安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 07 月 01 日

传化股份（002010.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

印染化学品

传化股份：开启物流金融新生态

■事件：传化股份 11 日晚发布重组预案，公司拟以 8.75 元每股的发行价，向传化集团等发行 22.83 亿股，收购其合计持有的传化物流 100%股权。本次交易作价 200 亿元，传化集团及其部分子公司的董监高及核心技术人员(业务骨干)参与认购。同时，公司拟以 10 元每股的价格，向建信基金等十名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 45.025 亿元，将全部用于传化物流实体公路港网络建设项目和 O2O 物流网络平台升级项目的建设。传化物流承诺 2015-2020 年期间归属母公司的净利润达到 35 亿元，所有参与此次重组的参与方均锁定 36 个月。

■互联网+物流打造公路物流界的隐形巨头。传化集团的物流板块从 1997 年开始探索。2002 年以现代物流基地为切入点全面进入物流产业，创新的开发了“公路港”物流平台，建立了 O2O 的闭环物流生态。线下端，首创了全国“公路港”物流模式，形成 4 大枢纽 100 个网点的全国性公路港网络。线上端，传化创造性开发卡车版滴滴打车：E 配货、E 货的,分别解决公路干线与城市最后一公里的货运问题。目前传化物流的营收过百亿，是中国公路物流的隐形巨头。

■切入物流金融市场，分享万亿市场空间。中国公路货运中每年形成了超过 10 万亿物流费用的流转，承载超过 20 万亿元的货物价值，按照 3%-5%息差估算，整体资金沉淀将在 3-5 千亿间。根据统计，中国中小企业每年应收账款规模超过 20 万亿，对应供应链融资需求将超过万亿。传化物流作为平台型的企业，将依托其 O2O 支付闭环模式，汇聚资金流、信息流、物流，担任供应链上下游成员企业与金融机构之间的中介机构，实现对物流金融万亿市场的分享。

■稀缺商业模式，唯一公路物流平台型企业。我们认为传化的商业模式独一无二，有四大投资亮点：互联网+物流模式解决行业痛点、先发优势卡位精准、O2O 闭环保障客户粘性、开辟物流金融形成产金回路。传化物流与传统物流企业最大的区别在于，传化物流是一个平台型企业，有最广泛的信息流、物流、资金流覆盖与汇聚，这种平台级企业产生的数据流、资金流是单个物流企业无法比拟的，平台型企业才是物联网时代最大的赢家。

■投资建议：根据分部估值法，传统化学制剂板块预计 15 年净利润实现 3.2 亿元，给予 2015 年 25 倍 PE，总体市值应在 80 亿左右。物流板块按照中国与海外同类可比公司对标，怡亚通（759 亿）、UPS(903 亿美金)，我们认为传化股份是平台型的公司应该给予适当溢价，中期市值为 680 亿元，长期市值为 1000 亿，参考公司合并后股本 32 亿，参考 6 个月目标价 22 元，买入-A 投资评级。我们预计公司 2015 年-2017 年的收入增速分别为 42%、16%、32%，成长性突出。

■风险提示：物流网点铺设慢于预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,095.3	5,030.0	7,178.5	8,353.9	11,068.5
净利润	172.7	212.3	488.6	17.1	415.2
每股收益(元)	0.35	0.44	0.15	0.01	0.13
每股净资产(元)	3.61	3.78	6.95	6.95	7.07

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	45.4	37.0	105.9	3,020.1	124.6
市净率(倍)	4.5	4.3	2.3	2.3	2.3
净利润率	4.2%	4.2%	6.8%	0.2%	3.8%
净资产收益率	9.8%	11.5%	2.2%	0.1%	1.8%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%
ROIC	13.2%	12.9%	21.3%	0.9%	36.1%

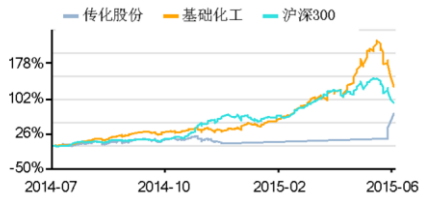
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	22.00 元
股价（2015-06-30）	16.08 元

交易数据

总市值（百万元）	7,846.72
流通市值（百万元）	6,638.36
总股本（百万股）	487.98
流通股本（百万股）	412.83
12 个月价格区间	8.53/16.08 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	84.89	66.88	-18.08
绝对收益	77.29	77.29	88.51

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-68766182

报告联系人
曾梦雅 021-68765163
zengmy@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目录

1. 公告事件 3
2. 中国公路物流的隐形巨头 3
2.1. 传化集团的未来之星 3
2.2. 传化集团深耕公路物流 15 年 4
2.3. 首创国内“公路港”物流模式 6
2.4. 传化物流的 O2O 闭环生态 6
2.4.1. 基于“公路港实体网络平台”线下开展的核心业务 6
1.信息交易中心 7
2.零担快运中心 7
3.仓储中心 7
4.车源运输中心 7
5.配套服务区 7
6.汽修中心 7
7.物流设施展销中心 7
2.4.2. 基于“互联网物流平台”线上开展的核心业务 7
1.运宝网——供应链综合服务交易平台 7
2 易配货——干线交易撮合系统 8
3. 易货嘀——卡车版的滴滴打车 8
4.路港快线——传化的虚拟车队 9
2.4.3. 物流 O2O 生态系统 10
3. 物流金融市场空间巨大 13
3.1. 物流金融是国际物流巨头第一利润来源 13
3.2. 物流金融主要的运营模式 13
3.3. 物流金融市场空间将超过万亿 14
3.4. 传化的物流金融布局 15
4. 传化股份的投资亮点 17
4.1. 传化物流的成功来源于解决行业痛点 17
4.2. 先发优势卡位精准 17
4.3. O2O 闭环打造传化生态系统 18
4.4. 物流金融形成产金回路 19
5. 盈利预测与估值 20

表 1：传化物流的关键数据 4
表 2：传化物流的发展历程 5
表 3：同城货运的三大规律 9
表 4：物流金融模式分类与盈利方式 15
表 5：传化物流与其他竞争对手区别 18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公告事件

传化股份 11 日晚发布重组预案，公司拟以 8.75 元每股的发行价，向传化集团等发行 22.83 亿股，收购其合计持有的传化物流 100%股权。本次交易作价 200 亿元，传化集团及其部分子公司的董监高及核心技术人员(业务骨干)参与认购。同时，公司拟以 10 元每股的价格，向建信基金、君彤璟联、浩怡投资、凯石资管、人寿资产、新华汇嘉、华商基金、金投资本、建发股份和中广核财务等十名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 45.025 亿元，将全部用于传化物流实体公路港网络建设项目和 O2O 物流网络平台升级项目的建设。传化物流承诺 2015-2020 年期间归属母公司的净利润达到 35 亿元，所有参与此次重组的参与方均锁定 36 个月。

2. 中国公路物流的隐形巨头

2.1. 传化集团的未来之星

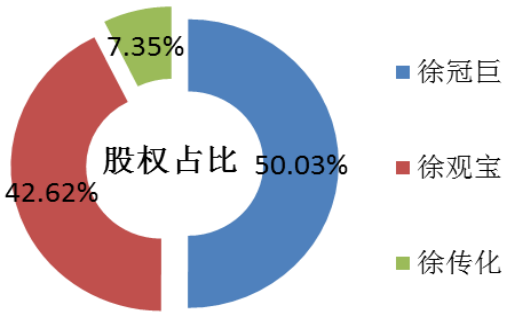
1986 年 10 月，自然人徐传化、徐冠巨自筹 2000 元开办的宁新合作净洗剂厂为集团前身,1995 年 6，自然人徐传化、徐观宝、徐冠巨共同出资组建浙江传化化学集团有限公司，注册资本 8,000 万元。2003 年 6 月，公司更为现名传化集团有限公司。公司至 1986 年成立至今，股权结构历经多次变更。但均为自然人徐传化、徐冠巨和徐观宝等三人之间变动。目前，传化集团已经成为“中国企业 500 强”和“中国民营企业 500 强”。董事长徐冠巨为现任第十二届全国政协委员与第十一届全国工商联副主席，拥有丰富的政治资源，为集团的发展提供了良好的保障。

图 1：传化股东示意图

股东名称	股东之间的关系	出资金额(元)	占比（%）
徐传化	父	37,485,000.00	7.35
徐冠巨	次子	255,153,000.00	50.03
徐观宝	长子	217,362,000.00	42.62
合计		510,000,000.00	100.00

数据来源：安信证券研究中心,公司公告

图 2：传化股东占比分布

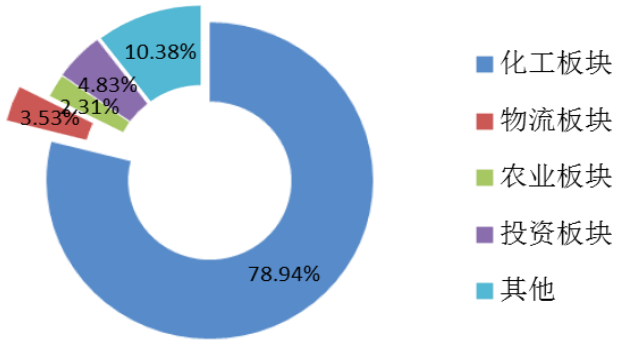


数据来源：安信证券研究中心，公司公告

传化集团主要致力于化工、物流、农业、投资四大板块，其中，传化化工是集团的传统主业，也是集团的核心业务。传化化工已经发展成为中国系列最全、品牌最多、规模最大的专用化学品系统集成商。公司从 2002 年开始多元化发展，先后在化工主业以外开展了物流、投资、现代农业。目前，集团将物流定位下一个十年传化全力打造的板块。而传化投资则致力利用金融资本与公司主业相结合，对公司战略转型提供支撑。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：传化集团产业分布



数据来源：安信证券研究中心,公司公告

2.2. 传化集团深耕公路物流 15 年

传化集团的物流板块从 1997 年开始探索。2002 年以现代物流基地为切入点全面进入物流产业，创新的开发了“公路港”物流平台，建立了物流企业资源聚集区，赋予了公路运输板块高效低耗、集成化、信息化管理的时代特征，首创了全国“公路港”物流模式。目前，浙江传化物流平台上汇集超过 200 万的货运司机会员，运行的大中型物流企业有 420 多家,小微物流企业 2000 余家，形成了 40 万辆的车源运输网络,传化信息平台开通了 100 多个城市的货运班车,其中定期的零担货运班车有 40 多条。日从事经营活动人员逾万，为上规模的 7000 余家工业企业、商贸企业提供物流服务，形成了一个名符其实的“物流城”。传化已物流在全国 17 个省会城市，51 个枢纽地级市，合计落实了 68 个项目，并在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市建立了全省网络布局。预计到 2020 年，传化将形成 10 个枢纽 160 个基地的全国性平台网络。预计 2022 年注册货运司机数量达到 800 万个（易配货 600 万，易货嘀 200 万），预计活跃会员率在预测期内从目前的 11%逐步提升至 2022 年的 30%。

表 1：传化物流的关键数据

	传化物流关键数据
货物价值	每年发出的物流价值高达 400 亿元，每天发出的货物价值超过 1 个亿。
平台辐射地域	全国 17 个省会城市，51 个枢纽地级市，合计落实了 68 个项目，并在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市建立了全省网络布局
传化会员数量	超过 200 万的货运司机会员
平台物流企业聚集数	小微 2000 余家，大型 420 余家，其中 22 家营业额超过 5 千万。
车辆资源	超过 40 万辆的车源的运输网络。
日均进出车辆	每天进出传化物流基地的车辆达 3000 多辆。
日均交易信息发布量	5000 条以上。
日物流信息交易额	达到 1000 万元。

移动 APP 活跃度	易配货 APP 每天的登陆量已达 3 万次。

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

表 2：传化物流的发展历程

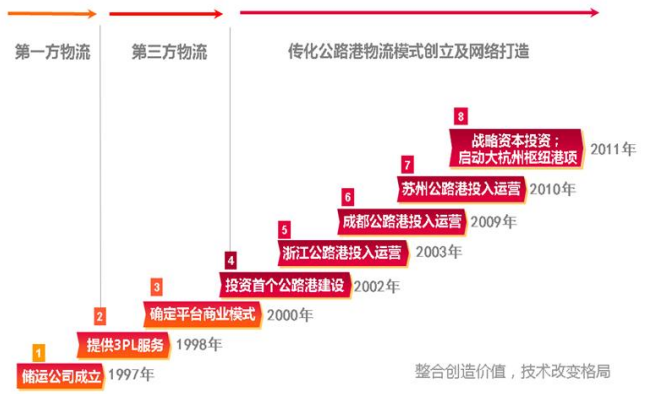
传化物流的发展历程

1997 年	传化从转换经营体制着手，将“传化车队”改组为“杭州传化储运有限公司”，从事第一方物流业务。组建储运公司
1998 年	随着制造企业市场的快速拓展，传化意识到，仅仅依靠自己的力量无法满足市场需要，开始了整合社会资源的尝试，对物流服务业务实施了市场化运作，并开始了简单的第三方物流业务。
1999 年-2000 年	在从事第三方物流业务的过程中，传化感受到现代物流良好的发展前景，同时认识到，如果能够搭建平台，进一步整合物流资源，不仅能为生产型企业提供更好的服务，对整个行业的发展更是有巨大的推动作用。1999 年开始对此设想进行了大量的调研。2000 年，确定公路港物流发展战略。
2002 年	传化公路港物流首个基地-浙江传化物流基地开始建设，2003 年 4 月正式投入运营。
2005 年	启动公路港物流基地连锁经营战略
2006 年	浙江传化物流基地成为中国物流示范基地，传化物流的创新模式受到广泛认可。
2008 年-2009 年	2008 年，苏州、成都传化物流基地开始建设。2009 年成都基地盛大开业
2010 年	苏州基地正式投入运营。富阳项目开工建设，大杭州枢纽港工程迈出实质性一步。
2011 年至今	传化集团杭州、成都、苏州、富阳四大枢纽成功运营，青岛、沈阳、天津、济南、重庆等 20 多个城市落实，并正与 100 多个城市洽谈。2014 年，传化集团先后与吉林四平、湖南长沙，贵州省、河北省签订物流发展合作协议，为当地布局立体化智能公路港物流网络体系。传化物流开发了易配货、易货嘀、运宝网、一卡通支付等一系列全网产品，并广泛应用于司机用户与物流企业用户，目前易配货 APP 每天的登陆量已达 3 万次。
未来 5-10 年	传化将打造 1 核 60 平台，以信息化为核心的虚拟平台，60 个公路港平台的全国网络。

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

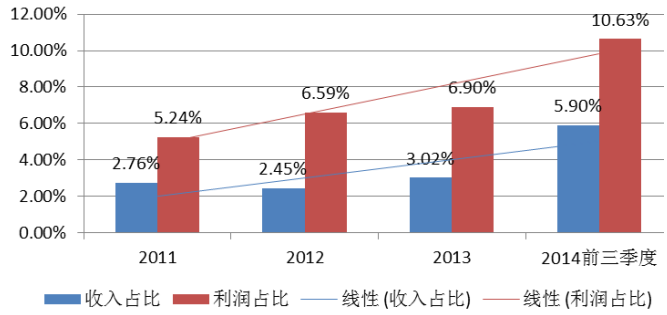
从业务发展速度来看,2011 年以来,传化物流实现跨越性的收入增长,在整体集团收入占比中,2011 年传化物流板块仅占 2.76%,然而 2014 年前三季度数据显示,该占比已经提升至 5.9%,更应该值得重视的是,传化物流利润占比提升速度更快,从 2011 年的 5.24%提升至 2014 年前三季度的 10.63%。从收入占比和利润占比的对比来看，可以看出传化物流实际上是传化集团中非常优质的一块资产。目前，集团管理层也将物流板块作为重点突破的板块。

图 4：传化物流发展历程



数据来源：安信证券研究中心,公司公告

图 5：传化物流收入与利润占集团比例



数据来源：安信证券研究中心,公司公告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.3. 首创国内“公路港”物流模式

“公路港”是指依托于公路运输形成的一个货运节点，也是一个物流的集聚区。传化“公路港”物流定位于“物流平台整合运营商”， 致力于把众多的第三方物流企业集聚到一起，为他们提供一个包括“基础性的物流设施”、“信息交易服务”和“商务配套服务”的一个综合性运营平台。该平台由基础设施平台和电子商务平台构成。传化扮演平台组织者、管理者和服务者的角色，自己并不直接从事第三方物流业务。

与传统物流相比，公路港模式具有两个优势：

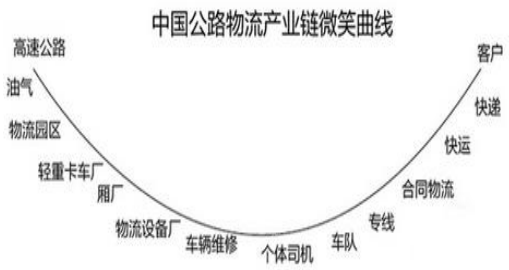
一、与传统物流相比，传统物流提供的是简单的位移，是被动服务；而传化“公路港”则提供的是主动的增值服务。由于“公路港”面对产业链中所覆盖的对象大大多于一般物流，所以”公路港”提供的服务相对于传统物流来说更多，利润相对于较高。

二、“公路港”跟传统物流基地相比有强大的货源整合能力及快速响应能力，公路运输主枢纽型园区建设和运营过程中集成、整合现有信息资源(系统)，推进公共信息平台建设，同时建立了不同运输方式的信息采集、交换和共享机制，实现了信息的互联互通、及时发布、实时更新、便捷查询，提高公路运输主枢纽型物流园区的信息化、智能化水平。

图 6：公路港是现代物流的必由之路

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 7：公路港模式处在微笑曲线的中间



数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

2.4. 传化物流的 O2O 闭环生态

传化物流最稀缺也是最有价值的是其人流、商流、资金流、信息流四流合一的 O2O 闭环模式，通过天网与地网联动提高运率。在线上，传化产品体系已经构建基本完成，打造以“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台，通过传化物流门户网站+移动配货 APP+中国首款 O2O 同城货车电召平台，在虚拟网络上汇集了每日上万条的货源信息、超过 200 万的卡车会员以及突破百亿元的货物流水。同时，传化正在着手建立一个基于全国公路运力采购、调度和监控的互联网运营体系。建成以后，通过互联网和手机，发货和接货可以随时随地在网上完成，变得像在淘宝购物一样简单。在线下，传化已经在关键交通枢纽占据卡位优势，并通过外延+自建的模式迅速在全国复制扩张。目前，传化在全国 17 个省会城市，51 个枢纽地级市，合计落实了 68 个项目，并在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市建立了全省网络布局。预计到 2020 年，传化将形成 10 个枢纽 160 个基地的全国性平台网络。

2.4.1. 基于“公路港实体网络平台”线下开展的核心业务

传化公路港线下包含七大功能模块，这七大功能模块之间相互协同作业，形成高度粘性的“公路港”生态系统，中小物流企业、工商企业和社会车辆在这个平台上各取所需，共享资源，实现了物流产业生态环境的和谐共赢。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.信息交易中心

来自制造业、工商企业以及第三方物流企业的货源、运输、仓储等信息经系统整合处理后在交易中心通过大屏幕发布，客户还可以通过互联网在物流基地网站上发布和查询交易信息，也可以通过电话委托交易。

2.零担快运中心

为从事零担快运的物流企业提供定制设施。通过他们满足城际小批量、多频次、快速度的物流需求。

3.仓储中心

主要为大中型零担专线企业提供仓储服务。同时也可以满足大型物流企业、商贸流通企业建立地区分拨中心的需要

4.车源运输中心

是整合社会物流车辆的有形中心，对车辆出入进行智能化管理，自动采集信息，在为车辆提供方便、安全的停靠服务的同时，为交易中心和零担快运中心提供即时的运力信息。

5.配套服务区

生活配套：餐饮、住宿、购物、休闲娱乐

商务配套：银行、保险、邮政、通讯

行政配套：运管、工商、公安、税务

6.汽修中心

成都基地依托当地的车源优势，开发的卡车维修中心

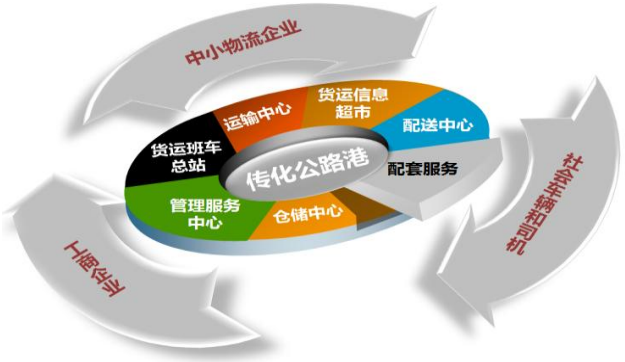
7.物流设施展销中心

是物流工具设备设施专业展销场所，包括交通运输用具、输送设备、仓储设备、自动筛选系统和自动识别系统等设施设备的集中展示展销中心。

图 8：传化物流港功能分布图

数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

图 9：传化物流港模块有机协同



数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

2.4.2. 基于“互联网物流平台”线上开展的核心业务

传化线上的产品体系已经构建完成。传化物流采用门户网站+手机配货 APP+同城货车电召平，汇集客源与信息源，通过着手建立一个基于全国公路运力采购、调度和监控的互联网运营体系来实现资源的有效配置。

1.运宝网——供应链综合服务交易平台

“运宝网”是传化物流自主研发的物流服务综合交易平台，为货主企业与物流企业提供交易撮合服务，并依托实体公路港为物流企业提供“分拨仓”、“货运班车总站”等基础设施服务，为货主企业提供供应链物流解决方案服务。“运宝网”对用户实施会员实名制管理，拥有强大而完善的信息系统进行支撑，其中包括服务于货主企业的总包信息化系统、服务于物流企业的运输配送系统以及服务于运营的物流中心指挥系统。用户可以通过电话、网络（网页/微信/客户端）、应用程序接口等与运宝网连接，货主企业可以根据

自身需求在运宝网进行物流需求的招投标，选择优秀物流企业承运，也可以即时发布物流需求，等待物流企业竞价，还能直接购买专线物流服务；物流企业可以进行发布线路、参与招投标、竞价等系列操作，交易撮合完成后，物流企业可以基于公路港基础设施服务，在平台上进行一系列运输作业调度管理，为客户提供高效、优质的物流服务。

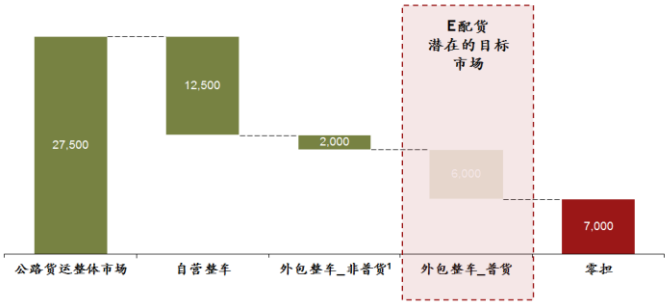
图 10：运宝网界面

数据来源：安信证券研究中心，运宝网官方网站

2 易配货——干线交易撮合系统

易配货主要解决的是干线配送需求，这是一个超过 6000 亿元的市场。通过易配货，车辆与信息能够得到免费撮合，并且通过传化会员系统能够实现对车辆的全程监控，提升服务品质，再者能够实现对交易过程的信用评级，实现诚信交易。通过易配货交易系统，实现各交易主体之间货源信息、车辆信息的无缝对接，让整车业务交易更加的方便、安全、快捷。

图 11：易配货针对的市场是外包整车普货



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 12：易配货——整车业务的实现方式

现有市场类型	传统货运市场	物流信息交易中心	网上货运平台
代表性企业	成都川陕路货运市场	南京万达货运市场	一点通物流网
运营模式描述	对原有车源、货源自发集聚区进行管理，为车、货匹配提供交易场所，获得物业收入。	形成资源集聚后，通过有效的管理手段，掌控信息中介与司机整个交易过程，分享交易收益。	以开发信息平台和地区加盟的方式，提供网上货运信息交易服务，并开始探索保险、定位等系列配套服务
客户价值创造	提供车货资源集聚场所，通过规模集聚创造市场效应，提高配货速度	提供专业的诚信论证，以信息化为手段集聚资源，供快速、安全的配货服务	通过网络整合车货资源，提供跨区域、低成本的配货服务
优势	货源、车源丰富，运营管理成本低	较成熟的信息化管理方式、诚信度较高，客户粘度高，具有初步的流量经济特点	网络覆盖率高、运营成本低、数据获取容易、可基于平台开发各类增值服务产品
劣势	无法获取信息数据供决策分析、无法享受流量经济、安全性难以保障、管理方式落后、配货效率低下	不能将配货交易服务嵌入整体供应链服务中，区域性特征较强，难以提供或开发更多的服务项目	无法保障交易双方的诚信与配货安全性、无法提供面对面的服务、对会员的掌控力薄弱
分析启示	信息交易是车辆资源与物流企业（货代、信息中介）集聚的首要目的，货运市场的核心是货运信息交易，掌握了信息交易就能够产生平台的客户依赖性与粘度，也可以开拓网上运营渠道，真正实现线上/线下交易平台。传化物流在品牌、信息化、功能、连锁上的优势，可以打造一个更优秀的商业模式。		

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

3. 易货嘀——卡车版的滴滴打车

易货嘀是传化首创的同城叫车平台，解决的是最后一公里物流问题。同城配送难叫车是物流园区内物流企业目前的痛点所在。对于专线企业或有货车需求的人来说，自己配送成本高，找人配送很难找，找到又怕价格高、服务不好；而个体车主口中却常说，生意很淡、不好接活、难以生存。专线企业辛辛苦苦将货从外地运到本地档口，却无力将货送到消费者手中，不是货找不到车，就是付出比干线费用更高的配送费用。针对这个行

业痛点，传化开发了“易货嘀”平台。通过这个叫车平台能直接地让车、货的信息呈现在手机客户端上。货车需求方一键发布货物信息，就可轻松获取附近司机位置，电话沟通即可完成交易。

表 3：同城货运的三大规律

同城货运具有三大规律：	
一、运力需求呈现零散状态，地域现象明显	最后一公里的物流业务，主要面向的是同城货物运输或城际货物运输，从货物出发地和目的地距离可以看出，可形成一个运力辐射圈，并且用车需求是发生在这个运力辐射圈内的任意两点间。
二、运力需求的等待时间、运输时间短	最后一公里的客户多半散落在同城或城际之间，需要运输的里程数和时间都不长。所以面对这样的客户，就需要做到响应及时、快速运输。
三、货物种类与当地经济结构相关	当地的经济结构对于当地的运输货物种类有很大的影响，因此同城区的货车基本呈现种类集中的特点。而且面对不同的行业，如超市、电商、快递等服务的车量的类型会有相互重叠需求，但又不完全相同。

数据来源：安信证券研究中心

图 13：易货嘀的 APP 应用

数据来源：安信证券研究中心，网络资料整理

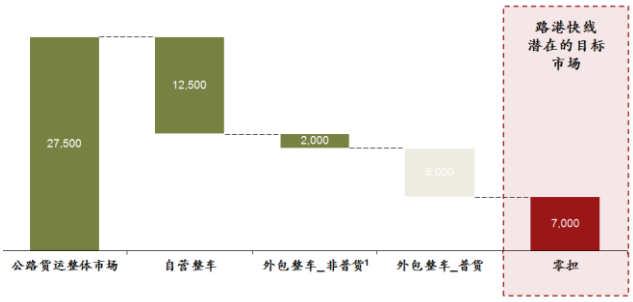
4.路港快线——传化的虚拟车队

“路港快线”是由传化“公路港”精心打造以传化物流基地为物理基础的“零担城际专线运输网络平台”产品。主要功能是在传化平台上实现货运班车化运作，承诺服务时效，提供货物查询，提供高安全性、高性价比、清晰服务标准的公路运输服务。通过整合社会车辆，形成统一品牌形象、统一网络规划、统一运营标准及流程、统一 400 服务、统一运单、统一保险理赔、统一信息系统支持”，建立“定点、定线、定班、定时、定价”服务标准，为客户提供“安全、快捷、准时、经济”的优质公路运输服务。路港快线主要针对的潜质目标市场是零担市场，预计该市场将突破 7000 亿规模，未来 5 年增长率将突破 48%。目前传化三大基地所聚集的路港快线专线资源有：专线客户近 330 家，线路

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

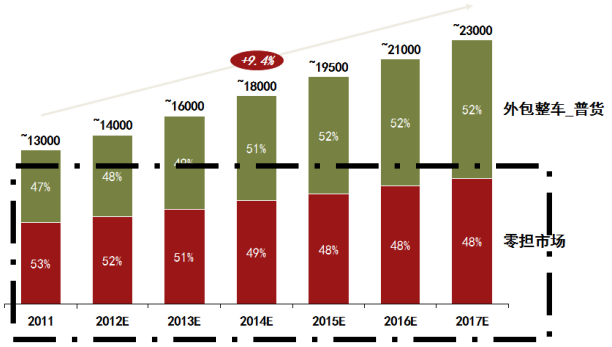
420 多条，日发车 380 多台，日发货量为 10000 吨。相同线路情况下，与普通零担相比，高质量的限时服务有很大的价格提升。

图 14：路港快线潜在的目标市场



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 15：公路货运市场未来 5 年的增长趋势



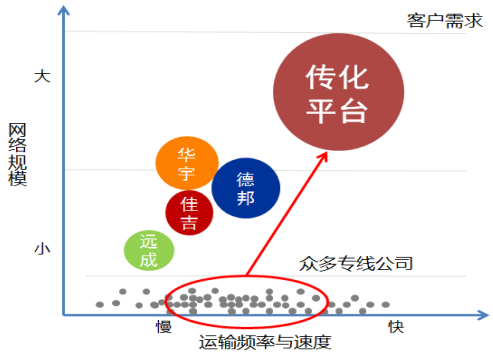
数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 16：高质量的限时服务有很大的价格提升

零担货运产品	价格
精准卡航	1.80
定日达	1.35
普通零担	0.6—0.8
……	

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 17：



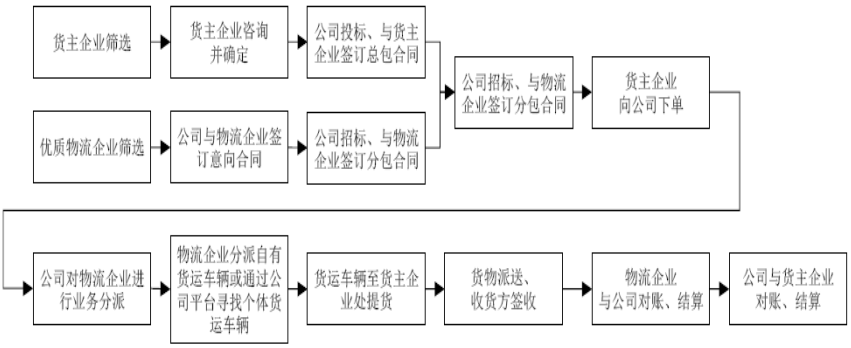
数据来源：安信证券研究中心，公司公告

2.4.3. 物流 O2O 生态系统

目前来看，传化物流 O2O 生态中，为生态成员提供了物流平台服务和供应链总包服务。未来可能繁衍出了汽车后市场服务，大数据征信服务、物流金融服务。我们认为，物流金融将是传化生态未来最大的看点和利润增长点。

◎供应链总包服务：传化物流使用自主研发的总包信息化管理系统、运输配送系统和车辆定位系统，根据大型货主企业对特定物流业务在管理、控制和专业化作业方面提出的确定性要求，基于自身对平台内物流资源整合能力，采取“总包+分包”的形式，与平台内的优质物流服务供应商进行合作，向货主企业提供专业、高品质的物流服务。

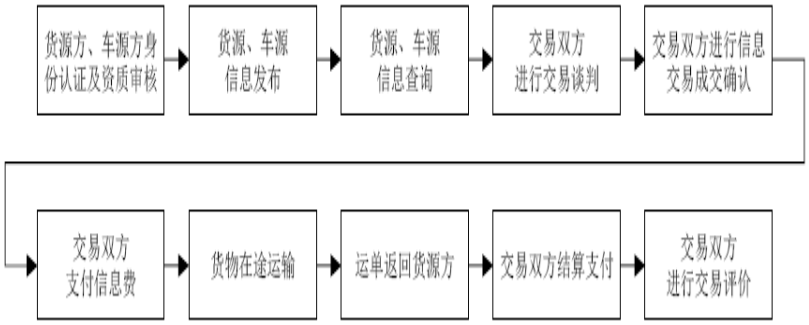
图 18：供应链总包服务



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

◎物流平台服务：传化物流以提高货源与运力匹配效率、提高物流运输的时效性与确定性并降低物流成本为核心目标，依托地面网络化布局的公路港实体网络与互联网物流平台，围绕物流交易全流程，向各公路物流主体提供物流平台服务及增值服务。

图 19：物流平台服务



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

◎后汽车市场：基于 20 万车辆会员与 935 万次的车次数量，开启 7800 万的轮胎销售市场，与 1700 家物流企业的卡车团购市场。

图 20：正在孕育中的车联网业务

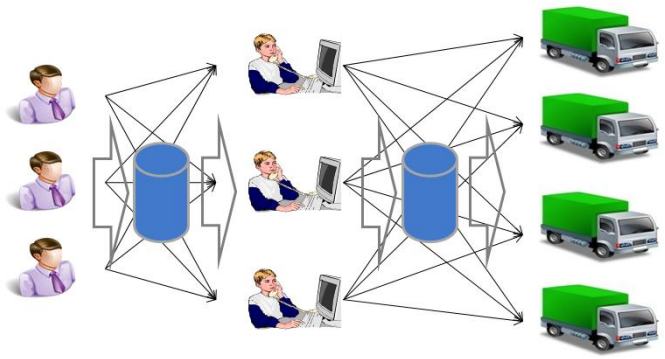
No	销售				员工		服务	房租	
	月销量	年销量	年销售额元	毛利润年	员工数	胎工	服务收入年	店面数	房租年
苏州	308	3,696	7341600	413400	6	3	60,000	6	150,000
萧山	378	4,536	9878400	561600	6	4	40,000	2	140,000
成都	2,380	28,560	60832800	3519360	64	40	530,000	41	984,000
合计	3,066	36,792	78,052,800	4,494,360	76	47	630,000	49	1,274,000

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

◎大数据征信：在传化平台中，每一笔承运订单和货运交易的货物数量、运费金额、行驶路线、准点到达率、信誉度等痕迹都会产生数据标签。通过对这些数据标签的积累

和分析，货主、物流公司、货运司机的发货规律、运输能力、诚信度等信息一目了然。这部分征信数据不仅能有效提高传化平台本身的运营效率，更重要的是这部分数据将帮助电商、供应链进行虚拟化运营，我们预计传化平台上的物流大数据将成为传化未来的核心竞争力与护城河，将有效解决当前电商物流的行业痛点。电商、供应链、地图等互联网公司目前没有办法靠自身的力量构建覆盖面积如此之广的公路物流基地，因此，我们预计未来互联网电商与传化可能会有深度合作，电商将利用传化的数据信息弥补自己在物流方面的短板。

图 21：大数据业务



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

◎物流金融：2014 年中国银联与传化集团率先启动的将是基于线上线下联动的公路物流 O2O 模式中各类业务的合作，首轮启动的产品括手机移动支付、在线认证，及基于货运服务的银联卡产品及相关“吃住行、缴罚、修车和加油”专属服务商圈等 12 项服务内容。在传化的物流金融生态中，每一笔承运订单和货运交易的货物数量、运费金额，乃至货运司机的住宿、饮食、购物习惯等消费都会留下资金沉淀。物流成员企业的结构性融资需求、支付需求都能得到满足。目前，中国公路运输每年有超过 200 万亿物资的流动和 10 万亿物流费用的流转，我们认为，随着传化平台模式在全国推广，未来 1000 亿以上的货值将诞生百亿级别的融资需求，同时，配套生活体系将带来万亿级的消费金融空间。这也将成为产业与金融结合的最佳模式。

图 22：传化物流与银联的战略合作

数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

3. 物流金融市场空间巨大

3.1. 物流金融是国际物流巨头第一利润来源

传化物流实际上是一种叫第四方物流的商业模式。是专门为第一方、第二方和第三方提供物流规划、咨询、物流信息系统、供应链管理等活动的平台型企业。实际上，国际上第四方物流已经十分流行，并且物流金融的广泛应用也是在第四方物流出现后，依托第四方物流的整合能力为整体现代供应链提供一套资金流、信息流、物流三流合一的解决方案。数据统计，物流金融贡献的利润已经占 UPS 等海外物流巨头的一半以上，是当前国际物流企业的第一利润来源。物流金融不仅能够提高传统物流业务的利润率，同时，也能成为传统物流业务获客及垄断产业资源的重要手段，谁能抢先进入物流金融领域谁就能抢占市场先机。

3.2. 物流金融主要的运营模式

物流金融是指在面向物流业的运营过程，通过应用和开发各种金融产品，有效地组织和调剂物流领域中货币资金的运动。这些资金运动包括发生在物流过程中的各种存款、贷款、投资、信托、租赁、抵押、贴现、保险、有价证券发行与交易，以及金融机构所办理的各类涉及物流业的中间业务等。它伴随着物流产业的发展而产生。

物流金融中主要涉及三类主体：物流企业，客户和金融机构。其中，物流企业是客户与金融机构的中间商，是整个物流金融体系的核心所在。物流企业与金融企业合作，为客户提供金融服务，如满足客户的结构化的融资需求、满足客户跨境或非跨境的支付需求、满足客户资金托管与货物托管合一的需求、满足客户在物流过程中的保险需求。同样，物流公司通过与客户的深度绑定，通过对客户的货物流通、支付习惯、信用状况的了解，为金融机构提供信贷风险评估的数据支持。整体来看，物流金融对于客户来说满足了原先通过正常信贷无法被满足的金融服务需求，同时降低了客户的融资成本。而对于金融机构来说，为金融机构开辟了原先风险较高的中小企业信贷市场，降低了金融机构的风险。对于物流企业来说，提高的传统业务的客户粘性同时增加了收入来源。

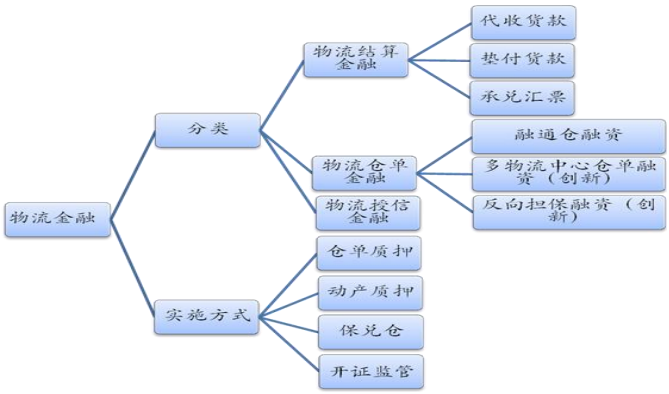
物流金融按照业务模块分类主要分为：物流金融分为物流结算金融、物流仓单金融、物流授信金融。其中，物流结算金融指的是利用各种结算方式为物流企业及其客户融资的金融活动。目前主要有代收货款、垫付货款、承兑汇票等业务形式。物流仓单金融指的是生产经营企业先以其采购的原材料或产成品作为质押物或反担保品存入融通仓并据此获得协作银行的贷款，然后在其后续生产经营过程中或质押产品销售过程中分阶段还款。第三方物流企业提供质押物品的保管、价值评估、去向监管、信用担保等服务，从而架起银企间资金融通的桥梁。其实质就是将银行不太愿意接受的动产主要是原材料、产成品转变成其乐意接受的动产质押产品，以此作为质押担保品或反担保品进行信贷融资。物流授信金融指的是：金融机构根据物流企业的规模，经营业绩，运营现状，资产负债比例以及信用程度，授予物流企业一定的信贷额度，物流企业直接利用这些信贷额度向相关企业提供灵活的质押贷款业务，由物流企业直接监控质押贷款业务的全过程，金融机构则基本上不参与该质押贷款项目的具体运作。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 23：物流金融分类

数据来源：安信证券研究中心

图 24：物流金融模式总结



数据来源：安信证券研究中心

3.3. 物流金融市场空间将超过万亿

物流金融主要满足客户三类金融服务需求：

支付：资金划转、资金流转、资金收益

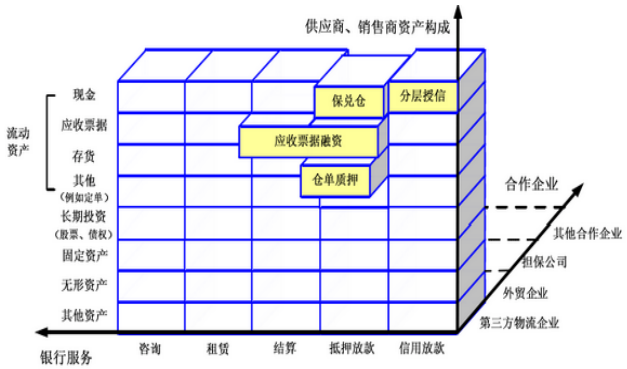
信贷：延期付款、抵押贷款、结构性融资

财务规划：税务计划、财务安排

其中，支付业务中，物流企业的利润来源是中介费用与资金沉淀费用息差，中介费用的收入目前大概在 3‰—5%不等。资金沉淀息差大约在 3%-5%左右。目前，中国公路货运中形成了超过 10 万亿物流费用的流转，与超过 20 万亿元的货物价值，按照 3%-5%息差估算，整体市场空间将在 3-5 千亿间。目前传化已经在申请的支付业务许可证包括“互联网支付”、“移动电话支付”、“预付卡发行与受理“预计这些牌照落地后，传化将利用资金沉淀进行物流金融业务的拓展。

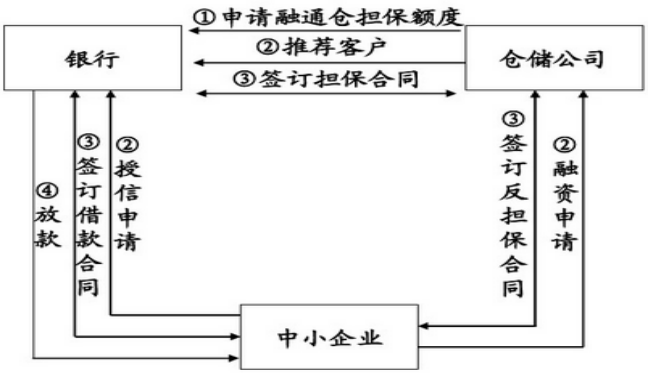
信贷需求中，最主要物流企业的利润来源是托管中介费以及结构性融资息差。根据统计，中介费的收入大概在 4%左右，息差大概在 2%-5%%左右的水平。如果按照前瞻产业研究院供应链金融行业的测算，全国企业的应收账款规模在 20 万亿以上。假如用这些应收账款当作银行贷款的潜在抵押品加以充分利用，到 2020 年，我国供应链金融的市场规模可达 14.98 万亿元左右。

图 25：物流金融服务矩阵



数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

图 26：融通仓的基本模式



数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

表 4：物流金融模式分类与盈利方式

物流金融模式分类与盈利方式		
物流结算金融	代收货款	代收货款业务是物流公司为企业提供传递实物的同时，帮助供方向买方收取现款，然后将货款转交投递企业并从中收取一定比例的费用。从盈利来看，物流公司收取一定的中介费用。
	垫付货款	垫付货款业务是指当物流公司为发货人承运一批货物时，物流公司首先代提货人预付一半货款；当提货人取货时则交付给物流公司全部货款。从盈利来看，尽管物流企业需要向银行以较低的利息换取的担保额，但这个成本低于发货人物流信息、物流监管等服务等服务费获取的利润。
	承兑汇票	承兑汇票业务也称保兑仓业务，其业务模式为要求买方企业、卖方企业、物流企业、银行要先签订《保兑仓协议书》，物流公司提供承兑担保，买方企业以货物对物流公司进行反担保，并已承诺回购货物；需要采购材料的借款企业，向银行申请开出承兑汇票并交纳一定比率的保证金；银行先开出银行承兑汇票；借款企业凭银行承兑汇票向供应商采购货品，并交由物流公司评估入库作为质押物；金融机构在承兑汇票到期时兑现，将款项划拨到供应商账户；物流公司根据金融机构的要求，在借款企业履行了还款义务后释放质押物。物流企业的收益来自两个方面；第一，存放与管理货物向买方企业收取费用；第二，为银行提供价值评估与质押监管中介服务收取一定比例的费用。
物流仓单金融	融通仓融资	融通仓融资原理是：生产经营企业先以其采购的原材料或产成品作为质押物或反担保品存入融通仓并据此获得协作银行的贷款，然后在其后续生产经营过程中或质押产品销售过程中分阶段还款。第三方物流企业提供质押物品的保管、价值评估、去向监管、信用担保等服务，从而架起银企间资金融通的桥梁。物流企业的收益来自两个方面：第一，存放与管理货物向供方企业收取费用；第二，为供方企业和银行提供价值评估与质押监管中介服务收取一定比例的费用。
	多物流中心仓单模式	多物流中心仓单模式是在仓单模式的基础上，对地理位置的一种拓展：第三方物流企业根据客户不同，整合社会仓库资源甚至是客户自身的仓库，就近进行质押监管，极大降低了客户的质押成本。盈利模式相似融通仓融资业务。
	反向担保模式	反向担保模式对质押主体进行了拓展：不是直接以流动资产交付银行作抵押物而是由物流企业控制质押物，这样极大地简化了程序，提高了灵活性，降低了交易成本。但盈利模式仍然类似于传统融通仓模式。
物流授信金融	物流信贷	物流授信指的是物流企业提供实业银行的功能，利用自己的授信对供应链成员提供信贷业务。相关企业得到灵活的质押贷款业务，物流企业直接监控质押贷款业务的全过程，因此风险小于传统信贷业务。物流企业的盈利来自于自身授信的利差收入。

数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

3.4. 传化的物流金融布局

针对货主、物流企业、货运司机等一揽子金融服务需求，传化物流规划了四大金融服务板块，逐步培育多元化的金融利润中心。一是支付服务板块：构建货主、物流企业、货运司机、商户等全流程支付闭环；二是信用服务板块：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；三是委托代理板块：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；四是资产管理板块：提供各种多元化的理财服务。

传化物流提供的物流金融和传化本身的供应链是相互依存的，是扎根在供应链总包服务里的金融保理模块。在运输总包模式下，传化物流分别与货主企业、物流企业签订合同，以自身名义为物流企业进行投标，中标之后，将业务分包给物流企业，由传化物流统一向货主缴纳运输质量保证金；在金融保理模式下，物流企业可额外凭借应收传化物流的运输费向银行办理金融保理业务，传化物流与银行、物流企业签订协议，下游物流企业将应收账款转让（或质押）给银行取得融资。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。

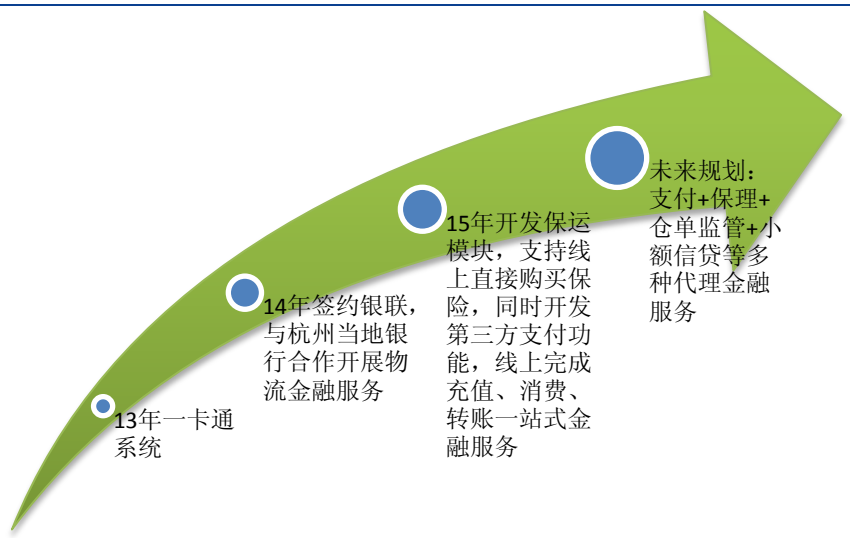
13 年传化开发了一卡通系统。为客户提供优质、安全、高效的银行卡综合支付服务，让货车司机实现一卡通遍全国的便利运营，构筑货运司机生活生产移动支付体系。放心付保障支付安全。

14 年和中国银联合推出放心付，与银行合作推出易贷通。放心付是“易配货”中推出的新功能，通过线上支付的形式帮助司机与货代企业实现安全交易，并由传化为交易提供担保，一旦发生纠纷，可以先行赔付。易贷通服务中小物流企业，公路港依靠现有的金融管理服务平台以及诚信交易平台配合银行在贷前、中、后全流程的信息管理，帮助中小物流公司更快拿到贷款。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

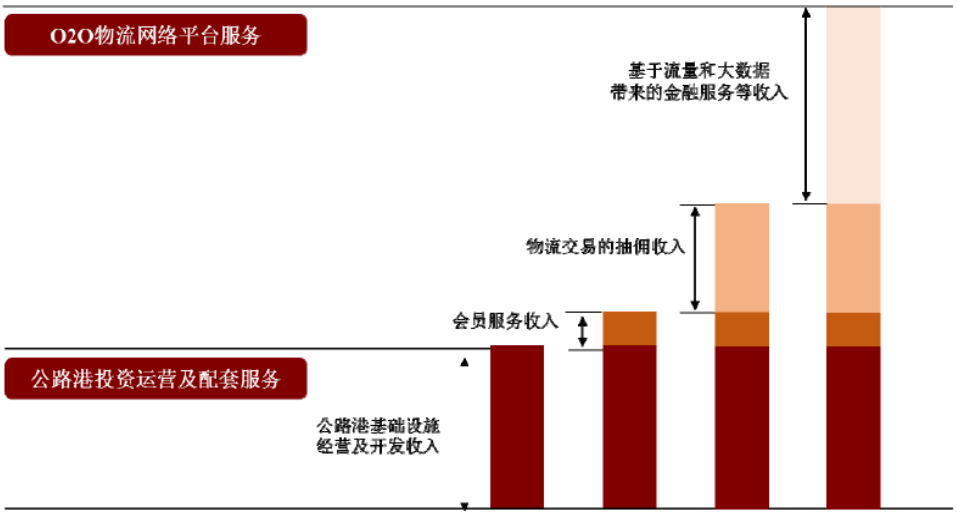
15 年 1 月，传化成功开展了运宝网-保运项目。增加专线中心运单保险相关模块；改造物流商相关接口；梳理优化登录注册相关逻辑，满足客户可以在线购买运单保险的需求。15 年 2 月传化升级了支付系统，该支付系统是基于传化物流平台业务特性的第三方支付业务系统，能完成充值、转账、提前、消费等第三方支付业务功能，能高效、快捷、稳定地为平台提供各类互联网、移动支付服务。

图 27：传化物流金融布局逐步成型



数据来源：安信证券研究中心

图 28：传化物流金融的盈利空间巨大



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

4. 传化股份的投资亮点

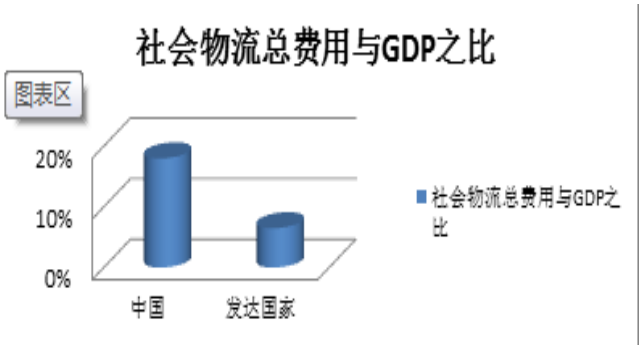
我们认为传化股份目前的商业模式在 A 股极为稀缺，传化模式有四大投资亮点：互联网+物流模式解决行业痛点、先发优势卡位精准、O2O 闭环保障客户粘性、开辟物流金融形成产金回路。

4.1. 传化物流的成功来源于解决行业痛点

公路物流运行效率低下，行业缺乏规范是两大行业痛点。根据统计，占社会物流总量 70%的中国公路物流运营效率低下，社会物流总费用与 GDP 之比在 18%左右，而全球平均水平只有 6.5%。按 2014 年我国 63.6 万亿 GDP 测算，社会物流总费用高达 11.4 万亿。发达国家物流外包比例达到 70%，我国不到 50%。卡车回程空载率高达 40%，针对空载率高，运行效率低下这个问题主要原因是我国公路运输高度分散，最大的公路运输公司市占率也不超过 1%，大量的个体司机与中小型公路物流运输公司才是行业主要运营力量，对于这部分人，信息收索与整合能力有限，车货信息有严重的不对称性。针对“车找不到货，货找不到车”的行业通病，传化“公路港”平台通过一站式服务，把握住卡车端，并在此基础上，通过信息化手段进行货源信息的整合匹配，在移动端率先推出了易配货产品，让车货匹配变得更加轻松、便捷。使得空车配货时间从平均 72 个小时缩短到 6 个小时，效率提高。

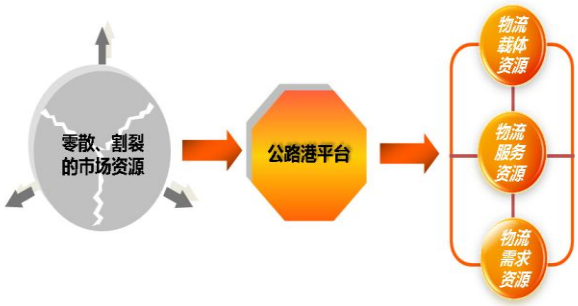
行业缺乏规范是另外一个问题。公路物流“低小散乱”的运行状态是一个常态。缺少功能完备的基础设施网络布局、信息化指挥调度系统、市场诚信体系以及标准化服务体系，是物流效率停滞不前的主要原因。公路运输中，司机超载、跑单、货物坏损等问题成为物流公司做大最大的隐忧。传化模式通过 GPS 全程覆盖和传化会员体系，从“业务增长性、ABC 分层、规范经营”三个层面考核入驻经营的中小物流企业，从货运车辆诚信认证入手，建立优胜劣势和市场准入机制，改变了公路物流“布局散、秩序乱、环境差，市场信用缺失”的状况。每一个成功都来源于解决行业的痛点，我们认为传化“公路港”物流模式在过去十年迅速在全国推广正是因为其摸准行业痛点，有效解决行业问题。我们认为，传化模式将促进我国公路物流行业的转型升级。

图 29：社会物流费用过高



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

图 30：规范的公路运输运营模式



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

4.2. 先发优势卡位精准

公路港与其他物流方式不同的特点在于公路港的卡位十分重要，一个优势的地理位置不仅保证了客流、车辆、货流的汇集，同样也是公路港区分其他公路港的护城河。传化物流于 2002 年开始布局“公路港”的建设。截至目前，传化物流已在全国 17 个省会城市、51 个枢纽地级市，合计落实了 70 个项目，并在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市建立了全省网络布局与卡位。作为物流 O2O 的重量级参与者，传化物流通过 15 年的探索，已然在线下布局方面占得先机。作为

人大代表的董事长徐冠巨在今年的两会中明确提出公路港提案，各地政府也纷纷与传化合作，签订战略合作协议。我们认为，传化的政策优势能够在全国快速的铺点扩张，依靠和当地政府签订整体合作合约，通过控股+直营的方式在全国低成本的构建网点。根据资料显示，传化物流将于 2015 年与 2016 年拟建包括：武汉、遵义、济南、衢州、淮安、泰州 6 个“公路港”项目，总投资达 227,375 万元。足以显示了其快速扩张的决心。

图 31：传化物流全国布局打造“1+60”平台

数据来源：安信证券研究中心，公司公告

4.3. O2O 闭环打造传化生态系统

我们认为传化物流最大的优势来自于其深耕物流多年，对物流行业自身规律的深刻理解。每一个支付场景的构建，每一个物流基地的开发都蕴含着传化物流在行业的实力积累与对互联网+物流的深刻理解。物流 O2O 是一个严重依赖线下应用场景的服务行业，如果没有线下做支撑，线上用户的拓展很难推进。从这个角度而言，拥有充足的线下“公路港”变得十分重要。由于中小物流企业与卡车司机群体的信息化水平不高再加上客观上认知的局限，线上用户推广相对于其他行业比较困难。因此，传化物流通过“公路港”服务掌握这些用户粘性，相对于其他企业来说是绝对优势。传化物流不是做线上信息撮合的第一家企业，但却是最了解卡车司机需求的一家。传化物流不是线下物流仓储转型线上的第一家，却是做为物流平台型企业的第一家。

目前线下转型线上的物流企业有新宁物流，华鹏飞，怡亚通等。他们一般属于传统的仓储公司或者物流公司转型线上，类似传化物流这种专注公路供应链平台企业的几乎没有。例如新宁物流，新宁物流是以电子元器件保税仓储为核心，并为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供第三方综合物流服务。主要包括进出口货物保税仓储管理、配送方案设计与实施，及与之相关的货运代理、进出口通关等。从业务规模上来看，远远没有传化物流大。我们认为，传化物流与传统物流企业最大的区别在于，传化是一个平台型企业，有最广泛的信息流、物流、资金流覆盖与汇聚，这种平台级企业产生的数据流、资金流是单个物流企业无法比拟的，平台型企业才是物联网时代最大的赢家。

表 5：传化物流与其他竞争对手区别

	运营方式	性质
运满满	基于移动互联网技术，开发的手机配货平台，致力于公路运输的配货与托运的信息撮合服务。	线上物流信息撮合平台
罗计智慧物流	运用数据挖掘技术、搜索匹配技术和移动物联网技术，为司机和货主提供免费的货/车源信息	线上物流信息撮合平台

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

新宁物流	综合仓储物流服务提供商，专注于保税仓储及配套物流服务；电子信息产业的仓储物流企业；保税仓储服务商。公司以电子元器件保税仓储为核心，并为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供第三方综合物流服务。	第三方物流 电子信息产业布局
华鹏飞物流	主要为国内电子信息产业领域客户提供专业物流服务的提供商，通过嵌入客户生产、采购、分销及逆向等内部业务流程，提供综合物流整体解决方案。并基于综合物流服务的配送中心外包管理、供应商管理库存、流通加工等其他增值物流服务。	第三方物流 珠江三角洲布局
传化物流	定位于“物流平台整合运营商”，致力于把众多的第三方物流企业聚集在一起，为他们提供一个包括“基础性的物流设施”、“信息交易服务”和“商务配套服务”的综合性运营平台	第四方物流 全国综合布局

数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

4.4. 物流金融形成产金回路

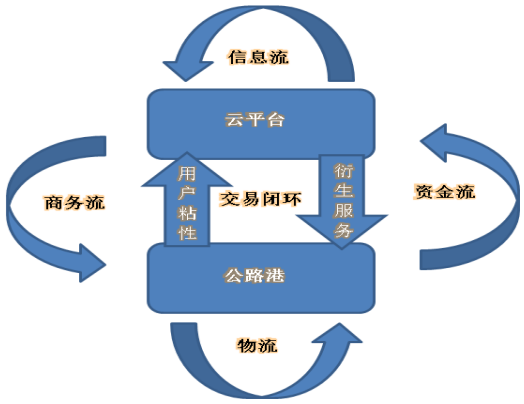
物流是基础，金融是增值。基于物流平台的交易闭环是产金回路的载体，是建立生态的重要因素，否则物流 O2O 将失去持续成长的价值。传化物流 O2O 的过程以闭环为基本思路，模式为“线下场景+用户粘性+交易闭环”。在线上资源平台构建、线下大规模建立“公路港”实体平台，以及线上线下融合体系方面完成闭环，形成集中物流、信息流、资金流、商务流为一体的动态、可持续的物流 O2O 交易闭环体系。如传化物流 4 月份推出的互联网物流产品——园区通为例，其中的云平台就包括云会员、云配货、云支付、云保险四类具体服务。诸如搭建基于统一的诚信体系基础，以“传化卡”为实物载体的第三方支付平台，实现物流业务各交易环节的便捷、安全支付等金融业务。

物流金融是个超过万亿的新兴市场。传化的交易闭环将成为传化切入物流金融的入口。根据统计，传化物流“公路港”自从 2003 年开始实行会员管理制度后，会员注册人数已经超过 200 万人，伴随传化 O2O 闭环的建立，其会员数将会呈现几何式增长。未来，传化“公路港”的每一个枢纽、基地和节点都将形成以卡车、司机为核心的商圈，其中以卡车为核心的商圈涵盖运输车辆的维修、年检、汽配等，以司机为核心的商圈包括支付、餐饮、住宿、购物等由这两大商圈产生的商业支付与消费，平均到每一辆卡车与司机，其年营运收入以作业生活支出都将以百万计，形成一个巨大潜在的商业机会。

同时，传化物流园区每年货物价值超过 400 亿元，预计未来全国网点铺设完全后，货物价值将超过 1000 亿元，如果加上每年 1000 亿的货价中约有 10%的资金形成沉淀，按照 3%的资金利息，传化物流在资金沉淀中能够获得的利润将超过 3 亿元。如果传化能为平台上 7000 家客户提供结构融资服务，每年保守预计供应链金融收入将突破 5 亿。同时，考虑到传化物流的征信、数据、中介服务功能，我们预计传化平台每年的利润将在未来形成超速增长。

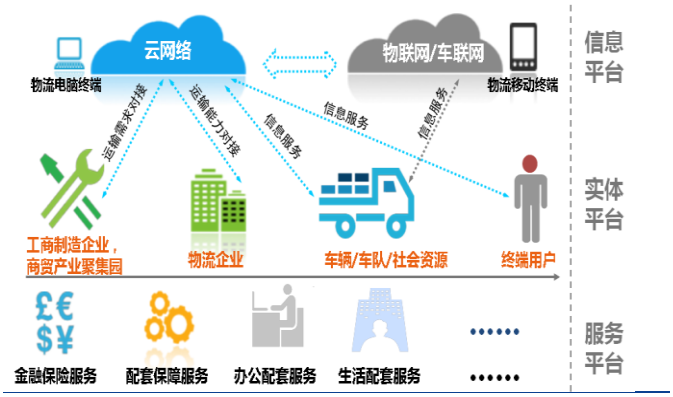
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 32：传化物流的产金回路



数据来源：安信证券研究中心

图 33：供应链集成服务



数据来源：安信证券研究中心，公司公告

5. 盈利预测与估值

目前，传化线下公路港运营主体收入包括物业租金收入以及配套服务收入，其中物业租金收入主要为实体公路港内信息交易中心、智能车源中心、货运班车总站、仓储配送中心、配套服务中心等对外租赁收入、停车费收入等。目前已立项板块的项目为大杭州、衢州、泉州、济南、青岛、哈尔滨、菏泽、淮安、南充、遵义、贵阳、温州、重庆及长沙共 14 个实体公路港建设项目，纳入已接洽待立项板块的项目共包括 52 个实体公路港建设项目。按照 1 年左右的项目运作周期，未来 3 年公司运营的公路港项目数量在 70 个左右，对应 14 年 5 个公路港 7.5 亿左右的收入，未来 3 年线下公路港收入规模应该在 105 亿元左右。

O2O 物流网络平台服务收入主要体现为供应链总包收入、交易服务费收入、保险代理收入、其他服务收入、广告收入等，各线上交易平台处于业务培养阶段，暂不收取交易佣金、会员费等。根据传化物流的规划并参考互联网行业的规律，随着 O2O 物流网络平台服务业务的开展，2017 年下半年开始各实体公路港不再单独收取上述收入，而开始根据易配货，易货嘀、运宝网等线上交易平台的平台交易总额收取交易佣金以及会员费，以及根据支付金融交易量收取交易佣金。截至 2015 年 3 月 31 日，上述公路港合计司机会员量为 21 万，平均每个公路港达 7 万以上。根据未来传化物流规划的公路港发展数量预测，按照未来 3 年 70 个公路港计算，实体公路港发展的注册货运司机数量约 500 万；在活跃会员率方面，目前三个公路港数据反映出的活跃会员率为 11.2%，预测期内随着实体公路港网点增长到 70 个，传化物流平台上能够服务货车司机的货源、增值服务也将越来越多，势必带来会员粘性的增强，本次预计活跃会员率在预测期内逐步提升至 30%。若估算每人每年 5000 元的 ARPU 值，500 万会员对应了 250 亿元的流量收入。

若合并线上线下传统物流收入规模未来 3 年应在 355 亿元左右。我们认为随着物流金融布局展开，传化物流的收入将更加多元化。根据海外物流公司的经营，物流金融业务成熟后与物流业务的收入占比约为 40%/60%，因此我们预计物流金融板块收入匹配 355 亿的物流业务收入，应为 237 亿元。传化未来总收入规模可能突破 600 亿元。

我们按照分部估值法对传化股份进行估值。传统化学制品板块中，印染助剂板块和染料板块是未来的主要利润来源。预计印染助剂板与染料板块受益环保政策与上游原材料成本下降，实现收入增速将好于 14 年。然而考虑到公司顺丁橡胶项目同样受原材料价格低迷影响，综合来看，我们预计 15 年营业收入较 14 年同比增加 12%左右，达到 56 亿元，净利润实现 3.2 亿元，给予 2015 年 25 倍 PE，总体市值应在 80 亿左右。

物流板块，我们认为目前主要收入来源于： 1.园区物业——土地增值、出租收入、配套设施等 2.基于物流平台的增值服务 3.围绕信息化的管理服务。近两年公司在建工程增速超过 100%，说明物流业务正在快速扩张，我们预计随着公司物流网点在全国铺开，规模扩大， 15 年将实现营业收入 70 亿元，净利润预计超过 4 亿元。未来随着物流金融的深入开展，利润率将持续提高。未来赢利点发展方向：1.产业链物流咨询服务——第四方物流 2. 物流金融服务。预计公司平台将产生资金沉淀超过百亿，结构性融资需求超过千亿。按照中国与海外同类可比公司对标，怡亚通（759 亿）、UPS(903 亿美金)，我们认为传化物流作为平台型的企业应该给予一定估值溢价，未来市值应超过 1000 亿。短期来看，我们认为目前在传化模式增长拐点未现的阶段，我们保守估计现阶段物流板块价值为 400—600 亿之间。合计双主业，我们认为传化股份合理市值区间为 480 亿—680 亿。公司合并后总股本为 32 亿，对于股价区间为 15-21.25 元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 07 月 01 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**4,095.3**	**5,030.0**	**7,178.5**	**8,353.9**	**11,068.5**
减:营业成本	3,227.5	3,907.3	5,419.3	6,193.9	7,399.0
营业税费	18.1	21.1	28.7	50.1	66.4
销售费用	243.2	281.9	423.5	960.7	1,328.2
管理费用	263.4	338.0	481.0	1,002.5	1,372.5
财务费用	38.0	64.7	-18.9	22.6	52.6
资产减值损失	44.4	51.8	50.0	90.0	80.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.9	-3.8	-	-	-
营业利润	**268.6**	**361.4**	**794.9**	**34.1**	**769.8**
加:营业外净收支	13.1	6.2	19.9	-1.9	4.5
利润总额	**281.7**	**367.6**	**814.8**	**32.2**	**774.2**
减:所得税	50.2	79.8	203.7	9.6	232.3
净利润	**172.7**	**212.3**	**488.6**	**17.1**	**415.2**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	22.1%	22.8%	42.7%	16.4%	32.5%
营业利润增长率	33.3%	34.5%	120.0%	-95.7%	2,160.0
净利润增长率	11.8%	23.0%	130.1%	-96.5%	2,323.5
EBITDA 增长率	33.8%	36.7%	73.2%	-80.6%	453.1%
EBIT 增长率	33.6%	38.9%	82.1%	-92.7%	1,351.3
NOPLAT 增长率	33.7%	32.4%	74.5%	-93.2%	1,351.3
投资资本增长率	34.6%	6.2%	55.7%	-62.6%	241.2%
净资产增长率	9.4%	4.9%	953.4%	0.1%	2.2%
利润率					
毛利率	21.2%	22.3%	24.5%	25.9%	33.2%
营业利润率	6.6%	7.2%	11.1%	0.4%	7.0%
净利润率	4.2%	4.2%	6.8%	0.2%	3.8%
EBITDA/营业收入	9.1%	10.1%	12.3%	2.0%	8.5%
EBIT/营业收入	7.5%	8.5%	10.8%	0.7%	7.4%
运营效率					
固定资产周转天数	50	56	40	35	26
流动营业资本周转天数	100	101	102	54	61
流动资产周转天数	186	187	659	1,042	799
应收帐款周转天数	40	42	42	42	42
存货周转天数	35	33	32	32	28
总资产周转天数	291	287	741	1,120	857
投资资本周转天数	197	190	176	126	115
投资回报率					
ROE	9.8%	11.5%	2.2%	0.1%	1.8%
ROA	6.4%	6.6%	2.4%	0.1%	2.1%
ROIC	13.2%	12.9%	21.3%	0.9%	36.1%
费用率					
销售费用率	5.9%	5.6%	5.9%	11.5%	12.0%
管理费用率	6.4%	6.7%	6.7%	12.0%	12.4%
财务费用率	0.9%	1.3%	-0.3%	0.3%	0.5%
三费/营业收入	13.3%	13.6%	12.3%	23.8%	24.9%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	50.6%	9.5%	14.9%	10.0%
负债权益比	76.2%	102.3%	10.5%	17.5%	11.1%
流动比率	2.61	2.22	19.30	7.40	12.04
速动比率	2.07	1.88	18.61	7.21	11.48
利息保障倍数	8.06	6.59	-40.99	2.51	15.63
分红指标					
DPS(元)	0.15	-	0.04	-	0.02
分红比率	42.4%	0.0%	24.7%	22.4%	15.7%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	274.2	566.6	19,572.4	21,688.2	18,297.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	522.9	651.2	1,023.8	925.4	1,657.2
应收票据	924.5	1,123.0	1,799.1	1,601.4	2,904.1
预付帐款	21.7	32.4	42.7	43.2	59.4
存货	475.5	448.2	832.9	631.3	1,117.8
其他流动资产	75.8	95.7	95.0	88.8	93.2
可供出售金融资产	-	93.2	31.1	41.4	55.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	144.5	48.5	698.5	698.5	698.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	796.0	780.3	816.4	799.9	773.7
在建工程	84.5	196.9	277.6	286.0	268.8
无形资产	230.1	278.3	590.7	582.7	574.5
其他非流动资产	84.2	62.0	-586.9	-583.2	-588.7
资产总额	**3,633.8**	**4,376.3**	**25,193.2**	**26,803.8**	**25,910.9**
短期债务	184.6	447.7	-	-	-
应付帐款	398.8	457.3	730.1	2,937.6	1,402.6
应付票据	79.0	123.0	157.2	163.0	219.5
其他流动负债	218.4	287.8	323.4	275.1	382.5
长期借款	47.5	205.1	705.6	-	-
其他非流动负债	643.7	691.9	484.8	606.8	594.5
负债总额	**1,572.0**	**2,212.7**	**2,401.1**	**3,982.6**	**2,599.0**
少数股东权益	**301.7**	**320.3**	**442.8**	**448.1**	**574.9**
股本	488.0	488.0	3,218.0	3,218.0	3,218.0
留存收益	1,272.4	1,355.4	19,131.4	19,155.1	19,519.0
股东权益	**2,061.8**	**2,163.6**	**22,792.2**	**22,821.2**	**23,311.9**

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	231.5	287.8	488.6	17.1	415.2
加:折旧和摊销	67.3	84.8	106.1	114.0	121.7
资产减值准备	41.7	38.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	40.0	61.3	-18.9	22.6	52.6
投资损失	-7.9	3.8	-	-	-
少数股东损益	58.8	75.5	122.5	5.4	126.7
营运资金的变动	-559.0	-31.0	-1,075.1	2,642.5	-3,901.4
经营活动产生现金流量	**-202.7**	**337.3**	**-376.8**	**2,801.7**	**-3,185.1**
投资活动产生现金流量	**-160.1**	**-244.1**	**-472.9**	**-108.4**	**-83.8**
融资活动产生现金流量	**168.8**	**150.5**	**19,855.5**	**-577.5**	**-122.1**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.35	0.44	0.15	0.01	0.13
BVPS(元)	3.61	3.78	6.95	6.95	7.07
PE(X)	45.4	37.0	105.9	3,020.1	124.6
PB(X)	4.5	4.3	2.3	2.3	2.3
P/FCF	-46.0	16.6	-43.3	24.4	-15.0
P/S	1.9	1.6	7.2	6.2	4.7
EV/EBITDA	15.2	10.4	38.2	181.4	36.5
CAGR(%)	-54.0%	23.5%	53.6%	-54.0%	23.5%
PEG	-0.8	1.6	2.0	-55.9	5.3
ROIC/WACC	1.3	1.3	2.2	0.1	3.7
REP	1.6	1.5	3.7	205.2	1.7

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编：518026

上海市

地　址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编：200123

北京市

地　址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编：100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。