

## 行业运价回归常态，高度重视现金分红

### 投资要点

- **事件：**中谷物流公布2023年年报以及2024年一季报。2023年公司实现营业收入124.39亿元，较上年同期下滑12.5%，其中水运业务收入101.1亿元，较上年同期下滑17.9%，陆运业务收入23.3亿元，较上年同期增长25.1%。2024年一季度实现营收27.9亿元，同比下降8.2%。2023年全年公司实现归母净利润17.2亿元，归母净利率为13.8%，较22年下降5.5pp。2024年一季度公司实现归母净利3.9亿元，归母净利率为14%。
- **高度重视现金分红，建立了对投资者持续、稳定、科学的分红回报机制。**根据公司第三届董事会第十九次会议决议，公司拟向全体股东每10股派发现金股利人民币7.2元（含税），以此计算合计拟派发现金红利15.1亿元（含税），占2023年归母净利润的比例为88.05%。
- **行业平均运价水平回归常态。**2021-2022年期间，由于外贸集装箱运输需求的旺盛，出现了内贸运力补充外贸市场的情况，行业运价在此期间持续高位运行，2021-2022年PDCI指数均值分别为1469、1661点。2023年随着外贸集装箱运价回落，内贸集装箱运价也逐步回归常态，2023年全年均值为1252点，较上一年同期下滑25%，截至2024年4月26日，PDCI均值为1141点，已回归至长期均值水平。
- **新船交付夯实运力底盘，提升资产质量。**公司与国内船厂签订了18艘4,600TEU集装箱船舶的订单，2023年度共下水11艘。同时为了更好地适应当前内贸集装箱物流行业的市场情况，公司持续优化船舶吨位结构、船龄结构，淘汰船龄较大且不满足航线要求的老旧船舶。报告期内，公司累计处置5艘集装箱船舶，合计22万载重吨，处置船舶平均船龄超过20年。截至2023年末，公司总运力为350.5万载重吨。据Alphaliner最新公布数据显示，中谷物流运力排名全球第20位，在中国内贸集装箱船舶公司中排名第二。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好公司新增运力释放下，内贸业务量的持续提升，预计公司2024/25/26年归属母公司净利润分别为17.6、18.3、19.9亿元，EPS分别为0.84元、0.87元、0.95元。选取航运物流板块公司进行对标，兼顾集运和物流属性，同行可比公司2024年PE估值12倍，而中谷物流当前PE估值11倍，仍具性价比。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、内贸集装箱运价大幅下跌、运力交付进度放缓等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12438.79	13496.34	14384.05	15342.78
增长率	-12.46%	8.50%	6.58%	6.67%
归属母公司净利润(百万元)	1717.28	1764.34	1827.13	1992.94
增长率	-37.36%	2.74%	3.56%	9.07%
每股收益EPS(元)	0.82	0.84	0.87	0.95
净资产收益率ROE	16.01%	14.54%	13.42%	13.08%
PE	12	11	11	10
PB	1.86	1.64	1.46	1.31

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡光怿  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58351859  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn  
联系人：杨蕊  
电话：021-58351985  
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	21.00
流通A股(亿股)	21.00
52周内股价区间(元)	6.84-15.49
总市值(亿元)	198.88
总资产(亿元)	241.36
每股净资产(元)	5.29

### 相关研究

## 1 内贸集装箱运输行业的民营龙头企业

中谷物流是内贸集装箱行业的民营龙头企业。公司成立于 2003 年，凭借多年的行业经营管理经验，牢牢抓紧行业发展机遇，积极开拓新市场，始终保持稳健、健康的发展态势。公司主要从事国内沿海集装箱货物运输。目前，公司的航运网络覆盖全国 25 个沿海主要港口与超过 50 个内河港口，覆盖除三亚港外全部“一带一路”重点布局的 15 个港口，及环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海等全国沿海港口群体，公司提供连接重要沿海主要港口的精品航线服务，整个航线网络覆盖面广、班期稳定。

图 1：公司港口布局图

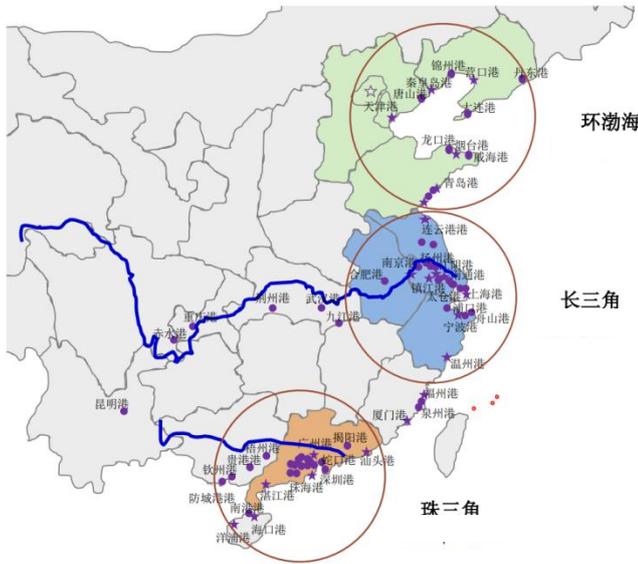


图 2：公司航线网络布局



数据来源：招股说明书，西南证券整理

数据来源：招股说明书，西南证券整理

**新船交付夯实运力底盘，提升资产质量。**公司与国内船厂签订了 18 艘 4,600TEU 集装箱船舶的订单，2023 年度共下水 11 艘。同时为了更好地适应当前内贸集装箱物流行业的市场情况，公司持续优化船舶吨位结构、船龄结构，淘汰船龄较大且不满足航线要求的老旧船舶。报告期内，公司累计处置 5 艘集装箱船舶，合计 22 万载重吨，处置船舶平均船龄超过 20 年。截至 2023 年末，公司总运力为 350.5 万载重吨。据 Alphaliner 最新公布数据显示，中谷物流运力排名全球第 20 位，在中国内贸集装箱船舶公司中排名第二。

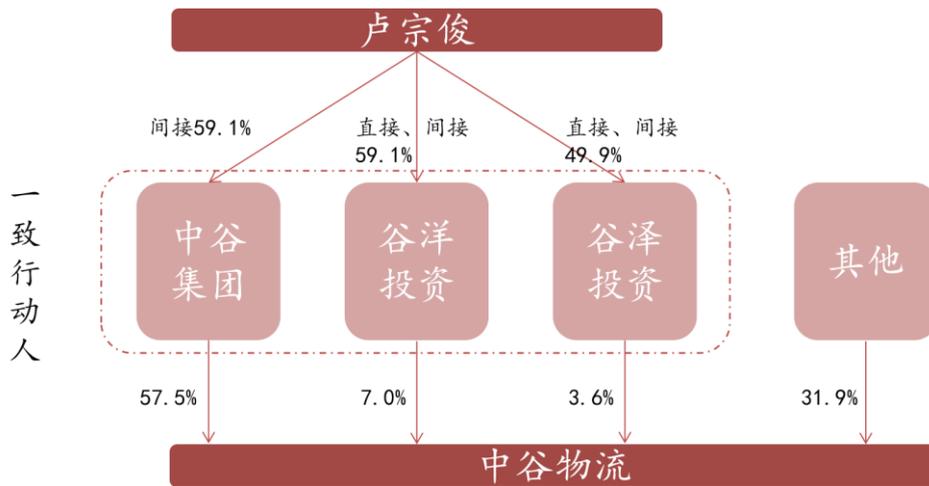
表 1：公司运力结构（单位：载重吨）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
加权平均自有运力	2262007	69.8%	1468804	56.3%	1470679	58.9%
加权平均外租运力	977397	30.2%	1141104	43.7%	1028111	41.1%
加权平均总运力	3239404	100.0%	2609908	100.0%	2498790	100.0%
期末总运力	3505179		2908385		2456236	-

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司实际控制人为卢宗俊，合计持股比例达 39.9%。董事长卢宗俊通过其所控制的中谷集团、谷洋投资、谷泽投资合计控制本公司 39.9%的股份。其中，卢宗俊通过其所控制的中谷集团间接控制本公司 34.0%的股份；通过其所控制的谷洋投资间接控制本公司 4.1%的股份；通过其所控制的谷泽投资间接控制本公司 1.8%的股份。

图 3：公司实际控制人



数据来源：公司公告，西南证券整理

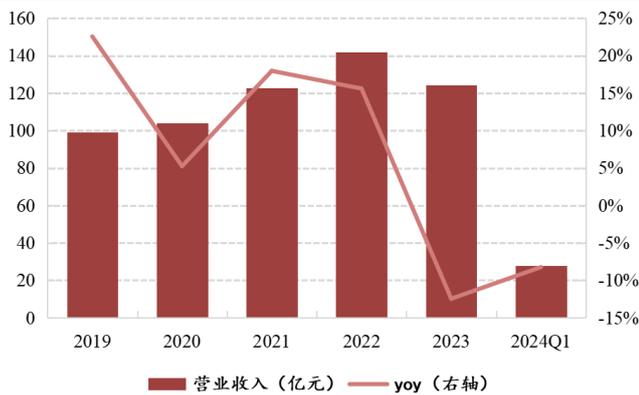
行业平均运价水平回归常态。2021-2022 年期间，由于外贸集装箱运输需求的旺盛，出现了内贸运力补充外贸市场的情况，行业运价在此期间持续高位运行，2021-2022 年 PDCI 指数均值分别为 1469、1661 点。2023 年随着外贸集装箱运价回落，内贸集装箱运价也逐步回归常态，2023 年全年均值为 1252 点，较上一年同期下滑 25%，截至 2024 年 4 月 26 日，PDCI 均值为 1141 点，已回归至长期均值水平。

图 4：PDCI 指数变动趋势

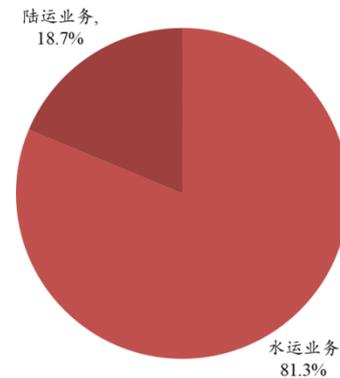


数据来源：wind，西南证券整理

公司营收保持健康增长态势。2019 年以来公司收入实现稳步增长，20 年因疫情增速放缓，21、22 年受运价上涨影响，增速回升，23 年运价回落，公司营收受影响下降，2023 年公司实现营业收入 124.39 亿元，较上年同期下滑 12.5%，其中水运业务收入 101.1 亿元，较上年同期下滑 17.9%，陆运业务收入 23.3 亿元，较上年同期增长 25.1%。2024 年一季度实现营收 27.9 亿元，同比下降 8.2%。

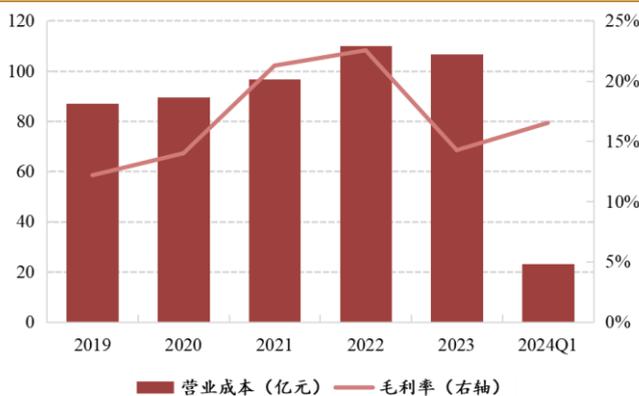
**图 5：公司营业收入情况**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 6：公司分产品营业收入占比**


数据来源：wind，西南证券整理

依靠精细化管理以及规模优势，公司成本控制较好。从成本来看，公司的经营成本主要包括码头费、船舶租赁费用及燃油成本等。码头费取决于港口企业对外收费政策；船舶租赁成本受到造船技术更新、钢材价格及二手船舶拆船等众多因素影响，存在一定波动；燃油成本与燃油采购价格相关，国际油价受到供需关系的影响，可能会产生较大波动。2023 年，受到燃油以及船租金价格下降原因，公司营业成本为 106.7 亿元，同比下降 3.1%，毛利率为 14.3%，较上年下降 8.3pp，回归常态，2024 年一季度实现毛利率 16.5%，较年底上涨 2.3pp。公司各项费用稳定，2023 年全年公司实现归母净利润 17.2 亿元，归母净利率为 13.8%，较 22 年下降 5.5pp。2024 年一季度公司实现归母净利 3.9 亿元，归母净利率为 14%。

**图 7：公司营业成本情况**


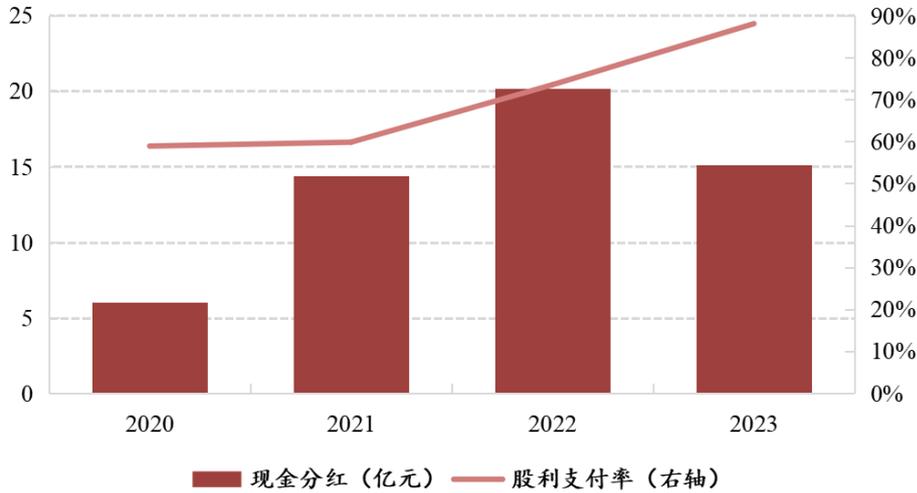
数据来源：wind，西南证券整理

**图 8：公司归母净利润情况**


数据来源：wind，西南证券整理

高度重视现金分红，建立了对投资者持续、稳定、科学的分红回报机制。根据公司第三届董事会第十九次会议决议，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 7.2 元(含税)，以此计算合计拟派发现金红利 15.1 亿元(含税)，占 2023 年归母净利润的比例为 88.05%。

图 9：公司现金分红情况



数据来源：wind，西南证券整理

## 2 盈利预测及估值

### 关键假设：

- 1) 公司投资新建的 18 艘船已经投运了 15 艘，剩余 3 艘将在 2024 年上半年投入运营；
- 2) 考虑到公司运力规模的增加，预计 2024/25/26 年运输量同比+10%、+8%、+8%；
- 3) 考虑到内贸集运的供需，我们认为未来内贸运价回归常态，预计 2024/25/26 年 PDCI 同比+3%、0%、0%；
- 4) 综合影响下，2024/25/26 年公司毛利率水平为 15.7%、15.8%、16.1%。

表 2：公司分业务收入

	2023A	2024E	2025E	2026E
水运业务收入 (百万元)	10112	11096	11984	12943
YoY	-17.9%	9.7%	8.0%	8.0%
陆运业务收入 (百万元)	2326	2400	2400	2400
YoY	25.1%	3.2%	0.0%	0.0%
收入合计 (百万元)	12439	13496	14384	15343
YoY	-12.5%	8.5%	6.6%	6.7%
成本合计 (百万元)	10666	11381	12107	12879
YoY	-3.1%	6.7%	6.4%	6.4%
毛利率	14.3%	15.7%	15.8%	16.1%

数据来源：wind，西南证券

我们看好公司新增运力释放下，内贸业务量的持续提升，预计公司 2024/25/26 年水运业务收入分别为 111、120、129 亿元，总收入分别为 135、144、153 亿元，归属母公司净利润分别为 17.6、18.3、19.9 亿元，EPS 分别为 0.84 元、0.87 元、0.95 元。

表 3：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
盛航股份	001205.SZ	19.15	1.06	1.41	1.77	2.05	18	14	11	9
招商轮船	601872.SH	9.09	0.59	0.86	0.98	1.07	15	11	9	8
可比公司估值								12	10	9

数据来源：西南证券整理

考虑公司从事内贸集装箱运输，可比公司较少，故选取航运物流板块公司进行对标，兼顾集运和物流属性。同行可比公司 2024 年 PE 估值 12 倍，而中谷物流当前 PE 估值 11 倍，仍具性价比。首次覆盖，给予“持有”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12438.79	13496.34	14384.05	15342.78	净利润	1721.58	1768.76	1831.71	1997.93
营业成本	10665.97	11380.62	12106.71	12879.11	折旧与摊销	452.37	504.73	513.50	525.27
营业税金及附加	13.95	25.85	21.84	26.34	财务费用	127.14	92.97	101.63	57.66
销售费用	33.07	31.37	35.84	36.94	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	242.24	233.49	280.49	299.18	经营营运资本变动	-363.53	-160.93	147.36	147.36
财务费用	127.14	92.97	101.63	57.66	其他	541.15	-228.09	-198.46	-213.73
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2478.71</b>	<b>1977.43</b>	<b>2395.74</b>	<b>2514.48</b>
投资收益	179.04	226.36	202.70	214.53	资本支出	-2970.20	-300.00	-350.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-82.00	29.86	-197.30	-85.47
其他经营损益	0.00	400.00	400.00	400.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3052.21</b>	<b>-270.14</b>	<b>-547.30</b>	<b>-485.47</b>
<b>营业利润</b>	<b>2282.38</b>	<b>2358.41</b>	<b>2440.26</b>	<b>2658.07</b>	短期借款	-50.00	89.83	-150.09	-26.56
其他非经营损益	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	长期借款	2741.51	0.00	-600.00	-900.00
<b>利润总额</b>	<b>2281.91</b>	<b>2357.93</b>	<b>2439.79</b>	<b>2657.60</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	560.33	589.17	608.08	659.67	支付股利	-312.17	-343.46	-352.87	-365.43
净利润	1721.58	1768.76	1831.71	1997.93	其他	-1256.32	-273.31	-301.63	-257.66
少数股东损益	4.30	4.42	4.58	4.99	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1123.02</b>	<b>-526.93</b>	<b>-1404.58</b>	<b>-1549.65</b>
归属母公司股东净利润	1717.28	1764.34	1827.13	1992.94	<b>现金流量净额</b>	<b>606.58</b>	<b>1180.36</b>	<b>443.85</b>	<b>479.36</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5567.81	6748.17	7192.03	7671.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	684.67	699.22	755.60	806.79	销售收入增长率	-12.46%	8.50%	6.58%	6.67%
存货	85.29	91.00	94.81	101.98	营业利润增长率	-37.82%	3.33%	3.47%	8.93%
其他流动资产	5934.48	6181.67	6626.64	6975.21	净利润增长率	-37.24%	2.74%	3.56%	9.07%
长期股权投资	1123.62	1123.62	1123.62	1123.62	EBITDA 增长率	-29.45%	3.29%	3.36%	6.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7953.60	7777.01	7641.65	7544.53	毛利率	14.25%	15.68%	15.83%	16.06%
无形资产和开发支出	275.91	247.93	219.96	191.98	三费率	3.24%	2.65%	2.91%	2.57%
其他非流动资产	1773.81	1773.64	1773.47	1773.30	净利率	13.84%	13.11%	12.73%	13.02%
<b>资产总计</b>	<b>23399.17</b>	<b>24642.27</b>	<b>25427.77</b>	<b>26188.80</b>	ROE	16.01%	14.54%	13.42%	13.08%
短期借款	250.00	339.83	189.74	163.18	ROA	7.36%	7.18%	7.20%	7.63%
应付和预收款项	3161.09	3328.99	3559.18	3786.02	ROIC	20.51%	17.63%	17.77%	18.72%
长期借款	5461.29	5461.29	4861.29	3961.29	EBITDA/销售收入	23.01%	21.90%	21.24%	21.12%
其他负债	3773.82	3343.52	3170.07	2998.32	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12646.20</b>	<b>12473.63</b>	<b>11780.29</b>	<b>10908.82</b>	总资产周转率	0.57	0.56	0.57	0.59
股本	2100.06	2100.06	2100.06	2100.06	固定资产周转率	1.99	1.77	1.97	2.18
资本公积	3344.67	3344.67	3344.67	3344.67	应收账款周转率	22.35	25.05	24.78	24.80
留存收益	5264.50	6685.39	8159.65	9787.17	存货周转率	101.23	129.11	128.93	128.93
归属母公司股东权益	10718.88	12130.13	13604.39	15231.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.96%	—	—	—
少数股东权益	34.09	38.51	43.09	48.08	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10752.97</b>	<b>12168.64</b>	<b>13647.48</b>	<b>15279.98</b>	资产负债率	54.05%	50.62%	46.33%	41.65%
负债和股东权益合计	23399.17	24642.27	25427.77	26188.80	带息债务/总负债	45.16%	46.51%	42.88%	37.81%
					流动比率	2.29	2.65	2.88	3.04
					速动比率	2.27	2.63	2.86	3.02
					股利支付率	18.18%	19.47%	19.31%	18.34%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2861.90	2956.11	3055.38	3240.99	每股收益	0.82	0.84	0.87	0.95
PE	11.58	11.27	10.88	9.98	每股净资产	5.10	5.78	6.48	7.25
PB	1.86	1.64	1.46	1.31	每股经营现金	1.18	0.94	1.14	1.20
PS	1.60	1.47	1.38	1.30	每股股利	0.15	0.16	0.17	0.17
EV/EBITDA	5.18	4.59	3.99	3.26					
股息率	1.57%	1.73%	1.77%	1.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---