

评级: 买入 维持评级

公司调研简报

 市场价格 (人民币): 14.87 元  
 目标价格 (人民币): 20.00-21.00 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)	48,443.70	
年内股价最高最低(元)	26.28/9.00	
沪深 300 指数	3093.89	
深证成指	9536.71	
人民币(元)		
成交金额(百万元)		



## 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)	42.02	34.17	115.33	423.57	87.24
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

## 公司调研

- 国金证券交运物流组近期调研了传化股份成都枢纽港。公司调研简报如下:
- **调研简报**
- **在全国稳步推进公路港建设, 淄博和郑州枢纽港开建:** 我们国家建了 450 万公里的高速公路, 但卡车空驶率在 40%以上, 物流成本比率是欧美的两倍。公司相应全社会物流痛点, 面对 5 万亿级公路运输市场, 打造公路干线运输智慧物流平台。车货匹配线上平台交易量 2015 年为 600 亿元, 是行业第二名的近 7 倍, 预计 2016 年线上流量实现 1000 亿。公司 2015 年净利润 5.4 亿元, 同比增长 120%, 增长主要来源于出售一部分股权投资。2016 年 1 月和 2 月, 分别开建淄博和郑州公路枢纽港。每建一个枢纽港, 交通部和地方政府补贴在 6000 万—1 亿元不等。公司稳扎稳打, 未来 2 年在全国形成枢纽网络运输管理系统。
- **成都公路枢纽港交易量已经占到当地 80%, 继续完善:** 成都枢纽港 2015 年业务量实现快速增长, 预计线上交易量近 100 亿元。经过 2015 年的快速增长后, 2016 年增速放缓, 已经占到成都当地交易量的 80%。虽然竞争对手也抢一部分客户, 但在当地已经形成垄断优势。公司将继续完善成都枢纽港的运营, 以便更好的流量兑现。受到宏观经济下行拖累, 卡车运输量增速收窄, 对公司单枢纽的业务量增速会放缓。公司未来的快速增长主要靠干线枢纽节点的建设, 横向地域的扩张带来的业务量的增长, 预计 2016 年, 将完成 30 个公路港的建设。
- **传统物流资产只为增加客户粘性, 实现线下快速导流:** 公司积极培育活跃用户, 为客户提供全方位的服务。在成都枢纽港为客户提供司机公寓、加油站、汽车修理、银行保险服务等。用户粘性确实在增强, 尤其中大型的物流商, 这是轻资产的车货匹配平台所不具备的。成都枢纽港司机公寓收费低(每晚 100 多元钱), 目前没有盈利; 与中石化合作的加油站, 盈利能力很好(司机加油方便, 卡车多)。有的客户, 来到枢纽港后, 业务扩张快, 急需贷款购买卡车, 公司帮其提供贷款购车服务, 帮助客户将生意做大, 公司与客户共同成长。
- **2016-2017 年将是公司流量变现期, 供应链金融将成盈利重点:** 公司一直积极探索“中国智能公路物流网络运营系统”。为 170 个枢纽城市建设“公路港城市物流中心”, 推动互联网和金融在物流领域中应用, 公路港每到达的一个枢纽城市, 能为这一城市降低 40%以上的物流成本, 大幅提高物流效率。公司致力于打造“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态。今年继续加大人才招聘力度, 发力物流运营、互联网信息平台、供应链金融系统建设。2016-2017 年是线上活跃用户流量开始变现的时候, 随着线上流量的逐步放量, 供应链金融在 2017 年将快速释放利润, 成为未来的盈利重点。

## 盈利估值

- 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

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8621)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

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

独特有效的模式和行业存量巨大的整合空间，给予“买入”评级。

### 投资建议

- 公司作为公路干线物流存量整合者，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。公司业绩快速释放在2017年，作为公路干线运输领域共享经济的最佳代表，从国家层面到公司高层坚定支持公司智能公路枢纽港建设，战略目标明确，执行力超强。公司有望中期脱颖而出，成长为优秀的大公司。

**1、在山东淄博，合资设立传化金泰公路港。**

- 1月10日公告，全资子公司传化物流与淄博鲁中公铁投资1亿元合资设立淄博传化金泰公路港物流有限公司，公司以现金出资，占注册资本51%，合资公司经营普通货运、货运代理、货物配载信息咨询、仓储服务等。

**2、在上海，合资设立上海传化海江公路港。进驻上海的第一站。**

- 1月20日公告，公司拟同意传化物流与上海海江物流管理有限公司在上海市嘉定区投资3000万元合资设立上海传化海江公路港物流有限公司，传化物流拟出资1530万元，占项目公司总股本51%。
- 项目公司将以现存的海江物流园为基础，通过业务升级和资源导入，将其打造成一家引领上海市公路物流行业的现代化物流园区。项目公司注册成立后1年内，由项目公司对其它方拥有的海江物流园资产（包括全部地上构筑物、地下管网、附属设施、配套设施、工具设备、技改投入等）进行收购。
- 乙方承诺并保证，甲方投入资产收购的资金年回报率不低于8%。如低于8%的，不足8%部分由乙方以其持有的项目公司股权或以现金的方式予以补足，超出8%部分由项目公司享有。双方同意每3年为一个周期计算甲方投入资金的回报率。

**3、在郑州，自有资金1亿元投资设立郑州传化公路港。**

- 2月23日公告。公司拟同意传化物流以自有资金1亿元投资设立郑州传化公路港物流有限公司，用于加快打造以“实体公路港”为核心的公路港实体网络布局。
- 郑州作为国家级流通节点城市，在“三纵五横”全国骨干流通大通道中，位于京津塘、长三角、珠三角和成渝城市带之间，是国家南北、东西交通大动脉的枢纽要冲。郑州公路港的成立将有利于优化当地区域内物流环境，提升物流资源与效率，降低公路物流成本，加快传化物流公路港实体网络的全国布局。

**4、自有资金1亿元投资设立天津传化商业保理有限公司**

- 1月10日公告，全资子公司传化物流以自有资金1亿元投资设立天津传化商业保理有限公司，以建立“物流+互联网+金融服务”公路物流新生态，为货主、物流企业、货车司机及相关群体提供全方位、立体化的保理服务。
- 商业保理业务不仅可以加速贸易过程中现金流的周转速度和使用效率，也在一定程度上降低企业的财务风险和采购成本，同时也为中小企业和外贸出口型企业流动资金融资瓶颈提供解决方案。
- 目前国内物流企业与货主之间存在三到四个月的结算账期，由于物流企业的轻资产特性，造成巨大的垫资压力和融资压力，物流行业的保理业务存在很大的发展空间。公司结合前期的调研经验，据统计约75%的物流企业有融资需求，据此测算国内物流行业保理业务市场约有万亿市场。
- 天津传化商业保理有限公司将依托传化公路港平台优势，为物流领域的货主、物流企业、司机等提供一揽子综合性金融服务，围绕物流行业“短、小、频、急”的特征，以物流行业应收账款为核心标的，为中小物流企业提供全方位的小微金融服务，破解中小物流企业融资难融资成本高的难题，切实有效地助力传化公路物流网络运营系统建设。

**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)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E	
增长率	3,354	4,095	5,030	5,768	8,053	10,584	应收账款	445	274	567	1,756	504	
主营业务成本	22.1%	22.8%	14.7%	39.6%	31.4%		存货	1,106	1,447	1,774	1,834	2,092	
%销售收入	-2,656	-3,228	-3,907	-4,446	-6,051	-7,235	其他流动资产	315	475	448	792	912	
毛利	79.2%	78.8%	77.7%	77.1%	75.1%	68.4%	流动资产	73	98	128	277	331	
%销售收入	697	868	1,123	1,322	2,002	3,349	%总资产	1,939	2,295	2,917	4,658	3,676	
营业税金及附加	20.8%	21.2%	22.3%	22.9%	24.9%	31.6%	长期投资	64.8%	63.1%	66.7%	59.5%	43.6%	
%销售收入	-15	-18	-21	-46	-64	-106	固定资产	136	144	142	142	142	
营业费用	0.5%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	1.0%	%总资产	606	881	978	1,589	3,061	
%销售收入	-203	-243	-282	-317	-483	-688	无形资产	20.3%	24.2%	22.3%	20.3%	36.3%	
管理费用	6.1%	5.9%	5.6%	5.5%	6.0%	6.5%	非流动资产	246	244	293	1,292	1,397	
%销售收入	-233	-263	-338	-444	-1,208	-1,799	%总资产	1,053	1,339	1,459	3,173	4,765	
销售费用	7.0%	6.4%	6.7%	7.7%	15.0%	68.4%	负债	35.2%	36.9%	33.3%	40.5%	56.4%	
%销售收入	697	868	1,123	1,322	2,002	3,349	资产总计	2,992	3,634	4,376	7,832	8,440	
息税前利润 (EBIT)	245	343	482	515	246	756	短期借款	1,107	1,572	2,213	3,083	5,205	
%销售收入	7.3%	8.4%	9.6%	8.9%	3.1%	7.1%	应付账款	417	193	456	547	481	
财务费用	-28	-38	-65	-19	-27	-52	其他流动负债	419	537	623	935	1,368	
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	0.3%	0.3%	0.5%	流动负债	128	150	236	454	533	
资产减值损失	-17	-44	-52	0	0	0	长期贷款	964	881	1,316	1,935	2,383	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	127	48	205	405	805	
投资收益	2	8	-4	2	3	4	负债总计	17	644	692	743	783	
%税前利润	0.8%	2.8%	n.a.	0.4%	1.3%	0.6%	普通股股东权益	1,107	1,572	2,213	3,083	5,205	
营业利润	201	269	361	498	222	708	少数股东权益	1,636	1,760	1,843	4,388	4,346	
营业利润率	6.0%	6.6%	7.2%	8.6%	2.8%	6.7%	负债股东权益合计	249	302	320	360	443	
营业外收支	4	13	6	5	5	5	负债股东权益总计	2,992	3,634	4,376	7,832	8,440	
税前利润	205	282	368	503	227	713	比率分析	10,424	10,424	10,424	10,424	10,424	
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	每股指标						
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	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.242	-0.415	0.691	0.143	0.210	0.312
非现金支出	60	109	123	94	134	199	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.050	0.050	0.050
非经营收益	22	26	61	30	31	41	回报率						
营运资金变动	-132	-569	-135	-125	243	65	净资产收益率	9.44%	9.81%	11.52%	8.26%	2.27%	10.23%
经营活动现金净流	118	-203	337	401	590	876	总资产收益率	5.16%	4.75%	4.85%	4.63%	1.17%	4.60%
资本开支	-162	-199	-72	-1,805	-1,715	-1,815	投入资本收益率	8.29%	9.64%	10.94%	6.51%	3.08%	7.54%
投资	-59	0	-180	0	0	0	增长率						
其他	-19	39	8	2	3	4	主营业务收入增长率	15.86%	22.12%	22.82%	14.68%	39.60%	31.43%
投资活动现金净流	-240	-160	-244	-1,803	-1,712	-1,811	EBIT 增长率	15.90%	39.95%	40.39%	6.86%	-52.18%	207.14%
股权筹资	49	2	0	2,323	0	0	净利润增长率	2.50%	11.83%	22.97%	70.68%	-72.77%	385.50%
债权筹资	212	292	362	342	55	1,209	总资产增长率	25.79%	21.45%	20.43%	78.96%	7.77%	23.50%
其他	0	-126	-212	-74	-185	-196	资产管理能力						
筹资活动现金净流	262	167	150	2,591	-130	1,013	应收账款周转天数	37.0	39.3	41.2	52.0	38.0	30.0
现金净流量	140	-196	243	1,189	-1,252	78	存货周转天数	47.6	44.7	43.1	65.0	55.0	50.0

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
评分	<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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-02	买入	22.20	25.00~27.00
2	2015-12-30	买入	23.39	25.00~27.00
3	2016-01-20	买入	17.65	25.00~27.00

来源：国金证券研究所

**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认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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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