

## 传化股份 (002010.SZ)

## 物流行业

评级：买入 首次评级

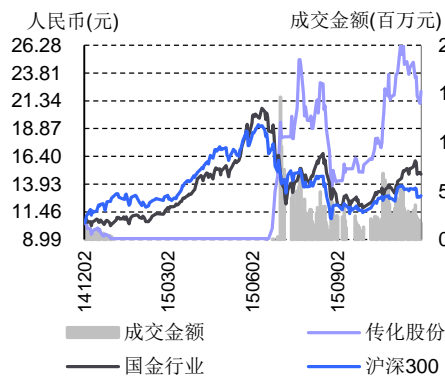
公司研究

市场价格 (人民币): 22.20 元  
 目标价格 (人民币): 25.00-27.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	412.83
总市值(百万元)	62,401.10
年内股价最高最低(元)	26.28/8.99
沪深 300 指数	3591.70
深证成指	12081.17



## 枢纽公路港+物流大平台，打造智慧物流巨头

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.354	0.435	0.129	0.035	0.170
每股净资产(元)	3.61	3.78	1.56	1.55	1.67
每股经营性现金流(元)	-0.42	0.69	0.14	0.21	0.31
市盈率(倍)	28.06	20.84	181.49	666.54	137.29
行业优化市盈率(倍)	25.48	28.80	44.46	44.46	44.46
净利润增长率(%)	11.83%	22.97%	70.68%	-72.77%	385.50%
净资产收益率(%)	9.81%	11.52%	8.26%	2.27%	10.23%
总股本(百万股)	487.98	487.98	2,810.86	2,810.86	2,810.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **注入集团资产，物流业务打开成长空间：**化工业务经营稳健，多年来收入增速和毛利率比较稳定。保守估计，预计 2015-2017 年收入增速为 10.6%、12.2%、12.7%，净利润增速为 6%、12%、13%。公司以 8.61 元/股，向传化集团等定增约 23.2 亿股，收购其持有的传化物流 100% 股权，作价 200 亿元。并以 9.85 元/股，向人寿资产等定增约 4.6 亿股，募集资金 45 亿元。
- **万亿级的公路物流行业，看好整合者传化股份：**公路运输费用的市场规模为 4.5 万亿，而排名前四位的第三方物流公司，所占物流市场份额不足 2%。我国的物流费用占 GDP 比率为 16.6%，接近美国的 2 倍，“小、散、乱、差”问题突出，空载率高。在此背景下，集约化和信息化是发展方向，货运 O2O 受到一级市场热捧。我们认为，由于公路货运行业标准化程度低，信用机制不完善，O2O 的线下能力非常重要。看好行业整合者传化股份，如能做到 1% 份额，净利率按 5% 算，利润都能达到 22 亿。
- **公路港为体，构建系统，10 枢纽+160 基地全国布局：**公路港的目标是构建基础系统，再培育出车货匹配等产品，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑。预计 2022 年形成 10 枢纽+160 基地的全国网络，整合行业，目前公路港已有 6 个全面运营，15 个在建，80 个城市签约落地。
- **O2O 物流网络平台为翼，打造智慧物流：**易配货、易货嘀、运宝网三大线上平台，实现干线配货、同城运输、物流企业与货主企业连通等交易场景全覆盖，形成智慧物流生态圈。未来公路港运营及配套服务收入有望突破 100 亿，会员收入有望达到 11 亿元，物流交易的抽佣收入有望达到 50 亿，物流金融服务将有支付服务、信用服务、委托代理和资产管理四大板块，更具想象空间。

## 投资建议

- 公司作为行业整合者，积极建设公路物流智能平台，我们看好公司线下公路港实体网络+线上互联网物流平台的模式。

## 估值

- 预计公司 15-17 年的 EPS 为 0.13 元、0.04 元、0.17 元，目前处于投入期，考虑到公司独特有效的模式和行业整合的前景，给予买入评级。

## 风险

- 公路港建设与盈利不达预期，互联网物流平台推广和盈利不达预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038274  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 内容目录

注入集团资产，布局公路物流 .....	4
传化股份是集团的上市平台 .....	4
公司的业务重心从化工转向物流 .....	4
传统化工经营稳健，物流业务打开成长空间 .....	5
化工业务业绩稳步增长，毛利率保持稳定 .....	5
物流业务打开成长空间 .....	6
万亿级的公路物流行业，看好整合者传化股份 .....	6
成本高企效率低下，物流升级的整合空间广阔 .....	6
集约化与信息化是发展方向 .....	8
货运 O2O 受一级市场热捧 .....	9
标准化和信用机制是拦路虎，线下能力不可或缺 .....	10
传化物流打造独特而有效的业务模式，物流+互联网+金融 .....	12
公路港网络为体：不停留于产品，而是构建系统 .....	13
引领平台经营模式，构建物流生态系统 .....	13
业务模式：基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑 .....	14
盈利模式清晰，物流大数据将产生更多盈利点 .....	15
复制模式，未来完成 10 枢纽+160 基地的全国布局 .....	17
O2O 物流网络平台为翼，打造智慧物流 .....	18
三大线上平台，实现交易场景全覆盖，园区通突围信息孤岛 .....	18
以实体公路港为基础，实现线上与线下联动 .....	19
物流金融服务是未来增长点 .....	22
盈利预测与估值 .....	23
假设化工业务继续稳健增长 .....	23
假设物流业务明年加大投入，2017 年开始快速增长 .....	23
估值 .....	24
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：交易完成后的传化股份股权结构 .....	4
图表 2：传化股份收入增长较稳定（百万元） .....	5
图表 3：传化股份归母净利润增长较稳定（百万元） .....	5
图表 4：传化股份收入构成较稳定 .....	5
图表 5：传化股份主营业务毛利率保持稳定（%） .....	5
图表 6：民用载货汽车拥有量达到 2125 万辆 .....	6
图表 7：公路货运量占比维持在 80%左右 .....	6
图表 8：物流总费用复合增速为 12.4%（2001-2014） .....	7
图表 9：物流总费用构成（2014） .....	7

图表 10: 中国的物流总费用占 GDP 比率有所下降 (%) .....	7
图表 11: 中国的物流总费用占 GDP 比率明显偏高 (2014) .....	7
图表 12: 国内卡车空载率高达 40%.....	8
图表 13: 国内车辆停车配货的间隔时间平均 72 小时 .....	8
图表 14: 滴滴与“货运版滴滴”的异同 .....	9
图表 15: 2015 年融资超过 1 亿元人民币的车货匹配案例 .....	10
图表 16: 货运市场熟关系到生关系有待进化 .....	11
图表 17: 传化物流总体业务形态 .....	12
图表 18: 传化物流“公路港物流服务平台”发展历程图 .....	13
图表 19: 传化公路港基础性功能区域介绍 .....	14
图表 20: 业务模式的三大支撑 .....	15
图表 21: 公路港投资及配套服务的收入结构 (万元) .....	16
图表 22: 未来将形成的盈利结构 .....	17
图表 23: 公路港将形成全国网络 .....	17
图表 24: 三大线上平台实现交易场景全覆盖 .....	19
图表 25: 线下公路港实体网络与线上互联网物流平台紧密结合 .....	20
图表 26: 线下与线上联动案例: 2015 年 1-7 月成都公路港主要营销成果 .....	20
图表 27: 公路港已服务的个体货运车辆 .....	21
图表 28: 易配货司机会员数 .....	21
图表 29: 易货嘀司机会员数 .....	21
图表 30: 运宝网交易额 .....	21
图表 31: 线上平台收入预测 .....	23
图表 32: 盈利预测, 预计物流业务 2017 年开始快速增长 .....	24

## 注入集团资产，布局公路物流

### 传化股份是集团的上市平台

- 传化集团是创建于 1986 年的多元化民营企业,致力于化工、物流、农业、科技城、投资等领域，位列“中国企业 500 强”。集团资源丰富。

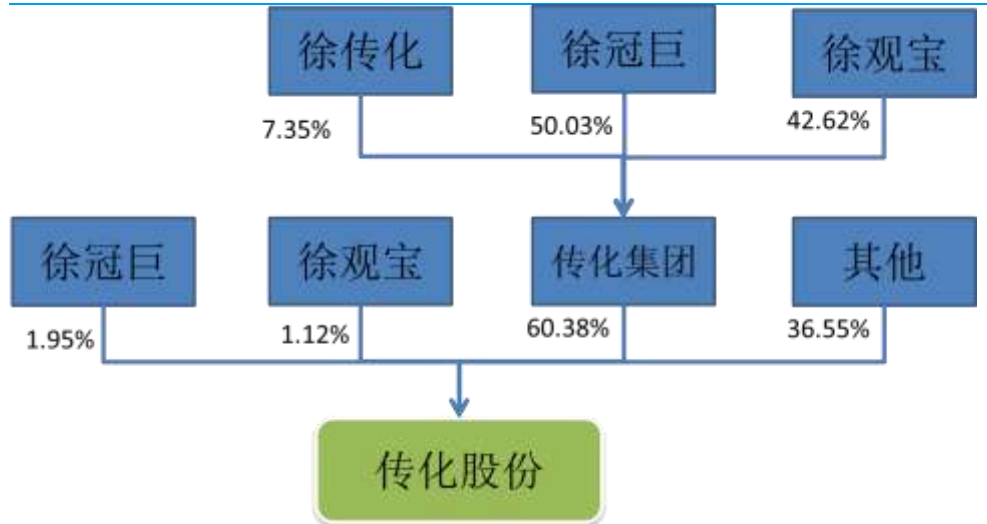
传化农业是国家重点高新技术企业、国家星火计划龙头创新企业。以杭州萧山国家农业高科技园区为依托，业务范围涵盖现代设施农业系统集成服务、种子种苗、农产品流通、室内园艺工程等领域。

传化控股专注于投资业务，依托于多元化的产业布局和雄厚实力，开展股权投资基金和自有资金直接投资业务。

- 传化股份是国内系列最全、品种最多、规模最大的专用化学品系统集成商之一，是集团的上市平台，受到集团的资源支持。此次集团的物流资产注入公司，标的资产作价 200 亿元。

公司拟以发行股份的方式收购传化集团等持有的传化物流 100% 股权，同时向 10 名特定投资者发行股份募集配套资金。交易完成后，传化集团持有上市公司 60.38% 股权，仍为控股股东，徐冠巨、徐观宝、徐传化先生三人直接或间接持有上市公司 65.95% 股权，仍为实际控制人。

图表 1：交易完成后的传化股份股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 公司的业务重心从化工转向物流

- 传化集团主要业务平台包括传化化工、传化物流、传化农业、传化控股等。资产注入后，上市公司的业务重心从化工转向传化物流。

- 传化化工是中国系列最全、品种最多、规模最大的专用化学品系统集成商之一，主营业务包括印染助剂及染料，皮革化纤油剂，和顺丁橡胶等。现有“传化股份”（002010）和“新安股份”（600596）两家上市公司、六家国家高新技术企业，应用领域涉及纺织印染、造纸、塑料、皮革、水处理、新能源等。
- 传化物流首创公路港模式，致力于打造“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态，。线下构建以“实体公路港”为核心的公路港实体网络，线上打造以“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台，以系统性解决中国公路物流短板问题，提升公路物流效率，降低公路物流成本。

传化物流首创的“公路港”模式受到政策鼓励支持，2013 年国家五部委发文推广公路港物流经验，2015 年被列入现代物流重大工程重点项目。

## 传统化工经营稳健，物流业务打开成长空间

### 化工业务业绩稳步增长，毛利率保持稳定

- 化工业务主要为专用化学品的研发、生产和销售，主要产品包含印染助剂及燃料、皮革化纤油剂、涂料及建筑化学品、顺丁橡胶等。
- 总体上化工业务经营状况良好，业务规模继续保持增长。营业收入仅2009年和今年出现小幅下滑。归母净利润增长较稳定，2015Q3利润大幅增长主要来自处置子公司部分股权产生的投资收益，投资收益约1.55亿元，去年同期仅900万元。

图表 2：传化股份收入增长较稳定（百万元）



图表 3：传化股份归母净利润增长较稳定（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 化工业务收入主要来自印染助剂及染料，皮革化纤油剂。去年两者收入合计占比约80%，毛利率多年来比较稳定。
- 毛利率保持稳定源自公司产品的竞争力。公司印染助剂产品线丰富，品种齐全，产销量和市场占有率较高。皮革及化纤油剂主要为DTY油剂，质量稳定性性价比高，在中、高档客户中占有率较高。2014年初，公司完成对天松新材料及传化涂料收购，增加了聚酯树脂和工业涂料等新的产品，努力成为国内产品系列最齐全的专用化学品系统集成商。

图表 4：传化股份收入构成较稳定



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：传化股份主营业务毛利率保持稳定 (%)



来源：wind，国金证券研究所

### 物流业务打开成长空间

- 物流大发展方兴未艾，注入的传化物流，是一家集物流基础设施服务和互联网物流服务于一体大型公路物流平台运营商，战略目标是构建“中国公路物流网络运营系统”，空间广阔。

传化物流线下构建以“实体公路港”为核心的物流基础设施网络，线上打造以“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台，通过线下与线上融合联动的运营方式，为货主企业、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，形成“高效的货物调度平台”、“优质的货运生活服务圈”以及“可靠的物流诚信运营体系”。目前已发展为国内最大的公路物流 O2O 生态，未来沉淀的物流大数据，以及进入到物流金融服务领域，将为公司创造新的盈利模式，公路物流的各个场景将在公司的平台上连通，形成闭环。

### 万亿级的公路物流行业，看好整合者传化股份

#### 成本高企效率低下，物流升级的整合空间广阔

- 公路物流市场大，拥有万亿级的市场容量。

2001-2014 年，民用载货汽车拥有量复合增速为 7.6%，社会物流总费用复合增速为 12.4%，增速更快。伴随着经济增长，公路物流的市场规模也随之剧增，从公路运输费用、物流装备和司机生活消费分别来看，均能达到万亿规模。

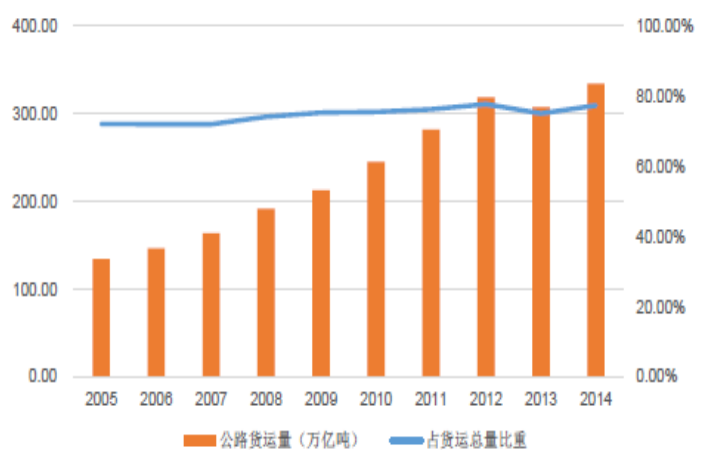
- 从社会物流总费用来看。2014 年我国社会物流总费用 10.6 万亿。其中运输费用占比 53%，保管费用占比 35%，管理费用占比 12%。公路物流在运输体系中占据重要地位，公路货运量占货运总量的比重多年来稳定在 80%左右，假设公路货运费用占总费用的比重也约为 80%，那么公路运输费用的市场规模为 4.5 万亿。
- 从物流装备市场来看。2014 年全国民用载货汽车的保有量约 2125 万辆，物流装备包括卡车、配件装备、汽修等，按每辆卡车每年消费 8 万元计算，市场规模约 1.7 万亿/年。
- 从司机的生活消费市场来看。2014 年全国民用载货汽车的保有量约 2125 万辆，假设卡车与司机比为 1:1.5，那么全国卡车司机超过 3000 万人。如果每位司机一年的生活消费在 4 万左右，市场规模就有约 1.2 万亿。

图表 6：民用载货汽车拥有量达到 2125 万辆



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：公路货运量占比维持在 80%左右



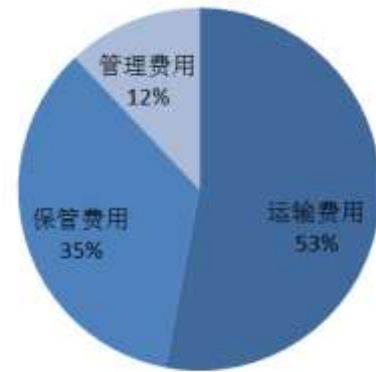
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：物流总费用复合增速为 12.4% (2001-2014)



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：物流总费用构成 (2014)



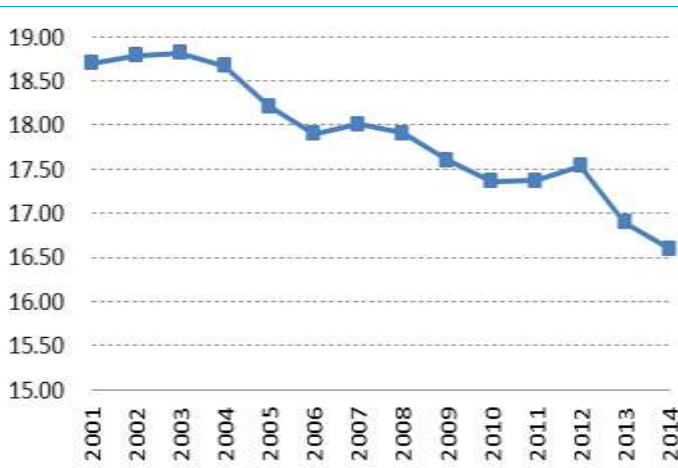
来源：wind，国金证券研究所

- 与公路物流行业的万亿规模相伴的却是，国内物流成本高企，物流费用占 GDP 比率有所降低，但依然远远高于发达国家，甚至高于全球平均水平。

我国的物流费用占 GDP 比率从 2001 年的 18.7% 下降到 2014 年的 16.6%，虽然物流总费用一直在增长，该比率却总体呈现下降趋势。这表明，随着经济发展，物流行业的效率是有所提高的。特别是 2013 年，2014 年，下降的比较快，说明物流正在谋求升级。

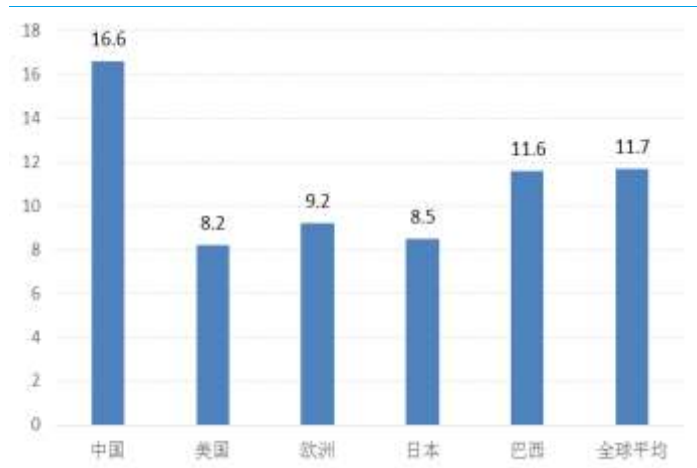
但是，我国的物流费用占 GDP 比率，依然远远高于全球平均水平 11.7%，接近美国的 2 倍，甚至高于巴西这样的发展中国家 (11.6%)。

图表 10：中国的物流总费用占 GDP 比率有所下降 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：中国的物流总费用占 GDP 比率明显偏高 (2014)



来源：wind，国金证券研究所

- 物流效率低下，存在“小、散、乱、差”的问题，空载率高，车货匹配信息不对称。要有效的解决这些根源问题，集约化和信息化是发展方向。

- 物流效率低下，主要源自行业内“小、散、乱、差”的问题。

(1) 小：经营主体规模小、数量多。全国公路物流企业有 750 多万户，平均每户仅拥有货车 1.5 辆。(2) 散：产业的组织化水平很低。90% 以上的运力掌握在个体运营司机手中，行业集中度仅为 1.2% 左右。(3)

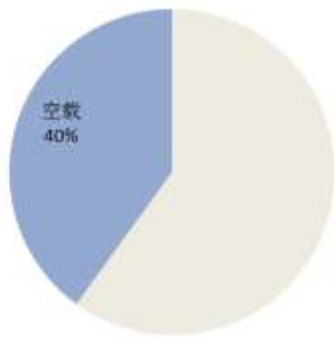
乱：市场秩序较乱，竞争行为不规范，诚信体系缺失，“骗货”事件时有发生。(4) 差：服务质量差，经营效益差。

- 由于信息不对称，相比发达国家，国内货运车辆空载率与超载率双高的特征比较明显。

根据中国道路运输协会对 70 万家货运企业的调查显示，中国卡车的空载率高达 40%，车辆停配货的间隔时间平均长达 72 小时（传化物流公路港的数据，其车辆配货休息时间仅为 23 小时，可见车货匹配，能节省时间的空间有多大）。个体司机难以及时全面的了解货源信息，货主也难及时灵活的找到靠谱又条件优惠的司机，造成了高昂的车货匹配的时间成本，更损失了物流效率，影响货物周转。

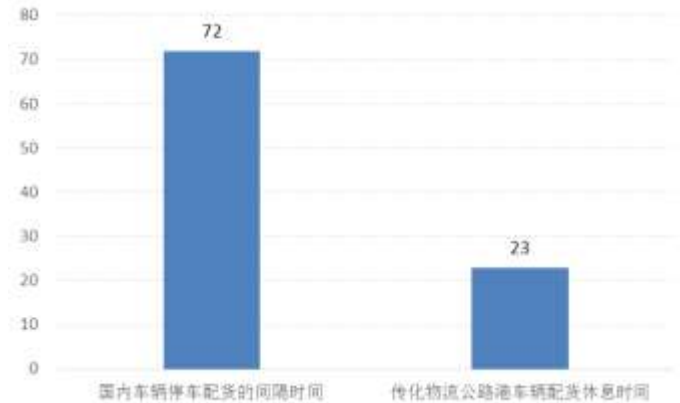
- 相比航空和铁路注重建设网络和节点，公路运输缺乏功能完备的节点。司机在运输过程中的生活、运输等配套需求无法得到有效满足，生存质量较低。

图表 12：国内卡车空载率高达 40%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：国内车辆停车配货的间隔时间平均 72 小时



来源：公司公告，国金证券研究所

### 集约化与信息化是发展方向

- 集约化与信息化直指公路物流的症结。
  - 行业加快转型升级势在必行。

据中物联统计，物流业结束了过去十多年 20% 以上的高速增长，增长速度逐步放缓到 9% 左右。我们判断，未来物流业将进入温和增长阶段，高速增长下长期掩盖的问题开始浮现，必须有效转型。

如何转型？2014 年，国务院印发了《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，规划提出，到 2020 年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，提高经济整体运行效率和效益。

我们认为，物流业的核心价值在于整合，以平台整合为突破口，是逐步完善物流网络的有效途径。物流集中度低，对于传统上较为分散的公路货运、物流园区、国际货代等领域，通过平台整合分散资源，推进实体基地平台的全国布局，加快模式连锁复制，能形成集约化的竞争优势。

- 集约化能有力解决“小、散、乱、差”等问题。



国内个体货运司机与车辆闲散于各地，缺乏统一管理，无论是信息的交流还是交易的洽谈，都存在诸多不便，自然容易引发各种问题。

如果有功能齐备的公路运输枢纽网络，为广大物流企业和个体货运司机及车辆提供集货、仓储、配货的平台，并为其提供相应的商务、生活及运输配套服务。个体货运司机和车辆会很乐意驻留在公路运输枢纽，逐步成为平台的一份子，有效提高信息交流和运力匹配的效率。

■ 信息化能有效解决信息不对称，并促进形成信用机制。

统一且规模化的信息化服务平台，能有效实现对货源及运力信息的及时集聚与高效匹配，既而解决两者间信息不对称的问题。“找车难”及“找货难”并存的局面就能得以破解。

行业缺少信用机制，信息化的记录能促进机制形成。业内尚未形成对各物流主体的资质、信用情况的准确记录与有效利用，因此货物丢失现象时有发生，并无法进行事后追责，货主利益难以得到有效保障。

总体来看，信息化能带来几大进步：(1) 借助移动互联网提高供需信息匹配的效率。(2) 绕过信息“黄牛”从而降低了司机的成本。(3) 提前定好返程运输的货物，因此降低了货车空驶率、也提高了司机的收入。(4) 通过软件的司机评价体系，促进形成完善的信用保障机制。

**货运 O2O 受一级市场热捧**

■ 从优步和滴滴打车说起。成长为百亿美元公司用了几年？3-4 年！

Uber 公司 2010 年成立于旧金山，2014 年估值已快速膨胀到 400 亿美元，成为美国最大的科技初创公司。Uber 正计划进行新一轮 10 亿美元的融资，估值将达到 600 亿至 700 亿美元。

2012 年，滴滴打车在北京中关村诞生。滴滴快的合并后，2015 年 9 月完成总计 30 亿美元的新一轮投资，估值估计高达 165 亿美元。

■ 有 Uber 和滴滴打车的成功先例，那么货运版滴滴在哪里？能有车客匹配，也能有车货匹配。

**图表 14：滴滴与“货运版滴滴”的异同**

	滴滴快的	货运版滴滴
<b>相同点</b>		
用户规模大	人人都有出行需求，国内移动出行用户规模已达 2.4 亿人。	2014 年民用载货汽车约 2125 万辆，估计卡车司机约 3000 万人。
移动互联网普及	智能手机普及率高	智能手机普及率高
要解决的痛点	司机想减少空载率。乘客想方便用车，不用找车，等车。	司机想减少货车空载率。货主想及时便捷联系到货车来拉货。
烧钱补贴培养用户习惯	司机有抢单奖励，乘客有红包补贴。	大多数推广会采用补贴。
<b>不同点</b>		
标准化程度	很高。乘客的需求是 A 地到 B 地，仅是人的位移，对车要求不太多。收费按里程算即可。	较低。货车车型繁多，而货主需要根据货物选车。载重量、装卸服务、收费等也标准不一。
信任机制	较高。与不使用打车软件，路边拦车差不多。	较低。主要由于货物金额较大，运输时间较长，难以监督，不可控因素多。一般依托于熟关系。
市场格局	滴滴快的独大，Uber，神州，易到为寡头。	车货匹配 APP 有 200 多家，战国时代诸侯纷争。

来源：国金证券研究所

- 2015 年，物流行业的一级市场投资风生水起，尤其是好几家车货匹配企业的融资金额均达到数亿元，车货匹配炙手可热。
  - 据统计，2015 年上半年部分重要的物流投资案例，20 个案例中主攻车货匹配的就有 11 个。融资金额超过 1 亿元人民币的有 9 个，其中主攻车货匹配的就有 4 个。

图表 15: 2015 年融资超过 1 亿元人民币的车货匹配案例

序号	时间	企业名称	主要业务	融资金额	轮次
1	2015年5月	罗计物流	物流移动信息O2O平台，提供物流查询、物流专线信息发布等服务。	1.26亿美元	B
2	2015年5月	运满满	线上平台，为车找货（配货）、货找车（托运）提供全面的信息及交易服务。	数亿元人民币	B
3	2015年5月	货车帮	有地推团队，“物流QQ”针对货主端，“货车帮”针对司机端，包括保险，维修等。	数亿元人民币	A
4	2015年5月	汇通天下	货运互联网平台G7。“货运人”，货运领域的朋友圈。	3000万美元	C
5	2015年8月	蓝犀牛	通过加盟的方式，整合社会上的车辆及司机资源来实现同城间的配送。	2500万美元	B

来源：亿欧网，国金证券研究所

- 国内已经有超过 200 多个车货匹配类 APP，主要分为 2 类，纯平台模式和线上结合线下模式。
  - 纯平台模式主打线上。大多数是通过定位工具集聚海量车源，给物流企业、制造企业客户找车，个体业主找货，主要发布信息，撮合匹配，平台自身并不参与物流的实际运营。但多数都会重视地推，进入物流园等实地，以活动、补贴的方式推广平台网页端或移动端。代表有罗计物流，运满满等，以做信息平台为主，计费标准也由货主与车主商议价格。
  - 线上结合线下模式，是除了线上平台，还会建立实体的服务节点，整合当地分散的车源与货源，形成网络布局，对车源货源信息进行有效验证并统一管理，在此基础上支撑线上业务。代表有传化物流，卡行天下，美国罗宾逊等。

### 标准化和信用机制是拦路虎，线下能力不可或缺

- 目前车货匹配标准化程度急待提高。
  - 货车车型急待标准化。要推动传统货运的标准化转型，车型标准化是突破口。

资料显示，欧美发达国家货运车型只有 30 多种，而我国货运车型却高达 2 万多种，车型标准化率不足 50%。导致的结果是：（1）制约先进模式的推广应用，提高了物流成本。大量货运车辆与其他运输工具不能高效换装转运，因此制约了甩挂运输、多式联运等先进组织模式的应用。（2）影响与国际物流的接轨。国内货运车型标准与欧洲等地区国家的标准存在明显差异，国外普遍使用的双挂汽车列车在我国被禁止上路运行，国内外货运车辆难以互通有无，影响物流交流与发展。
  - 服务项目标准化程度低。货运 O2O 是车与货的匹配，要难于滴滴打车的车与客的匹配。（1）货物类型、货车类型、载重量、装卸服务、收

费标准和结款方式等都是非标准化的，货运市场上一天几个价的事情也很常见，很多细节需要货主与司机私下进行商谈。(2) 货物运输过程中变数大，不可控因素多。路途中可能出现飞货、货损、司机中途捡货等情况，难以完全监督和避免。

因此货运信息目前难以在信息平台上统一管理，而滴滴打车只要用户输入出发点和终点即可，需求简单明了。

■ 信用机制尚未完善，熟关系到生关系有待进化。

国内没有完善的信用体系，也缺少有效的信息披露、共享与奖惩机制，监督缺位，失信成本低。一直以来，国内物流市场屡屡发生货运诈骗事件，例如物流公司在经营中遇到“黑车”的，还有货车驾驶员上当受骗等。

因此货运市场上的交易主要还是依赖熟人关系，陌生交易只是冰山一角，占比小，而且也多基于熟关系互相再介绍。货运公司为取得相对稳定的运力供应，会深化与司机的关系。而司机想减少空载率，多有活干，也倾向于固定一批熟货源。

图表 16：货运市场熟关系到生关系有待进化



来源：运联传媒，国金证券研究所

■ 要克服标准化和信用机制不完善的难题，线下能力不可或缺。

需求信息的发布与洽谈，车源与货源的真实性与可靠性需要检验，评价与信用体系也要从熟关系开始推广，显然，线下的物流运营管理是必不可少的。事实上，即使主打纯平台模式的车货匹配企业，也相当依靠地推。例如罗计物流，现在拥有 100 多万用户，覆盖 30 多个城市，今年完成了 1.26 亿美元的 B 轮融资，当初是如何打开市场的了？

平台推广还是要从实地场景突破。在软件上线前，罗计的团队走访了全国 17 个物流园区，和司机交谈，与货主聊天，和园区建立了良好关系，为今后的平台推广打下了基础。

而且线上信息化服务平台同质化竞争严重，线下的基础设施服务平台会更具竞争力。

■ 目前，线上的信息平台可以分为信息门户网站、运力交易平台、车辆调度平台、整合服务平台等，但在各自细分市场内存在线上功能设置重叠，模式可迅速复制等问题，因此同质化加剧。

- 线下的基础设施服务平台，能为货主、物流企业、个体货运司机等提供仓储、运输、信息、汽配、生活配套等多样化的货运及增值服务，客户的忠诚度更高，客户基础更好，也能极大比率的转化到线上。

**传化物流打造独特而有效的业务模式，物流+互联网+金融**

- 传化物流是国内领先的公路物流行业平台运营商，致力于打造“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态。模式的独特和有效，是我们看好传化的原因，在万亿市场空间的公路货运领域，其必将据有一席之地，并具备领袖的特质。

图表 17：传化物流总体业务形态



来源：公司公告，国金证券研究所

- 传化物流采用的模式不但独特，而且覆盖范围广，形成闭环的系统，目前业内尚未有完全一致的形态。
  - (1) 在服务主体上，覆盖公路物流三大主体（货主、物流企业、司机）；
  - (2) 在业务范围上，涵盖从上游货主企业到下游收货方的全链条业务，包括货主企业与物流企业的物流交易业务，物流企业与司机的长途配货交易业务，“最前一公里”与“最后一公里”同城配送业务以及围绕三大主体的金融服务等。
- 模式能有效解决公路物流的症结问题。线上与线下相结合，提升公路物流效率，降低公路物流成本。
 

通过线下“公路港实体网络”，整合分散的车货资源，把众多的第三方物流企业集聚到一起，在公路港内进行集约化管理。对车源与货源信息能真实可靠的把握，并转化到线上。

通过线上“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的“互联网物流平台”，实现信息化，致力于满足各物流主体的发货、配货、消费、支付、金融等多样化需求。

## 公路港网络为体：不停留于产品，而是构建系统

### 引领平台经营模式，构建物流生态系统

- 针对公路物流的现状和症结，传化物流是国内最早采用平台经营模式，提出系统解决方案的企业之一。传化在 2003 年建成杭州公路港，在全国首创“公路港物流服务平台”模式，实现“物流+信息化”的创新，目前已运营 6 大实体公路港，分别是杭州、成都、无锡、苏州、富阳和孝感公路港。
- 传化物流首创的“公路港”模式受到政策鼓励支持，2013 年国家五部委发文推广公路港物流经验，2015 年被列入现代物流重大工程重点项目。

图表 18：传化物流“公路港物流服务平台”发展历程图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 传化的公路物流不是传统的物流园，也不仅是停留在车货匹配的产品上，而是构建系统。传化的公路港体系，是一个可以让货车司机，货车和区域生产物资共享的“第四方物流”平台，物流生态系统在初步成型中。

- 以前国内也有不少物流园区，有的地区甚至出现明显过剩和亏损经营的情况，传化的公路港有何不同？

不同之处在于以前大多数的物流园只是将眼光盯在物流上，而忽视了信息流。不少物流园区只是堆放物资的场所，就像血管内的血脂沉淀造成血管堵塞，没有真正流动起来，物流的落后消耗了经济体能。国外成熟的物流园远比国内先进，基本实现了信息化，有公路水路铁路和技术设施，将各个物流公司和工业企业的关系打通，能承担起区域发展。可以说，没有信息化，物流园就是在沉睡。

传化的物流+互联网+金融的模式，是将物流、信息流、资金流有效结合起来的模式。

- 车货匹配离不开线下支持，传化公路港的目标是构建基础系统。

公路物流的问题，不是简单的车货匹配就能解决。车货匹配中，由于货运的标准化程度低，信用机制不完善，交易需要场景和谈判，谈判需要谈判基础和信任度，光在平台上手一指是远远不够的。

司机群体两三千万，需要做生意和休息。公路港作为基础设施，能集聚起分散的车源和货源，这是搭建系统的基础。有了系统以后，才容

易培育出基于系统支持的产品（掌握了大量经过验证的真实可靠的一手车货信息，导入信息平台，车货匹配更加顺理成章）。现在的物流行业，清晰的商业模式，需要有核心系统的支持。

**业务模式：基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑**

- 实体公路港提供丰富的基础性功能服务，并根据具体情况加强延伸功能。

基础性功能服务包括信息交易中心、货运班车总站、智能车源中心、仓储配送中心、管理服务中心等基础性功能区域，分别提供信息交易、零担快运、停车、仓储配送、管理等服务，并通过配套服务中心提供生活配套、汽修汽配等服务。

延伸功能富有创新性。包括推动公路、铁路、水路联运业务开展的“公铁水联运中心”，加强物流与商贸业有效互动的“展示展销中心”等。

**图表 19：传化公路港基础性功能区域介绍**

基础性功能区域	具体功能
信息交易中心	信息交易服务。对来自货主、物流企业、个体货运车辆以及其他物流节点的信息资源进行整合处理，为物流供需双方提供便捷、安全、高效的交易通道。
仓储配送中心	仓储配送服务。主要为大中型物流企业、工商制造企业提供个性化的专业仓储服务，同时也可以满足商贸流通企业建立地区分拨中心的需要，为连锁企业，大型超市等客户提供城市配送服务。
货运班车总站	零担快运。通过信息化、组织化以及标准化的管理，满足省际小批量、多频次、快速度的零担物流需求。
管理服务中心	融合政府、中介和企业三者的服务功能，平台直接为物流企业提供财务、信息化、物业等服务。
配套服务中心	提供完备的餐饮、住宿、休闲娱乐等生活配套服务，并为个体货运车辆提供维修、检测、养护等服务。
智能车源中心	停车服务。采用信息化车辆管理系统为个体货运车辆提供停车服务。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 以实体公路港为基础，形成物流+互联网+金融的业务模式。

传化物流以“个体货运司机”、“物流企业”、“货主企业”三大公路物流主体为服务对象，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑，围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”构建自身业务产品线，形成“物流+互联网+金融”的商业模式。

- 业务产品线，是围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”做文章。

(1) 对个体货运司机，基本服务为提供长途及短途配货服务，降低空驶率。增值服务为提供住宿、汽修汽配等配套服务，以及支付、信用等金融服务。

(2) 对物流企业，基本服务为向其提供全国性运力采购、运输过程管控等服务。增值服务为提供信用、资管、委托代理等相关金融服务。

(3) 对货主企业，基本服务为提供供应链解决方案、运力采购等服务，降低其整体物流成本。增值服务为提供基于货权监管的供应链金融服务。

- 基础设施网络、诚信体系、整合与标准化构成业务模式的三大基础支撑。

图表 20：业务模式的三大支撑



来源：公司公告，国金证券研究所

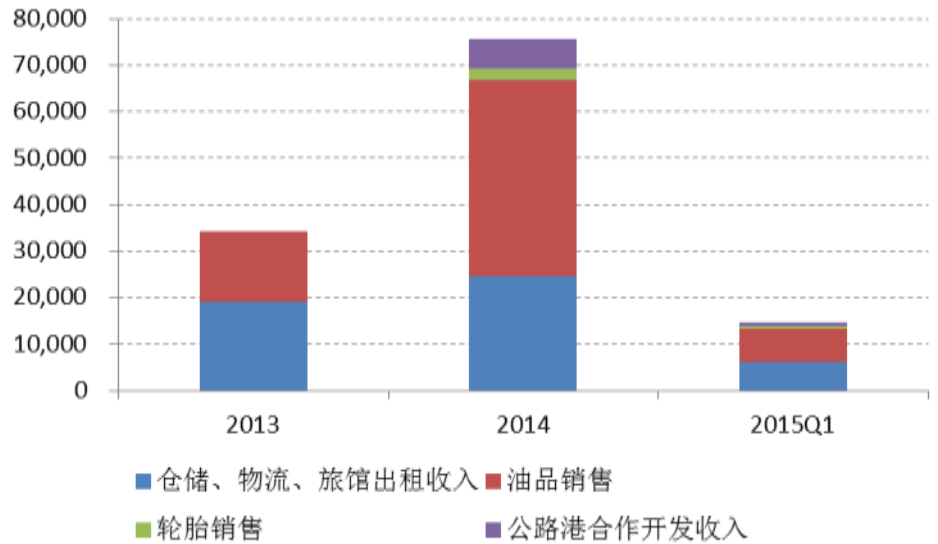
- 基础设施网络支撑物流网络运营系统。  
通过在全国公路运输关键节点建设实体公路港形成物流基础设施网络，实现货物与运力的集聚与匹配，提供一站式的综合物流服务以及增值服务，并为线上交易平台提供实体服务支持。
- 诚信体系为物流交易提供安全保障。  
针对我国公路物流行业缺乏诚信体系导致虚假货运信息发布、“骗货”、拖欠账款等事件时常发生的情况，传化物流通过对物流企业、个体货运司机及个体货运车辆进行交易前身份验证、交易后信用评价等方式对交易各方的信用情况进行记录，形成行业信用数据库，为后续交易提供参考和指导，从而消除交易各方的信任顾虑，提升货物运输安全性，最大程度地保障客户利益。
- “整合与标准化”是提升物流质量与规模的前提。  
针对我国公路物流市场中广大中小物流企业及个体货运司机所提供的物流服务缺乏标准化和一致性的特征，传化物流通过在实体公路港中构建标准化功能模块，制定各类运输业务标准及相关服务细则等方式建立标准化运营系统，有利于促进各公路物流服务供应方提供标准化、规范化的物流服务，提升货物运输质量，为物流企业形成运力合力、提升服务能力及扩大业务规模提供基础支持。

### 盈利模式清晰，物流大数据将产生更多盈利点

- 目前盈利主要来自公路港投资运营及配套服务，平台服务以及增值服务。  
目前公司业务主要分为：(1) 公路港投资运营及配套服务。(2) O2O 物流网络平台服务。盈利也来自这两块。  
公路港投资及配套服务的盈利来源。
  - 租金和管理费。实体公路港按照不同的功能定位进行区块划分，根据各自的物业性质向入驻客户收取租金、管理费。向实体公路港物业管理企业收取租金或向旅馆的住客收取房费。
  - 油品销售。统一购进及销售成品油获取油品销售收入。
  - 配件销售，轮胎等。统一对外采购汽车配件向客户销售获取配件销售收入。

- 公路港合作开发收入。按照配套设施合作开发协议约定的内容提供服务并获取联合开发收入。
- 其它，例如停车费。向进入实体公路港内的个体货运车辆提供停车服务并收取停车费。

图表 21：公路港投资及配套服务的收入结构（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

O2O 物流网络平台服务的盈利来源。

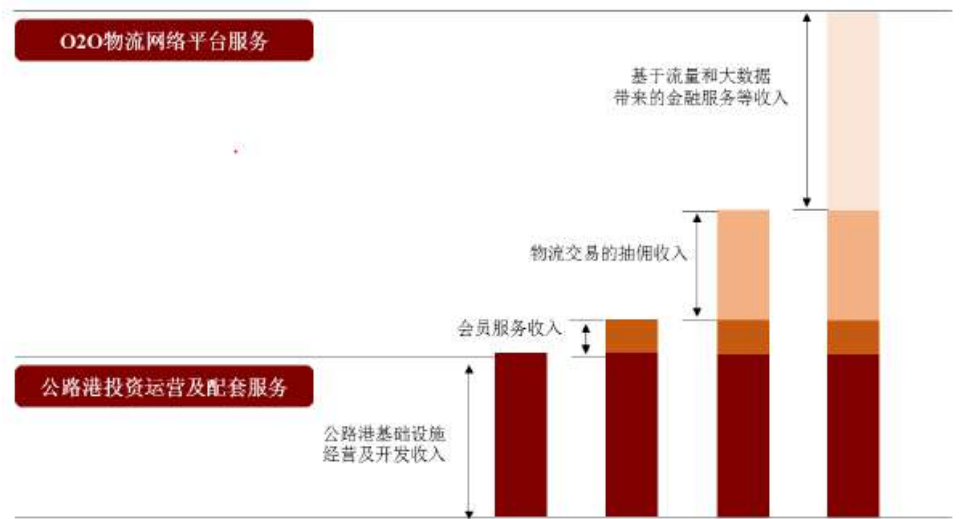
- 供应链总包服务。运输总包模式下，传化物流按照运输费用的一定比例收取服务费。在金融保理模式下，传化物流根据物流企业申请保理的金额按一定比例收取服务费。
- 物流平台服务。向部分实体公路港中进入信息交易中心进行配货的司机收取进场费。向实体公路港内物流企业提供税务服务并获取交易服务费收入。向“路港快线”会员收取面单费、标签费、管理费等服务收入等。
- 平台的增值服务。向实体公路港内的物流企业提供财务代理、咨询服务并获取财务服务收入。向电信运营商收取话费、宽带、有线电视代理佣金。向客户出租广告资源位并获取广告出租收入；向保险公司收取代理费用。向办理“一卡通”的会员收取年费等。
- 未来基于物流流量和大数据，将产生更多盈利点，例如金融服务等收入，这部分盈利未来将占据重要部分。

随着传化物流的平台规模不断壮大，主要指标活跃会员数与交易总额在不断增加，未来的物流大数据经济，可以产生更多盈利模式，例如基于司机会员与行为数据提供的个性化保险团购收益、基于全网货源交易带来的物流规模集约收益等。

未来传化物流的主要盈利来源将形成四大部分：公路港基础设施经营及开发收入、会员服务收入、各类物流交易的抽佣收入，以及基于流量和大数据带来的金融服务等收入。



图表 22：未来将形成的盈利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

复制模式，未来完成 10 枢纽+160 基地的全国布局

- 传化物流在全国公路运输关键节点选取 10 大交通枢纽以及 160 个全国性重点基地，拟建设运营共计 170 个实体公路港，预计到 2022 年，形成全国性的公路港实体网络，实现货物与车辆的集聚与匹配。
  - 10 枢纽：杭州、天津、郑州、武汉、厦门、广州、成都、西安、长沙与济南。
  - 160 基地：目前，已涉足全国 17 个省会城市，50 余个枢纽级地市，在建的有 15 个项目，初步签约落地的有 80 个项目。在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市进行了全省网络布局。

图表 23：公路港将形成全国网络



来源：公司公告，国金证券研究所

- 实体公路港的模式比较标准化，可以成功复制，较快的推广。形成全国布局后，传化的规模效应和集聚效应将会更加明显，更具有竞争力。

实体公路港的建设投资规模较大，属于重资产项目。本次资产重组并募集配套资金，募投项目中 8 个公路港总投资规模合计 26.5 亿元，得益于募集配套资金不超过 45 亿元，资金压力不是很大。

构建便捷、高效的公路港实体网络，整合现有物流信息服务平台资源，形成跨区域的智能物流信息公共服务平台，能提升公路物流行业运行效率。实体公路港的重资产也能形成壁垒，让竞争对手难以赶超。亚马逊和京东的物流重资产，铸就了护城河。

## O2O 物流网络平台为翼，打造智慧物流

### 三大线上平台，实现交易场景全覆盖，园区通突围信息孤岛

- 易配货定位于“长途干线平台与司机生活入口”，主要针对 200 公里以上的干线配货市场，满足货运委托人及长途货运司机“配货、消费、社交”需求。目前，易配货已经实现货运信息发布、成交担保、在线支付、车队管理、讯息传送及商户信息查询及优惠券下载等功能。
- 易货嘀定位于“同城货运配送平台”，主要针对 50 公里以内的同城运输市场，满足货运委托人“最前一公里”和“最后一公里”的集货和配送需求。目前，易货嘀已经实现货运信息发布、标准定价、成交担保、在线支付等功能。
- 运宝网定位于“物流企业与货主企业的综合交易平台”，主要针对 200 公里以上的省际干线及省内支线运输市场，满足发货人与承运人之间货源及运力的匹配需求。目前，运宝网已经实现在线预订货运服务、货物跟踪、运力调度等功能。
- 针对细分市场需求，三大线上平台实现了交易场景的全覆盖。
  - 易配货通过深度的运价谈判机制来提升对长途货运司机的调度能力，形成全国统一的运力池。
  - 运宝网通过线上货运服务的预订和对整个货运资源的共享与整合，缩短货运链条，提升货运效率。
  - 易货嘀致力于解决“最前一公里”及“最后一公里”的问题，未来更将对接和打通海陆空多式联运，形成公路物流高效、立体的服务体系。
- 推出全国物流园区信息管家——“园区通”。2015 年 4 月 27 日，全国唯一一个国家级的“国家交通运输物流公共信息平台”，与传化集团联合发布推出了“园区通”。这个平台的主体是国家交通部，传化物流集团参与建设运营。

园区通主要将实现三大功能，园区规划设计及运营咨询，园区管理与物流业务管理系统，以及物流园区云服务平台。(1) 司机持一卡通，就能自由进出全国 170 多个物流园区。(2) 司机可以通过园区通上的“易配货”功能在手机上完成在线配货。(3) 货物运输途中，货主能 24 小时查询货车的运行线路，不用怕货物丢失。(4) 完成配送后，货主可以在园区通上在线支付，并打分点评司机的运货服务。(5) 诚信数据在全国物流园区共享通用。一次次的“打分”会集合成司机的诚信指数。

图表 24：三大线上平台实现交易场景全覆盖



来源：公司公告，国金证券研究所

### 以实体公路港为基础，实现线上与线下联动

■ 实体公路港平台为线上业务提供了共享的基础设施、诚信保障、业务整合与标准化，并缩短了线上平台业务的培育周期，是线上业务开展的重要基础。

■ 实体公路港的基础设施集聚车源货源，实现集约化，支撑线上业务的物流作业。

线上平台能够帮助用户实现更为便捷的发货、接单、找车、跟踪等物流交易，但仍需要物流基础设施予以实际支撑。公路港平台为线上业务提供了物流装载、中转、分拣、配送、运输等作业服务，为物流企业提供了一站式办公服务，并为货运司机提供了住宿、餐饮、车辆维护保养等消费场所，有利于解决传统公路物流“小、散、乱、差”的状况。线下平与线上相互结合，构成完整的物流作业流程。

■ 实体公路港为线上平台业务发展，提供业务的整合与标准化以及诚信保障，有利于解决传统公路物流中标准化程度低，缺乏信用机制的难题。

在行业整合与标准化缺失、诚信体系缺失，线上平台数据尚未形成规模化的背景下，实体公路港平台通过共享的物流信息平台，为线上业务承担着业务的整合与标准化、物流企业与货运司机诚信认证、交易担保、纠纷处理的责任。随着线上业务规模的增大，线上交易数据将进一步丰富行业诚信档案，为交易的有序进行提供保障。

■ 实体公路港通过资源导流缩短线上平台业务的培育周期，客户基础好，线下到线上的转化率高。

公路港聚集了大量的货源与车源，通过将这些资源导流到线上平台，在线下培育线上交易的习惯，可极大地降低线上平台的营销成本，缩短线上平台业务的培育周期。

图表 25：线下公路港实体网络与线上互联网物流平台紧密结合



来源：公司公告，国金证券研究所

- 线下公路港实体网络与线上互联网物流平台相结合，有力促进了业务发展。
  - 实体公路港平台为线上平台贡献稳定的用户来源，积极向线上转化。成都公路港的案例能充分说明情况。  
 实体公路港集聚了大量的物流企业与货运司机资源，丰富的客户资源能有力支撑线上业务，有效转化到线上。截至 2015 年 7 月 31 日，传化物流实体公路港已服务的个体货运车辆数量达到了 193 万辆，比 2013 年底同比增长 81%。  
 截至 2015 年 7 月 31 日，已运营的杭州、成都、苏州、富阳及无锡五大公路港累计发展易配货司机会员量合计达到 25.33 万名，占传化物流易配货司机会员总量 59.61 万的比例达到 42.49%，充分体现线下平台在客户资源上对线上平台的支撑。
  - 目前各实体公路港正在加大将线下客户资源向线上转化的力度，力争实现 100%的转化率；同时，随着实体公路港网络的逐步推进，规模化效应会更明显，线下与线上的业务都会更有吸引力。

图表 26：线下与线上联动案例：2015 年 1-7 月成都公路港主要营销成果

项目	指标名称	数量
易配货	日均信息量（条）	4,428
	日均成交量（条）	1,245
	新增APP安装数量（个）	40,339
易货网	成交单数（条）	8,053
运宝网	运费交易流量（亿元）	87
卡支付	充值金额（万元）	3,326

来源：公司公告，国金证券研究所

- O2O 物流网络平台服务已全面开展，发展势头良好。易配货司机会员数、易货嘀司机会员数和运宝网交易额均有较快的大幅度的增长。

图表 27：公路港已服务的个体货运车辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：易配货司机会员数



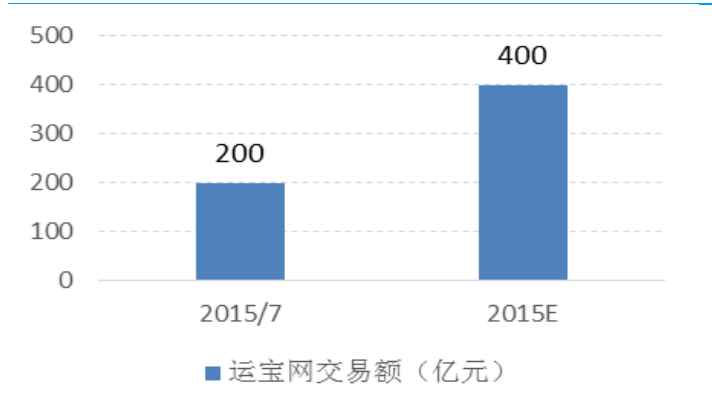
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：易货嘀司机会员数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：运宝网交易额



来源：公司公告，国金证券研究所

传化的 O2O 物流网络平台具有互联网的特征，因此需要重点关注和跟踪用户数量和活跃率等指标。目前来看，其它指标也表现良好。

■ 易配货。

活跃会员率。成都、杭州与苏州的公路港已进入运营成熟期，活跃会员率为 11.2%。

会员平均配货笔数。目前活跃会员年交易笔数为 1-2 笔，通过推广培育用户习惯，预计 2015 年年底，能达到 3 笔以上。

配货抽佣比例为 5%。按一单配货信息费 200 元计算，配货抽佣折合 10 元一笔。消费抽佣比例为 0.5%。

■ 易货嘀。

会员平均配货笔数。根据抽样调查，司机目前线下消费一般为 1-2 笔/天。运费抽佣比例为 0.5%。目前平台单笔运费交易额在 100-200 元之间。消费抽佣比例为 0.5%。

■ 运宝网。

注册物流企业数。现有的成熟运营基地物流企业平均 1000 家/基地。  
 货物保险投保比例。约 30%，并在快速提升。  
 抽佣比例。交易服务费按交易额的 0.5%收取。保险代销抽佣比例为 0.03%-0.15%。金融保理服务费率为 1%-2%。

### 物流金融服务是未来增长点

- 未来基于物流流量和大数据，将产生更多盈利点，物流金融服务是未来盈利的核心部分。

未来传化物流的主要盈利来源将形成四大部分：公路港基础设施经营及开发收入、会员服务收入、各类物流交易的抽佣收入，以及基于流量和大数据带来的金融服务等收入。

(1) 公路港投资运营及配套服务收入有望突破 100 亿。2014 年，公司 5 个公路港，实现线下收入 7.6 亿元。未来 10 枢纽+160 基地，共 170 个公路港，未来新开发的基地公路港，公司控股 51%，收入有望突破 100 亿元。

(2) 会员收入有望达到 11 亿元。3000 万卡车司机，如果有 40%参与线上交易，其中如果有 30%是传化会员，按目前传化公路港数据，每会员产生 300 元收入，会员收入有望达到 11 亿元。

(3) 物流交易的抽佣收入有望达到 50 亿。公路货运市场规模约 4.5 万亿，假设未来有 40%的交易额通过互联网平台实现，按 1%佣金算，车货匹配的佣金市场规模就有 180 亿，传化股份作为颠覆者和整合者，若占有 30%份额，抽佣收入有望达到 54 亿。

(4) 基于流量和大数据带来的金融服务等收入。智慧物流的未来发展也许会超出想象。

- 培育易配货、易货嘀与运宝网三大 O2O 物流平台，计划 2020 年后形成“物流+互联网+金融”全新生态，金融服务是重要一环。
  - 第一阶段（2015-2016 年），传化物流将以易配货为重点，打造以货运司机与货运车辆为核心的人车消费商圈，培育运宝网与易货嘀产品，并完成支付功能、APP 开发运营、会员中心等基础建设。
  - 第二阶段（2017-2019 年），传化物流将以易配货与运宝网为中心，双轮驱动业务发展，并计划于 2017 年下半年开始根据易配货、易货嘀及运宝网等线上交易平台的平台交易总额收取交易佣金及会员费，并根据支付金融交易量收取交易佣金。
  - 第三阶段（2020 年及以后），传化物流将形成完整的“物流+互联网+金融”的公路物流全新生态。
- 物流金融方面，传化物流致力于打造四大金融服务板块，逐步培育多元化的金融利润中心。全新生态正在建设中，物流金融具有巨大发展空间。
  - 支付服务板块：构建货主、物流企业、货运司机、商户等全流程支付闭环。
  - 信用服务板块：提供小额贷款、商业保理、供应链（金融）服务等融资与配套服务。
  - 委托代理板块：创建平台式的金融服务生态圈，提供融资代理、理财代理、团购代理等服务。
  - 资产管理板块：提供各种多元化的理财服务。

目前，传化物流已在线下联合银行、保险等一系列金融机构，为货主、物流企业等提供了包括保理、仓单监管、小额信贷等多种代理金融服务，并逐步向线上业务发展。

## 盈利预测与估值

### 假设化工业务继续稳健增长

- 化工业务主要产品包含印染助剂及燃料、皮革化纤油剂等。2014 年两者收入合计占比约 80%，由于在细分领域占有率较高，毛利率多年来比较稳定，前者约 25%，后者约 10%。

经营状况稳健。营业收入仅 2009 年和今年出现小幅下滑，多年来增速基本在 10%-20%左右。归母净利润增长较稳定，多年来除去特别年份，增速一般在 5%-10%左右。

假设：2015-2017 年收入增长 10.6%、12.2%、12.7%，印染助剂毛利率约 29%，皮革化纤油剂毛利率约 11%。

### 假设物流业务明年加大投入，2017 年开始快速增长

- 假设明年开始加大投入，铺点建设公路港和 O2O 网络平台。

由于今年投入全面运营的公路港仅 6 个，2016-2017 年会开始加快建设公路港，一般营业后第二年即可扭亏为盈，因此预计公路港业务 2017 年后才能较好贡献业绩。

O2O 物流网络平台目前仍处于起步阶段，预计明年将投入大规模资金用于技术开发、平台搭建、品牌推广及会员基础培育。到 2017 年前期积累的会员对各平台产生充分的粘性，预计传化物流开始对易配货、易货嘀、运宝网的会员收取会员费并对成交的运费、信息费进行抽佣。因此，2017 年后，O2O 网络平台收入和毛利开始爆发。

图表 31：线上平台收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>易配货</b>							
会员数量 (万人、家)	153	255	357	459	550.8	591.6	612
流量合计 (亿元)	67.2	234.25	618.45	1285.07	2520.34	4320.09	6995.33
收入合计 (亿元)	-	1.77	5.61	13.28	18.26	23.53	30.92
<b>易货嘀</b>							
会员数量 (万人、家)	3.6	24	48	84	120	180	240
流量合计 (亿元)	0.36	3.32	8.76	20.12	37.61	73.58	127.64
收入合计 (亿元)	-	0.01	0.04	0.1	0.19	0.37	0.64
<b>运宝网</b>							
会员数量 (万人、家)	0.5	2	3.5	6	9	13	15
流量合计 (亿元)	400	500	1000	1500	3000	4000	5000
收入合计 (亿元)	0.42	1.8	6.9	9.75	22.8	31.6	39.5
<b>支付金融</b>							
保险交易金额 (亿元)	15	37.5	63	93.6	128	146	160
团购交易金额 (亿元)	1.5	15	35	81	129.6	174	270
蓝领在线支付金额 (亿元)	-	-	-	3.15	14.11	35.55	70.78
流量合计 (亿元)	16.5	52.5	98	177.75	271.71	355.55	500.78
保险抽佣收入 (亿元)	1.5	3.75	6.3	9.36	12.8	17.52	24
团购抽佣收入 (亿元)	0.02	0.15	0.35	0.81	1.3	1.74	4.05
蓝领在线支付抽佣收入 (亿元)	-	-	-	0.01	0.04	0.11	0.21
支付金融收入合计 (亿元)	1.52	3.9	6.65	10.18	14.14	19.37	28.26

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：盈利预测，预计物流业务 2017 年开始快速增长

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
建成的公路港数量			5	6	17	44	71	93	113	133	153	170
新投入运营公路港数量				1	11	27	27	22	20	20	20	17
<b>收入</b>				67.9	80.5	105.8	141.3	182.8	231.3	265.9	305.6	
化工	33.5	41.0	50.3	55.6	62.4	70.4	78.7	90.2	104.7	109.9	115.4	
物流		4.3	9.5	12.2	18.1	35.5	62.6	92.6	126.6	156.0	190.2	
公路港投资运营及配套服务		3.4	7.6	8.6	13.5	26.4	44.5	61.2	74.4	85.4	96.4	
O2O物流网络平台服务		0.9	2.0	3.6	4.5	9.1	18.1	31.4	52.3	70.6	93.8	
<b>毛利</b>				16.1	20.0	33.5	53.3	75.6	104.1	125.6	152.5	
化工	7.0	8.7	11.2	12.6	13.7	14.9	16.7	19.1	22.2	23.3	24.5	
物流		0.7	1.7	3.5	6.4	18.6	36.6	56.5	81.9	102.2	128.0	
公路港投资运营及配套服务		0.1	1.1	2.8	4.9	14.1	25.4	37.1	45.7	52.8	60.4	
O2O物流网络平台服务		0.6	0.6	0.7	1.5	4.5	11.1	19.4	36.2	49.4	67.6	
<b>毛利率</b>												
化工	20.8%	21.2%	22.3%	22.7%	21.9%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	
物流		16.7%	18.2%	28.3%	35.2%	52.3%	58.4%	61.0%	64.7%	65.5%	67.3%	
<b>净利润(参考)</b>	1.5	1.7	2.1	4.5	1.0	4.8	9.2	16.4	27.6	39.1	52.2	

来源：公司公告，国金证券研究所。注：2015 年 11 月传化物流注入，此处为保持统一方便比较，业绩是按全年计入的

### 估值

#### ■ 化工业务。

化工业务 2015-2017 年平均每年净利润约 3.5 亿元，参考可比公司，给予 16 倍 PE，估值约 56 亿市值。

#### ■ 物流业务。未来 O2O 物流网络平台服务的毛利占比将越来越大，具有互联网属性，估值模式不会停留在公路港的重资产模式上。

控股股东传化集团承诺传化物流 2015 年至 2020 年累计的扣非后净利润为 28.13 亿元；2015 年至 2020 年累计的净利润（含非经常性损益）为 35 亿元。同时，承诺传化物流 2015 年至 2021 年累计的扣非后归母净利润总数为 50 亿元，累计的归母净利润（含非经常性损益）为 56.88 亿元。

由于净利润是在 2017 年后爆发，预计 2017-2020 净利润复合增长率达到 180%（从约 9650 万到 22.1 亿）。作为行业整合者和颠覆者，若能利润持续高速增长，保守可给 40 倍 PE（考虑市值体量较大）。

未来会员收入有望突破 10 亿元，物流交易和抽佣收入有望达到 50 亿，按 60%毛利率估算，互联网业务毛利约 36 亿。公路港业务收入有望突破 100 亿，按 30%毛利率算，毛利约 30 亿。如果 2020 年净利润能顺利达到约 28 亿元，给 40 倍 PE，按 3%折现率（10 月 14 日发的 10 年期国债中标利率降至 2.99%，无风险利率下行是长期趋势），则 2016 年估值约 995 亿，物流业务估值有望突破千亿。

### 风险提示

早期公路港投资巨大，属于重资产模式，开发进度与盈利能力可能不达预期，而且现金流可能会紧张。O2O 物流网络平台服务尚处于起步阶段，推广和盈利也可能不达预期。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,354</b>	<b>4,095</b>	<b>5,030</b>	<b>5,768</b>	<b>8,053</b>	<b>10,584</b>	货币资金	445	274	567	1,756	504	582
增长率		22.1%	22.8%	14.7%	39.6%	31.4%	应收款项	1,106	1,447	1,774	1,834	1,929	2,092
主营业务成本	-2,656	-3,228	-3,907	-4,446	-6,051	-7,235	存货	315	475	448	792	912	991
%销售收入	79.2%	78.8%	77.7%	77.1%	75.1%	68.4%	其他流动资产	73	98	128	277	331	369
毛利	697	868	1,123	1,322	2,002	3,349	流动资产	1,939	2,295	2,917	4,658	3,676	4,034
%销售收入	20.8%	21.2%	22.3%	22.9%	24.9%	31.6%	%总资产	64.8%	63.1%	66.7%	59.5%	43.6%	38.7%
营业税金及附加	-15	-18	-21	-46	-64	-106	长期投资	136	144	142	142	142	142
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	1.0%	固定资产	606	881	978	1,589	3,061	4,568
营业费用	-203	-243	-282	-317	-483	-688	%总资产	20.3%	24.2%	22.3%	20.3%	36.3%	43.8%
%销售收入	6.1%	5.9%	5.6%	5.5%	6.0%	6.5%	无形资产	246	244	293	1,292	1,397	1,501
管理费用	-233	-263	-338	-444	-1,208	-1,799	非流动资产	1,053	1,339	1,459	3,173	4,765	6,391
%销售收入	7.0%	6.4%	6.7%	7.7%	15.0%	17.0%	%总资产	35.2%	36.9%	33.3%	40.5%	56.4%	61.3%
息税前利润 (EBIT)	245	343	482	515	246	756	<b>资产总计</b>	<b>2,992</b>	<b>3,634</b>	<b>4,376</b>	<b>7,832</b>	<b>8,440</b>	<b>10,424</b>
%销售收入	7.3%	8.4%	9.6%	8.9%	3.1%	7.1%	短期借款	417	193	456	547	481	1,370
财务费用	-28	-38	-65	-19	-27	-52	应付款项	419	537	623	935	1,368	1,621
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	0.3%	0.3%	0.5%	其他流动负债	128	150	236	454	533	625
资产减值损失	-17	-44	-52	0	0	0	流动负债	964	881	1,316	1,935	2,383	3,617
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	127	48	205	405	505	805
投资收益	2	8	-4	2	3	4	其他长期负债	17	644	692	743	763	783
%税前利润	0.8%	2.8%	n.a	0.4%	1.3%	0.6%	<b>负债</b>	<b>1,107</b>	<b>1,572</b>	<b>2,213</b>	<b>3,083</b>	<b>3,651</b>	<b>5,205</b>
营业利润	201	269	361	498	222	708	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,636</b>	<b>1,760</b>	<b>1,843</b>	<b>4,388</b>	<b>4,346</b>	<b>4,685</b>
营业利润率	6.0%	6.6%	7.2%	8.6%	2.8%	6.7%	少数股东权益	249	302	320	360	443	535
营业外收支	4	13	6	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,992</b>	<b>3,634</b>	<b>4,376</b>	<b>7,832</b>	<b>8,440</b>	<b>10,424</b>
税前利润	205	282	368	503	227	713	<b>比率分析</b>						
利润率	6.1%	6.9%	7.3%	8.7%	2.8%	6.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-37	-50	-80	-101	-45	-143	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.8%	17.8%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.316	0.354	0.435	0.129	0.035	0.170
净利润	169	232	288	402	182	570	每股净资产	3.353	3.607	3.777	1.561	1.546	1.667
少数股东损益	14	59	75	40	83	91	每股经营现金净流	0.242	-0.415	0.691	0.143	0.210	0.312
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>154</b>	<b>173</b>	<b>212</b>	<b>362</b>	<b>99</b>	<b>479</b>	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.050	0.050	0.050
净利率	4.6%	4.2%	4.2%	6.3%	1.2%	4.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.44%	9.81%	11.52%	8.26%	2.27%	10.23%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.16%	4.75%	4.85%	4.63%	1.17%	4.60%
							投入资本收益率	8.29%	9.64%	10.94%	6.51%	3.08%	7.54%
净利润	169	232	288	402	182	570	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	15.86%	22.12%	22.82%	14.68%	39.60%	31.43%
非现金支出	60	109	123	94	134	199	EBIT 增长率	15.90%	39.95%	40.39%	6.86%	-52.18%	207.14%
非经营收益	22	26	61	30	31	41	净利润增长率	2.50%	11.83%	22.97%	70.68%	-72.77%	385.50%
营运资金变动	-132	-569	-135	-125	243	65	总资产增长率	25.79%	21.45%	20.43%	78.96%	7.77%	23.50%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>118</b>	<b>-203</b>	<b>337</b>	<b>401</b>	<b>590</b>	<b>876</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-162	-199	-72	-1,805	-1,715	-1,815	应收账款周转天数	37.0	39.3	41.2	52.0	38.0	30.0
投资	-59	0	-180	0	0	0	存货周转天数	47.6	44.7	43.1	65.0	55.0	50.0
其他	-19	39	8	2	3	4	应付账款周转天数	31.5	34.8	36.3	45.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-240</b>	<b>-160</b>	<b>-244</b>	<b>-1,803</b>	<b>-1,712</b>	<b>-1,811</b>	固定资产周转天数	36.8	70.9	56.6	56.5	61.8	64.5
股权募资	49	2	0	2,323	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	212	292	362	342	55	1,209	净负债/股东权益	5.22%	28.54%	33.17%	-3.82%	23.07%	42.46%
其他	0	-126	-212	-74	-185	-196	EBIT 利息保障倍数	8.8	9.0	7.5	27.5	9.1	14.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>262</b>	<b>167</b>	<b>150</b>	<b>2,591</b>	<b>-130</b>	<b>1,013</b>	资产负债率	37.01%	43.26%	50.56%	39.37%	43.25%	49.93%
<b>现金净流量</b>	<b>140</b>	<b>-196</b>	<b>243</b>	<b>1,189</b>	<b>-1,252</b>	<b>78</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD