

传化股份 (002010)

年度策略会上市公司交流观点及纪要

评级: 买入 前次: 增持
 目标价(元): 30.00
 互联网零售团队 分析师
 彭毅 胡彦超
 pengyi@r.qlzq.com.cn S0740512070001
 冯晨阳 021-20315370
 fengcy@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2016年1月10日

基本状况

总股本(亿股)	32.58
流通股本(亿股)	4.13
市价(元)	18.50
市值(亿元)	603
流通市值(亿元)	76.37

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,525	5,962	5,821	6,477	8,589
营业收入增速	34.95%	31.74%	-2.37%	11.28%	32.60%
净利润增长率	27.10%	24.91%	50.45%	-120.69	449.76%
摊薄每股收益(元)	0.40	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)	24.69	120.55	163.43	—	225.86
PEG	0.91	4.84	3.24	—	0.50
每股净资产(元)	3.86	5.06	2.27	2.25	2.33
每股现金流量(元)	-0.40	0.69	0.17	0.04	0.21
净资产收益率	10.42%	9.93%	4.98%	-1.04%	3.52%
市净率	2.57	1.79	8.15	8.23	7.94
总股本(百万元)	487.98	487.98	3,258.34	3,258.34	3,258.34

备注: 股价为 2016 年 1 月 8 日收盘价

股价与行业-市场走势对比



投资要点

■ 事件: 年度策略会上市公司交流

时间地点: 2016年1月7日厦门威斯汀酒店

交流人: 传化物流董事高级副总裁 李绍波/传化股份董事副总裁董秘 朱江英

■ 中泰核心观点: 中国物流行业长期经受物流费用成本较高, “车找不到货, 货找不到车”的低效痛点, 在国家供给侧改革的背景下, 物流领域的降本增效改革刻不容缓。传化股份作为国内互联网+物流生态平台型首创者, 无论在商业模式还是资源背景上优势明显。市场上不少投资者往往容易将顺丰、德邦等快递或零担企业与公司做对比, 而事实上传化无论从商业模式(前者为有车承运企业、后者为无车整合生态平台)还是物流领域(前者为快递零担为主、后者为普货整车)都存在本质区别。此外, 与部分类似模式的轻资产平台型企业相比(如市场上超过 200 个类似的车货匹配 APP), 传化物流的物流园区管理可以使得其在物流企业和货车司机真实性、时效性、正规性上具备明显优势, 而物流货运本身的复杂性必须要有线下具备专业的非标准化增值服务来完成流程闭环, 因此轻资产平台型企业也在寻求与线下物流园区合作或租赁。

■ 盈利: 生态大融合背景下, 互联网平台型企业如京东(已由自营走向平台)、怡亚通、亚马逊, 未来主业均不是主要盈利点, 所谓“羊毛出在猪身上”, 在主业形成良好生态后, 盈利多由生态中的其他业务提供(如金融、云计算等)。公司主业线下业务盈利稳定, 线上业务处于高速投入成长期, 商业保理(预计相关业务公司将于近期成立)、在途保险、交易抽佣等金融业务均具备高利润率、高成长属性。公司承诺 2015-2021 年累计净利润 57 亿, 但我们根据公司一直以来较为稳健的风格, 实际利润大概率超过承诺额。

- **估值：**公司类似空港的公路港物流系统以及类似“滴滴货车”的商业模式，估值可对标中国民航局空管局（国务院旗下交通部直属）以及滴滴快的（最新轮融资估值超 1000 亿）。目前公司市值仅 600 亿（其中原有传统业务化工印染助剂等业务估值近 100 亿），我们按照 2016 年预计线上运费流水 GMV1 倍，给予公司 1000 亿目标市值，对应目标价 30 元，给予“买入”评级。
- **风险及不确定性。**1) 市场系统性风险及风险偏好回落；2) 互联网支付牌照取得时间滞后。

以下是交流纪要：

1、核心问题：物流利润链中利润是从货主企业来的，传化这种模式是否能把真正利润的来源包住，也就是说货主企业愿意来选择我们这种路径，而不选择那些轻资产平台型 APP 公司？

在中国目前链条中，货主比较散，大的货主会选择一个总包，不会通过我们这种模式；而中小货主货源不稳定，就会通过物流公司来帮助他进行运输过程。

像部分 APP，上半年气势汹汹，下半年有些偃旗息鼓，因为他只做线上物流服务，就无法提供一些物流的基础服务。他们有致命性的问题，**即真实性、时效性得不到保证。**

(1) 因为真正的货主不会去找司机和直接从事运输，也不会把物流信息发布到网站上面，只会将货运信息告诉中介，再由中介来组织运输事宜。换言之，**基本上都是物流公司、信息黄牛、第三方物流公司 (3pl) 在发布信息，而非货主本人。**这些平台不能直接找货主，只能通过中介、物流信息公司，大部分只能在线上信息进行信息的匹配，不能真正完成交易。**而本质上，物流公司和那些 APP 平台是冲突的，**它们的发展是要取缔这些中介，这是与这些平台冲突的。因为这些平台需要花钱去雇用中介来寻找货主，而货主原先是与物流公司对应的，所以这一过程就会与物流公司产生冲突。**(2)** 另一方面，费用不是刚性的，同样一批货物在淡季、旺季费用不同，另外还有各种服务，比如需不需要装线，价格不统一，在线上只能发布信息，不能完成交易。部分 APP 平台公司也意识到了一些问题，明白只通过线上的合作不能解决物流的痛点，所以也在找物流园区合作或租地等方式进行改善。

而传化的路径发展较稳定，我们有线下公路港作为支撑，货源信息都在公路港里面的物流公司中。

相比较而言，在公路港中的物流公司，

(1) 我们对他们有所约束，要求他们办公、注册、交增值税等，对他们有诚信考核机制，他们就不敢把假的信息给我们，不会出现司机到了货却已经运走了的情况。但是对于部分轻资产平台公司，没有线下的支撑，只能通过补贴、提成的方式向黄牛购买信息，这种情况下真实性、时效性都得不到保证。也会出现中介不把运输费付给司机的情况。

(2) 货主就愿意将高价值的、长期的货源信息交予公路港中的物流信息公司。一方面他们可以得到相对正规、可靠的服务，一方面可以收到正规的增值税发票。

(3) 物流公司入驻公路港将得到双重服务，一是在线下，他们的运营将会正规化，公路港将会提供与政府运管部门沟通的渠道；二在公路港中的司机的诚信度将比在其他纯 APP 平台上的司机诚信度要高。因为公路港中的司机将会留下视频资料、指纹、身份证号、行驶证等信息。物流公司是可靠的公司，而司机是诚信的司机。

2、公路港以后的布局是怎样的？

我们现在也在通过合资合作的方式扩充，目前有 6 个在运营，本月（1 月）将会增加两个，一个是青岛的项目，目前仍在进行内部装修，基本上在春节前能够投入运营；另一个是与淄博的一家企业合作，我们将把它并购，马上就能运营。在昆明、上海嘉定，我们也通过合作、合资、输入管理的方式增加运营点，并不是每个都自投自建。在公司公路港逐步全国范围布局后，我们在中国主要的运输城市就能连成网、形成片。困扰我们的问题是，很多物流公司不规范，都是在城乡结合部，租一些农民的土地，建造一些违章建筑。作为上市公司不可能收购这些资产，但是这些资源又是真实存在的，于是我们可以成立运营公司，将他们的资源导入到我们的路径、运宝网中，帮他们运营，方式就是租金我们收取，给他们固定回报。在上海等资产比较规范的城市，我们就会通过合资购并的方式。

3、公司盈利时间节点？

公司计划 2017 年下半年开始抽佣，今年已经真正实现盈利，单纯线上盈利要到 2018 年，但是整个公司这几年已经在盈利了。

4、假设 2020 年能产生利润 20 亿，根据 50 倍估值，那就是 1000 亿，折现到现在不比现在的市值高很多。

互联网公司不能单纯看盈利，我们的目标是搭建物流公路的系统，做成之后，价值远远超过 1000 亿的市值。今年第一季度物流增资 36 亿，这次增资 44 亿（配套资金），再加上国家发改委等政府部门给予我们各种补贴，基本上有百亿的资金支持发展。实际上今年运宝网 GMV 已经非常可观。

5、2014 年线下流水 2100 亿，运宝网是 120 亿，怎么解释？

是进系统和没有进系统的区别，进系统是 120 亿，是开发票的数额。

6、金融服务

商业保理公司已经在天津自贸区成立，主要是针对物流公司在金融方面的规划，因为存在账期差，通过保理公司能够得到解决。金融公司也是我们以后寄予厚望的。我们将互联网和金融团队分开了，专门成立了金融事业群，希望打造像蚂蚁金服那样的传化金服。所以我们已经成立保理公司，小额贷款公司还在筹建，互联网保险经纪公司也在申请。同时，近期我们公司再业界引起了一大批互联网金融方面的人才。互联网加金融的团队大概已经有 700 多人了。互联网有 500 多人，金融团队今年预计发展到 500-1000 人。抽佣和赚差价的模式都是不符合互联网的态势，肯定将通过金融的增值、创造更多的生意来分一杯羹。但是按照证监会的要求，在测算过程中，只能通过抽佣和赚差价的方式测算。

7、抽佣占利润多少？

比例不是很大，以前是按照证监会的测算方式测算的，而现实情况是，只要到我们平台上来，抽不抽佣其实影响不是很大。更多的是我们提供增值服务来赚钱。

8、公司以后的发展目标有多大？

我们能做多大取决于我国公路运输市场有多大。（1）我国公路运输市场很大的，发改委提出降成本，其中之一就是降物流成本，而公路运输成本又是最高的，公路运输总量一般占到我国运输总量的 77%，运输成本占到 GDP 的 18% 左右。预测公路运输市场为 3.5 万亿左右，顺丰一年销售额为 100 亿左右，德邦销售额为 90 亿左右，其他企业为 40-50 亿左右，而中国公路运输 top10 占总额的 1.8%，而美国 top6 已经占到 60% 左右。而公路运输没有大的国企、巨无霸，所以货运市场非常大。我认为将来一定会出现世界一流的、位于第一军团的物流公司。（2）中国物流的货物周转一般在 200 万亿/每年的价值，包括贷款代收、途中保险，这也是很大的市场；（3）物流装备市场，包括直接装备（汽车、卡车等），卡车公司今年行业不好，进口卡车一般价值 100 万，国产的价值 50 万左右，而公路上跑的破烂卡车一般值一二十万。所以没有一个有效的市场，供给与需求不匹配。很多公司找到我们合作，因为我们有 200 万真实的司机。比如中石化、中石油，我们在成都的一个加油站的一天加油量是外面一个月的加油量因为每天几乎有一万辆卡车进出。这些市场也将超过一万亿。（4）中国目前有 2000 多万卡车，一般长途运输需要两个司机，那么就有 3000 多万人从事运输。再加上其他物流人员，共有 5000-6000 万人从事物流行业。而这些人员有年轻化趋势，他们在途中的消费需求也是万亿的规模。所以我们认为这里有很多市场，传化的产品不仅仅针对运费、配货，我们希望打造生态圈。

9、我们的主要竞争对手状况是怎样？

（1）我们面对的市场不一样。顺丰是 to C，德邦主要是零担，我们做的还是整车运输、大件。中国公路货运分类很清楚，1 公斤以内是信函，5 公斤以内是快递，5-30 公斤是快运，30 公斤以上是零担，再往上是大件、整车。在中国公路货运中，快递占 10%，零担占 30%，60% 是我们面向的市场。所以我们和顺丰不形成竞争。（2）另外商业模式也不一样，他们是形成网络，自己接单、做生意，我们通过平台将物流企业聚集起来。他们是自营，我们是平台模式。货物类别不一样，操作模式有很大区别。德邦进入快递行业，流程改了很多。

10、公司互联网支付这块现有模式如何？

以前抽佣 0.5%，现在是在培育这块市场，因此没有抽佣，将来希望提供金融支持和服务来赚钱。我们的支付牌照包括互联网支付、移动支付、以及全国范围内的预付费卡。

预付费卡合作商家：加油、高速公路过路费、服务区服务费、ETC 合作、吃饭的商家商户、汽修配件等。预付费卡有折扣，因为卡车过路费等费用较高，一点折扣就能省很多。

11、公路港会把停车费等收费取消吗？

要看以后发展，要是线上业务发展起来，那么线下也就不成为我们主营的业务。将来我们希望公司在路上直接按照 APP 的指示配货，不需要到我们这里来集中配货，而到我们这里来的目的只是提供会员服务、诚信资格认证等。在这种理想模式之前，需要大家对我们品牌很信任。

12、交易量中下游行业的构成是怎样的

杭州民营企业较发达，主要是制造业运输；在成都商贸业比较多，一是外面商贸产品进川，二是出去粮食和资源类物品。总体来说，工业制造业、商贸零售业比例较大，工业制造业比例占 70%。我们不涉及化工类危险品、大件机械类，基本上是普通货物。

13、暂不考虑改名，因为我们化工类也做的很好，我们希望通过实际业务的增长，而不是改名，来使公司股价上升。

图表 1: 财务报表及预测

损益表 (人民币亿元)					资产负债表 (人民币亿元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	60	58	65	86	货币资金	7	24	5	8
增长率	31.7%	-2.4%	11.3%	32.6%	应收款项	19	18	20	26
营业成本	-47	-44	-50	-64	存货	5	5	5	7
% 销售收入	78.3%	75.5%	76.7%	74.9%	其他流动资产	1	1	1	2
毛利	13	14	15	22	流动资产	32	48	31	42
% 销售收入	21.7%	24.5%	23.3%	25.1%	% 总资产	53.8%	43.7%	20.9%	19.7%
营业税金及附加	0	0	0	-1	长期投资	10	10	10	10
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11	41	95	146
营业费用	-3	-3	-11	-6	% 总资产	18.5%	37.8%	63.2%	67.7%
% 销售收入	5.0%	5.0%	16.5%	7.0%	无形资产	6	10	13	16
管理费用	-5	-5	-6	-7	非流动资产	28	62	119	173
% 销售收入	8.2%	8.2%	8.5%	8.5%	% 总资产	46.2%	56.3%	79.1%	80.3%
息税前利润 (EBIT)	5	6	-1	8	资产总计	60	109	150	216
% 销售收入	7.9%	10.6%	-2.3%	9.0%	短期借款	5	0	9	37
财务费用	-0.77	-0.24	-0.92	-3.68	应付款项	13	12	14	18
% 销售收入	1.3%	0.4%	1.4%	4.3%	其他流动负债	3	2	3	3
资产减值损失	-1	0	0	0	流动负债	21	14	26	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	3	8	38	68
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	7	7	7	7
% 税前利润	1.1%	0.7%	-3.4%	1.0%	负债	32	30	72	134
营业利润	3	6	-2	4	普通股股东权益	25	74	73	76
营业利润率	5.8%	10.7%	-3.3%	5.0%	少数股东权益	4	5	5	6
营业外收支	1	1	1	1	负债股东权益合计	60	109	150	216
税前利润	4	7	-1	5	比率分析				
利润率	7.0%	11.9%	—	5.8%		2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-1	-1	0	-1	每股指标				
所得税率	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	每股收益 (元)	0.075	0.113	-0.023	0.082
净利润	3	5	-1	4	每股净资产 (元)	5.059	2.271	2.248	2.330
少数股东损益	1	2	0	1	每股经营现金净流 (元)	0.691	0.166	0.036	0.211
归属于母公司的净利润	2.45	3.69	-0.76	2.67	每股股利 (元)	0.150	0.000	0.000	0.000
净利率	4.1%	6.3%	-1.2%	3.1%	回报率				
现金流量表 (人民币亿元)					净资产收益率	9.93%	4.98%	-1.04%	3.52%
	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.09%	3.38%	-0.51%	1.24%
净利润	2.9	5.4	-1.1	3.9	投入资本收益率	14.61%	8.13%	-0.98%	3.46%
少数股东损益	0.0	1.7	-0.4	1.3	增长率				
非现金支出	1.2	0.9	1.7	3.8	营业总收入增长率	31.74%	-2.37%	11.28%	32.60%
非经营收益	0.6	-0.6	0.6	2.9	EBIT 增长率	27.35%	30.79%	-124%	629%
营运资金变动	-1.4	-0.4	0.0	-3.8	净利润增长率	24.91%	50.45%	-121%	450%
经营活动现金净流	3.4	7.1	0.8	8.1	总资产增长率	51.07%	82.20%	37.32%	44.04%
资本开支	0.7	33.8	57.8	57.8	资产管理能力				
投资	-1.8	-0.2	-0.2	-0.2	应收账款周转天数	38.9	38.9	38.9	38.9
其他	0.1	0.2	0.2	0.2	存货周转天数	38.3	38.3	38.3	38.3
投资活动现金净流	-2.4	-33.8	-57.8	-57.8	应付账款周转天数	35.5	35.5	35.5	35.5
股权募资	0.0	45.6	0.0	0.0	固定资产周转天数	50.6	52.9	86.0	149.6
债权募资	3.6	0.2	39.2	57.8	偿债能力				
其他	-2.1	-0.8	-1.5	-3.9	净负债/股东权益	24.28%	-12.05%	61.99%	126%
筹资活动现金净流	1.5	45.0	37.7	53.9	EBIT 利息保障倍数	6.2	25.7	-1.6	2.1
现金净流量	2.4	18.4	-19.3	4.3	资产负债率	52.63%	27.23%	47.75%	61.91%

来源: 公司 2014 年年报, 招股书, 中泰证券研究所

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:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。