

# 中谷物流 (603565)

证券研究报告

2024年06月11日

## 国际集运涨价，内贸运价有望上行

### 内贸集运龙头，高ROE、高分红

中谷物流是中国内贸集运龙头企业，提供以集装箱水运为核心的多式联运服务。2014-2022年，中谷物流的收入和利润大幅增长，2017-2023年，中谷物流的运力规模增长迅速。2023年，受内、外贸运价下降的影响，收入与利润出现阶段性下滑。2014年以来，中谷物流盈利呈现高增长，ROE在15%以上，经营性现金流良好，分红比例显著提高，2023年中谷物流分红比例高达88%。

### 国际集运涨价，带动内贸运价上涨

2024年国际集运运价上涨，有望带动内贸集运运价上涨。历史上国际集运运价和中国内贸集运运价具有相关性，原因是集运需求正相关、运力供给能相互调配。中国主要港口外贸和内贸的集装箱吞吐量增速往往同向波动。当外贸集运运价上涨时，内贸集装箱船可以开行国际航线，实现运力调配，反之亦然。我们预计2024年下半年内贸集运运价有望上涨：一是外贸运价带动，二是季节性回升，三是需求周期复苏。但是预计内贸集运运价涨幅低于外贸集运，因为内贸干散货运输的拖累作用。

### 租船业务盈利有望大幅上升

集装箱船租金大幅上涨，中谷物流的租船业务盈利有望大幅增加。2023年底以来，集装箱船租金接近翻倍。中谷物流或将更多的集装箱船出租给国际班轮公司，盈利有望增加。考虑到4600TEU大船已经全部交付，2024年租船运力规模有望大幅超过2022年。如果中谷物流1900TEU及以上的集装箱船全部出租，那么租金上涨1万美元/天，或将带动租船毛利增加10亿元左右。

### 盈利预测与目标价

2024-2025年盈利有望大幅回升。随着外贸集运运价上涨，内贸集装箱船有望以较高租金租给国际班轮公司，获得较高利润；同时导致内贸集装箱船运力减少，运价有望上涨、盈利有望改善。综合DDM估值法和可比公司2024年Wind一致预期PE，取两个估值结果的平均值，给予中谷物流的目标价为12.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动的风险，政策风险，集装箱物流行业的季节性风险，集装箱物流运输安全风险，成本上涨风险，船舶、集装箱租赁的风险，专业人才引进和流失的风险，业务扩张导致的经营管理风险，监管事件的风险，测算结果具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,208.92	12,438.79	12,998.54	11,731.18	13,162.38
增长率(%)	15.60	(12.46)	4.50	(9.75)	12.20
EBITDA(百万元)	3,536.26	2,114.56	3,191.36	3,599.40	2,912.18
归属母公司净利润(百万元)	2,741.39	1,717.28	2,193.79	2,512.55	2,039.37
增长率(%)	14.02	(37.36)	27.75	14.53	(18.83)
EPS(元/股)	1.31	0.82	1.04	1.20	0.97
市盈率(P/E)	7.92	12.64	9.90	8.64	10.65
市净率(P/B)	2.33	2.03	1.97	1.90	1.85
市销率(P/S)	1.53	1.75	1.67	1.85	1.65
EV/EBITDA	3.63	5.51	5.06	4.48	4.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.34元
目标价格	12.40元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,100.06
流通A股股本(百万股)	2,100.06
A股总市值(百万元)	21,714.65
流通A股市值(百万元)	21,714.65
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	53.83
一年内最高/最低(元)	11.54/6.54

### 作者

<b>陈金海</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
<b>邹嫚</b>	联系人
zouman@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 内贸集运龙头，持续高盈利 .....	4
1.1. 中谷物流是内贸集运龙头 .....	4
1.2. 运力规模和盈利大幅增长 .....	5
1.3. 公司持续高盈利、高分红 .....	6
2. 国际集运涨价，带动内贸运价上涨 .....	6
2.1. 国际和国内的集运运价相关 .....	6
2.2. 运力相互调配促使运价联动 .....	7
2.3. 下半年内贸集运运价有望上涨 .....	8
3. 租船业务盈利有望大幅上升 .....	9
3.1. 集装箱船租金大幅上涨 .....	9
3.2. 租船业务规模有望增加 .....	9
3.3. 租船业务盈利弹性较大 .....	10
4. 盈利预测与目标价 .....	10
4.1. 预计盈利大幅增长 .....	10
4.2. 目标价 12.40 元 .....	11
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1：中谷物流股权结构图（截至 2024 年 6 月 10 日） .....	4
图 2：中谷物流提供以集装箱水运为核心的多式联运服务 .....	4
图 3：中谷物流多式联运服务以水运为核心 .....	4
图 4：2014 年以来，中谷物流的营业收入呈增长趋势 .....	5
图 5：2014 年以来，中谷物流的归母净利润增长迅速 .....	5
图 6：2014 年以来，中谷物流的归母权益大幅增长 .....	5
图 7：2017 年以来，中谷物流的 ROE 较为稳定 .....	5
图 8：2017 年以来，中谷物流的运力规模大幅增长 .....	6
图 9：2017 年以来，中谷物流的自有运力规模占比不断攀升 .....	6
图 10：中谷物流盈利规模大幅增长 .....	6
图 11：中谷物流现金流良好，分红比例显著提高 .....	6
图 12：国内和国际的集运运价波动具有相关性 .....	7
图 13：中国主要港口内贸和外贸的集装箱吞吐量增速相关 .....	7
图 14：运力调配导致 2021 年内贸集装箱船运力增速低于全球 .....	7
图 15：不同船型集装箱船的租金水平同向波动 .....	7
图 16：2023 年中谷物流的运输货类结构 .....	8
图 17：内贸集装箱运价与内贸铁矿石运价具有相关性 .....	8
图 18：2023 年下半年以来，东亚部分地区出口增速明显回升 .....	8
图 19：中国和美国的库存周期都开始拐头向上 .....	8
图 20：内贸集装箱运价的季节性低谷在 6 月份 .....	8

图 21: 中国主要港口内贸集装箱吞吐量的季节性规律 .....	8
图 22: 集装箱船租金随集运运价波动 .....	9
图 23: 2023 年底以来, 中小型集装箱船的租金上涨 .....	9
图 24: 中谷物流自有集装箱船 (1900TEU 及以上) 数量增加 .....	9
图 25: 2024 年 1-5 月集装箱船租金处于较低水平 .....	9
表 1: 中谷物流主要船型 (1900TEU 及以上) 的租船假设与利润贡献 .....	10
表 2: 中谷物流的核心财务指标预测 .....	10
表 3: 中谷物流的贴现率核心假设 .....	11
表 4: 中谷物流的分红与贴现值 .....	11
表 5: 中谷物流的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 EPS 和估值 .....	11

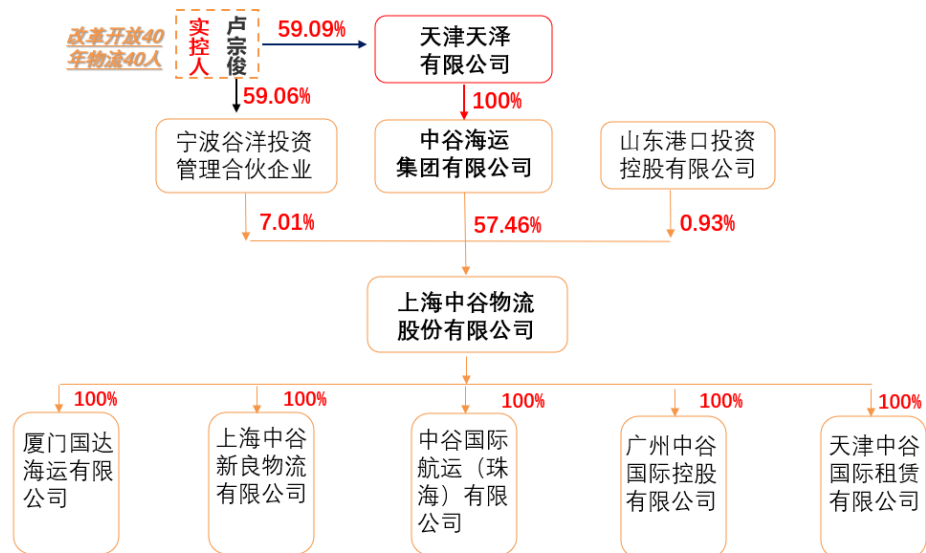
## 1. 内贸集运龙头，持续高盈利

中谷物流是中国内贸集运龙头企业，提供以集装箱水运为核心的多式联运服务。2014-2022年，中谷物流的收入和利润大幅增长，2017-2023年，中谷物流的运力规模增长迅速。2023年，受内、外贸运价下降的影响，收入与利润出现阶段性下滑。2014年以来，中谷物流盈利呈现高增长，ROE在15%以上，经营性现金流良好，分红比例显著提高，2023年中谷物流分红比例高达88%。

### 1.1. 中谷物流是内贸集运龙头

中谷物流是中国内贸集运龙头企业。中谷物流以集装箱为核心载体，整合水路、公路、铁路运输资源协同运作，依托现代化物流信息平台，为客户提供定制化、高性价比的“门到门”全程集装箱物流解决方案。控股股东中谷集团成立于2003年12月，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一。中谷物流股权结构稳定，前董事长卢宗俊为实际控制人。2018年，卢宗俊当选中国船东协会副会长并获得“改革开放40年物流40人”称号。

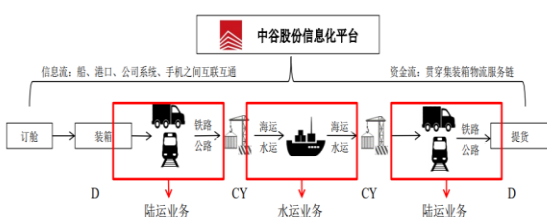
图 1：中谷物流股权结构图（截至 2024 年 6 月 10 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

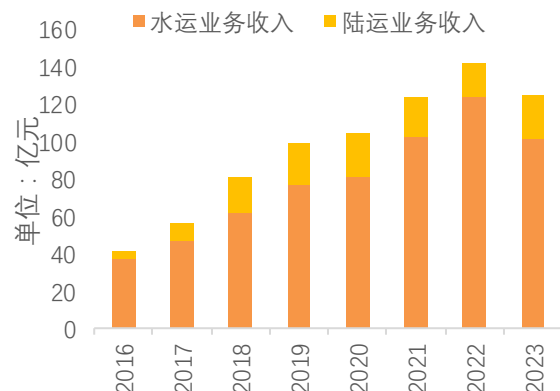
中谷物流提供以集装箱水运为核心的多式联运服务。传统的集装箱水运业务以港到港（CY-CY）为主，中谷物流整合了水路、公路、铁路运输资源，将物流服务向陆运拓展，致力于提供门到门（D-D）的全程集装箱物流解决方案，即多式联运服务。水运业务是收入的核心来源，2023年水运业务收入占比达81%。

图 2：中谷物流提供以集装箱水运为核心的多式联运服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中谷物流多式联运服务以水运为核心



资料来源：公司公告，天风证券研究所

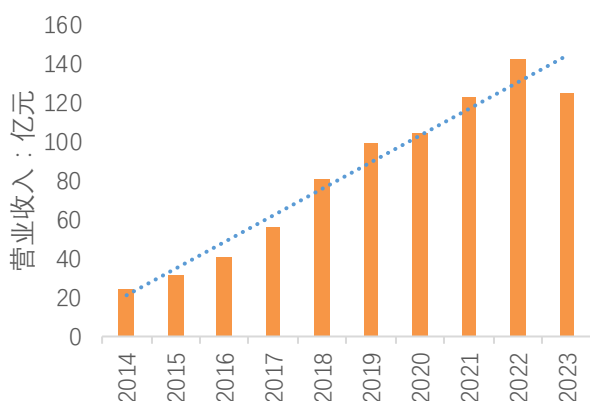
中谷物流的战略定位：以标准化集装箱为载体，以互联网大数据为依托，为工农商贸提供安全、高效、绿色、便捷的多式联运全程物流服务。坚持以内贸为核心，进一步增强核心竞争力。持续优化资产结构，打造环保绿色的物流方式。不断提高信息化水平，全面提升精细化管理能力。

中谷物流的战略目标：公司将以高质量发展为核心指导思想，坚持以内贸集装箱物流为核心主业，形成强劲的可持续发展动力，将公司主营业务不断做大做强。公司将持续优化现有船队结构，新增符合航线要求的新型船舶以满足行业“散改集”发展趋势的需求。公司将不断提高现有信息系统的处理能力和信息安全水平，使其与日益增长的业务量相匹配，从而保障公司业务得以正常、高效运转。

## 1.2. 运力规模和盈利大幅增长

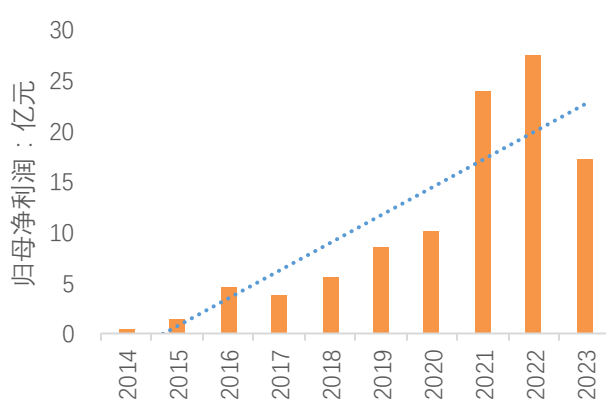
中谷物流的归母净利润大幅增长。2014 年以来，中谷物流的营业收入和归母净利润都呈现上升趋势。2021 年归母净利润同比增幅 136%，主要系当期业务量和运价都同比增长所致。2023 年，受内、外贸运价下降的影响，营业收入与归母净利润均出现阶段性下滑。

图 4：2014 年以来，中谷物流的营业收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

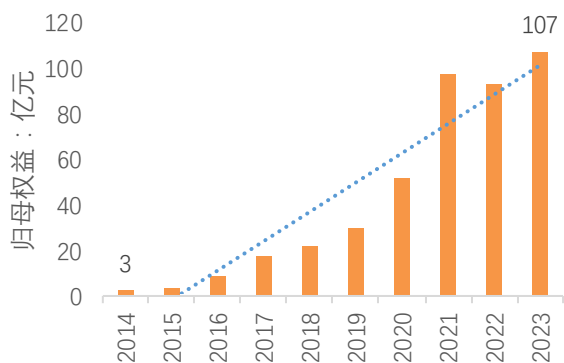
图 5：2014 年以来，中谷物流的归母净利润增长迅速



资料来源：Wind，天风证券研究所

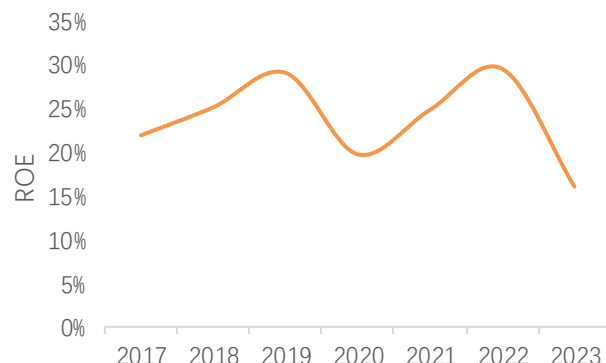
利润积累推动中谷物流的综合实力上升，盈利能力较为稳定。作为集运物流服务公司，股东权益规模能反映综合实力。自 2014 年以来，中谷物流的归母权益呈现明显上升趋势，截至 2023 年累计增加 104 亿元，累计增幅 3648%。股东权益增长，主要是利润积累推动的。2017-2023 年，中谷物流的 ROE 在波动中保持稳定态势，均值为 24%，盈利能力在行业内位居前列。

图 6：2014 年以来，中谷物流的归母权益大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

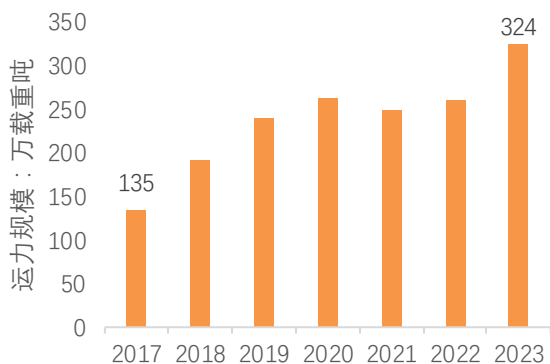
图 7：2017 年以来，中谷物流的 ROE 较为稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

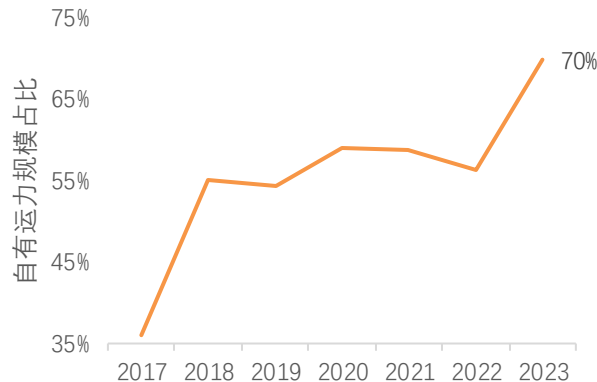
中谷物流的运力规模大幅增长。2017-2023 年，中谷物流的运力规模累计增幅达 140%，随着 18 艘新船的陆续下水，中谷物流的自有运力逐步提升，2023 年度加权平均自有运力占比达 70%左右。

图 8：2017 年以来，中谷物流的运力规模大幅增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2017 年以来，中谷物流的自有运力规模占比不断攀升

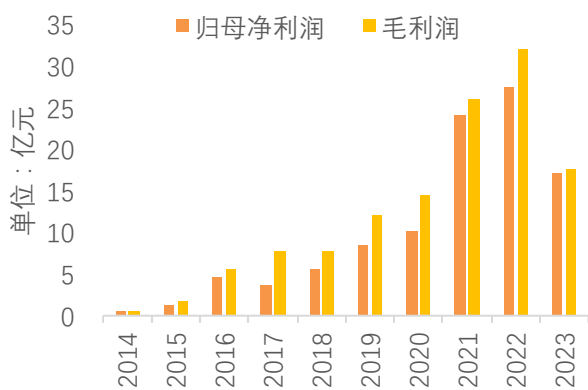


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 公司持续高盈利、高分红

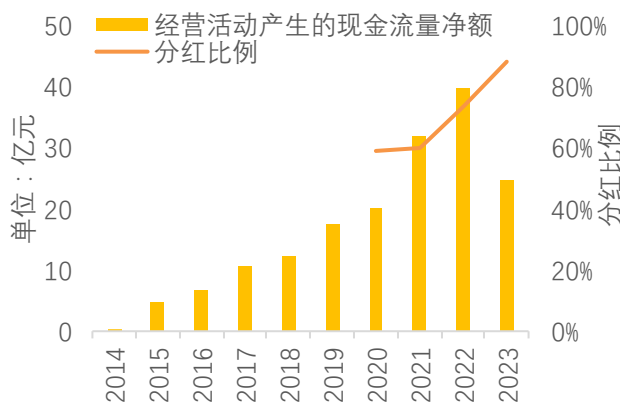
中谷物流盈利高增长，分红比例显著提高。2014 年以来，中谷物流的毛利润和净利润累计增幅分别为 2807%和 3153%，增速较快。中谷物流的经营性现金流净额趋于上升，支撑分红比例显著提高，2023 年分红比例达 88%。

图 10：中谷物流盈利规模大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中谷物流现金流良好，分红比例显著提高



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 2. 国际集运涨价，带动内贸运价上涨

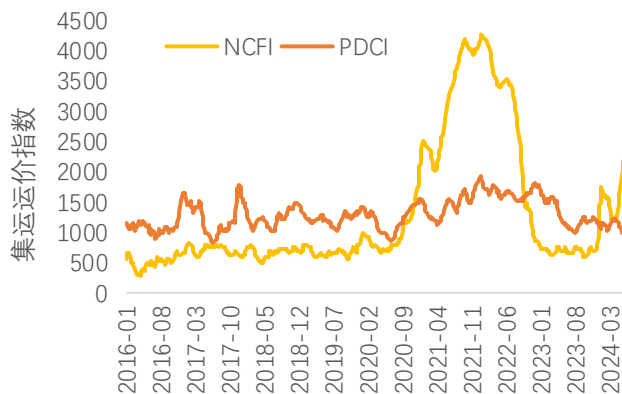
2024 年国际集运运价上涨，有望带动内贸集运运价上涨。历史上国际集运运价和中国内贸集运运价具有相关性，原因是集运需求正相关、运力供给能相互调配。中国主要港口外贸和内贸的集装箱吞吐量增速往往同向波动。当外贸集运运价上涨时，内贸集装箱船可以开行国际航线，实现运力调配，反之亦然。我们预计 2024 年下半年内贸集运运价有望上涨：一是外贸运价带动，二是季节性回升，三是需求周期复苏。但是预计内贸集运运价涨幅低于外贸集运，因为内贸干散货运输的拖累作用。

### 2.1. 国际和国内的集运运价相关

国内和国际的集运运价波动具有相关性。在 2020-2022 年国际集运运价（以宁波出口集装箱运价指数 NCFI 为代表）大幅波动过程中，内贸集运运价（以内贸集装箱运价指数 PDCI 为代表）也出现了同方向波动，只是波动幅度更小。在 2016-2019 年的部分时间，NCFI 和 PDCI 出现了同向波动。

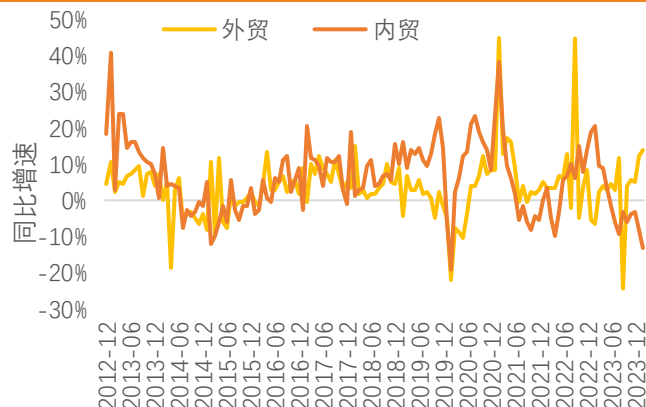


图 12：国内和国际的集运运价波动具有相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：中国主要港口内贸和外贸的集装箱吞吐量增速相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

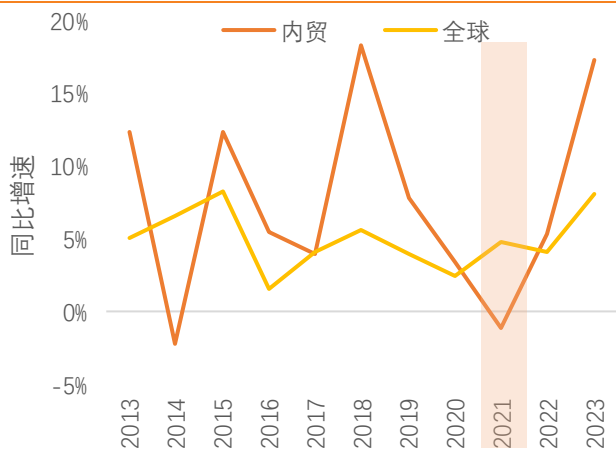
内外贸集运运价相关的重要原因是需求相关。以中国主要港口集装箱吞吐量作为集运需求指标，发现内贸和外贸增速具有相关性，两者反映的是中国和全球的经济景气度，两者本身具有较强相关性。

## 2.2. 运力相互调配促使运价联动

外贸集运高景气，导致内贸船调配到外贸航线。2021-2022 年外贸集运市场的高景气对国内贸集运运力亦产生了虹吸效应，出现了内贸运力补充外贸市场的情况，导致内贸整体运力处于紧张状态。2024 年外贸集运运价再度大幅上涨，我们估计部分内贸船将再度调配到外贸市场。

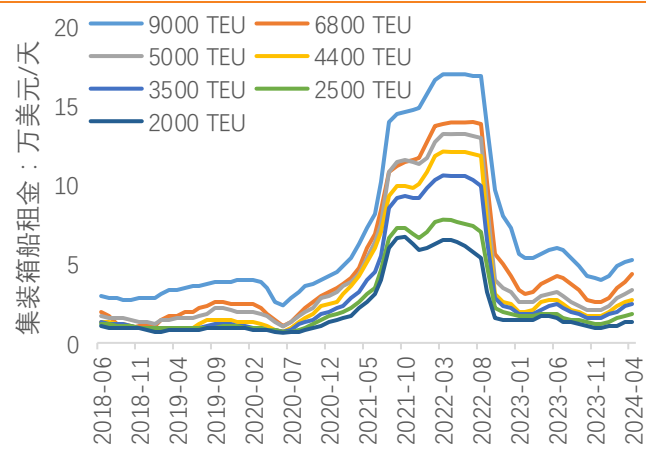
船舶调配的逻辑是租金同向波动。当外贸航线集装箱船租金上涨时，国际班轮公司会租赁部分内贸中小型集装箱船来补充运力，内贸中小型集装箱船的租金也会随之上涨。

图 14：运力调配导致 2021 年内贸集装箱船运力增速低于全球



资料来源：Wind，天风证券研究所

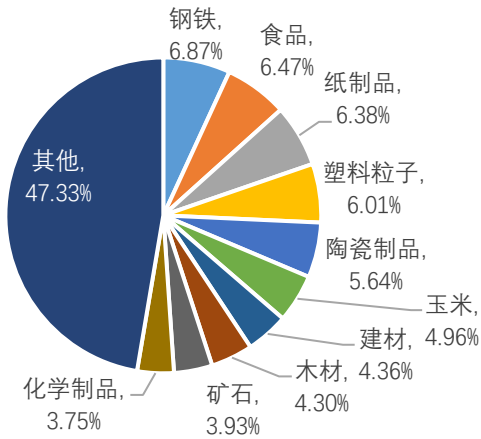
图 15：不同船型集装箱船的租金水平同向波动



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

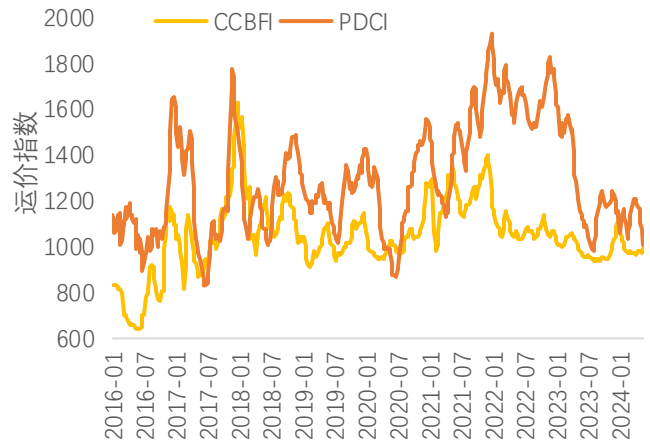
但是内贸集运运价也会受到内贸干散货运价拖累。由于内贸集运和干散货航运的货种有交叉，两种运输方式具有一定替代性。内贸集运的基础货源是矿建材料、粮食、造纸、橡胶、煤炭及制品、金属矿石及木材等为主的大宗货品与生产资料，粮食、煤炭、金属矿石等也可以用干散货船运输。所以内贸集运和干散货航运的运价波动具有相关性。当内贸集运运价上涨，部分货物可能流向干散货航运，从而抑制运价上涨。

图 16：2023 年中谷物流的运输货类结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：内贸集装箱运价与内贸铁矿石运价具有相关性

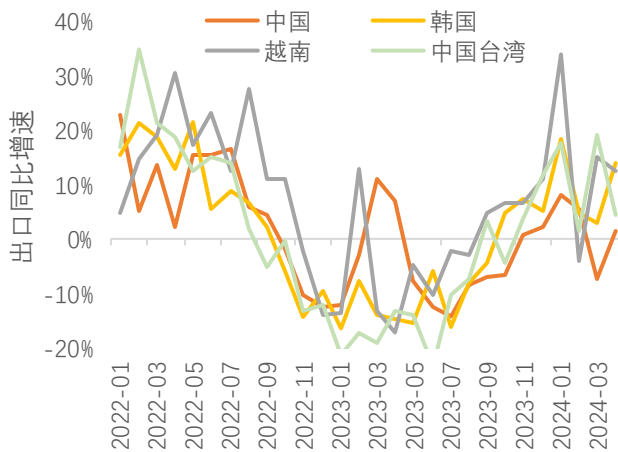


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 下半年内贸集运运价有望上涨

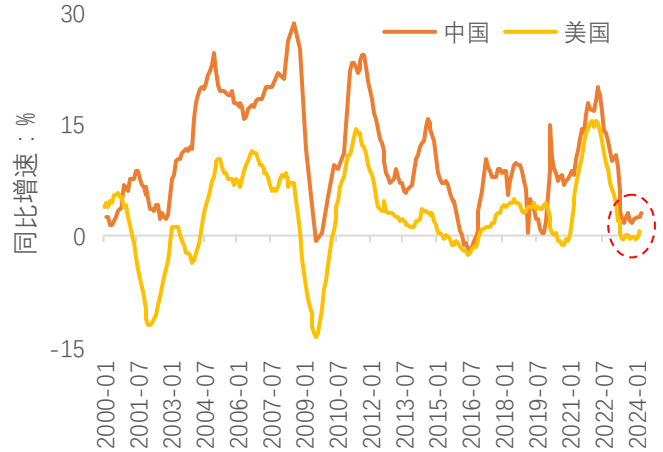
经济复苏，港口集装箱吞吐量增速开始回升。2023 年下半年起，东亚部分地区的港口集装箱吞吐量增速明显回升，带动集运需求回升。这背后是中美库存周期都在相对底部区域，出现回升迹象。如果未来库存周期持续复苏，那么港口集装箱吞吐量增速有望继续回升。

图 18：2023 年下半年以来，东亚部分地区出口增速明显回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：中国和美国的库存周期都开始拐头向上



资料来源：Wind，天风证券研究所

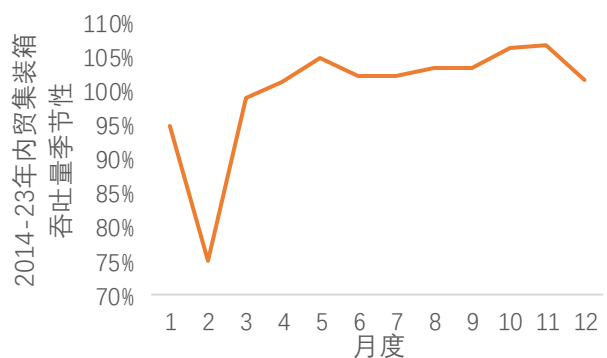
淡季过去，下半年内贸集运运价有望回升。内贸集装箱运输市场有明显的季节性表现，一般而言四季度为全年旺季，行业运价水平也随之发生季节性波动，四季度为全年运价高峰，6 月份前后为全年运价低谷，行业运价以年为周期上下波动。

图 20：内贸集装箱运价的季节性低谷在 6 月份



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：中国主要港口内贸集装箱吞吐量的季节性规律



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所



内贸集装箱船调配到外贸集运市场，或将助推内贸集运运价上涨。随着外贸集运运价大幅上涨，更多的内贸集装箱船有动力调配到外贸集运市场。因此内贸集运运力减少，或将导致运价上涨。

### 3. 租船业务盈利有望大幅上升

集装箱船租金大幅上涨，中谷物流的租船业务盈利有望大幅增加。2023 年底以来，集装箱船租金接近翻倍。中谷物流或将更多的集装箱船出租给国际班轮公司，盈利有望增加。考虑到 4600TEU 大船已经全部交付，2024 年租船运力规模有望大幅超过 2022 年。如果中谷物流 1900TEU 及以上的集装箱船全部出租，那么租金上涨 1 万美元/天，将带动租船毛利增加 10 亿元左右。

#### 3.1. 集装箱船租金大幅上涨

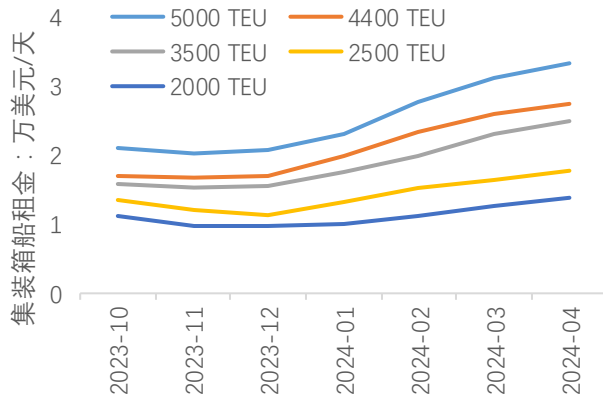
外贸集运运价大幅上涨，带动集装箱船租金上涨。历史上，外贸集运运价涨跌领先于船舶租金。2023 年年底以来，外贸集运运价大幅上涨，集装箱船租金也随之上涨。如果外贸集运运价维持较高水平，那么集装箱船租金或有继续上涨空间。

图 22：集装箱船租金随集运运价波动



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

图 23：2023 年底以来，中小型集装箱船的租金上涨



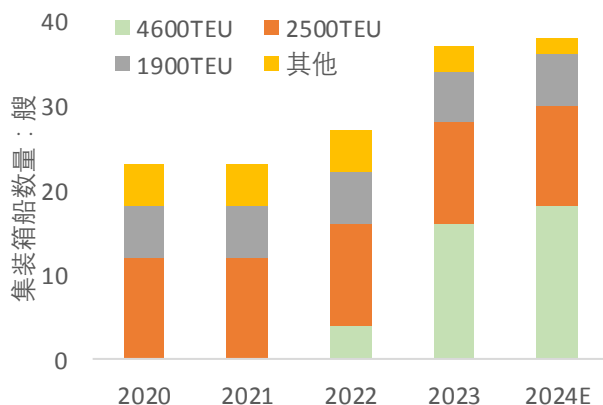
资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

大型集装箱船的租金涨幅高于小型集装箱船。考虑内外贸船舶运力的替代性，大型内贸船有望率先调配到外贸航线，所以船舶租金率先上涨，并且涨幅较大。

#### 3.2. 租船业务规模有望增加

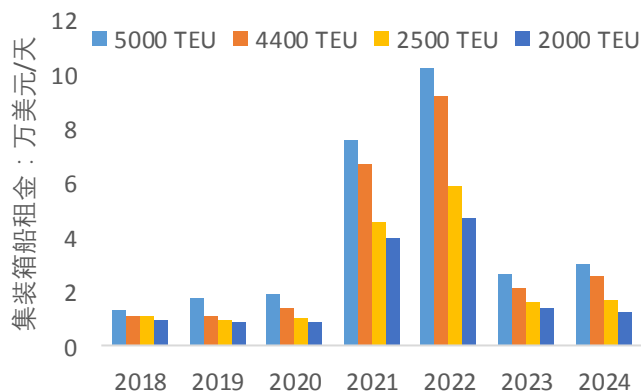
中谷物流的租船数量有望增加。一方面，随着 4600TEU 系列集装箱船交付，可供租赁的船舶数量增加。另一方面，随着船舶租金上涨，实际出租船舶数量和价格都有望上升。因此，2024 年中谷物流租船业务的收入和利润都有望增长。

图 24：中谷物流自有集装箱船（1900TEU 及以上）数量增加



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

图 25：2024 年 1-5 月集装箱船租金处于较低水平



资料来源：Clarkson, 天风证券研究所

### 3.3. 租船业务盈利弹性较大

中谷物流租船业务的盈利弹性较大。根据我们测算，按照 2024 年 5 月底的船舶租金，中谷物流 4600TEU、2500TEU、1900TEU 集装箱船的租船毛利润分别为 6656、2717、1912 万元/年。如果租金上涨 1 万美元/天，每艘船的毛利润能增加 2593 万元/年；如果出租 38 艘船，那么公司毛利润有望增加 10 亿元左右。

表 1：中谷物流主要船型（1900TEU 及以上）的租船假设与利润贡献

指标	4600TEU	2500TEU	1900TEU
数量：艘	18	12	6
单船造价：万元	25000	18685	16,955
单船残值：万元	7352	4645	3840
折旧年限：年	25	25	25
单船折旧成本：万元/天	1.93	1.54	1.44
单船运营成本：万元/天	5.22	5.22	5.22
船舶租金：万元/天	25.39	14.21	11.90
单船毛利润：万元/年	6656	2717	1912
船队毛利润：亿元	12.0	3.3	1.1
租金上涨 1 万美元/天，毛利润增加：亿元	4.7	3.1	1.6

资料来源：Clarkson，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与目标价

2024-2025 年盈利有望大幅回升。随着外贸集运运价上涨，内贸集装箱船有望以较高租金租给国际班轮公司，获得较高利润；同时导致内贸集装箱船运力减少，运价有望上涨、盈利有望改善。综合 DDM 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予中谷物流的目标价为 12.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4.1. 预计盈利大幅增长

假设 2024-25 年多数自有集装箱船以较高租金水平出租。假设 2024 年 4600TEU、2500TEU、1900TEU 集装箱船分别以 3.6、2.1、1.7 万美元/天的租金出租，2025 年平均租金继续上升，2026-2027 年租金回落到偏低水平。

假设 2024 年内贸集装箱运价小幅回升。考虑到内贸集装箱船运力有望减少，假设 2024 年内贸集运运价上涨 10%，2025 年逐渐回落，之后跟随通胀缓慢上涨。

假设内贸集装箱运量小幅波动。中谷物流出租多数自有集装箱船后，或将租赁小型集装箱船补充运力，用于内贸运输。假设 2024-2025 年运量各减少 5%，2026 年出租运力回归后，运量修复性增长 10%。

表 2：中谷物流的核心财务指标预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	123	142	124	130	117	132
yoy	18%	16%	-12%	4%	-10%	12%
毛利润：亿元	26	32	18	27	31	25
yoy	79%	23%	-45%	54%	14%	-21%
毛利率	21%	23%	14%	21%	27%	19%
净利润：亿元	24	27	17	22	25	20
yoy	136%	14%	-37%	28%	15%	-19%
ROE	25%	29%	16%	20%	22%	17%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 目标价 12.40 元

根据 DDM 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予中谷物流的目标价为 12.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 DDM 估值法，中谷物流的每股价值为 12.95 元。中谷物流的 ROE 和分红比例较高，股息率也较高，对投资者吸引力较强，所以采用 DDM 估值法。

表 3：中谷物流的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3.5%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.47%
风险溢价	4%	股票投资者预期回报率在 7%–10%
贝塔	0.8	2020 年以来中谷物流相对沪深 300 指数的贝塔 0.8
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，中谷物流的分红及贴现值如表 4。

表 4：中谷物流的分红与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
股利：亿元	18.65	21.36	17.33	12.21	12.45	12.70	12.95	13.21	13.48	13.75	14.02	14.30	310.40
贴现：亿元	17.98	19.30	14.68	9.69	9.26	8.85	8.46	8.09	7.74	7.39	7.07	6.76	146.65
现值：亿元													271.94

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，我们给予中谷物流 2024 年 11 倍 PE，中谷物流的每股价值为 11.86 元。

表 5：中谷物流的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 EPS 和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2024/6/7	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601919.SH	中远海控	17.18	1.47	1.13	1.32	11.66	15.19	12.98
601872.SH	招商轮船	9.30	0.87	0.99	1.07	10.75	9.43	8.71
600428.SH	中远海特	6.97	0.63	0.74	0.81	11.11	9.48	8.65
600026.SH	中远海能	18.40	1.39	1.58	1.73	13.26	11.65	10.62
603128.SH	华贸物流	6.32	0.56	0.60	0.66	11.37	10.45	9.55
601598.SH	中国外运	6.03	0.61	0.64	0.69	9.96	9.36	8.73
	平均					11.35	10.93	9.87
603565.SH	中谷物流	10.34	0.78	0.85	0.92	13.21	12.19	11.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：盈利预测均来自万得一致预期；收盘价截至 2024 年 6 月 7 日

## 5. 风险提示

**宏观经济波动的风险。**内贸集装箱物流行业需求及行业景气程度与宏观经济周期的关联度较高。宏观经济波动、沿海及腹地经济的发展状况将对中谷物流面向物流市场的客户需求产生影响，进而对中谷物流的经营状况产生影响。

**政策风险。**虽然近期国家大力支持物流行业的发展，如果未来国家相关产业政策发生变化和调整，可能会影响到中谷物流所处行业发展态势，进而对公司的经营产生一定影响。

**集装箱物流行业的季节性风险。**中谷物流的内贸集装箱物流业务存在较为明显的季节性特征，受元旦、春节等假期因素影响，公司的固定运营成本在全年各季相对稳定，收入季节性导致公司可能存在业绩季节性波动风险。

**集装箱物流运输安全风险。**中谷物流的内贸集装箱物流业务运输方式主要涉及水路运输、公路运输和铁路运输，在运输过程中，可能存在因不可抗力或人为疏忽因素而造成集装箱损坏或灭失、集装箱装载的货物受损或灭失的风险。

**成本上涨风险。**中谷物流的经营成本主要包括码头费、船舶租赁费用及燃油成本等，各项营业成本的波动，将对中谷物流的经营业绩产生直接影响。

**船舶、集装箱租赁的风险。**虽然中谷物流及下属子公司均与各租赁方均签订了有效的租赁合同，但公司依然面临租赁到期无法续租、租赁方单方面提前终止协议等风险。

**专业人才引进和流失的风险。**未来随着人才竞争的日益加剧、个人需求的日益多样化，专业的物流人才可能因各种主客观因素从公司离职。如中谷物流不能及时引进新的专业人才，将对公司的经营管理和盈利能力造成风险。

**业务扩张导致的经营管理风险。**未来随着中谷物流自身规模的扩大，将对公司发展战略、制度建设、运营管理等方面提出更高要求。公司经营管理整体能力如无法适应这一变化趋势，未来经营运作可能会积累风险，对公司未来盈利能力和发展前景产生一定影响。

**监管事件的风险。**近期中谷物流收到证监会的警示函，主要是针对募集资金管理等问题，或将对公司的经营产生一定影响。

**测算结果具有主观性。**尽管已经考虑了集装箱运量、集装箱售价、集装箱租金等，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,760.63	5,567.81	4,735.04	3,891.95	5,493.43
应收票据及应收账款	591.91	509.40	641.46	397.19	768.18
预付账款	20.47	52.66	17.69	41.39	32.05
存货	125.44	85.29	117.42	52.79	158.81
其他	4,980.75	6,057.08	6,069.84	5,967.01	6,108.41
<b>流动资产合计</b>	<b>10,479.20</b>	<b>12,272.24</b>	<b>11,581.46</b>	<b>10,350.32</b>	<b>12,560.88</b>
长期股权投资	1,080.29	1,123.62	1,723.62	1,723.62	1,723.62
固定资产	4,708.18	7,771.52	7,418.03	7,019.33	6,593.01
在建工程	275.21	182.07	116.04	83.02	66.51
无形资产	206.96	275.91	268.78	261.65	254.52
其他	3,380.58	1,773.81	1,852.83	1,671.55	1,875.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,651.22</b>	<b>11,126.93</b>	<b>11,379.30</b>	<b>10,759.16</b>	<b>10,512.87</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,130.42</b>	<b>23,399.17</b>	<b>22,960.75</b>	<b>21,109.48</b>	<b>23,073.75</b>
短期借款	300.00	250.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,970.51	2,985.02	2,743.79	2,066.50	3,913.49
其他	2,473.54	1,836.80	2,231.13	1,864.48	2,463.31
<b>流动负债合计</b>	<b>5,744.05</b>	<b>5,071.82</b>	<b>4,974.92</b>	<b>3,930.98</b>	<b>6,376.80</b>
长期借款	2,719.78	5,461.29	5,000.00	4,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,969.76	1,827.36	1,909.59	1,723.41	1,933.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,689.54</b>	<b>7,288.65</b>	<b>6,909.59</b>	<b>5,723.41</b>	<b>4,933.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,794.34</b>	<b>12,646.20</b>	<b>11,884.51</b>	<b>9,654.38</b>	<b>11,310.46</b>
少数股东权益	32.46	34.09	34.92	35.86	36.63
股本	1,418.96	2,100.06	2,100.06	2,100.06	2,100.06
资本公积	4,025.78	3,344.67	3,344.67	3,344.67	3,344.67
留存收益	3,859.40	5,264.50	5,593.57	5,970.45	6,276.36
其他	(0.52)	9.64	3.02	4.05	5.57
<b>股东权益合计</b>	<b>9,336.08</b>	<b>10,752.97</b>	<b>11,076.24</b>	<b>11,455.10</b>	<b>11,763.29</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,130.42</b>	<b>23,399.17</b>	<b>22,960.75</b>	<b>21,109.48</b>	<b>23,073.75</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,743.14	1,721.58	2,193.79	2,512.55	2,039.37
折旧摊销	341.38	452.37	576.65	588.86	599.96
财务费用	32.35	239.51	194.14	166.40	96.85
投资损失	(273.68)	(179.04)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(707.72)	1,274.75	(301.43)	(592.82)	1,766.56
其它	1,827.08	(1,030.46)	5.50	6.29	5.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,962.55</b>	<b>2,478.71</b>	<b>2,468.64</b>	<b>2,481.28</b>	<b>4,307.84</b>
资本支出	2,193.97	3,676.83	667.77	336.19	(60.26)
长期投资	700.25	43.33	600.00	0.00	0.00
其他	(3,352.25)	(6,772.37)	(1,844.93)	(224.70)	40.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>(458.03)</b>	<b>(3,052.21)</b>	<b>(577.16)</b>	<b>111.49</b>	<b>(19.44)</b>
债权融资	2,335.82	1,990.36	(848.25)	(1,295.87)	(950.64)
股权融资	(2,015.38)	(1,501.89)	(1,876.01)	(2,139.99)	(1,736.28)
其他	(2,126.36)	634.55	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,805.92)</b>	<b>1,123.02</b>	<b>(2,724.26)</b>	<b>(3,435.86)</b>	<b>(2,686.93)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,698.60</b>	<b>549.52</b>	<b>(832.78)</b>	<b>(843.09)</b>	<b>1,601.48</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>14,208.92</b>	<b>12,438.79</b>	<b>12,998.54</b>	<b>11,731.18</b>	<b>13,162.38</b>
营业成本	11,005.51	10,665.97	10,259.94	8,614.93	10,709.79
营业税金及附加	38.51	13.95	14.57	13.15	14.76
销售费用	28.27	33.07	34.56	44.58	47.38
管理费用	215.07	242.24	253.14	228.46	256.33
研发费用	18.97	20.69	21.62	19.51	21.89
财务费用	44.77	127.14	194.14	166.40	96.85
资产/信用减值损失	(4.83)	(4.49)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	273.68	179.04	200.00	200.00	200.00
其他	(1,081.50)	(1,121.20)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
<b>营业利润</b>	<b>3,670.49</b>	<b>2,282.38</b>	<b>2,915.57</b>	<b>3,339.15</b>	<b>2,710.37</b>
营业外收入	2.74	0.41	0.41	0.41	0.41
营业外支出	4.57	0.88	0.88	0.88	0.88
<b>利润总额</b>	<b>3,668.66</b>	<b>2,281.91</b>	<b>2,915.09</b>	<b>3,338.67</b>	<b>2,709.90</b>
所得税	925.52	560.33	715.81	819.83	665.43
<b>净利润</b>	<b>2,743.14</b>	<b>1,721.58</b>	<b>2,199.28</b>	<b>2,518.85</b>	<b>2,044.47</b>
少数股东损益	1.75	4.30	5.50	6.29	5.11
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,741.39</b>	<b>1,717.28</b>	<b>2,193.79</b>	<b>2,512.55</b>	<b>2,039.37</b>
每股收益(元)	1.31	0.82	1.04	1.20	0.97

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.60%	-12.46%	4.50%	-9.75%	12.20%
营业利润	14.06%	-37.82%	27.74%	14.53%	-18.83%
归属于母公司净利润	14.02%	-37.36%	27.75%	14.53%	-18.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.55%	14.25%	21.07%	26.56%	18.63%
净利率	19.29%	13.81%	16.88%	21.42%	15.49%
ROE	29.47%	16.02%	19.87%	22.00%	17.39%
ROIC	1867.36%	120.44%	46.08%	48.19%	36.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.62%	54.05%	51.76%	45.73%	49.02%
净负债率	1.11%	13.15%	14.38%	11.41%	-9.77%
流动比率	1.72	2.29	2.33	2.63	1.97
速动比率	1.70	2.27	2.30	2.62	1.94
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	25.91	22.59	22.59	22.59	22.59
存货周转率	138.34	118.05	128.25	137.85	124.41
总资产周转率	0.76	0.57	0.56	0.53	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.31	0.82	1.04	1.20	0.97
每股经营现金流	1.89	1.18	1.18	1.18	2.05
每股净资产	4.43	5.10	5.26	5.44	5.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	7.92	12.64	9.90	8.64	10.65
市净率	2.33	2.03	1.97	1.90	1.85
EV/EBITDA	3.63	5.51	5.06	4.48	4.60
EV/EBIT	4.02	7.01	6.18	5.35	5.79



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com