集团资产注入，变身物流巨擘

传化股份（002010）

评级： 增持 前次：

目标价（元）： 22.35

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

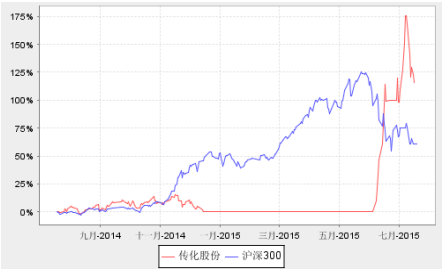
联系人 彭毅 pengyi@r.qlzq.com.cn

2015 年 8 月 4 日

基本状况

总股本(百万股)	487.98
流通股本(百万股)	487.98
市价(元)	19.60
市值(百万元)	9564.41
流通市值(百万元)	9564.41

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	5,962	5,821	6,477	8,589
营业收入增速	31.74%	-2.37%	11.28%	32.60%
净利润增长率	24.91%	50.45%	-120.9%	443.99%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.11	-0.02	0.08
前次预测每股收益（元）				
市场预测每股收益（元）				
偏差率（本次-市场/市场）				
市盈率（倍）	119.18	171.18	—	237.47
PEG	4.78	3.39	—	0.53
每股净资产（元）	5.06	2.28	2.25	2.34
每股现金流量	0.69	0.17	0.04	0.21
净资产收益率	9.93%	5.03%	-1.06%	3.53%
市净率	1.79	8.60	8.69	8.39
总股本（百万股）	487.98	3,221.34	3,221.34	3,221.34

投资要点

- **收购集团资产，变身物流服务业巨擘。**收购集团物流资产前，公司 2015Q1 净资产为 22.16 亿，根据备考资产负债表，收购后公司净资产为 65.19 亿，达到收购前的 294%。此外，公司公告前市值仅 44.26 亿，此次收购资产交易对价达 200 亿，是典型的“小吃大”。若此次收购方案获证监会通过，公司将转变为物流为主，化工为辅的业务结构，虽然短期内化工业务收入占比仍较大，但长期来看物流资产是影响公司市值变动的主要因素。

- **国内公路货运效率低下，市场潜在开发价值巨大。**我国物流运输成本占 GDP 的比重达到 16.6%，而美国这一数据仅 8%，造成这一差异的主要原因是我国缺乏一个全国性的类似于空港、海港的公路货运运营体系，存在大量的信息不对称（“车找不到货，货找不到车”）和资源不合理配置（货车空载率 40%）。目前，公路货运存在三个万亿级别商圈，分别为人商圈、车商圈和物资运费。针对这些行业痛点，目前车货配对 APP 方兴未艾，我们认为能成功保证诚信和定价支付体系的企业最终将掌握市场的主动权。

- **公司商业模式对三大参与主体有较强吸引力。1）对卡车司机的吸引力：**公司所提供车货配对的双方对接，可以有效解决货车司机在传统模式下经常遇到“回程空放”的问题，因此充足的干线及同城货源能够较好地提高卡车司机的收入，提升卡车有效使用率。2）**对货主企业的吸引力：**货主企业之前面临的问题是由于物流中间环节成本占比过高，使得其不得不支付高昂的物流费用，而公司提供的服务可以保证精简中间环节，降低其所需支付的物流费用。此外，司机的诚信体系较完善，可以保证货运物资的安全性。3）**对物流企业的吸引力：**物流企业作为“无车承运人”，可以更加专注于其能够提供的专业性物流服务能力，而部分分散的货物配送需求则由公司的社会运力池提供。

- **公司盈利模式清晰。**公司盈利模式分两阶段：第一阶段下，公路港模式下主要收入为公路港投资运营及配套服务（主要为物业管理费、旅馆租金、油品销售、汽车配件销售、配套开发收入），但随着用户数形成一定规模（易配货在目前长途卡车司机人群中的覆盖率接近 5%），盈利结构进入第二阶段，O2O 物流网络平台服务收入将会成为主要收入来源，包括会员服务收入、物流交易的佣金分成、基于流量和大数据带来的金融服务收入等。

- **盈利预测及估值。**我们预计公司 2015-2017 年归属净利润为 3.69 亿、-0.77 亿、2.66 亿（并入传化物流），同比增 50.45%、-123.30%、409.02%，其中 2015-2016 年为主要投入期，因此费用率较高，但从 2017 年开始公司盈利将出现反转。估值方面，**公司合计估值=传化物流板块+化工业务板块=667+43=720 亿，以摊薄后 32.21 亿股本计算，对应公司股价为 22.35 元。我们首次覆盖，并给予“增持”评级。**

- **风险及不确定性。**1）证监会审核通过存不确定性 2）用户数低于预期 3）公司后续投建公路港仍需大量融资，资金是开建大量公路港主要瓶颈。

内容目录

收购集团资产，变身物流服务业巨擘 - 4 -
由化工单一主业转变为物流为主化工为辅 - 4 -
控股股东传化集团为经营多元化业务 500 强民营企业，资源丰富 - 5 -
国内公路货运效率低下，市场潜在巨大开发价值 - 6 -
物流成本高企，资源利用效率低下，中间环节及信息不对称是主因 - 6 -
公路运营体系缺失 - 7 -
公路货运市场存在巨大开发价值：人商圈+车商圈+物资运费 - 8 -
车货配对是否成功决定于诚信和定价支付体系两个方面 - 10 -
公司首创“公路港”，重资产模式具较高壁垒 - 11 -
2000 年确定公路港平台商业模式，战略及盈利模式清晰 - 11 -
公路港模式壁垒较高，交易型平台具高用户粘性 - 13 -
三大互联网产品协同打造公路全网运营体系，保证诚信与定价支付体系 - 14 -
盈利预测及估值 - 19 -
盈利预测 - 19 -
公司估值：720 亿，对应股价 22.35 元 - 20 -
风险及不确定性 - 20 -

图表目录

图表 1：公司定向增发交易对方和对价 - 4 -
图表 2：公司收购是典型的“小吃大” - 5 -
图表 3：重组完成后公司股权结构 - 6 -
图表 4：中国物流费用占 GDP 比重高企： - 6 -
图表 5：中国与美国物流成本占生产成本对比：% - 6 -

图表 6：中美货运日均行驶里程：公里 - 7 -
图表 7：中国货运车辆空载率 40% - 7 -
图表 8：运输中间环节成本占比 60% - 7 -
图表 9：公路货运缺乏类似航空体系下的运营体系 - 8 -
图表 10：公路货运三个万亿级商圈巨大开发价值 - 9 -
图表 11：以司机为服务对象的“人商圈” - 9 -
图表 12：以卡车为服务对象的“车商圈” - 10 -
图表 13：运输中间环节成本占比 60% - 10 -
图表 14：公司公路港全国性布局 - 11 -
图表 15：公司公路港建设和投入运营计划 - 12 -
图表 16：公司物流网络运营系统商业模式（323 模式） - 12 -
图表 17：公司盈利模式清晰 - 13 -
图表 18：公路港复制三大壁垒 - 14 -
图表 19：公司主要互联网产品与公路港参与主体之间生态关系 - 15 -
图表 20：易货嘀三年数据预测 - 15 -
图表 21：易配货三年数据预测 - 16 -
图表 22：运宝网三年数据预测 - 17 -
图表 23：支付金融三年数据预测 - 18 -
图表 24：公司三款核心互联网产品用户数据预测 - 19 -
图表 25：公司分项收支预测 - 19 -
图表 26：互联网产品 GMV 预测：亿 - 20 -
图表 27：具备互联网生态圈公司 PGMV 估值 - 20 -
图表 28：可比上市公司估值 - 20 -
图表 29 财务报表及预测 - 22 -

收购集团资产，变身物流服务业巨擘

由化工单一主业转变为物流为主化工为辅

- **定向增发收购集团资产及募集配套资金。**公司自创立以来一直以化学制品业务为主，其中印染助剂及染料和皮革化纤油剂收入占比超过 80%。2015 年 6 月 12 日，公司公告 1）以 8.76 元每股价格向 8 名对象（以大股东传化集团为主）发行 22.83 亿股，收购其持有的传化物流 100%股权，交易对价 200 亿；2）以 10 元每股价格向 10 名对象发行 4.5 亿股，募集配套资金 45 亿，用于实体公路港建设和 O2O 物流网络平台升级。
- **典型的“小吃大”。**收购前，公司 2015Q1 净资产为 22.16 亿，根据备考资产负债表，收购后公司净资产为 65.19 亿，达到收购前的 294%。此外，公司公告前市值仅 44.26 亿，此次收购资产交易对价达 200 亿，是典型的“小吃大”。若此次收购方案获证监会通过，公司将转变为物流为主，化工为辅的业务结构，虽然短期内化工业务收入占比仍较大，但**长期来看物流资产是影响公司市值变动的主要因素。**

图表 1：公司定向增发交易对方和对价

1.发行股份购买资产			
每股价格：元/股	8.76		
交易对方	发行股票数：股	对应价值：亿	用途
传化集团	1,826,467,168	160	全部用于收购传化物流资产100%股权
长安资管	171,232,876	15	
长城资管	68,493,150	6	
华安资管	68,510,000	6	
中阳融正	57,077,625	5	
陆家嘴基金	45,662,100	4	
凯石资管（一）	34,246,575	3	
西藏投资	11,415,525	1	
合计	**2,283,105,019**	**200**	
2.募集配套资金			
每股价格：元/股	10		
增发对价	发行股票数：股	对应价值：亿	用途
君彤璟联	70,000,000	7.0	全部用于 1）传化物流实体公路港网络建设项目和 2）O2O 物流网络平台升级项目的建设
人寿资管	40,000,000	4.0	
华商基金	32,000,000	3.2	
杭州金投	20,000,000	2.0	
珠海浩怡	50,000,000	5.0	
建信基金	106,000,000	10.6	
凯石资管（二）	57,250,000	5.725	
建发股份	20,000,000	2.0	
新华汇嘉	40,000,000	4.0	
中广核财务	15,000,000	1.5	
合计	**450,250,000**	**45.03**	

来源：增发预案，齐鲁证券研究所

图表 2：公司收购是典型的“小吃大”

	2015Q1 收购前	2015Q1 收购后	收购后/收购前：%
资产合计：亿	42.61	90.48	**212%**
净资产合计：亿	22.16	65.19	**294%**
营业收入：亿	9.5	11.89	**125%**
归母净利润：亿	0.36	0.52	**144%**
	公告前市值：亿	收购资产对价：亿	收购资产/公告前市值：%
	44.26	200	**452%**

来源：增发预案，齐鲁证券研究所

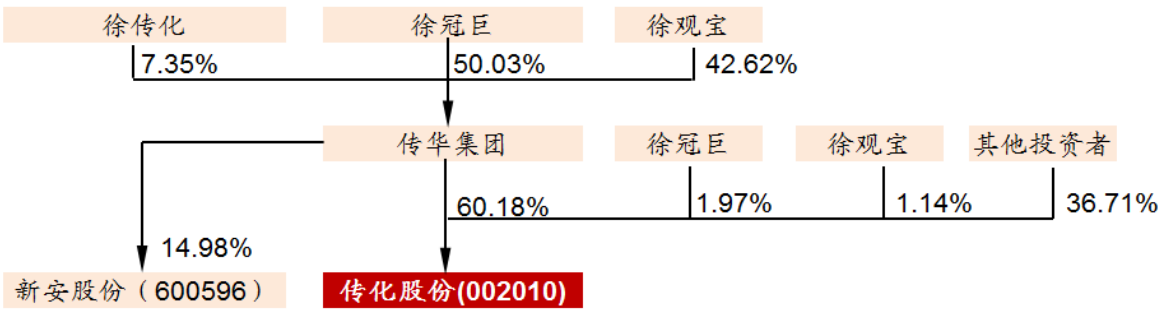
控股股东传化集团为经营多元化业务 500 强民营企业，资源丰富

- 公司控股股东为传化集团，司实际控制人为徐冠巨（浙江省政协副主席）、徐观宝和徐传化，总持股比例为 43.49%，其他股东持股比例为 56.51%。徐冠巨和徐观宝系兄弟关系，同为传化集团的出资人，现分别为控股股东传化集团有限公司的董事长和副董事长。传化集团创建于 1986 年，是知名的多元化现代民营企业集团,致力于**化工、物流、农业、科技城、投资**等事业领域。2014 年实现工业和服务业总收入 248 亿元。位列“中国企业 500 强”、“中国民营企业 500 强”、“中国最具价值品牌 500 强”。

- **传化化工：**传化集团旗下拥有两家上市公司分别为**传化股份（002010）**和**新安股份（600596）**，以及 6 家高新技术企业和 1 家国家级技术中心。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，依托产业链和产业平台的深化发展，已涵盖专用化学品、新材料、石油化工、煤化工等业务领域，**多项产品产销量达到全国和全球第一**。众所周知的“传化”洗衣服即是公司早期研发生产的大众消费品。
- **传化物流：**该板块为此次收购标的资产。自 2000 年起，传化物流专注物流整合业务 15 年。自 2003 年传化集团在杭州萧山首创传化公路港物流模式，截止 2014 年，传化公路港已在全国 17 个省会城市，51 个枢纽级地市，合计落实了 68 个项目。依托线下实体平台，在线上同步构建起云车、云物流两大业务体系，用互联网手段，高效联接中国公路物流产业链上的三大主体（货主企业、物流企业、货运车辆）。2014 年，**传化公路港平台物流总费用已达 2100 亿元，平台交易的货物价值达 5.2 万亿元，网络车辆已达 200 多万辆，年进出港 1800 万车次、3600 万人次，解决就业人数 10 多万人 。**
- **传化农业：**传化农业是以生物技术为核心，**是中国最大的商品种苗和高档花卉供应商之一**，立足于国家级农业高科技示范区，创造了“企业+基地+农户”的发展模式，探索出一条农业科技产业化的道路。产品覆盖全国 20 余各省市，并出口美国、日本、西班牙等国，**是国内首批获得欧洲 MPS 认证的企业**。
- **传化科技城：**萧山科技城(核心区)由萧山区人民政府、传化集团与上海陆家嘴金融发展有限公司合作共建，打造成为以生命科学、新能源新材料、高端装备制造为主导产业新型城市板块。
- **传化控股：**传化控股打造具有独特竞争优势、在中国大型民营企业中领先的综

合投资平台，并助力中小企业的转型升级。公司业务涵盖**基金管理、产业投资、资产管理**等领域。

图表 3：重组完成后公司股权结构



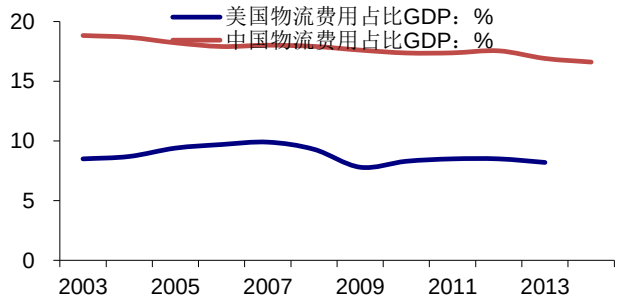
来源：增发预案，齐鲁证券研究所

国内公路货运效率低下，市场潜在巨大开发价值

物流成本高企，资源利用效率低下，中间环节及信息不对称是主因

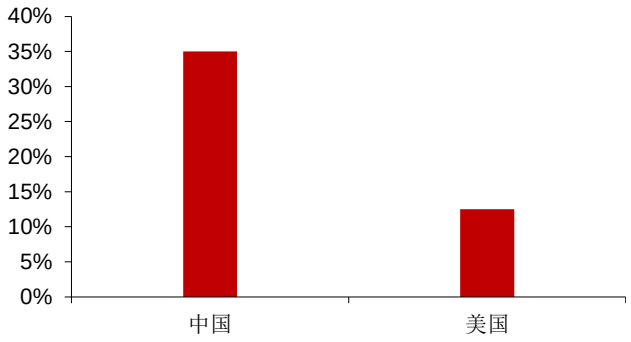
- **物流费用占 GDP 和生产成本比重偏高。**2014 年中国物流总费用（公路占比 75%）为 10.6 万亿元，占 GDP 比重为 16.6%，而美国这一数据仅约 8%，相差悬殊。中国物流成本占比生产成本为 30-40%，而美国仅占 10-15%。
- **我国运力利用率低下，货车空载率达 40%。我国社会运力丰富，拥有 1200 万辆营运货运车辆，但货运车辆空载率达到 40%。**

图表 4：中国物流费用占 GDP 比重高企：



来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

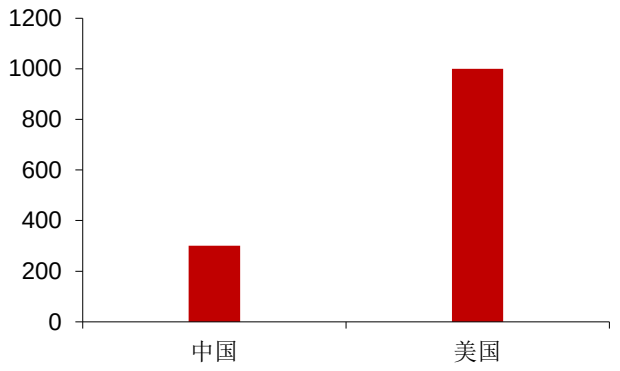
图表 5：中国与美国物流成本占生产成本对比：%



来源：传化物流官网，齐鲁证券研究所

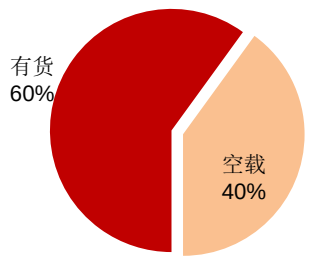
- **我国运力利用率低下，货车空载率达 40%。**我国社会运力丰富，拥有 1200 万辆营运货运车辆，但货运车辆空载率达到 40%。

图表 6：中美货运日均行驶里程：公里



来源：交通部运输司，齐鲁证券研究所

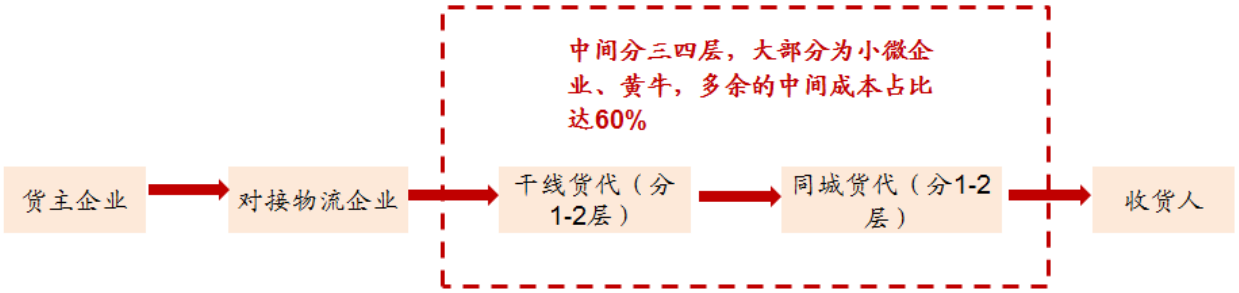
图表 7：中国货运车辆空载率 40%



来源：全国物流信息网，齐鲁证券研究所

- **中间环节和信息不对称造成物流成本高企和资源利用率低下。**国内公路货运的现状是中间环节众多（包括小微货运企业和黄牛，中间约三四层环节成本占比60%）。在整条运力链条上，1）**偏上游的货代**往往拥有货源渠道，但不具备特殊品类货运专业能力或货源和自身运力资源不匹配，即**“货找不到车”**，因此他们会选择寻找其他合适的承运方来代运，**传导至最末端的运费较低，使得司机不得不超载来提高边际收入**；2）**偏下游的货代**往往具备合适的运力，但没有稳定与合适的货源渠道（信息不对称），因此**“车找不到货”**造成了回程时较高的空载率。

图表 8：运输中间环节成本占比 60%



来源：齐鲁证券研究所

公路运营体系缺失

- **公路货运缺乏类似空港、海港运营体系。**公路货运规模占总货运规模达 75%，是货运中影响物流成本最大的环节，但是长久以来缺乏类似空港、海港等全国性完善的运营体系，全国现有的约 750 个公路服务/运营站缺乏运营经验，仅46%投入使用，且缺少统筹与整合，信息不能互通共享，各自为政。

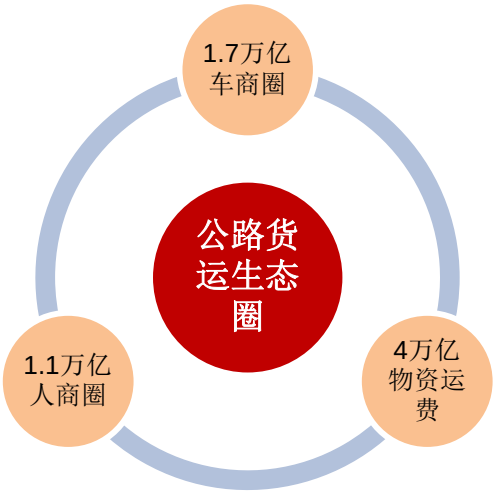
图表 9：公路货运缺乏类似航空体系下的运营体系

来源：齐鲁证券研究所

公路货运市场存在巨大开发价值：人商圈+车商圈+物资运费

- **公路货运存在三个万亿级别商圈，分别为人商圈、车商圈和物资运费。**在传统模式下，这三个万亿级商圈并无紧密联系，分别处于较为分散的市场，但在如今互联网+的时代背景下，这三个商圈或将被融为同一个生态圈下，而**能够引导创造这个生态圈的企业能够受益生态圈内巨大的开发价值**。国家与地方政府出台了系列引导物流转型升级的政策文件，其中 2014 年 9 月出台的《中长期物流发展规划（2014-2020）》中，明确指出：要**完善物流分级网络建设**，提升物流配送服务水平，要加快推进物流行业**诚信体系**建设，要发展智慧物流，深入推进**移动互联网、大数据、云计算**等新一代信息技术的应用，要强化公共**物流信息平台**建设。

图表 10：公路货运三个万亿级商圈巨大开发价值



来源：齐鲁证券研究所

- **人商圈：**主要指的 1100 万长途卡车司机，家庭生活消费、娱乐、理财、保险等，形成一个“司机移动商圈”。按照每个司机消费 10 万元/年来计算，人商圈市场规模约达 1.1 万亿。

图表 11：以司机为服务对象的“人商圈”

来源：传化物流，齐鲁证券研究所

- **车商圈：**目前国内长途卡车数量约 750 万，而卡车每年存在着装备升级、汽修汽配、车辆检测、保险、消防安全、加油等多项需求，按照每辆卡车服务费用 14.1 万元/年以及每年 6750 亿卡车团购规模测算，车商圈市场规模约达 1.7 万亿。

图表 12：以卡车为服务对象的“车商圈”

来源：传化物流，齐鲁证券研究所

- **物资运费：**2014 年全国物流总费用为 10.6 万亿（运送物资价值 212 万亿），其中公路货运占比 75%，中间 52.8%为运输费用（其余为管理费用和仓储费用），则每年公路货运运输费用市场规模约 4 万亿。

车货配对是否成功决定于诚信和定价支付体系两个方面

- “货找不到车，车找不到货”、“回程空放”等痛点由来已久，在近两年互联网技术和思维突飞猛进的情形下，众多货运 APP 横空出世。自 2014 年以来有十余款热门货运 APP 受到市场关注，根据我们整理，货运 APP 主要来自于四类主体开发：车企、物流园区/公路港、快递物流企业、互联网企业。根据我们了解，**现在市场上几乎所有的货运 APP 为信息撮合型**，即通过网络平台将货源与找货人的信息发布在 APP 上，通过信息撮合将双方对接。

图表 13：运输中间环节成本占比 60%

货运 APP 开发主体	简述	APP
车企	由车企依托运输车辆推出	陕汽的“车轮滚滚”、东风汽车的“快召货车”
物流园区/公路港	依托园区资源优势将线下信息优化转移到网络	**传化的“易配货”**、林安的“我要物流”、天地汇的“i 配货”
快递物流公司	由快递物流公司打通线上线下推出货运 APP	汇通天下的“G7 货运人”
互联网企业	通过互联网技术建立信息撮合平台	“货车帮”、“运满满”、“物流小秘”、“罗计找车、罗计找货”

来源：物流沙龙网，齐鲁证券研究所

- 然而货运 APP 至今未能出现一款如滴滴、快的、uber 一样市场占有率非常高的软件。这与货运行业的特质有关，出租车市场格局非常稳定，它的流程短且规范，所以出现一种新的模式，可以迅速颠覆性抢占市场。对比而言，物流行业范畴广，市场格局分散程度高，再加上整个流程比较长，流程的规范化程度

不够，并且传统物流企业信息化程度非常低，对于这么庞大的行业来讲，APP的发展需要非常漫长的培育周期。

- **长期而言，我们看好掌握线下物流资源（公路港、货源等）并能够良好运用这些资源来打造诚信和定价支付体系的企业，因为要赢得用户，吸引更多的车货资源，拥有市场主导权，无外乎诚信和定价支付体系两个方面。**

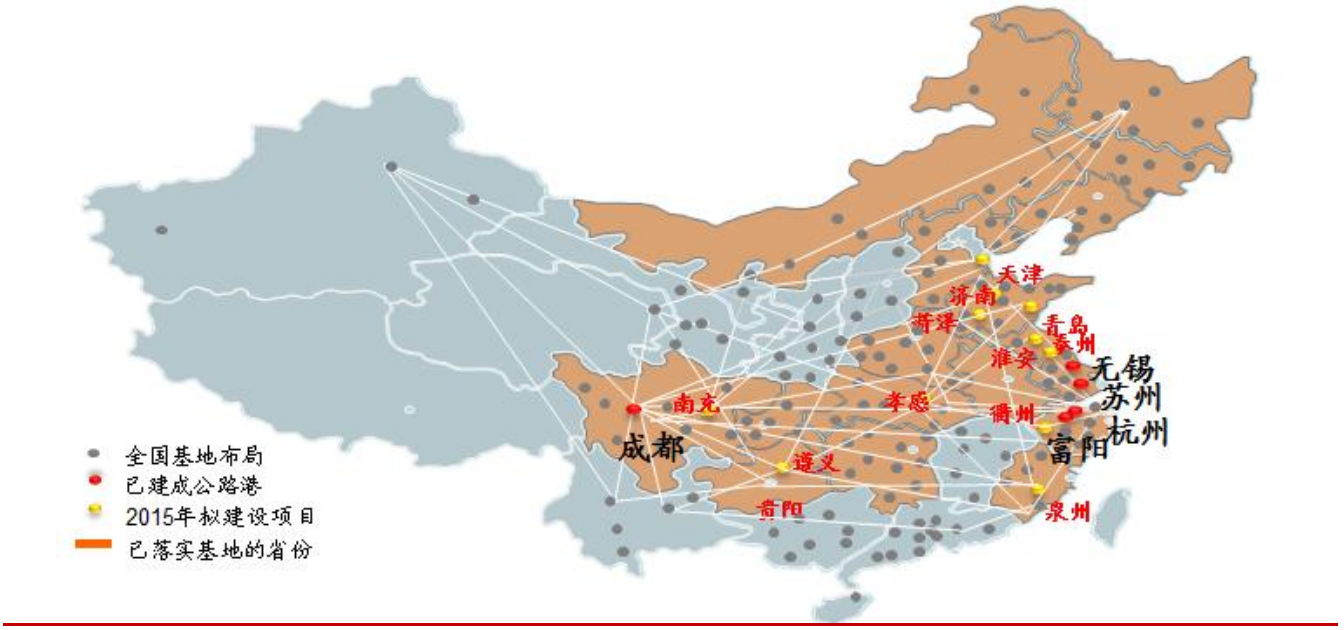
  - 1）**诚信方面，**线下实体公路港很容易掌握全国长途物流货源和长途司机（长途司机1年在单个物流点停留次数不超过10次），信息透明度和可靠性高，**而纯线上平台较难说服用户货源和司机信息的真实性，信息难以被考证；**
  - 2）**定价支付体系方面，**因公路货运流程复杂，**直接定价难度大**（很多情况下，对于不熟悉的区域运货司机接单意愿不强，因为他不知道何处会设关卡，中途是否会产生意外的费用），而线下实体公路港掌握多年的市场运费交易数据，可以基于前期积累的大量数据库来完成运费直接定价。此外，**是否具备第三方支付牌照将决定企业是否能够掌握用户的线上流水的真实性**，目前市场上几乎所有APP不具备第三方支付牌照（传化物流已申请支付牌照）。

公司首创“公路港”，重资产模式具较高壁垒

2000年确定公路港平台商业模式，战略及盈利模式清晰

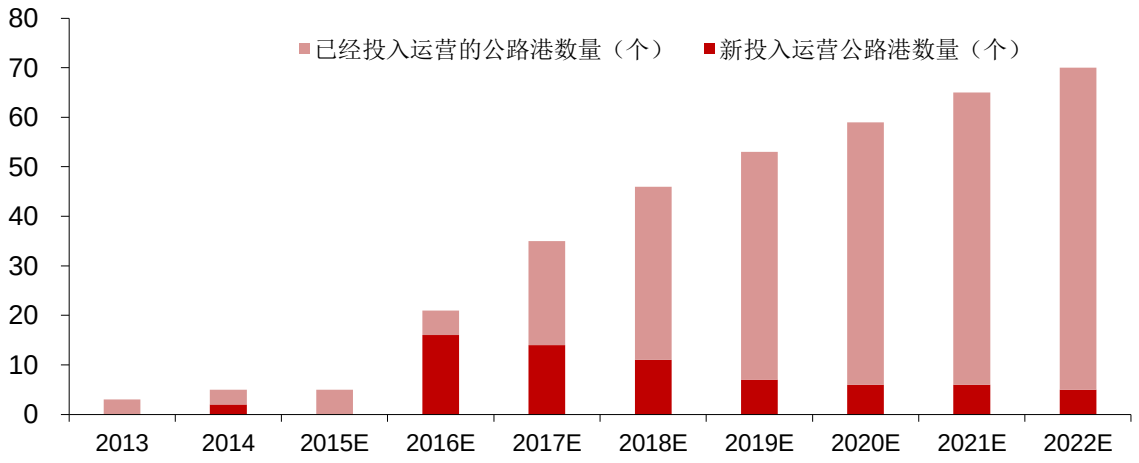
- 公司早在2000年就开始思考并确定“公路港”平台商业模式，即在全国公路网络枢纽点上建设实体公路港，作为第四方物流企业服务货主、物流、司机。2003年个于杭州首个公路港正式投入运营。目前，公司已经投入运营5个公路港：杭州、苏州、无锡、富阳、成都，此外已经建成12个公路港准备投入运营，**全国范围内已经签约落实70个公路港项目，基本覆盖全国三分之二省份。**

图表14：公司公路港全国性布局



来源：传化物流，齐鲁证券研究所

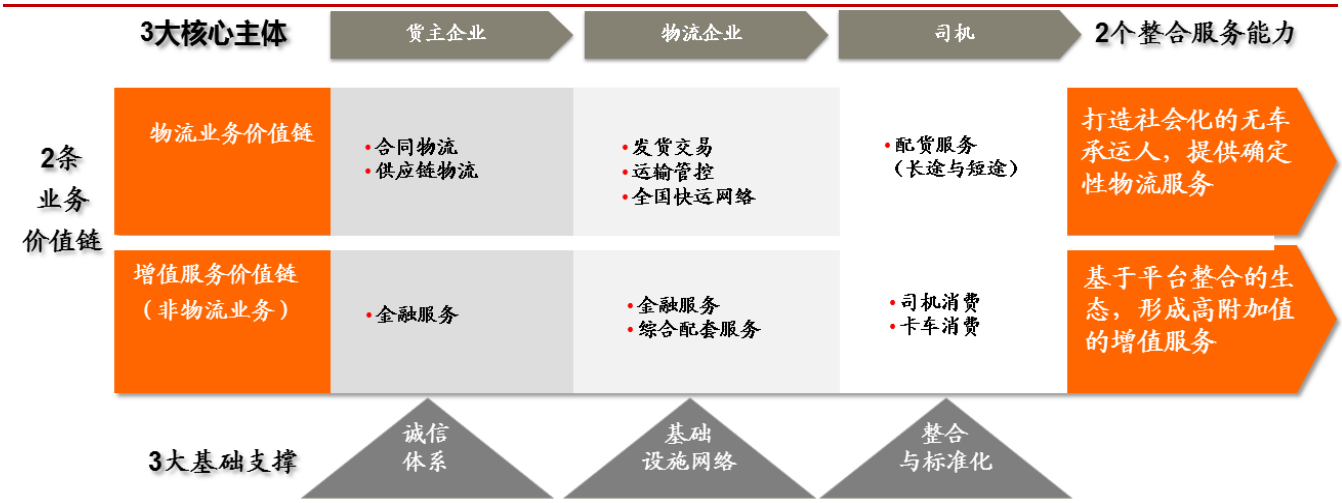
图表 15：公司公路港建设和投入运营计划



来源：增发预案，齐鲁证券研究所

■ 在长达 15 年的探索和试错的经验下，形成了以公路港为核心，形成“实体公路港+大数据+金融”的商业模式，公司围绕**两条业务价值链**（物流服务和非物流服务），依托**三大基础支撑**（诚信、网络基础设施、标准化），为**三类核心主体**（货主企业、物流企业、司机）提供不断叠加的平台服务，并形成两个整合服务能力。

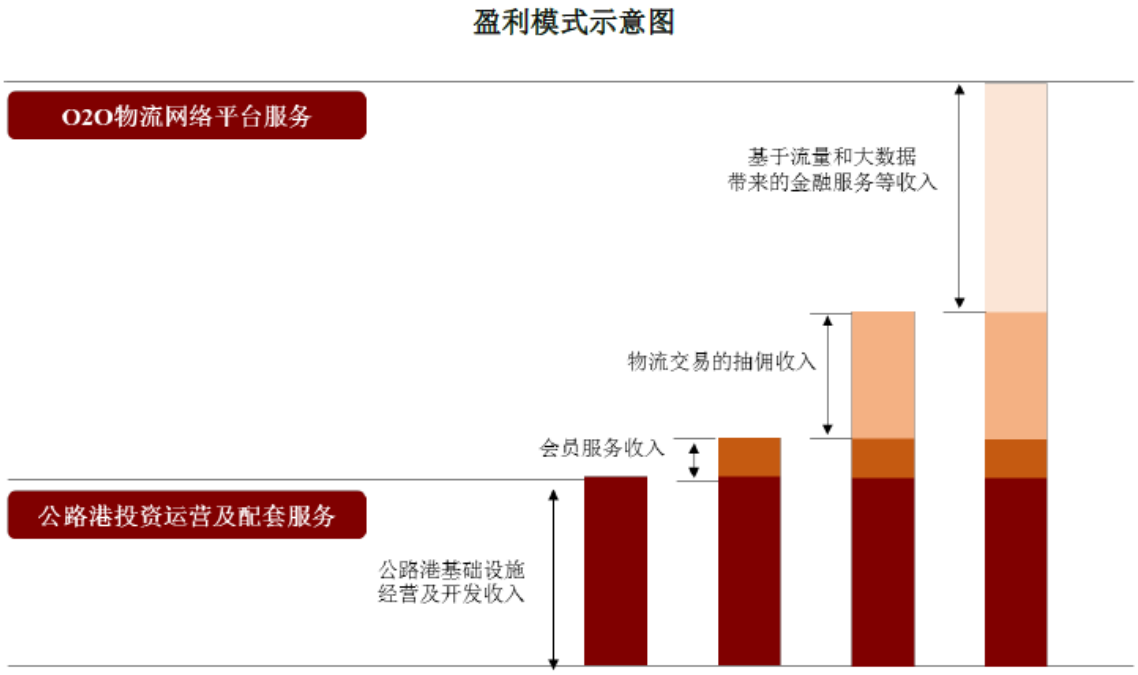
图表 16：公司物流网络运营系统商业模式（323 模式）



来源：增发预案，齐鲁证券研究所

■ **盈利模式方面，公司主要分为两个阶段。目前第一阶段下，**公路港模式下主要收入为公路港投资运营及配套服务（主要为物业管理费、旅馆租金、油品销售、汽车配件销售、配套开发收入），但随着用户数形成一定规模（易配货目前长途卡车司机覆盖率近 5%），盈利结构进入**第二阶段**，O2O 物流网络平台服务收入将会成为主要收入成分，包括会员服务、物流交易的抽佣、基于流量和大数据带来的金融服务等收入。

图表 17：公司盈利模式清晰

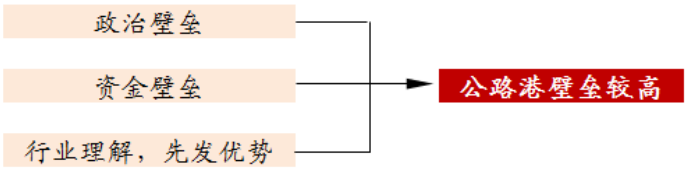


来源：增发预案，齐鲁证券研究所

公路港模式壁垒较高，交易型平台具高用户粘性

- **签约和建设公路港具备较高的政治壁垒。**2013 年 6 月，公司“公路港”项目受到国家发改委、工信部、住建部、交通运输部等五部委联合发文，通知要求地方政府有关部门认识、支持发展“公路港”，要求加大对“公路港”平台项目新增建设用地，利用存量土地，基础设施、公共信息平台建设资金扶持。公司董事长徐冠巨为浙江省政协副主席，传化物流即是由他一手培养起来，各地政府资源的支持可以给未来公路港建设扫清障碍，我们认为，其他不具备相关政府资源的企业复制公路港模式难度较大。
- **开发建设公路港资金壁垒较高。**根据公司公告的公路港开发资金测算，平均每个公路港投资达到 3 亿元，而公路港模式需要具备一定规模才能实现全国信息互联，而基本覆盖全国至少需要 70 个枢纽公路港，对应 210 亿资金投入，显而易见，一般企业不具备这样的资金实力和融资能力。
- **公司具备开发公路港先发优势和较深的行业理解。**由于“公路港”为公司首创，并且在业内拥有 15 年探索试错经验，对于物流业的理解深度（比如对于运费定价的理解，对司机行驶路线、交易行为习惯等理解）及对公路港/物流园的认识及运营经验更为丰富。

图表 18：公路港复制三大壁垒



来源：齐鲁证券研究所

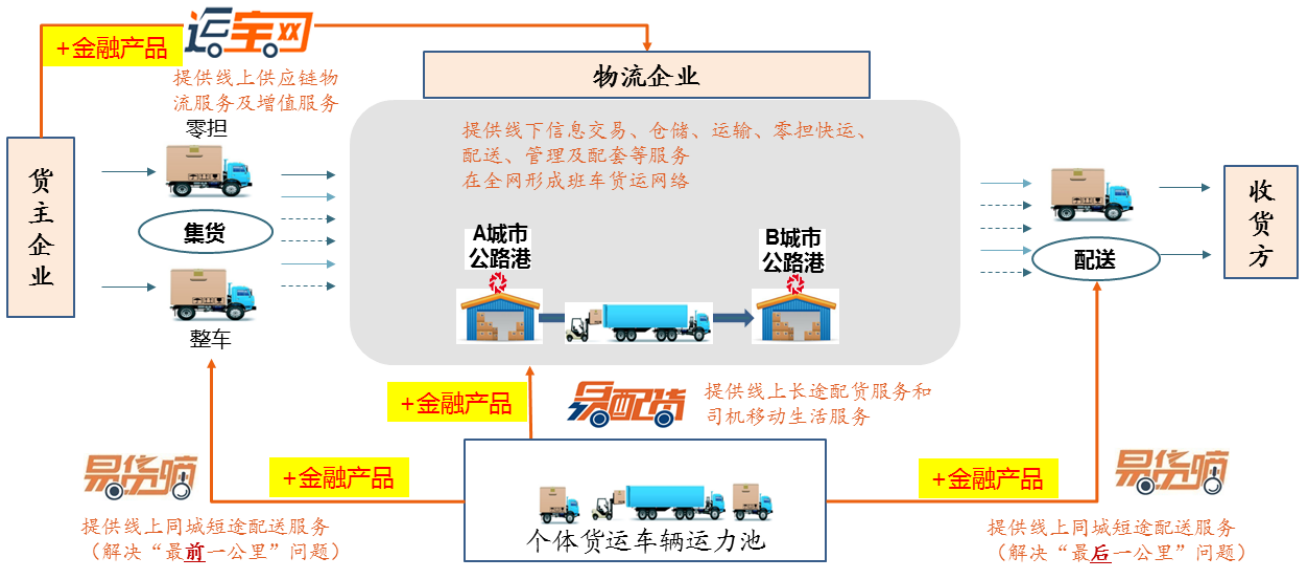
三大互联网产品协同打造公路全网运营体系，保证诚信与定价支付体系

- 公司第三方支付牌照已提交，我们认为获批是大概率事件。如之前所述，1）一方面，在交易型平台下，通过第三方支付手段，公司数据流水的真实性和数据质量能够得到保证，因此**能够保证稳定的运费定价和支付体系**；2）另一方面，入驻公司线下实体公路港的司机需要提交三证（身份证、驾驶证、行驶证），这样便**能够保证平台上参与司机的诚信体系**。

  - **对卡车司机的吸引力：**公司所提供车货配对的双方对接，可以有效解决货车司机在传统模式下经常遇到“回程空放”的问题，因此充足的干线及同城货源能够较好地提高卡车司机的收入，提升卡车有效使用率。
  - **对货主企业的吸引力：**货主企业之前面临的问题是由于物流中间环节成本占比过高，使得其不得不支付高昂的物流费用，而公司提供的服务可以保证精简中间环节，降低其所需支付的物流费用。此外，司机的诚信体系较完善，可以保证货运物资的安全性。
  - **对物流企业的吸引力：**物流企业作为“无车承运人”，可以更加专注于其能够提供的专业性物流服务能力，而部分分散的货物配送需求则由公司的社会运力池提供。

- 公司紧紧围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”，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。**

图表 19：公司主要互联网产品与公路港参与主体之间生态关系



来源：传化物流，齐鲁证券研究所

- **易货嘀：**“易货嘀”是一个小而美的初创产品，**主要服务同城配送，即服务“最前以公路”和“最后一公里”**。这款产品在 2014 年三季度开始构思，于四季度开始开发 APP，截止 2015 年 6 月易货嘀有每天产生 300 多单订单，下半年预计可以做到每天 1000 笔订单，整个团队目前大约是 30 人。用户数方面，截止 2015 年 Q2，易货嘀的发货方大约 850 个（Q1 为 406 个），注册司机数为 5297 个（Q1 为 892 个）。目前主要服务大杭州地区，此外苏州和成都地区也有自发使用情况，比较受欢迎。

图表 20：易货嘀三年数据预测

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年
会员数量				
注册货运司机数量	万人	3	20	40
增长率	-	-	566.67%	100.00%
注册发货方与注册货运司机比率	-	20.00%	20.00%	20.00%
注册发货方数量	万家	0.6	4	8
会员合计	万人、家	3.6	24	48
交易流量				
司机会员人均年交易笔数	笔/年/人	6.00	7.80	10.14
增长率	-	-	30.00%	30.00%
年交易笔数	万笔	18	156	405.6
单次交易运费金额	元	200	200	200
配货运费交易额	**亿元**	**0.36**	**3.12**	**8.11**
货运司机会员年消费笔数	笔/年	-	6	7
单次消费金额	元/次	-	5	10
年消费笔数	万笔	-	120	280
货运司机消费金额	**亿元**	**-**	**0.06**	**0.28**
货运车辆单车年消费金额	万元/年	7	7	7

服务货运车辆目标量	万辆	3	20	40
线上消费率	-	-	0.10%	0.13%
货运车辆消费金额	**亿元**	**-**	**0.14**	**0.364**
流量合计	亿元/年	0.36	3.32	8.756
收入				
运费抽佣比例	-	0.50%	0.50%	0.50%
年运费抽佣收入	亿元	-	0.02	0.04
货运司机消费支付抽拥比例	-	-	0.50%	0.50%
货运司机消费支付抽佣收入	亿元	-	0.0003	0.0014
货运车辆消费支付抽拥比例	-	-	0.50%	0.50%
货运车辆消费支付抽佣收入	亿元	-	0.001	0.002
收入合计	亿元/年	-	0.02	0.04

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **易配货：**“易配货”是公司目前主推的产品，**主要服务城市之间的干线配送业务，主要为货代（包括黄牛）和司机之间的业务**。用户数方面，截止 2015Q2，注册司机数为 50 多万个（Q1 为 38 万个），每天订单为 2 万多车（包括线上线下）。这个产品利用配货作为刚需，让所有需要配货的司机来使用这个产品。因为所有干线运输的司机都需要在公路港停留，那么公司就针对司机在公路港的“人车商圈”进行服务，其中“人商圈”为司机的吃、住、日用等；“车商圈”为卡车的修理、保养、轮胎、成品油等环节。

图表 21：易配货三年数据预测

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年
会员数量				
注册货运司机数量	万人	150	250	350
增长率		-	66.67%	40.00%
注册发货方与注册货运司机比率		2.00%	2.00%	2.00%
注册发货方数量	万家	3	5	7
会员合计	万人、家	153	255	357
交易流量				
活跃会员率	-	15.00%	20.00%	25.00%
活跃货运司机数量	万人	22.5	50	87.5
人均年配货笔数	笔/年/人	5	8	12
增长率	-	-	60.00%	50.00%
年配货笔数	万笔	112.5	400	1050
单次配货信息费金额	元	200	200	200
配货信息费交易额	**亿元**	**2.25**	**8**	**21**
单次交易运费金额	元	5,000.00	5,000.00	5,000.00
配货运费交易额	**亿元**	**56.25**	**200**	**525**
货运司机会员年消费笔数	笔/年	2	6	12
单次消费金额	元/次	40	50	60
年消费笔数	万笔	300	1500	4200
货运司机消费金额	**亿元**	**1.2**	**7.5**	**25.2**
货运车辆单车年消费金额	万元/年	10	10	12

服务货运车辆目标量	万辆	100	166.67	233.33
线上消费率	-	0.75%	1.13%	1.69%
货运车辆消费金额	**亿元**	**7.50**	**18.83**	**47.32**
流量合计	**亿元/年**	**67.2**	**234.3**	**618.5**
收入				
配货信息费抽佣比例	-	-	5.00%	5.00%
配货信息费抽佣收入	亿元	-	0.4	1.1
司机会员费收费标准	元/年/人	-	100	100
司机会员费收入	亿元	-	2.5	3.5
发货方会员费收费标准	元/年/人	-	1,000.00	1,000.00
发货方会员费收入	亿元	-	0.5	0.7
会员费收入	亿元	-	3	4.2
货运司机消费支付抽拥比例	-	-	0.50%	0.50%
货运司机消费支付抽佣收入	亿元	-	0.04	0.13
货运车辆消费支付抽拥比例	-	-	0.50%	0.50%
货运车辆消费支付抽佣收入	亿元	-	0.09	0.24
收入合计	**亿元/年**	**-**	**3.53**	**5.61**

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **运宝网："运宝网"是以服务于物流企业为核心的一个平台型运输、社会化运力的管控体系。**物流企业进入运宝网相当于**"拎包入住"**的情况，物流企业自身不需要物流设备，公司的易货嘀和易配货两款产品都可以给物流企业提供卡车、叉车等设备。而物流企业给运宝网带来的则是货源和其专业性非标服务，其中非标服务（相当于中介服务）包括：1）货物类型不同，有的需要包装有的不需要，时间的要求，货物的保险安全，货物损坏、赔偿、诚信等细节处理；2）物流运输带有地域特征，不是通用化标准的运输服务。物流企业能够更加专注于其个性化的物流服务能力。运宝网这个社会化运力管控体系可以类似于 uber 一样（uber 将黑车转化为社会资源，运宝网将黄牛货代充分利用）帮助提高运力使用效率。目前大型的物流企业（如德邦物流）占比仅为 2%，其余 98%都为分散的社会物流运力。货源来源：1）物流企业带来；2）公司总包进行招投标；3）外部货源（中小货主）慕名而来。

图表 22：运宝网三年数据预测

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年
会员数量				
注册物流企业数量	家	5,000	20,000	35,000
会员合计	家	5,000	20,000	35,000
交易流量				
运费交易额	亿元	400	500	1,000
流量合计	亿元	400	500	1000
收入				
运费抽佣比例	-	-	0.50%	0.50%
运费抽佣抽入	亿元	0	2.5	5
货物保险投保比例	-	20.00%	30.00%	40.00%
保险代理抽佣比例	-	0.03%	0.03%	0.10%

保险代理抽佣收入	亿元	0.02	0.045	0.4
金融保理比例	-	5.00%	5.00%	10.00%
金融保理服务费率	-	2.00%	2.00%	1.50%
金融保理服务收入	亿元	0.4	0.5	1.5
收入合计	亿元	0.42	3.045	6.9

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **支付金融：**在公司实现较大规模且稳定可靠的货主、物流企业、司机等用户资源后，公司便可以很自然地进入保险、理财、蓝领在线支付等等业务。

图表 23：支付金融三年数据预测

项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年
会员数量				
易配货注册货运司机数量	万人	150	250	350
易货嘀注册货运司机数量	万人	3	20	40
易货嘀注册发货方数量	万家	0.6	4	8
运宝网注册物流企业数量	万家	0.5	2	3.5
会员合计	万人、家	154.1	276	401.5
交易流量：				
单笔保险购买金额（含商业险、交强险、人身险等）	元	10,000	10,000	10,000
注册货运司机会员购买比例	-	10.00%	15.00%	18.00%
注册货运司机会员购买数量	万人	15	37.5	63
保险交易金额	亿元	15	37.5	63
注册货运司机会员购买比例	-	1.00%	3.00%	5.00%
注册货运司机会员购买数量	万人	1.5	7.5	17.5
单个会员团购金额（卡车及相关设备）	万元	1	2	2
团购交易金额	亿元	1.5	15	35
蓝领支付人群数量	万人	3,000	3,000	3,000
目标用户人群数量占比	-	-	-	-
目标用户人群数量	万人	-	-	-
目标人群平均工资	元	2,988.16	3,346.74	3,748.35
在线支付占工资比例	-	-	-	-
蓝领在线支付金额	亿元	0	0	0
流量合计	亿元	16.5	52.5	98
收入				
保险抽佣比例	-	10%	10%	10%
抽佣收入	亿元	1.5	3.75	6.3
团购交易抽佣比例	-	1.00%	1.00%	1.00%
抽佣收入	亿元	0.02	0.15	0.35
支付交易抽佣比例	-	-	0.30%	0.30%
抽佣收入	亿元	-	-	-
收入合计	亿元	1.515	3.9	6.65

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 24：公司三款核心互联网产品用户数据预测

互联网物流平台会员增长预测	2014	2015Q1	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
易配货注册货运司机（万个）	38.10	43.17	150	250	350	450	540
易配货注册方（万家）	0.43	2.57	3	5	7	9	10.8
易货嘀注册货运司机（万个）	0.04	0.09	3	20	40	70	100
易货嘀注册发货方（万家）	0.02	0.04	0.6	4	8	14	20
运宝网注册物流企业（万家）	0.03	0.21	0.5	2	3.5	6	9

来源：增发预案，齐鲁证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

- **核心假设：**我们假设化工业务 2015-2017 年营收增速为-15%、5%、5%，物流板块收入按照公司公告未来三年数据，则公司 2015-2017 年总营收分别为 58.21 亿、64.77 亿、85.89 亿，同比增长-3%、11%、33%。费用率方面，由于 2015 和 2016 年是公司最大投入期，我们调高了公司销售费用率和管理费用率。
- **盈利预测结果：**根据以上假设，我们预计公司 2015-2017 年归属净利润为 3.69 亿、-0.86 亿、2.66 亿，同比增 50.45%、-123.30%、409.02%，其中 2015-2016 年为主要投入期，因此费用率较高，但从 2017 年开始公司盈利将出现反转。

图表 25：公司分项收支预测

		2013	2014	2015E	2016E	2017E
公路港投资运营及配套服务收入	公路港数量：个	3	5	5	21	35
	营业收入：亿	3.42	7.56	11.84	15.33	29.7
	营业成本：亿	3.28	6.44	10.30	13.03	24.65
	毛利率：%	4.06%	14.72%	13%	15%	17%
	营收增速：%		121%	57%	29%	94%
O2O 物流网络平台服务收入	营业收入：亿	0.90	1.97	3.61	4.55	9.05
	营业成本：亿	0.31	1.35	2.45	2.96	4.34
	毛利率：%	65.01%	31.61%	32%	35%	52%
	营收增速：%		119%	83%	26%	99%
化工业务	营业收入：亿	40.95	50.3	42.76	44.89	47.14
	营业成本：亿	32.38	38.77	31.21	33.67	35.35
	毛利率：%	20.93%	22.92%	27%	25%	25%
	营收增速：%		23%	-15%	5%	5%
	营业收入：亿	45.27	59.82	58.21	64.77	85.89
	营业成本：亿	35.97	46.56	43.97	49.66	64.35
	综合毛利率：%	20.53%	22.17%	24.46%	23.34%	25.08%
	营收增速：%		32%	-3%	11%	33%

来源：2013-2014 年报，齐鲁证券研究所　注：已将传化物流并表

公司估值：720 亿，对应股价 22.35 元

- **传化物流板块：**由于 2015-2016 年为公司重要投入期，我们按照 2017 年为估值基准年，2017 年预计公司各产品合计 GMV 达到 790 亿元，参考可比具备互联网生态圈的公司 PGMV 为 1.09 倍，我们保守给予 PGMV 1 倍进行估值，对应公司物流板块估值为 790 亿，以 8%的折现率，对应 2015 年估值为 677 亿。

图表 26：互联网产品 GMV 预测：亿

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
支付金融	17	53	98	178	272	356	501
运宝网	400	500	1000	1500	3000	4000	5000
易货嘀	0.4	3	9	20	37	74	128
易配货	67	234	618	1285	2520	4320	6995
合计	**484**	**790**	**1725**	**2983**	**5829**	**8749**	**12624**

来源：齐鲁证券研究所

图表 27：具备互联网生态圈公司 PGMV 估值

代码	简称	市值(2015/8/3)：亿元	2015 年 GMV：亿元	PGMV：倍
BABA.N	阿里巴巴	12121	25696	0.47
JD.O	京东商城	2800	5204	0.54
AMZN.O	亚马逊	15547	6345	2.45
JMEI.N	聚美优品	168	106	1.60
DANG.N	当当网	34	86	0.39
平均值				**1.09**

来源：WIND，齐鲁证券研究所 注：GMV 为我们预测值

- **化工业务板块：**从历史角度看，公司化工业务营收和净利润增长较为稳健，我们保守预计化工板块 2015 年净利润增长率 25%，对应归母净利润 2.65 亿，给予可比公司 PE 14.5 倍估值，则**化工板块估值为 43 亿。**

图表 28：可比上市公司估值

		收盘价（元）	EPS（市场一致预期）（元/股）			PE（倍）		
代码	简称	2015/8/3	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
600352.SH	浙江龙盛	12.33	1.17	1.37	1.72	10.5	9.0	7.2
603188.SH	亚邦股份	32.92	1.66	1.81	2.06	19.9	18.2	15.9
300067.SZ	安诺其	10.58	0.57	0.89	1.21	18.7	11.9	8.7
平均值						**16.4**	**13.0**	**10.6**

来源：WIND，齐鲁证券研究所

- **公司合计估值=传化物流板块+化工业务板块=677+43=720 亿，以摊薄后 32.21 亿股本计算，对应公司股价为 22.35 元，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。**

风险及不确定性

1. 公司增发预案目前已经通过股东大会批准，但仍需要证监会通过，存在不确定性。
2. 公司的核心估值取决于未来用户数的增资，若用户数的增长低于我们预期，则公司估值存在较大压力。
3. 公路港投资资金需求较大，按照每个公路港投资 3 亿计算，70 个公路港则需要 210 亿资金，若后续公司融资能力出现瓶颈，则对公司公路港业务发展造成较大影响。

图表 29 财务报表及预测

损益表（人民币亿元）

	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**60**	**58**	**65**	**86**
增长率	*31.7%*	*-2.4%*	*11.3%*	*32.6%*
营业成本	-47	-44	-50	-64
% 销售收入	*78.3%*	*75.5%*	*76.7%*	*74.9%*
毛利	13	14	15	22
% 销售收入	*21.7%*	*24.5%*	*23.3%*	*25.1%*
营业税金及附加	0	0	0	-1
% 销售收入	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-3	-3	-11	-6
% 销售收入	*5.0%*	*5.0%*	*16.5%*	*7.0%*
管理费用	-5	-5	-6	-7
% 销售收入	*8.2%*	*8.2%*	*8.5%*	*8.5%*
息税前利润（EBIT）	5	6	-1	8
% 销售收入	*7.9%*	*10.6%*	*-2.3%*	*9.0%*
财务费用	-0.77	-0.24	-0.94	-3.70
% 销售收入	*1.3%*	*0.4%*	*1.5%*	*4.3%*
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	*1.1%*	*0.7%*	*-3.3%*	*1.0%*
营业利润	3	6	-2	4
营业利润率	*5.8%*	*10.7%*	*-3.3%*	*5.0%*
营业外收支	1	1	1	1
税前利润	**4**	**7**	**-1**	**5**
利润率	*7.0%*	*11.9%*	*—*	*5.8%*
所得税	-1	-1	0	-1
所得税率	*21.4%*	*21.4%*	*21.4%*	*21.4%*
净利润	3	5	-1	4
少数股东损益	1	2	0	1
归属于母公司的净利润	**2.45**	**3.69**	**-0.77**	**2.66**
净利率	*4.1%*	*6.3%*	*-1.2%*	*3.1%*

现金流量表（人民币亿元）

	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2.9	5.4	-1.1	3.9
少数股东损益	0.0	1.7	-0.4	1.3
非现金支出	1.2	0.9	1.7	3.8
非经营收益	0.6	-0.6	0.6	2.9
营运资金变动	-1.4	-0.4	0.0	-3.8
经营活动现金净流	**3.4**	**7.1**	**0.8**	**8.1**
资本开支	0.7	33.8	57.8	57.8
投资	-1.8	-0.2	-0.2	-0.2
其他	0.1	0.2	0.2	0.2
投资活动现金净流	**-2.4**	**-33.8**	**-57.8**	**-57.8**
股权募资	0.0	45.0	0.0	0.0
债权募资	3.6	0.2	39.8	57.8
其他	-2.1	-0.8	-1.5	-3.9
筹资活动现金净流	**1.5**	**44.4**	**38.3**	**53.9**
现金净流量	**2.4**	**17.8**	**-18.7**	**4.3**

资产负债表（人民币亿元）

	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	7	23	5	8
应收款项	19	18	20	26
存货	5	5	5	7
其他流动资产	1	1	1	2
流动资产	32	47	31	42
% 总资产	*53.8%*	*43.3%*	*20.9%*	*19.7%*
长期投资	10	10	10	10
固定资产	11	41	95	146
% 总资产	*18.5%*	*38.0%*	*63.2%*	*67.7%*
无形资产	6	10	13	16
非流动资产	28	62	119	173
% 总资产	*46.2%*	*56.7%*	*79.1%*	*80.3%*
资产总计	**60**	**109**	**150**	**216**
短期借款	5	0	10	38
应付款项	13	12	14	18
其他流动负债	3	2	3	3
流动负债	21	14	27	59
长期贷款	3	8	38	68
其他长期负债	7	7	7	7
负债	**32**	**30**	**72**	**134**
普通股股东权益	25	73	73	75
少数股东权益	4	5	5	6
负债股东权益合计	**60**	**109**	**150**	**216**

比率分析

	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
每股收益(元)	**0.076**	**0.114**	**-0.024**	**0.083**
每股净资产(元)	5.059	2.278	2.254	2.337
每股经营现金净流(元)	0.691	0.168	0.036	0.213
每股股利(元)	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	9.93%	5.03%	-1.06%	3.53%
总资产收益率	4.09%	3.40%	-0.52%	1.23%
投入资本收益率	14.61%	8.13%	-0.98%	3.46%
增长率				
营业总收入增长率	31.74%	-2.37%	11.28%	32.60%
EBIT增长率	27.35%	30.79%	-124%	629%
净利润增长率	24.91%	50.45%	-121%	444%
总资产增长率	51.07%	81.19%	38.10%	44.04%
资产管理能力				
应收账款周转天数	38.9	38.9	38.9	38.9
存货周转天数	38.3	38.3	38.3	38.3
应付账款周转天数	35.5	35.5	35.5	35.5
固定资产周转天数	50.6	52.9	86.0	149.6
偿债能力				
净负债/股东权益	24.28%	-11.37%	63.29%	127%
EBIT利息保障倍数	6.2	25.7	-1.5	2.1
资产负债率	52.63%	27.38%	48.17%	62.21%

来源：公司 2014 年年报，齐鲁证券研究所预测　注：2014 年数据已并入传化物流

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。