



公司研究 | 深度报告 | 中谷物流 (603565.SH)

再读中谷物流

——内外协同，攻守兼备

报告要点

随着中谷物流 18 艘大船交付，公司自有运力占比由 2022 年的 54% 提高至 74%，运力把控力增强，经营模式从内贸集运逐步转变成为以内贸集运为主、外贸为辅的模式。内贸集运仍是公司弹性最大的板块，明年需求底部反弹预期加强；供给增速高位回落，且内贸干散货船拆船或受补贴政策催化而增加，景气回暖将向内贸集运传导。公司外贸业务以租船为主，提前锁定收益；且区域内租船需求坚挺，运力回流压力不大，有效减少内贸压力。此外，公司重视股东回报，按 60% 的分红率底线对应 2024-26 年股息率为 5.3%、5.9%、6.4%，维持“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

中谷物流 (603565.SH)

再读中谷物流

——内外协同，攻守兼备

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

引言

自我们 2021 年发布中谷物流首篇深度报告《中谷物流：东风起，鼎立势，雄心志》后，公司展现了我们所强调的“α”属性：专业的团队、择时能力与成本优势、兼顾经营效率和财务稳定性；且公司在运力内外部署和协同上更加成熟。当前，内贸经历连续两年承压后，2024 年四季度旺季兑现，我们认为内贸集运景气 2025 年将迎来底部反弹。因此，本篇报告基于公司经营模式的变化和理解，重新对未来内贸集运市场供需基本面进行分析。

大船交付，内外协同

随着 2024 年 18 艘大船全部交付，公司自有运力比例从 2022 年的 56% 提升至 2024 年中的 76%，对运力的把控能力持续增强。同时，自有船队结构进一步优化，呈现年轻化和大型化的特征，10 年以下船龄运力占比约 83%。因此，公司对于船舶资产的部署更加灵活。过去几年，内外贸景气度起伏，公司也适时根据景气度灵活调整外贸运力。公司外贸业务目前主要以期租租船模式，提前锁定收益，因此外贸营收和集装箱船期租租金水平高度相关。我们认为，公司外贸业务一方面享受外贸集运高景气的收益，另一方面有效对冲内贸压力，业绩更显韧性。

需求：底部反弹预期加强，远期成长空间可观

内贸集运需求短期有看点，远期有空间。内贸集运主要服务于大宗商品运输，公司前十大运输货种占比超过 50%，普遍为大宗商品。过去两年，内需疲软导致运价承压。展望 25 年，随着财政政策加码，需求改善预期加强。远期看，内贸集运需求是物流精细化的产物，空间可观。从货主角度考虑，相较于干散货运输，集装箱运输可以降低物流成本，适用于小批次、多频次的物流需求。经测算水运货运量和集装箱化率提升 1%，内贸集运市场空间分别增长 4% 和 6%。

供给：内贸供给收紧，外租需求坚挺

供给有多重因素支撑。一方面，供给扩张期进入尾声。过去两年内贸新船集中交付，考虑到船厂产能紧张以及船价高企，2024-2026 年表现运力增速预计高位回落（分别为 7%、4%、1%）。另一方面，相较于集装箱船，内贸干散货船二手船价与拆船价（含补贴）价差不明显，国内拆船补贴政策或催化散货船拆船加速，替代品供给收紧后景气回暖将向内贸集运传导。此外，对于市场关心的外租运力回流问题，测算发现，区域内航线船舶单箱成本低于历史运价表现；且当前租金盈利能力对应 PDCI 年均中枢约 1,150-1,200 点，我们认为外租运力回流压力并不大。

公司看点：攻守兼备

经历了过去几年市场变化，公司经营模式逐步从内贸集运逐步转变成为以内贸集运为主、外贸租船为辅的模式。内贸集运仍是公司弹性最大的板块，2025 年内贸需求底部反弹的预期加强；外贸业务提前锁定收益，保障经营韧性，公司外贸以租船为主，根据租金水平提前锁定收益；且能够有效对冲内贸压力。同时，公司重视股东回报，股息率高。预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 17.2 亿元、19.0 亿元和 20.6 亿元，对应 PE 分别为 11.3 倍、10.2 倍和 9.4 倍，按照 60% 的分红率底线计算对应股息率为 5.3%、5.9%、6.4%，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济出现较大幅度下滑；2、行业竞争格局恶化；3、大宗散货“散改集”进程不及预期；4、外贸期租租金大幅下滑；5、盈利假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.25
总股本(万股)	210,006
流通A股/B股(万股)	210,006/0
每股净资产(元)	4.91
近12月最高/最低价(元)	10.44/6.82

注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《行业至暗时刻已过，兼具韧性与弹性》2024-11-10
- 《压力期重效率，盈利保持韧性》2024-09-18
- 《开源节流并举，彰显经营韧性》2024-05-16



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言.....	6
大船交付，内外协同.....	6
需求：底部反弹预期加强，远期成长空间可观.....	8
内需相关，大宗为主，反弹预期加强.....	8
内贸集运是物流精细化的产物.....	9
远期空间看国内运输结构优化.....	9
供给：内贸供给收紧，外租需求坚挺.....	12
内贸集运供给扩张期接近尾声.....	12
替代品拆船支撑内贸海运供给.....	13
外贸租船需求坚挺，运力回流压力小.....	15
公司看点：攻守兼备.....	19
内贸集运依旧是弹性最大的业务.....	19
外贸租船保障经营韧性.....	19
顺周期高股息标的.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图 1：中谷物流业绩在内贸集运头部公司中更具韧性.....	6
图 2：2024 年外贸运力虹吸并未对内贸淡季运价有明显支撑.....	6
图 3：随着大船交付公司自有运力比例大幅提高.....	6
图 4：自有运力呈现年轻化和大型化特征.....	6
图 5：2024H1 国外部分占营业收入比例约 10%.....	7
图 6：国外收入部分和集装箱船期租租金相关度高.....	7
图 7：内贸集运运价承压期公司盈利更有韧性.....	7
图 8：内贸集装箱吞吐量增速与大宗货品产量增速相关性高.....	8
图 9：顺周期往往大宗商品需求会受到显著刺激.....	8
图 10：主要运输方式的吨公里运费.....	9
图 11：综合考虑运输、仓储成本以及货损，集运相较于散运更有优势.....	9
图 12：大宗商品对于小批次的运输需求也较大.....	9
图 13：我国货运量结构中公路运输占比见顶回落.....	10
图 14：我国货运周转量结构中公路运输占比见顶回落.....	10
图 15：中国货运量结构（2023 年）.....	10
图 16：中国货运周转量结构（2023 年）.....	10
图 17：内贸海运中集装箱化程度缓慢提升.....	11
图 18：多式联运箱量保持快速增长.....	11
图 19：沿海省际集装箱运力.....	12
图 20：沿海省际集装箱船艘数.....	12

图 21: 沿海省际 700TEU 以上集装箱船潜在在手订单占运力 5.4%.....	13
图 22: 2024 年起沿海省际 700TEU 以上集装箱船运力表现增速回落	13
图 23: 内贸集运与内贸干散货运输运价指数具有相关性	13
图 24: 截止 2023 年, 内贸干散货船老龄船舶规模更大	14
图 25: 老龄干散货船二手船市场并不活跃 (2024 年二手船交易数据)	15
图 26: 干散货船二手船价和拆船价 (含补贴) 价差不大	15
图 27: 内贸集运会受到外贸集运景气外溢	15
图 28: 外贸高景气下二手船价上涨	16
图 29: 集装箱船租金保持高位	16
图 30: 支线船老龄化问题严重	16
图 31: 支线船在手订单较少	16
图 32: 4,400 TEU 船型单箱成本在亚洲区域内航线有竞争力	17
图 33: 外贸租金对应较高的年均 PDCI 意味着短期难以吸引运力全部回流	18
表 1: 中谷物流前十大运输货种以大宗货品为主	8
表 2: 多式联运和“散改集”是我国交通运输结构调整优化的主要方向	11
表 3: 内贸集装箱运输量远期空间测算	12
表 4: 老旧营运船舶报废更新政策	14
表 5: 营运船舶报废更新补贴标准 (单位: 元/总吨)	15
表 6: 外贸区域内航线单箱成本测算	17
表 7: 内贸沿海航线单箱成本&外贸租金对应 PDCI 测算	18
表 8: PDCI 对内贸集运利润的弹性测算	19
表 9: 4,600 TEU 集装箱船外贸租金对利润的弹性测算	19
表 10: 2,600TEU 集装箱船外贸租金对利润的弹性测算	20
表 11: 公司历年分红情况	20
表 12: 公司收入和利润敏感性分析	21

引言

自我们 2021 年发布中谷物流首篇深度报告《中谷物流：东风起，鼎立势，雄心志》后，不管是公司的传统市场内贸集运，还是公司最近几年一直探索的外贸集运都经历了起伏。在此期间，中谷物流展现了我们在上篇报告所强调的“α”属性：专业的团队、择时能力与成本优势、兼顾经营效率和财务稳定性；且公司在运力内外部署和协同上更加成熟。当前，内贸经历连续两年承压后，今年四季度旺季兑现，我们认为内贸集运景气明年或迎来底部反弹。因此，本篇报告基于公司经营模式的变化和理解，重新对未来内贸集运市场供需基本面进行分析。

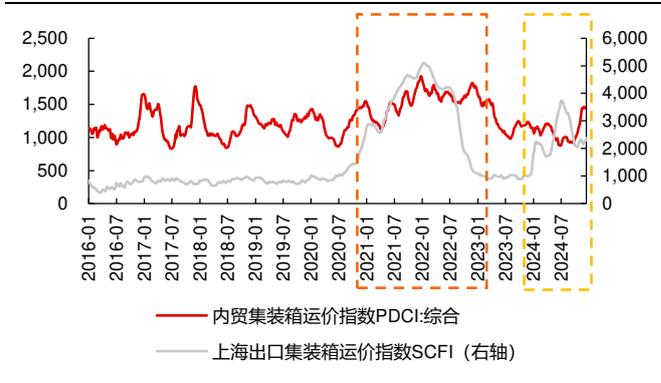
图 1：中谷物流业绩在内贸集运头部公司中更具韧性



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：安通控股 2019 年亏损约 43.7 亿元。

图 2：2024 年外贸运力虹吸并未对内贸淡季运价有明显支撑

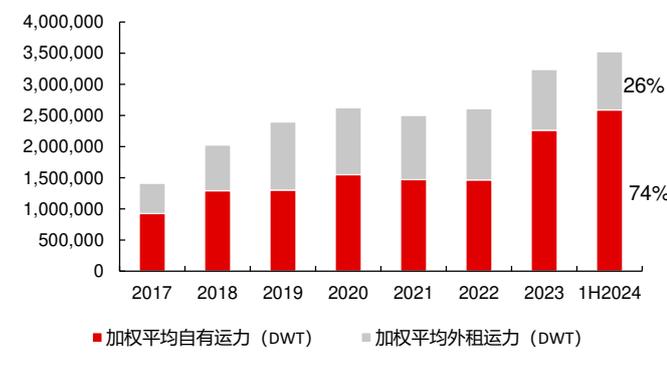


资料来源：Wind，长江证券研究所

大船交付，内外协同

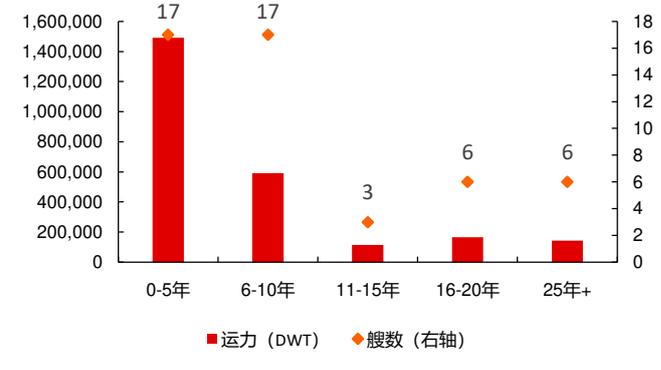
2021 年 2 月，公司在造船景气上行之初签订了 18 艘 4,600TEU 内贸集运大船订单。随着 2024 年上半年 18 艘大船全部交付下水，公司自有运力比例从 2022 年的 56% 提升至 2024 年中的 74%，对运力的把控能力持续增强。同时，自有船队结构进一步优化，呈现年轻化和大型化的特征，10 年以下船龄运力占比约 83%。

图 3：随着大船交付公司自有运力比例大幅提高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

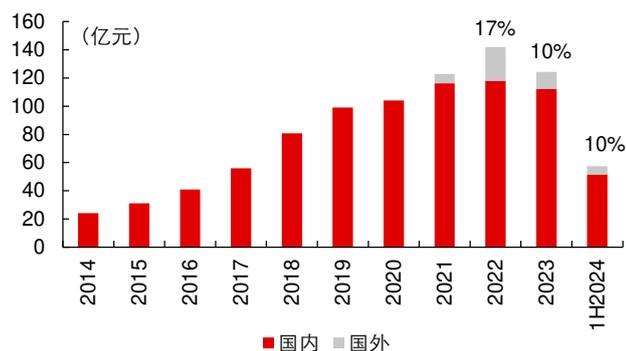
图 4：自有运力呈现年轻化和大型化特征



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

自有运力提升后，公司可以更加灵活的部署船舶资产。过去几年，内外贸景气度起伏，公司也根据内外贸景气度灵活调整运力部署。公司外贸业务目前主要以期租租船模式，通过锁定期租租金提前锁定外租船舶的收益，因此国外营收和集装箱船期租租金水平高度相关。2022年，外贸集运高景气阶段，公司国外营业收入占比约17%。但同时我们也注意到，2023年与2024H1，内贸集运承压阶段，国外营收占比仍有10%。公司通过运力调整，一方面减少内贸供给压力；另一方面有效对冲经营压力，业绩更显韧性。

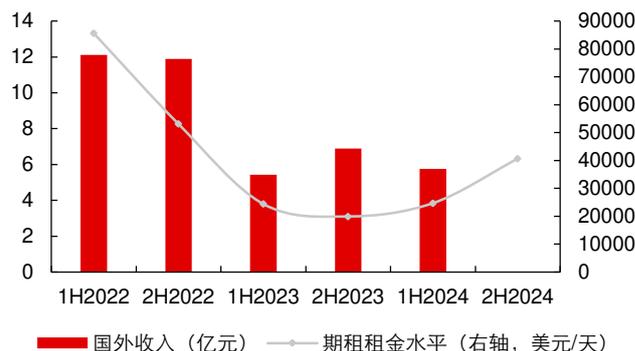
图 5：2024H1 国外部分占营业收入比例约 10%



资料来源：Wind，长江证券研究所

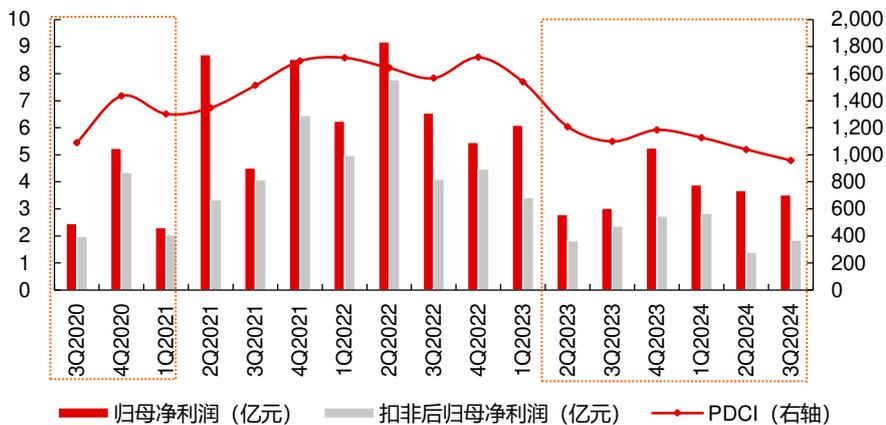
注：国外营收包括外贸自营航线（2022年之前）和外贸期租租金收入。

图 6：国外收入部分和集装箱船期租租金相关度高



资料来源：Wind，Clarksons，长江证券研究所

图 7：内贸集运运价承压期公司盈利更有韧性



资料来源：Wind，长江证券研究所

需求：底部反弹预期加强，远期成长空间可观

内贸集运主要服务于大宗商品运输。过去两年，内需疲软导致运价承压。财政政策加码往往对大宗商品需求有显著刺激。展望 2025 年，需求改善预期加强。内贸集运是物流精细化的产物，远期成长空间可观。从货主角度考虑，集装箱运输定点定班的运输模式更加可控，同时有效降低仓储和货损成本，并节省资金占用成本，适用于小批次、多频次的物流需求。因此，集装箱化水运是我国交通运输结构优化，有效降低物流成本的主要方向，水运货运量比例和集装箱化率提升 1%，内贸集运市场空间分别增长 4% 和 6%。

内需相关，大宗为主，反弹预期加强

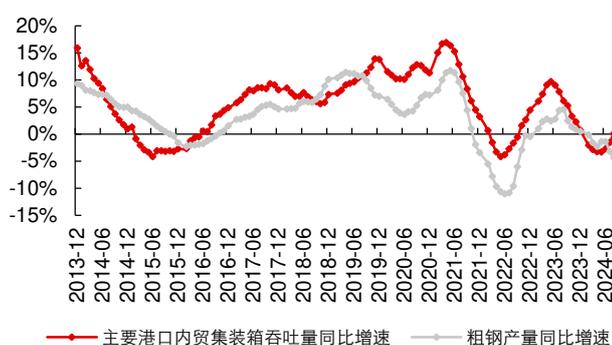
内贸集装箱运输主要服务于大宗商品运输。由于我国自然资源禀赋的差异和经济发展水平的不同，各区域的商品存在南北差异、东西差异，带动了大宗商品的运输需求。以中谷物流 2024 年中报数据为例，前十大货种以钢铁、塑料粒子、玉米等大宗商品为主，总占比超过 50%。2023 年开始，以大宗商品为主的内需疲软，导致内贸集装箱运输需求承压。随着财政政策加码，且过往看财政政策发力往往大宗商品需求会受到显著刺激，2025 年内贸集运需求改善的预期不断加强。

表 1：中谷物流前十大运输货种以大宗货品为主

货名	分类	占比
纸制品	大宗货品	7.1%
钢铁	大宗货品	7.0%
食品	消费品	6.2%
塑料粒子	大宗货品	5.5%
玉米	大宗货品	5.3%
陶瓷制品	大宗货品	4.9%
建材	大宗货品	4.4%
化学制品	大宗货品	4.2%
木材	大宗货品	4.0%
矿石	大宗货品	3.9%
其他		47.6%

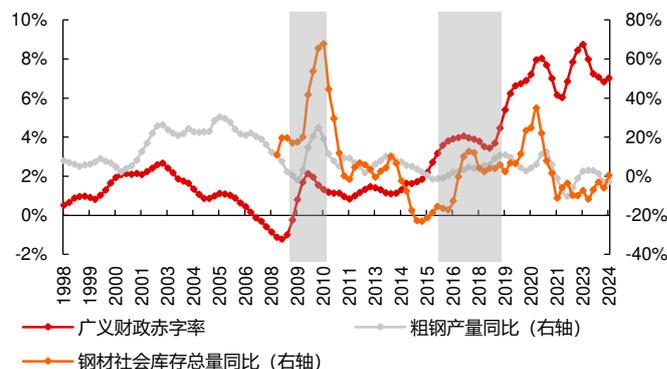
资料来源：公司公告，长江证券研究所（2024 年中报数据）

图 8：内贸集装箱吞吐量增速与大宗货品产量增速相关性高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：顺周期往往大宗商品需求会受到显著刺激

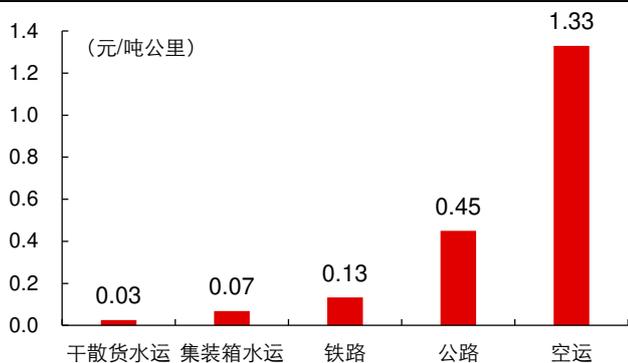


资料来源：Wind，长江证券研究所

内贸集运是物流精细化的产物

运输方式的选择，通常由成本、时效等因素综合决定。主要运输方式中，**得益于规模效应，水运是最为经济的一种方式**。如果仅考虑单位运费（元/吨公里），集装箱水运较干散货水运并无明显优势。但是，考虑到集装箱运输：1) 定点定班的运输模式使得货物运输和交付可控；2) 集装箱可作为仓储设备减少仓储费用；3) 有效降低货损等优势，综合考虑运输、堆存等物流成本以及货损，相较于传统的干散货运输，集装箱可以有效降低货主总成本。此外，小批次的运输也能节省货主的资金占用成本。因此，**集装箱是物流精细化的产物，适用于小批次、高频次的运输需求**。

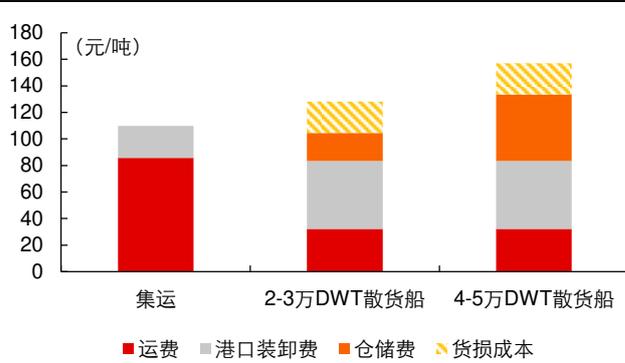
图 10：主要运输方式的吨公里运费



资料来源：Wind，泛亚航运，公司公告，长江证券研究所

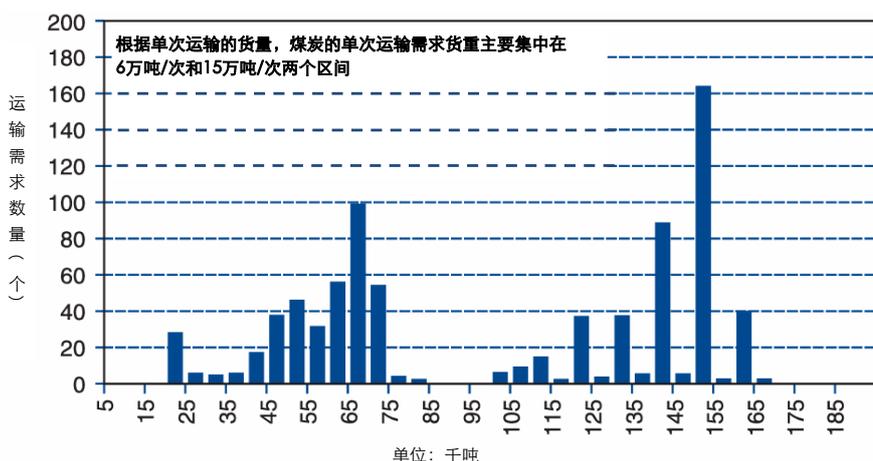
注：仅根据运费价格计算，不考虑其他运输成本

图 11：综合考虑运输、仓储成本以及货损，集运相较于散运更有优势



资料来源：Wind，泛亚航运，天津港，上港集团，长江证券研究所

图 12：大宗商品对于小批次的运输需求也较大



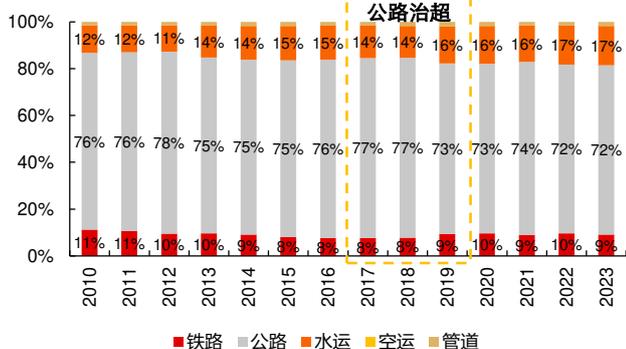
资料来源：Maritime Economics，长江证券研究所（基于 2001-2002 年的煤炭运输合同统计而得）

远期空间看国内运输结构优化

从货运量看，目前公路运输仍是我国最主要的货物运输方式，占 2023 年我国总货物运输量的 72%；而水路运输占同期货运量的 17%。通过降低综合成本带动的小批次、多频次运输需求是内贸集装箱运输需求的底层逻辑之一。但需求的长期增长空间还依赖于

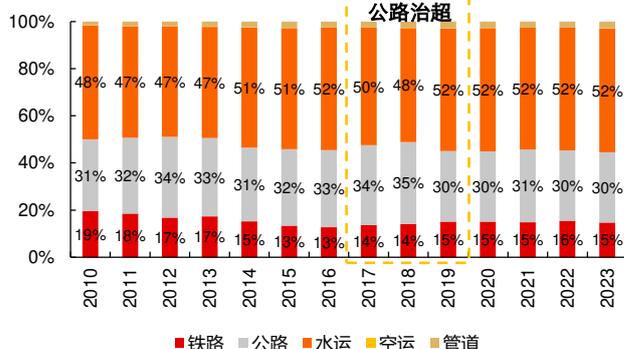
政策对于全国运输结构的调整和优化。例如，2016 年前后，我国大力治理公路超载，公路运输占比逐步见顶回落，这部分流量都流向了水路和铁路。

图 13：我国货运量结构中公路运输占比见顶回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

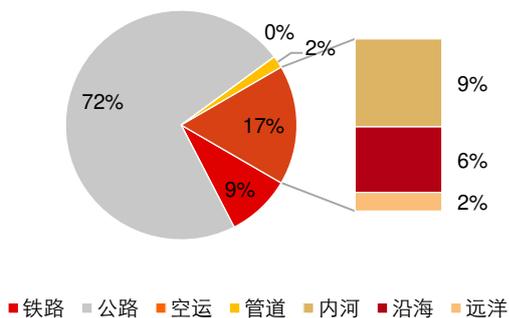
图 14：我国货运周转量结构中公路运输占比见顶回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

从我国货运结构的变化看，运输结构的调整是个长期过程。因此，我们认为以“公转水”和“散改集”为驱动的内贸集运需求增长是个慢变量，但是不妨碍我们对于内贸集运需求远期空间的乐观态度。一方面，内贸水运在我国当前运输结构中比例并不高。2023 年我国货运量结构中，水运占比仅约 17%，且其中沿海货运量占比仅 6%。从货运周转量角度看，虽然水运周转量占比约 52%，但若剔除外贸远洋运输，沿海水运占比约 17%。另一方面，内贸水运仍以散杂货运输为主，集装箱化程度不高。通过沿海港口内贸总货物吞吐量和集装箱吞吐量估算，2023 年我国沿海运输中集装箱化货物占比约 24%。

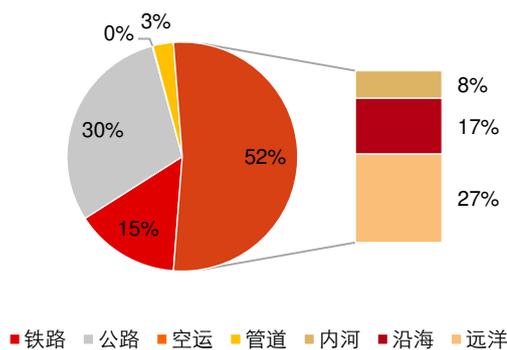
图 15：中国货运量结构（2023 年）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

注：水路运输中内河、沿海和远洋的比例根据 2019 年国家统计局数据估算而得。

图 16：中国货运周转量结构（2023 年）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

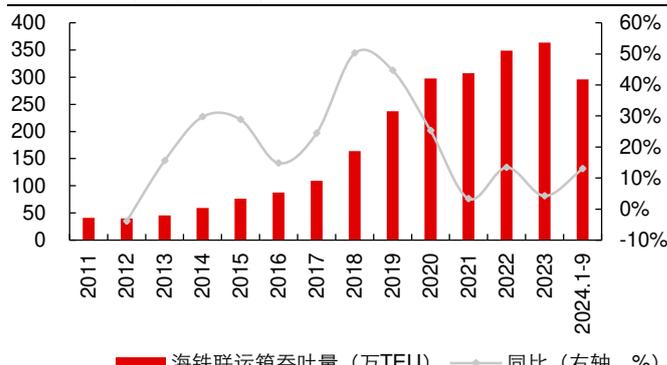
注：水路运输中内河、沿海和远洋的比例根据 2019 年国家统计局数据估算而得。

图 17：内贸海运中集装箱化程度缓慢提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：多式联运箱量保持快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

“散改集”和多式联运是我国所鼓励的交通运输模式，目的是优化调整运输结构、降低全社会物流成本，因此更为经济的水运和铁路运输是主要发展方向。2023 年开始，交通运输部多次提及发展多式联运“一单制”、“一箱式”模式，看似简单的货物全程“一次委托、一单到底、一箱到底、一次结算”的运输模式，在实际衔接中却存在单证多次填报、信息连通不畅、单证金融功能不足以及中途换箱等问题。2024 年 11 月 22 日，国铁集团和中谷物流联合签发我国首张集装箱多式联运“一单制”运单，意味着这些痛点随着一单制的试行将逐步得到解决。

表 2：多式联运和“散改集”是我国交通运输结构调整优化的主要方向

时间	相关政策	政策内容
2024 年 11 月	《交通物流降本提质增效行动计划》	深入推进运输结构调整优化，大力发展江海联运、水水中转和“散改集”；推动多式联运“一单制”创新发展。
2023 年 8 月	《关于加快推进多式联运“一单制”“一箱制”发展的意见》	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。
2023 年 1 月	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025 年）》	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”；推动铁水联运“一单制”。
2022 年 12 月	《“十四五”现代物流发展规划》	推进结构性降成本。加快推进铁路专用线进港区、连园区、接厂区，合理有序推进大宗商品等中长距离运输“公转铁”、“公转水”；完善集装箱公铁联运衔接设施，鼓励发展集拼集运、模块化运输、“散改集”等组织模式。
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。

资料来源：国务院，交通运输部，国家发改委，长江证券研究所

综上，我们认为内贸集运将受益于国内运输结构的优化，远期空间可观。按照 2023 年我国货运量结构中沿海水运货运量份额、国内沿海集装箱吞吐量/沿海港口货物比例测算，沿海水运货运量份额提高 1%，内贸集装箱运输量预计提高 6%；同时内贸水运集装箱化率提高 1%，内贸集运运输量预计提高 4%。

表 3：内贸集装箱运输量远期空间测算

内贸集装箱运输量		内贸水运集装箱化率						
远期空间测算（万 TEU）		24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
交通运输结构水路货运占比	17%	5,795	6,042	6,288	6,534	6,781	7,027	7,273
	18%	6,140	6,401	6,662	6,923	7,184	7,445	7,706
	19%	6,484	6,760	7,036	7,311	7,587	7,863	8,138
	20%	6,829	7,119	7,410	7,700	7,990	8,281	8,571
	21%	7,174	7,479	7,784	8,089	8,394	8,699	9,003
	22%	7,518	7,838	8,158	8,477	8,797	9,116	9,436
	23%	7,863	8,197	8,531	8,866	9,200	9,534	9,869

资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

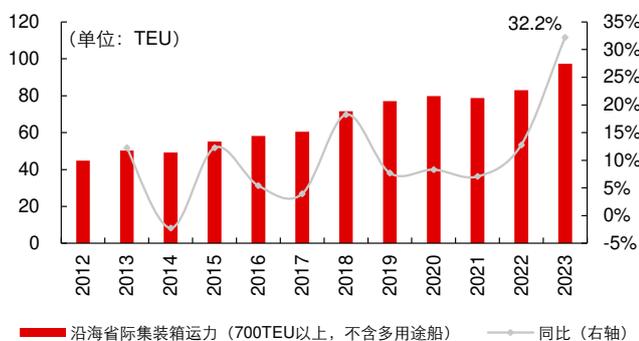
供给：内贸供给收紧，外租需求坚挺

随着中谷 18 艘大船交付完毕，且考虑到船厂产能紧张以及船价高企，内贸运力扩张期进入尾声，2024-2026 年表现运力增速预计高位回落。此外，老旧船舶拆船补贴政策或催化内贸散货船拆船加速，考虑到干散货船老旧船舶二手船市场并不活跃，二手船价与拆船价（含补贴）价差并不明显，国内干散货船东拆船意愿强，替代运输品供给收紧后景气回暖将向内贸集运传导。而对于市场关心的内贸集运船东外租运力回流问题，一方面支线船老龄化严重，且新造船订单以大船为主，支线船租船需求坚挺；另一方面，当前外贸租金水平高，盈利能力强。因此，我们认为外租运力回流压力并不大。

内贸集运供给扩张期接近尾声

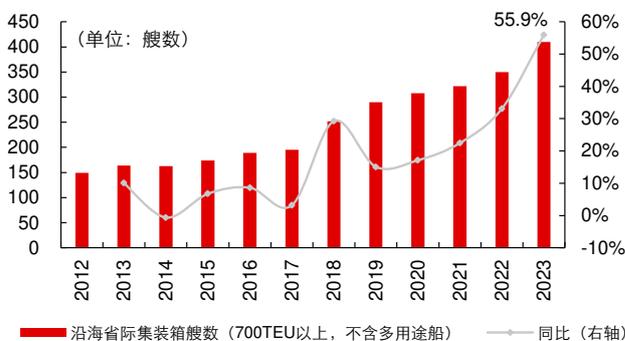
过去两年，随着中谷 18 艘大船下水，沿海省级集装箱运力迎来快速扩张期，2022-2023 年运力增速分别达到 13%和 32%。当前，考虑到船厂产能紧张以及船价高企，内贸运力扩张期进入尾声。根据 Clarksons 数据，预计沿海省际 700TEU 以上船在手订单占比约 5.4%（2024 年 12 月数据），2024-2026 年表现运力增速预计高位回落。

图 19：沿海省际集装箱运力



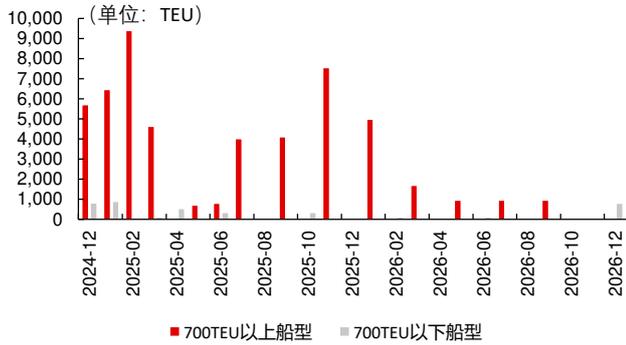
资料来源：交通运输部，长江证券研究所

图 20：沿海省际集装箱船艘数



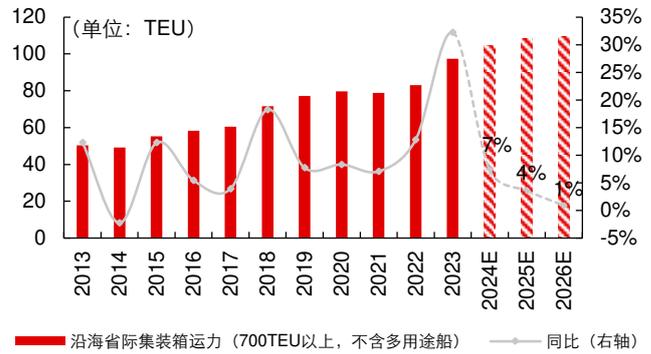
资料来源：交通运输部，长江证券研究所

图 21: 沿海省际 700TEU 以上集装箱船潜在在手订单占运力 5.4%



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (数据截止 2024 年 12 月)

图 22: 2024 年起沿海省际 700TEU 以上集装箱船运力表现增速回落



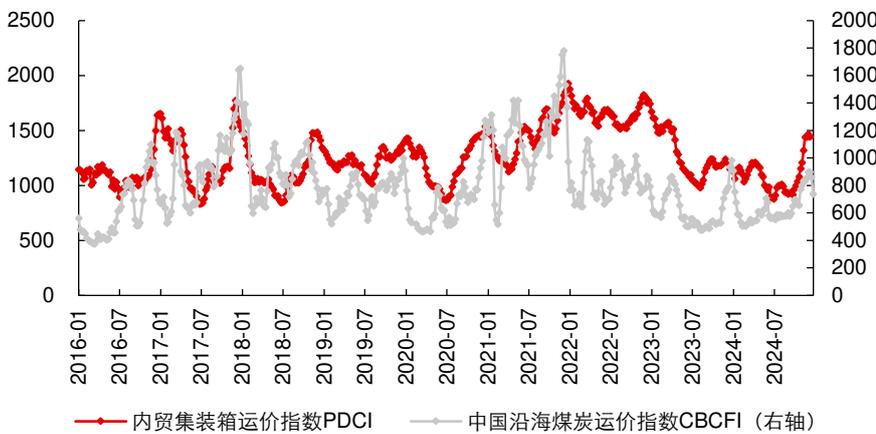
资料来源: Clarksons, 交通运输部, 长江证券研究所

注: 运力增速为年末运力同比增速

替代品拆船支撑内贸海运供给

以大宗商品作为主要运输货种, 意味着内贸集装箱运输和内贸干散货运输具有一定替代性, 因此二者的景气度具有一定的相关性。过去两年, 内需疲软导致二者运价均承压。展望未来, 我们认为老旧营运船舶报废补贴政策将催化国内散货船拆船, 干散货运输市场供给收紧将支撑景气并向内贸集运传导。

图 23: 内贸集运与内贸干散货运输运价指数具有相关性



资料来源: Wind, 长江证券研究所

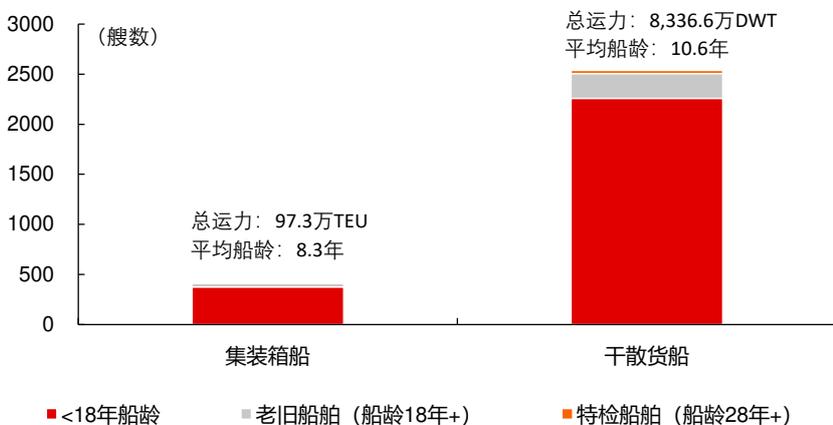
表 4：老旧营运船舶报废更新政策

时间	相关政策	政策内容
2024 年 8 月	《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则》	自本细则发布之日起，至 2028 年 12 月 31 日止，对中华人民共和国境内的中国籍老旧营运船舶报废更新，按照本细则规定的标准给予资金补贴。
2024 年 7 月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，国家发展改革委牵头安排 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金，用于设备更新和老旧营运船舶报废更新。
2024 年 5 月	《交通运输大规模设备更新行动方案》	加快高能耗高排放老旧运输船舶报废更新，支持内河客船 10 年、货船 15 年以及沿海客船 15 年、货船 20 年船龄以上老旧船舶加快报废更新。到 2028 年，船舶运力结构得到有效改善。
2024 年 3 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加快高耗能高排放老旧船舶报废更新；持续实施好老旧营运车船更新补贴，支持老旧船舶、柴油货车等更新。

资料来源：交通运输部，国家发改委，国务院，长江证券研究所

从船队结构看，内贸干散货船队平均船龄高，老船规模大，潜在拆船的规模较大。截止 2023 年，沿海省际干散货船共 2,538 艘，平均船龄 10.6 年，18 年以上船舶数量占比约 10%；沿海省际集装箱船共 410 艘，平均船龄 8.3 年，18 年以上船舶数量占比约 8%。考虑到拆船补贴政策对于沿海货船仅针对 20 年以上船龄，因此干散货船规模大、老龄船占比高的特征，符合补贴标准的船舶数量规模更大。

图 24：截止 2023 年，内贸干散货船老龄船舶规模更大



资料来源：Wind，长江证券研究所

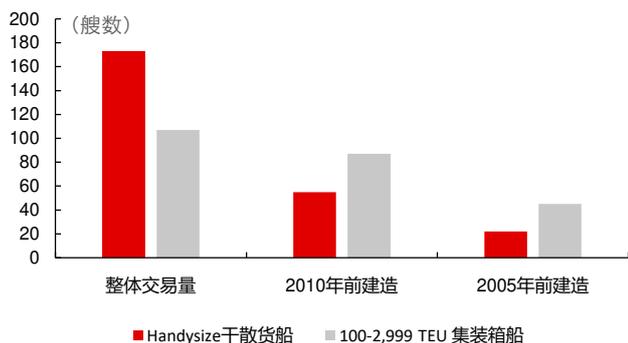
考虑到二手船市场交易活跃度和拆船补贴收入，国内干散货船东拆船意愿和动力更强。从 2024 年 Hanysize 型干散货船和集装箱支线船二手船交易量可以发现，干散货船 20 年以上二手船市场并不活跃，老旧船舶流动性较差。更进一步，干散货船 20 年以上二手船售价与拆船价（含补贴）价差不大；反观集装箱船，当前集运景气度仍较高，二手船价格远高于拆船价（含补贴）。因此，拆船补贴政策对国内干散货船东更具有吸引力，或催化干散货船拆船数量增加，替代品运输供给收紧带动的景气上行将向内贸集运传导。

表 5：营运船舶报废更新补贴标准（单位：元/总吨）

类型	内河船舶	沿海船舶
提前报废老旧营运船舶	1,000	1,000
新建燃油动力营运船舶	500	600
新建新能源清洁能源营运船舶	2,200	1,000

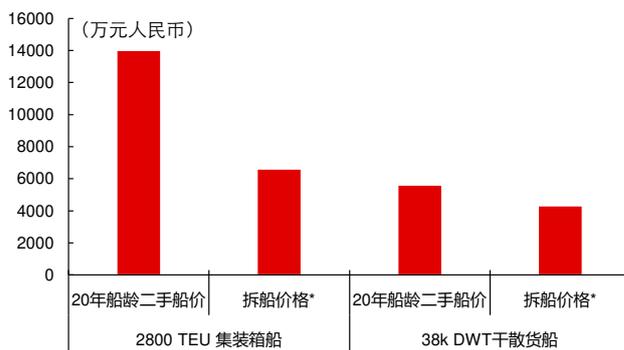
资料来源：交通运输部，长江证券研究所

图 25：老龄干散货船二手船市场并不活跃（2024 年二手船交易数据）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 26：干散货船二手船价和拆船价（含补贴）价差并不大



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

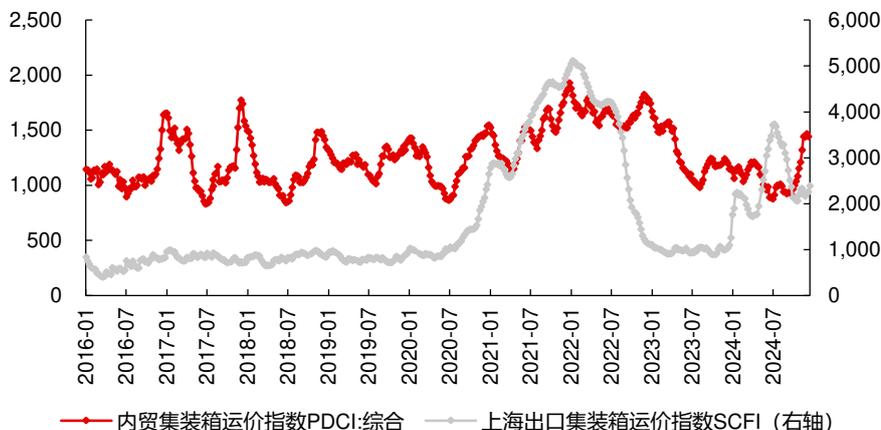
注：拆船价格包含拆船补贴

外贸租船需求坚挺，运力回流压力小

过去几年，中谷对于船舶资产的部署更加娴熟，特别是 4,600TEU 大船交付后，能够更加灵活的调配运力，内外协同。我们认为中谷内外贸协同的作用主要体现在两个方面：

- 1) 外贸景气度较高时，可以通过外租运力收益外需高景气，提前锁定收益；
- 2) 内贸承压时，可以通过外租运力有效减少内贸供给压力。

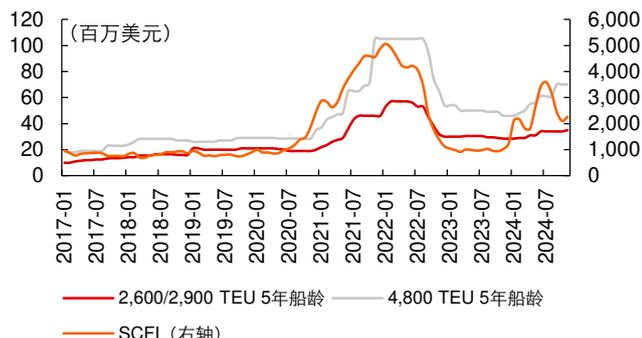
图 27：内贸集运会受到外贸集运景气外溢



资料来源：Wind，长江证券研究所

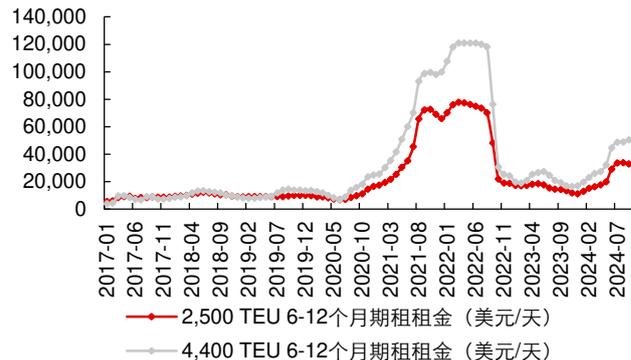
当前外贸租金水平仍维持高位，但市场更加关心的是，内贸船东外租运力是否会随着外贸景气及租金回落而回流，造成内贸运力供给增加。**总体上，我们认为外租运力难以全部回流，特别是中谷建造的 4,600 TEU 集装箱，更具备成本优势，在外贸市场上竞争力更强。**长期维度看，由于支线船老龄化严重，且新造船订单以大船为主，因此预计支线船租船需求仍将坚挺。

图 28：外贸高景气下二手船价上涨



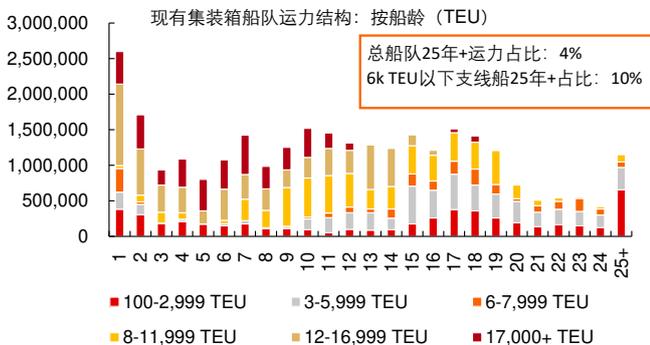
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 29：集装箱船租金保持高位



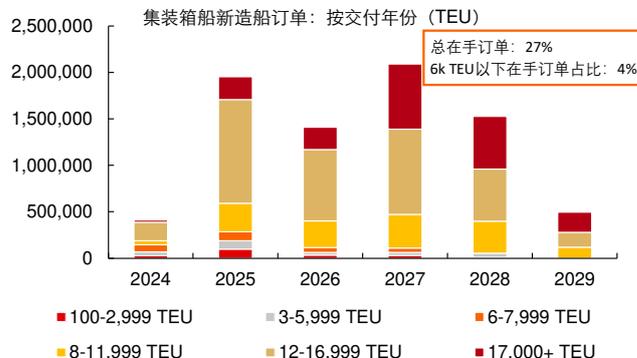
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 30：支线船老龄化问题严重



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 31：支线船在手订单较少



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

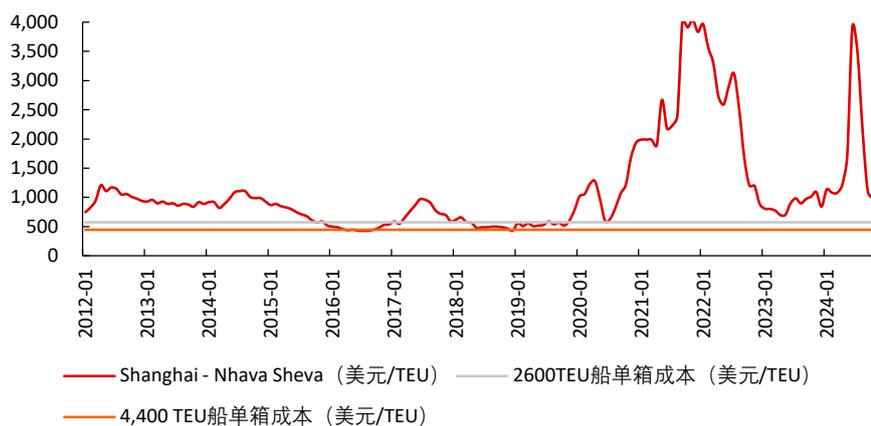
短期看，我们从外贸和内贸两个维度去考虑，均认为外租运力短期全部回流的压力不大。外贸维度，以印巴航线为例，历史上该航线运价始终高于 4,400 TEU 型船的单箱成本，意味着外贸船东在该航线上运价整体上高于盈亏平衡线，因此即使外贸景气回落，船东仍有租船意愿。从内贸维度考虑，当前高租金折算成 PDCI 大致对应年均 1,150-1,200 点的盈利水平。因此，高租金意味着短期内内贸 PDCI 指数上涨难以吸引运力全部回流。

表 6: 外贸区域内航线单箱成本测算

船型 (TEU)	750	1850	2600	4400
新造船价格				
造价假设 (万美元)	1817	3050	4300	6000
折旧年限 (年)	25	25	25	25
残值率	5%	5%	5%	5%
航次假设 (以亚洲内航线上海-孟买为例)				
去程海里	5000	5000	5000	5000
平均航速 (节)	13	13	13	14
航行时间 (天)	32	32	32	29
在港&锚泊时间 (天)	3	3	3	3
单航次时间 (天)	34	34	34	32
年往返航次数量	10	10	10	11
年成本 (万美元)				
年折旧成本	69	116	163	228
年运营成本	145	173	173	199
年航次成本	529	1148	1461	2115
去程装载率 (%)	85%	85%	85%	85%
回程装载率 (%)	30%	30%	30%	30%
年运输箱量 (TEU)	9051	22325	31376	57041
单箱成本 (美元/TEU)	820	643	573	446

资料来源: Clarksons, Drewry, 长江证券研究所 (基于当前情形计算而得, 不考虑历史变动)

图 32: 4,400 TEU 船型单箱成本在亚洲区域内航线有竞争力



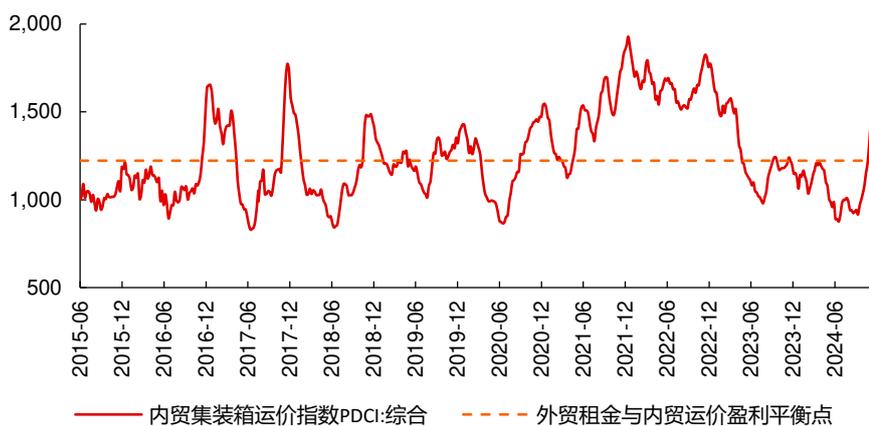
资料来源: Clarksons, Drewry, 长江证券研究所 (基于当前情形计算而得, 不考虑历史变动)

表 7: 内贸沿海航线单箱成本&外贸租金对应 PDCI 测算

船型 (TEU)	750	1850	2600	4400
航次假设 (以内贸沿海航线天津-广州为例)				
去程海里	1500	1500	1500	1500
平均航速 (节)	13	13	13	14
航行时间 (天)	10	10	10	9
在港&锚泊时间 (天)	2	2	2	2
单航次时间 (天)	11	11	11	11
年往返航次数量	33	33	33	34
年成本 (万美元)				
年折旧成本	69	116	163	228
年运营成本	145	173	173	199
年航次成本	797	1808	2397	3703
南向装载率 (%)	90%	90%	90%	90%
北向装载率 (%)	70%	70%	70%	70%
年运输箱量 (TEU)	39123	96504	135628	237291
单箱成本 (美元/TEU)	258	217	201	174
估算对应年 PDCI 均值	1205	1014	940	812
当前外贸期租租金 (美元/天)	8150	25000	33500	44000
等效内贸运价 (美元/TEU)	279	281	266	223
估算对应年 PDCI 均值	1300	1310	1240	1040

资料来源: Clarksons, Drewry, 长江证券研究所 (基于当前情形计算而得, 不考虑历史变动)

图 33: 外贸租金对应较高的年均 PDCI 意味着短期难以吸引运力全部回流



资料来源: Clarksons, Drewry, 长江证券研究所 (基于当前情形计算而得, 不考虑历史变动)

公司看点：攻守兼备

经历了过去几年市场变化，公司经营模式逐步从内贸集运逐步转变成为以内贸集运为主、外贸租船为辅的模式。内贸集运仍是公司弹性最大的板块，明年底部反弹的预期加强；外贸业务提前锁定收益，保障经营韧性，公司外贸以租船为主，根据租金水平提前锁定收益；且能够有效对冲内贸压力。同时，公司重视股东回报，股息率高。

内贸集运依旧是弹性最大的业务

内贸集运市场竞争格局较优，过去两年内需承压，运价下行的局面或迎来底部反弹。需求侧，以大宗商品为主要货种的特征，意味着随财政发力，需求将迎来底部反弹。供给侧，行业供给扩张期进入尾期，供给增速将高位回落（2024-2026 年供给增速分别为 7%、4%、1%）。同时，考虑到东南亚外贸航线的盈利性，外租运力短期回流压力不大；而内贸海干散货船或受老旧船舶拆船补贴政策催化供给收紧，替代运输方式景气回暖将向内贸集运传导。展望 2025 年，内贸集运景气回升，公司内贸业务将展现业绩弹性。

表 8：PDCI 对内贸集运利润的弹性测算

PDCI 对利润弹性测算 (单位：亿元)		年均 PDCI				
		1000	1100	1200	1300	1400
部署运力规模 (万 DWT)	160	7.5	12.1	16.7	21.3	25.9
	170	8.0	12.9	17.7	22.6	27.5
	180	8.5	13.6	18.8	23.9	29.1
	190	8.9	14.4	19.8	25.3	30.7

资料来源：公司公告，Clarksons，Wind，长江证券研究所

外贸租船保障经营韧性

考虑到外贸业务目前为定期租船的商业模式，因此整体弹性弱于自营的内贸集运业务。我们认为，外贸租船业务更多是保障经营韧性，提高公司底线。一方面，外贸期租主要依据外需景气度和租金水平，提前锁定租船收益，收益偏稳健；另一方面，内贸承压期间，运力外租可以有效减缓内贸供需压力。外贸市场类似“蓄水池”，内贸集装箱船队运力占全球运力 3.3%，因此部分内贸运力外租并不会对外贸租船市场造成冲击，反而能够在内需疲软时有效减少内贸供给压力。

表 9：4,600 TEU 集装箱船外贸租金对利润的弹性测算

4600TEU 船外贸租金对利润弹性测算 (单位：亿元)		6-12 个月期租金水平 (美元/天)				
		20000	25000	30000	35000	40000
部署运力规模 (万 DWT)	1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
	14	2.8	4.2	5.5	6.8	8.1
	15	3.0	4.4	5.9	7.3	8.7
	16	3.2	4.7	6.3	7.8	9.3
	17	3.4	5.0	6.6	8.3	9.9

资料来源：Clarksons，Drewry，长江证券研究所

表 10: 2,600TEU 集装箱船外贸租金对利润的弹性测算

2600TEU 船外贸租金对利润弹性测算 (单位: 亿元)		6-12 个月期租金水平 (美元/天)				
		10000	15000	20000	25000	30000
部署运力规模 (万 DWT)	1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
	7	0.3	1.0	1.6	2.3	2.9
	8	0.3	1.1	1.9	2.6	3.4
	9	0.4	1.2	2.1	2.9	3.8
	10	0.4	1.4	2.3	3.3	4.2

资料来源: Clarksons, Drewry, 长江证券研究所

顺周期高股息标的

公司重视股东回报, 为顺周期高股息标的。大股东持股比例高, 且短期资本开支高峰已过。公司承诺在无重大投资计划或现金支出事项下, 2023-2025 年累计分红比例不低于 60%。2023 年公司实际分红比例为 88.1%, 对应股息率为 8.75%。

表 11: 公司历年分红情况

中谷物流	归母净利润 (亿元)	年度现金分红 (亿元)	分红率 %	期末未分配母公 司利润(亿元)	股息率 (%)
2020	10.2	6.0	58.9%	13.9	3.95%
2021	24.0	14.4	59.8%	27.4	5.28%
2022	27.4	20.2	73.5%	24.7	9.77%
2023	17.2	15.1	88.1%	32.8	8.75%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济出现较大幅度下滑。**公司内贸集运需求以大宗商品运输为主，与宏观经济相关度较高。若宏观经济出现不利变化，或导致行业需求大幅下滑，进而导致运价承压。
- 2、行业竞争格局恶化。**公司所处的行业内贸集装箱运输行业竞争格局较优。但是，如果行业竞争格局恶化，最直接的表现即引发价格竞争，从而导致回报率下行。
- 3、大宗散货“散改集”进程不及预期。**公司需求以大宗散货为主，国内运输结构优化调整带动的大宗散货“散改集”结构性需求是内贸集运的主要需求驱动之一。因此，我们认为“散改集”需求远期空间可观。但是，如果“散改集”进程较慢，则会影响行业需求增速和市场空间。
- 4、外贸期租租金大幅下滑。**公司目前有部分运力以期租租船的形式外租在外贸集运市场，该业务根据期租租金提前锁定收益。由于该业务与集装箱船期租租金高度相关，如果外贸景气度下滑或运力增加将会导致期租租金大幅下滑。
- 5、盈利假设不成立或不及预期**

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为：1) 内贸集运业务需求底部反弹预期加强；供给增速高位回落，且干散货船拆船数量将受拆船补贴政策催化而增加，替代运输方式景气回暖将向内贸集运传导，因此内贸集运运价中枢上抬。2) 外贸业务以期租租船形式，提前锁定收益。同时，公司外租船所在的亚洲区域内市场主流船型船龄老，在手订单少，因此对于租船需求长期坚挺。基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 116.0 亿元、131.8 亿元和 148.7 亿元，增速分别为-6.8%、13.7%和 12.8%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.2 亿元、19.0 亿元和 20.6 亿元，同比增速分别为 0.0%、10.9%和 8.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若内需不及预期、内贸运价承压、外贸期租租金下行等，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 115.1 亿元、129.0 亿元和 139.0 亿元，增速分别为-7.5%、12.1%和 7.7%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 16.5 亿元、16.8 亿元和 17.6 亿元，同比增速分别为-3.8%、1.9%和 4.4%。

表 12：公司收入和利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	124.4	116.0	131.8	148.7	124.4	115.1	129.0	139.0
——YOY	-12.5%	-6.8%	13.7%	12.8%	-12.5%	-7.5%	12.1%	7.7%
归母净利润	17.2	17.2	19.0	20.6	17.2	16.5	16.8	17.6
——YOY	-37.4%	0.0%	10.9%	8.2%	-37.4%	-3.8%	1.9%	4.4%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12439	11595	13182	14871	货币资金	5568	8504	10558	10542
营业成本	10666	9832	10721	12106	交易性金融资产	4698	4698	4698	4698
毛利	1773	1763	2461	2765	应收账款	509	483	549	620
%营业收入	14%	15%	19%	19%	存货	85	82	89	101
营业税金及附加	14	26	29	33	预付账款	53	167	182	206
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1359	725	738	752
销售费用	33	26	29	33	流动资产合计	12272	14659	16814	16918
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	1124	1124	1124	1124
管理费用	242	174	198	223	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	7772	7451	6510	5843
研发费用	21	17	15	28	无形资产	276	466	646	816
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	127	224	242	218	递延所得税资产	97	101	101	101
%营业收入	1%	2%	2%	1%	其他非流动资产	1859	1915	2095	2215
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	23399	25715	27290	27017
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	250	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2985	2103	2293	2589
投资收益	179	174	198	223	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2282	2294	2543	2753	应付职工薪酬	94	88	96	109
%营业收入	18%	20%	19%	19%	应交税费	82	580	659	744
营业外收支	0	-2	-2	-2	其他流动负债	1946	2807	2875	2961
利润总额	2282	2292	2541	2751	流动负债合计	5358	5578	5924	6403
%营业收入	18%	20%	19%	18%	长期借款	5461	7461	8461	7461
所得税费用	560	573	635	688	应付债券	0	0	0	0
净利润	1722	1719	1906	2063	递延所得税负债	466	476	476	476
归属于母公司所有者的净利润	1717	1717	1904	2061	其他非流动负债	1361	1311	1311	1311
少数股东损益	4	2	2	2	负债合计	12646	14827	16172	15651
EPS (元)	0.82	0.82	0.91	0.98	归属于母公司所有者权益	10719	10853	11080	11326
					少数股东权益	34	36	37	39
现金流量表 (百万元)					股东权益	10753	10888	11117	11366
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	23399	25715	27290	27017
经营活动现金流净额	2479	2194	3478	3521	基本指标				
取得投资收益收回现金	121	174	198	223		2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	-43	0	0	0	每股收益	0.82	0.82	0.91	0.98
资本性支出	-2684	-938	-601	-601	每股经营现金流	1.18	1.04	1.66	1.68
其他	-446	787	0	0	市盈率	10.04	11.31	10.20	9.42
投资活动现金流净额	-3052	23	-403	-377	市净率	1.61	1.79	1.75	1.72
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.37	5.62	5.13	4.91
股权融资	0	0	0	0	总资产收益率	7.9%	7.0%	7.2%	7.6%
银行贷款增加(减少)	4324	1750	1000	-1000	净资产收益率	16.0%	15.8%	17.2%	18.2%
筹资成本	-512	-1803	-2021	-2159	净利率	13.8%	14.8%	14.4%	13.9%
其他	-2689	837	0	0	资产负债率	54.0%	57.7%	59.3%	57.9%
筹资活动现金流净额	1123	784	-1021	-3159	总资产周转率	0.57	0.47	0.50	0.55
现金净流量 (不含汇率变动影响)	550	3001	2054	-15					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其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。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。