

### 中信证券研究部



**扈世民**  
首席交通运输分析师  
S1010519040004



**汤学章**  
交通运输分析师  
S1010520090006

### 核心观点

在散改集、公转铁水等政策红利推动下，内贸集装箱航运行业保持高个位数增长。内贸集运行业经过多年整合，已形成 CR3 ~80% 的稳定格局，未来供需料趋紧，运价有望保持坚挺。中谷物流作为行业第二的内贸集运公司，凭借卓越的控本能力、优质的客户服务，保持份额提升，争做航运界的“顺丰”。近几年，公司将到港服务延伸至到门服务，拓展多式联运业务，业绩表现有望从航运周期属性逐步切换至物流成长属性。短期外贸集运高景气有望传递至内贸，预计公司今年业绩将受益明显。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **公司践行用集运箱改变中国物流方式的愿景，积极推动中国多式联运发展。**中谷物流 2003 年成立以来就专注于内贸集装箱航运，虽然公司所处的并不是一个高成长的赛道，但是公司通过精细化管理、持续优化服务，依然实现份额稳步提升及业绩增长。2020 年公司营收/扣非净利分别为 104 亿/7.9 亿元，4 年 CAGR 26%/25%，目前公司运力份额排名中国大陆第 2、全球第 13。2016 年公司启动“登陆”战略，业务范围从到港拓展至到门，启动多式联运发展。公司希望通过自身的努力，不断推动集装箱运输降本增效，增加集装箱运输适箱货物，用集装箱优化中国货物运输结构，推动中国多式联运发展。

■ **政策红利推动内贸集运需求保持稳健增长。**水运成本是铁路运输的 1/2、公路的 1/5，是一种低碳、环保的运输方式，水运中集装箱运输由于具有操作标准化、高效的优点，是未来水运发展的主流模式。在国家推动公路治超、散改集、大力优化货物运输结构的政策红利催化下，内贸集运需求近几年保持高个位数增长。集装箱航运是多式联运的重要组成部分，随着门到门多式联运的持续发展，也将带动内贸集运需求增长。根据中国集装箱行业协会，我国目前内贸集装箱化率仅为 6%，明显低于发达国家的 75%，表明我国内贸集装箱运输市场还有相当大的发展空间。

■ **内贸集运格局向好、目前 CR3 80%，行业波动性下降，关注中谷物流从航运周期属性切换至物流成长属性。**2013~2018 年，内贸集装箱航运市场整体供给过剩、运价承压，行业盈利持续下行。经过一轮整合出清潮后，目前行业 CR3 提升至 80%，头部三家形成了两家国企（泛亚、安通）一家民企（中谷）的稳定竞争格局，考虑到各家盈利诉求较强，行业运力有序扩张而需求又保持稳健增长，内贸集运价格波动性将明显低于外贸集运。内贸集运稳定竞争格局之下，中谷物流每年保持较高的经营活力以及份额提升趋势，同时推动服务门到门延伸，业务逻辑将从航运周期属性切换至物流成长属性。

■ **服务导向，公司争做集装箱界的“顺丰”；持续控本，公司盈利能力有望长期上行。**中谷物流多年专注优化客户服务体验，只要客户提供地点以及寄送货物，中谷物流就可以整合各种物流资源，通过覆盖全面的物流网络为客户提供高性价比的优质门到门多式联运物流服务。公司不断打磨服务品质，致力于成为内贸集装箱行业的“顺丰”，用优质服务吸引客户、提升客户粘性。公司凭借低位逆势造船以及对船、箱、流程的精细化管理，其成本管控能力要明显领先行业，在其他竞争对手微利甚至亏损的情况下，公司仍然保持较好利润率。考虑到公司持续提升自有产能比例、继续推动船队大型化及年轻化、规模效应带来码头费用稳步下降、优化资源布局逐步推高陆运业务毛利率，公司未来单箱成本有望不断下降，业务盈利能力有望稳步提升。

■ **风险因素：**国内宏观经济增速下行，内贸集运需求放缓；行业运力供给过剩，运价大幅下跌；油价大幅上涨；多式联运未来发展不及预期。

■ **投资建议：**考虑到内贸集装箱航运市场格局趋于稳定并持续改善，未来运价有望缓慢上涨，同时中谷物流抓住散改集、公转铁水、多式联运发展的政策红利，

中谷物流	603565
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	32.55 元
目标价	46.00 元
总股本	867 百万股
流通股本	87 百万股
总市值	282 亿元
近三月日均成交额	65 百万元
52 周最高/最低价	35.84/20.6 元
近 1 月绝对涨幅	37.08%
近 6 月绝对涨幅	94.79%
近 12 月绝对涨幅	95.58%

推动市场份额提升以及陆运业务的发展，并且深耕成本管控，不断提升盈利能力，我们预测公司 2021/22/23 年 EPS 为 2.15/1.85/2.17 元，现价对应 PE 为 14/16/14 倍。预计 2021 年利润会大幅提升，主要是公司将会产生一次性资产处置收益。公司今年 4 月披露 2021 年计划出售 4 艘集运船，将产生人民币 4.60-4.94 亿元的税后资产处置收益。对标海外多式联运龙头 25 倍 PE 估值中枢，而且中国多式联运及内贸集装箱航运发展空间依然很大，我们给予中谷物流 2022 年 25 倍 PE，未来 18 个月目标价 46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,900	10,419	12,079	13,339	14,712
营业收入增长率 YoY	23%	5%	16%	10%	10%
净利润(百万元)	858	1,019	1,867	1,607	1,876
净利润增长率 YoY	56%	19%	83%	-14%	17%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.99	1.18	2.15	1.85	2.17
毛利率	12%	14%	16%	17%	17%
净资产收益率 ROE	29.0%	19.7%	29.0%	22.6%	22.9%
每股净资产 (元)	3.41	5.97	7.43	8.21	9.44
PE	32.9	27.6	15.1	17.6	15.0
PB	9.5	5.5	4.4	4.0	3.4
PS	2.8	2.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.5	16.9	8.4	8.8	7.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 15 日收盘价

## 目录

公司概况：用集运箱改变中国物流方式，积极推动中国多式联运发展 .....	1
业务介绍：公司内贸集运前二，业务从“港到港”到“门到门” .....	1
财务数据：业绩稳健增长，盈利能力持续抬升 .....	4
中国内贸集运市场发展滞后，散改集&门到门有望推动行业需求增长 .....	6
对比欧美，我国内贸集运渗透率存较大提升空间 .....	6
散改集、公路治超、环保等政策释放内贸集运市场增量需求 .....	10
两端物流服务延伸，内贸集运从单一水运到多式联运、从航运属性到物流属性 .....	14
内贸集装箱航运 CR3~80%，供需格局改善、价格大幅下跌风险有限 .....	16
中谷物流：专注服务、创造需求，获得业务增量；精细管理、持续控本，推升盈利能力 .....	21
服务端：完善网络布局、深挖服务创新能力，公司积极开拓直客获得业务增长 .....	21
成本端：低位逆势造船+对船、箱、流程的精细化管控，公司盈利能力领跑行业 .....	26
风险因素 .....	30
投资建议：重视公司物流成长属性，淡化航运周期属性，目标市值 400 亿元 .....	30

## 插图目录

图 1：“港到港”物流模式到“门到门”物流模式	1
图 2：中谷物流“两横一纵”航线结构	1
图 3：截至 2020 年末，中谷物流股东持股结构情况	3
图 4：中国物流上市前增资或股权转让情况	3
图 5：2016~2020 年中谷物流集装箱码头吞吐量增长情况	4
图 6：2013~2020 年中谷物流营收增长情况（亿元）	4
图 7：2013~2020 年中谷物流归母净利润增长情况（亿元）	5
图 8：2016~2020 年中谷物流扣非净利增长情况（亿元）	5
图 9：2013~2020 年中谷物流毛利率及净利率变动情况	5
图 10：2013~2020 年中谷物流归母及扣非 ROE 变动情况	5
图 11：中谷物流细分业务营收占比结构情况	5
图 12：2020 年中谷物流水运及陆运毛利率情况	5
图 13：2014~2020 年中谷物流经营净现金流及归母净利润情况	6
图 14：2015~2020 年中谷物流资本开支情况	6
图 15：德国汉堡港口集装箱化率提升情况	7
图 16：美国长滩港口集装箱化率提升情况	7
图 17：2012~2021M1 国内海铁联运箱量增情况	9
图 18：2019 年我国各运输方式平均运距情况	9
图 19：中美铁路、水运、航空运距对比	9
图 20：中西部工业增加值增速快于东部	10
图 21：2017~2021 年 4~5 万 DWT 海运煤炭运价	11
图 22：2012~2015 年煤炭港口装卸费	11
图 23：秦皇岛到上海港煤炭集运运价	11
图 24：2012~2020 年全国内贸集装箱运输量与 GDP 波动情况	13
图 25：2020 年前 11 个月全国内贸集装箱运量同比情况	14
图 26：多式联运示意图	14
图 27：美国各种多式联运货运量占比情况	15
图 28：美国多式联运货运量	15
图 29：2000~2019 年美国铁路多式联运箱量增长情况	15
图 30：1987~2019 年中国沿海水运货运量增速情况	17
图 31：2013 年国内内贸集装箱航运公司运力占比	18
图 32：2013~2020 年中国内贸集运市场需求及运力供给增速情况	19
图 33：2012~2017 年大连内贸集运运价变动情况	19
图 34：2015~2021 年内贸集运运价指数 PDCI 变动情况	19
图 35：内贸集装箱运价指数 PDCI 波动情况	20
图 36：内贸集装箱运价指数 PDCI 波动情况	21
图 37：中谷物流主要航线网络	21
图 38：中谷物流在长江三角洲地区以上海港、太仓港为核心	22
图 39：中谷物流物流枢纽节点建设情况	23
图 40：各种集装箱装箱工艺	24
图 41：中谷物流氧化铝散改集项目流程	25
图 42：2018~2020 年中谷物流直接客户营收占比情况	26

图 43: 2016~20 年中谷物流水运计费箱量以及行业增速 .....	26
图 44: 2014~2020 年中谷、泛亚、安通营收情况 .....	26
图 45: 2014~2020 年中谷、泛亚、安通净利率情况 .....	26
图 46: 2016~2020 年中谷物流外租及自有船舶运力情况 .....	27
图 47: 2017~2020 年中谷物流自有集装箱占比持续提升 .....	27
图 48: 中谷物流资本开支及经营现金流情况 .....	28
图 49: 中谷物流单箱船舶+集装箱租赁折旧费用 .....	28
图 50: 2016~2020 年中谷物流船舶平均载重运力持续增加 .....	28
图 51: 中谷物流在造船指数低位区间逆势造船 .....	28
图 52: 2016~2020 年公司单箱码头费保持下降 .....	29
图 53: 中谷物流航运中转次数以及驳运比例持续提升 .....	29
图 54: 2016~2020 年中谷物流水运及陆运毛利率变动情况 .....	29
图 55: 2016~2020 年中谷物流陆运业务毛利润占比情况 .....	29
图 56: JB 亨特 PE 波动情况 .....	33
图 57: 联合太平洋 PE 波动情况 .....	33
图 58: JB 亨特营收增长情况 .....	33
图 59: JB 亨特扣非净利情况 .....	33
图 60: 中谷物流 PE Band .....	33

## 表格目录

表 1: 2020 年中谷物流运量排名前十的货品情况 .....	2
表 2: 中国内贸集装箱化率明显低于海外发达国家 .....	7
表 3: 美国多式联运物流节点情况 .....	7
表 4: 水、公、铁三种运输方式能耗对比 .....	10
表 5: 水、公、铁三种运输方式单位排放物排放情况 .....	10
表 6: 中谷物流前十大货品运量增速情况 .....	12
表 7: 关于鼓励多式联运发展的相关政策 .....	12
表 8: 1990 年以来国内内贸集装箱航运公司成立及运营情况 .....	17
表 9: 2004~2020 年国内内贸集运市场头部企业运力份额变动情况 .....	20
表 10: 2017~2023 年中谷物流营业收入增长及预测情况 .....	30
表 11: 2017~2023 年中谷物流单箱成本变动及预测情况 .....	31
表 12: 2021~2023 年中谷物流盈利预测及估值水平 .....	32



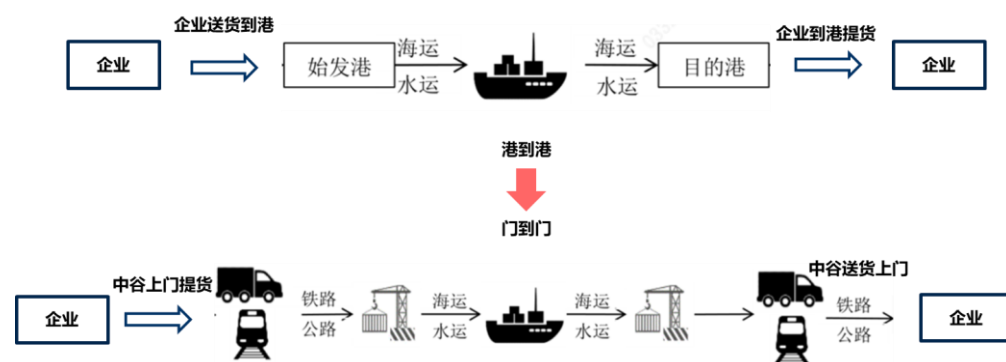
## ■ 公司概况：用集运箱改变中国物流方式，积极推动中国多式联运发展

### 业务介绍：公司内贸集运前二，业务从“港到港”到“门到门”

中谷物流成立以来一直主要从事内贸集装箱航运业务，近几年公司开始提供门到门多式联运全程物流解决方案。中谷物流成立于 2003 年，是国内最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，公司成立以来就一直承载着“用集装箱改变中国物流方式”的企业使命。2015 年 10 月，公司完成股份制改造，更名为上海中谷物流股份有限公司，2016 年 3 月公司在新三板正式挂牌上市，随后于 2017 年 3 月终止新三板挂牌，2020 年 9 月公司在上海证券交易所完成上市。

2016 年中谷物流开始实施“登陆战略”，结合自身原本的港到港集装箱航运优势，整合陆运及铁路资源，开始延伸两端物流服务，为客户提供门到门的全程多式联运物流服务。

图 1：“港到港”物流模式到“门到门”物流模式



资料来源：中信证券研究部绘制

经过多年经营，公司目前完成了“两横一纵”大海运、大物流体系的建设，同时运力份额行业也攀升至行业第二。中谷物流目前拥有超过 60 条中国沿海航线、超过 30 条长江航线以及超过 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。经过多年的船队建设，截至 2020 年底，公司管控沿海集装箱船舶近 120 艘，运营集装箱约 40 万标准箱。而根据 Alphaliner，截至 2021 年 4 月，中谷物流拥有 114 条船，合计运力 16.8 万 TEU，排名全球第 13、中国大陆第 2。

图 2：中谷物流“两横一纵”航线结构



资料来源：中谷物流招股说明书

**公司运输的货品主要为大宗商品。**与外贸运输货品不同，内贸集运主要承运的是大宗商品，这和我国东、西、南、北区域自然禀赋不同相关。我国北方主要产出以玉米、大米、大豆等粮食类大宗商品为主，而南方（以珠三角为例）主要以家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等产业为主，西部地区主要产出煤炭、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。由于产地与消费地存在差异，从而产生大量的大宗商品运输需求（例如北粮南运），而运输成本明显低于公路和铁路的内贸集装箱航运承接了部分大宗商品运输需求。中谷物流 2020 年运输货品中，排名前十均为大宗商品。

表 1：2020 年中谷物流运量排名前十的货品情况

序号	货名	2020 年占公司总运量比例
1	纸制品	5.77%
2	钢铁	5.69%
3	玉米	5.60%
4	陶瓷制品	5.43%
5	煤炭	4.76%
6	木材	3.55%
7	塑料粒子	3.08%
8	石材	2.53%
9	淀粉	2.11%
10	大米	2.07%
	合计	40.59%

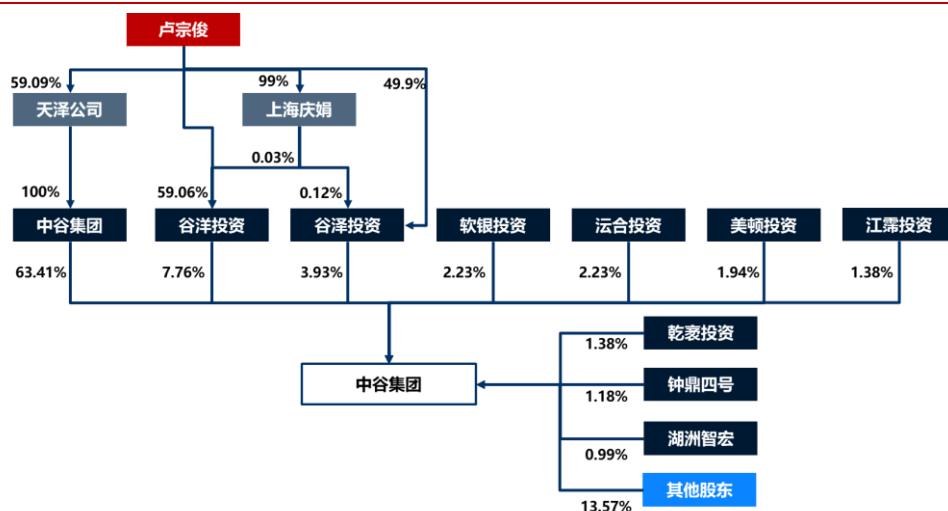
资料来源：中谷物流公告，中信证券研究部

**董事长卢宗俊持有中谷物流约 44%股份，公司上市前引入知名 PE 机构。**中谷物流目前实际控制人为董事长卢宗俊，截至 2021Q1 末持有中谷物流 43.9%的股份。卢宗俊历任

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 年个人创办中谷物流，并一直担任公司董事长。卢宗俊 2019 年获得“新中国 70 年航运 70 人”、“最受航运界关注的 100 位中国人”称号，2018 年当选中国船东协会副会长并获得“改革开放 40 年物流 40 人”称号。

2007 年，中谷物流完成多轮融资，先后引入了软银投资、乾泰投资（上海自贸区基金）、钟鼎资本（钟鼎四号）等知名 PE 投资基金，有助于公司后续的业务经营、资本赋能以及产业深度合作。

图 3：截至 2020 年末，中谷物流股东持股结构情况



资料来源：中谷物流公告，中信证券研究部

图 4：中国物流上市前增资或股权转让情况



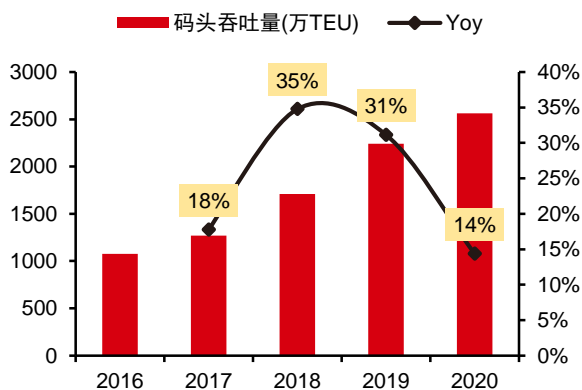
序号	协议签署时间	增资方/受让方	价格	定价依据	定价公允性	对应市盈率	
						上年	当年
1	2017 年 5 月	西藏元琪	21.33 元/股	参考软银投资对公司增资时的估值区间协商确定以 30.78 亿元估值为准	公允	6.75	4.47
2	2017 年 5 月	优益投资	5.6 元/股	按中诚信增资时的原价转让	合理	不适用	
3	2017 年 7 月	谷泽投资	1.12 元/股	由全体股东协商确定, 且已做股份支付处理	低价增资	不适用	
4	2017 年 7 月	软银投资 云合投资	11.74 元/股	协商确定以 2016 年已实现净利润计算的投前估值 35.23 亿元为准	公允	7.72	5.12
5	2017 年 9 月	乾泰投资 湖州智宏 北京智维 湖州智维	18.93 元/股	协商确定以 2017 年预计净利润计算的投前估值 60 亿元为准	公允	13.16	8.72
6	2017 年 11 月	江霏创投 钟鼎四号 宁波铁发 圆鼎一期 尹羿创投	18.93 元/股	协商确定以 2017 年预计净利润计算的估值 60 亿元为准, 并结合前次 2 亿元融资计算的投后估值 62 亿元作为本次增资的投前估值	公允	13.16	8.72
7	2017 年 11 月	美桥投资	18.31 元/股	参考以 2017 年预计净利润计算的投前估值 60 亿元并协商确定以 62.96 亿元为准	公允	13.80	9.15
8	2017 年 12 月	中谷集团	17.45 元/股	协商确定以 2017 年预计净利润计算的投前估值 60 亿元为准	公允	13.16	8.72

资料来源: 中谷物流招股说明书

## 财务数据: 业绩稳健增长, 盈利能力持续抬升

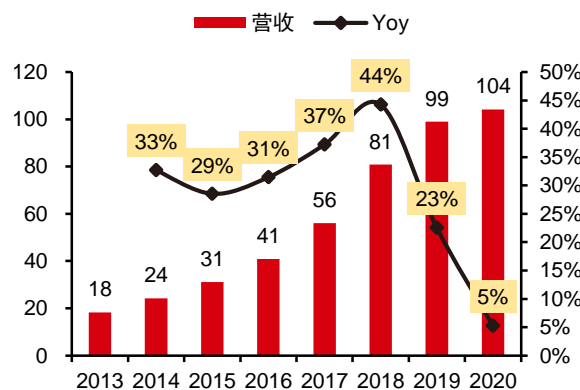
持续挖掘国内集运市场&延伸门到港服务, 公司营收/扣非净利过去 5 年 CAGR 25%/26%。国内经济的持续增长叠加公司通过优质服务挖掘客户集运需求, 中谷物流集装箱运输量从 2010 年的 95 万 TEU 一路增长到 2020 年的 1327 万 TEU, 10 年 CAGR 49%, 公司集装箱吞吐量在 2020 年国内总的内贸集装箱吞吐量中占到了 30%。业务量持续放量增长以及公司 2016 年开始拓展两端门到港和港到门陆运业务, 2016~2020 年中谷物流营收从 41 亿元增长到 104 亿元, 期间 CAGR 26%, 扣非净利从 3.2 亿元增长到 7.9 亿元, 期间 CAGR 25%。

图 5: 2016~2020 年中谷物流集装箱码头吞吐量增长情况



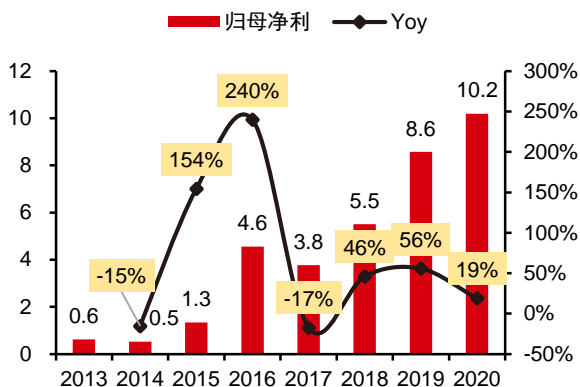
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 2013~2020 年中谷物流营收增长情况 (亿元)



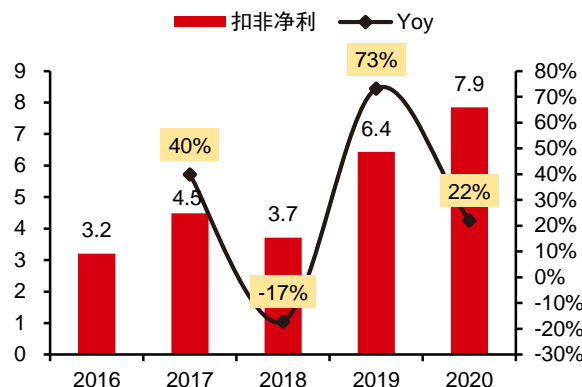
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 2013~2020 年中谷物流归母净利增长情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

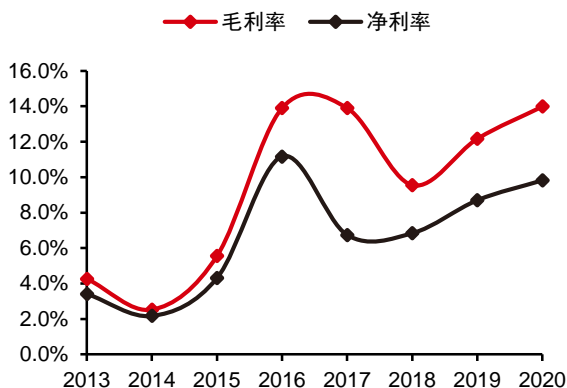
图 8: 2016~2020 年中谷物流扣非净利增长情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

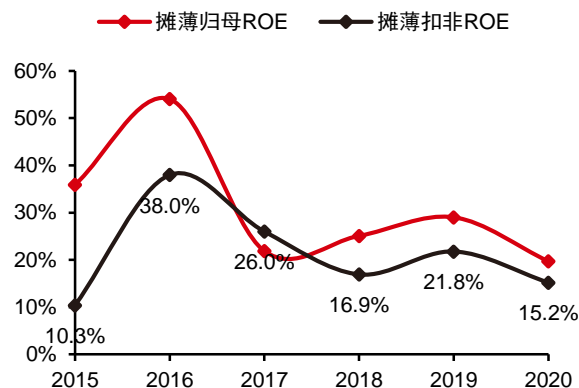
公司不断推进成本管控, 盈利能力稳步提升, ROE 超 15%。除了业务量和收入保持增长外, 公司还在成本控制端持续发力, 2017 年前以及 2017 年后, 公司毛利率和净利率保持稳步提升趋势。2017 年公司盈利能力下降比较显著主要是公司从该年度开始拓展陆运业务, 由于陆运业务本身毛利率明显低于集装箱水运业务, 业务结构变动导致公司总体毛利率显著下降。持续增长的业务以及优秀的成本控制能力之下, 公司 ROE 常年保持 15%+。

图 9: 2013~2020 年中谷物流毛利率及净利率变动情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

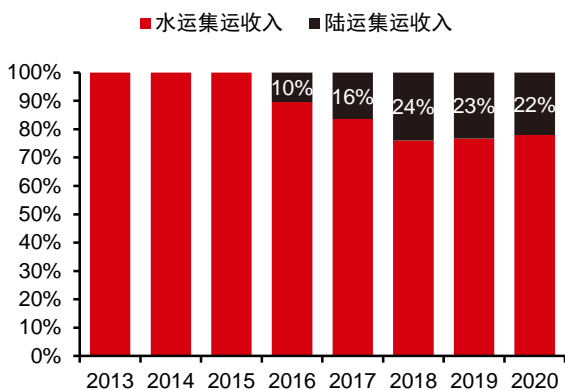
图 10: 2013~2020 年中谷物流归母及扣非 ROE 变动情况



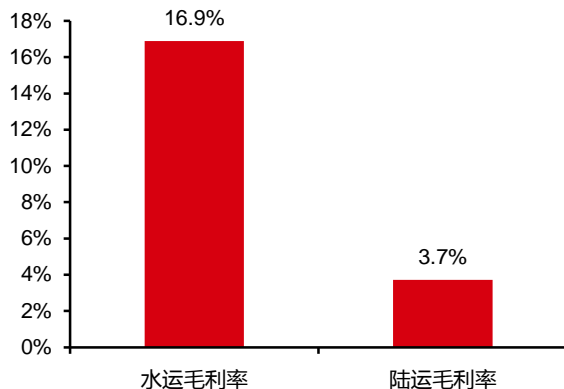
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 中谷物流细分业务营收占比结构情况

图 12: 2020 年中谷物流水运及陆运毛利率情况



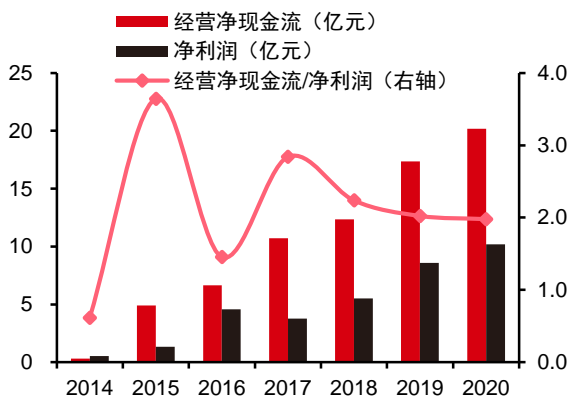
资料来源：公司公告，中信证券研究部



资料来源：公司公告，中信证券研究部

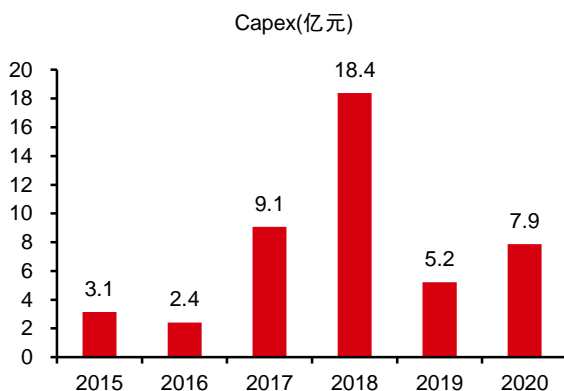
重资产行业属性使得公司经营现金流明显好于净利润，2020 年分红率对应当期股价股息率约 3%。集运行业的重资产属性使得公司的折旧摊销较高，进而造成公司的经营净现金流表现明显好于净利润，最近 2 年公司经营净现金流是归母净利润的 2 倍。2020 年公司将分红率大幅提升至 60%，对应单票现金分红为 0.9 元，对应目前的股价股息率为 2.7%，具有一定吸引力。公司最近几年资本开支维持平均每年 10 亿元的投入力度，预计未来 5 年公司将加大资本开支力度，推动集装箱为核心的多式联运战略，同时推动产能升级和投放。

图 13: 2014~2020 年中谷物流经营净现金流及归母净利润情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14: 2015~2020 年中谷物流资本开支情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 中国内贸集运市场发展滞后，散改集&门到门有望推动行业需求增长

### 对比欧美，我国内贸集运渗透率存较大提升空间

集装箱作为标准化的操作运输单元，优点明显，海外集装箱经过几十年发展得到全面普及，渗透率明显高于中国。集装箱作为形状规则的标准运输单元，拥有中转、装卸操作便利、运输装载率高，能够将体积、重量差异性较大的货品全部转化为标准操作，从而发

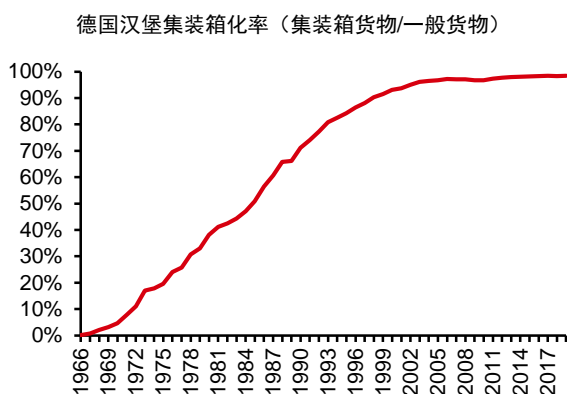
挥规模效应。因此集装箱一经推出就在欧美国家得到了持续普及，水路、公路、铁路中大量采取了集装箱运输方式，港口集装箱化率持续提升，同时围绕集装箱链接各类运输方式，出现了集装箱多式联运。根据中国集装箱行业协会，我们内贸集装箱化率仅为 6%，明显低于发达国家的 75%，同时内贸集装箱在港口吞吐量中占比为 29%，也低于发达国家的 80%，表明我国内贸集装箱运输市场还有相当大的发展空间。

表 2：中国内贸集装箱化率明显低于海外发达国家

	中国	发达国家
内陆运输集装箱化率	6%	75%
内贸集装箱占港口吞吐量比重	29%	80%
主要港口海铁联运占比	4%	30%
铁路集装箱占比铁路总运量	7%	50%

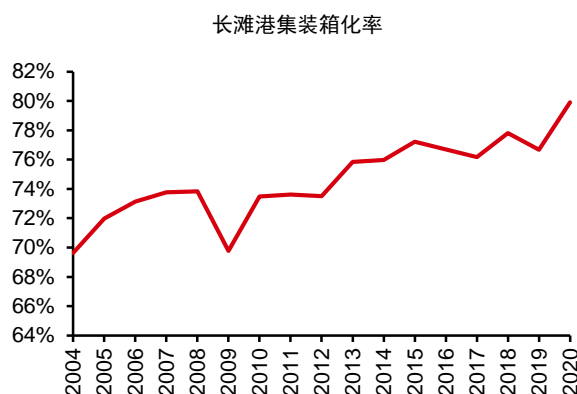
资料来源：中国集装箱行业协会，中信证券研究部

图 15：德国汉堡港口集装箱化率提升情况



资料来源：Port of Hamburg，中信证券研究部

图 16：美国长滩港口集装箱化率提升情况



资料来源：Port of Long Beach，中信证券研究部

### 我国内贸集装箱化率较低的主要原因在于：

1) **基础设施薄弱、设备标准暂缺。**集装箱运输过程涉及集装箱的装卸、搬运、承运，同时又涉及集装箱在公/铁/水/空不同运输模式之间的交接，需要相应的基础设施支撑集装箱的运输及疏导。以美国为例，美国拥有较为完善的由专用线、枢纽和终端节点组成的多式联运集疏运体系，并确定了全国 517 个多式联运物流节点。其中机场作为物流节点的数量达到 99 个，美国政府为 616 个节点建设了 1222 英里的公路专用线；对于一些货运量较大的节点，确保有多条集疏运线路；而对于另外一些站点，则确保与国家公路网无缝对接。

表 3：美国多式联运物流节点情况

多式联运类型	数量	公路专用线长度（英里）
Ports (ocean and river)	253	532
Airports	99	221
Truck/Rail Terminals	203	354
Pipeline/Truck Terminals	61	115
合计	616	1222

资料来源：同济中国交通研究院《美国多式联运发展历程及对我国的启示》，林坦

中国虽然近几年在持续推进基础设施建设，完善港口配套基础设施，推进解决铁路进港“最后一公里”，但是在铁水、公铁的衔接方面，以及多式联运的物流枢纽建设方面依然落后欧美发达国家。

同时设备标准缺失（箱子尺寸、集卡车型规定、双层箱火车、枢纽装卸设备）也会导致集装箱多式联运衔接不顺、运输工具装载产能没有得到极大利用，进而造成成本效率下降，而客户转而寻找成本更低的干散货运输。

**2) 各业务单元的割裂。**集装箱一般需要涉及多种运输模式的组合，需要铁路、航空、水路、公路等多方运输主体参与进去，不仅需要不同运输公司进行货物运输信息共享，同时也需要运输公司与港口、铁路站场、公路集散中心等进行信息分享。但是现实情况下，国内缺乏一下统一标准的信息共享平台将不同参与主体信息串列起来，导致信息孤岛情况频发，这些需要政府各个运输部门一起协同合作，或者说一家集装箱多式联运公司去打通各方参与者的信息数据接口。

**3) 市场经营主体参与较少。**一个健康、有活力的市场是需要大量市场经营主体通过分工、专业化聚焦、竞合等不断输出优质服务或产品来获得增量需求。美国集装箱多式联运市场发展较好主要是在美国政府多式联运政策导向和放宽运输市场管制政策下，美国形成了一大批适应并推动多式联运发展的市场主体，根据美国交通部数据，目前全美共有 4.5 万家多式联运企业。数量众多的经营企业在竞争过程中不断为企业提供效率高、成本低、服务优质的集装箱多式联运服务，进而推动了美国内贸集装箱化率的提升。

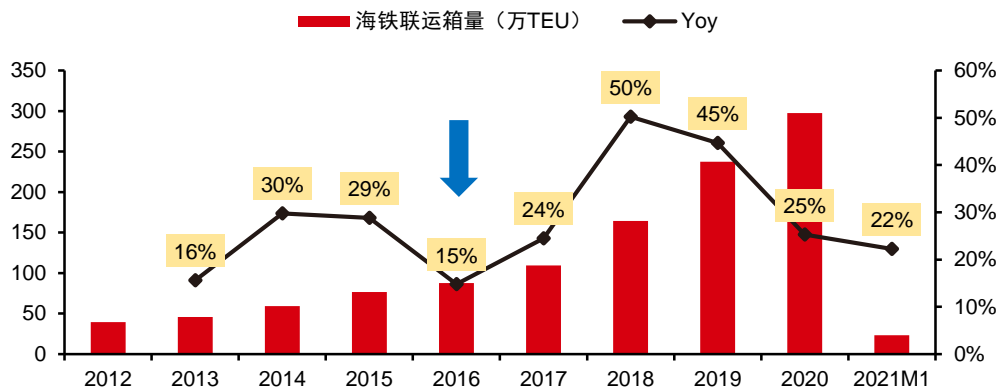
而中国目前内贸集运市场经营主体较少，自身服务网络及枢纽场站布局不完备，为客户提供的多式联运服务具有一定局限性（线路局限、定制化服务局限、货品局限、时效局限），导致内贸集运发展滞后。所以中国内贸集运市场的发展也需要供给端自身实力壮大，通过优质服务创造内贸集运需求。

**4) 欧美政府出台相关政策鼓励多式联运发展，中国仍需要持续释放的政策红利来发展内贸集运市场。**美国集装箱多式联运的良好发展离不开政策的持续支持，1991 年美国政策颁布“冰茶法案”（ISTEA：多式地面运输效率法案），提出“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”。1992~1997 年美国联邦政府出资 1550 亿美元用以发展多式联运系统，同时设立“多式联运办公室”，美国联邦运输部每隔 5 年会制定多式联运未来的战略规划，例如美国运输部发布的《DOT Strategic Plan for FY 1997~2002》中，便将多式联运定义为美国运输系统四大特征之一、《DOT Strategic Plan 2006~2011》提出通过改善多式联运衔接水平来提高国际运输效率等。

欧洲同样从政策端推动多式联运发展，2001 年欧盟发布《面向 2010 年的欧盟运输政策：时不我待》，提出构建欧洲一体化多式联运系统，2011 年发布《迈向统一欧洲的运输发展之路：构建更有竞争力、更高能效的运输系统》，提出通过发展多式联运把更多公路货运转向铁路和水运——2030 年前转移 30%、2050 年前转移 50%。

欧美多式联运市场在政策鼓励推动下，得到了突破性的发展。国内密集出台多式联运支持政策是从 2016 年开始（下一小节会梳理），随后国内多式联运也确实得到了提速发展的态势。2017 年开始我国海铁联运箱量开始加速增长。但是从目前内贸集装箱化率来看，中国多式联运需要持续政策的推动，才能保持长期稳健的可持续发展。

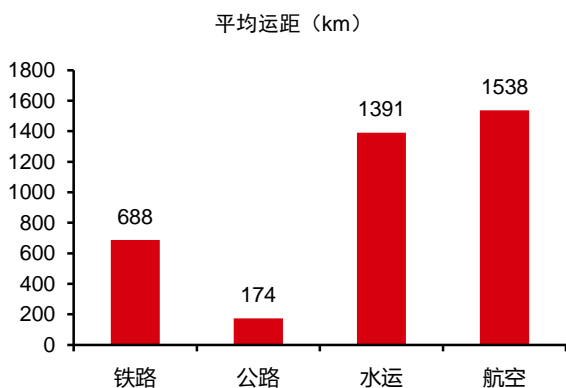
图 17：2012~2021M1 国内海铁联运箱量增情况



资料来源：中国港口协会，中信证券研究部

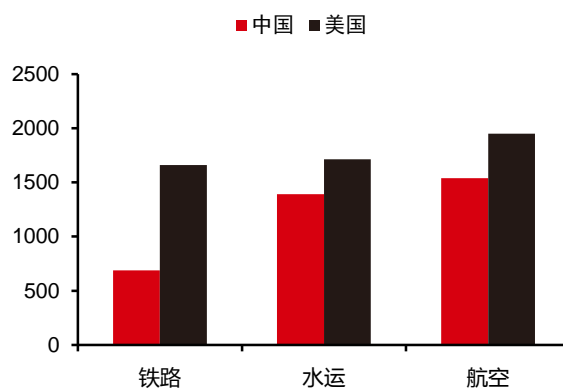
5) 国内制造业主要聚集在东部沿海地区，导致短途陆运更加经济。我国很多生产制造、消费活动集中在东部沿海区域，相当一部分货物运输都是短途运输。而水路集装箱运输只有在运输距离较长时，其成本优势才能体现出来。因此短途公路运输以及短途水运干散货物运输成为生产、制造、消费的主流物流模式，国内水路集装箱运输发展缓慢。而对于美国，由于人口、生产制造消费等活动主要分布在东西沿海地区，很多货品都是东西部沿海地区互运，导致运输线路横跨整个美国内陆，货物运距大于中国，铁路及水运集装箱运输成本优势体现，在美国得到了较好的普及。

图 18：2019 年我国各运输方式平均运距情况



资料来源：交通部，中信证券研究部

图 19：中美铁路、水运、航空运距对比 (km)



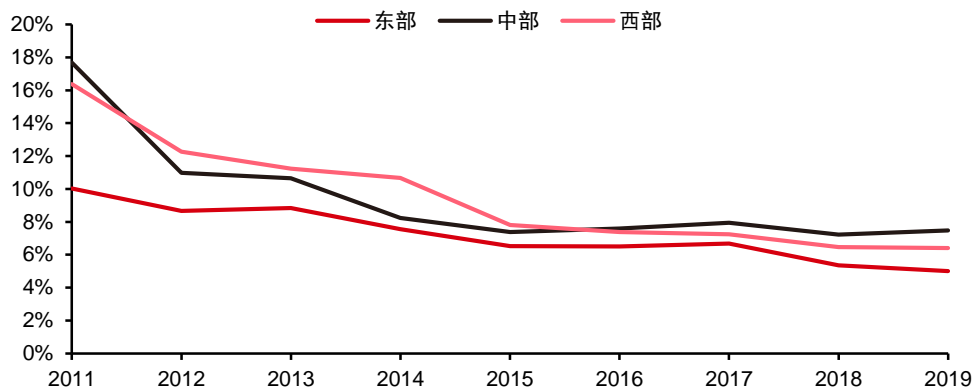
资料来源：中国交通运输部，美国交通运输部，中信证券研究部

不过目前看，由于中西部人力、土地、能源等生产要素成本低，国内制造业或存在从东部向中西部迁移的趋势。从近几年的中、西、东部的工业增加值增速来看，中西部地区都是持续快于东部地区的。如果制造业持续向中西部迁移，那么将直接拉长运距，同时运



输路由深入内陆，简单的沿海干散货运输经济性将变差，而适合长途运输的集装箱多式联运的需求将逐步攀升。

图 20：中西部工业增加值增速快于东部



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：年度增速等于月度增速的简单平均

## 散改集、公路治超、环保等政策释放内贸集运市场增量需求

我们首先详细比较一下公路与水运运输，以及集装箱航运与干散货运输，来说明水运相比公路以及集运相比散货运输的优点，同时也为了阐明为什么政府要推动散改集、大力发展多式联运、调整运输结构。

**相比公路，水运成本低、能耗小且环保。**成本端，一般来说，水运成本是铁路运输成本的 1/2，是公路运输成本的 1/5。从能耗端看，水运单位能耗是铁路的 1/2，是公路的 1/10。从环保端看（见下表），水运的单位碳排放量仅为公路的 1/20，而且也低于铁路，同时在其他硫氧化物、氮氧化物、PM 颗粒物等污染物排放也要明显少于公路。所以通过三种运输方式的对比，水路及铁路在成本能耗以及环保方面要明显优于公路，这也是国家要调整运输结构，推动公转铁、公转水的原因之一。

表 4：水、公、铁三种运输方式能耗对比

运输方式	油耗 (g/(t*km))	单位能耗比较 (%)
内河	6.0	8.67
铁路	11.0	16
公路	68.8	100

资料来源：《水路运输及其成本》梁豪燕，中信证券研究部

表 5：水、公、铁三种运输方式单位排放物排放情况 (g/t\*km)

指标	铁路	公路	水路
二氧化碳排放量	8.86	160.75	7.58
PM	0.13	0.07	0.0049
NO <sub>x</sub>	0.21	2.875	0.51
SO <sub>2</sub>	0.22	0.97	-
HC	-	0.125	0.0024

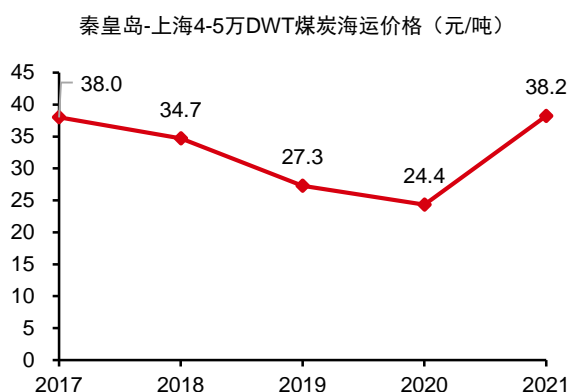
资料来源：《基于多式联运的煤炭运输径路优化研究》周家杰，中信证券研究部

对于水运，存在主流两种运输方式，一种是集运，一种是干散货运。干散货运一般适用铁矿石、煤炭、粮食等大宗干散商品运输，而集运一般用于工厂零部件、消费品的运输。随着集运船只持续大型化以及节能减排技术提升、单箱重量提升带来规模效应、集装箱操作流程自动化及标准化程度提升，同时集运船东不断优化航线路由及停靠流程，提升装载率、降低成本，集运成本不断下降，在大宗商品运输环节成本已经领先干散货运。

以煤炭为例（煤炭是单位附加价值最低的大宗商品之一，其对物流成本高度敏感，如果煤炭集运成本都比煤炭散航成本都低，那么其他大宗商品集运的经济性也大概率是优于散航），我们对比秦皇岛-上海煤炭散航与集运的单位运输成本。

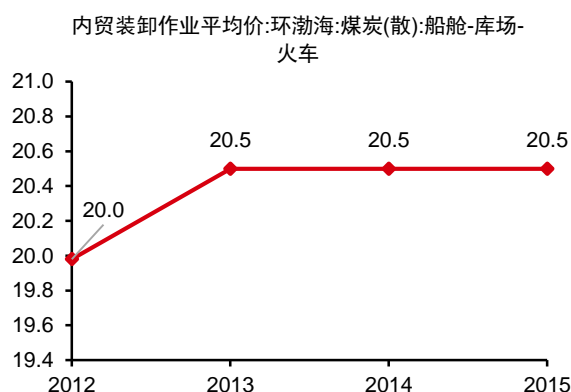
**散航：**秦皇岛-上海煤炭散航水运价格为 38.2 元/吨，两端港口各收取 20.5 元的港口装卸费，则总物流成本为  $38.2+20.5*2=79.2$  元/吨。考虑到煤炭在散货运输过程中会存在一定损耗，我们假设损耗率为 1~2%，参照近期煤炭价格（5 月 8 日动力煤价格）为 865 元/吨，则考虑运输过程中的损耗后的总物流成本为 87.9~96.5 元/吨。

图 21：2017~2021 年 4~5 万 DWT 海运煤炭运价



资料来源：秦皇岛煤炭网，中信证券研究部 注：2021 年运价为年初到 4 月 15 日的平均价格

图 22：2012~2015 年煤炭港口装卸费（元/吨）



资料来源：中国港口协会，中信证券研究部

**集运：**根据泛亚电商官网，从秦皇岛到上海 20GP 箱子的煤炭运价全部费用为 1935 元。（其中运输费 1038 元，预付杂费 762 元，包含订舱费、燃油费、箱体险、货运险、装港杂费，到付杂费 100 元，包含卸港杂费、卸港服务费）。一般来说内贸集装箱整体要重于外贸箱，我们按照煤炭 20GP 单箱重量 25 吨计算，则对应煤炭集运单位运费为 77.4 元/吨。由于煤炭集装箱运输中，煤炭均在箱子中存放，集装箱装卸上下船过程中，基本不存在货物损耗情况。

对比集运及散航，煤炭运输方面，不考虑散航货物运输损耗，集运成本基本与散航差不多，考虑运输货物损耗后，集运成本要低于散航。所以我们看到最近几年煤炭散货运输有部分开始改为集装箱运输的趋势，中谷物流集装箱承运的煤炭业务量过去 5 年保持了 36% 年 CAGR 增速，充分说明了集运承运煤炭的经济性不输散航。

图 23：秦皇岛到上海港煤炭集运运价

预计开航	预计抵港	重箱回场截止时间	SWVD	20GP	40GP	40HQ	20HQ
青皇岛 2021-03-18	新港 2021-03-19		CG2 HUAXIN88 214S	¥1935	¥3485	¥3485	---
新港 2021-03-20	太仓 2021-03-25		IC26 新隆运16 043S				

资料来源：泛亚电商

表 6：中谷物流前十大货品运量增速情况

序号	货名	2015-2020 年运量复合增长率
1	纸制品	20.29%
2	钢铁	26.71%
3	玉米	45.41%
4	陶瓷制品	21.68%
5	煤炭	35.67%
6	木材	33.77%
7	塑料粒子	30.28%
8	石材	15.01%
9	淀粉	47.37%
10	大米	14.87%

资料来源：中谷物流公告，中信证券研究部

水路相比公路具有运输成本低、环保、交通拥堵率低等特点，但是公路相比水路的优势也非常明显，深入经济腹地、区域可达性明显强于水路、适合短中途小批量多频次的运输场景，所以为了满足客户门到门物流服务，将多种运输模式（空运、铁路、水路、公路等）衔接在一起的多式联运便成为较好的解决方案。根据欧美国家经验表明，多式联运能够提高运输效率 30%左右，减少货损货差 10%左右，降低运输成本 20%左右，减少公路交通拥堵 50%以上。

综上，水运和铁路相较公路具有成本低、节能环保、拥堵少等优点，同时集运相比散货，成本劣势逐步抹平甚至开始具有成本优势，同时又具备到门服务能力、运输货损少、操作标准化等优点，因此中国政府近几年都在出台政策鼓励散改集、公转铁水、公路治超等政策，推动运输结构转变，大力发展多式联运（见下表）。

表 7：关于鼓励多式联运发展的相关政策

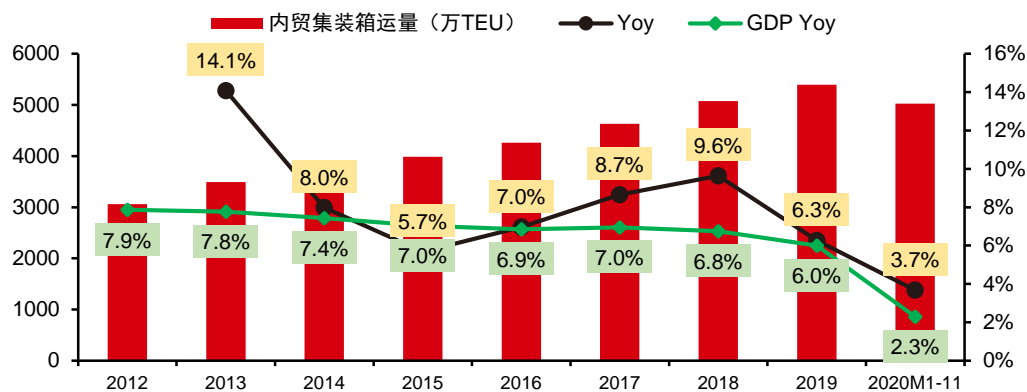
时间	政策	相关内容
2002 年 4 月	国家经贸委等部门发布《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》	充分认识发展道路集装箱运输的重要性；规范现有市场，理顺行政审批；落实货运企业资质评定工作，加快道路集装箱运输发展；加强部门间协调，形成高效、统一的工作机制
2014 年 10 月	国务院印发《物流业发展中长期规划（2014 年-2020 年）》	加快多式联运设施建设，构建能力匹配的集疏运通道，配备现代化的中转设施，建立多式联运信息平台；发展海铁联运、铁水联运、公铁联运、陆空联运，加快推进大宗散货水铁联运、集装箱多式联运
2016 年 6 月	国家发改委发布《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	到 2018 年，多式联运比率稳步提升，标准化、集装化水平不断提高，互联网、大数据、云计算等应用更加广泛，公路港和智能配送模式有序推广，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
2016 年 7 月	交通运输部发布《综合运输服务“十三五”发展规划》	鼓励发展集装箱、大宗散货、汽车滚装及江海中转等多式联运，发挥综合立体交通走廊运输组织效能，将集装箱多式联运量年均增幅超过 10%设为发展目标
2016 年 8 月	交通运输部和公安部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》	通过开展专项整治行动，进一步健全完善交通运输和公安部门治超执法联动机制，统一超限超载执法标准，严厉打击公路货车违法超限超载、强行冲卡等突出违法行为，专项行动从 2016 年 8 月 18 日开始至 2017 年 8 月 31 日结束

时间	政策	相关内容
	项行动方案》	
2016年12月	国家发改委发布《“十三五”长江经济带港口多式联运建设实施方案》	到2020年，建成便捷高效的长江经济带港口多式联运系统。长江经济带航运中心、航运物流中心具备完善的多式联运功能，重要港口、一般港口多式联运功能显著增强。公水联运、铁水联运、水水转运等多种模式协同发展，集装箱和大宗货物铁水联运比重持续提升。以港口为中心的铁、公、水多式联运信息共享更加顺畅，服务质量明显改善。
2017年1月	交通运输部等十八个部门印发《交通运输部等十八个部门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，努力走出一条结构优、质量高、效益好、带动力强的多式联运发展新路。
2018年6月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	优化调整货物运输结构。大幅提升铁路货运比例。到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%。大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。依托铁路物流基地、公路港、沿海和内河港口等，推进多式联运型和干支衔接型货运枢纽（物流园区）建设，加快推广集装箱多式联运。建设
2018年9月	交通运输部印发《深入推进长江经济带多式联运发展三年行动计划》	以江海直达、江海联运、铁水联运等为重点，加快推进长江经济带多式联运发展，构建高质量综合立体交通走廊，更好地服务长江经济带发展战略。到2020年，长江经济带主要港口铁路进港率达到80%以上，大宗散货铁路、水运集疏港比例力争达到90%以上，重点集装箱港口铁水联运量年均增长15%以上，力争上海洋山集装箱江海直达比例达到20%。形成若干具有全线影响力的长江集装箱江海联运企业和一批具有竞争力的多式联运经营企业。
2018年10月	国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》	推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，通过三年集中攻坚，实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨、水路货运量较2017年增加5亿吨、沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨的目标。到2020年，全国货物运输结构明显优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高，将京津冀及周边地区打造成为全国运输结构调整示范区。

资料来源：国务院、发改委、交通运输部等政府部门官网，中信证券研究部

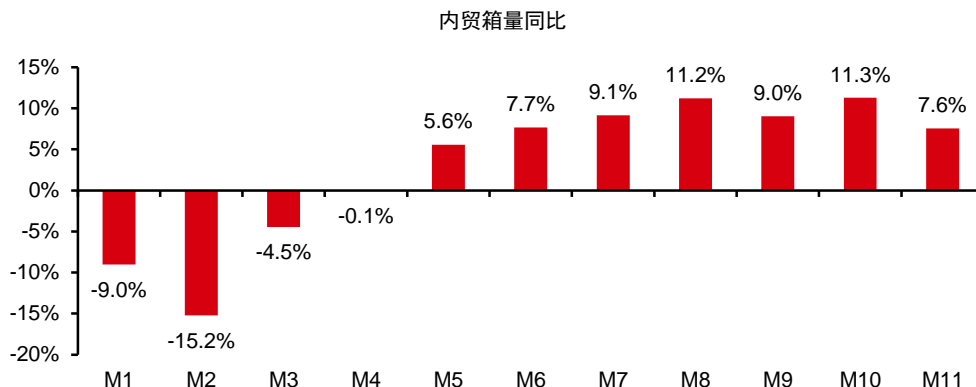
随着近几年国家出台政策治理公路超载、鼓励散航改集运、大力推进多式联运发展，我国内贸集装箱业务量得到了较好发展。整体看，中国内贸集装箱业务量与宏观经济（GDP增速）较为相关，可以看到2012~2015年，随着中国GDP增速持续放缓，内贸集装箱运量从2013年14.1%的增速放缓至2015年的5.7%。不过随着2016年国家开始治理公路超载，公路大宗货源开始向铁路和水路转移，同时政府也在大力推进多式联运发展、散改集，进一步为内贸集运供需新的货源。可以明显看到，2016年开始我国内贸集装箱业务量增速开始提速增长。2019年由于外贸摩擦以及GDP增速放缓较多，内贸箱量增速明显下降，而2020年受新冠疫情影响，内贸箱量增速进一步放缓至3.7%（不过下半年内贸箱量快速恢复至较快增长）。

图 24：2012~2020 年全国内贸集装箱运输量与 GDP 波动情况



资料来源：上海国际航运研究中心，中信证券研究部

图 25：2020 年前 11 个月全国内贸集装箱运量同比情况



资料来源：上海国际航运研究中心，中信证券研究部

## 两端物流服务延伸，内贸集运从单一水运到多式联运、从航运属性到物流属性

多式联运上面小节我们已经介绍过，其由两种及其以上的交通工具相互衔接、转运而共同完成的运输过程。多式联运通过集成多种运输方式而可以享受到各种运输方式的优点，同时又具备明显的成本优势，在欧美发达国家成为主流的门到门运输方式之一。由于集装箱具有操作装卸标准化、尺寸规格系统化等特点，所以多式联运一般都是以集装箱作为运输操作单元的。

图 26：多式联运示意图

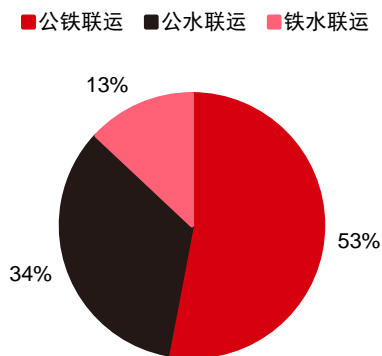




资料来源：AAR

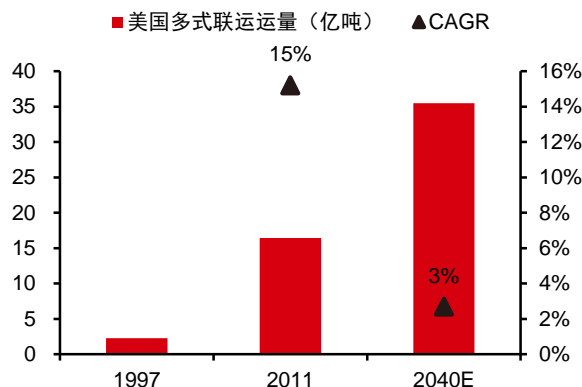
多式联运可以按照组合的运输方式划分为铁水、公铁、公水、陆空等多式联运。由于美国国内铁路网络较为发达，而且铁路运输部门较早地进行了运价的市场化改革，通过降价和优质服务而享受较高的市场竞争力，同时美国内陆东西干线运输需求较大，因此美国多式联运以铁路运输为核心，公铁联运货运量占比超过一半。美国铁路货运量中多式联运也构成了重要货源，7家美国I级铁路公司联运货运量占公司总货运量超过了三分之一，其中最大的BNSF公司联运量占比公司总货运量甚至接近50%。美国发达、先进的铁路系统以及持续不断完善的多式联运基础设施，推动了铁路多式联运乃至整个多式联运市场的较好发展。

图 27：美国各种多式联运货运量占比情况



资料来源：《欧美多式联运发展的经验与启示》谭小平，中信证券研究部

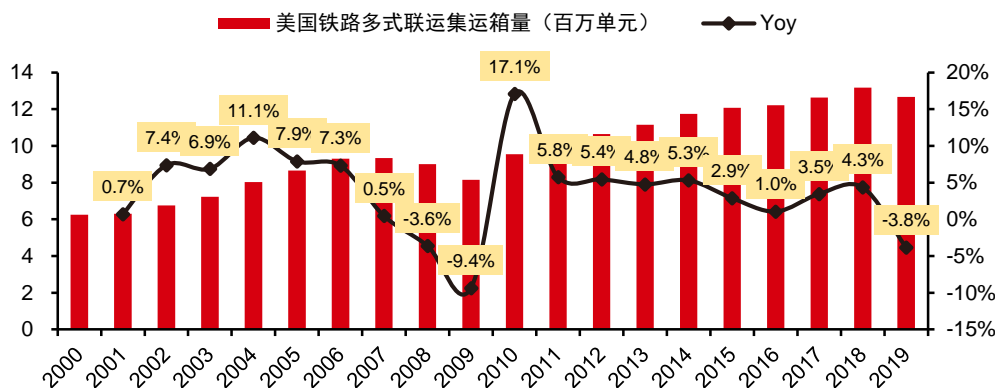
图 28：美国多式联运货运量（亿吨）



资料来源：《欧美多式联运发展的经验与启示》谭小平（含预测），中信证券研究部

图 29：2000~2019 年美国铁路多式联运箱量增长情况





资料来源：AAR，中信证券研究部

与美国不同，中国目前铁路物流运价体系还没完成全面市场化，同时各地铁路局在 multis 联运上也是各自为战，缺乏统一协调，而且中国相当部分产业链集中在沿海地区，以水路为主导 multis 联运适用场合较多，因此中国 multis 联运并非铁路一家独大，公水、公铁、铁水 multis 联运都得到了较好发展。

对于内贸集装箱航运公司，门到门的 multis 联运发展之下，公司业务从航运属性逐步切换至物流属性。对于以前主要专注于港到港内贸集装箱航运公司来说，最几年所处的行业正在持续经历变化：1) 散改集、公转铁水等政策鼓励以及船东公司持续深耕，适箱货品不断增加；2) 小批量、多频次的门到门客户需求增加；3) 部分产业链向中西部迁移，物流运距拉长， multis 联运适用场景增加，因此越来越多的内贸集装箱航运公司开始为客户提供一条龙的到门公水/铁水 multis 联运物流服务，将服务从到港延伸到到门。以中谷物流为例，港到港的水上运输一般需要 4~5 天，而门到港需要 2 天，港到门又需要 2 天，所以中国谷物 multis 联运中传统港到港时间占比目前就 50%，航运属性大大弱化而物流属性增强（陆上运输主要表现为物流属性，不受航运供需及运价波动影响）。

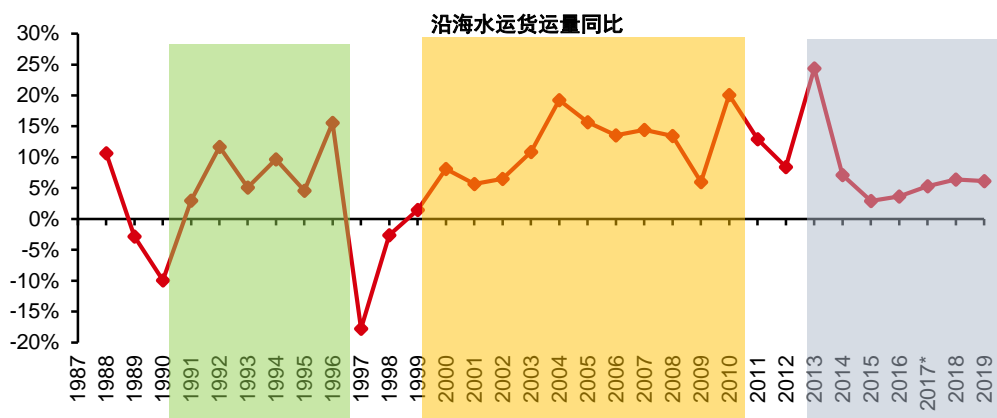
## ■ 内贸集装箱航运 CR3~80%，供需格局改善、价格大幅下跌风险有限

国内内贸集运市场发展历程整体可以划分为 3 个阶段：

- 1) 第一个阶段为 1991~1996 年，国内水运市场发展景气度较高，南青班轮、宁波远洋、泛亚航运、浦海航运等第一批现代内贸集装箱航运企业均成立在 1993 年前后，支持国内沿海集运市场发展；
- 2) 第二个阶段为 2000~2010 年，中国经济持续高涨推动国内水运市场货运量保持快速增长，这个阶段也是中国内贸集运市场的黄金发展期，持续较高的需求增速叠加国企改革，安通、中谷、信风多家国企及民企涌入这个行业；
- 3) 第三个阶段为 2013 年~今，内贸集装箱航运市场的整合阶段，随着中国 GDP 增速放缓，国内内贸集运需求增速逐步走低但是运力投入滞后需求变动，行业供给

逐步过剩、运价下跌，内贸集运航运企业出现停航、破产、资产重组情况（曾经运力国内第四的海南泛洋 2013 年破产停运；运力国内前十的港泰海运 2015 年破产；2008 年前稳居行业前三的南青班轮 2015 年破产出局；国内运力第四的洋浦中良中止运营）。持续的供给过剩以及低迷的运价下，中小企业出局、头部企业整合，行业集中度快速提升，格局改善并稳定下来。

图 30：1987~2019 年中国沿海水运货运量增速情况



资料来源：交通运输部，中信证券研究部 注：2017 年数据缺失，对此进行估算，可能与实际存在差异

表 8：1990 年以来国内内贸集装箱航运公司成立及运营情况

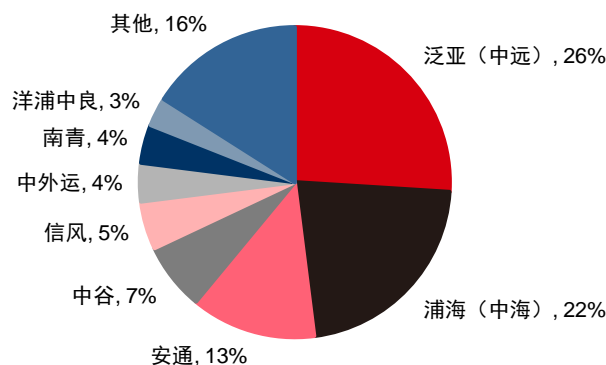
公司	成立时间	转态	企业性质	所属集团
南青班轮	1991	2015 年破产	民营	道宇物流
宁波远洋	1992		国有	宁波舟山港
浦海航运	1992	2016 年与泛亚合并	国有	中海
泛亚航运	1993	2017 年混改	国有	中远
福海船务	1993		民营	集韵物流
程锦海运	1993	停航		
江苏凯通	1997	停航		
宁波港通	1999		民营	
集海航运	2001		国有	上港集团
安盛船务	2002	2020 年破产重组，引入招商局及中航信托	之前民营，后转为国有	安通控股
港盛船务	2002		国有	重庆港
南京恒瑞	2002	2014 年破产	民营	
中谷物流	2003		民营	中谷物流
南京通海	2003		国有	南京港
烟台集箱	2003	停航	国有	力都洋工程
洋浦中良	2004	2018 年停航	民营	新良船务
明发船务	2004	停航		
大连集发	2005		国有	大连港
烟台集运	2005		国有	烟台港
信风海运	2005		民营	
东方海运	2005		国有	福州港
星航船务	2007	停航		
温州瑞洲	2008	停航		

公司	成立时间	转态	企业性质	所属集团
合德物流	2008	重组而来	国有	唐山港
阳光速航	2009		国有	中外运
港泰海运	2009	2015 年破产	民营	
海南泛洋	2009	2013 年破产	国有	洋浦港
大新华物流	2009	2013 年破产	民营	海南航空
泉州长海	2009	停航		
福德长船务	2009	停航		
欣陵船务	2011		国有	重庆港
骐远海运	2015		国有	厦门港
长海集运	2015		国有	武汉港
郁州海运	2015		国有	连云港
如阜海运	2016		国有	如阜港
君安海运	2018		国有	锦州港

资料来源：港口圈，中信证券研究部

**我们重点观察及研究内贸集装箱航运行业的第三个阶段——行业整合出清阶段。**由于 PDCI 内贸集运运价指数最早只能追溯到 2015 年，所以 2016 年之前内贸集运价格波动我们主要参考大连内贸集运价格指数 DDCFI。后金融危机时代，内贸集运行业需求走低，但是内贸集运行业内玩家仍在增投运力，同时叠加船舶大型化影响，行业供给过剩情况出现。2013 年曾经在內贸集运市场崭露头角的海南泛洋和大新华物流由于盲目进入亚太国际航线，同时又受内贸船舶租赁成本高企拖累，两家公司于当年退出内贸集运市场。2013 年后，内贸集装箱航运市场基本形成了中海、中远、安通控股、中谷海运、信风海运、外运速航、洋浦中良、南青班轮头部 8 家公司占主导的行业格局。

图 31：2013 年国内内贸集装箱航运公司运力占比



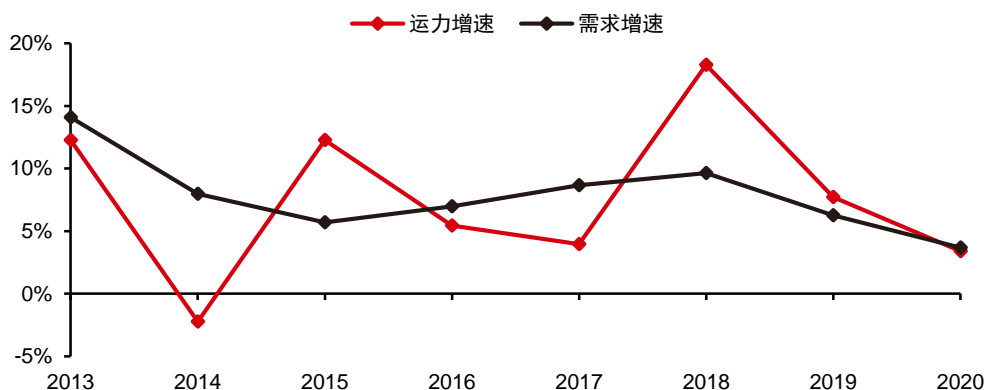
资料来源：港口圈，中信证券研究部

2015 年行业运力增速明显超出需求增速，供给严重过剩下，当年內贸集运价格同比大跌 20.7%，且运价连续两年下跌。港泰海运由于前期战略误判，逆势扩张购买大船，导致行业低迷时公司资金断裂，公司破产停止经营。南青班轮一直采取轻资产运营模式，运价下行而比拼成本之际，公司租赁船舶成本不具备优势，而被慢慢拖垮，最终在 2015 年也退出行业竞争，前 8 家內贸集运公司减少 1 家。2016 年运价虽有回升但依然处于较低水平，中远的泛亚与中海的浦海完成合并，前 8 家內贸集运公司再减少 1 个玩家。

2017 年虽然有公路治超、散改集等政策利好，内贸集运需求之后保持 2 年提速增长，但是最后积压的大船订单还是在 2018 年得到释放，使得当年行业供给大增，2018 年内贸运价同比下跌 8.3%。2018 年持续低迷的运价也导致洋浦中良退出行业，曾经的前 8 家内贸集运公司又减少 1 家。

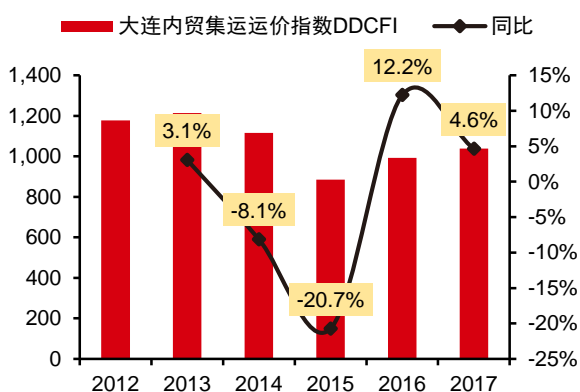
2018 年国家交通运输部印发关于加强国（境）外进口船舶和中国籍国际航行船舶从事国内水路运输管理的公告，明确自 2018 年 9 月 1 日起，申请从事国内水路运输的进口船舶和中国籍国际航行船舶，其柴油机氮氧化物排放量应满足国际海事组织《经 1978 年议定书修订的 1973 年国际防止船舶造成污染公约》（MARPOL73/78）附则 VI 规定的 Tier II 排放限值要求。这意味着中国大幅提高了进口二手船、内外贸兼营船的船龄要求（2011 年前建造的二手船无法进口），一定程度上改善了行业的供需格局。

图 32：2013~2020 年中国内贸集运市场需求及运力供给增速情况



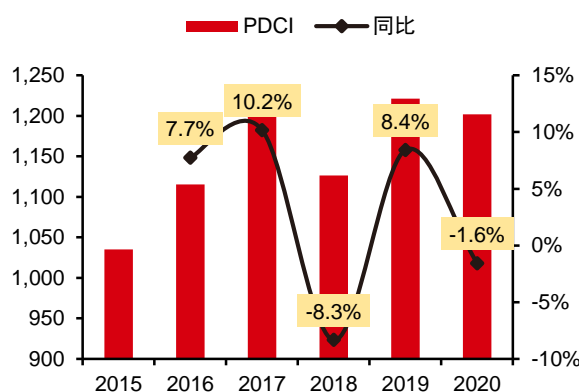
资料来源：交通运输部，中信证券研究部

图 33：2012~2017 年大连内贸集运运价变动情况



资料来源：天津国际贸易与航运服务中心，中信证券研究部

图 34：2015~2021 年内贸集运运价指数 PDCI 变动情况



资料来源：泛亚公司，中信证券研究部

2019 年安通因为大股东挪用公司资金以及违规对外担保导致公司出现危机，最终公司出现业务停滞乃至萎缩，直到 2020 年招商局入股成为实际控制人，安通才逐步摆脱困境，重回正轨，曾经最大的内贸集运民营企业元气大伤，被中谷物流反超。而外运速航 2019 年退出内贸航运转做船东，由中外运华南公司包舱，内贸运力收缩。

再回过头看 2013 年内贸集运行业前 8 家头部企业，泛亚与浦海合并同时 2018 年引入复兴完成混改，安通 2019 年出现危机而后实控人变更为国资招商局，外运速航（阳光速航）转型船东，信风海运运力份额逐步萎缩，南青与洋浦中良破产出局。行业集中度持续提升，2020 年内贸集运市场前三家企业运力份额合计 78%，其他企业大都是运力份额不足 3%的、专注区域性航线或者依托港口而专门为特定港口提供驳运服务的小航运公司。

表 9：2004~2020 年国内内贸集运市场头部企业运力份额变动情况

2004		2010		2013		2016		2020	
浦洋(中海)	38%	泛亚	24%	泛亚	26%	泛亚	21%	泛亚航运	38%
泛亚(中远)	21%	浦洋	34%	浦洋	22%	浦洋	22%	中谷物流	22%
南青班轮	10%	南青班轮	12%	安通控股	13%	中谷物流	14%	安通控股	19%
天津海运	3%	海南泛洋	8%	中谷物流	7%	安通控股	12%	阳光速航	3%
烟台海运	3%	安通控股	6%	大连信风	5%	阳光速航	4%	大连信风	3%
中谷物流	2%	烟台海运	4%	阳光速航	4%	大连信风	3%	宁波远洋	3%
其他	23%	其他	12%	其他	23%	其他	24%	其他	12%

资料来源：上海国际航运研究中心，港口圈，中信证券研究部

所以经过几年的行业洗牌后，内贸集装箱集运市场集中度得到明显提升，目前 CR3（2 家国企+1 家民企）接近 80%，其他中小企业则专注特定港口或者特定区域航线，对行业全国性的格局影响非常有限。同时头部三家公司都存在较强的盈利动机，我们判断未来头部企业大肆造船抢份额的可能性很低，行业供需格局将保持稳定，较难出现供给大幅过剩而运价大幅下跌的情况。

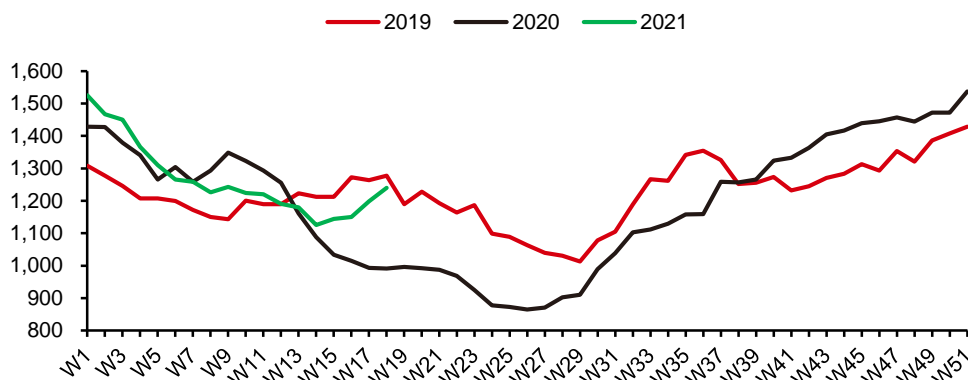
图 35：内贸集装箱运价指数 PDCI 波动情况



资料来源：泛亚公司，中信证券研究部

考虑到 2018 年运力投放高峰期过去，而后行业集中度提升，各家企业谨慎规划新增运力，行业供给增速明显放缓，2019/2020 年行业内贸运力增速放缓至 7.7%/3.4%。由于新船在手订单处于低位以及外贸集运市场火爆对内贸新造船和箱产能具有虹吸效应，根据上海国际航运研究中心预测，2021 年国内集装箱运输市场需求增长 7%~9%，供给增长 2%~4%，市场供需矛盾将大幅改善，市场整体运价水平较 2020 年有望上涨（2021 年 4 月 PDCI 指数较去年 4 月上涨 13%）。

图 36：内贸集装箱运价指数 PDCI 波动情况



资料来源：泛亚公司，中信证券研究部

## ■ 中谷物流：专注服务、创造需求，获得业务增量；精细化管理、持续控本，推升盈利能力

**服务端：完善网络布局、深挖服务创新能力，公司积极开拓直客获得业务增长**

持续多年深耕，公司建成一张辐射全国的集运航运网络。物流企业有能力为客户提供优质服务的前提是一张健全的物流服务网络。中国谷物航运网络覆盖全国 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，航线网络覆盖面广、班期稳定。公司持续优化、调整航线网络布局，着力打造长江与中国沿海航线连接形成的“三横一纵”“王字型”大海运、大物流体系。

图 37：中谷物流主要航线网络



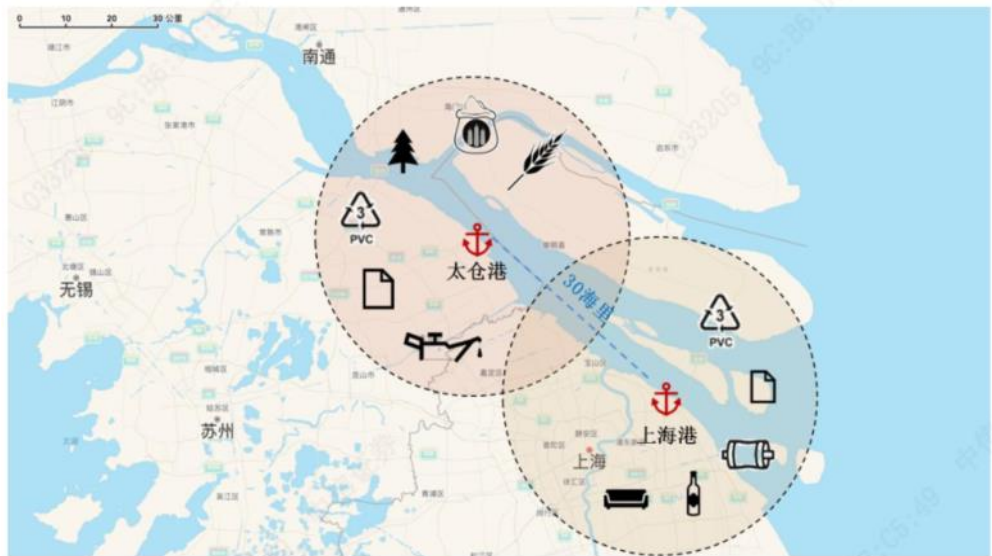


资料来源：中谷物流官网

公司独特的双核港口战略保证其对各个经济区域的有效辐射。中谷采取“双核战略”对港口资源进行有效配置，即在全国沿海港口群体所在的每一个沿海主要经济腹地均选取两个距离不超过 200 海里主要港口，双重保障对经济腹地的辐射。公司目前形成了在辽宁沿海地区以营口港、大连港为核心，津冀沿海地区以天津港、唐山港为核心，山东沿海地区以青岛港、日照港为核心，长江三角洲地区以上海港、太仓港为核心，东南沿海地区以厦门港和泉州港为核心、西南沿海区域以钦州港、海口港为核心，珠江三角洲地区以广州港与珠海港为核心的“双核”布局。双核港口经营模式不仅扩大了中谷对特定经济区域的业务辐射方位，同时两个港口意味着多了一种选择方式，使得公司在在一个港口堵塞场合下，可以通过另外一个港口分流业务，或者在货量淡季的时候，通过聚合两个港口业务提升船舶装载率。

图 38：中谷物流在长江三角洲地区以上海港、太仓港为核心

港口“双核战略”布局



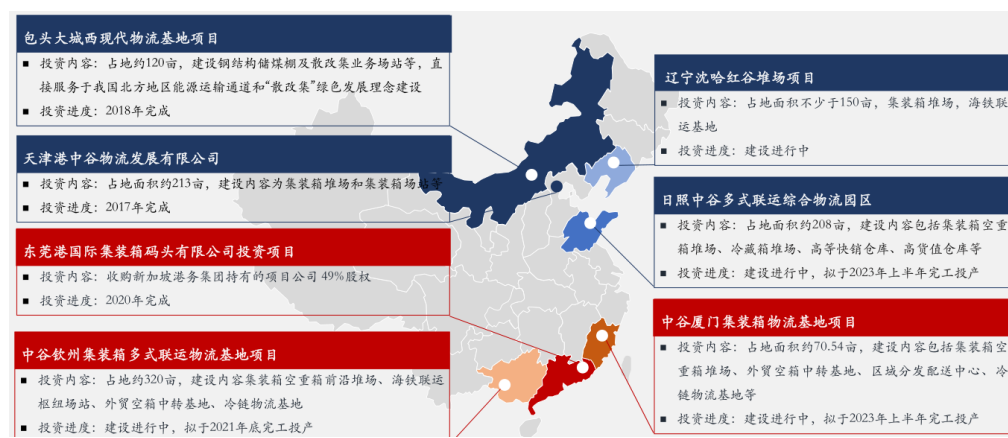
资料来源：中谷物流招股说明书

中谷物流不仅在水运网络上布局全面，为了推动多式联运，公司在陆地上的枢纽节点布局也在持续推进中。虽然公司已经铺建了一张拥有超 60 条内贸航线、涵盖 1.8 万公里海岸线、覆盖国内沿海所有枢纽港及长江流域干线 80 多个港口的的水运物流网络，但是为了推动多式联运业务发展，陆运物流网络布局也必不可少。公司最近几年也在加速布局陆上集运枢纽点，2017 年完成天津集装箱堆场和集装箱场站的建设、2018 年在包头完成钢结构储煤棚及散改集业务场站的建设、2020 年收购东莞港国际集装箱码头有限公司 49% 股权，目前正在建的陆上物流枢纽项目包括中谷钦州集装箱多式联运物流基地项目、辽宁沈阳红谷堆场项目、日照中谷多式联运综合物流园、中谷厦门集装箱物流基地项目等。

自建集装箱堆场、场站、中转基地，有助于提升公司集装箱在联运过程中的中转装卸效率，更好地衔接公司水运与陆运业务，同时保持较好的成本控制。

水运干线及枢纽节点布局完后，对于中谷物流，剩下的就是陆上资源与水运干线运输的整合问题。公司基于港口、航线网络资源基础上，整合集装箱卡车资源，同时与铁路部门、铁路场站协议合作，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。

图 39：中谷物流物流枢纽节点建设情况

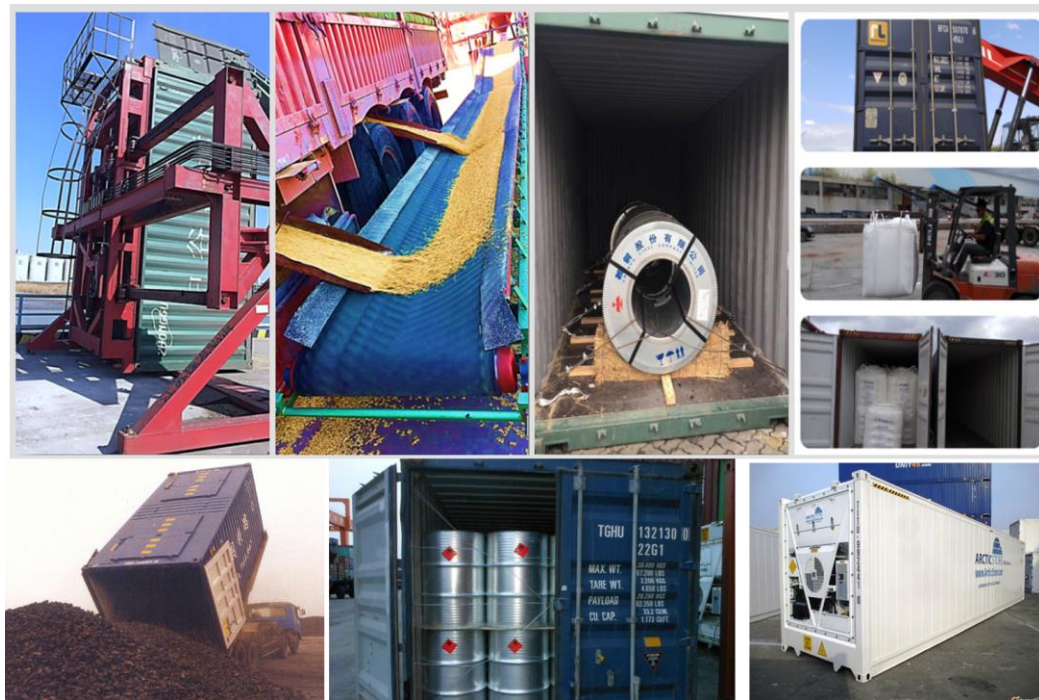


资料来源：中谷物流 2020 年年度业绩说明 ppt

除了搭建完整的物流网络，公司也在不断提升门到门物流服务能力，用供给创造需求。为了开发多式联运门到门直接客户，一方面中谷物流研发出各种装箱工艺及专用集装箱，扩大适箱货源，另外一方面公司统筹自主研发的物流业务综合管理平台，基本实现对集装箱物流完整业务流程的信息监控、跟踪，为客户提供实时物流信息查询、提高物流时效，同时公司信息平台支撑 130 多条轮船、2 万多辆货车以及几百万个集装箱庞大业务资源调度，为客户提供低成本、高效的门到门服务。

此外公司也会根据客户特定需求提供定制化的解决方案，水运方面提供“定港、定线、定时、定班、定船”的优质精品航线服务。

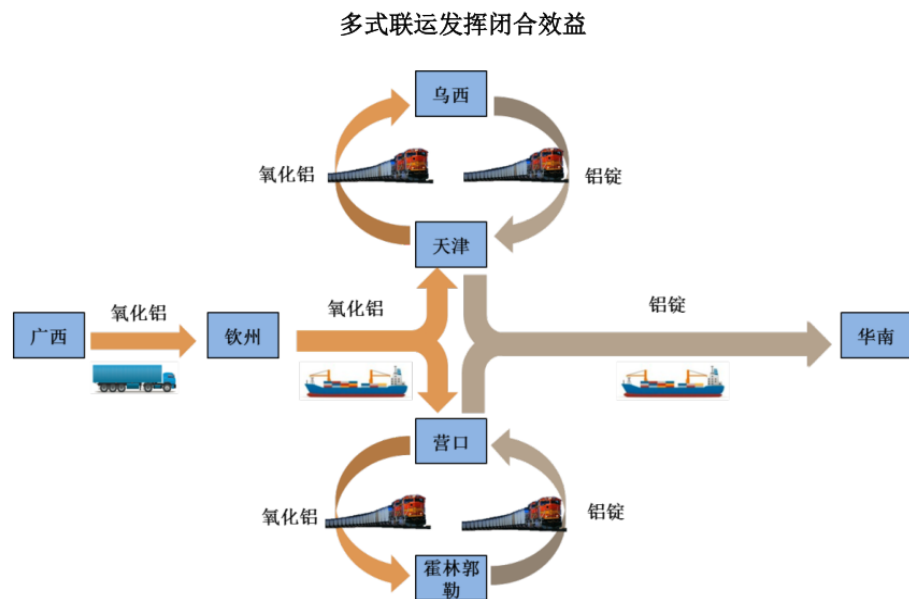
图 40：各种集装箱装箱工艺



资料来源：中谷物流官网等

根据公司招股说明书，公司通过优质的服务创新能力，推动了广西氧化铝散改集项目的落地。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，中谷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 41：中谷物流氧化铝散改集项目流程

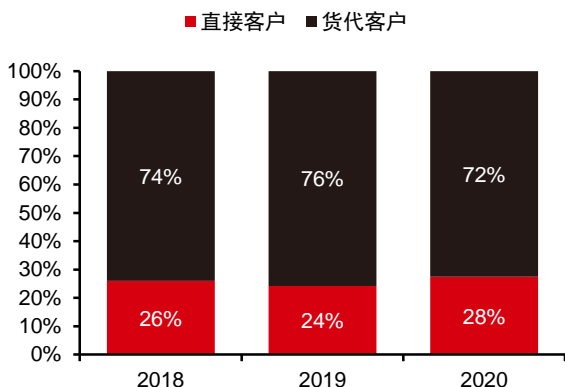


资料来源：中谷物流招股说明书

**公司致力做集装箱航运界的“顺丰”。**持续完善的水陆网络&优秀的服务能力，中国物流不断开拓新客户、挖掘新货源，为 1 万多家客户运输 1 万多个商品种类。只要客户告知运输时间和地点，中谷物流就可以为客户设计出性价比高的门到门物流运输方案，且一个箱子起订，就像航运界的顺丰，不同的是顺丰送的是包裹，中谷物流送的是集装箱。

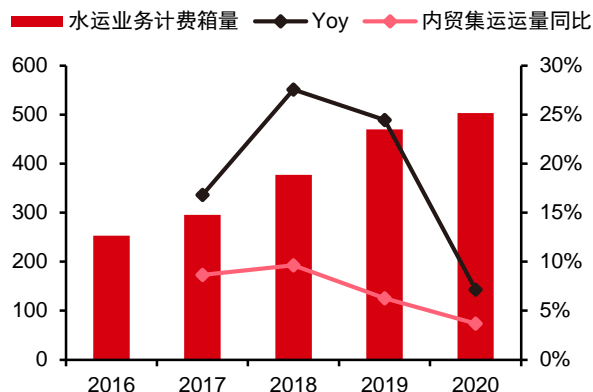
**中谷物流通过优质内贸航运服务以及门到门多式联运服务开拓直接客户，目前公司直接客户占比已经提升至 28%。**直接客户的开拓，不仅可以让公司直接面对客户，提升客户粘性，同时也可以减少货代赚差价，提升盈利能力。优质的服务之下，公司近几年集装箱运量增速持续快于行业，市场份额逐年走高。

图 42: 2018~2020 年中谷物流直接客户营收占比情况



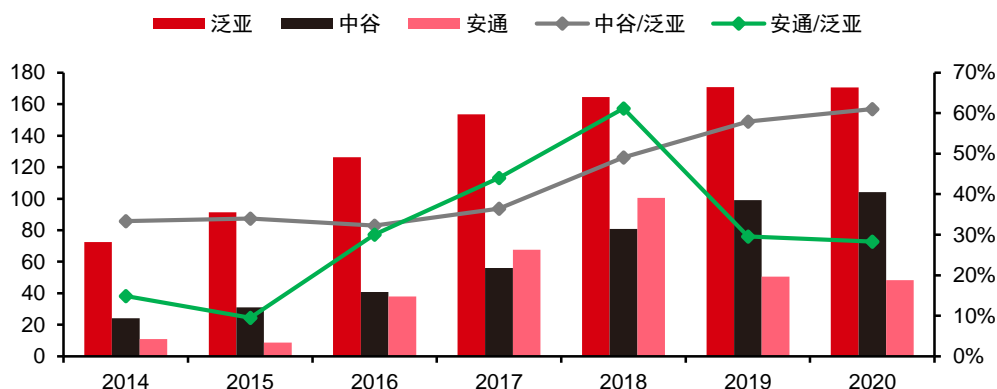
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 43: 2016~20 年中谷物流水运计费箱量以及行业增速 (万 TEU)



资料来源: 公司公告, 交通运输部, 中信证券研究部

图 44: 2014~2020 年中谷、泛亚、安通营收情况 (亿元)



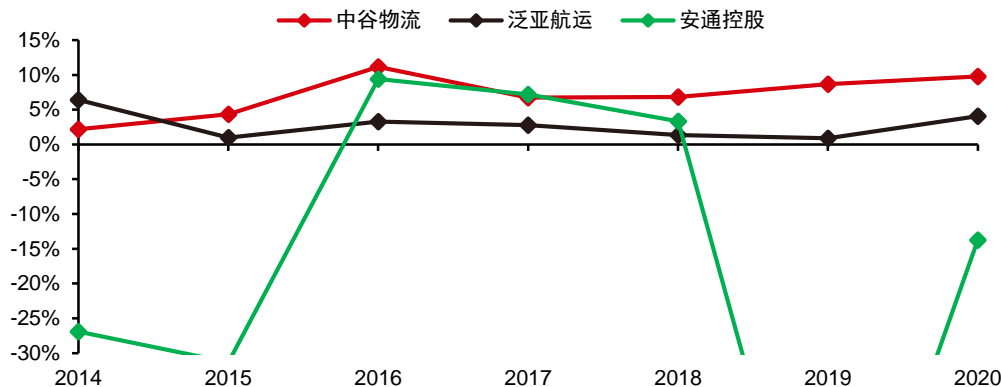
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 成本端: 低位逆势造船+对船、箱、流程的精细化管控, 公司盈利能力领跑行业

除了完整网络及优质服务外, 中谷物流另外一大优势在于其行业领先的盈利能力, 而其优秀的盈利能力又来自公司强大控本能力。中谷物流除了产品服务优秀外, 其盈利能力也要明显好于同行竞争对手, 在其他竞争对手微利甚至亏损的情况下, 公司仍然保持较好利润率。公司优秀的盈利能力主要来自其强大的成本控制能力。

图 45: 2014~2020 年中谷、泛亚、安通净利率情况



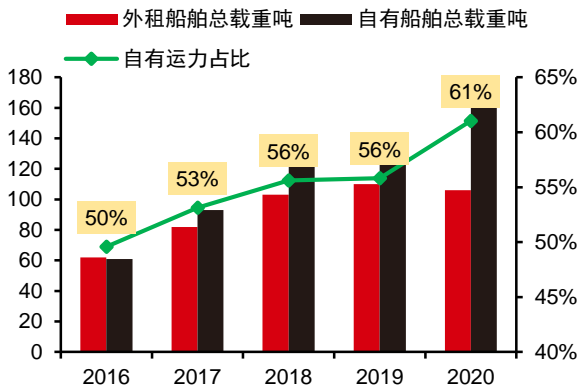


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：安通为扣非净利率，其他两家为净利率

### 中谷物流强大控本能力来自：

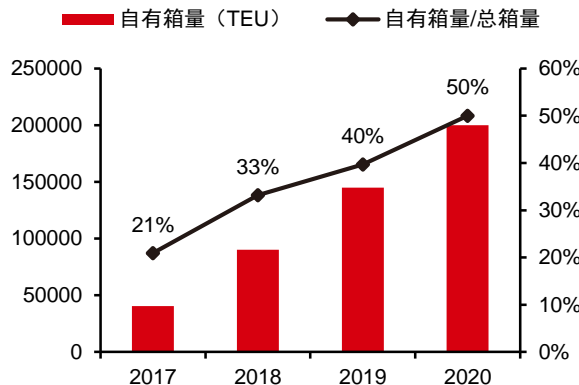
1) 自有船舶及自有集装箱占比持续提升。自有船舶集及集装箱相比租赁具有明显的成本优势，因此自有船舶集及集装箱占比提升有助于航运公司降低单箱成本，但是前提是有足够的货量，如果货量不足，自有船舶和集装箱会因装载率低而成本高企，而租赁的船舶和箱子可以退租，减少成本支出。中谷物流近几年抓住公转铁水、散改集、多式联运发展的政策红利，通过优化服务，获得远高于行业的箱量增速，同时公司也在持续投入资本，购置船舶和集装箱，提升自有产能率。今年2月中谷物流披露公告，公司已完成了18艘4,600TEU 集装箱船舶建造合同的签署，假设公司租赁船舶运力不变，则到2024H1，公司自有船舶运力占比将提升至约70%。

图 46：2016~2020 年中谷物流外租及自有船舶运力情况（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

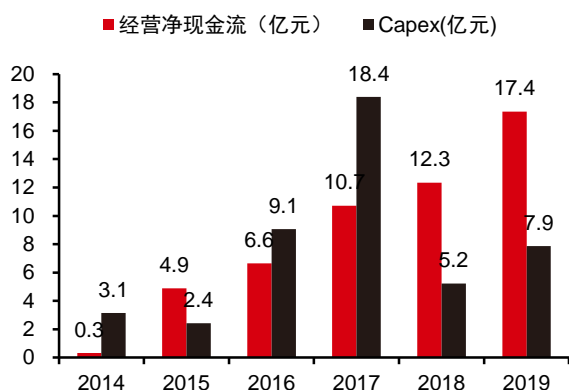
图 47：2017~2020 年中谷物流自有集装箱占比持续提升



资料来源：公司公告，中信证券研究部

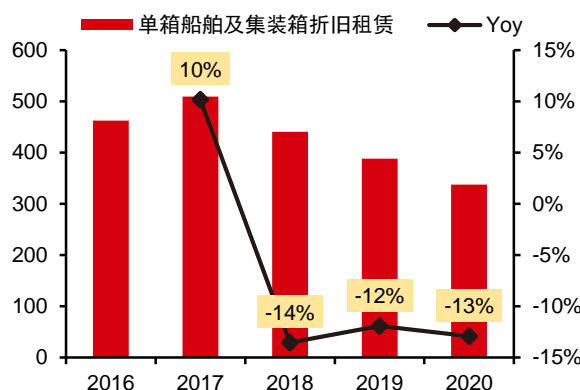


图 48：中谷物流资本开支及经营现金流情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：中谷物流单箱船舶+集装箱租赁折旧费用（元/TUE）

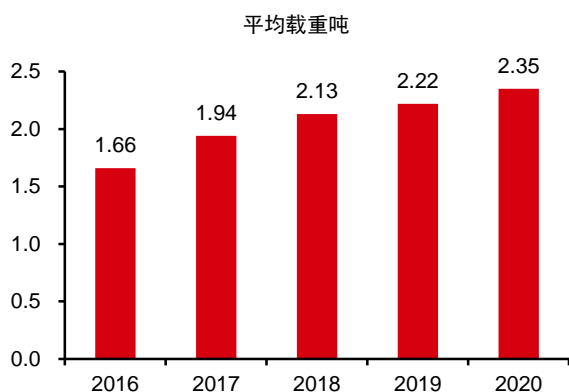


资料来源：公司公告，中信证券研究部

**2) 公司持续推进船舶大型化及年轻化。**2014 年开始中谷推动大船革命，2014 年 2500TEU 的中谷上海启用，2018 年 2500TEU 的中谷蓬莱完成首航，2019 年中谷物流新订造的 6 艘 1900TEU 集运船陆续交付，2021 年公司签订 18 艘 4600TEU 集运船订单，大船战略持续推进。同时公司船队也在逐步年轻化，目前公司总运力的 60% 在近 5 年内引入。船舶的大型化及年轻化，有助于不断降低公司单箱成本。

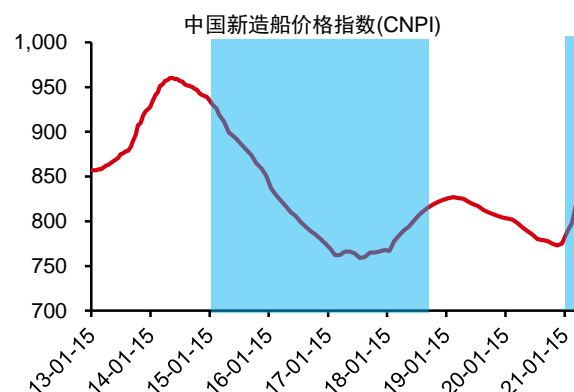
**3) 低位逆势造船。**中谷物流另外一个成本优势来自公司擅长在行业低谷期逆势造船，从而享受到较低的造船价格。公司 2017 年~2020 年以来大量新船交付，而这些新船都是在（假设船舶建设周期为 2 年）2015~2018 年造船价格指数低谷区间签订造船订单，使得公司可以充分享受行业低谷扩展带来的低造船成本红利。2021 年 2 月公司签订 18 艘造船订单，订单签订以后由于大宗商品原材料涨价以及行业造船订单大增，造船价格出现明显攀升，公司又一次精准抓住造船行业低谷期签订低价的造船订单。中谷物流持续性行业低谷逆势造船使得公司造船成本优势逐步体现，截至 2020 年末，安通 130 万吨船舶运力账面原值为 45 亿元，而中谷物流 166 万吨船舶运力二代账面价值不到 40 亿元。

图 50：2016~2020 年中谷物流船舶平均载重运力持续增加



资料来源：公司公告，中信证券研究部

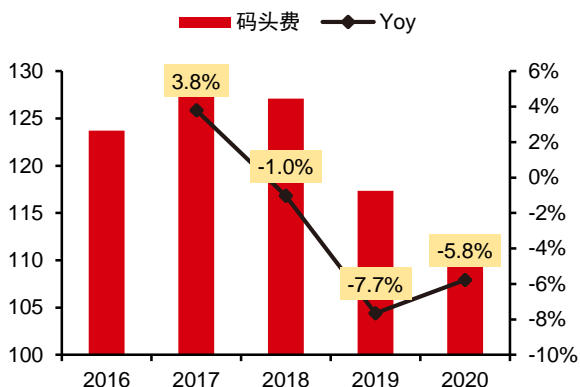
图 51：中谷物流在造船指数低位区间逆势造船



资料来源：Wind，中信证券研究部

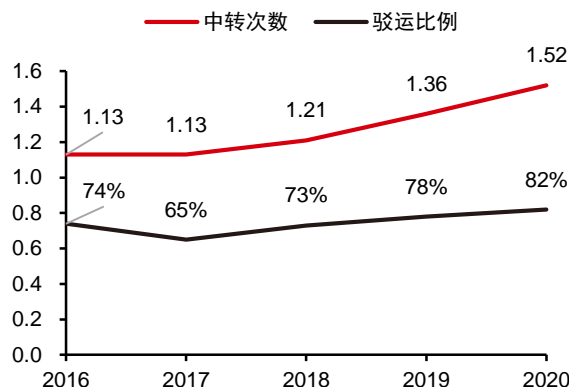
4) 持续增长的业务量带来码头费的不断下降。港口为了保持业务量增长，其一般会给予航运公司码头费优惠折扣，航运公司如果在该港口的业务量越多，则港口给到航运公司的码头费也会越便宜。中谷持续快于行业的箱量增速也使得各大港口为公司抛来了橄榄枝，经过多年积累，公司与上海、厦门、广州、青岛、太仓等多个港口集团建立了战略合作关系。在港口码头费优质政策下，公司持续高于行业的箱量增速推动公司单箱码头费持续下降，只要公司保持箱量行业份额提升，就能享受码头费的成本优势。

图 52：2016~2020 年公司单箱码头费保持下降（元/TEU）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 53：中谷物流航运中转次数以及驳运比例持续提升



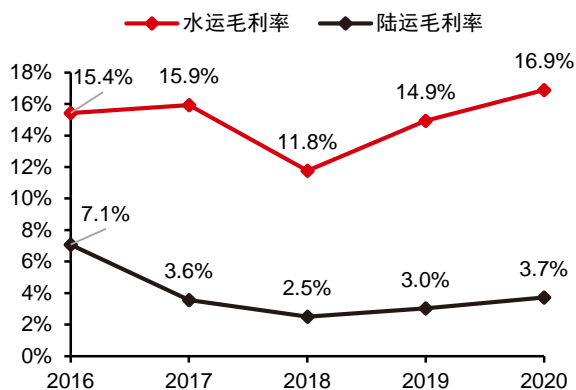
资料来源：公司公告，中信证券研究部

5) 精细化的流程管控。中谷物流的成本优势还来自其对全物流流程精细化管控：a) 集装箱的优化调配，公司自建了信息系统，将所有集装箱都实现了线上实时管理，并且为每个区域港口的设置相应集装箱的周转速度指标，通过信息系统进行实施监控，保证各区域港口的箱子处于较高的周转率；b) 公司信息系统里面集成了每个船舶、港口的相关动态信息，通过信息系统统筹规划，使得中谷物流可以通过驳运、挂靠等流程，高效地提升公司船舶装载率。可以看到随着公司航线、客户增加，为了保持较高的货物装载率，公司中转次数以及驳船支出持续增加。

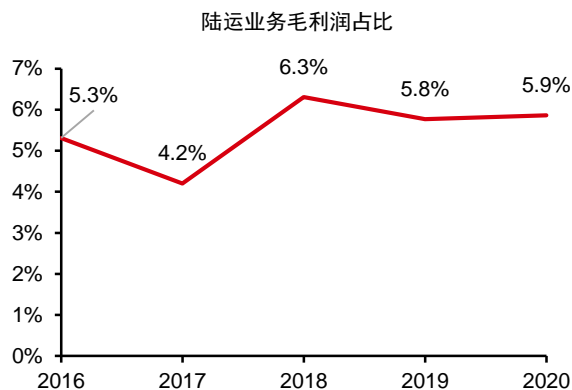
6) 陆运业务毛利率未来有望上行。2016 年公司启动“登陆”战略，开始推动多式联运发展，短期为了推动陆运业务量增长，公司陆运业务毛利率较低。不过随着公司不断优化陆运资源调配、提升陆运资源利用率、优化陆运报价系统、提升自己议价权、加快陆运箱子周转率、提升陆运与水运衔接效率，公司未来陆运业务毛利率有望提升。

图 54：2016~2020 年中谷物流水运及陆运毛利率变动情况

图 55：2016~2020 年中谷物流陆运业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

- 1) 国内宏观经济增速下行，内贸集运需求放缓；
- 2) 内贸集运公司大幅造船，行业运力供给过剩，运价大幅下跌；
- 3) 油价大幅上涨；
- 4) 多式联运未来发展不及预期。

## ■ 投资建议：重视公司物流成长属性，淡化航运周期属性，目标市值 400 亿元

### 收入预测

**1) 运价。**考虑到头部三家企业在手订单较少，三家公司业务发展仍以利润为核心、不会过度投放运力，预计未来 2~3 年行业运力供给增速维持低个位数；同时中国内贸持续增长、散改集、多式联运持续发展，预计行业整体供需趋紧。今年外贸集运供需矛盾加剧，对内贸运力（船和箱）有一定虹吸效应，进而造成内贸集运供给增速进一步放缓，所以预计今年全年内贸集运供需景气度有明显提升。我们假设 2021/2022/2023 水运价格分别上涨 4%/0%/1%，陆运价格保持稳定。

**2) 箱量。**考虑到去年疫情导致国内内贸集运箱量放缓，今年在同比低基数有望实现较快增速。之后 2 年考虑到国家鼓励高效、环保的集装箱多式联运，内贸集运需求有望保持高于 GDP 的增速增长，同时中谷物流不断提升服务质量、降本增效，将继续实现箱量份额提升，我们假设公司 2021/2022/2023 年水运业务量同比增长 12%/10%/9%，陆运业务量在多式联运业务发展战略推动下，保持高于水运业务业务量增速，假设同比增长 14%/12%/11%。

表 10：2017~2023 年中谷物流营业收入增长及预测情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水运价格 (元/TEU)	1582	1627	1618	1614	1678	1678	1695
Yoy	9.6%	2.8%	-0.6%	-0.2%	4.0%	0.0%	1.0%
陆运价格 (元/TEU)	684	812	788	779	779	779	779
Yoy	-3.6%	18.7%	-3.0%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
水运业务计费箱量 (万 TEU)	296	377	470	503	564	620	676
Yoy	16.8%	27.6%	24.5%	7.2%	12.0%	10.0%	9.0%
陆运业务计费箱量 (万 TEU)	134	239	292	295	336	376	418
Yoy	124.0%	77.7%	22.4%	0.9%	14.0%	12.0%	11.0%
营业收入 (亿元)	56.0	80.8	99.0	104.2	120.8	133.4	147.1
Yoy	37.2%	44.2%	22.6%	5.2%	15.9%	10.4%	10.3%
水运集运收入	46.8	61.4	76.0	81.2	94.6	104.1	114.6
Yoy	28.0%	31.2%	23.8%	6.9%	16.5%	10.0%	10.1%
陆运集运收入	9.2	19.4	23.0	23.0	26.2	29.3	32.5
Yoy	116%	110.9%	18.7%	-0.2%	14.0%	12.0%	11.0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

### 成本预测

对于码头费,我们认为随着公司在各个码头的业务量持续增长,公司将持续享受到更大力度的优惠费用折扣,所以单箱码头费是呈现下降趋势。

对于船舶成本,船舶成本包括船舶租赁、船舶折旧、员工费用、燃油费等,考虑到今年燃油价格提升推高燃油费用,我们认为今年单箱船舶成本可能出现攀升,而后续随着燃油价格稳定,同时公司推动大船化、船队年轻化、船舶自有化战略,单箱折旧摊销、员工费用、燃油费有望持续下降,推动单箱船舶成本下降。

对于集装箱成本,随着公司持续优化箱子调度,提升箱子周转效率,同时公司推动箱子自有化率提升,我们认为公司单箱集装箱成本将继续保持下降趋势。

对于驳船费,由于公司航线网络不断加密、服务辐射区域不断扩展,公司逐步需要通过越来越多的驳船来提升公司水运干线装载率,因此预计未来几年公司单箱驳船费用保持增长。

表 11: 2017~2023 年中谷物流单箱成本变动及预测情况 (元/TEU)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水运业务	1330	1435	1376	1341	1355	1345	1340
Yoy	8.9%	7.9%	-4.1%	-2.5%	1.1%	-0.7%	-0.4%
码头费	551	576	560	563	552	545	542
Yoy	4.6%	4.5%	-2.7%	0.6%	-2.0%	-1.3%	-0.5%
船舶成本	524	555	500	469	487	475	465
Yoy	21.3%	5.9%	-9.9%	-6.1%	3.8%	-2.4%	-2.1%
集装箱成本	106	98	98	94	90	87	86
Yoy	-8.7%	-7.2%	-0.5%	-4.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%
驳船费	112	159	171	161	167	173	177

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Yoy	-2.8%	41.3%	8.1%	-6.1%	3.9%	3.4%	2.3%
其他	37	48	47	54	59	65	70
Yoy	18.6%	28.6%	-2.8%	14.8%	10.0%	10.0%	8.0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

考虑到内贸集装箱航运市场格局趋于稳定并持续改善, 未来运价有望缓慢上涨, 同时中谷物流抓住散改集、公转铁水、多式联运发展的政策红利, 推动市场份额提升以及陆运业务的发展, 并且深耕成本管控, 不断提升盈利能力, 我们预测公司 2021/22/23 年 EPS 为 2.60/2.30/2.69 元, 现价对应 PE 为 14/15/13 倍; 预计 2021 年利润大幅提升主要是公司将会产生一次性资产处置收益, 公司今年 4 月公告披露 2021 年计划出售 4 艘集运船, 出售将产生人民币 4.60-4.94 亿元的税后资产处置收益。

表 12: 2021~2023 年中谷物流盈利预测及估值水平

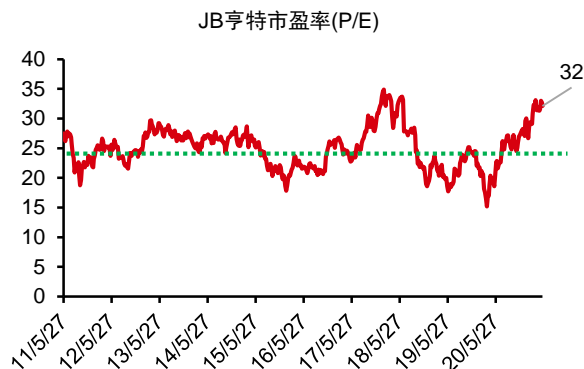
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,900	10,419	12,079	13,339	14,712
营业收入增长率 YoY	23%	5%	16%	10%	10%
净利润(百万元)	858	1,019	1,867	1,607	1,876
净利润增长率 YoY	56%	19%	83%	-14%	17%
每股收益 EPS (基本)(元)	0.99	1.18	2.15	1.85	2.17
毛利率	12%	14%	16%	17%	17%
净资产收益率 ROE	29.0%	19.7%	29.0%	22.6%	22.9%
每股净资产 (元)	3.41	5.97	7.43	8.21	9.44
PE	30.7	25.9	14.1	16.4	14.1
PB	8.9	5.1	4.1	3.7	3.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算 注: 收盘价为 2021 年 5 月 31 日

对于中谷物流的估值, 我们认为要摒弃过分注重公司航运周期属性的观点, 而要重新审视公司越来越明显的物流成长属性。公司物流成长属性来自中国货运结构的持续优化, 大宗商品从长途公路运输转向水运和铁路, 同时水运中的货物又从散航向集运转移。而且公司又在持续不断优化服务、管控成本, 增加适箱货物, 通过自己的优质、高性价比的服务创造多式联运需求, 获得持续成长的动力。退一步说, 即使讨论公司的航运周期属性, 我们认为公司的航运周期波动属性要远弱于外贸航运周期属性, 一方面在于内贸供需格局好, 运价稳定, 另外一方面在于内贸需求稳定性也要明显好于外贸。

对于中谷物流的估值, 基于多式联运的物流成长属性, 我们选择美国铁路公司联合太平洋 (多式联运货量占比较高)、美国最大的多式联运服务商 JB 亨特 (提供集装箱拖车服务以及铁路两端的接驳服务) 作为估值参照。整体来看, 美国多式联运公司可以享受到 25 倍 PE 估值, 考虑到国内多式联运市场还处于前期发展阶段, 未来拓展空间大, 而中谷物流成长性也要好于美国多式联运标的, 我们给予中谷物流 2022 年 25 倍目标 PE, 未来 18 个月目标市值 420 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 56: JB 亨特 PE 波动情况



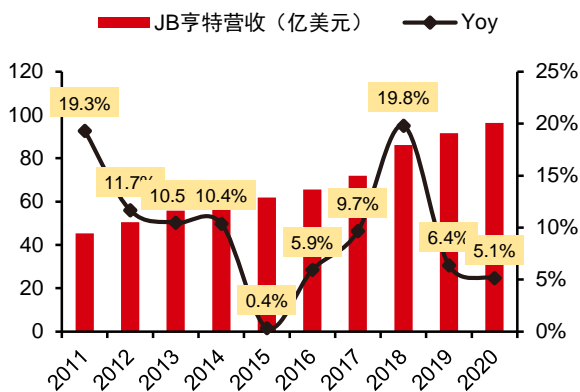
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 57: 联合太平洋 PE 波动情况



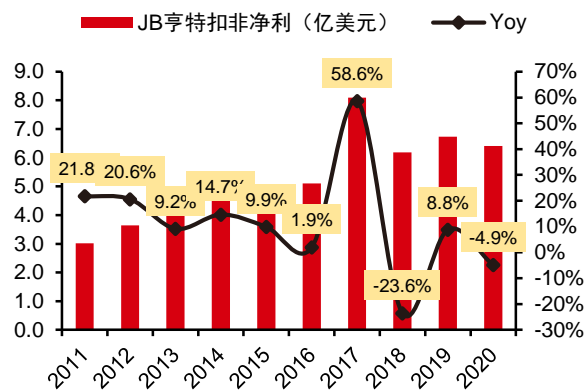
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 58: JB 亨特营收增长情况



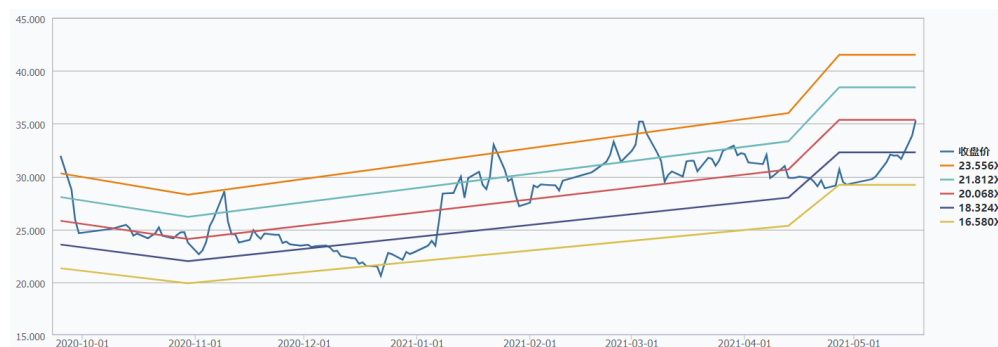
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 59: JB 亨特扣非净利情况



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 60: 中谷物流 PE Band



资料来源: Wind



**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,900	10,419	12,079	13,339	14,712
营业成本	8,695	8,961	10,148	11,136	12,143
毛利率	12.2%	14.0%	16.0%	16.5%	17.5%
税金及附加	12	11	13	14	16
销售费用	21	21	25	27	30
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	126	141	160	173	186
管理费用率	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
财务费用	173	210	180	152	151
研发费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用率	1.7%	2.0%	1.5%	1.1%	1.0%
研发费用	10	16	18	20	22
投资收益	63	82	82	82	82
EBITDA	1,476	1,795	3,606	3,444	4,015
营业利润	1,152	1,368	2,501	2,155	2,515
营业利润率	11.64%	13.13%	20.70%	16.15%	17.09%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	1,150	1,367	2,499	2,153	2,513
所得税	288	344	625	538	628
所得税率	25.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	4	5	8	7	8
归属于母公司股东的净利润	858	1,019	1,867	1,607	1,876
净利率	8.7%	9.8%	15.5%	12.0%	12.8%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,283	3,415	3,518	3,479	4,238
存货	75	94	97	107	116
应收账款	442	461	535	590	651
其他流动资产	575	1,661	1,674	1,696	1,721
流动资产	3,374	5,632	5,824	5,872	6,726
固定资产	4,676	5,278	5,555	6,320	6,872
长期股权投资	40	385	415	445	475
无形资产	0	93	142	190	239
其他长期资产	222	173	848	806	765
非流动资产	4,938	5,929	6,961	7,762	8,352
资产总计	8,312	11,561	12,784	13,633	15,078
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,663	1,753	1,985	2,178	2,375
其他流动负债	910	1,416	1,038	911	1,005
流动负债	2,573	3,168	3,022	3,089	3,380
长期借款	870	1,351	1,351	1,351	1,351
其他长期负债	1,897	1,839	1,934	2,035	2,108
非流动性负债	2,767	3,190	3,286	3,386	3,459
负债合计	5,340	6,359	6,308	6,475	6,839
股本	600	667	867	867	867
资本公积	720	2,050	1,850	1,850	1,850
归属于母公司所有者权益合计	2,956	5,171	6,438	7,112	8,185
少数股东权益	16	31	39	46	54
股东权益合计	2,972	5,202	6,476	7,158	8,239
负债股东权益总计	8,312	11,561	12,784	13,633	15,078

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	862	1,024	1,874	1,615	1,885
折旧和摊销	279	348	934	1,147	1,359
营运资金的变化	296	491	-235	-20	195
其他经营现金流	298	154	189	166	137
经营现金流合计	1,736	2,017	2,762	2,908	3,576
资本支出	-522	-788	-1,960	-1,960	-1,960
投资收益	63	82	82	82	82
其他投资现金流	-1	-1,495	-2	16	14
投资现金流合计	-460	-2,201	-1,880	-1,862	-1,864
权益变化	2	1,416	0	0	0
负债变化	256	636	2	1	1
股利支出	-100	-200	-600	-933	-804
其他融资现金流	-636	-536	-180	-152	-151
融资现金流合计	-478	1,317	-779	-1,085	-954
现金及现金等价物净增加额	798	1,133	103	-38	759

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	22.6%	5.2%	15.9%	10.4%	10.3%
营业利润	56.1%	18.8%	82.7%	-13.8%	16.7%
净利润	55.6%	18.8%	83.2%	-13.9%	16.7%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	12.2%	14.0%	16.0%	16.5%	17.5%
EBITDA Margin	14.9%	17.2%	29.9%	25.8%	27.3%
净利率	8.7%	9.8%	15.5%	12.0%	12.8%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	29.0%	19.7%	29.0%	22.6%	22.9%
总资产收益率	10.3%	8.8%	14.6%	11.8%	12.4%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	64.2%	55.0%	49.3%	47.5%	45.4%
所得税率	25.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	23.3%	58.9%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）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。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。**