

传化智联 (002010)

公司研究/深度报告

公路港业绩逐步兑现，迎来布局时机

深度研究报告/基础化工

2019年03月04日

报告摘要:

● 定增注入集团物流资产，打造国内公路港龙头

公司通过定增注入集团物流资产，逐步由一家化工企业转变为国内最大的公路智能物流平台龙头。目前，公司已投入运营的公路港数量预计 65 个，储备签约项目达到 160 个左右，已基本形成对成都、苏州、郑州等枢纽型物流节点及各类干、支线节点的布局，网络效应逐步显现。

● 公路物流小散乱，行业可挖掘空间广阔

公路物流行业虽然市场规模庞大，但受进入门槛较低影响，当前产业组织化程度较低，运营效率低下，行业亟待转型升级。而公司的公路港模式已在多地实践证明可降低全社会物流成本、优化公路货运环节，未来在政策催化下，公司公路港将有广阔发展空间。

● 盈利：多元化+政策补贴，公路港业绩步入兑现期

目前，公司公路港收入主要由租金、交易服务费、增值服务费三部分组成，利润中则包含较多政府补贴。我们参照公司过去两年项目投运节奏，并结合公路港三年左右的培育期特征，预计公路港业绩有望于 2019 年开始逐步兑现。

● 投资建议

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.42 亿元、11.76 亿元、20.31 亿元，对应 EPS 为 0.23、0.36、0.62 元，当前 PEG 仅为 0.62，考虑到公司业绩步入爆发期，且近期入选 MSCI 指数，给予“推荐”评级。

● 风险提示

政府补贴不及预期；宏观经济下行致公路港盈利不及预期；定增解禁抛售风险。

推荐

首次评级

当前价格:

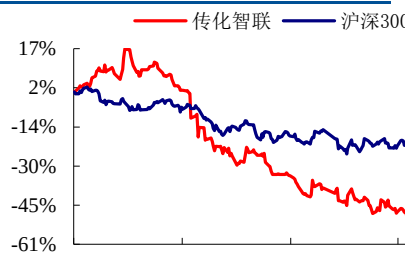
8.18 元

交易数据

2019-3-1

近 12 个月最高/最低	18.21/6.04
总股本 (百万股)	3,258
流通股本 (百万股)	3,183
流通股比例 (%)	97.69
总市值 (亿元)	266
流通市值 (亿元)	260

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 钟奇

执业证号: S0100518110001

电话: 021-60876718

邮箱: zhongqi@mszq.com

相关研究

1. 传化智联(002010)公司调研简报:公路港龙头，业绩步入兑现期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19,280	25,065	32,585	42,360
增长率 (%)	135.7	30.0	30.0	30.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	469	742	1,176	2,031
增长率 (%)	-19.2	58.0	58.6	72.7
每股收益 (元)	0.14	0.23	0.36	0.62
PE (现价)	50.1	30.8	19.4	11.3
PB	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

目 录

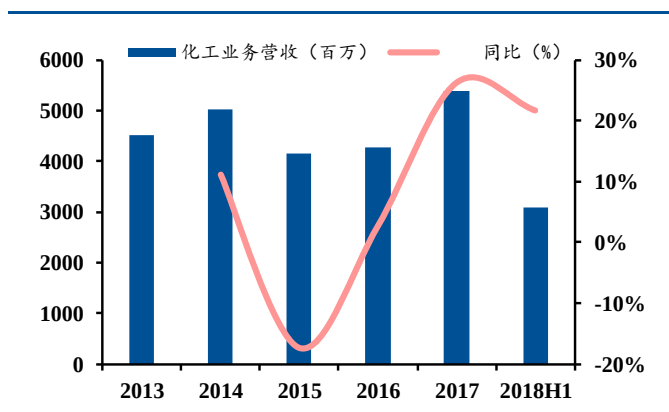
一、公司历史沿革：定增注入集团资产，物流化工双轨并行	3
（一）公司收入结构分析.....	3
（二）定增重组复盘：累计业绩承诺超 50 亿，增持彰显信心	4
二、公路物流小散乱，行业可挖掘空间广阔	7
（一）万亿级的公路物流行业具有广阔的整合和发展空间	7
（二）公路物流行业亟待转型升级	7
三、公路港业务布局成型，业绩步入兑现期	9
（一）政策频出，传化公路港模式已获政府部门认可	9
（二）以公路港为基础，三层设施构建传化网	10
（三）公路港盈利模式解析：模式多元，政府补贴锦上添花	11
1、公路港网络：全国布局基本完成，连接构建网络效应	11
3、盈利模式分析	12
（四）金融业务，构建传化网的交易闭环	16
（五）线上服务平台，对接货源和运力	17
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	17

一、公司历史沿革：定增注入集团资产，物流化工双轨并行

(一) 公司收入结构分析

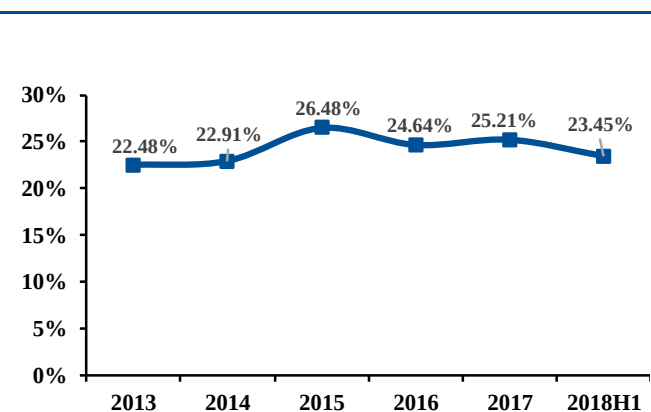
化工经营状况良好，业务规模稳定增长。化工为公司的传统业务，主要是围绕基底界面技术的功能化学品，旗下主要有纺织印染助剂、化纤油剂、聚酯树脂、涂料、合成橡胶等系列产品。2014 年初，完成对天松新材料及传化涂料收购，进一步丰富了专业化学品产品系列，2016 年成功收购拓纳化学实现国际化布局，公司在产品研发、应用服务、生产制造以及供应链管理等方面能力得到大幅提升。整体来看，公司化学业务的在长期经营中状况良好，业务趋于稳定。毛利率稳定在 25% 左右的水平，2017 年实现营收 53.97 亿元，同比增速 26.25%。

图 1：化工业务营收（百万元）及同比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

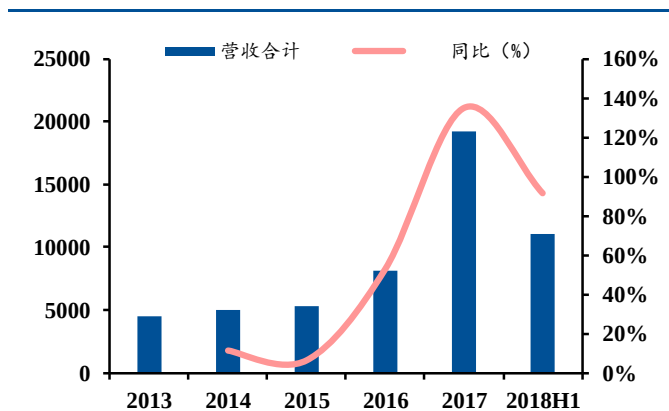
图 2：化工业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

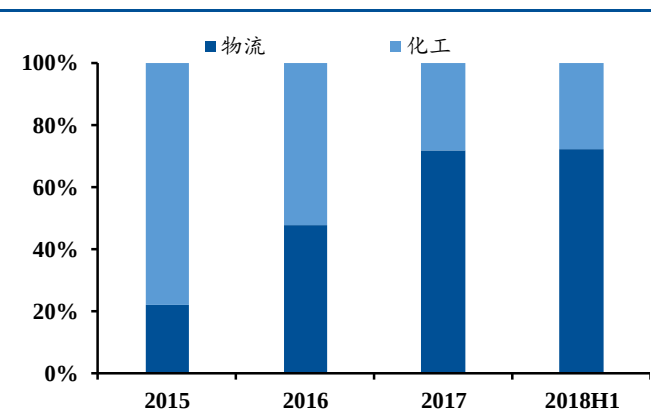
注入集团物流资产，物流+化工业务协同发展。2015 年通过定增注入集团物流板块资产，形成物流+化工的双主业结构。从近三年数据看，得益于物流板块的快速发展，2015-2018H1 公司营收同比增长 52.93%、135.29% 和 91.67%。其中，物流业务收入占比从 2015 年的 22% 快速提升至 2018 年上半年的 72%。

图 3：营业收入（百万元）及同比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：近三年公司收入结构变化（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 定增重组复盘：累计业绩承诺超 50 亿，增持彰显信心

200 亿定增注入集团物流资产。传化股份按照发行价格 8.76 元/股的价格作价 200 亿元，以发行股份的方式收购传化集团、长安资管、华安资管、长城资管、中阳融正、陆家嘴基金、凯石资管（一）和西藏投资合计持有的传化物流 100% 股权。

表 1：定增股份发行情况

序号	发行对象	发行总额（百万元）	认缴股本（百万股）	解除限售日期
1	传化集团	15999.9	1858.3	2018 年 11 月 19 日
2	长安财富未来资产	1500.0	174.2	2018 年 11 月 19 日
3	华安未来资产管理	600.1	69.7	2018 年 11 月 19 日
4	长城嘉信资产管理	600.0	69.7	2018 年 11 月 19 日
5	杭州中阳融正投资管理	500.0	58.1	2018 年 11 月 19 日
6	上海陆家嘴股权投资基金	400.0	46.5	2018 年 11 月 19 日
7	上海凯石益正资产管理	300.0	34.8	2018 年 11 月 19 日
8	西藏自治区投资	100.0	11.6	2018 年 11 月 19 日
合计		20000.0	2322.9	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

同时以 9.85 元/股的价格，向建信基金、君彤璟联、浩怡投资、凯石资管（二）、人寿资产、新华汇嘉、华商基金、杭州金投、建发股份和中广核财务等 10 名特定投资者共发行 4.47 亿股并募集配套资金 44.02 亿元，用于传化物流实体公路港项目和信息化平台项目的建设。

表 2：发行股份募集配套资金

序号	发行对象	发行总额（百万元）	认缴股本（百万股）	解除限售日期
1	建信基金	1060.0	107.6	2018 年 12 月 8 日
2	上海君彤璟联	700.0	71.1	2018 年 12 月 8 日
3	上海凯石益正资产管理	572.5	58.1	2018 年 12 月 8 日
4	珠海浩怡投资	500.0	50.8	2018 年 12 月 8 日
5	中国人寿资产管理	400.0	40.6	2018 年 12 月 8 日
6	华商基金	320.0	32.5	2018 年 12 月 8 日
7	北京新华汇嘉投资管理	300.0	30.5	2018 年 12 月 8 日
8	厦门建发股份	200.0	20.3	2018 年 12 月 8 日
9	杭州金投资本管理	200.0	20.3	2018 年 12 月 8 日
10	中广核财务	150.0	15.2	2018 年 12 月 8 日
合计		4402.5	447.0	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：募集配套资金使用用途

序号	募集配套资金使用项目	投资金额（万元）
----	------------	----------

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

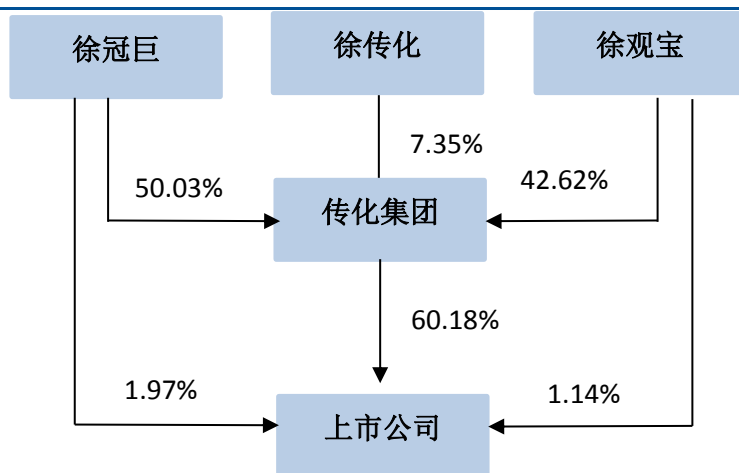
证券研究报告 4

一、	实体公路港网络建设项目	178200
1	杭州传化公路港项目	22545
2	泉州传化公路港项目	14993
3	衢州传化公路港项目	21522
4	南充传化公路港项目	28642
5	重庆传化公路港项目	9273
6	长沙传化公路港项目	59236
7	淮安传化公路港项目	13355
8	青岛传化公路港项目	8634
二、	020 物流网络平台升级项目	134750
	合计	312950

资料来源：公司公告，民生证券研究院

重组后实际控制人持股比例上升。本次交易前，传化集团持有公司股权 22.95%，为公司的控股股东，徐冠巨、徐观宝、徐传化直接或间接控制公司 43.49%的股份，为公司的实际控制人（其中公司控股股东传化集团和徐冠巨、徐观宝先生为一致行动人）。本次交易完成后，控股股东传化集团持股比例增加至 60.18%，实际控制人及其一致行动人徐冠巨、徐观宝、徐传化的控制比例增至 65.79%。

图 5：公司实际控制人



资料来源：公司公告，民生证券研究院

近三年控股股东持续增持公司股票，彰显发展信心。基于对公司发展前景的信心及对公司投资价值的认可，传化集团分别在 2015/8/28-2016/9/8 和 2018/6/21-2018/8/8 增持公司股票 175 万股和 3300 万股，分别占公司总股本的 0.08%和 1.01%。

同时，传化集团对注入的传化物流业绩分别进行了 2020 和 2021 年两个期间的累计业绩承诺：

表 4：2015-2021 年传化物流净利润承诺（亿元）

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	至 2020 年合计	至 2021 年合计
----	------	------	------	-------	-------	-------	-------	------------	------------

扣除非经常性损益	-1.77	-4.41	0.05	4.51	9.87	19.87	21.80	28.12	50.00
含非经常性损益	1.47	-3.51	0.05	5.60	10.70	20.70	21.87	35.01	56.88

资料来源：公司公告，民生证券研究院

若传化物流在业绩承诺期届满后（分别为 2020 年和 2021 年），实际利润未能达到承诺利润（含实际扣非净利润、实际净利润中任一或全部未能达到相对应的承诺扣非净利润、承诺净利润的情形），传化集团将以对价股份的方式进行补偿：

情景一、实际扣非小于承诺扣非，且实际净利润大于承诺净利润：

假设 2019 年完成扣非净利润 9.87 亿元，则 20 年还需完成 17.99 亿元

按照承诺补偿协议，计算补偿股份数=（28.13 亿-实际扣非）/50 亿*对价股份

补偿金额=本次发行价*（应补偿股份数-已补偿股份数）

情景二、实际扣非大于承诺扣非，且实际净利润小于承诺净利润

假设 19 年完成实际净利润 10.7 亿，则 20 年仅需完成 8.21 亿

按照承诺补偿协议，应补偿股份数=（35.01 亿元-实际净利润）÷56.88 亿元×对价股份

补偿金额=本次发行价*（应补偿股份数-已补偿股份数）

情景三：若传化物流实际扣非净利润低于承诺扣非净利润，且实际净利润也低于承诺净利润，若前者差额较大，则适用于情景一；若后者差额较大，则适用于情景二。

按目前已完成的业绩推算，我们认为 2020 年出现第二、三种情景出现的概率较小。

表 5：测算假设依据（亿元）

项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	至 2020 年合计
扣除非经常性损益	-1.76	-3.35	1.37	4	9.87	还需 17.99	28.12
含非经常性损益	1.68	4.62	3.80	6	10.70	还需 8.21	35.01

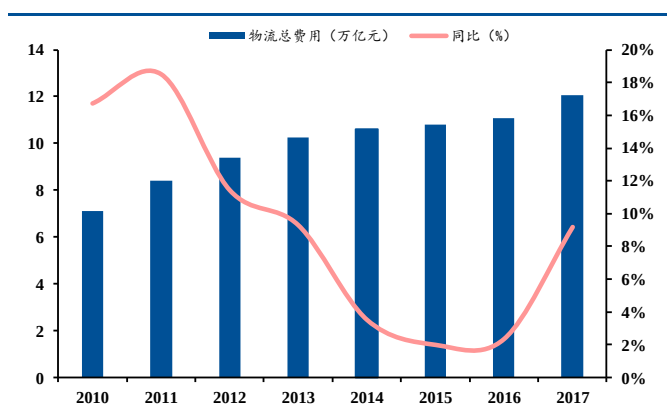
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、公路物流小散乱，行业可挖掘空间广阔

（一）万亿级的公路物流行业具有广阔的整合和发展空间

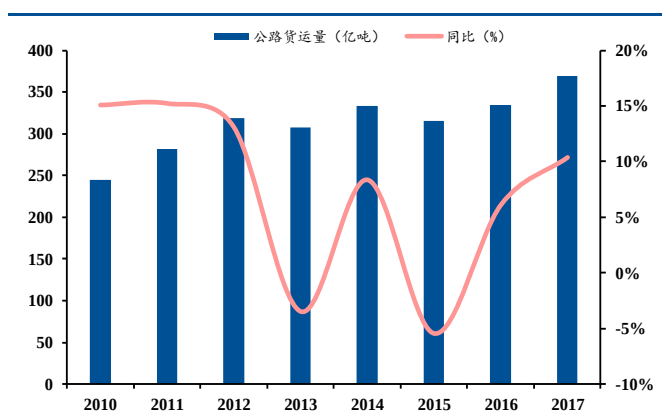
公路物流为我国货运市场的主要运输方式，占我国整体货运量的比重达 77%。2017 年我国国内社会物流总额约 253 亿元，规模极其庞大，围绕社会物流产生的运输、仓储、金融等服务产生的物流总费用约 12 万亿元。其中，公路是我国货运市场的主要运输方式，2017 年占我国整体货运量的比重达 77%，产生的收入预计接近 8 万亿元，由此带动的货车司机就业人数超 3000 万人（2015 年），是支撑我国经济社会发展的基础性产业。

图 6：全国社会物流总费用（万亿元）及同比（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：全国公路货运量（亿吨）及同比（%）



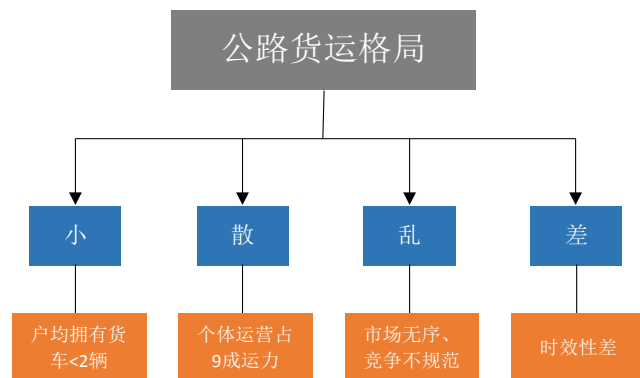
资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公路物流行业亟待转型升级

由于公路货运行业进入门槛相对较低，部分个体私营主凭借较少的资金和人力投入即可开展相对低端的货运业务，这使得当前产业组织化程度较低并呈现出小、散、乱、差的特征：

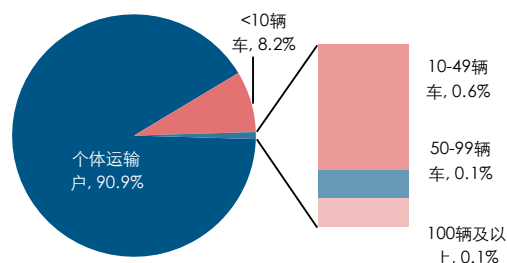
- 小：户均拥有货车小于 2 辆；
- 散：产业组织化水平低，90% 的运力掌握在个体运营司机手中；
- 乱：市场秩序较乱，竞争行为不规范，诚信体系缺失，丢货问题突出、投诉率高；
- 差：服务质量差、服务确定性差、经营效益差、时效性差等。

图 8：我国公路货运市场呈现小散乱的格局



资料来源：中研普华，民生证券研究院

图 9：道路运输市场分散



资料来源：交通部，民生证券研究院

相较于发达国家，国内个体货运车辆呈现空载率和超载率双高的显著特征。一方面，主要是由于信息不对称，个体货运司机无法及时全面的知悉货源信息，导致车辆空载的现象高频率发生，运输效率低下。根据中国道路运输协会对 70 万家货运企业的调查显示，中国卡车的空载率高达 40%，车辆停车配货的间隔时间平均长达 72 小时；另一方面，在空载率较高的背景下，为平滑收入，保证自身经济利益，个体货运司机在获得货源后容易产生超载动机，导致货运车辆的超载现象频出，威胁公路运输安全。此外，由于缺乏功能完备的公路运输节点，司机在运输过程中的生活、运输等配套需求无法得到有效满足，生存质量较低。

图 10：我国货运空驶率和超载率双高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

针对以上问题，我国公路物流行业亟需通过解决以下问题实现转型升级：（1）由于个体规模小、产业组织化水平低，公路物流行业亟需通过平台型企业或设施对行业上下游资源进行整合，实现货源和运力的及时、高效匹配；（2）行业市场秩序缺失，失信行为频发，主要体现在物流企业与货运司机的原始交易方式、不完备的运输协议、没有信用保障的交易与高价值的货物标的、远距离的货物运输反差上；（3）公路运输主枢纽型物流园区承载着换装换载的功能，车流量巨大、车辆类型众多。但目前运输中存在着大量非标准化设施和设计，

影响到物流衔接的效率。

三、公路港业务布局成型，业绩步入兑现期

(一) 政策频出，传化公路港模式已获政府部门认可

针对前述行业痛点，公司打造的以公路港为基础的传化网模式逐步得到中央各部门的重视和推广。2013 年 6 月，五部委联合发文推广传化“公路港”物流经验；2016 年 6 月，公路港模式被列入国务院文件，成为国家级项目。同时，在《国务院办公厅关于转发国家发展改革委营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知》中也明确指出：未来政府要加大构建线上线下联动的公路港网络支持力度，进一步完善公路港的建设布局，推进公路港等物流园区之间运输、集散、分拨、调配、信息传输等协同作业，重点在整合货源、车辆（舱位）、代理、金融等信息，为物流企业提供运营支撑、系统支持。

2019 年 3 月，发改委等多部委再次联合发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，我们认为其中相关意见将进一步推动传化公路港模式的发展：

(1) 推动国家物流枢纽网络建设，选择部分基础条件成熟的承载城市，启动第一批 15 个左右国家物流枢纽布局建设，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业，促进区域内和跨区域物流活动组织化、规模化、网络化运行。公司作为公路港龙头，有望在选址、整合其他公路物流企业方面获得支持。

(2) 创新用地支持政策，指导地方加大土地政策支持力度，鼓励地方政府利用有效载体和多种渠道整合盘活存量闲置土地资源，用于物流用途。这对于商业模式类似机场的公路港来说意义重大，因公路港需配备完整的停车场、物流仓库等要素，对土地资源使用的要求非常高，依托政府对土地相关政策的放松，可缩短公路港项目度过培育期的时间。

(3) 加强投融资支持方式创新。按照“扶优做强”原则，研究设立国家物流枢纽中央预算内投资专项，支持国家物流枢纽的物流基础设施建设。

表 6：公路港物流相关政策梳理

序号	时间	政策	主要内容
1	2013.4	《关于推广“公路港”物流经验的通知》（发改办经贸[2013]811 号）	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等方面的政策支持力度。
2	2015.5.	《全国流通节点城市布局规划（2015-2020 年）》	确定 2015-2020 年“3 纵 5 横”全国骨干流通大通道体系，明确划分国家级、区域级和地区级流通节点城市，并提出完善流通大通道基础设施、建设公益性流通设施、提升流通节点城市信息化水平、建设商贸物流园区、完善城市共同配送网络、发展国家电子商务示范基地、提升沿边节点城市口岸功能、促进城市商业适度集聚发展、强化流通领域标准实施和推广等九项重点任务。
3	2016.6	《国务院办公厅关于转发国家发展改革委营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知》	构建线上线下联动公路港网络。完善公路港建设布局。加大政府支持力度，加快全国公路港建设，加强与其他交通基础设施衔接，重点构建一批综合型、基地型和驿站型公路港。鼓励龙头企业牵头组建全国公路港联盟，推动行业内资源共享和跨区域运输组织。
4	2019.3	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	推动国家物流枢纽网络建设，选择部分基础条件成熟的承载城市，启动第一批 15 个左右国家物流枢纽布局建设，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业，促进区域内和跨区域物流活动组织化、规模化、网络化运行。

资料来源：国务院，民生证券研究院

（二）以公路港为基础，三层设施构建传化网

具体来看，公司传化网模式主要是通过提供物流供应链、金融服务，围绕流量价值变现打造数字化传化网，促进服务消费资料的高效流转。目前，公司传化网主要包括三个层次：

- 上层（金融服务）：涵盖支付服务、融资服务、经纪代理、财富管理等
- 中层（线上平台）：由易货嘀和陆鲸进行货物具体运输、仓储和分拨的信息分发
- 基础（实体网络）：公路港是干线和同城配送的基础底座，主要是将区域内的车、货、人集中至公司线下的公路港园区内，进行货物分拣、信息统计、仓储、收发等各个环节的活动，并通过建立遍布全国的公路港网络，实现跨区域的联动

图 11：传化网结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

传化网的对象为物流行业的三大主体，即货主、物流企业及卡车司机。不论是实体公路港的线下业务，还是互联网平台业务和传化金服平台业务，都是围绕着货主、物流企业和卡车司机在各个物流场景的需求来开展的，具体来说：

- 个体货运司机方面，向其提供长途及短途配货服务，以期降低车辆空驶率，同时为其提供住宿、购物、汽修等生活、运输配套服务，以及支付、信用等金融服务；
- 物流企业方面，向其提供全国性运力采购、运输过程管控等服务，同时为其提供信用、资管、委托代理等相关金融服务和相关商务配套服务；
- 货主企业方面，向其提供供应链解决方案、运力采购等服务，以期降低其物流成本，同时向其提供基于货权监管的供应链金融服务。

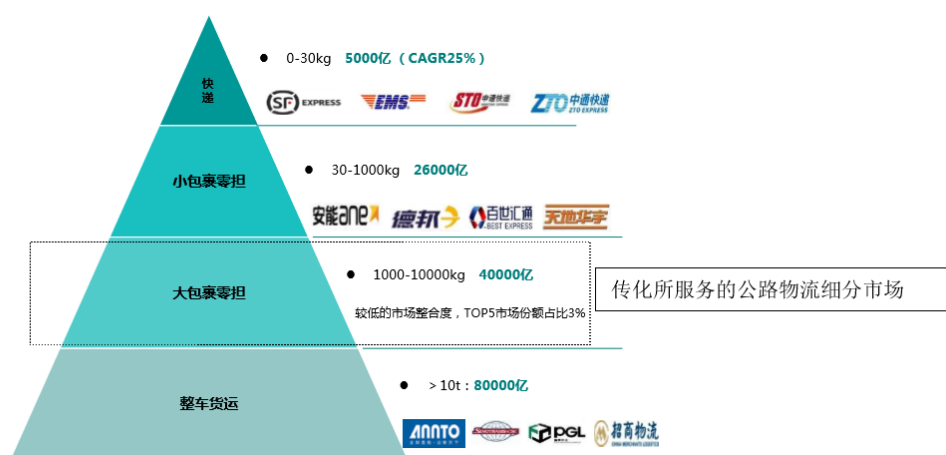
图 12：传化物流服务主体



资料来源：公司公告，民生证券研究院

其中，公司传化网的实体基础——公路港主要聚焦于大票零担的小微物流企业。目前，公路货运领域中快递和小票零担领域已经形成了较强的头部企业，主要是由于单票包裹越小，其标准化、规模化效应越强，较易形成自身的转运中心网络。而大票零担领域，由于标准化程度不高、专线公司为主，一般规模都较小，营收集中于几百万至几千万之间，没有相应的资金实力建立中转网络。公司打造的传化公路港模式，实质上正是针对该类型小微客户提供服务。截至 2017 年末，公司实现全网入驻公路港物流企业数 7276 家，公路港平台内企业产生营业额达 328.01 亿元，平台内的累计纳税达 12.71 亿元。

图 13：传化公路港服务的客户结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）公路港盈利模式解析：模式多元，政府补贴锦上添花

1、公路港网络：全国布局基本完成，连接构建网络效应

公司围绕着传化网战略目标持续性建设全国化城市物流中心网络，以公路港城市物流中心为核心，通过产品与系统打造综合性供应链服务能力，并以此形成了共享基础设施网络，

构建了连接公路、铁路、水运、航空等多式联运体系，具备互联互通的网络资源优势。截至 2017 年底，传化物流已开展业务的公路港城市物流中心项目 65 个，累计布局项目 126 个，共覆盖全国 27 个省市、自治区，实现 231 条港港互通线路，初步建立起了各公路港之间的业务联动。

图 14：传化全国化城市物流中心网络



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、盈利模式分析

传化公路港的商业模式及盈利模式类似机场或港口，包括：物业租赁、停车、油品销售和保险经纪等收入。考虑各个公路港因其不同区位特征，其收入结构不尽相同，我们以公司公开披露的苏州、温州、成都三个公路港为例，及草根调研数据解析其盈利模式：

苏州公路港：

开业时间：2010 年

项目位置：苏州城北物流规划区

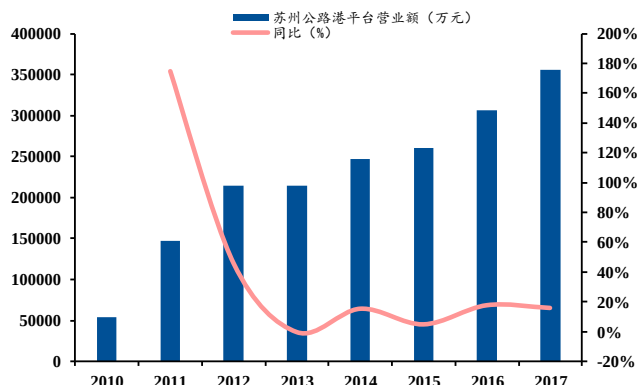
项目总占地：500 多亩

港内情况：入驻物流企业 500 余家，专线 200 余家

盈利模式：主要来源为物业租金，其他还有供应链、保险等收入

竞争情况：姑苏区第一个综合性物流园区

图 15: 苏州公路港平台营业额 (万元) 及同比 (%)



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图 16: 苏州公路港占据核心区位



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

温州公路港:

开业时间: 2018 年 5 月

项目位置: 温州市瓯海区潘桥街道福州路边 666 号

项目总占地: 约 520 亩

港内情况: 出租率 96%, 专线 100%

盈利模式: 主要来源为物业租金和运费仓租, 其余为增值服务

区块情况: 公路港周围有各种皮革城、鞋服城等的商贸园区

竞争情况: 5 公里内有 8 个类似的物流园区竞争

图 17: 传化温州公路港



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

成都公路港:

开业时间: 2009 年 5 月

项目位置: 成都市新都物流中心

项目总占地: 达 600 多亩

港内情况: 拥有全国盈利最多的加油站传化燕塘加油站

盈利模式：主要为物业租金和加油站收入，其余有增值服务（包括供应链、油卡返点等）

竞争情况：周围有类似的物流园

图 18：传化成都公路港



资料来源：网络资料，民生证券研究院

考虑前述公司对外披露的公路港运营模式，结合草根调研情况，我们总结公司公路港收入主要来源于：

- （1）租金，包括仓储、零担分拨、三产服务及其他设施的租金；
- （2）交易服务费收入；
- （3）其他（加油站、油卡等）；

我们基于以上信息并参照公司部分项目情况，对公司单港的财务模型进行构建，同时由于油卡等业务并不是每个港都有，因此我们仅对较为典型的园区物业收入、交易服务费收入和加油站收入进行测算：

表 7：公路港财务模型假设（万元）

项目	第一年	第二年	第三年
1. 园区物业收入	2100	3075	3730
1.1 仓储收入	800	1350	1710
仓储面积	100000	100000	100000
仓储出租率	80%	90%	95%
仓储单位租金（元/平米）	100	150	180
1.2 零担分拨收入	800	900	950
零担分拨面积	50000	50000	50000
零担分拨出租率	80%	90%	95%
零担分拨单位租金（元/平米）	200	200	200
1.3 三产服务	300	525	720
三产服务面积（平方米）	50000	50000	50000
三产服务出租率	60%	70%	80%
三产服务单位租金（元/平米）	100	150	180

1.4 其他租金收入	200	300	350
2. 交易服务费收入	127.5	400	696
平台营业额	42500	100000	139200
入驻物流企业数量	170	200	240
平均每家物流企业营业额	250	500	580
佣金率	0.3%	0.4%	0.5%
3. 加油站收入	2044	3650	5694
公路港日均车次	700	1000	1300
日均车次加油收入 (元/车次/日)	80	100	120
营业收入	2172	5588 (假设仍免半年租金)	10120
营业成本	2136	3563	5060
毛利率	50%	50%	50%
期间费用率	138%	70%	15%
其他收益	2700	2100	1100
利润总额	-255	214	4642
所得税费用	-64	53	1161
净利润	-191	160	3482

资料来源：民生证券研究院测算

其中，由于公司公路港第一、二年通常采用免租金等多种优惠方式吸引物流企业进入，因此我们给与其较高的出租率，但在营收部分扣除了租金收入，并给予较高的期间费用率，土地的折旧成本则因公司 2017 年调整会计政策，将投资性房地产计量模式由成本法改为公允价值法，不在财务模型中体现。

值得注意的是，公司公路港财务模型中的其他收益（16 年之前计入营业外收入）主要来自与经营相关的政府补贴，该补贴以完成政府考核指标后的项目补助为主，其他还包括税收返还等。按照公司当年实际运营的公路港个数计算，2015-17 年平均单港收入到的与经营相关的政府补贴约为 2728、2113、1130 万元，我们预计单港政府补贴逐年递减主要因：（1）公司 2015 年后公路港数量剧增，且以面积较小的非枢纽型公路港为主；（2）之前投运的公路港逐步成熟，对政府收益补助的依赖度下降，侧面反映过去三年公司公路港的培育周期较短，盈利能力强。

表 8：公司近三年其他收入构成

项目	2015	2016	2017
公路港现代物流服务补助	-	-	46826
公路港平台经营补助	3874	5999	12600
项目补贴、扶持资金	16329	56393	10074
拆迁奖励款	-	21991	-
技术创新补助或奖励资金	793	727	1543

技术标准质量奖励资金	172	446	1164
其他税费返还	343	554	925
其他	311	538	310
公路港相关补贴合计	21822	86648	73442
公路港个数	8	41	65
单港补贴	2728	2113	1130

资料来源：民生证券研究院测算

综合以上信息，我们基于假设测算的公司公路港业务净利润如下表所示：

表 9：公路港净利润测算

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
公路港总数	41	65	75	85	95
新增公路港	33	24	10	10	10
成熟公路港（3 年以上）	8	8	8	41	55
普通公路港（2 年）	0	0	33	24	10
新公路港（1 年）	0	33	24	10	10
公路港净利润（亿元）			2.9	14.5	19.1

资料来源：民生证券研究院测算

（四）金融业务，构建传化网的交易闭环

公司目前的金融业务主要有金融支付、保险经纪、融资租赁、商业保理等，并获得了相应的金融牌照，为平台内的客户全面提供定制化的金融服务，增强平台粘性。除 2017 年 6 月 30 日获得的第三方支付牌照之外，公司还围绕业务场景，开发了易税保、招商保等 7 款商业保理产品，汽车租赁、设备租赁、业务租赁等融资租赁产品，以及车辆险、货物险等 10 余个保险经纪产品。

表 10：传化网金融服务发展概况

业务	业务	发展情况（2018H1）
第三方支付	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理等，平台按照支付流量收入佣金	支付业务流量达 902.72 亿元
商业保理	致力于为国内物流企业提供优质的综合金融服务，通过受让应收账款来解决企业融资难题，实现一次授信，资金循环使用，	放款量达 9.14 亿元
融资租赁业务	卡车分期购、设备租赁、非标仓单融资等	放款量达 2.46 亿元
保险经纪	以供应链全场景为切入口，为用户提供高品质的保险产品和服务。目前的业务经营范围包括：公路货运险、意外险、车险、责任险、工程险、企财险等。	保险经纪保费交易笔数 5.4 万笔

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

（五）线上服务平台，对接货源和运力

传化网的线上服务平台核心是提供货运经纪服务，对接广阔的货源和运力市场。货运经纪服务体系的货源端和运力端的整合主要是通过陆鲸和易货嘀两款线上平台实现：

陆鲸定位于城际干线运力的线上调度指挥平台，聚焦核心通道路线，连接传化网城市物流中心，与成都、苏州、杭州等多个公路港实现鲸港联动，通过“智能调度”、“车后管理”和“车队管理”三大业务有效提升传化网干线运营能力。截至 2018 年 6 月，陆鲸旗下公路袋鼠已累计开通线路 41 条，同时上线移动系统，通过项目预演和作业标准化提升车辆运行效率，增强下游客户粘性，达成降本增效目的。

易货嘀定位于城市配送平台，为企业提供一站式的城市物流解决方案，实现揽货入港和揽货入网，最终为传化网搭建最前一公里和最后一公里的集货、仓储、配送网络。截至 2018 年 6 月，累计服务中大型企业级客户超过 2200 家，并在多个城市与苏宁、小米、美的、京东等知名企业达成合作，平台上加盟了超过 1100 家的同城货运车队和 11 万的同城货运司机。

四、盈利预测与投资建议

结合我们上一章中对公司公路港业务的净利润的测算，并考虑公司目前还有传统化工业务每年贡献 1 亿左右净利润，以及公路港中与金融服务相关的业务每年贡献数千万利润，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.42 亿元、11.76 亿元、20.31 亿元，对应 EPS 为 0.23、0.36、0.62 元，当前 PEG 仅为 0.62，考虑到公司业绩步入爆发期，且近期入选 MSCI 指数，维持“推荐”评级。

五、风险提示

（1）政府补贴不及预期：由于政府补贴计入其他收益，且占比较大，一旦地方政府因财政问题无法兑现政府补贴，则公司公路港盈利能力将受到影响；

（2）宏观经济下行导致公路港盈利不及预期：公路港主要针对公路运输行业客户，该行业同宏观经济具备一定的相关性，若未来宏观经济持续下行，将影响公路港的日均车流进而对交易服务费、加油站、供应链服务等收入产生影响；

（3）定增解禁抛售风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	19,280	25,065	32,585	42,360
营业成本	17,174	21,745	27,577	35,021
营业税金及附加	95	147	176	239
销售费用	846	1,100	1,430	1,859
管理费用	1,049	1,364	1,773	2,305
EBIT	115	710	1,629	2,937
财务费用	94	88	88	88
资产减值损失	76	0	0	0
投资收益	21	135	85	81
营业利润	828	757	1,626	2,930
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	860	1,057	1,726	3,030

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	135.7	30.0	30.0	30.0
EBIT 增长率	137.6	515.0	129.6	80.3
净利润增长率	-19.2	58.0	58.6	72.7
盈利能力				
毛利率	10.9	13.2	15.4	17.3
净利率	2.4	3.0	3.6	4.8
总资产收益率 ROA	1.9	2.8	4.0	6.1
净资产收益率 ROE	4.1	6.1	8.8	13.2
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.1	1.2

所得税	320	315	549	998
净利润	540	742	1,176	2,031
归属于母公司净利润	469	742	1,176	2,031
EBITDA	375	947	1,900	3,229

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4584	3744	3106	4539
应收账款及票据	2914	5921	6626	8039
预付款项	1133	660	1041	1565
存货	1279	2029	2322	2790
其他流动资产	1069	1069	1069	1069
流动资产合计	11279	13733	14552	18487
长期股权投资	357	357	1421	1421
固定资产	1671	1967	2324	2629
无形资产	1080	1311	1373	1050
非流动资产合计	12800	13080	14815	14923
资产合计	24079	26813	29367	33410
短期借款	1692	1692	1692	1692
应付账款及票据	2523	3193	3827	4745
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	7310	9303	10680	12691
长期借款	1765	1765	1765	1765
其他长期负债	2499	2499	2499	2499
非流动负债合计	4264	4264	4264	4264
负债合计	11574	13567	14945	16956
股本	3258	3258	3258	3258
少数股东权益	1069	1069	1069	1069
股东权益合计	12505	13246	14423	16454
负债和股东权益合计	24079	26813	29367	33410

资料来源：公司公告、民生证券研究院

现金比率	0.6	0.4	0.3	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5

经营效率

应收账款周转天数	22.4	29.4	26.6	26.1
存货周转天数	22.4	34.1	30.7	29.1
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3

每股指标 (元)

每股收益	0.1	0.2	0.4	0.6
每股净资产	3.5	3.7	4.1	4.7
每股经营现金流	(0.3)	(0.2)	0.4	0.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0

估值分析

PE	50.1	30.8	19.4	11.3
PB	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	62.8	25.8	13.2	7.3
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	540	742	1,176	2,031
折旧和摊销	336	238	271	292
营运资金变动	(1,982)	(1,302)	(80)	(491)
经营活动现金流	(1,052)	(670)	1,271	1,740
资本开支	3,236	217	843	299
投资	(312)	0	(1,064)	0
投资活动现金流	(3,009)	(82)	(1,822)	(219)
股权募资	244	0	0	0
债务募资	3,027	0	0	0
筹资活动现金流	3,028	(88)	(88)	(88)
现金净流量	(1,032)	(840)	(639)	1,433

插图目录

图 1: 化工业务营收 (百万元) 及同比 (%)	3
图 2: 化工业务毛利率 (%)	3
图 3: 营业收入 (百万元) 及同比 (%)	3
图 4: 近三年公司收入结构变化 (%)	3
图 5: 公司实际控制人	5
图 6: 全国社会物流总费用 (万亿元) 及同比 (%)	7
图 7: 全国公路货运量 (亿吨) 及同比 (%)	7
图 8: 我国公路货运市场呈现小散乱的格局	8
图 9: 道路运输市场分散	8
图 10: 我国货运空驶率和超载率双高	8
表 6: 公路港物流相关政策梳理	9
图 11: 传化网结构图	10
图 12: 传化物流服务主体	11
图 13: 传化公路港服务的客户结构	11
图 14: 传化全国化城市物流中心网络	12
图 15: 苏州公路港平台营业额 (万元) 及同比 (%)	13
图 16: 苏州公路港占据核心区位	13
图 17: 传化温州公路港	13
图 18: 传化成都公路港	14
表 7: 公路港财务模型假设 (万元)	14
表 8: 公司近三年其他收入构成	15
表 9: 公路港净利润测算	16
表 10: 传化网金融服务发展概况	16

表格目录

表 1: 定增股份发行情况	4
表 2: 发行股份募集配套资金	4
表 3: 募集配套资金使用用途	4
表 4: 2015-2021 年传化物流净利润承诺 (亿元)	5
表 5: 测算假设依据 (亿元)	6
表 6: 公路港物流相关政策梳理	9
表 7: 公路港财务模型假设 (万元)	14
表 8: 公司近三年其他收入构成	15
表 9: 公路港净利润测算	16
表 10: 传化网金融服务发展概况	16

分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。