

中谷物流（603565）深度研究报告

经营出众的内贸集运龙头，关注内需顺周期弹性

——大物流时代系列研究（26）

- ❖ **如何理解内贸集运行业的投资机会：格局优势+需求潜力。**1) 商业模式：收入来自于运量*运价，其中运量与国内内需相关性较大，运价则由行业供需决定。需求端看，2014~2023年内贸集装箱运量增速均值6.4%，略高于GDP增速均值6.0%。2) 格局优势是内贸集运投资的基础。内贸集运行业三足鼎立格局已经形成，CR3接近80%。3) 需求潜力带来内贸集运投资的弹性。a) 驱动因素一：“散改集”推动集装箱化率持续提升，水运具备降本和减碳优势，驱动运输结构转变。b) 驱动因素二：多式联运拓宽集装箱运输应用场景。
- ❖ **中谷物流：内贸集运龙头，经营能力出众。**1) 公司概况：中谷物流于2003年成立，2020年公司成功在上交所上市；创始人卢宗俊，航运经验丰富，持有公司40%的股份。截至2024年6月30日，公司总运力规模为368万载重吨，位居国内内贸集装箱物流企业前三甲；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，航线网络覆盖面广、班期稳定，货源种类丰富。2) 经营能力出众：a) 伴随内贸集装箱运输需求提升以及船队规模扩张，2017-2022年公司收入利润持续增长，归母净利CAGR为48.7%，ROE维持超过15%。b) 行业承压期，公司业绩亦保持相对韧性，2023年、2024年前三季度公司收入降幅低于行业运价降幅，毛利率维持在13%~14%。c) 凭借管理层的丰富经验，公司在低价时购入船舶资产，构筑成本护城河。
- ❖ **关注公司内需顺周期弹性：1) 行业逻辑：外贸集运运价维持高位，内贸集运供需关系加速改善。**在红海局势持续的情况下，外贸集运市场景气度较高。一方面公司积极调配运力参与外贸市场，2024年上半年外贸租金收入5.75亿元，同比增长5.9%；短期预计外贸集运业务收入贡献维持较高水平。另一方面，部分内外贸兼营船舶逐步转移至外贸市场，缓解内贸市场供给端的压力；短期正值旺季，截至11月15日PDCI收于1441点，周环比+9.2%，较9月20日累计涨幅达57%。考虑到未来供给增速显著放缓，需求随经济复苏逐步改善，内贸集运市场或持续向好。2) 公司属于内贸顺周期标的。内贸集运主要服务于国内大宗货物及产成品的运输，与国内宏观经济有较强相关性，伴随经济/内需的不断改善，内贸行业将获得向上弹性。以2008-10年经验看，财政政策发力能刺激制造业、基建、地产及消费端需求，从而带动内贸集运行业运输需求。基于2024年上半年数据，测算得到PDCI运价指数增加10%，对应公司营业收入增量约4.0亿元，对应净利润增量约3.0亿元。
- ❖ **投资建议：内贸行业格局明确，供需关系有望随经济复苏而加速改善；中谷物流作为行业龙头，经营能力优异，业绩弹性可期。**1) 盈利预测：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为16.4、17.7、19.2亿元，对应EPS分别为0.78、0.84、0.91元，对应PE分别为11、11、10倍。2) 公司重视股东回报，23年现金分红比例超88%，对应股息率8%。3) 目标价：参考近三年公司PB均值2.3，我们给予公司2025年2.2倍PB，对应246亿元市值，预期较现价30%空间，一年期目标价11.71元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：宏观经济增速不及预期、油价大幅上涨，多式联运推进不及预期等。**

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	12,439	12,224	12,935	13,950
同比增速(%)	-12.5%	-1.7%	5.8%	7.8%
归母净利润(百万)	1,717	1,643	1,773	1,918
同比增速(%)	-37.4%	-4.3%	7.9%	8.2%
每股盈利(元)	0.82	0.78	0.84	0.91
市盈率(倍)	11	11	11	10
市净率(倍)	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年11月25日收盘价

推荐（首次）

目标价：11.71元

当前价：8.99元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

执业编号：S0360523070001

证券分析师：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com

执业编号：S0360523080001

证券分析师：卢浩敏

邮箱：luhaomin@hcyjs.com

执业编号：S0360524090001

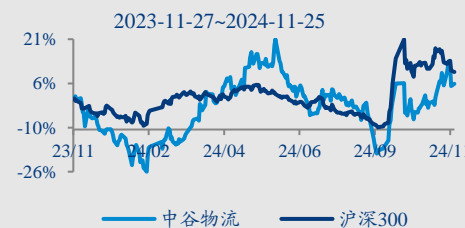
联系人：李清影

邮箱：liqingying@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	210,006.31
已上市流通股(万股)	210,006.31
总市值(亿元)	188.80
流通市值(亿元)	188.80
资产负债率(%)	57.76
每股净资产(元)	4.91
12个月内最高/最低价	10.34/6.84

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇作为大物流时代系列（26），我们聚焦在内贸集运龙头公司中谷物流，我们认为内贸集运市场格局佳，具备内需顺周期属性，中谷物流作为行业龙头，经营能力出众，业绩弹性可期，同时公司推动高分红重视股东回报。

投资逻辑

1、中谷物流：内贸集运龙头，经营能力出众

1) 公司概况：中谷物流于2003年成立，2020年公司成功在上交所上市；创始人卢宗俊，航运经验丰富，持有公司40%的股份。截至2024年6月30日，公司总运力规模为368万载重吨，位居国内内贸集装箱物流企业前三甲；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，航线网络覆盖面广、班期稳定，货源种类丰富。

2) 经营能力出众：a) 伴随内贸集装箱运输需求提升以及船队规模扩张，2017-2022年公司收入利润持续增长，**归母净利 CAGR 为 48.7%，ROE 维持超过 15%**。b) 行业承压期，公司业绩亦保持相对韧性，2023年、2024年前三季度公司收入降幅低于行业运价降幅，毛利率维持在13%~14%。c) 凭借管理层的丰富经验，公司在低价时购入船舶资产，构筑成本护城河。

2、关注公司内需顺周期弹性

1) 行业逻辑：外贸集运运价维持高位，内贸集运供需关系加速改善。在红海局势持续的情况下，外贸集运市场景气度较高。一方面公司积极调配运力参与外贸市场，2024年上半年外贸租金收入5.75亿元，同比增长5.9%；**短期预计外贸集运业务收入贡献维持较高水平**。另一方面，部分内外贸兼营船舶逐步转移至外贸市场，缓解内贸市场供给端的压力；短期正值旺季，**截至11月15日 PDCI 收于 1441 点，周环比+9.2%，较 9 月 20 日累计涨幅达 57%**。考虑到未来供给增速显著放缓，需求随经济复苏逐步改善，内贸集运市场或持续向好。

2) 公司属于内贸顺周期标的。内贸集运主要服务于国内大宗货物及产成品的运输，与国内宏观经济有较强相关性，伴随经济/内需的不断改善，内贸行业将获得向上弹性。以2008-10年经验看，财政政策发力能刺激制造业、基建、地产及消费端需求，从而带动内贸集运行业运输需求。基于2024年上半年数据，测算得到**PDCI 运价指数增加 10%，对应公司营业收入增量约 4.0 亿元，对应净利润增量约 3.0 亿元。**

3、投资建议

内贸行业格局明确，供需关系有望随经济复苏而加速改善；中谷物流作为行业龙头，经营能力优异，业绩弹性可期。

1) 盈利预测：我们预计公司2024~2026年归母净利润分别为16.4、17.7、19.2亿元，对应EPS分别为0.78、0.84、0.91元，对应PE分别为11、11、10倍

2) 公司重视股东回报，23年现金分红比例超88%，对应股息率8%。

3) 目标价：参考近三年公司PB均值2.3，我们给予公司2025年2.2倍PB，对应246亿元市值，预期较现价30%空间，一年期目标价11.71元，首次覆盖给予“推荐”评级。

目 录

一、 如何理解内贸集运行业的投资机会：格局优势+需求潜力.....	6
（一） 内贸集运的商业逻辑.....	6
1、 内贸集运的行业特征.....	6
2、 内贸集运公司收入驱动因素.....	8
（二） 格局优势是内贸集运投资的基础.....	11
（三） 需求潜力将带来内贸集运投资的弹性.....	13
1、 驱动因素一：集装箱化率持续提升，运输结构转变.....	14
2、 驱动因素二：多式联运拓宽集装箱运输应用场景.....	16
二、 中谷物流：经营出众的内贸集运龙头，关注内需顺周期弹性.....	19
（一） 公司概况：内贸集运龙头.....	19
（二） 财务表现：经营能力出众.....	21
（三） 运力规模：积极扩张产能，新船下水推动降本.....	24
（四） 关注公司内需顺周期弹性.....	25
三、 投资建议与风险提示.....	29
1、 盈利预测.....	29
2、 重视股东回报，高分红标的.....	29
3、 投资建议.....	29
4、 风险提示.....	29

图表目录

图表 1	内贸集运主要业务模式	6
图表 2	集装箱物流行业产业链情况	6
图表 3	中国沿海港口与内河港口集装箱吞吐量（万 TEU）	7
图表 4	集装箱物流行业货量及运价存在季节性特征	8
图表 5	内贸集运公司收入驱动分析	8
图表 6	中国沿海集装箱船（700TEU 以上）运力及增速（万 TEU，%）	9
图表 7	中国内贸集装箱运价指数（PDCI）及出口集装箱运价指数（CCFI）	9
图表 8	PDCI 增速与安通、中谷单箱收入增速情况（%）	10
图表 9	2019 年中谷物流成本构成情况（%）	10
图表 10	内贸集运行业自发出清，格局有所优化	11
图表 11	2020 年上半年中国内贸集装箱市占率情况（运力口径）	12
图表 12	“FAX2” 新增航线及运力情况	12
图表 13	内贸集装箱吞吐量增速及 GDP 增速（%）	13
图表 14	中国内贸集装箱吞吐量及增速（万 TEU，%）	14
图表 15	全国港口集装箱货物载运量占比（%）	14
图表 16	2021 年全球各国港口集装箱化程度（%）	14
图表 17	我国“散改集”相关政策梳理	15
图表 18	国内主要运输方式的运费率（元/吨公里）	16
图表 19	国内主要运输方式货运量占比（%）	16
图表 20	水运的碳排放强度显著低于其他运输方式	16
图表 21	中国水运货运量及增速（亿吨，%）	16
图表 22	多式联运综合物流流程图	17
图表 23	我国发展多式联运的相关政策梳理	17
图表 24	国内海铁联运箱吞吐量及增速（万 TEU，%）	18
图表 25	中谷物流发展历程	19
图表 26	中谷物流股权结构图	19
图表 27	中谷物流可提供多式联运业务模式	20
图表 28	中谷物流航线网络布局	20
图表 29	2021-2024 年上半年中谷物流运输种类占比（%）	21
图表 30	中谷物流营业收入及增速（亿元，%）	21
图表 31	中谷物流收入结构情况（%）	21
图表 32	公司多式联运及港到港业务占比情况（%）	22
图表 33	中谷物流归母净利润及增速（亿元，%）	23

图表 34	中谷物流扣非净利润及增速（亿元，%）	23
图表 35	中谷物流归母及扣非 ROE 情况	23
图表 36	中谷物流毛利率与净利率情况	23
图表 37	中谷物流经营性净现金流及增速（亿元，%）	23
图表 38	中谷物流总运力及自有运力情况（万载重吨）	24
图表 39	中谷物流集装箱运输量及增速（万 TEU，%）	24
图表 40	中谷物流船舶账面价值及增速（亿元，%）	24
图表 41	中国新造船价格指数（CNPI）	24
图表 42	不同船型年化单箱成本情况（美元）	25
图表 43	中谷物流单箱成本及增速（元/TEU，%）	25
图表 44	4400、5000TEU 集装箱船 6-12 个月期租租金（美金/天）	26
图表 45	中谷物流分区域收入占比（%）	26
图表 46	PDCI 综合指数	26
图表 47	沿海省际运输集装箱船与干散货船船队结构（艘）	26
图表 48	内贸集装箱运量增速与 GDP 增速走势较为一致	27
图表 49	内贸集装箱吞吐量增速与制造业 PMI 走势较为一致	27
图表 50	一揽子计划投资重点投向（亿元）	28
图表 51	基建、制造业、地产投资累计同比增速	28
图表 52	2009 年 3 月制造业 PMI 重回荣枯线以上（%）	28
图表 53	2019Q2GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速开始回升	28
图表 54	中谷物流现金分红总额及分红比例（亿元，%）	29

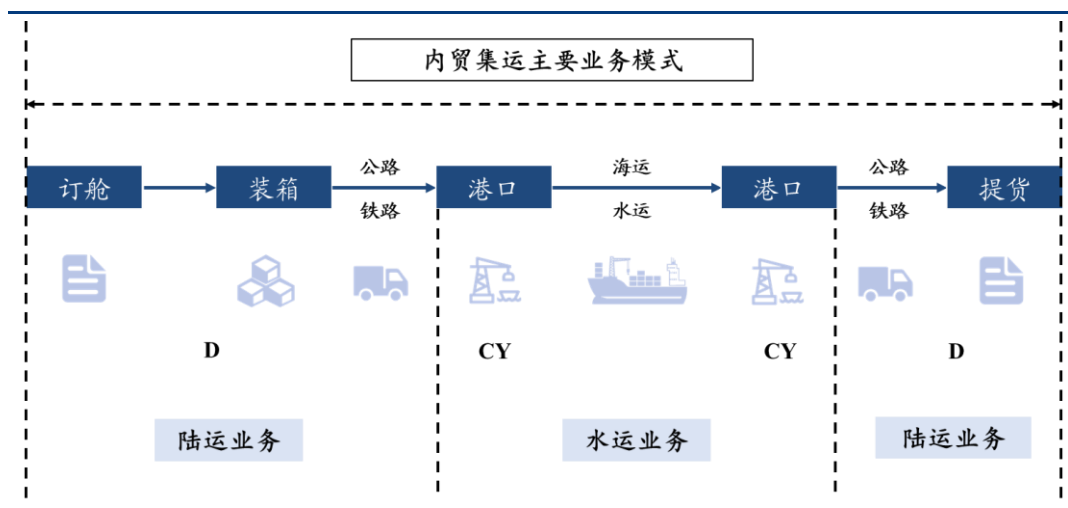
一、如何理解内贸集运行业的投资机会：格局优势+需求潜力

（一）内贸集运的商业逻辑

1、内贸集运的行业特征

内贸集运行业的主要业务模式包括：门到门（D-D）、港到港（CY-CY）、港到门（CY-D）以及门到港（D-CY）。近年来各头部公司拓展业务，从水运环节延伸到两端，以形成全程物流供应链的商业模式。

图表 1 内贸集运主要业务模式



资料来源：中谷物流招股书，华创证券综合整理

客户按运输货物性质主要分为两类：

其一，是传统大宗货品和工业品，包括纸浆、粮食、建筑材料等货源，集装箱物流具备运输环节减少、货损降低等优点，适合该类货品的运输，“散改集”则进一步推动散货运输的大宗商品进入集装箱，使得货源种类更为丰富；

其二，是消费品，包括日用品、食品、家用电器等货源，此外零售电商客户的小批次、高频次物流需求也逐渐增加，有望进一步提升消费品运输在集装箱运输中的比重。

图表 2 集装箱物流行业产业链情况



资料来源：中谷物流招股书，华创证券

内贸集运行业的主要航线分布。中国内贸集运沿海港口主要分布在3个区域：环渤海港口群，华东沿海港口群，华南沿海港口群，近年来，成都、呼和浩特、哈尔滨等内陆港口建成，内贸集装箱可以通过多式联运的方式运输至内陆地区。主要航线包括沿海航线、长江航线、珠江航线等。

沿海航线是中国内贸集运最重要的航线之一，连接中国东海岸的主要港口，包括大连、青岛、上海、宁波、厦门、广州、深圳等；

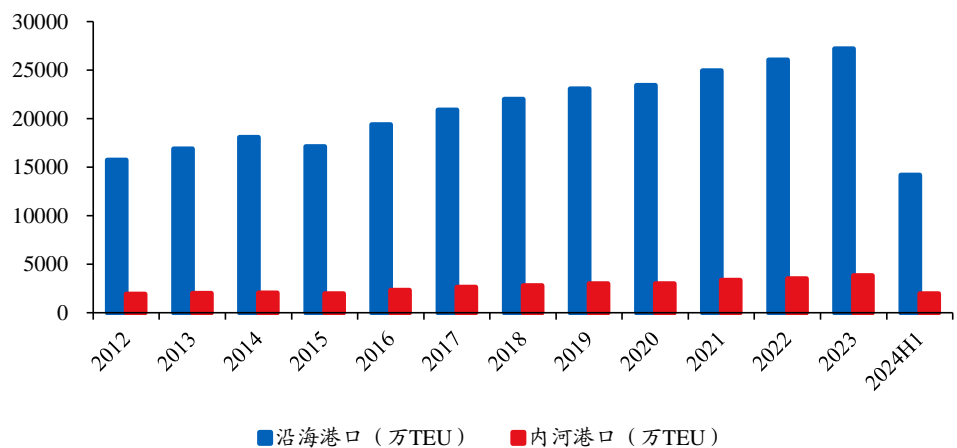
长江航线是中国内河集装箱运输的主要通道之一，主要连接上海、南京、武汉、重庆等城市的内河港口；

珠江航线是中国南方地区的重要内河集装箱运输通道，主要服务于广东省和广西壮族自治区的货运需求，包括广州、深圳、珠海、湛江、南宁等重要港口。

这些航线构成了中国内贸集运的主要运输通道，为经济发展提供了重要的物流支撑和保障。

2024年上半年我国沿海港口完成集装箱吞吐量1.42亿TEU，同比增长8.6%；内河港口完成集装箱吞吐量1971万TEU，同比增长7.6%。

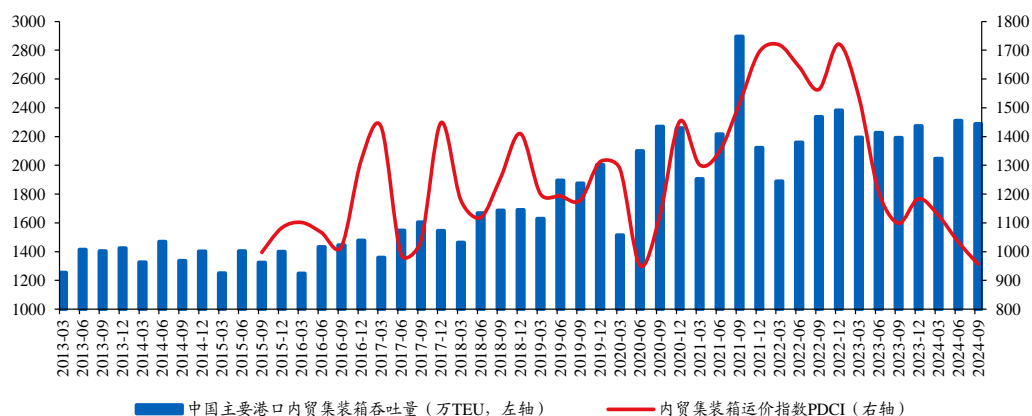
图表 3 中国沿海港口与内河港口集装箱吞吐量（万 TEU）



资料来源：Wind，华创证券

内贸集运行业存在一定的季节性特征。受到春节等法定节假日的影响，第一季度集装箱物流需求较小，但运价维持坚挺，第二季度是全年的淡季，第三季度集装箱物流业务相对稳定，第四季度为内贸集运行业的旺季，较多客户在该期间内购买集装箱物流服务；此外，货源因素也会带来季节性波动，如在粮食收获季节，粮食类货物的运量会增长；再如从南方运输至东北、华北的建材类货物，受到北方冬季建筑工地开工率不足的影响，第四季度建材类货物的运量会减少。

图表 4 集装箱物流行业货量及运价存在季节性特征

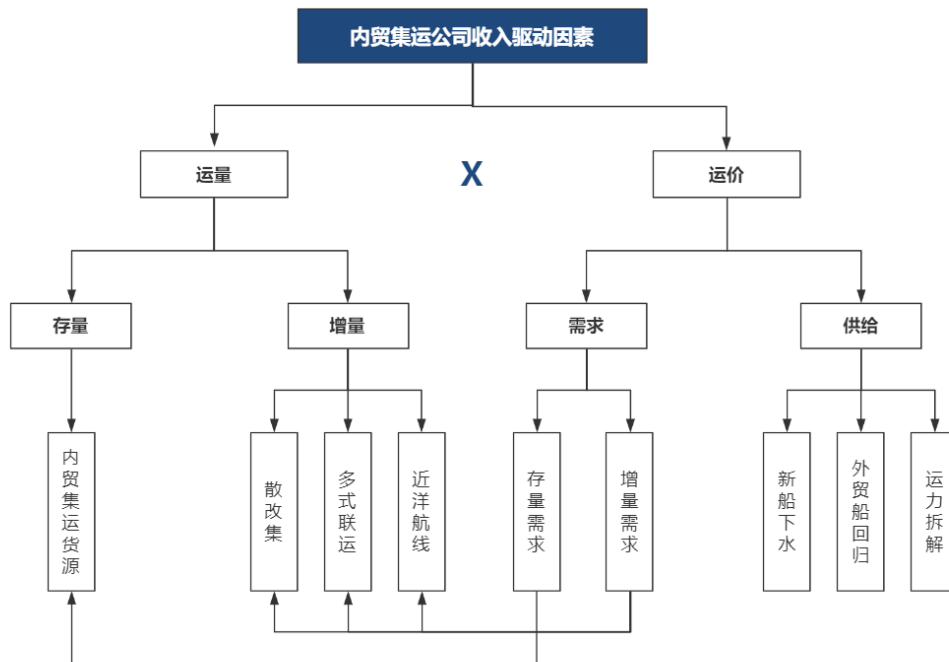


资料来源: Wind, 华创证券

2、内贸集运公司收入驱动因素

内贸集运公司收入来自于运量*运价。其中，运量与国内内需较为相关，而运价主要受到供需的影响。具体来看：

图表 5 内贸集运公司收入驱动分析



资料来源: 华创证券

1) 运量需求: 内贸集运行业运量与国内内需相关性较大，而“散改集”、多式联运有望进一步打开增量空间。“散改集”主要通过推动更多货源进入集装箱，而多式联运则主要通过一体化物流服务，将内贸集运不断由沿海向内陆延伸，以打开广阔的增量需求空间。

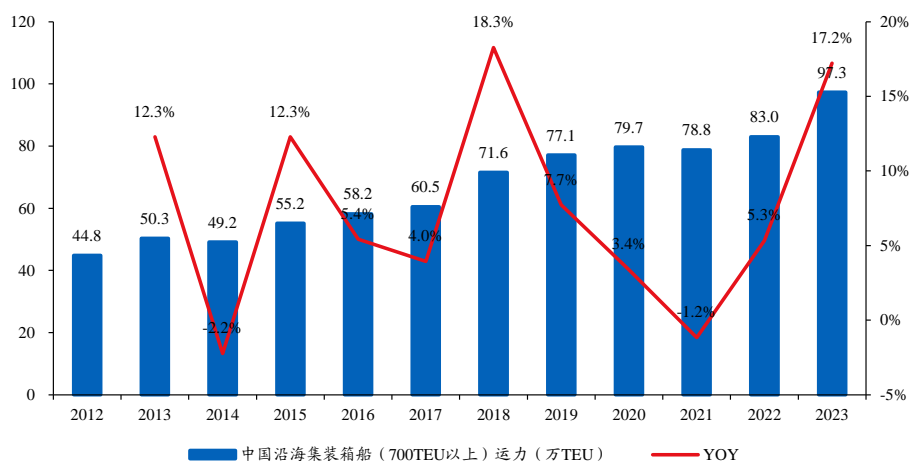
2) 运价：由供需决定价格

从供给端看：

2018-19 年内贸集运市场相对惨淡，企业经营情况不佳，加之 2020 年的疫情影响，内贸集运企业运力投放更加谨慎，2021 年中国沿海集装箱船（700TEU 以上）运力为 78.8 万 TEU，同比下降 1.2%。

2021-2022 年外贸集运高景气外溢至内贸集运市场，行情持续走高，集装箱船订单增加。2023 年市场进入运力集中交付期，大量新造船涌入内贸集运市场，导致市场静态运力大幅提升，2023 年中国沿海集装箱船（700TEU 以上）运力为 97.3 万 TEU，同比增长 17.2%。根据上海国际航运研究中心预测，2024 年上半年中国沿海集装箱船（700TEU 以上）运力将达 103 万 TEU，较 2023 年底增长 6%；其中上半年新增交付运力约 6 万 TEU 以上，下半年有 4 万余 TEU 运力交付，我们测算全年静态运力增速约 10%。

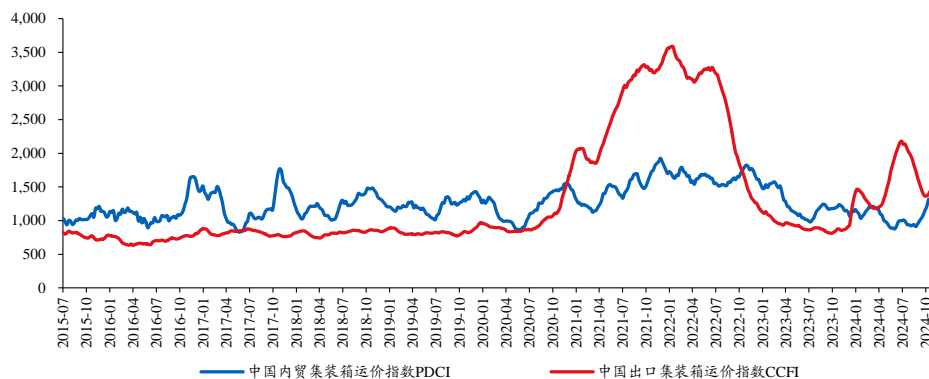
图表 6 中国沿海集装箱船（700TEU 以上）运力及增速（万 TEU，%）



资料来源：Wind，华创证券

因行业供需关系较好，内贸运价相对稳定。相较于外贸集运市场的波动性，内贸集运市场需求端仅和国内宏观经济相挂钩，且运距、贸易流向都较为稳定，外生扰动因素相对更少，供需格局较好，对于稳定运价起到了重要作用。根据泛亚内贸集装箱运价指数（PDCI）显示，近 7 年内贸运价指数的波动水平相对较低，运价保持相对稳定。

图表 7 中国内贸集装箱运价指数（PDCI）及出口集装箱运价指数（CCFI）

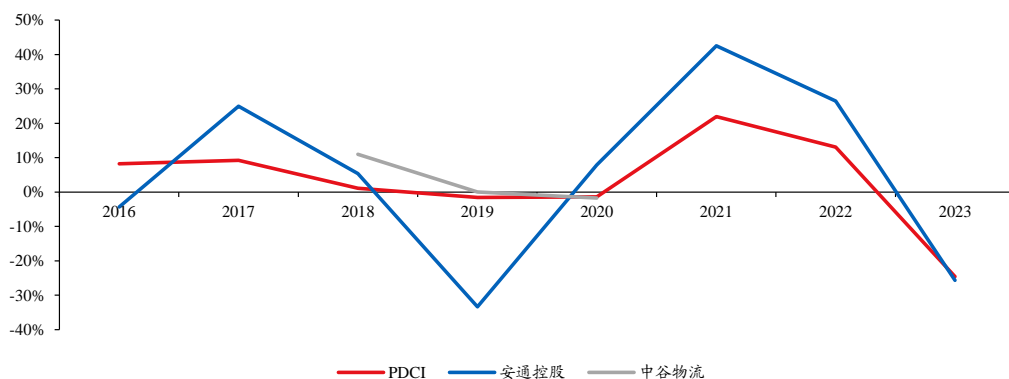


资料来源：Wind，华创证券

PDCI 运价指数增速与内贸集运公司单箱收入增速存在相关性。

2016 年以来绝大多数年份，PDCI 运价指数增速与内贸集运行业龙头公司单箱收入增速存在相关性，如 2019~2020 年，PDCI 运价指数分别同比-1.6%、-1.4%，中谷物流单箱收入分别同比基本持平、-1.7%。通过追踪 PDCI 运价水平可以帮助评估内贸集运公司的收入水平与业绩表现。

图表 8 PDCI 增速与安通、中谷单箱收入增速情况（%）



资料来源：Wind，公司公告，华创证券 注：单箱收入的计算口径=营业收入/计费箱量，2021~2022 年单箱收入的提升部分受到外贸租船收入增长的影响。

3) 成本

内贸集运公司的营业成本主要包括码头费、船舶租赁费用、燃油成本等。

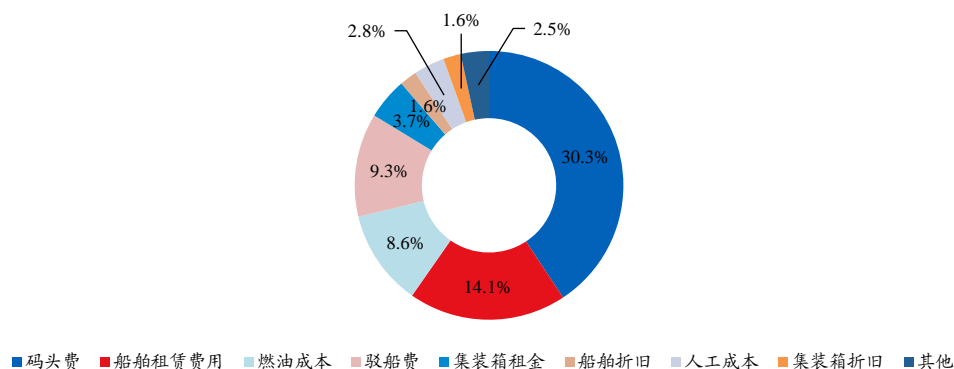
码头费为各港口企业向内贸集运公司提供的各项码头作业服务所收取的相关费用，其高低取决于港口企业对外的收费政策；

船舶租赁成本受到造船技术更新、钢材价格及二手船舶拆船等众多因素影响；

燃油成本与国际油价高度相关，而国际油价受到供需关系的影响，因此存在一定的波动。

2019 年中谷物流码头费、船舶租赁费、驳船费占比分别为 30.3%、14.1%及 9.3%。

图表 9 2019 年中谷物流成本构成情况（%）



资料来源：中谷物流招股书，华创证券

（二）格局优势是内贸集运投资的基础

1、行业经历数轮竞争后，呈现了自发出清，格局优化。

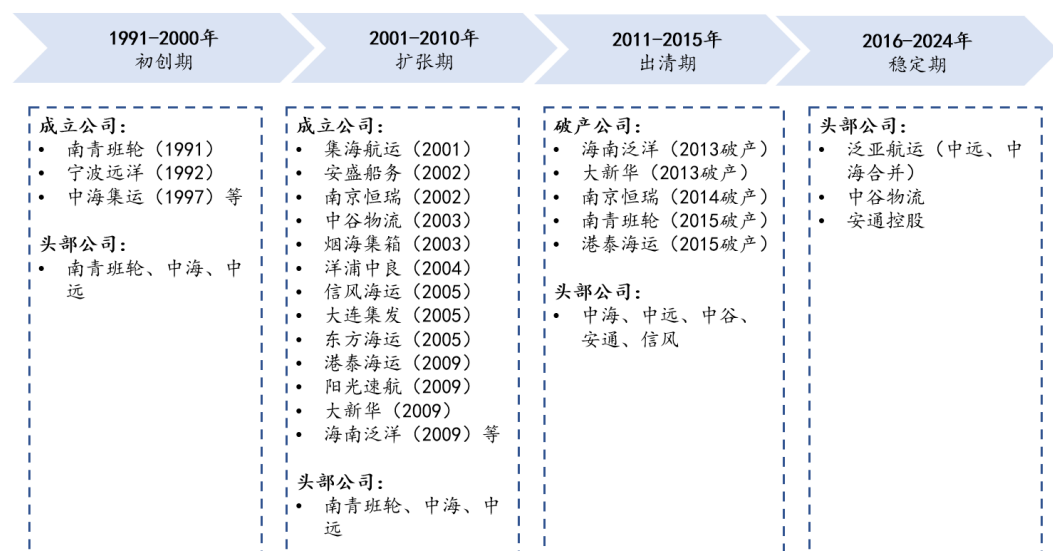
近 20 年来，我国内贸集运市场经历了由扩张到逐步出清的过程：

2001 年，国内水运价格全面放开，由市场供需自行调节，大批集运公司相继成立，内贸集运市场步入繁荣期；

此后新入者增多，行业竞争加剧，2013 年起，受到周期性因素的影响，部分民营内贸集运企业陆续停航或破产，行业逐步优胜劣汰，开始自发出清；

2015 年，中国远洋运输（集团）与中国海运（集团）合并重组，成立中远海运（集团），其全资子公司泛亚航运成为第一大内贸集运公司，行业集中度持续提升，竞争格局得以改善。

图表 10 内贸集运行业自发出清，格局有所优化

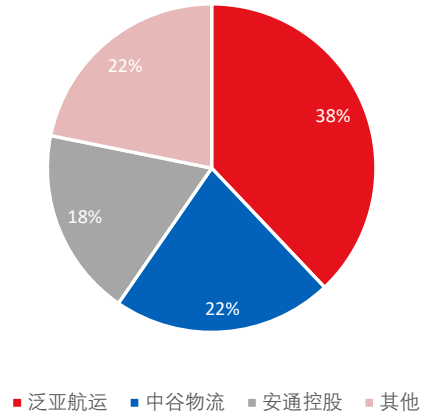


资料来源：港口圈微信号，华创证券综合整理

2、我国内贸集运格局三足鼎立已经形成，CR3 占比近 8 成。

经历较长时间的洗牌，内贸集运行业运力排名前 3 的企业为泛亚航运（中远海运）、中谷物流、安通控股，其市场份额分别为 38%、22%、18%，CR3 占比近 8 成，龙头公司在运力规模、资金实力方面都具备较强优势，三足鼎立局面已经形成。此外，市场主要参与者还包括民营企业信风海运、区域港口集团下属企业等。

图表 11 2020 年上半年中国内贸集装箱市占率情况（运力口径）



资料来源：上海国际航运中心，华创证券

同时，在新发展格局的引领下，为提升国内贸易的物流效率，具有央企背景的泛亚和安通牵手民营船公司信风海运开展内贸航线的融舱合作，于 2021 年共同推出内贸合作航线产品“FAX1”，致力于为广大客户提供了覆盖更广、效率更高、交货更快、品质更优的运输服务。2022 年，为提升合作航线的保障功能，进一步推出了内贸合作航线产品“FAX2”。尽管 2022 年承运人面临供应链瓶颈以及内贸运力减少的挑战，但 3 家合作公司通过增加自营运力、合理调整挂港等措施，“FAX2”合计新增 31 条航线，投入 113 艘船舶、370 万吨运力，成功实现了覆盖范围增加，同时维持了主要航线的密度，进一步提升了服务品质，满足客户需求。

2022 年下半年，中谷与泛亚开展了共舱运营航线，当年末，头部四家公司开始共舱，标志着内贸集运行业合作进一步深化。

图表 12 “FAX2”新增航线及运力情况

航线区域	新增航线数	投船数	总运力（万吨）
FAX2 东北航线	8	31	135
FAX2 华北航线	8	28	122
FAX2 山东航线	7	22	58
FAX2 华东航线	4	19	39
FAX2 区域航线	4	13	16
合计	31	113	370

资料来源：中国船东协会公众号，华创证券

注：内贸集运具有较高准入壁垒，外资巨头难以进入。根据国家发改委和商务部发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）2021 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）2021 年版》，明确规定国内水上运输公司必须由中方控股，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。相比外贸集运所在的全球竞争市场，内贸集运受到了供给壁垒的限制。

安通控股与招商轮船重组，业务范围扩展至外贸集运和滚装运输。2024年6月13日安通控股公告拟向招商轮船发行股份购买其持有的中外运集运100%股权和招商滚装70%股权。

中外运集运航线网络覆盖中国台湾和中国香港地区，及日本、韩国、澳洲、菲律宾、越南、印度等国家；截至2023年12月31日，中外运集运自有集装箱船舶19艘、租赁船舶10艘，控制运力45,232标准箱，运力排名全球第33名。

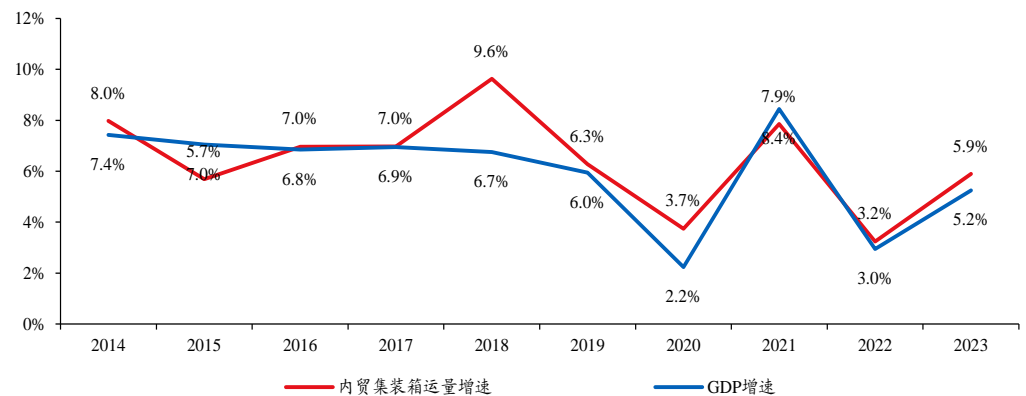
招商滚装船队规模位居国内滚装行业领先地位，拥有汽车滚装船运力共22艘，其中10艘为2000~5000车级、可用于沿海/远洋的大型汽车滚装船，6艘已投入国际航线运营。

交易完成后，安通控股将成为招商轮船的子公司，经营范围将从内贸集运向亚洲区域内外贸集运进行延伸，同时新增汽车滚装运输业务。

（三）需求潜力将带来内贸集运投资的弹性

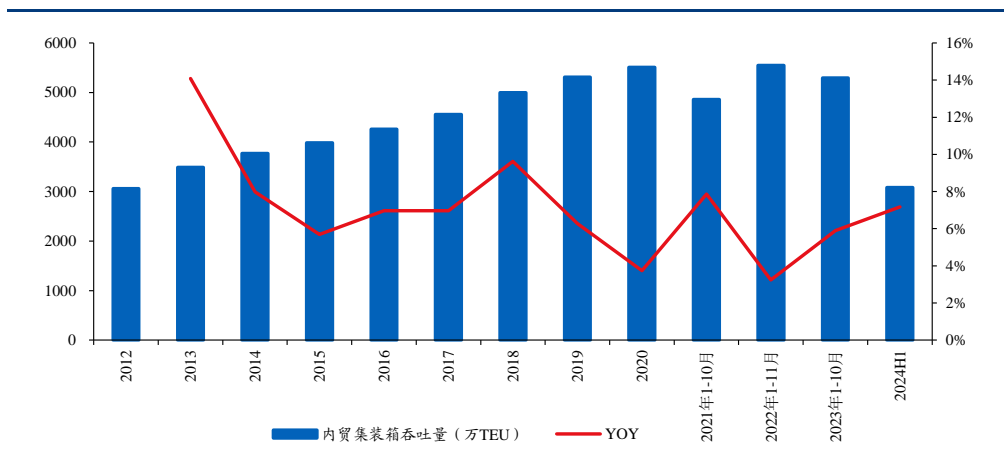
内贸集运市场需求呈现稳定增长态势，且与宏观经济有较强相关性。根据上海国际航运研究中心数据，2014~2023年内贸集装箱运量增速年均值约为6.4%，略高于同期GDP增速6.0%，2018年内贸集装箱运量增速达9.6%，主要受益于国家大力推动“散改集”。我们预计未来伴随国内宏观经济环境逐步改善，内贸集运行业增速仍将维持高于GDP增速。

图表 13 内贸集装箱吞吐量增速及 GDP 增速（%）



资料来源：上海国际航运研究中心，华创证券

图表 14 中国内贸集装箱吞吐量及增速（万 TEU，%）



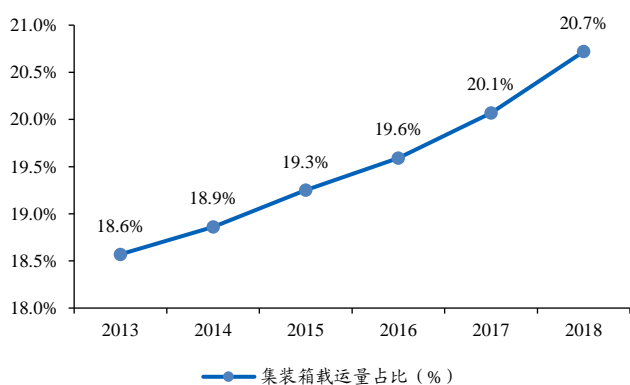
资料来源：上海航运研究中心，华创证券

我们认为集装箱化率（推动散改集进程）的提升以及多式联运模式会在需求稳健增长的基础上带来向上弹性。

1、驱动因素一：集装箱化率持续提升，运输结构转变

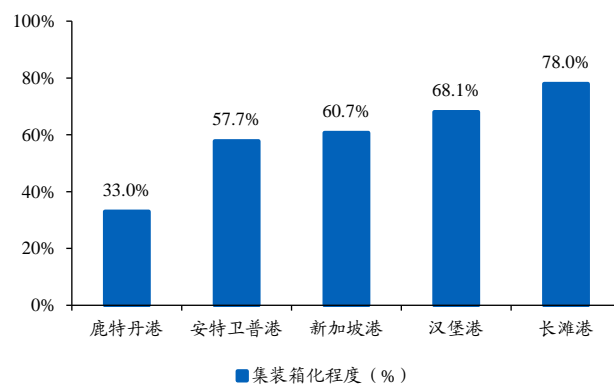
国内集装箱化程度较低，渗透率仍有较大提升空间。根据中国港口年鉴数据显示，2018年我国港口集装箱化程度为 20.7%，相比发达国家 50%~80% 的平均水平，尚有较大提升空间。在内需拉动之下，内贸集装箱化率有望逐步与国际接轨，集装箱物流渗透率或将持续提升。

图表 15 全国港口集装箱货物载运量占比（%）



资料来源：中谷物流招股书，华创证券

图表 16 2021 年全球各国港口集装箱化程度（%）



资料来源：Wind，华创证券

铁水联运助推散改集，政策引导下集装箱化进程加快。针对公路运输的环保及超载问题，我国大力推动水铁多式联运的发展，使得我国内贸运输结构由公路逐步转向水路及铁路，同时也一定程度上提升了货物的集装箱化率。

图表 17 我国“散改集”相关政策梳理

时间	相关政策	具体内容
2023 年 1 月	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023-2025）》	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”，加强港口设施设备建设和工艺创新，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。
2022 年 12 月	《“十四五”现代物流发展规划》	到 2025 年基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系。沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区等的铁路专用线接入比例力争达到 85% 左右，长江干线主要港口全面实现铁路进港。货物运输结构进一步优化，铁路货运量占比较 2020 年提高 0.5 个百分点，集装箱铁水联运量年均增长 15% 以上，铁路、内河集装箱运输比重和集装箱铁水联运比重大幅上升。
2022 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。

资料来源：交通运输部，国务院办公厅，国家发改委，商务部，人民政府官网，华创证券

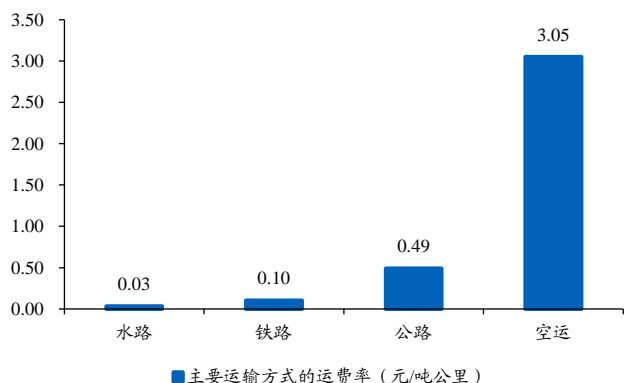
“散改集”趋势下，大宗散货成为内贸集运的重要货源。中国内贸集运的货源种类繁多，其中基础货源主要包括粮食、钢铁、化工品等大宗商品，优质货源包括汽车、家电 3C 等消费品，辅助货源包括水果蔬菜、饮料、白糖、日用品等消费品。

在“散改集”趋势之下，原先没有装入集装箱的大宗散货，如焦炭、煤炭等逐渐成为了内贸集运的重要货源。

碳中和背景下，水运具备降本和减碳优势，驱动运输结构改变。

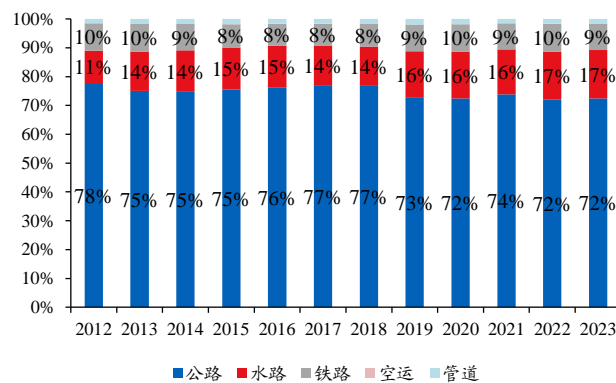
水路运输是最为经济的方式，运费率相对低廉，具备显著的成本优势。2023 年在国内总货运量中，公路运输占比 72%，水路运输占比 17%，铁路运输占比 9%。2016 年公路治超后，运输占比开始回落，由 2017 年的 77% 下滑至 2020 年的 72%，**这部分运输需求逐步转向了铁路和水运，进而带动内贸集装箱数量和占比不断提升。**

图表 18 国内主要运输方式的运费率（元/吨公里）



资料来源：国家发改委，中国民用航空局，中国水运网，Wind，华创证券

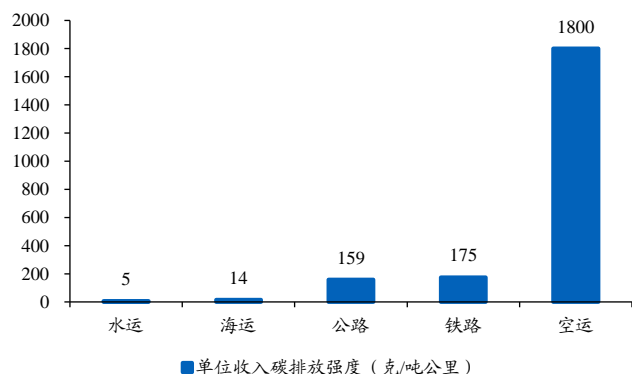
图表 19 国内主要运输方式货运量占比（%）



资料来源：Wind，华创证券

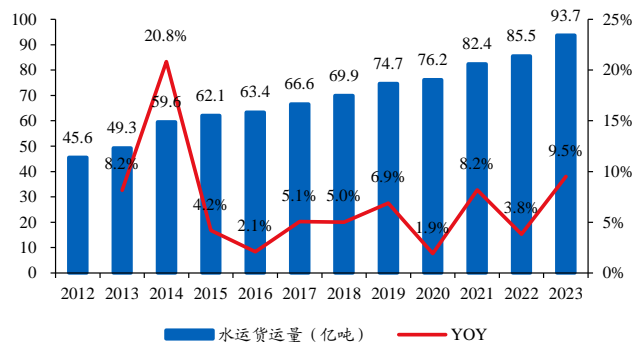
在碳中和背景之下，交通运输行业减少碳排放成为大势所趋，其中调整运输结构是重要的减排途径。根据 Clarksons 数据显示，水路运输单位收入的碳排放强度仅为公路的 3.1%，为铁路运输的 2.9%，同时其他硫氧化物、氮氧化物等污染物的排放量也显著低于公路。伴随我国碳中和碳达峰目标的确立，以水运为核心的内贸集运具备较大发展空间。根据国家统计局数据显示，近年来我国水运货运量稳步提升，2023 年实现 93.7 亿吨，同比增长 9.5%，水路运输得到稳定发展。

图表 20 水运的碳排放强度显著低于其他运输方式



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 21 中国水运货运量及增速（亿吨，%）



资料来源：Wind，华创证券

2、驱动因素二：多式联运拓宽集装箱运输应用场景

多式联运实现一票到底的运输服务，水路集运逐步向内陆延伸。多式联运是将两种及以上运输方式有效衔接，提供全程一体化物流方案的运输服务。我国的地理情况决定了内贸集运主要集中在东部沿海地区，而引入多式联运可以借助公路和铁路的灵活性，为客户提供“门到门”的运输服务，解决远距离货物运输的痛点，同时有效拓宽内贸集运的服务范围，打开内贸集运的发展空间。

图表 22 多式联运综合物流服务体系流程图



资料来源：安通控股公司公告，华创证券

多式联运可以有效实现降本，是未来物流行业发展的重要方向。根据安通控股招股书，多式联运比重每提高 1 个百分点就可以降低物流总费用约 0.9 个百分点，对推动物流业降本增效具有显著效果。积极引入多式联运是提高交通运输服务效益、降低整体物流成本的重要着力点，也是我国物流企业共同的努力方向。

政策助推之下，预计多式联运将得到持续快速发展。近年来，我国出台多项政策积极引进多式联运，大力发展一体化物流运营模式。2022 年 1 月，国务院颁布《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025 年）》，预计未来国内集装箱水铁联运货量增速将达 15% 以上，在良好的政策环境下，多式联运渗透率有望快速提高。

图表 23 我国发展多式联运的相关政策梳理

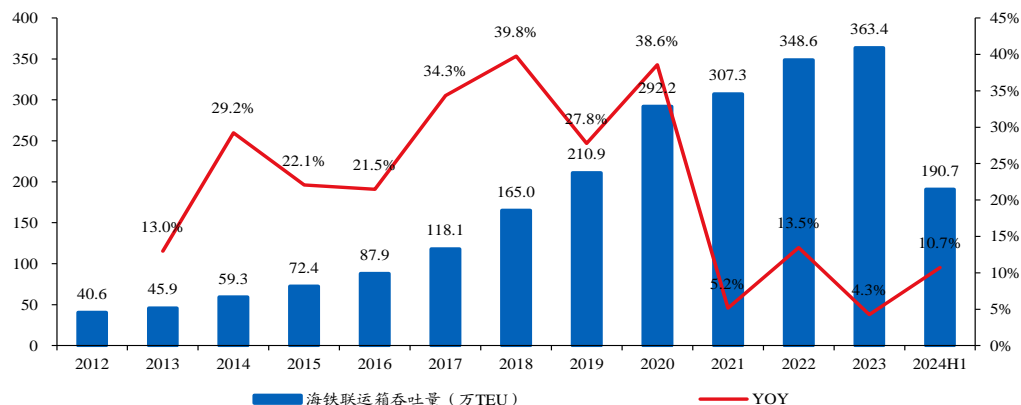
时间	相关政策	具体内容
2017 年 1 月	《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	依法加强监管，营造良好市场环境；夯实发展基础，提升支撑保障能力；深化行业改革，创新运输服务模式；推动信息共享，加快装备技术进步；深化对外合作，拓展国际联运市场。
2017 年 5 月	《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》	到 2020 年，布局合理、设施完善、便捷高效、协调融合、全程服务的铁路集装箱运输系统基本建成，铁路集装箱多式联运发展取得明显成效，为经济和社会发展提供安全、高效、便捷、绿色的运输服务。
2018 年 8 月	《深入推进长江经济带多式联运发展三年行动计划的通知》	长江经济带主要港口铁路进港率达到 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
2022 年 1 月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	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。
2022 年 12 月	《“十四五”现代物流发展规划》	到 2025 年沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区等的铁路专用线接入比例力争达到 85% 左右，长江干线主要港口全面实

		现铁路进港。货物运输结构进一步优化，铁路货运量占比较 2020 年提高 0.5 个百分点，集装箱铁水联运量年均增长 15%以上，铁路、内河集装箱运输比重和集装箱铁水联运比重大幅上升。
2023 年 1 月	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023-2025）》	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）》	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 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的意见》	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：交通运输部，国务院办公厅，国家发改委，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，公司公告，华创证券整理

海铁联运实现高速增长，未来发展空间广阔。近年来，我国物流行业在多式联运方面不断发力，伴随多项政策逐步落地，全程物流运营运输模式实现高速发展。以铁水联运为例，2013~2023 年，我国海铁联运集装箱吞吐量年的复合增速为 23%，行业维持较高增速。此外，根据安通控股年报，目前中国集装箱铁水联运比例仍不足 5%，发达国家则一般超过 30%，整体发展水平较低，未来仍有较大提升空间。

图表 24 国内海铁联运箱吞吐量及增速（万 TEU，%）



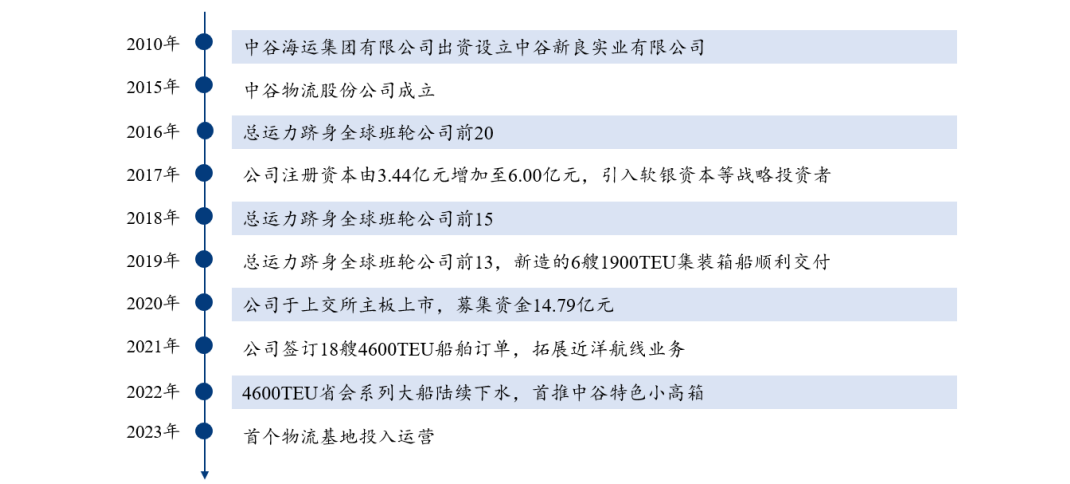
资料来源：Wind，华创证券

二、中谷物流：经营出众的内贸集运龙头，关注内需顺周期弹性

（一）公司概况：内贸集运龙头

中谷物流是内贸集运行业龙头之一，提供全程集装箱物流解决方案。公司成立于2003年，2016年公司在新三板挂牌，2020年公司成功在上交所上市。

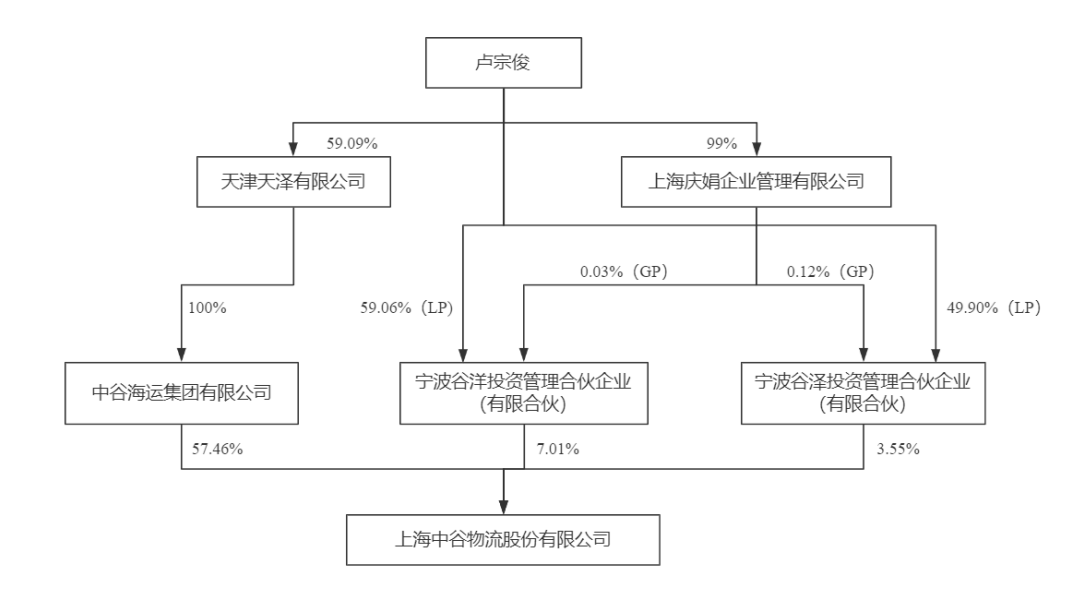
图表 25 中谷物流发展历程



资料来源：公司公告，华创证券

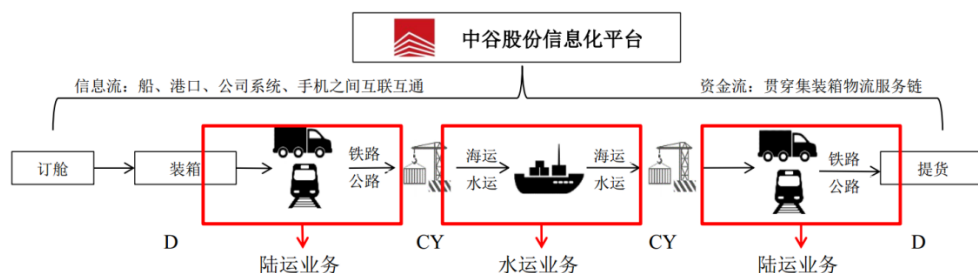
董事长卢宗俊持股约 40%。中谷物流的实际控制人为创始人卢宗俊，截止 2024 年 9 月 30 日，卢宗俊持有中谷物流 39.9% 的股权。卢宗俊历任物华海运有限公司航运部经理、中国国旅旅游贸易中心储运部经理、洋浦中谷新良海运有限公司副总经理，拥有丰富的航运行业经验。

图表 26 中谷物流股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券 注：数据截至 2024 年 9 月 30 日

图表 27 中谷物流可提供多式联运业务模式



资料来源：公司招股说明书，华创证券

公司航线网络覆盖面广。航线布局方面，中谷物流形成了覆盖全国的多式联运综合物流体系，通过港口、航线、联运线路的有机结合，已经构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。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，航线网络覆盖面广、班期稳定。

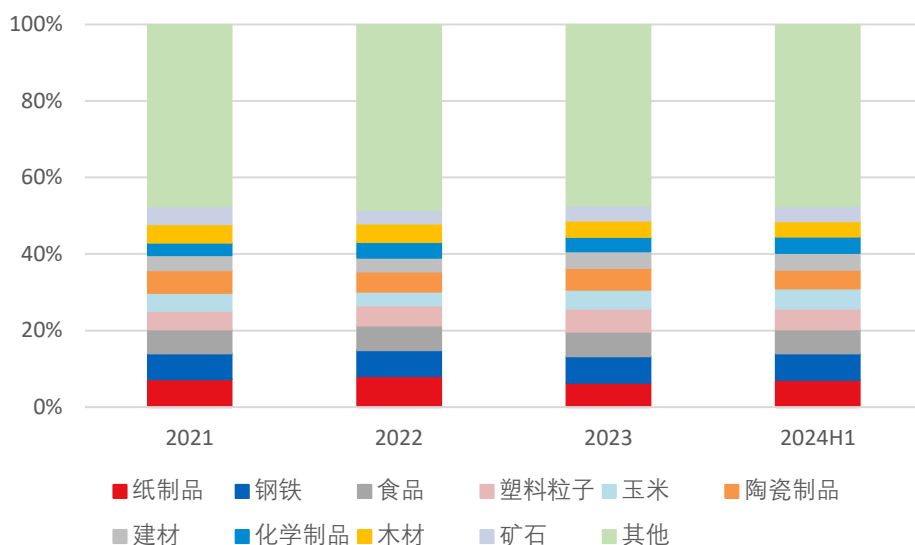
图表 28 中谷物流航线网络布局



资料来源：公司招股说明书，华创证券

公司经营品类：货种多元，以基础货源为主。公司运输主要货种包括钢铁、粮食、造纸、煤炭等大宗货品与生产资料，2024 年上半年公司前十大货种占总运量比例为 52.45%。近五年来，在玉米、木材、煤炭等主要货物高增速的带动下，公司运量持续保持增长。

图表 29 2021-2024 年上半年中谷物流运输种类占比（%）



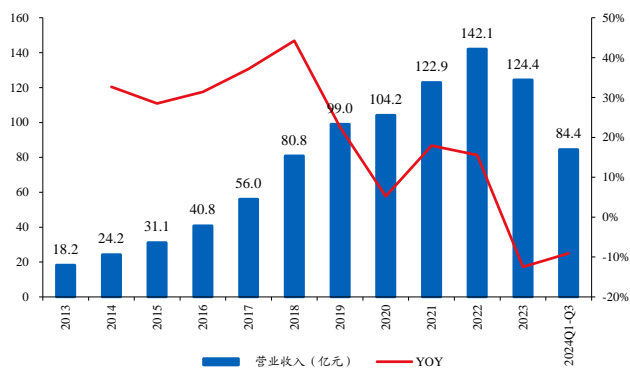
资料来源：公司公告，华创证券

（二）财务表现：经营能力出众

公司 2017~22 年营收稳步增长，23 年开始回落。受益于内贸集装箱运输需求提升以及船队规模扩张，公司 2017~2022 年营业收入呈现高速增长态势，CAGR 约为 20%；2021-2022 年由于外贸集装箱运输需求的旺盛，出现了内贸运力补充外贸市场的情况，行业运价在此期间持续高位运行，公司营收峰值达 142.1 亿元（2022 年），同比增长 15.6%。2023 年以来内贸集运运价逐步回归至常态，公司营收也有所下滑；2023 年、2024 年前三季度公司实现营收 124.4、84.4 亿元，同比下降 12.5%、9.1%，但收入降幅明显小于行业价格降幅（2023 年、2024 年前三季度 PDCI 指数同比下滑 25%、19%），主要系集装箱运量增长、公司航线的价格优势及陆运业务收入增长。

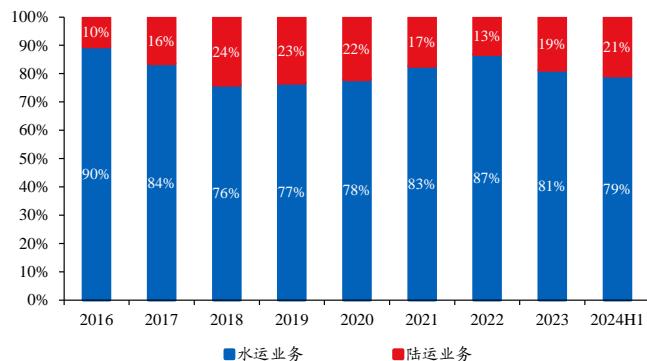
从收入结构来看，水运业务收入始终占据主体，2024 年上半年占比为 79%；陆运业务收入占比为 21%。

图表 30 中谷物流营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 中谷物流收入结构情况（%）

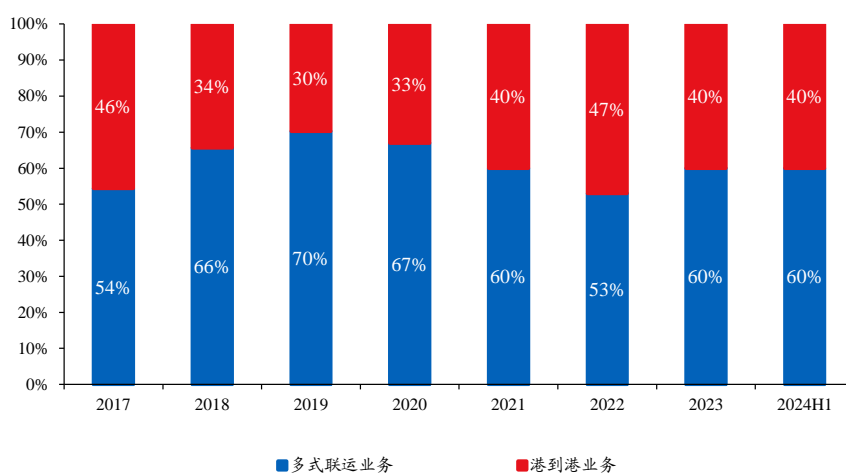


资料来源：公司公告，华创证券

公司积极推进多式联运服务，业务收入占比超 60%。近年来，公司致力于向客户提供“门到门”多式联运全程物流服务，以降低客户的综合物流成本。由于疫情期间铁路发运计划不足，陆运业务收入有所下滑，多式联运服务收入占比随之回落，目前公司多式联运业务收入占比超过 60%。

公司积极参与推进承运人“一单制”工作，打通各方数据的互联互通，中铁集装箱和中谷物流可以进行双向订舱，2024 年上半年公司承运的“一单制”业务首次实现了线上运营。2024 年 11 月 22 日，公司和国铁集团联合签发了全国首张集装箱多式联运“一单制”运单，联合承运货物先是搭乘 X9622 次班列从新疆维吾尔自治区准东站抵达天津港，然后搭乘“煜江祥瑞”号班轮驶向广东东莞港；标志着我国多式联运“一单制”工作取得历史性突破，实现货物全程“一次委托、一单到底、一箱到底、一次结算”的“一单制”运输。

图表 32 公司多式联运及港到港业务占比情况（%）



资料来源：公司公告，华创证券

盈利能力优异，经营兼具韧性。2017~2022 年公司通过精细化管理，提质增效，不断提高现有资产使用效率，盈利能力稳步提升。2022 年毛利率达到 22.6%，较 2018 年提升 13.0pcts；2022 年扣非净利润实现 21.4 亿元，同比增长 34.2%；2017~2022 年归母净利 CAGR 约为 48.7%，ROE 维持超过 15%。

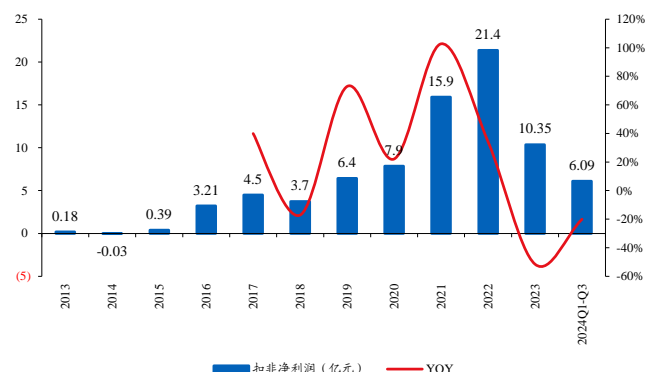
内贸集运承压期，公司加强成本管控提升盈利能力，2023 年、2024 年前三季度公司毛利率维持在 13%~14%。此外，公司持续优化船队结构，2023 年、2024 年前三季度资产处置收益分别为 2.8、3.7 亿元。2023 年、2024 年前三季度公司归母净利分别为 17.2、11.1 亿元，同比-37.4%、-7%。

图表 33 中谷物流归母净利润及增速 (亿元, %)



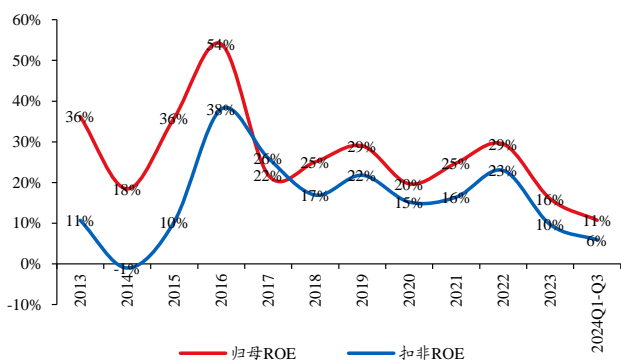
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34 中谷物流扣非净利润及增速 (亿元, %)



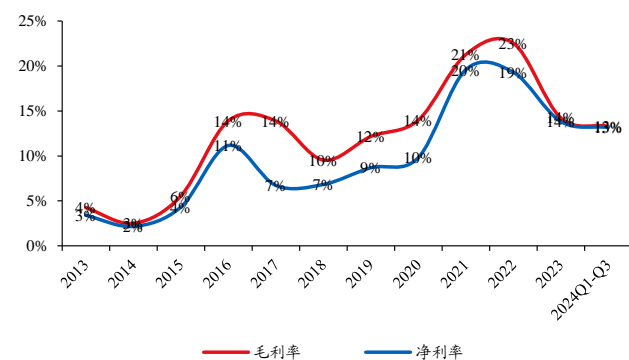
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 35 中谷物流归母及扣非 ROE 情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

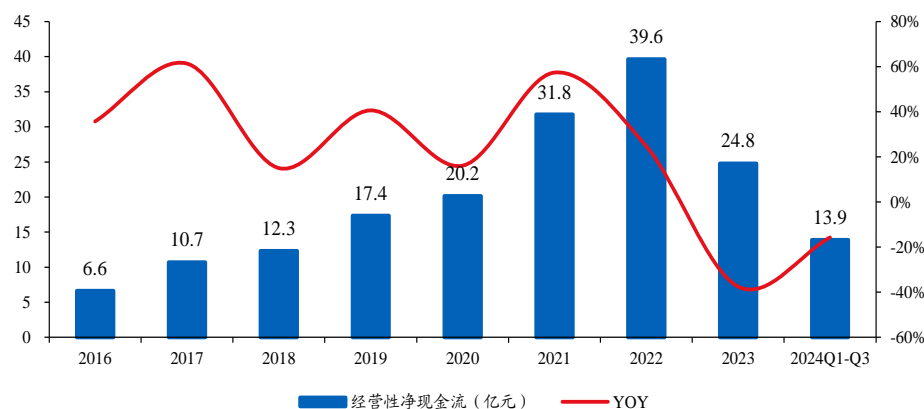
图表 36 中谷物流毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

公司经营性现金流状态良好。内贸集运行业属于重资产行业, 折旧摊销相对较高, 公司经营性现金流表现良好, 2024 年前三季度经营性净现金流约为归母净利润的 1.3 倍。

图表 37 中谷物流经营性净现金流及增速 (亿元, %)



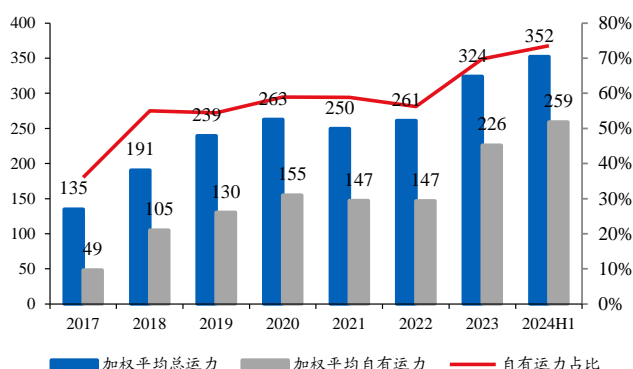
资料来源: 公司公告, 华创证券

（三）运力规模：积极扩张产能，新船下水推动降本

公司运力规模位居行业前三。截至 2024 年 6 月 30 日，公司总运力规模为 368 万载重吨，位居国内内贸集装箱物流企业前三甲。

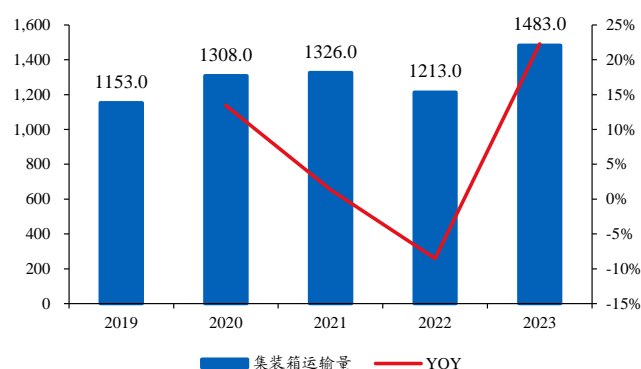
积极扩张产能，运力规模高速增长。2021 年公司与国内船厂签订 18 艘 4600TEU 集装箱船订单，于 2022 年 10 月起陆续开始交付，2024 年上半年全部完成下水。2024 年上半年总运力达 368 万载重吨，较 2022 年上半年增长 59.6%；公司自有运力逐步提升，公司加权平均自有运力占比从 2022 年上半年的 54.92% 提升至 2024 年上半年的 73.54%。积极的产能扩张将为公司“散改集”战略提供运力保障。

图表 38 中谷物流总运力及自有运力情况（万载重吨）



资料来源：公司公告，华创证券

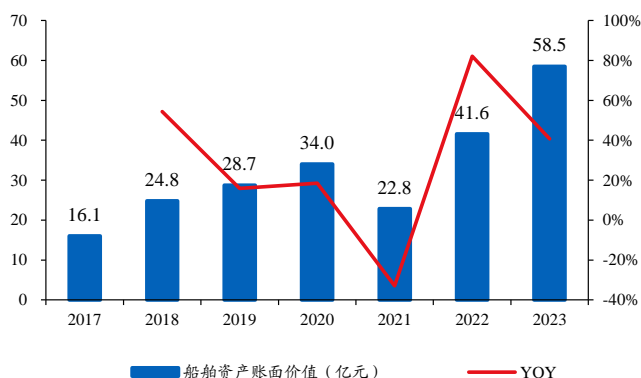
图表 39 中谷物流集装箱运输量及增速（万 TEU，%）



资料来源：公司公告，华创证券

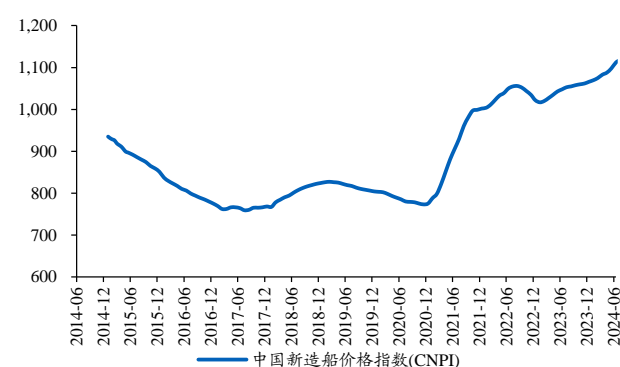
得益于管理层的敏锐布局，公司在低价时购入船舶资产，成功打造成本优势。得益于管理层在经营层面的准确把控，公司在船舶价格上涨之前以低价签订了新造船订单，通过择时购买核心资产，公司成功构建成本护城河，以强成本管控打造自身的核心优势。

图表 40 中谷物流船舶账面价值及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

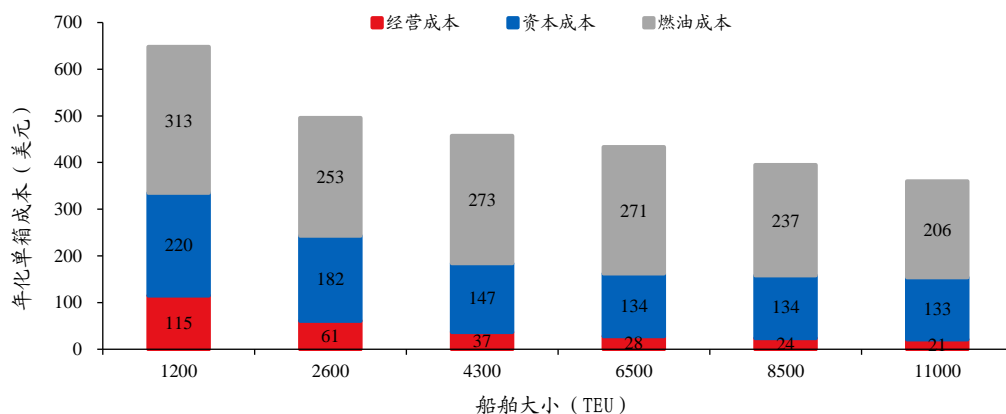
图表 41 中国新造船价格指数（CNPI）



资料来源：Wind，华创证券

规模效应与梯队优势下实现降本增效。内贸集运本身是集装箱运输，具备明显的规模效应，行业新入者很难和头部企业相抗衡。同时，不同大小船型的单箱成本也有所差异，根据 Maritime economics 测算数据，船舶每增加 1000TEU 的运力，年化单箱成本下降约 5%。

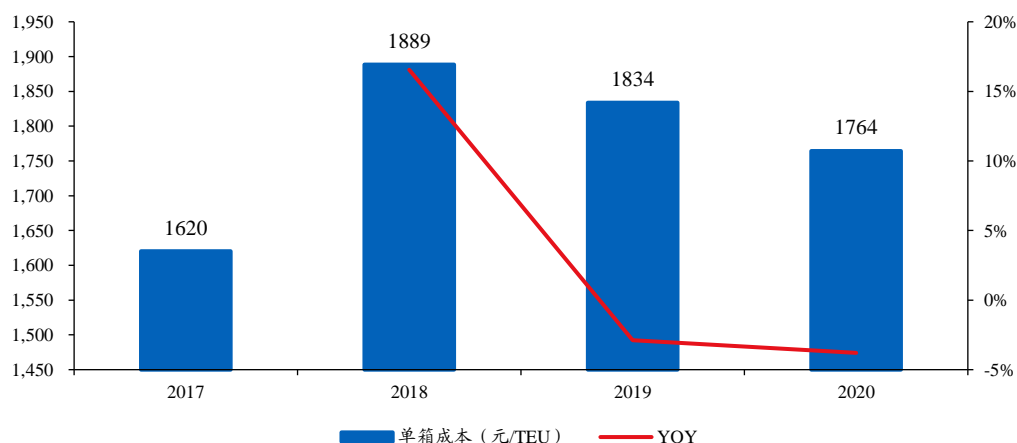
图表 42 不同船型年化单箱成本情况（美元）



资料来源: Maritime economics, 华创证券

新造船下水进一步带动单箱成本下降，公司成本管控维持行业领先。新造船在主机新能和燃油经济性方面较公司现有船舶实现大幅改善，有效降低了单吨单公里的能耗，而船舶大型化产生的规模效应则带动单箱成本进一步下降，降本效果较为显著。2018年起，公司单箱成本逐年下降，体现出自身的强成本管控能力。

图表 43 中谷物流单箱成本及增速（元/TEU，%）



资料来源: 公司公告, 华创证券

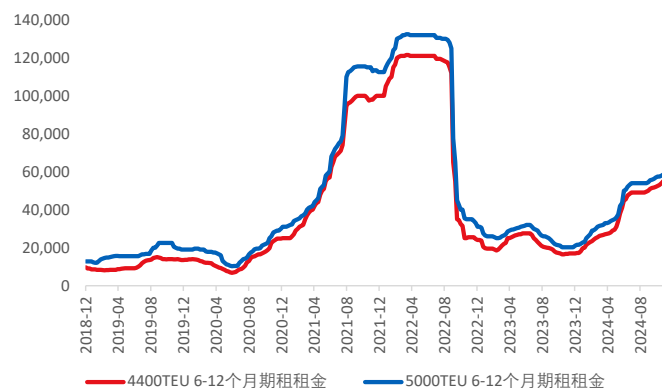
（四）关注公司内需顺周期弹性

1、行业逻辑：外贸集运运价维持高位，内贸集运供需关系加速改善

在红海局势持续的情况下，外贸集运市场景气度较高，运价仍明显超出常态水平；截至2024年11月15日，SCFI综合指数为2252点，较2017~2019年均值上涨173%。期租租金也大幅上涨，截至2024年11月8日，4400、5000TEU的集装箱船6-12个月期租租金为5.5、5.85美金/天，较2023年11月底上涨233%、189%。

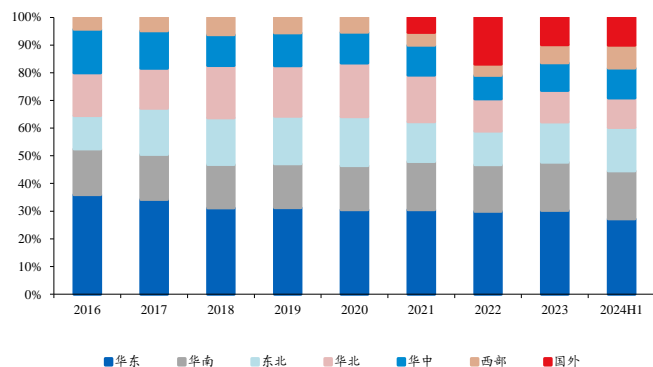
借助外贸集运市场当前较高的景气度，公司积极调配运力，优化船舶资产布局，锁定部分船舶租金收益，2024年上半年外贸租金收入5.75亿元，同比增长5.9%；短期预计外贸集运业务收入贡献维持较高水平。

图表 44 4400、5000TEU 集装箱船 6-12 个月期租租金（美金/天）



资料来源：Clarksons、华创证券

图表 45 中谷物流分区域收入占比（%）



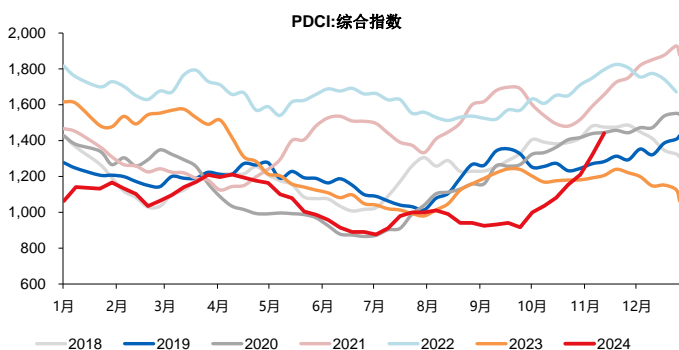
资料来源：公司公告、华创证券

外贸景气度高也导致部分内外贸兼营船舶逐步转移至外贸市场，缓解内贸市场供给端的压力。2024 年上半年中谷物流 18 艘大船全部交付后，头部公司未交付运力仅剩信风海运的 2 条船（合计 9200TEU，预计于 2025 年初交付），未来内贸集运市场供给增速将显著放缓。需求端，9 月以来国家出台一揽子稳增长政策，未来经济稳步增长对内贸集运需求端的改善作用值得期待。整体而言，考虑到需求逐步复苏、供给增速放缓以及外贸市场的支撑作用，我们认为内贸集运市场或呈现复苏态势。

短期来看，随着季节性旺季的来临，以及内贸运力流出的共同作用下，内贸集运市场供需关系改善明显；截至 11 月 15 日 PDCI 收于 1441 点，周环比+9.2%，较 9 月 20 日累计涨幅达 57%。

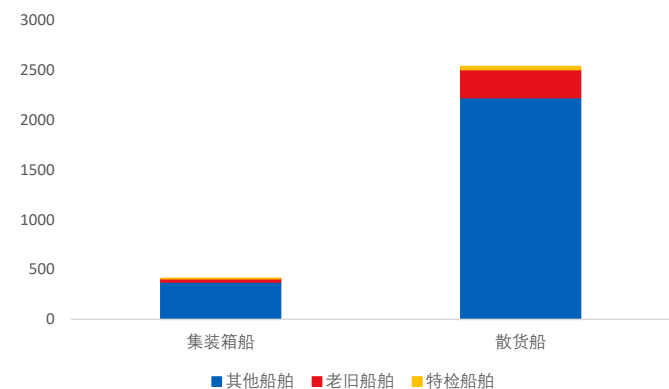
此外，2024 年 7 月 25 日，国家发展改革委与财政部联合下发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》有望淘汰老旧船舶，推动船队更新换代。我们认为该项政策或推动内贸散货船拆解从而改善内贸运输整体供给：1）截至 2023 年 12 月 31 日，沿海省际运输干散货船平均船龄 10.6 年，老旧船舶（船龄 18 年以上）和特检船舶（船龄 28 年以上）分别有 280 艘、33 艘，占总艘数的 11.0%和 1.3%；2）考虑到散运和集运的替代性，散运供给的收紧亦对集运起到一定利好作用。

图表 46 PDCI 综合指数



资料来源：Wind、华创证券

图表 47 沿海省际运输集装箱船与干散货船船队结构（艘）

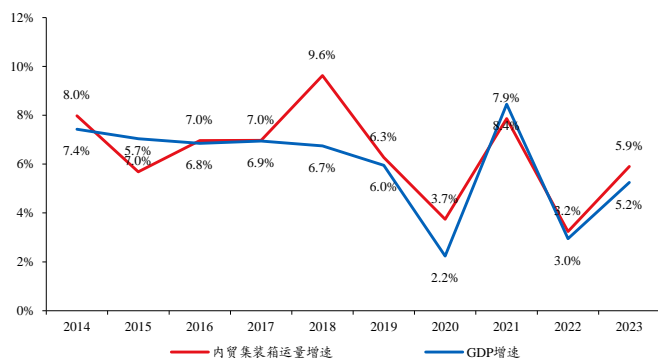


资料来源：交通运输部、华创证券；集装箱船、散货船的老旧船舶指船龄 20/18 年以上，特检船舶指船龄 29/28 年以上

2、公司属于内需顺周期标的

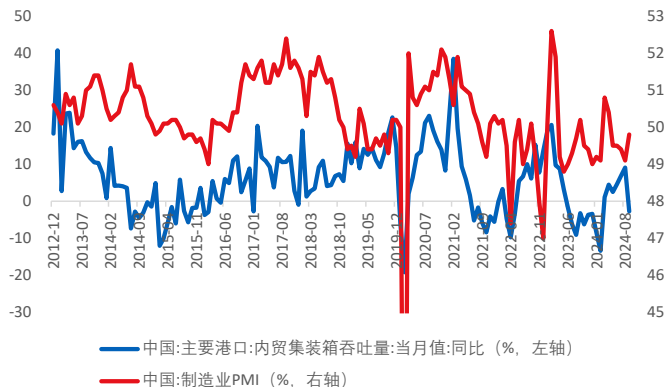
1) 内贸集运属于内需顺周期品种。内贸集运主要服务于国内大宗货物及产成品的运输，与国内宏观经济有较强相关性，根据上海国际航运研究中心数据，2014~2023年内贸集装箱运量增速年均值约为6.4%，略高于同期GDP增速6.0%。从更为高频的内贸集装箱月度吞吐量和制造业PMI来看，两者走势一致性较高，且内贸集装箱月度吞吐量还表现一定相对领先特征。伴随经济/内需的不断改善，内贸行业将获得向上弹性。

图表 48 内贸集装箱运量增速与 GDP 增速走势较为一致



资料来源: Wind、华创证券

图表 49 内贸集装箱吞吐量增速与制造业 PMI 走势较为一致



资料来源: Wind、华创证券

内贸集运的货种包括了煤炭、矿石、钢材等矿产资源类商品，玉米、大米、大豆等粮食类产品，纺织、化工、机械仪器等轻工业制品，家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等相关产品，下游应用领域涵盖制造业、基建、地产及消费等。

以 2008-10 年经验看，财政政策发力能刺激制造业、基建、地产及消费端需求，从而带动内贸集运行业运输需求。

2008 年金融危机背景下，中国政府推出一揽子经济刺激计划”：

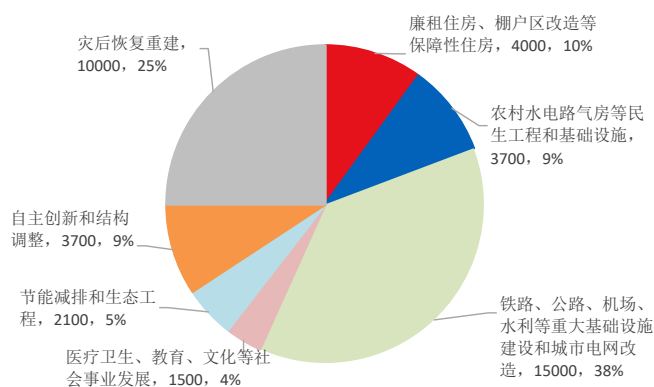
2008 年 7、8 月央行调增全国商业银行信贷规模，9-12 月连续下调存款准备金率、存贷款基准利率等。

2008 年 11 月 9 日，国常会公布“进一步扩大内需、促进经济增长”的十项措施，初步匡算到 2010 年底约需投资 4 万亿元，其中基础设施建设和城市电网改造资金投放占比达 38%。

多重政策刺激下，宏观经济出现反弹。2009 年 1-2 月基建投资累计同比增速大幅提升至 46.5%，制造业、地产投资累计同比增速分别于 2009 年 3 月、4 月开始回升。

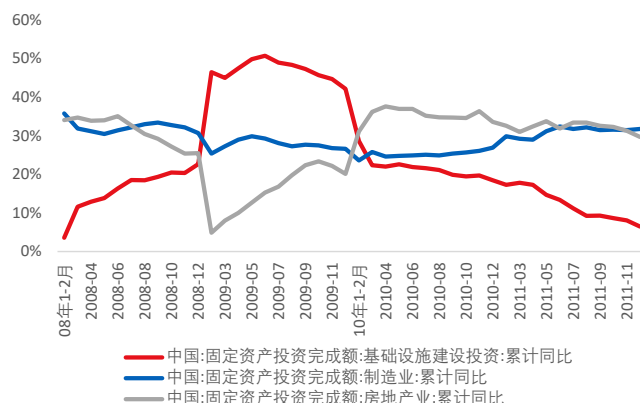
制造业 PMI 于 2009 年 3 月升至荣枯线以上；规模以上工业增加值同比增速于 2009 年 2 月转正。GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速于 2019Q2 开始回升。

图表 50 一揽子计划投资重点投向 (亿元)



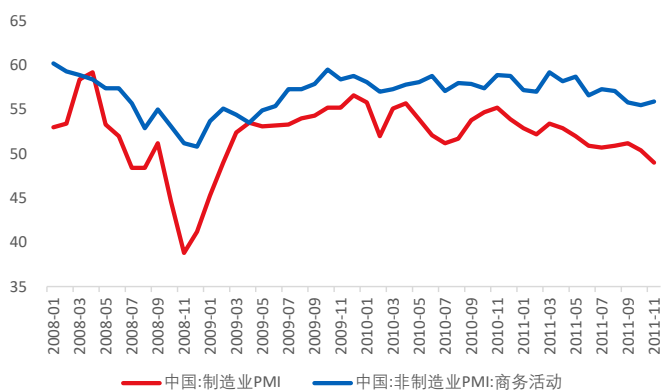
资料来源: 中国政府网, 华创证券

图表 51 基建、制造业、地产投资累计同比增速



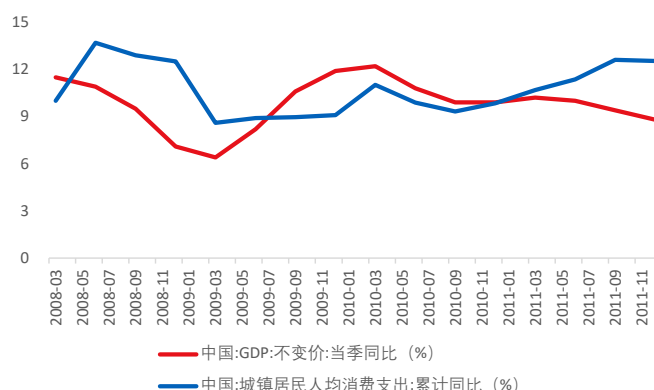
资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 2009年3月制造业 PMI 重回荣枯线以上 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 2019Q2 GDP 同比增速和城镇居民人均消费支出累计同比增速开始回升



资料来源: Wind, 华创证券

2) 公司业绩弹性测算

2024 年上半年公司水运业务收入 45.48 亿元, 其中境外租船收入 5.75 亿元, 计算得内贸集运收入 39.7 亿元, 假设公司总运力规模及内外贸市场分布保持不变, 租入运力成本保持不变, 若 PDCI 运价指数增加 10% (2024 年上半年均值为 1080 点), 对应公司营业收入增量约 4.0 亿元, 对应净利润增量约 3.0 亿元。

三、投资建议与风险提示

1、盈利预测

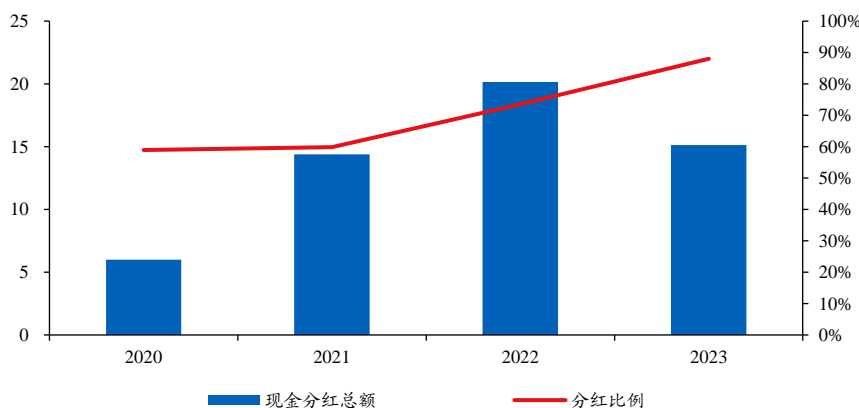
内贸行业格局明确，供需关系有望随经济复苏而加速改善；中谷物流作为行业龙头，经营能力优异，业绩弹性可期。我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 122、129、140 亿元，增速分别为-1.7%、5.8%、7.8%；归母净利润分别为 16.4、17.7、19.2 亿元，增速分别为-4.3%、7.9%、8.2%，对应 EPS 分别为 0.78、0.84、0.91 元，对应 PE 分别为 11、11、10 倍。

2、重视股东回报，高分红标的

公司重视股东回报，23 年现金分红比例超 88%，对应股息率 8%。

2020~2022 年公司现金分红比例分别为 58.9%、59.8%、73.5%，公司 2022 年半年报、年报均进行分红，年度分红金额达到 1.42 元/股，对应股息率超过 10%。同时公司承诺在无重大投资计划或现金支出事项下，**23-25 年累计分红比例不低于 60%**。2023 年实际分红比例达 88.1%，为上市以来新高；分红金额达 0.72 元/股，对应股息率为 8%。公司高股息、高分红特征明显。

图表 54 中谷物流现金分红总额及分红比例（亿元，%）



资料来源：Wind、华创证券

3、投资建议

参考近三年公司 PB 均值 2.3，我们给予公司 2025 年 2.2 倍 PB，对应 246 亿元市值，目标价 11.71 元，预期较现价 30% 空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

4、风险提示

宏观经济增速不及预期。内贸集运需求与宏观经济相关度较高，若国内经济增速不及预期，可能导致货量增长不及预期，进而影响运价水平与公司业绩。

油价大幅上涨。燃油成本是公司重要的成本开支，若油价大幅上涨，会导致公司成本大幅上升，进而影响公司业绩。

“散改集”、多式联运推进不及预期。若“散改集”、多式联运推进不及预期，将影响公司的增量货源，同时加剧存量货源竞争。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,568	7,579	9,535	11,604
应收票据	0	0	0	0
应收账款	509	513	536	579
预付账款	53	51	52	56
存货	85	99	98	108
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6,057	5,250	5,226	5,315
流动资产合计	12,272	13,493	15,446	17,663
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1,124	1,550	1,550	1,550
固定资产	7,772	8,550	9,273	9,966
在建工程	182	204	225	247
无形资产	276	307	347	378
其他非流动资产	1,774	1,774	1,774	1,774
非流动资产合计	11,127	12,384	13,169	13,915
资产合计	23,399	25,877	28,615	31,578
短期借款	250	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,985	2,494	2,642	2,948
预收款项	0	0	0	0
合同负债	286	281	297	320
其他应付款	370	370	370	370
一年内到期的非流动负债	1,271	2,164	2,164	2,164
其他流动负债	196	179	190	205
流动负债合计	5,358	5,487	5,663	6,007
长期借款	5,461	7,673	9,904	12,161
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,827	1,827	1,827	1,827
非流动负债合计	7,289	9,500	11,732	13,989
负债合计	12,646	14,988	17,394	19,996
归属母公司所有者权益	10,719	10,850	11,176	11,533
少数股东权益	34	40	45	50
所有者权益合计	10,753	10,890	11,221	11,583
负债和股东权益	23,399	25,877	28,615	31,578

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,479	1,878	2,566	2,775
现金收益	2,301	2,383	2,568	2,757
存货影响	40	-14	1	-10
经营性应收影响	-275	202	1	-137
经营性应付影响	-123	-514	175	344
其他影响	535	-180	-179	-178
投资活动现金流	-3,052	-1,234	-1,424	-1,442
资本支出	-3,492	-1,414	-1,427	-1,443
股权投资	-43	-426	0	0
其他长期资产变化	483	606	3	1
融资活动现金流	1,123	1,368	813	737
借款增加	2,118	2,855	2,231	2,257
股利及利息支付	-512	-1,591	-1,724	-1,866
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-482	104	305	346

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,439	12,224	12,935	13,950
营业成本	10,666	10,415	10,549	11,341
税金及附加	14	14	15	16
销售费用	33	24	26	28
管理费用	242	208	220	237
研发费用	21	20	22	23
财务费用	127	153	149	137
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	179	179	179	179
其他收益	494	250	220	200
营业利润	2,282	2,184	2,356	2,549
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2,282	2,183	2,356	2,548
所得税	560	536	578	626
净利润	1,722	1,647	1,777	1,923
少数股东损益	4	4	4	5
归属母公司净利润	1,717	1,643	1,773	1,918
NOPLAT	1,818	1,763	1,890	2,026
EPS(摊薄) (元)	0.82	0.78	0.84	0.91

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-12.5%	-1.7%	5.8%	7.8%
EBIT 增长率	-35.1%	-3.0%	7.2%	7.2%
归母净利润增长率	-37.4%	-4.3%	7.9%	8.2%
获利能力				
毛利率	14.3%	14.8%	18.4%	18.7%
净利率	13.8%	13.5%	13.7%	13.8%
ROE	16.0%	15.1%	15.9%	16.6%
ROIC	21.2%	16.1%	14.7%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	54.0%	57.9%	60.8%	63.3%
债务权益比	81.9%	107.1%	123.8%	139.5%
流动比率	2.3	2.5	2.7	2.9
速动比率	2.3	2.4	2.7	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转天数	16	15	15	14
应付账款周转天数	101	95	88	89
存货周转天数	4	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.78	0.84	0.91
每股经营现金流	1.18	0.89	1.22	1.32
每股净资产	5.10	5.17	5.32	5.49
估值比率				
P/E	11	11	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	9	9	8	8

交通运输组团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2023年获：第二十一届新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名；第十七届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第四名；第五届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名；第十四届证券业分析师金牛奖交通运输组第四名；21世纪金牌分析师交通物流行业第五名；第十一届Wind金牌分析师交通运输行业第一名。2019-22年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

高级研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：李清影

新加坡南洋理工大学经济学硕士。2023年加入华创证券研究所。

研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023年加入华创证券研究所。

研究员：卢浩敏

南京大学工学硕士。曾任职于光大证券研究所，2024年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522