续低于市场均价.....	19
图表 47:	公司实行精细化、标准化运营管理体系.....	20
图表 48:	2017-2018 年安通控股吞吐量与计费箱量的比值均高于公司.....	20
图表 49:	2021 年公司百海里油耗降低.....	21

图表 50: 数字化管理平台进一步提升服务效率	21
图表 51: 公司船舶运力稳定增长	22
图表 52: 公司运输量稳定增长	22
图表 53: 公司 2023 年预计引进运力 55200TEU	22
图表 54: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)	22
图表 55: 重要费用率预测	23
图表 56: 可比公司估值比较 (市盈率法)	23

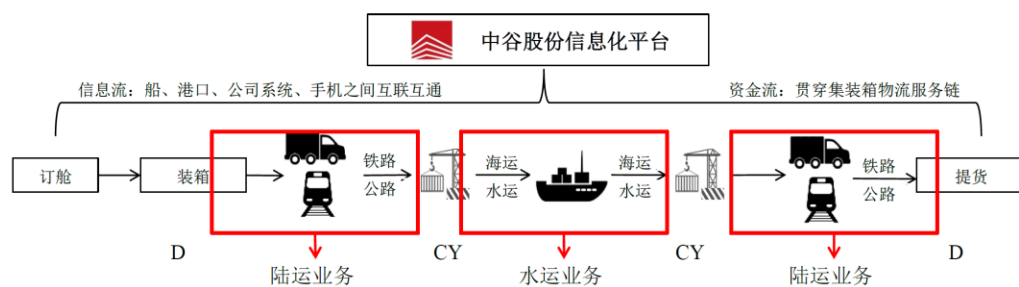
一、中谷物流：内贸集装箱物流龙头，盈利规模行业第一

1.1 内贸集装箱物流龙头，提供水运为核心的多式联运服务

公司是内贸集装箱物流龙头企业。中谷物流成立于 2003 年，是中国最早专业从事国内沿海集装箱货运的企业之一，目前运力在行业内排名第二，净利润规模排名第一，已成为国内内贸集装箱物流龙头企业。

公司提供以集装箱水运为核心的多式联运服务。传统的集装箱水运业务以港到港(CY-CY)为主，公司整合了水路、公路、铁路运输资源，将物流服务向陆运拓展，致力于提供门到门(D-D)的全程集装箱物流解决方案，即多式联运服务。水运业务是公司营收的主要来源，2022 年的营收占比为 87%。

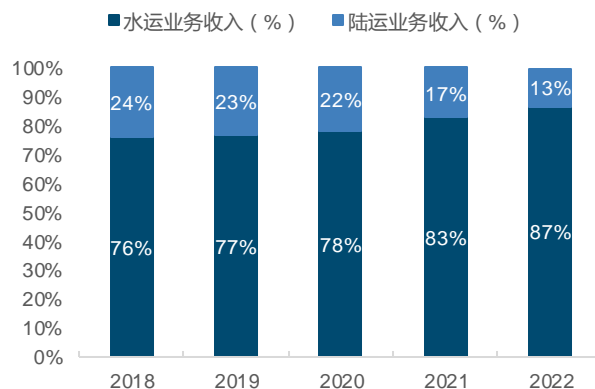
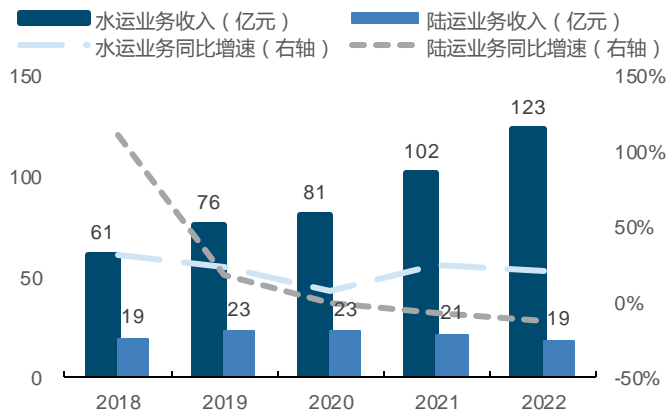
图表1：公司提供以集装箱水运为核心的多式联运服务



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表2：公司多式联运服务以水运为核心

图表3：2022 年公司水运业务营收占比为 87%

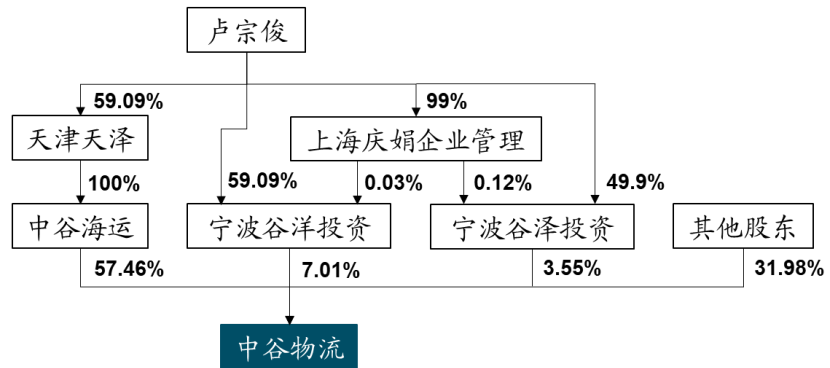


来源：公司公告，wind，国金证券研究所

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

股权结构稳定，董事长卢宗俊为实际控制人。截至 2022 年 12 月 31 日，公司控股股东为中谷海运集团有限公司，持股 57.46%。公司实际控制人为董事长卢宗俊，其拥有 20 年以上的航运物流经验，经历了至少 1-2 轮以上的完整行业周期，拥有优秀的决断力。

图4: 董事长卢宗俊为实际控制人 (截至 2022 年 12 月 31 日)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 内贸集装箱运力国内第二, 航线网络覆盖面广

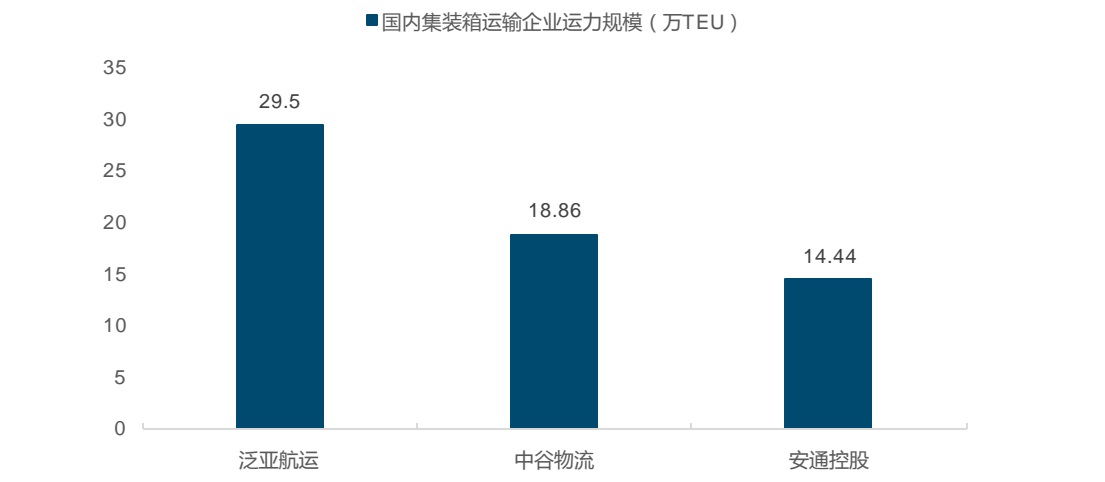
公司内贸集装箱运力国内第二。根据 Alphaliner 数据, 公司集装箱运力排名全球第 16 位。其中, 若按内贸集运排名, 公司位列国内第 2 位 (仅次于泛亚航运, 其为中远海控旗下子公司)。截至 2023 年 2 月 6 日, 公司总运力达 13.8 万 TEU, 船舶数量 104 艘, 其中公司自有运力 8.3 万 TEU, 占比 60%; 租赁运力 5.5 万 TEU, 占比 40%。

图5: 公司集装箱运力排名全球第 16 位

排名	公司	TEU	船只数量
1	地中海航运	4,634,277	722
2	马士基	4,230,712	702
3	达飞轮船	3,387,452	591
4	中远海控 (泛亚航运母公司)	2,866,465	465
5	赫伯罗特	1,795,177	248
6	长荣海运	1,661,469	208
7	海洋网联船务	1,533,332	205
8	现代商船	816,365	75
9	阳明海运	705,614	93
10	以星综合航运	533,823	138
11	万海航运	433,867	143
12	太平船务	297,163	91
13	海丰国际	157,213	104
14	高丽海运	148,517	65
15	X-Press	138,373	89
16	中谷物流	138,038	104
17	伊朗航运	136,900	30
18	UniFeeder	134,798	82
19	德翔海运	109,813	50
20	安通控股	101,696	93

来源: Alphaliner, 国金证券研究所 备注: 以上数据截至 2023 年 2 月 6 日。

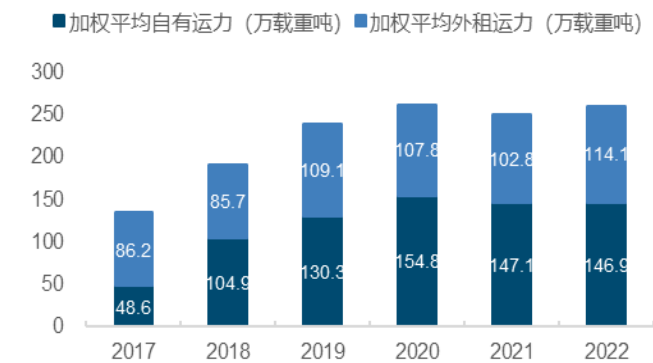
图6: 公司内贸集装箱运力国内第二



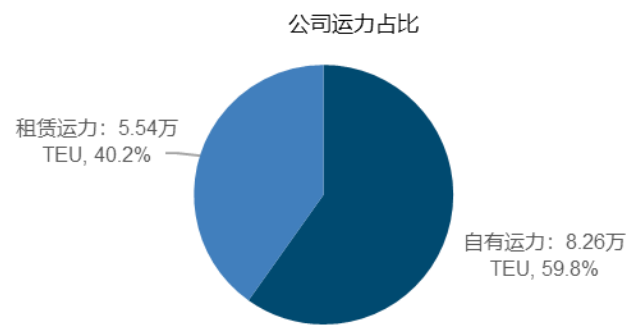
来源: 上海国际航运研究中心, 国金证券研究所 备注: 截至 2020 年 6 月。

图7: 公司加权平均运力上升后趋稳

图8: 公司自有运力占比 59.8%(截至 2023 年 2 月 6 日)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

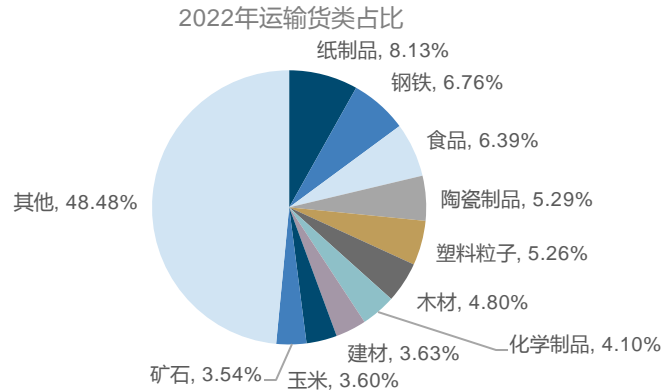


来源: Alphaliner, 国金证券研究所

航线网络资源丰富, 布局完善覆盖面广。公司航线网络资源丰富, 拥有超过 60 条中国沿海航线、超过 30 条长江航线、超过 160 条珠江航线, 航线通达全国沿海及各江河流域的主要水系。公司航运网络覆盖全国 25 个沿海主要港口与超过 50 个内河港口, 通过港口、航线、联运线路的有机结合, 已经构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。

货源种类繁多, 基础货源奠定增长基石。公司货源按照货物属性可分为: (1) 基础货源: 以矿建材料、粮食、造纸、橡胶、煤炭及制品、金属矿石及木材等为主的大宗货品与生产资料; (2) 高附加值工业产成品: 以轻工业制品、快消品、医药产品、家电及汽车零部件等为主。2022 年公司前十大货种占公司总运量的比例为 51.50%, 以基础货源为主。近年来, 在玉米、木材、煤炭等主要货物贸易高增速的带动下, 公司运量及收入持续保持增长。

图9：公司运输货物以基础货源为主

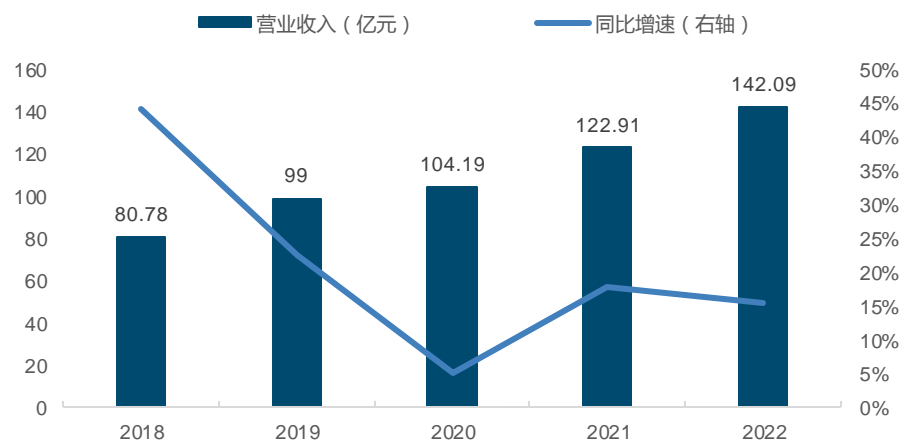


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 盈利能力稳步提升，盈利规模行业第一

需求提升叠加运力投放，公司营收稳步增长。受益于国内经济增长带来内贸集装箱运输需求提升以及船舶运力增长，2018-2022年公司营收CAGR为15%。由于行业供给紧张，且需求持续释放，2022年行业运价水平同比上涨13%，公司2022年营收同比增长15.6%。

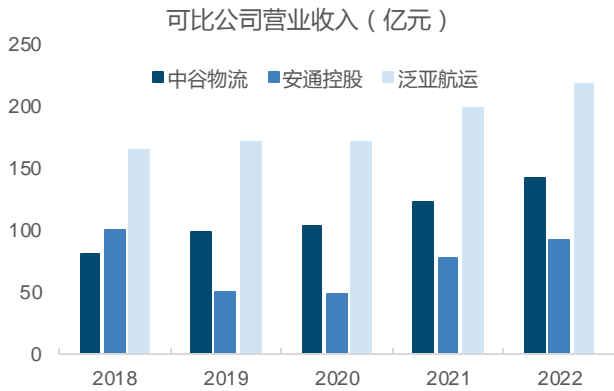
图10：2017-2022年公司营收年复合增长率为20.5%



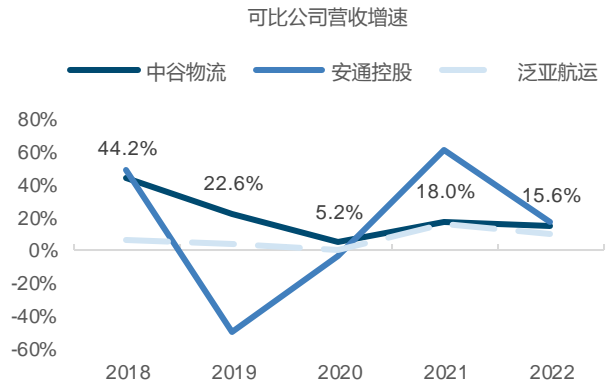
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

公司营收增速为行业第一。与可比公司对比看，由于泛亚航运（中远海控旗下子公司）运力规模高于公司，2019-2022年公司营业收入在可比公司中居第二。2018-2022年，公司营收保持稳定增长，营收CAGR为15%，而可比公司安通控股营收CAGR为-2%，泛亚航运营收CAGR为7%，公司营收增速远超可比公司。

图表11: 2022年公司营业收入可比公司中排行第二



图表12: 2018-2022年公司营收增速较为稳定



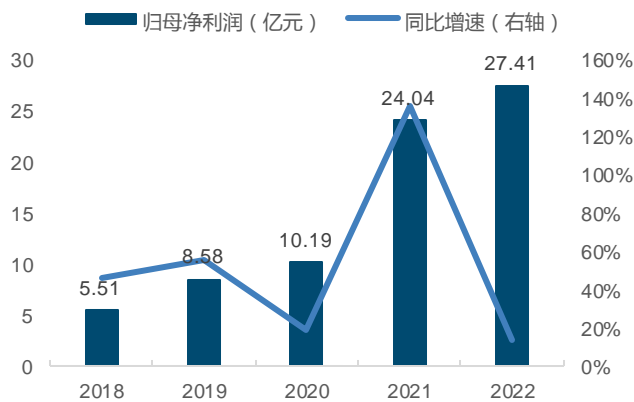
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

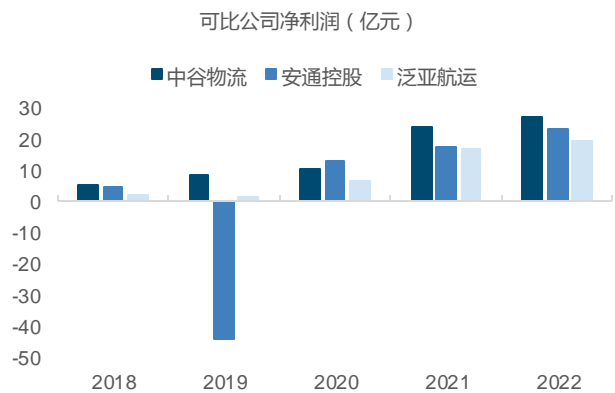
归母净利润持续增长。得益于公司的精细化管理实现提质增效, 不断提高现有资产使用效率, 公司归母净利润稳步提升。2021年由于行业运价大幅上涨, 以及公司出售4艘集装箱船舶, 公司实现归母净利润24.04亿元, 同比增长135.9%。2022年, 由于内贸集装箱运价有所上涨, 外贸收入亦有增长, 公司实现归母净利润27.41亿元, 同比增长14.0%。

盈利规模位居行业第一。可比公司对比来看, 2018-2019年、2021-2022年公司归母净利润高于可比公司。其中, 泛亚航运尽管营收较高, 但其2022年净利率较公司有10.5pct的差距; 安通控股净利率略高于公司, 但由于运力限制, 其营收低于公司, 且考虑未来公司加大运力投入, 预计未来相关差距将进一步拉大。

图表13: 2022年公司归母净利润同比增长14.0%



图表14: 2022年公司归母净利润为行业第一

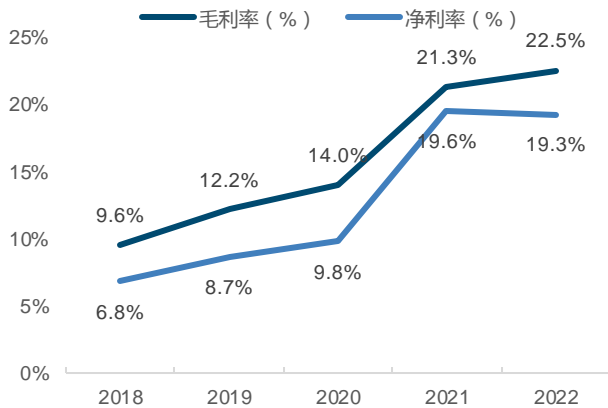


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

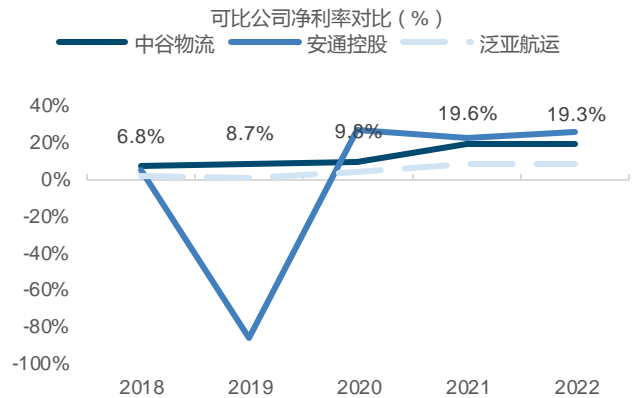
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

盈利能力稳定提升。随着公司加大运力投放带来规模优势、公司在成本控制端不断发力, 2018-2022年公司毛利率与净利率稳步提升。可比公司对比来看, 安通控股由于经营不善于2019年破产重整, 重整后净利率有所提高; 而公司净利率一直处于稳步上升通道。2022年公司净利率19.3%, 位列第二。

图表15: 2018-2022 年公司毛利率及净利率稳步提升



图表16: 2022 年公司净利率位居可比公司第二

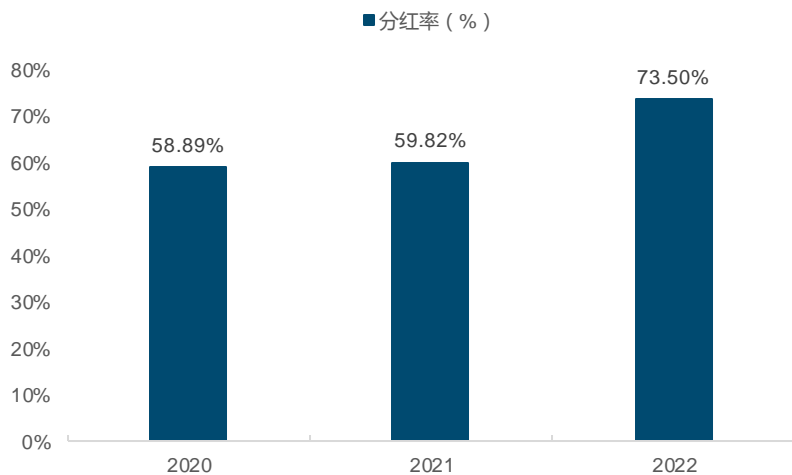


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

公司高度重视与投资者共享收益, 上市以来公司累计分红率为 65.7%。2022 年公司分红率高达 73.50%。公司未来将继续实施积极的现金分红政策, 未来三年以现金形式累计分红将不低于累计实现的可分配利润 60%, 同全体股东一起共享公司发展成果。

图表17: 公司上市以来累计分红率 65.7%



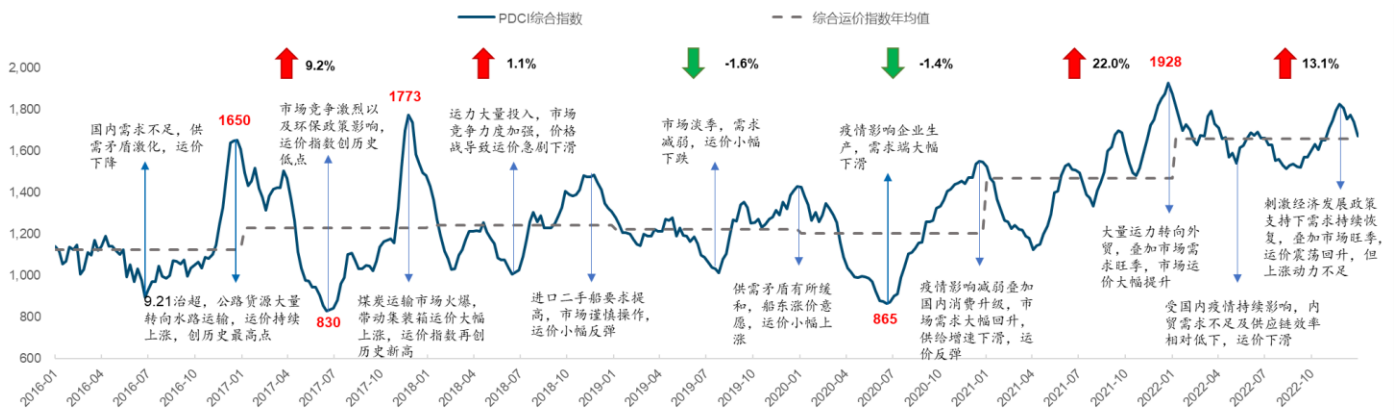
来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所 注: 公司 2022 年现金分红金额包括 2022 年半年度现金分红(已完成派发)及 2022 年度现金分红。

二、内贸集装箱需求空间广阔, 竞争格局改善下运价下行有限

2.1 行业供需决定运价, 疫情前平均运价平稳

供给收缩, 过去两年行业平均运价水平有所提升。由于内贸集装箱运输船东大部分订单船舶已于 2018-2019 年集中交付, 且 2020 年起内贸集运企业运力投放相对谨慎; 同时, 2021-2022 年期间, 由于外贸的需求旺盛, 出现内贸运力补充外贸市场的情况, 共同加剧了内贸运力紧张的局面。根据 PDCI 指数, 2022 年行业平均运价指数较上一年同期上涨 13%, 高于疫情前平均水平。若拉长时间维度看, 疫情前内贸集运的运价虽有波动, 但均价较为稳定。考虑当前内贸集运市场面临运力转回等压力, 2023 年运价或承压, 运力增长的企业将较好对冲运价下行压力。

图表18: 疫情前内贸集运的运价虽有波动, 但均价较为稳定



来源: Wind, 航运评论, 国金证券研究所

2.2 散改集空间广阔, 预计2023年内贸集运需求复苏

地域差异催生运输需求。由于我国南北、东西地区自然资源禀赋、区域经济模式各不相同, 各地生产商品出现较大的地域差异, 由此催生内贸物流运输需求。在我国坚持扩大内需的战略背景下, 内循环经济不断发展, 国内贸易稳步上升, 下游企业物流需求增加将为物流行业带来更大的行业发展空间。

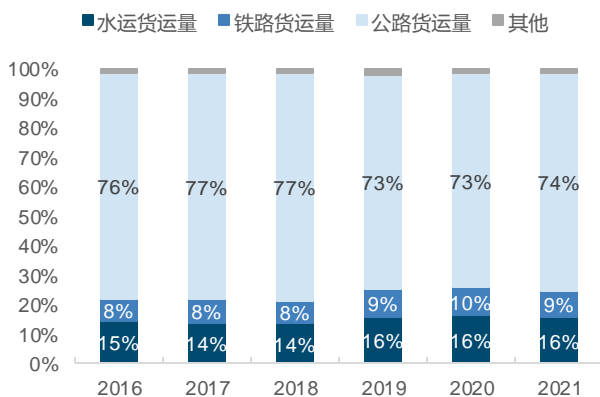
图表19: 地域差异导致出产商品分化

地区	出产商品
北方地区	玉米、大米、大豆等粮食类大宗商品
南方地区	家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等产业
西部地区	煤炭、矿石、钢材等矿产资源类商品
东部地区	纺织、化工、机械仪器等轻工业制品

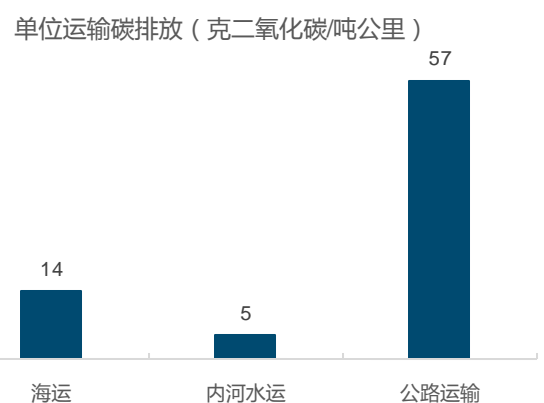
来源: 公司公告, 国金证券研究所

“公转水”打开内贸水运需求空间。目前公路运输是国内主要运输方式, 2021年公路货运量占比高达74%, 水运和铁路运输占比分别为16%和9%。相较于公路运输, 水运在运输价格及环保方面有较强的优势。一般而言, 水运成本是铁路运输成本的1/2, 是公路运输成本的1/5。根据克拉克森数据, 内河水运单位运输碳排放为5克二氧化碳/吨公里, 是公路运输的8.8%。在“碳中和”及“公转水”背景下, 未来公路货运量将部分流向水运, 内贸集运的潜在市场空间扩容。

图表20: 公路货运是国内主要运输方式, 但占比持续降低 图表21: 水运相较公路运输更加环保



来源: 国家统计局, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 克拉克森, 国金证券研究所

政策端推动铁水联运, 内贸集运发展进入快车道。2023年3月, 四部门印发《推进铁水联运高质量发展行动方案(2023—2025年)》, 《方案》提出, 到2025年长江干线主要港口铁路进港全覆盖, 沿海主要港口铁路进港率达到90%左右, 全国主要港口集装箱铁水联

运量达到 1400 万标箱，年均增长率超过 15%。

图22：政策推动下“公转水”不断加速

时间	政策文件	相关内容
2016年	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	推广集装箱标准运输模式，加大运输设备集装箱化、标准化推广力度。到 2018 年，集装箱铁水联运年均增长 10%以上。
2017年	《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	大力推进物流大通道建设，推进多式联运示范工程是物流大通道建设的重要内容。
2018年	《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》	大力推动公转铁、公转水。2018 年底前，部分地区煤炭集港改由铁路或水路运输；2020 年底钱，沿海主要港口大宗货物主要改由铁路或水路运输。
2020年	《关于港口建设费征收政策执行到期有关工作的通知》	停止征收港口建设费，进一步降低集装箱运输成本。
2021年	《2030年前碳达峰行动方案》、《综合运输服务“十四五”发展规划》	构建绿色高效交通运输体系，“十四五”期间，集装箱铁水联运量年均增长 15%以上。
2022年	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》	到 2025 年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局。
2022年	《“十四五”现代流通体系建设规划》	培育多式联运经营主体，以铁水联运、江海联运、江海直达、国际铁路联运等为重点，积极推进“一单制”，丰富“门到门”一体化联运服务产品。
2023年	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025年）》	到 2025 年，全国主要港口集装箱铁水联运量达到 1400 万标箱，年均增长率超过 15%。

来源：交通运输部、国务院、国金证券研究所

对于水运，集运和干散货运输是两种主流的运输方式。随着集装箱运输船只大型化带来规模效应、集运船东优化航线及停靠流程，集运成本不断下降，经济性将不弱于干散货运输。“散改集”是将传统的散货运输方式改为集装箱运输，未来将成为行业发展趋势。

我们认为对于附加值较高的大宗商品，考虑货损下集运运输成本有望低于干散货运输。以秦皇岛-上海航线的煤炭、焦炭运输为例，对比集运与干散货运之间运输成本差别：

(1) 煤炭：

干散货运输：根据中国煤炭市场网数据，2022 年秦皇岛-上海航线散货平均运价为 31 元/吨，两端港口分别收取 20 元/吨的装卸费用，单吨总成本为 71 元/吨。

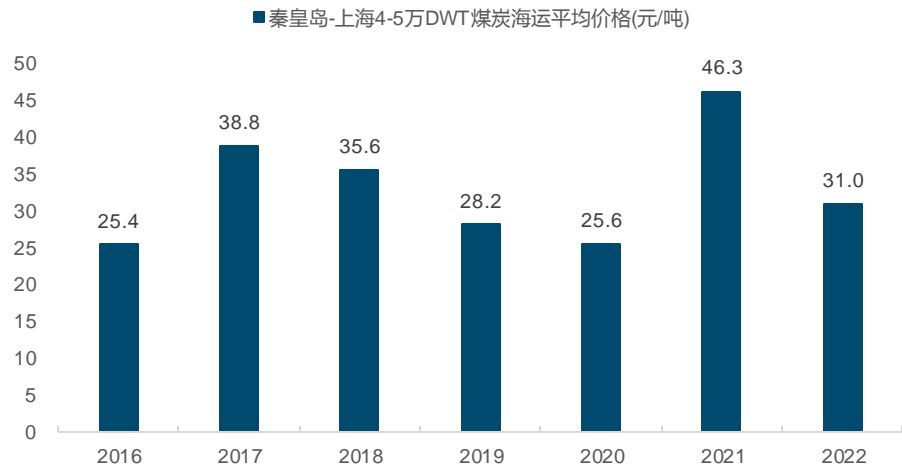
集装箱运输：根据泛亚电商平台数据，20GP 集装箱运输全部费用为 2646 元，其中包括运输费用 1506 元，订舱费、燃油费、装卸费等杂费 1140 元。按照 20GP 单箱装载 25-28 吨货物来计算，对应单吨成本为 94.5-105.8 元。

货物损耗：若不考虑货物损耗，集装箱运输较干散货运单吨成本高 24.5-34.8 元。一般集装箱内货物在装卸过程中不存在货物损耗，干散货船运输及装卸过程中存在一定货物损耗，按照煤炭 1-2%的货损，参照 3 月 15 日动力煤价格 1133 元/吨，损耗成本为 11.3-22.7 元/吨，损耗较大情况下干散货运与集装箱运输成本接近。

(2) 焦炭：

煤炭是单位附加值最低的大宗商品之一，而焦炭单位附加值较高，也是“散改集”的主要货源之一，其损耗成本估算应大于煤炭。同时，焦炭可以分为干熄焦与湿熄焦，干熄焦不含水，在干散货运输过程中，由于装卸需要和环保要求需要强制喷淋，产生额外成本，估算采用干散货运输的成本或高于集装箱运输。

图表23: 2022年秦皇岛-上海煤炭海运平均价格31元



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

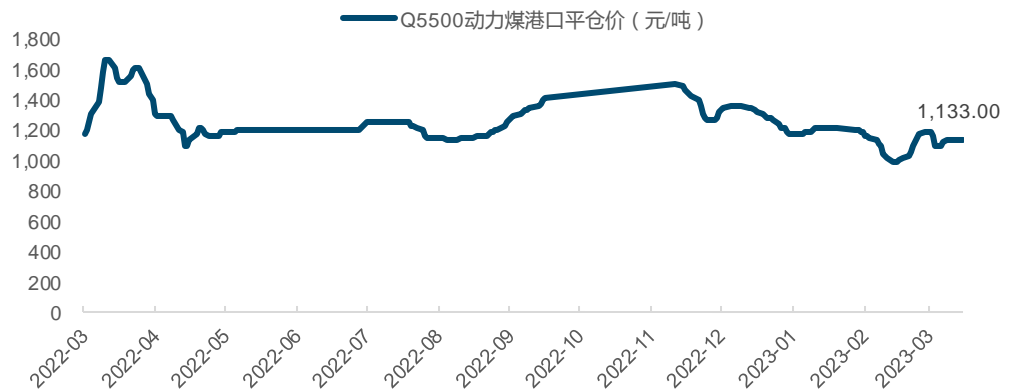
图表24: 秦皇岛-上海 20GP 集装箱运价为 2646 元

航线	20GP	40GP	40HQ
秦皇岛-上海	¥2646起	¥3942起	¥3942起

预计开航	预计抵港	重箱回场截止时间	SVVD	20GP	40GP	40HQ
秦皇岛 2023-03-15	新港 2023-03-16	2023-03-14 22:00:00	CG2HUAXIN178 311S	¥ 2646 开始售卖	¥ 3942 开始售卖	¥ 3942 开始售卖
新港 2023-03-17	南通 2023-03-20		IC26华景598 010S			
秦皇岛 2023-03-15	新港 2023-03-16	2023-03-14 22:00:00	CG2HUAXIN178 311S	¥ 2646 开始售卖	¥ 3942 开始售卖	¥ 3942 开始售卖
新港 2023-03-20	南通 2023-03-23		IC26惠金桥593 335S			

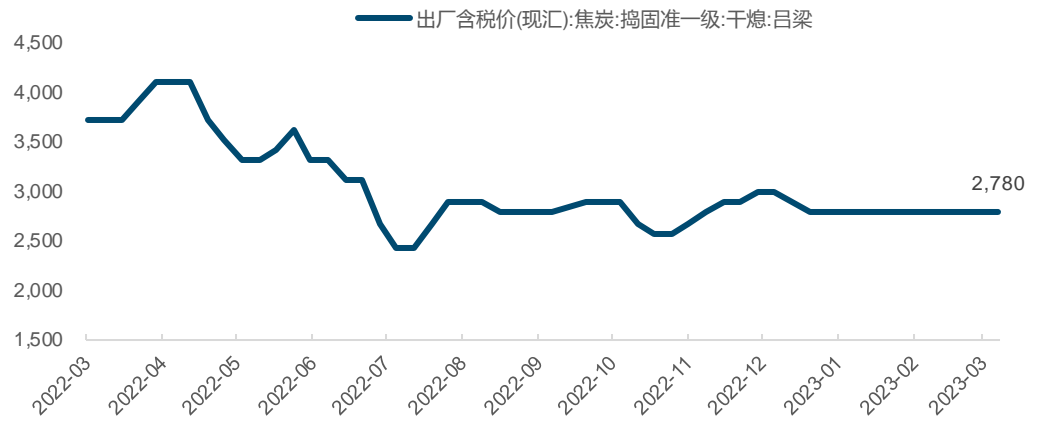
来源: 泛亚航运电子订舱平台, 国金证券研究所

图表25: 近期秦皇岛港 5500 卡动力煤价格为 1133 元/吨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 干熄焦价格为 2780 元/吨, 高于煤炭



来源: Wind, 国金证券研究所

预计 2023 年内贸集装箱吞吐量迎来复苏。2022 年内贸集装箱吞吐量为 8793 万 TEU, 同比上升 3.8%。从 2021 年起, 内贸集装箱吞吐量维持较低增速。一方面, 2021 年外贸集运市场火爆, 内贸集装箱龙头均抽调运力补充外贸市场, 内贸市场部分货物流失至散货船运、铁路运输。另一方面, 疫情期间, 内贸集运需求受到一定影响, 企业投放运力也更为谨慎。我们预计 2023 年内贸集装箱吞吐量将迎来复苏:

(1) 目前 SCFI 指数基本回落至火爆之前水平, 外贸集运市场火热度有所下降。预计内贸集装箱运力将部分回归, 将满足部分流入公、铁路运输市场的内贸集运需求;

(2) 疫情好转后, 国内经济贸易预期向好, 集装箱物流整体需求或能有所增加。同时内贸集运企业大力发展“散改集”业务, 预计也能从散货运输市场获取部分份额。

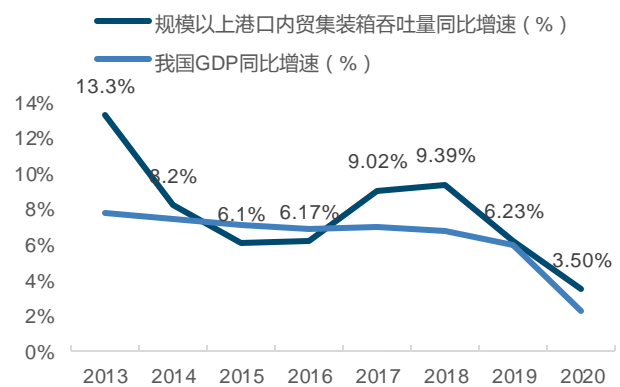
预计未来内贸集运需求将保持稳步增长。从以往的历史数据看, 常态下内贸集装箱的运输需求高于中国 GDP 的增速。2022 年受国内疫情反复, 中国国内生产总值依然同比增长 3.0%, 2023 年《政府工作报告》预计国内 GDP 增长 5% 左右, 释放出推动经济实现整体好转, 回归潜在增长率的积极信号。在国内经济强劲复苏的背景下, 内贸集装箱物流需求也将同步释放。

图表27: 2021 年起外贸集运市场运价大幅上升, 2022 年开始回落



来源: 上海航运交易所, 国金证券研究所

图表28: 从以往的历史数据看, 内贸集装箱的运输需求大多高于中国 GDP 的增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 供给端增速放缓, 竞争格局良好

受政策保护, 内贸集运具有相对进入壁垒。国家发改委及商务部在 2019 年 6 月发布《外商投资准入特别管理措施 (负面清单) (2019 年版)》和《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施 (负面清单) (2019 年版)》, 其中明确规定内贸集运企业必须由中方控股, 外商不得经营或租用中国船舶进行内贸水运。同时, 外籍船舶不能用于内贸集运。在政策保护下, 内贸集运市场相对外贸市场具有准入壁垒。

2020 年起运力供给增速放缓。从运力供给来看, 内贸运力供给增量主要来自于新船制造

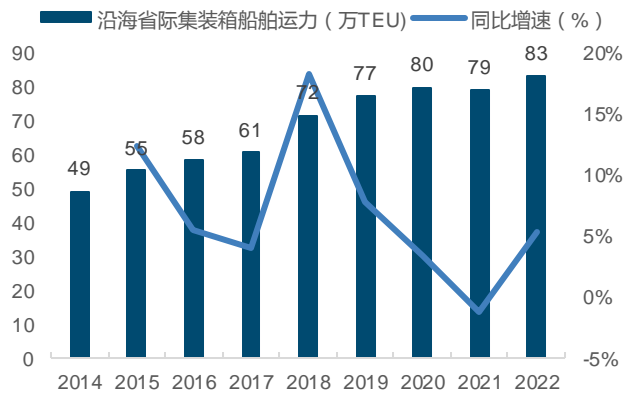
以及购买外贸二手船，分阶段看：

(1) 高速发展阶段：自 2016 年“921 治超”后，行业需求剧增、新船订单及交付增加，本轮运力扩张潮到 2019 年基本结束。同时，受到交通运输部对于进口二手船要求提升影响，外贸二手船舶提前在 2018 年集中进口，2018 年沿海集装箱船舶运力同比大涨 18.3%，2014-2019 年运力年复合增长率为 9.5%。

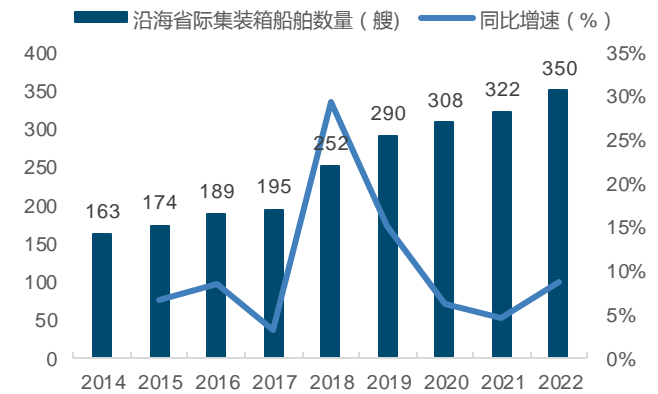
(2) 缓慢发展阶段：以 2020 年为分界线，运力供给增速放缓。2020 年起，新冠疫情使内贸集运需求受到一定影响，企业投放运力更为谨慎。2021 年起集装箱船新船造价上升，进一步抑制了运力供给的投放。此外，由于 2021 年外贸集运市场的火爆，国内集装箱运输龙头均抽调运力补充外贸市场，内贸实际运力供给进一步收缩。因此 2020-2022 年沿海集装箱船舶运力年复合增长率降为 2%，2021 年首次出现负增长。

由于内贸集装箱运输船东大部分订单船舶已于 2018-2019 年集中交付，且 2020 年起内贸集运企业运力投放相对谨慎，未来行业运力增速较为缓慢。考虑行业需求增速与 GDP 增速趋势基本一致，需求端将保持稳定增长。长期看行业供需增长较为匹配，运价或短暂回落至疫情前水平后将保持稳定。

图表29：2020-2022 年沿海集装箱运力 CAGR 降为 2%



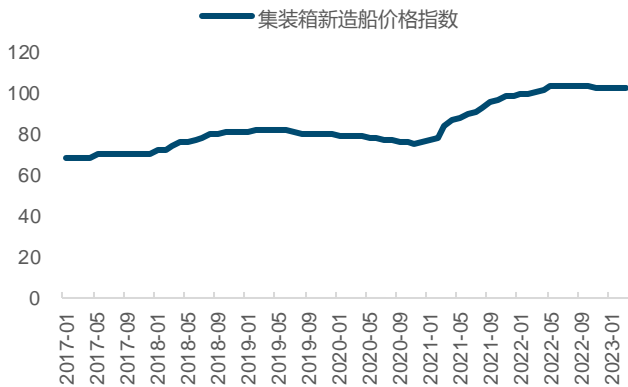
图表30：2020-2022 年沿海集装箱船舶数量 CAGR 降为 6.6%



来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

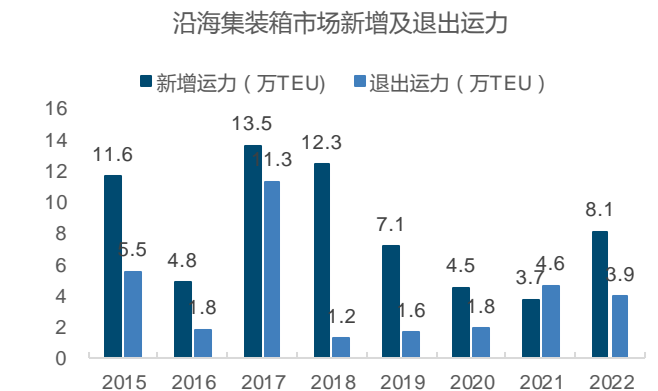
来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

图表31：2021 年起集装箱新造船价格上升



来源：克拉克森，国金证券研究所

图表32：2021 年首次出现新增运力小于退出运力



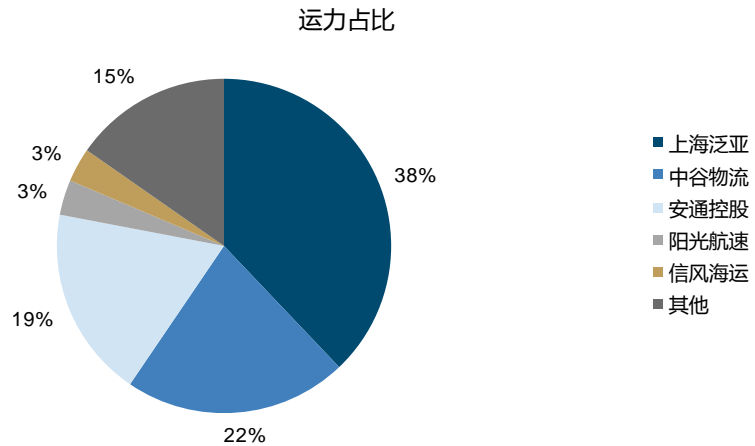
来源：交通运输部水运局，国金证券研究所

竞争格局改善，外租船回归对运价冲击有限。由于外贸运价下滑，导致部分外贸船回归，市场担心回归的外贸船会对国内集运供需造成冲击，从而带来长期的运价下滑。我们认为，行业长期供需关系良好，外贸船回归对运价的冲击有限，长期运价将保持平稳水平。

行业集中度较高，船东缺乏价格战意愿。经历两次出清后，内贸集运形成三足鼎立格局。内贸集运在经历了 2013 年集中破产潮和 2019 年安通控股重整后，实力较弱的内贸船运公司相继离场，目前行业形成三足鼎立格局。泛亚航运、中谷物流、安通控股占据内贸集运

行业主要市场份额，2020 年前三大运力占比航运公司运力占比达 78%。

图表33：内贸集运运力占比 CR3 达 78%

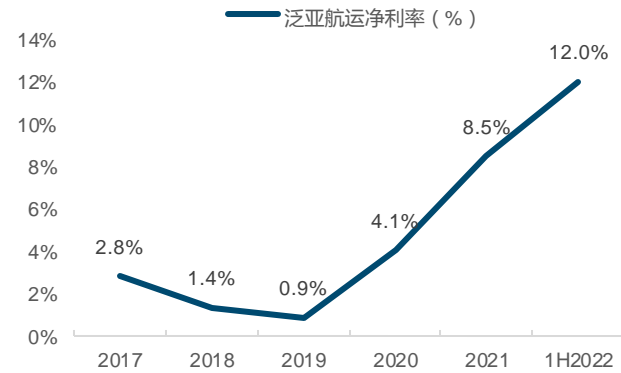


来源：上海国际航运研究中心，国金证券研究所

盈利诉求增强，头部玩家竞争趋缓。2019 年由于宏观经济增速下行、行业竞争加剧等原因，泛亚航运净利率触底至 0.9%；同时受到违规担保的影响，安通控股净亏损 43.74 亿元。预计未来头部玩家竞争将趋缓：一方面，泛亚航运在 2017 年混改后更需要利润支撑，泛亚航运先后引入外部投资者、推出员工持股、发力电商平台，目前净利率虽有回升，但较可比公司仍有差距；另一方面，安通控股在引入招商局港口后暂时告别了危机，重整后以减轻债务和稳定经营为主，股东仍有较强盈利诉求。

图表34：泛亚航运净利率 2019 触底，目前仍不及可比公

司



来源：中远海控公告，国金证券研究所

图表35：2019 年安通控股大幅亏损



来源：wind，国金证券研究所

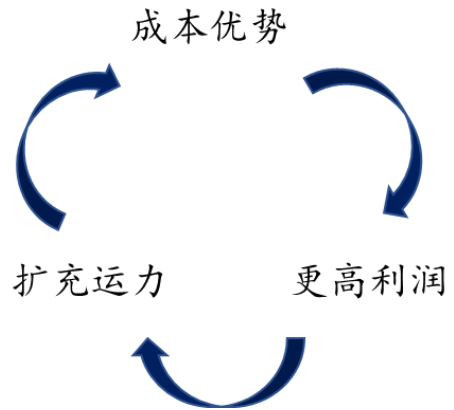
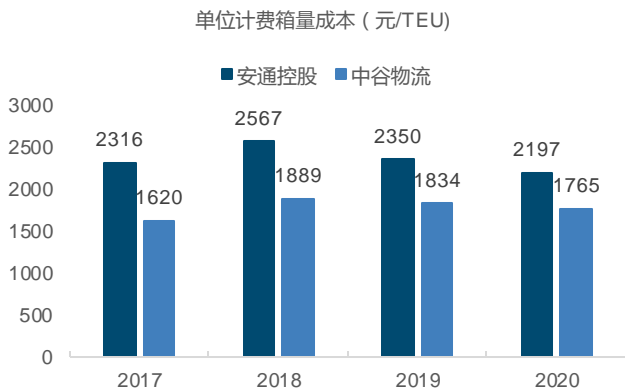
三、公司α：成本优势打造强护城河，运力引进收入增长确定

3.1 成本优势显著，打造强护城河

行业收入端同质化，成本成为主要竞争要素。由于集运行业提供的服务具有同质化的特征，行业运价基本相似，因此低成本成为主要竞争要素。通过持续发展，公司现有成本较低，2017-2020 年公司单箱成本均低于同行 24%-28%。低成本下，公司利润规模较高，得以拥有充足资金引进运力获得持续发展。同时，运力提升带来规模效应，降低租船成本，最终形成良性循环。正向循环下公司获得持续发展，形成更加强有力的护城河。

图表36: 公司单箱成本低于可比公司

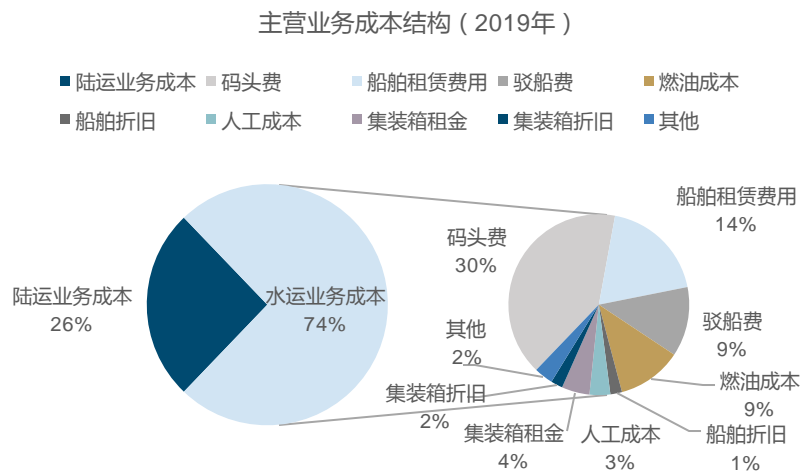
图表37: 正向循环获得持续发展



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

图表38: 港口费、船舶成本(燃油成本、船舶折旧、船舶租赁费用、人工成本)为公司主要水运成本



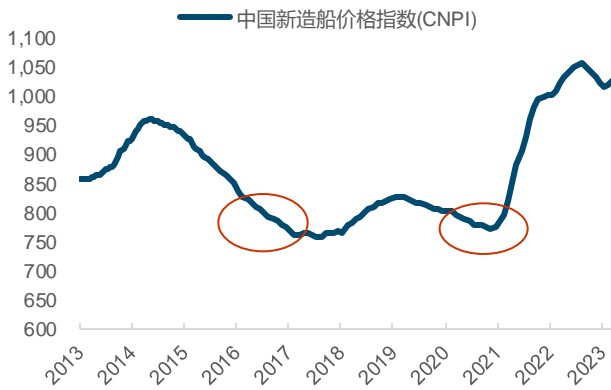
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司低成本来源于: 景气低点果断购船、新造船降低租船成本、规模优势降低采购成本。

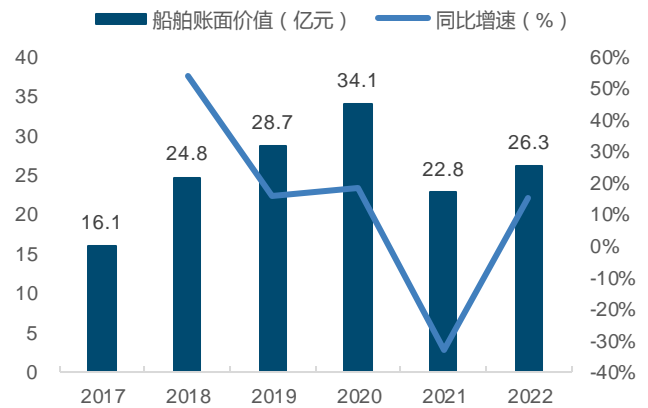
择时低价购入船舶, 造船成本优势显著。根据公司公告, 2021年2月公司订购18艘4600TEU大船, 彼时是几年来船价的低点。按照平均2年的交付时间, 2018年的运力替换订船时间为2016年左右, 也为船价低点。而竞争对手泛亚航运、安通控股在2021年没有大规模扩张运力; 目前造船价格较高, 若想补充运力则成本更高。低船价带来的是低折旧成本, 按照船舶10-25年的折旧期限, 公司相较竞争对手的折旧成本优势将贯穿10年以上。公司通过把握资产购入时机, 形成长期成本护城河。

能够择时购船的原因在于, 公司多年专注于集装箱物流领域, 核心管理团队具有多年集装箱物流行业的管理经验, 管理团队在集装箱物流行业积累了多年经验, 对于集装箱运输市场的特点理解深入, 具有丰富的实践经验, 能够精准把握行业发展趋势与市场机会。

图表39：公司购买船舶时点多为船价低点



图表40：2018年公司船舶账面价值同比增长54.3%



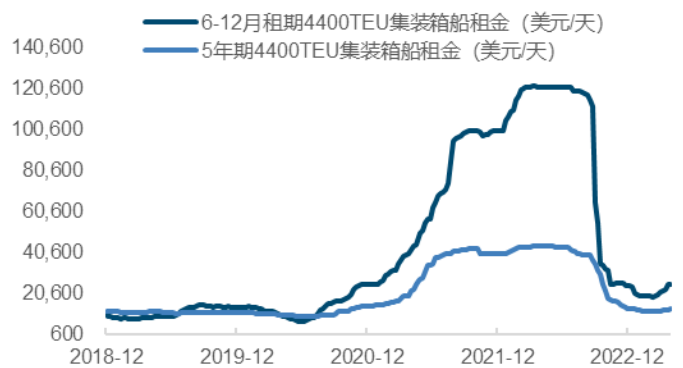
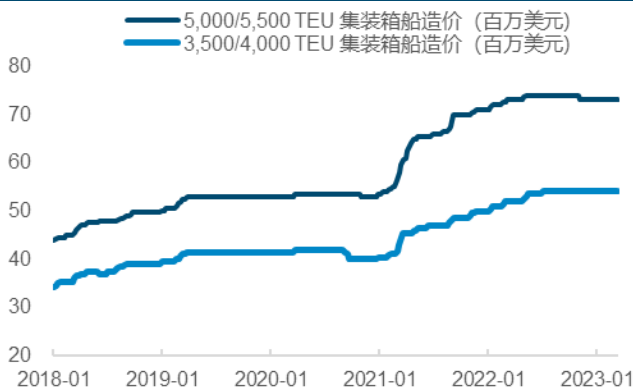
来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

新造船优势显著，折旧成本远低于租金成本。根据克拉克森数据，2021年年初4000TEU行船造价4025万美元，公司建造的船舶为4600TEU（对应8.9万载重吨）。我们以新船造价4000万美元假设（折合人民币约2.5-2.6亿元，另：公司公告披露单条船造价不超过2.5亿元），按照公司25年平均的新船折旧，每年折旧成本仅为160万美元。若按照当前的2.5万美元/天的成本，一年的租船费用913万美元。新船的折旧成本远低于租金成本。同时，过往公司船舶租金费用整体高于船舶折旧，随着公司自有运力增加，可替代部分外租船舶，从而降低整体租船成本。

图表41：2021年初4000TEU集装箱船造船价格4025万美元

图表42：6-12月租期4400TEU集装箱船租金2.5万美金/天



来源：克拉克森，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所

船舶大型化降低单箱运输成本。船舶的大型化会形成规模经济，带来成本的降低。相比小型船舶，大型船舶的燃油效率有所提升，8万载重吨船舶的每吨货物燃油成本是1.5万载重吨船舶的56%。除了燃油成本外，船员工资、物料费、管理费、港口费等其他单位成本也随着船型的变大而降低。根据《集装箱船舶大型化规模经济研究》中数据，5000TEU以上船舶的单位运输成本仅为1000TEU以下船舶的50%。

新购船舶大于同行，单箱成本有优势。自2014年起，公司即掀起大船革命——中谷山东、中谷辽宁、中谷上海、中谷广州等大船陆续加入舰队。与可比公司比较，根据安通控股2020年公司年报，安通控股最大船舶梯队载重吨为4-6万吨，而公司正在交付的4600TEU船舶载重吨约为8.9万吨，大于竞争对手。公司购买的18艘大船合计运力160.6万载重吨，占公司2022年公布的加权平均总运力的62%。由于船舶大型化能够降低单箱运输成本，公司相较同行单箱成本更有优势。

图表43：大型船舶单位燃料成本更低

船舶吨位（载重吨）	每天燃料消耗	每年装卸量	每吨货燃料成本（英镑/吨）
15000	23	120000	55
30000	41	242000	48

50000	55	412000	38
80000	75	663000	31

来源：德鲁里，国金证券研究所

图表44：大型船舶单位综合运输成本更低

载箱量 (TEU)	单位运输成本 (美元/TEU 节)
<1000	0.024 (以 2000TEU 为例)
1000-2000	
2000-3000	0.017 (以 4000TEU 为例)
3000-5000	
>5000	0.012 (以 6000TEU 为例)

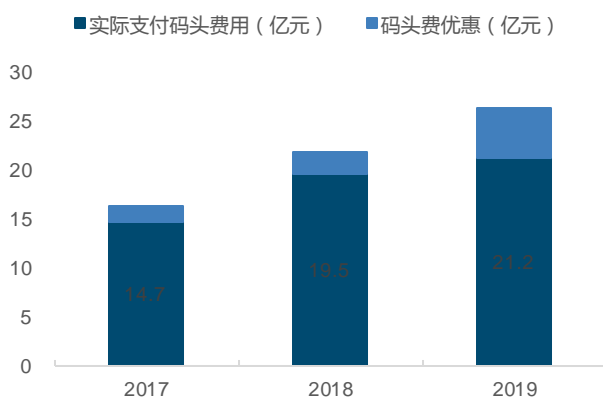
来源：德鲁里，《集装箱船舶大型化规模经济研究》，国金证券研究所

公司规模优势使其在采购中获得更多话语权。一般在支付港口杂费和码头费用时，规模越大的船公司可以获得更大的折扣力度。

港口费：随着规模扩大，公司码头优惠金额占比不断提升，2017-2019 年公司取得的码头费优惠金额占成本比例分别是 9.45%、9.70%、18.44%。其中 2018 年公司运力规模大幅增长后，码头优惠费用占比大幅提升。

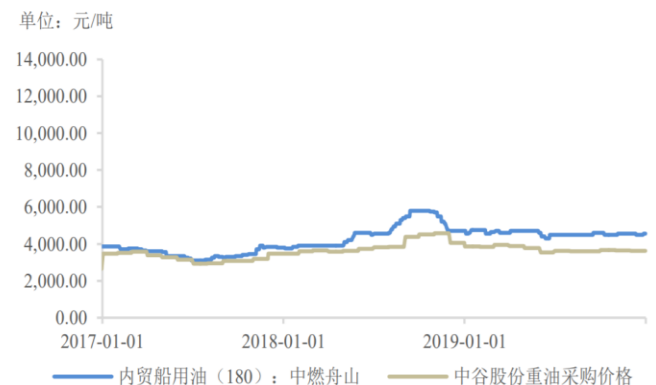
燃油费：由于公司规模增长带来燃油采购需求增长，公司议价能力稳步提升，2018 年后燃油采购价格较市场均价进一步降低。随着购入的大船下水，公司船队规模进一步提升，预计单位燃油成本及码头费或能迎来下降。

图表45：公司码头费优惠金额占比不断提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表46：公司燃油采购价格持续低于市场均价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.2 精细化管理体系，实现高效率运营

精细化运营设计，提高船舶使用效率。公司通过规划经济航速、提高运营效率，缩短了抛锚时间和在港停留时间，实现了船舶使用效率的提升。

(1) 规划经济航速，减少船舶抛锚等待时间。根据招股说明书，公司在设计航线时，会根据港口的等靠泊潮水研究并设定最经济航速，保障整个航线的燃油和周转效率。在船舶靠港时，需要等到特定潮汐时间方可靠港，在此之前到港，则需要抛锚等待。公司会根据港口潮汐时间设计最佳航速，减少抛锚等待时间，也节省了燃油成本（航速越大，使用燃油越多）。

(2) 提高码头效率，缩减在港停留时间。由于港口通常业务繁忙泊位紧张，船舶靠港通常需要长时间等待安排泊位窗口，若无法及时靠泊时需在锚地等待，产生燃油成本和时间成本。公司与港口建立战略合作伙伴关系，加强港口对公司航线的直靠率。同时，公司在装卸货环节也会保障港口工人的工作效率，以缩减船舶在港停留时间。

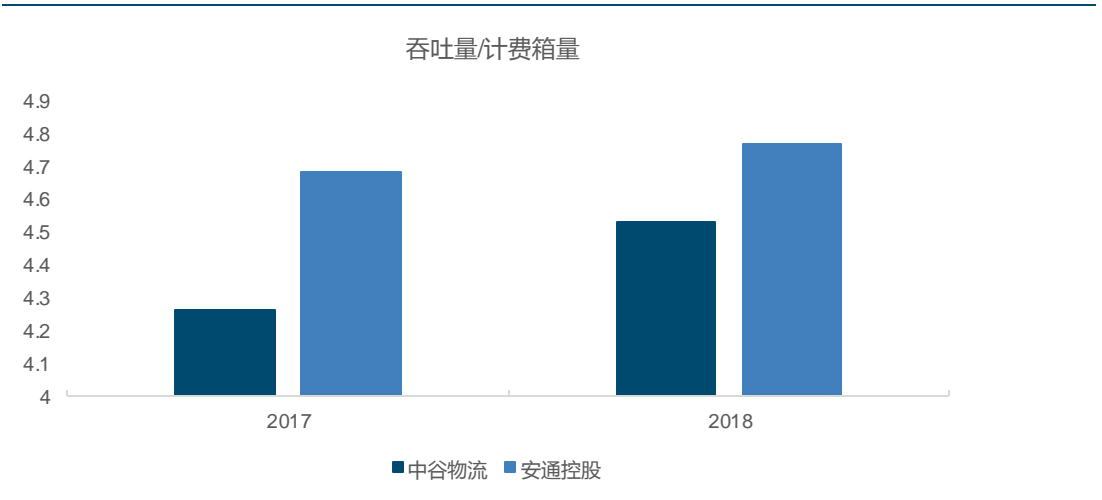
图表47：公司实行精细化、标准化运营管理体系

航线控制	通过细化管理对船舶进行实时的监管。当港口泊位紧张，船舶不能直接进港停靠时，通过船舶监测系统随时通知船长进行减速航行。
精细化运营管控体系	公司在日常经营过程中重视运营效率及成本，通过多年的经验积累，建立了有效且精细化的成本运营管控体系。公司向平台要效益、向效率要效益、向管理要效益、向服务要效益、向规模要效益，实现了对公司业务经营的精细化管控，运营效率有效提高
标准化管理体系	通过企业标准为具体工作岗位的操作人员提供了从工作职责到工作流程的全面指引，优化完善企业整体内部管理和协调机制，借助标准化规范营运模式，理清管理职责，巩固服务质量，提升品牌形象。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司挂港次数低于同行，效率更高。由于航线网络差异原因，吞吐量与计费箱量的匹配关系一般存在一定差异。吞吐量/计费箱量反映集装箱单一物流周期内的码头周转次数，一般而言运输距离较长、中转次数较多的航线吞吐量/计费箱量比例较高。2017-2018 年安通控股吞吐量与计费箱量的比值均高于公司，反映公司中转次数较低。相应地，公司运行效率更高。

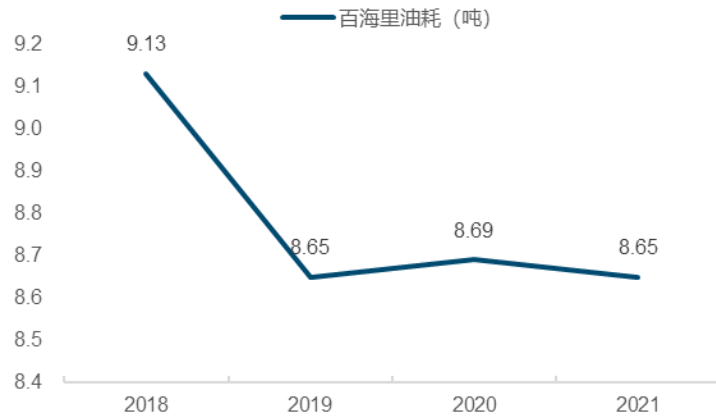
图表48：2017-2018 年安通控股吞吐量与计费箱量的比值均高于公司



来源：公司公告，国金证券研究所

实行燃油监管体系，燃油使用更加高效。公司高度重视燃油消耗，设置了燃油监察部门，委派监管代表监管燃油质量。同时设置油量计量员，对油量进行精准计量，使用船舶存油测量表。供油船记录单全程记录受供油量。通过对燃油消耗的监管，以及船舶运营的精细化管理，公司燃油使用效率提高。2021 年公司百海里油耗同比下降 0.46%，较 2018 年下降 5.29%。

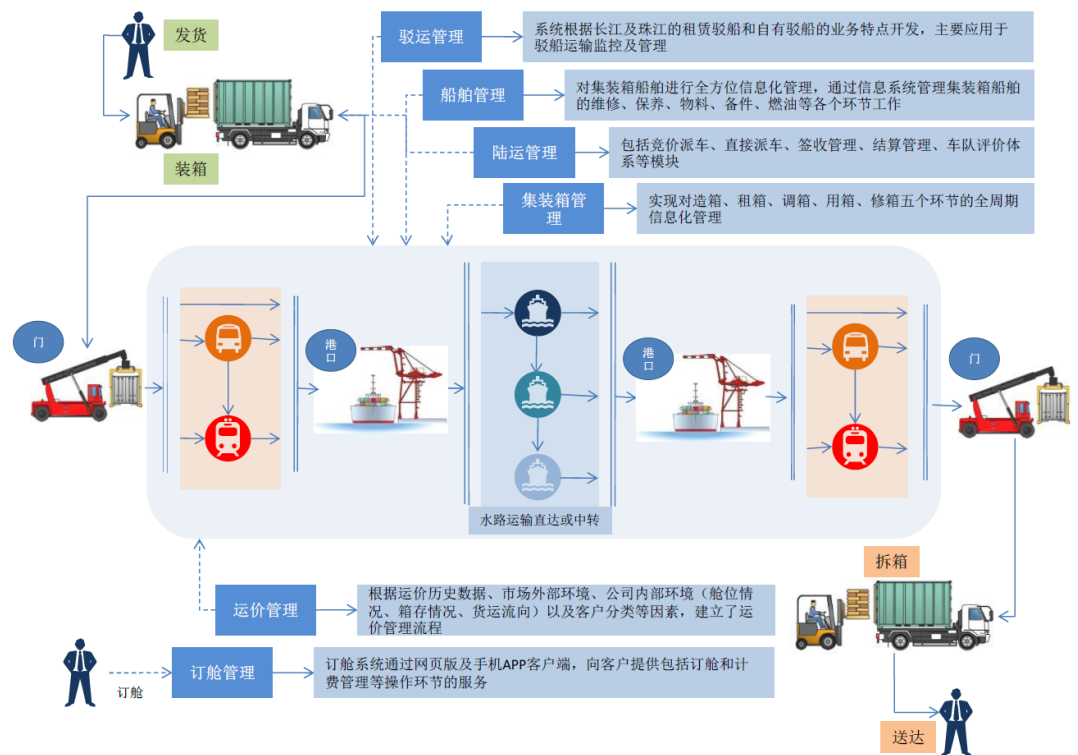
图表49: 2021 年公司百海里油耗降低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

建设数字化管理平台, 服务效率进一步提升。公司的信息化管理系统贯穿订舱各个方面, 基本实现对集装箱物流完整业务流程的信息监控、跟踪及资源调度, 促进了服务质量提高。公司使用的集装箱管控系统, 信息化管理贯穿集装箱使用的五个环节, 能够结合市场情况对集装箱做出更好安排, 优化调整集装箱使用效率, 加快集装箱周转。在主要港口实行的集装箱可视化管理, 将箱管人员工作量减少了 90%。

图表50: 数字化管理平台进一步提升服务效率

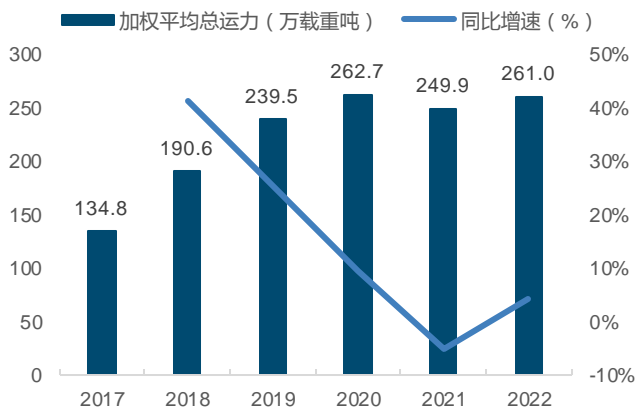


来源: 公司公告, 国金证券研究所

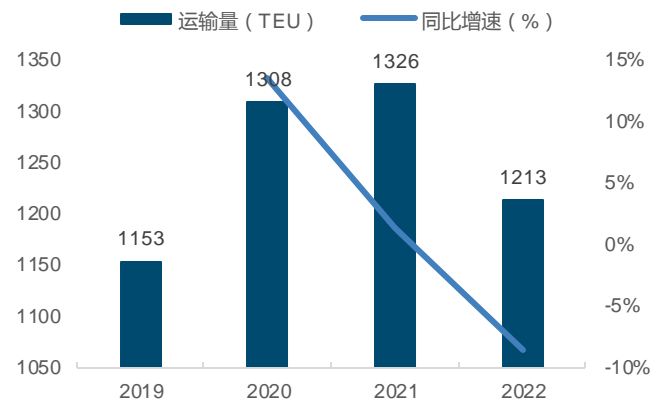
3.3 新船订单率先落地, 市占率将进一步提升

新船订单顺利落地, 市场份额稳步提升。2021 年公司与国内船厂签订 18 条 4600TEU 集装箱船订单, 公司公告于 2022 年 10 月开始每个月投放 1 艘, 至 2024 年上半年投放完毕。按照公司的投放节奏, 2023 年预计新增运力 5.52 万 TEU, 约 107 万载重吨。而竞争对手泛亚航运、安通控股均无大规模新船下水, 随着公司船舶逐渐投放, 运力提升下公司有望进一步提升市场份额。

图表51: 公司船舶运力稳定增长



图表52: 公司运输量稳定增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

“散改集”提供货源, 充分满足货量需求。根据公司公告, 公司 18 艘新船下水后运输的主要货源将是“散改集”货物, 目前阶段可进行“散改集”的货物近亿吨, 主要货源包括煤炭、焦炭、石灰石、粮食、钢材等, 能够充分满足未来 18 艘船舶对货源的需求。未来, 公司将充分利用 18 艘船舶单位能耗较低的环保优势, 以及小高箱高强度、大容量的优势, 积极推动国内大宗货物的“散改集”进程, 坚持开发增量货源, 持续拓宽适箱货源种类。

预计 2023 年新船带来的货量能够驱动公司营收增长。按照公司每月 1 条新船下水的节奏, 2023 年全年平均运力增长为 6*4600TEU。由于公司 2022 年大船在 Q4 下水, 对货量影响不明显, 同时考虑外租船回归影响, 预计 2023 年公司水运货量增长在 30% 以上。尽管行业运价将回落, 但运力的增长对公司营收影响更加明显, 预计公司营收有望小幅上升。

图表53: 公司 2023 年预计引进运力 55200TEU

	2022	2023E	2024E
运力引进 (TEU)	13800	55200	13800
全年平均新增运力 (TEU)	1725	27600	12075

来源: 公司公告, 国金证券研究所

备注: 假设每月月中投产。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入为 130 亿元、153 亿元、179 亿元, 增速分别为 -9%、18%、17%。主要假设如下:

预计水运业务 2023-2025 年营业收入分别为 107 亿元、126 亿元、150 亿元, 增速分别为 -13%、18%、19%; 其中估算内贸业务收入分别为 101 亿元、125 亿元、148 亿元, 增速分别为 1%、24%、19%。2023-2024 年公司大船预计按每月投放 1 艘的节奏下水至 2024Q1, 叠加外贸船回归, 预计 2023-2025 年内贸运输量分别增长 30%、25%、20%。由于 2023 年公司大船下水, 行业部分外贸船回归, 行业供给大幅增加, 预计 2023 年单箱收入下降 22%, 随着供需逐渐恢复平衡, 2024-2025 年单箱收入分别小幅下降 1%。

预计陆运业务 2023-2025 年营业收入分别为 23 亿元、26 亿元、29 亿元, 增速分别为 22%、15%、11%。陆运业务与公司运输量相关联, 预计 2023-2025 年货量增长拉动陆运业务营收增长。

预计 2023-2025 年公司营业成本分别为 108 亿元、126 亿元、143 亿元, 考虑租船成本及油价下降, 预计单箱成本增速分别为 -28%、-6%、-4%, 毛利率分别为 17%、18%、20%。

图表54: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10419	12291	14209	12966	15257	17893
YOY		5%	18%	16%	-9%	18%

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
水运业务 (百万元)	8123	10162	12322	10669	12618	14965
YOY	7%	25%	21%	-13%	18%	19%
内贸	8123	9492	9949	10088	12484	14831
YOY	7%	17%	5%	1%	24%	19%
外贸	0	671	2401	581	134	134
YOY	0%	0%	258%	-76%	-77%	0%
陆运业务 (百万元)	2296	2129	1859	2268	2608	2895
YOY	0%	-7%	-8%	22%	15%	11%
其他业务 (百万元)	0	0	28	29	31	32
YOY				5%	5%	5%
营业成本	9361	10152	11006	10754	12553	14268
YOY	4%	8%	8%	-2%	17%	14%
单箱成本 (元/TEU)	1854	2010	2620	1584	1496	1433
YOY	-3%	8%	30%	-28%	-6%	-4%
毛利	1058	2139	3203	2212	2704	3624
YOY	23%	102%	50%	-31%	22%	34%
毛利率	10%	17%	23%	17%	18%	20%

来源：公司公告，国金证券研究所

预计 2023-2025 年公司销售费用率均为 0.2%，管理费用率均为 1.5%，研发费用率均为 0.1%。预计公司 2023-2025 年净利率分别为 15.9%、15.6%、17.2%。

图表55：重要费用率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用率	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
净利率	9.8%	19.6%	19.3%	15.9%	15.6%	17.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21 亿元、24 亿元、31 亿元，对应 PE 分别为 11.7x、10.1x、7.8x。2023 年利润下降系外贸市场回归常态。参考公司 2020-2022 平均 PE 16x，给予 2023 年 16 倍估值，目标价格为 23.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表56：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
601919.SH	中远海控	11.64	11.37	5.55	6.81	1.66	1.28	1.25	2.0	1.7	6.8	8.8
1308.HK	海丰国际	18.30	17.94	0.43	0.72	0.35	0.41	0.54	36.3	21.7	44.9	38.4
600179.SH	安通控股	3.30	3.26	0.42	0.55	-	-	-	6.8			
600428.SH	中远海特	7.26	7.07	0.14	0.38	0.90	1.07	1.12	44.3	16.2	6.9	5.8
平均值										19.6	17.7	
603565.SH	中谷物流	17.28	16.93	1.69	1.93	1.45	1.67	2.17	10.0	8.8	11.7	10.1

来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2023 年 4 月 21 日。

五、风险提示

货量不及预期风险。公司今年运力有较大增加，若因为国内经济增速不及预期，散改集进展不顺利或散货船大幅降价，则可能面临货量不及预期风险，会导致运力空闲、公司业绩不及预期。

内贸运价大幅下降风险。公司主要进行内贸集装箱船运输，若因市场竞争加剧，内贸集装箱运价大幅下降，则会使公司营收不及预期。

油价上涨风险。燃油成本是公司重要的成本开支，若油价大幅上涨，则会导致公司成本大幅上升，进而导致公司业绩不及预期。

限售股解禁风险。2023年9月25日，首发原股东限售股份解禁，约占总股本的69.38%，或对股价形成压力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,419	12,291	14,209	12,966	15,257	17,893
增长率		18.0%	15.6%	-8.7%	17.7%	17.3%
主营业务成本	-8,961	-9,677	-11,006	-10,754	-12,553	-14,268
%销售收入	86.0%	78.7%	77.5%	82.9%	82.3%	79.7%
毛利	1,458	2,615	3,203	2,212	2,704	3,624
%销售收入	14.0%	21.3%	22.5%	17.1%	17.7%	20.3%
营业税金及附加	-11	-27	-39	-35	-41	-48
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-21	-27	-28	-26	-31	-36
%销售收入	0.21%	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用	-141	-188	-215	-194	-229	-268
%销售收入	1.36%	1.53%	1.51%	1.50%	1.50%	1.50%
研发费用	-16	-22	-19	-17	-20	-23
%销售收入	0.15%	0.18%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
息税前利润 (EBIT)	1,268	2,350	2,903	1,940	2,383	3,249
%销售收入	12.2%	19.1%	20.4%	15.0%	15.6%	18.2%
财务费用	-210	-210	-45	-118	-130	-147
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-4	-3	-5	98	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	82	131	274	280	308	339
%税前利润	6.0%	4.1%	7.5%	10.2%	9.7%	8.3%
营业利润	1,368	3,218	3,670	2,749	3,166	4,105
营业利润率	13.1%	26.2%	25.8%	21.2%	20.7%	22.9%
营业外收支	-1	-2	-2	0	0	0
税前利润	1,367	3,216	3,669	2,749	3,166	4,105
利润率	13.1%	26.2%	25.8%	21.2%	20.7%	22.9%
所得税	-344	-810	-926	-687	-791	-1,026
所得税率	25.2%	25.2%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,024	2,406	2,743	2,062	2,374	3,079
少数股东损益	5	2	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,019	2,404	2,741	2,062	2,374	3,079
净利率	9.78%	19.56%	19.29%	15.90%	15.56%	17.21%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,024	2,406	2,743	2,062	2,374	3,079
少数股东损益	5	2	2	0	0	0
非现金支出	352	402	663	494	807	1,045
非经营收益	151	-576	-204	-106	-139	-150
营运资金变动	491	944	760	429	527	545
经营活动现金净流	2,017	3,176	3,963	2,879	3,570	4,519
资本开支	-788	32	-2,305	-2,650	-2,905	-3,186
投资	-364	-4	-946	0	0	0
其他	-1,049	-5,832	2,793	280	308	339
投资活动现金净流	-2,201	-5,804	-458	-2,370	-2,597	-2,847
股权募资	1,416	2,729	0	0	0	0
债权募资	636	173	2,176	-934	795	867
其他	-735	-880	-3,982	-1,411	-1,594	-2,036
筹资活动现金净流	1,317	2,021	-1,806	-2,345	-799	-1,169
现金净流量	1,133	-612	1,912	-1,837	174	503

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,415	2,802	4,761	2,628	2,591	2,943
应收款项	506	617	694	702	826	968
存货	94	80	125	98	115	130
其他流动资产	1,616	7,486	4,899	4,639	4,654	4,668
流动资产	5,632	10,985	10,479	8,067	8,185	8,710
%总资产	48.7%	63.4%	52.1%	40.6%	37.1%	35.2%
长期投资	385	380	1,348	1,348	1,348	1,348
固定资产	5,283	3,580	4,983	7,145	9,242	11,379
%总资产	45.7%	20.7%	24.8%	35.9%	41.8%	46.0%
无形资产	94	213	207	304	399	493
非流动资产	5,929	6,336	9,651	11,809	13,907	16,048
%总资产	51.3%	36.6%	47.9%	59.4%	62.9%	64.8%
资产总计	11,561	17,322	20,130	19,876	22,092	24,759
短期借款	708	993	2,145	1,845	2,640	3,506
应付款项	1,935	2,347	3,306	3,399	3,968	4,510
其他流动负债	525	1,031	654	713	826	1,002
流动负债	3,168	4,371	6,105	5,956	7,434	9,019
长期贷款	1,351	1,491	2,720	2,720	2,720	2,720
其他长期负债	1,839	1,725	1,970	1,039	828	678
负债	6,359	7,587	10,794	9,715	10,982	12,417
普通股股东权益	5,171	9,704	9,304	10,128	11,078	12,310
其中：股本	667	959	1,419	1,419	1,419	1,419
未分配利润	2,195	3,782	3,150	3,975	4,924	6,156
少数股东权益	31	31	32	32	32	32
负债股东权益合计	11,561	17,322	20,130	19,876	22,092	24,759

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.528	2.508	1.932	1.453	1.673	2.170
每股净资产	7.757	10.121	6.557	7.138	7.807	8.675
每股经营现金净流	3.026	3.313	2.793	2.029	2.516	3.185
每股股利	0.900	1.500	1.420	0.872	1.004	1.302
回报率						
净资产收益率	19.70%	24.78%	29.47%	20.36%	21.43%	25.01%
总资产收益率	8.81%	13.88%	13.62%	10.37%	10.75%	12.44%
投入资本收益率	12.58%	14.09%	14.96%	9.68%	10.65%	12.91%
增长率						
主营业务收入增长率	5.24%	17.97%	15.60%	-8.75%	17.67%	17.27%
EBIT 增长率	22.52%	85.29%	23.54%	-33.17%	22.85%	36.31%
净利润增长率	18.80%	136.00%	14.02%	-24.78%	15.14%	29.67%
总资产增长率	39.08%	49.83%	16.22%	-1.26%	11.15%	12.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.8	14.3	14.1	17.0	17.0	17.0
存货周转天数	3.5	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转天数	69.6	71.8	83.3	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	184.9	103.9	120.9	190.6	212.1	224.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.78%	-76.25%	-47.62%	-25.72%	-16.03%	-10.27%
EBIT 利息保障倍数	6.0	11.2	64.8	16.4	18.3	22.1
资产负债率	55.00%	43.80%	53.62%	48.88%	49.71%	50.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402