

# 多式联运打开赛道空间，内贸集运龙头整装起航

## ——中谷物流深度报告

投资评级：增持

2022年11月21日

姓名 李丹  
邮箱 lidan@stocke.com.cn  
电话 13122992609  
证书编号 S1230520040003

姓名 秦梦鸽  
邮箱 qinmengge@stocke.com.cn  
电话 19916507228

# 目录

CONTENTS

01

## 公司概况

国内第二大内贸集运公司

以水运为核心，积极推进多式联运业务

业绩增长稳健，盈利能力大幅提升

02

## 需求端

散改集&多式联运助推内贸集装箱运输渗透率提升

03

## 供给端

供需格局大幅改善，内贸集运成长性凸显

04

## 公司亮点

05

## 盈利预测与估值

# 01

## 公司概况

- **内贸集装箱物流行业龙头企业，致力于提供全程集装箱物流解决方案。**中谷物流是国内最早专业经营内贸集装箱物流的企业之一，公司成立于2003年，以标准化集装箱为载体，为工农商贸提供以水路运输为核心的多式联运全程物流服务。
- 2016年3月，公司在新三板挂牌上市，并于2017年4月摘牌。2020年9月公司于上交所上市。

图：中谷物流发展历程



- **国内第二大航运公司，内贸运力遥遥领先。**根据Alphaliner排名，公司综合运力位列全球第18位，在内贸集装箱行业中运力位列第2，民营企业中位列第1。
- 截至2021年底，公司共拥有各类船舶110余条，运营的集装箱船舶运力约240万载重吨，集装箱约40万标准箱，运营船舶数量、运力及集装箱数量行业领先。

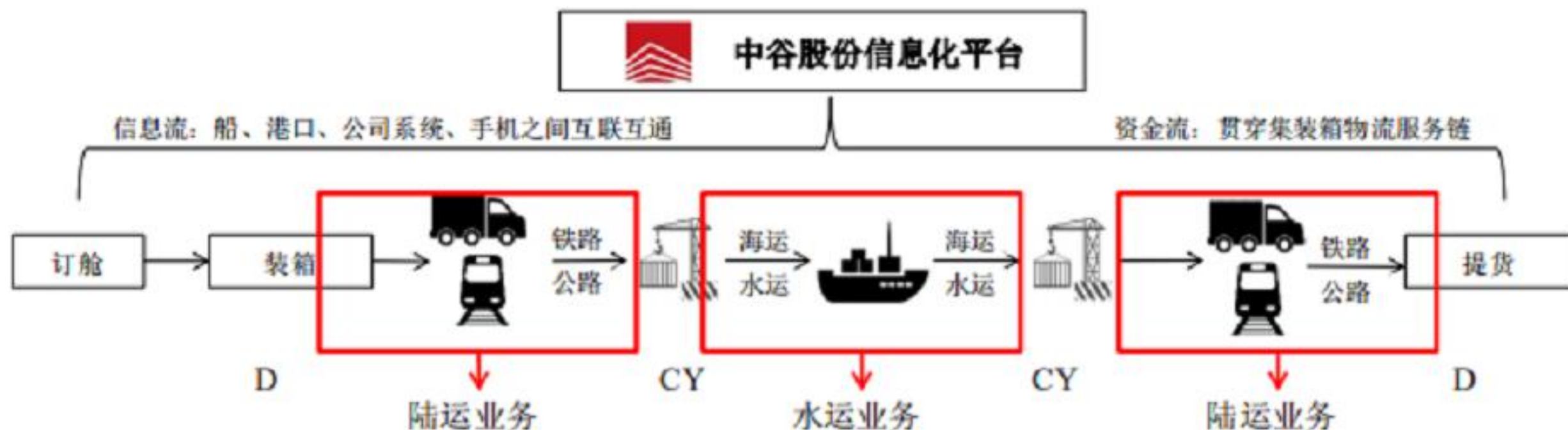
表：全球航运公司运力排行榜（截至2022-7-15）

排名	公司	总部所在地	TEU	运力份额占比
1	地中海航运	瑞士	4,467,194	17.4%
2	马士基	丹麦	4,263,734	16.6%
3	达飞集团	法国	3,295,345	12.8%
4	中远海运	中国大陆	2,899,321	11.3%
5	赫伯罗特	德国	1,757,616	6.8%
6	长荣海运	中国台湾	1,578,766	6.1%
7	ONE	日本	1,511,169	5.9%
8	现代商船	韩国	816,270	3.2%
9	阳明海运	中国台湾	673,329	2.7%
10	Zim	以色列	502,318	2.0%
11	万海航运	中国台湾	417,044	1.6%
12	太平船务	新加坡	288,700	1.1%
13	高丽海运	韩国	149,545	0.6%
14	UniFeeder	丹麦	145,510	0.6%
15	海丰国际	中国大陆	145,474	0.6%
16	X-Press	新加坡	144,804	0.6%
17	伊朗航运	伊朗	143,468	0.6%
18	中谷物流	中国大陆	113,670	0.4%
19	德翔海运	中国台湾	111,482	0.4%
20	罗森商船	韩国	91,702	0.4%
21	安通控股	中国大陆	88,316	0.3%

□ **专注于集装箱物流服务，构建多式联运服务模式。** 公司从水运集装箱业务开始，逐渐向陆运拓展，目前公司的集装箱物流服务包含两类：

- 1) 港到港服务 (CY-CY) 模式，提供港口至港口的水路运输的集装箱物流服务；
- 2) 为多式联运服务模式，提供包含水路运输及陆路运输的服务，具体可以分为门到门模式 (D-D)、港到门模式 (CY-D) 和门到港模式 (D-CY) 三类。

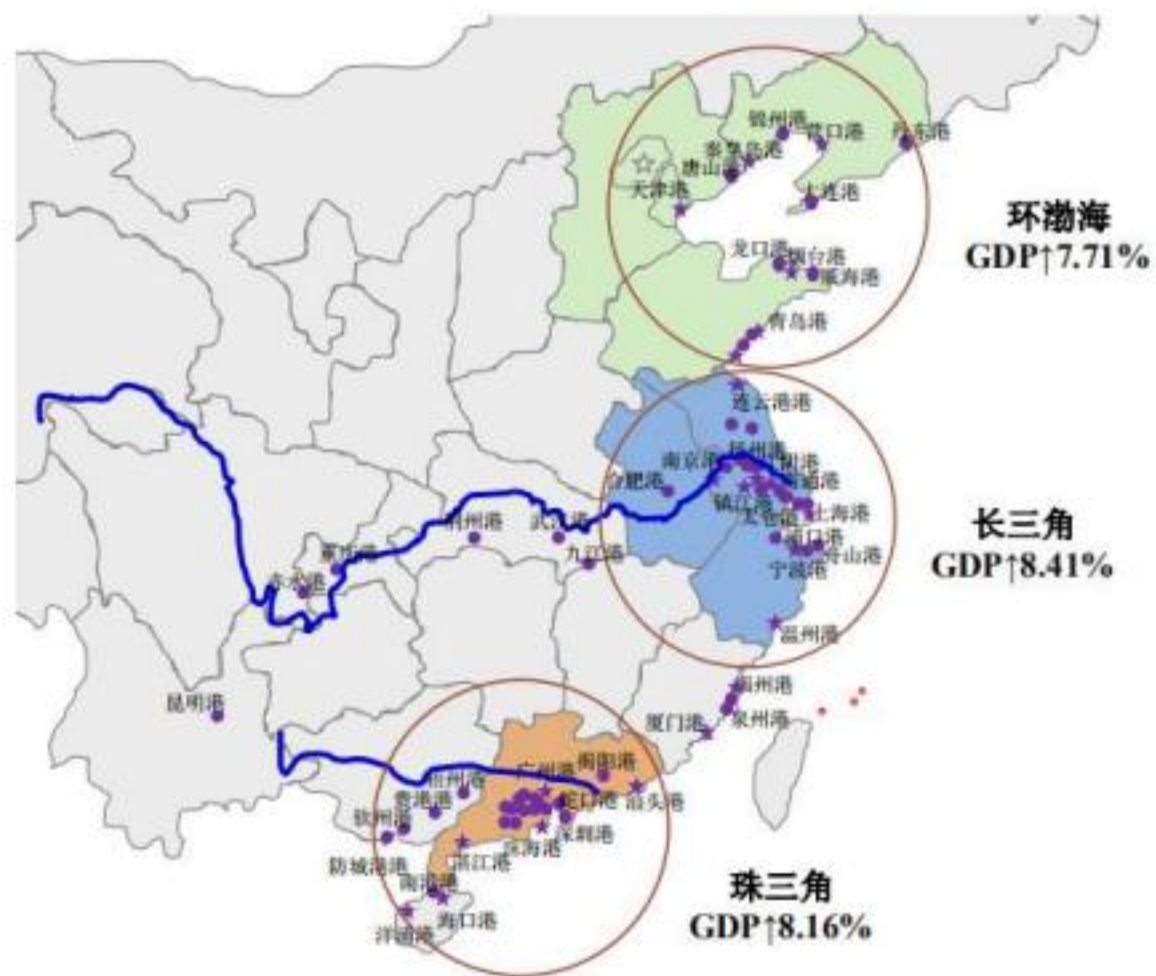
图：中谷物流多式联运业务模式



### 覆盖国内重点港口，构建稳定航线网络。

- 1) 港口布局：覆盖全国25个沿海主要港口与超过50个内河港口，覆盖了除三亚港外全部“一带一路”重点布局的15个港口以及环渤海、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；
- 2) 航线布局：拥有超过60条中国沿海航线、超过30条长江航线、超过160条珠江航线，构成班期稳定、覆盖面广的航线网络。

图：中谷物流港口布局图



图：中谷物流部分航线网络布局

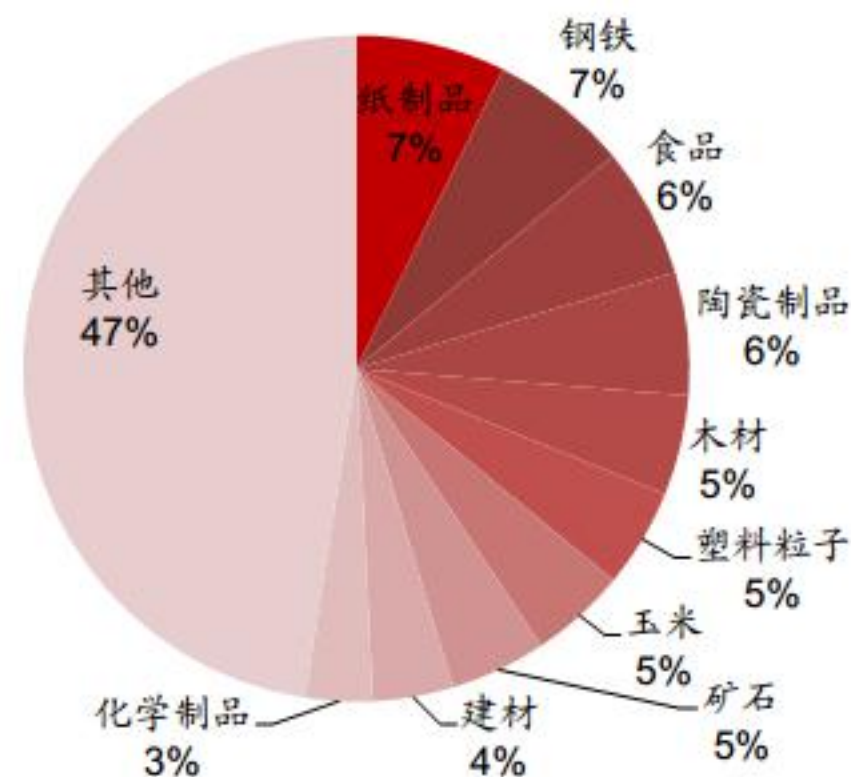


- 目前中谷物流拥有40万集装箱保有量，涵盖SQ箱、煤炭箱、特种箱、冷冻箱等多类箱种，为运输各类货物奠定基础。
- 内贸集装箱航运货源种类繁多，按照货物属性可以分为：（1）基础货源：以煤炭及制品、矿建材料、粮食、造纸、橡胶等为主的大宗货品；（2）工业产成品：以轻工业制品、快消品、家电及汽车零部件等为主的高附加值工业产成品。
- 2021年公司运输货物以基础货源为主，前十大货种占总运量的52.49%。

表：中谷物流集装箱种类及其介绍

类型	介绍
SQ箱	自主研发的特色高品质箱，在选材、建造工艺、设计结构、箱体强度方面都进行了改良和优化。
煤炭箱	特别划分出了专属煤炭箱，以便日常管理和维护。
特种箱	包括开顶箱，框架箱等，以发展多元化业务。
冷冻箱	提供从-40°C- +25°C温度范围内的冷链运输，可运载肉类、水产、果蔬以及化工品等各类货物。

图：2021年公司运输货物种类及其占比

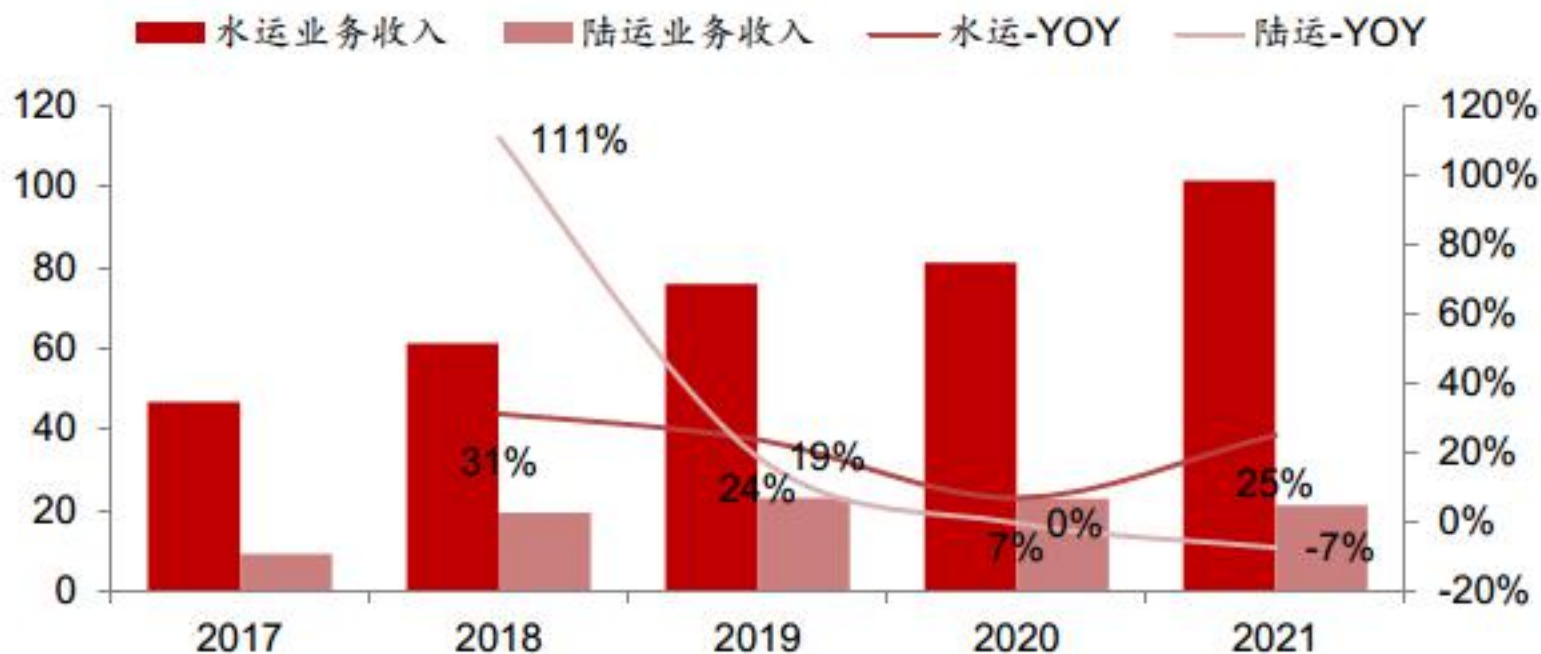


- 营业收入稳步增长，近5年营收CAGR达24.7%。随着国内集装箱运输需求提升，叠加公司航线网络逐渐完善，近年来公司营业收入稳步增长，过去5年营收CAGR达24.7%。
- 分业务来看，2021年公司水运/陆运收入分别为102亿元/21亿元，占比分别为83% / 17%，水运业务收入保持稳定增长，受到疫情影响，2021年公司陆运业务收入有所下滑。

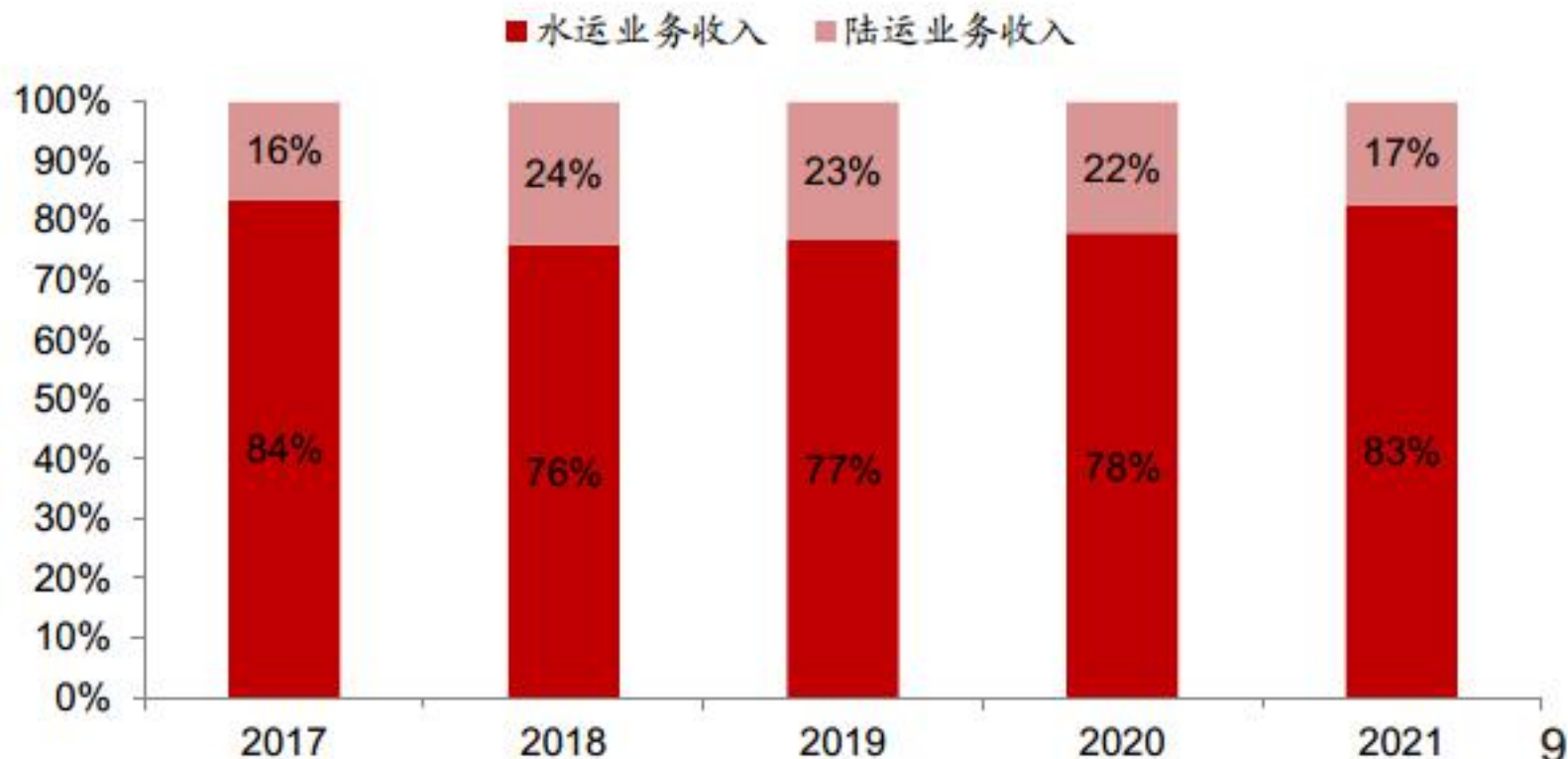
图：公司近5年营业收入及其增速



图：公司水运及陆运业务收入及其增速

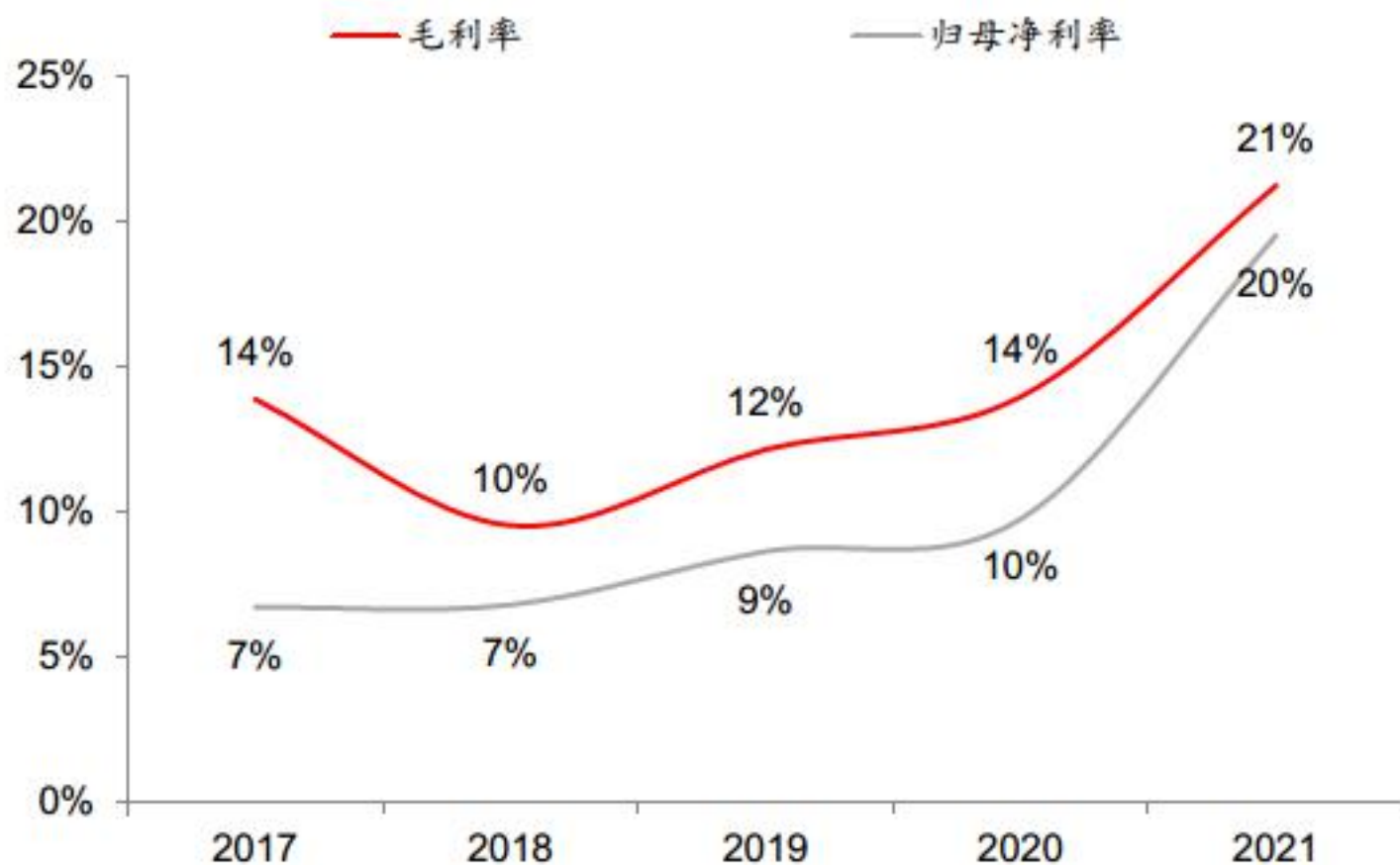


图：水运及陆运业务收入构成变动

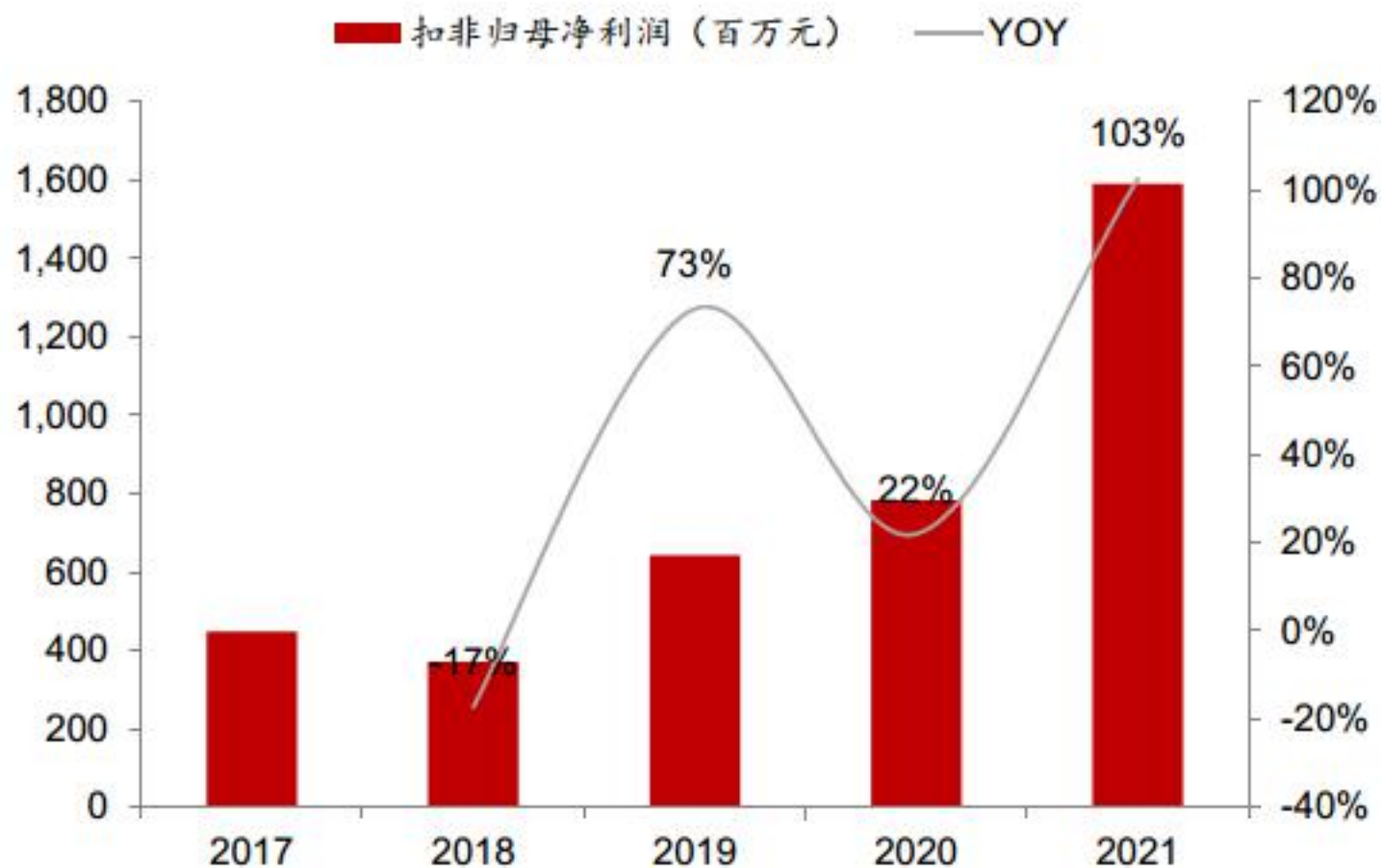


□ **净利润大幅增长，盈利能力稳步提升。**2017年以来，随着公司加大运力投放，规模优势逐渐凸显，毛利率和归母净利率呈稳步提升，2021年，公司毛利率及归母净利率分别为21%和20%，归母净利润达24亿元，同比增长136%。

图：中谷物流利润率变动情况



图：中谷物流扣非归母净利润变化情况



# 02

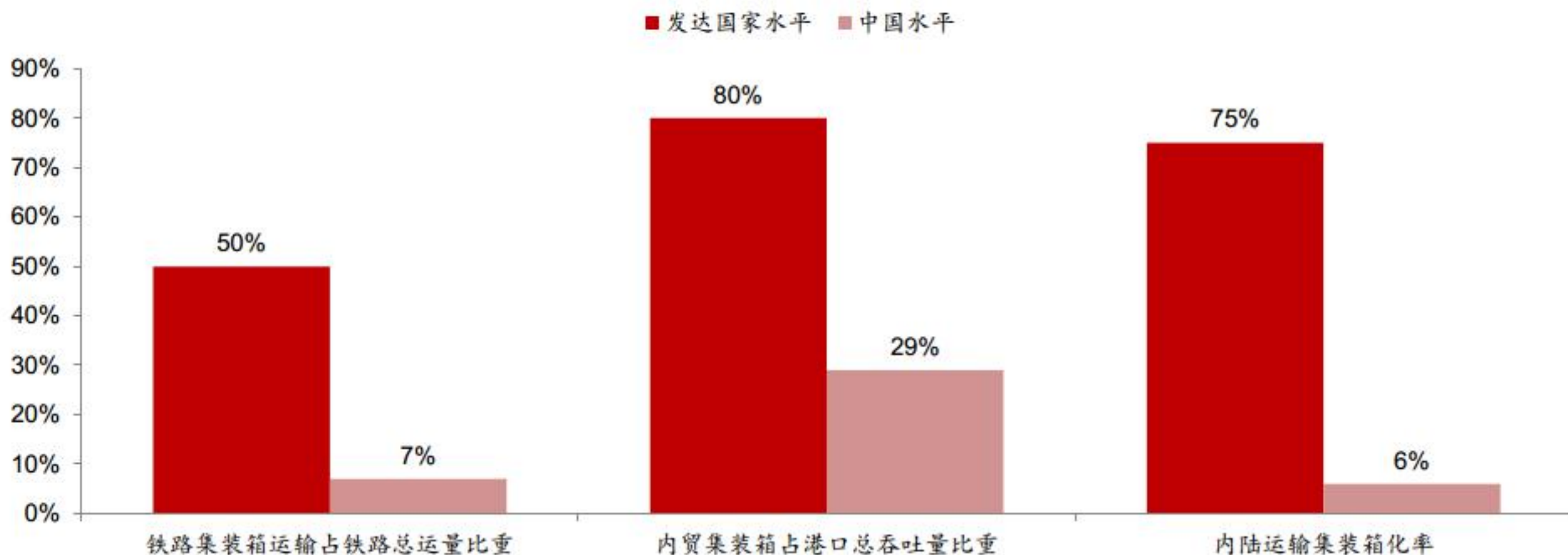
## 需求端

多式联运

散改集

- 相较于发达国家，国内集装箱化率水平较低，内贸集装箱物流行业提升空间大。根据中国集装箱行业协会数据显示，目前我国铁路集装箱运输占比、内贸集装箱吞吐量占比以及内陆运输集装箱化率分别为7%、29%和6%，远低于发达国家水平，具有较大渗透率提升空间。

图：国内集装箱化率有待提升



- 在国家拉动内需的政策下，内贸平稳发展带动内贸集装箱需求扩大。近年来，外部环境趋于严峻，内需成为国内经济发展的基本动力，国家相应出台一系列相关政策拉动内需的增长，随着国内贸易稳步上升，下游企业物流需求上升，带动内贸集装箱运输需求扩大。
- 根据中国港口协会数据显示，2018-2020年内贸集装箱吞吐量增速分别为7%/13%/11%，内贸集装箱运输稳定增长。

图：社会消费品零售总额稳定增长

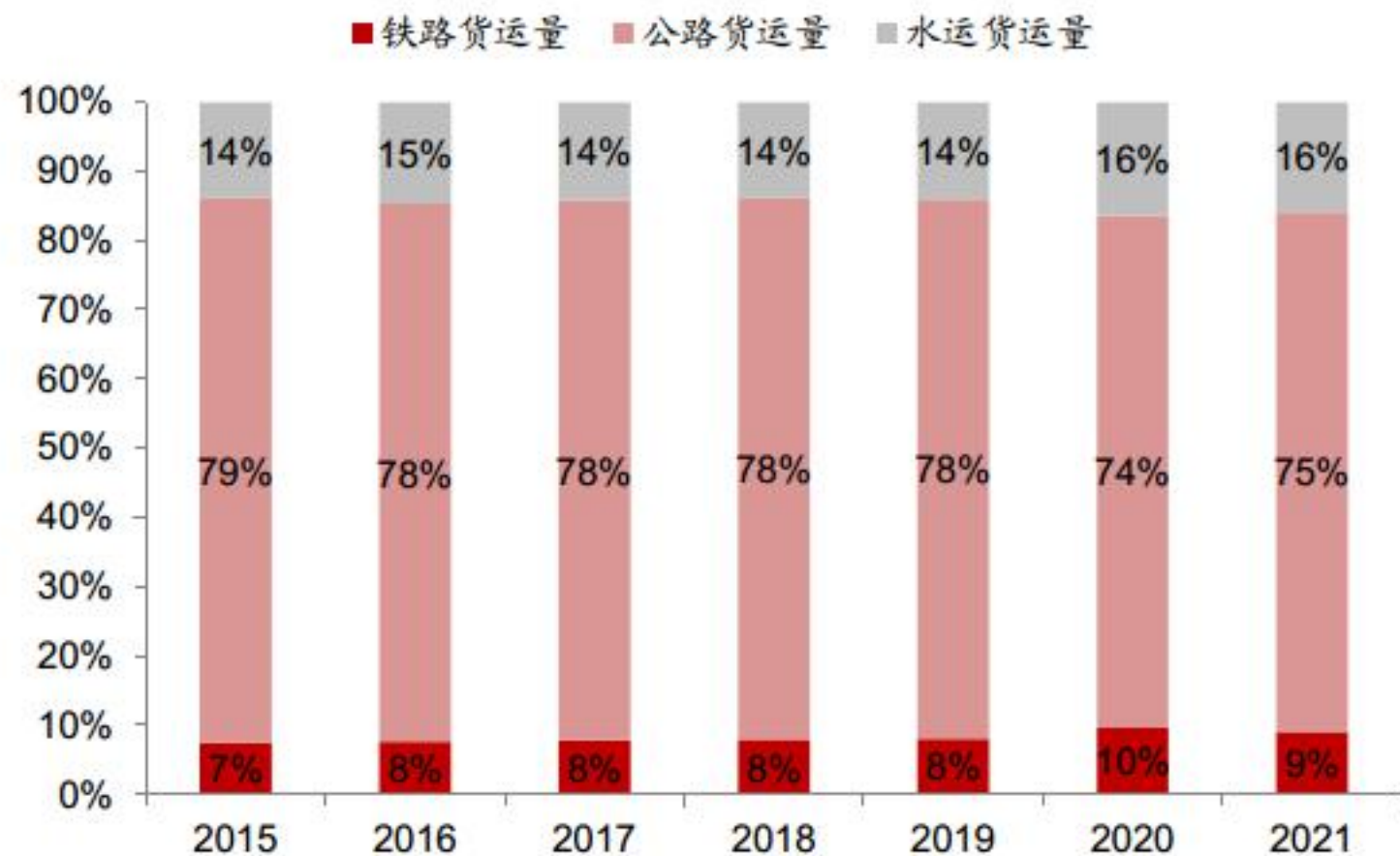


图：内贸及外贸集装箱吞吐量增速

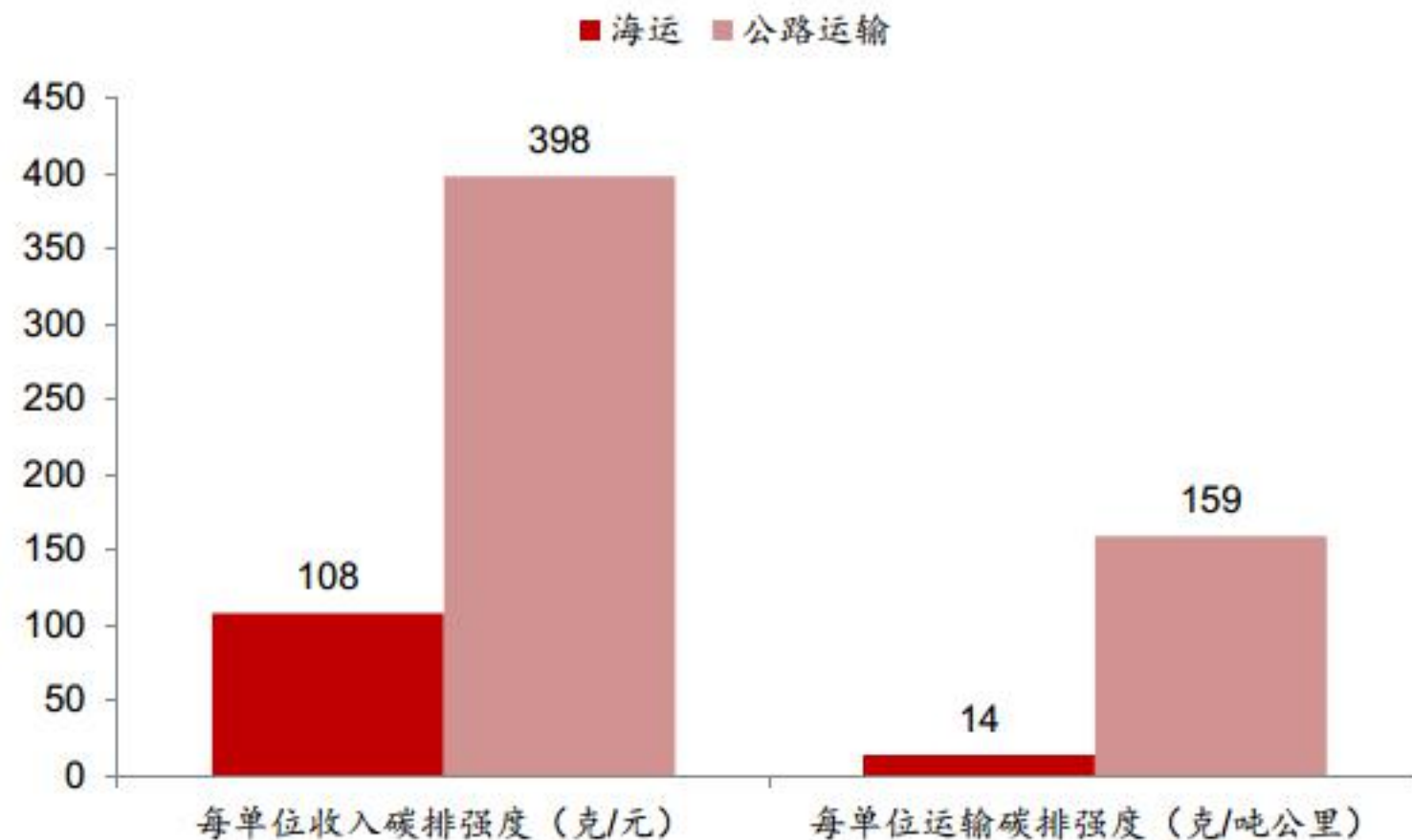


- 目前国内货物运输以公路运输为主，2021年公路货运量占比高达75%，水运及铁路货运量占比分别为16%和9%，而相较于公路运输，水路运输在节约能源及减少污染上具有较强的优势。
- 根据英国航运服务商克拉克森碳排放研究，海运每单位收入碳排强度和每单位运输碳排强度分别为108克/元和14克/吨公里，远远低于公路运输。在碳中和背景下，以水路运输为核心的集装箱运输方式具有较大的发展空间。

图：国内运货结构



图：海运具备节能减排优势



- **政策助推国内运输结构调整，水路运输得到快速的发展。**我国相应出台多项政策鼓励运输结构的调整，推动大宗货物运输“公转铁、公转水”，提高水路运输以及集装箱运输方式的应用。
- 在此背景下，我国水路运输得到稳定的发展，水运货运量稳步提升，根据国家统计局货运数据显示，我国水运货运量近5年CAGR为5.3%，高于货运总量的3.8%。

表：国内“散改集”相关政策

时间	政策文件	表述
2002年4月	《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》	逐步完善集装箱运输政策法规体系，大力推动集装箱多式联运发展，充分发挥沿海港口在集装箱多式联运中的枢纽作用，完善水路集装箱运输干支线网络，重视发展内支线和内河集装箱运输。
2016年6月	《营造良好市场环境 推动交通物流融合发展实施方案》	推广集装箱标准化运输模式。加大运输设备集装箱化、标准化推广力度。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。
2018年10月	《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”，减少公路运输量，增加铁路运输量。

图：水运货运量维持稳定增长



- 在运输结构调整的背景下，“散改集”成为必然趋势。集装箱运输是将物品组合成为一定规格的集装单元进行的运输，相较于干散货运输，集装箱运输在封闭环境下，能够有效降低运输过程中的损耗和粉尘的问题，具有高效便捷、集约经济、安全可靠、运输损耗低等优势，随着运输结构调整，大宗商品干散货运输向集装箱运输方式调整成为必然的趋势。

图：港口干散货运输示意图



图：港口集装箱运输示意图



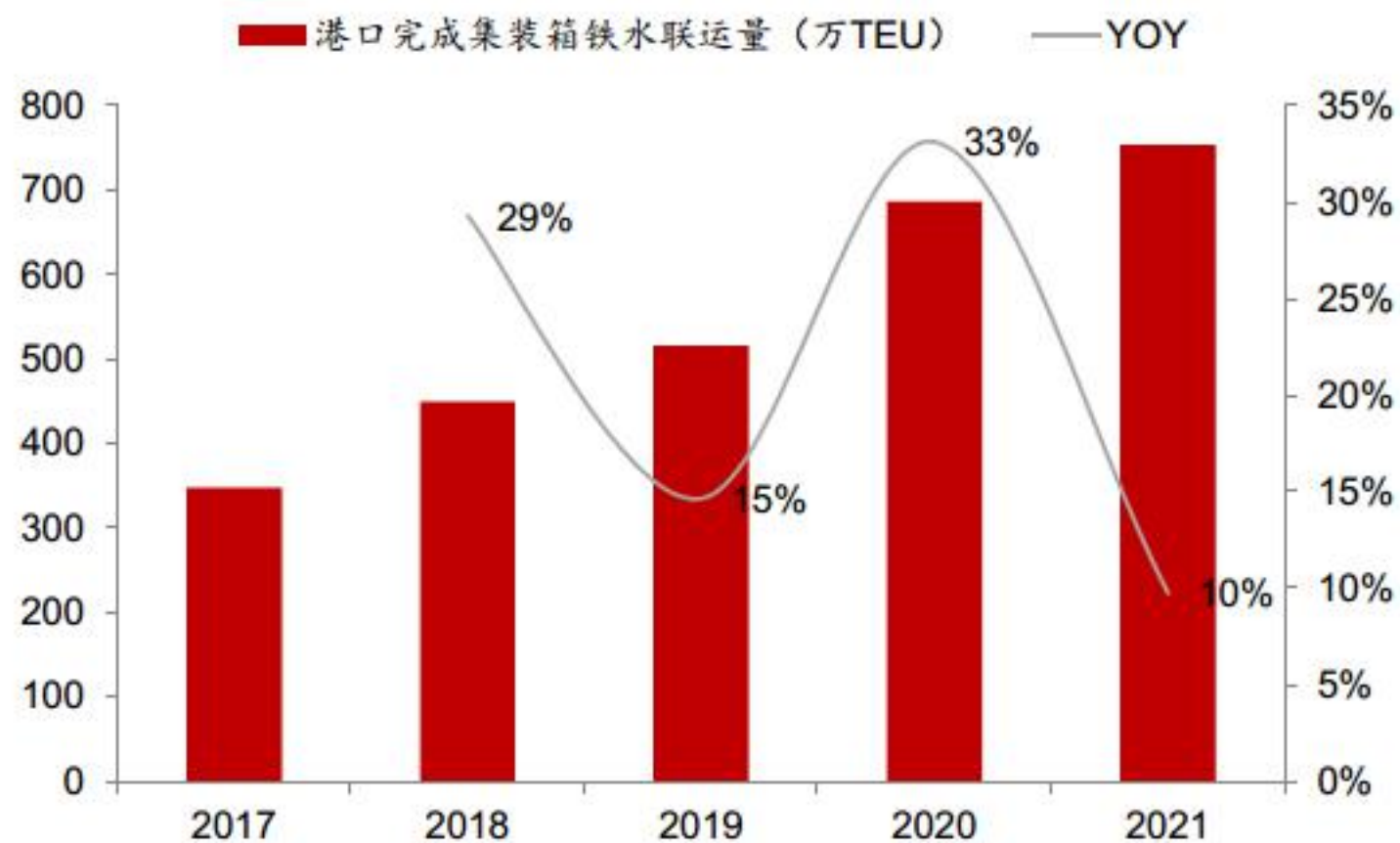
- 内贸集装箱运输受制于内贸水路运输通道，相较于公路和铁路运输缺乏灵活性，国内水路集运要往综合物流方向发展，则需要积极引入多式联运的组织方式，为客户提供全程服务的“门到门”运输服务。
- 多式联运是依托两种及以上运输方式有效衔接，提供全程一体化组织的货物运输服务。根据安通控股公司公告显示，**多式联运比重每提高1个百分点，可以降低物流总费用约0.9个百分点**，对于推动物流业降本增效有显著作用。
- 我国高度重视多式联运与现代物流业发展，近年来，多部门从多个政策方面推动多式联运的发展。

表：促进多式联运发展的相关政策

时间	政策文件	内容
2015年	《关于开展多式联运示范工程的通知》	强化多式联运基础设施衔接、探索创新多式联运组织模式等
2017年1月	《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	依法加强监管，营造良好市场环境；夯实发展基础，提升支撑保障能力；深化行业改革，创新运输服务模式；推动信息共享，加快装备技术进步；深化对外合作，拓展国际联运市场
2017年5月	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到2020年，布局合理、设施完善、便捷高效、协调融合、全程服务的铁路集装箱运输系统基本建成，铁路集装箱多式联运发展取得明显成效，为经济和社会发展提供安全、高效、便捷、绿色的运输服务。
2018年8月	《深入推进长江经济带多式联运发展三年行动计划的通知》	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%。
2021年12月	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》	到2025年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比2020年分别增长10%和12%左右，集装箱铁水联运量年均增长15%以上。

□ **国内铁水联运高速发展，较发达国家有较大提升空间。**随着国内对于多式联运的政策推动的落地，相关设施逐渐建立，近年来，国内海水联运量保持高速的增长。根据安通控股公司公告，目前国内集装箱铁水联运比例不足10%，发达国家通常超过30%，整体而言我国目前铁水联运发展水平仍有较大的提升空间。

图：国内港口集装箱铁水联运量快速增长



图：内贸集装箱吞吐量铁水联运占比



# 03

## 供给端

供需格局大幅改善

内贸集运成长性凸显

### □ 内贸集装箱物流受政策保护，形成行业准入壁垒。

- 《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》和《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》明确国内水上运输公司须由中方控股。外商不得经营或租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营国内水路运输业务及其辅助业务；在未经中国政府批准的情况下，水路运输经营者不得使用外国籍船舶经营国内水路运输业务。
- 因此，相较于外贸集运市场，内贸集运市场较为独立。

### □ 内贸集装箱物流行业逐步优胜劣汰后，集中度大幅度提升，竞争格局得到改善。

- 2013年开始，由于周期性因素及企业自身经营决策失利，行业出清，众多民营中小内贸航运企业相继中止经营或破产倒闭，以中国远洋运输（集团）总公司和中国海运（集团）总公司为代表的中央特大型航运企业相继开始重组合并，行业集中度进一步提升。
- 在行业集中度提升的过程中，行业也从粗放式经营向精细化管理过渡，行业资源逐渐向头部倾斜。

表：内贸集装箱物流企业相关情况

公司	成立时间	破产或停航时间	企业性质	所属集团	公司	成立时间	破产或停航时间	企业性质	所属集团
南青班轮	1991	2015年破产	民营	道宇物流	烟台集运	2005		国有	烟台港
宁波远洋	1992		国有	宁波舟山港	信风海运	2005		民营	信风海运
浦海航运	1992		国有	中远海运	东方海运	2005		国有	福州港
泛亚航运	1993		国有	中远海运	合德物流	2008	重组而来	国有	唐山港
福海船务	1993		民营	集韵物流	阳光速航	2009		国有	中外运
集海航运	2001		国有	上港集团	港泰海运	2009	2015年破产	民营	-
安盛船务	2002		民营	安通控股	海南泛洋	2009	2013年破产	国有	洋浦港
港盛船务	2002		国有	重庆港	大新华	2009	2013年破产	民营	海南航空
南京恒瑞	2002	2014年破产	民营		欣陵船务	2011		国有	重庆港
中谷物流	2003		民营	中谷海运	骐远海运	2015		国有	厦门港
南京通海	2003		国有	南京港	长海集运	2015		国有	武汉港
烟海集箱	2003		民营	力都洋工贸	郁州海运	2015		国有	连云港
洋浦中良	2004	2018年停航	国有	新良船务	如皋海运	2016		国有	如皋港
大连集发	2005		国有	大连港	君安海运	2018		国有	锦州港

- **内贸集装箱物流行业形成三足鼎立格局。**目前，泛亚航运、中谷物流以及安通控股占据内贸集装箱物流行业主要市场份额，此外，市场主要参与者包括民营企业信风海运、区域港口集团下属企业等，主要经营区域性航线或参与到部分主干精品航线，但运力规模与头部企业有一定差距。

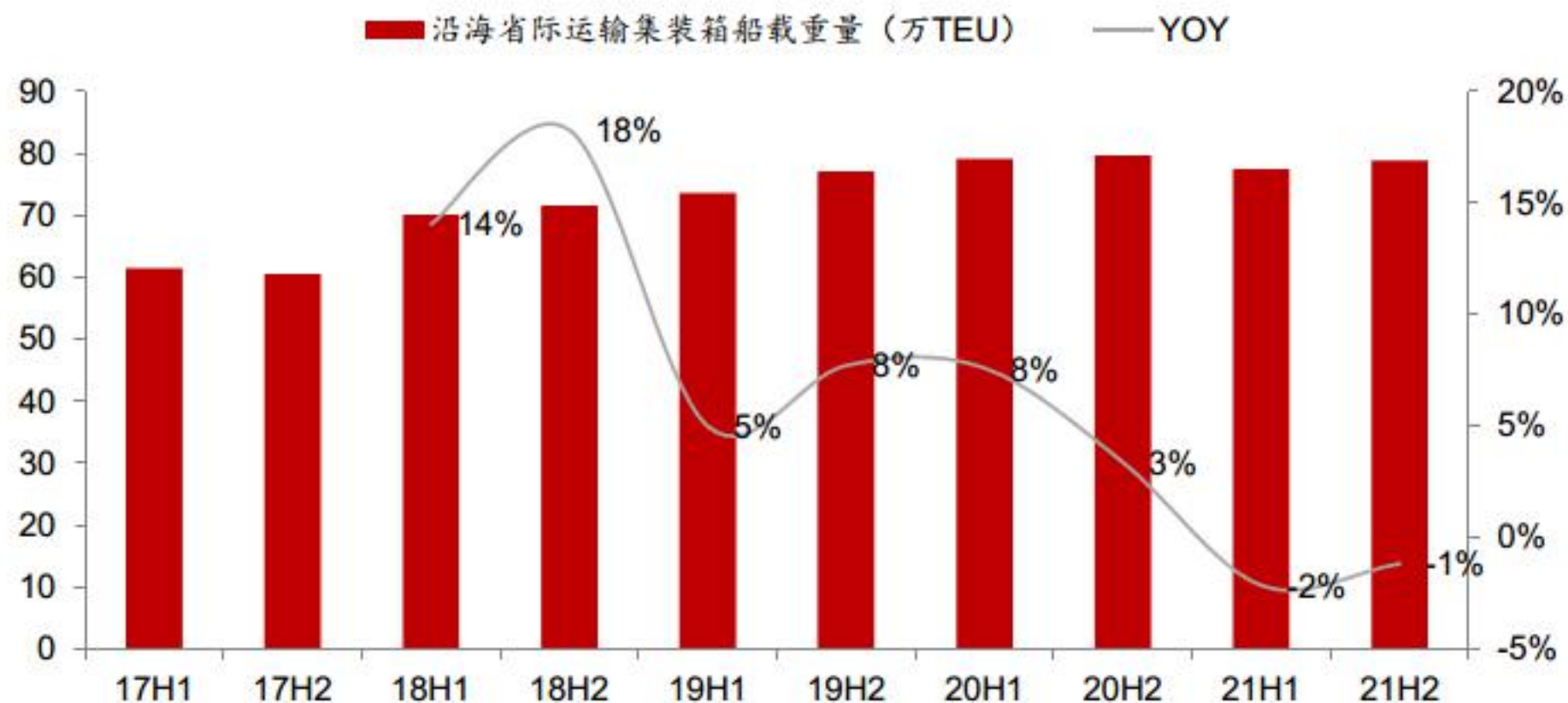
表：内贸集装箱物流企业

排名	公司	整体		自有		占比
		TEU	船舶数	TEU	船舶数	
1	中远海运	2,899,321	467	1,570,627	178	54%
2	中谷物流	113,670	98	64,061	31	56%
3	安通控股	88,316	92	59,784	43	68%
4	中国外运	44,811	31	23,970	16	53%
5	宁波舟山港	42,298	49	31,810	34	75%

□ 从运力供给来看，内贸运力的供给增量主要来自于新船订单以及购买的原外贸二手船。

- 2018年是内贸集运市场运力交付高峰期，大多船舶已于2018年交付，同时，受到交通运输部对于进口二手船要求提升的影响，进口船舶也于2018年集中进口，因此，船舶运力供给在2018年有较大增长。
- 根据交通运输部统计数据，2021年国内沿海省际集装箱船载重量同比有所下滑，同时，在外贸集运需求量大涨的背景下，国内部分运力转为外贸集运，内贸运力进一步下降。

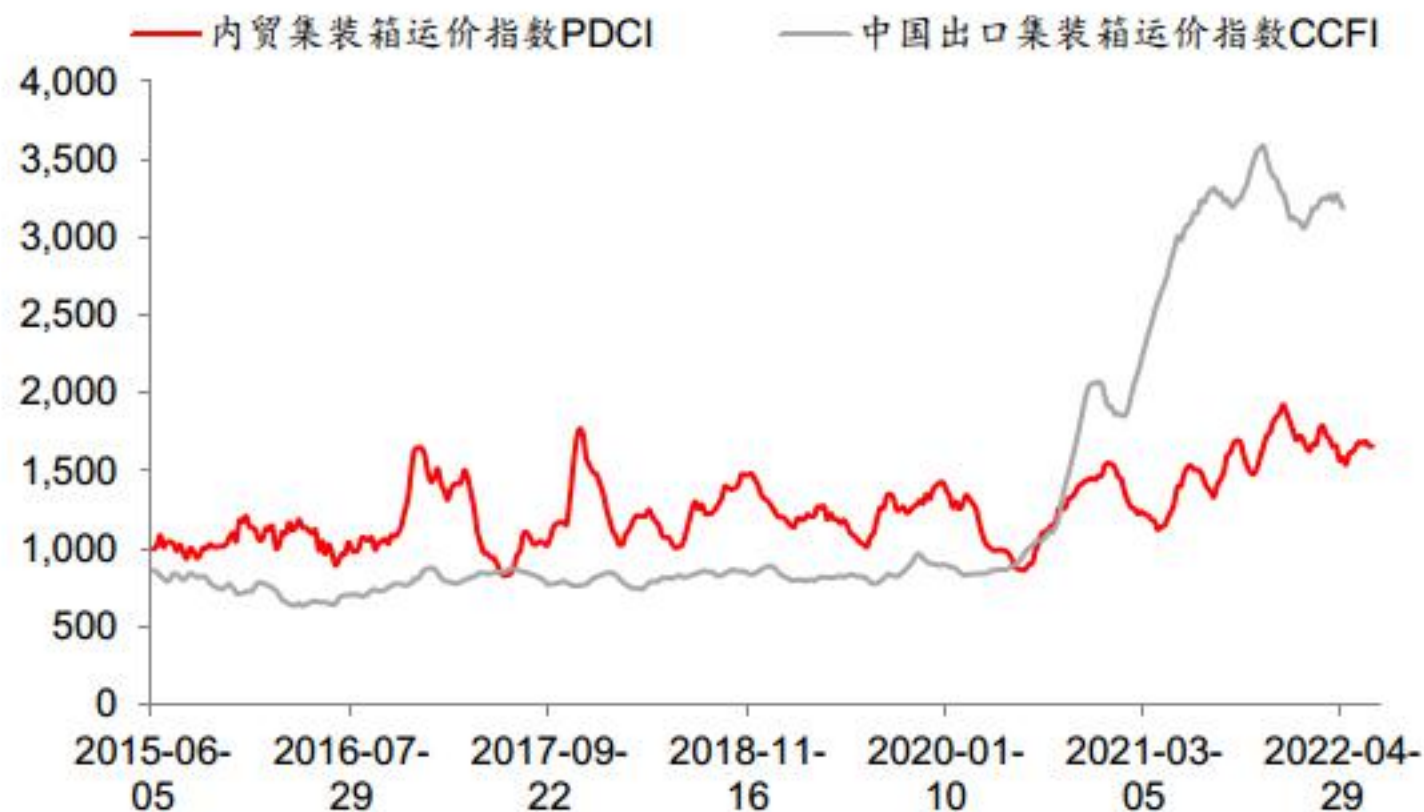
图：内贸集装箱船载重量同比下降



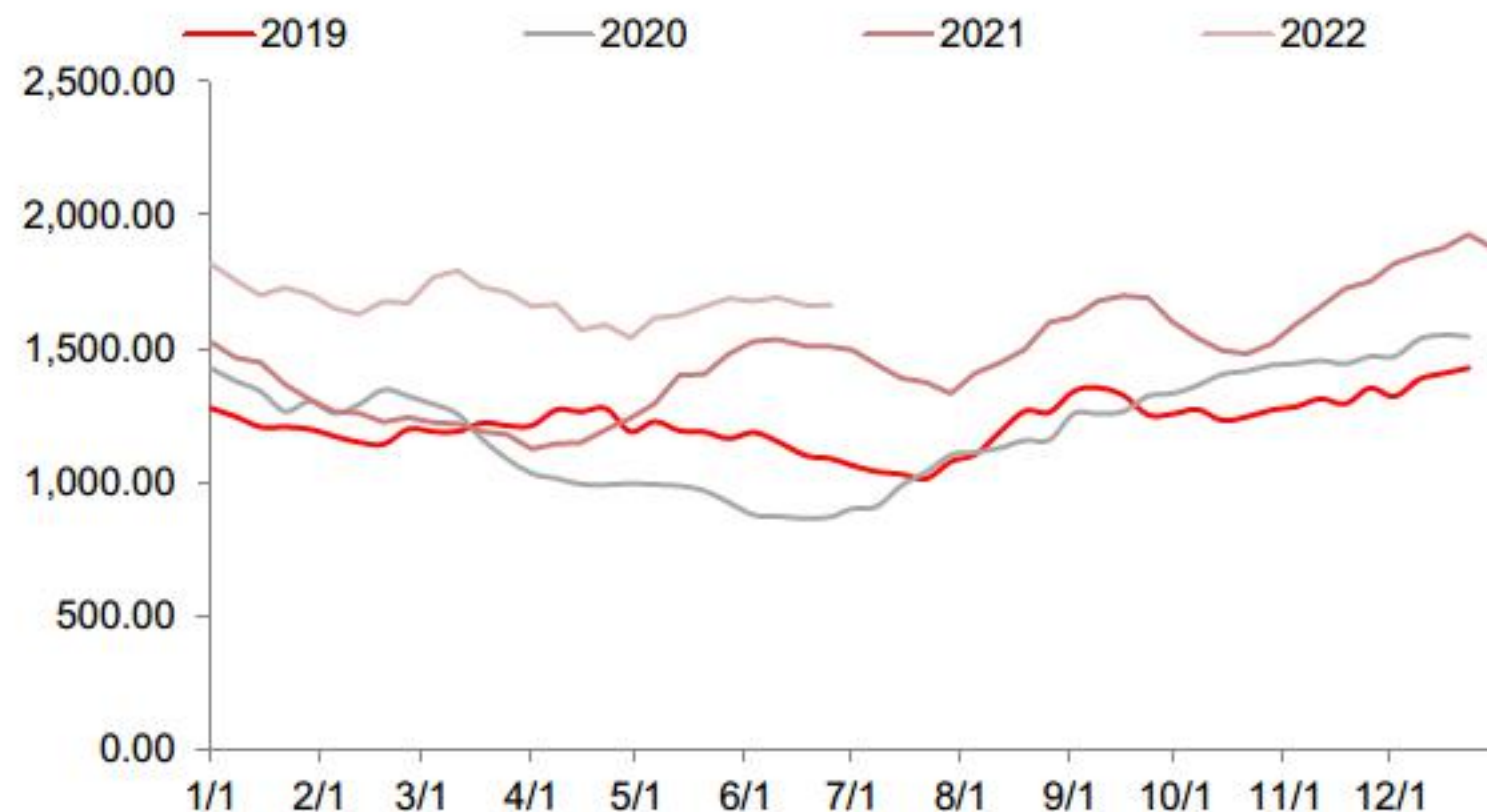
### □ 内贸集运弱周期强成长，供需关系改善为运价提供支撑。

- 相较于外贸运价，内贸集装箱运价稳定性更强，同时，考虑到国内目前集装箱化率仍处于低水平，内贸集装箱运输具有更低的周期性和更高的成长性。
- 短期内，考虑到四季度为内贸航运旺季，后续运价有望持续提升；
- 中长期来看，内贸集装箱物流行业集中度已大幅度提升，竞争格局大幅改善，出现恶性竞争的可能性较低，同时，企业新增运力高峰期已过，供给端将保持稳定，稳定的供需格局为内贸集装箱运价提供较强支撑。

图：内贸集装箱运价指数稳定性更强



图：内贸集装箱运价指数PDCI



04

公司看点

- **深耕内贸集装箱物流，拓展公路及铁路网络。**除水路运输外，公司率先实施“登陆战略”，整合铁路、公路等资源，推进多式联运相关服务，目前公司在国内各主要枢纽城市均建有现代物流基地，整合了超2000家拖车公司，2.7万辆集装箱卡车，集装箱铁路班列现已通达黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、天津、山东、河南、四川、重庆、贵州、江西、广东、广西、云南等省市，可全方位提供海陆联运、江海联运、水水中转、海铁联运等多式联运服务以及冷链运输服务。

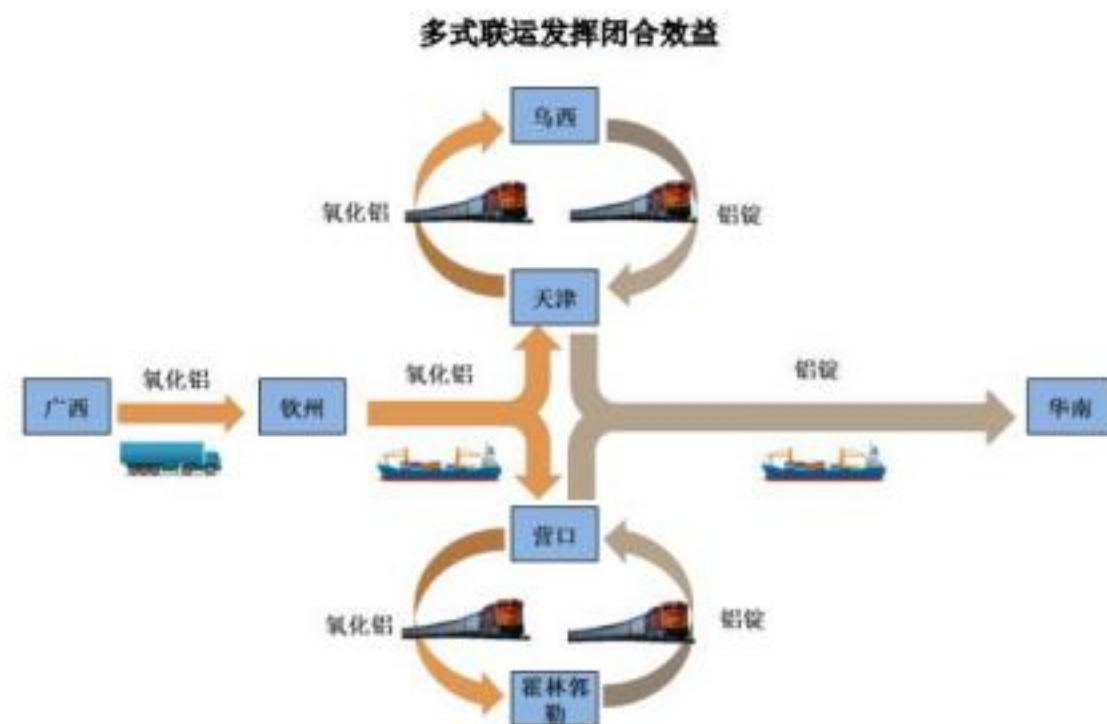
图：公司铁路快线布局图



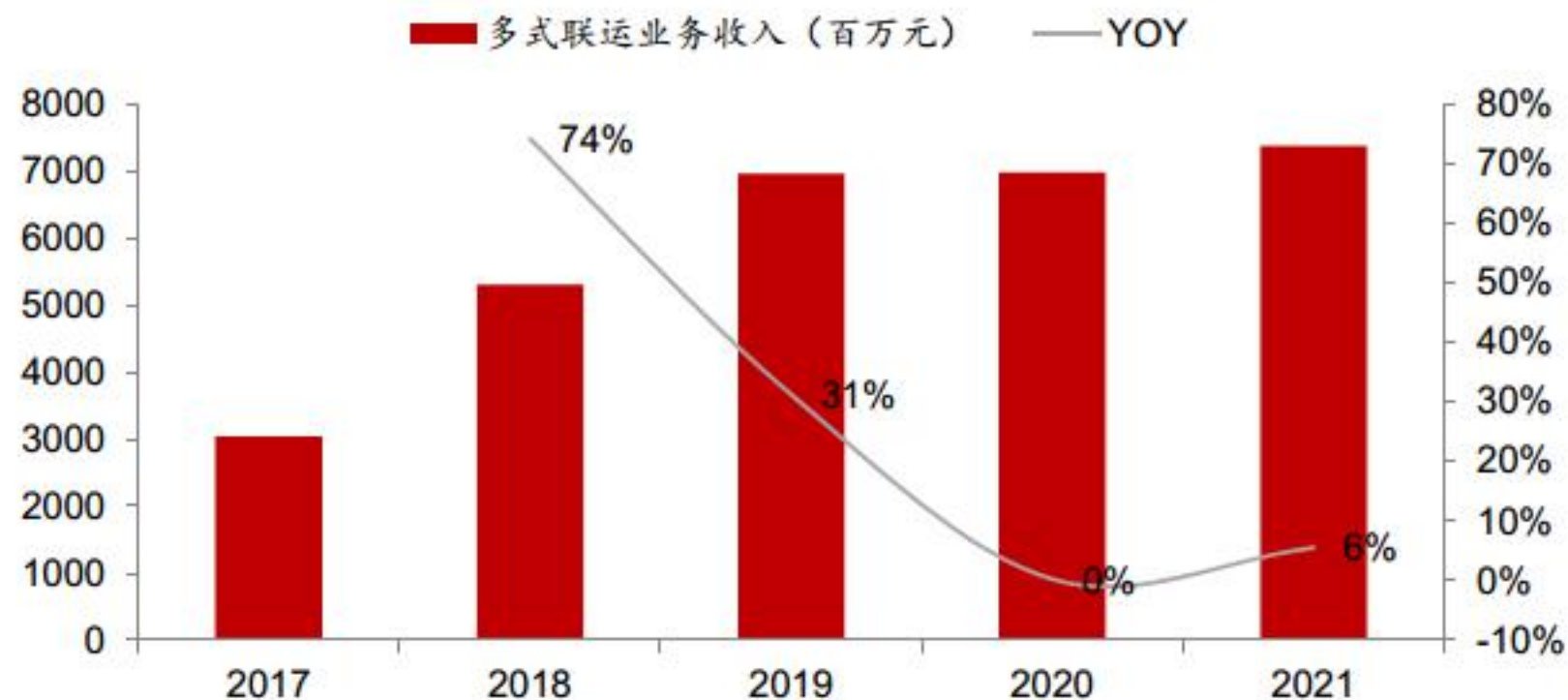
图：公司海铁联运示意图



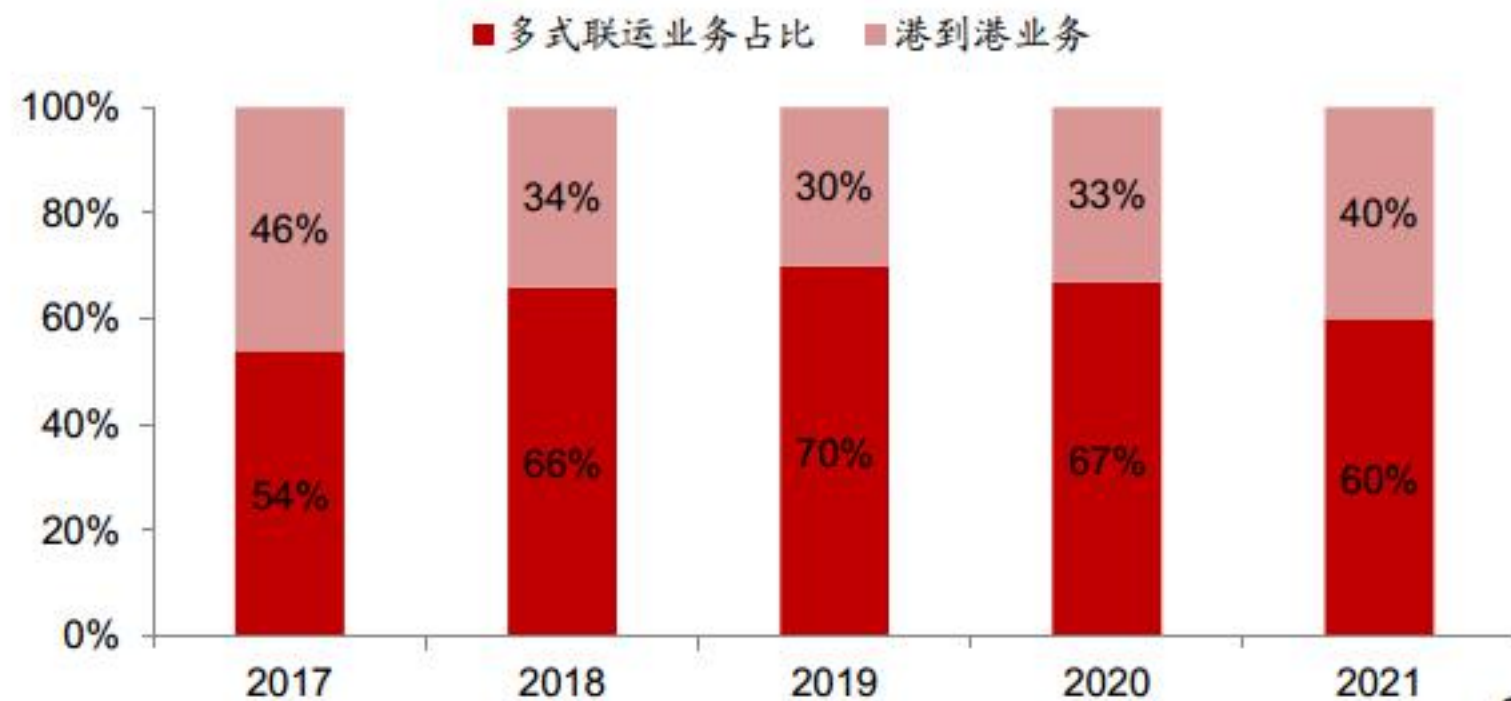
- 目前公司的物流业务已经覆盖国内百余座港口，开设内贸航线几十条，各航线已经形成稳定班轮航次，构建起沿海与长江、珠海连接形成的“三横一纵”大海运、大物流体系。
- 依托于港口资源及航线网络，公司逐渐向内陆运输延伸，整合集装箱卡车资源，并与铁路部门、铁路场站协议合作，通过“铁路+公路”服务扩大业务半径。截至2021年，公司的多式联运业务占比已经高达60%以上。



图：中谷物流多式联运收入稳步增长



图：中谷物流多式联运业务占比



- **抓住机遇拓展外贸航线，有望带来新增长。**2020年来，外贸集运行业景气度上行，运价向上攀升，公司抓住机遇，开始有序探索外贸业务，新开辟了“上海-宁波-胡志明-上海”航线，并投入“中谷东海”、“中谷黄海”两艘1900TEU集装箱船舶，2021年，公司投入11艘船舶用于外贸，并开辟了“太仓-海参崴-太仓”航线。

图：出口集装箱运价指数（CCFI）处于高位



### □ 新订单船舶数量行业领先，有助于获得更大的市场份额。

- 2021年公司与国内船厂签订18艘4600TEU集装箱船舶订单，预计将于2022年四季度至2024年上半年陆续完成交付，
- 根据Alphaliner数据显示，截至2022年7月15日，国内内贸集装箱运输企业中，中谷物流的订单船舶远远超过竞争对手，随着2022年四季度公司船舶逐渐交付，运力提升下有望进一步提升市场份额。

图：公司船舶运力大幅增长



表7：头部内贸集装箱物流企业船舶订单情况

序号	公司	TEU	船舶数	订单运力占比
1	中谷物流	83,052	18	73%
2	安通控股	4,888	2	6%
3	中国外运	7,000	4	16%
4	宁波舟山港	16,940	10	40%

图：公司总计费箱量稳定增长



□ 应用加强型小高箱，为客户降本增效，推动国内散改集进程提速。

- 2022年6月，公司推出加强型小高箱，在普通小平箱的基础上将箱体加高加固，随着高度和载重的提升，同种货物相比小平箱节省约12%的运费，同时，中谷加强型小高箱更加便捷，可实现铁路无换装高效作业。
- 加强型小高箱的推出有助于进一步促进国内散改集进程。目前国内集装箱化率仍处于较低水平，公司有望持续受益于国内集装箱渗透率提升带来的成长空间。

图：中谷加强型小高箱



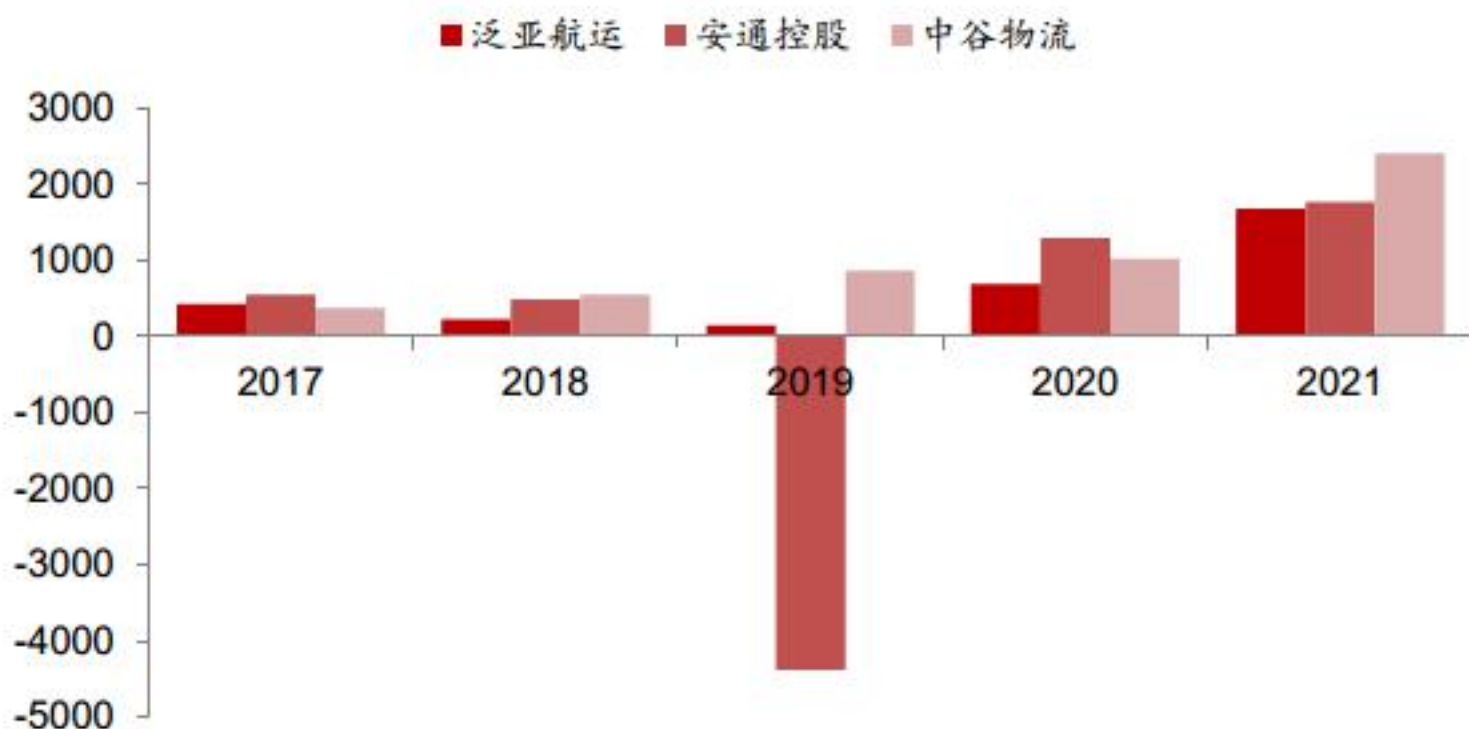
图：小高箱运输货量增加



### □ 在公司强控本能力下，公司的盈利能力行业领先。

- 对比内贸集运三家龙头企业，中谷物流的净利润稳步增长，2021年泛亚航运/安通控股/中谷物流三家公司的净利润分别为17/18/24亿元，近5年来，公司净利率保持稳步提升，反映了公司盈利能力的稳定性。
- 从单位计费箱量成本来看，公司同样领先于同行。内贸集运行业具有一定周期性，优秀的成本管控能力成为公司长期稳定发展的强护城河。

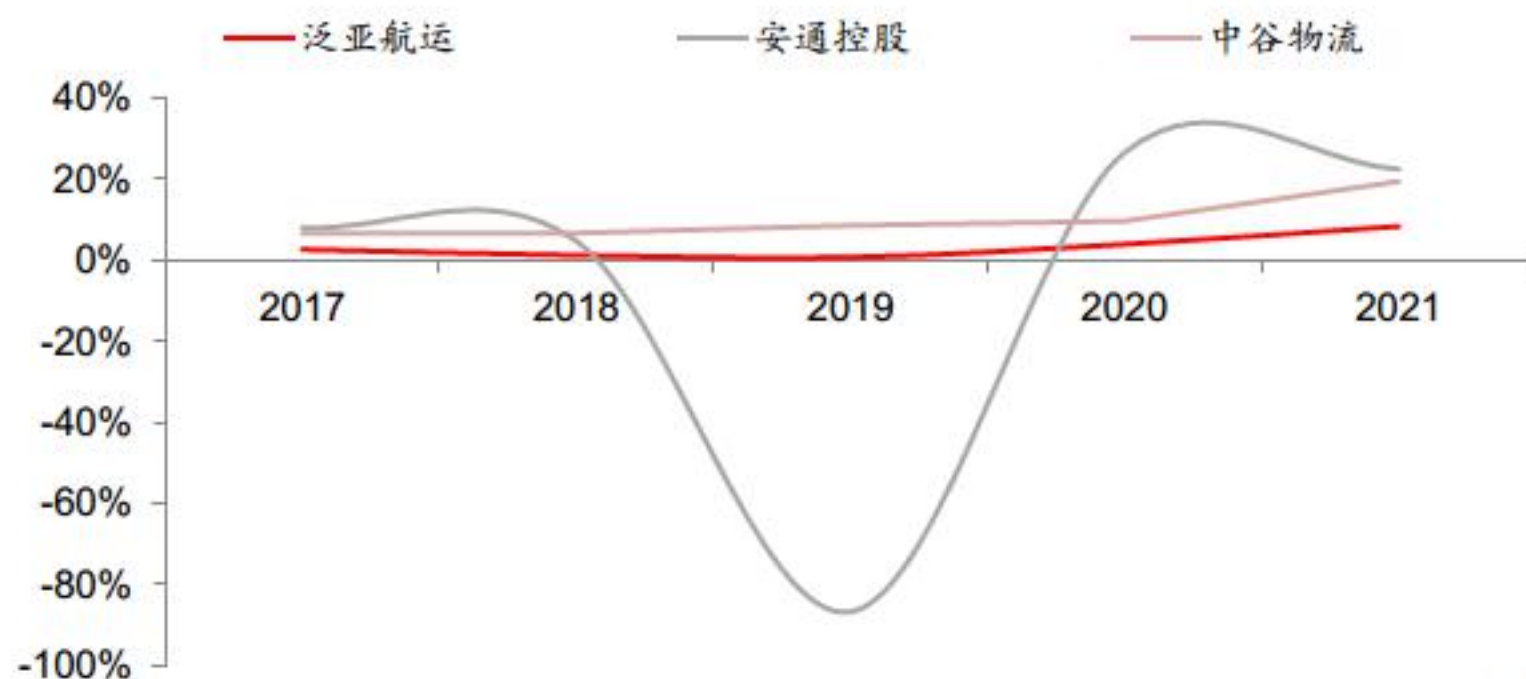
图：三家内贸集运公司净利润对比（百万元）



图：中谷物流单位计费箱量成本低于同行



图：三家内贸集运公司净利率对比



## 4.3 精细化运营提升效率，强成本管控打造核心竞争力

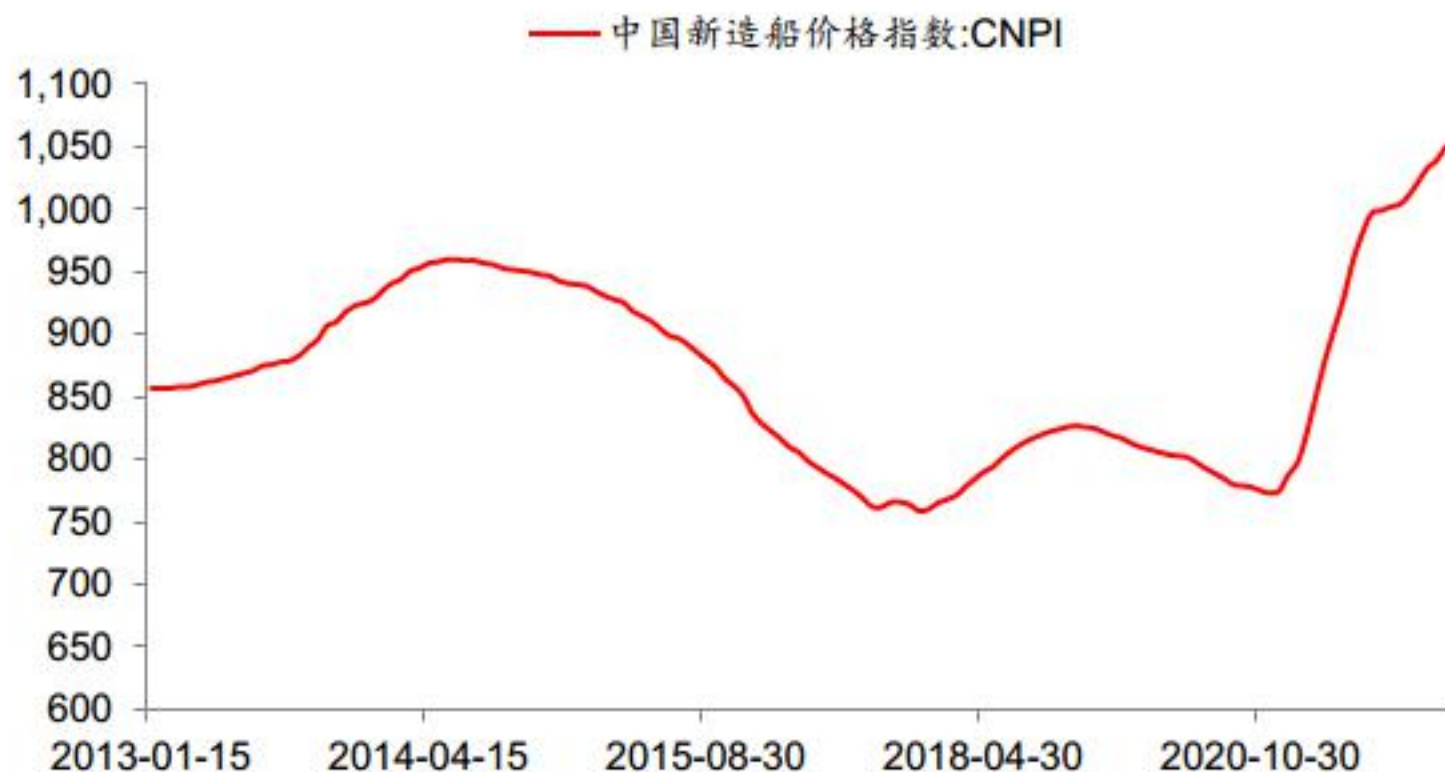
### □ 择时低价购入船舶资产，形成成本护城河。

- 2017年末，公司开始加大对于核心资产的投入力度，从公司船舶资产的账面价值来看，2018年公司船舶账面价值增长57%，按照平均2年的交付时间，则相应的购船时间为2016年底，国内新造船价格指数处于低位。

表：船舶资产情况

序号	公司	TEU	船舶数	订单运力占比
1	中谷物流	83,052	18	73%
2	安通控股	4,888	2	6%
3	中国外运	7,000	4	16%
4	宁波舟山港	16,940	10	40%

图：中国新造船价格指数



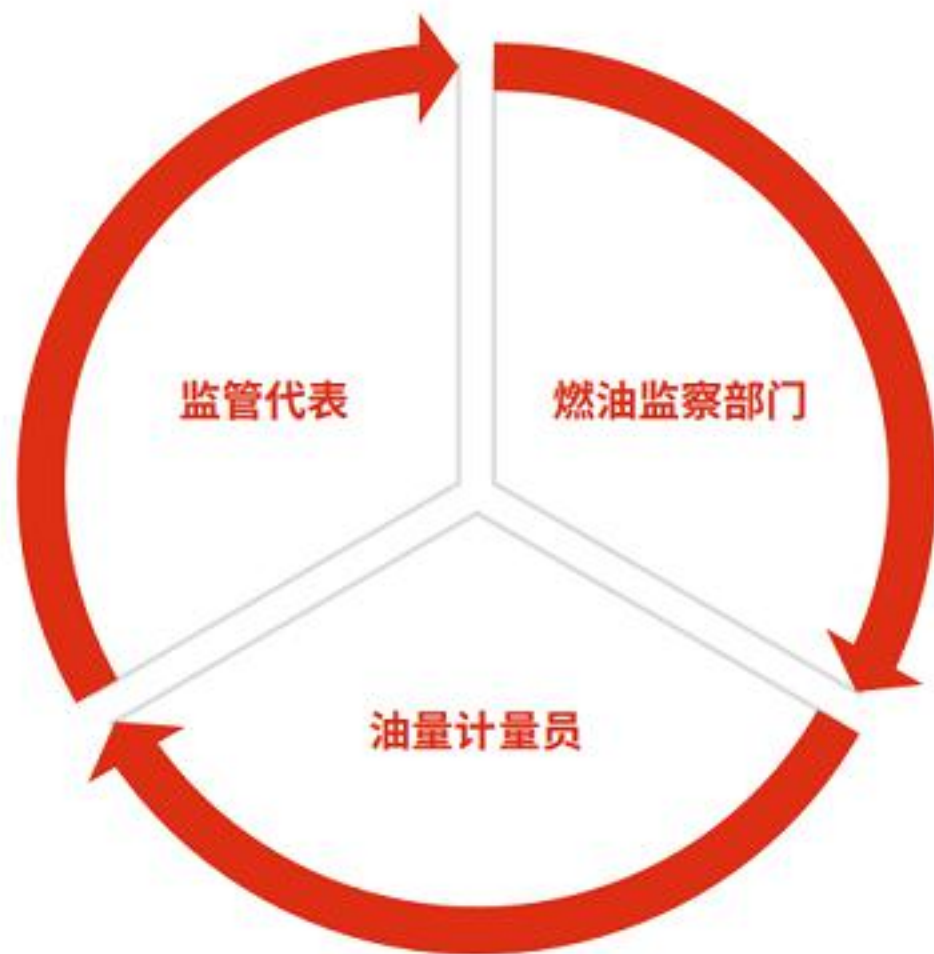
图：公司船舶资产账面价值



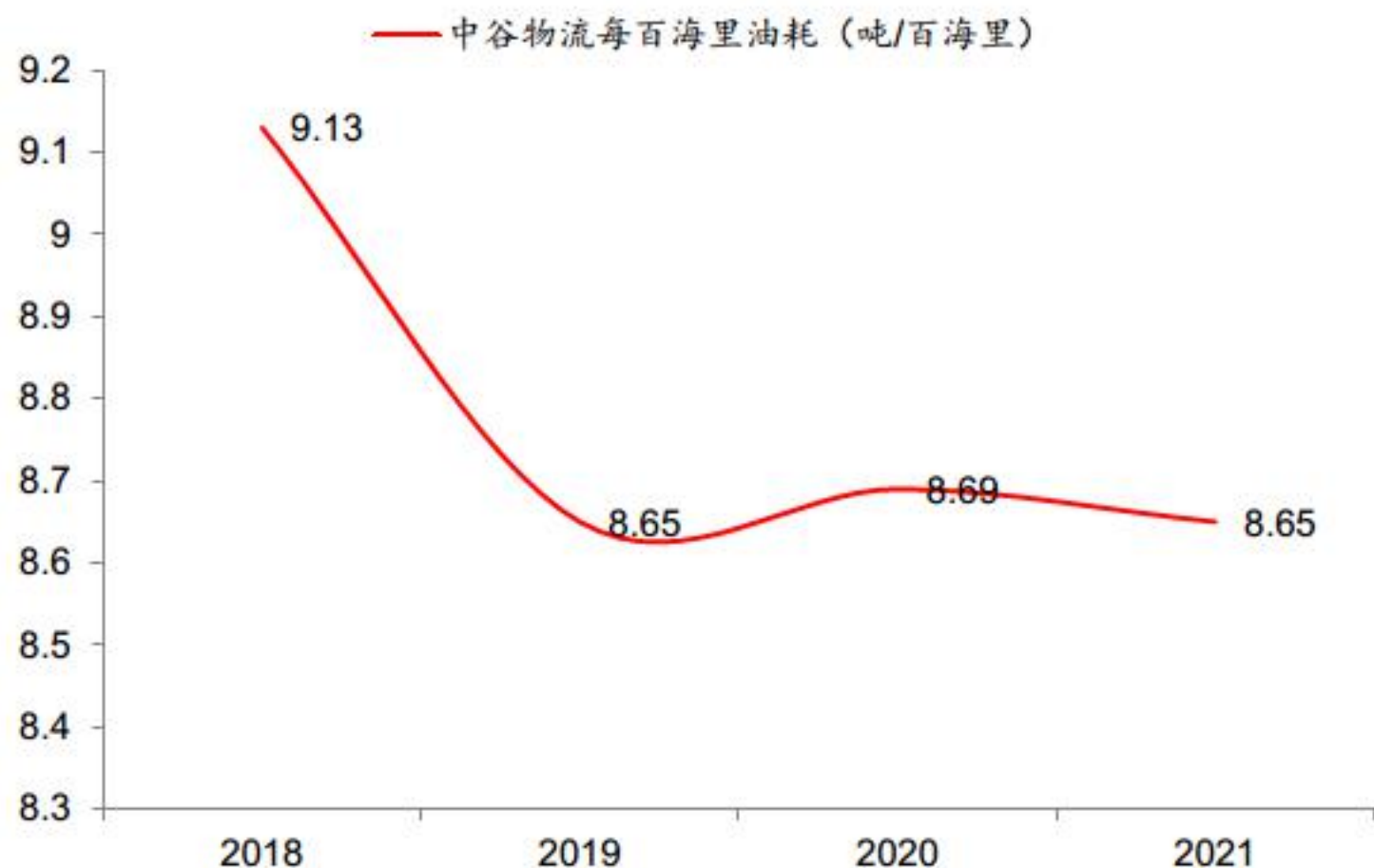
## □ 精细化流程管理，提升资产使用效率。

- 公司高度重视船舶的燃油消耗量，设置了燃油监察部门，委派监管代表在供油船实施监管燃油质量，并设置油量计量员监察油品，2021年，公司每百海里油耗相较于2018年降低5.29%；
- 同时，公司针对航线控制等进行实施监管，并反馈港口情况以压缩船舶在港停时，抛锚时间进一步下降，提升船舶周转率。

图：公司燃油监管体系



图：公司每百海里油耗降低



## 4.3 精细化运营提升效率，强成本管控打造核心竞争力

- **高度重视数字化系统建设，进一步提升服务效率。**公司是国内最早将互联网引入航运，建立航运大数据及航运电商平台的企业之一，通过多年的积累，目前公司能够为客户提供物流全程信息化服务，自主研发并搭建了中谷电商平台、换单系统、拖车系统等，通过数字化港口对接，公司在主要港口实现了集装箱动态自动化及可视化管理，将箱管人员的工作量减少了90%。

图：中谷物流数字化系统



05

盈利预测

□ **上市以来公司分红情况：**公司2020年9月25日上市后共实施三次利润分配，2020年度/2021年度/22H1现金分红分别为6.00 / 14.38 / 17.03亿元，占当期归母净利润的比例分别为58.89% / 59.82% / 110.45%。

表：公司上市以来利润分配情况

	利润分配方案	当期归母净利润 (亿元)	期末未分配利润 (亿元)	股本基数 (亿股)	现金分红 (亿元)	现金分红占当期 归母净利润比例
2020年度	每股派发现金红利 <b>0.90元</b>	10.19	21.95	6.67	6.00	<b>58.89%</b>
	每股转增0.3股，不派送红股			转增后8.67		
2021年度	每股派发现金红利 <b>1.50元</b>	24.04	37.82	9.59	14.38	<b>59.82%</b>
	每股转增0.48股，不派送红股			转增后14.19		
22H1	每股派发现金红利 <b>1.20元</b>	15.42	38.86	14.19	17.03	<b>110.45%</b>

□ PDCI指数变动趋势具有较强参考意义。

表：PDCI指数与公司水运业务单价变化趋势高度一致



	2017	2018	2019	2020	2021
年均PDCI水平	1227.77	1241.13	1221.46	1204.15	1468.64
YOY		1%	-2%	-1%	22%
水运业务单价 (元/TEU)	1,582.25	1,626.86	1,617.70	1,614.53	1,879.09
YOY		3%	-1%	0%	16%

- 运价假设：a.水运：结合2022年至今PDCI变动趋势，并假设2024年PDCI逐步恢复至疫情前水平，假设2022-2024年公司水运业务单箱收入分别同比增长13%/-18%/-5%。b.陆运：假设陆运业务单箱收入稳定在每年1%的增长。
- 计费箱量假设：a.水运：假设公司18艘船舶逐月交付，预期2022-2024年水运业务计费箱量增速为10% / 30% / 8%；b.陆运：参考相关政策目标，到2025年集装箱铁水联运量年均增长15%以上，假设2022-2024年陆运业务计费箱量增速为5% / 10% / 10%。

表：单计费箱量盈利拆分（单位：元/TEU）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
水运业务					
单TEU收入	1615	1879	2123	1741	1654
单TEU成本	1339	1507	1624	1353	1309
码头费	557	603	682	568	550
驳船费	159	181	195	162	157
船舶成本	475	543	569	474	458
集装箱成本	93	90	114	95	92
其他	55	75	65	54	52
毛利	276	372	499	388	345
<b>毛利率 (%)</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>
陆运业务					
单TEU收入	729	676	683	690	696
单TEU成本	707	656	662	669	676
毛利	69	64	68	75	84
<b>毛利率 (%)</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>

- 根据上述盈利预测假设，预期2022-2024年公司营业收入分别为148/159/166亿元，毛利率分别为24%/23%/22%。预期2022-2024年公司EPS分别为2.03/2.09/2.09元/股。

表：收入成本拆分（单位：百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,419	12,291	14,793	15,896	16,583
YOY	5%	18%	20%	7%	4%
水运业务	8124	10163	12536	13389	13797
YOY	7%	25%	23%	7%	3%
内贸	8124	9492	11798	12577	12904
外贸		671	738	812	893
陆运业务	2295	2128	2257	2508	2786
YOY	0%	-7%	6%	11%	11%
营业成本	8,961	9,677	11,215	12,206	12,912
YOY	3%	8%	16%	9%	6%
码头费	2,804	3,045	3,791	4,105	4,288
驳船费	798	913	1,083	1,173	1,225
船舶成本	2,390	2,740	3,159	3,421	3,573
集装箱成本	466	457	632	684	715
其他	278	381	361	391	408
陆运成本	2,227	2,065	2,189	2,433	2,703
毛利率(%)	14%	21%	24%	23%	22%
归母净利润	1027	2404	2877	2963	2972
EPS(最新摊薄)	0.72	1.69	2.03	2.09	2.09

- 分别选取国际集运公司中远海控、海丰国际及内贸集运公司安通控股作为可比公司，由于安通控股暂无一致预测，同时选取内贸航运公司兴通股份作为可比公司。
- 相较于中远海控、海丰国际等外贸集运公司而言，中谷物流所属内贸集运行业竞争格局更加集中，随着国内“散改集”和多式联运的推进，公司成长属性更强，给予公司2022年11倍PE，对应目标价22.3元/股，给予“增持”评级。

表：可比公司估值

可比公司	公司代码	EPS				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中远海控	601919.SH	5.58	6.97	4.36	2.28	3.35	2.02	3.24	6.18
海丰国际	1308.HK	0.43	0.62	0.53	0.54	8.34	5.48	6.43	6.29
安通控股	600179.SH	0.4	-	-	-	9.41	-	-	-
兴通股份	603209.SH	1.33	1.24	1.68	2.16	-	27.13	19.99	15.55
<b>平均值</b>		<b>1.94</b>	<b>2.94</b>	<b>2.19</b>	<b>1.66</b>	<b>7.03</b>	<b>11.54</b>	<b>9.89</b>	<b>9.34</b>
中谷物流	603565.SH	1.69	2.03	2.09	2.09	8.46	7.07	6.86	6.84

- 1、宏观经济波动风险：**集装箱运输业务受宏观经济影响较大，经济增速放缓将导致内贸集装箱运输需求下滑，从而对公司的运价及计费箱量产生影响，导致公司业绩不及预期。
- 2、散改集及多式联运落地速度放缓风险：**公司受益于国内推进散改集及多式联运运输方式，散改集及多式联运落地速度不及预期对公司业务量产生影响，导致公司业绩不及预期。
- 3、内贸运力增加风险：**若国内新增船舶或进口二手船舶增多，将导致运力供给增多，从而对公司运价产生影响。
- 4、外贸景气度下滑风险：**公司大力拓展外贸集装箱运输业务，当外贸景气度下滑将导致运价降低，从而使得公司外贸业务不及预期。
- 5、油价上涨风险：**燃油成本是公司重要成本开支，若油价上涨过高将导致公司成本大幅增长，进而导致公司业绩不及预期。

## 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。本公司的资产管理公司、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

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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