

交通运输

2021 年 1 月 6 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2021 年 01 月 05 日

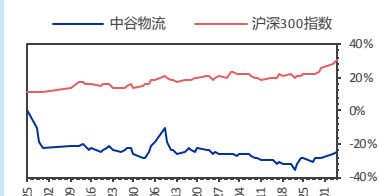
收盘价 (元)	23.92
一年内最高/最低 (元)	31.95/20.51
市净率	3.4
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	1595
上证指数/深证成指	3528.68/15147.57

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	6.97
资产负债率 %	57.22
总股本/流通 A 股 (百万)	667/67
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

袁天洋 A0230120090001
yuanty@swsresearch.com
汪家豪 A0230120060002
wangjh@swsresearch.com

联系人

闫海
(8621)23297818×23297717
yanhai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中谷物流 (603565)

——多式联运红利持续，两次出清后行业格局大幅改善

投资要点：

- **把握集装箱多式联运渗透率提升的主要趋势**，(1) 制造业从沿海向中西部转移，沿海地区制造业距离码头较近，散货运输为主。制造业西部转移增加物流环节，集装箱多式联运优势凸显，对全程门到门需求开始上升。(2) 政府政策支持，推动公路治超，鼓励长距离运输从公路向铁路水路转移，推动运输结构调整。(3) 基础设施完善，高铁修建，普铁资源释放，内河码头修建，港口设施完善升级。我们认为**内贸集运还将保持高于 GDP 增速 2% 以上的较高的增速**。
- **中短期集装箱船租金、价格，集装箱造价大幅上升，行业供给增速大幅下滑**。受出口超预期以及疫情影响下船舶周转受限，外贸集装箱景气度大幅提升。内贸集运的运力扩张包括二手外贸船进口、租入、新船建造等方式。二手集装箱船资产价格同比上涨 30%-50%，集装箱订单爆满。短期内，行业供给扩张成本上升，二手船进口预计大幅下滑，运力扩张仅能依靠新船交付。预计 2021 年行业需求维持 8%-10% 增长，供给增长 2%，短期供需确定性改善。
- **长期看两次出清后内贸进入有序竞争时代，利润中枢有望提升**。受沿海运输权保护，只有中资公司可以经营中国内贸航线。内贸从 2000 年开始百家齐放，先后经历了 2013 年的集中破产潮，以及 2018-2019 年，安通控股借壳上市大幅度扩张遭遇去杠杆，出现流动性危机，招商港口介入参与安通控股重组。CR3 已经达到 82% 水平，行业竞争格局从 2016 年两家民企加一家央企，变为两家央企背景公司与一家民企，竞争格局有望改善。当前行业龙头泛亚航运扣除中日等区域间航线后，内贸仍在微利水平，ST 安通控股重组后债转股，股东有较强盈利诉求，我们认为 2020-2021 年为行业有序竞争元年，行业利润中枢有望持续提升。
- **中谷物流有望对标海丰国际成长路径**。海丰国际与中谷物流同为亚洲区域间市场，海丰国际深耕亚洲区域间外贸，中谷物流深耕中国内贸市场。得益于优秀成本管控以及深耕门到门服务能力的提升，海丰国际 2009-2019 年，净利率水平从 4.6% 提升至 14.3%。中谷物流 2013-2019 年，净利率水平高从 3.42% 提升至 8.7%。我们认为随着中谷物流成本优势提升叠加内贸竞争格局改善，在行业维持高于 GDP 2% 以上增长的背景下，中谷物流净利率有望逐步接近海丰国际水平。
- **首次覆盖，给予“买入”评级**。我们预计中谷物流 2020-2022 年归母净利润分别为 10.1 亿元、12.2 亿元和 14.8 亿元，对应 PE 16 倍，13 倍，11 倍。对标海丰国际按照 2020 年 24.3 倍 PE，或 2021 年 21.0 倍 PE，对应目标市值 245-256 亿，向上 54%-60% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。中期来看，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍，市值仅为海丰国际的 40%，公司单位 TEU 运力市值为海丰国际的 29%，改善空间巨大。

- **风险提示**：内贸集运竞争格局恶化，需求不达预期，公司误判市场，运力扩张时机错误。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	9,900	7,167	10,482	12,002	13,559
同比增长率 (%)	22.6	2.0	5.9	14.5	13.0
归母净利润 (百万元)	858	495	1,010	1,219	1,477
同比增长率 (%)	55.6	-10.3	17.8	20.6	21.2
每股收益 (元/股)	1.43	0.74	1.52	1.83	2.22
毛利率 (%)	12.2	10.6	13.3	14.2	15.2
ROE (%)	29.0	10.6	20.0	21.1	22.4
市盈率	19		16	13	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计中谷物流 2020-2022 年归母净利润分别为 10.1 亿元、12.2 亿元和 14.8 亿元，对应 PE 16 倍，13 倍，11 倍。对标海丰国际按照 2020 年 24.3 倍 PE，或 2021 年 21.0 倍 PE，对应目标市值 245-256 亿，向上 54%-60%。首次覆盖，给予“买入”评级。中期来看，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍，市值仅为海丰国际的 40%，公司单位 TEU 运力市值为海丰国际的 29%，改善空间巨大。

关键假设点

1) 制造业重心从沿海向中西部转移，集装箱多式联运需求增加，预计十四五期间内贸集装箱需求增速高于 GDP 增速 2 个百分点以上。预计 2020-2022 年公司计费箱量增长 10%、10%、8%

2) 2016-2019 年安通控股借壳上市靠融资优势抢份额的阶段结束，中谷物流完成上市，安通控股重组后，内贸三巨头竞争格局稳定，后续重点在散改集部分的增量货源的开拓，彼此存量货源部分不进行价格战。预计 2020-2022 年水运单箱毛利 245、270、300 元/TEU，陆运单箱毛利 40、45、50 元/TEU。

有别于大众的认识

市场认为：内贸集装箱需求增长持续性不强

我们认为：集装箱的优势在于标准化的模式在多式联运过程相比散装运输在成本以及便利性上性价比突出，中国内贸集装箱运输的货源包括国内消费驱动的制成品，城市化以及投资驱动的大宗原材料。随着制造业向中西部转移，多式联运需求增加，内贸驱动因素除了货源方面的（1）消费驱动的制成品，（2）城市化以及投资驱动的大宗原材料外，（3）集装箱多式联运渗透率进一步提升，进一步取代长距离下的公路、铁路散装运输。

市场认为：内贸集运竞争混乱，竞争格局不会改善。

我们认为：内贸集运 CR3 已经达到 82%水平，行业竞争格局从 2016 年两家民企加一家央企，变为两家央企背景公司与一家民企，过去安通控股率先借壳上市，大幅扩张抢份额的时代结束，竞争格局有望改善。当前行业龙头泛亚航运扣除中日等区域间航线后，内贸仍在微利水平，ST 安通控股重组后债转股，股东有较强盈利诉求，我们认为 2020-2021 年为行业有序竞争元年，行业利润中枢有望持续提升。

股价表现的催化剂

内贸集装箱运价上涨超预期，2021 年 Q2 淡季不淡

内贸集装箱需求增长超预期

核心假设风险

内贸集运竞争格局恶化，内贸集装箱吞吐量不达预期，中谷物流对市场预判失误，运力扩张时机错误。

目录

卷首语&内贸集运行业分析框架	9
1. 内贸集运赛道的龙头企业，重点转向门到门服务	9
1.1 内贸集装箱运输为公司核心业务，董事长专业且富有经验	9
1.2 内贸集运行业分析框架：供需+竞争格局	11
2. 需求驱动：制造业向中西部转移，驱动集装箱多式联运增长	12
2.1 2016 年起内贸集装箱化运输趋势加速	12
2.2 制造业向中西部转移推升多式联运需求	14
2.3 中西部城镇化率提升空间较大，内贸集装箱需求具有持续性	16
2.4 政策助力推升集装箱多式联运	18
2.5 配套基础设施持续升级，多式联运效率提升	19
3. 供给端：中长期竞争格局改善，短期集装箱船资产价格提升抑	
制运力扩张	21
3.1 中长期看格局：两次出清后，行业有望进入有序竞争阶段	22
3.1.1 初创期：国企参与为主，96 年底迎来发展期	22
3.1.2 2000-2010 年，成长期：百家齐放	22
3.1.3 2010-2015 年，存量公司抄底失败，行业第一次出清	23
3.1.4 2016-2019 年：安通控股借壳上市争夺份额，第二次也大概率是最后	
一次出清：三巨头格局形成.....	24
3.1.5 成熟期：2020 年起行业有望进入有序竞争时代.....	26
3.2 短期供给：外贸景气推动资产价格上涨，短期供给难以大幅扩张... ..	28
3.2.1 沿海运输权保护背景下，内贸船运力扩张包括新造以及二手船进口	
两种方式.....	28
3.2.2 新船订单处于低位、二手船进口成本大幅提升	29
4.对标海丰国际，有望实现持续增长	30
4.1 市值及利润对标海丰有较大成长空间	30
4.2 区域间集运市场重在运营及周转，物流属性强于航运属性	33
4.3 中谷物流陆地物流毛利对标海丰国际有提升空间	34
4.4 中国内贸集中度高于海丰国际所在的亚洲区域市场	36
4.5 精细化成本管控：中谷物流盈利能力内贸集运行业第一	37
5. 盈利预测和估值对标	39
5.1 盈利预测逻辑	39
5.2 可跟踪指标	40

5.3 核心假设	42
5.4 盈利预测及空间测算	45
6. 风险提示	47

图表目录

图 1：中谷物流实际控制人为卢宗俊，直接和间接持有公司 74.82%的股份	10
图 2：内贸集运行业分析框架	12
图 3：2016 年后，内贸集装箱吞吐量增速持续跑赢 GDP 增速和内贸总吞吐量增速	13
图 4：与长距离整车及大票零担竞争，集装箱多式联运辐射 4.1 万亿市场规模	13
图 5：2015 年内贸集装箱航线出港占比	14
图 6：2015 年内贸集装箱航线进港占比	14
图 7：2020 年内贸集装箱航线出港占比	14
图 8：2020 年内贸集装箱航线进港占比	14
图 9：传统的东部港口经济发展模式，散货船可以满足运输需求	15
图 10：中西部地区承接制造产业转移，装卸环节增多多式联运需求增加，内贸集装箱优势凸显	15
图 11：中谷物流目标打造“T 字型”大海运、大物流体系	16
图 12：中谷物流的精品航线	16
图 13：中谷物流主要的铁路服务线路	16
图 14：海铁联运解决最后一公里问题	16
图 15：东部沿海地区城镇化率高于全国平均，西部地区城镇化率处于较低水平	17
图 16：西部地区 GDP 增长快于沿海地区	17
图 17：西部固定资产投资增速快于东部地区，疫情恢复速度也快于东部地区	17
图 18：中西部地区承接外商投资转移，FDI 占比上升	17
图 19：中西部地区承接制造产业转移，工业产值占比上升	17
图 20：单位水路运输成本价格较低，对于长距离、大体量的货品运输需求有一定优势	18
图 21：受公路治超影响，内河及沿海水运货物周转量占和铁路货物周转量占比稳步提升	18
图 22：内河港口固定资产投资反超沿海港口	20
图 23：铁路货物周转量同比增速 2017 年以来高于铁路客运同比增速	20
图 24：剔除高铁的铁路客运周转量同比增速从 2015 年以来一直为负	20
图 25：内贸航运主要由中谷物流、安通控股和中远海控旗下泛亚航运经营	21
图 26：内贸集运竞争格局复盘	22
图 27：中远海控中国运价复盘：2008 年，中远海控国内运输价格达到最高，随后开始走	

下坡路	23
图 28 : 2012-2015 年, 内贸集装箱运力供给快速上升, 价格战激烈, 运价不断下降; 中远集运与中海集运合并	24
图 29 : 2011-2015 年, 安通控股与中谷物流运力不断增长	24
图 30 : 16 年购买韩进船舶后, 安通控股、中谷物流运力得到迅速扩充	25
图 31 : CR3 运力市占率稳定, 说明存量市场运力竞备已经结束, 市场进入有序竞争时代	25
图 32 : 2016 年-至今: 内贸集装箱运输价格复盘	26
图 33 : 年度内贸集装箱平均运价复盘 (元/TEU)	27
图 34 : 季度内贸集装箱平均运价复盘 (元/TEU)	27
图 35 : 内贸集装箱运力供给相比外贸集装箱, 除了造新船, 还可以进口二手船舶	29
图 36 : 2018 年后, 运力增速规模显著下滑	29
图 37 : 2018 年后, 新船订单显著减少	29
图 38 : 集装箱船舶租赁价格从 6 月起持续上涨	30
图 39 : 集装箱二手船交易价格开始上行	30
图 40 : 外贸集运景气度提升, 通过资产价格上涨传导至内贸集运	30
图 41 : 海丰国际净利润和分红持续上升, 股利支付率在 70% 以上	31
图 42 : 中谷物流净利润和分红也在持续上升, 股利支付率还有很大上升空间	31
图 43 : 海丰国际上市初期也曾受到市场质疑, 依靠高分红和持续利润增长持续回报投资者	31
图 44 : 2014 年以后, 海丰国际大幅跑赢恒生指数	31
图 45 : 海丰国际收入以及同比增速	32
图 46 : 中谷物流收入以及同比增速	32
图 47 : 海丰国际净利润以及同比增速	32
图 48 : 中谷物流净利润以及同比增速	32
图 49 : 海丰国际、中谷物流净利润率相对稳定, 东方海外、长荣周期波动更明显	34
图 50 : 根据载运工具及运输方式可拆分为水运业务与陆运业务	35
图 51 : 中谷物流营业收入及增速 (亿元)	35
图 52 : 中谷物流陆运运输随规模上升毛利逐步提升	35
图 53 : 中谷物流毛利拆分与占比分析 (亿元)	36
图 54 : 中谷物流陆地毛利距离海丰仍有较大空间	36
图 55 : 中国内贸已经形成 CR3 格局	36

图 56：亚洲区域间市场集中度低于中国内贸	36
图 57：中谷物流船龄较新.....	37
图 58：中谷物流与安通控股在 2010 年后船价低点大量建新船，中远海控内贸新船建在了 2000-2009 年高点	38
图 59：中谷物流二手船购买计划性较强，中谷物流与安通控股都在 2015-2019 年二手船价格低点购入较多船舶.....	38
图 60：2019 年中谷物流营业收入反超，排名第二（亿元）	38
图 61：中谷物流利润排行第一（亿元）	38
图 62：中谷物流经营现金流排行第一（亿元）	38
图 63：净利率比较.....	39
图 64：EBIT Margin 比较	39
图 65：外贸集运从份额导向转向利润导向后，提前停航应对需求危机，运价保持稳定	40
图 66：中谷物流水运业务单价与泛亚航运内贸集装箱运价指数 PDCI 走势高度一致.....	41
图 67：中谷物流水运业务单箱收入涨跌幅趋势与泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI 一致	41
图 68：内贸燃料油价格与布伦特油价有一定关系，反应略滞后	42
图 69：内贸集运行业供需预测	42
图 70：净利率比较.....	44
图 71：EBIT Margin 比较	44
图 72：申万物流行业市盈率 23 倍左右（TTM）	47
表 1：中谷物流、安通控股、海丰国际全球运力排名第 13、16、18 名，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍	10
表 2：不同运输方式成本测算，考虑货损货差影响，集装箱多式联运性价比凸显	15
表 3：主要的推进发展内贸集装箱的政策整理.....	18
表 4：北方港口后方铁路资源丰富	20
表 5：内贸 CR3 净利润率情况	26
表 6：中国内贸与中欧航线运营方式区别	33
表 7：区域间集装箱多式联运物流属性高于航运属性，资产周转率高于行业	34
表 8：随着吞吐量增长，单位吞吐量码头费降低	37
表 9：中谷物流单箱业务收入涨跌幅与 PDCI,TDI 指数增长率，安通控股单箱业务收入涨跌幅趋势一致，泛亚航运内贸单箱收入出现偏差，可能来源于延伸段陆运业务收入变化	

.....	41
表 10 : 核心假设汇总表	43
表 11 : 中谷物流投资收益预测	44
表 12 : 其他收益拆分	44
表 13 : 可比公司估值表 (2021/1/5)	46
表 14 : 运力单箱市值比较 (2021/1/5)	46

卷首语&内贸集运行业分析框架

跟踪航运行业十余年，我们既见证了远洋航线 2009-2016 年外贸军备竞赛下惨烈的价格战，也见证了深耕亚洲区域间航线的海丰国际穿越牛熊的过程，出于对行业的敬畏，我们向来不轻易谈拐点。中谷物流所处的内贸集装箱多式联运与海丰国际所属的亚洲区域间市场类似，与马士基、MSC、中远海控所在的增速相对平稳，周期性较强的东西干线不同，区域间市场不仅增速高于平均水平，同时由于海上时间相对较短，陆地运输同样需要行业龙头掌控，行业的物流属性高于航运属性，资产回报率不仅取决于资产购买的时间点，更重要的在于运营能力，因此区域间航线在周转率，净利率水平上高于传统航运企业。海丰国际 2010 年上市至今，股价累计回报 580%，净利润从上市前 2.8 亿水平提升至 2019 年的 15.3 亿水平，是少数持续盈利的集装箱班轮公司。

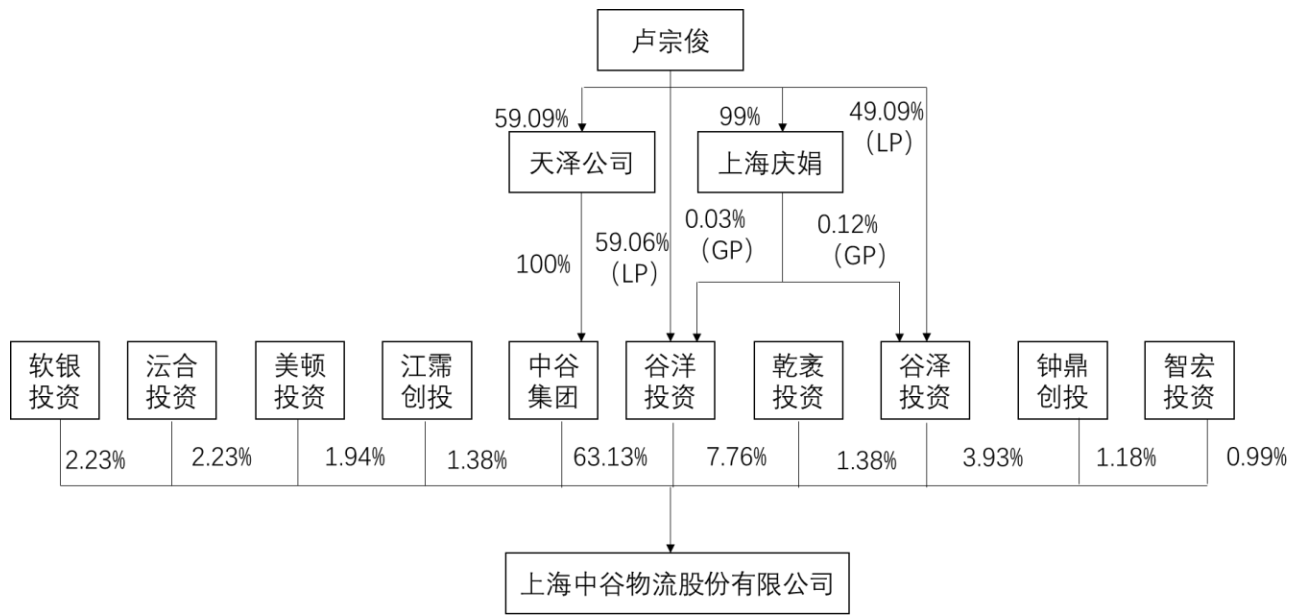
本篇报告讲的并不是内贸集运有望迎来 2020 年下半年外贸集运缺箱背景下的爆发行行情，而是行业经过 2010 年后的两轮出清后，随着中谷物流上市、安通控股完成重组，行业规范性逐步增强，在运力份额 CR3 超过 82% 的背景下，进入有序竞争时代。参照表 1 Alhaliner 12 月数据，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍，市值仅为海丰国际的 40%，2019 年净利润水平比海丰国际低 5.6%。在行业竞争格局改善以及需求端仍维持高于 GDP 增速 2% 以上水平的相对高增速背景下，继续发挥成本管控优势，实现净利润率跑赢行业平均水平，并用 5-10 年时间净利润率有望逐步追上海丰国际 2019 年水平。

1. 内贸集运赛道的龙头企业，重点转向门到门服务

1.1 内贸集装箱运输为公司核心业务，董事长专业且富有经验

中谷物流是中国最早专业经营内贸集装箱多式联运的企业之一，在 CR3 82% 的三巨头格局下国内排名前三，根据法国 Alhaliner 统计，在全球集装箱运力排名第 13 位。目前中谷物流业务辐射中国几十个省市百余座港口，下设 200 余家办事处及分公司遍及国内，员工近 2000 人；经营集装箱运输船舶 120 余艘；开设内贸航线几十条，覆盖近两万公里海岸线、国内沿海所有枢纽港及长江流域干线近百个港口，各条航线均已形成稳定的班轮航次，构建起由中国沿海与长江、珠江连接形成的“两横一纵”大海运、大物流体系；在沿海以及长江沿岸几十个港口的内贸集装箱吞吐量均名列前茅。

公司实际控制人卢宗俊有 20 年以上的航运物流经验。卢宗俊武汉理工大学水运管理专业研究生毕业以来，先后在物华海运、中国国旅、洋浦中谷新良工作。2003 年，创立了中谷海运，将年营业额 2 亿的公司发展到 2019 年 99 亿的规模，年复合增长率达到 25.8%。**2017 年，中谷物流获得软银投资，并为其第四大股东。**

图 1：中谷物流实际控制人为卢宗俊，直接和间接持有公司 74.82%的股份


资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：中谷物流、安通控股、海丰国际全球运力排名第 13、16、18 名，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍

Rank	Operator	Total existing		Owned		Market Share
		TEU	Ships	TEU	Ships	
1	APM-Maersk	4,122,511	706	2,306,728	303	17.1%
2	MSC	3,855,926	577	977,756	144	16.0%
3	COSCO Group	3,033,197	506	1,551,249	173	12.5%
4	CMA CGM Group	2,974,214	566	1,014,932	118	12.3%
5	Hapag-Lloyd	1,718,558	237	1,052,321	112	7.1%
6	ONE	1,580,473	219	513,955	71	6.5%
7	Evergreen	1,256,673	192	615,768	108	5.2%
8	HMM	710,373	70	417,054	26	2.9%
9	Yang Ming	622,656	91	184,993	43	2.6%
10	ZIM	342,423	75	10,379	3	1.4%
11	Wan Hai	312,605	113	158,824	65	1.3%
12	PIL	287,325	91	122,449	54	1.2%
13	Zhongguo Logistics	167,405	114	94,041	34	7.0%
14	IRISL Group	150,708	46	92,676	42	0.6%
15	KMTC	150,122	64	75,099	29	0.6%
16	Antong (QASC)	144,316	111	114,257	59	0.6%
17	X-Press Feeders	138,963	87	48,959	27	0.6%
18	SITC	126,707	88	102,617	70	0.5%

19	Sinokor	97,334	72	51,078	41	0.4%
20	UniFeeder	95,199	63	0	0	0.4%
21	TS Lines	87,250	41	28,816	15	0.4%
22	Matson	65,572	29	39,529	20	0.2%

资料来源：Alphaliner2020 年 12 月，申万宏源研究

1.2 内贸集运行业分析框架：供需+竞争格局

行业属性：集装箱运输相比干散货和油轮，集中度较高，规模优势明显。除了船舶、集装箱资产价值本身外，还具有集装箱运输网络价值。

需求驱动：外贸集运货物以制成品为主，主要取决于（1）海外商品消费能力，（2）以及海外本土生产与进口商品之间的竞争。经过了 1960 年以来 50 年的高速发展，东西干线为主的外贸集运集装箱化红利基本结束。外贸集运需求与海外 GDP 增速同步。**内贸集运需求除了制成品外，同时还有原材料等中间产品**，主要驱动包括（1）城镇化、投资带动的原材料、中间产品。（2）消费升级带动的制成品。（3）制造业向中西部转移，集装箱多式联运持续对长距离公路货运、散装货物运输的替代。

供给：内贸集运的运力增长，除了新造船与老船淘汰外，同时可以选择进口二手外贸船，从而形成外贸和内贸供需间的传导。

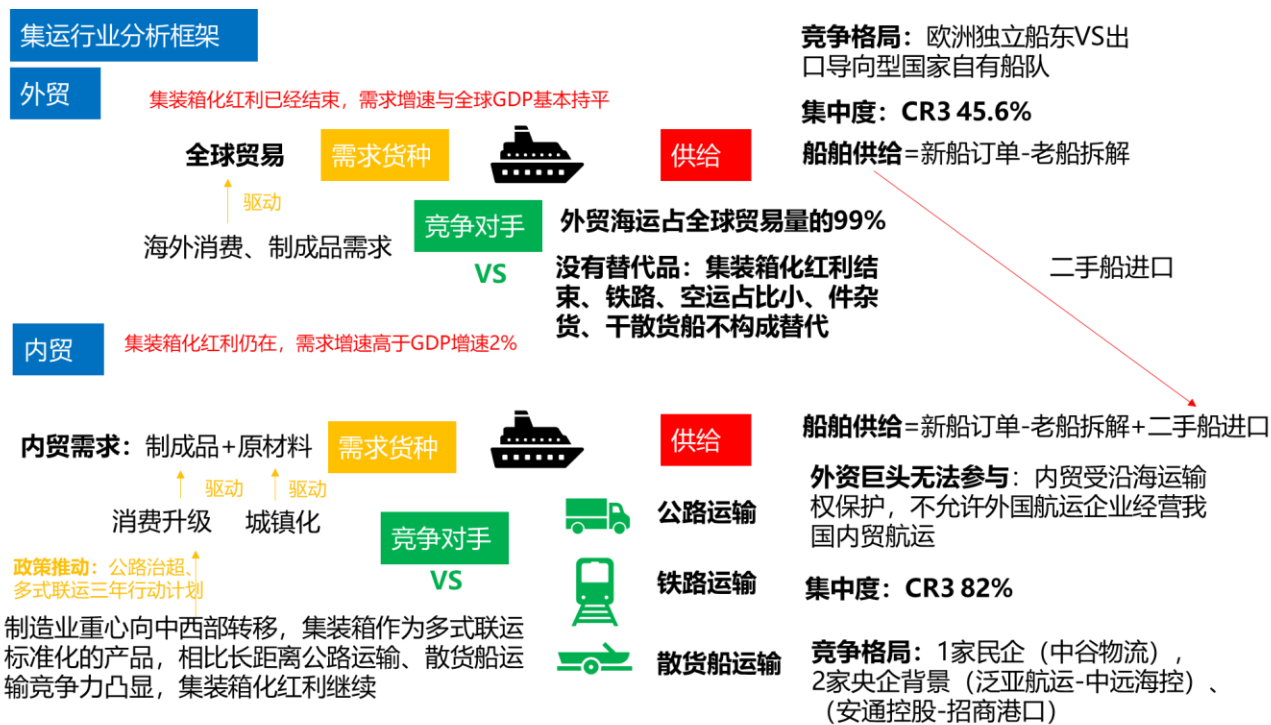
竞争格局和集中度：外贸集运属于全球竞争市场，内贸集运有沿海运输权保护，外资巨头无法进入。**内贸集中度更高**，外贸集运 CR3 达 45.6%，内贸集运 CR3 达 82%。

龙头公司战略：

外贸集运东西干线刚刚从重资本开支船舶大型化军备竞赛切换至门到门运输的全程供应链服务提供商；

内贸集运由于行业特点，行业龙头持续布局门到门运输。在 2016 年公路治超后散改集趋势加速，需求增长上一个台阶，安通控股借壳上市后开启价格战与中谷物流、泛亚抢夺散改集货源。2018 年去杠杆背景下安通控股遇到流动性危机，2020 年安通控股重组完毕，由招商港口主导，形成 1 家民企+2 家央企的竞争格局，价格战时代结束，有序竞争时代有望来临。

图 2：内贸集运行业分析框架



资料来源：申万宏源研究

2. 需求驱动：制造业向中西部转移，驱动集装箱多式联运增长

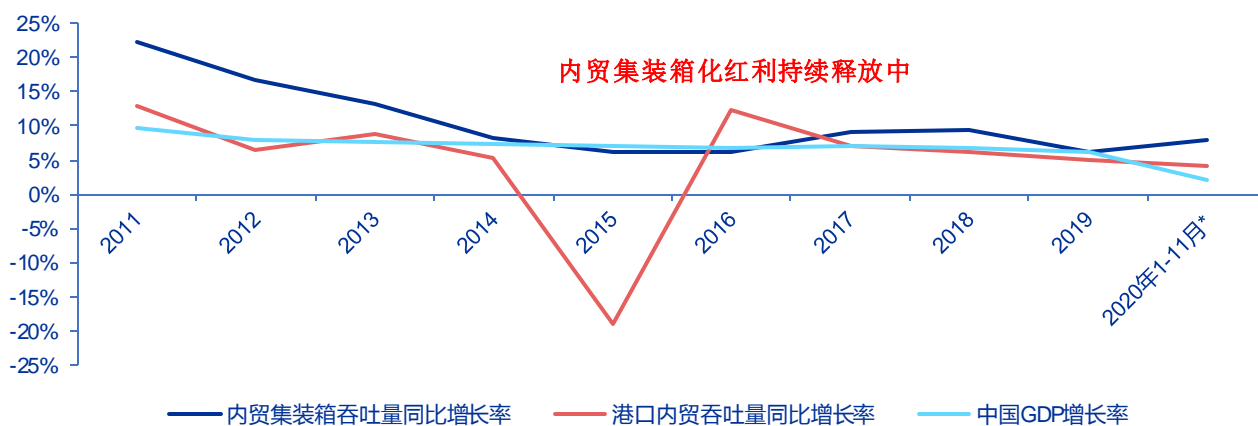
亚洲区域间市场分为中国内贸市场与亚洲区域间外贸市场。

在制造业向中西部转移，内陆多式联运配套基础设施升级，政府配套多式联运政策支持的背景下，我们认为未来 5-10 年，内贸集装箱仍在“散改集”的红利期，内贸集装箱需求增速有望跑赢 GDP 增速 2% 以上。

2.1 2016 年起内贸集装箱化运输趋势加速

内贸集装箱化红利加速。2011-2016 年，随着基数增大，内贸集装箱吞吐量增速从 20% 水平下滑至 5% 左右。**2016 年起，内贸集装箱增速开始再次加速**，2016 年-2020 年 11 月，内贸集装箱吞吐量增速重返 6.2%-9.4% 区间，平均跑赢 GDP 增长 2%。

图 3：2016 年后，内贸集装箱吞吐量增速持续跑赢 GDP 增速和内贸总吞吐量增速



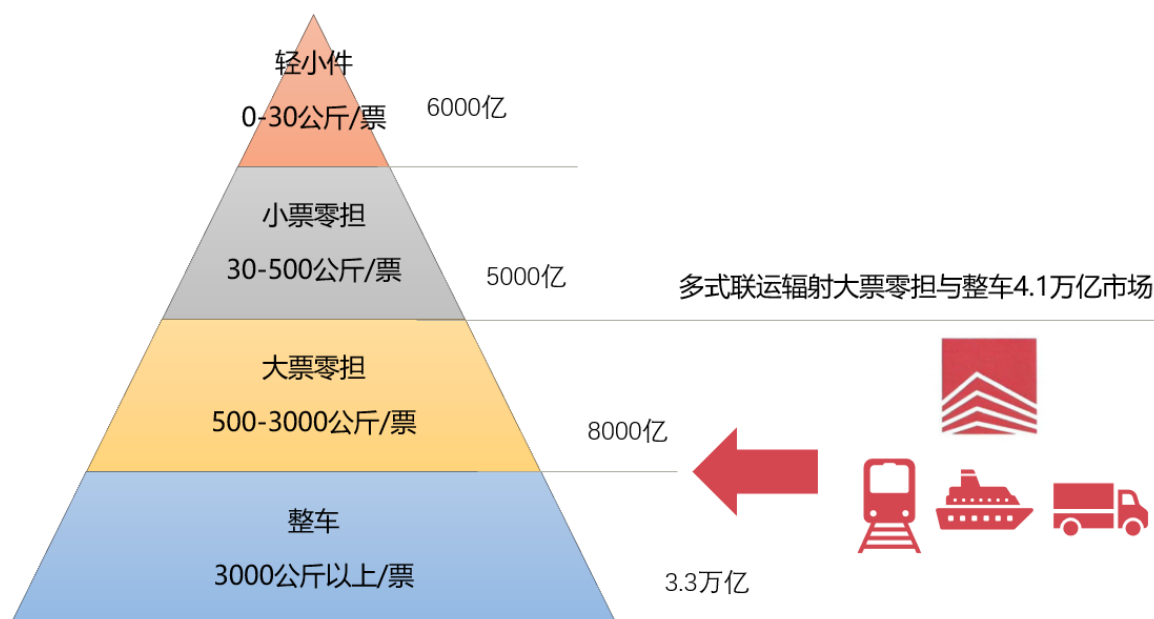
资料来源：交通运输部，WIND，申万宏源研究

内贸集装箱航运流向与货源地域结构密切相关。我国南北、东西各地区的自然资源禀赋和经济发展水平各不相同，出产的商品有较明显的地域差异。

根据驱动因素分类，除了对内贸散货运输的替代外，集装箱多式联运辐射的不是 6000 亿市场规模的快递市场，而是约 4.1 万亿市场规模的大票零担及整车运输市场。

- 1) 消费升级驱动的低货值、体积重量较大的制成品、消费品运输、粮食运输
- 2) 城镇化、投资驱动的资源类商品、建材等中间产品运输
- 3) 货物需求地向内陆延伸，集装箱多式联运性价比上升，运输结构调整带来的集装箱化多式联运对沿海散货运输、长距离公路运输的替代。

图 4：与长距离整车及大票零担竞争，集装箱多式联运辐射 4.1 万亿市场规模

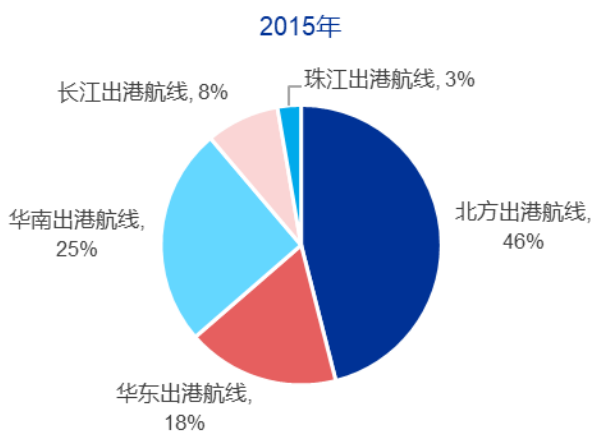


资料来源：交通运输部，WIND，申万宏源研究

根据地域分配，内贸主要运输商品包括：

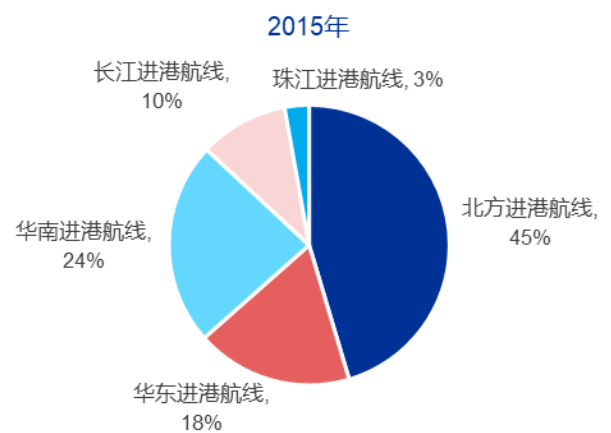
- 1) 北方地区以玉米、大米、大豆等粮食类大宗商品为主，呈现“北粮南运”的粮物流态势；
- 2) 南方地区如珠江三角洲地区以家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸等产业为主；
- 3) 西部地区以煤炭、矿石、钢材等矿产资源类商品为主；
- 4) 东部地区以纺织、化工、机械仪器等轻工业制品为主。

图 5：2015 年内贸集装箱航线出港占比



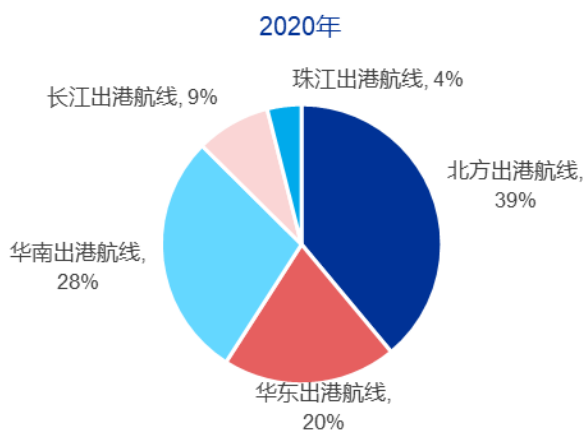
资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 6：2015 年内贸集装箱航线进港占比



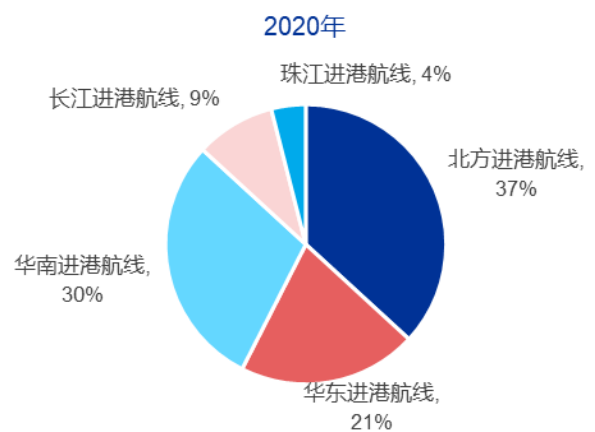
资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 7：2020 年内贸集装箱航线出港占比



资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 8：2020 年内贸集装箱航线进港占比



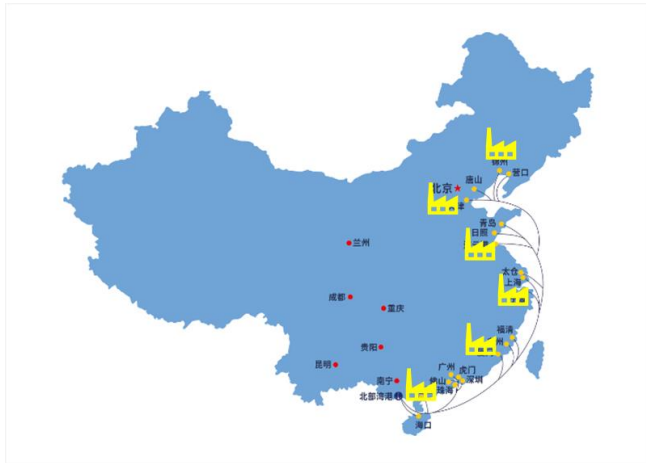
资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

2.2 制造业向中西部转移推升多式联运需求

内贸集装箱运输的优势在于多式联运下成本的节约，多式联运本身是在集装箱运输的基础上产生和发展起来的。集装箱由于其标准化的特点，在涉及到长距离、需要多种运输方式衔接的情况下装卸效率高，货损货差小，优势凸显。

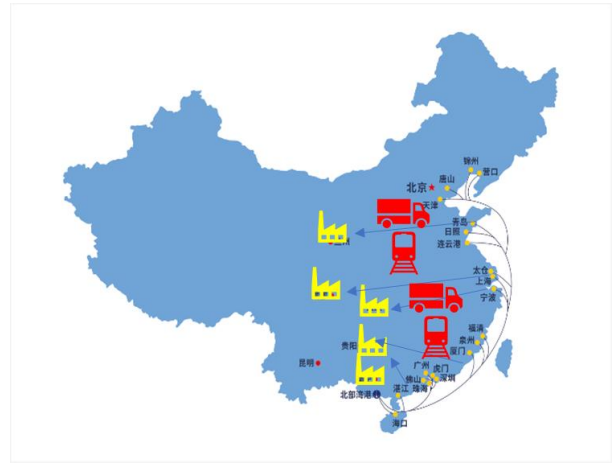
在过去传统的制造业在东部沿海地区集中背景下，内贸集装箱多式联运相比沿海散货船运输优势不明显。沿海地区较多钢厂、电商自有码头，货物就近生产，水运运输以港到港为主，设计装卸环节较少，大型内贸散货船更具成本优势。在纯港到港背景下，以煤炭运输为例，参照 12 月最后一周 CBCFI 价格以及内贸集装箱运价，我们估算内贸散货船吨海里成本为 0.056 元/吨公里，相比内贸集装箱多式联运 0.074 元/吨公里具有成本优势。

图 9：传统的东部港口经济发展模式，散货船可以满足运输需求



资料来源：申万宏源研究

图 10：中西部地区承接制造产业转移，装卸环节增多多式联运需求增加，内贸集装箱优势凸显



资料来源：申万宏源研究

随着制造业向中西部转移，货源目的地向内陆地区延伸内贸集装箱多式联运性价比凸显。集装箱吨海里运输成本 0.069 元/吨公里，约是公路及铁路运输运价的 9%-29%。考虑到集装箱装卸便利带来的货损货差的减少 以及潜在堆存费用集装箱水路-公路/铁路多式联运相比沿海散货船-堆场-公路/铁路大宗货运的成本优势进一步明显。

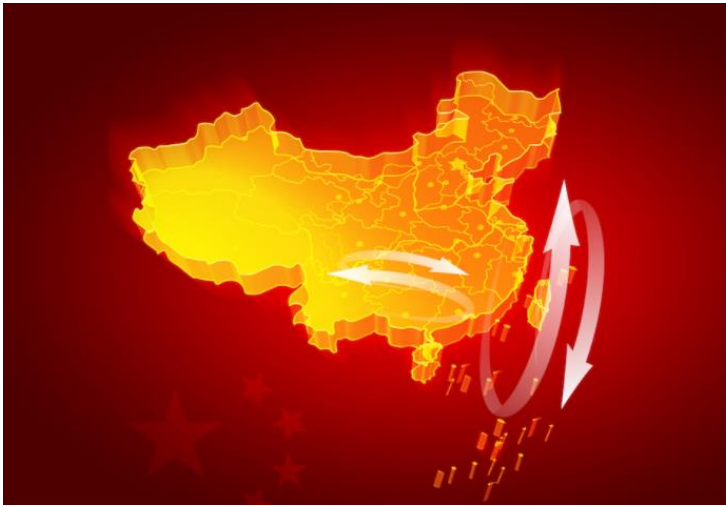
表 2：不同运输方式成本测算，考虑货损货差影响，集装箱多式联运性价比凸显

表：煤炭散货船运输成本测算(天津-上海，1346 公里) (假设煤炭 450 元/吨)				
散货船海运费 (元/吨)	北方港包干费 (元/吨)	目的港包干费 (元/吨)	运输费用 (元/吨公里)	叠加 3%损耗的运输成本 (元/吨公里)
30	35	10	0.056	0.066
煤炭集装箱船运输成本测算(天津-上海，1346 公里)				
集装箱 CY-CY 价格 (元/TEU)	集装箱装卸费用 (元/TEU)	28 吨集装箱运输费用 (元/吨公里)	33 吨集装箱运输费用 (元/吨公里)	
2400	200	0.069	0.059	
浩吉线(神木西-江陵港，1237 公里)				
铁路运费 (元/吨)	矿区连接费 (元/吨)	站台费 (元/吨)	运输费用 (元/吨公里)	叠加 5%损耗的运输成本 (元/吨公里)
250	25	20	0.238	0.257
公路运费，参考 Wind 鄂尔多斯煤炭公路运价指数				
公路运费	短途 (元/吨公里)	中途 (元/吨公里)	长途 (元/吨公里)	
	0.81	0.54	0.29	

资料来源：CBCFI，大秦铁路公司公告，泛亚航运订舱平台，WIND，申万宏源研究。

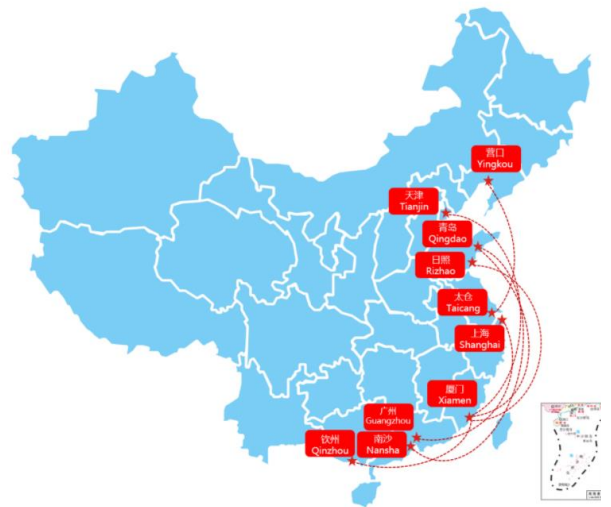
注：两港包干费，连接费与站台费等，现在大多统一收费，为了更好地理解运价定价规则，分析中进行了拆分

图 11：中谷物流目标打造“T 字型”大海运、大物流体系



资料来源：中谷物流官网，申万宏源研究

图 12：中谷物流的精品航线



资料来源：中谷物流官网，申万宏源研究

图 13：中谷物流主要的铁路服务线路



资料来源：中谷物流官网，申万宏源研究

图 14：海铁联运解决最后一公里问题

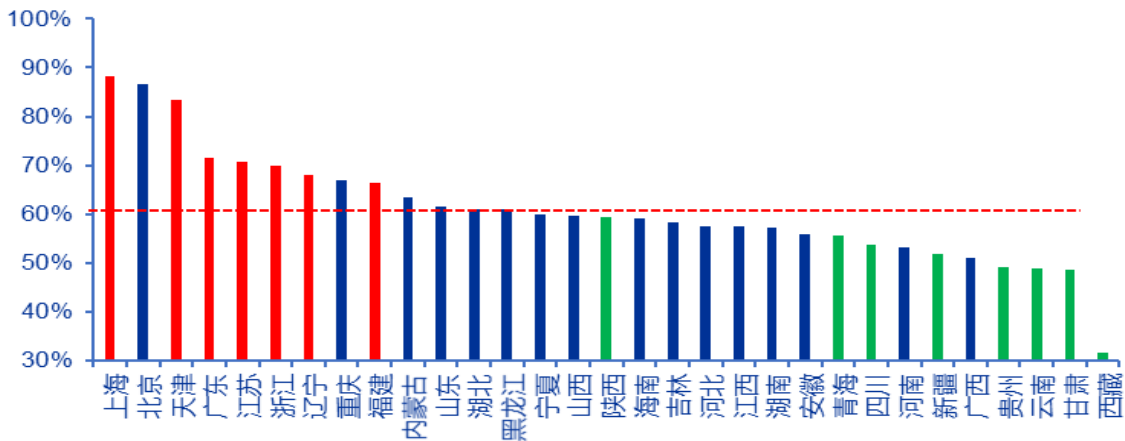


资料来源：中谷物流官网，申万宏源研究

2.3 中西部城镇化率提升空间较大，内贸集装箱需求具有持续性

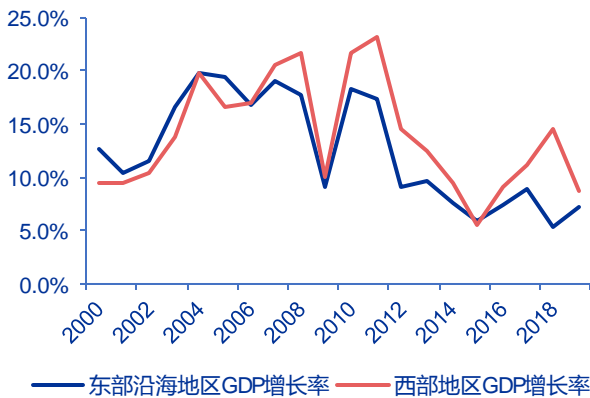
中西部地区承接沿海地区产业转移，城镇化加速，推升多式联运需求。郑州、成都等强省会城市正在逐步崛起，成为中西部经济增长重要动力。中西部城镇化加速会带来大量基建，大宗货物运输需求，多式联运的能有效地承接这一需求。另一方面中西部地区除了重庆，城镇化率都比较低，增长潜力较高。

图 15：东部沿海地区城镇化率高于全国平均，西部地区城镇化率处于较低水平



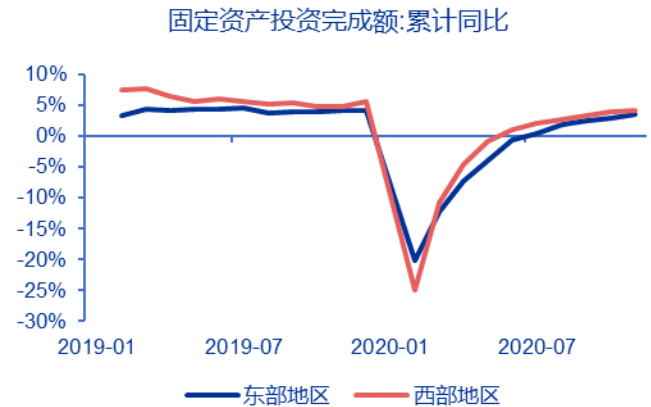
资料来源：WIND,申万宏源研究

图 16：西部地区 GDP 增长快于沿海地区



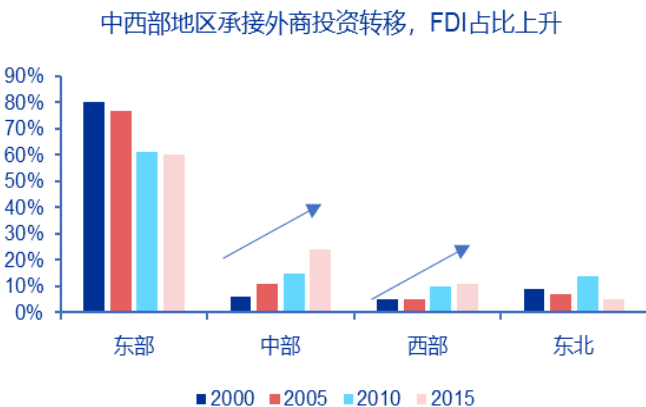
资料来源：WIND,申万宏源研究

图 17：西部固定资产投资增速快于东部地区，疫情恢复速度也快于东部地区



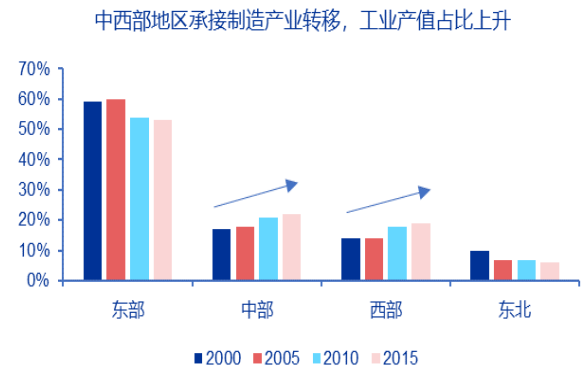
资料来源：WIND,申万宏源研究

图 18：中西部地区承接外商投资转移，FDI 占比上升



资料来源：WIND,申万宏源研究

图 19：中西部地区承接制造产业转移，工业产值占比上升



资料来源：WIND,申万宏源研究

2.4 政策助力提升集装箱多式联运

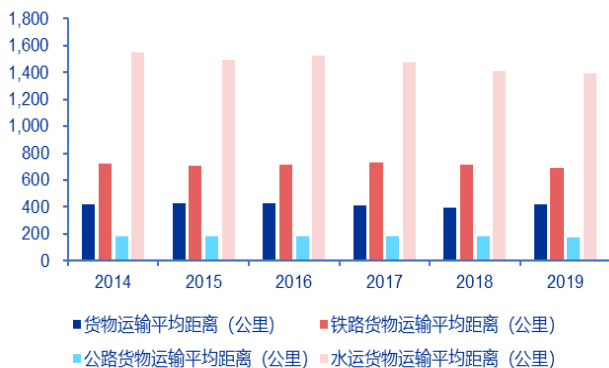
基于环保、降低物流成本等角度出发，交通部出台多项配套政策，鼓励多式联运发展。

2016 年公路治超，推升公路运输成本，促使“公转水”或者“公转铁”。2016 年交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，使得公路运输成本进一步上升。国内公路货物周转量占总货物周转量比例下降至 30%，以集装箱为核心的内河及沿海水运和铁路运输收益，货物周转量占总货物比例逐步上升至 25%和 15%，水运增速高于物流整体增速。

2018 年 9 月，国务院发布《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》，明确提出 2018 年底前，环渤海地区、山东省、长三角地区沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020 年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。

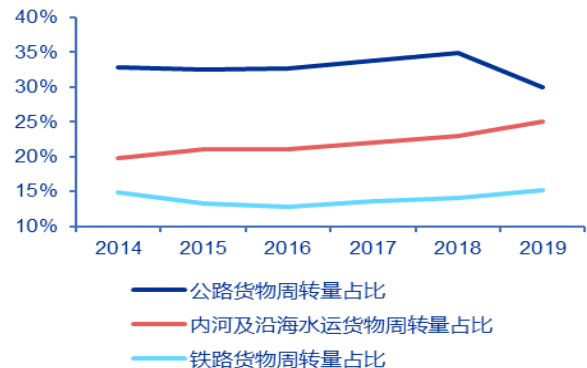
2020 年 12 月 24 日，交通运输部海事局发布《关于港口建设费征收政策执行到期有关工作的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起，停止征收港口建设费。此举将进一步降低集装箱运输成本，为集装箱多式联运提供有力条件。

图 20：单位水路运输成本价格较低，对于长距离、大体量的货品运输需求有一定优势



资料来源：WIND,申万宏源研究

图 21：受公路治超影响，内河及沿海水运货物周转量占和铁路货物周转量占比稳步提升



资料来源：WIND,申万宏源研究

表 3：主要的推进发展内贸集装箱的政策整理

日期	部门	政策	内容
2002-04	交通运输部、国家经济贸易委员会、海关总署等机构	《关于加快发展我国集装箱运输的若干意见》	提出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线网络，重视发展内支线和内河集装箱运输。
2016-06	国家发改委	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	到 2018 年，多式联运比率稳步提升，标准化、集装化水平不断提高，互联网、大数据、云计算等应用更加广泛，公路港和智能配送模式有序推广，全国 80%左右的主要港口和

			大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增长 10%以上。
2016-08	交通运输部和公安部	《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》	加强对国内公路货运超限超载治理工作，使得公路运输成本进一步上升，部分货主选择从传统陆路运输服务转向成本更低的水陆多式联运市场。
2017-01	国家发改委	《西部大开发“十三五”规划的通知》	支持西部地区现代物流服务体系的建设，大力推进“互联网+”高效物流发展，发挥商业功能区和流通节点城市功能，打造高效便捷的西部物流大通道。
2019-08	国家发改委	《西部陆海新通道总体规划》	要求到 2020 年开工建设一批重大铁路、物流枢纽等项目，重庆内陆国际物流分拨中心初步建成，广西北部湾港和海南洋浦港资源整合初见成效， 铁海联运和多式联运 “最后一公里”基本打通，通关效率大幅提高，通道物流组织水平显著提升，陆海新通道对西部大开发的支撑作用开始显现。
2020-12	交通运输部海事局	《关于港口建设费征收政策执行到期有关工作的通知》	2021 年 1 月 1 日起，停止征收港口建设费，此举将进一步降低集装箱运输成本，为集装箱多式联运提供有力条件。

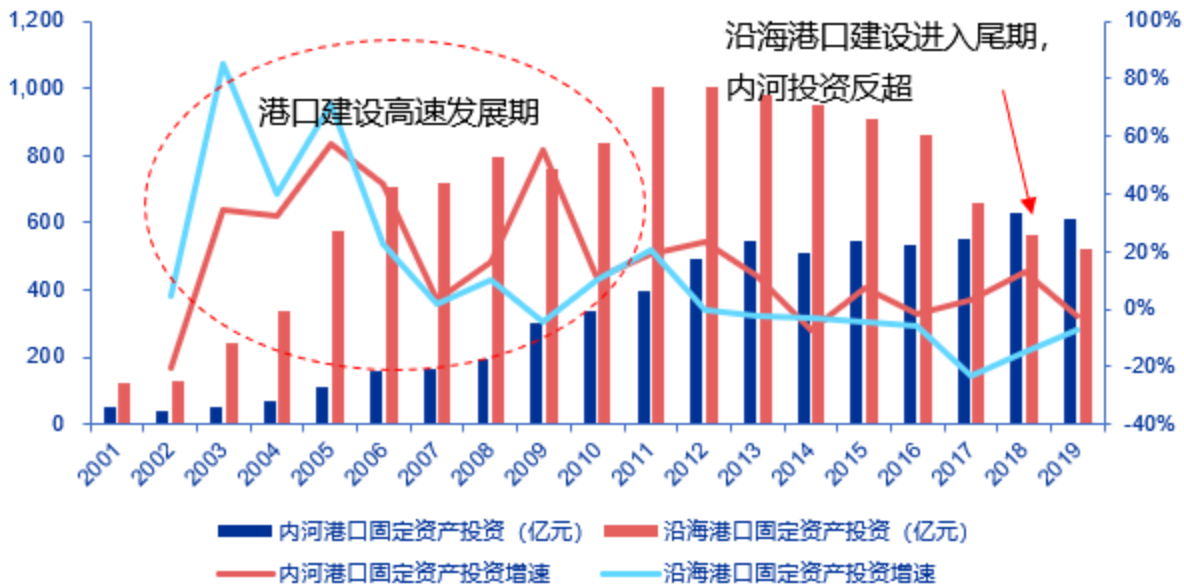
资料来源：交通运输部，国家发展和改革委员会官网，申万宏源研究

2.5 配套基础设施持续升级，多式联运效率提升

内贸集装箱多式联运需要铁路、内河码头配套资源的支持。

内河码头固定资产投资 2018 年起赶超沿海港口固定资产投资。2020 年 5 月 29 日，交通运输部印发《内河航运发展纲要》，到 2035 年，千吨级航道倍增，达到 2.5 万公里（2019 年为 1.38 万公里），引领内河航道的规模化发展。内河货物周转量占全社会货物周转量比重达 9%（2019 年为 8.4%）。

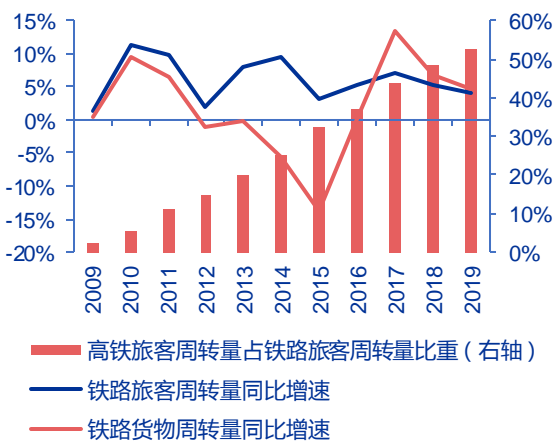
图 22：内河港口固定资产投资反超沿海港口



资料来源：WIND,申万宏源研究

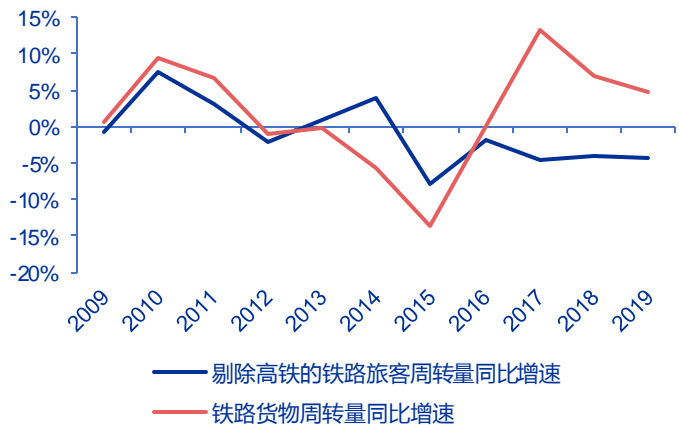
港口铁路网络已经形成，客运铁路逐步过渡于货运。中国铁路“八横八纵”布局已经完成。铁路客运周转量虽然持续上升，但主要增长量来源于高铁，2019 年高铁旅客周转量占铁路旅客周转量比重超过 50%。剔除高铁的铁路客运周转量同比增速从 2015 年以来一直为负。过去，铁路资源有限，且要优先客运运输，铁路货物运输能力受限。现在，一方面铁路网络基本形成，另一方面客运转向高铁运输，原来的铁路便能用于货物运输，进一步释放铁路货运能力。铁路货物周转量同比增速 2017 年以来高于铁路客运同比增速。

图 23：铁路货物周转量同比增速 2017 年以来高于铁路客运同比增速



资料来源：WIND,申万宏源研究

图 24：剔除高铁的铁路客运周转量同比增速从 2015 年以来一直为负



资料来源：WIND,申万宏源研究

表 4：北方港口后方铁路资源丰富

北方区域港口	港口后方主要铁路情况	铁路线的等次
大连港	哈大线、沈大线、长大线	客货两用普通铁路

营口港	沙鲅铁路	货运专用重载铁路
锦州港	京哈铁路、锦承、锦赤、大郑、沟海、高新、魏塔等	客货两用普通铁路
秦皇岛港	主要为大秦铁路	货运专用重载铁路
唐山港	经唐港线与京山、京秦、沈山、京包、京原等铁路相连	唐港线为货运专用铁路
曹妃甸港区	迁曹铁路、蒙冀铁路、唐曹铁路	货运专用重载铁路
天津港	京哈、京沪、京津三条铁路干线在此交汇	主要为高铁、普快等客运
烟台港	境内铁路经蓝烟线接胶济线	客货两用普通铁路
青岛港	临清、烟威、胶黄小运转班列、胶济线	客货两用普通铁路
日照港	新荷兖日线、瓦日线、	货运专用重载铁路
连云港	陇海、兰新铁路	客货两用普通铁路

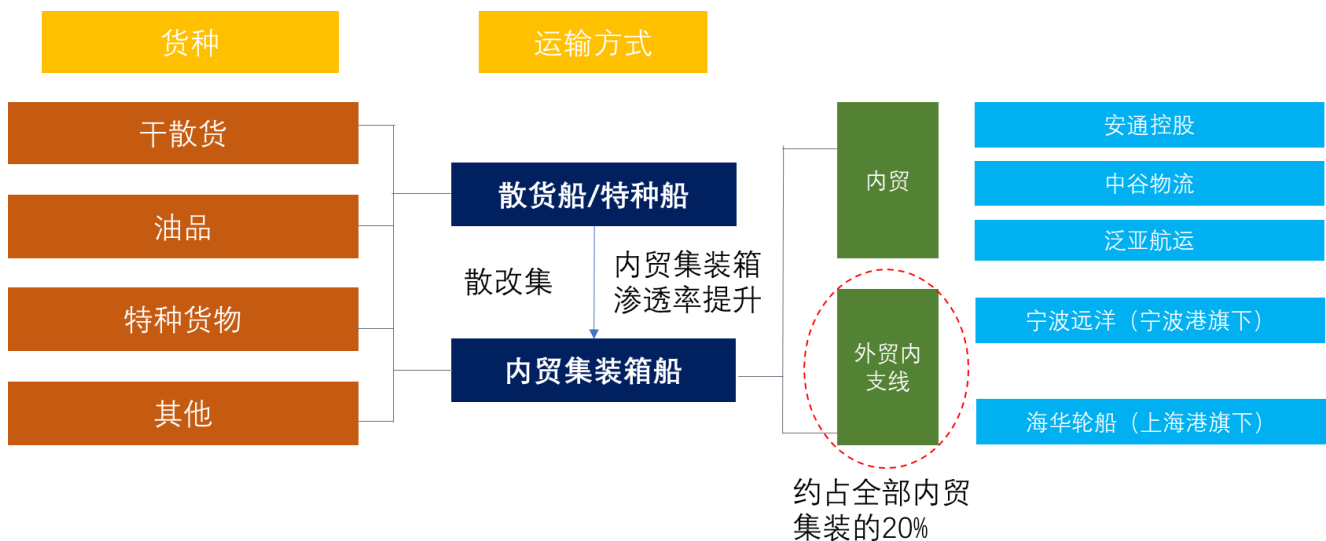
资料来源：国铁集团，各公司公告，申万宏源研究

3. 供给端：中长期竞争格局改善，短期集装箱船资产价格提升抑制运力扩张

内贸集装箱运输市场可以分位纯内贸以及外贸内支线两个部分。外贸内支线的增长与中国集装箱进出口相关。外贸的内支线主要是指为班轮公司（LINER）提供的支线船（FEEDER）服务，主要是为大型外籍集装箱船提供支线运输，中谷物流、安通控股基本不参与外贸内支线的运输，中远海控旗下泛亚航运主要做内贸集运。宁波港旗下宁波远洋、上港旗下海华轮船以内支线服务为主，本质上是为港口提供集疏运服务，较少独立揽货。

在实际内贸集装箱吞吐量统计工作中，内支线部分较少独立统计，根据上海国际航运研究中心数据，外贸内支线约占全部内贸集装箱运量的 20%。当前根据运力份额，内贸 CR3 已经达到 82%水平，如果扣除外贸内支线部分，我们估算纯内贸部分 CR3 水平已经达到 90%以上。

图 25：内贸航运主要由中谷物流、安通控股和中远海控旗下泛亚航运营



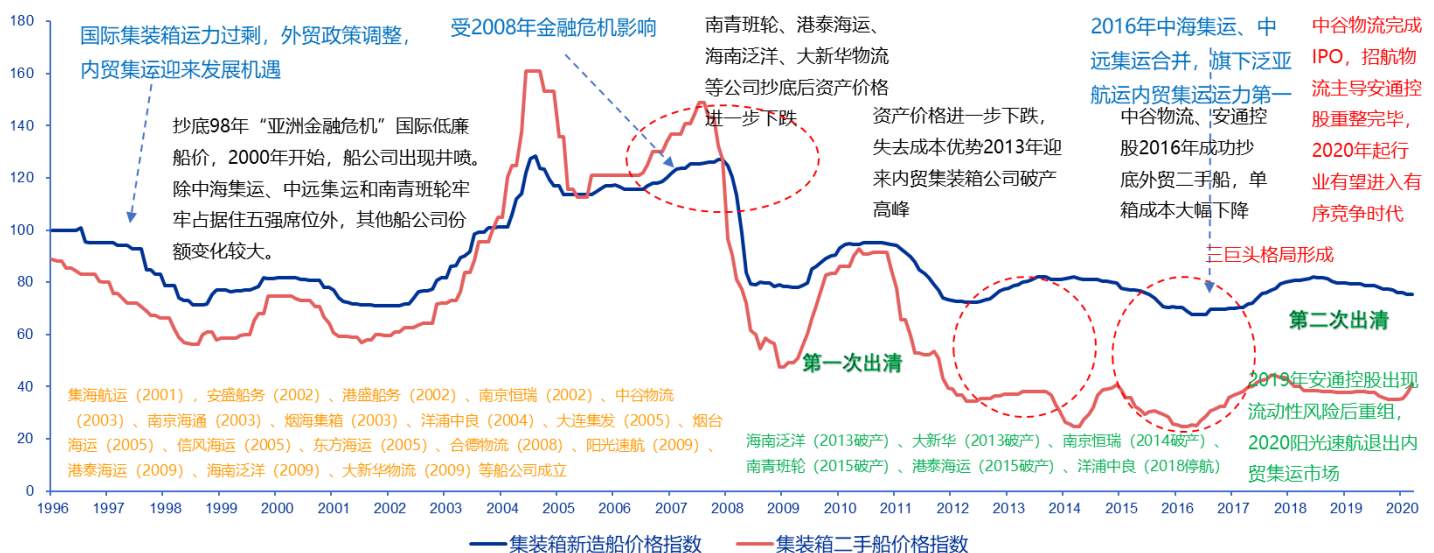
资料来源：上海国际航运研究中心，申万宏源研究

3.1 中长期看格局：两次出清后，行业有望进入有序竞争阶段

1996年以来，内贸集运进入高速发展期。行业经历了百家齐放到三巨头格局形成的过程。我们认为经历了2013年内贸集运破产潮的第一次出清，以及2019年，安通控股流动性危机出现后的第二次出清后，行业竞争格局有望出现质变。

- (1) 交通部2018年增加了对二手集装箱船进口的引进限制，过去外贸集装箱船资产价格下降，国内船东进口低价二手集装箱船抢份额的操作难度提升。
- (2) 另一方面，外贸集运市场2016年基本触底，2020年受缺箱影响景气度高升，资产价格处于上行通道，内贸船公司引进外贸二手船成本进一步上涨。增量扩张运力成本高于存量部分，竞争格局改善，内贸三巨头有序竞争时代来临

图 26：内贸集运竞争格局复盘



资料来源：公司公告,申万宏源研究

注：内贸集运早期，集运公司内贸与内贸外支线业务区分不明显，因此复盘一并讨论

3.1.1 初创期：国企参与为主，96年底迎来发展期

1956-1996年：交通部指导开展水路内贸集装箱运输，但由于条件不成熟，发展曲折。

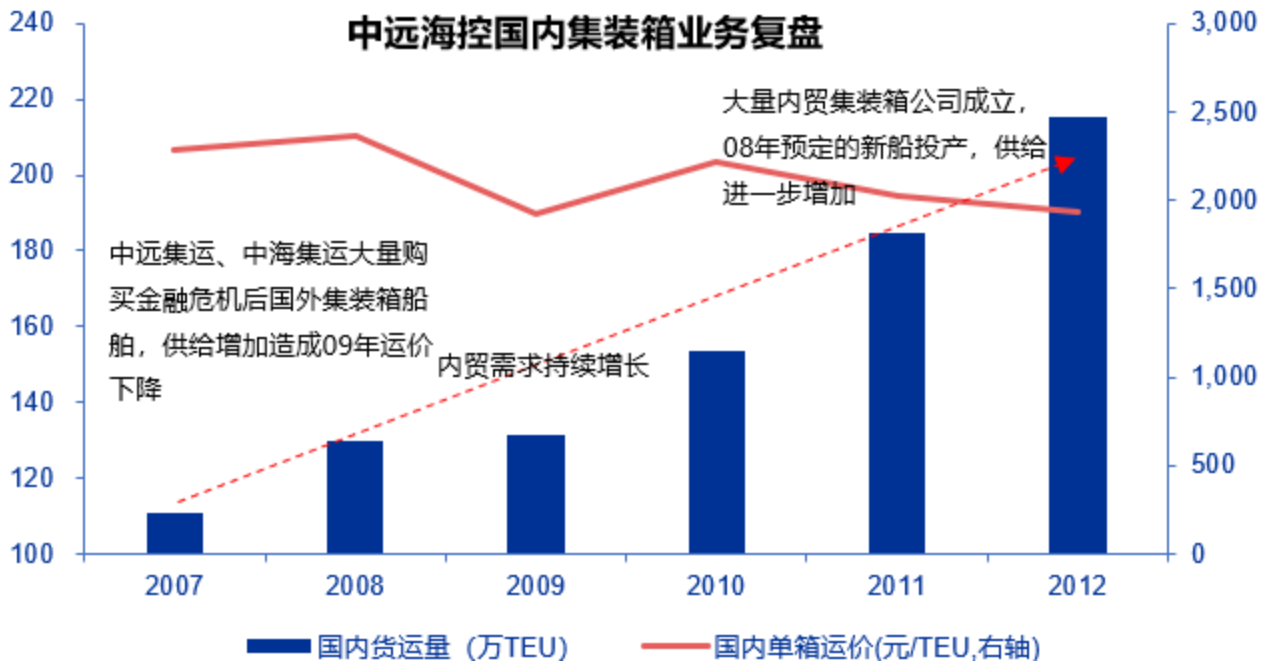
1996年底-2000年，国际集装箱运力过剩，外贸政策调整，内贸集装箱运输迎来了发展的机遇。南青班轮以上海为枢纽，构筑中国沿海、长江下游的T字形水路运输网络。中海集运抄底1998年“亚洲金融危机”的国际市场低廉的船价，补充内外贸航线运力，成为内贸集运市场第一名，中远集运进入内贸集运市场，排名第二。

3.1.2 2000-2010年，成长期：百家齐放

2000-2010年：先后有集海航运（2001年）、安盛船务（2002年）、港盛船务（2002年）、南京恒瑞（2002年）、中谷物流（2003年）、南京海通（2003年）、烟海集箱（2003年）

年) 洋浦中良(2004年) 大连集发(2005年) 烟台海运(2005年) 信风海运(2005年) 东方海运(2005年) 合德物流(2008年) 阳光速航(2009年) 港泰海运(2009年) 海南泛洋(2009年) 大新华物流(2009年) 等船公司成立。除中海集运、中远集运和南青班轮牢牢占据住五强席位外,其他船公司相互争夺剩余两强之位,年年都进行更新换代。

图 27 : 中远海控中国运价复盘 : 2008 年 , 中远海控国内运输价格达到最高 , 随后开始走下坡路



资料来源 : 中远海控公司公告,申万宏源研究

3.1.3 2010-2015 年 , 存量公司抄底失败 , 行业第一次出清

受 2008 年金融危机影响 , 集装箱船舶资产价格大幅下跌 , 大量公司进口二手集装箱船舶 , 开通内外贸航线 , 让一部分公司迅速成长 , 但 2010 年以来国内内贸集装箱航运市场供大于求 , 价格战竞争激烈 , 另一方面 2010 年是航运周期下行的开始 , 资产价格进一步下跌 , 新进入者的成本低于存量公司 , 南青班轮、港泰海运、海南泛洋、大新华物流等公司在金融危机后购买的船舶只能说抄底抄在了半山腰上 , 随着供需恶化 , 失去成本优势 , 停航破产。

为了降低单位成本 , 内贸船舶大型化成为趋势。安通控股从 2010 年开始建造数艘 “仁建+数字” 系列 3-5 万吨级船舶。随后又下了 20 艘 “仁建+城市” 系列 4-5 万吨级船舶的新订单 , 抢占中远集运天津至华南地区市场份额。中谷物流 2012 年租了 6 艘 2.88 万吨级的 “海澜中谷” 船舶 , 开通上广快线。随后又订造的 20 艘 4 万吨级 “中谷+城市” 系列船舶。安通控股与中谷物流 2011-2015 年运力不断上升。

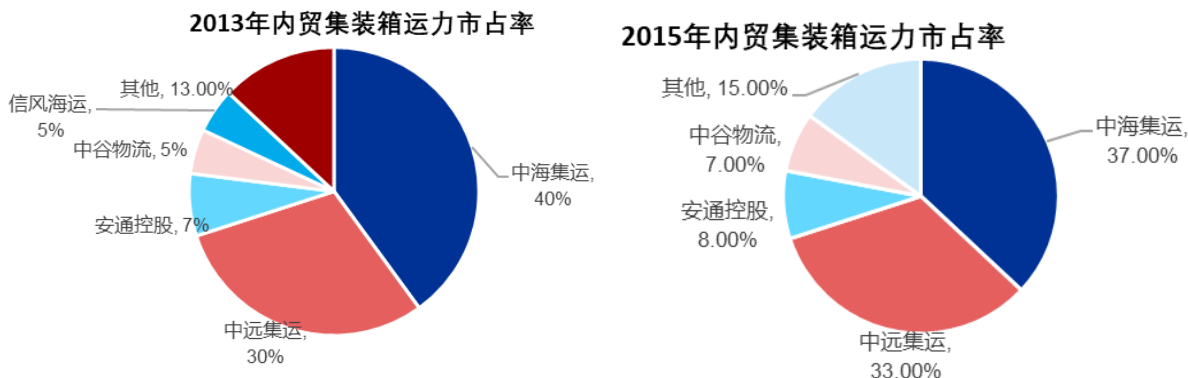
信风海运表现良好 , 但比较安逸 , 以营口为大本营 , 小步扩张。2012 年信风海运 3 艘 4-5 万吨级船舶投产 , 也在船舶大型化方面进行尝试 , 但仅限南北航线 , 2015 年全球运力排名 85 名。

图 28：2012-2015 年，内贸集装箱运力供给快速上升，价格战激烈，运价不断下降；中远集运与中海集运合并



资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 29：2011-2015 年，安通控股与中谷物流运力不断增长



资料来源：Alphaliner,上海国际航运研究中心,申万宏源研究

注：数据根据 Alphaliner 对航海国际航运中心运力市占率进行一定调整，但是排名没有变化
内贸集运早期，集运公司内贸与内贸外支线业务区分不明显，因此复盘一并讨论

3.1.4 2016-2019 年：安通控股借壳上市争夺份额，第二次也大概率是最后一次出清：三巨头格局形成

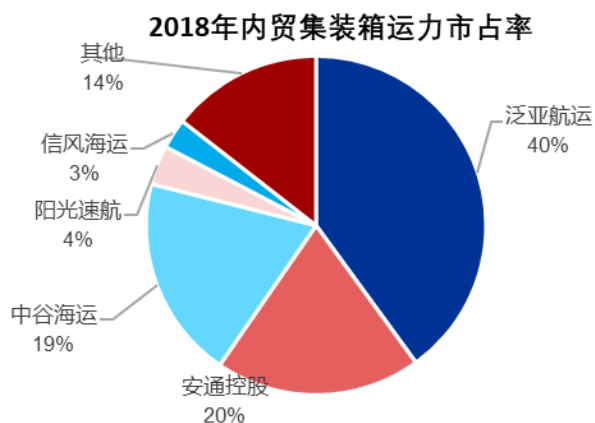
中远集运与中海集运合并，安通控股、中谷物流抄底成功 CR3 格局形成。2016 年是集运周期底部，行业合并重组加速。一方面中远集运与中海集运合并，旗下泛亚航运专注内贸集运业务，市占率第一，现为央企中远海控下子公司。另一方面在韩进破产，集装箱资产大幅下跌的背景下，安通控股、中谷物流购买韩国外贸集运公司韩进海运破产后的船舶，运力得到迅速扩充。与 2010 年不幸抄底失败的公司不同，安通控股、中谷物流抄底

成功，2016年后外贸集运竞争格局开始改善，此后资产价格中枢上行，抓住低点买船机会的中谷物流、安通控股成本优势凸显。

安通控股借壳上市融资扩张，中谷物流迎战。经历了2016-2017年公路治超带来的短期运价红利后，2015年，安通控股完成借壳上市，大股东先后5次进行质押，扩张意愿强烈，中谷物流被迫迎战。同年，中谷物流挂牌新三板，引入软银等战略投资，继续扩充运力，迎战安通控股。

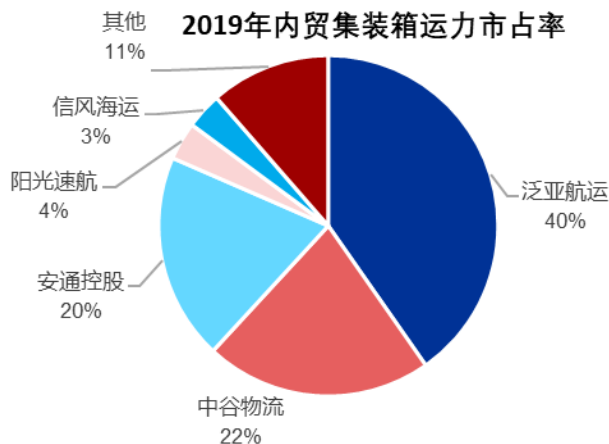
2018-2019年安通控股股权质押危机，实现第二次出清。2018年去杠杆大背景下，安通控股偿债压力较高，股价下跌触发股权质押平仓线，2019年5月实际控制人股权质押被冻结。部分租入运力退租，新造船订单被转售，市场份额被中谷物流赶超，这是中谷物流2019-2020年收入大幅跑赢行业中枢的核心原因。

图 30：16 年购买韩进船舶后，安通控股、中谷物流运力得到迅速扩充



资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 31：CR3 运力市占率稳定，说明存量市场运力竞争已经结束，市场进入有序竞争时代



资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

注：安通控股合约2020Q1到期，所以2019年统计运力下降不明显

图 32 : 2016 年-至今 : 内贸集装箱运输价格复盘



资料来源：WIND，泛亚电商，申万宏源研究

3.1.5 成熟期：2020 年起行业有望进入有序竞争时代

二手船进口门槛提升，低成本二手船老船进口扩张运力已经是过去时。交通部明确自 2018 年 9 月 1 日起，进口船舶悬挂五星旗需要符合 (MARPOL73/78) 附则 VI 规定的 Tier II 排放限值要求。必须进口在 2011 年 1 月 1 日及后建造的国际航行船舶才能满足要求。过去进口 15 年以上低价老龄外贸船无法复制，运力扩张门槛进一步上升。

中谷物流完成 IPO，招商物流主导安通控股重整完毕，竞争格局从两家民企（中谷物流、安通控股）加一家央企（泛亚航运），变为中谷物流（民企）、安通控股（央企招商港口战略投资）及泛亚航运（央企）。过去安通控股依靠借壳上市融资，打上市时间差，抢份额的时代已经结束，存量公司均有一定融资能力，竞争格局有望改善。

表 5 : 内贸 CR3 净利润率情况

净利润率	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	20201H	2020Q1-Q3
泛亚航运	3.3%	2.8%	1.4%	0.9%		
中谷物流	11.2%	6.7%	6.8%	8.7%	5.6%	7.0%
安通控股	10.6%	8.2%	4.9%	-86.6%	-25.7%	-16.9%
PDCI 均值	1124.0	1227.7	1241.2	1221.5	1120.0	1121.5

资料来源：Wind，中远海控公告，泛亚电商，申万宏源研究

(1) 行业龙头泛亚航运已经完成混改及员工持股，内贸业务有较强盈利诉求，主动开启价格战可能不大。泛亚航运除了中国内贸航线外，还经营中日韩航线，预计扣除利润率

相对稳定的中日韩航线，泛亚航运内贸业务处于微利或亏损状态。2017年，新泛亚航运引入复星等股东增资扩股，实现了国资、民资与员工出资的紧密融合。截止2020年半年报，泛亚航运股权结构为中远海运集运（62%）上海国际港务（集团）股份有限公司（20%），复星产投（9.9382%）；浚阳投资（员工持股平台，8%）。持股员工为上海泛亚航运核心管理人员，合计150人，约占上海泛亚航运员工总数的34.88%。

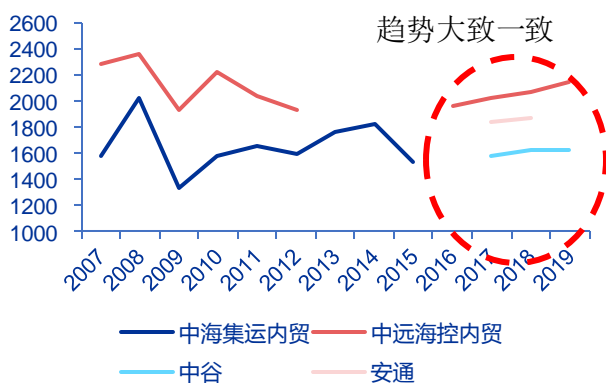
（2）我们认为安通控股重组完成，处在平稳过渡阶段，价格战可能性不大。安通控股原本是民营企业，后因实际控制人及安通控股的债务问题进行破产重整，2020年12月重整计划执行完毕，重整后公司无实际控制人，控股股东由原来的郭东泽及一致行动人郭东圣变更为招商物流。根据招商物流各合伙人的股权控制关系，普通合伙人赤湾货代，有限合伙人辽港集团、招商港口均由招商局集团实际控制，出资额合计6.00亿元，占比44.44%；有限合伙人中航信托的实控人为中航工业集团，出资额4.50亿元，占比33.33%；有限合伙人交发置业、泉州市产投的实际控制人为泉州国资委，出资额合计3.00亿元，占比22.22%。我们认为**经过招商物流重整后，维稳为主，主要精力会放在招商港口与船队的整合上，短期内扩产能和价格战可能性都不大。**

（3）我们认为中谷物流 IPO 后，同样有盈利增长动力。

（4）CR3 均已经完成上市及混改，上市融资时间差带来的价格战阶段结束，CR3 具有较强融资能力，通过价格战实现份额目的难度较大。

综上，我们认为**经历两次出清后，行业有望进入有序竞争阶段。**我们预测后市三巨头自身计费箱量增速与行业持平，彼此存量部分进行价格战空间不大，共同享受集装箱化带来的行业红利。

图 33：年度内贸集装箱平均运价复盘（元/TEU）

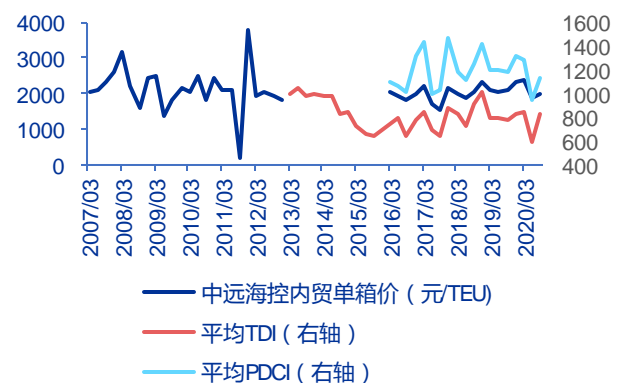


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注：中海集运数据来自中远海发国内数据

中远集运单价较高是因为包含陆运部分

图 34：季度内贸集装箱平均运价复盘（元/TEU）



资料来源：WIND,泛亚电商，中远海控公司公告，申万宏源研究

注：中远集运单价较高是因为包含陆运部分

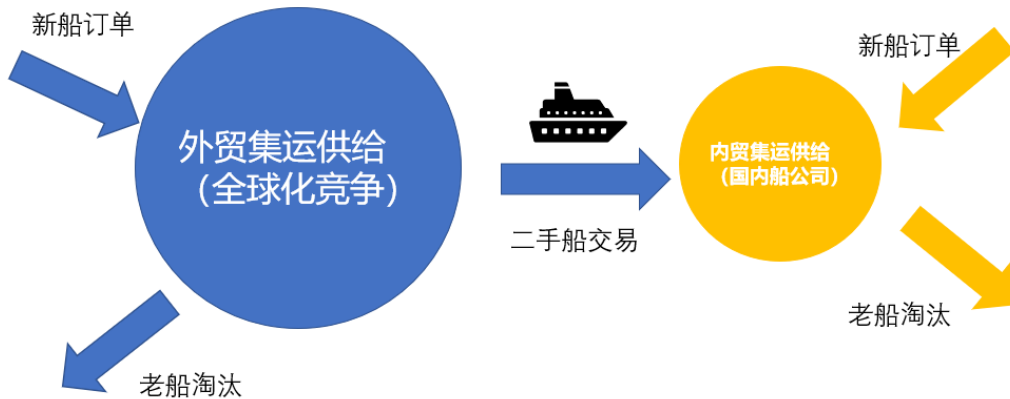
3.2 短期供给：外贸景气推动资产价格上涨，短期供给难以大幅扩张

3.2.1 沿海运输权保护背景下，内贸船运力扩张包括新造以及二手船进口两种方式

保护本国沿海运输权为各国惯例，美国《琼斯法案》，日本《内行航运业法》均对国内贸运输有所限制。《中华人民共和国海商法》第四条规定，中华人民共和国港口之间的海上运输和拖航，由悬挂中华人民共和国国旗的船舶经营。但是，法律、行政法规另有规定的除外。非经国务院交通主管部门批准，外国籍船舶不得经营中华人民共和国港口之间的海上运输和拖航。

内贸集装箱与外贸为相对独立的两个市场。中资悬挂方便旗的外贸船如果需要进入中国内贸市场，需要将船舶办理进口手续。二手船买卖合同支付购船款后，还应完成报关手续，向海关提交的文件包括二手船买卖合同、发票、旧船舶进口技术评定书、机电产品进口许可证、船舶规范等。并根据船舶类型、船舶原国籍的不同缴纳 17% 的增值税，以及 5%-14% 不等的关税。具体的关税税率取决于是否可享受最惠国税率，以及船舶的类型。以成品油船为例，载重吨 10 万吨以下的最惠国税率为 9%。以此计算，则税费共计 27.53% ($9\% + (1+9\%) * 17\%$)

图 35：内贸集装箱运力供给相比外贸集装箱，除了造新船，还可以进口二手船舶

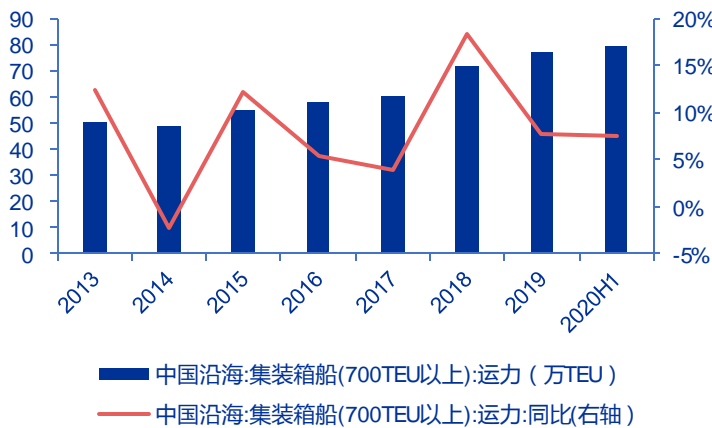


资料来源：申万宏源研究

3.2.2 新船订单处于低位、二手船进口成本大幅提升

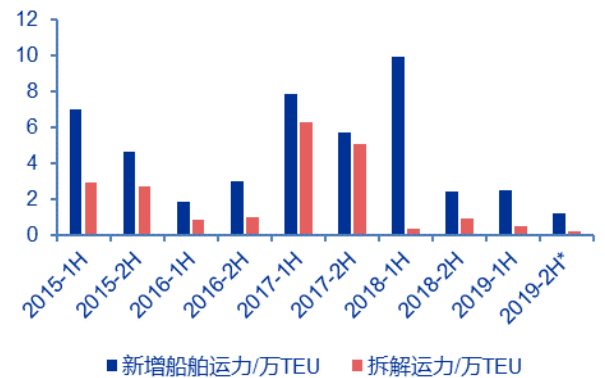
新造船订单显著减少。2016 年公路治超需求大幅增长后，行业新船订单大幅增加，2018 年后，新船订单显著减少，新造船建造交付需要 1 年以上时间，难以对运力形成快速冲击。

图 36：2018 年后，运力增速规模显著下滑



资料来源：WIND,申万宏源研究

图 37：2018 年后，新船订单显著减少



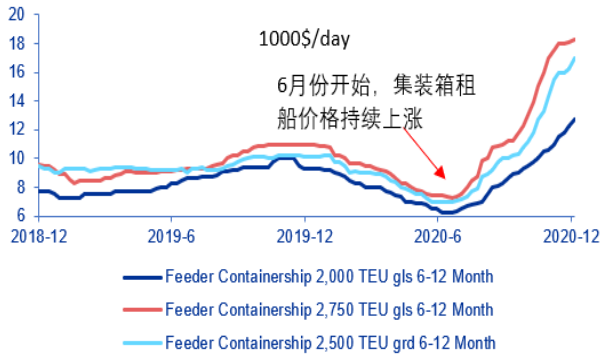
资料来源：WIND,申万宏源研究

2018 年开始，二手船交易船龄受到一定的限制。环保公约限制二手船进口意愿。出于对环保以及内贸安全的考虑，交通部明确自 2018 年 9 月 1 日起，进口船舶悬挂五星旗需要符合 (MARPOL73/78) 附则VI规定的 TierII 排放限值要求。必须进口在 2011 年 1 月 1 日及后建造的国际航行船舶才能满足要求。过去进口 15 年以上低价老龄外贸船无法复制，运力扩张门槛进一步上升。

外贸集运景气，租金及资产价格大幅上行，推升内贸扩产能成本。2020 年下半年出口超预期，叠加集装箱周转效率下降，外贸集运景气度显著提升，SCFI 指数接近历史新高。外贸集装箱船、租金同比上涨 30%-50%。外贸船进口成本大幅上涨，抑制业内扩产能意愿。

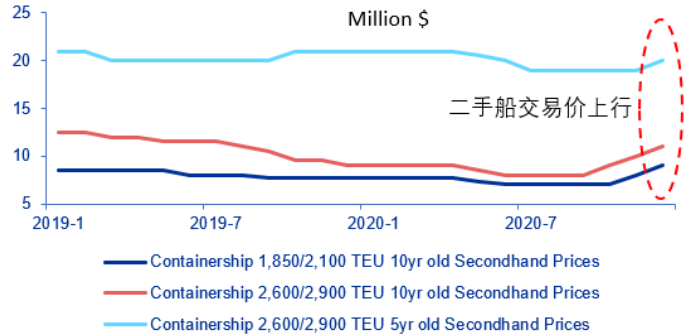
因此，我们预计内贸集运整体 2021 年运力增速在 2%水平，需求预计增速保持在 8%-10%水平。短期看 2021 年内贸供需改善有望保持在 6%以上，内贸集装箱盈利水平有望进一步抬升。

图 38：集装箱船舶租赁价格从 6 月起持续上涨



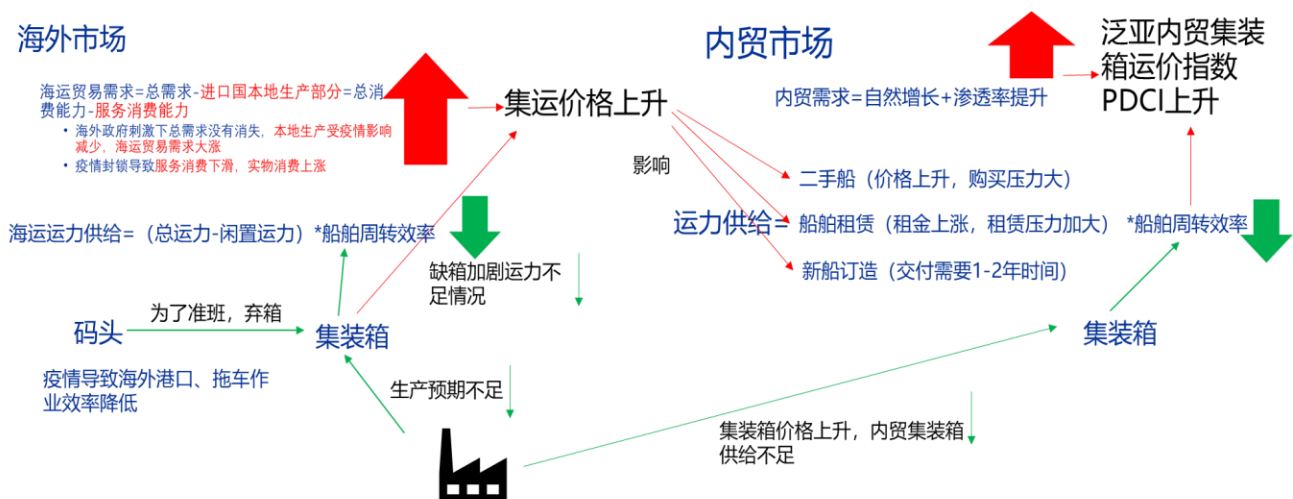
资料来源：clarkson 数据整理,申万宏源研究

图 39：集装箱二手船交易价格开始上行



资料来源：clarkson 数据整理,申万宏源研究

图 40：外贸集运景气度提升，通过资产价格上涨传导至内贸集运



资料来源：申万宏源研究

4.对标海丰国际，有望实现持续增长

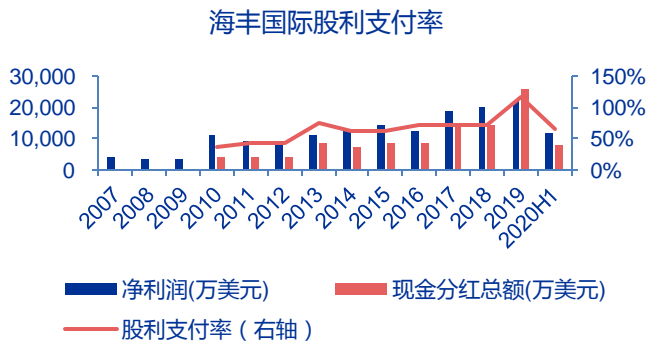
4.1 市值及利润对标海丰有较大成长空间

海丰国际是一家集装箱航运以及物流服务提供商，公司主要专注于服务亚洲贸易市场。Alphaliner 数据显示，按运力计算，海丰国际在全球的排名为第 18 位。通过运营 86 艘小型船和 72 条航线，海丰覆盖了亚洲区域内 72 个港口，建立了一个以“高频率、高密度”为特点的集运物流服务网络。虽然集装箱航运行业周期性较强，但公司每年都实现了盈利，且增长较快。

海丰国际与中谷物流同处亚洲区域间市场。海丰国际 2010 年上市以来，股价累计上涨 504%。上市之初，海丰国际也遭遇过质疑，依靠持续的利润增长以及高分红持续回报投资

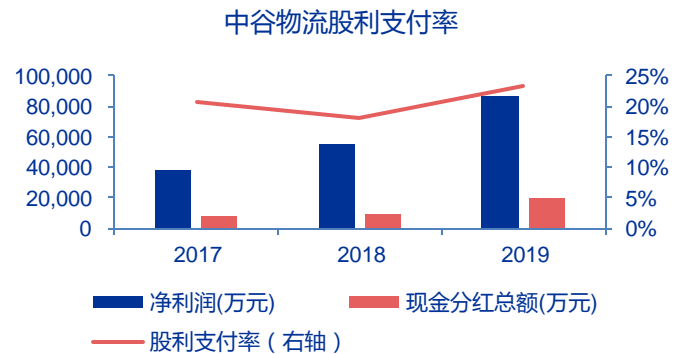
者。海丰国际分红率从上市初期 35.8%左右逐步提升至 2016-2019 年的 70%以上。我们认为，随着内贸竞争格局改善，公司利润率提升逻辑逻辑兑现，公司股利支付率也有希望进一步提升至 50%以上水平。

图 41：海丰国际净利润和分红持续上升，股利支付率在 70%以上



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 42：中谷物流净利润和分红也在持续上升，股利支付率还有很大上升空间



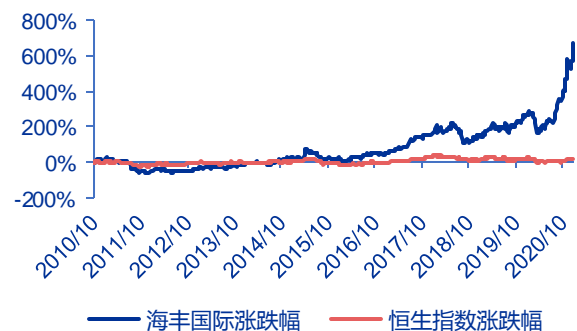
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 43：海丰国际上市初期也曾受到市场质疑，依靠高分红和持续利润增长持续回报投资者



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 44：2014 年以后，海丰国际大幅跑赢恒生指数



资料来源：WIND，申万宏源研究

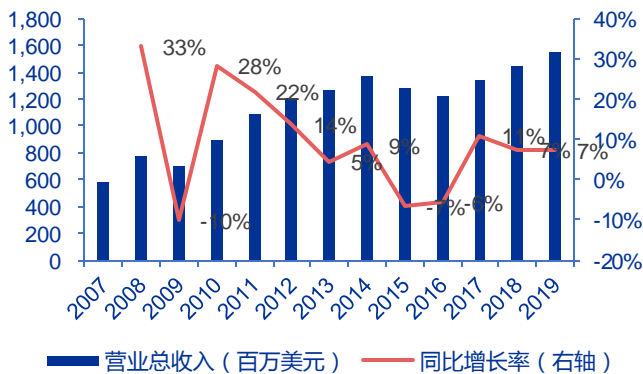
我们认为海丰国际能够实现持续成长的原因在于

- (1) 专注并深耕区域间市场，专专门到门运输，陆地物流布局，全程供应链服务体验良好不涉足东西干线
- (2) 亚洲区域间 GDP 以及需求增速高于全球平均
- (3) 精细化的成本管控，抓住低点买船机会。

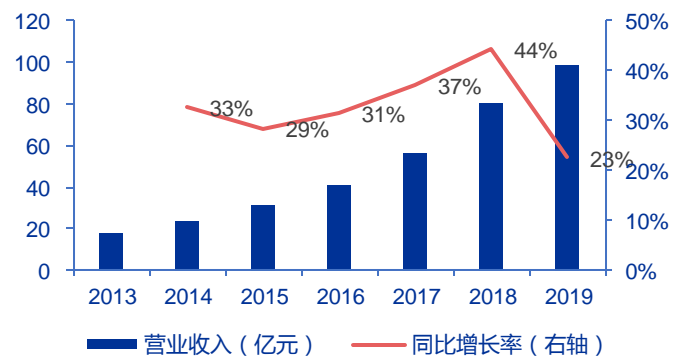
参照表 1 Alphaliner 运力数据，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍，市值仅为海丰国际的 40%，单位 TEU 运力市值仅为海丰国际 29%。2019 年净利率水平比海丰国际低 5.6%，我们认为中谷有望重演海丰国际盈利和利润率中枢持续提升的逻辑，有机会用 5-10 年时间净利率率有望逐步追上海丰国际 2019 年水平。

- (1) **行业属性类似**，中谷与海丰国际同处亚洲区域间市场，一个专注内贸一个专注外贸。区域间市场物流属性强于航运属性，均提供门到门服务。

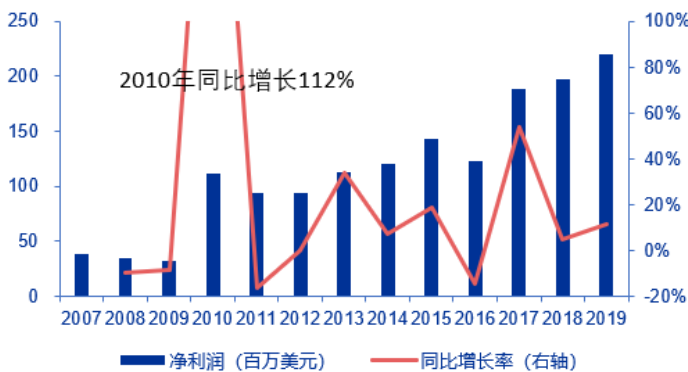
- (2) **内贸竞争格局有望改善，集中度高于亚洲区域间市场。**2017-2019 年安通控股借壳上市加速扩张行业价格竞争较为激烈是净利润率较低的原因，基于 3.1 章的逻辑，我们认为内贸竞争格局改善，行业净利润有望提升。中谷物流所在的中国内贸市场已经形成 CR3 达 82% 的格局，海丰国际所在亚洲区域间市场中，中日韩市场相对稳定，东南亚市场仍然面临较强竞争。
- (3) **需求在相对高增长：**中国内贸与亚洲区域间外贸类似，需求增速高于全球平均水平。参考 Clarkson 数据 2016-2019 年，亚洲区域间集装箱海运需求增速为 6.2%、7.1%、5.6%、3.0%。而中国内贸集装箱吞吐量增速为 6.2%、9.0%、9.4%、6.2%。同期克拉克森统计的全球集装箱海运需求增速为 4.5%、5.6%、4.2%、1.8%，低于中国内贸市场以及亚洲区域间市场整体水平。
- (4) **成本管控能力优秀，**中谷物流和海丰国际同为优秀民企，成本管控优秀并且均抓住了在资产价格低位扩张运力的机会。

图 45：海丰国际收入以及同比增速


资料来源：WIND，申万宏源研究

图 46：中谷物流收入以及同比增速


资料来源：WIND，申万宏源研究

图 47：海丰国际净利润以及同比增速


资料来源：WIND，申万宏源研究

图 48：中谷物流净利润以及同比增速


资料来源：WIND，申万宏源研究

4.2 区域间集运市场重在运营及周转，物流属性强于航运属性

区域间航线海上时间相比东西干线距离较短，更重周转与运营，物流属性高于航运属性。中国内贸集装箱多式联运与海丰国际所属的亚洲区域间市场类似，相比远东-欧洲，远东-美国航次海上时间较短。为简化计算，我们以点对点航次估算，以营口-厦门与远东-西北欧航线相比，营口-厦门航线往返 11 天，船舶在港口时间占比 18%，一年周转 33 次。远东-西北欧航线，往返 68 天，一年周转 5 次，船舶在港口时间约 6%。

这也是海丰国际等区域间公司 2010 年就开始布局陆地门到门运输战略的原因，早于马士基等国际班轮巨头将战略重心从船舶大型化转至门到门战略 6 年以上。相比东西干线，中国内贸及亚洲区域间市场的优化主要在于陆地端与海上的衔接以及周转效率。而东西干线因为海上时间占比高，更多的优化为海上端的成本降低，对应的是东西干线 2008-2016 年的船舶大型化军备竞赛下的惨烈价格战。

表 6：中国内贸与中欧航线运营方式区别

装港 (天)	海上时 间(天)	卸港 (天)	港口 时间 占比	一年周 转次数	标准船型 (TEU)	提高盈利方式	核心竞争 力	资产轻重	
营口- 厦门 航线 (假 设往 返)	1	9	1	18%	33	2000	(1) 两端成本占比高，降低港口费用的效果高于造大船带来的海运端单箱成本下降。(2) 航距短，提高周转速度	陆地-海上门到门全流程延伸	小型集装箱船二手船买卖、租赁市场流动性较好，建造时间短，可以轻资产运营更灵活。
远东- 西北 欧(往 返)	2	68	2	6%	5	24000	(1) 海上航行时间占比高，船舶大型化，降低单箱成本(2) 大船需要联盟化提高装载率	海上航行端单箱成本	大型船无租船市场，自有运力为主，周期下行只能闲置运力，资产回报率高于运营。

资料来源：申万宏源研究

财务指标上看，区域间市场净利润率相对稳定，成长属性高于周期属性。内贸及亚洲区域间运输资产回报率不仅取决于资产购买的时间点，更重要的在于资产的运营效率，因此区域间航线存在周转率，净利率水平高于传统航运企业。

经营区域间市场资产周转率较高。中谷物流、海丰国际资产周转率分别为 1.3,0.9，高于以全球干线为主的国际班轮公司中远海控 0.6，长荣航运 0.7 的水平。

销售净利润率角度，东西干线周期属性更明显，以东方海外国际为例，2008-2019 年，销售净利率在-10%至 30%波动。

区域间市场则呈现物流行业的成长属性为主。海丰国际净利润率从 2008 年的 4.6%稳步上升至 2019 年的 14.3%水平。中谷物流需求端抓住 2016 年公路治超下的需求机会，同时抓住供给端韩进海运破产，外贸集运低估的机会，低价购买船舶资产，净利润水平从 2013

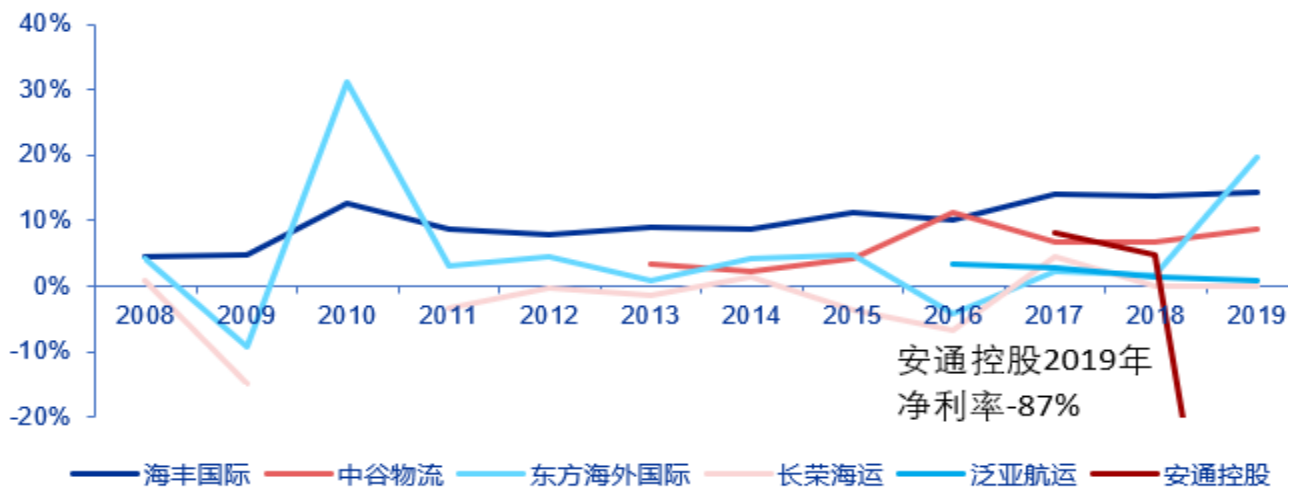
年的3%左右提升至2019年的8.7%水平。2020年我们预计内贸供需改善有望达到6%以上，运价及净利润提升水平有望进一步加速。

表7：区域间集装箱多式联运物流属性高于航运属性，资产周转率高于行业

行业特点	证券代码	证券简称	总资产周转率	销售净利率%	净资产收益率 ROE(扣除/摊薄)%	资产负债率%
区域间市场集装箱多式联运	603565.SH	中谷物流	1.3	8.7	21.8	64.2
	1308.HK	海丰国际	0.9	14.3	21.8	41.7
全球集运	601919.SH	中远海控	0.6	3.4	4.5	73.6
	2603.TW	长荣海运	0.7	-0.1	0.2	76.0
综合物流	601598.SH	中国外运	1.3	3.8	7.3	51.1
	002352.SZ	顺丰控股	1.4	5.0	9.9	54.1
	603056.SH	德邦股份	3.0	1.2	0.9	55.3

资料来源：Wind，申万宏源研究(PS 中远海控净利率剔除美国畅谈码头出售利润，约占19年净利润一半)

图49：海丰国际、中谷物流净利润率相对稳定，东方海外、长荣周期波动更明显



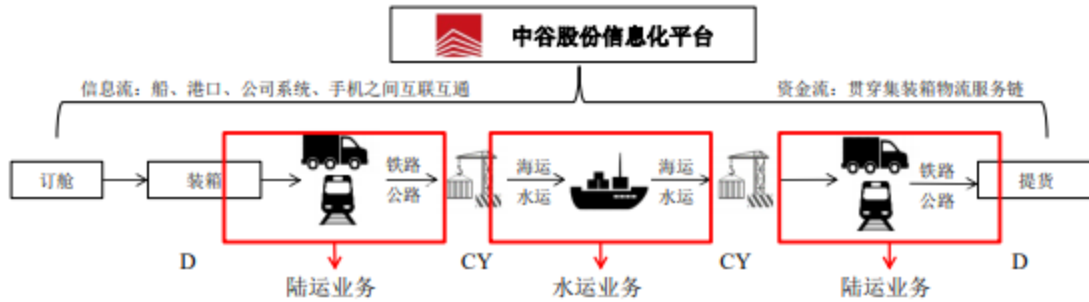
资料来源：各公司公告，WIND，申万宏源研究

4.3 中谷物流陆地物流毛利对标海丰国际有提升空间

与亚洲区域间运营的海丰国际类似，中国内贸集运同样提供门到门解决方案。因为内贸不涉及到外币结算，报关报检，更容易实现一体化解决方案，并实现去中间化。水路部

分与陆运物流部分本质为多式联运的不同环节，并非割裂的业务。为了方便投资者拆分，公司将收入拆分成了水运、陆运两部分。

图 50：根据载运工具及运输方式可拆分为水运业务与陆运业务



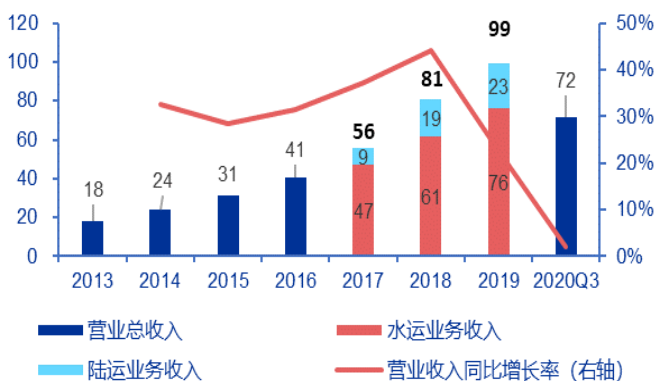
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司陆地物流毛利率及收入占比逐年上行，距离海丰国际仍有较大空间。随着门到门服务占比的提升，公司陆运收入占比从 2016 年的 10% 水平提升至 24% 水平。

中谷物流 16 年起加速陆地部分布局，毛利占比从 1% 提升至 22%，毛利率水平从 16 年 1% 水平提升至 2020 年接近 8% 水平。海丰国际 2011-2016 年披露陆地部分毛利率，从 10.8% 缓慢提升至 17%，中谷物流距离海丰国际陆地物流毛利仍有较大空间。

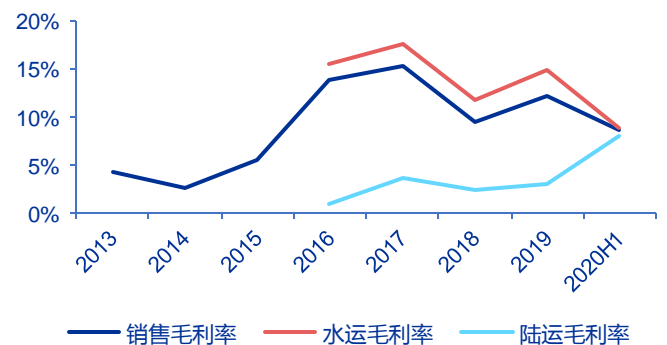
中期看，在规模优势的效应下，我们认为中谷物流陆地端毛利率有望稳步上行，但由于所在市场不同，中谷物流陆地部分以集装箱拖车为主，海丰国际在海外的堆场、仓库等资源较高，中谷陆地物流业务达到海丰国际陆地物流毛利 17% 水平有一些难度。考虑 2020 年上半年，中谷陆地物流毛利率已经达到 8%，考虑毛利率能否稳定在 8% 仍持续验证，谨慎起见我们预测 2020-2022 年公司陆地毛利在 5% 左右，但从 10 年维度角度看，我们认为陆地毛利率有望维持缓慢提升趋势。

图 51：中谷物流营业收入及增速（亿元）



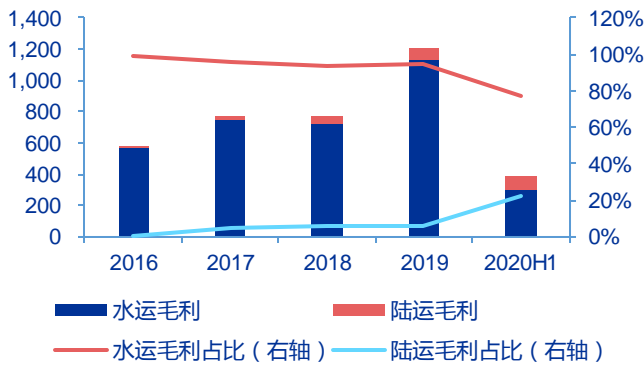
资料来源：招股说明书,申万宏源研究

图 52：中谷物流陆运运输随规模上升毛利逐步提升



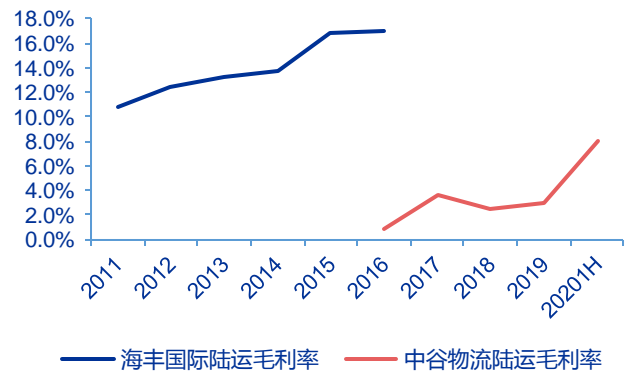
资料来源：招股说明书,申万宏源研究

图 53：中谷物流毛利拆分与占比分析（亿元）



资料来源：招股说明书,申万宏源研究

图 54：中谷物流陆地毛利距离海丰仍有较大空间



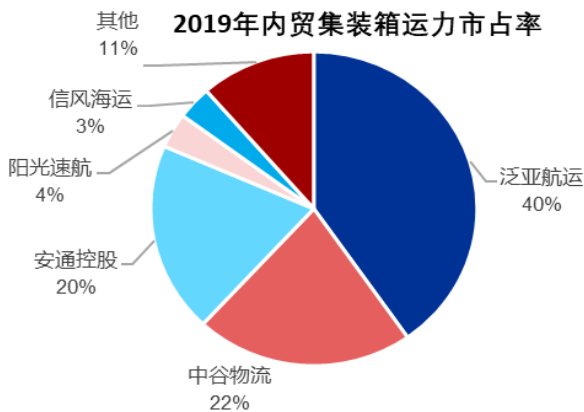
资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

4.4 中国内贸集中度高于海丰国际所在的亚洲区域市场

内贸集装箱航运市场受沿海运输权保护，2016 年后已经高度集中。从市场份额上看，泛亚航运、中谷物流、安通控股，CR3 格局已经形成。2020 年中外运阳光速航正式退出内贸集装箱市场。CR3 与其他公司份额显著拉开。

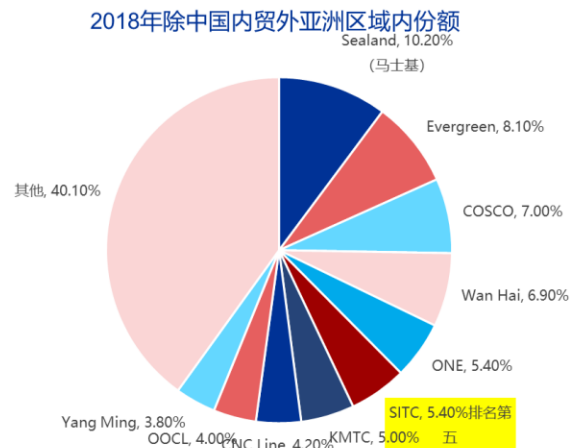
海丰国际所在亚洲区域间市场无内贸准入机制，海丰国际与其他公司存在竞争。中日韩市场属于存量市场，市场份额稳定。海丰国际市场份额领先。东南亚仍然在高速增长阶段，海丰国际依靠成本以及网络优势。

图 55：中国内贸已经形成 CR3 格局



资料来源：上海国际航运研究中心,申万宏源研究

图 56：亚洲区域间市场集中度低于中国内贸



资料来源：clarkson 数据整理,申万宏源研究

集运市场规模优势明显，班轮网络优势，规模越大，码头议价能力越强，新竞争者进入壁垒高。码头费占主营业务成本的 30%左右，规模越大，和码头议价能力越强，单位码头费用越低。随着吞吐量的增长，中谷物流 2018-2019 年单位吞吐量的码头费下降 1% ,7.7%。

表 8：随着吞吐量增长，单位吞吐量码头费降低

	2017	2018	2019
码头费（万元）	162,961	217,335	263,149
占比	33.80%	29.75%	30.26%
增速	22.24%	33.37%	21.08%
吞吐量 TEU	12,688,819	17,098,906	22,422,136
增速	17.76%	34.76%	31.13%
单位吞吐量码头费（元/TEU）	128.4	127.1	117.4
增速	4.71%	-1.03%	-7.67%

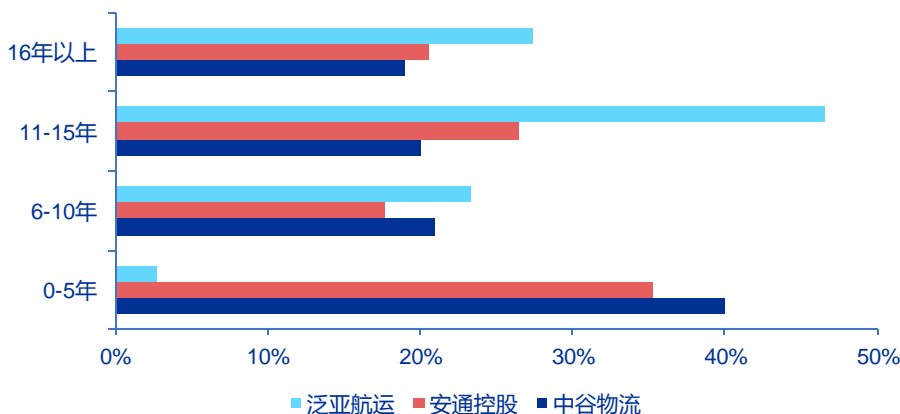
资料来源：中谷物流招股说明书，申万宏源研究

中谷物流在厦门、上海、天津、太仓等码头具有较高份额，但相比竞争对手优势不明显。招商港口参与安通控股重组后，预计安通控股码头资源也得到了进一步加强。泛亚航运背靠中远海运港口，码头资源优势明显。

4.5 精细化成本管控：中谷物流盈利能力内贸集运行业第一

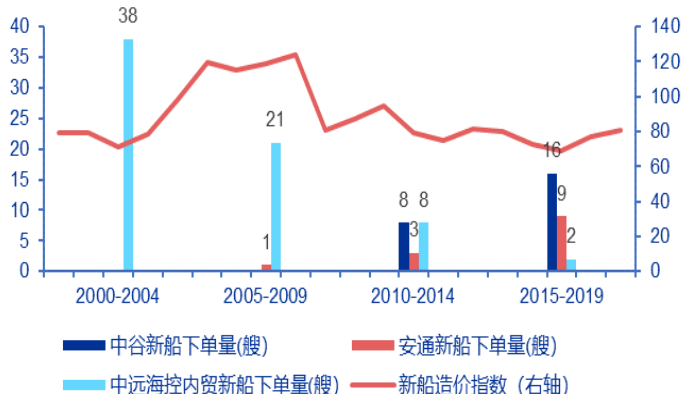
从新船造价上看和二手船购买上看，中谷物流抓住价低造船及买船的机会，船龄较新，带动成本降低。

- （1）泛亚航运运营的船舶主要为中远海控船舶大型化战略下，外贸国际航线退役的船舶，这批船舶建造年份在了 2000-2009 年的相对高点，造价较高。
- （2）中谷物流、安通控股 2015 年后的新造船舶专门为内贸航线设计，内贸集装箱由于承载大宗原材料较多，单箱重量高于外贸。同时内贸平均航速 11 节水平，低于外贸 17 节平均航速。该批船舶在船舶设计商专门为内贸优化，在航速油耗、以及配积载上具有一定优势。

图 57：中谷物流船龄较新


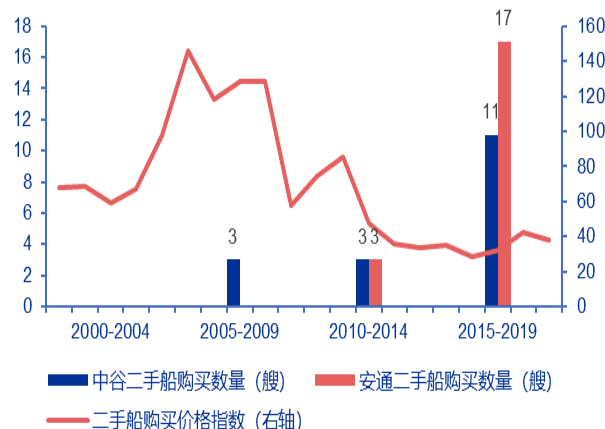
资料来源：clarkson 数据整理，申万宏源研究

图 58 :中谷物流与安通控股在 2010 年后船价低点大量建新船, 中远海控内贸新船建在了 2000-2009 年高点



资料来源: clarkson 数据整理, 申万宏源研究

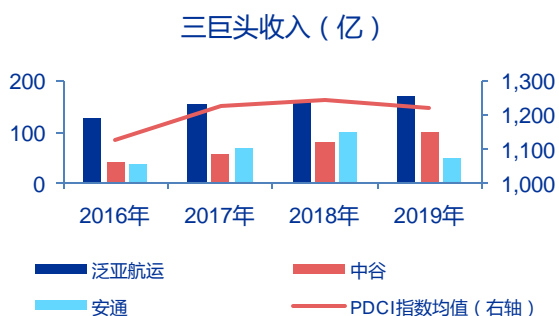
图 59 : 中谷物流二手船购买计划性较强, 中谷物流与安通控股都在 2015-2019 年二手船价格低点购入较多船舶



资料来源: clarkson 数据整理, 申万宏源研究

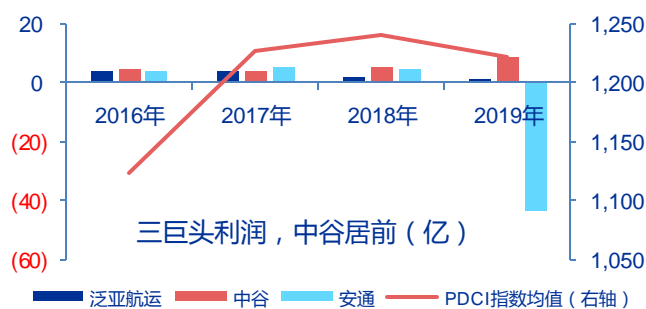
财务指标看, 中谷物流运力份额排名第二, 但净利润及经营现金流情况排行第一。2019 年中谷物流营业收入反超安通控股, 排名第二。中谷物流净利润表现更好, 2018 年以来, 保持行业第一。中谷物流经营现金流稳定, 呈上升趋势, 排行第一。

图 60 : 2019 年中谷物流营业收入反超, 排名第二 (亿元)



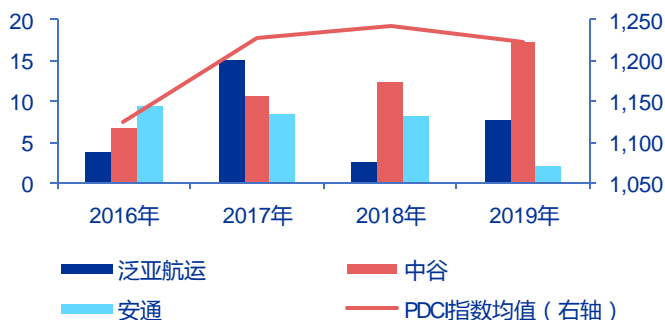
资料来源: 招股说明书, WIND, 中远海控公司公告, 申万宏源研究

图 61 : 中谷物流利润排行第一 (亿元)



资料来源: 招股说明书, WIND, 中远海控公司公告, 申万宏源研究

图 62 : 中谷物流经营现金流排行第一 (亿元)



资料来源: 招股说明书, WIND, 中远海控公司公告, 申万宏源研究

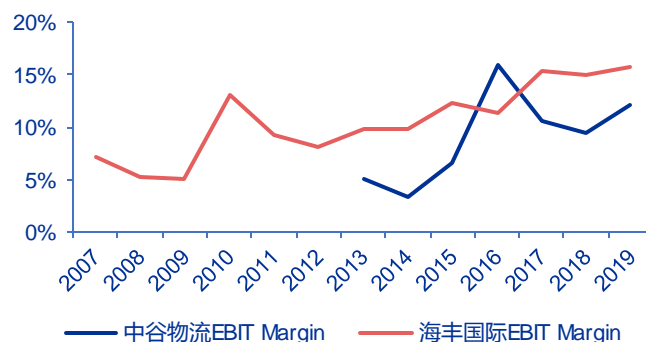
成本管控是中谷物流、与海丰国际的共同优势。中谷物流作为内贸三巨头唯一的纯民企背景的公司，成本管控能力明显。我们认为，随着规模效应推进，中谷物流有望重演海丰国际 2008-2019 年净利润中枢上行的逻辑。

图 63：净利率比较



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 64：EBIT Margin 比较



资料来源：WIND，申万宏源研究

5. 盈利预测和估值对标

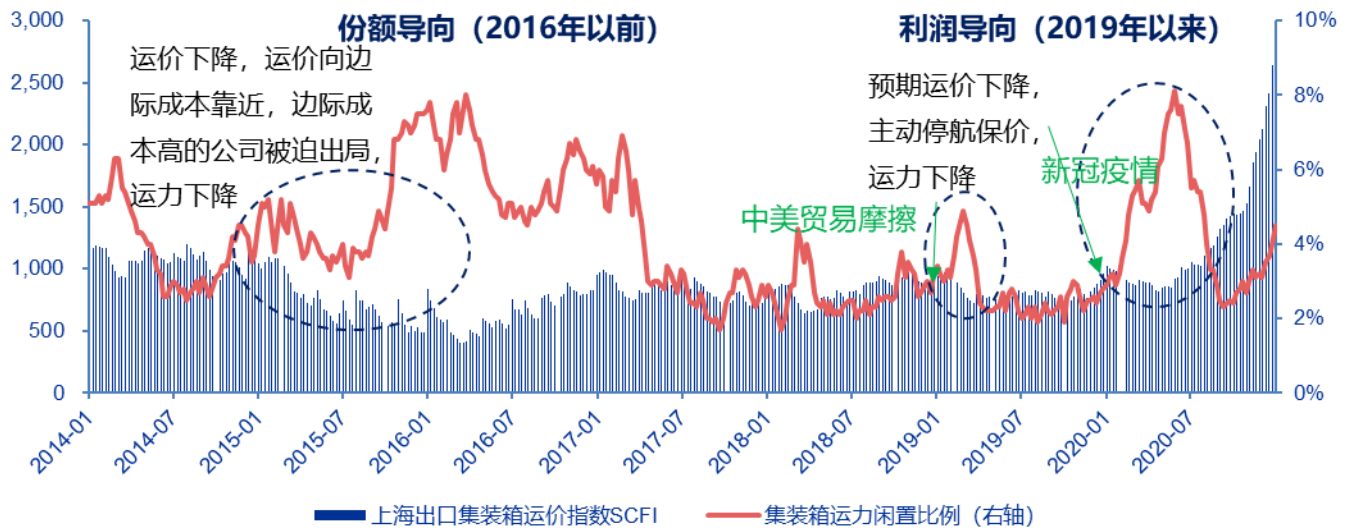
5.1 盈利预测逻辑

内贸集运 CR3 格局已经形成，决定企业盈利的为供需与竞争格局决定的单箱盈利。内贸集装箱属于标准化的市场，主要航线 CR3 服务的差别不大。决定运价的为该航线实际投放运力与货物需求。内贸集运淡旺季明显，Q4 为煤炭、粮食等大宗运输的旺季，Q2 为淡季。我们认为随着内贸行业两轮出清后，行业有望进入有序竞争阶段，对应的是 Q2 淡季盈利状况的改善。

(1) 在价格战带来的份额为导向的背景下，行业倾向于提高运力投放，使有效运力接近总运力。这种情况下行业参与者大多使用边际成本定价方式，只要运价高于边际成本，便选择开航，与之对应的则是淡季成本优势较弱的公司亏损。

(2) 在行业进入利润导向的有序竞争阶段，行业选择控制运力投放，使有效运力接近运输需求。虽然淡季部分船舶利用率下滑，但价格相对稳定，价格弹性比货量弹性敏感，行业盈利好于边际成本定价方法。

图 65：外贸集运从份额导向转向利润导向后，提前停航应对需求危机，运价保持稳定



资料来源：clarkson 数据整理，申万宏源研究

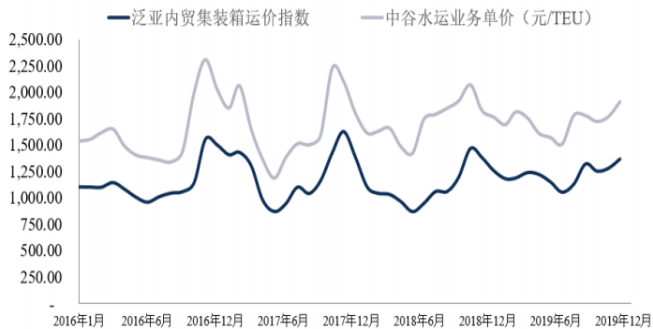
基于上述市场化定价方法，(1) 决定盈利的是实际运力投放与货运需求，而非总运力。而燃油成本等可变成本的变化，会通过供需情况传导至价格端。(2) 在与长距离公路运输竞争的情况下，燃油成本上涨会拉大公路运输与集装箱多式联运的成本差异，燃油成本上涨推动公路运输需求向集装箱多式联运转移，从而实现新的供需平衡。

因此，在实际进行盈利预测上，核心指标为单箱毛利的估算，以及公司以及行业内外贸集装箱海运量的需求增长。内贸集装箱运价、燃油成本更多的是用于对单箱毛利变化的验证，而非盈利预测决定因素。

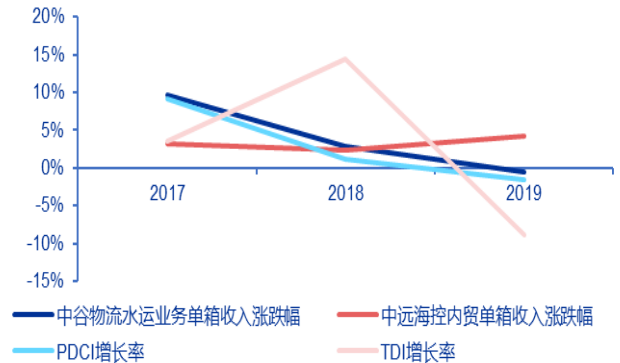
5.2 可跟踪指标

内贸运价可跟踪的运价指标为泛亚航运内贸集运价格指数 PDCI 与天津沿海集装箱运价指数 TDI。PDCI 数据来源于为行业龙头泛亚航运，对全航线参考价值较高。TDI 为天津进出港的内贸集装箱运价，对华北区域的运价有较高意义。

中谷物流单箱业务收入涨跌幅与 PDCI 指数涨跌幅高度一致。PDCI 是泛亚航运内贸集运价格指数，具有极高的参考价值。而通过中远海控中国业务收入与集装箱运量估计的泛亚航运单箱收入，因为收入中包含陆运业务延伸段，因此存在一定偏差。

图 66：中谷物流水运业务单价与泛亚航运内贸集装箱运价指数 PDCI 走势高度一致


资料来源：招股说明书,申万宏源研究

图 67：中谷物流水运业务单箱收入涨跌幅趋势与泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI 一致


资料来源：招股说明书，中远海控公司公告，WIND，泛亚电商,申万宏源研究

注：PDCI 能直观地反应内贸集运运价

表 9：中谷物流单箱业务收入涨跌幅与 PDCI,TDI 指数增长率，安通控股单箱业务收入涨跌幅趋势一致，泛亚航运内贸单箱收入出现偏差，可能来源于延伸段陆运业务收入变化

中谷物流	2016	2017	2018	2019
水运业务计费箱量 (TEU)	253	296	377	470
水运业务收入 (万元)	3,656	4,681	6,140	7,599
单箱业务收入 (元/TEU)	1,444	1,582	1,627	1,618
单箱业务收入涨跌幅		9.6%	2.8%	-0.6%
泛亚航运	2016	2017	2018	2019
国内收入(百万元)	10,046	11,186	11,845	12,315
国内货运量 (万 TEU)	515	556	575	574
单箱业务收入 (元/TEU)	19,521	20,132	20,602	21,469
单箱业务收入涨跌幅		3.1%	2.3%	4.2%
PDCI 指数	2016	2017	2018	2019
平均 PDCI	1,124	1,228	1,241	1,221
平均 PDCI 增长率		9.2%	1.1%	-1.6%
安通控股	2016	2017	2018	2019
单箱业务收入 (元/TEU)		1,842	1,861	
单箱业务收入涨跌幅			1.0%	
TDI 指数	2016	2017	2018	2019
平均 TDI	741	766	877	799
平均 TDI 增长率		3.5%	14.4%	-8.8%

资料来源：招股说明书，中远海控公司公告，WIND，泛亚电商，申万宏源研究

注：PDCI 能直观地反应内贸集运运价

燃油成本方面：与外贸船使用的保税油不一样，内贸集装箱船使用含税低硫燃料油。内贸船用燃料油整体与布油存在一定相关性，但整体油价波动相比布油略滞后。

图 68：内贸燃料油价格与布伦特油价有一定关系，反应略滞后



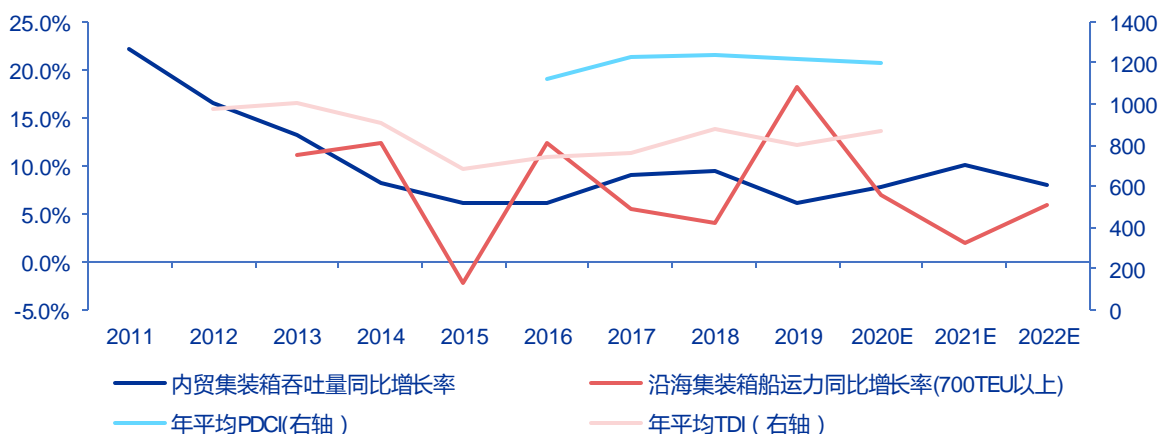
资料来源：Wind，申万宏源研究

5.3 核心假设

内贸集装箱需求：基于第二章的分析，我们预计 2020-2022 年内贸集装箱行业需求增长 8%、10%、8%，在制造业向中西部转移的大趋势下，后续需求有望维持跑赢 GDP 增速 2% 以上。由于安通控股重组，运力退租，部分份额流向其他公司，中谷物流 2020 年计费箱量增速跑赢行业，2021、2022 年有序竞争背景下与行业增速持平共享散改集红利，对应 2020-2022 年计费箱量增长 10%、10%、8%。

供给：基于第三章的分析，外贸集运景气度提升推升资产价格。2021 年内贸运力扩张难度较大，预计 2020-2022 年供给增长 7%、2%、6%。在行业进入有序竞争的基础上，2023 年后整体供需增速有望持平

图 69：内贸集运行业供需预测



资料来源：Wind，交通运输部，申万宏源研究

水运单箱毛利：基于供需以及竞争格局改善的估算，预计 2020-2022 年单箱毛利额为 245、270、300 元/TEU。同比提升 1%，10%，11%。

陆运单箱毛利：考虑 2020 年上半年陆运毛利率达到 7.9%，预计 2020-2022 年陆运单箱毛利额为 40、45、50 元/TEU。对应陆运毛利率 4.9%，5.4%，5.8%。基于 4.3 章对海丰国际陆运标的的分析，公司距离海丰国际 2016 年陆运毛利 17% 水平仍有一定距离，我们认为随着规模优势，陆运毛利有望维持稳定提升趋势。

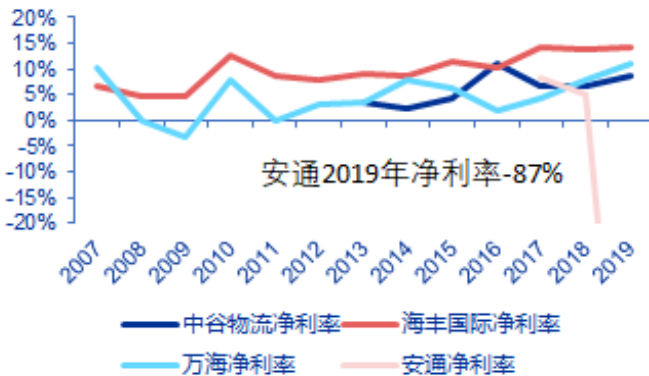
净利润率角度，海丰国际净利润率从 2008 年的 4.6% 稳步上升至 2019 年的 14.3% 水平，中谷物流净利润水平从 2013 年的 3% 左右提升至 2019 年的 8.7% 水平。随着规模优势以及行业竞争格局改善，谨慎估算，我们预计公司 2020-2024 年净利润缓慢上行至 12.1%。考虑到 2021 年全年供需改善有望超过 6%，实际运价及净利润上升幅度有超预期空间，不排除会出现 Q2 淡季不淡的可能。

表 10：核心假设汇总表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
总计费箱量 (万 TEU)	298	387	474	522	574	620	669	723
YoY	23%	30%	23%	10%	10%	8%	8%	8%
行业：内贸集装箱吞吐量 (万 TEU)	9,218	10,084	10,711	11,568	12,725	13,743	14,842	16,029
YoY	-3.61%	7.07%	16.29%	8%	10%	8%	8%	8%
水运单箱毛利额 (元/TEU)	251.98	191.52	241.64	245.00	270.00	300.00	320.00	340.00
YoY		-24%	26%	1%	10%	11%	7%	6%
水运业务毛利率	15.9%	11.8%	14.9%	16.3%	17.3%	18.2%	19.8%	20.4%
陆运单箱毛利额 (元/TEU)	24	20	24	40	45	50	55	60
YoY		-16%	17%	68%	13%	11%	10%	9%
陆运业务毛利率	3.6%	2.5%	3.0%	4.9%	5.4%	5.8%	6.2%	6.6%
净利率	6.7%	6.8%	8.7%	9.7%	10.2%	10.9%	11.5%	12.1%
归母净利润 (百万元)	377	551	858	1,010	1,219	1,477	1,703	1,962

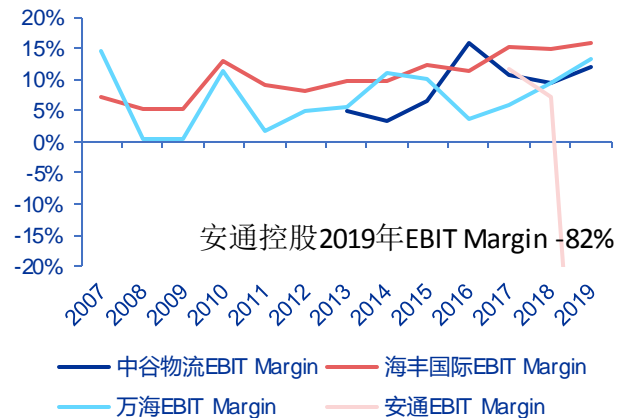
资料来源：Wind，交通运输部，申万宏源研究

图 70 : 净利率比较



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 71 : EBIT Margin 比较



资料来源：WIND，申万宏源研究

投资收益主要来源于公司理财产品收益。2017 年，处置长期股权投资产生的投资收益来源于“海澜中谷”船权益以零对价转让给海澜控股，不可持续。根据公司公告，向建设银行定期存款收益在 1.54-3.2%，根据历史数据，预测未来收益在 3%。理财产品收益高增长，主要来源于公司未来货币现金的增加。

表 11 : 中谷物流投资收益预测

单位：万元	2017	2018	2019	2020Q3	2020E	2021E	2022E
理财产品收益	3,155.4	4,046.0	6,161.5	5,551.3	9,362.9	13,778.5	17,319.8
增长率		28.2%	52.3%		52.0%	47.2%	25.7%
投资收益率		3.0%	3.5%		3.0%	3.0%	3.0%
权益法核算下投资收益	-348.9	-123.6	140.8				
处置长期股权投资产生的投资收益	3,915.2						
投资收益合计	6,721.7	3,922.4	6,302.3	5,551.3	9,362.9	13,778.5	17,319.8

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

其他收益主要来自港口补贴和“三代”退税。“三代”退税指“代扣代缴”“代收代缴”“委托代收”的税收退款，占比较低，取前一期金额。港口补贴主要与吞吐量相关。

表 12 : 其他收益拆分

	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
港口补贴	17,415	19,849	22,586	22,791	25,070	27,578	30,335	33,369
增长率		2.9%	127.0%	0.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
“三代”退税	8	27	66	66	66	66	66	66
合计	17,423	19,876	22,652	22,857	25,136	27,643	30,401	33,435

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

5.4 盈利预测及空间测算

基于上述分析，我们预计中谷物流 2020-2022 年归母净利润分别为 10.1 亿元、12.2 亿元和 14.8 亿元，对应 PE 16 倍，13 倍，11 倍。对标海丰国际按照 2020 年 24.3 倍 PE，或 2021 年 21.0 倍 PE，对应目标市值 245-256 亿，向上 54%-60%。首次覆盖，给予“买入”评级。

从相对估值角度看，我们认为海丰国际估值更有参考性。

(1) 专注经营区域间集装箱运输市场的中谷物流，海丰国际，物流属性高于航运的周期属性。因此参考 Bloomberg 一致预期，海丰国际 2020 年 PE24.3 倍，更接近于申万物流二级行业 TTM PE 为 23 倍。美森、万海除了经营美国内贸、亚洲区域间市场外，同时经营以亚欧、太平洋东西干线为主的的东西干线，航运周期属性较高，2020 年 PE 水平在 15.8-16 倍，低于纯区域间的海丰国际。

(2) 中远海控中国区域内贸航线收入仅占净利润的 12.6%，主要收入来源于国际干线，参考性较弱，因此未列入可比公司名单。安通控股近期无分析师覆盖无盈利预测，2019 年报净资产为负，PB 不具备参考性。从单位控制运力的市值角度，参照表 13 数据，安通控股为 112800 元/TEU，比中谷物流高 18.4%。

(3) 虽然公司当前净利润率低于海丰国际，但存在赶超空间。从收入增速，2017-2019 年公司仍在高增速阶段收入增速 37%、44%、23%，高于同期海丰国际 11%、7%、7% 的收入增速。虽然净利润率低于海丰，但高增速下应该给与一定溢价，因此海丰国际 PE 估值具有较强参考性。

中期来看，中谷物流控制运力是海丰国际的 1.3 倍，市值仅为海丰国际的 40%，从单位控制运力的市值角度，公司单位 TEU 市值为海丰国际的 29%，改善空间巨大。公司与海丰国际在成本管控能力上均处于行业领先水平，同处高增速亚洲区域间市场，并且内贸集中度高于海丰所在的亚洲区域间外贸市场，具备利润率追赶海丰国际的潜力。当前公司 2019 年净利率水平比海丰国际低 5.6%。我们盈利预测假设是在内贸竞争格局改善，行业仍然维持高于 GDP 增速 2% 以上水平的相对高增速背景下，我们认为用 5-10 年时间净利润率缓慢追上海丰国际 2019 年水平的谨慎估算。内贸集装箱运输兼顾成长和周期属性，考虑到 2021 年全年供需改善有望超过 6%，实际运价及净利润上升幅度有超预期空间，不排除会出现 Q2 淡季不淡的可能。

表 13 : 可比公司估值表 (2021/1/5)

证券代码	证券简称	市值 (亿元, 人民币)		PE				PB (LF)		参考依据
		2021-1-5	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E		
600179.SH	ST*安通	163	163	-	-	-	-	-	-	WIND
1308.HK	海丰国际	413	495	28.8	24.3	21.0	19.8	6.2	6.2	Bloomberg
2615.TW	万海	280	1,211	33.9	17.1	14.4	-	3.3	3.3	Bloomberg
MATX.N	美森	158	24	29.7	15.9	17.0	15.8	2.7	2.7	Bloomberg
603565.SH	中谷物流	159	159	-	-	15.7	13.1	10.8	3.4	申万

证券代码	证券简称	收盘价 (元, 当地货币)		EPS				ROE		参考依据
		2021-1-5	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E		
600179.SH	ST*安通	3.7	-	-	-	-	-	-	-	WIND
1308.HK	海丰国际	18.5	0.64	0.76	0.88	0.93	21.49	25.61	25.61	Bloomberg
2615.TW	万海	54.6	1.61	3.19	3.78	-	-	-	-	Bloomberg
MATX.N	美森	56.7	1.91	3.56	3.33	3.58	10.60	16.40	16.40	Bloomberg
603565.SH	中谷物流	23.9	-	1.52	1.83	2.22	29.01	20.00	20.00	申万

资料来源：WIND，Bloomberg,申万宏源研究（海丰国际、万海、美森盈利预测取自 Bloomberg 一致预期）

表 14 : 运力单箱市值比较 (2021/1/5)

证券代码	证券简称	总运力 (TEU)	市值 (亿元, 人民币)		运力单箱市值(元/TEU)
			2021-1-5	2021-1-5	
600179.SH	ST*安通	144,316	163	163	112,800
1308.HK	海丰国际	126,707	413	413	325,759
2615.TW	万海	312,605	280	280	89,493
MATX.N	美森	65,572	158	158	240,857
603565.SH	中谷物流	167,405	159	159	95,258

资料来源：Alphaliner2020 年 12 月，WIND，Bloomberg,申万宏源研究

图 72：申万物流行业市盈率 23 倍左右（TTM）



资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

（1）内贸集运竞争格局恶化，对应第四部分逻辑被证伪。股权质押危机后，安通控股 2019-2020 年份额有一些流失。重整完毕后，安通控股是否会急于抢回流失份额，还是优先与战略投资方招商港口深度整合仍有待观察

（2）内贸集装箱吞吐量不达预期，对应第二章逻辑被证伪。内贸集装箱的需求驱动包括（1）消费驱动的制成品，（2）城市化以及投资驱动的大宗原材料外，（3）集装箱多式联运渗透率进一步提升，进一步取代长距离下的公路、铁路散装运输。如果国内经济增速低于预期，城镇化速度减缓，有需求不及预期可能。

（3）中谷物流对市场预判失误，运力扩张时机错误。2013 年部分内贸集装箱班轮公司破产的原因在于对 2009-2010 年对船价走势判断错误，抄底买船后资产价格进一步下跌，失去成本优势。如果中谷物流对市场误判，在资产价格高位大幅扩张运力，有成本优势丢失的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,078	9,900	10,482	12,002	13,559
营业收入	8,078	9,900	10,482	12,002	13,559
营业总成本	7,578	9,038	9,480	10,804	12,088
营业成本	7,306	8,695	9,085	10,299	11,501
税金及附加	8	12	12	14	16
销售费用	17	21	23	26	29
管理费用	116	126	134	153	173
研发费用	14	10	11	13	14
财务费用	116	173	215	298	355
其他收益	199	227	229	251	276
投资收益	39	63	94	138	173
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	738	1,152	1,325	1,587	1,920
营业外收支	0	-3	-3	-3	-3
利润总额	738	1,150	1,322	1,584	1,918
所得税	185	288	307	362	436
净利润	553	862	1,015	1,223	1,482
少数股东损益	1	4	4	4	4
归母净利润	551	858	1,010	1,219	1,477

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

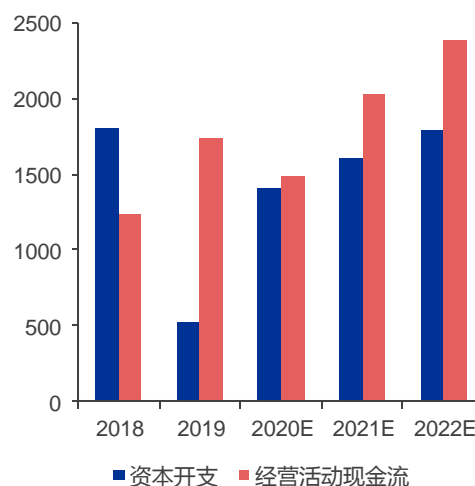
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	553	862	1,015	1,223	1,482
加：折旧摊销减值	199	279	347	425	515
财务费用	118	175	215	298	355
非经营损失	47	122	-94	-138	-173
营运资本变动	318	296	5	214	201
其它	0	1	0	0	0
经营活动现金流	1,234	1,736	1,489	2,022	2,380
资本开支	1,807	522	1,405	1,605	1,785
其它投资现金流	149	62	-306	128	163
投资活动现金流	-1,659	-460	-1,711	-1,477	-1,622
吸收投资	13	2	1,479	0	0
负债净变化	480	256	1,018	1,526	1,361
支付股利、利息	104	151	515	804	1,025
其它融资现金流	122	-586	-83	0	0
融资活动现金流	510	-478	1,899	722	336
净现金流	85	798	1,676	1,267	1,093

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,455	3,374	5,132	6,455	7,614
现金及等价物	1,479	2,283	3,959	5,227	6,320
应收款项	514	622	713	763	829
存货净额	73	75	65	71	70
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	389	395	395	395	395
长期投资	38	40	440	450	460

资本开支与经营活动现金流



固定资产	3,903	4,676	5,733	6,913	8,183
无形资产及其他资产	275	222	222	222	222
资产总计	6,672	8,312	11,527	14,041	16,479
流动负债	2,386	2,573	2,351	2,886	3,405
短期借款	569	482	174	439	691
应付款项	1,693	1,931	2,017	2,287	2,554
其它流动负债	125	160	160	160	160
非流动负债	2,077	2,767	4,093	5,354	6,462
负债合计	4,463	5,340	6,444	8,240	9,867
股本	600	600	667	667	667
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	720	720	2,050	2,050	2,050
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	127	186	257	342	445
未分配利润	752	1,449	2,089	2,717	3,421
少数股东权益	10	16	20	25	29
股东权益	2,208	2,972	5,083	5,801	6,612
负债和股东权益合计	6,672	8,312	11,527	14,041	16,479

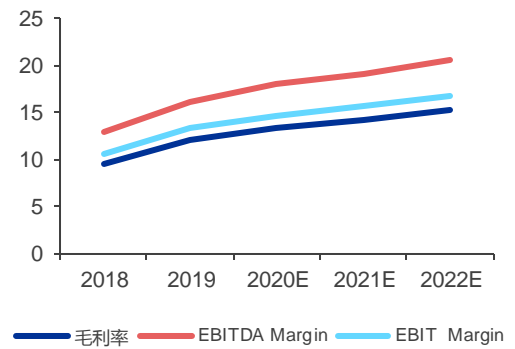
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

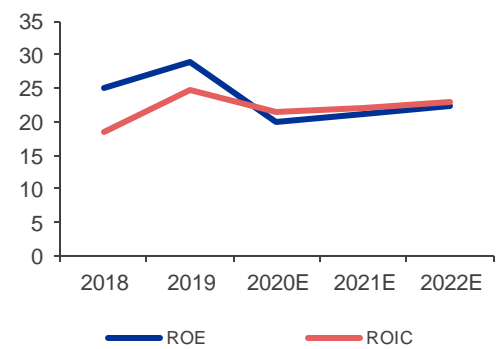
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.83	1.29	1.52	1.83	2.22
每股经营现金流	1.85	2.60	2.23	3.03	3.57
每股红利	0.15	0.30	0.45	0.76	1.01
每股净资产	3.30	4.43	7.59	8.66	9.87
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	18.6	24.7	21.4	22.2	22.9
ROE	25.1	29.0	20.0	21.1	22.4
毛利率	9.6	12.2	13.3	14.2	15.2
EBITDA Margin	13.0	16.2	18.0	19.2	20.6
EBIT Margin	10.6	13.4	14.7	15.7	16.8
营业总收入同比增长	44.2	22.6	5.9	14.5	13.0
归母净利润同比增长	46.0	55.6	17.8	20.6	21.2
资产负债率	66.9	64.2	55.9	58.7	59.9
净资产周转率	3.67	3.35	2.07	2.08	2.06
总资产周转率	1.21	1.19	0.91	0.85	0.82
有效税率	26.5	26.5	25.0	25.0	25.0
股息率	0.6	1.3	1.9	3.2	4.2
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	28.7	18.4	15.6	13.0	10.7
P/B	7.2	5.4	3.1	2.7	2.4
EV/Sale	2.1	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	16.2	10.5	8.6	7.1	6.0
股本	600	600	667	667	667

资料来源：wind，申万宏源研究

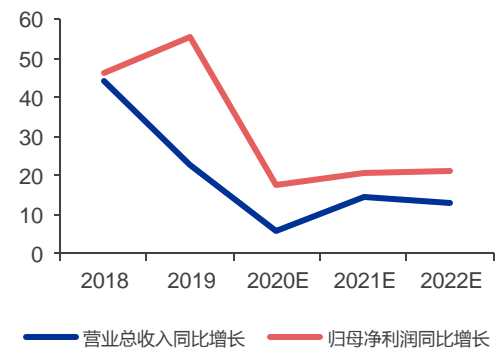
经营利润率(%)



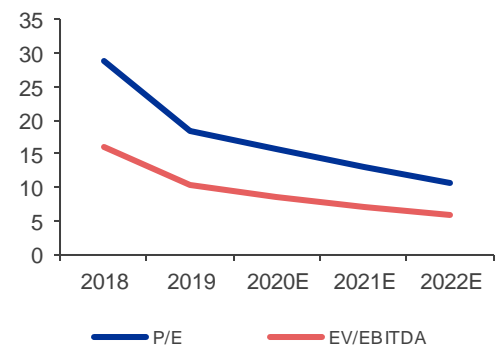
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。