

涨价释放利润弹性，内贸服务商扬帆起航

——中谷物流中报业绩点评

核心观点

- **中报归母净利润增速 343%，超过去年全年。**公司发布 2021 年中报，上半年公司实现营业收入 56.04 亿元，同比增长 26.23%，实现归属母公司净利润 11 亿元，同比增长 342.9%，扣非归母净利润为 5.39 亿元，同比增长 254.39%。非经常性损益主要为非流动性资产处置损益，上半年公司处置 4 艘二手船舶，产生税后资产处置收益 4.71 亿元。分季度业绩，Q1/Q2 公司实现营业收入为 26.36/29.68 亿元，同比变动+26.36%/+26.08%；Q1/Q2 实现扣非归母净利润为 2.04/3.35 亿元。
- **量价齐升，拉动公司释放水运板块经营弹性。**拆分公司营业收入，水运板块上半年实现收入 45.05 亿元，同比增长 34.26%；陆运板块收入 10.99 亿元，同比增长 1.38%。运量，报告期内公司完成吞吐量 1229 万 TEU，同比增长 9.75%，完成运输量 620 万 TEU，同比增长 9.43%。运价环节，内贸市场上半年 PDCI 指数运价均值在 1325 点，同比增长 16.05%。成本端，公司相同船型的租赁成本较去年同期上涨 30%-50%，燃油成本以及码头费成本也有所增加，上半年公司营业成本为 46.85 亿元，同比增长 15.49%，其中 Q1/Q2 营业成本分别为 22.62/24.23 亿元。
- **在手订单船充足，迎接内贸集运涨价周期。**内贸板块需求强劲，2021 年上半年，中国 GDP 同比增长 12.7%，国内经济的复苏为内贸集运行业的需求增长提供较强的驱动力。供给端，外贸高景气对内贸运力产生虹吸效应，外贸运价高涨下出现了内贸运力补充外贸市场的情况。公司目前上半年公司与国内船厂签订 18 艘 4600TEU 订单，为行业需求释放做好运力储备。

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，维持增持评级。

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	36.8	31.0	15.7	15.2	14.0
市净率	10.7	6.1	4.4	3.4	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 (维持)

股价(2021年08月09日)	36.4元
目标价格	41.76元
52周最高价/最低价	41.99/15.38元
总股本/流通A股(万股)	86,667/8,667
A股市值(百万元)	31,547
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年08月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.06	28.66	61.71	
相对表现	2.88	32.54	69.84	
沪深300	0.18	-3.88	-8.13	7.14



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

相关报告

内贸物流服务商扬帆起航：——中谷物流首 2021-08-03
次覆盖报告

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。

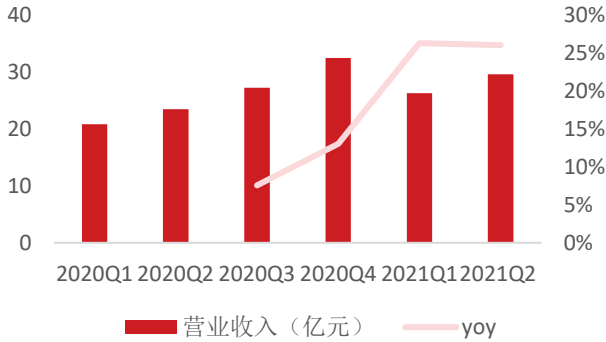
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

图表目录

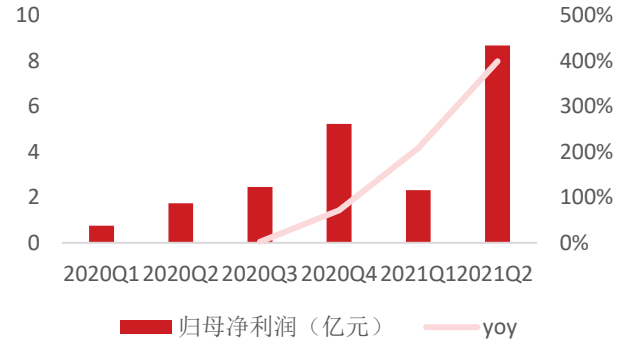
图 1：公司分季度营业收入（亿元）.....	3
图 2：公司分季度归母净利润（亿元）.....	3
图 3：内贸行业 PDCI 年度运价指数水平（点）.....	3

图 1：公司分季度营业收入（亿元）



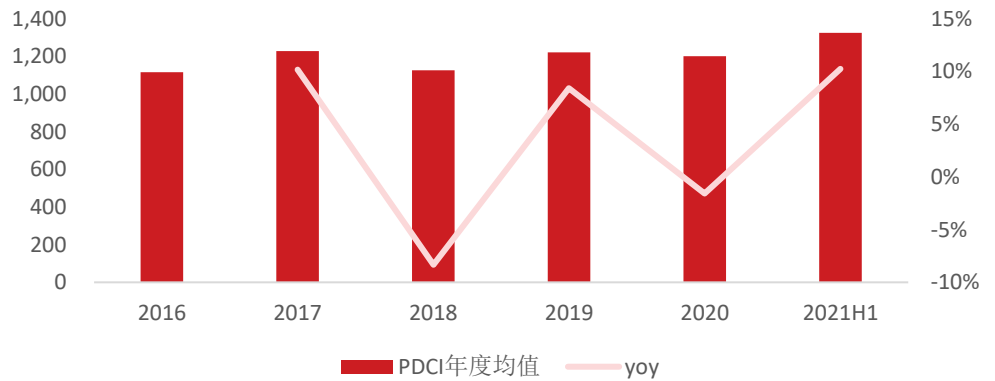
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：公司分季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 3：内贸行业 PDCI 年度运价指数水平（点）



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 年净利润为基准，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 年净利润为基准，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 年净利润为基准，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	36.8	31.0	15.7	15.2	14.0
其他	(953)	(709)	(197)	(192)	(175)	市净率	10.7	6.1	4.4	3.4	2.7
筹资活动现金流	(478)	1,317	(1,741)	(172)	(175)	EV/EBITDA	14.8	15.3	8.2	7.9	7.5
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	18.8	10.2	9.9	9.3
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