

中创物流 (603967)

证券研究报告

2023年01月12日

头部民营货代企业，迎“一体两翼”新发展格局

公司是头部的货代物流民营企业，提出“一体两翼”全新发展格局。

2021年，公司在中国主要的50家货代物流民营企业中排名第三，市场份额5.6%。2022年上半年，公司提出“一体两翼”全新发展战略，跨境集装箱物流为“一体”，智慧冷链物流和新能源工程物流为“两翼”。

集运景气下行，公司做好传统业务稳定发展+积极开拓新业务。

公司围绕货代基础业务拓展场站、船代、沿海运输等业务，为客户提供多功能、长链条、一体化物流服务。一方面，综合服务使得公司与船舶运力企业互为客户、供应商，加深合作关系；另一方面，通过一体化跨境物流服务增厚公司业绩，增强客户粘性。同时，公司拟增加网络规划，提高传统业务货量；积极投身新业务进一步对冲传统行业景气下行风险。

公司积极布局，领跑智慧冷链物流。

我国冷链物流需求保持高速增长，同时行业供给侧基础设施不足，在政策催化下，冷链物流市场有望持续增长。公司先后在天津、青岛、上海、宁波四个国内主要冻品进口口岸投建共计约25万标准货位的智能立体冷库，积极布局冷链业务。公司的冷库可实现无人化的全流程管理，与传统业务联动，实现全程物流链服务，优化客户体验。同时，上海、天津口岸是我国主要的肉类进口口岸，布局地需求可观，有望为公司提供业绩增长点。

聚焦新能源工程物流，乘风电东风。

公司深耕项目大件物流行业，现站在双碳政策的大背景下，重点聚焦国际风电运输、国内海上风电运输、核电工程物流及大型石化工程物流四大领域。未来风电行业有望延续高景气，公司凭借其大件物流端的丰富经验、车船码头一体化的优秀运营能力以及头部优质客户，新能源工程物流业务有望实现高速增长，为公司提供又一业绩增长点。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计2022-2024年公司收入分别为117.59、93.48、91.82亿元；归母净利润为2.52、3.11、3.89亿元；对应EPS分别为0.73、0.90、1.12元；对应PE分别为13.12、10.64、8.50x。我们参考可比公司估值、公司过去三年估值中枢，给予公司23年目标PE 15x；同时综合绝对估值法，给予公司目标股价为15.71元。

风险提示：市场竞争加剧风险；业务区域集中风险；人工成本上升风险；物流信息技术系统研发、安全运作风险；冷库建设不及预期；新增风电装机量大幅下滑。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,153.89	12,413.83	11,759.16	9,348.33	9,182.47
增长率(%)	14.19	140.86	(5.27)	(20.50)	(1.77)
EBITDA(百万元)	287.59	383.83	449.66	539.62	652.11
归属母公司净利润(百万元)	176.27	207.89	252.37	311.12	389.48
增长率(%)	(11.18)	17.94	21.40	23.28	25.19
EPS(元/股)	0.51	0.60	0.73	0.90	1.12
市盈率(P/E)	18.78	15.92	13.12	10.64	8.50
市净率(P/B)	1.67	1.59	1.48	1.41	1.34
市销率(P/S)	0.64	0.27	0.28	0.35	0.36
EV/EBITDA	9.60	8.78	5.74	4.72	3.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	9.55元
目标价格	15.71元

基本数据

A股总股本(百万股)	346.67
流通A股股本(百万股)	346.67
A股总市值(百万元)	3,310.67
流通A股市值(百万元)	3,310.67
每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	38.38
一年内最高/最低(元)	15.47/8.66

作者

徐君 分析师
SAC执业证书编号：S1110522110001
xujuna@tfzq.com

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中创物流：一体两翼迎全新发展.....	4
1.1. 公司：头部货代物流民营企业.....	4
1.2. 股权架构清晰，管理层深耕海运行业.....	4
1.3. 营收受海运价格影响，盈利有待进一步修复.....	5
2. 跨境集装箱物流是公司发展的基本盘.....	6
2.1. 公司打造跨境物流综合服务体系.....	7
2.2. 集运景气下行，公司积极应对.....	8
3. 业绩增长点之一：智慧冷链物流.....	9
3.1. 冷链物流行业蓬勃发展，政策发力下供给侧有望改善.....	9
3.2. 公司积极布局，领跑智慧冷链物流.....	11
4. 业绩增长点之二：新能源工程物流.....	13
4.1. 风电行业有望维持高景气.....	13
4.2. 公司聚焦新能源工程物流.....	14
5. 盈利预测与公司估值.....	16
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司是货代物流民营企业前三（2021 年）.....	4
图 3：公司股权架构及部分参控股公司.....	5
图 4：公司营业收入及同比增速.....	5
图 5：公司归母净利润及同比增速.....	5
图 6：货代贡献主要营收（2021 年）.....	6
图 7：货代、场站贡献主要毛利（2021 年）.....	6
图 8：2022 年，公司毛利率与净利率出现边际改善.....	6
图 9：公司各业务毛利率.....	6
图 10：公司货代业务量情况.....	7
图 11：公司船舶运力供应商覆盖面广.....	7
图 12：公司场站业务量增长趋势明显.....	7
图 13：2021 年，公司舱位代理量实现正增长.....	8
图 14：公司沿海运输业务量较为稳健.....	8
图 15：20 年以来，全球集装箱船运力增速上行.....	9
图 16：集装箱吞吐量下行.....	9
图 17：集装箱运价指数 CCFI、SCFI 下行趋势明显.....	9
图 18：食品冷链物流需求高速增长.....	9
图 19：食品冷链物流市场增速可观.....	9

图 20: 食品冷链进口环节需求高速增长	10
图 21: 我国城市人均冷库容量较低 (2018 年)	10
图 22: 食品冷库容量增速可观	10
图 23: 我国农产品冷链运输率较低 (2019 年)	11
图 24: 我国农产品腐损率较高 (2019 年)	11
图 25: 上海、天津口岸是主要的肉类进口口岸 (2019 年)	12
图 26: 中创上海智能无人冷库运转流程	12
图 27: 全球风电装机容量有望持续增长	13
图 28: 中国海上风电装机容量有望保持高速增长	13
图 29: 我国在国外新增装机市场的份额提升明显	13
图 30: 2017-2021 年风力发电机组出口金额复合增速 35.39%.....	13
图 31: 我国新增陆上和海上风电机组容量趋于大型化 (MW)	14
图 32: 2021 年, 公司项目大件物流营收同增 156.30%.....	15
图 33: 中国风电制造企业累计装机容量及占比 (截至 2021 年底)	15
图 34: 公司近三年 PE 估值中枢为 17.49	18
表 1: 公司部分高管介绍	5
表 2: 冷链政策部分集锦	11
表 3: 公司冷链业务项目情况	12
表 4: 公司代表性工程及大件运输项目	14
表 5: 公司营业收入预测 (亿元)	16
表 6: 公司各业务毛利率预估	18
表 7: 可比公司估值	18
表 8: EVA 估值核心参数假设	19
表 9: EVA 估值 (百万元)	19
表 10: EVA 估值敏感性分析	19

1. 中创物流：一体两翼迎全新发展

1.1. 公司：头部货代物流民营企业

公司成立于 2006 年，主营综合性现代物流业务，为进出口贸易参与主体提供基于国内沿海港口集装箱及干散货等多种货物贸易的一站式跨境综合物流服务。2019 年于上交所上市，2020 年，公司利用募集资金加大对智能化设备、特种运输装备的投资力度，积极布局冷链物流、工程物流、国际大宗散货物流市场。

2022 年上半年，公司提出“一体两翼”全新发展战略，公司将主营业务重新整合，划分为跨境集装箱物流、智慧冷链物流和新能源工程物流三大物流板块。跨境集装箱物流是公司的主体业务，主要包括货运代理、船舶代理、场站仓储、沿海运输等围绕国际集装箱运输开展的相关物流服务。智慧冷链物流和新能源工程物流是公司基于传统业务的延伸和突破。

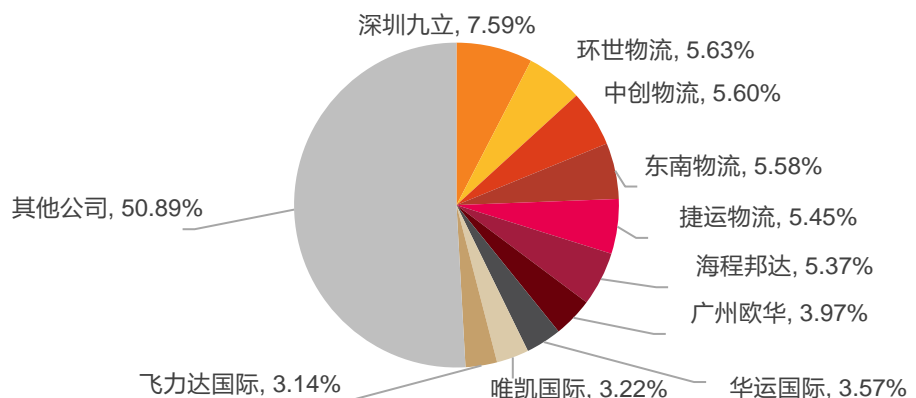
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司年报，公司半年报，天风证券研究所

公司是头部的货代物流民营企业。2021 年，公司在中国主要的 50 家货代物流民营企业中排名第三，市场份额 5.6%。公司作为民营企业，在主要的 100 家货代物流企业中，公司排名第 12，市场份额 1.67%。

图 2：公司是货代物流民营企业前三（2021 年）



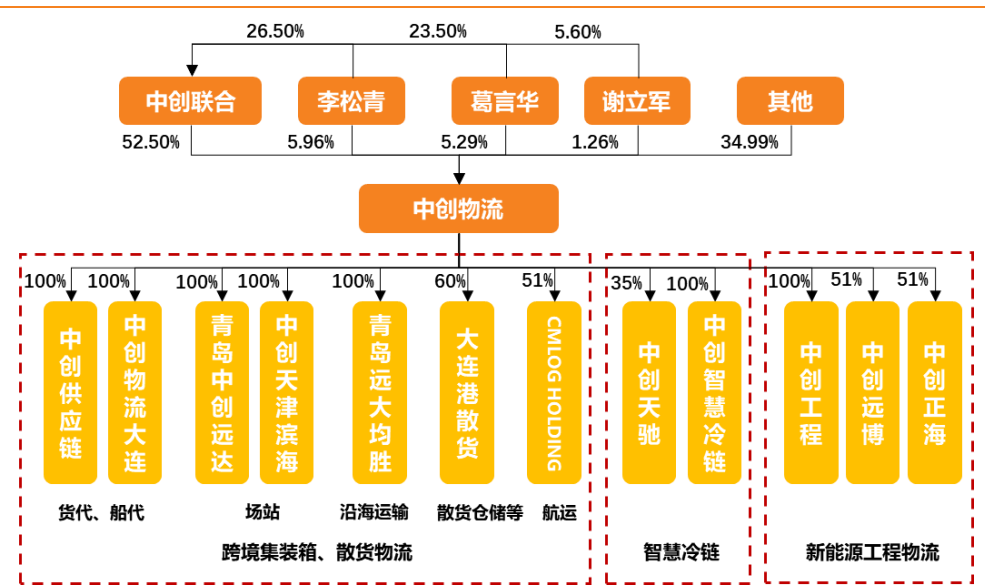
资料来源：中国国际货运代理协会 (CIFA)，天风证券研究所

1.2. 股权架构清晰，管理层深耕海运行业

公司股权架构清晰。截至 2022 年半年报，青岛中创联合投资发展有限公司为公司控股股东；李松青、葛言华、谢立军合计直接持有中创物流 12.51% 的股份；同时合计持有中创联合 55.60% 的股份，能够实际控制中创联合。三人基于一致行动协议，通过直接持有和间接控制的方式，控制公司 65.01% 的股份，系公司的实际控制人，股权架构稳定、清晰。

参控股公司方面，公司通过参控股公司开展跨境集装箱物流/散货物流、智慧冷链及新能源工程物流三大业务。

图 3：公司股权架构及部分参控股公司



资料来源：Wind，公司半年报，天风证券研究所（截至 2022 年半年报）

核心管理层深耕海运行业。公司管理层深耕海运行业，具备丰富的行业经验。同时，公司通过建立骨干员工持股的股权架构，引进和培养高级管理人员及骨干人才，打造专业的物流团队。

表 1：公司部分高管介绍

姓名	履历	职位
李松青先生	1980 年起，曾任职于青岛远洋运输公司、交通部香港招商局集团、青岛远洋大亚物流有限公司；2011 年至今，任职于中创物流	公司董事长、董事会执行委员会委员
葛言华先生	1990 年起，曾任职于山东国际海运公司、青岛远洋大亚物流有限公司、远大船务；2006 年至今，任职于中创物流	公司董事、董事会执行委员会委员、总经理
谢立军先生	1993 年起，曾任职于青岛远洋运输公司、青岛远洋大亚物流有限公司、远大船务、青岛港前湾港区保税物流中心有限公司；2008 年至今，任职于中创物流	公司董事、副总经理、党委书记
刘青先生	1995 年起，曾任职于青岛远洋运输公司、青岛远洋大亚物流有限公司、远大船务；2013 年至今，任职于中创物流	公司董事、副总经理、党委副书记

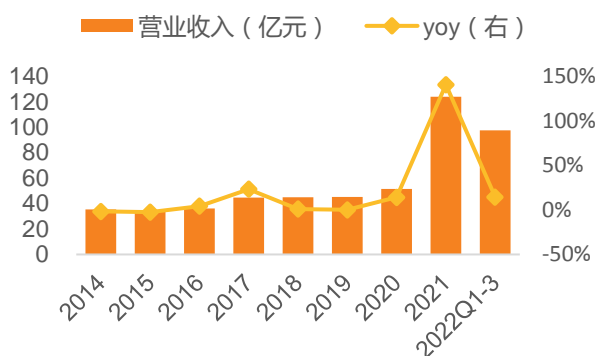
资料来源：招股说明书，公司半年报，公司官网，天风证券研究所

1.3. 营收受海运价格影响，盈利有待进一步修复

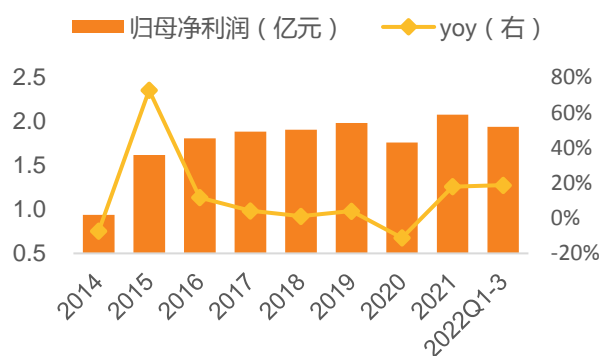
营收受海运价格影响较大，利润增速较为稳健。2021 年公司营业收入为 124.14 亿元，同比增长 140.86%，主要系航运市场运力紧张导致的国际海运价格上涨，因此营业成本也同比提高 147.45%。2022 年上半年，海运价格维持高位运行，叠加业务规模增加，公司营业收入继续保持高速增长。三季度以来，随着全球集装箱运输需求走弱，海运市场主要航线的运价出现大幅度下跌，公司营收增速趋缓，2022Q3 单季度营收同比下降 16.46%。归母净利润端，2021 及 2022Q1-3 同比增速 17.94%、18.80%，整体增速可观。

图 4：公司营业收入及同比增速

图 5：公司归母净利润及同比增速



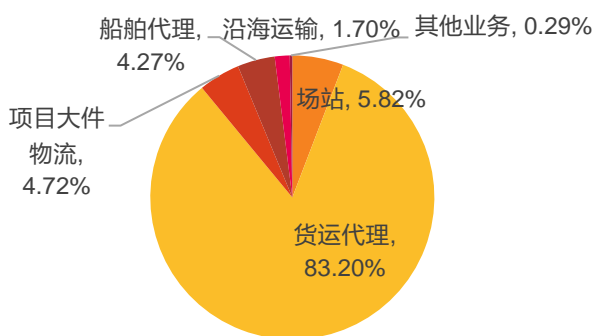
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

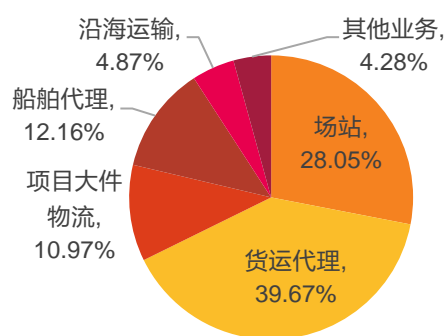
货代及场站业务贡献公司主要毛利。2021年,公司营业收入主要由货运代理构成,占比83.20%;但基于其较低的毛利率水平,业务对于公司的毛利贡献为39.67%。同时,场站业务毛利率水平较高,毛利同期占比28.05%。

图 6: 货代贡献主要营收 (2021 年)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

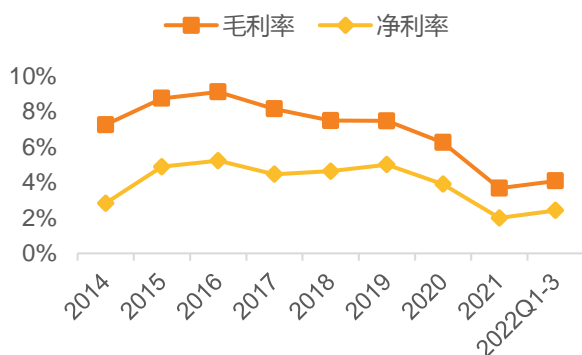
图 7: 货代、场站贡献主要毛利 (2021 年)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

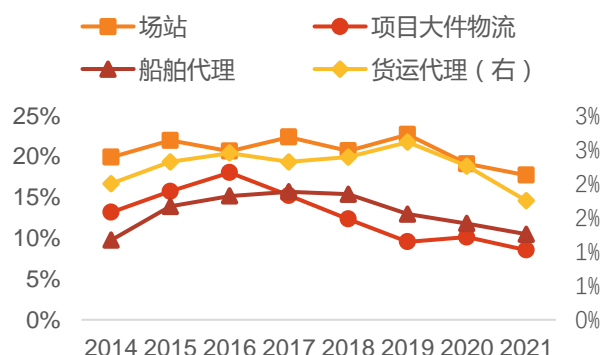
公司盈利能力出现边际改善。2020年以前,公司货运代理及场站业务的毛利率稳中有升,但受到项目大件物流以及船舶代理业务毛利率下降的影响,公司整体毛利率水平呈下滑趋势。疫情以来,采购的运力成本提高进一步拉低公司盈利。随着公司天津冷库项目投产,2022Q1-3公司的毛利率与净利率为4.08%、2.42%,较去年同期提高0.08pcts、0.13pcts,边际改善明显。

图 8: 2022 年,公司毛利率与净利率出现边际改善



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 跨境集装箱物流是公司发展的基本盘

2.1. 公司打造跨境物流综合服务体系

“一体”是公司目前的支柱业务，包括货运代理、船舶代理、场站仓储、沿海运输、网络货运、铁路接卸等围绕国际集装箱运输开展的相关物流服务链。其中，货代是公司的基础业务，公司进一步围绕货代拓展场站、船代、沿海运输等业务，为客户提供多功能、长链条、一体化物流服务。

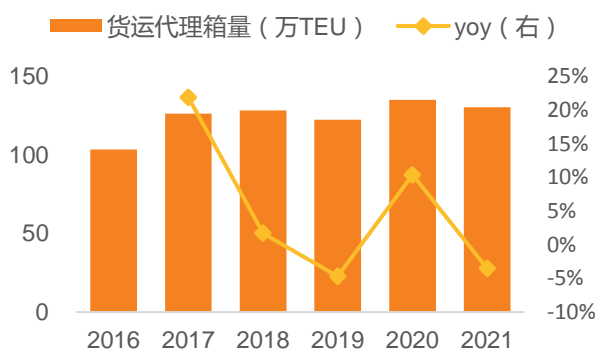
➤ 货代业务

公司从事的货运代理业务主要围绕国际间货物进出口的班轮运输展开，为进出口贸易商或接受其委托代理的其他同行业物流公司提供国际货运代理一站式服务。公司目前在青岛、宁波、上海等国内主要城市以及澳大利亚悉尼均设有分、子公司。

业务量：2018年，公司在青岛口岸的市场份额为6.68%，排名前三。2020年，公司积极拓展业务规模，货运代理箱量同比增长10.38%；2021年出现小幅下滑。

供应商与客户：公司和马士基、达飞轮船、长荣海运、中远海运等国际大型班轮公司保持深度合作，在货代业务中，大型班轮公司为公司供应商，提供运力保障；在场站、船代、沿海运输业务中，上述公司又为公司客户，两边形成互为客户、供应商的合作关系，增强了合作粘性。

图 10：公司货代业务量情况



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 11：公司船舶运力供应商覆盖面广



资料来源：公司官网，天风证券研究所

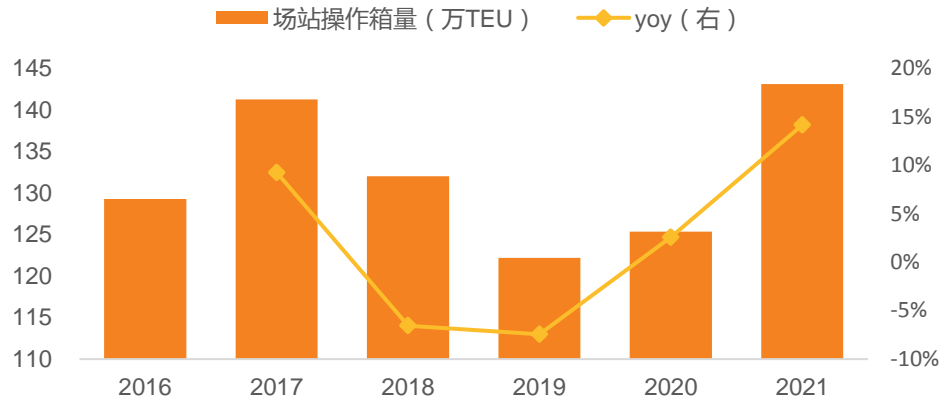
➤ 场站业务：

公司从事的场站业务是以堆场、仓库及相关配套设施为依托，为船舶经营人、集装箱经营人提供集装箱物流公司提供待运货物的收发交接、拆箱装箱、运输配载等重箱出口服务。公司目前堆场总面积119.95万m²，仓库面积8.72万m²，具备日堆存集装箱11万TEU能力。

业务量方面：公司在青岛、天津、宁波的堆场和仓库业务规模较大，均处于各口岸业务规模前列，堆场和仓库的使用率和周转率较高，土地和仓库资源的生产能力处于饱和状态。2021年，公司完成了青岛为试点的场站系统迭代升级，通过信息化技术的应用赋能管理、提高客户满意度，场站操作箱量同比提高14.16%。

2022年，位于公司天津滨海场站内的铁路专用线已于3月正式启用，场站将为新疆、内蒙等地区的大型资源型生产企业搭建高效的国内、国际铁路转运通道，提供高效的一站式海铁联运物流服务，公司在天津港的业务范围和竞争优势进一步提高。

图 12：公司场站业务量增长趋势明显



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 天风证券研究所

船舶代理业务

公司根据船舶经营人的委托, 办理船舶在港有关业务和进出港口手续, 并开展相关进出口单证业务, 主要包括登轮代理及舱位代理。舱位代理业务是船舶代理板块的核心业务, 其特点是涉及的进出口单证信息量大、操作内容复杂、业务流程繁琐, 对操作规范性和信息化水平要求较高。

业务量: 2020 年及之前, 公司舱位代理量下降趋势较为明显, 主要系船公司航线调整及疫情影响。随着疫情缓解, 公司业务量有望逐步回升。

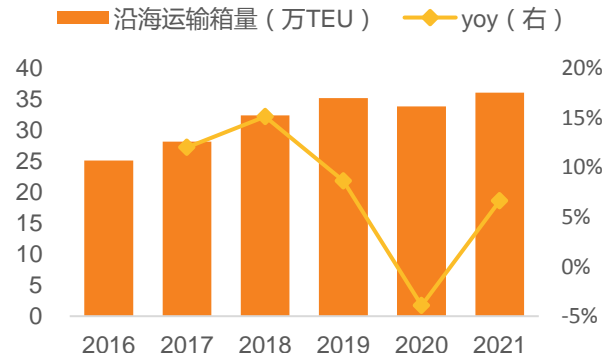
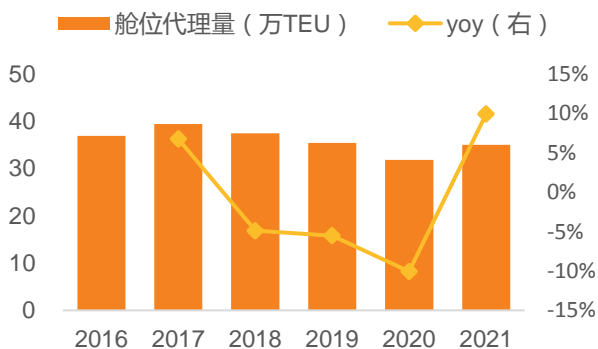
沿海运输业务

公司根据自有及租赁船舶, 承运国内各沿海港口之间的集装箱、散货等运输业务。公司的沿海运输业务主要以山东半岛和环渤海湾经济圈为中心覆盖宁波以北十余个港口的网络运输。

业务量: 2021 年, 公司以胶东地区为试点, 成立“胶东业务中心”, 有机整合烟台、石岛、威海、龙口四地业务, 加强货代与沿海运输业务的联动, 沿海运输箱量同比增长 6.63%, 2017-2021 年复合增速 6.39%, 业务量整体实现较为稳健的增长。

图 13: 2021 年, 公司舱位代理量实现正增长

图 14: 公司沿海运输业务量较为稳健



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 天风证券研究所

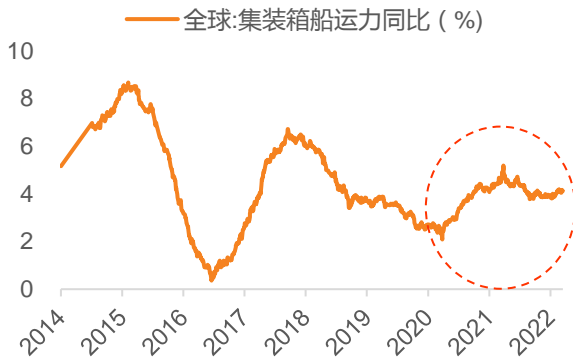
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 天风证券研究所

2.2. 集运景气下行, 公司积极应对

海运价格逐步回归理性。2021 年, 因为疫情、港口拥堵等原因, 集运市场出现供给端短缺, 海运费大幅上涨, 在 2022 年一季度中国出口集装箱运价指数达到峰值。2022 年三季度以来, 随着全球集装箱运输需求走弱, 海运市场主要航线的运价出现大幅度下跌。从供给端看, 集装箱运力增速从 20 年末开始走高, 目前处于 14 年四季度以来的中等增速水平, 同

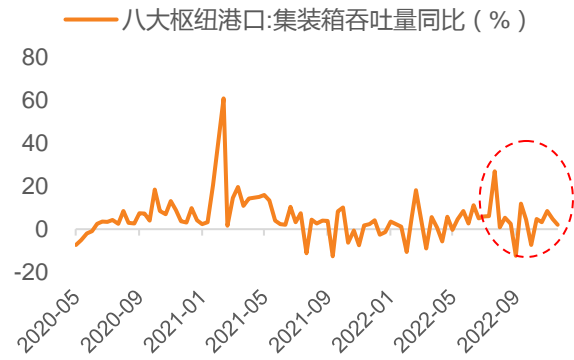
时叠加疫情影响逐步减弱，集运市场供给侧运力充足，供需逐渐走向平衡，海运价格回归理性。

图 15：20 年以来，全球集装箱船运力增速上行



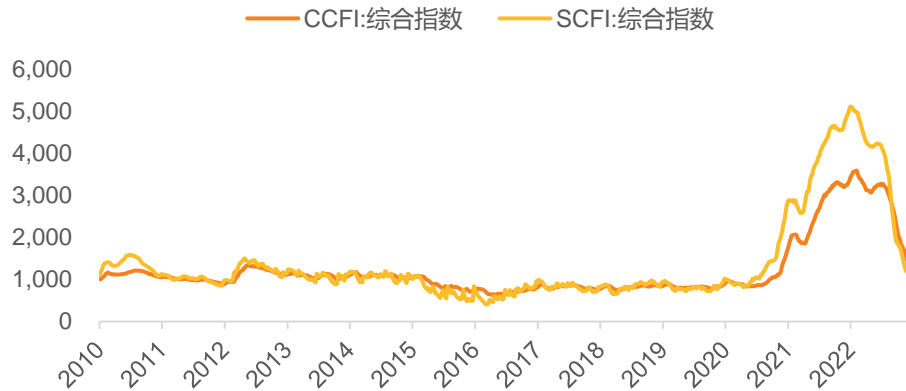
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：集装箱吞吐量下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：集装箱运价指数 CCFI、SCFI 下行趋势明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司积极应对行业景气度下行周期。

首先，公司坚持做好传统业务稳定发展，公告显示，公司将继续加大客户开发力度，向国内国际衍生增加网络规划，通过量和点的增加稳定货代业务的收益；

其次，公司积极拓展业务面，1) 印尼驳船业务：2022 上半年，公司在印尼的散货过驳船“坤甸和谐”轮经过前期磨合，过驳业务量稳定增长，效益良好。“坤甸和谐”轮自 2021 年 9 月奔赴印尼，现在每月过驳量达到 30 万吨之上。为进一步开拓当地市场，公司使用自有资金购置了第二艘过驳船“三马琳达忠诚”轮。目前，该船已到达印尼巴淡港，公司公告预计 2022 年底正式投入运营。2) 提出“一体两翼”的全新发展战略：将智慧冷链物流和新能源工程物流作为公司发展的新动力，有望对冲传统行业景气下行的系统性风险。

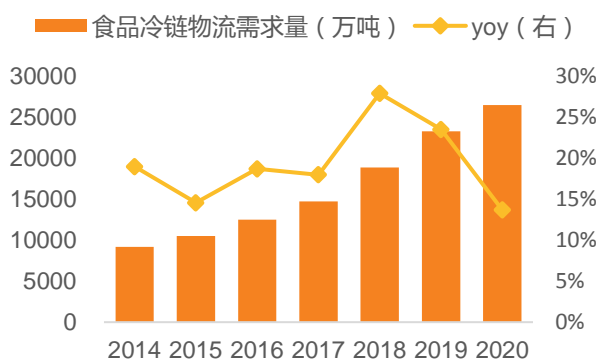
3. 业绩增长点之一：智慧冷链物流

3.1. 冷链物流行业蓬勃发展，政策发力下供给侧有望改善

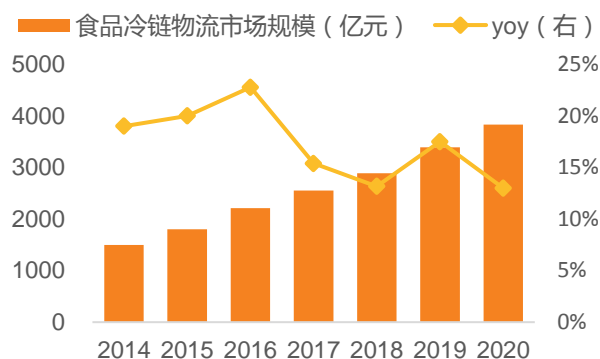
冷链物流行业蓬勃发展。2020 年，我国食品冷链物流需求为 2.65 亿吨，同比增长 14%；同期食品冷链物流市场规模为 3832 亿元，2015-2020 年复合增速分别为 20.27%、16.31%，行业增速可观。

图 18：食品冷链物流需求高速增长

图 19：食品冷链物流市场增速可观



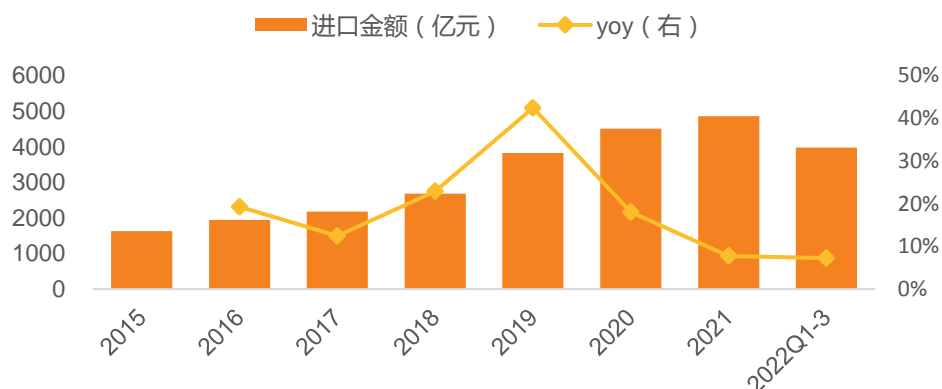
资料来源: 中物联冷链委公众号, 天风证券研究所



资料来源: 中物联冷链委公众号, 天风证券研究所

进口冷链需求持续高增。我们以肉及肉制品、乳品及蛋品、章鱼/甲壳及软体类动物及其制品、蔬菜及水果四大类产品的进口金额来看进口环节的冷链需求增长, 2021 年, 四类产品的进口金额为 4861.43 亿元, 疫情以来, 进口增速有所下滑, 但纵观 2015-2021 年, 复合增速高达 20.01%, 进口环节的食品冷链需求同样保持高速增长。

图 20: 食品冷链进口环节需求高速增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 统计口径为肉及肉制品、乳品及蛋品、章鱼/甲壳及软体类动物及其制品、蔬菜及水果四大类产品

冷库硬件设施不足, 容量增速持续走高。从冷链仓储环节来看, 2018 年我国人均冷库容量为 0.13 立方米, 相较其他发达国家还存在较大提升空间。2020 年, 食品冷库容量为 7080 万吨, 同比增长 16.98%, 2015-2020 年复合增速 13.61%, 冷库供给端的规模以及增速均不及需求端。

图 21: 我国城市人均冷库容量较低 (2018 年)



资料来源: 发改委, 天风证券研究所

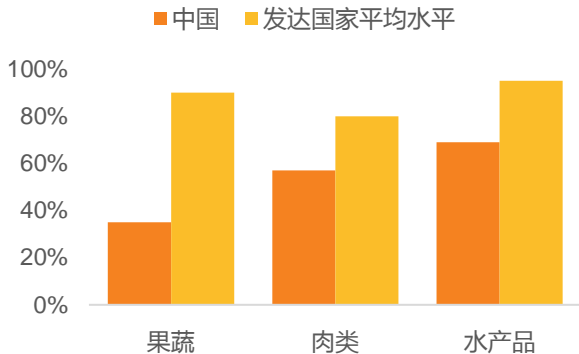
图 22: 食品冷库容量增速可观



资料来源: 中物联冷链委公众号, 天风证券研究所

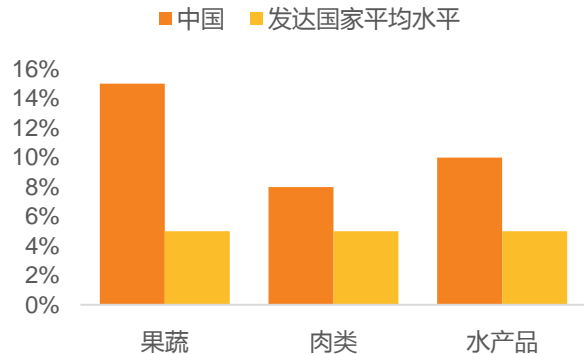
随着冷链需求的快速增长，供给侧基础设施不足的问题逐渐暴露。2019 年，我国在农产品冷链运输率上，较发达国家 80%-95%的比率还有较大提升空间；同时，冷链运输率的不足也造成了农产品腐损率较高，我国果蔬、肉类、水产品的腐损率为 15%、8%、10%，高于发达国家 5%的平均水平。

图 23：我国农产品冷链运输率较低（2019 年）



资料来源：发改委，天风证券研究所

图 24：我国农产品腐损率较高（2019 年）



资料来源：发改委，天风证券研究所

政策端发力冷链物流，行业供给侧有望改善。冷链物流行业贯通一二三产，是有效衔接乡村振兴、促进消费升级的重要产业。我国自 2021 年年底以来，冷链物流领域相关政策持续落地。《“十四五”冷链物流发展规划》明确指出，到 2025 年，我国初步形成衔接产地销地，覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络。自 2022 年初以来，全国各省市也陆续发布冷链物流发展的相关政策。

表 2：冷链政策部分集锦

发布时间	政策文件	文件内容
2021 年 12 月	《“十四五”冷链物流发展规划》	对冷链物流规划了明确的发展目标，到 2025 年，初步形成衔接产地销地，覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络，基本建成符合我国国情和产业特点，适应经济社会发展需要的冷链物流体系，支撑冷链产品跨区域流通的能力和效率显著提高。
2022 年 1 月	《国家骨干冷链物流基地建设实施方案》	对“十四五”时期国家骨干冷链物流基地布局建设作出系统安排
2022 年 4 月	《关于加快推进冷链物流运输高质量发展的实施意见》	从完善产销冷链运输设施网络，培育冷链运输骨干企业，健全冷链运输监管体系等方面提出明确要求
2021 年 12 月	《浙江省人民政府办公厅关于支持冷链物流高质量发展的若干意见》	针对强化用地保障、推进基础设施建设、推动信息化标准化改造升级、做大做强市场主体、推进企业清费减负、促进车辆通行便利化、强化投融资支持七大部分提出若干建议
2022 年 4 月	《山东省“十四五”冷链物流发展规划》	到 2025 年，着力构建产销衔接顺畅、城乡全面覆盖、内外双向联通的冷链物流网络，基本形成畅通高效、安全绿色、智慧便捷、保障有力的现代冷链物流体系。
2022 年 9 月	《厦门市“十四五”现代物流产业发展规划》	从冷链物流、智慧物流、绿色物流等 7 方面，推进物流产业发展

资料来源：公司半年报，浙江省人民政府，山东省人民政府，厦门市人民政府，邮政局，天风证券研究所

3.2. 公司积极布局，领跑智慧冷链物流

公司先后在天津、青岛、上海、宁波四个国内主要冻品进口口岸投建共计约 25 万标准货位的智能立体冷库，积极布局冷链业务，以港口智能冷库为依托，为客户提供低温货物的进出口代理、查验消杀、存储保管、分拣加工、分拨配送等冷链物流服务。

公司天津冷库已于 2022 年 3 月投入运营，为青岛、上海、宁波三地智慧冷链物流的后期运营打下基础。公司公告显示，上海、青岛及宁波的冷库有望在 2022 年底，2023 年上半年陆续投入运营，有望为公司提供新的业绩增长点。

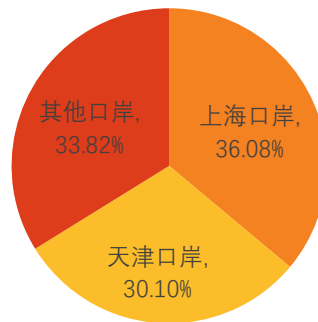
表 3：公司冷链业务项目情况

地点	区域	面积（万平方米）	货位（万个）	投产时间
天津	东疆保税港区	1.07	3.22	2022 年 3 月
上海	洋山特殊综合保税区	4.47	9.00	上海仓于 2022.12 试运营
青岛	胶东市上合示范区	6.67	10.00	青岛 B 仓于 2022.10 投入运营
宁波	梅山岛	0.50（冷库主体）	2.40	其余冷库预计 2023 年上半年前

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司的主要冷库分布地需求可观。2019 年上海口岸、天津口岸的肉类进口规模占我国总进口金额的 36.08%、30.10%，是我国最主要的肉类进口口岸；口岸进口规模分别同比增长 90.00%、39.70%，日益增长的冷链产品进口量对现代化冷库的建设存在较大需求。天津冷库 2022 年 3 月投产后，目前货量充足满仓运转，上半年共计完成 65,000 吨进境肉类、水产、乳制品等冻品的操作。目前，上海洋山港口岸现有冷库基本处于饱和状态，无法满足日益增长的冷链产品进口需求，上海冷库已于 2022 年 12 月初投入试运营。

图 25：上海、天津口岸是主要的肉类进口口岸（2019 年）



资料来源：公司公告，天津广播公众号，中冷联盟官微公众号，天风证券研究所

公司的智慧冷链重在“智慧”，项目采用国内最先进的智能冷库技术实现数字化、可视化、无人化的全流程管理。我们将运营模式的特点总结如下：

1) 客户端平台+穿堂区 AGV 智能搬运，打造无人化的全流程管理：

入库前：客户通过线上平台预约，闸口自动开闸，实现人、车、闸信息无人化统一查验；

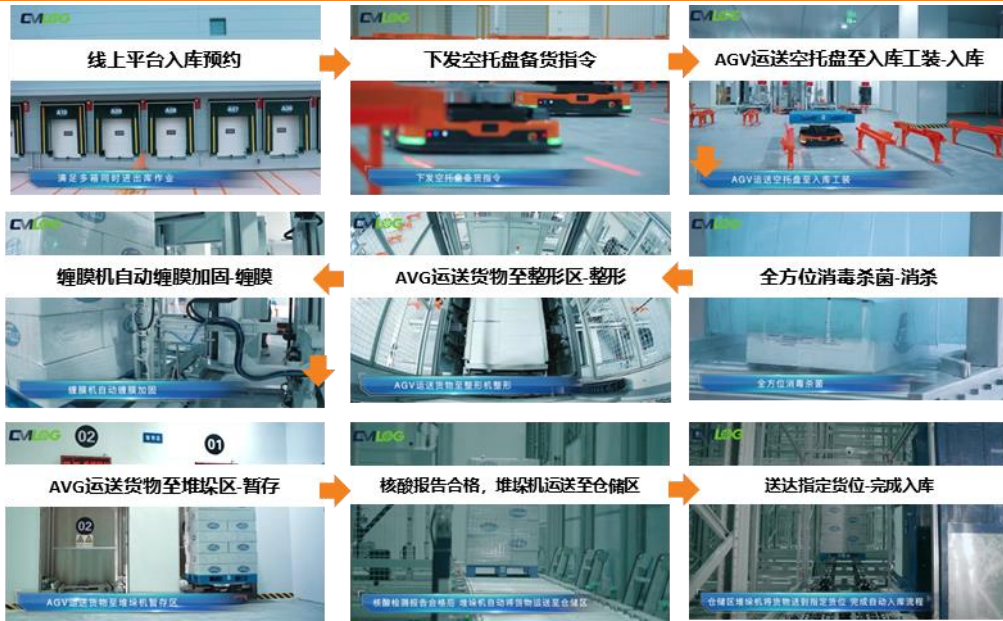
入库中：通过 AGV 自动对接仓储区自动化设备，取代原来人工理货和叉车，提高仓库管理效率和仓库管理质量，降低仓库日常运营成本。

入库后：客户登录服务平台，实现货物可视查询；通过“三方一致控货”的密钥模式，即货物只有满足“货主+监管方+仓储服务商”三方密钥一致认证后方能下架出库，避免货物丢失等现象的发生，满足客户货物可追溯、安全可管控的需求。

2) 全程物流链服务，优化客户体验：仓储与海关、堆场、码头、船货代联动，可以为客户提供押箱换单，报关，冷箱插电等全程服务，为客户节省物流和运输成本。

3) 冷链数字化管理平台，赋能公司管理：公司研发冷链数字化管理平台，做到数字可视，实时盘点。同时，四港联动，统一平台与管理系统，打造“云仓”模式，高效整合四地资源。

图 26：中创上海智能无人冷库运转流程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

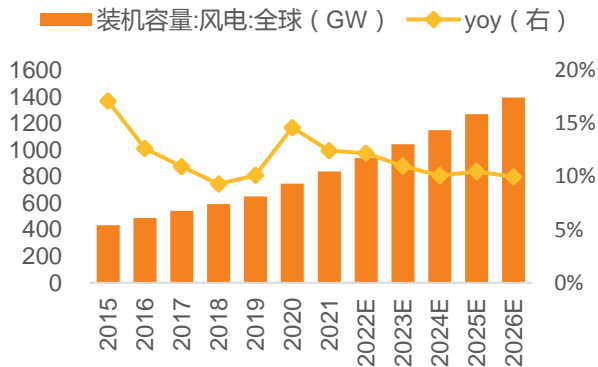
4. 业绩增长点之二：新能源工程物流

公司积极布局新能源工程物流，根据风电、石化、核电等客户超限设备的个性化、专业化物流需求，为客户提供的非标准化、非常规化的特种专业物流运输服务。站在双碳政策的大背景下，公司重点聚焦国际风电运输、国内海上风电运输、核电工程物流及大型石化工程物流。

4.1. 风电行业有望维持高景气

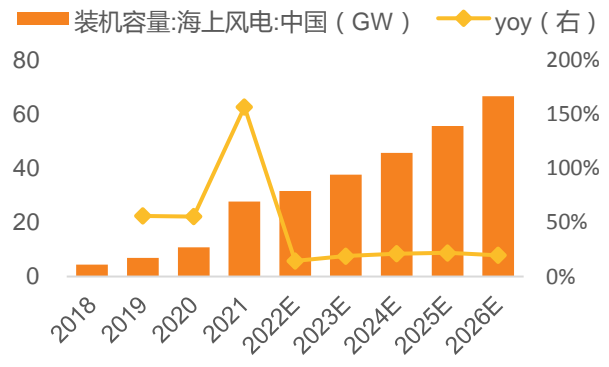
全球风电行业有望维持高速增长。2021年，全球风电装机容量 837.45GW，新增装机量 93.61GW，全球风能理事会（GWEC）预计，2022-2025年，全球风电装机容量将持续增长，2021-2026年复合增速 10.72%。从国内的海上风电市场看，2021年国内海上风电装机同比增长 156.77%，GWEC 预计 2021-2026年将维持 19.22%的复合增速增长，行业发展空间可期。

图 27：全球风电装机容量有望持续增长



资料来源：Wind，GWEC，天风证券研究所

图 28：中国海上风电装机容量有望保持高速增长

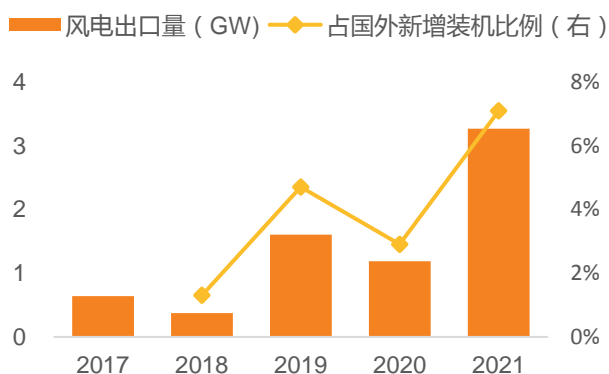


资料来源：Wind，GWEC，天风证券研究所

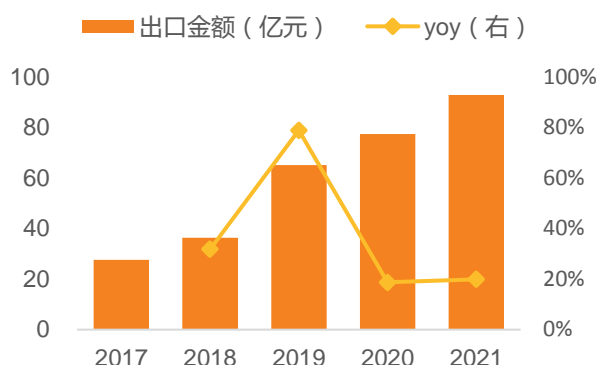
我国风电设备出口规模高速增长。2021年，我国风力发电机组出口 3.27GW，占国外新增装机的 7.10%，在国外新增装机市场中，国内出口机组的市场份额提升迅速；同期，出口金额 92.81 亿元，2017-2021 年复合增速 35.39%。

图 29：我国在国外新增装机市场的份额提升明显

图 30：2017-2021 年风力发电机组出口金额复合增速 35.39%



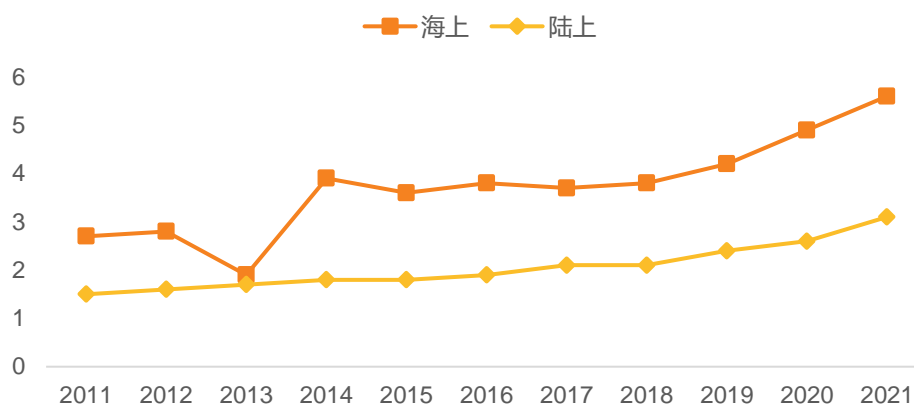
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，Wind，天风证券研究所



资料来源：商务部，天风证券研究所

海上风电机组容量趋于大型化，对运输的专业性和技术性要求更高。2021 年，中国新增装机的风电机组平均单机容量为 5.6MW，同比增长 14.29%，机组容量大型化趋势明显。单机容量更大，意味着风机直径也更大，因此对于下游运输企业的要求就更高。

图 31：我国新增陆上和海上风电机组容量趋于大型化 (MW)



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

4.2. 公司聚焦新能源工程物流

公司深耕项目大件物流，积极布局风电运输赛道。公司凭借一众国内外大型工程物流总承包运输项目，积累了丰富的大件运输行业经验。2020 年，公司相继签署和执行大型风电物流项目；2021 年完成“越南和平 5 号项目”、“越南富有项目”、“澳洲 Esperance 项目”等多个国际风电运输项目。项目的成功交付，为公司在国际风电运输领域建立了良好口碑，为公司进一步开拓国际风电和国内海上风电运输市场奠定基础。

表 4：公司代表性工程及大件运输项目

年份	客户及项目
2012	签署中石化石油炼化类设备国际间运输、青海桂鲁化工石油化工厂整体搬迁项目
2013	签署中国第一重型机械集团石油炼化类设备国际间运输、中石化石油化工类重大设备海陆联运项目
2014	签署 FBM HUDSON 煤化工类设备运输、中集来福士海洋工程海洋工程类设备国际间运输项目
2015	签署天津国投津能发电火力发电设备运输、青岛鸿华投资机械制造类工厂整体搬迁项目
2016	签署安徽绩溪抽水蓄能电站主机设备运输服务项目、国网电力变压器运输项目
2017	签署四川省大件运输公司发电机组大件设备运输项目
2018	签署浙石化 80 吨以上设备运输项目
2019	执行国网枣庄 1000 千伏变电站新建工程大件设备运输、天翼尼日利亚丹格特炼油厂塔器运输等项目

2020	执行浙石化 4000 万吨炼油化工一体化项目（二期）、浙江逸盛新材料有限公司 PTA 项目、金海大桥钢梁部件运输项目
2021	执行“越南和平 5 号项目”、“越南富有项目”、“澳洲 Esperance 项目”等多个国际风电运输项目 执行茂名东华能源、天津乙烯、安庆石化等项目，承运宁波天翼、张化机、广东中泽、山东电力等制造工厂的石化、电力设备；
2022	签约并执行莱州市海上风电与海洋牧场融合发展研究实验项目；与金风科技签署巴西、智利、斯里兰卡等国际风电运输项目合同； 中标三门核电 AP1000 项目的场内物流总承包服务、海南逸盛 250 吨 PTA 项目建设物流卸船及转运服务总承包服务、裕龙石化 4000 万吨炼化一体化项目首批次核心大件设备的海陆联运服务

资料来源：招股说明书，公司年报，公司半年报，公司公告，天风证券研究所

风电运输提振公司业绩。2021 年，公司积极介入风电物流，接连中标、签署和执行大型风电物流项目，收入实现较大增长。项目大件物流营业收入同比增长 156.30% 至 5.86 亿元。

图 32：2021 年，公司项目大件物流营收同增 156.30%

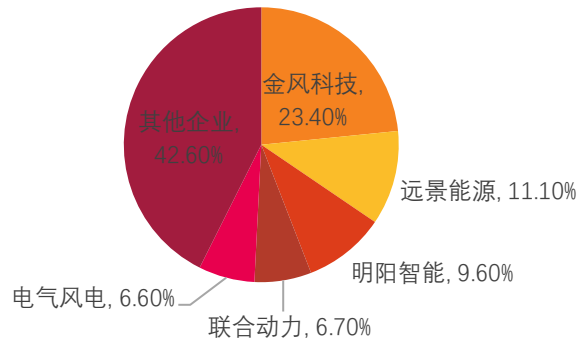


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司是国内少数同时拥有大型设备运输所需车辆和船舶的企业。2010 年，公司配备了法国进口尼古拉斯液压轴线平板车，单件设备运输能力超过 2,000 吨，运输能力达到国内同类企业的前列。此后，公司不断完善在大件物流端的运输装备，利用 IPO 募集资金配备有自行式模块运输车（SPMT），于 2019 年逐步投入使用；2020 年继续投资建造 2 艘 4,500 吨级自航式甲板驳船，大件物流运营能力进一步完善。公司在货代业务基础上，具备车、船、码头一体化的大件物流运输竞争优势。

公司风电运输业务具备优质客户。公司是全球龙头风电金风科技、远景能源、明阳智能的物流供应商，2021 年完成“越南和平 5 号项目”、“越南富有项目”、“澳洲 Esperance 项目”等多个国际风电运输项目；2022 年上半年，公司与金风科技签署了巴西、智利、斯里兰卡等国际风电运输项目合同，并已陆续开始执行。除了国际风电运输市场的充足订单外，公司还于 2022 年 6 月成立中创正海控股公司，与合作伙伴共同布局山东海上风电区域，进一步开拓国内风电运输市场。

图 33：中国风电制造企业累计装机容量及占比（截至 2021 年底）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

核电工程物流、大型石化工程物流方面，2022 年上半年，公司成功执行了茂名东华能源、天津乙烯、安庆石化等项目，承运了宁波天翼、张化机、广东中泽、山东电力等制造工厂的石化、电力设备。得益于公司的品牌积累和专业设备优势，公司成功中标三门核电 AP1000 项目的场内物流总承包服务、海南逸盛 250 吨 PTA 项目建设物流卸船及转运服务总承包服务、裕龙石化 4000 万吨炼化一体化项目首批次核心大件设备的海陆联运服务等。

公司切入风电运输赛道，业绩增长弹性已有所显现，未来风电行业有望延续高景气，公司凭借其大件物流端的丰富行业经验、车船码头一体化的优秀运营能力以及头部优质客户，新能源工程物流业务有望实现高速增长，为公司提供业绩增长点之二。

5. 盈利预测与公司估值

➤ 收入端假设

单箱收入：随着疫情影响消退，集装箱供需趋于平衡，运价逐步回归理性区间。三季度以来，CCFI/SCFI 指数逐步回落，我们假设货代单箱收入受到运价影响，同比 -15%/-35%/-15%；场站、船代、沿海运输的单箱收入同样受到运价影响，影响效应弱于货代，假设三项业务的单箱收入同比 0%/-2%/-2%；

业务量：公司将继续增加网络规划，向国内国际多地衍生，通过量和点的增加稳定货代业务的收益，假设货运代理箱量、舱位代理量每年增速 6%/5%/5%；公司场站业务板块起步相对较晚，但近年来，凭借强大的信息化优势发展迅速，同时，沿海内支线运输调整部分航线，通过加挂、顺挂，加强空箱调运，更大限度提高船舶装载率，假设场站业务场站操作箱量和沿海运输箱量每年增速 12%/10%/10%；

新能源工程物流收入：2018-2021 年，我国风力发电机组出口容量复合增速 105.60%；我国海上风电装机容量复合增速 84.01%，GWEC 预测 2021-2026 年将保持 19.22%的复合增速。公司 2021 年积极布局风电物流，业绩增长明显。公司目前国际风电运输市场的订单充足，同时进一步开拓国内风电运输市场。我们假设 2022-2024 年，公司新能源工程物流保持高速增长，年增速 30%。

智慧冷链收入：2022 半年报披露，天津冷链三月投产以来，公司智慧冷链实现营收 0.15 亿元，我们预估天津仓每年可贡献营收 0.5 亿元。我们按照货位数量预估，上海/青岛/宁波每年可贡献营业收入 1.40/1.55/0.37 亿元，四大冷库全部投入使用可以实现 3.82 亿元的营收。天津仓/青岛 B 仓于 2022 年 3 月、10 月投入运营，其余冷库于 2023 年上半年前投入运营，我们假设 2023-2024 年智慧冷链可实现所有冷库营业收入的 70%、100%。

表 5：公司营业收入预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	45.13	51.54	124.14	117.59	93.48	91.82
yoy	0.09%	14.19%	140.86%	-5.27%	-20.50%	-1.77%

货代收入	30.25	36.36	103.29	93.06	63.51	56.69
yoy	0.11%	20.19%	184.07%	-9.90%	-31.75%	-10.75%
单箱收入(元)	2470.98	2690.54	7922.01	6733.71	4376.91	3720.37
yoy	5.04%	8.89%	194.44%	-15.00%	-35.00%	-15.00%
货运代理箱量(万 TEU)	122.43	135.14	130.38	138.20	145.11	152.37
yoy	-4.69%	10.38%	-3.52%	6.00%	5.00%	5.00%
场站收入	6.13	6.19	7.23	8.09	8.72	9.40
yoy	0.50%	1.00%	16.70%	12.00%	7.80%	7.80%
单箱收入(元)	501.64	493.88	504.88	504.88	494.79	484.89
yoy	8.57%	-1.55%	2.23%	0.00%	-2.00%	-2.00%
场站操作箱量(万 TEU)	122.20	125.36	143.11	160.28	176.31	193.94
yoy	-7.44%	2.59%	14.16%	12.00%	10.00%	10.00%
船代收入	4.47	4.43	5.30	5.61	5.78	5.94
yoy	-11.24%	-0.76%	19.46%	6.00%	2.90%	2.90%
单箱收入(元)	1262.29	1392.78	1513.49	1513.49	1483.22	1453.55
yoy	-6.05%	10.34%	8.67%	0.00%	-2.00%	-2.00%
舱位代理量(万 TEU)	35.39	31.83	34.99	37.09	38.94	40.89
yoy	-5.53%	-10.06%	9.93%	6.00%	5.00%	5.00%
沿海运输收入	2.03	1.94	2.10	2.36	2.54	2.74
yoy	8.43%	-4.45%	8.72%	12.00%	7.80%	7.80%
单箱收入(元)	575.76	572.60	583.86	583.86	572.18	560.73
yoy	-0.20%	-0.55%	1.97%	0.00%	-2.00%	-2.00%
沿海运输箱量(万 TEU)	35.19	33.81	36.05	40.38	44.41	48.85
yoy	8.65%	-3.92%	6.63%	12.00%	10.00%	10.00%
其他业务	0.34	0.33	0.36	0.35	0.35	0.35
yoy	10.41%	-3.59%	9.67%	-4.75%	0.24%	1.50%
新能源工程物流	1.91	2.29	5.86	7.62	9.91	12.88
yoy	22.64%	19.44%	156.30%	30%	30%	30%
智慧冷链				0.50	2.67	3.82
yoy					434.80%	42.86%

资料来源: Wind, 公司年报, 天风证券研究所

注: 在 2021 年及此前报表上, 新能源工程物流披露为项目大件物流

➤ 毛利率端假设

货代业务: 公司注重统一销售市场, 集中力量加强直客、大客户开发力度, 持续提升直客和大客户的占比, 假设毛利率逐年提升 0.1pcts;

场站/船代/沿海运输业务: 疫情影响逐步消退; 沿海运输上, 沿海内支线运输调整部分航线, 通过加挂、顺挂, 加强空箱调运, 更大限度提高船舶装载率; 保守假设毛利率逐年提升 0.2pcts;

新能源工程物流: 公司公告显示, 海上风电运输的毛利率约为 10%, 考虑到风电业务占比以及前值, 我们假设 2022-2024 年维持 9%的毛利率水平;

智慧冷链: 参考广弘控股冷库经营毛利在 50%左右, 保守假设公司智慧冷链业务毛利率为 35%;

随着毛利率改善以及利润率较高的冷链业务导入, 我们测算 2022-2024 年公司毛利率分

别为 4.31%、6.14%、7.11%。

表 6：公司各业务毛利率预估

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	7.46%	6.24%	3.67%	4.31%	6.14%	7.11%
货代	2.61%	2.26%	1.75%	1.85%	1.95%	2.05%
场站	22.68%	19.10%	17.70%	17.90%	18.10%	18.30%
船代	12.94%	11.79%	10.47%	10.67%	10.87%	11.07%
沿海运输	11.63%	14.33%	10.55%	10.75%	10.95%	11.15%
其他业务	55.29%	53.94%	53.66%	53.66%	53.66%	53.66%
新能源工程物流	9.55%	10.12%	8.53%	9.00%	9.00%	9.00%
智慧冷链				35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 117.59、93.48、91.82 亿元，在运力下降的预期之下，营收同比下降 5.27%、20.50%、1.77%；随着传统业务毛利率的改善，以及毛利率较高业务智慧冷链的导入，归母净利润实现正增长，2022-2024 年分别为 2.52、3.11、3.89 亿元；对应 EPS 分别为 0.73、0.90、1.12 元；对应 PE 分别为 13.12、10.64、8.50x。

1) 相对估值

我们选取货代行业的中国外运、华贸物流作为可比公司。基于 Wind 一致预期，2022-2024 年可比公司平均 PE 为 9.85、9.42、8.08x；同时参考公司近三年公司估值中枢 17.49 倍 PE。我们认为，公司做好传统业务稳步发展的同时，积极布局智慧冷链及新能源工程物流业务，在冷链与风电行业高景气之下，有望增厚公司利润；故给予公司 23 年目标 PE 15x，对应目标股价为 13.46 元。

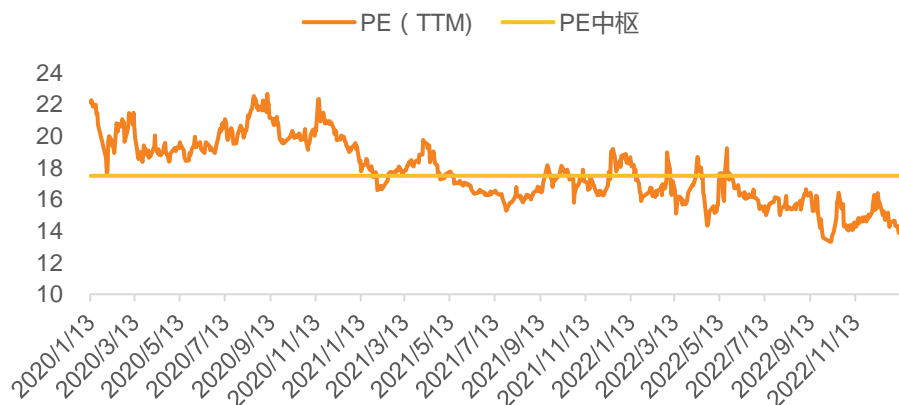
表 7：可比公司估值

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601598.SH	中国外运	3.77	245.50	0.58	0.48	0.50	6.54	7.90	7.52
603128.SH	华贸物流	10.11	132.39	0.77	0.93	1.17	13.17	10.93	8.64
	均值	-	-	0.67	0.70	0.84	9.85	9.42	8.08
603967.SH	中创物流	9.55	33.11	0.73	0.90	1.12	13.12	10.64	8.50

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司基于 Wind 一致预期，日期截至 2023 年 1 月 11 日

图 34：公司近三年 PE 估值中枢为 17.49



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 2023 年 1 月 11 日

2) 绝对估值

我们采取 EVA 估值模型测算公司每股权益价值，首先对模型的关键参数做出假设，根据企业未来预估经济利润的折现，测算得出公司的每股合理价值为 17.96 元。

表 8：EVA 估值核心参数假设

指标	假设值	依据
无风险利率	2.94%	10 年期国债收益率近 3 年的平均收益率
风险溢价	8.07%	近 3 年沪深 300 指数平均年化收益率—无风险利率
β 系数	0.92	参考可比公司中国外运及华贸物流近 3 年的平均值
半显性期增长率	4.00%	公司新增业务，业绩的快速释放主要聚焦在 2022-2023 年，假设 2025-2033 年，公司以 4% 的增速稳健增长
永续增长率	1.00%	经济增速放缓，公司业务进入成熟阶段，运输需求增长放缓，假设永续增长率数值为 1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：日期截至 2023 年 1 月 11 日

表 9：EVA 估值（百万元）

	预测年份							半显性预测					终值
	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2033E
经济利润	130.5	204.2	283.7	295.0	306.8	319.1	331.9	345.1	359.0	373.3	388.2	403.8	4,446.7
贴现	130.8	185.9	234.4	221.3	208.9	197.2	186.1	175.7	165.9	156.6	147.8	139.5	1,536.6
经济利润附加值													3,686.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们取加权资本成本 WACC 为 8.67% 至 11.67%，永续增长率为 0% 至 2%，根据 EVA 估值模型敏感性分析测算得出，公司每股价值合理区间为 17.20-18.91 元。

表 10：EVA 估值敏感性分析

WACC	永续增长率				
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
11.67%	16.16	16.31	16.47	16.65	16.85
11.17%	16.56	16.73	16.92	17.12	17.35
10.67%	17.00	17.20	17.41	17.65	17.92
10.17%	17.49	17.71	17.96	18.24	18.55
9.67%	18.03	18.29	18.58	18.91	19.28
9.17%	18.64	18.94	19.28	19.67	20.11
8.67%	19.32	19.68	20.08	20.54	21.08

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们综合参考相对估值及绝对估值两种方法，给予公司目标价 15.71 元。

6. 风险提示

市场竞争加剧风险。国内外物流公司及资本进入物流行业，加剧行业竞争。若不能根据行业发展趋势和客户需求变化持续进行服务模式创新和市场拓展以提高公司竞争力，公司存

在因市场竞争加剧而导致经营业绩下滑或被竞争对手超越的风险。

业务区域集中风险。公司的业务主要集中在青岛地区，虽然公司近年根据青岛地区积累的丰富经验，逐步将业务从青岛地区向天津等地区拓展，但青岛地区营收比重仍然较高。业务区域较为集中，一旦青岛港口的市场环境发生重大不利变化，短期内将对公司经营业绩产生负面影响。

人工成本上升风险。随着公司业务规模的扩张，公司用工数量存在增长的需求。若公司用工成本持续增加且公司不能通过信息化或自动化措施减少用工数量、提高服务效率，公司的盈利能力将受到一定影响。

物流信息技术系统研发、安全运作风险。公司的物流信息技术系统包括班轮代理业务系统等，若未来系统的研发不能适应客户需求以及公司内部管理要求，或者因计算机软硬件故障等风险因素造成系统无法正常运行，将会对本公司经营造成不良影响。

冷库建设不及预期。作为公司的重要业绩增长点，冷库未能在 2023 年投产，将影响公司 2023 年的盈利情况。

新增风电装机量大幅下滑。新能源工程物流的发展重点是风电运输，如果全球风电新增装机量大幅下滑，将对公司整体收入产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	512.33	495.89	940.73	768.91	1,160.93
应收票据及应收账款	710.20	1,466.39	1,195.13	845.58	1,052.04
预付账款	33.74	21.85	85.11	38.85	26.57
存货	7.98	10.97	21.71	1.29	18.93
其他	317.61	208.86	120.95	78.19	126.67
流动资产合计	1,581.87	2,203.96	2,363.63	1,732.82	2,385.14
长期股权投资	183.05	283.47	339.55	410.76	486.66
固定资产	407.00	428.71	505.35	639.83	570.15
在建工程	90.59	270.18	204.16	18.59	61.96
无形资产	334.21	422.95	408.73	394.51	380.29
其他	127.78	285.52	39.25	19.32	(50.44)
非流动资产合计	1,142.64	1,690.83	1,497.04	1,483.01	1,448.62
资产总计	2,733.54	3,899.76	3,860.66	3,215.83	3,833.75
短期借款	0.00	155.89	171.30	0.00	0.00
应付票据及应付账款	537.50	1,019.63	974.96	522.82	836.68
其他	119.89	199.12	277.48	108.70	239.79
流动负债合计	657.39	1,374.64	1,423.75	631.52	1,076.47
长期借款	0.00	114.38	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.29	194.34	76.65	97.09	122.69
非流动负债合计	20.29	308.72	76.65	97.09	122.69
负债合计	690.67	1,695.96	1,500.40	728.61	1,199.16
少数股东权益	65.19	118.78	129.07	146.84	168.29
股本	266.67	266.67	346.67	346.67	346.67
资本公积	896.09	896.15	896.15	896.15	896.15
留存收益	786.89	894.78	960.70	1,069.86	1,195.88
其他	28.03	27.42	27.68	27.71	27.60
股东权益合计	2,042.87	2,203.80	2,360.27	2,487.22	2,634.59
负债和股东权益总计	2,733.54	3,899.76	3,860.66	3,215.83	3,833.75

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	201.11	247.95	252.37	311.12	389.48
折旧摊销	55.34	70.36	73.69	83.90	83.90
财务费用	10.43	22.06	15.03	1.69	(6.94)
投资损失	(25.64)	(38.19)	(33.38)	(32.40)	(34.66)
营运资金变动	(74.40)	(306.50)	319.84	(201.20)	196.52
其它	17.54	69.94	(26.46)	49.76	66.30
经营活动现金流	184.39	65.62	601.09	212.86	694.60
资本支出	392.33	280.47	187.77	(1.85)	17.77
长期投资	57.13	100.42	56.08	71.21	75.90
其他	(475.28)	(572.59)	(145.21)	(47.08)	(96.09)
投资活动现金流	(25.81)	(191.71)	98.64	22.27	(2.42)
债权融资	(5.59)	264.33	(119.61)	(172.15)	8.25
股权融资	(99.58)	(133.89)	(135.28)	(234.81)	(308.43)
其他	(6.33)	(10.65)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(111.51)	119.80	(254.89)	(406.96)	(300.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47.07	(6.29)	444.84	(171.82)	392.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,153.89	12,413.83	11,759.16	9,348.33	9,182.47
营业成本	4,832.49	11,957.95	11,252.24	8,774.59	8,529.32
营业税金及附加	7.11	8.76	14.59	10.36	9.35
销售费用	71.72	111.37	32.56	79.95	62.11
管理费用	46.66	59.06	46.32	55.32	44.73
研发费用	2.87	3.23	5.00	3.87	3.37
财务费用	8.21	14.64	15.03	1.69	(6.94)
资产/信用减值损失	0.09	(3.31)	1.25	(0.66)	(0.90)
公允价值变动收益	19.90	4.92	(65.83)	(0.89)	(0.01)
投资净收益	25.64	38.19	33.38	32.40	34.66
其他	(107.83)	(92.65)	0.00	0.00	0.00
营业利润	247.04	311.67	362.22	453.41	574.28
营业外收入	8.53	8.03	11.46	9.34	9.61
营业外支出	0.15	0.86	3.10	1.37	1.78
利润总额	255.42	318.83	370.58	461.38	582.11
所得税	54.32	70.89	78.83	99.61	126.31
净利润	201.11	247.95	291.74	361.77	455.80
少数股东损益	24.84	40.05	39.37	50.65	66.32
归属于母公司净利润	176.27	207.89	252.37	311.12	389.48
每股收益(元)	0.51	0.60	0.73	0.90	1.12

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	14.19%	140.86%	-5.27%	-20.50%	-1.77%
营业利润	-6.20%	26.16%	16.22%	25.17%	26.66%
归属于母公司净利润	-11.18%	17.94%	21.40%	23.28%	25.19%
获利能力					
毛利率	6.24%	3.67%	4.31%	6.14%	7.11%
净利率	3.42%	1.67%	2.15%	3.33%	4.24%
ROE	8.91%	9.97%	11.31%	13.29%	15.79%
ROIC	27.21%	22.09%	18.14%	23.78%	28.14%
偿债能力					
资产负债率	25.27%	43.49%	38.86%	22.66%	31.28%
净负债率	-24.95%	-9.72%	-32.36%	-30.65%	-43.77%
流动比率	2.37	1.59	1.66	2.74	2.22
速动比率	2.36	1.58	1.64	2.74	2.20
营运能力					
应收账款周转率	7.90	11.41	8.84	9.16	9.68
存货周转率	632.11	1,309.62	719.53	812.79	908.28
总资产周转率	1.95	3.74	3.03	2.64	2.61
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.60	0.73	0.90	1.12
每股经营现金流	0.53	0.19	1.73	0.61	2.00
每股净资产	5.70	6.01	6.44	6.75	7.11
估值比率					
市盈率	18.78	15.92	13.12	10.64	8.50
市净率	1.67	1.59	1.48	1.41	1.34
EV/EBITDA	9.60	8.78	5.74	4.72	3.33
EV/EBIT	11.44	10.53	6.86	5.59	3.82

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com