

投资评级 优于大市 首次覆盖

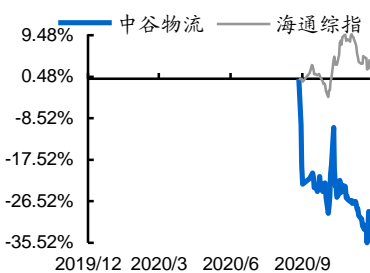
集装箱改变中国物流方式

股票数据

12月25日收盘价(元)	22.66
52周股价波动(元)	20.51-31.95
总股本/流通A股(百万股)	667/67
总市值/流通市值(百万元)	15107/1511

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.4	-7.1	-29.1
相对涨幅(%)	-7.1	-14.0	-39.4

资料来源:海通证券研究所

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

投资要点:

- **以集装箱为核心载体,优质服务领跑物流行业。**中谷物流股份有限公司主要从事内贸集装箱物流行业,以其优质服务领跑中国物流行业。公司以客户需求为核心,以服务实体经济为宗旨,整合水路、公路、铁路运输资源协同协作,依托现代化的物流信息平台,致力于为客户提供定制化、高性价比的“门到门”全程集装箱物流解决方案。
- **集装箱主营业务突出,综合运力国内排名前三,全球位列第13位。**目前中谷物流业务辐射中国几十个省市百余座港口,下设200余家办事处及分公司遍及国内,员工近2000人;经营集装箱运输船舶120余艘;开设内贸航线几十条,覆盖近两万公里海岸线、国内沿海所有枢纽港及长江流域干线近百个港口,各条航线均已形成稳定的班轮航次,构建起由中国沿海与长江、珠江连接形成的“两横一纵”大海运、大物流体系。根据中谷物流官网援引Alphaliner最新公布数据显示:截至2020年3月,中谷物流运力排名全球第13位,在中国内贸集装箱船舶公司中排名第二;在中国非公集装箱船舶公司中排名第一。
- **财务指标稳中有升,运营效率逐步优化。**2013-2019年,公司营业收入实现从18.22亿元到99.00亿元的跨越式增长,对应复合增长率32.6%;实现归母净利润从6237万元增长至8.58亿,对应复合增长率54.8%。2020年前三季度公司营业收入及归母净利润分别达到71.7/4.95亿。公司受益于水路运输结构调整、内贸集装箱运输需求提升及行业集中度持续提升等行业环境改善影响,同时,持续增加长航线运营密度,致使市场占有率提升。
- **公司竞争优势显著。**公司拥有全方位多层次的多式联运综合物流体系、高效专业的集装箱物流运营体系、领先的服务创新能力以及信息化平台管理,在内贸集装箱物流行业竞争优势显著,未来有望享受竞争格局改善的行业红利。
- **投资建议:竞争格局改善享行业红利,“登陆战略”抢占多式联运风潮。**受益于竞争对手逐步出清,行业竞争格局改善,叠加政策红利,公司未来有望抢滩布局实现业务扩张。同时“登陆战略”战略将能够对接客户需求实现“门到门”的一站式服务,构筑公司长期护城河,多式联运方式有望穿越航运大周期,实现跑赢行业盈利的增速业绩,我们预计20-22年EPS分别为1.29/1.56/1.71元,给予21年PE估值区间16-20x,对应合理价值区间25.0-31.2元,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:**内贸集装箱物流保护政策不及预期;燃油成本上升风险;码头费优惠政策变化风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8078	9900	10958	12753	14430
(+/-)YoY(%)	44.2%	22.6%	10.7%	16.4%	13.2%
净利润(百万元)	551	858	861	1041	1140
(+/-)YoY(%)	46.0%	55.6%	0.4%	20.8%	9.6%
全面摊薄EPS(元)	0.83	1.29	1.29	1.56	1.71
毛利率(%)	9.6%	12.2%	11.2%	11.2%	11.0%
净资产收益率(%)	25.1%	29.0%	16.3%	16.4%	15.2%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

■ 核心假设

(1) 计费箱量: 根据公司目前经营情况以及多式联运推进情况, 2020-2022 年公司水运业务计费箱量同比增长+5.0%/+10.0%/+5.0%, 陆运业务计费箱量同比增长+20.0%/+10.0%/+10.0%。

(2) 业务单价: 考虑到新冠疫情影响不确定性, 经济活动性下降, 同时假设明年年内贸集运市场有望恢复, 2020-2022 年公司水运业务单价同比增长+1.0%/+5.0%/+5.0%, 陆运业务单价同比增长+5.0%/+8.0%/+10.0%。

(3) 毛利率: 考虑到经济逐渐恢复, 行业竞争格局改善, 公司毛利率有望改善, 预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 11.23%/11.18%/11.00%。

■ 盈利预测

根据上述单价和多式联运推进情况的假设, 我们经过测算预计公司 2020-2022 年水运收入增长率分别为 +6.0%/+15.5%/+10.3%; 陆运收入增长率分别为 +26.0%/+18.8%/+21.0%。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 109.58/127.53/144.30 亿元, 2020-2022 年公司归母净利润分别为 8.61/10.41/11.40 亿元, 对应 EPS 分别为 1.29/1.56/1.71 元/股。

表 1 公司营业收入分项预测表 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
集装箱物流服务	8077.86	9899.85	10958.43	12752.62	14429.99
增速	44.2%	22.6%	10.7%	16.4%	13.2%
水运	6139.57	7598.51	8058.20	9307.22	10261.21
增速	31.2%	23.8%	6.0%	15.5%	10.3%
陆运	1938.29	2301.35	2899.68	3444.82	4168.24
增速	110.9%	18.7%	26.0%	18.8%	21.0%
营业收入总计	8078.12	9900.31	10958.43	12752.62	14429.99
增速	44.2%	22.6%	10.7%	16.4%	13.2%
营业成本总计	7306.43	8695.41	9726.87	11326.37	12842.76
增速	51.5%	19.0%	11.9%	16.4%	13.4%
毛利率	9.55%	12.17%	11.23%	11.18%	11.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

表 2 公司盈利预测表 (百万元)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	8078	9900	10958	12753	14430
二、营业成本	7306	8695	9727	11326	12843
三、营业利润	738	1152	1185	1413	1551
四、税前利润	738	1150	1185	1413	1551
减: 所得税	185	288	320	368	407
五、净利润	553	862	864	1045	1144
六、归属母公司所有者净利润	551	858	861	1041	1140
总股本 (百万股)	600	667	667	667	667
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.83	1.29	1.29	1.56	1.71

资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

■ 估值

竞争格局改善享行业红利，由海及陆布局抢占多式联运风潮。受益于竞争对手逐步出清，行业竞争格局改善，叠加政策红利，公司未来有望抢滩布局实现业务扩张。同时“由海及陆”战略将能够对接客户需求实现“门到门”的一站式服务，构筑公司长期护城河，多式联运方式有望穿越航运大周期，实现跑赢行业盈利的增速业绩，我们预计20-22年EPS分别为1.29/1.56/1.71元，给予21年PE估值区间16-20x，对应合理价值区间25.0-31.2元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表3 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601919	中远海控	0.55	0.51	0.66	20.8	22.3	17.4
1308.hk	海丰国际	0.58	0.68	0.80	28.0	23.8	20.3
002682	龙洲股份	0.22	-	-	18.7	-	-
603871	嘉友国际	1.56	1.66	2.22	13.4	12.5	9.4
002352	顺丰控股	1.27	1.66	2.06	67.6	51.8	41.7
	均值	0.84	1.13	1.43	29.7	27.6	22.2
603565	中谷物流	1.29	1.29	1.56	17.6	17.5	14.5

资料来源：Wind，海通证券研究所，除中谷物流外，其余公司为wind一致预期，PE对应股价为2020年12月25日。

■ 风险提示

内贸集装箱物流保护政策不及预期；

燃油成本上升风险；

码头费优惠政策变化风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	9900	10958	12753	14430
每股收益	1.29	1.29	1.56	1.71	营业成本	8695	9727	11326	12843
每股净资产	4.43	7.94	9.51	11.22	毛利率%	12.2%	11.2%	11.2%	11.0%
每股经营现金流	2.60	1.84	2.47	2.69	营业税金及附加	12	13	15	17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	21	23	27	31
P/E	17.62	17.54	14.52	13.25	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	5.11	2.85	2.38	2.02	管理费用	126	241	225	264
P/S	1.37	1.38	1.18	1.05	管理费用率%	1.3%	2.2%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	-0.71	10.16	8.00	6.77	EBIT	1035	940	1143	1258
股息率%	—	—	—	—	财务费用	173	16	10	7
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	12.2%	11.2%	11.2%	11.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.7%	7.9%	8.2%	7.9%	投资收益	63	60	80	100
净资产收益率	29.0%	16.3%	16.4%	15.2%	营业利润	1152	1185	1413	1551
资产回报率	10.3%	7.9%	8.4%	8.2%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	38.0%	22.9%	23.7%	23.0%	利润总额	1150	1185	1413	1551
盈利增长 (%)					EBITDA	1314	1258	1538	1718
营业收入增长率	22.6%	10.7%	16.4%	13.2%	所得税	288	320	368	407
EBIT 增长率	67.8%	-9.1%	21.6%	10.0%	有效所得税率%	25.0%	27.1%	26.1%	26.2%
净利润增长率	55.6%	0.4%	20.8%	9.6%	少数股东损益	4	3	4	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	858	861	1041	1140
资产负债率	64.2%	50.9%	48.5%	45.8%					
流动比率	1.3	1.8	1.9	1.9	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.2	1.8	1.8	1.8	货币资金	2283	3778	4350	5020
现金比率	0.9	1.4	1.4	1.5	应收账款及应收票据	442	490	577	646
经营效率指标					存货	75	76	92	104
应收帐款周转天数	15.8	16.3	16.5	16.3	其它流动资产	575	549	587	616
存货周转天数	3.1	2.9	3.0	3.0	流动资产合计	3374	4893	5607	6386
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	长期股权投资	40	40	40	40
固定资产周转率	2.3	2.1	2.1	2.1	固定资产	4676	5680	6489	7200
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	4938	5942	6751	7462
净利润	858	861	1041	1140	资产总计	8312	10835	12358	13848
少数股东损益	4	3	4	4	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	279	318	395	461	应付票据及应付账款	1663	1634	1971	2227
非经营收益	298	-14	-29	-46	预收账款	153	163	187	214
营运资金变动	296	56	237	236	其它流动负债	757	856	872	935
经营活动现金流	1736	1224	1647	1795	流动负债合计	2573	2652	3031	3376
资产	-522	-1322	-1204	-1171	长期借款	870	970	1070	1070
投资	0	0	0	0	其它长期负债	1897	1897	1897	1897
其他	62	60	80	100	非流动负债合计	2767	2867	2967	2967
投资活动现金流	-460	-1262	-1124	-1071	负债总计	5340	5519	5998	6344
债权募资	256	0	0	0	实收资本	600	667	667	667
股权募资	2	1479	0	0	归属于母公司所有者权益	2956	5297	6337	7477
其他	-736	54	49	-54	少数股东权益	16	19	23	27
融资活动现金流	-478	1533	49	-54	负债和所有者权益合计	8312	10835	12358	13848
现金净流量	798	1495	572	670					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李轩 交通运输行业
虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 京沪高铁,宏川智慧,大秦铁路,白云机场,上海机场,德邦股份,韵达股份,中通快递,中国国航,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,圆通速递

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。