

交通运输行业

报告日期：2017 年 1 月 23 日

多式联运之风渐起，静待市场爆发

——多式联运深度报告

✉：杨云 执业证书编号：S0860510120006 韩军（报告联系人）
 ☎：021-80106047
 ✉：hanjun1@stocke.com.cn

行业评级

多式联运

看好

报告导读

自下而上的产业实践与自上而下的政策着力推动是多式联运发展的长期动力。纵观美国多式联运发展史，铁路的自身改革与政府的制度支持极大的推动了多式联运的发展，美国 1960~2015 年多式联运货运装载单元由 90 万增加到 1370 万，增长 14 倍。多式联运业务收入占到美国铁路总收入的 23% 以上，超越煤炭成为铁路收入的主要来源。政府的制度支持很好的激活了企业的商业模式，使得多式联运能够创造市场需求，满足市场需求。

投资要点

□ 中国多式联运发展阶段处于美国的 70 年代末 80 年代初，政策周期处于 90 年代初

自改革开放以来中国的铁路市场份额受公路挤压明显，市场份额从 44% 降至 2015 年的 8%。这与美国在 20 世纪 70 年代铁路发展阶段较为相似。在政府出台的各项政策节点上，美国在 80 年代出台诸多支持多式联运的政策，中国 2016 年密集发文出台多项支持扶持政策。但是，中国的政策发文频率与速度要远快于美国。在行业发展的核心政策上中国的政策更相当于美国的 90 年代，后发政策优势明显。

□ 强政策周期启动，行业迎来战略发展契机

自 2014 年以来，国家密集出台各项政策鼓励多式联运发展，发改委更是在多项文件中力推多式联运。进入 2017 年，国家十八部委联合发文共推多式联运发展，这是首次以国家层面、多部门联合推进，针对多式联运发展进行的专项部署。从多式联运的八大件以及各部门的职责都做了较为明确的规定。多式联运已经处于强政策周期，行业迎来重大契机。

□ 官方目标：2020 年多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍

我们认为驱动多式联运发展的有利条件众多，市场目前仍处于培育期，但比美国的十年政策培育期来看，中国的步伐将大大加快，出台的政策集中在 2016 年与 2017 年释放，政策周期大大缩短，因此，行业的发展速度与规模也将快速扩张，未来 5 年行业将迎来爆发期。根据十八部委印发的《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，力争实现 2020 年多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍，我们认为政府目标将大概率超额完成。

□ 关注多式联运唯一标的——安通控股（未覆盖公司，不予投资评级）

公司受益的逻辑在于：1) 国家多式联运战略刺激货运量高速增长 2) 公司 O2O 营销模式有助于借政策之风提高客户粘性与占有率。同时，未来两年内子公司安盛船务市占率将提升到行业第二位，前三家公司总运力占比为 82.2%，行业三足鼎立格局确立，市场门槛大幅提高；公司积极开拓高附加值冷链物流领域，有助于提升公司净利率增长。

相关报告

报告撰写人：杨云

数据支持人：韩军

正文目录

1. 探寻多式联运之“本源”与“具象”	4
1.1. 起于“本源”	4
1.2. 成于“具象 ”	5
2. 解构欧美多式联运发展之路	6
2.1. 行业保持高增长，箱驮运输成为主力部队	6
2.2. 以美为师，可以知大势	7
3. 回归国情，寻多式联运发展之路径	8
3.1. 回归国情，看我国发展之现状	8
3.1.1. 中国铁路集装箱运输规模较小，制约多式联运发展	8
3.1.2. 公路集装箱运输占绝对位置，海公联运比例较高	9
3.1.3. 中国多式联运发展阶段处于美国的 70 年代末 80 年代初	9
3.2. 政策驱动，看我国多式联运之未来	10
3.2.1. 治超重压公路，环保压力也将逐渐显现	10
3.2.2. 铁总货运改革，推动铁路集运快速发展	10
3.2.3. 多重政策驱动，静待市场爆发	11
3.2.4. 市场发展规模预测	13
4. 关注多式联运唯一标的——安通控股	14

图表目录

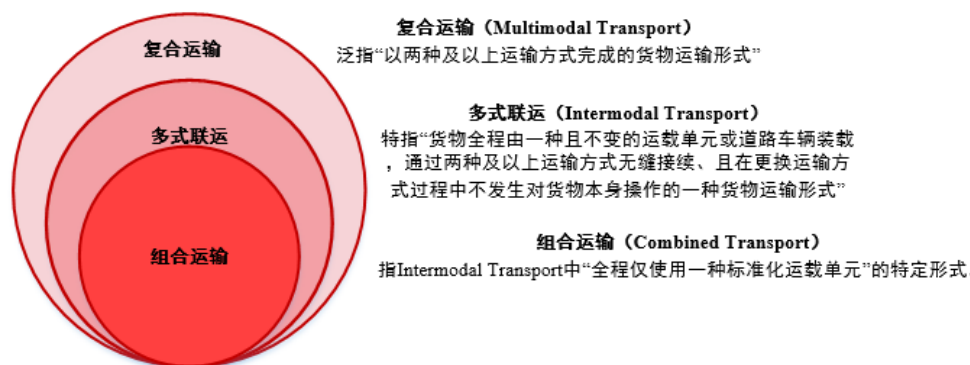
图 1: 多式联运概念区分	4
图 2: 多式联运构成要件	5
图 3: 美国的 COFC/TOFC 多式联运体系	5
图 4: 美国商品车铁路运输专用车辆	6
图 5: 美国厢式半挂车专用滚装驳船	6
图 6: 欧盟多式联运发展现状及前景	7
图 7: 美国多式联运发展现状及前景	7
图 8: 1960-2015 年美国多式联运发展 (单位: 百万装载单元)	7
图 9: 美国多式联运结构演变	7
图 10: 发达国家铁路运输发展比较	9
图 11: 1994 年-2014 年中国铁路集装箱运输发展	9
图 12: 中国集装箱运输结构演变	9
图 13: 中国铁路公路货运输结构演变	9
图 14: 与铁路货运量成鲜明对比, 2016 年国铁集装箱发运量增长 40%	10
图 15: 11 条物流大通道 (5 条横向通道, 6 条纵向通道) 推动东西向-南北向物流运输发展	11
图 16: 2013 年与 2030 年中国港口货种结构演变	13
图 17: 安通控股公司架构	14
图 18: 安通控股供应链服务模式	15
表 1: 14 个主要港口海铁联运发运量	10
表 2: 中国主要多式联运发展政策汇总	11
表 3: 2013-2015 年铁总货运收入 (单位: 亿元)	14
表 4: 政府官方对市场规模的预测	14
表 5: 安通控股和中谷股份手持订单	15

1. 探寻多式联运之“本源”与“具象”

1.1. 起于“本源”

多式联运（Multimodal Transport 或 Intermodal Transport）起源于美国，在 1980 年后随着集装箱技术的成熟开始快速发展。在发展初期，凡是经由两种及以上运输方式的联合运输均被称之为多式联运。随着技术的不断进步和发展形式的日趋多样，各国对于多式联运概念和内涵的界定也有所不同，但近年国际上逐渐倾向于以欧盟的概念为准，即把 Multimodal Transport 和 Intermodal Transport 两个概念加以区别，前者可视为广义的多式联运；后者则被视为更加严格意义的多式联运。在欧盟的概念体系里，复合运输包含了多式联运，多式联运包含了组合运输，各层级自下而上分别是上一层级的具体形式。中国国家标准《物流术语》(GB/T 18354-2006)将“多式联运”(英文仅使用 Multimodal Transport, 弃用 Intermodal Transport) 定义为“联运经营者受托运人、收货人或旅客的委托，为委托人实现两种或两种以上运输方式的全程运输，以及提供相关运输物流辅助服务的活动”，强调“一个承运人”承担“全程运输”责任，与欧美相关术语定义有角度上的不同。从概念上来看，中国的多式联运更倾向于广义的多式联运。

图 1：多式联运概念区分



资料来源：2001 年欧盟组合术语（Terminology on Combined Transport），浙商证券研究所

无论各国概念如何，多式联运必备“八大件”。

(1) 多式联运经营人。需要有与托运人签订多式联运合同并对运输过程承担全部责任的合同主体。国际多式联运活动中，只有多式联运经营人才有权签发多式联运提单，并且负责赔偿在整个联合运输过程中任何地方所发生的货物灭失或者损坏。由于国内运输并没有“多式联运提单”的概念，因此内贸多式联运并不需要严格意义上的多式联运经营人。多式联运经营人主要集中在外贸多式联运领域，并且主要是国际集装箱多式联运。

(2) 多式联运承运人。需要有以运送货物或者组织货物或承诺运送货物为主营业务并收取运费的人。多式联运承运人又可以分为实际承运人和缔约承运人：实际承运人是指实际从事货物运输或者部分运输的承运人；缔约承运人是指以明示或者默示方式承担运输责任的承运人，如无船承运人、无车承运人。

(3) 多式联运规则。需要有关于多式联运中的货物运输组织与管理、参与人的权利和义务、经营人的赔偿责任及期间、定价机制和违约处理、运输单证的内容和法律效力等方面的协议、标准或规范。**多式联运规则是多式联运运作的核心。**

(4) 多式联运站场。需要有货物在各种运输方式之间转运的实际发生地。多式联运站场既可以是铁路集装箱中心站、港口码头、公路货运站，也可以依托堆场或者仓库等设施。

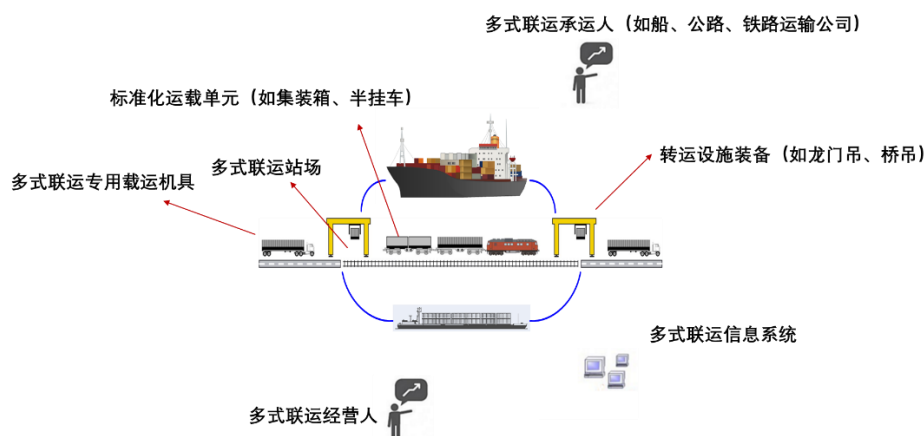
(5) 标准化运载单元。主要指国际标准集装箱、可脱卸箱体（swap-body）、厢式半挂车（semi-trailer），也包括物流台车（笼车）、集装袋等。

(6) 多式联运专用载运机具。主要包括铁路集装箱平车、厢式半挂车平车；整车货车或半挂车专用滚装船舶；铁路商品车运输专用车辆；公铁两用半挂车及其转换架等。

(7) 转运设施装备。多式联运转运设施和装备是实现多式联运运作机械化的重要条件，实现高效的多式联运所必须的转运设施装备包括但不限于：龙门吊、桥吊、集装箱堆高机、叉车、托盘等等。

(8) 多式联运信息系统。跨运输方式的信息交换共享和互联互通是多式联运运作的重要基础条件。通过多式联运信息系统，可以实现货物跨运输方式、全程的实时追踪和在线查询。

图 2：多式联运构成要件



资料来源：浙商证券研究所

1.2. 成于“具象”

多式联运起于本源，成于具象。在欧美多式联运发展的进程中出现了多种技术形式，技术成熟度是行业发展规模与层次的重要标志。

到目前为止，美国发展了箱驮运输（以集装箱为标准运载单元，包括国际标准箱和 53 英尺国内标准箱）、驮背运输（主要以 53 英尺厢式半挂车为运载单元）、滚装运输。最典型也是应用最广泛的是箱驮运输 COFC（Container on Flatcar）和驮背运输 TOFC（Trailer on Flatcar）两大多式联运体系。

图 3：美国的 COFC/TOFC 多式联运体系



COFC-铁路双层集装箱运输

TOFC-铁路厢式半挂车运输

资料来源：交通运输部《多式联运技术指引》，浙商证券研究所

1. 箱驮运输（COFC）和驮背运输（TOFC）。即把集装箱或半挂车放在铁路平板车上的多式联运服务。同时，美国大规模发展铁路双层集装箱运输，进一步增强了 COFC 的联运效率优势。
2. 滚装运输（Roll On/Roll Off）。即载运工具不通过吊装而是靠轮式驱动或拖带上/下船（火车）的运输方式，包括小汽车、卡车（整车）、挂车、火车等水陆联运，商品车公铁联运（如图 3 所示）。除了传统集装箱船舶运

输，美国内河和近海发展起了以厢式半挂车为标准运载单元的公水滚装运输，且大型化、专业化特点比欧洲更突出（如图 4 所示）。

3. 双式联运（Bimodal Transportation）。通过“公铁两用挂车”（Roadrailer）实现的联运——即将公路挂车加装铁路专用铰接式托架后，直接拖上铁轨经由铁路运输。由于对公铁两用挂车自重要求高，限制了货物装载量，因而此种方式只在特定区域和范围内有所发展。

图 4：美国商品车铁路运输专用车辆



资料来源：交通运输部《多式联运技术指引》，浙商证券研究所

图 5：美国厢式半挂车专用滚装驳船



资料来源：交通运输部《多式联运技术指引》，浙商证券研究所

与美国一样，欧洲的多式联运主要也是箱驮运输、驮背运输和滚装运输。不过与美国不同，欧洲没有发展公铁两用挂车，但发展了独特的公铁滚装运输（指卡车整车直接开上铁路并通过铁路长途运输）。

2. 解构欧美多式联运发展之路

2.1. 行业保持高增长，箱驮运输成为主力部队

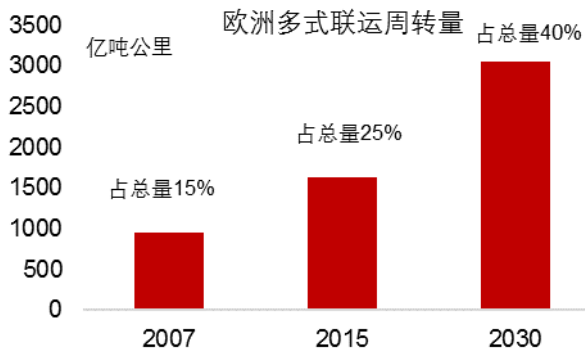
近年来欧美国家的多式联运一直保持着高速增长势头，且持续发展空间巨大。

在欧洲，2007 年全欧多式联运总量为 960 亿吨公里，到 2015 年增长至约 1630 亿吨公里（增幅达 70%，其中铁路完成份额由 21% 增长至 34%），到 2030 年将进一步增长至 3060 亿吨公里。可脱卸箱体和集装箱为运载单元的联运市场份额占 78%，公铁整车滚装运输的联运市场份额占 14%，而以半挂车为运载单元的联运市场份额只占 8%。与此同时，欧洲各港口一直在积极拓展海铁联运业务，不莱梅港近五年铁路联运集疏运量从 35.9% 上升至 45.7%，而公路集疏运量则从 61.1% 下降至 50.2%。

在美国，1997~2011 年间美国多式联运货运量由 2.17 亿吨增加到 16.2 亿吨（增长了 6.5 倍），占货运总量的 9.2%；预计到 2040 年，美国多式联运的货运量将达到 35.75 亿吨，占货运总量的 12.5%，货运价值量将增加到近 10 万亿美元，占货运总价值的 25.3%。美国公铁、公水、铁水联运运量占全部多式联运运量比例分别为 53%、34%、13%，相应周转量占比分别为 57%、29%、14%，表明 COFC/TOFC 已成为主要的联运方式。美国 500 英里以下的货物运输中多

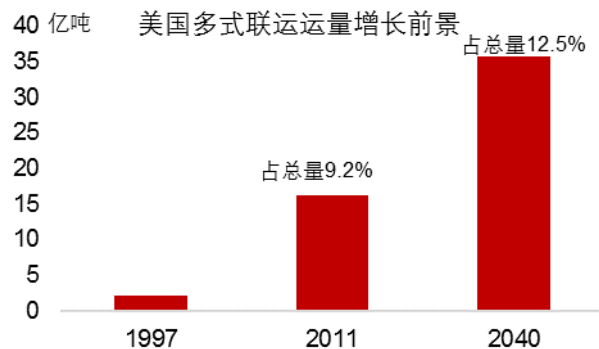
式联运的占比仅为 1%，而 2000 英里以上的占比则达到了 18%，其价值占比达到了 34%。其中铁路运输占据主导地位，800 公里以上一般由铁路承担。

图 6：欧盟多式联运发展现状及前景



资料来源：交通运输部规划研究院，浙商证券研究所

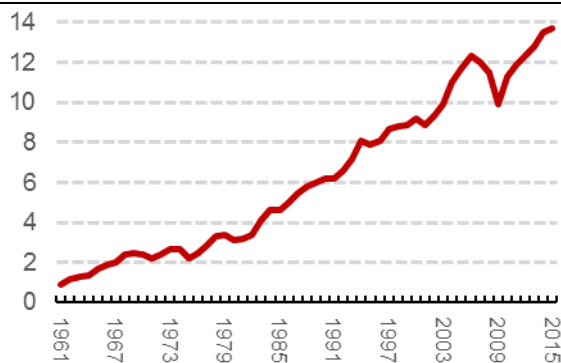
图 7：美国多式联运发展现状及前景



资料来源：交通运输部规划研究院，浙商证券研究所

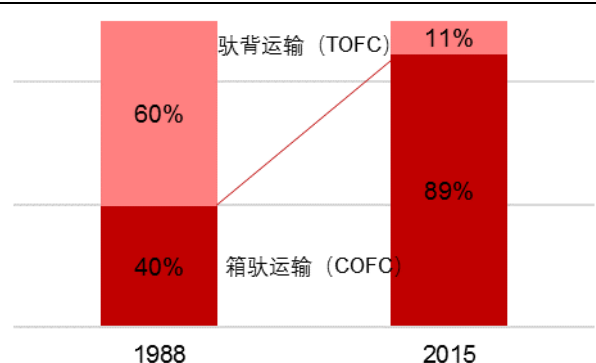
从装载单元的角度看，美国 1960~2015 年多式联运货运装载单元由 90 万增加到 1370 万，增长 14 倍。收入方面，多式联运占到美国铁路总收入的 23% 以上，超越煤炭成为铁路收入的主要来源。

图 8：1960-2015 年美国多式联运发展（单位：百万装载单元）



资料来源：AAR，浙商证券研究所

图 9：美国多式联运结构演变



资料来源：AAR，浙商证券研究所

2.2. 以美为师，可以知大势

美国多式联运起源于 20 世纪 20 年代，当时还没有集装箱多式联运出现，主要是铁路运输半挂车的多式联运方式。1956 年的 4 月 26 日，一艘改装过的油轮“理想 X”号 (IdealX)，除了舱内满载的油品以外，甲板上装了 58 只标准化的集装箱，从美国新泽西州的纽瓦克启程，目的地是得克萨斯州的休斯敦，开启了集装箱多式联运运输的先河。美国在 20 世纪 60 年代迎来了“集装箱时代”。到 20 世纪 70 年代，集装箱技术在美国的运输业中广泛应用，进入以多式联运为标志的第二阶段的集装箱运输革命。但是直到 20 世纪 80 年代，集装箱软硬件技术成熟后，多式联运的优势才得到了显著的发挥，实现了广泛应用。美国铁路运输半挂车长久以来一直占据主导地位，但从 20 世纪 90 年代起，由于进出口贸易量的增长及双层集装箱列车的出现，集装箱多式联运运量逐渐超过半挂车的运量。20 世纪 80 年代末，箱驮运输只占到美国铁路多式联运量的 40%，到 2015 年，这一数字上升为 89%。

除了市场的本源需求外，美国政府的强力推动是多式联运发展的制度催化剂。

1979 年，美国州际商务委员会 (ICC) 放松了对 COFC/TOFC 运输方式的管制，使得铁路公司能够对公铁联运制定更有竞争力的价格，从而使联运量迅速增长。

从 20 世纪 80 年代开始，美国国会和联邦政府通过一系列法案鼓励多式联运发展，包括《汽车承运人规章制度改革和现代化法案》、《斯泰格斯铁路法》、《协议费率法》、《机场与航线改革法》、《地面货运代理商放松管制法》和《卡车运输行业规章制度改革法案》等。法律与制度改革减少了国家对运输业的控制和约束，推动运输业更接近于自有市场的体系。放松管制使集装箱班轮公司建立起各自的联运路线，提供单一提单及单一费率，从而使承运人和货主双方

都得益于联运协作和经营效率的改善。以铁路放松管制为例,《斯塔格斯铁路法》颁布之后,许多一级铁路公司都通过并购拥有自己的汽车运输公司和水运公司,铁路货运业的劳动生产率大幅度提高。《地面货运代理商放松管制法》对于在多式联运业务中发挥核心作用的货运代理商的发展也起到了极大的推动作用。

以 1991 年 12 月颁布“冰茶法案”(ISTEA: 多式地面运输效率法案)为标志,美国进入了以多式联运为主导的综合交通发展阶段。冰茶法案旨在“建设高效环保的国家多式联运体系,以提升美国的国际竞争力,同时以高能效的方式运送人和物”,决定联邦 1992~1997 财政年度提供 1550 亿美元以发展多式联运系统,同时在运输部内设立“多式联运办公室”。此后美国运输部在每隔 5 年发布的战略规划(DOT Strategic Plan)中,均将提高多式联运效率作为主要目标和任务。

1998 年,美国签署了《21 世纪运输公平法案》,从机制、规章制度和基础设施等多方面共同推进多式联运的发展。以上法案为美国多式联运的顺利开展提供了基础性的制度保障。

政策与战略计划的稳步实施解决了多式联运八大件中的诸多瓶颈问题:

一是放松对运输业的市场管制,解决市场经营主体与价格规则问题。1979 年,美国州际商务委员会(ICC)放松了对 COFC/TOFC 运输方式的管制,使得铁路公司能够对公铁联运制定更有竞争力的价格,从而使联运量迅速增长。从 20 世纪 80 年代开始,美国国会和联邦政府通过了一系列法案,旨在减少政府对运输业的经营管制,鼓励通过市场竞争拓展跨运输方式的联运。**放松管制被认为是美国多式联运加快发展、龙头骨干运输企业迅速崛起的主要推力。**

二是改善枢纽站场集疏运体系,解决多式联运场站设施问题。通过提升疏港铁路、公路转运能力,以提高港口集装箱多式联运效率,如著名的阿拉米达联运通道改善计划,成为美国推进海铁联运的典型范例。2013 年 8 月美国运输部发布的新五年运输战略规划中,明确提出要加强对多式联运连接通道(Intermodal Connectors,是指将枢纽港站与国家公路网连接起来的最初或最后一英里公路)的投资,进一步提高港口、铁路、机场与公路之间的衔接水平。

三是构建多式联运技术标准体系,解决多式联运技术规则。美国联邦运输法典中,对涉及 COFC/TOFC 系统、滚装运输系统以及标准化运载单元、快速转运设施设备,均规定了详细的技术标准,奠定了多式联运良好的标准化基础。

四是改进多式联运设施条件,解决多式联运通道设施问题。为了发展铁路双层集装箱运输,提出“双层列车净距改善计划”(Double Stack Clearance Project),通过立法修改列车垂直与水平净距标准,投资支持特定铁路通道的净空改造。同时,联邦及各州政府还通过各种方式,支持多式联运枢纽建设、公铁联运设施设备改造等。

3. 回归国情,寻多式联运发展之路径

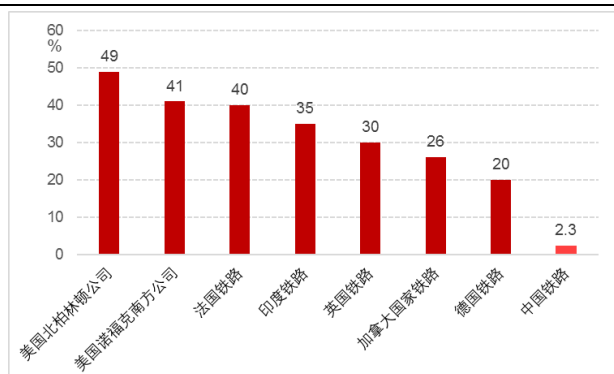
3.1. 回归国情,看我国发展之现状

与欧美国家相比,中国现阶段多式联运主要集中在集装箱多式联运、整车滚装运输,铁路商品车(主要是轻型车)运输、半挂车水路滚装运输在局部地区有所发展但范围较小,而半挂车铁路驮背运输、卡车整车铁路滚装运输、公铁两用挂车运输等形式,目前还处于“零”的状态。而抛去整车滚装运输,中国的多式联运主要是集装箱多式联运。

3.1.1. 中国铁路集装箱运输规模较小,制约多式联运发展

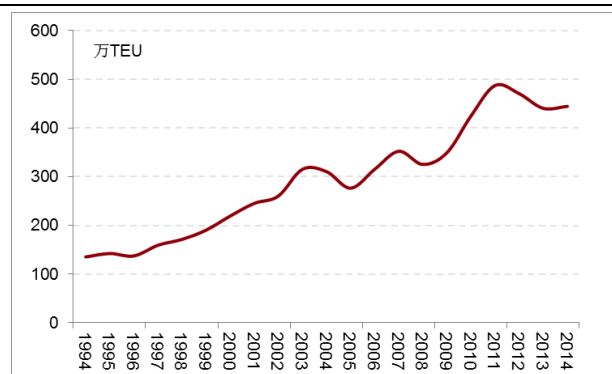
从铁路运输角度看,全球铁路集装箱运量占铁路货运量超过 20%。发达国家比重更高,美国 49%、法国 40%、英国 30%、德国 20%。日本已将全部适箱货物都纳入铁路集装箱运输。2016 年我国铁路集装箱运量仅为 750 万 TEU,以货运吨计算仅占铁路货运总量的 3%左右。铁路集装箱运输发展规模较小,严重制约了多式联运行业的发展。

图 10：发达国家铁路运输发展比较



资料来源：IANA，浙商证券研究所

图 11：1994 年-2014 年中国铁路集装箱运输发展

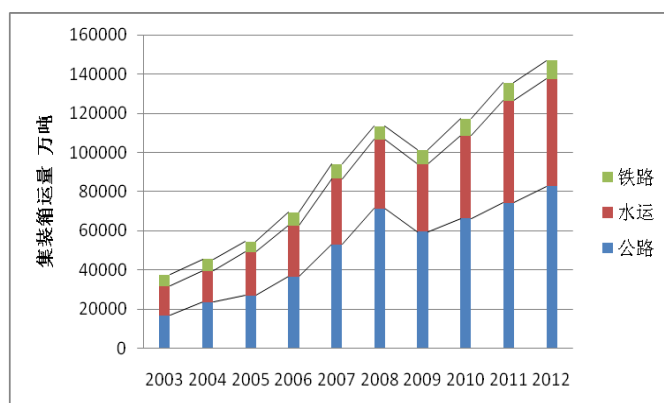


资料来源：中国交通运输部，浙商证券研究所

3.1.2. 公路集装箱运输占绝对位置，海公联运比例较高

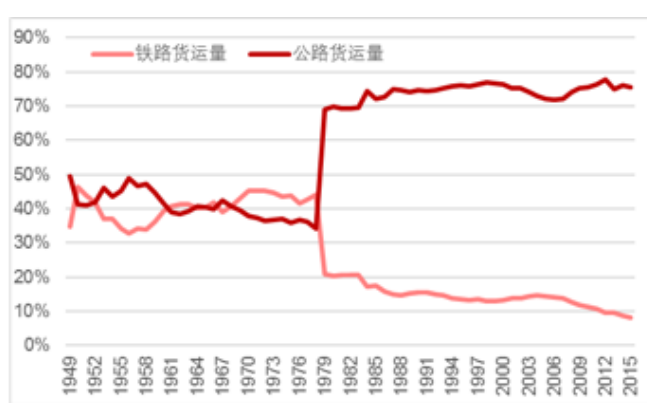
由于在价格机制、运输组织、运力分配和服务质量方面与公路存在较大差距，造成公路集装箱运输市场份额在不断侵蚀铁路集装箱市场份额。根据中国交通运输部数据显示，2003 公路集装箱运输市场份额为 44.6%，铁路为 15.6%。至 2012 年，公路集装箱运输市场占有率增至 56.3%，铁路市场占有率降至 6.3%。在中国港口的集疏运体系中，海公联运约占港口集装箱集疏运量的 84%，水水联运约占 14%，海铁联运占 2%左右。

图 12：中国集装箱运输结构演变



资料来源：中国交通运输部，浙商证券研究所

图 13：中国铁路公路货物运输结构演变



资料来源：中国交通运输部，浙商证券研究所

3.1.3. 中国多式联运发展阶段处于美国的 70 年代末 80 年代初

中国多式联运发展与欧美国家对比，依然处于起步阶段。究其原因：(1) 国内集装箱运输市场集装箱化率低，特别是危化品、冷藏集装箱化率更低。(2) 铁路集运市场发展缓慢，全国铁路适箱货物仅 25% 采用集装箱，制约了公铁联运、海铁联运的发展。(3) 多式联运中的八大件均存在问题，如缺少多式联运经营主体，集装箱多式联运型枢纽场站衔接和转运能力弱，关键节点存在“最后一公里问题”，集装箱多式联运统一单证缺失，多式联运装备应用水平和标准化程度低等一系列问题。

从中国铁路发展的阶段与相应出台的政策节点上看，中国多式联运发展处于美国 20 世纪 70 年代末 80 年代初多式联运发展阶段。其一是自改革开放以来中国的铁路市场份额受公路挤压明显，市场份额从 44% 降至 2015 年的 8%。这与美国在 20 世纪 70 年代铁路发展阶段较为相似。其二是政府出台的各项政策节点上，美国在 80 年代以来出台诸多支持多式联运的政策，中国 2016 年密集发文出台多项支持扶持政策。但是，中国的政策发文频率与速度要远快于美国。在行业发展的核心政策上中国的政策更相当于美国的 90 年代，后发政策优势明显。

3.2. 政策驱动，看我国多式联运之未来

3.2.1. 治超重压公路，环保压力也将逐渐显现

自 2016 年 9 月 21 日起施行《超限运输车辆行驶公路管理规定》以来，大部分汽车运价大幅上涨，根据草根调研数据显示，公路运费普遍上涨 10-30%，且由于处罚查处力度较高导致部分车辆及驾驶人员减少，大量的货源转至铁路与水运。而随着公路运输治超常态化，货物向铁路与水路转移的需求将在中长期内存在。另一方面，针对公路的环保压力也将逐步增加。根据中国交通运输协会联运分会调查显示，公路、水运、铁路、航空、管道各种方式的碳排放比例分别为 52.3%、18.5%、15%、11.7%、2.5%，公路成为碳排放的最大贡献者，而铁路的环保性较为明显。

3.2.2. 铁总货运改革，推动铁路集运快速发展

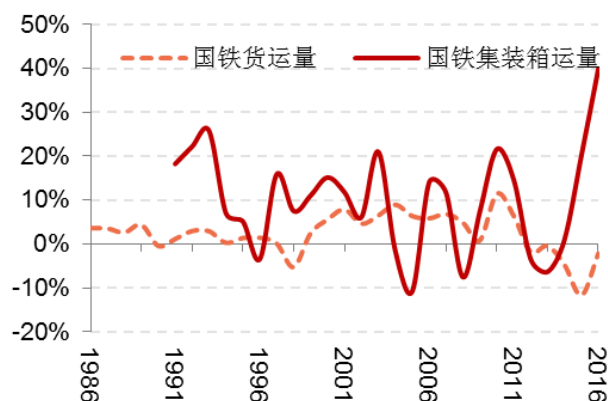
2013 年铁路货运改革在货运受理方式、运输组织方式、规范货运收费、开展“门到门”全程物流服务进行改革。放开了入箱品类，煤炭、矿石、粮食等散改集极大的带动了集装箱运输量的发展。2016 年三季度内贸集装箱运价的大幅上涨也受到了玉米临储政策取消影响，东北玉米集中出货，导致集运运力紧张。同时，铁总也降低了铁路集装箱场站办理审批门槛；全路集装箱办理站从 572 个迅速增加到 1149 个，仅年内就增加了 439 个。而在铁路货运改革前，集装箱保有量仅有 16.76 万 TEU，目前保有量 30.8 万 TEU。2016 年 5 月 15 日全路实施新列车运行图，安排货物班列线 251 条，其中以集装箱为主的班列线达 130 条以上。**2016 年各铁路局开行了 107 条集装箱铁水联运班列线，基本建立了连接港口与内陆主要腹地的集疏运网络。**根据铁总规划，争取 3 年内全路建成 2000 个集装箱货场，90% 以上货物品类入箱运输；打通铁水联运、公铁联运链条，力争 3 至 5 年内铁路集装箱总规模达到 1000 万 TEU，运量达到货运总量的 20% 以上。

表 1：14 个主要港口海铁联运发运量

港口	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
大连港	31.3	38.0	29.0	32.2
营口港	29.2	30.2	32.4	41.5
锦州港	0.4	0.6	2.7	4.0
天津港	26.4	34.6	26.9	26.0
青岛港	19.1	23.1	8.4	22.0
连云港港	27.5	30.3	25.7	22.0
上海港	2.6	3.4	0.6	0.6
宁波港	4.7	5.9	10.5	13.5
厦门港	0.9	0.8	0.7	0.1
广州港	0.7	0.5	0.3	0.4
深圳港	9.7	13.5	14.8	17.2
镇江港	5.7	6.6	4.7	8.6
北部湾港	7.9	8.7	9.7	21.6
泸州港	—	—	0.3	1.1
总计	166.03	196.14	166.81	210.81

资料来源：wind，浙商证券研究所

图 14：与铁路货运量成鲜明对比，2016 年国铁集装箱发运量增长 40%



资料来源：中国铁路总公司，浙商证券研究所

3.2.3. 多重政策驱动，静待市场爆发

自下而上的产业实践与自上而下的政策着力推动是多式联运发展的长期动力。纵观美国多式联运发展史，铁路的自身改革与政府的制度支持极大的推动了多式联运的发展，政府的制度支持很好的激活了企业的商业模式，使得多式联运能够创造市场需求，满足市场需求。

从中国的自身实际情况看：

- (1) **产业实践的步伐迅速。**铁总在多式联运体系中有重要地位。中国铁路总公司在整体货运量下降的情况下，推动黑货向白货转移，并采取一系列推动铁路集装箱运输的发展举措，成效明显，2015、2016 年国铁集装箱运量增速分别达 20%、40%。根据铁总在 2016 年上半年出台的《关于实施“总对总”战略合作的意见》，“总对总”战略将会以全国范围内甄选出的钢铁、有色、煤炭、焦化、家电、日化等 10 余个行业 100 家大中型企业为重点，突出了对家电、日化等白货行业的重视。
- (2) **政策的频率和力度空前。**自 2014 年以来，国家密集出台各项政策鼓励多式联运发展，发改委更是在各项文件中力推多式联运。进入 2017 年，国家十八部委联合发文共推多式联运发展，这是首次以国家层面、多部门联合推进，针对多式联运发展进行的专项部署。从多式联运的八大件以及各部门的职责都做了较为明确的规定。各部门责任清晰，将极大推动多式联运在未来交通运输体系中的市场份额。除了打通多式联运的硬件基础条件外，着重强调了多式联运的经营人标准（放松管制）、价格标准（逐步放开铁路货运竞争性领域价格）、服务规则标准（全程“一次委托”、运单“一单到底”、结算“一次收取”）、设备标准（推广标准化运载单元），通过扫除关键障碍，建立起一套长期有效的多式联运发展体系。

图 15：11 条物流大通道（5 条横向通道，6 条纵向通道）推动东西向-南北向物流运输发展



资料来源：《推进物流大通道建设行动计划（2016—2020 年）》，浙商证券研究所

表 2：中国主要多式联运发展政策汇总

时间	文件名称	部门	主要内容
2014 年 10 月 04 日	《物流业发展中长期规划（2014 年-2020 年）》	国务院	发展海铁联运、铁水联运、公铁联运、陆空联运，加快推进大宗散货水铁联运、集装箱多式联运，积极发展干支直

			达和江海直达等船舶运输组织方式，探索构建以半挂车为标准荷载单元的铁路驮背运输、水路滚装运输等多式联运体系。
2015 年 1 月 7 日	《中国铁路总公司关于大力发展自备箱运输提高集装箱铁路运量的通知》	中国铁路总公司	促进集装箱增运增收，大力发展集装箱公铁联运、铁水联运市场，为有效解决铁路箱源不足问题，吸引自备箱上线
2015 年 1 月 7 日	《关于大力组织货物入箱促进集装箱增量增收的通知》	中国铁路总公司	恢复小型铁路集装箱（1—5 吨）的生产与使用，制定优惠价格标准，增加零散货物入箱比例
2015 年 4 月 26 日	《关于加快发展铁路集装箱与集装箱化运输的实施意见》	中国铁路总公司	从集装箱经营服务、集装箱运输保障、重点发展铁水联运等方面推动多式联运发展
2015 年 07 月 21 日	《交通运输部国家发展和改革委员会关于开展多式联运示范工程的通知》	交通部与发改委	先期开展 15 个多式联运示范工程建设，形成具有典型示范意义和带动作用的多式联运枢纽场站、组织模式、信息系统以及多式联运承运人
2015 年 8 月	《铁路物流基地布局规划及 2015-2017 年建设计划》	中国铁路总公司	计划在 3 年内投资 676 亿元，规划建设一级二级铁路物流基地 208 个
2015 年 12 月 3 日	关于印发《铁路集装箱运输规则》的通知	中国铁路总公司	规范操作细则，优先发展集装箱运输，提高集装箱运输比例
2016 年 2 月 29 日	《加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》	发改委等十部门	支持重要港口、枢纽机场，重点推动建设一批专用铁路、公路进港项目。组织开展多式联运示范工程，推广公、铁、水联运。研究制定有关多式联运服务标准和规则，探索在重点行业领域实行“一票到底”的物流服务。
2016 年 3 月 18 日	《关于推进铁路供给侧改革深化现代物流建议若干措施的通知》	中国铁路总公司	加快推进 35 吨敞顶箱运用，明确计费方式，加快购置 35 吨敞顶箱，加快 35 吨箱办理站建设
2016 年 06 月 21 日	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知》	发改委	支持有实力的运输企业向多式联运经营人、综合物流服务商转变，整合物流资源，向供应链上下游延伸
2016 年 9 月 13 日	《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018 年）》	发改委	大力发展铁水联运、公铁联运、陆空联运等先进运输组织方式，发挥铁路、水运干线运输优势。
2016 年 12 月 07 日	《推进物流大通道建设行动计划（2016—2020 年）》	交通运输部等	依托北部、东部和南部集装箱主枢纽港区群，大力发展铁水（海铁）、公水集装箱多式联运。

2016 年 12 月 26 日	《“十三五”长江经济带港口多式联运建设实施方案》	发改委等	重点支持上海港、宁波港等主要港口完善多式联运运输体系
2017 年 01 月 04 日	《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	交通运输部等 18 个部门	从国家层面，十八个部委全力解决多式联运发展水平较低，协同衔接不顺畅、市场环境不完善、法规标准不适应、先进技术应用滞后等问题

3.2.4. 市场发展规模预测

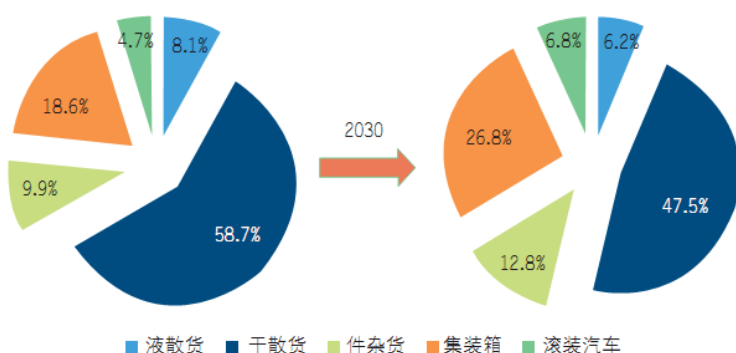
从现在的多式联运发展条件来看，我们认为驱动多式联运发展的有利条件众多，市场目前仍处于培育期，但比美国的十年政策培育期来看，中国的步伐将大大加快，出台的政策集中在 2016 年与 2017 年释放，政策周期大大缩短，因此，行业的发展速度与规模也将快速扩张，未来 5 年行业将迎来爆发期。根据政府的官方制定的目标，力争实现 2020 年多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍，也即 CAGR 为 20%。我们认为政府目标将大概率超额完成。

主要驱动逻辑在于：

(1) 集装箱化率偏低，产业结构调整促进产业与消费升级

若以港口货种吞吐量结构来看，2013 年中国的集装箱化率仅为 18.6%，与发达国家相比，集装箱运输的前景发展巨大。国内产业结构调整与居民收入水平的提高将极大改善原料、产成品在供应链中的结构，适箱货物的比例将大幅提高，有助于进一步催化集装箱运输。

图 16：2013 年与 2030 年中国港口货种结构演变



资料来源：2030 年中国航运发展展望，浙商证券研究所

(2) 公路治超常态化、长期化促使货物运输结构加速调整

自 2016 年治超新政 9 月 21 日以来，公路运输价格上涨明显，部分货源涌向铁路与水运，推升了三四季度水运价格。而 2017 年 1 月十八部委联合发布的《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》明确规定：依法加强公路货运市场环境治理，强化重型货运车辆装卸源头监管和动态监控。严格实施《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589) 等技术标准，有序引导不合规车辆逐步退出市场。加强新增公路运输车辆的注册登记、技术检测和准入管理，推动中长距离货物运输由公路有序转移至铁路、水路等运输方式。公路治超常态化长期化将进一步促使货物运输转向铁路与水运，刺激铁路与水运发展。

(3) 铁总货运营收压力加大，推动铁路自身服务转型

铁总近年来货运收入下滑明显，自身存在较大发展压力。自铁路货运改革以来，铁总已经实施各项方案推动铁路自身转型发展，特别是针对铁路集装箱运输包括铁水联运等。并加大力度推动铁路与航运公司合作，鼓励建立港口到发适箱货源调查机制，吸引集疏港集装箱经铁路运输。发展自备空箱堆存业务，利用自备空箱价格政策，与船公司合

作建立还箱点，吸引海运箱上路运输。协调降低港杂费和航运费，实现港铁航价格联动。2016—2017 年，海运箱上路运量每年递增 20% 以上。

表 3：2013-2015 年铁总货运收入（单位：亿元）

时间	2013	2014	2015
货运收入	3330	3142	2775
同比增速	-	-5.6%	-11.7%

资料来源：wind，浙商证券研究所

（4）政策强力推动，加速多式联运发展

如前所述，多式联运上升到国家层面，十八部委联合发文并明确分工，着力解决多式联运面临的瓶颈问题，政策的支持力度远超以往，行业将长期享受政策带来的制度红利。

表 4：政府官方对市场规模的预测

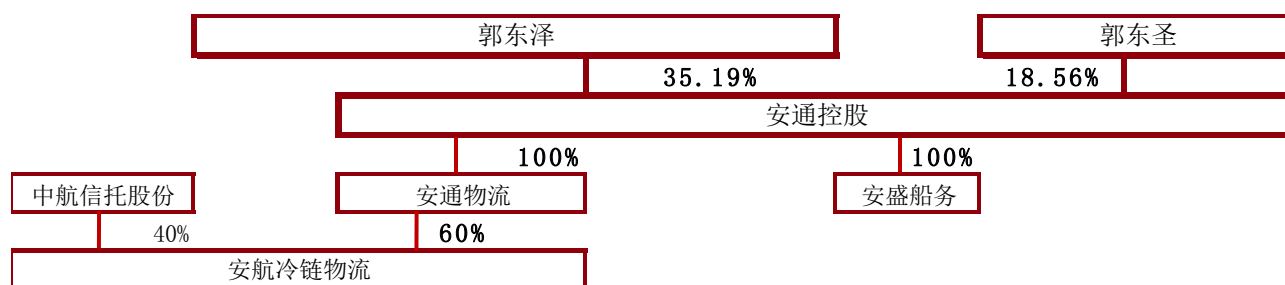
文件名称	核心目标
《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知》	<p>到 2018 年，全国 80% 左右的主要港口和大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 10% 以上。</p> <p>到 2020 年，集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上，铁路集装箱装车比率提高至 15% 以上，大宗物资以外的铁路货物便捷运输比率达到 80%，准时率达到 95%，运输空驶率大幅下降。</p>
《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	力争实现 2020 年多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍

资料来源：发改委，交通运输部，浙商证券研究所

4. 关注多式联运唯一标的——安通控股

安通控股以集装箱物流服务为主业，业务辐射全国主要港口、城市，通过整合水路、铁路、公路运输资源协同运作，依托综合物流信息化平台为支撑，为客户提供“门到门一站式”的物流服务和高附加值配套业务。目前，安通控股下设两家全资子公司——泉州安通物流有限公司和泉州安盛船务有限公司。安通物流为国内领先的集装箱物流解决方案供应商，主要通过海运、陆运和铁路等运输资源提供集装箱物流服务。安盛船务有限公司是主要从事国内集装箱运输服务。据法国 Alphaliner 2017 年 1 月统计数据显示，安盛船务在全球集装箱船队中排名第 28 位。

图 17：安通控股公司架构



资料来源：公司资料，浙商证券研究所

(1) 集成优势明显，契合国家多式联运发展战略

从多式联运本身的性质来看，多式联运涉及的环节、交易方、规则众多，潜在的供应链服务价值也更大。从安通控股的服务模式来看，安通控股的角色既有多式联运经营人的角色也有多式联运承运人的角色，能够有效的解决单个客户与其他客户由于交易环节众多带来的高额交易成本，同时也能够通过安通物流的陆上网络与安盛船务的海上网络协同，满足客户需求，创造服务价值。公司受益的逻辑在于：1) 国家多式联运战略刺激货运量高速增长 2) 公司 O2O 营销模式有助于借助政策之风提高客户粘性与占有率。

图 18：安通控股供应链服务模式



资料来源：公司资料，浙商证券研究所

(2) 规模化扩张船队，提高市占率

根据交通运输部数据显示，截至 2016 年 6 月 30 日，从事国内沿海省际运输的 700TEU 以上集装箱船（不含多用途船）共计 180 艘、56.25 万 TEU，比 2015 年底增加 6 艘、1.03 万 TEU，载箱量增幅为 1.87%。2016 年上半年新增 700TEU 以上集装箱船 9 艘、1.83 万 TEU，其中新建船舶 4 艘、8822TEU；提前退出市场船舶 3 艘、0.8 万 TEU。目前，根据中谷股份公开转让说明书中的数据，国内沿海内贸集装箱班轮公司前三大分别为泛亚、中谷、安通，分别占市场运力的 43.2%、13.9%、11.8%，共计 68.9%，考虑安通与中谷目前手持订单运力在 969,936 载重吨，未来两年内全部交付，静态估算，三家公司在未来两年的市占率为 82.2%，安通和中谷的份额大致分别为 21.3%、17.7%，届时公司市占率提升到第二位，内贸集装箱班轮运输市场三足鼎立的格局形成。

表 5：安通控股和中谷股份手持订单

公司	手持订单量（载重吨）
安通控股	689,936
中谷股份	280,000

资料来源：Clarksons，浙商证券研究所

我们认为内贸集装箱班轮运输市场的高度集中将有助于运价稳定，同时也将提高内贸班轮运输市场的进入门槛，其它内贸集装箱班轮公司的运力规模过于分散，难以构成威胁。

(3) 深化高附加值物流领域，提高净利率

据中物联冷链委统计，2015 年，果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别达到 22%、34%、41%，冷藏运输率分别为 35%、57%、69%。与欧美 95% 以上的流通率相比，中国的潜在差距巨大。2016 年全国冷链物流市场需求达到 2200 亿元，同比增长 22.3%。行业仍处于爆发期，公司也积极投资场站及冷链仓储设备，依托自身全程综合物流服务网络，积极开拓冷链物流市场，深化高附加值物流领域，以提高公司净利率。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>