公司研究 | 点评报告 | 中谷物流（603565.SH）

压力期重效率，盈利保持韧性

报告要点

公司上半年实现营业收入 57.4 亿，同比下降 6.6%，实现归母净利润 7.6 亿，同比下降 14.9%。

分析师及联系人

韩轶超

SAC：S0490512020001

SFC：BQK468

张宜泊

SAC：S0490520080004

| 证券研究报告 |

2024-09-18

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

中谷物流（603565.SH）

压力期重效率，盈利保持韧性

事件描述

公司上半年实现营业收入 57.4 亿，同比下降 6.6%，实现归母净利润 7.6 亿，同比下降 14.9%。

事件评论

- **水运业务有所承压，陆运业务增幅明显。**从营收结构看，公司上半年实现水运业务收入 45.5 亿，同比下降 9.6%，实现陆运业务收入 11.9 亿，同比增加 7.3%。水运业务中，境外贡献为 5.7 亿（推断主要为租船收入），同比增长 5.8%，内贸业务为 39.7 亿，同比下降 11.5%，由于红海事件后外贸租船租金上涨，但公司外贸租金由于合同期限限制，相对滞后行业，**推断上半年并未明显享受到外贸景气外溢，或更多由内贸业务提供利润韧性。**此外公司在直客比例提升（全程服务为主）、物流园区陆续投产后陆运业务收入增长加速。

- **内需压力致 Q2 收入下滑，但公司表现仍优于行业。**行业层面，内需压力导致运价下跌，行业运价 PDCI 综合指数上半年均值为 1080 点，同比下降 21.0%；而一般 Q2 为内贸集运在春节后的恢复期，量增价减为主要特征，因此 2Q24 看，（1）行业运价录得 1034 点，同比下降 14.4%，环比下降 8.2%；（2）国内主要港口 4-5 月内贸集装箱吞吐量为 1528 万 TEU，同比增加 3.4%。公司层面，上半年完成最后的大船下水，同步出售老船并缩减租船规模，上半年末总运力较去年末增加约 5%，考虑外贸租船比例上升，实际内贸运力或缩减，不过公司航线结构优于行业所形成的价格优势、Q2 内贸集装箱运量增长，以及公司陆运收入增长，**最终 Q2 营业收入同比下降 4.9%，收入降幅明显小于行业价格降幅。**

- **压力期刀刃向内，向管理要收益。**内贸集运承压背景下，公司加强成本管控并积极调配运力、内外贸市场寻求协同，通过成本节约和资产管理提升盈利能力。2Q24 毛利率为 9.0%，同比提升 1.4pct，在压力环境下保持效率领先，因此 2Q24 公司毛利润为 2.7 亿，同比增加 12.0%。不过由于利息收入下降和汇兑收益较去年明显减少，财务费用 2Q24 升至 0.30 亿，而去年同期为-0.95 亿，但其他费用端保持稳定，期间费用总体控制较好。**综合看，财务费用的上升是公司扣非后归母净利润同比减少 23.0%至 1.4 亿的最主要原因。**

- **政府补助下发和卖船、卖箱收益进表是 Q2 非经常性收益主要部分。**公司政府补助主要来自税收返还，不过由于往常 Q1 下发的政府补助延后，但今年截至目前更多于 Q2 进表，造成公司 2Q24 其他收益为 1.6 亿，同比增加 0.5 亿。此外，公司在行业下行期持续推动资产处置更新，上半年完成 2 艘老船处置、并持续出售旧箱获取收益，因此 Q2 资产处置收益为 1.0 亿。不过此前公告的对 18 艘大船中的 2 艘新船的出售并未在 Q2 进表。

- **投资建议：战略调整得当、经营效率领先，分红回报可观的内贸集运龙头依旧值得重视。**内贸集运竞争格局良好，公司属内贸集运行业中效率最领先的公司，行业压力期仍然保持运营韧性。同时公司会坚持长期分红回馈股东，公司目前承诺分红比率不低于 60%，股息回报有吸引力。预计公司 2024-2026 年盈利分别为 17.2、17.6、18.4 亿，对应 PE 为 9、8、8 倍，按 60%分红率计算对应股息率为 7.1%、7.2%、7.6%，维持买入评级。

风险提示

1、宏观经济出现较大幅度下滑；

2、行业竞争格局恶化。

公司基础数据

当前股价(元)	6.96
总股本(万股)	210,006
流通A股/B股(万股)	210,006/0
每股净资产(元)	4.75
近12月最高/最低价(元)	10.42/6.54

注：股价为 2024 年 9 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

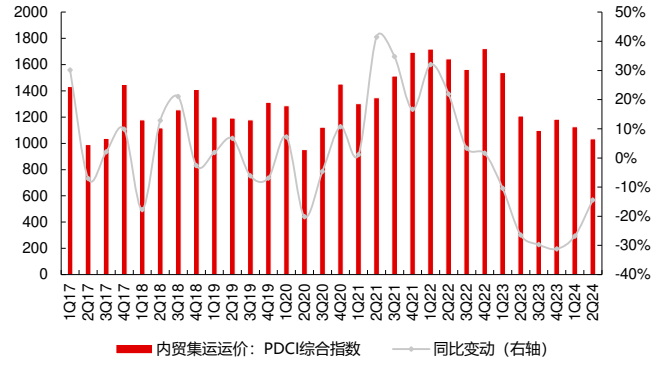
资料来源：Wind

相关研究

- 《开源节流并举，彰显经营韧性》2024-05-16
- 《派息率历史新高，确定性持续增强》2024-03-28
- 《行业压力仍存，更显公司内功》2023-11-07

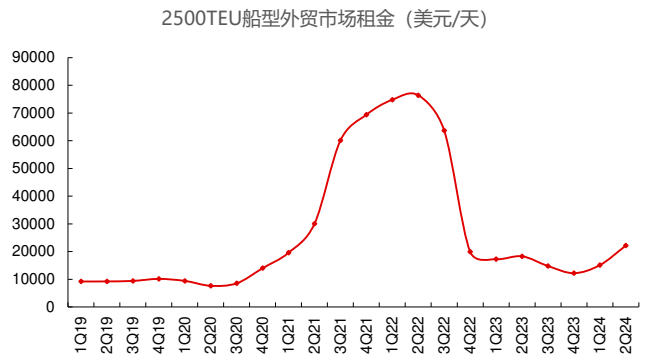
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：2Q24 内贸集运 PDCI 综合指数同比下降 14.4%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：外贸市场租船租金在红海事件后持续抬升



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

风险提示

1、**宏观经济出现较大幅度下滑**：公司需求与宏观经济相关度较高，若宏观经济出现不利变化，或导致行业需求及价格大幅下滑。

2、**行业竞争格局恶化：**若行业竞争格局恶化，会引发价格竞争，导致回报率下行。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**12439**	**12037**	**14410**	**14992**
营业成本	10666	10315	12184	12526
毛利	**1773**	**1722**	**2226**	**2467**
%营业收入	14%	14%	15%	16%
营业税金及附加	14	26	32	33
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	33	26	32	33
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	242	181	216	225
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	21	18	16	28
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	127	211	235	216
%营业收入	1%	2%	2%	1%
加：资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	179	181	216	225
营业利润	**2282**	**2295**	**2346**	**2458**
%营业收入	18%	19%	16%	16%
营业外收支	0	-2	-2	-2
利润总额	**2282**	**2293**	**2344**	**2456**
%营业收入	18%	19%	16%	16%
所得税费用	560	573	586	614
净利润	1722	1719	1758	1842
归属于母公司所有者的净利润	**1717**	**1718**	**1756**	**1840**
少数股东损益	4	2	2	2
EPS（元）	**0.82**	**0.82**	**0.84**	**0.88**

现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	**2479**	**2495**	**3715**	**3092**
取得投资收益收回现金	121	181	216	225
长期股权投资	-43	0	0	0
资本性支出	-2684	-921	-601	-601
其他	-446	0	0	0
投资活动现金流净额	**-3052**	**-740**	**-384**	**-376**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	4324	1750	1000	-1000
筹资成本	-512	-1391	-1444	-1444
其他	-2689	0	0	0
筹资活动现金流净额	**1123**	**359**	**-444**	**-2444**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**607**	**2114**	**2887**	**272**

资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5568	7682	10569	10841
交易性金融资产	4698	4698	4698	4698
应收账款	509	495	592	616
存货	85	85	100	103
预付账款	53	175	207	213
其他流动资产	1359	1331	1350	1355
流动资产合计	**12272**	**14466**	**17517**	**17826**
长期股权投资	1124	1124	1124	1124
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	7772	7451	6505	5864
无形资产	276	476	676	876
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	97	97	97	97
其他非流动资产	1859	1859	1859	1859
资产总计	**23399**	**25473**	**27778**	**27645**
短期贷款	250	0	0	0
应付款项	2985	2176	2570	2642
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	94	93	110	113
应交税费	82	602	721	750
其他流动负债	1946	1941	2058	2080
流动负债合计	**5358**	**4812**	**5459**	**5585**
长期借款	5461	7461	8461	7461
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	466	466	466	466
其他非流动负债	1361	1361	1361	1361
负债合计	**12646**	**14100**	**15748**	**14873**
归属于母公司所有者权益	10719	11337	11993	12733
少数股东权益	34	36	37	39
股东权益	**10753**	**11372**	**12030**	**12772**
负债及股东权益	**23399**	**25473**	**27778**	**27645**

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.82	0.82	0.84	0.88
每股经营现金流	1.18	1.19	1.77	1.47
市盈率	10.04	8.51	8.32	7.94
市净率	1.61	1.29	1.22	1.15
EV/EBITDA	7.37	4.11	3.73	3.60
总资产收益率	7.3%	6.7%	6.3%	6.7%
净资产收益率	16.0%	15.2%	14.6%	14.5%
净利率	13.8%	14.3%	12.2%	12.3%
资产负债率	54.0%	55.4%	56.7%	53.8%
总资产周转率	0.53	0.47	0.52	0.54

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430015）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。