

# 中谷物流（603565.SH）：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力

2025年3月4日

推荐/首次

中谷物流

公司报告

**中谷物流**是我国内贸集装箱龙头企业。公司成立于2003年，通过持续整合全国范围内的铁路及公路资源，形成了“公、铁、水”三维物流网络，建立了以水路运输为核心的多式联运综合物流体系。

## 公司物流基础设施完善，航线网络覆盖面广

公司长期深耕内贸集运行业，已经通过港口、航线、联运线路的有机结合，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。港口方面，目前公司的航运网络覆盖全国25个沿海主要港口与超过50个内河港口，并采取“双核战略”对港口资源进行有效配置；航线方面，公司航线通达全国沿海及各江河流域的主要水系，形成了以“京津冀经济带”、“长江经济带”、“粤港澳大湾区”以及“一带一路南北海上大通道”构成的“三横一纵”的大海运、大物流体系；公司铁路快线网则与水路网络形成了有效的互补，强化了公司物流网络的覆盖，有效提升了公司竞争力。

## 公司业务规模稳健扩张，利润率高，盈利稳定性强

公司控制运力及营收水平在内贸集装箱航运领域排名第二，仅次于中远海控旗下的泛亚航运。公司持续强化规模优势，订购的18艘4600TEU大型内贸集装箱船于23-24年陆续下水，自有运力有明显提升，运力规模借此与行业第三拉开了一定差距。

受限于行业性质，公司营收及利润表现对运价变化较为敏感。但相比竞争对手，中谷利润率高，且更加稳定。即使行业不景气，运价大幅下跌时，中谷依旧能够维持一定的利润率水平。现金流方面，公司以较小的体量实现了高于泛亚的经营净现金流入，也证明公司的运营效率在业内较为突出。

## 精细化管理能力与造船成本优势是公司盈利护城河

我们认为中谷盈利能力与现金流水平的强势，很大程度上得益于中谷优秀的物流管理能力。集装箱多式联运的供应链流程较长，这使得内贸航运公司对物流全链路的信息掌控能力变得尤为关键。中谷自研的全链路信息化的管理系统帮助公司不断对运输链路进行优化，提升了整体的运行效率。

此外，公司在船舶固定成本上也具备较明显优势。这得益于公司对于行业周期的精准判断，使得公司多次在船舶造价较低的时点实现了船舶新老更替及产能扩张，例如2021年1月公司发布公告称订购了18艘4600TEU大船，时间点正对应了阶段造船价格的低点。低位造船将明显降低公司船舶的折旧，并带来持续的成本优势。

## 长期看，“公转水”、“散改集”和多式联运将持续支持行业需求增长

水运虽然是所有运输模式中成本最低的，但我国物流中水运占比提升较为缓慢，主要是由于货物的末端运输基本还是依赖公路，水运和铁路运输相比单纯的公路运输会增加至少两次中转环节，其中转费用、时间损耗，以及多次装卸可能导致的货物损耗一定程度上抵消了水运阶段的成本优势。为此，国家多次发文，要求完善多式联运相关基础设施，降低多式联运在中转环节的消耗，提升“公转水”的成本优势。

## 公司简介：

中谷物流是我国内贸集装箱龙头企业，成立于2003年，是中国最早专业从事国内沿海集装箱货物运输的企业之一。公司长期深耕内贸集运行业，已经通过港口、航线、联运线路的有机结合，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。

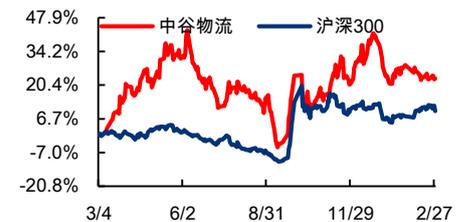
资料来源：公司公告、同花顺

## 交易数据

52周股价区间(元)	10.34-6.88
总市值(亿元)	187.12
流通市值(亿元)	187.12
总股本/流通A股(万股)	210,006/210,006
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.65

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

长期来看, 我国规模以上港口集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例约为 20%, 与欧美主流港口相比处于较低水平, “散改集”和多式联运的比例具备较大的提升空间, 将支撑我国内贸集装箱航运的长期需求增长。

#### 盈利预测与投资建议:

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 16.0、17.7 和 20.4 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 11.6X、10.5X 和 9.1X。公司对于中小股东权益较为重视, 分红比例维持在较高水平。公司 23-25 年股东回报计划承诺 3 年累计分配利润不低于累计可分配利润的 60%, 且公司在 22-23 年公司分红比例都超过了 70%, 体现出公司很强的分红意愿。保守假设下, 后续分红比例取最低的 60%, 则 24-26 年公司股息率达到 5.2%、5.7% 和 6.6%, 在目前环境下有较强吸引力。综合以上分析, 我们首次覆盖公司, 给予“推荐”评级。

**风险提示:** 宏观经济增长不及预期、运价大幅波动、多式联运及“散改集”推进不及预期。

#### 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,208.92	12,438.79	12,256.15	13,516.64	14,149.29
增长率 (%)	15.60%	-12.46%	-1.47%	10.28%	4.68%
归母净利润 (百万元)	2,741.39	1,717.28	1,601.42	1,773.39	2,039.32
增长率 (%)	14.02%	-37.36%	-6.75%	10.74%	15.00%
净资产收益率 (%)	29.47%	16.02%	14.10%	14.69%	15.83%
每股收益 (元)	1.93	0.82	0.76	0.84	0.97
PE	4.59	10.80	11.62	10.49	9.12
PB	1.35	1.74	1.64	1.54	1.44

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 中谷物流：领先的内贸集装箱航运龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司是内贸集装箱航运龙头，实控人为卢宗俊.....	5
1.2 公司深耕大宗商品多式联运，行业运价是影响公司收入与盈利的重要因素.....	5
1.3 公司物流体系覆盖面广，实现了港口、航线、联运线路的有机结合.....	8
<b>2. 公司业务规模稳健扩张，利润率与盈利稳定性高于竞争对手</b> .....	<b>9</b>
2.1 公司控制运力及业务规模稳健增长.....	9
2.2 公司业务体量排名行业第二，盈利能力业内最强.....	11
<b>3. 精细化管理能力与造船成本优势是公司盈利护城河</b> .....	<b>12</b>
3.1 公司通过精细化管理提升集装箱周转效率.....	13
3.2 公司在船价低位造船，带来明显的成本优势.....	14
<b>4. 公转水和多式联运为行业需求提供长期支撑</b> .....	<b>15</b>
4.1 需求端：多式联运和“散改集”是内贸航运的长期发展趋势.....	15
4.2 供给端：23-24 年行业供给增长较快，长期看则较为匹配.....	18
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>相关报告汇总</b> .....	<b>22</b>

## 插图目录

<b>图 1： 公司大股东为中谷海运集团，实控人为卢宗俊</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2： 公司多式联运业务模式示意图</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3： 沿海集装箱运价指数（PDCI）波动较大，且季节性较强</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4： 公司营收受运价影响较为明显（亿元）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 5： 公司的境外收入主要来自船舶外租收入（2023 年）</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6： 长期看，沿海集装箱运价与外贸集装箱运价存在一定的关联性，但短期则经常出现背离</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7： 内贸集装箱（水运部分）业务成本构成分析（中谷物流 2019 年数据，后续未披露）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 8： 公司采取“双核战略”对港口资源进行有效配置</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9： 公司航线形成“三横一纵”格局</b> .....	<b>9</b>
<b>图 10： 公司铁路快线与航运线路形成优势互补</b> .....	<b>9</b>
<b>图 11： 公司营收以水运收入为主（亿元）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 12： 公司控制运力规模 23-24 年提升较明显（万载重吨）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 13： 公司运力规模高于安通控股</b> .....	<b>10</b>
<b>图 14： 公司自有运力占比逐渐提升</b> .....	<b>10</b>
<b>图 15： 公司扣非净利润及净利率维持较高水平（亿元）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 16： 公司资产负债率合理（亿元）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 17： 公司资产主要由现金（及等价物）和船舶类资产组成，资产负债表健康（2024Q3，单位：亿元，）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 18： 内贸 top3 营收体量对比，中谷排名第二（亿元）</b> .....	<b>12</b>
<b>图 19： 内贸 top3 扣非归母净利润对比，中谷行业领先（亿元）</b> .....	<b>12</b>

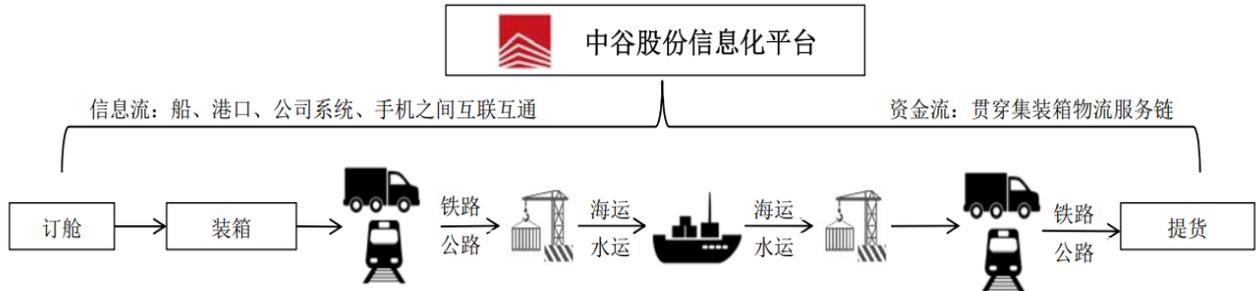
图 20: 中谷净利率领先竞争对手 .....	12
图 21: 中谷经营净现金流领先竞争对手 (亿元) .....	12
图 22: 中谷物流自研的全链路信息化的管理系统是其核心竞争力之一 .....	13
图 23: 中谷计费箱量高于安通 (万 TEU) .....	13
图 24: 中谷与安通集装箱运输量相差不大 (万 TEU) .....	13
图 25: 公司 12 年开始执行“大船革命”, 到 24 年完美收官 .....	14
图 26: 公司造船时间节点基本对应了我国造船价格低点 .....	15
图 27: 公司内贸集装箱运输品类概览 .....	16
图 28: 我国货物运输中水运占比缓慢提升 .....	16
图 29: “公转水”及“散改集”以及多式联运的相关政策梳理 .....	17
图 30: 内贸集装箱船新增运力和退出运力对比 .....	18
图 31: 23-24 年内贸集装箱船运力快速增长 .....	18
图 32: 20-22 年内贸集运整体运力较为紧张, 23-24 年运力增长较快导致运价降幅较大, 后又逐步回稳 .....	18
图 33: 公司营收与成本假设 .....	19
图 34: 公司承诺 23-25 年分红比例不低于 60%, 22 年分红比例超过 70%, 23 年超过 80%。 .....	20

## 表格目录

附表: 公司盈利预测表 .....	21
-------------------	----



图2: 公司多式联运业务模式示意图

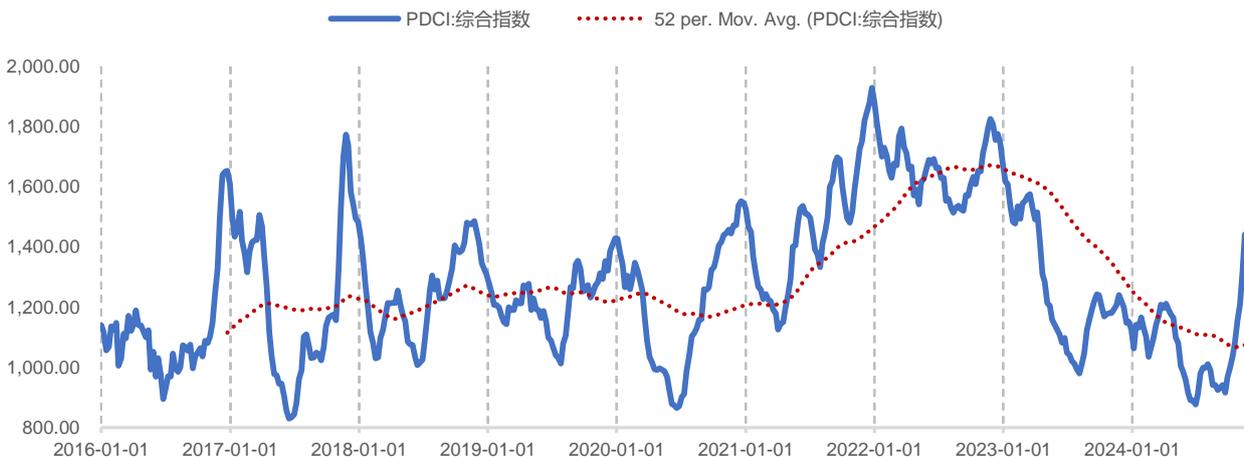


资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

公司所处的内贸集装箱航运业是一个对供需关系较为敏感的行业。行业运力体量相对固定, 但需求却随着季节的变化出现较大的涨落, 导致行业出现较为明显的淡旺季运价波动。

从运价变化可以发现, 一、四季度一般是内贸集运运价较高的时间段, 而二三季度由于需求不足, 运价一般处于低位。从 PDCI 指数来看, 内贸集运运价指数每年的高点与低点差距较大, 一四季度运价大部分时间都在 1200 点以上, 部分年份可以上冲至 1600 点以上; 而 5-6 月是运价低点, 部分年份降至接近 800 点。

图3: 沿海集装箱运价指数 (PDCI) 波动较大, 且季节性较强



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

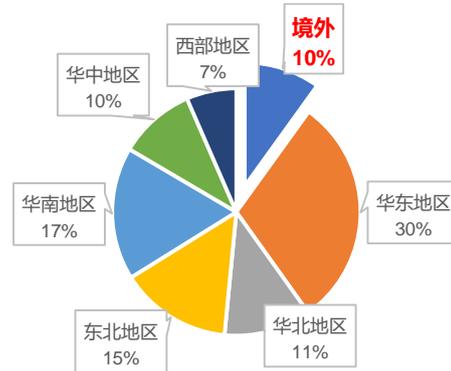
从公司的营收变化可以看出, 公司收入走势与内贸集运运价变化有显著关联。21-22 年行业景气带来运价上行, 公司营收有较大提升, 而 23 年运价下滑则导致公司营收较 22 年明显下降。24 年前三季度较为低迷的运价也对公司的盈利产生了负面的影响。

图4: 公司营收受运价影响较为明显 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

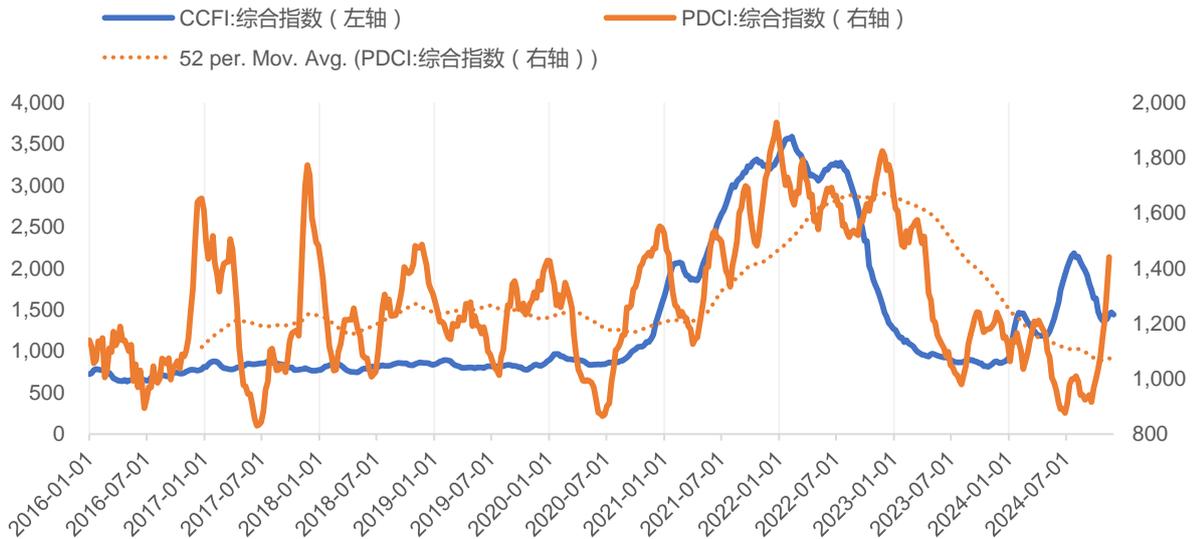
图5: 公司的境外收入主要来自船舶外租收入 (2023年)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从收入的来源看,除了国内收入外,公司还有部分境外收入,这是由于公司船舶同样可以对外出租用于外贸。可以看到,内贸运价指数(PDCI)与外贸运价指数(CCFI)长期看虽然存在一定的联动关系,但短期也经常出现背离,例如24年三季度外贸集运运价显著上涨,而内贸集运运价处于谷底。因此当内贸运价低迷时,企业可以通过将船舶出租用于外贸并收取租金,以提升自身的盈利能力。

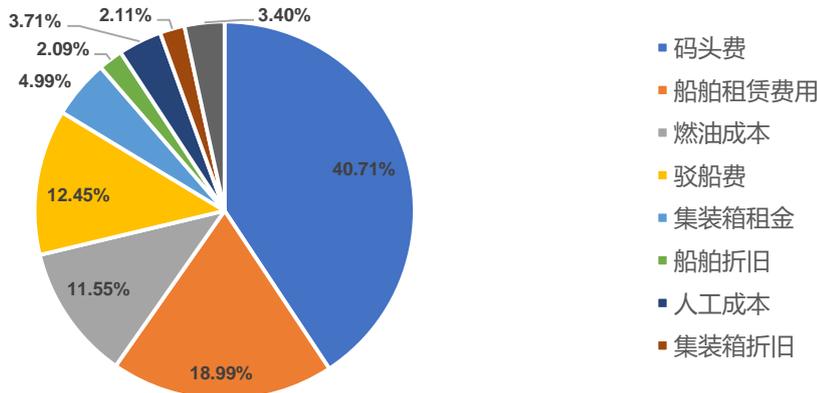
图6: 长期看,沿海集装箱运价与外贸集装箱运价存在一定的关联性,但短期则经常出现背离



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

成本方面,内贸集装箱运输的成本构成(海运部分)主要是码头费用、船舶租赁(及折旧)费用、集装箱租赁(及折旧)费用、驳船费用、燃油成本以及人工成本,合计能够占据海运成本的95%以上。这里面码头费用占比四成左右,驳船费用占一成左右;船舶的租金和折旧与公司造船或租船的时点有较大关联,若高点造船或租船,则会导致后续盈利承压,反之则将获得成本优势;燃油费用则主要与油价挂钩。

图7: 内贸集装箱（水运部分）业务成本构成分析（中谷物流 2019 年数据, 后续未披露）



资料来源: 中谷物流招股书, 东兴证券研究所

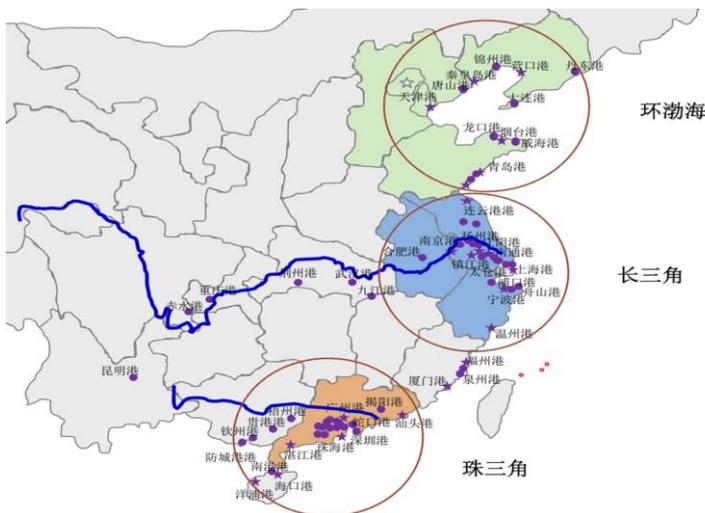
对于企业来说, 若希望降本增效, 一是需要优化运输链路, 尽量减少集装箱在运输的全链路中被周转装卸的次数; 二是通过合理的航线规划和销售策略提升船舶的装载率, 通过更高的仓位水平摊薄成本; 三是优化船队结构, 一般来说, 船只的大型化有助于摊薄单箱成本, 但船只过大也会导致能够靠泊的码头变少, 仓位销售的压力也会更大, 需要企业具备与大型船舶相匹配的运营管理能力。

### 1.3 公司物流体系覆盖面广, 实现了港口、航线、联运线路的有机结合

公司长期深耕内贸集运行业, 已经通过港口、航线、联运线路的有机结合, 构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。

港口方面, 目前公司的航运网络覆盖全国 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。

图8: 公司采取“双核战略”对港口资源进行有效配置

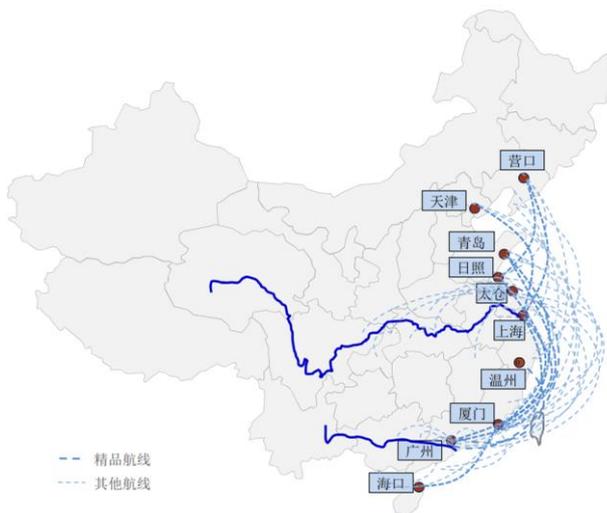


资料来源: 中谷物流招股书, 东兴证券研究所

公司采取“双核战略”对港口资源进行有效配置, 即每一个沿海主要经济腹地均选取两个距离不超过 200 海里的主要港口, 双重保障对经济腹地的辐射。经过多年经营, 公司形成了在辽宁沿海地区以营口、大连港为核心, 津冀沿海地区以天津、唐山港为核心, 山东沿海地区以青岛、日照港为核心, 长江三角洲地区以上海、太仓港为核心, 东南沿海地区以厦门和泉州港为核心、西南沿海区域以钦州、海口港为核心, 珠江三角洲地区以广州与珠海港为核心的“双核”布局。

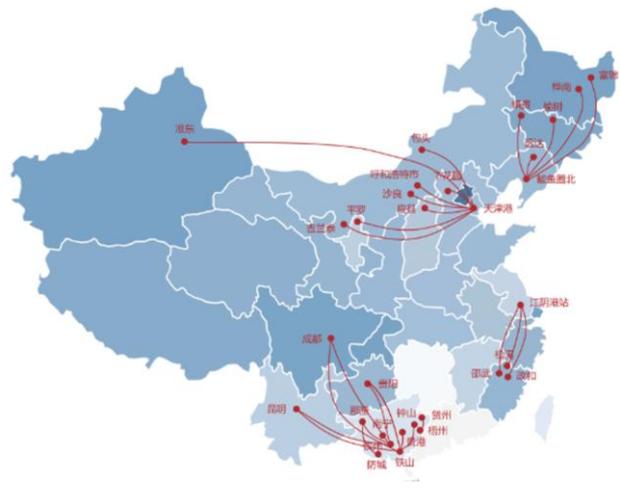
航线方面, 公司航线布局完善, 通达全国沿海及各江河流域的主要水系, 各条航线均形成了稳定的班轮航次, 逐步形成了以“京津冀经济带”、“长江经济带”、“粤港澳大湾区”以及“一带一路南北海上大通道”构成的“三横一纵”的大海运、大物流体系

图9: 公司航线形成“三横一纵”格局



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图10: 公司铁路快线与航运线路形成优势互补



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

铁路快线方面, 随着大宗散货类运输逐渐向集装箱化改进, 公司根据客户需求及货源条件, 开通了多条铁路集装箱运输班列, 逐步实现运贸结合。公司铁路快线布局与水路网络形成了有效的互补, 有效提升了公司竞争力。

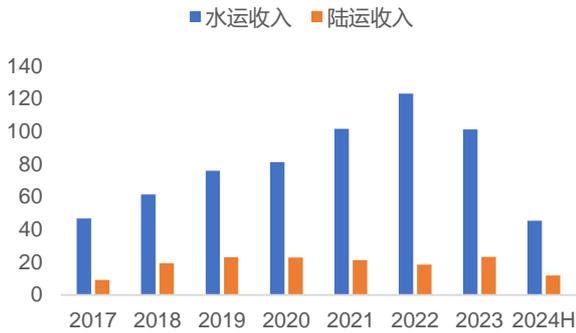
## 2. 公司业务规模稳健扩张, 利润率与盈利稳定性高于竞争对手

### 2.1 公司控制运力及业务规模稳健增长

公司营收以海运收入为主 (即堆场到堆场的收入), 陆运收入为辅 (堆场到门的收入)。其中受运价影响较大的是海运收入。可以看到受运价快速上行影响, 公司水运收入在 21-22 年快速增长, 而随着 23 年运价回落, 公司水运收入也有一定下滑。

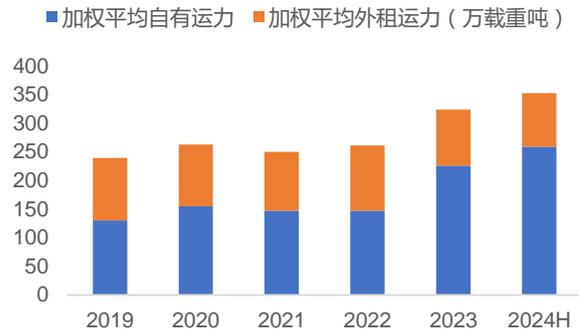
从收入结构来看, 24 年上半年公司水运业务收入 45.48 亿元, 占比约 79%, 陆运收入 11.91 亿元, 占比约 21%。一般来说, 水运收入占比在运价景气年份会有所提升, 运价低迷年份则占比下降。

图11: 公司营收以水运收入为主 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图12: 公司控制运力规模 23-24 年提升较明显 (万载重吨)

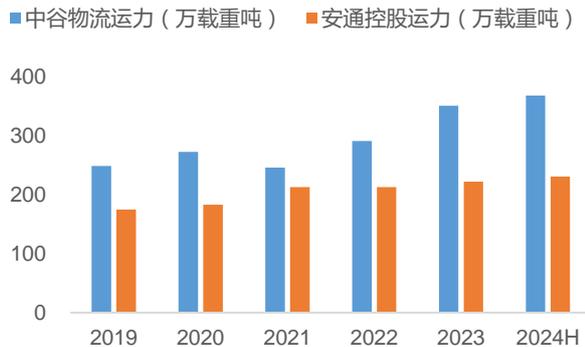


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从公司上市到 2022 年, 公司控制运力规模较为稳定。23-24 年公司控制运力规模有较为明显的提升, 主要系公司订购的 18 艘 4600TEU 集装箱船舶陆续下水, 带来了公司自有运力的快速增长。依托 18 艘大船的集中下水, 公司船队规模在 23 年后与竞争对手安通控股拉开了一定差距, 形成了规模优势。

公司自有运力占比 2022 年以前在 55% 左右波动, 与竞争对手安通相差不大, 23-24 年船舶订单集中交付则使得公司自有运力占比提升至 70% 以上。值得注意的是, 公司大规模构建固定资产的时间较为巧妙, 赶在了造船价格上涨前夕, 以较低的价格锁定了订单, 为公司后续很长一段时间的成本优势奠定了基础。

图13: 公司运力规模高于安通控股



资料来源: 公司年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

图14: 公司自有运力占比逐渐提升



资料来源: 公司年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

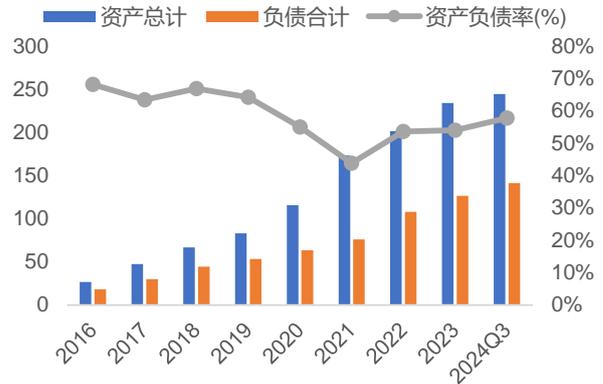
上市以来公司净利润随运价有较大波动, 但整体来看公司经营向好, 即使 23 年和 24 年前三季度内贸运价持续不景气, 公司销售净利润率依旧维持在 13% 左右, 高于疫情前的水平。

图15: 公司扣非净利润及净利率维持较高水平 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图16: 公司资产负债率合理 (亿元)

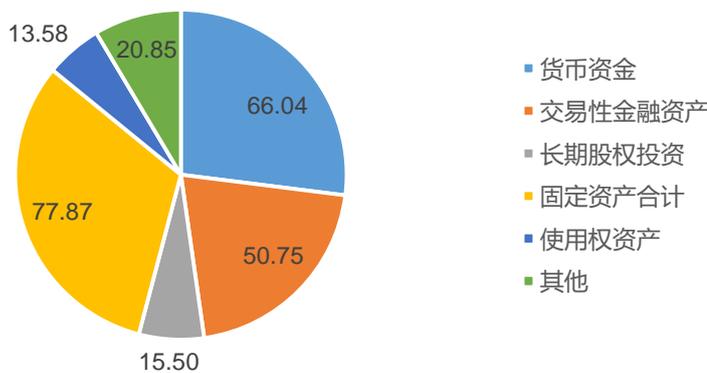


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

资产负债率方面, 公司资产负债率在 21 年降至 43% 左右, 后因大规模构建固定资产 (造船) 而有所提升, 截至 24 年 Q3 资产负债率约 58%。

公司资产负债表构成清晰。截至 24 年三季度, 公司流动资产主要为货币资金及交易性金融资产, 共计 116.8 亿元, 占总资产的 47.7%; 非流动资产中, 固定资产及使用权资产合计 91.5 亿元, 占总资产的 31.4%, 主要是船舶资产。剩余资产主要为长期股权投资 15.5 亿和其他资产共计 20.9 亿。负债方面, 公司负债合计 126.5 亿元, 主要包括经营活动产生的应付账款、经营活动和造船形成的长期借款, 以及租船形成的租赁负债等。总体来看公司资产结构清晰, 流动资金充裕, 资产负债率控制在合理范围, 资产负债表健康。

图17: 公司资产主要由现金 (及等价物) 和船舶类资产组成, 资产负债表健康 (2024Q3, 单位: 亿元,)



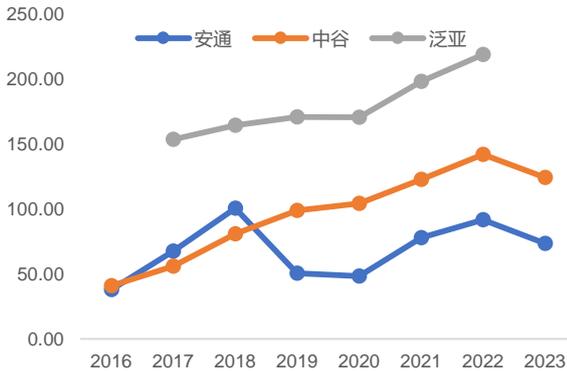
资料来源: 公司 24 年三季度报, 东兴证券研究所

## 2.2 公司业务体量排名行业第二, 盈利能力业内最强

内贸集装箱行业是一个集中度较高的行业。虽缺乏准确统计, 但根据上海国际航运研究中心估计, 行业前三的投入运力占比在 2020 年左右就达到了约 80%, 其中体量最大的是中远海控的控股子公司泛亚航运, 中谷物流运力规模排名第二, 安通控股排名第三。

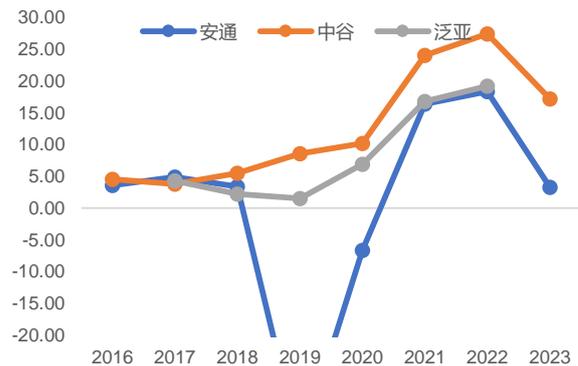
从营收体量来看, 中远海控旗下的泛亚作为行业内体量最大的公司, 营收明显高于中谷与安通。中谷与安通在 18 年之前体量相近, 但后续安通由于过度扩张资金链断裂, 陷入了破产重整流程, 导致收入规模被中谷超越。目前中谷业务规模稳居行业第二。

图18: 内贸 top3 营收体量对比, 中谷排名第二 (亿元)



资料来源: 公司年报、中远海控年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

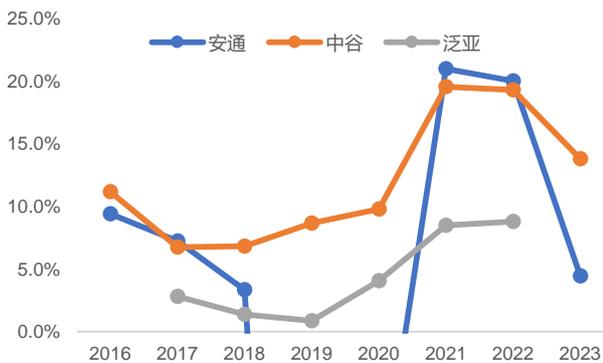
图19: 内贸 top3 扣非归母净利润对比, 中谷行业领先 (亿元)



资料来源: 公司年报、中远海控年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

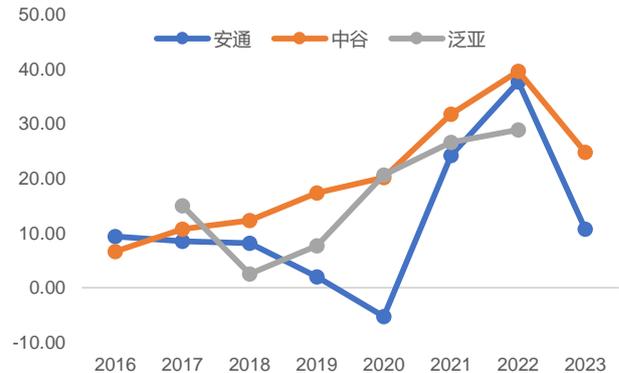
盈利能力方面, 中谷物流则最为强势, 净利润规模超过了体量更大的泛亚航运来到第一的位置。18 年开始, 中谷在净利润层面就持续高于泛亚和安通, 体现出中谷在经营层面的优势。相比竞争对手, 中谷利润率高, 且更加稳定, 即使运价大幅下跌时, 中谷依旧能够维持一定的利润率水平。

图20: 中谷净利率领先竞争对手



资料来源: 公司年报、中远海控年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

图21: 中谷经营净现金流领先竞争对手 (亿元)



资料来源: 公司年报、中远海控年报, 安通控股年报, 东兴证券研究所

公司现金流较为充沛。可以看到, 虽然公司体量不及泛亚, 但大多数年份经营净现金流略高于泛亚, 也就是公司以更小的运力规模实现了与泛亚比肩的现金净流入, 这同样体现了公司优秀的盈利能力。

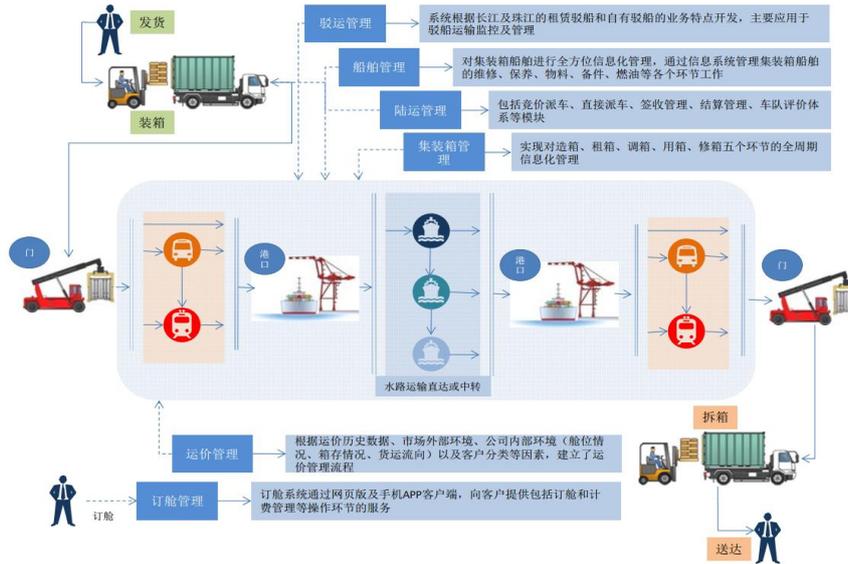
### 3. 精细化管理能力与造船成本优势是公司盈利护城河

运输行业是产品 (服务) 较为同质化的行业, 降本增效是企业提升盈利的主要手段。我们认为, 公司能够实现明显优于竞争对手的盈利能力, 主要依赖的是其精细化管理带来的效率提升, 以及在价格低点造船带来的显著成本优势。

### 3.1 公司通过精细化管理提升集装箱周转效率

我们认为中谷净利润与现金流层面的强势, 得益于中谷优秀的物流管理能力。由于集装箱多式联运的供应链流程较长, 内贸航运公司的竞争优势除了来源于船队规模、造船或租船成本等常规因素外, 对物流全链路的信息掌控能力也是非常重要的。

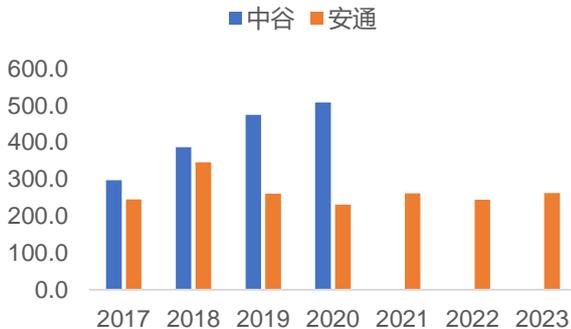
图22: 中谷物流自研的全链路信息化的管理系统是其核心竞争力之一



资料来源: 中谷物流招股书, 东兴证券研究所

中谷物流拥有自研的物流业务综合管理平台, 能够覆盖订舱管理、集装箱管理、船舶管理、陆路运输管理、驳运管理、运价管理等核心业务环节, 贯穿订舱等各个方面, 基本实现集装箱物流完整业务流程的信息监控、跟踪及资源调度, 促进服务质量提高。

图23: 中谷计费箱量高于安通 (万 TEU)



资料来源: 公司年报、安通控股年报、东兴证券研究所

图24: 中谷与安通集装箱运输量相差不多 (万 TEU)



资料来源: 公司年报、安通控股年报、东兴证券研究所

中谷与竞争对手在管理上的差距, 从中谷与安通运输量与计费量的比值关系中也能看出一定的端倪。可以发现, 中谷与安通的集装箱运输量相仿, 但中谷计费箱量 (21年之后未披露该数据) 高于安通。由于中转次数

增加会导致运输量的计数上升, 这意味着中谷通过对运输链路进行优化, 降低了集装箱的平均中转次数, 由此提升了整体的运行效率。

### 3.2 公司在船价低位造船, 带来明显的成本优势

除了管理层面的优势外, 公司在船舶折旧成本上也具备明显的优势, 这得益于公司对于行业周期的精准判断, 使得公司多次在船舶造价较低的时点实现了船舶新老更替及产能扩张。

图25: 公司 12 年开始执行“大船革命”, 到 24 年完美收官



资料来源: 中谷物流官网, 东兴证券研究所

集装箱运输重视规模优势。在能够保障较高装载率的情况, 大型船舶在单位周转量对应的航次成本和固定成本上较小船均更具优势。随着公司业务体量的扩张, 2012年开始, 公司开始“大船革命”, 不断淘汰老旧船舶, 并替换为更具性价比的大型内贸集装箱货轮。

公司船舶目前分为 5 个系列, 分别是:

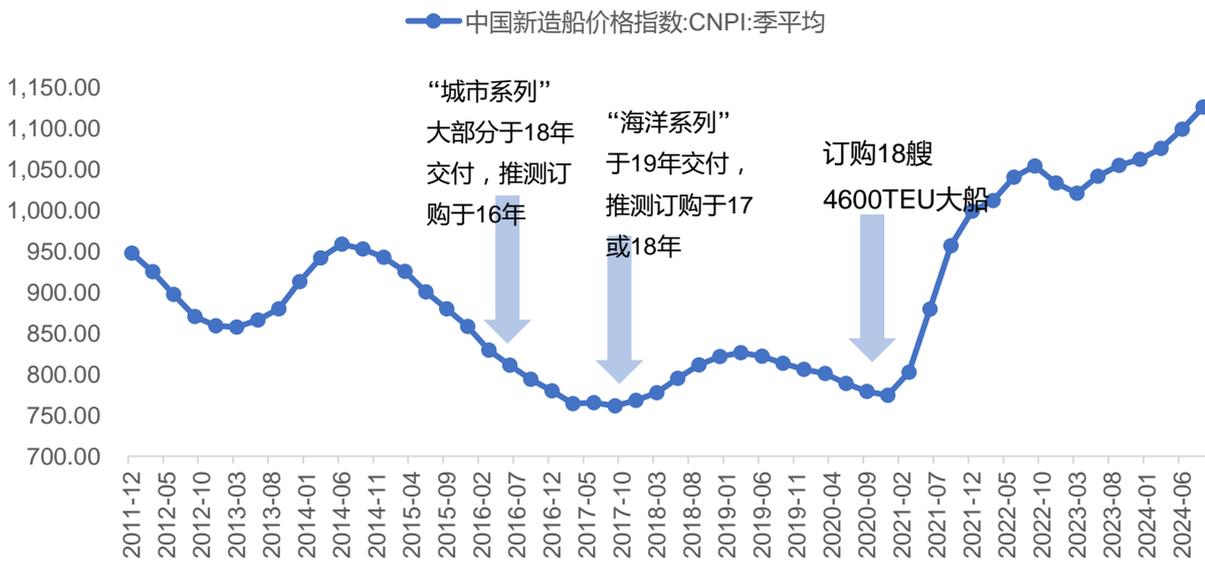
1. 数字系列: 自 2012 年陆续交付运营 2.84 万吨级数字系列船舶, 是中谷“大船革命”的开始。
2. 省份系列: 自 2014 年陆续从国外购买 4 万吨级以上优质二手船舶, 进一步扩充船队规模。
3. 城市系列: 自 2015 年陆续交付运营 4 万级吨城市系列船舶, 是中谷定制的首批绿色环保系列船舶, 荣获 CCS 颁发的 EEDI 证书。
4. 海洋系列: 自 2019 年陆续交付运营 2.4 万吨级海洋系列船舶, 是中谷助力国内国际双循环发展而量身定制的东南亚航线船舶。

5. 省会系列：2022年至2024年，中谷物流18艘4600TEU集装箱船陆续交付出坞，其中收官船“中谷贵阳”轮于2024年4月16日上午正式交付，省会系列完美收官。

公司多年来持续优化航线部署，同时优化船舶吨位结构、船龄结构，淘汰船龄较大且不满足航线要求的老旧船舶。经过多年的迭代，目前公司自有船舶整体船龄较为年轻，在全球航运业绿色转型的大趋势下，公司船队能够很好的适应当前行业的市场情况。

公司造船节点的选择体现出公司管理层对于行业周期有较为精准的判断。2021年1月20日，公司发布公告称订购了18艘4600TEU大船（也就是现在的“省会系列”），含税总价不超过45亿元。参考我国新造船价格指数，我们可以发现，公司订购“省会系列”的时间点正对应了阶段造船价格的低点。

图26：公司造船时间节点基本对应了我国造船价格低点



资料来源：中谷物流年报，同花顺，东兴证券研究所

不止是省会系列，以1-2年的交付周期反推公司船舶订购的时间节点，可以发现19年陆续交付的海洋系列以及18年集中交付的城市系列，其订购时间节点预计都对应着较低的造船价格，这使得公司未来很长一段时间都将受益于较低的船舶折旧成本。

竞争对手方面，不论是泛亚还是安通，在21年左右的运价低点都并未进行较大规模的船舶订购。考虑到21年2季度之后我国造船价格出现了较明显的上涨且至今依旧处于较高水平，我们认为中谷确实通过在船价低位造船，形成了对竞争对手的成本优势。

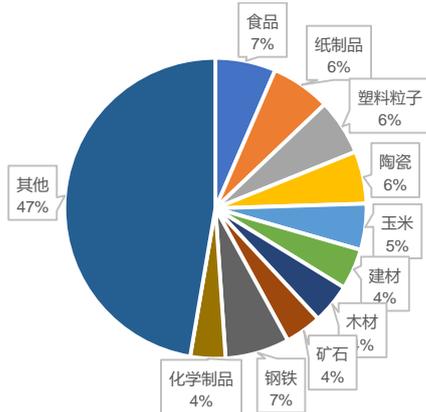
## 4. 公转水和多式联运为行业需求提供长期支撑

### 4.1 需求端：多式联运和“散改集”是内贸航运的长期发展趋势

我国内贸运输的需求主要由地域差异催生。由于我国南北、东西地域跨度巨大，各地区自然资源禀赋、区域经济模式各不相同，各地生产商品出现较大的地域差异。在坚持扩大内需的战略背景下，我国经济的内循环将带动内贸运输需求的持续增长。

根据公司年报披露的数据, 公司运输的货物主要可以分为大宗商品和工业产成品, 其中大宗商品包括粮食、纸浆、橡胶、煤炭、矿石、建材、木材等, 工业产成品则包括家电、汽车零部件、快消品等。2023 年中谷物流前十大货种占公司总运量的比例约 53%。

图27: 公司内贸集装箱运输品类概览



资料来源: 中谷物流年报, 东兴证券研究所

图28: 我国货物运输中水运占比缓慢提升



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

我们认为我国内贸集装箱运输的需求未来还有较大的成长空间。目前公路运输是国内主要运输方式, 公路货运量占比稳定在 70% 以上, 水运和铁路运输占比分别为 16% 和 9% 左右。可以看到, 水运占比多年来提升较为缓慢。

水路运输和铁路运输相比公路运输显然在单位运输成本上占据明显的优势, 其需求增长受限的主要原因其实在中转环节。由于货物的末端运输基本还是依赖公路, 水运和铁路运输相比单纯的公路运输会增加至少两次“公转水”或“公转铁”的中转的环节, 而中转环节的成本、时间损耗, 以及多次装卸可能导致的货物损耗一定程度上抵消了水运阶段的成本优势。为此, 国家多次发文, 要求完善多式联运相关基础设施, 降低多式联运在中转环节的消耗, 提升“公转水”的成本优势。

除了国家积极倡导多式联运外, 环境保护的要求也将带来内贸集装箱物流需求的提升。大宗商品物流运输及仓储过程中不可避免会产生粉尘污染等问题, 但这些问题可以通过集装箱封闭式运输得以解决。2023 年 1 月, 交通运输部、自然资源部、海关总署、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司联合印发《推进铁水联运高质量发展行动方案(2023-2025)》, 也明确提出推进“散改集”运输, 积极推进粮食、化肥、铜精矿、铝矾土、水泥熟料、焦炭等适箱大宗货物“散改集”, 加强港口设施建设和工艺创新, 鼓励港口结合实际情况配置“大流量”灌箱、卸箱设备。“散改集”发展趋势愈发显现。

我国规模以上港口集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例约为 20%, 与欧美主流港口的 50% 以上相比, 处于较低水平, “散改集”和多式联运的比例具备较大的提升空间, 将支撑我国内贸集装箱航运的长期需求。

**图29: “公转水”及“散改集”以及多式联运的相关政策梳理**

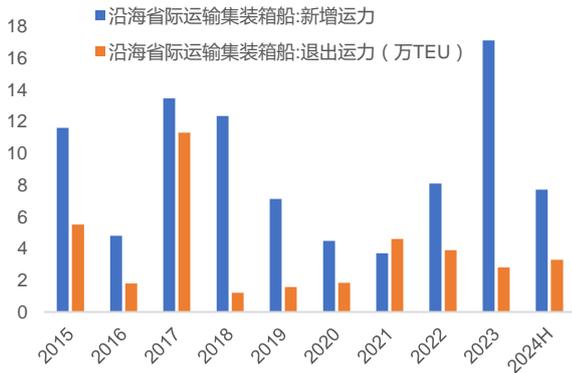
颁布时间	文件名称	颁布部门	相关内容
2017年1月	《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	交通运输部等十八个部门	大力推进物流大通道建设, 推进多式联运示范工程是物流大通道建设的重要内容。多式联运的发展为进一步开发集装箱货源提供了更加广阔的发展空间。
2018年10月	《推进运输结构调整三年行动计划(2018-2020年)》	国务院办公厅	以深化交通运输供给侧结构性改革为主线, 以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场, 以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向, 不断完善综合运输网络, 切实提高运输组织水平。多式联运提速行动提出将大力推广集装箱化运输, 支持企业加快多式联运运载单元、快速转运设备, 完善内陆集装箱配套技术标准, 促进集装箱化、厢式化、标准化装备应用。
2021年10月	《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	构建绿色高效交通运输体系, “十四五”期间, 集装箱铁水联运量年均增长15%以上。
2021年11月	《综合运输服务“十四五”发展规划》	交通运输部	
2022年1月	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案(2021—2025年)》	国务院办公厅	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。
2022年1月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	国家发展改革委	培育多式联运经营主体, 以铁水联运、江海联运、江海直达、国际铁路联运等为重点, 积极推进“一单制”, 丰富“门到门”一体化联运服务产品, 打造多式联运品牌。
2023年1月	《推进铁水联运高质量发展行动方案(2023-2025)》	交通运输部、自然资源部、海关总署、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	积极推进粮食、化肥、精铜矿、铝矾土、水泥熟料、焦炭等适箱大宗货物“散改集”, 加强港口设施建设和工艺创新, 鼓励港口结合实际配置“大流量”灌箱、卸箱设备鼓励铁路针对大客户进行“散改集”定制化班列。探索开展联运集装箱共享共用、联合调拨, 减少集装箱拆装箱、换箱转运、空箱调运等, 在铁水联运领域率先实施“一箱到底、循环共享”突破。
2023年3月	《加快建设交通强国五年行动计划(2023—2027年)》	交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、中国国家铁路集团有限公司	积极推进多式联运“一单制”发展, 组织开展多式联运“一单制”试点。深入研究推广“一箱制”模式。
2023年08月	《关于加快推进多式联运“一单制”“一箱制”发展的意见》	交通运输部、商务部、海关总署、国家金融监督管理总局、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局、中国国家铁路集团有限公司	力争通过3—5年的努力, 多式联运“一单制”“一箱制”法规制度体系进一步完善, 多式联运信息加快开放共享, 多式联运单证服务功能深化拓展, 多式联运龙头骨干企业不断发展壮大, 托运人一次委托、费用一次结算、货物一次保险、多式联运经营人全程负责的“一单制”服务模式和集装箱运输“不换箱、不开箱、一箱到底”的“一箱制”服务模式加快推广, 进一步推动交通物流提质增效升级, 更好服务支撑实现“物畅其流”。
2024年6月	《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》	交通运输部	优化运输结构, 强化大宗散货公转铁、公转水, 有效降低全社会物流成本。打通多式联运堵点卡点, 加强多种交通运输方式与港口枢纽的统筹规划、有效衔接, 着力提升港口综合服务水平。以铁水联运、江(河)海联运为重点, 强化运输组织、信息共享、规则衔接, 大力发展以“一单制”“一箱制”为重要载体的多式联运体系。

资料来源: 中谷物流24年中报, 东兴证券研究所

## 4.2 供给端：23-24 年行业供给增长较快，长期看则较为匹配

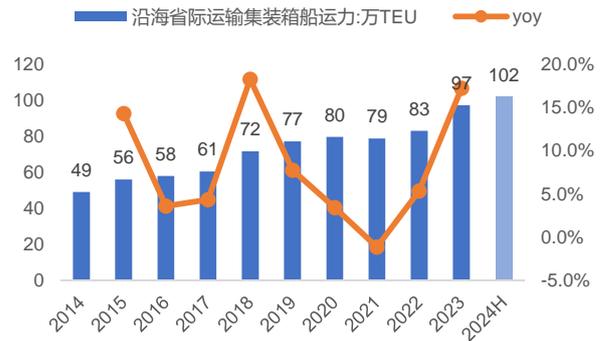
供给端看，23-24 年行业经历了一波船舶订单的集中交付。可以看到沿海省际运输集装箱船的运力规模从 22 年的 83 万 TEU 增长到 23 年的 97 万 TEU，同比增长达到了 17.2%。24 年上半年行业供给增速依旧较高，新增运力体量接近 22 年全年。

图30：内贸集装箱船新增运力和退出运力对比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图31：23-24 年内贸集装箱船运力快速增长

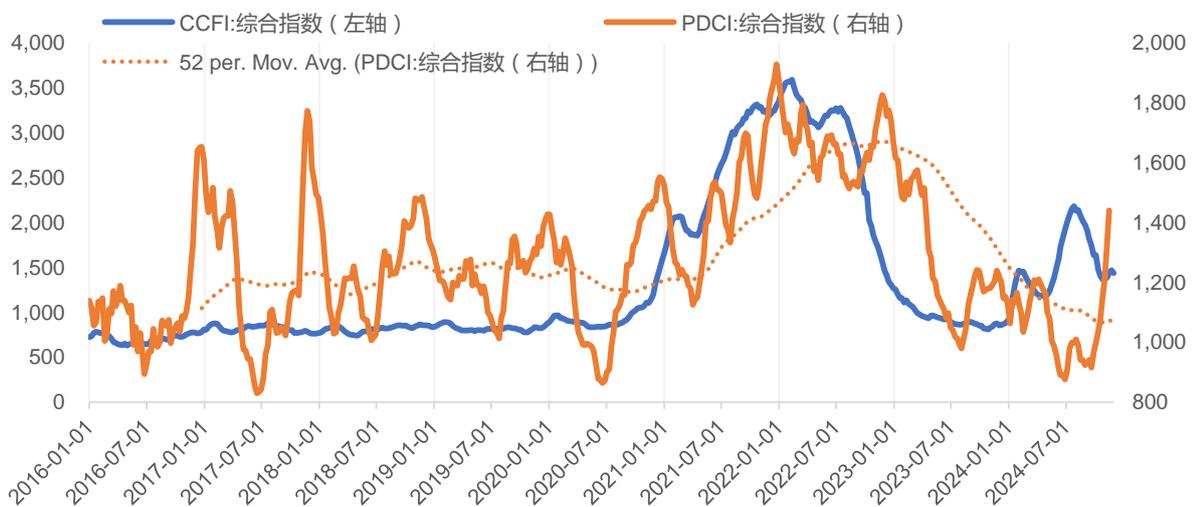


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

不过我们认为行业这一轮供给的高增长期已经接近尾声。一方面 23-24 年的高增长，其中很大一部分来自于中谷物流订购大船的集中交付，而 24 年 4 月公司“省会系列”集装箱船已经交付完毕。随着 23-24 年内贸集运运价回调，叠加造船价格还处于较高水平，后续船东继续购置船舶的意愿有限。

长期来看，内贸集装箱运输船运力的上一个快速增长期是 18-19 年，2020 年起内贸集运企业运力投放相对谨慎。同时，2021-2022 年外贸集运市场的高景气对内贸集运运力亦产生了虹吸效应，因此，2020-2022 年期间内贸整体运力处于紧张状态。23-24 年内贸集装箱运输的整体运力得到了较好的补充，符合国家及行业的长期发展需要。

图32：20-22 年内贸集运整体运力较为紧张，23-24 年运力增长较快导致运价降幅较大，后又逐步回稳



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从运价端看, 23-24 年运力的集中释放确实对内贸集运的运价产生了较大影响, 运价短期下滑幅度较大。但 24 年四季度运价重新企稳, 逐步恢复正常水平。我们认为 23 年下半年-24 年上半年是行业压力较大的时间段。随着供给端增长放缓以及需求的持续增长, 行业运价有望逐步脱离低谷期。

## 5. 盈利预测与投资建议

内贸集运集中度较高, 短期供给增加虽然在 23-24 年带来了更激烈的价格竞争, 但烈度整体可控, 且作为龙头的中谷物流在低运价下依旧维持了较强的盈利能力。随着后续供给端压力的下降以及需求端的复苏, 我们预计 25 年行业运价会呈现企稳回升的态势。

图33: 公司营收与成本假设

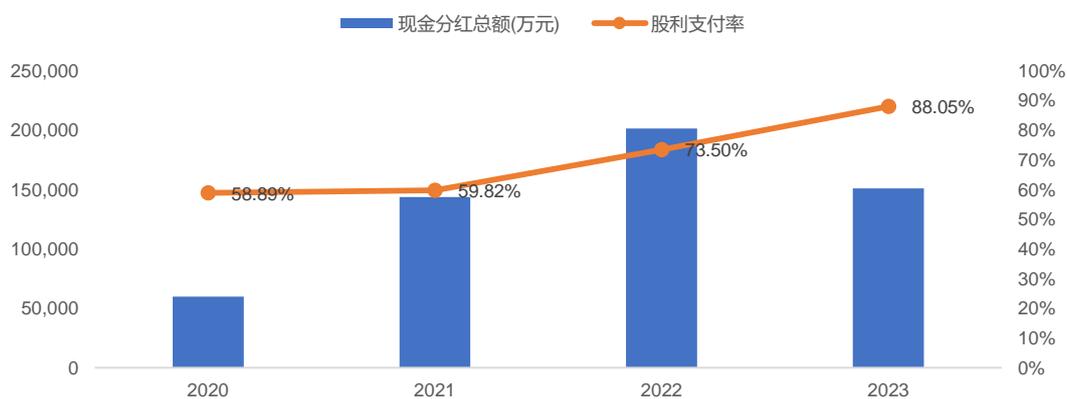
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
集装箱运输量(万箱)	1153	1308	1326	1213	1483	1542	1619	1652
yoy		13.4%	1.4%	-8.5%	22.3%	4.0%	5.0%	2.0%
加权总运力(载重吨)	2,394,693	2,626,766	2,498,790	2,609,908	3,239,404	3,563,344	3,741,512	3,816,342
yoy		9.7%	-4.9%	4.4%	24.1%	10.0%	5.0%	2.0%
期末总运力	2,486,535	2,724,672	2,456,236	2,908,385	3,505,179			
PDCI均值	1221	1204	1461	1664	1268	1101	1190	1237
yoy	-1.9%	-1.4%	21.3%	13.9%	-23.8%	-13.1%	8.0%	4.0%
水运收入(亿元)	76.0	81.2	101.6	123.2	101.1	98.9	110.0	115.6
单位运量水运收入(元)	659.1	621.0	766.4	1015.8	681.9	641	679	700
yoy		-5.8%	23.4%	32.6%	-32.9%	-6.0%	6.0%	3.0%
陆运收入(亿元)	23.0	23.0	21.3	18.6	23.3	23.7	25.1	25.9
单位运量陆运收入(元)	199.6	175.5	160.6	153.3	156.8	154	155	157
yoy		-12.0%	-8.5%	-4.5%	2.3%	-2.0%	1.0%	1.0%
收入合计	99.0	104.2	122.9	141.8	124.4	122.6	135.2	141.5
成本合计	87.0	89.6	96.8	110.1	106.7	105.9	113.5	116.9
单位运量营业成本(元)	754.12	685.09	729.79	907.34	719.22	687	701	708
yoy		3.1%	8.0%	13.7%	-3.1%	-4.5%	2.0%	1.0%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

24 年虽然四季度内贸集运运价有明显回暖, 但受限于前三个季度运价较为低迷, 我们预计公司全年整体营收与利润较 23 年都会有一定幅度的下滑。此外我们假设 25 年运价企稳回升, PDCI 全年均值回升至 1200 点附近。

在该假设下, 我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 16.0、17.7 和 20.4 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 11.6X、10.5X 和 9.1X。公司对于中小股东权益较为重视, 分红比例维持在较高水平。公司 23-25 年股东回报计划承诺 3 年累计分配利润不低于累计可分配利润的 60%, 且公司在 22-23 年公司分红比例都超过了 70%, 体现出公司很强的分红意愿。保守假设下, 后续分红比例取最低的 60%, 则 24-26 年公司股息率达到 5.2%、5.7% 和 6.6%, 在目前环境下有较强吸引力。综合以上分析, 我们首次覆盖公司, 给予“推荐”评级。

图34: 公司承诺 23-25 年分红比例不低于 60%, 22 年分红比例超过 70%, 23 年超过 80%。



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

宏观经济增长不及预期、运价大幅波动、多式联运及“散改集”推进不及预期。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	10479	12272	12166	13310	14148	<b>营业收入</b>	14209	12439	12256	13517	14149
货币资金	4761	5568	5467	6313	7099	<b>营业成本</b>	11006	10666	10593	11346	11688
应收账款	592	509	502	554	579	营业税金及附加	39	14	14	15	16
其他应收款	71	123	121	133	139	营业费用	28	33	32	35	35
预付款项	20	53	85	119	154	管理费用	215	242	236	258	267
存货	125	85	85	91	93	财务费用	45	127	162	133	91
其他流动资产	329	630	630	630	630	研发费用	19	21	20	22	24
<b>非流动资产合计</b>	9651	11127	10432	9735	9039	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	1080	1124	1124	1124	1124	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	4708	7772	7169	6519	5847	投资净收益	274	179	176	195	204
无形资产	207	276	270	264	258	加: 其他收益	537	494	340	375	393
其他非流动资产	1090	281	281	281	281	<b>营业利润</b>	3670	2282	2085	2371	2726
<b>资产总计</b>	20130	23399	22598	23045	23187	营业外收入	3	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	6105	5358	5047	5254	5349	营业外支出	5	1	0	0	0
短期借款	300	250	0	0	0	<b>利润总额</b>	3669	2282	2085	2371	2726
应付账款	2971	2985	2924	3132	3226	所得税	926	560	480	593	682
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2743	1722	1606	1778	2045
一年内到期的非流动负债	1845	1271	1271	1271	1271	少数股东损益	2	4	4	5	5
<b>非流动负债合计</b>	4690	7289	6154	5679	4905	归属母公司净利润	2741	1717	1601	1773	2039
长期借款	2720	5461	5161	4661	3861	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	10794	12646	11200	10933	10254	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	32	34	38	43	49	营业收入增长	15.60%	-12.46%	-1.47%	10.28%	4.68%
实收资本(或股本)	1419	2100	2100	2100	2100	营业利润增长	14.06%	-37.82%	-8.63%	13.69%	15.00%
资本公积	4026	3345	3345	3345	3345	归属于母公司净利润增长	14.02%	-37.36%	-6.75%	10.74%	15.00%
未分配利润	3150	4430	4954	5535	6202	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	9304	10719	11359	12069	12885	毛利率(%)	22.55%	14.25%	13.57%	16.06%	17.39%
<b>负债和所有者权益</b>	20130	23399	22598	23045	23187	净利率(%)	19.31%	13.84%	13.10%	13.16%	14.45%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	13.62%	7.34%	7.09%	7.70%	8.80%
						ROE(%)	29.47%	16.02%	14.10%	14.69%	15.83%
<b>经营活动现金流</b>	3963	2479	2213	2531	2672	<b>偿债能力</b>					
净利润	2743	1722	1606	1778	2045	资产负债率(%)	54%	54%	50%	47%	44%
折旧摊销	658	701	705	712	716	流动比率	1.72	2.29	2.41	2.53	2.65
财务费用	45	127	162	133	91	速动比率	1.70	2.27	2.39	2.52	2.63
应收帐款减少	-87	83	7	-52	-26	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.57	0.53	0.59	0.61
<b>投资活动现金流</b>	3963	-3052	-666	-13	202	应收账款周转率	26	23	24	26	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.65	4.18	4.15	4.46	4.45
长期投资减少	0	0	121	-97	116	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	274	179	176	195	204	每股收益(最新摊薄)	1.93	0.82	0.76	0.84	0.97
<b>筹资活动现金流</b>	-1806	1123	-1649	-1672	-2088	每股净现金流(最新摊薄)	1.20	0.26	-0.05	0.40	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.56	5.10	5.41	5.75	6.14
长期借款增加	1229	2742	-300	-500	-800	<b>估值比率</b>					
普通股增加	460	681	0	0	0	P/E	4.59	10.80	11.62	10.49	9.12
资本公积增加	-460	-681	0	0	0	P/B	1.35	1.74	1.64	1.54	1.44
<b>现金净增加额</b>	6119	550	-101	847	786	EV/EBITDA	2.90	6.44	6.63	5.67	4.71

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	航空机场 1 月数据点评: 春运旺季需求回升, 上市航司国际线运力投放首次超过 19 年同期	2025-02-19
行业普通报告	快递 12 月数据点评: 国补带动需求增长, 今年前三周件量大超预期	2025-01-21
行业普通报告	航空机场 12 月数据点评: 中型航司加大运力投放, 三大航维持克制	2025-01-16
行业深度报告	快递行业 2025 年投资展望: 稳中求进, 优选供需改善板块	2024-12-26
行业普通报告	交通运输 11 月数据点评: 双十一峰值淡化, 旺季维持稳健增长	2024-12-23
行业普通报告	航空机场 11 月数据点评: 淡季量价难以兼得, 航司客座率表现分化	2024-12-17
行业普通报告	快递 10 月数据点评: 双十一周期拉长推动业务量增速回升	2024-11-22
行业普通报告	航空机场 10 月数据点评: 航司谨慎投放运力, 国内客座率环比回升	2024-11-19

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 9年投资研究经验, 2015-2018年就职于广发证券发展研究中心, 2019年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526