

## 中谷物流

603565

审慎增持 (首次)

## 领先的内贸集装箱物流服务商

2020年12月30日

## 市场数据

市场数据日期	2020-12-29
收盘价(元)	22.87
总股本(百万股)	666.67
流通股本(百万股)	66.67
总市值(百万元)	15246.67
流通市值(百万元)	1524.67
净资产(百万元)	4646.95
总资产(百万元)	10907.01
每股净资产	6.97

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9900	10807	12428	14292
同比增长	22.6%	9.2%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	858	941	1085	1241
同比增长	55.6%	9.7%	15.3%	14.4%
毛利率	12.2%	12.9%	12.9%	12.9%
净利润率	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净资产收益率(%)	29.0%	17.7%	17.0%	16.3%
每股收益(元)	1.43	1.41	1.63	1.86
每股经营现金流(元)	2.60	1.86	2.44	2.89

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **领先的内贸集装箱物流服务商。**公司是领先的内贸集装箱物流服务商,以客户需求为中心,以集装箱为核心载体,以服务实体经济为宗旨,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,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。
- **内贸集装箱物流市场前景良好。**“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”是中国经济的发展方向,“国内大循环”的发展将支撑国内贸易需求增长;我国集装箱化率距发达国家有上升空间,“散改集”、多式联运发展将促进我国集装箱化率提升,综合考虑国内贸易需求增长及集装箱化率提升,内贸集装箱物流市场未来发展前景良好。
- **公司行业地位领先,具备较强的竞争优势。**公司行业地位领先,运力规模在内贸集运行业排名第二,民营企业中排名第一。公司具备较强的竞争优势,网络布局完善,集装箱物流运营体系高效专业,服务创新能力领先。
- **公司历史经营表现优异。**2017-2019年,公司营业收入分别为56.0、80.8、99.0亿元,分别同比增长37.2%、44.2%、22.6%;归母净利润分别为3.8、5.5、8.6亿元,2017年同比下降17.3%,2018-2019年分别同比增长46.0%、55.6%。2020年前三季度,公司营业收入71.7亿元,同比增长2.0%,归母净利润4.9亿元,同比下降10.3%,主要受疫情影响,四季度市场明显回暖,公司业绩有望显著改善。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司2020-2022年EPS为1.41、1.63、1.86元,公司2020年12月29日收盘价(22.87元),对应2020-2022年PE为16.2、14.1、12.3倍,对应2020年PB为2.9倍。内贸集装箱物流市场前景良好,公司是领先的内贸集装箱物流服务商,行业地位领先,具备较强的竞争优势。公司历史经营表现优异,发展前景良好,中长期投资价值显著,建议投资者积极配置,首次覆盖给予“审慎增持”评级。

**风险提示: 内贸集运市场供求关系恶化、运价大幅波动、燃油价格大幅波动、政府对集装箱运输的补贴政策变化、海上安全事故**

## 相关报告

分析师:

吉理

jili@xyzq.com.cn

S0190516070003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

## 目 录

1、领先的内贸集装箱物流服务商 .....	- 3 -
2、内贸集装箱物流市场发展前景良好 .....	- 5 -
2.1、“国内大循环”的发展将支撑国内贸易需求增长.....	- 5 -
2.2、“散改集”、多式联运发展将促进我国集装箱化率提升.....	- 6 -
2.3、内贸集装箱物流市场历年需求持续增长，未来发展前景良好.....	- 7 -
3、公司行业地位领先，具备较强的竞争优势.....	- 8 -
3.1、行业地位领先，运力规模行业排名第二，民营企业中排名第一 .....	- 8 -
3.2、网络布局完善，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系 .....	- 9 -
3.3、高效专业的集装箱物流运营体系 .....	- 11 -
3.4、具备领先的服务创新能力 .....	- 12 -
4、公司历史经营表现优异 .....	- 13 -
4.1、公司的业务模式 .....	- 13 -
4.2、2017-2019 年收入高速增长，业绩表现优异 .....	- 14 -
5、盈利预测及投资建议 .....	- 19 -
6、风险提示 .....	- 20 -
图表 1、全球集装箱航运公司运力排名（2019 年 12 月） .....	- 3 -
图表 2、公司股权结构（2020 年 9 月 25 日） .....	- 4 -
图表 3、国内社会消费品零售总额（亿元） .....	- 5 -
图表 4、全国港口集装箱货物及散货吞吐量 .....	- 6 -
图表 5、国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量（万 TEU） .....	- 7 -
图表 6、沿海省际运输集装箱船舶运力（万 TEU） .....	- 7 -
图表 7、部分国内集装箱运输企业运力规模及排名（万 TEU） .....	- 8 -
图表 8、安通控股重整后的股权结构情况（2020 年 12 月） .....	- 8 -
图表 9、公司港口布局 .....	- 9 -
图表 10、公司航线布局 .....	- 10 -
图表 11、公司集装箱管控体系.....	- 11 -
图表 12、公司多式联运发挥闭合效益 .....	- 12 -
图表 13、公司集装箱物流服务模式 .....	- 13 -
图表 14、公司港到港服务模式流程 .....	- 13 -
图表 15、公司多式联运模式流程 .....	- 14 -
图表 16、2017-2019 年公司营业收入（亿元） .....	- 15 -
图表 17、2017-2019 年公司归母净利润（亿元） .....	- 15 -
图表 18、2017-2019 年公司扣非后净利润（亿元） .....	- 15 -
图表 19、2017-2019 年公司净资产收益率 .....	- 15 -
图表 20、2017-2020 前 3Q 公司资产负债率 .....	- 15 -
图表 21、2017-2020 前 3Q 公司经营性净现金流（亿元） .....	- 15 -
图表 22、公司主营业务收入实现模式 .....	- 16 -
图表 23、2017-2019 年公司水运及陆运业务收入（亿元） .....	- 16 -
图表 24、2017-2019 年公司水运及陆运业务收入占比 .....	- 16 -
图表 25、2017-2019 年公司水运业务计费箱量及单价 .....	- 17 -
图表 26、公司水运业务单价与泛亚航运指数对比.....	- 17 -
图表 27、2017-2019 年公司陆运业务计费箱量及单价 .....	- 18 -
图表 28、2017-2019 年公司各业务毛利率 .....	- 18 -
图表 29、公司营收预测 .....	- 19 -

## 报告正文

### 1、领先的内贸集装箱物流服务商

上海中谷物流股份有限公司（简称“中谷物流”）于2020年9月25日在上海证券交易所上市。公司是一家领先的内贸集装箱物流服务商，以客户需求为中心，以集装箱为核心载体，以服务实体经济为宗旨，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，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。

公司的前身上海中谷新良实业有限公司成立于2003年，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，经过多年的发展，公司将业务从提供内贸集装箱航运服务拓展至提供“门到门”全程集装箱物流服务。

截至2019年12月31日，根据国际权威研究机构法国Alphaliner报告，公司集装箱船舶综合运力排名为全球第13名，在从事内贸集装箱航运业务的公司中排名第2。截至2019年12月31日，公司运营集装箱船舶112艘，拥有及控制运力达到248.65万载重吨，运营标准化集装箱38.24万TEU。

目前公司已形成以全国25个沿海主要港口、超过50个内河主要港口为物流节点，以沿海航线及长江、珠江航线共同构成的“一纵两横”航线结构为骨架，以连接公路、铁路场站的铁水联运、海铁联运班列线路为脉络的多层次、全方位协同的综合物流网络，覆盖全国除三亚港外全部“一带一路”重点布局的15个港口，通达全国沿海及各江河流域的主要水系。

图表1、全球集装箱航运公司运力排名（2019年12月）

运力排名	公司名称	运力占比
1	马士基	17.8%
2	地中海	15.9%
3	中远海控	12.4%
4	达飞	11.4%
5	赫伯罗特	7.3%
6	ONE	6.7%
7	长荣	5.4%
8	阳明	2.7%
9	太平船务	1.7%
10	现代商船	1.6%
11	以星	1.2%
12	万海	1.1%
13	中谷物流	0.7%
14	伊朗航运	0.6%
15	安通控股	0.6%
16	高丽海运	0.6%
17	海丰国际	0.5%
18	X - Press Feeders	0.5%
19	德翔航运	0.3%
20	森罗商船	0.3%

资料来源：Alphaliner、兴业证券经济与金融研究院整理

公司是一家民营企业，实际控制人为卢宗俊。公司 2020 年 9 月 25 日上市，根据招股书的信息，上市后卢宗俊通过其所控制的中谷集团、谷洋投资、谷泽投资合计控制公司 74.82% 的股份。其中，卢宗俊通过其所控制的中谷集团间接控制公司 63.13% 的股份；通过其所控制的谷洋投资间接控制公司 7.76% 的股份；通过其所控制的谷泽投资间接控制公司 3.93% 的股份。

2020 年 12 月 22 日，公司收到控股股东中谷集团《关于增持上海中谷物流股份有限公司股份有关事宜的告知函》，控股股东基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可，计划自本公告披露之日起 12 个月内，以自有资金通过上海证券交易所证券交易系统累计增持金额不低于人民币 5000 万元且不超过人民币 2 亿元，预计完成增持后实际控制人的持股比例将有所提升。

卢宗俊先生拥有 20 年以上航运物流经验，1963 年 6 月出生，中国国籍，中共党员，无境外永久居留权，硕士研究生学历，交通运输管理专业研究生，自毕业以来，历任物华海运有限公司航运部经理、中国国旅旅游贸易中心储运部经理、洋浦中谷新良海运有限公司副总经理，2003 年至今担任中谷集团董事长兼总经理，2010 年 3 月至今担任公司董事长。

**图表 2、公司股权结构（2020 年 9 月 25 日）**

股东名称	持股数	持股比例
中谷集团	420,889,948	63.13%
谷洋投资	51,710,073	7.76%
谷泽投资	26,181,626	3.93%
软银投资	14,863,246	2.23%
运合投资	14,863,246	2.23%
美顿投资	12,927,518	1.94%
江需投资	9,222,823	1.38%
乾泰投资	9,222,651	1.38%
钟鼎四号	7,839,400	1.18%
湖州智宏	6,632,679	0.99%
优益投资	6,205,208	0.93%
美桥投资	5,718,149	0.86%
宁波铁发	5,127,890	0.77%
圆鼎一期	4,611,412	0.69%
北京智维	1,501,080	0.23%
尹羿创投	1,383,423	0.21%
湖州智维	1,099,628	0.16%
社会公众股东	66,666,667	10.00%
<b>合计</b>	<b>666,666,667</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、内贸集装箱物流市场发展前景良好

内贸与外贸集装箱物流市场存在较大差异，外贸集装箱物流市场主要服务于货物的进出口运输，是全球化竞争的市场，各国的航运公司都可以参与市场竞争；内贸集装箱物流市场主要服务于我国国内的大宗货物运输，只有国内的航运公司才能参与市场竞争。

由于我国南北、东西各地区的自然资源禀赋不同以及经济发展水平不同，出产的商品有较明显的地域性差异。北方地区以玉米、大米、大豆等粮食类大宗商品为主，呈现“北粮南运”的粮食物流态势；南方地区如珠江三角洲地区以家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等产业为主；西部地区以煤炭、矿石、钢材等矿产资源类商品为主；东部地区以纺织、化工、机械仪器等轻工业制品为主。集装箱物流流向与货源地域结构密切相关，货源流向较为多元化。中国各地域出产的商品存在南北差异、东西差异，市场对于不同地域的商品需求带动了大宗商品物流需求。

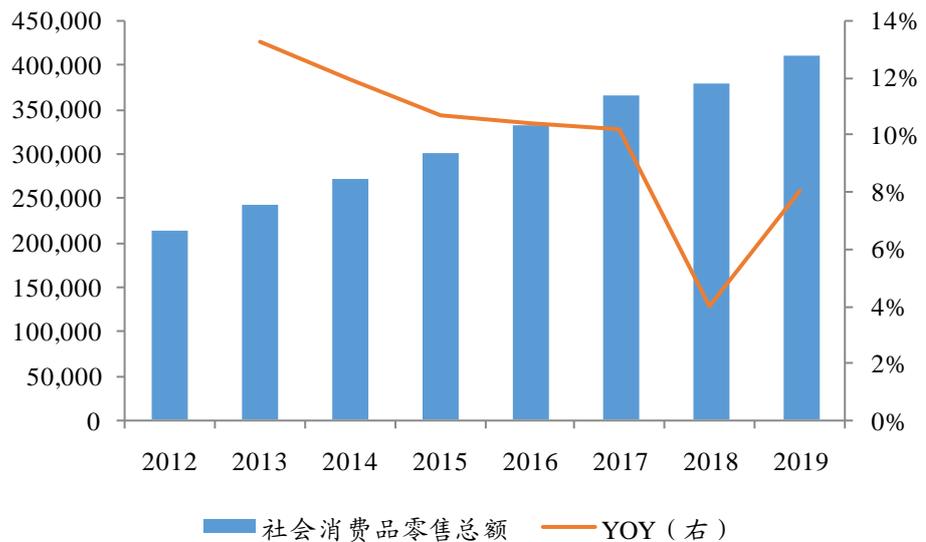
### 2.1、“国内大循环”的发展将支撑国内贸易需求增长

内贸集装箱物流需求受国内贸易需求及内贸运输的集装箱化率影响。国内贸易需求情况，从社会消费品零售总额来看，2013-2019年持续增长，年均复合增长率达到9.2%。

2020年受疫情影响，前11月社会消费品零售总额累计同比下降4.8%，但从单月来看，8月份开始同比增速已经转正，并逐月提升，11月同比增长5%。

“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”是中国经济的发展方向，“国内大循环”的发展将支撑国内贸易需求增长。

图表 1、国内社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：Wind、公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、“散改集”、多式联运发展将促进我国集装箱化率提升

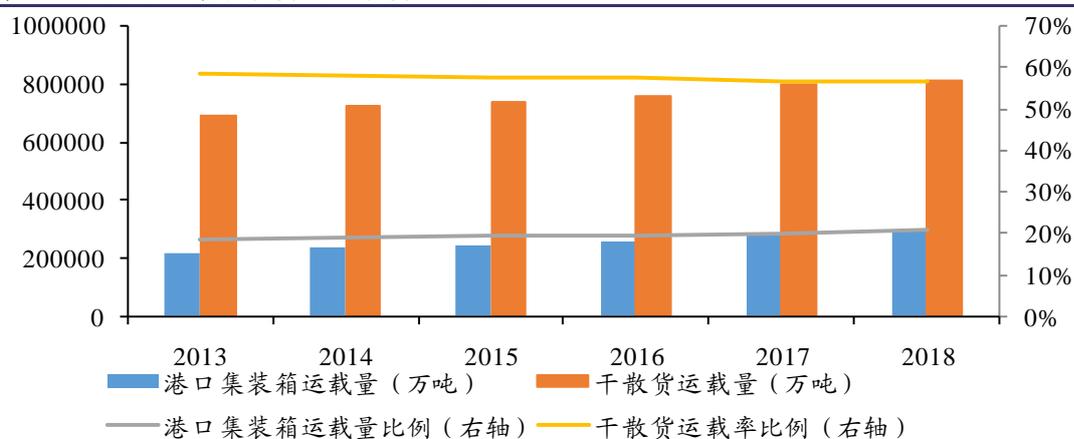
相对于散货运输，集装箱具有标准化、环保、便利、低成本、低货损、全封闭等优点，通过集装箱可以综合利用各种运输方式的优点，为货主提供“门到门”的优质服务，突破了“港到港”的传统运输方式，是现代交通运输的发展方向。

与发达国家相比，我国集装箱物流市场尚存在较大的发展空间。2017年美国长滩港、比利时安特卫普港、德国汉堡港和不莱梅港等港口的集装箱货物吞吐量占港口一般货物合计吞吐量比例在50%—80%之间。2018年，我国规模以上港口国际标准集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例仅为18.22%，处于较低水平，有很大的发展空间。

自2002年4月《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》出台以来，国家及各地方政府积极实施一系列“散改集”相关政策及措施。2016年6月，国家发改委发布的《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》进一步提出推广集装化、标准化运输模式。加大运输设备集装化、标准化推广力度。“散改集”以及运输方式集装化推动使得成箱率大幅提升。

未来随着工业化进程的推进和信息化水平的提高，交通基础设施的不断完善，不同运输方式的一体化衔接和协作水平的不断提高，将全面推动我国集装箱多式联运发展，我国的集装化水平将进一步向发达国家靠拢。

图表4、全国港口集装箱货物及散货吞吐量

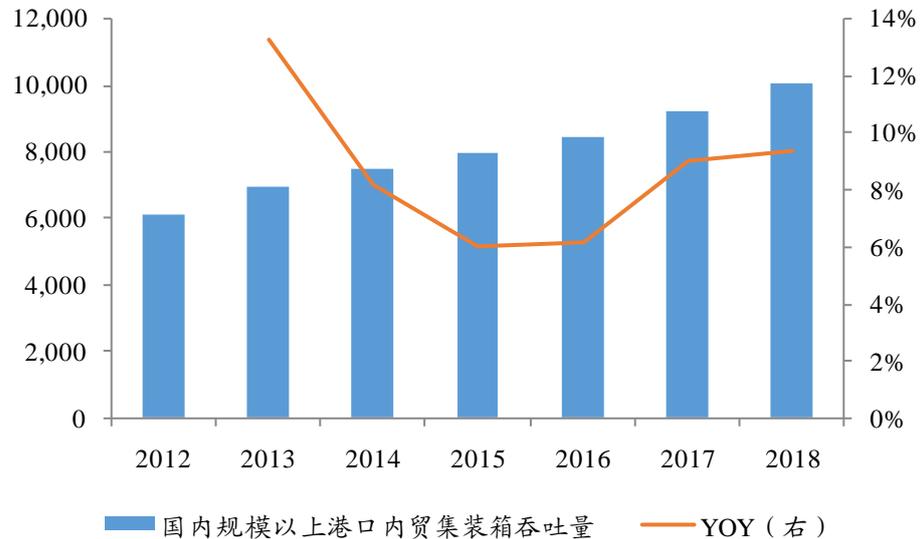


资料来源：中国港口年鉴、公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、内贸集装箱物流市场历年需求持续增长，未来发展前景良好

从国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量数据来看,2012-2018年内贸集装箱物流市场需求持续增长,复合增长率8.7%。综合考虑国内贸易需求增长及集装箱化率提升,内贸集装箱物流市场未来发展前景良好。

图表 5、国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量(万 TEU)



资料来源:交通运输部水运局、交通运输部综合规划司、兴业证券经济与金融研究院整理

从沿海省际运输集装箱船舶运力数据来看,不同年份运力波动较大,但2012-2018年复合增速8.1%,基本与需求的复合增速相匹配。

图表 6、沿海省际运输集装箱船舶运力(万 TEU)



资料来源:交通运输部水运局、交通运输部综合规划司、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、公司行业地位领先，具备较强的竞争优势

#### 3.1、行业地位领先，运力规模行业排名第二，民营企业中排名第一

内贸集运行业集中度较高，根据上海国际航运中心的数据，运力规模前三的公司分别为泛亚航运、中谷物流、安通控股。2020年6月，前三大公司运力占比为78.1%，第四名、第五名的公司运力占比仅有3.4%、3.3%，前三大公司占据了主要的市场份额。

图表 7、部分国内集装箱运输企业运力规模及排名（万 TEU）

排名	企业名称	运力规模	运力占比
1	上海泛亚航运	29.5	37.9%
2	中谷物流	16.86	21.6%
3	安通控股	14.44	18.5%
4	阳光速航	2.68	3.4%
5	信风海运	2.56	3.3%

资料来源：Alphaliner、Clarksons、企业官网、上海国际航运中心整理、兴业证券经济与金融研究院整理

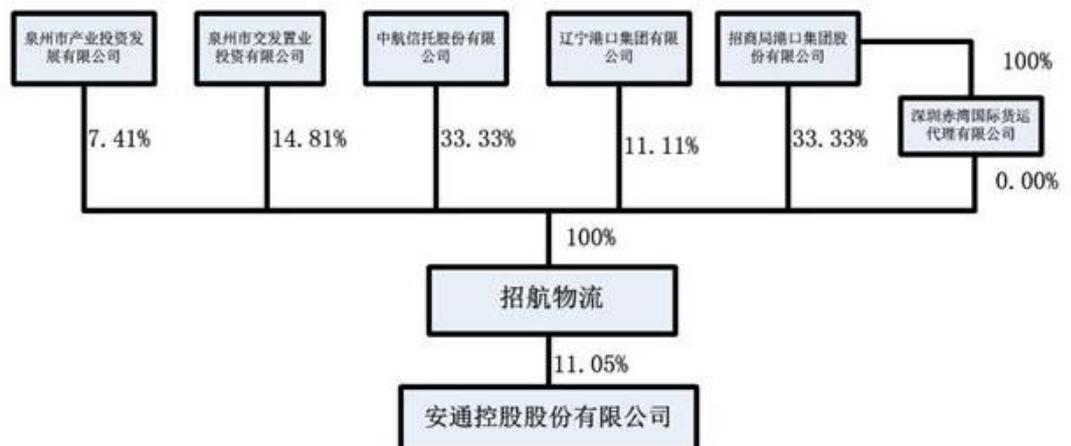
注：运力规模是上海国际航运中心根据网络信息和企业调研得出，仅供参考

排名第一的上海泛亚航运是央企中远海控下属子公司。

排名第三的安通控股（\*ST 安通，600179.SH）原本也是民营企业，后因实际控制人及安通控股的债务问题进行破产重整，2020年12月重整计划执行完毕，重整后公司无实际控制人，控股股东由原来的郭东泽及一致行动人郭东圣变更为招商物流。根据招商物流各合伙人的股权控制关系，普通合伙人赤湾货代，有限合伙人辽港集团、招商港口均由招商局集团实际控制，出资额合计6.00亿元，占比44.44%；有限合伙人中航信托的实控人为中航工业集团，出资额4.50亿元，占比33.33%；有限合伙人交发置业、泉州市产投的实际控制人为泉州国资委，出资额合计3.00亿元，占比22.22%。

公司运力规模在行业中排名第二，民营企业中排名第一，行业地位领先。

图表 8、安通控股重整后的股权结构情况（2020年12月）



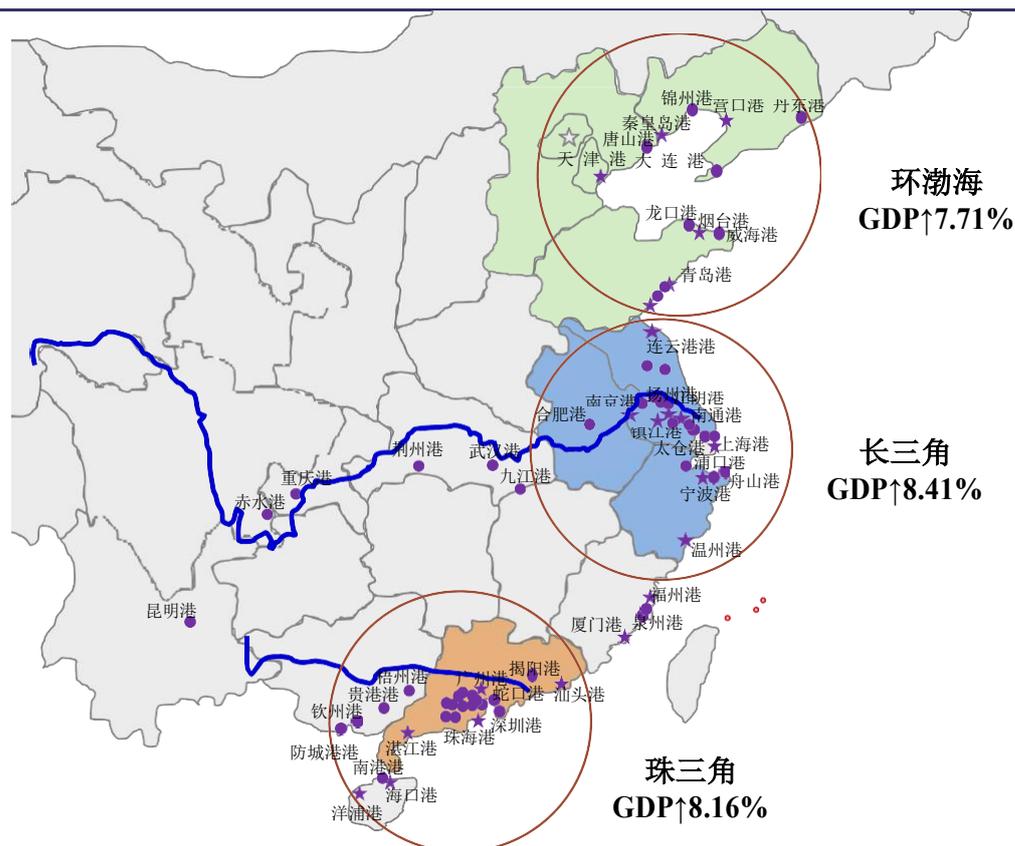
资料来源：安通控股公告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、网络布局完善，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系

公司通过港口、航线、联运线路的有机结合，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。

**(1) 覆盖全国的港口体系：**公司港口体系覆盖全国 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。

图表 9、公司港口布局



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

**(2) 服务精品、运营高效的航线优势：**公司航线布局完善，拥有超过 60 条中国沿海航线、超过 30 条长江航线、超过 160 条珠江航线，通达全国沿海及各江河流域的主要水系，构成的“一纵两横”结构、班期稳定、覆盖面广的航线网络，公司亦聚焦客户需求适时加密旧航线、拓展新航线，不断向内陆区域延伸，适应客户的发展步伐并提供高质量物流服务，提升客户黏性、与客户共同发展。

图表 10、公司航线布局



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

注：上图为中谷股份航线网络示意图，由于长江、珠江支线航线多为短距离航线且较为密集无法完全展现。

**(3) 深入腹地的多式联运网络：**公司依托港口资源及航线网络逐步向两端陆路运输延伸，联通铁路网络、公路网络，形成多式联运物流平台，产业触角从沿海、沿江省市经济腹地不断向内陆延伸。多式联运的开展有助于公司进一步开拓内贸集装箱货源。公司基于港口、航线网络资源基础上，整合集装箱卡车资源，灵活调配分布全国的集装箱卡车运力。同时，公司与铁路部门、铁路场站协议合作，嫁接铁路场站周边资源并通过“铁路+公路”扩大服务半径，将物流网络延伸至西北、西南等纵深腹地，打通新的连接西北、西南的物流大通道，激发客户潜在物流需求。

### 3.3、高效专业的集装箱物流运营体系

公司在日常经营过程中重视运营效率，通过多年的精细化管理，建立了高效、专业的集装箱物流运营体系。

**(1) 优化的集装箱船队配置：**公司采取科学合理的船舶配置方案，综合考虑市场行情、营运成本和使用效率等因素，灵活采取租赁和购买船舶两种方式稳健地扩充船舶规模并不断优化调节船舶结构。公司在水位较深适宜大型船舶通行的沿海航线主要投放自有运力，在水网密度较高且内河航运发达适宜驳船运输的长江和珠江航线主要采用租赁运力进行填补。该等船舶配置方式有效地节约了船舶运营成本，提高了运营能力。

**(2) 完善的集装箱管控体系：**公司以标准化集装箱为载体实现多种运输方式的无缝衔接，凭借丰富的行业经验形成了集装箱科学管理体系。公司从集装箱造箱控制、租箱控制、调箱控制、用箱控制、修箱控制等方面智能管理，保证集装箱的高效持续运转，控制集装箱运营维护成本。

图表 11、公司集装箱管控体系



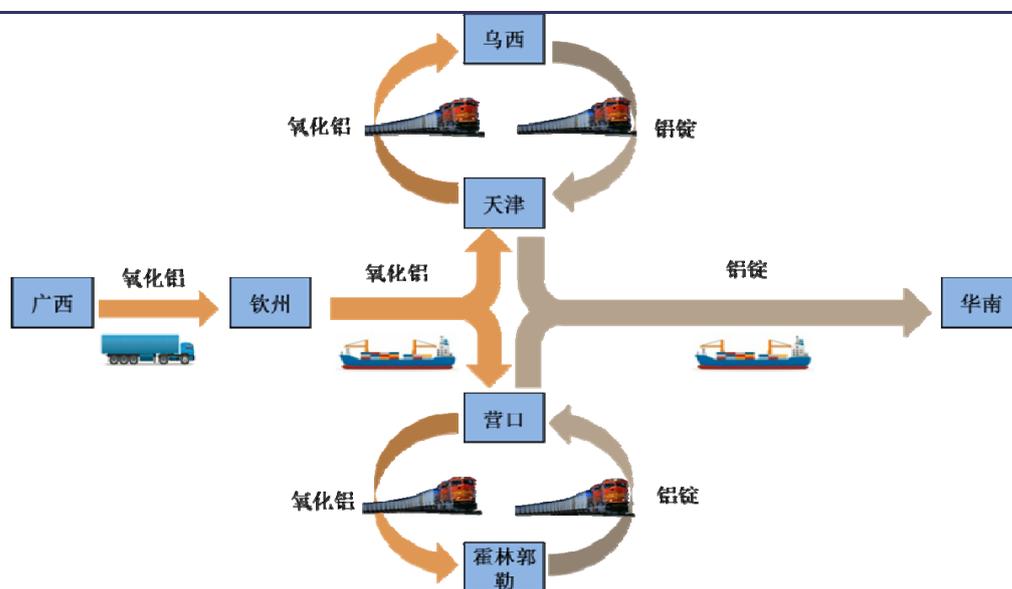
资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

**(3) 全方位的标准化管理体系：**公司通过建立覆盖全面，规范化、制度化、标准化的体系进行规范管理，搭建整合各业务资源的相关职能部门，高效协调和分配公司资源，提高管理效率，确保集装箱物流各个环节的高效运转。目前，公司已形成对服务网络和业务流程全覆盖的标准化体系。

### 3.4、具备领先的服务创新能力

**(1) 打造多式联运集装箱物流服务闭环：**公司不断拓展多式联运服务网络，并根据客户与货源的地域分布特点推出了多个闭环集装箱物流服务产品。例如：广西氧化铝运输是当地“散改集”重点推进项目。新疆、内蒙地区工业用电价格低廉，吸引了较多铝锭生产厂。基于地域资源优势，公司设计了铝产业多式联运完整闭环集装箱物流路线。通过公路将广西的氧化铝运输至钦州港下水，通过海运至天津、营口，以铁路运输发往乌西和霍林郭勒的铝锭生产厂。待氧化铝加工后，将形成的铝锭再通过集装箱以海铁联运送回至天津、营口并发往华南地区。通过整合各种运输方式，实现南北和东西的物流无缝衔接，提高运输效率与质量，形成闭环、对流的运输模式，保证了货源的稳定性。

图表 12、公司多式联运发挥闭合效益



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

**(2) 提供“定港、定线、定时、定班、定船”的优质精品航线服务：**公司提供连接重要沿海主要港口的精品航线服务。精品航线以“航速快、班期准、密度高”为特色，以“五定”即定港、定线、定时、定班、定船为原则，保证集装箱船舶在特定时间内起航和货品及时运输，在交货时间和服务品质上真正做到“精”。精品航线的开通有助于提升连接港口的吞吐量，实现港口与物流企业双方优势互补、合作共赢。截至目前，公司已开通“上广快航”、“青岛-厦门”、“青岛-广州”、“太仓-广州”等精品航线。

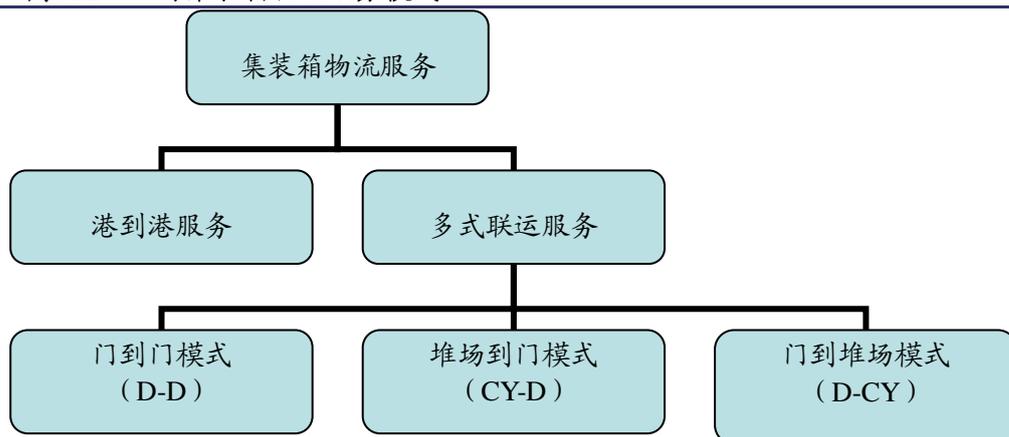
**(3) 提供定制化的“门到门”全程物流服务和立体化的物流解决方案：**通过整合水路、铁路、公路的资源，公司在地理位置上的受限减小从而可以根据客户所要求的时间灵活优化配置多种运输方式，机动灵活地为客户提供定制化的“门到门”全程物流服务和立体化的物流解决方案，满足客户对于“最后一公里”的物流需求。降低客户物流综合成本，提升物流时效性，增强客户粘性与公司服务的稳定性，提升了公司的盈利能力。

## 4、公司历史经营表现优异

### 4.1、公司的业务模式

公司主营集装箱物流服务，集装箱物流服务主要分为港到港服务模式和多式联运服务模式两种。其中，多式联运服务模式根据客户的不同选择，主要可细分为门到门模式（D-D）、堆场到门模式（CY-D）及门到堆场模式（D-CY）。

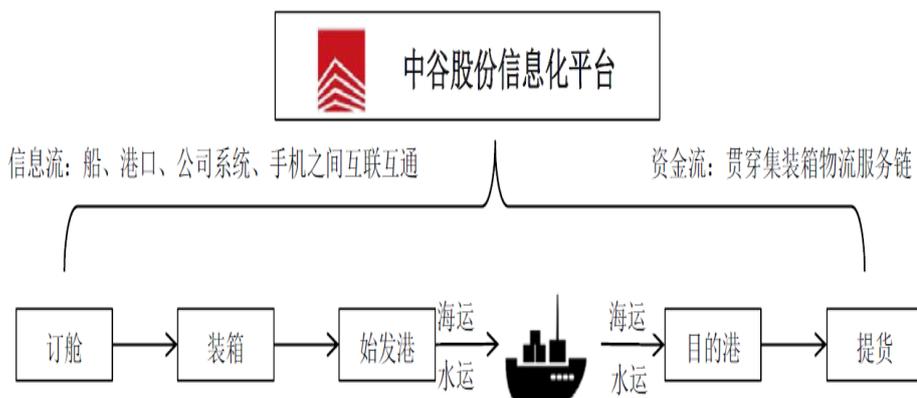
图表 12、公司集装箱物流服务模式



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

- **港到港服务模式流程：**系由公司向客户提供港口至港口的集装箱物流服务。公司根据订舱指示，发货方自行安排将货物送至始发港集装箱码头堆场并进行装箱，或由发货方自行安排提取空集装箱，将货物装入集装箱后自行安排将出口重箱运至港集装箱码头堆场，通过水路运输、陆路运输方式至目的地港口（可能通过中转港），由收货方自行安排至目的港集装箱码头堆场提取货物。

图表 14、公司港到港服务模式流程

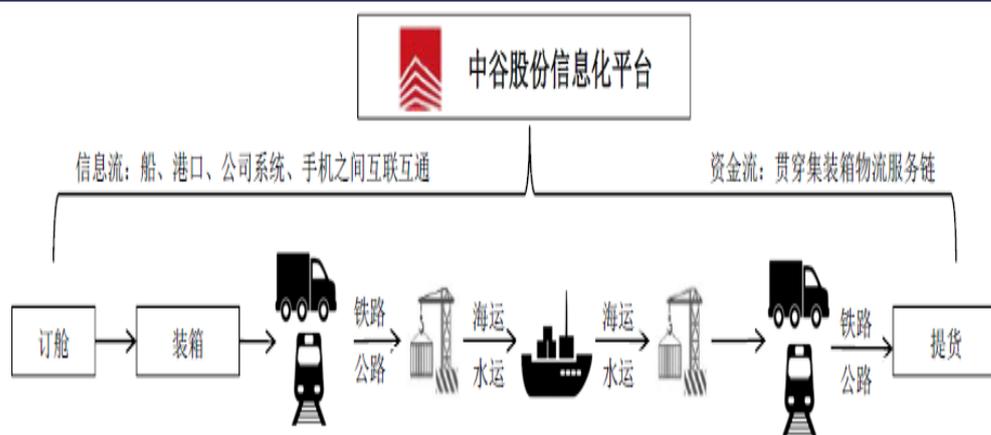


资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **多式联运服务模式**：系由公司向客户提供包含水路运输及陆路运输方式的集装箱物流服务。
- ✓ **门到门模式 (D-D)**：根据订舱指示，公司就近安排车队提取集装箱至客户处，装箱后通过“公路+铁路”运输至始发港集装箱码头堆场，通过海运、水运方式至目的地港口（可能通过中转港），再由“公路+铁路”运输至收货方，确认并签收。
- ✓ **堆场到门模式 (CY-D)**：根据订舱指示，客户自行安排将货物送至始发港集装箱码头堆场并进行装箱，或由发货方自行安排提取空集装箱，将货物装入集装箱后自行安排将出口重箱运至港口，通过海运、水运方式至目的地港口（可能通过中转港），再由“公路+铁路”运输至收货方，确认并签收。
- ✓ **门到堆场模式 (D-CY)**：根据订舱指示，公司就近安排车队提取集装箱至客户处，装箱后通过“公路+铁路”运输至始发港集装箱码头堆场，通过海运、水运方式至目的地港口（可能通过中转港），收货方自行安排至目的港集装箱码头堆场提取货物。

图表 15、公司多式联运模式流程



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、2017-2019 年收入高速增长，业绩表现优异

2017-2019 年，公司营业收入分别为 56.0、80.8、99.0 亿元，分别同比增长 37.2%、44.2%、22.6%，收入保持高速增长。

2017-2019 年，公司归母净利润分别为 3.8、5.5、8.6 亿元，2017 年同比下降 17.3%，2018-2019 年分别同比增长 46.0%、55.6%，2018-2019 年净利润实现高速增长。2017-2019 年公司扣非后净利润分别为 4.5、3.7、6.4 亿元，公司非经常性损益主要来自政府对集装箱运输的补贴，2017-2019 年补贴额分别为 1.7、2、2.3 亿元。

2020 年前三季度，公司营业收入 71.7 亿元，同比增长 2.0%，归母净利润 4.9 亿元，同比下降 10.3%，主要受疫情影响。根据泛亚航运内贸集装箱运价指数，2020 年前三季度指数均值为 1124 点，同比下降 5.8%，不过疫情后国内的生产恢复迅速，四季度市场已经明显回暖，叠加旺季因素，四季度指数均值 1435 点，同比增长 10.5%，较前三季度均值增长 27.7%，四季度公司业绩有望显著改善。

图表 16、2017-2019 年公司营业收入 (亿元)



图表 17、2017-2019 年公司归母净利润 (亿元)



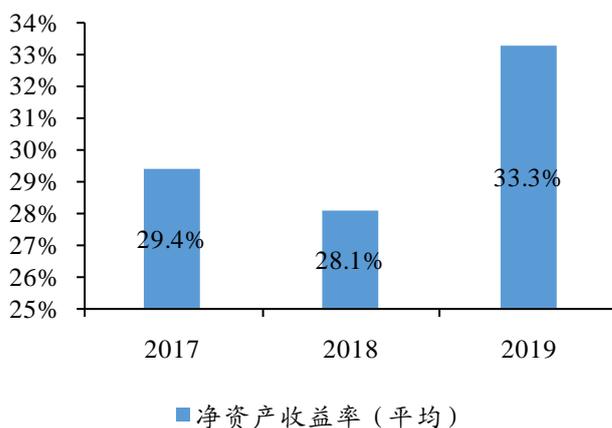
数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、2017-2019 年公司扣非后净利润 (亿元)



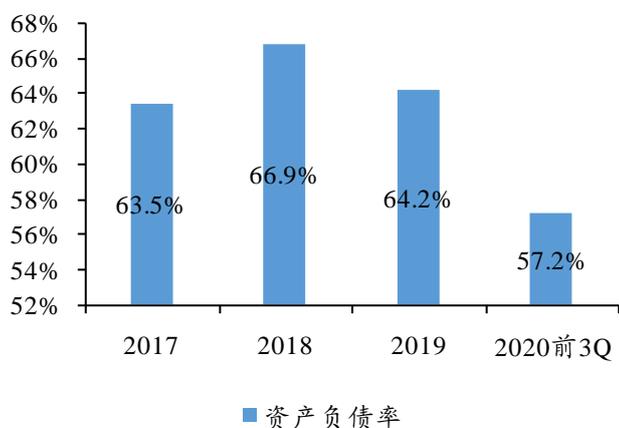
图表 19、2017-2019 年公司净资产收益率



数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、2017-2020 前 3Q 公司资产负债率



图表 21、2017-2020 前 3Q 公司经营性净现金流 (亿元)

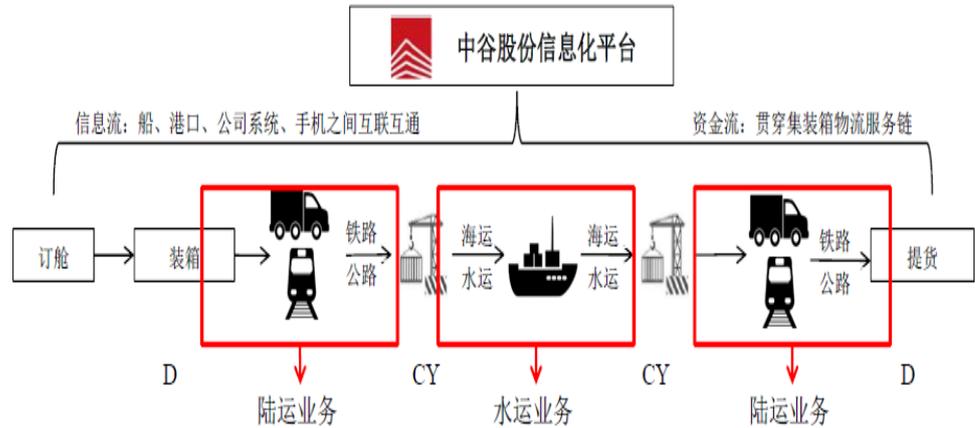


数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务收入全部来自集装箱物流服务。公司提供集装箱物流服务实现的收入根据载运工具及运输方式可拆分为水运业务与陆运业务。公司陆运业务收入系多式联运服务模式下陆路运输产生的收入，包括水铁联运、公水联运及少量公铁联运业务。

图表 22、公司主营业务收入实现模式



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

2017-2019 年，公司水运业务收入分别为 46.8、61.4、76 亿元，分别同比增长 28.0%、31.2%、23.8%，影响主营业务收入增速的百分点分别为 25.1%、26.1%、18.1%。

2017-2019 年，公司陆运业务收入分别为 9.2、19.4、23.0 亿元，分别同比增长 115.7%、110.9%、18.7%，影响主营业务收入增速的百分点分别为 12.1%、18.2%、4.5%。

2017-2019 年公司水运、陆运业务营业收入都保持了快速增长的趋势，水运业务收入占比较高并且呈现快速增长趋势，成为主营收入增长的主要贡献因素，陆运业务收入占比总体提升，陆运业务也成为主营业务收入增长的重要来源之一。

图表 23、2017-2019 年公司水运及陆运业务收入（亿元） 图表 24、2017-2019 年公司水运及陆运业务收入占比



数据来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

公司水运业务收入主要由水运业务计费箱量和运输单价两项因素决定，2017年水运业务收入快速增长得益于量价齐升，2018-2019年的快速增长主要得益于业务量的快速增长。

2017-2019年公司水运业务计费箱量分别为295.8、377.4、469.7万TEU，分别同比增长16.8%、27.6%、24.5%。公司水运业务的业务量保持快速增长，超过行业集装箱运输箱量增速水平，主要原因是水路运输结构调整，内贸集装箱运输需求提升以及公司运力规模持续上升，市占率进一步提升，2018-2019年公司加权平均总运力（TEU口径）分别同比增长42.3%、25.0%。

**图表 25、2017-2019 年公司水运业务计费箱量及单价**

	2017 年度	2018 年度	2019 年度
公司加权平均总运力（万 TEU）	8.8	12.6	15.7
增速		42.3%	25.0%
水运业务计费箱量（万 TEU）	295.8	377.4	469.7
增速	16.8%	27.6%	24.5%
水运业务单价（元/TEU）	1582	1627	1618
增速	9.6%	2.8%	-0.6%

数据来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

2017-2019年公司水运业务单价分别为1582、1627、1618元/TEU，2017年同比增长9.6%，明显提升，2018年同比增长2.8%，2019年同比下降0.6%，2018-2019年小幅波动。公司水运业务单价走势与同行业公司泛亚航运公布的泛亚内贸集装箱运价指数的走势高度一致。泛亚内贸集装箱运价指数，由泛亚航运自主开发制定并发布，客观反映了其内贸市场实际成交运价波动趋势，是内贸集装箱运输业客户掌握、预估物流成本的重要指标，内贸市场实际成交运价波动受供求关系影响。

2017年运价明显提升，主要是2016年下半年以来密集出台的利好政策使得集装箱适箱货源范围有效扩大，集装箱运输业务需求迅速增长，内贸集装箱航运市场景气程度持续提升；2018-2019年市场供需关系相对稳定，运价小幅波动。

**图表 26、公司水运业务单价与泛亚航运指数对比**



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司陆运业务收入快速增长得益于量价齐升，2017、2019 年的快速增长主要得益于业务量的快速增长。2017-2019 年公司陆运业务计费箱量分别为 134.3、238.7、292 万 TEU，分别同比增长 124%、77.7%、22.4%。公司陆运业务的业务量保持快速增长，主要是公司在以集装箱水路运输业务为核心的基础上，拓展两端陆路运输业务以增加腹地辐射区域，扩大适箱货源范围，公司“到门”比率迅速提升，2018 年度已超过 50%。

2017-2019 年公司陆运业务单价分别为 788、812、684 元/TEU，2017 年同比下降 3.7%，2018 年同比大幅增长 18.7%，2019 年同比下降 3.0%。公司陆运业务是采取外包模式，对外采购物流服务。2018 年单价大幅提升主要是公司 2017 年 5 月在内蒙古新设立了包头办事处开拓内蒙古地区业务，重点开发内蒙古地区具有多式联运需求的客户，运距较长，带动单价提升。剔除这一块的影响，2018-2019 年单价同比增长 4.0%、3.1%，小幅增长。

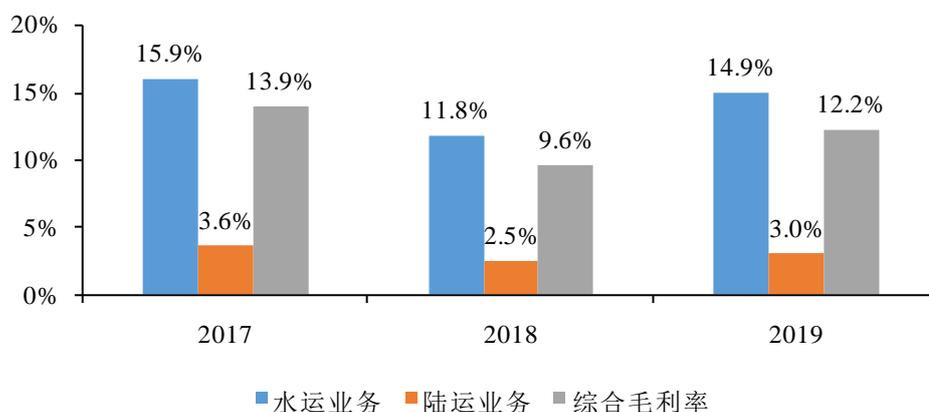
图表 27、2017-2019 年公司陆运业务计费箱量及单价

	2017 年度	2018 年度	2019 年度
陆运业务计费箱量（万 TEU）	134.3	238.7	292
增速	124.0%	77.7%	22.4%
陆运业务单价（元/TEU）	684	812	788
增速	-3.7%	18.7%	-3.0%

数据来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2018 年度综合毛利率较 2017 年度有所下降，由 2017 年度的 13.9% 下降至 9.6%；2019 年度公司毛利率则较 2018 年出现回升，提升至 12.2%。公司水运业务占比较高，水运业务毛利率波动是导致综合毛利率变动的主要原因。

图表 28、2017-2019 年公司各业务毛利率



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司水运业务毛利率从 15.9% 下降至 11.8%，主要是燃油价格上升和自有船舶运力增加导致船舶运营成本上升；同时，公司大力发展“江海联运”、“水水中转”业务，加大了对于长江、珠江流域港口及其腹地的覆盖，需进行内河驳运的箱量大幅上升导致驳船费成本出现明显上升。

2019 年公司水运业务毛利率从 11.8% 回升至 14.9%，主要是公司运力规模及业务量持续提升后，规模效应体现以及公司面向船舶租赁供应商和港口议价能力提升等方面综合影响，公司单位成本下降。

## 5、盈利预测及投资建议

主要假设:

- ✓ 2012-2018 年国内规模以上港口内贸集装箱吞吐量复合增速 8.7%，预计未来仍将保持较好的增长趋势，公司行业地位领先，具备较强的竞争优势，预计能实现超越行业的增长，假设公司 2020-2022 年水运业务计费箱量分别同比增长 10%、15%、15%；假设陆运业务计费箱量保持与水运业务相同的增量；
- ✓ 公司 2018-2019 年水运业务单价相对平稳，2020 年受疫情影响，内贸集运运价指数前低后高，根据指数推算，假设公司 2020 年水运业务单价同比下降 1%，假设 2021-2022 年维持平稳，公司水运业务单价同比增长 0%、0%；假设陆运业务单价同比增长 0%、0%、0%；
- ✓ 公司的运量增长会带来单位成本下降，但油价回升会带来单位成本增长，假设公司 2020 水运业务单位成本同比下降 2%，2021-2022 年同比增长 0%、0%；假设陆运业务单位成本同比增长 0%、0%、0%；
- ✓ 公司 2017-2019 年收到政府对集装箱运输的补贴 1.7、2、2.3 亿元，假设 2020-2022 年每年政府补贴维持 2.3 亿元。

图表 29、公司营收预测

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入(亿元)</b>	99.0	108.1	124.3	142.9
	22.6%	9.2%	15.0%	15.0%
<b>其中：水运业务收入(亿元)</b>	76.0	82.8	95.2	109.5
YOY	23.8%	8.9%	10.0%	10.0%
水运业务计费箱量(万 TEU)	469.7	516.7	594.2	683.3
YOY	24.5%	10%	15%	15%
水运业务单价(元/TEU)	1618	1602	1602	1602
YOY	-0.6%	-1.0%	0.0%	0.0%
<b>陆运业务收入(亿元)</b>	23.0	25.3	29.1	33.5
YOY	18.7%	10.0%	15.0%	15.0%
陆运业务计费箱量(万 TEU)	292	321.2	369.4	424.8
YOY	22.4%	10%	15%	15%
陆运业务单价(元/TEU)	788	788	788	788
YOY	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>主营业务成本(亿元)</b>	86.9	94.2	108.3	124.6
	18.9%	8.4%	15.0%	15.0%
<b>其中：水运业务成本(亿元)</b>	64.6	69.6	80.1	92.1
YOY	19.3%	7.8%	15.0%	15.0%
水运业务单位成本(元/TEU)	1375	1348	1348	1348
YOY	-4.2%	-2%	0%	0%
<b>陆运业务成本(亿元)</b>	22.3	24.5	28.2	32.5
YOY	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
陆运业务单位成本(元/TEU)	764	764	764	764

YOY	-3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>主营业务毛利率</b>	12.2%	12.9%	12.9%	12.9%
其中：水运业务毛利率	14.9%	15.9%	15.9%	15.9%
陆运业务毛利率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

注：标黄的为主要假设

预计公司 2020-2022 年营业收入 108.1、124.3、142.9 亿元，归母净利润 9.4、10.9、12.4 亿元，EPS 为 1.41、1.63、1.86 元，公司 2020 年 12 月 29 日收盘价（22.87 元）对应 2020-2022 年 PE 为 16.2、14.1、12.3 倍，对应 2020 年 PB 为 2.9 倍。

“国内大循环”的发展将支撑国内贸易需求增长，散改集“、多式联运的发展将促进内贸运输集装箱化率提升，内贸集装箱物流市场发展前景良好。公司是领先的内贸集装箱物流服务商，行业地位领先，运力规模行业排名第二，民企中排名第一；具备较强的竞争优势，网络布局完善，集装箱物流运营体系高效专业，服务创新能力领先。公司历史经营表现优异，发展前景良好，中长期投资价值显著，建议投资者积极配置，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

## 6、风险提示

内贸集运市场供求关系恶化、运价大幅波动、燃油价格大幅波动、政府对集装箱运输的补贴政策变化、海上安全事故

## 附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3374	5849	7296	8845
货币资金	2283	4703	6047	7479
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	442	504	572	661
其他应收款	27	34	37	43
存货	75	74	75	74
<b>非流动资产</b>	4938	5405	5261	5337
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	40	404	221	252
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4676	4745	4801	4842
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	8312	11254	12557	14181
<b>流动负债</b>	2573	2794	3062	3416
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1663	1849	2108	2431
其他	910	945	954	985
<b>非流动负债</b>	2767	3138	3084	3107
长期借款	870	1470	1470	1470
其他	1897	1667	1613	1637
<b>负债合计</b>	5340	5932	6146	6523
股本	600	667	667	667
资本公积	720	2059	2059	2059
未分配利润	1449	2325	3328	4479
少数股东权益	16	20	25	30
<b>股东权益合计</b>	2972	5322	6412	7658
<b>负债及权益合计</b>	8312	11254	12557	14181

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	858	941	1085	1241
折旧和摊销	279	231	245	259
资产减值准备	-0	1	1	1
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	173	236	229	232
投资损失	-63	-63	-66	-68
少数股东损益	4	4	5	5
营运资金的变动	-404	-209	-100	-260
<b>经营活动产生现金流量</b>	1896	1243	1628	1925
<b>投资活动产生现金流量</b>	-711	-601	-52	-263
<b>融资活动产生现金流量</b>	-4	1778	-232	-231
现金净变动	1180	2420	1345	1431
现金的期初余额	1479	2283	4703	6047
现金的期末余额	2660	4703	6047	7479

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	9900	10807	12428	14292
营业成本	8695	9418	10831	12455
营业税金及附加	12	13	15	17
销售费用	21	22	25	29
管理费用	126	138	159	183
财务费用	173	236	229	232
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	63	63	66	68
<b>营业利润</b>	1152	1260	1453	1662
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	1150	1260	1453	1662
所得税	288	315	363	415
净利润	862	945	1090	1246
少数股东损益	4	4	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	858	941	1085	1241
<b>BPS(元)</b>	1.43	1.41	1.63	1.86

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	22.6%	9.2%	15.0%	15.0%
营业利润增长率	56.1%	9.3%	15.3%	14.4%
净利润增长率	55.6%	9.7%	15.3%	14.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.2%	12.9%	12.9%	12.9%
净利率	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
ROE	29.0%	17.7%	17.0%	16.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.2%	52.7%	48.9%	46.0%
流动比率	1.31	2.09	2.38	2.59
速动比率	1.28	2.07	2.36	2.57
<b>营运能力</b>				
资产周转率	132.1%	110.5%	104.4%	106.9%
应收帐款周转率	2303.5%	2265.4%	2290.5%	2300.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.43	1.41	1.63	1.86
每股经营现金	2.60	1.86	2.44	2.89
每股净资产	4.43	7.95	9.58	11.44
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.0	16.2	14.1	12.3
PB	5.2	2.9	2.4	2.0

### 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn