

中谷物流(603565)

报告日期: 2023 年 04 月 14 日

大船盈利能力显著提升，助力散改集货源拓展

——中谷物流更新报告

投资要点

□ 内贸集运行业供需格局研判

2022 年下半年，外贸集运市场运价下降，市场担心运力回流导致运价承压，我们认为内贸集运市场具有较强的稳定性，运价下跌幅度有限。

存量市场：1) 行业龙头开辟外贸航线，部分运力为近洋航线战略布局，依托于内贸市场客户的业务拓展，全部回归内贸市场可能性较低。2) 供给：极端假设所有流出外贸的运力全部回归内贸市场，存量船舶回流内贸最差情况为回归 2020 年的水平，参考沿海省际集装箱运输船舶数据，2022 年底国内沿海集装箱船舶运力较 2020 年底仅增长 4.1%。3) 需求：内贸货物运输需求与 GDP 增速有较强的相关性，2022 年规模以上港口内贸集装箱吞吐量较 2020 年增长约 10.6%，随着国内疫后复苏有望进一步带动行业需求，行业供需差扩大为运价提供强支撑。

增量市场：截至 2023 年 3 月，龙头公司仅中谷物流及信风海运有在手订单，行业主要增量运力来源于中谷物流，新造船舶服务于公司的“散改集”战略，由于新船在折旧及燃油经济性上有较大改善，盈利能力大幅提升，有助于公司开发增量货源，并保障存量市场的稳定性。

预计 2023 年，内贸集运行业需求端及供给端增速分别为 5.1% 和 22.7%。2023 年较 2020 年，内贸运力需求及供给（加权平均）分别+16.2%和-5.1%。

□ 大船盈利能力显著提升，成本下降助力拓展适箱货源

购船时机决定了船公司的生命线，公司低点造船打造核心成本优势。参考 1850/2100TEU 和 3500/4000TEU 集装箱船舶新建价格，中谷物流 IPO 及 2021 年新造船舶订单为阶段性造价低点，现价较公司购船价格分别+22%和+49%，低造船价格具有强成本优势。对比公司 2017 年建造的 1900TEU 船型和 2021 年建造的 4900TEU 两种船型的盈利能力，相较于小船而言，4900TEU 的大船单箱成本下降幅度约 8%，盈利能力大幅提升。以煤炭为例测算散货船与集装箱船运输运价，煤炭散货船运价较集装箱船运价低约 33%，随着散货和集运之间的价差缩小，利好散改集增量货源开发。

□ 盈利预测与估值

参考 PDCI 指数及内贸集运运力变动趋势，假设 2023-2025 年公司水运业务单价分别同比增长-15%/-19%/+3%。考虑到公司新船交付带来加权平均运力增长，预期 2023-2025 年计费箱量增速为 35%/25%/8%。预计 2023-2025 年营业收入分别为 150/161/180 亿元，同比增长 5.4%/7.8%/11.2%，EPS 分别为 1.45/1.57/1.86 元/股。

分别采用绝对估值与相对估值方法，FCFE 计算公司的目标股权价值 470 亿元，分别选取内贸航运公司兴通股份、盛航股份作为可比公司，综合考虑绝对估值与相对估值结果，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 26.1 元/股，维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济波动风险、散改集落地速度放缓风险、测算偏差及第三方数据可信度风险等。

投资评级：买入(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

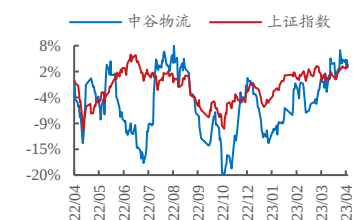
研究助理：秦梦鸽

qinmengge@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.21
总市值(百万元)	24,420.33
总股本(百万股)	1,418.96

股票走势图



相关报告

- 1 《归母净利润同比增长 14%，推进积极分红政策彰显强业绩信心》 2023.04.11
- 2 《Q3 业绩符合预期，新船下水叠加传统旺季有望带来业绩增长——中谷物流 22Q3 业绩点评报告》 2022.10.24
- 3 《多式联运打开赛道空间，内贸集运龙头整装起航——中谷物流深度报告》 2022.09.03

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14208.92	14970.13	16143.30	17950.72
(+/-) (%)	15.60%	5.36%	7.84%	11.20%
归母净利润	2741.39	2063.40	2232.07	2642.11
(+/-) (%)	14.02%	-24.73%	8.17%	18.37%
每股收益(元)	1.93	1.45	1.57	1.86
P/E	8.91	11.83	10.94	9.24

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 内贸集运行业供需格局研判	5
1.1 外贸集运市场恶化引发对内贸运价的担忧	5
1.2 内贸集运市场具有较强的稳定性，运价下跌幅度有限	6
1.2.1 存量运力：极端情况为回归 2020 年水平	6
1.2.2 增量运力：散改集拓展增量市场，有助于存量货源市场的稳定	7
1.3 需求端增长有望为运价提供支撑	7
1.4 内贸集运行业供需测算	9
2 大船盈利能力大幅提升，助力散改集落地	10
2.1 把握购船时机打造核心成本优势，大船盈利能力显著提升	10
2.2 大船+小高箱，强强联合推动散改集进程	11
3 盈利预测及估值分析	13
3.1 盈利预测	13
3.2 估值分析	13
3.2.1 绝对估值分析	13
3.2.2 相对估值分析	14
4 风险提示	14

图表目录

图 1: 外贸集运市场指数上行阶段.....	5
图 2: 外贸集运市场指数下行阶段.....	6
图 3: 沿海省际集装箱运输船舶运力增长情况.....	6
图 4: 沿海省际集装箱运输船舶 (700TEU 以上,不含多用途船)	6
图 5: 内贸货物吞吐量与 GDP 增速有较强的相关性	8
图 6: 2016-2022 年月均 PDCI 指数变化趋势	9
图 7: PDCI 指数同期对比	9
图 8: 1850/2100TEU 集装箱船舶建造价格趋势	10
图 9: 3500/4000TEU 集装箱船舶建造价格趋势	10
图 10: 集装箱大型化趋势	10
图 11: 集装箱大型化带来的单 TEU 成本下降趋势	10
图 12: 中谷物流单船模型测算	11
图 13: 单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等	11
图 14: 中谷加强型小高箱	11
图 15: 小高箱运输货量增加	11
图 16: 港口集装箱及干散货载运量 (单位: 亿吨)	12
图 17: 2022 年沿海省际货运船舶运力情况	12
图 18: 内贸集运 VS 散货运输指数价差变化	12
表 1: 外贸及内贸集装箱运价指数上行阶段变化情况	5
表 2: 外贸及内贸集装箱运价指数下行阶段变化情况	5
表 3: 前四大内贸集装箱船东在手订单情况 (2023-03)	7
表 4: 内贸集装箱行业供需平衡表	8
表 5: 内贸集装箱行业供需测算	9
表 6: 中谷物流订单船舶造价 VS 现价差异测算	10
表 7: 散货船和集装箱船运价对比测算 (2023-04-04)	12
表 8: 公司收入成本拆分 (单位: 百万元)	13
表 9: 绝对估值假设及测算	14
表 10: PE 估值 (时间: 2023-04-14)	14
表附录: 三大报表预测值	15

1 内贸集运行业供需格局研判

1.1 外贸集运市场恶化引发对内贸运价的担忧

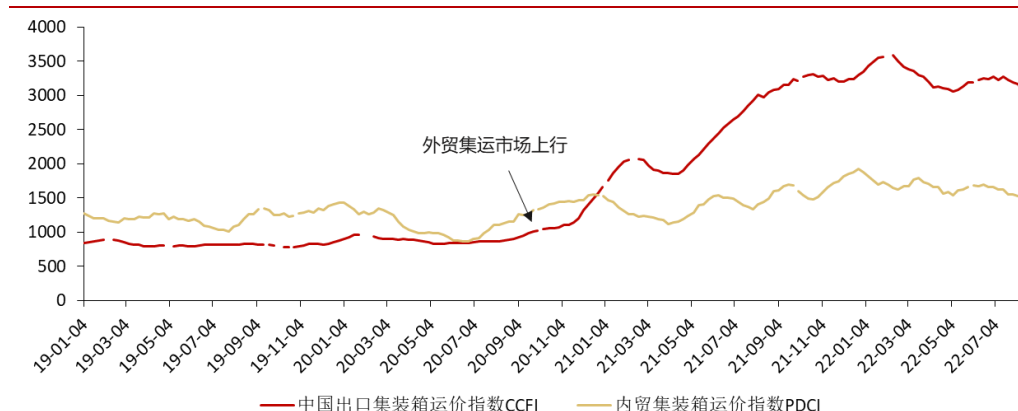
2021 年年初至 2022 年 10 月，外贸集运市场表现强劲，内贸运力流出，国内运价大幅提升。2020 年 10 月，外贸集运市场开始上行，2021 年和 2022 年上半年，中国出口集装箱运价指数 CCFI 分别同比上涨 167%和 59%，受外贸集运市场的高景气度的影响，2021 年内贸集运部分运力转向外贸运输，造成了内贸供给端的下降，供需差拉大行业运价水平持续上涨。

表1： 外贸及内贸集装箱运价指数上行阶段变化情况

	CCFI	同比	PDCI	同比
2019	824		1221	
2020	984	19%	1204	-1%
2021	2626	167%	1469	22%
2022H1	3289	59%	1679	27%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1： 外贸集运市场指数上行阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

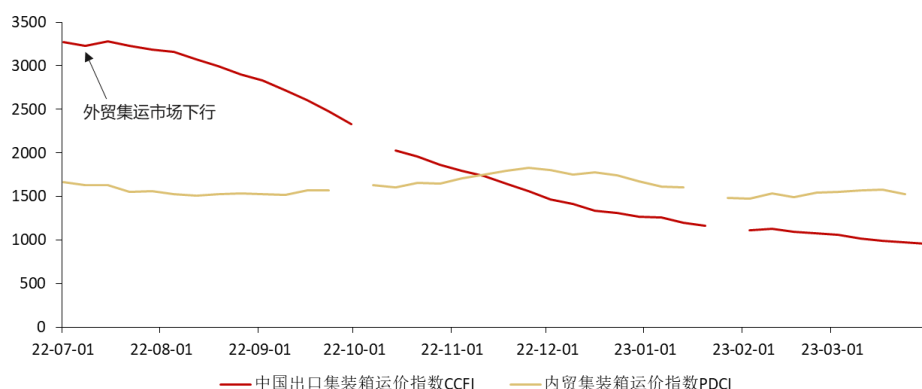
2022 年下半年，随着外贸市场恶化，市场对外贸运力回流影响内贸运价产生较强担忧。2022 年 7 月起，外贸集运市场供需关系恶化，运价持续下跌，22H2 和 2023Q1 中国出口集装箱运价指数 CCFI 同比-25%和-68%，截至 2023 年 3 月底，CCFI 指数较 2022 年高点下跌约 73%。

表2： 外贸及内贸集装箱运价指数下行阶段变化情况

	CCFI	同比	PDCI	同比
2021	2626	167%	1469	22%
2022	2792	6%	1661	13%
2022H2	2334	-25%	1643	2%
2023Q1	1087	-68%	1544	-10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: 外贸集运市场指数下行阶段



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

相较于外贸市场的剧烈波动, 内贸运价指数波动性较小, 2021-2022H1, CCFI 指数同比变化+167%/+59%, PDCI 指数同比变化+22%/+27%, 2022H2-2023Q1, CCFI 指数同比变化-25%/-68%, PDCI 指数同比变化+2%/-10%。

我们认为内贸集运市场具有较强的稳定性, 运价下跌幅度有限。其一, 考虑到存量运力含部分战略性外贸布局及新增船舶运力进攻散改集市场, 实际潜在运力增长有限; 其二, 受疫情影响, 随着经济复苏, 需求端增长有望带来较强的支撑, 内贸集运行业供需状况较 2020 年有更大的改善。

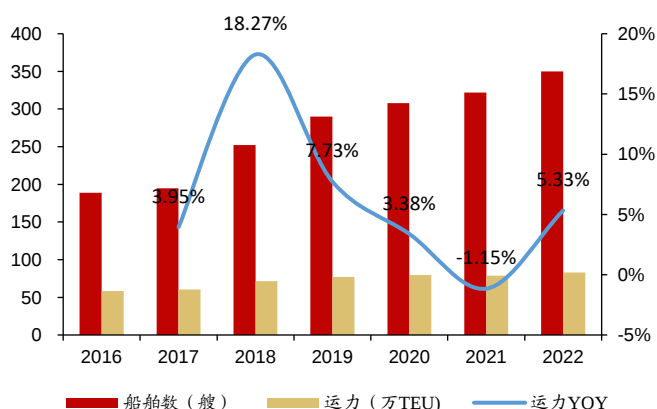
1.2 内贸集运市场具有较强的稳定性, 运价下跌幅度有限

内贸集运具有一定的政策保护, 水上运输公司需中方控股公司, 外籍船舶无法进入内贸市场。其次, 从船舶设计及运营的经济性上考虑, 部分中国籍外贸集运的大型船舶进入内贸市场经济性差, 因此原本经营外贸航线的大船进入内贸市场可能性较低。综上, 行业潜在的运力增长来源于 2021 年行业流出外贸的存量船舶运力与新增订单船舶运力。

1.2.1 存量运力: 极端情况为回归 2020 年水平

从存量船舶外贸回流来看: 1) 行业龙头开辟外贸航线, 部分运力为近洋航线战略布局, 依托于内贸市场客户的业务拓展, 全部回归内贸市场可能性较低。2) 极端假设所有流出外贸的运力全部回归内贸市场, 存量船舶回流内贸最差情况为回归 2020 年的水平, 参考沿海省际集装箱运输船舶数据, 2022 年底国内集装箱船舶运力较 2020 年底仅增长 4.1%。

图3: 沿海省际集装箱运输船舶运力增长情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 浙商证券研究所

图4: 沿海省际集装箱运输船舶 (700TEU 以上, 不含多用途船)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
船舶数 (艘)	189	195	252	290	308	322	350
新增运力 (艘)	25	41	62	46	34	29	47
退出船舶 (艘)	10	35	5	8	16	15	19
运力 (万TEU)	58.22	60.52	71.58	77.11	79.72	78.8	83
新增运力 (万TEU)	4.8	13.54	12.34	7.13	4.48	3.7	8.1
退出运力 (万TEU)	1.8	11.3	1.22	1.58	1.84	4.6	3.9
运力YOY		4.0%	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%

资料来源: 同花顺 iFinD, 浙商证券研究所

1.2.2 增量运力：散改集拓展增量市场，有助于存量货源市场的稳定

从增量船舶交付来看，根据 Clarksons 统计，截至 2023 年 3 月，龙头公司仅中谷物流及信风海运有在手订单，其中，中谷物流订单船舶 13 艘，信风海运订单船舶 3 艘。行业主要增量运力来源于中谷物流，新船服务于公司的“散改集”战略，由于新船在折旧及燃油经济性上有较大改善，盈利能力大幅提升，有助于公司开发增量货源，并保障存量市场的稳定性。

表3：前四大内贸集装箱船东在手订单情况（2023-03）

序号	船舶名称	船型（TEU）	载重吨	预期交付时间	船厂	船东
1	Zhong Gu Yin Chuan	4,636	89,000	2023 年 3 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
2	Zhong Gu Shen Yang	4,636	89,000	2023 年 3 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
3	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210402	4,638	90,029	2023 年 4 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
4	Zhong Gu Chang Chun	4,636	89,000	2023 年 4 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
5	Zhong Gu Lan Zhou	4,636	89,000	2023 年 5 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
6	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210403	4,638	90,029	2023 年 6 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
7	Zhong Gu Xi An	4,636	89,000	2023 年 6 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
8	Zhong Gu Chang Sha	4,636	89,000	2023 年 7 月	Jiangsu New YZJ	中谷物流
9	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210404	4,638	90,029	2023 年 9 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
10	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210405	4,638	90,029	2023 年 12 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
11	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210406	4,638	90,029	2024 年 3 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
12	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210407	4,638	90,029	2024 年 3 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
13	N/B CMJL (Nanjing) Nanjing J LZ8210408	4,638	90,029	2024 年 5 月	CMJL (Nanjing)	中谷物流
14	N/B Jiangsu New YZJ	4,600	89,000	2025 年 1 月	Jiangsu New YZJ	信风海运
15	N/B Jiangsu New YZJ	4,600	89,000	2025 年 1 月	Jiangsu New YZJ	信风海运
16	N/B New Dayang SB	4,504	83,000	2023 年 6 月	New Dayang SB	信风海运
总计		73,986	1,425,203			

资料来源：Clarksons，浙商证券研究所

1.3 需求端增长有望为运价提供支撑

参考规模以上港口内贸货物吞吐量，内贸货物运输需求与 GDP 增速有较强的相关性，2022 年规模以上港口内贸集装箱吞吐量较 2020 年增长约 10.6%，需求增长高于运力供给的增长，随着国内疫后复苏有望进一步带动行业需求，行业供需差扩大为运价提供强支撑容。

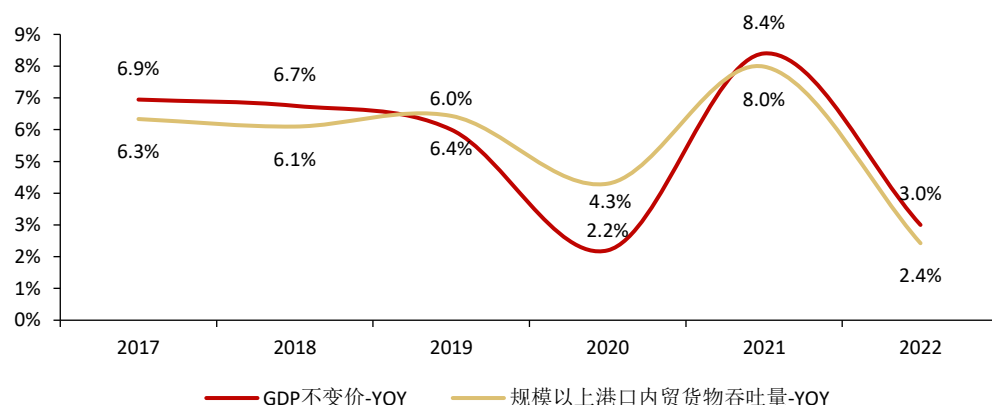
表4: 内贸集装箱行业供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022VS2020
PDCI	1228	1241	1221	1204	1469	1660	
YOY	9%	1%	-2%	-1%	22%	13%	
需求端 YOY	9.0%	9.4%	6.2%	3.1%	8.0%	2.4%	10.6%
GDP 不变价-YOY	6.9%	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%	
规模以上港口内贸集装箱吞吐量-YOY	9.0%	9.4%	6.2%	3.1%	8.0%	2.4%	
供给端 YOY	4.0%	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%	4.1%
船舶数 (艘)	195	252	290	308	322	350	
运力 (万 TEU)	60.5	71.6	77.1	79.7	78.8	83.0	
运力 YOY	4.0%	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%	

资料来源: 交通运输部, Wind, 同花顺 iFinD, 浙商证券研究所

注: 船舶数为中国旗集装箱船舶, 含内贸转入外贸市场运力

图5: 内贸货物吞吐量与 GDP 增速有较强的相关性

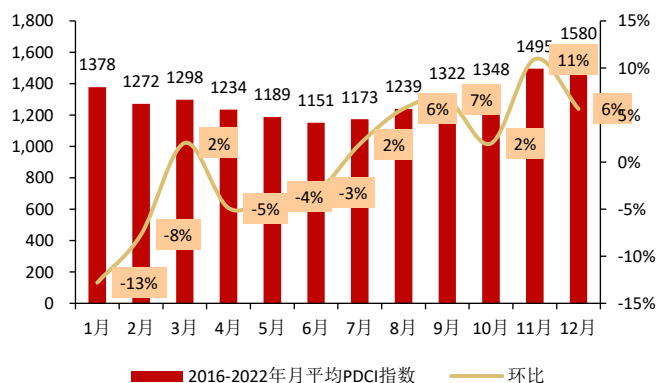


资料来源: 交通运输部, Wind, 同花顺 iFinD, 浙商证券研究所

内贸运价指数具有一定季节性, 二季度达运价低位, 三季度逐步回升。根据 2016-2022 年月均 PDCI 指数, PDCI 指数具有一定的季节性波动, 二季度通常为季节性低位, 年中最低为 6 月, 平均 PDCI 指数为 1151 点, 7 月指数逐渐回升, 12 月达最高点为 1580 点。

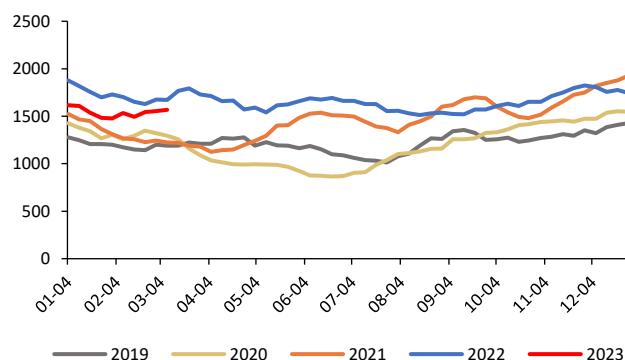
良性竞争格局下内贸集运运价具有较强的稳定性。2022 年同比 2020 年, 国内内贸集运运输需求端的增长大于供给端的增长, 供需差为运价提供较强的支撑。2023 年 1 月 6 日至 3 月 10 日, PDCI 指数平均为 1542 点, 同比下降 10%, 较 2020 年和 2021 年同期上涨 16%, 运价仍处于较高水平, 一季度淡季不淡, 展现了内贸集运市场良性竞争格局下的稳健发展趋势。

图6: 2016-2022 年月均 PDCI 指数变化趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: PDCI 指数同期对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 内贸集运行业供需测算

考虑到中谷物流及信风海运大船交付节奏，预期2023年新增加权平均总运力增长3.2万TEU，预计2023年，内贸集运行业需求端及供给端（剔除散改集）增速分别为5.1%和22.7%。相较于2020年，预期内贸集装箱吞吐量增长16%，沿海集装箱船舶运力供给总量增长8.2%，需求端的增长有望为运价提供较强支撑。

表5: 内贸集装箱行业供需测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E VS2020	2024E VS2020
PDCI	1241	1221	1204	1469	1660				
YOY	1%	-2%	-1%	22%	13%				
需求端									
GDP 不变价-YOY	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%				
规模以上港口内贸集装箱吞吐量-YOY	9.4%	6.2%	3.1%	8.0%	2.4%	5.1%	5.0%	16.2%	22.1%
供给端									
总运力 (万 TEU)	71.6	77.1	79.7	78.8	83.0	86.2	90.3		
总运力 YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%	3.9%	4.7%	8.2%	13.3%
剔除 1/3 散改集运力						85.2	86.0		
剔除散改集运力 YOY						2.6%	1.0%		
内贸剔除散改集运力估算	71.6	77.1	79.7	60.5	61.7	75.7	83.4		
内贸剔除散改集运力 YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-24.2%	2.0%	22.7%	12.4%	-5.1%	4.6%

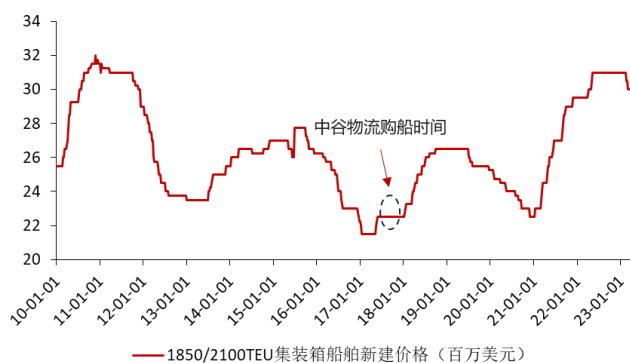
资料来源: 交通运输部, Wind, 同花顺 iFinD, 浙商证券研究所

2 大船盈利能力大幅提升，助力散改集落地

2.1 把握购船时机打造核心成本优势，大船盈利能力显著提升

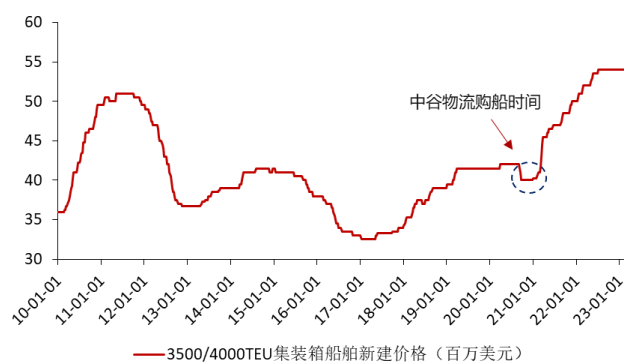
购船时机决定了船公司的生命线，低点造船打造核心成本优势。参考 1850/2100TEU 和 3500/4000TEU 集装箱船舶新建价格，中谷物流 IPO 及 2021 年新建船舶订单为阶段性造价低点，现价较公司购船价格分别+22%和+49%。

图8：1850/2100TEU 集装箱船舶建造价格趋势



资料来源：Clarksons，公司公告，浙商证券研究所

图9：3500/4000TEU 集装箱船舶建造价格趋势



资料来源：Clarksons，公司公告，浙商证券研究所

表6：中谷物流订单船舶造价 VS 现价差异测算

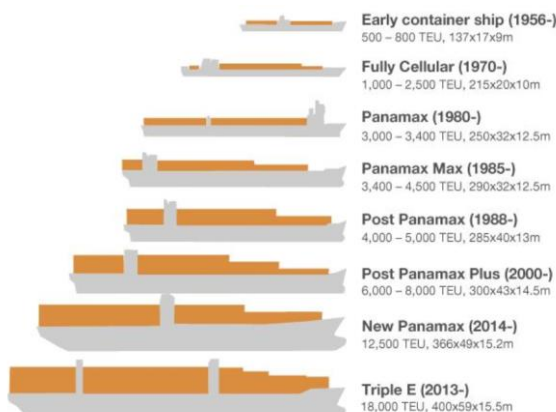
	订单时间估计	数量（艘）	单船造价（亿元）	规模（TEU）	现价估计（亿元）	现价较公司订单价增长
IPO 时期订单	2017 年 10 月	6	1.6955	1900	2.064	22%
2021 年大船订单	2021 年 2 月	18	2.5	4600	3.7152	49%

资料来源：Clarksons，公司公告，浙商证券研究所

注：订单时间参考公司公告时间，现价按照对应时间汇率折算

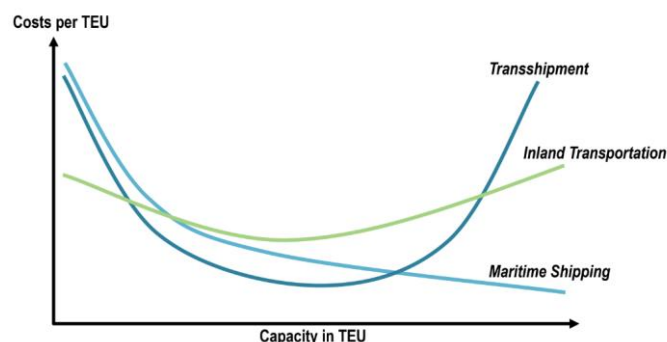
规模效应驱动全球集装箱逐步大型化。集装箱船舶受益于船舶的规模优势，通过增加每艘船的运力，从而降低了每标准箱的运输成本，因此过去几十年全球的集装箱航运公司新建船舶规模不断扩大。从内贸集运行业来看，规模效应还要考虑港口作业效率和船公司的集货能力的制约。根据公司官方公众号信息，目前国内沿海最大内贸集装箱船舶“中谷济南”轮和“中谷南宁”在港作业效率具有保障，“中谷济南”靠泊在泊作业 31 小时，船时效率 200 箱/小时，“中谷南宁”在泊作业 34.5 小时，船时效率 162 箱/小时。

图10：集装箱大型化趋势



资料来源：Vesseltracking，浙商证券研究所

图11：集装箱大型化带来的单 TEU 成本下降趋势



资料来源：The Geography of Transport Systems，浙商证券研究所

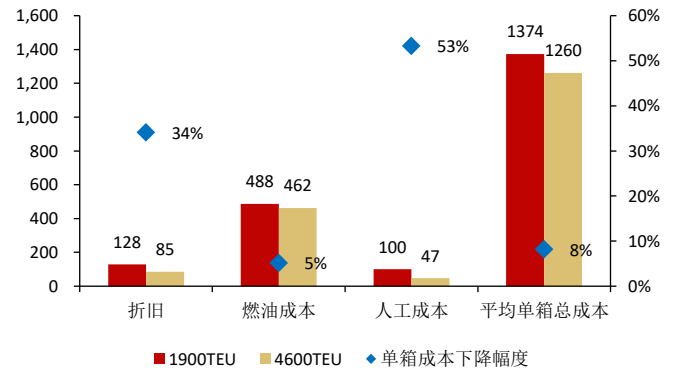
对比中谷物流 2020 年建造的 1900TEU 船型和 2021 年建造的 4600TEU 两种船型的盈利能力，以 2017-2021 年平均运价水平为基础进行测算，相较于 1900TEU 小船而言，**4600TEU 的大船单箱成本下降幅度约 8%**，盈利能力大幅提升。单箱成本下降主要来源于单箱折旧、燃油及人工成本的降低。

图12：中谷物流单船模型测算

船型	1900TEU	4600TEU
造价(亿元)	1.6955	2.5
实际可装载标箱(TEU)	1100	3200
平均装载率	80%	70%
单航次收入测算(万元)	145	398
传统货源(万元)	145	269
散改集货源(万元)		129
单航次成本测算(万元)	121	282
码头费(万元)	40	101
驳船费(万元)	12	31
折旧(万元)	11	19
燃油成本(万元)	43	104
人工成本(万元)	9	11
集装箱成本(万元)	6	17
平均单箱收入估计(元)	1650	1776
平均单箱成本估计(元)	1374	1260
单箱成本下降幅度		-8%
回本时间测算(年)	11.62	4.10

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图13：单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

2.2 大船+小高箱，强强联合推动散改集进程

应用加强型小高箱，为客户降本增效，推动国内散改集进程提速。2022年6月，中谷物流推出加强型小高箱，在普通小平箱的基础上将箱体加高加固，随着高度和载重的提升，同种货物相比小平箱节省约12%的运费，同时，中谷加强型小高箱更加便捷，可实现铁路无换装高效作业。加强型小高箱的推出有助于进一步促进国内散改集进程。目前国内集装箱化率仍处于较低水平，公司有望持续受益于国内集装箱渗透率提升带来的成长空间。（数据来源：中谷物流公众号）

图14：中谷加强型小高箱



资料来源：中谷物流公众号，浙商证券研究所

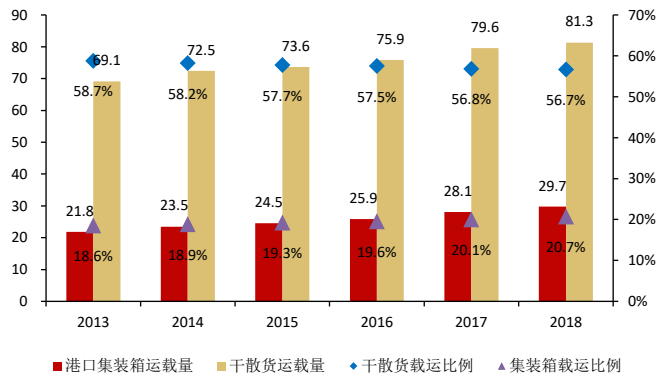
图15：小高箱运输货量增加



资料来源：中谷物流公众号，浙商证券研究所

海运干散货运输市场规模远远大于集装箱运输市场，散改集增量市场广阔，带动中期业务量提升。根据中谷物流招股书数据显示，2018年国内港口干散货载运量约为81.3亿吨，占比约为56.7%，同期集装箱载运量仅为29.7亿吨，占比约为20.7%。

图16: 港口集装箱及干散货载运量 (单位: 亿吨)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图17: 2022 年沿海省际货运船舶运力情况

	干散货船	集装箱船
数量 (艘)	2427	350
运力 (万载重吨)	7982	2075
平均船龄 (年)	10.6	9.3

资料来源: 交通运输部, 浙商证券研究所

注: 按 1TEU 约装 25 载重吨货物估计

以煤炭为例测算散货船与集装箱船运输运价, 假设 1TEU 约装载 25 吨煤炭, 按照当前运价水平测算, 从秦皇岛至宁波航线, 煤炭散货船运价较集装箱船运价低约 33%, 若小高箱多装载 1.48 吨, 则运价低约 30%。

表7: 散货船和集装箱船运价对比测算 (2023-04-04)

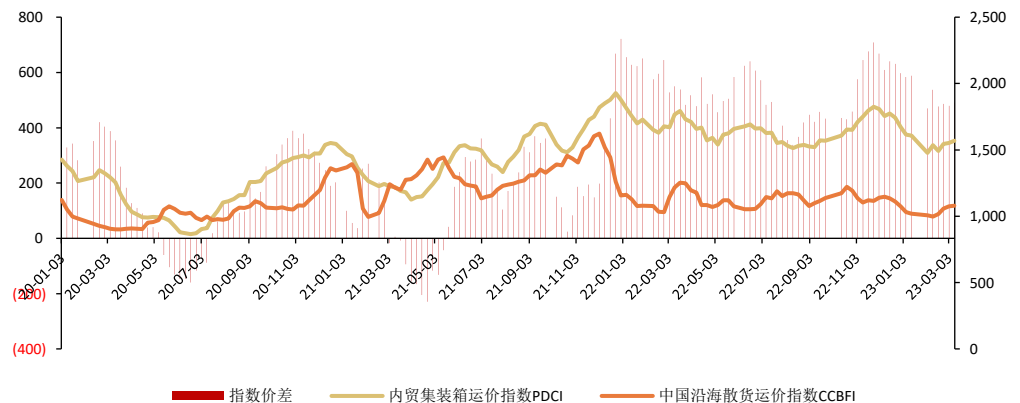
运价测算	散货船 (以煤炭为例)	集装箱
海运价格 (元/吨 元/TEU)	44.10	2019
其他杂费 (元/吨 元/TEU)	40	1140
转化为单箱收费 (元/TEU)	2103	3159
价格差距	-33%	
假设小高箱多装 1.48 吨	-30%	

资料来源: Wind, 泛亚航运, 浙商证券研究所

注: 假设散货船两端港口相关杂费约为 40 元/吨, 1TEU 装约 25 吨煤炭

随着散货和集运之间的价差缩小, 利好散改集增量货源开发。2020 年至 2022 年, 内贸集装箱运价 PDCI 指数维持在较高的水平, 同时, 2022 年以来, 沿海散货运价指数 CCBFI 大幅下跌, 集运与散运价差拉大; 随着疫后复苏, 干散货运运价指数逐步提升, 2023 年集运与散运价差缩小, 有助于开拓散改集增量货源。

图18: 内贸集运 VS 散货运价指数价差变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 盈利预测及估值分析

3.1 盈利预测

水运业务假设：a.运价假设：参考 PDCI 指数及内贸集运运力变动趋势，假设 2024 年水运业务单价回归至 2020 年水平，2023-2025 年公司水运业务单价分别同比增长-15%/-19%/+3%。b.运量假设：考虑到公司新船交付带来加权平均运力增长，预期 2023-2025 年计费箱量增速为 35%/25%/8%。

陆运业务假设：假设陆运业务单价保持稳定，随着运量提升，陆运业务利润率有望提升，假设 2023-2025 年陆运业务毛利率分别为 5%/7%/7%。

预计 2023-2025 年营业收入分别为 150/161/180 亿元，同比增长 5.4%/7.8%/11.2%，EPS 分别为 1.45/1.57/1.86 元/股。

表8：公司收入成本拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
加权平均总运力（万载重吨）	263	250	261	335	410	412
YOY	10%	-5%	4%	29%	22%	1%
营业收入	10,419	12,291	14,209	14,970	16,143	17,951
YOY	5%	18%	16%	5%	8%	11%
（1）水运业务	8,124	10,163	12,322	12,345	12,697	14,043
计费箱量增速	7%	0%	-17%	35%	25%	8%
水运业务单价（元/TEU）	1,615	1,879	2,354	2,000	1,620	1,669
（2）陆运业务	2,296	2,129	1,859	2,626	3,446	3,908
营业成本	8,961	9,677	11,006	12,072	13,524	14,354
（1）水运业务成本	6,735	7,612	9,202	9,578	10,320	10,720
水运业务毛利率	17%	25%	25%	22%	19%	24%
（2）陆运业务成本	2227	2065	1803	2494	3205	3634
陆运业务毛利率	3%	3%	3%	5%	7%	7%
归母净利润	1019	2404	2741	2063	2232	2642
EPS（最新摊薄）	0.72	1.69	1.93	1.45	1.57	1.86

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3.2 估值分析

3.2.1 绝对估值分析

考虑到正常年份下内贸集运行业运价及运量较为稳定，采用 FCFE 估值方法，按照三个阶段进行预测：2023-2025 年短期快速成长期，2026-2030 年中期过渡期和 2031 年之后永续增长期：

1) 无风险利率 R_f ：参考 10 年期国债利率水平，设为 3%；2) 市场预期收益率 R_m ：参考近三年沪深 300 指数收益率，设为 8%；3) 贝塔值：参考 Wind 最近 24 月贝塔值；4) 股权资本成本及债务资本成本：公式计算；5) 有效税率：参考公司历史有效税率；6) WACC：根据公式计算得出 WACC 为 5.6%；7) 过渡期增长率：随散改集货量提升，假设

过渡期增长率为 4%；5）永续增长率：需求端与经济增长高度相关，假设永续增长率为 2%。

根据 FCFE 模型，计算公司的目标股权价值 470 亿元。

表9：绝对估值假设及测算

指标	数值	指标	数值
无风险利率 R_f (%)	3%	过渡期增长率	4%
市场的预期收益率 R_m (%)	8%	过渡期年数	5
贝塔值 (β)	0.9	永续增长率 g	2%
股权资本成本 K_e	7.5%	FCFE 预测期现值 (亿元)	44
债务资本成本 K_d	3.7%	FCFE 过渡期现值 (亿元)	95
有效税率 T_x (%)	25.2%	FCFE 永续价值现值 (亿元)	331
加权平均资本成本 WACC	5.6%	股权价值 (亿元)	470

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3.2.2 相对估值分析

由于安通控股暂无一致预测，选取内贸航运公司兴通股份、盛航股份作为可比公司，2023-2025 年，可比公司平均 PE 分别为 16.62、12.61 和 8.88。相较于外贸集运行业，中谷物流所属内贸集运行业竞争格局更加集中，公司大船逐步下水，运量有望大幅提升，随着国内“散改集”和多式联运的推进，公司成长属性更强。根据绝对估值结果，我们认为公司长期具备较大的发展空间，参考可比公司相对估值，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 26.1 元/股，维持“买入”评级。

表10：PE 估值（时间：2023-04-14）

	EPS (元/股)			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
兴通股份	1.72	2.29		18.72	14.04	
盛航股份	1.48	1.92	2.42	14.51	11.18	8.88
平均值	1.60	2.11	2.42	16.62	12.61	8.88
中谷物流	1.45	1.57	1.86	11.83	10.94	9.24

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

1）宏观经济波动风险：内贸集运需求受宏观经济影响较大，若市场需求放缓，将对公司经营业务产生不利影响。

2）散改集落地速度放缓风险：若散改集推进不及预期，公司新船货源将受到影响，从而加剧存量货源竞争。

3）测算偏差及第三方数据可信度风险等：报告测算基于一定前提假设及第三方数据，与实际经营存在偏差风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10479	11564	13630	14467
现金	4761	6271	7068	8445
交易性金融资产	4550	4000	5218	4589
应收账款	592	635	674	753
其它应收款	71	64	74	83
预付账款	20	159	143	123
存货	125	121	135	144
其他	360	316	318	331
非流动资产	9651	8862	8812	9424
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1080	615	692	796
固定资产	4708	6229	7066	7837
无形资产	207	203	198	193
在建工程	275	294	331	374
其他	3381	1521	524	224
资产总计	20130	20426	22442	23891
流动负债	6105	5090	5746	5686
短期借款	300	100	133	178
应付款项	2971	2728	3193	3014
预收账款	0	0	0	0
其他	2834	2262	2420	2494
非流动负债	4690	5564	5966	6107
长期借款	2720	3720	4120	4220
其他	1970	1845	1846	1887
负债合计	10794	10654	11712	11793
少数股东权益	32	37	39	43
归属母公司股东权	9304	9735	10690	12055
负债和股东权益	20130	20426	22442	23891

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3963	4009	4094	3315
净利润	2743	2068	2235	2646
折旧摊销	341	357	451	527
财务费用	45	228	163	291
投资损失	(274)	(100)	(168)	(181)
营运资金变动	426	64	237	(287)
其它	681	1393	1177	319
投资活动现金流	(458)	(777)	(2447)	(631)
资本支出	(1403)	(1892)	(1321)	(1336)
长期投资	(700)	465	(77)	(104)
其他	1645	650	(1050)	809
筹资活动现金流	(1806)	(1722)	(849)	(1308)
短期借款	300	(200)	33	44
长期借款	1229	1000	400	100
其他	(3335)	(2522)	(1282)	(1452)
现金净增加额	1699	1510	798	1376

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14209	14970	16143	17951
营业成本	11006	12072	13524	14354
营业税金及附加	39	30	24	27
营业费用	28	31	34	36
管理费用	215	225	242	269
研发费用	19	20	22	24
财务费用	45	228	163	291
资产减值损失	5	(1)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	274	100	168	181
其他经营收益	544	300	687	408
营业利润	3670	2765	2989	3539
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	3669	2764	2987	3537
所得税	926	696	753	891
净利润	2743	2068	2235	2646
少数股东损益	2	4	3	3
归属母公司净利润	2741	2063	2232	2642
EBITDA	4087	3299	3631	4255
EPS（最新摊薄）	1.93	1.45	1.57	1.86

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	15.60%	5.36%	7.84%	11.20%
营业利润	14.06%	(24.66%)	8.10%	18.38%
归属母公司净利润	14.02%	(24.73%)	8.17%	18.37%
获利能力				
毛利率	22.55%	19.36%	16.22%	20.04%
净利率	19.31%	13.81%	13.84%	14.74%
ROE	28.75%	21.60%	21.77%	23.15%
ROIC	17.71%	13.52%	13.35%	14.31%
偿债能力				
资产负债率	53.62%	52.16%	52.19%	49.36%
净负债比率	45.07%	46.95%	47.75%	49.63%
流动比率	1.72	2.27	2.37	2.54
速动比率	1.70	2.25	2.35	2.52
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.74	0.75	0.77
应收账款周转率	25.91	24.43	24.71	25.19
应付账款周转率	4.38	4.24	4.57	4.62
每股指标(元)				
每股收益	1.93	1.45	1.57	1.86
每股经营现金	2.79	2.83	2.89	2.34
每股净资产	6.56	6.86	7.53	8.50
估值比率				
P/E	8.91	11.83	10.94	9.24
P/B	2.62	2.51	2.28	2.03
EV/EBITDA	4.37	6.28	5.32	4.43

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10 % 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>