

内贸物流服务商扬帆起航

——中谷物流首次覆盖报告

核心观点

- 专注内贸集运市场，是中国最早从事专业内贸集装箱航运的企业之一。公司开设内贸航线几十条，覆盖近两万公里海岸线、国内沿海所有枢纽港及长江流域干线近百个港口，各条航线均已形成稳定的班轮航次，构建起由中国沿海与长江、珠江连接形成的“两横一纵”大海运、大物流体系；在沿海以及长江沿岸几十个港口的内贸集装箱吞吐量均名列前茅。
- 内贸集运弱周期稳增长，竞争格局持续优化。需求端，内贸集装箱需求一方面受到内贸货运需求总量影响，同时也受到集装箱化率水平影响。内贸集装箱水路运输对传统公路运输形成了水路替代公路的效应，同时在水路运输领域，也产生了集装箱替代散货水运的效应。供给端，行业竞争格局逐步优化，经历破产重组洗牌之后，目前内贸集运行业有实力的船东为三家，分别是泛亚、中谷、交通，前三大船公司运力份额达到 75% 以上，行业竞争格局大幅优化。
- 打造门到门服务，实现规模效率领先。多式联运服务模式系由公司向客户提供包含水路运输及陆路运输方式的集装箱物流服务，提升公司服务附加值。再次发布定增方案，投资建造 16 艘 4600TEU 船舶，自有船比例的提高将进一步增强公司在船舶调度上的灵活性和便利性，使得公司通过更加合理的船舶布局、航线密度和航线构成，以应对市场需求，进一步提升服务质量。公司航线布局完善，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，通达全国沿海及各江河流域的主要水系，构成的“一纵两横”结构、班期稳定、覆盖面广的航线网络。

财务预测与投资建议

- 我们暂不考虑增发，预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.32/2.4/2.6 元，参考可比公司，给予 2021 年 PE 估值 18 倍，对应目标价为 41.76 元。首次覆盖，给予增持评级。

风险提示

内贸运价周期波动下滑导致利润下降；燃油成本上涨侵蚀公司经营利润；内贸需求下降导致公司货运量水平下滑影响经营业绩。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,900	10,419	12,211	12,918	13,597
同比增长(%)	22.6%	5.2%	17.2%	5.8%	5.3%
营业利润(百万元)	1,152	1,368	2,699	2,791	3,026
同比增长(%)	56.1%	18.8%	97.3%	3.4%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	858	1,019	2,010	2,079	2,253
同比增长(%)	55.6%	18.8%	97.3%	3.4%	8.4%
每股收益(元)	0.99	1.18	2.32	2.40	2.60
毛利率(%)	12.2%	14.0%	22.9%	22.4%	23.0%
净利率(%)	8.7%	9.8%	16.5%	16.1%	16.6%
净资产收益率(%)	33.3%	25.1%	32.6%	25.3%	21.7%
市盈率	35.7	30.0	15.2	14.7	13.6
市净率	10.4	5.9	4.3	3.3	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

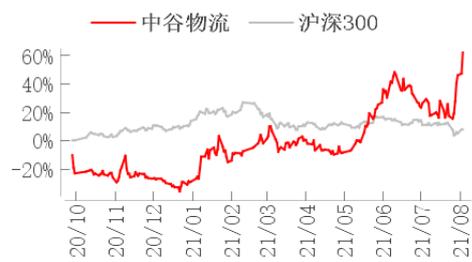


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年08月03日)	38.85元
目标价格	41.76元
52周最高价/最低价	38.85/15.38元
总股本/流通A股(万股)	86,667/8,667
A股市值(百万元)	33,670
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年08月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	36.03	28.31	76.67	
相对表现	31.61	35.78	84.3	
沪深300	4.42	-7.47	-7.63	7.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、专注内贸集运物流，打造优质门到门服务	5
1.1 专注内贸集运，运力规模领先	5
1.2 收入快速增长，盈利能力持续提升	5
二、内贸集运弱周期稳增长，竞争格局持续优化	6
2.1 内贸行业运价季节性明显，波动水平较低	6
2.2 政策与内需拉动，需求端具备稳健成长空间	8
2.3 供给端竞争格局优化，新订单投放较少	11
三、打造门到门服务，实现规模效率领先	13
3.1 服务升级，港到港提升至多式联运服务	13
3.2 资产升级，定增升级船队扩充产能规模	15
3.3 经营优化，加密航运网络优化货源结构	16
盈利预测与投资建议	18
盈利预测	18
投资建议	19
风险提示	20

图表目录

图 1: 截止 6 月全球集运公司运力规模排名 (TEU)	5
图 2: 2017-2021Q1 公司营业收入 (亿元)	6
图 3: 2017-2021Q1 公司归母净利润 (亿元)	6
图 4: 2017-2021Q1 公司毛利率与净利率 (%)	6
图 5: 2017-2021Q1 公司 ROE 水平 (%)	6
图 6: 2015-2020 年 PDCI 周度运价指数.....	7
图 7: 2017-2020 年季度 PDCI 运价均值.....	7
图 8: 2017-2021 年年度运价 PDCI 均值.....	8
图 9: 2020 年至今周度 PDCI 运价指数.....	8
图 10: 2015-2019 年国内货运结构方式占比.....	8
图 11: 沿海主要港口货物吞吐量当月 (亿吨)	9
图 12: 国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量 (万 TEU)	9
图 13: 2015-2020 年社会零售总额 (亿元)	10
图 14: 全国港口集装箱货物运量 (万吨)	10
图 15: 全国港口干散货运量 (万吨)	10
图 16: 不同国家集装箱化水平对比	11
图 17: 沿海集装箱船舶运力规模 (万 TEU)	12
图 18: 沿海集装箱船舶运力 (艘)	12
图 19: 2020 年内贸玩家运力份额一览.....	12
图 20: 2016-2019 年三家公司净利率对比	12
图 21: 2000TEU 船舶新订单与在手订单数量 (万 TEU)	13
图 22: 港到港服务模式流程.....	13
图 23: 以海运为核心的多式联运服务模式流程	13
图 24: 2017-2019 年港到港与多式联运服务收入 (亿元)	14
图 25: 2017-2019 年多式联运服务收入占比.....	14
图 26: 2017-2019 年公司水运与陆运收入拆分 (亿元)	14
图 27: 2017-2019 年公司水运与陆运收入占比 (%)	14
图 28: 2017-2019 年水运与陆运毛利率拆分.....	15
图 29: 2017-2019 年公司运力规模 (万 TEU)	15
图 30: 中谷物流港口布局图.....	17
图 31: 中谷物流航线网络布局	17

表 1: 内贸集装箱运输行业政策梳理.....	11
表 2: 2020 公司船队运力结构.....	15
表 3: 中谷物流定增募资预案	16
表 4: 2020 年公司货源品类结构拆分	18
表 5: 中谷物流业务模型拆分	19
表 6: 航运可比公司估值表 (截止 2021/8/3)	19

一、专注内贸集运物流，打造优质门到门服务

1.1 专注内贸集运，运力规模领先

公司成立于 2003 年，是中国最早从事专业内贸集装箱航运的企业之一。公司经历十几年的发展，目前已经成为集班轮运输、综合物流、船舶管理、实体投资等板块为一体的综合性现代化实体企业。

公司业务辐射中国几十个省市百余座港口，下设 200 余家办事处及分公司遍及国内，员工近 2000 人；经营集装箱运输船舶 120 余艘；开设内贸航线几十条，覆盖近两万公里海岸线、国内沿海所有枢纽港及长江流域干线近百个港口，各条航线均已形成稳定的班轮航次，构建起由中国沿海与长江、珠江连接形成的“两横一纵”大海运、大物流体系；在沿海以及长江沿岸几十个港口的内贸集装箱吞吐量均名列前茅。

据国际权威航运咨询机构 Alphaliner 最新公布数据显示——截至 2021 年 6 月，中谷物流运力为 15.3 万 TEU 排名全球第 14 位，在中国内贸集装箱船舶公司中排名第二；在中国非公集装箱船舶公司中排名第一。

图 1：截止 6 月全球集运公司运力规模排名（TEU）

Rank	Operator	Teu	Share	Existing fleet	Orderbook
1	Maersk	4,115,766	16.8%		
2	Mediterranean Shg Co	4,012,214	16.4%		
3	CMA CGM Group	3,023,500	12.3%		
4	COSCO Group	3,007,289	12.3%		
5	Hapag-Lloyd	1,787,037	7.3%		
6	ONE (Ocean Network Express)	1,577,348	6.4%		
7	Evergreen Line	1,353,167	5.5%		
8	HMM Co Ltd	814,136	3.3%		
9	Yang Ming Marine Transport Corp.	628,477	2.6%		
10	Wan Hai Lines	401,564	1.6%		
11	Zim	400,672	1.6%		
12	PIL (Pacific Int. Line)	253,380	1.0%		
13	KMTC	162,429	0.7%		
14	Zhonggu Logistics Corp.	153,716	0.6%		
15	IRISL Group	149,042	0.6%		
16	SITC	142,875	0.6%		
17	X-Press Feeders Group	134,617	0.5%		
18	Antong Holdings (QASC)	128,806	0.5%		
19	Sinokor Merchant Marine	114,810	0.5%		
20	UniFeeder	105,952	0.4%		

数据来源：Alphaliner，东方证券研究所

目前中谷物流拥有 SQ 箱、煤炭箱、特种箱、冷冻箱等多类箱种，运输商品种类超万种。除水路运输外，中谷物流整合了铁路、公路等资源，集装箱铁路班列现已通达黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、天津、山东、河南、四川、重庆、贵州、江西、广东、广西、云南等省市，可全方位提供海陆联运、江海联运、水水中转、海铁联运等多式联运服务以及冷链运输服务。近年来，面对复杂多变的国际形势及国内经济运行出现的新形势、新变化，中谷物流实施“登陆战略”，大力推进全程物流，整合各类资源，为客户提供“门到门”全程物流解决方案，做好“最后一公里”服务。

公司第一大股东为中谷海运集团有限公司，持股比例为 63.45%。实际控制人为卢宗俊，拥有 20 年以上的航运经验，先后在物华海运、中国国旅、洋浦中谷新良工作，在 2003 年创立中谷海运。

1.2 收入快速增长，盈利能力持续提升

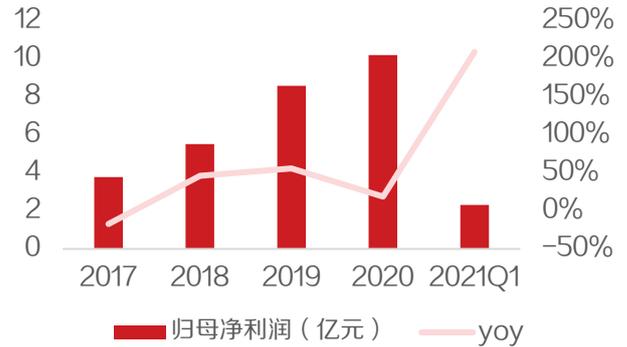
公司经营超过 12000 个商品种类，拥有 10000 家稳定客户，目前整合了 2000 家拖车公司，2.5 万辆集卡，500 艘驳船，能够为客户提供海陆联运、江海联运、水水中转、海铁联运、综合物流解决方案以及冷链运输服务。2020 年公司实现营业收入 104.19 亿元，同比增长 5.24%，归母净利润为 10.19 亿元，同比增长 18.8%。

图 2: 2017-2021Q1 公司营业收入 (亿元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 3: 2017-2021Q1 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

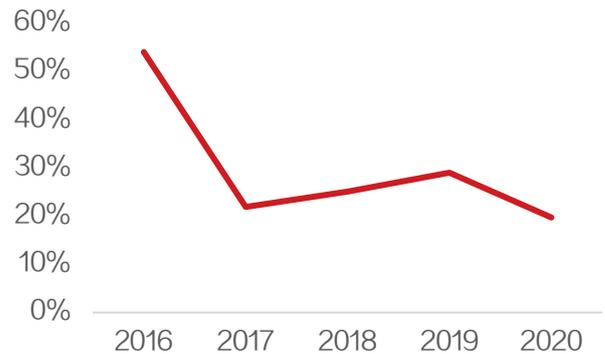
近年来，公司盈利能力持续提升，2020 年公司毛利率为 13.99%，同比 2019 年提升了 1.82 个百分点，净利率水平提升至 9.82%，ROE 水平为 19.7%。

图 4: 2017-2021Q1 公司毛利率与净利率 (%)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 5: 2017-2021Q1 公司 ROE 水平 (%)



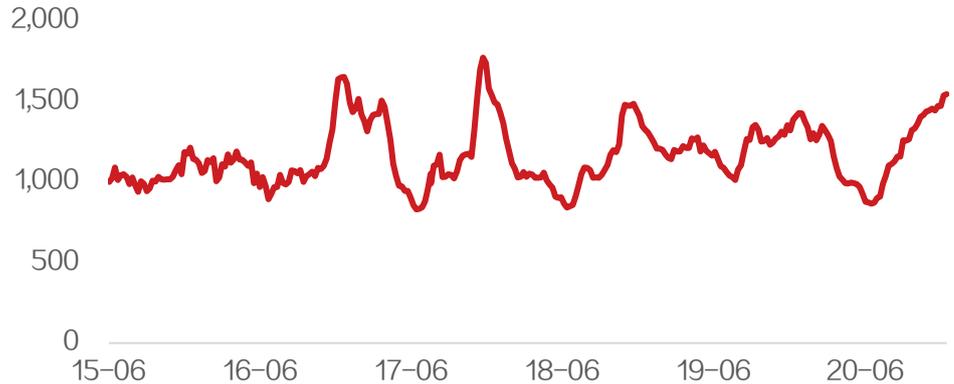
数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

二、内贸集运弱周期稳增长，竞争格局持续优化

2.1 内贸行业运价季节性明显，波动水平较低

我们以泛亚内贸集装箱运价指数作为衡量内贸集运市场运价波动的指标，该指数主要反映内贸市场集装箱运价趋势，实际成交价受到供求关系影响较大。从内贸集装箱综合运价指数 PDCI 来看，近 5 年的运价指数波动较小，年度价格差异显著小于年内旺季与淡季之间的价格差异。

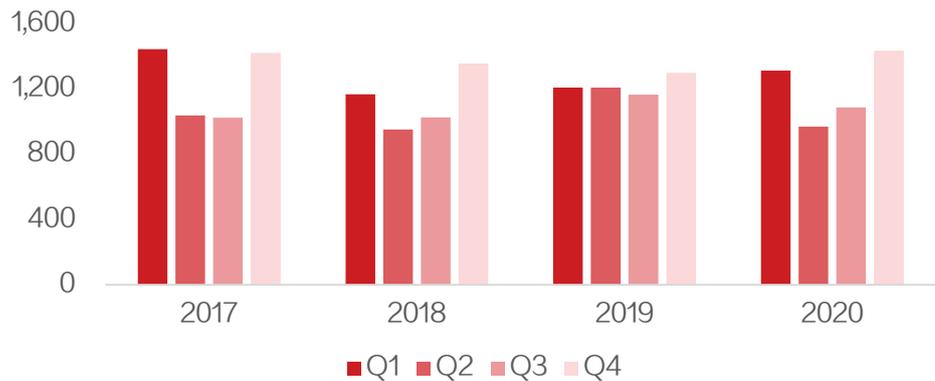
图 6：2015-2020 年 PDCI 周度运价指数



数据来源：wind，东方证券研究所

内贸集装箱运输市场有明显的季节性表现，一般而言四季度为全年旺季，行业运价水平也随之发生季节性波动，四季度为全年运价高峰，6 月份前后为全年运价低谷，行业运价以年为周期上下波动。

图 7：2017-2020 年季度 PDCI 运价均值



数据来源：wind，东方证券研究所

2020 年上半年受疫情影响，国内企业复工复产延时，叠加市场淡季影响，中国内贸集装箱运输需求出现近十年来的首次下滑。进入三季度，疫情得到有效控制叠加政策引导下国内消费升级，运输需求快速反弹，加上国际市场缺箱引起内贸连锁反应，内贸集装箱运价持续攀升。根据内贸集装箱综合运价指数（PDCI），虽然上半年从年初 1428 点下跌至 865 点，跌幅达 39%，但下半年运价上升 681 点至 1546 点，涨幅达到 79%，全年运价均值为 1202 点，同比下降 1.55%。

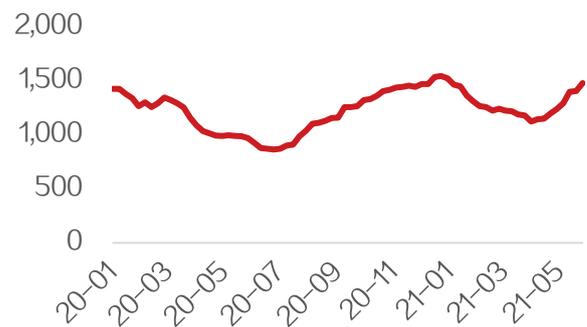
2021 年以来，内贸市场运价热度不减，目前尽管处于淡季，但目前内贸集运行业运价攀升至 2020 年 Q4 同期水平。2021 年 Q1/Q2 运价均值为 1302/1271 点，同比变动-0.88%/31.07%。

图 8：2017-2021 年年度运价 PDCI 均值



数据来源：wind，东方证券研究所

图 9：2020 年至今周度 PDCI 运价指数

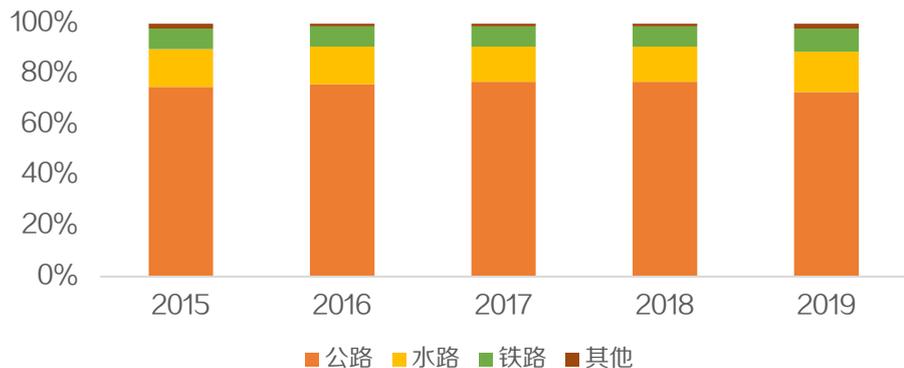


数据来源：wind，东方证券研究所

2.2 政策与内需拉动，需求端具备稳健成长空间

国内主流货物运输方式为公路运输，2019 年在货运总量结构中运量占比达到 73%，水路运输占比为 16%。公路运输优势在于门到门直达但是单位运输成本较高，约为 0.45 元/吨公里，水路运输胜在单位运输成本最低，但是运输时长高，并且只能实现港到港运输。

图 10：2015-2019 年国内货运结构方式占比



数据来源：wind，东方证券研究所

内贸运输市场总量增长稳定，主要货种为大宗货物，参加企业为国内的航运公司。由于国内不同地区货物品类、资源禀赋差异，诞生了不同区域之间货物商品调运需求。其中：

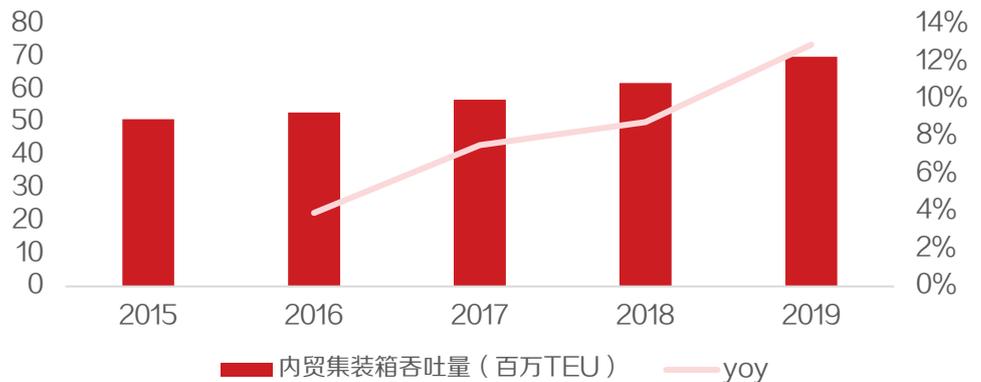
东部地区以纺织、化工、机械仪器等轻工业制品为主；西部地区以煤炭、矿石、钢材等矿产资源类商品为主；南方地区以家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等产业为主，北方地区以玉米、大米、大豆等粮食类商品为主，呈现北粮南运的粮食物流态势。

图 11：沿海主要港口货物吞吐量当月（亿吨）


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

中国各地域出产的商品存在南北差异、东西差异，市场对于不同地域的商品需求带动了大宗商品物流需求，产生了内贸集装箱运输需求。内贸集装箱需求一方面受到内贸货运需求总量影响，同时也受到集装箱化率水平影响。内贸集装箱水路运输对传统公路运输形成了水路替代公路的效应，同时在水路运输领域，也产生了集装箱替代散货水运的效应。

从国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量数据看，行业年集装箱吞吐水平保持稳健增长，2014-2018 年行业每年增速稳定在 6-8% 区间，据《中国国内集装箱运输市场分析》报告，2019 年中国内贸集装箱运输需求增长 12%，国内主要港口内贸集装箱物流吞吐量快速上升。

图 12：国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量（万 TEU）


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

总量水平：内贸集装箱物流行业是综合物流体系建设的引擎，服务于实体经济，主要为大宗货物运输。内贸流通是国民经济基础性、先导性产业，也是连接生产和消费的桥梁纽带。近年来，扩大内需成为我国经济长期平稳较快发展的根本立足点。国家积极实施了一系列“升级消费、扩大内需、

调整产业结构”政策，在国家拉动内需的政策推动下，国内贸易总体保持平稳较快发展，结构持续优化，国内贸易主要行业规模稳步扩大。

图 13: 2015-2020 年社会零售总额 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

目前国内港口货运仍旧是散货运输占据较大比例, 过去东部沿海地区制造业集中, 内贸集装箱运输相比沿海散货船运输优势不明显。沿海地区自建码头货物就近生产, 因此水运运输以港到港为主, 设计装卸环节较少。但随着制造业逐步转移, 集装箱运输模式优点显现, 集装箱具有标准化低货损、全封闭等优点, 通过集装箱可以为货主提供“门到门”的优质服务, 优化“港到港”的传统运输。

图 14: 全国港口集装箱货物运量 (万吨)



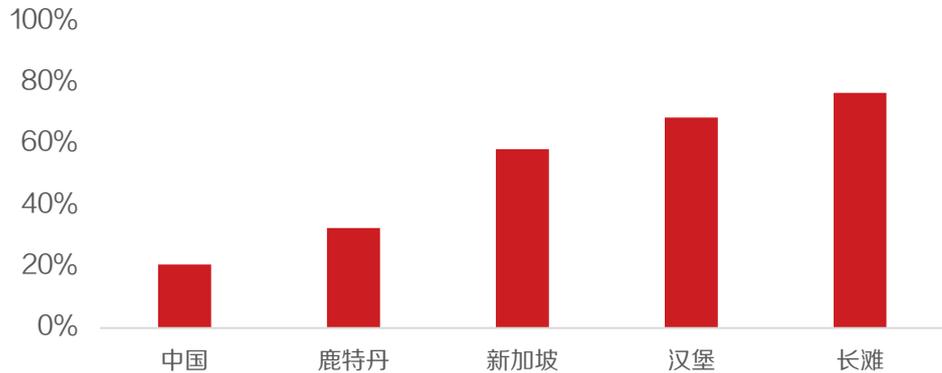
数据来源: 中国港口年鉴, 东方证券研究所

图 15: 全国港口干散货运量 (万吨)



数据来源: 中国港口年鉴, 东方证券研究所

与发达国家相比, 我国集装箱物流市场尚存在较大的发展空间。2017 年, 美国长滩港、德国汉堡港等港口的集装箱货物吞吐量占港口一般货物合计吞吐量比例在 50%—80% 之间。2018 年我国规模以上港口国际标准集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例仅为 20.7%, 对比海外处于较低水平。

图 16：不同国家集装箱化水平对比


数据来源：wind，东方证券研究所

“散改集”的政策推进将促进集装箱化水平持续提升，同时公路治超载政策也有望放大水运优势。自 2002 年《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》出台以来，国家及各地方政府积极实施一系列“散改集”相关政策及措施。2016 年国家发改委发布的《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》进一步提出推广集装箱化、标准化运输模式，加大运输设备集装箱化、标准化推广力度。“散改集”以及运输方式集装箱化推动使得成箱率大幅提升。

同时公路治以及环保要求逐步严格，提高了公路货运行业的合规成本，对超载的货车运输加大整治力度，促使部分货逐步改为水路运输，提升内贸集运渗透率。与此同时，包括天津港在内的港口也在加大环保要求，部分散运大宗品也有望实现集装箱运输，实现环保达标。

表 1：内贸集装箱运输行业政策梳理

时间	部门	法规	内容
2002 年	交通部	《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》	大力推动集装箱多式联运发展，充分发挥沿海港口在集装箱多式联运中的枢纽作用，重视发展内支线和内河集装箱运输。
2016 年	发改委	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	推广集装箱化、标准化运输模式，加大运输设备集装箱化、标准化推广力度。

数据来源：交通部，东方证券研究所

2.3 供给端竞争格局优化，新订单投放较少

内贸航运具备准入门槛，根据国家发改委和商务部于 2019 年 6 月发布的《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）》，国内水上运输公司须由中方控股。《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）》进一步明确外商不得经营或租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营国内水路运输业务及其辅助业务；在未经中国政府批准的情况下，水路运输经营者不得使用外国籍船舶经营国内水路运输业务。

沿海船舶运力投放放缓，国内沿海省际运输集装箱过去6年船舶运力的复合增速大约为7%。2020年国内沿海省际运输集装箱船舶运力（700TEU以上）的同比增速为3.38%，由于内贸集装箱运输船东大部分订单船舶已于前两年集中交付，且2020年疫情给内贸集运市场造成一定冲击，内贸集运企业运力投放相对谨慎。内贸集装箱行业运力投放力度大幅放缓，为近5年来的最低增速。

图 17：沿海集装箱船舶运力规模（万 TEU）



数据来源：交通运输部，东方证券研究所

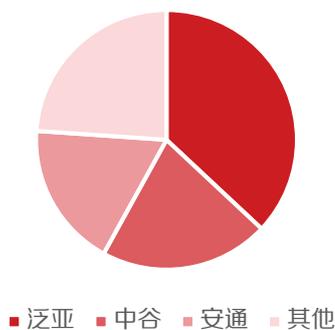
图 18：沿海集装箱船舶运力（艘）



数据来源：交通运输部，东方证券研究所

行业竞争格局逐步优化，经历破产重组洗牌之后，目前内贸集运行业有实力的船东为三家，分别是泛亚、中谷、安通，前三大船公司运力份额达到75%以上。从行业盈利能力角度对比，泛亚净利率较低处于1%，同期安通净利率负数，两家公司对于盈利诉求较强，因此很难依靠恶性价格竞争来挤占份额。

图 19：2020 年内贸玩家运力份额一览



数据来源：上海航运研究中心，东方证券研究所

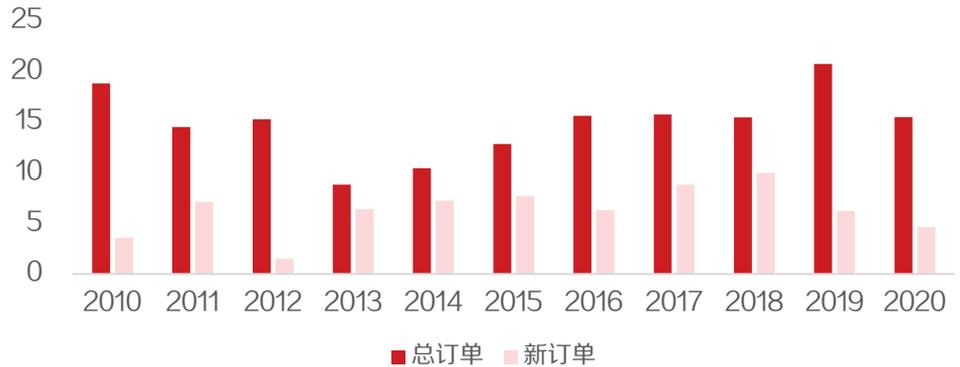
图 20：2016-2019 年三家公司净利率对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

行业订单上，从两类船舶订单数量观察，目前均已经度过交付高峰期。其中 1000-1999TEU 船舶近三年新订单分别为 10/6.23/4.61 万 TEU，2000-2999TEU 船舶近三年新订单数量分别为 13.8/4.97/4.28 万 TEU，今年该两项船舶订单均处在低位。

图 21：2000TEU 船舶新订单与在手订单数量（万 TEU）



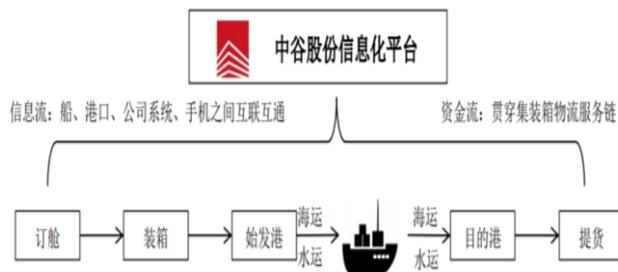
数据来源：克拉克森，东方证券研究所

三、打造门到门服务，实现规模效率领先

3.1 服务升级，港到港提升至多式联运服务

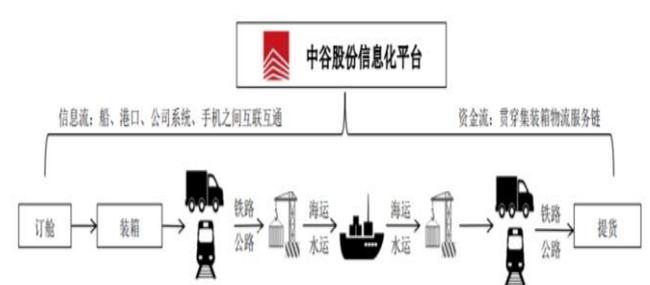
公司的集装箱物流服务主要分为港到港服务 (CY-CY) 和多式联运服务两种。多式联运服务根据客户的不同选择，主要可细分为门到门业务 (D-D)、港到门业务 (CY-D) 及门到港业务 (D-CY)。多式联运服务模式系由公司向客户提供包含水路运输及陆路运输方式的集装箱物流服务，提升公司服务附加值。

图 22：港到港服务模式流程



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

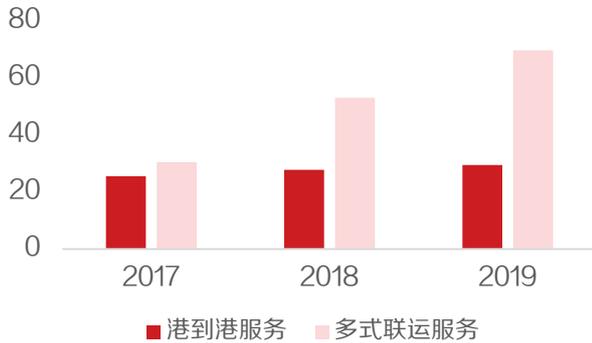
图 23：以海运为核心的多式联运服务模式流程



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

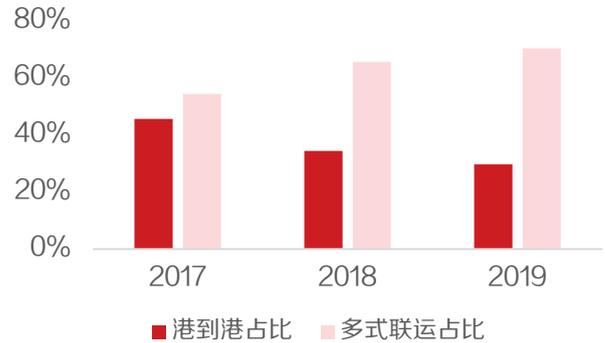
2020 年度，公司多式联运服务收入占公司全年总收入的比例约为 67%。2017-2019 年，公司多式联运服务收入为 30.44/53.01/69.58 亿元，占收入比重为 54.37%/65.63%/70.29%。

图 24: 2017-2019 年港到港与多式联运服务收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 25: 2017-2019 年多式联运服务收入占比

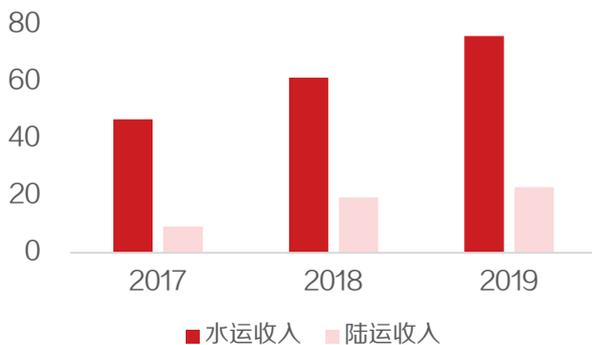


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

以业务模式拆分, 公司收入分类为水运与陆运两部分。水运业务是公司业务链条的核心环节, 纯两端陆运环节的公路运输业务或铁路运输业务占比相对较小。核心运营资产为水运运输资产, 两端多式联运业务目前阶段主要依靠组织社会化运输资源方式为客户提供全程物流服务。

2017-2019 年公司水运业务收入为 46.8/61.4/76 亿元, 占比为 83.6%/76%/76.8%; 陆运收入为 9.2/19.4/23 亿元, 占公司收入比重逐步降低。

图 26: 2017-2019 年公司水运与陆运收入拆分 (亿元)



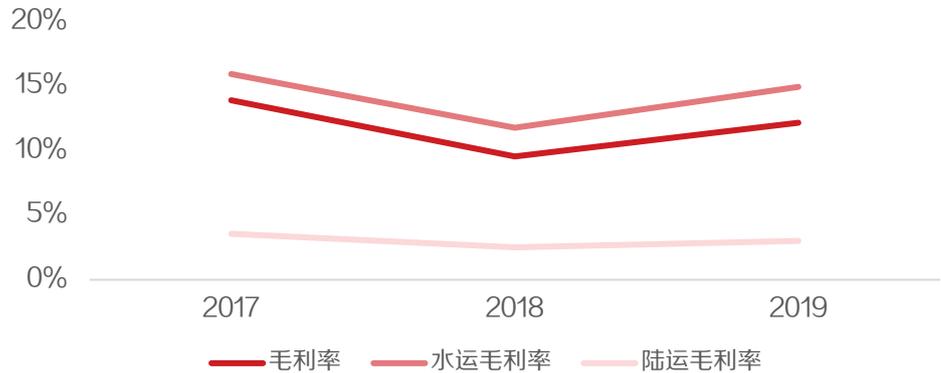
数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 27: 2017-2019 年公司水运与陆运收入占比 (%)



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

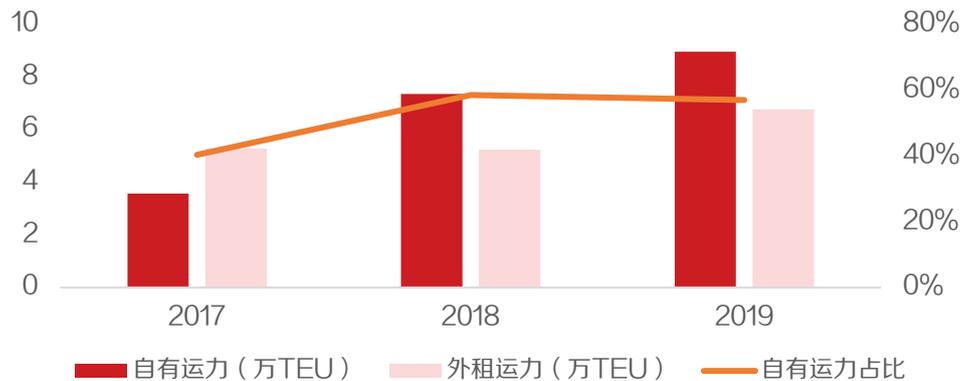
水运业务毛利率高于陆运业务, 2017-2019 年, 水运板块毛利率为 15.93%/11.77%/14.94%, 陆运板块毛利率为 3.56%/2.51%/3.02%。公司 2017-2019 年整体毛利率为 13.9%/9.55%/12.17%。

图 28：2017-2019 年水运与陆运毛利率拆分


数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.2 资产升级，定增升级船队扩充产能规模

公司加权平均总运力由 2017 年的 88,435TEU 提升至 2019 年的 157,206TEU，载重吨口径加权平均总运力由 2017 年的 1,347,920 载重吨提升至 2019 年的 2,394,693 载重吨，公司总运力保持快速增长态势。同时，报告期内公司加大自有运力投入，2018 年及 2019 年自有运力占比均超过 50%，总体呈现上升趋势，运力结构得到较大程度改善。

图 29：2017-2019 年公司运力规模（万 TEU）


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2020 年公司总运力达到 262.67 万载重吨，同比增长 9.7%；其中公司在 2020 年自有运力为 154.9 万载重吨，占比 58.97%，相较于 2019 年自有运力 130.3 万载重吨进一步提升。

表 2：2020 公司船队运力结构

	2019 年	2020 年
自有运力 (万载重吨)	130.3	154.9

自有占比	54.40%	58.90%
外租运力（万载重吨）	109.1	107.8
外租占比	45.60%	41.10%
运力合计（万载重吨）	239.4	262.7

数据来源：公司年报，东方证券研究所

随着内贸市场需求的不断增长和货源结构的不断优化，内贸集装箱船舶越来越呈现出大型化、专业化的趋势。建造大型集装箱船舶有助于降低单箱运营成本、提高运营效率。大型集装箱船舶对比小型集装箱船舶在完成同样的运输量的情形下，燃料消耗更低、船员劳动力投入少，可以有效降低单箱运输成本。公司在此前 IPO 阶段，募集资金购买的 6 艘 1,900TEU 集装箱船舶每艘载重吨为 23,820 吨，均为大型化船舶，满足公司的船舶配置策略，有助于优化公司现有的船舶结构，提升大型化、年轻化船舶数量，弥补运力缺口，迎合不同港口、不同客户对货运的差异化、多元化需求。

近期公司再次发布定增方案，拟募集资金投入 15 亿元，投资建造 16 艘 4600TEU 船舶，公司致力于为客户提供高品质、高性价比的“门到门”运输服务，集装箱船舶作为水运环节的重要载体，是提升全程物流时效、保障服务质量的关键资源。自有船比例的提高将进一步增强公司在船舶调度上的灵活性和便利性，使得公司通过更加合理的船舶布局、航线密度和航线构成，以应对市场需求，进一步提升服务质量。

表 3：中谷物流定增募资预案

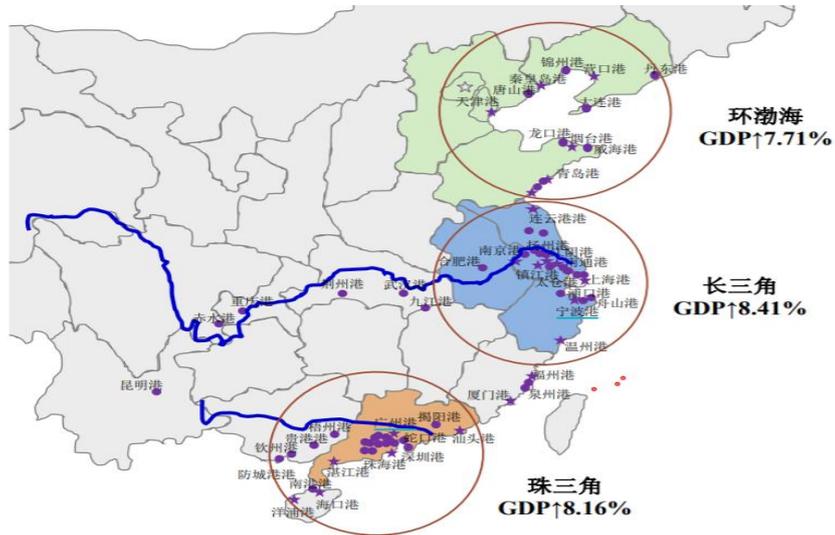
项目名称	投资总额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
集装箱船舶购置	39.514	15
集装箱购置	8.5	8.5
集装箱智能运输信息化平台	0.8628	0.8
补充流动资金	5.7	5.7
合计：	54.5768	30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 经营优化，加密航运网络优化货源结构

航线网络方面，公司已形成以全国 25 个沿海主要港口、超过 50 个内河主要港口为物流节点，以沿海航线及长江、珠江航线共同构成的“一纵两横”航线结构为骨架，以连接公路、铁路场站的铁水联运、海铁联运班列线路为脉络的多层次、全方位协同的综合物流网络，覆盖全国除三亚港外全部“一带一路”重点布局的 15 个港口，通达全国沿海及各江河流域的主要水系。

图 30：中谷物流港口布局图



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司航线布局完善，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，通达全国沿海及各江河流域的主要水系，构成的“一纵两横”结构、班期稳定、覆盖面广的航线网络，本公司亦聚焦客户需求适时加密旧航线、拓展新航线，不断向内陆区域延伸，适应客户的发展步伐并提供高质量物流服务，提升客户黏性、与客户共同发展。

图 31：中谷物流航线网络布局



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2020 年公司前十大货种占公司总运量的比例为 40.59%，货物以基础货源为主。近五年来，在煤炭、玉米、木材等主要货物高增速的带动下，公司运量及收入持续保持增长。公司货源种类繁多，结构丰富灵活，市场适应能力强。

表 4：2020 年公司货源品类结构拆分

货名	2020 年占公司总运量比例	2015-2020 年运量复合增长率
纸制品	5.77%	20.29%
钢铁	5.69%	26.71%
玉米	5.60%	45.41%
陶瓷制品	5.43%	21.68%
煤炭	4.76%	35.67%
木材	3.55%	33.77%
塑料粒子	3.08%	30.28%
石材	2.53%	15.01%
淀粉	2.11%	47.37%
大米	2.07%	14.87%
合计	40.59%	

数据来源：公司财报，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 122/129/136 亿元，同比增长 17.2%/5.8%/5.3%。其中水运业务 2021-2023 年营业收入为 98/104/109 亿元，陆运业务为 24/25 /27 亿元。

水运板块，预计 2021-2023 年单箱收入为 1807/1753/1789 元/TEU，货运量为 543/592/610 万 TEU；陆运板块预计 2021-2023 年单箱收入为 787/795/803 元/TEU，货运量为 304/319/335 万 TEU。

成本端，预计公司 2021-2023 年营业成本为 94.01/100.21/104.73 亿元，其中预计水运成本为 71.06/75.78/78.83 亿元，对应单箱成本为 1308/1280/1293 元/TEU。

毛利率表现，预计 2021-2023 年毛利率为 22.9%/22.4%/23%，其中水运业务毛利率为 27.6%/27%/27.7%。

表 5：中谷物流业务模型拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
水运业务					
销售收入（百万元）	7,600.0	8,120.0	9,820	10,382.7	10,908.1
增长率		6.8%	20.9%	5.7%	5.1%
毛利率	14.96%	16.93%	27.63%	27.01%	27.73%
陆运业务					
销售收入（百万元）	2,300.0	2,299.0	2,390.7	2,535.3	2,688.7
增长率		-0.04%	3.99%	6.05%	6.05%
毛利率	2.96%	3.62%	3.61%	3.65%	3.70%
合计	9,900.0	10,419.0	12,210.7	12,918.0	13,596.8
增长率		5.2%	15.5%	5.8%	5.3%
综合毛利率	12.2%	14.0%	22.9%	22.4%	23.0%

数据来源：wind，东方证券研究所

投资建议

暂不考虑增发，预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.32/2.4/2.6 元，考虑公司从事内贸集装箱运输，可比公司较少，我们选取航运物流板块公司进行对标，不仅考虑到公司集运业务属性，同时也兼顾公司物流运输属性。参考同行可比公司估值水平，给予 2021 年 PE 估值 18 倍，对应目标价为 41.76 元。首次覆盖，给予增持评级。

表 6：航运可比公司估值表（截止 2021/8/3）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中远海控	601919.SH	20.2000	0.81	3.67	1.90	1.62	24.94	5.50	10.63	12.47
华贸物流	603128.SH	13.3700	0.41	0.57	0.72	1.00	32.61	23.46	18.57	13.37
海丰国际	1308.HK	33.2000	0.86	1.43	1.73	1.80	38.60	23.22	19.19	18.44
招商轮船	601872.SH	3.9600	0.41	0.30	0.50	0.60	9.66	13.20	7.92	6.60
调整后可比公司估值：								18	15	13

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) 受运价波动影响风险较大。若运价下滑 1%，以 2020 年净利润为基础，预计减少净利润 7.5%。
- 2) 燃油成本上涨侵蚀公司经营利润。若燃油价格上涨 1%，以 2020 年净利润为基础，预计减少净利润 1.1%。
- 3) 内贸需求下降导致公司货运量水平下滑影响经营业绩。若运量水平下降 1%，以 2020 年净利润为基础，预计减少净利润 3%。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,283	3,415	3,068	4,596	6,481	营业收入	9,900	10,419	12,211	12,918	13,597
应收票据、账款及款项融资	442	472	537	568	598	营业成本	8,695	8,961	9,411	10,021	10,473
预付账款	153	187	220	233	245	营业税金及附加	12	11	13	14	15
存货	75	94	99	100	105	营业费用	21	21	26	26	29
其他	422	1,464	1,470	1,461	1,495	管理费用及研发费用	137	157	183	191	204
流动资产合计	3,374	5,632	5,394	6,958	8,924	财务费用	173	210	197	192	175
长期股权投资	40	385	385	385	385	资产、信用减值损失	(0)	4	0	0	0
固定资产	4,676	5,278	5,087	4,646	4,074	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	5	1,010	2,014	3,019	投资净收益	63	82	80	70	70
无形资产	0	93	91	89	86	其他	227	232	239	247	254
其他	222	168	1	0	0	营业利润	1,152	1,368	2,699	2,791	3,026
非流动资产合计	4,938	5,929	6,573	7,134	7,564	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	8,312	11,561	11,967	14,092	16,487	营业外支出	3	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,150	1,367	2,698	2,790	3,025
应付票据及应付账款	1,663	1,753	1,835	1,954	2,053	所得税	288	344	679	702	761
其他	910	1,416	1,559	1,477	1,509	净利润	862	1,024	2,020	2,088	2,264
流动负债合计	2,573	3,168	3,394	3,431	3,562	少数股东损益	4	5	9	10	10
长期借款	870	1,351	1,351	1,351	1,351	归属于母公司净利润	858	1,019	2,010	2,079	2,253
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.18	2.32	2.40	2.60
其他	1,897	1,839	0	0	0						
非流动负债合计	2,767	3,190	1,351	1,351	1,351	主要财务比率					
负债合计	5,340	6,359	4,745	4,782	4,913		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	16	31	40	50	61	成长能力					
实收资本(或股本)	600	667	867	867	867	营业收入	22.6%	5.2%	17.2%	5.8%	5.3%
资本公积	720	2,050	1,850	1,850	1,850	营业利润	56.1%	18.8%	97.3%	3.4%	8.4%
留存收益	1,636	2,455	4,465	6,544	8,797	归属于母公司净利润	55.6%	18.8%	97.3%	3.4%	8.4%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,972	5,202	7,222	9,310	11,574	毛利率	12.2%	14.0%	22.9%	22.4%	23.0%
负债和股东权益总计	8,312	11,561	11,967	14,092	16,487	净利率	8.7%	9.8%	16.5%	16.1%	16.6%
						ROE	33.3%	25.1%	32.6%	25.3%	21.7%
						ROIC	25.7%	20.4%	26.2%	21.6%	19.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	64.2%	55.0%	39.7%	33.9%	29.8%
净利润	862	1,024	2,020	2,088	2,264	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	673	352	694	744	775	流动比率	1.31	1.78	1.59	2.03	2.51
财务费用	173	210	197	192	175	速动比率	1.28	1.75	1.56	2.00	2.48
投资损失	(63)	(82)	(80)	(70)	(70)	营运能力					
营运资金变动	158	373	124	(49)	71	应收账款周转率	23.2	23.1	24.5	23.4	23.3
其它	(66)	140	(136)	0	0	存货周转率	117.6	105.8	97.4	100.7	102.2
经营活动现金流	1,736	2,017	2,819	2,904	3,215	总资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
资本支出	(5,348)	(1,050)	(1,505)	(1,305)	(1,205)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(346)	0	0	0	每股收益	0.99	1.18	2.32	2.40	2.60
其他	4,889	(804)	80	100	50	每股经营现金流	2.89	3.03	3.25	3.35	3.71
投资活动现金流	(460)	(2,201)	(1,424)	(1,205)	(1,155)	每股净资产	3.41	5.97	8.29	10.68	13.29
债权融资	475	629	(1,544)	20	0	估值比率					
股权融资	0	1,396	0	0	0	市盈率	35.7	30.0	15.2	14.7	13.6
其他	(953)	(709)	(197)	(192)	(175)	市净率	10.4	5.9	4.3	3.3	2.7
筹资活动现金流	(478)	1,317	(1,741)	(172)	(175)	EV/EBITDA	14.4	14.9	8.0	7.7	7.2
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.6	18.2	9.9	9.6	9.0
现金净增加额	798	1,133	(346)	1,528	1,885						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn