

传化股份 (002010)

——构建智能公路物流网络系统，打造生产性服务业基础设施平台

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 20.07 元

投资要点:

万亿级的公路物流行业资源的整合者。目前我国公路物流行业呈现“小、散、乱、差”的特点，集约化和信息化是未来发展的方向。公司以实体公路港为依托，以“互联网+物流”的模式来整合公路物流行业各方资源，切入公路货运市场，市场规模达到 7 万亿。

线下实体公路港为体，推进全国化布局。通过公路港内信息整合、统一调配、诚信体系、信用资质等解决货主、物流企业、司机在实际运营过程中的痛点。目前传化物流已经全面营运 12 个实体公路港，16 个实体公路港仍在在建，并且在全国 17 个省和直辖市已有 90 多个公路港项目在推进。未来将会加快推进公路港的全国化布局，打造“10 枢纽 160 个基地”的全国实体网络，实现公路港之间的“港港互通”。

线上三大平台为翼，打造智慧物流。以“陆鲸”、“易货嘀”、“传化运保”三大线上互联网平台为核心，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，进而提升公路物流效率，降低物流成本。

打造传化网。传化网以覆盖传化公路港、联盟物流园区、铁路航运港口，企业存储仓库的全国性的“城市物流中心”网络为依据，并在此基础上形成软硬结合的立体网络以及承载服务的开放的平台，通过大数据和云计算，构建中国公路物流的大脑，助力国家、行业、企业决策。

构建智能公路物流网络运营系统，打造生产性服务业的基础设施平台。公司以线上三大平台做为有效的流量入口，搭建以“金融支付”、“保险经纪”、“商业保理”、“融资租赁”为支撑的物流金融服务平台，以及围绕智能公路物流网络运营系统打造人、车、货商圈增值服务产品体系，建立中小型制造企业供应链服务平台，形成“物流+互联网+金融”的商业模式，最终构建中国智能公路物流网络运营系统，打造中国生产性服务业的基础实施平台。

投资建议:

公司未来希望打造的中国智能公路物流网络系统是基于公司多年来积累的业内最具有代表性的“公路港”模式，也是最有价值的核心资源。作为公路物流行业的整合者以及颠覆者，我们看好公司基于线下实体公路港对物流行业资源的整合以及公路港网络形成后，在增值服务、金融服务方面的拓展以及对公路物流全新生态圈的打造。

预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 62.90/84.12/104.90 亿，净利润为 6.23/12.59/21.15 亿，对应的 EPS 分别为 0.19/0.39/0.65 元，PE 为 105/52/31x。给予“买入”评级。

风险提示:公路港全国性布局不及预期、线上平台流量导入不及预期

发布时间: 2016 年 10 月 22 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	26.28/14.85
上证指数/深圳成指	3090.94/10748.90
50 日均成交额(百万元)	59.22
市净率(倍)	6.01
股息率	0.50%

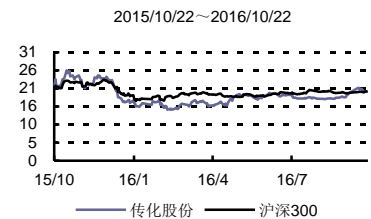
基础数据

流通股(百万股)	412.82
总股本(百万股)	3257.81
流通市值(百万元)	8285.36
总市值(百万元)	65384.34
每股净资产(元)	3.34
净资产负债率	30.59%

股东信息

大股东名称	传化集团有限公司
持股比例	60.56%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-传化股份(002010): 积极布局物流业务, 商业模式持续优化》, 2016-8-23

联系方式

研究员: 孔蓉
 执业证书编号: S0020512050001
 电话: 021-51097188-1872
 电邮: kongrong@gyzq.com.cn
 研究助理: 常启辉
 执业证书编号: S0020115080058
 电话: 021-51097188-1936
 电邮: changqihui@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

第一部分 公司概况：模式升级迎挑战，双轮驱动促发展	4
1.1 化工业务：外延式并购促业绩反弹	4
1.2 物流资产注入：化身物流巨头，打开成长空间	5
1.3 大集团架构，内部优质资产众多	6
第二部分 中国公路物流行业转型升级迫切	7
2.1 行业现状：市场大、效率差、信息化程度低、痛点多	7
2.2 政策扶持：“互联网+物流”迎春风	11
2.3 一级市场风声水起，资本争相进入	13
2.4 同行业对比分析：用户粘性更强、着眼于生态圈的打造	13
第三部分 物流目标：打造中国智能公路物流网络运营系统	14
3.1 线下：实体公路港为体，推进全国化布局	14
3.2 线上：O2O 物流网络平台为翼，打造三大线上平台	18
3.3 线上线下联动	19
3.4 智能多式联运综合物流网络运营系统，走向智能物流新阶段	20
第四部分 未来愿景：打造中国生产性服务业的基础设施平台	20
4.1 物流金融服务潜力巨大	21
4.2 公司在金融领域的布局	22
第五部分 市场规模、估值以及盈利预测	22
5.1 物流货运市场规模测算	22
5.2 化工业务以及物流业务估值	23
5.3 盈利预测及投资建议	23
第六部分 风险提示	25

图目录

图 1 近几年化工业务收入及增长率(单位：亿元)	4
图 2 传化物流发展历程	6
图 3 传化集团 2012-2014 总资产、营收、净利润情况（单位：亿）	6
图 4 我国公路里程与高速公路里程(单位：万里)	8
图 5 我国公路货运量及占比	8
图 6 历年物流费用分布情况	9
图 7 货车司机生活环境差	10
图 8 信用管理是行业难点	10
图 9 传化物流未来规划	11
图 10 传化公路港一景	14
图 11 公路港单港业务场景	15
图 12 公路港实体网络布局	17
图 13 公路港港港互联互通业务场景	17
图 14 陆鲸运营模式	18
图 15 易货嘀运营模式	19
图 16 传化运保网站界面	19
图 17 传化网：智能公路物流网络系统的核心	20
图 18 “线上+线下”、“互联网+物流+金融”的立体化业务布局	21
图 19 未来盈利结构	21

图 20 中国智能公路物流全新生态圈..... 22

表目录

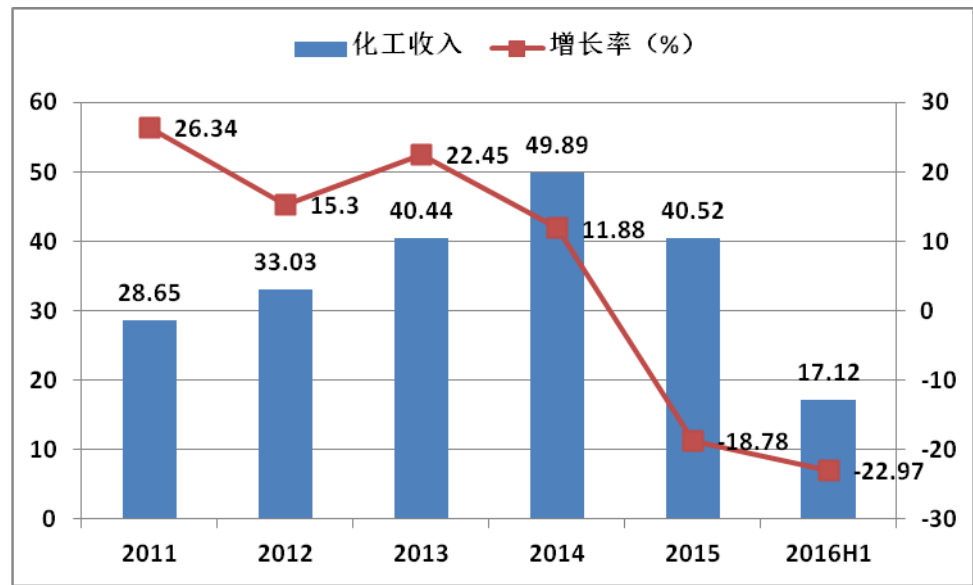
表 1 拓纳化学相关数据（单位：百万欧元）4
表 2 目前公司前十大股东5
表 3 互联网物流解决各方痛点11
表 4 政府相关部门对物流信息化的扶持 12
表 5 2016 上半年众包物流/货物 O2O 融资事件 13
表 6 实体公路港基本配置 15
表 7 公路港相关流量数据同比均增长 16
表 8 实体公路港盈利模式 16
表 9 物流业务收入情况 16
表 10 互联网平台公司市值及流量情况（单位：亿元） 23
表 11 传化互联网产品 GMV 预测（单位：亿元） 23
表 12 化工业务收入及毛利率预测（单位：亿元） 24
表 13 物流业务收入及毛利率预测（单位：亿元） 24
表 14 盈利预测相关指标 24

第一部分 公司概况：模式升级迎挑战，双轮驱动促发展

1.1 化工业务：外延式并购促业绩反弹

公司的传统业务为化工业务，是传化集团五大事业平台之一，是中国印染助剂行业的龙头企业也是行业内首家上市公司。公司主要产品包括印染助剂、染料等。在该领域公司是中国应用领域最广、系列最全、规模最大、实力最强的化学品生产商。

图 1 近几年化工业务收入及增长率(单位：亿元)



资料来源:wind, 国元证券研究中心

总体上公司化工业务经营状况良好，过去几年业务规模保持持续增长。但最近两年由于国内经济增长乏力，行业环保政策不断加码等，化工业务收入均有所下滑。在此背景下，公司积极寻求外延式拓展的机会，以 9975.6 万欧元的价格收购荷兰 TPC Holding B.V(托纳化学)。该公司是一家集研发、生产和销售特种化学品于一身的国际领先企业。目前主要有三大核心业务区块：1、纺织加工解决方案—生产各种纺织化学品；2、数码印花—生产各种纺织品和地毯喷墨印花所用增稠剂及助剂；3、化学品解决方案—生产种类繁多、应用在工业商的高性能化学品。通过此次收购，公司在化工业务板块不仅能够极大提升全球销售分布，也能拓宽产品线并加强功能型化学品的技术研发能力。

表 1 拓纳化学相关数据 (单位：百万欧元)

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	46.95	51.16
净资产	18.95	17.66
营业收入	96.50	50.17
营业利润	9.4	6.3
净利润	7.2	5.1

资料来源:公司公告, 国元证券研究中心

未来传化化工将关注“衣”、“住”、“用”三个重要领域，通过“精、专、强”的战略思路，并积极实践数字化、智能化转型，立志成为“全球领先的综合型专用化学品系统集成商”。

1.2 物流资产注入：化身物流巨头，打开成长空间

2015年6月，传化股份以每股8.76元的价格向包括控股股东传化集团在内的8名对象发行股份22.83亿股，收购它们所持有的传化物流100%的股权，交易标的对价200亿。同时以每股10元的价格向建信基金、建发股份等10名特定对象发行股份4.5025亿股，募集配套资金45.025亿元，其中22.2亿元用于传化物流实体公路港项目建设，22.8亿元用于信息化平台项目的建设。交易完成后，传化股份新增了公路物流平台运营业务，形成了化学品研发、生产及销售以及公路物流平台运营双主业协同发展的业务格局。而从长远来看，传化物流作为国内公路物流平台运营领军企业，将帮助上市公司形成新的利润增长点，有利于上市公司做大做强。

表2 目前公司前十大股东

序号	股东	持股数额(股)	持股比例(%)
1	传化集团有限公司	1,973,050,834	60.56
2	长安财富-广发银行-长安资产·传化物流股权投资专项资产管理计划	174,216,027	5.35
3	上海航运产业基金管理有限公司-上海君彤璟联投资合伙企业(有限合伙)	71,065,989	2.18
4	华安未来资产-工商银行-传化集团专项资产管理计划	69,703,554	2.14
5	长城嘉信资产-宁波银行-王宝军	69,686,411	2.14
6	徐冠巨	63,565,126	1.95
7	上海凯石益正资产管理有限公司-凯石传化定增证券投资基金	58,121,827	1.78
8	杭州中阳融正投资管理有限公司	58,072,009	1.78
9	珠海浩怡投资企业(有限合伙)	50,761,421	1.56
10	上海陆家嘴股权投资基金合伙企业(有限合伙)	46,457,607	1.43
	合计	2,634,700,805	80.87

资料来源:wind, 国元证券研究中心

传化物流是国内领先的公路物流行业平台整合运营商，首创公路港运营模式。公路港定位于“第四方物流”即“物流平台集成服务商”。公司通过构建线下全国公路港实体平台网络及其所配备的一体化服务体系和线上基于互联网、云计算等技术形成的信息化指挥体系，以一套平台特有的会员诚信安全交易体系为保障，服务于公路运输主体，实现车源与货源的有效对接，提升公路物流效率。

传化物流的发展历程：

1997年，传化转化体制将“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。

1998年，随着制造业市场的快速扩展，开始整合社会资源，从事简单的第三方物流业务。1999-2000年，在从事第三方物流业务的过程中感受到现代物流的良好发展前景，设想搭建平台，进一步整合物流资源，最终确定公路港平台模式。

2002-2003 年，建设杭州公路港并投入运营。
 2005 年，启动“物流+信息化”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关注。
 2008-2009 年，苏州、成都公路港开始建设，成都公路港投入运营。
 2010 年，苏州公路港投入运营，富阳公路港开工建设。
 2011 年，启动大杭州枢纽港项目、启动富阳公路港项目，并探索公路港
 2012 年，探索“物流+互联网+金融”模式
 2015 年，无锡、南充公路港开始建设，互联网、供应链、金融业务全面推进
 2016 年，投资设立传化陆鲸科技、传化货嘀科技，完善线上平台布局。

图 2 传化物流发展历程

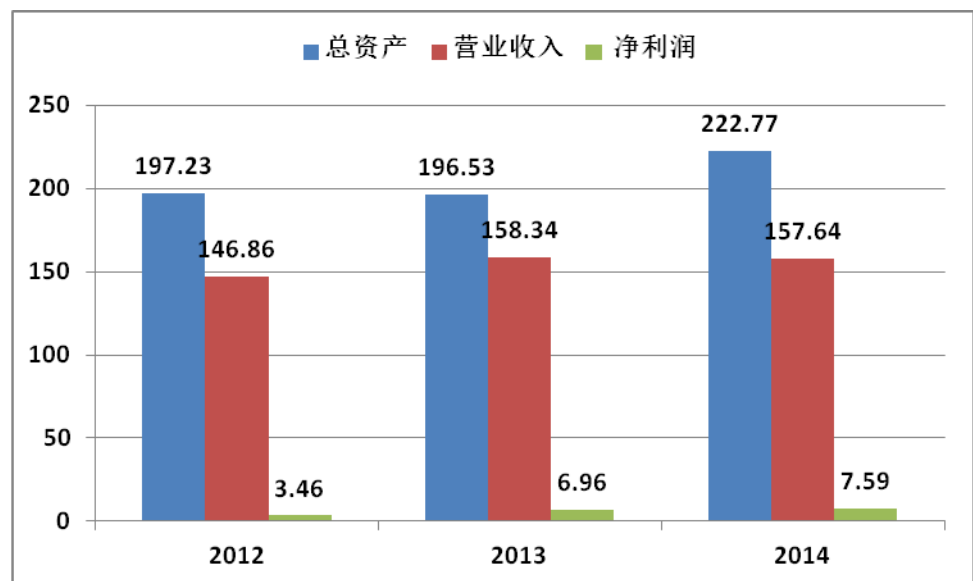


资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

1.3 大集团架构，内部优质资产众多

公司控股股东传化集团有限公司创建于 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，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”。2014 年传化集团总资产达到 222.78 亿，实现营业收入 157.63 亿元。

图 3 传化集团 2012-2014 总资产、营收、净利润情况（单位：亿）



资料来源:公告, 国元证券研究中心

传化化工：传化化工是中国系列最全、品种最多、规模最大的功能化学品行业专家之一。现已涵盖功能化学品、石油化工、煤化工等业务领域，其应用领域涉及纺织印染、造纸、塑料、皮革、建材、农业、水处理、洗涤、新能源等。目前拥有“传化股份”（002010）、“新安股份”（600596）和“环特生物”（834413）三家上市或挂牌公司、七家国家高新技术企业、两家国家级技术中心。

传化物流：传化物流是国内领先的公路物流行业平台整合运营商，致力于构建“中国智能公路物流网络运营系统”。是一家生态型、平台型、科技型、服务型的从事“智能物流+产业互联网+物流金融”业务的创新企业。是国内最早采用平台经营模式对行业转型升级提出系统解决方案的企业之一。此次上市公司收购的标的。

传化农业：以浙江杭州萧山国家农业高科技园区为依托，业务范围涵盖种子种苗培育、花卉集约生产组织、新鲜蔬果生产、铁皮石斛等领域，形成了产学研结合的技术创新体系，吸引了大批企业、高校和科研院所共同为现代农业服务，是国家重点高新技术企业、国家星火计划龙头创新企业。

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，以“政府主导、企业主体”为开发模式，将萧山科技城核心区规划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的集总部办公、星级酒店、特色商业、精致住宅、滨水社区、主题公园等于一体的产城融合的新型城市板块。

传化投资：传化控股是立足于上海信息、人才与资本高地优势而设立的综合型投资管理机构。传化控股以“成就增值服务，创造卓越价值”为核心投资理念，业务涵盖基金管理、产业投资、资产管理等领域。

第二部分 中国公路物流行业转型升级迫切

目前消费互联网领域已是一片红海,以BAT为代表的互联网巨头通过一系列的并购整合,布局了传统的搜索、社交、游戏、电子商务等众多领域,在消费市场建立了庞大的生态体系。而相对应的产业互联网还是一片蓝海,传统行业亟需借助以互联网为代表的新技术、新渠道转型升级,重构企业生产、经营、融资模式以及企业与外部的协同交互,实现产业间融合与产业生态的系统发展。**传化物流以生产性服务业领域的物流行业为切入点,通过线下的公路港与线上互联网平台的联动,高效的连接人、车、货,提高了物流的效率,降低物流成本。**

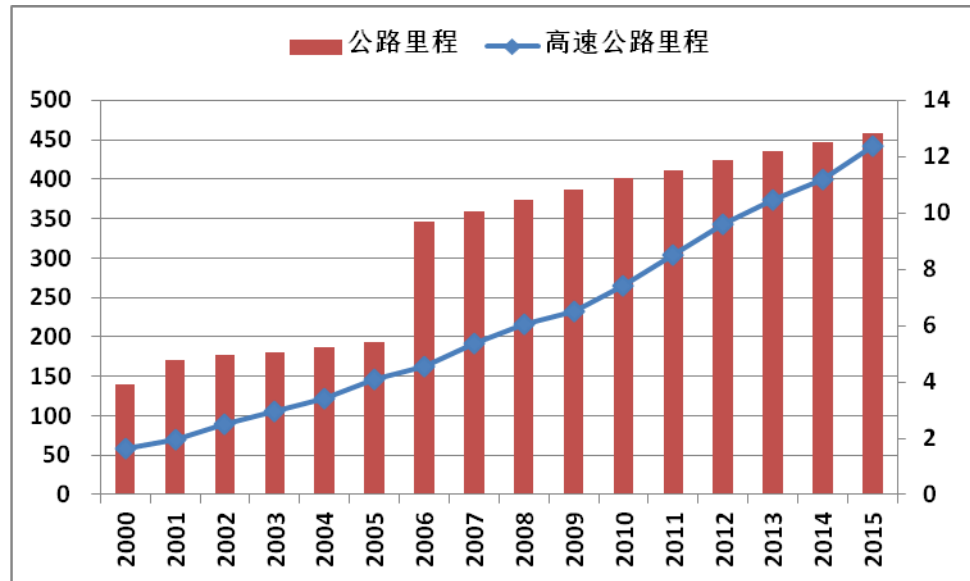
2.1 行业现状：市场大、效率差、信息化程度低、痛点多

(1) 公路物流现状

公路货运具有覆盖面广、适应性强、机动灵活、门到门等特点,既是干线运输的重要方式,也是实现末端最后一公里送达的唯一方式。点多、线长、面广的特点使得公路货运是衔接其他运输方式的重要纽带,在交通运输体系和物流系统中发挥着重要的基础支撑作用。

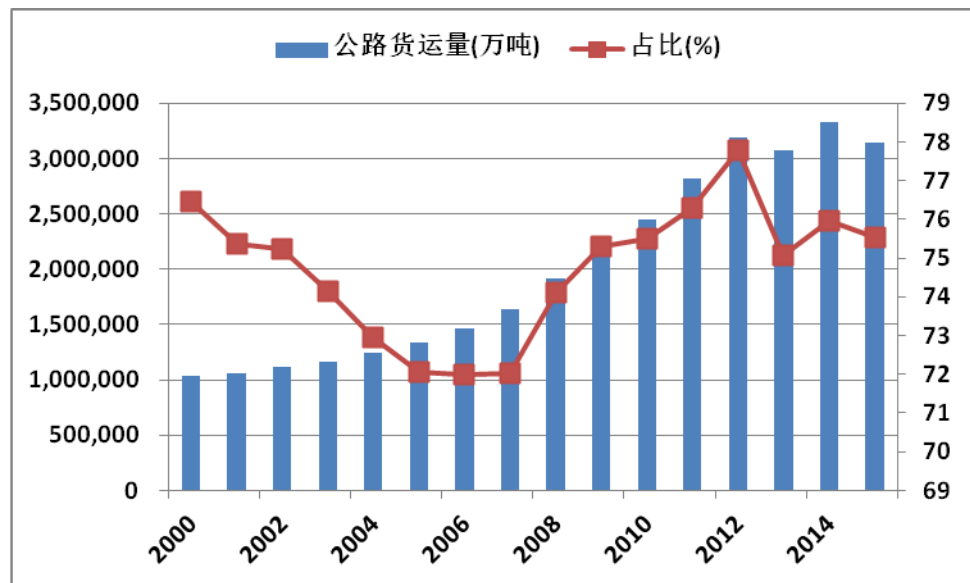
我国有非常丰富的公路物流资源包括近 2000 万量货运车辆,200 万亿生产资料和生活资料调度规模,近 12.5 万公里高速公路,450 万里公路,以及超过百万亿的公路网络投资总额。2015 年,公路物流的年货运量达到了 3,150,000 万吨,占有物流货运量的 75%,公路货物周转量达到了 5.8 万亿吨公里。

图 4 我国公路里程与高速公路里程(单位: 万里)



资料来源:wind, 国元证券研究中心

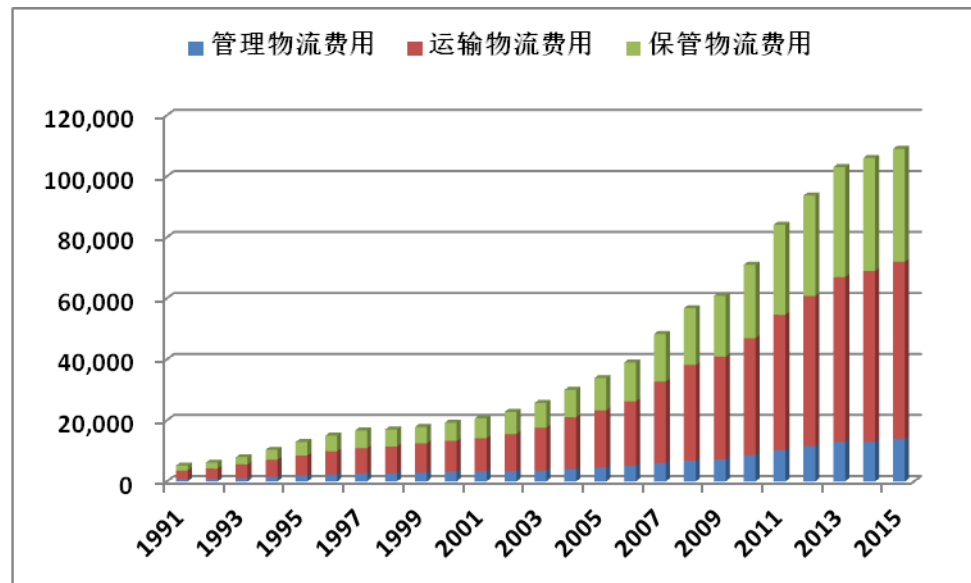
图 5 我国公路货运量及占比



资料来源:wind, 国元证券研究中心

从社会物流总费用来看，2014 年、2015 年我国社会物流总费用均超过了 10 万亿，分别达到 10.6 万亿和 10.8 万亿。其中 2015 年运输费用 5.8 万亿，占比 53%；保管费用 3.7 万亿，占比 35%；管理费用 1.4 万亿，占比 12%。公路货运量占货运总量的比重多年来稳定在 75% 左右，假设公路货运费用占总费用的比重也约为 75%，那么公路运输费用的市场规模为 4.35 万亿。

图 6 历年物流费用分布情况



资料来源:wind, 国元证券研究中心

然而与庞大的市场规模对应的却是低效的运作。我国物流成本占物价的 20%-40%，高于欧美 2 倍；2015 年的物流成本占 GDP16%，高于世界平均水平 5 个百分点，是美国的近 2 倍；卡车日行驶里程 300 公里，只有欧美的 1/3；公路运输空载率高达 40%；车辆停配货的间隔时长平均长达 72 小时左右，其中大量的时间浪费在等货、配货环节。这造成了资源的极大浪费，导致运输成本居高不下。同时车辆空驶不仅加重了高速公路和城市道路的管理压力，产生的无效益尾气排放也加剧了大气污染。**低效的物流运作造成物流资源的极大浪费，中国公路物流的核心问题体现在巨量的物流需求和低效的物流运营之间的矛盾。**

“小、散、乱、差”是目前公路行业存在的突出问题。“小”：指的是经营主体规模小、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。“散”：指的是经营运作处于“散兵游勇”状态，产业的组织化程度很低，90%以上的运力掌握在个体运营司机手中，市场份额排名前十的公路零担物流公司所占市场份额仅为 1.28%，美国前五大零担公路运输公司则垄断了美国 60%的市场份额，对比之下我国的公路物流行业集约化很低。“乱”：指的是市场秩序混乱，竞争行为不规范，诚信体系缺失，“骗货”事件时有发生。“差”：指的是服务确定性差、服务质量差、经营效益差、运行效率差、信息化应用差。

(2) 传统公路物流之痛

一条完整的公路物流链条可以简化为货主--物流企业-卡车司机，在目前的公路运输模式下，各个环节都有自己的痛处。

司机/车主之痛：趴活苦、收入低，生活环境差

通常货运司机都是以小微物流个体户出现，由于小微物流众多，恶性价格竞争。利润很薄，往往还会出现亏损，有些车主不惜出现亏本赚吆喝的情况。车主为了跑一条专线，有时候回程没有货物，空驶率较高，造成了资源的浪费，也加大了自己的成本。

信息化水平落后，很多时候还是面对面进行商讨和签合约，很多关键信息无法实时获得。由于信息不对称，信息的获得往往是从信息部或者黄牛了解到，层层转包后，信息的完整度大打折扣。

图 7 货车司机生活环境差



资料来源:互联网, 国元证券研究中心

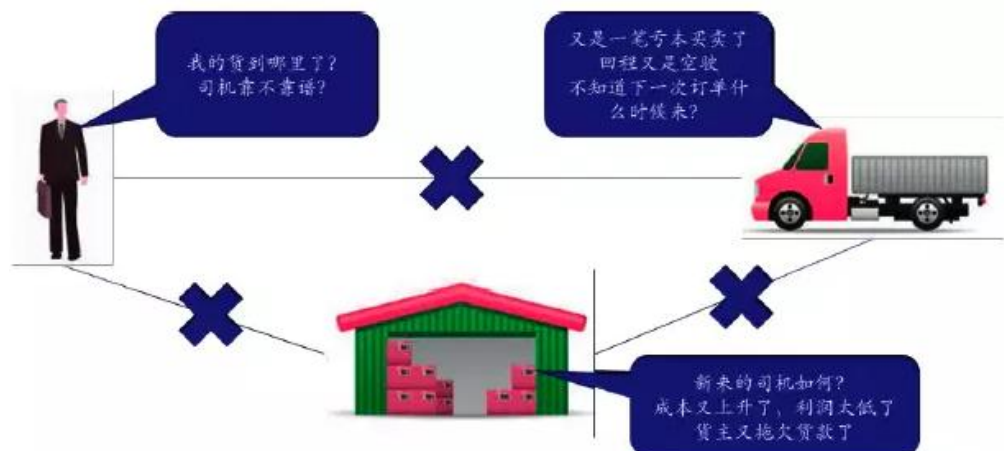
物流公司之痛：车主诚信问题、利润低

物流公司的痛点有这么几项，无法获得便宜的车，无法寻找优质的人，很多个体户所做的生意是一次性生意，故很多时候无法考察车主的诚信等问题。要账时间太长，物流公司与相熟的货主的要账情况往往是月结或是季结，这就有可能出现拖欠款项的风险。当然最大的痛点就是利润低下。

货主之痛：货物安全问题、服务无标准、无法货物跟踪

货主的痛点有以下几个，首先是物流的安全性问题，信息被层层转包，货主也不知道最终承运者是谁，货物的安全也就没法很好保障；其次，无法很好挑选好的物流商，在货主面前没有所有物流商的信息，货主只能凭运气或者经验进行物流商的挑选；对货物运输过程中的跟踪和监管也存在很多困难。

图 8 信用管理是行业难点



资料来源:互联网, 国元证券研究中心

公路物流业现存的问题亟需系统能力的提升。(1) 一方面需要行业资源的整合，包括对

市场参与主体的整合、运力资源的整合以及货物资源的整合，从而减少资源无谓的消耗和浪费，完善公路运输网络。(2) 一方面需要基础网络的完善，缺少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。(3) 另一方面需要信息流环节的优化，通过物联网技术，将信息的传感设备和互联网进行结合，形成一个便于对供应链各个环节的关键信息进行管理的巨大网络；以及借助有形的服务节点形成“信息池”，以此为基础提供线下或线上的供需匹配、车货匹配等业务，提升供应链的运作效率。

在此背景下，公路物流行业迫切需要转型升级，集约化和信息化是发展方向，而传化物流则扮演了这样一个行业整合者的角色。传化物流以打造传化网为核心，构建中国智能公路物流网络运营系统，打造中国生产性服务业的基础设施平台。

图 9 传化物流未来规划



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

2.2 政策扶持：“互联网+物流”迎春风

在传统的公路物流整体业务链中，从货主到车之间就有很多中间商，各种信息部等等，信息不对称较为严重。在物流信息化的过程中会减少中间环节，整个流程变得更加高效。

表 3 互联网物流解决各方痛点

货主	物流公司	车主/司机
用好的物流商	找便宜的车	快速接货
提升安全性	寻优质的货	连续运输
监控全过程	用可靠的人	降低空载
在线业务数据	管明白的账	轻松对照
持续降低成本	借平台的钱	提升效率
	打专业的旗	提高收益

资料来源:互联网, 国元证券研究中心

在 7 月 20 日召开的国务院常务会议上，通过了“十三五”国家科技创新专项规划，部署推进“互联网+物流”。规划中提出物流业是现代服务业重要组成部分，也是突出短板。发展互联网+高效物流，是适度扩大总需求、推进供给侧结构性改革的重要举措，有利于促进就业、提高全要素生产率。

事实上这并不是政府部门首次重视物流信息化。从 2008-2009 年以来，国务院、工信部、商务部等政府机关相继发布各种政策，力图推动物流行业的信息化与互联网化。2013 年 1 月，工信部发布的《关于推进物流信息化工作的指导意见》明确了十二五期间物流行

业信息化工作的目标；2014年10月初国务院又发布了《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》，为我国物流行业中长期的发展拟定了方向与基调。

表 4 政府相关部门对物流信息化的扶持

时间	政策	相关内容
2008.03	《商务部关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见》	鼓励企业在仓储运输、装卸搬运、分拣包装各环节采用先进适用的物流技术和装备，提升我国流通领域现代物流技术装备水平。积极推进流通和物流企业物流管理信息化，运用企业资源计划（ERP）和供应链管理（SCM）技术，促进信息技术在流通领域现代物流领域的推广应用。鼓励建设公共物流网络信息平台，支持商业企业和物流企业采用互联网等先进技术，实现资源共享、数据共用、信息互通。
2009.03	《物流业调整和振兴规划》	积极推进企业物流管理信息化，促进信息技术的广泛应用。尽快制订物流信息技术标准和信息资源标准，建立物流信息采集、处理和服务的交换共享机制。加快行业物流公共信息平台建设，建立全国性公路运输信息网络和航空货运公共信息系统，以及其他运输与服务方式的信息网络。
2011.03	《中国国民经济和社会发展规划纲要》	加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流，优先整合和利用现有物流资源，加强物流基础设施的建设和衔接，提高物流效率，降低物流成本。推动农产品、大宗矿产品、重要工业品等重点领域物流发展。优化物流业发展的区域布局，支持物流园区等物流功能集聚区有序发展。推广现代物流管理，提高物流智能化和标准化水平。
2012.03	《电子商务“十二五”发展规划》	提高物流企业信息化水平，促进物流服务和电子商务集成创新。推进煤炭、钢铁、塑料和粮食等大宗商品电子交易与物流服务集成健康发展。推动快递、零担、城市配送企业依托信息化提高社会化服务水平，增强对网络零售的支撑能力。适时启动物联网在物流领域的应用示范。
2013.01	《关于推进物流信息化工作的指导意见》	明确了今后一个时期推进物流信息化工作的思路、目标和重点任务。到“十二五”末，我国将初步建立起与现代物流体系相适应和协调发展的物流信息化体系，建设和完善全国统一的交通与承运工具、人员等基础数据库，并规范信息资源的社会开放服务，提高社会化、市场化开发利用水平。提出积极推进物联网、云计算等新技术在物流领域的应用。
2014.09	《商务部关于促进商贸物流发展的实施意见》	支持商贸物流企业与生产企业、批发零售等企业通过共用信息系统，实现数据共用、资源共享、信息互通。通过中央和地方两级示范，支持以企业为主体的物流综合信息服务平台发展，发挥平台整合调配物流资源，解决物流信息不对称、接口标准不统一等矛盾，实现精准化、可视化管理等功能，并搭载企业诚信、托盘循环共用、物流金融、跨境电子商务、商品溯源、通关便利化、多式联运等各种增值服务，为广大商贸物流企业特别是中小企业提升组织化和信息化水平，降低交易成本提供有利条件。
2014.10	《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》	加强北斗导航、物联网、云计算、大数据、移动互联等先进信息技术在物流领域的应用。加快企业物流信息系统建设，发挥核心物流企业整合能力，打通物流信息链，实现物流信息全程可追踪。加快物流公共信息平台建设，积极推进全社会物流信息资源的开发利用，支持运输配载、跟踪追溯、库存监控等有实际需求、具备可持续发展前景的物流信息平台发展，鼓励各类平台创新运营服务模式。进一步推进交通运输物流公共信息平台发展，整合铁路、公路、水路、民航、邮政、海关、检验检疫等信息资源，促进物流信息与公共服务信息有效对接，鼓励区域间和行业内的物流平台信息共享，实现互联互通。

资料来源：互联网，国元证券研究中心

2.3 一级市场风声水起，资本争相进入

一个产业的兴起往往可以从多个层面体现出来，资本的吸纳能力就是其中之一。2014年开始，货运O2O如雨后春笋般快速发展，各路资本纷纷进入，云鸟配送、运满满、蓝犀牛等纷纷获得资本青睐。2015年，货运O2O进入行业混战期，据不完全统计到2015年，全国已有近200个货运APP。2016年上半年，与前两年的资本追捧，货运O2O相对进入行业冷静期，洗牌加速，神盾快运倒闭，速派得被爆资金链吃紧。然而，在寒冬之下，部分企业仍获资本青睐。2016年上半年国内众包物流/货运O2O行业融资事件如下表所示，云鸟配送、福佑卡车、人人快递、货车帮获得1亿元以上的融资额，一些初创型平台如送货神器、沙师弟也获得资本青睐。整个上半年发生了8笔投融资事件，其中在披露了融资金额的6个项目中，有4个的融资金额超过了1亿元，其中也不乏一些国际知名投资机构和互联网巨头包括红杉中国、腾讯、阿里巴巴创业者基金。

表 5 2016 上半年众包物流/货物 O2O 融资事件

平台名称	定位	融资时间	轮次	金额	投资方
云鸟	供应链配送服务	1月	C轮	1亿美金	华平投资集团领投、红杉中国、金沙江等原有投资方跟投
送货神器	家居智慧物流平台	1月	种子轮	N/A	中以高投和硅谷天使圈
福佑卡车	长途整车物流 O2O 服务提供商	4月	B轮	1亿美金	钟鼎创投领投、某物流地产巨头跟投
人人快递	C2C 众包物流	4月	B轮	5000万美金	一家知名中后期的机构
货车帮	货运 O2O 平台	4月	A-轮	3500万美金	元生资本领投，腾讯、DCM 等老股东跟投
货拉拉	货运 O2O 平台	5月	C轮	1000万美金	概念资本领投，清流资本、之初创投、Asia Plus 跟投
快狗速运	同城货运及物流平台	5月	C轮	N/A	新天域资本领投、阿里巴巴香港创业者基金、新加坡报业集团、合同资本等跟投
沙师弟	货运 O2O	6月	preA 轮	800万	前海梦创

资料来源：互联网，国元证券研究中心

2.4 同行业对比分析：用户粘性更强、着眼于生态圈的打造

移动互联网的兴起给公路物流行业信息化提供了条件，不少公司试图通过 O2O 的方式解决公路物流行业存在的痛点，并都取得了相应的成就。如具有“货运版滴滴打车”之称的运满满已经有了 2000 人的员工规模，截止今年 3 月底，平台已汇聚 450 万司机、100 万货主，在最近一轮的融资中，估值已超 10 亿美元。以整车经纪业务为主体的运输解决方案提供商罗计物流，面向货主和车主推出了两款不同的软件“罗计找车”和“罗计找货”，借助移动互联网提高了供需信息匹配的效率。目前罗计物流的估值也达到 12.6 亿美元。而和市场上绝大部分物流 O2O 不同的是传化物流走的是重资产模式，先在线下建设公路港平台，再建立“陆鲸”、“易货嘀”、“传化运宝”等互联网产品。首先，和轻资产模式相比，重资产的公路港模式虽然发展缓慢，但有着更强的用户粘性；再次，传化

物流最终会形成的“10 枢纽 160 基地”的公路港全国网络布局使得传化拥有更强大的线下实体；最后是传化物流不仅仅服务于公路物流行业里简单的车货匹配，更着眼于对公路物流生态圈的打造，构建中国智能公路物流网络运营系统，打造中国生产性服务业的基础设施平台。

第三部分 物流目标：打造中国智能公路物流网络运营系统

针对目前国内公路物流的现状及症结，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。公司在全国建成覆盖各区域经济带、各城市群、各种运输方式无缝高效衔接的实体公路港（枢纽基地和城市物流中心）网络，为物流园区（或货运场站）、物流企业、生产制造企业、各种物流客户群体搭建起一个开放共享的信息系统，利用各种智能装备、信息技术、互联网应用、金融产品和供应链增值服务，实现各种物流园区之间信息互联互通、货物集分运配高效协同、物流过程安全可靠和透明化管理，以此形成国家级的“智能公路物流网络运营系统”。

传化智能物流网络运营系统是为中国公路网络建设“软件”系统，将“人、车、货、场”等物流资源和物流要素重新连接到一个更高效的开发网络中，为综合运输服务提供商提供通用业务平台。

3.1 线下：实体公路港为体，推进全国化布局

(1) 实体公路港基本设置

实体公路港是传化物流主要依据国家物流规划在公路交通枢纽地区采用自建与合作开发等模式建设运营的集“基础物流设施”、“信息交易服务”和“商务配套服务”于一体的综合性实体运营平台，通过公路港内信息整合、统一调配、诚信体系、信用资质等解决货主、物流企业、司机在实际运营过程中的痛点。其致力于整合“车源、货源、中小物流企业”三大资源，为众多物流企业提供“信息交易、商务配套和物业”等系统服务，将传统货运市场提档升级为“货运信息超市”。同时，引入“城际货运班车”理念，让物流变得更智能化，解决了工商企业物流业务外包难、中小物流企业创业难、社会车辆停车配货难等问题。

图 10 传化公路港一景



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

实体公路港内一般设置信息交易中心、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服务、汽修汽配等服务。

在上述基础性功能区域之外，传化物流在连锁复制过程中还依据当地物流业发展的具体情况，对“公路港”物流平台标准功能模块进行重新组合，设计了“基本功能+延伸功能”的创新性模块，新增例如推动公里、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”。

表 6 实体公路港基本配置

中心名称	功能
信息交易中心	利用现代信息技术和先进的物流管理理念，对来自货主企业、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、搞笑的交易通道。
智能车源中心	采用信息化车辆管理系统为个体货运车辆提供停车服务
货运班车总站	通过信息化、组织化以及标准化的管理的按照“货运班车总站”，满足省际小批量、多频次、快速度的零担物流需求。
仓储配送中心	主要为大型物流企业、工商制造企业提供个性化的专业仓储服务，同时也可以满足大型物流企业、商贸流通企业建立地区分拨中心的需求； 利用平台自身物流运输及仓储的优势，采用先进的物流设施设备与标准化作业体系，为连锁企业、大型超市、大型家电卖场等客户提供及时、周到、便捷的城市配送服务； 仓储配送中心采用框架结构建筑构成，仓储与配送区域实现联合开发、协同作业，实现仓储与配送环节的流畅对接。
管理服务中心	融合政府、中介和企业三者的服务功能，其中： (1) 公安、工商、税务、运营等政府职能部门为平台客户提供各项现场公告服务； (2) 银行、保险、邮政、上午、通信、网络等中介服务组织为平台客户提供各项支持服务； (3) 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	为入驻物流企业及个体货运司机、车辆提供完备的餐饮、住宿、购物、休闲、娱乐等生活服务，并为个体货运车辆提供维修、检测、养护等服务

资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 11 公路港单港业务场景



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

表 7 公路港相关流量数据同比均增长

类别	单位	2015年1-4月积累	2016年1-4月积累	同比增长
日均进出港车次	万车次	5.324	5.58	4.81%
日均进出港人次	万人次	11.23	11.79	4.99%
日均货物吞吐量	万吨	90.74	102.2	12.63%
日均物流费用	亿元	6.23	6.45	3.53%

资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

(2) 实体公路港盈利模式

传化物流在实体公路港内为物流企业提供办公、仓储、经营场所, 配套公安、工商、税务、运管等政府职能部门为平台客户提供各项现场公共服务, 引入银行、保险、邮政、商务、通信、网络等中介服务组织为平台客户提供各项支持服务; 整合商家或采用自主经营的方式为个体货运司机及车辆提供住宿、餐饮、娱乐、汽修汽配、检测、车辆销售、停车、加油等服务。

传化物流对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; 向实体公路港旅馆的住客收取房费或向物业管理企业收取租金; 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; 统一购进及销售成品油获取油品销售收入; 统一对外采购汽车配件向客户销售获取配件销售收入; 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。

表 8 实体公路港盈利模式

提供服务	客户	收费模式
物业	入驻客户	租金、管理费
旅馆	住客	租金
停车场	货运车辆	停车费
加油站	货运车辆	油品销售
汽车维修	货运车辆	配件销售
土地、资金	入驻客户	物业销售

资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

表 9 物流业务收入情况

	2015年		2016年H1	
	收入	占比	收入	占比
运输总包业务	276,762,193.62	0.24	86,929,946.30	0.19
燃油及轮胎贸易	465,816,490.58	0.40	145,156,986.66	0.32
仓储、物流、旅馆出租	281,377,287.55	0.24	147,569,655.78	0.33
物流增值服务	85,761,974.37	0.07	23,426,411.57	0.05
公路港合作开发系列服务收入	67,391,858.47	0.06	47,121,400.58	0.10
总计	1,177,109,804.59	1.00	450,204,400.89	1.00

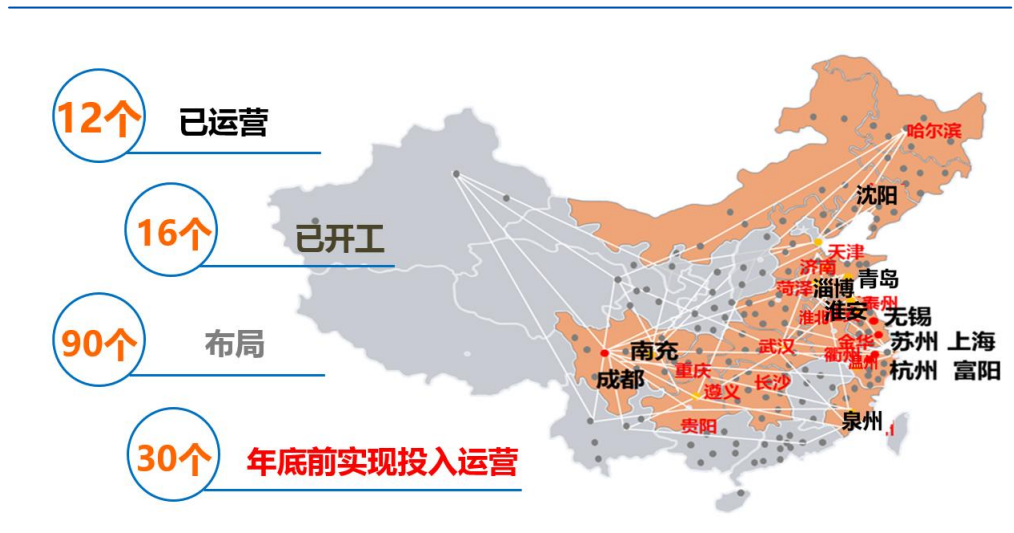
资料来源:公司公告, 国元证券研究中心

(3) 实体公路港布局

政府部门对于传化物流公路港的运营模式也给予了很大的支持。2013年6月，国家发改委、交通运输部等五部委肯定了“公路港”利用实体和信息平台，衔接匹配车货信息的物流运作模式，要求推广传化“公路港”物流经验。2015年8月，国家发改委发布《关于加快实施现代物流重大工程的通知》，将“公路港”列为物流信息平台工程的重点建设项目。

目前传化物流已经全面营运12个实体公路港，覆盖了华东、西南、华北等主要区域，16个实体公路港仍在在建，并且在全国17个省和直辖市已有90多个公路港项目在推进。预计年底将有30个公路港投入运营，到2020年完成170个智能公路港网络的布局。未来将会加快推进公路港的全国化布局，打造“10枢纽160个基地”的全国实体网络，实现公路港之前的“港港互通”。

图 12 公路港实体网络布局



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 13 公路港港港互联互通业务场景



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

公路港作为信息及货物集散和提供物流确定性服务的场所，是物流的关键节点。大量的信息流、资金流、商流将在这里交汇，形成大数据。公司通过控制公路港内的信息流和物流，实现了对干线长途货运和末端配送零散运力资源的整合，是对行业进行整合的重要载体。

3.2 线上：O2O 物流网络平台为翼，打造三大线上平台

线上以实体公路港内的信息交易中心为基础，以“陆鲸”、“易货嘀”、“传化运保”三大线上互联网物流平台为核心，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，进而在提升公路物流效率，降低公路物流成本的同时提供供应链物流、物流金融服务。

陆鲸：原易配货，是以车货匹配和商圈服务为基础的物流 O2O 平台，基于互联网技术和诚信安全体系为长途货运司机和货主货代提供信息交易、运输服务、平台担保、商圈消费、移动社交、车辆管理等综合服务，致力于打造互联互通的物流生态。其主要针对 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”等需求。目前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等功能。截止目前，陆鲸已覆盖 23 个省、直辖市，覆盖超过 200 个城市，陆鲸注册司机用户超过 100 万，陆鲸注册货代用户超 10 万，每天发货量 4 万多笔。

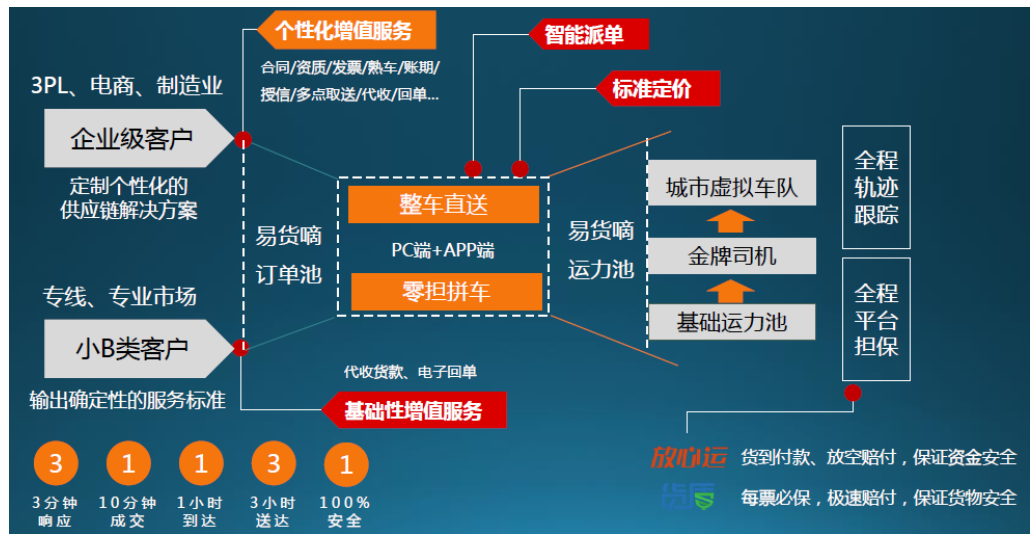
图 14 陆鲸运营模式



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

易货嘀：是传化物流自主研发的针对短途货运市场设计的物流信息交易平台，主要针对 50 公里以内的同城运输市场，满足货主企业与物流企业的“最前一公里”和“最后一公里”的集货和配送需求。其将同一城市内零散的个体货运司机进行整合，形成同城短途运力池，并基于城市货源大数据的算法应用，智能匹配到最合适的承运车辆，为小 B 类客户提供标准化服务，为企业级客户提供个性化的供应链解决方案，解决目前同城货运市场需求高度碎片化、需求潮汐化等问题。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，已在杭州、济南、成都、天津、苏州、淄博、无锡、重庆、长沙、郑州等 15 个城市全面落地，服务近 2 万家小微物流企业，用户规模达 15 万余人，其中金牌司机会员已突破 2 万，预计年内将覆盖 20 个城市。

图 15 易货嘀运营模式



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

传化运保：是传化物流自主研发的物流服务综合交易平台。其定位于“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与运力的匹配需求。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。

图 16 传化运保网站界面



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

3.3 线上线下联动

以实体公路港为基础，实现线上与线下的联动：

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 实体公路港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。线下平台与线上相互结合，构成完整的物流作业流程。

(4) 互联网工具有效定位解决商业模式中的很多痛点。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。

传化运保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。

陆鲸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。

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。

3.4 智能多式联运综合物流网络运营系统，走向智能物流新阶段

在夯实公路港城市物流中心区域网络的基础上，公司逐步将区域网连接成为全国网，实现社会化物流的“一单到底”，并积极探索“公铁”、“公水”等多式联运，形成智能多式联运综合物流网络运营系统。不断积累的“人、车、货、场”等物流大数据，将有助于实现对物流资源和物流要素的分享，实现对社会化物流资源的智能化调配、运输过程的透明化管理和运输业务的安全监控。

最后通过传化公路港、联盟物流园区、铁路航运港口，企业存储仓库之间的互联互通形成全国性的“城市物流中心”网络，并在此基础上形成软硬结合的立体网络以及承载服务的开放的平台，通过大数据和云计算，构建中国公路物流的大脑，助力国家、行业、企业决策。

图 17 传化网：智能公路物流网络系统的核心



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

第四部分 未来愿景：打造中国生产性服务业的基础设施平台

传化物流不仅为中国公路网络装操作系统,为中国 170 个枢纽建设公路港城市物流中心,打造中国智能公路物流网络运营系统,发展物流大数据,形成中国物流大脑。同时应用互联网、云计算等信息技术,供应链、金融等服务手段,贯穿供应链全链条,缔造中国物流行业新生态,成为引领和提升中国物流行业的平台型企业,推动制造业升级,助力

国家经济转型发展。

图18 “线上+线下”、“互联网+物流+金融”的立体化业务布局



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

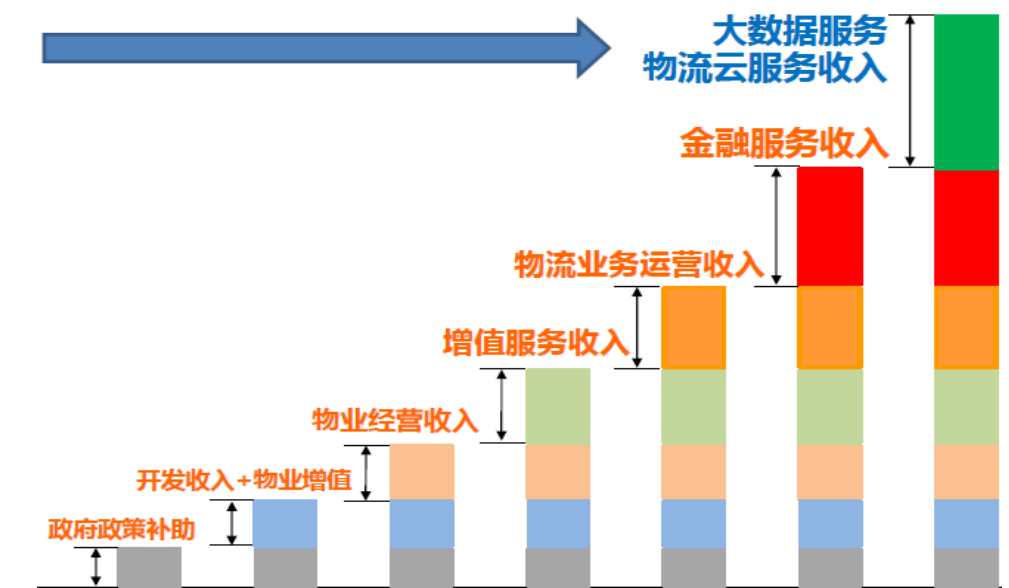
4.1 物流金融服务潜力巨大

公司通过培育陆鲸、易货嘀与传化运保三大互联网产品，搭建有效的流量入口。在互联网行业流量为王的时代，基于物流流量和大数据将产生更多盈利点。金融服务是重要一环，物流金融服务将是未来盈利的核心部分，最终形成“互联网+物流+金融”的公路物流全新生态圈。

未来传化物流的主要盈利来源将形成两大部分：

- (1) 基本业务收入：线下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、司机在公路港内的日常消费收入、以及卡车的维修保养收入等等。
- (2) 增值业务收入：基于流量和大数据所带来的金融服务，如线下联合银行、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。

图 19 未来盈利结构



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

4.2 公司在金融领域的布局

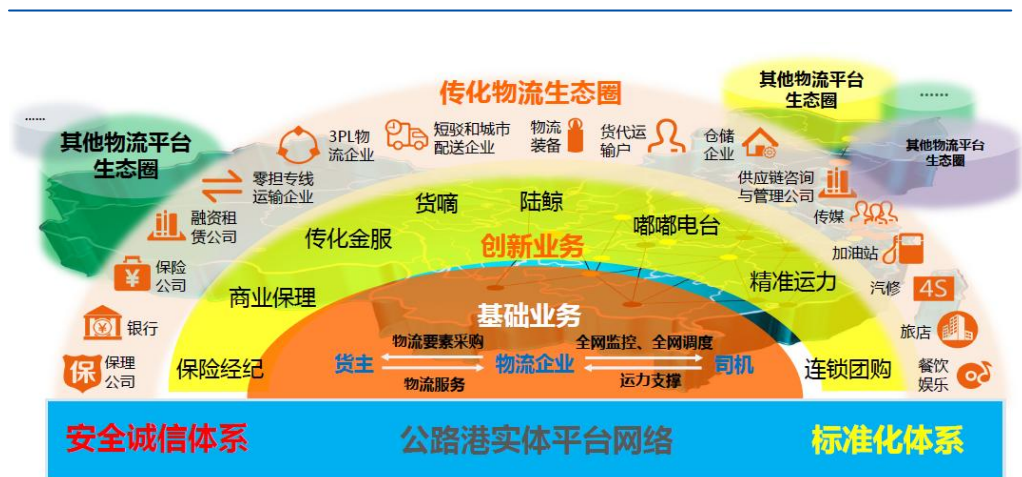
支付：成立了“传化支付有限公司”，搭建了物流行业的支付跑道，实现“涵盖货主、物流企业、货运司机、商户（港内、港外）等全覆盖、全场景、全流程的支付闭环”，并将支付服务延伸至“B2B，B2C 与 C2C”，从而提升用户的支付体验、支付便利和支付经济，可以更好地满足用户需求，提高用户粘性，实现传化物流潜在价值及盈利能力的提升。

保险：成立传化保险经纪有限公司，将依托公路港平台优势，结合传化物流互联网产品及其他金融服务，建立基于互联网运营的保险经纪业务平台，为物流领域的货主、物流企业、司机等提供场景化、互联网化的保险产品，方便物流行业客户购买保险，提升物流企业运转效率。通过保险产品的有机植入，将有效优化传化公路港的业务结构、增强公司竞争力，助力传化物流实现中国公路物流网络运营系统的建设。

保理：成立传化保理，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。今年上半年三个月之内，保理公司累计放款金额 36525 万元。

融资租赁：成立传化租赁，有利于面向司机、物流企业、货主企业、配套商户以及物流链中上下游机械设备制造企业、团购供货商等目标客户开展融资租赁业务，有效解决物流链企业融资难、融资贵的痛点，盘活资产，降低中、小企业的运营成本。

图20 中国智能公路物流全新生态圈



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

第五部分 市场规模、估值以及盈利预测

5.1 物流货运市场规模测算

在上文中已经提到，从物流费用角度考虑，2015 年公路运输费用为 5.8 万亿。公路货运量占货运总量的比重多年来稳定 75%左右，假设公路货运费用占总费用的比重也约为 75%，那么公路运输费用的市场规模为 4.35 万亿。

从物流装备市场来看。截止 2016 年 6 月底，全国载货汽车的保有量达到 2143 万辆，我们以 2100 万辆来计算，物流装备包括卡车、配件装备、汽修等方面，按每辆卡车每年消费 8 万元计算，市场规模约 1.68 万亿/年。

从司机的生活消费市场来看。假设卡车与司机比为 1:1.5，那么全国卡车司机超过 3150 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 1.26 万亿。那么物流货运市场的总规模将达到 7.3 万亿。

5.2 化工业务以及物流业务估值

化工业务：过去两年公司化工业务的净利润均略低于 3 亿元，考虑到收购拓纳化学对业绩带来的影响，该部分业务未来仍将保持小幅增长，假设化工业务 2016-2018 年平均每年净利润约 3 亿元，参考可比公司，给予 20 倍 PE，估值约 60 亿。

物流业务：未来 O2O 物流网络平台服务的收入占比将越来越大，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。

按照流量估值法，我们选取市场比较典型的互联网平台型公司为对象进行对比，上市公司市值/GMV 平均值为 1.12，我们取 1，那么未来公司物流板块的估值将突破万亿。

表 10 互联网平台公司市值及流量情况（单位：亿元）

公司名称	市值(2016.10.21)	GMV (2015)	市值/GMV
阿里巴巴	17357	30920	0.56
唯品会	550	402	1.37
京东	2601	4627	0.56
亚马逊	25956	15107	1.72
Ebay	2216	5277	0.42
苏宁云商	1041	502.75	2.07
平均值	8287	9473	1.12

资料来源:wind, 国元证券研究中心

表 11 传化互联网产品 GMV 预测（单位：亿元）

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
支付金融	16.5	52.5	98	177.75	271.71	355.55	500.78
传化运宝	400	500	1000	1500	3000	4000	5000
易货嘀	0.36	3.32	8.76	20.12	37.61	73.58	127.64
陆鲸	67.2	234.25	618.45	1285.07	2520.34	4320.09	6995.33
合计	484.06	790.07	1725.21	2982.94	5829.66	8749.22	12623.75

资料来源:国元证券研究中心

5.3 盈利预测及投资建议

盈利预测基本假设：

化工业务：考虑到收购拓纳化学对公司化工业务的影响，我们假设化工业务 2016-2018 年的营收增长率维持了 8%、5%、5%左右，那么未来三年在化工业务方面的收入分别为 43.20 亿、45.36 亿、50.39 亿。公司 2015 年、2014 年、2013 年化工业务对应的毛利率分别为 27.13%、22.28%、21.45%，我们以过去三年平均的毛利率来预测当年的毛利率，那么未来三年该业务对应的毛利率分别为 23.55%、24.32%、25%。

表 12 化工业务收入及毛利率预测（单位：亿元）

	2016E	2017E	2018E
营业收入	43.20	45.36	47.63
毛利率	23.55%	24.32%	25%

资料来源:国元证券研究中心

物流业务:

线下: 公路港投资运营及配套服务收入, 包含物业租金收入以及配套服务收入

线上: O2O 物流网络平台服务业务以实体公路港为依托, 通过平台的构建, 实现线上线下的结合, 开发针对货主的供应链物流、针对物流企业的传化运宝、针对司机的陆鲸和易货嘀; 针对司机、物流企业等会员的物流金融服务。

表 13 物流业务收入及毛利率预测（单位：亿元）

	2016E	2017E	2018E
公路港投资运营及配套服务收入	15.33	29.70	39.12
O2O 物流网络平台服务收入	4.55	9.05	18.14
物流业务总收入	19.88	38.75	57.26
毛利率	35%	52%	59%

资料来源:公司公告, 国元证券研究中心

那么综合来看公司未来三年的收入分别为 62.90 亿元、84.11 亿元、104.89 亿元, 对应毛利率分别为 27.17%、37.07%、43.56%。

表 14 盈利预测相关指标

重要财务指标			单位:百万元	
主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5340	6290	8412	10490
收入同比(%)	-10%	18%	34%	25%
归属母公司净利润	551	623	1259	2115
净利润同比(%)	125%	13%	102%	68%
毛利率(%)	24.4%	27.2%	37.1%	43.6%
ROE(%)	5.1%	5.6%	10.4%	15.5%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.39	0.65
P/E	118.74	104.90	51.94	30.91
P/B	6.01	5.85	5.38	4.79
EV/EBITDA	99	100	39	22

资料来源:国元证券研究中心

投资建议：

公司未来希望打造的中国智能公路物流网络系统是基于公司多年来积累的业内最具有代表性的“公路港”模式，也是最有价值的核心资源。作为公路物流行业的整合者以及颠覆者，我们看好公司基于线下实体公路港对物流行业资源的整合以及智能公路物流网络系统形成后，在增值服务、金融服务方面的拓展以及对公路物流全新生态圈的打造。预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 62.90/84.12/104.90 亿，净利润为 6.23/12.59/21.15 亿，对应的 EPS 分别为 0.19/0.39/0.65 元，PE 为 105/52/31x。给予“买入”评级。

第六部分 风险提示

1 公路港全国性布局不及预期

公司在对公路物流生态系统进行打造的过程中，公路港既是线下收入的主要来源，也是线上流量导入的重要支撑。若线下公路港的推进速度不及预期，公司的业绩将会受到很大影响。

2 线上平台流量导入不及预期

公司未来的盈利核心是流量导入后的增值服务，若线上业务的拓展不及，则后续的增值服务的推进会受到很大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	10432	10590	11713	13379
现金	6517	7087	7293	8087
应收账款	475	656	849	1049
其他应收款	127	88	141	188
预付账款	33	38	45	50
存货	526	559	638	726
其他流动资产	2754	2163	2747	3279
非流动资产	4050	3841	4152	4558
长期投资	646	663	657	659
固定资产	897	919	872	791
无形资产	1045	1443	1850	2253
其他非流动资产	1463	816	773	854
资产总计	14482	14431	15865	17937
流动负债	1761	1716	1905	2135
短期借款	47	0	0	0
应付账款	570	574	675	764
其他流动负债	1144	1142	1230	1371
非流动负债	1565	1156	1236	1279
长期借款	120	120	120	120
其他非流动负债	1444	1035	1116	1159
负债合计	3326	2872	3142	3414
少数股东权益	284	389	579	862
股本	3258	3258	3258	3258
资本公积	5937	5937	5937	5937
留存收益	1681	1976	2949	4465
归属母公司股东权益	10873	11170	12144	13661
负债和股东权益	14482	14431	15865	17936

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	414	740	348	1333
净利润	618	728	1449	2398
折旧摊销	114	110	119	124
财务费用	52	-265	-282	-303
投资损失	-287	-286	-286	-286
营运资金变动	2	109	-720	-658
其他经营现金流	-85	344	68	58
投资活动现金流	-2115	-42	-145	-244
资本支出	1215	0	0	0
长期投资	-1416	-65	8	111
其他投资现金流	-2316	-107	-137	-133

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5340	6290	8412	10490
营业成本	4039	4581	5293	5921
营业税金及附加	39	63	205	265
营业费用	347	723	883	997
管理费用	700	713	924	989
财务费用	52	-265	-282	-303
资产减值损失	25	25	25	25
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	287	286	286	286
营业利润	424	735	1650	2883
营业外收入	409	239	271	283
营业外支出	21	19	20	20
利润总额	811	955	1901	3146
所得税	193	227	452	748
净利润	618	728	1449	2398
少数股东损益	68	105	190	283
归属母公司净利润	551	623	1259	2115
EBITDA	590	580	1487	2704
EPS (元)	0.17	0.19	0.39	0.65

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-10.4%	17.8%	33.7%	24.7%
营业利润	22.4%	73.4%	124.4%	74.7%
归属于母公司净利润	124.6%	13.2%	102.0%	68.0%
获利能力				
毛利率(%)	24.4%	27.2%	37.1%	43.6%
净利率(%)	10.3%	9.9%	15.0%	20.2%
ROE(%)	5.1%	5.6%	10.4%	15.5%
ROIC(%)	9.4%	8.8%	20.7%	33.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.0%	19.9%	19.8%	19.0%
净负债比率(%)	7.26%	5.69%	5.37%	5.02%
流动比率	5.92	6.17	6.15	6.27
速动比率	5.62	5.83	5.80	5.92
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.44	0.56	0.62
应收账款周转率	8	10	10	10
应付账款周转率	7.55	8.01	8.47	8.23
每股指标(元)				

筹资活动现金流	7537	-128	3	-295	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.19	0.39	0.65
短期借款	-436	-47	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.23	0.11	0.41
长期借款	-180	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.43	3.73	4.19
普通股增加	2770	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	5160	0	0	0	P/E	118.74	104.90	51.94	30.91
其他筹资现金流	224	-81	3	-295	P/B	6.01	5.85	5.38	4.79
现金净增加额	5837	570	206	794	EV/EBITDA	99	100	39	22

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn