

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 重构货运信用体系, 打造 OTO 新生态

### 报告摘要:

从离散到网络化, 中国货运市场信用急需大幅提升。道路运输业务链条可以简化为货主-物流企业-卡车司机。长期以来, 离散的物流企业、货运司机以及货运交易市场累计出现的一个核心症结是货运交易信用水平低下, 呈现黄牛盛行、卡车空载率居高、中介成本居高和司服人员生活环境恶劣等弊端。“互联网+”革命将离散转为网络化, 三个主体的货运交易将建立相对稳定的交易模式, 信用的重构将打造全行业的新生态。

传化从公路港开始, 构建全网络和全过程货运交易平台, 将逐渐改造我国的货运信用体系。公司经过 10 多年的经验积累, 正在积极建设“160+10”的公路港网络体系, 建设停车、配货、仓储、交易、司服和金服的全方位生态圈, 并利用互联网有效的 O2O 模式, 把控含物流、信息流和资金流在内的整个(货运)供应链, 搭建完善的信用体系, 必将有效地构筑中国道路运输新生态的根基。

“线下”公路港及其生态圈的建设, 为传化物流打造万亿级的商业机会, 并具有极高的门槛。公司以港路港为基础, 以信用体系重构为突破, 以人-车-货为对象商圈界定, 以“物流+互联网+金融”为导向, 发展“基础公路港+核心智能物流+创新物流金融”的“323”战略业务构架, 形成每年 4 万亿以上商圈体系, 并具有不可复制的高门槛效益。

**投资建议:** 顺应国家物流战略的“蓝领工人商圈”具有数万亿的商圈价值, 公司从社会价值迈向商业价值空间巨大, 我们战略性推介。从业务看, 预计 2016-2018 年公司实现归母净利润 1.68、3.52 和 8.05 亿元, 股本摊薄后 EPS 分别为 0.05、0.11 和 0.25 元。从社会价值和未来商业价值综合来看, 公司巨大的投资价值, 我们研究首次深度覆盖, 给予“买入”投资评级。

**风险提示:** 线下业务推进低于预期, 线上业务变现节点迟于预期。

### 股票数据 2016/6/6

收盘价(元)	16.33
12个月股价区间(元)	9.00~26.88
总市值(百万元)	61400
总股本(百万股)	3,258
A股(百万股)	3,258
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	9

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	19%	11%	113%
相对收益	22%	12%	150%

### 相关报告

《传化股份(002010): 重组完成, 物流业务将成为增长新引擎》

2016-3-29

《拥抱互联网, 融合供应链》2014-6-8

《融合 互生, 电商大潮下的物流变革》

2013-10-12

《菜鸟引领中国物流新变革》2013-8-15

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5030	5340	5785	7551	9150
(+/-)%	22.82%	6.17%	8.32%	30.53%	21.18%
归属母公司净利润	212	551	168	352	805
(+/-)%	22.97%	159.32%	-69.43%	109.21%	128.50%
每股收益(元)	0.44	0.17	0.05	0.11	0.25
市盈率	248.55	95.85	313.54	149.87	65.59
市净率	28.63	4.85	4.78	4.63	4.33
净资产收益率(%)	11.52%	5.06%	1.52%	3.09%	6.60%
股息收益率(%)	1.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	488	3258	3258	3258	3258

### 证券分析师: 王晓艳

执业证书编号: S0550515100001  
(010) 63210895 wangxiaoyan@nesc.cn

### 证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002  
(021) 20361103 (021) 20361103

### 研究助理: 明兴

mingxing@nesc.cn

# 目 录

<b>1. 公路货运总量巨大，行业整体呈现离散经营状态 .....</b>	<b>6</b>
1.1. 公路货运责任重大，负担全国四分之三的货运量.....	6
1.2. 公路货运市场小而散，整体呈现离散经营状态.....	7
1.3. 公路货运市场运力过剩，运输效率低下.....	9
1.4. 公路货运高度市场化，但是整体竞争不规范.....	10
1.5. 货车司机位于产业链末端，话语权低下.....	11
<b>2. “互联网+”将离散转为网络化，公路货运信用体系亟需提升.....</b>	<b>12</b>
2.1. “互联网+”催生 O2O 平台，多数参与者悄然无息而终.....	12
2.2. 离散经营状态下，传统渠道承担一定风险担保作用.....	13
2.3. 公路货物运输系统良性循环需要搭建完善的信用体系.....	14
<b>3. 公路货物运输市场结构不断调整，未来发展空间巨大.....</b>	<b>14</b>
3.1. 公路货物运输市场结构不断调整.....	14
3.1.1. 末端配送服务的需求抬头，快递发展迅猛.....	15
3.1.2. 工商业企业柔性化发展凸显，零担运输需求持续增长.....	15
3.1.3. 经济结构调整和升级，整车需求呈现下滑态势.....	15
3.2. 公路货物运输市场规模超过四万亿，发展空间巨大.....	16
3.2.1. 3000 万卡车司机生活消费市场达万亿.....	16
3.2.2. 1400 万辆卡车后市场消费规模超过万亿.....	17
3.2.3. 公路货物运输费用的市场规模约 2 万亿.....	17
3.2.4. 300 亿吨货物价值 200 万亿，货物保险市场需求可观.....	18
<b>4. 打造“线下”公路港网络，构筑万亿级市场护城河.....</b>	<b>18</b>
4.1. 传化物流实体公路港发展成熟，可实现有效复制.....	18
4.1.1. 国内首创公路港物流服务平台模式.....	18
4.1.2. 实体公路港承担城市物流中心的功能.....	19
4.1.3. 实体公路港盈利模式已经成熟.....	21
4.1.4. 在运营公路港吸附辐射区域 80% 的货源.....	21
4.2. 线上线下相辅相成，携手构筑公路货运行业壁垒.....	23
4.2.1. 公司发展规划层次分明，三步走循序渐进.....	23
4.2.2. 三大线上平台定位清晰，有效衔接.....	23
4.2.3. 线上线下联动，构建起一张货运诚信体系网络.....	24
4.3. 平台筑基完成，物流增值服务水到渠成.....	25
4.3.1. 围绕公路货运产业链的物流金融发展可期.....	26
4.3.2. 以货、车、人为核心打造智能公路物流网络营运系统生态圈.....	27
4.3.3. 物流增值服务随着平台的发展将迅速拓宽成长空间.....	27
<b>5. 重要假设和业务预测 .....</b>	<b>28</b>
5.1. 重要假设.....	28
5.2. 业务预测.....	29

<b>6. 盈利预测和投资建议 .....</b>	<b>30</b>
6.1. 盈利预测.....	30
6.2. 投资建议.....	30
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>31</b>
7.1. 线下公路港推进速度低于预期.....	31
7.2. 线上业务变现节点晚于预期.....	31

## 图表目录

图 1: 我国公路里程.....	6
图 2: 我国载货汽车数量.....	6
图 3: 公路货运量.....	7
图 4: 货物运输平均运距.....	7
图 5: 工业、批发和零售业企业运输成本占比.....	7
图 6: 运输费用及其占比.....	7
图 7: 社会物流总额和 GDP 的对比.....	10
图 8: 社会物流总额和 GDP 增速的对比.....	10
图 9: 公路运价指数 (2007-2011).....	10
图 10: 公路运价指数 (2013-2015).....	10
图 11: 公路货运车辆单位成本走势.....	11
图 12: 道路运输企业利润率.....	11
图 13: 卡车司机工资收入水平.....	11
图 14: 卡车购车款来源.....	11
图 15: 运力市场交易结构.....	12
图 16: 卡车司机货源比例.....	12
图 17: 卡车司机车辆挂靠关系及成本.....	14
图 18: 卡车司机自有车辆运营比例.....	14
图 19: 中国公路运价指数.....	16
图 20: 卡车司机客户结构.....	16
图 21: 各行业运输方式对比.....	16
图 22: 卡车司机公路货运相关支出.....	17
图 23: 卡车司机月收入结构.....	17
图 24: 道路运输普运成本.....	17
图 25: 物流费用占比.....	18
图 26: 公司发展历史.....	19
图 27: 公司实体公路港覆盖网络.....	19
图 28: 公司实体公路港业务架构.....	20
图 29: 公路物流骨干网络——单港业务场景.....	20
图 30: 公路物流骨干网络——港港互联互通业务场景.....	22
图 31: 智能物流管理平台——公路港互联互通网络智能.....	23
图 32: 公司业务发展规划.....	23
图 33: 公司物流平台服务业务模式.....	24
图 34: 公司业务发展战略.....	25
图 35: 传化物流金融业务构想.....	26
图 36: 传化物流智能公路物流网络营运系统构想.....	27
图 37: 公司盈利构成.....	28
表 1: 按行业分组的法人单位与有证照个体经营户.....	7
表 2: 按行业分组的小微企业法人单位、从业人员和资产总计.....	8
表 3: 公司货运种类.....	15

表 4: 在运营公路港概况 (一)	21
表 5: 在运营公路港概况 (二)	22
表 6: 公路港运营数量	28
表 7: 线上业务流量假设(单位: 亿元)	29
表 8: 公司整体业务预测表 (包括化工)	29
表 9: 公司物流业务预测表	29
表 10: 公路港业务收入预测	30
表 11: 可比上市公司估值	30

传化物流是国内公路物流行业平台运营商，构建了“中国公路物流网络运营系统”，未来将通过“互联网物流平台网络”和“公路港共享平台网络”的互联互通，系统性解决中国公路物流短板问题，提升公路物流效率，降低公路物流成本，打造以“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态。

## 1. 公路货运总量巨大，行业整体呈现离散经营状态

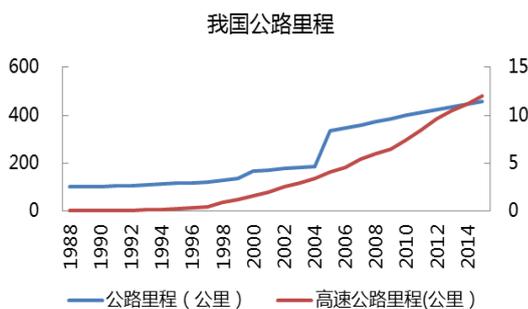
公路货物运输是国民经济的基础产业和服务性行业之一，是国家综合运输体系的重要组成部分。公路货运具有覆盖面广、适应性强、灵活机动、快速经济、门到门等特点，既是干线运输的重要方式，也是实现末端最后一公里送达的唯一方式。随着我国公路网络的不断完善，公路货运已经通达 99% 的乡村，具有良好的发展基础。

### 1.1. 公路货运责任重大，负担全国四分之三的货运量

公路货运业是交通运输行业中规模最大的子行业。我国目前建成了近 450 万公里的公路网，其中国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里，覆盖 90% 以上的 20 万以上城镇人口城市，二级及以上公路里程达到 65 万公里，国道总体技术状况达到良等水平，农村公路总里程达到 390 万公里。

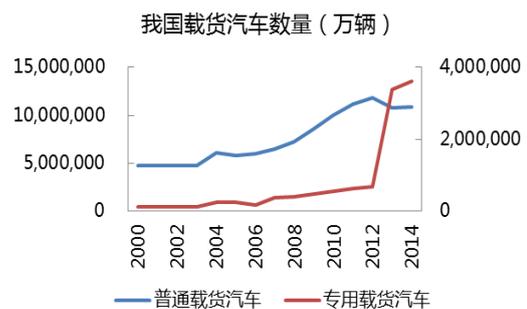
公路货运点多、线长、面广，是衔接其他运输方式重要纽带，在交通运输体系和物流系统中发挥着重要的基础支撑作用，完成的货运量占货运总量四分之三以上。根据交通运输部的统计数据，2015 年，全国营业性货运车辆完成货运量 315 亿吨、货物周转量 57955.72 亿吨公里，平均运距 183.99 公里。随着我国公路建设的迅速发展，公路网络的不断完善，公路货物运输业将成为服务范围最广、承担运量最大、运输组织最为灵活、运输产品最为多样的运输服务业。

图 1: 我国公路里程



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 我国载货汽车数量



数据来源：东北证券，Wind

近二十年，中国经济的高速发展推动了中国货运量的超高速发展，进而带来公路运输业的超高速发展。由于公路运输在机动性、灵活性、通用性等方面具有比较优势，在我国综合交通体系中主要承担中、短途运输任务，随着国内高等级公路网络的完善和高技术装备车辆的陆续投入，公路货物运输也开始进入长途甚至超长途交通运输的领域。根据交通运输部统计数据，2014 年，我国运输费用为 5.6 万亿元，占社会物流总费用比重为 53%；公路运输全行业 1453 万辆卡车共完成了全社会 76% 的货运量和 33% 的货物周转量，平均每天都有 8400 余万吨的在途货运量，平均每年为每个人承运 22 吨货物；745 万家运输业户，全年共完成总产值约 3 万亿元，占

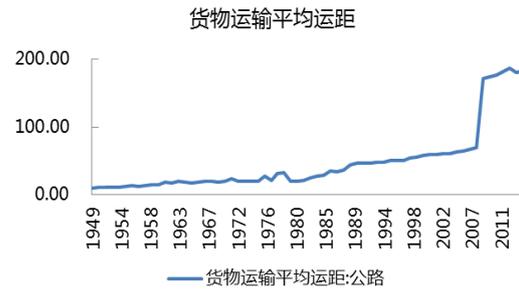
全社会 GDP 的 5%。

图 3: 公路货运量



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 货物运输平均运距



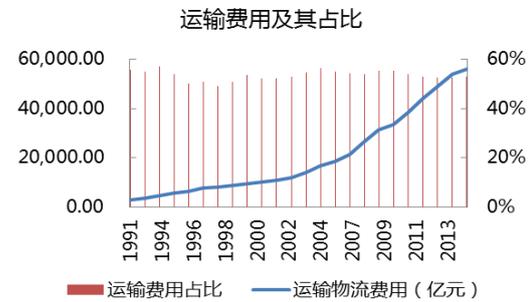
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 工业、批发和零售业企业运输成本占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 运输费用及其占比



数据来源: 东北证券, Wind

## 1.2. 公路货运市场小而散, 整体呈现离散经营状态

改革开放以后, 计划经济时期国有运输企业在公路货物运输市场中一统天下的局面被打破, 市场主体日趋多元化, 个体和民营企业运输占据了公路货运业的绝对主体, 公路货物运输市场呈现小而散的状态。

根据《第三次全国经济普查主要数据公报》: 我们可以看到, 交通运输、仓储和邮电行业共有 26.2 万个法人单位, 个体户有 878.6 万户, 小微企业有 21.1 万个。我国共有 745 万个运输业户, 其中个体工商户有 691 万户, 按照运营卡车 1453 万辆的数据来看, 平均每户 2 辆车。从从业人员数量来说, 法人单位有 1299.5 万人, 个体经营户有 1674.5 万人。整个行业 90% 以上的运力在个体运营司机手中, 行业集中度仅为 1.2% 左右。由于公路运输天生具有小、散的特点, 所以在一定程度上来说, 公路运输的机动性和灵活性也是由于这一特点所带来。

表 1: 按行业分组的法人单位与有证照个体经营户

	法人单位 (万个)	有证照个体经营户 (万个)
合计	1085.7	3279.1
采矿业	8.9	1.5
制造业	225.3	174.8
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7.0	0.6
建筑业	34.8	18.5
批发和零售业	281.1	1642.7

<b>交通运输、仓储和邮政业</b>	<b>26.2</b>	<b>878.6</b>
住宿和餐饮业	20.0	240.8
信息传输、软件和信息技术服务业	22.6	10.6
金融业	3.0	-
房地产业	34.4	5.0
租赁和商务服务业	91.7	30.6
科学研究和技术服务业	45.6	11.8
水利、环境和公共设施管理业	8.5	0.3
居民服务、修理和其他服务业	19.1	214.6
教育	41.4	5.8
卫生和社会工作	25.0	20.9
文化、体育和娱乐业	23.0	17.2
公共管理、社会保障和社会组织	152.0	-

数据来源：国家统计局

**表 2：按行业分组的小微企业法人单位、从业人员和资产总计**

	企业法人单位（万个）	从业人员（万人）	资产总计（万亿元）
合计	785.0	14730.4	138.4
工业	234.2	7403.6	40.8
建筑业	32.2	1675.4	5.0
交通运输业	21.1	462.8	5.2
仓储业	2.4	42.4	1.1
邮政业	1.2	22.8	0.0
信息传输业	3.4	40.5	1.4
软件和信息技术服务业	17.9	174.5	1.6
批发业	169.8	1457.8	12.7
零售业	103.1	766.2	3.2
住宿业	6.8	168.2	0.6
餐饮业	12.1	256.8	0.4
房地产开发经营	9.6	182.1	18.7
物业管理	10.2	277.9	1.2
租赁和商务服务业	78.4	945.3	36.8
其他未列明行业	77.7	782.1	9.3

数据来源：国家统计局

公路货物运输的进入门槛相对较低。从公路货运业的成本结构来看，主要可变成本和固定成本，其中大约 80% 的成本是可变成本，20% 是固定成本，这种低固定成本结构使得进入公路货运业的资金需求有限。而公路运输市场的多样化和灵活性，也为大量分散的中小企业和个体提供了更多的经营空间，特别是在区域运输、中短途运输、同城运输以及专车或包车运输等领域，发挥着重要的作用，并占有较大的比重，因此在这个行业从业者数量众多。

事实上，对于公路运输这种形式，很多发达国家在这个时期也是呈现这样一种状态。

根据美国卡车协会（ATA）的统计，1998 年州际汽车运输企业数为 50 万个，其中只有 3 万个为经营性运输企业，大约 21000 个（69%）专门从事整车运输；8000 个（28%）兼营零担和整车运输；1000 个（3%）专营零担运输。从车队规模来看，大部分比较小，70% 以上州际运输经营者拥有的车辆数少于等于 6 辆，而 79% 的经营者的车辆数少于等于 20 辆。此外，根据经合发组织（OECD）对部分成员国的统计，瑞典 60% 企业是只有一辆车的企业或个体经营者，英国 60% 以上的企业不足 5 辆车，葡萄牙 90% 的企业不足 3 辆车，丹麦 81% 的企业为个体经营者，西班牙 98% 以上的企业在 5 辆和 5 辆车以下、平均每个企业拥有车辆数为 1.4 辆。

由此可见，公路货运市场的特性在一定程度上决定了其呈现小而散的离散经营状态。目前中国公路货运业运营主体呈多元化格局，个体运输居于绝对的地位，尽管存在挂靠、合作、承包等多种形式，但是公路货运市场上的运输主体依然是个体车辆，小而散成为最基本的特征。

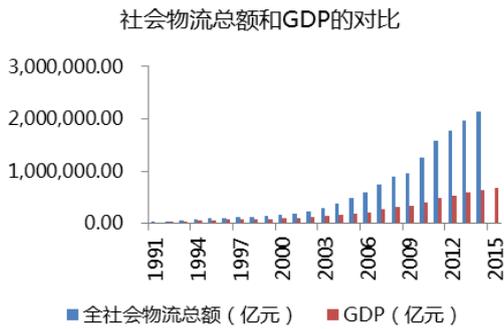
### 1.3. 公路货运市场运力过剩，运输效率低下

在过去三十年里，我国公路货运市场经历了从运力紧张发展到过剩状态。1983 年以前，公路货运市场还是计划经济，只有国有运输公司才能从事公路货物运输，除了大型国有企业自办车队以外，各省、市、县的国有运输公司基本垄断了各省、市、县的公路货运业务，高度垄断导致当时的公路货运运力严重短缺。改革开放以后，我国经济的快速增长带动了对货物运输需求的高速增长，运力短缺的国有运输公司不能满足经济发展的需要，严重影响了国民经济的发展。为了解决运输瓶颈问题，政府在 1983 年放开公路货物运输市场的准入，号召“国家、集体、个人一起上”，大力发展公路货物运输，公路货运的市场化大幕拉开。

由于之前的公路货运市场供不应求，公路运输利润较高，市场放开后，各行各业参与公路货运市场的积极性高涨，吸引了大量社会资金投入公路货运行业，公路货运市场的经营主体由单一的国有运输企业变为国企、集体企业、个体户等多种经营主体，此外还有大型企业自备车辆的市场化运营、中外合资、合营运输企业和外商独资运输企业等，整个公路货运市场运力快速增加，运输难问题得到了根本缓解。不过好景不长，运力的快速增长很快就发展为运力过剩。由于行业进入门槛低，市场组织程度差，各项法规制度不健全，行业监管不到位，公路运输的高度市场化、离散化经营态势使得行业运力多年来呈现持续过剩状态。

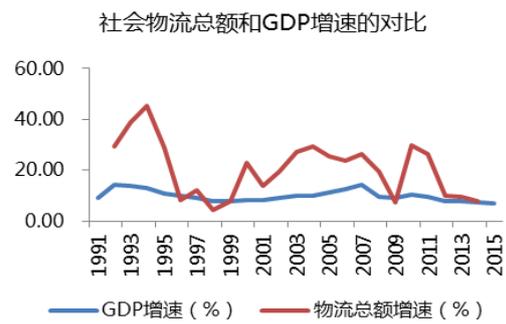
公路货运的灵活性一直以来是这种运输方式的优点，但是却没有得到合理、有效的应用。在整个商品流通领域，由于流通环节众多、车货信息不对称等问题存在，运输过程中出现货物周转次数多、倒运次数多和无效作业多等不合理现象，全社会物流总额的增长速度远远高于 GDP 的增长速度，单位 GDP 物流需求系数持续在 3 倍以上，整个社会物流效率低下。市场消化过剩运力的途径不是采用根本性退出，而是通过运输效率的降低、部分车辆自动停驶等方式来换取。根据中国道路运输协会对 70 万家货运企业的调查显示，中国卡车的空载率高达 40%，车辆停车配货的间隔时间平均长达 72 小时。车货匹配效率低下、空驶率高、运力分散已经成为公路货物运输行业的重大症结。

图 7: 社会物流总额和 GDP 的对比



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 社会物流总额和 GDP 增速的对比



数据来源: 东北证券, Wind

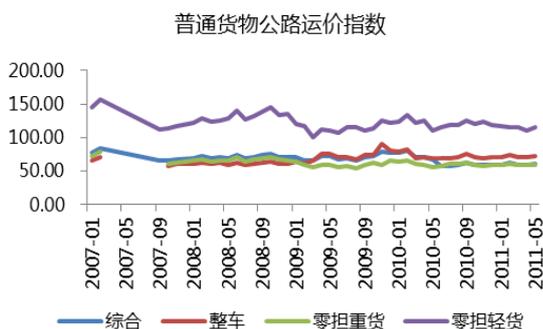
### 1.4. 公路货运高度市场化，但是整体竞争不规范

公路货物运输行业是国内最早市场化的行业之一，发展到现在，行业整体处于自然竞争状态。目前公路货运的经营组织方式主要有四种：个人车辆个人经营（纯个体经营）、个人车辆挂靠企业经营（挂靠经营）、个人车辆企业统一经营和企业车辆企业统一经营（公车公营）。但是实际上，行业构成本质上依旧是小、微企业或个体为主体，货运市场 90% 为个体司机，10% 为企业，竞争高度市场化。

在公路货运行业高度市场化的同时，竞争却极度不规范。公路货运从计划经济时期到高度市场化的发展过程中，经历了较长的野蛮生长阶段，始终缺乏合理和规范的行业引导以及管理，行业陷入恶性循环，表现为非理性竞争的“低运价-低成本”这个定价怪圈始终无法有效地打破，业内的竞争非常激烈，再加上包括税费、信用体系、监管等多方面的内容都不够规范和合理，导致行业竞争更加不规范，小、散、弱、乱的局面长期存在，行业的发展受到了严重的制约。

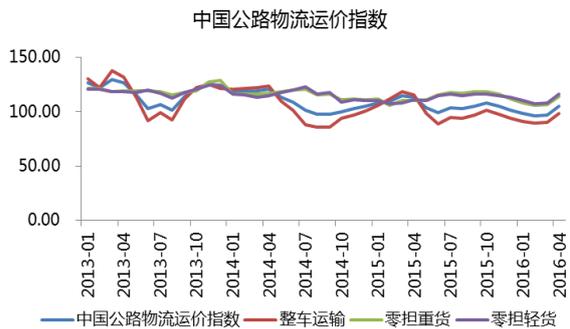
从运价指数来看，在过去十年，公路运价依旧持续呈现下降趋势，随着经济进入增速放缓阶段，货源需求下降，这种趋势仍将继续维持。

图 9: 公路运价指数 (2007-2011)



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 公路运价指数 (2013-2015)

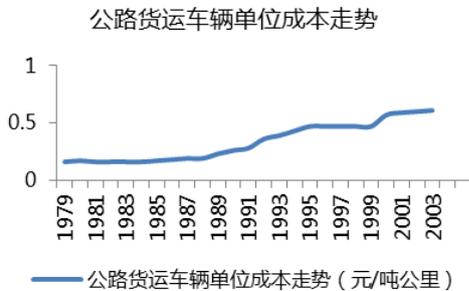


数据来源: 东北证券, Wind

从企业经营的数据来看，企业统一经营的，经营绩效一般要好于个体经营和挂靠经营。特别是那些具有一定规模的、专业化的大型企业，采用统一经营的方式，具有网络优势、管理优势、揽货优势和议价优势，经营效果相对明显，营收净利润率可以达到 6%。但是小型规模经营者特别是个体经营者，只能从中间货运代理商（例如物流公司、配货站、黄牛等等）那里承接货物，运输收入层层盘剥，排除各项费用外，也只能维持工资收入和车辆折旧。

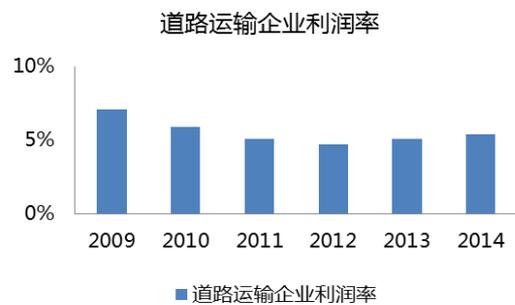
从行业的经营成本来看，公路货运成本一般由过路过桥费、燃料费、工资及福利费、车辆折旧、养路费、运管费和货运附加费、维修费、轮胎费、车辆保险及管理费等部分组成，单位成本却是呈现持续上升的态势。目前，公路货运价格受制于多种因素难以上升，而货运成本却持续上升，大多数货运企业都面临收入下滑、盈利下降甚至亏损的问题，公路货运业的生产经营环境越来越艰难。

图 11: 公路货运车辆单位成本走势



数据来源：东北证券，交通部公路科学研究所

图 12: 道路运输企业利润率



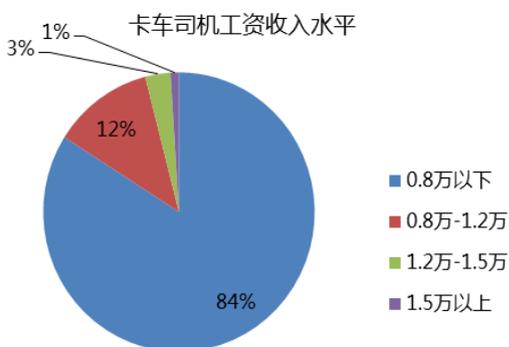
数据来源：东北证券，Wind

这也就意味着，整个公路货运行业盈利能力持续下降，而表现为恶性循环的定价怪圈这一现象若不能够打破，行业经营不能进入正常化，则公路货运行业的经营效率提高、服务质量提升、从业人员的生活质量改善等将无从谈起。

### 1.5. 货车司机位于产业链末端，话语权低下

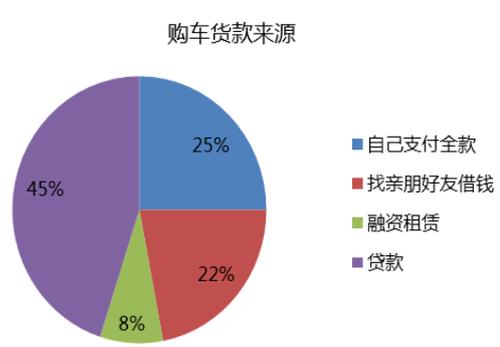
公路货运行业从业人员众多。根据《卡车司机生存状况》统计，目前，全国道路货运从业人员超过 3000 万人，占各种运输方式从业人员总数的 64%，占服务业就业总人数的 10%，道路货运行业是交通运输行业中规模最大、从业人员最多子行业之一。不过，行业从业人员的收入水平却普遍低下。根据问卷调查，道路运输从业人员月平均工资收入 3892 元，中位数 3600 元，平均工资明显偏低；而道路货运短途驾驶员平均月工资 4118 元，中位数 3945 元，道路货运长途驾驶员平均月工资 4932 元，中位数 4703 元。以个体卡车司机为主的公路货运业处于整个产业链的末端，以“小、散、弱、乱”为特征的从业主体在链条上基本没有议价话语权。

图 13: 卡车司机工资收入水平



数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

图 14: 卡车购车款来源



数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

总而言之，公路货物运输是我国主要的运输方式，但是与空运、海运、铁路等其它运输方式相比，公路货运主体“数量多、规模小、竞争激烈”等特点非常显著，整个行业基

本呈现无组织化状态。在这种情况下，公路货运市场存在多层环节，信息更多的是通过这种人为地层层分包实现传递，在分担风险的同时，整个组织系统效率非常低下，组织形态之间的信息严重不对称，最终表现为公路货物运输市场的需求信息不透明、货运价格不对称、运输过程不清晰、服务品质难提升等种种不合理现象。归根结底，公路货运的发展需要在这种“小而散”的市场格局中建立一套有效的运行规则以及相应的运作平台，提高行业透明度、减少信息不对称将成为行业未来发展不可逾越的一个步骤。

## 2. “互联网+”将离散转为网络化，公路货运信用体系亟需提升

中国的公路货运市场已经发展了数十年，但是整个市场依然很原始。这个业务链条可以简单概括为货主-物流企业-卡车司机，但是链条里面存在着一个严重的问题，那就是信息不对称，进而导致信息不透明的货主、物流公司和卡车司机建立了一个相对稳定的交易模式，但是货主和卡车司机之间的信息严重不对称，却增加了交易成本，降低了运行效率，行业整体无法进入良性循环。

随着互联网对业务模式的影响力越来越大，O2O 这种业务形态快速发展。货运 O2O 平台可以缩短中间环节、减低沟通成本，在一定程度上实现资源优化配置，降低货车空载率，提升行业效率，成为行业发展过程中的必然趋势。

### 2.1. “互联网+”催生 O2O 平台，多数参与者悄然无息而终

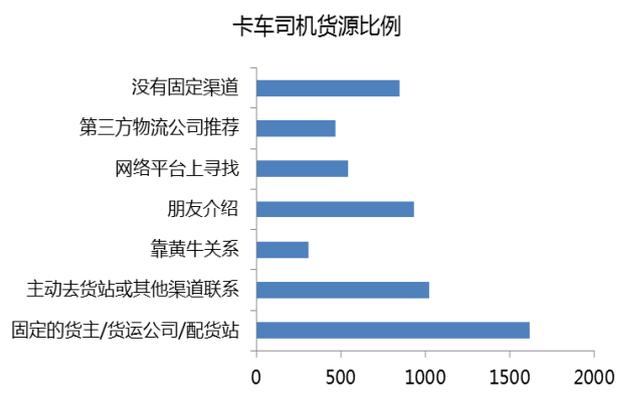
在互联网的影响下，公路货运行业出现了众多新模式，主要表现为平台模式，这些平台不参与运输交易，只是在货主和卡车之间搭建平台，为交易双方提供服务。服务模式大约包括三个内容：（1）围绕货主，积累货源；（2）围绕卡车司机，积累运力；（3）搭建平台，提供交易服务。

实际上，车货匹配交易是一直存在的，传统的公路港、货运市场等就是实体的货运交易平台。当下出现的线上平台在一定程度上就是简单的把线下平台向线上转移。传统的线下平台通常属于区域性的车货信息匹配平台，只能够集中所在区域的货源和运力，信息量有限，交易规模也会受到一定的限制。最初的线上平台就是希望通过没有边界的互联网，把这个平台能够做得规模更大、效率更高，继而逐步取代离散经营的各个线下车货交易平台。我们从简单的信息匹配角度出发，这是一种可以实现的、比较理想化的状态，客观存在的大量没有实现的车货匹配需求、移动互联在整个产业链的普及将有助于这种模式的推广和替代。货运 O2O 平台通过大数据挖掘和车辆定位等先进技术，能实现时间最短、货源最近的车货匹配，可以有效的降低货车空载率，减少成本，提升效率，进而获得了市场上的一定认可。以车货匹配 App 为例，前后出现了 200 多家，在一定程度上改善了公路货物运输行业的信息不对称问题，提高了行业运行的效率。

图 15: 运力市场交易结构



图 16: 卡车司机货源比例



数据来源：东北证券，网络资料

数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

但是，公路货物运输的特征和现状决定了仅局限于此是远远不够的，到 2015 年底，这个领域存活下来的竞争者就仅剩十分之一，预计未来能够胜出的大约只有 2-3 家。事实上，我们从卡车司机的货源结构中也可以看到，虽然车货匹配 App 兴起多时，但是对于卡车司机而言，比较稳妥的渠道还是传统渠道，因此失去传统渠道的支撑，或者说倘若车货匹配平台仅是简单的信息匹配，而没有具备替代传统渠道所发挥的作用的功能，那么大部分车货匹配 App 都没有持续的竞争力，终将悄无声息退出历史。

## 2.2. 离散经营状态下，传统渠道承担一定风险担保作用

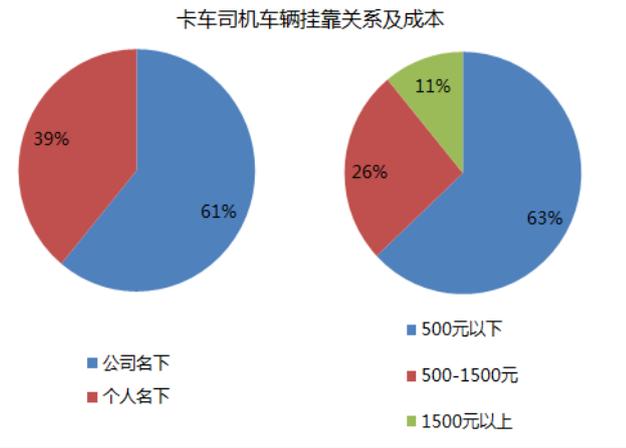
传统渠道发挥的重要作用之一是风险担保。传统公路货运产业链中存在诸多问题，其中一个最显著的问题是：交易方式原始、运输协议不完善、交易没有信用保障和运输货物高价值、运输距离长、运输过程不可控之间存在巨大的矛盾，这个矛盾经过了这么多年也没有更加系统、完善的解决方式，无论是货主还是物流企业，他们与卡车司机之间的合作方式，包括车辆选择、价格商议、货物交付、运输过程管理、时效约束、交易结算等基本没有改变。

从市场交易结构图中，我们可以看到，在传统的交易过程当中，熟人关系在一定程度上是这种矛盾的解决办法之一。对于陌生交易，则需要通过以物流企业为代表的中介来承担一定风险担保作用。物流公司的角色最初起源于配货站，配货站一方面在当地挖掘一批货主，获取他们的运输需求并稳定货源，另一方面收集货车司机的运力和个人信息并核实，通过在货源和运力之间的信息沟通、分配和撮合，并对货主和货车的信用和结算起第三方见证作用，在一定程度上解决了车辆回程空驶问题。回程有运输收入，使得去程开始降低运价，从而降低整个市场运输成本，给货运市场带来了良性循环，也给配货站带来了盈利空间，获得合同运费的一定比例或固定数额作为信息费。

目前国内大约有 1000 万家中小型物流企业，他们的作用之一就类似于中介，从货主处拿到第一手的货源信息，然后通过社会车辆来完成运输业务。之所以能够获得货源信息，主要原因是在某种程度上，物流公司承担着货主和卡车司机之间的信用担保角色，由于信用体系缺失，货主不愿意直接将货物委托给个体卡车司机承运，而是通过类似于物流公司这样的第三方来转移风险，货主往往向物流公司收取高额的抵押金，物流公司也利用这一角色获得盈利，国内 80%-90% 的货物运输由这样的中小型物流企业承担。长此以往，货源也基本被物流公司所垄断，个体卡车司机很难拿到一手货源。

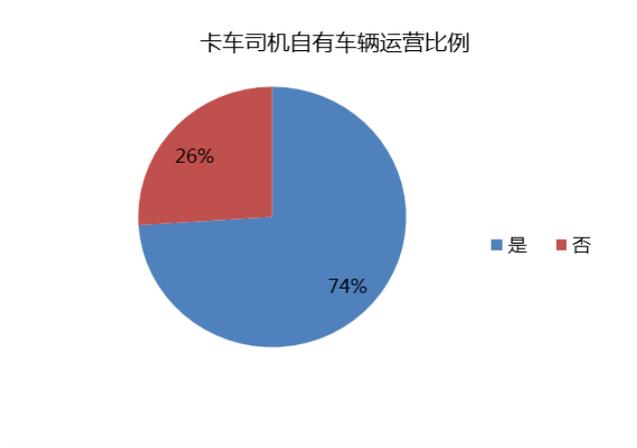
我们从卡车司机货源渠道、卡车司机车辆挂靠关系和成本等项目的调查和统计中可以看到，货源信息半数不是直接到达卡车司机之处，而是通过货站等渠道间接甚至多层渠道才能达到，多数卡车司机也会挂靠到公司名下，在这个过程中，卡车司机通常都会付出更多的成本。

图 17: 卡车司机车辆挂靠关系及成本



数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

图 18: 卡车司机自有车辆运营比例



数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

在公路货物运输业务链条上，往往存在着多个层次的中介，他们的角色主要是信息的传递，但是在这个过程当中，存在信息混乱、信息失真、信息虚假、信息无效等多个问题，进而导致道路运输效率低下、成本增加等问题，大量运营车辆因为信息不对称、信息传递无效等因素在路上空跑，道路运输链条信息传递问题丛生。信息不透明导致行业信用体系显著缺乏，信用体系缺失加剧信息不透明。相对于欧美等发达国家的公路货物运输市场，中国的公路货运市场在发展三十余年依旧是一个原生态的市场。

### 2.3. 公路货物运输系统良性循环需要搭建完善的信用体系

公路货运 O2O 发展任重而道远，货运行业供应链长，环节众多，要解决从信息匹配、货物安全、合作信任到法律的一系列问题。在现有的公路货物运输体系中，存在卡车司机个体化、行为监管不到位、运输货物非标品、交易价格非标准化、运输业务具体化等特点，因此必须要通过线下采集 3000 万卡车司机和 1000 万物流公司的需求和信息，建立可靠的会员系统，通过会员系统的完善和交易记录的积累，完成包括物流、信息流和资金流在内的整个供应链体系的把控，搭建完善的信用体系，让交易过程进行的更加顺畅、高效，进入良性循环阶段。

通过线下业务搭建有效的信用体系，推进线上业务再现线上业务场景，才能够建立良好的道路运输生态，而扎实的线下业务也将对线上业务形成有效的支撑，有形的节点和网络将给线上业务带来更多的网络效应和聚集效应。在这一基础之上，公路货物运输系统才能够有效推进标准化、信息化、自动化建设，进而在线上平台再现公路货物运输市场的场景，简化交易环节，降低交易成本，提升交易效率，只有解决了公路货物运输市场的核心问题，利用“互联网+”打造的产品才能够立足。

## 3. 公路货物运输市场结构不断调整，未来发展空间巨大

### 3.1. 公路货物运输市场结构不断调整

目前，公路货运市场（干线）按照基础服务分，主要有快递运输（30 公斤以下）、零担运输（30 公斤-3 吨）、整车运输（3 吨以上），其中，零担运输又分为小票零担（30 公斤-3 吨）和大票零担（3 吨以上）。

根据中国物流与采购联合会的初步估算，快递运输、零担运输、整车运输业务分别占到市场容量的 5%、40%和 55%。

**表 3: 公司货运种类**

公路货运种类	单票重量	代表企业	平均价格
快递运输	30 公斤以下	顺丰、EMS、“三通一达”	5-10 元/公斤
公路零担（小票）	30-300 公斤	德邦、华宇、佳吉、盛辉	1.5 元/公斤
公路零担（大票）	300-3000 公斤	卡行天下、安能物流	0.5 元/公斤
整车运输	3000 公斤以上	合同物流企业	0.5-1.5 元/公斤

资料来源：东北证券，中国物流与采购联合会

### 3.1.1. 末端配送服务的需求抬头，快递发展迅猛

随着以互联网为代表的信息技术的普及，工商企业的销售渠道开始扁平化，流通环节的层级逐步减少，直销模式占比不断增加。特别是随着电子商务的发展，面对个人消费者的电商直营比重越来越大，对末端配送服务的需求不断增加，进而带来了快递需求的显著增长。

公路运输是快递业主要的运输方式。顺丰、申通、圆通、京东等快递和电商企业拥有和整合的车队规模超过万辆，已经搭建了自有干线运输网络。近年来，快递市场持续保持 50% 以上的高速增长态势，预计未来较长一段时期，快递公路运输仍将保持快速增长。与此同时，城市配送作为干线运输“最后一公里”开始快速发展。近年来，随着消费需求的升级，电商、超市也更加重视配送效率的提升，大型快递企业、电商企业、落地配企业成为快件配送的主体，同城快递业务增速高于其他快递业务增速，城市配送的发展潜力非常巨大。

### 3.1.2. 工商业企业柔性化发展凸显，零担运输需求持续增长

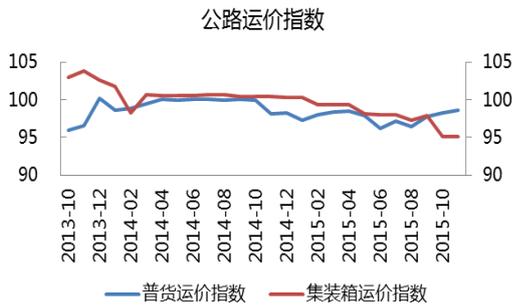
零担运输主要服务于中小工商企业和个体消费者，单个客户的某一条线路的货物的重量不够装满一个整车的货量，要把同一线路上多票货物集拼起来整车运输。随着市场经济的发展，市场竞争加剧，工商企业需要快速的市场反应能力，并实现运输成本和仓储成本等在内的综合成本最优化，这种改变带来了运输需求的调整，传统的大批量、少批次逐步向小批量、多批次的方向发展，零担货物需求急剧增加。

从 93 年开始，专线运输开始在货运市场中出现，由于专线运输实现了零担货物的低成本运输，适应零担货物急剧增加的市场趋势，专线公司迅速在各地货运市场普及并快速发展。作为货运市场最具规模经济特征的细分领域，零担快运业务在专业运输的推动之下发展势头迅猛。一批领先的公路快运企业加快推进产品标准化、服务品牌化、管理现代化，例如德邦物流的“精准卡航”、佳吉快运的“红色快线”、天地华宇的“定日达”等产品，都以准时、高效、快速为基本特点，形成了标准化的产品体系和服务模式，提升了客户的服务体验，具有较高的盈利水平。随着个性化需求的发展、时效性需求的增加，更具柔性化的零担运输具有更大的发展空间。

### 3.1.3. 经济结构调整和升级，整车需求呈现下滑态势

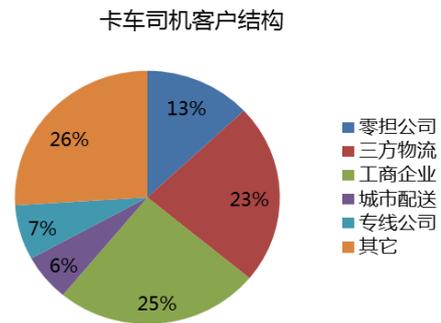
整车运输主要服务于大型工矿企业和合同物流企业。随着经济增速的下滑，大宗商品货运需求大幅下降，特别是受需求变化和渠道下沉影响，传统的大批量、小批次、低时效的工业产品逐步向小批量、多批次、高时效转变，整车运输增速呈现下滑态势。

图 19: 中国公路运价指数



数据来源: 东北证券, 中国物流与采购联合会

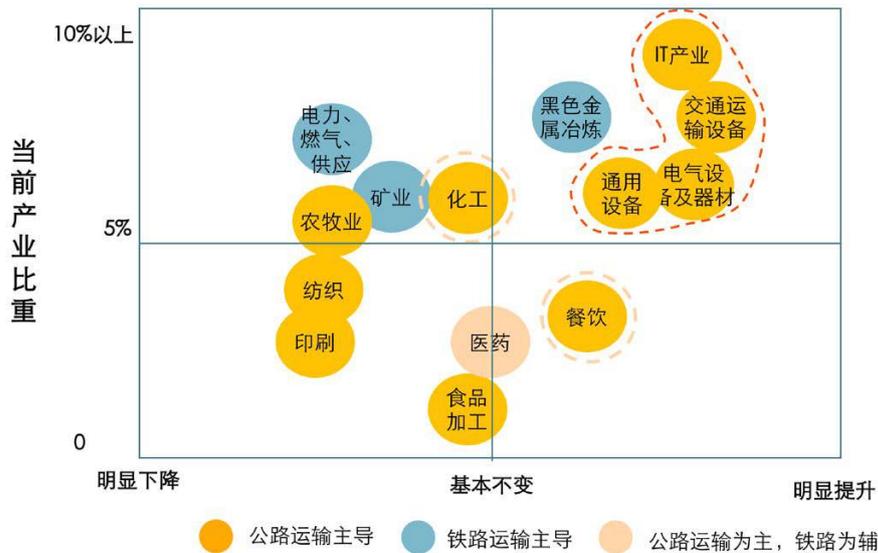
图 20: 卡车司机客户结构



数据来源: 东北证券, 中国物流与采购联合会

从公路物流运价指数中, 我们可以看到整车运输的下行趋势比较明显, 而零担运输则相对稳定。在某种程度上, 这种趋势可以理解为企业运输向零担运输方向的转变, 公路货物运输市场需求的柔性化发展将为公路货物运输服务平台的发展带来更大的动力。

图 21: 各行业运输方式对比



数据来源: 东北证券, 网络资料

经过高速增长之后, 中国经济进入中速发展阶段。此前中国经济主要靠投资与出口拉动, 货物以大宗散货为代表, 今后这些货运量比重较大的产业在经济结构中比重中将逐步下降。未来中国经济将主要依靠消费来拉动, 商贸物流将快速发展, 零担货运、快递等运输需求将获得快速增长, 经济结构的调整对公路货运带来显著的影响。

### 3.2. 公路货物运输市场规模超过四万亿, 发展空间巨大

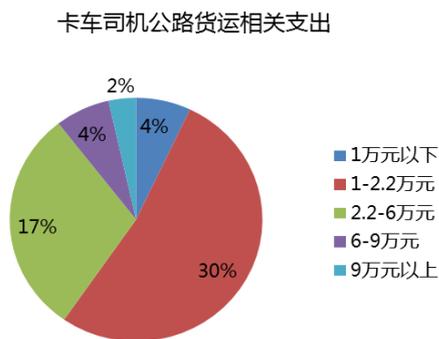
公路货物运输产业链非常长, 涉及卡车、货物等多类物资以及卡车司机、货主等多个群体, 市场规模非常大, 发展空间巨大。

#### 3.2.1. 3000 万卡车司机生活消费市场达万亿

根据交通运输行业发展统计公报统计数据显示，2015年，全国拥有载货汽车1389.19万辆，按照卡车与司机比1:1.5计算，全国卡车司机超过2,000万。假设每位司机一年的生活消费在3万之间，则计算得到市场规模约0.6万亿。

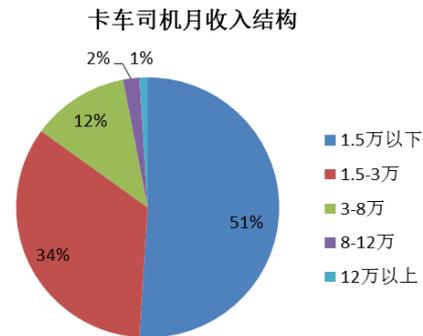
倘若按照民用汽车拥有量来计算，2014年，全国拥有民用载货汽车2125万辆，那么全国卡车司机数量则达到3000万人，市场规模达到0.9万亿。事实上，根据不完全统计，我国85%以上的大型货车都是个体户经营，物流运力绝大部分依靠分散经营的700万辆中长途货车和近2000万辆中短途货车，围绕卡车司机生活消费的市场规模大约有1万亿。

图 22: 卡车司机公路货运相关支出



数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

图 23: 卡车司机月收入结构

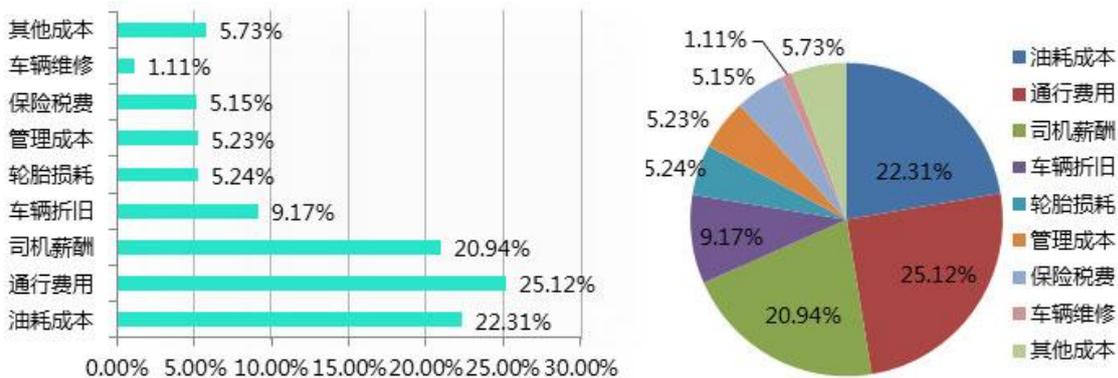


数据来源：东北证券，中国物流与采购联合会

### 3.2.2. 1400 万辆卡车后市场消费规模超过万亿

公路运输成本主要是油费、人工费、各类通行费、车辆使用费、管理费五大项，围绕卡车后市场的服务主要包括加油、汽修、物流装备等等，目前，一辆卡车一年在物流装备、汽修、加油的消费总额8-15万元，市场规模超过1.1万亿/年。

图 24: 道路运输普运成本



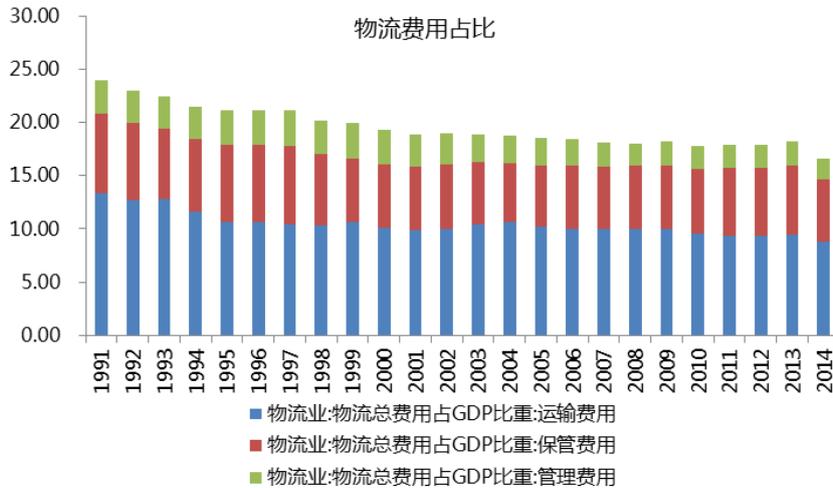
数据来源：东北证券，交通运输部

### 3.2.3. 公路货物运输费用的市场规模约 2 万亿

根据统计，2015年我国社会物流总费用大约10万亿左右，其中运输费用占比50%，而公路物流在运输体系中占据重要地位，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约为80%，那么公路货物运输费用的市场规模为4万亿。根据不完全统计，目前至少50%的车货匹配关系是不固定的，那么公路货物运输

市场规模大约 2 万亿。

图 25: 物流费用占比



数据来源：东北证券，交通运输部

### 3.2.4. 300 亿吨货物价值 200 万亿，货物保险市场需求可观

根据交通运输部《2015 年交通运输行业发展统计公报》，2015 年全国营业性货运车辆完成货运量 315.00 亿吨。根据中国物流与采购联合会相关数据，2015 年全国社会物流总额 220 万亿，大概可以推算出我国生产资料和生活资料的货物价值大约在 200 万亿左右。

综上所述，不包括货物保险市场，预计每年围绕卡车司机和卡车的市场规模近 4 万亿。

## 4. 打造“线下”公路港网络，构筑万亿级市场护城河

公路货运行业发展机会巨大，但是面临的挑战也非常多，能够在这个领域屹立不倒的企业必须要在 3-5 年的时间内构建一个跨区域的全国性物流网络，并在其上进行功能整合，构筑强大的市场壁垒，才能最终实现产业链整合。公司经过 10 多年的经验积累，正在积极建设“160+10”的公路港网络体系，建设停车、配货、仓储、交易、司服和金服的全方位生态圈，并利用互联网有效的 O2O 模式，通过把控含物流、信息流和资金流在内的整个（货运）供应链，搭建完善的信用体系，必将有效地构筑中国公路货物运输新生态的根基。

### 4.1. 传化物流实体公路港发展成熟，可实现有效复制

#### 4.1.1. 国内首创公路港物流服务平台模式

公路港模式是指，通过建设大型公路港平台，来聚集整合车源、货源、中小物流企业这三方物流资源的方式。传化物流是国内最早采用公路港模式对行业转型升级提出系统解决方案的企业之一。2003 年，公司建成杭州萧山公路港，在全国首创“公路港物流服务平台”模式，实现“物流+信息化”的创新；2005 年起，公司在成都、苏州等地进行模式复制；2013 年起，公司加快了在全国拓展公路港的步伐，目前，已在全国 17 个省会城市和 50 余个枢纽级地市初步签约或接洽了 80 个左右的项目，在浙江、四川、山东、江苏、福建、重庆、天津、黑龙江、吉林、河北、贵州等 11 个省市进行了全省网络布局，预计到 2022 年形成全国性的公路港网络，建成 10 枢纽以及 160 基地的全网布局，合计 170 个公路港。

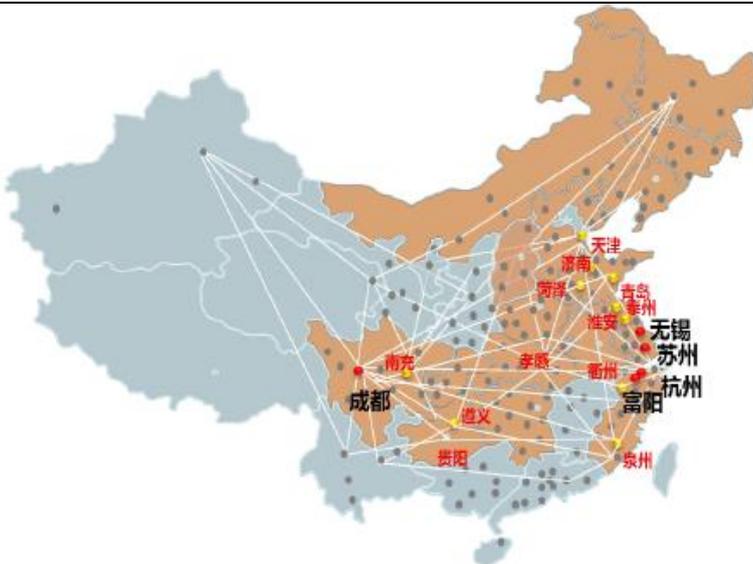
图 26: 公司发展历史



数据来源: 东北证券, 公司资料

公司在线下构建以“实体公路港”为核心的公路港实体网络, 目前公司已在杭州、成都、无锡、苏州、富阳、南充、淄博和上海通过自建及合作开发的方式建成运营 8 个实体公路港。公司的实体公路港从 2000 年开始搭建, 从萧山公路港 2013 年开始运营算起, 公司线下业务已经发展了 13 年, 从 1 家实体公路港发展到 8 家实体公路港, 其中比较成熟的公路港已经达到 5 家。在互联网经济兴起之前, 公司的实体公路港业务以点和线的形成存在和作用, 每家公路港吸附了周边 80% 左右的社会车辆和货源, 形成了良好的盈利能力和辐射效应。目前, 传化实体公路港已经具有成熟的运营模式, 能够进行有效的复制, 预计未来的 160 余个实体公路港的推进速度将显著加快。

图 27: 公司实体公路港覆盖网络



数据来源: 东北证券, 公司资料

#### 4.1.2. 实体公路港承担城市物流中心的功能

实体公路港是公司依据“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。公路港承担城市物流中心的功能，是系统性的解决城市物流发展顽疾，提升城市物流效率，改善城市形象的重要基础设施。公路港也是承载平台客户的重要基础载体，包括工商企业、物流企业、货车司机、商户及合作伙伴。

图 28：公司实体公路港业务架构



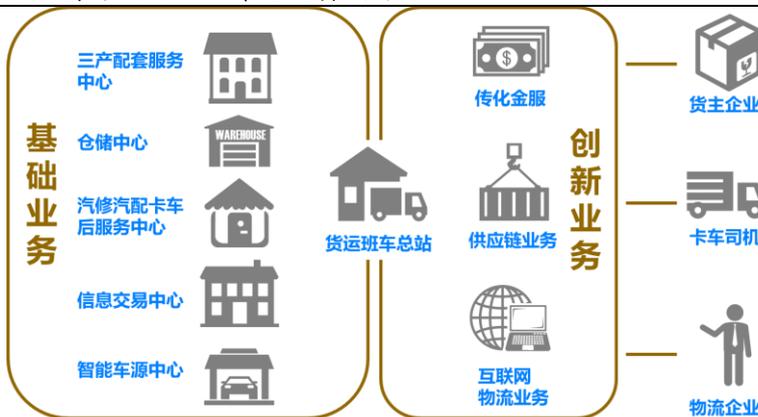
数据来源：东北证券，公司资料

具体而言，单个实体公路港的主要功能包括以下四个方面：

- (1) 公司在实体公路港内为物流企业提供办公、仓储、经营场所；
- (2) 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；
- (3) 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；
- (4) 整合商家或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。

在上述基础性功能区域之外，公司还计划结合当地物流业发展的具体情况，搭建公路、铁路、水路联运业务开展的“公铁水联运中心”，或是物流与商贸业有效互动的“展示展销中心”等。

图 29：公路物流骨干网络——单港业务场景



数据来源：东北证券，公司资料

#### 4.1.3. 实体公路港盈利模式已经成熟

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、汽修汽配等服务。公司获得的收入类型主要包括两个方面：

##### (1) 物业租金收入

- 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；
- 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。

##### (2) 配套服务收入

主要包括供应链总包收入、交易服务费收入、保险代理收入、其它服务收入、广告收入等，属于 O2O 物流网络平台服务业务收入。根据公司规划，2017 年下半年开始，各实体公路港不再单独核算配套服务收入。

#### 4.1.4. 在运营公路港吸附辐射区域 80%的货源

目前，传化物流已营运 8 个实体公路港，分别为：杭州公路港、苏州公路港、成都公路港、富阳公路港、无锡公路港、南充公路港等。前期投入运营的实体公路港的情况，我们可以从表 4、表 5 中简单了解到。

表 4: 在运营公路港概况（一）

名称	运营时间	占地面积 (亩)	配套
杭州公路港	2003 年 4 月	560	信息交易、运输、仓储、配送、零担快运、管理服务“六大中心”以及完善配套服务功能模块，集聚整合了物流服务、物流载体、物流需求三大资源。
苏州公路港		588	管理服务、物流信息交易、零担快运、仓储配送、物流信息港、公水联运码头等八大功能中心。
成都公路港	2009 年 5 月	1150	管理服务、物流信息交易、零担快运、仓储配送、物流信息港、公水联运码头等八大功能中心
富阳公路港	2015 年 4 月	252.8	管理服务中心、物流信息交易中心、运输中心、零担快运中心、三产配套服务等核心功能模块
无锡公路港	2015 年 4 月	1000	物流信息交易中心、货运班车总站、智能车源中心、管理服务中心、生活配套中心等功能板块。
南充公路港	2015 年 12 月	770	1 万余平方米的信息交易中心，500 余个停车泊位的智能车源中心，100 余平米的货运班车总站，近 10 万平方米的仓储配送中心，以及满足单日 1000 人次的商业消费需求的综合配套区等。

资料来源：东北证券，公司资料

表 5: 在运营公路港概况 (二)

名称	总投资 (亿)	整合能力
杭州公路港	3	480 多家来自省内外的物流企业入驻; 整合了 40 多万辆的社会车辆, 建设运营 180 多条覆盖全国的城际货运班车专线, 服务杭州市及周边地区工商企业近 20000 家
苏州公路港	10	入驻各类物流企业 500 多家, 新整合社会车辆 10 万多辆, 建设运营了 185 条覆盖全国的城际货运班车专线, 服务苏州市及周边地区工商企业 10000 多家。
成都公路港	15	入驻各类物流企业 1000 多家, 新整合社会车辆 50 多万辆; 建设运营 200 多条覆盖全国的城际货运班车专线, 服务成都市及周边地区工商企业 20000 多家。
富阳公路港	6	入驻物流企业近 200 家。平台成熟运营后, 入驻各类物流企业 250 多家, 整合社会车辆 40 万辆, 日均人流量近 10000 人
无锡公路港		每年将为近 3000 家物流经营户以及 160 多万车次的货运车辆提供服务。货运班车总站的零担专线线路已经覆盖全国 45 个城市, 70 多家三方物流企业已经确定入驻, 是华东地区最大的公路货运信息超市。
南充公路港	15	南充 85% 以上的物流信息企业, 中小物流企业和配套服务企业 (个体户) 2400 多家

资料来源: 东北证券, 公司资料

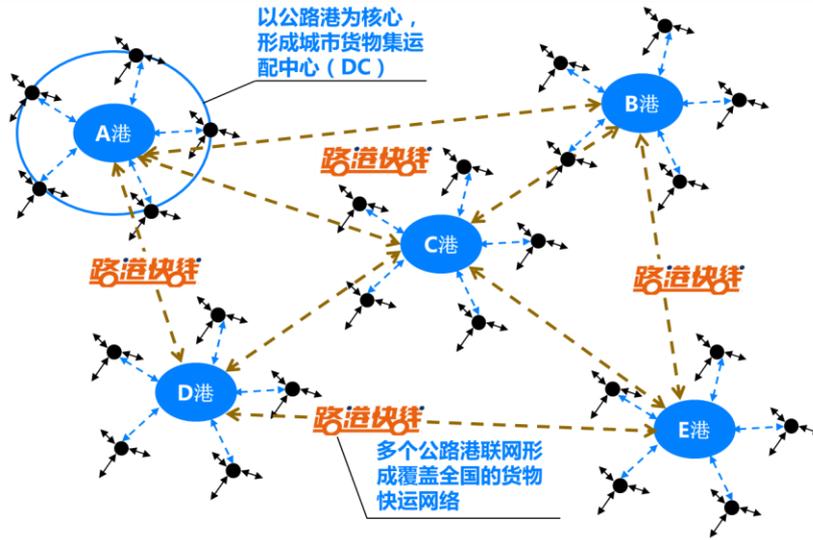
对于单个公路港而言, 主要发挥是点的聚集作用, 能够汇集所辐射区域里的大部分货源和车辆, 为区域内的货主和卡车司机提供服务。但是, 当多个点连成线并形成网络之后, 网络聚集效应将显著提升, 汇入的货源和运力信息将显著增长。此时线上平台的出现, 将令港港互联互通业务如虎添翼, 多个公路港形成的公路货运网络将有望打造成为服务能力覆盖全国的智能物流管理平台。

图 30: 公路物流骨干网络——港港互联互通业务场景



数据来源: 东北证券, 公司资料

图 31: 智能物流管理平台——公路港互联互通网络智能



数据来源：东北证券，公司资料

## 4.2. 线上线下相辅相成，携手构筑公路货运行业壁垒

### 4.2.1. 公司发展规划层次分明，三步走循序渐进

传化物流的发展将围绕“物流+互联网+金融”推进，主要包括三个层次：

首先，依托 10 枢纽 160 基地，打造公路港城市物流中心，形成全国快运网络。目前已经投入运营的有 8 个公路港，2016 年正在建设 15 个，预计通过自建和收购并实现控股，今年实现 25-30 个公路港投入运营，目前已经在全国 17 个省市落实的项目 80 个。

其次，形成传化物流“三二三”公路网络运营系统。即建立三大基础支撑（包括诚信体系、基础设施网络及整个标准化体系），打造两大基本战略（即物流业务的价值链和增值业务的价值链），服务道路运输中的车、货、人，为物流企业和司机提供综合服务。

最后，形成全网运营体系，倘若传化物流完成整个网络的搭建，预计可以吸收全国 50% 的货运车辆，进而打造出一个完整的生态圈，将物流资源的管控水平提高到智能化水平，为物流企业、货主、社会车辆提供全方位的服务。

图 32: 公司业务发展规划

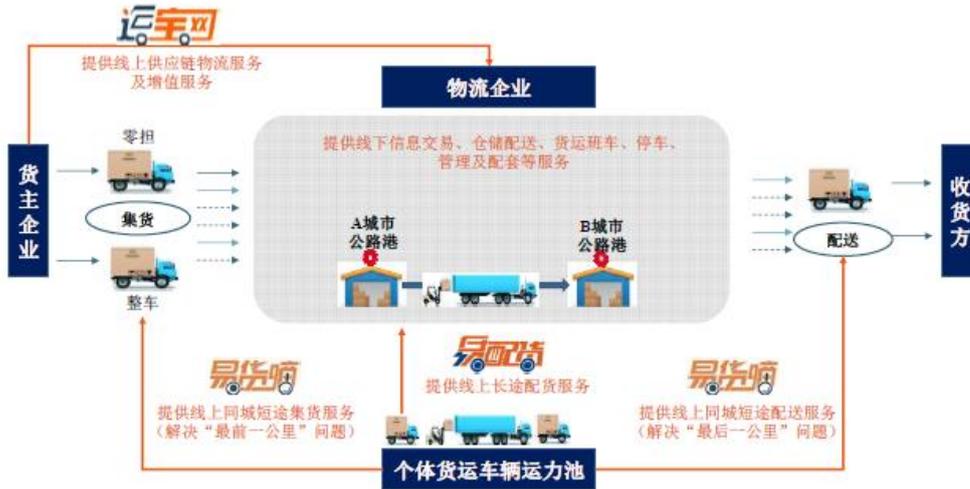


数据来源：东北证券，公司资料

### 4.2.2. 三大线上平台定位清晰，有效衔接

物流平台服务是公司 O2O 物流网络平台服务的核心业务。公司以各实体公路港内的信息交易中心为基础，以“陆鲸”、“易货嘀”与“运宝网”三大线上交易平台为核心，为客户 提供实体交易席位以及信息发布平台，形成聚集货源信息与运力信息的开放式物流供需服 务市场。

图 33: 公司物流平台服务业务模式



数据来源：东北证券，公司资料

- **易配货：**定位于“长途干线配货平台与司机生活入口”，主要针对 200 公里以上的干线配货市场，主要满足货运委托人及长途货运司机“配货、消费、社交”需求。目前，易配货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及优惠券下载等功能。“易配货”是针对长途货运市场设计的物流信息交易平台以及个体货运司机生活消费入口，一方面以配货服务满足个体货运司机的刚性需求，积累会员，另一方面通过提供围绕“货运司机”及“货运车辆”的消费服务增加会员粘性和活跃度。
- **易货嘀**定位于“同城货运配送平台”，主要针对 50 公里以内的同城运输市场，满足货运委托人“最前一公里”和“最后一公里”的集货和配送需求。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。“易货嘀”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，并基于对用户数据的分析挖掘，向货主企业、物流企业和同城个体货运司机提供货源车源信息发布与匹配，车辆定位、货物管理等服务，从而缩短同城车货匹配时间，有效解决货源运输最前一公里和最后一公里的运输成本过高的难题。
- **运宝网**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及运力的匹配需求。运宝网是物流服务综合交易平台，为货主企业与物流企业提供交易撮合服务，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。“运宝网”对用户实施会员实名制管理。目前，运宝网已经实现在线预订货运服务、货物跟踪、运力调度等功能。

#### 4.2.3. 线上线下载动，构建起一张货运诚信体系网络

传化物流通过公路港完成线下信用系统的初建。一方面卡车司机通过提交驾驶证、身份证、车辆营运证、指纹等基础资料完成会员登记，获得会员卡，后续围绕道路运输业务的一切生活和工作信息将有效录入会员系统，并通过信用评价，建立会员的信用档案。通

过会员制管理，形成自评机制、行业协会评价机制、第三方评价机制。对运输车辆提供诚信车辆认证服务，构建诚信车辆认证系统，提供权威性的车辆牌照、驾驶证、车主或司机身份证的三位一体验证，诚信车主可通过申请诚信车辆认证，加入基地诚信车辆数据库，增强公信力和竞争力。公司已经在物流企业、工商企业、社会车辆全产业链的服务体系中打造“软平台”，加快公共信息平台的搭建，鼓励诚信交易系统的创新建立和社会化服务，吸引小微物流企业和社会运输车辆司机，充分利用信息化平台的互联互通和信息资源整合资源。

图 34: 公司业务发展战略



数据来源：东北证券，公司资料

通过线下平台完成信用系统初建之后，后续所有和车、货、人相关的交易、运输、工作、生活等记录都将通过线上平台不断积累和完善，信用系统将持续完善，并最终形成可以为增值服务提供支持的大数据。我们可以看到，通过线上线下联动，传化物流将构建起一张货运诚信体系网络。每一个发货方、每一辆货车、每一个货运司机都经过实名认证、资质审核；每一张承运订单的货物数量、运费金额、行驶路线、准点到达率、信誉度，乃至货运司机的住宿、饮食、购物习惯等消费痕迹都会产生数据标签，通过对这些“标签”的积累和分析，无论是货主、物流公司，还是货运司机，其发货规律、运输能力、诚信度等信息一目了然。

传化物流以“个体货运司机”、“物流企业”、“货主企业”三大公路物流主体为服务对象，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑点，通过线下与线上融合联动，公司能够为货主、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，形成“高效的货物调度平台”、“优质的货运生活服务圈”以及“可靠的物流诚信运营体系”，将中国公路货物运输市场打造成为货主满意、司机高效的健康市场，实现货运行业的生态重塑。

### 4.3. 平台筑基完成，物流增值服务水到渠成

基于线下构建的“实体公路港”和线上打造的以“陆鲸”、“易货嘀”、“传化运宝”为核心的平台，传化物流将继续推出增值服务，围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”构建自身业务产品线，打造包括“金融支付”、“保险经纪”、“商业保理”、“融资租赁”等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，最终形成中国“智能公路物流网络运营系统”。

图 35: 传化物流金融业务构想



数据来源: 东北证券, 公司资料

#### 4.3.1. 围绕公路货运产业链的物流金融发展可期

物流金融业务是指在面向物流业的运营过程中, 根据业务链条的需求, 应用和开发各种金融产品, 有效地组织和调剂物流领域中货币资金的运动。它为金融机构、物流企业以及链条上各种参与者之间的紧密合作提供了良好的平台, 并在这个平台上为业务链条中的所有参与者提供包括资金融通、结算、保险等服务在内的一系列金融业务, 其需求源于业务, 其进度有业务流程监控, 有效的物流金融将有助于道路运输生态圈整体运营效率的提升、资源的利用和竞争力的加强。

传化金融将从最基础的支付、保理、保险、融资租赁等方面出发, 服务于中国公路物流的各个参与主体, 助力他们新的生态圈里更从容地交易、更简单地积累财富、更体面地生活; 等发展到一定阶段之后, 传化金融将深入到补充社会征信、物流大行业股权投资、财富管理等宽泛的领域, 真正实现整个行业的全面提升。

基于业务链条的需要, 公司的物流金融业务已经开始陆续推出, 公司现有金融团队规模已经达到 400 人, 预计支付和保险经纪会率先开展, 财富管理和征信服务会在 5-6 年内开展。具体进度如下:

(1) 保险经纪: 公司于 2016 年 3 月 14 日宣布以自有资金 5000 万元投资设立浙江传化保险经纪有限公司。传化保险经纪公司主要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。国内物流企业对于货物、人员、车辆的经营风险转移需求为刚需, 而保险产品能够在很大程度上转移、化解物流企业的经营风险, 保障物流企业正常运营, 解决司机的后顾之忧。公司将和保险公司合作, 定制产品, 根据客户需求形成方案, 包括长途货运线和短途货运险, 并推出保险经纪平台, 围绕人、车、货设计产品。此前, 公司做的物流保险业务已经超过 2 万多单, 对应货值超过 20 亿。

(2) 商业保理: 公司于 2016 年 1 月以自有资金 1 亿元投资设立天津传化商业保理有限公司, 商业保理业务已经开始运营。从个体来说, 传化金融为物流企业用户提供应收账款的贴现服务; 从生态来说, 则是为陆鲸、货嘀等互联网及供应链产品的用户提供融资服务, 提高传化物流生态圈用户的粘性, 并构建可持续的盈利模式。公司保理业务分为明保理、普惠金融、供应链金融三大类。目前, 公司保理业务已经全面铺开。

(3) 融资租赁: 2016 年 5 月 19 日, 传化物流公告, 拟以自有资金 1.7 亿元投资设立

天津传化租赁有限公司。天津传化租赁有限公司能为物流司机、物流企业提供卡车租赁等相关服务，为司机、物流企业的发展提供相应的保障，有利于进一步充实和丰富传化金服的业务，加快传化物流打造中国公路网的系统、构建公路物流的全新生态的战略目标落地。”

(4) 支付业务：传化支付公司申请的全面支付牌照包括互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（仅限于线上实名支付账户充值），目前进展顺利。支付业务有利于传化物流发展战略实施，实现涵盖货主、物流企业、货运司机、港内外商户的全覆盖、全场景、全流程的支付闭环，并将支付服务延伸至“B2B、B2C与C2C”，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，最终打造中国公路物流的全新生态圈。

(5) 预付费卡累计的消费和充值金额已经超过了2亿。

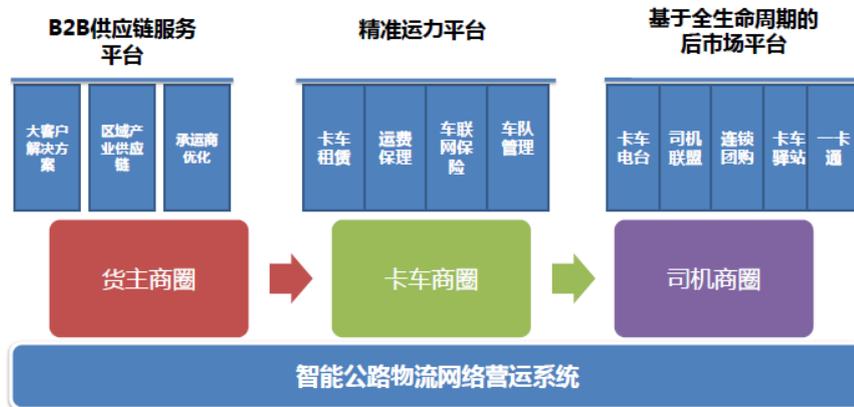
#### 4.3.2. 以货、车、人为核心打造智能公路物流网络营运系统生态圈

传化物流所在的公路货物运输业务生态圈场景非常丰富，主要包括三大类：

- 第一，以货源为核心的各行业货主商圈；
- 第二，以运输工具卡车为核心的卡车商圈；
- 第三，以从业人员司机为核心的卡车司机商圈。

每一个商圈都会产生不同的需求，公司将围绕这些需求，架构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，成为中国制造企业资源组织者。

图 36: 传化物流智能公路物流网络营运系统构想



数据来源：东北证券，公司资料

#### 4.3.3. 物流增值服务随着平台的发展将迅速拓宽成长空间

公司的物流增值服务包括三个方面：

(1) 商务、运输及生活配套服务方面。公司为入驻实体公路港的物流企业提供信息技术支持以及财务服务等服务；通过“易配货”等线上交易平台为个体货运司机提供餐饮、住宿、超市、娱乐、汽修汽配、加油站等商家信息查询及优惠券下载等服务；为个体货运司机提供轮胎、车辆等团购服务。

(2) 物流金融服务。针对货主、物流企业、货运司机等一揽子金融服务需求，公司将打造四大金融服务板块，逐步培育多元化的金融利润中心。

- 支付服务：构建货主、物流企业、货运司机、商户等全流程支付闭环；

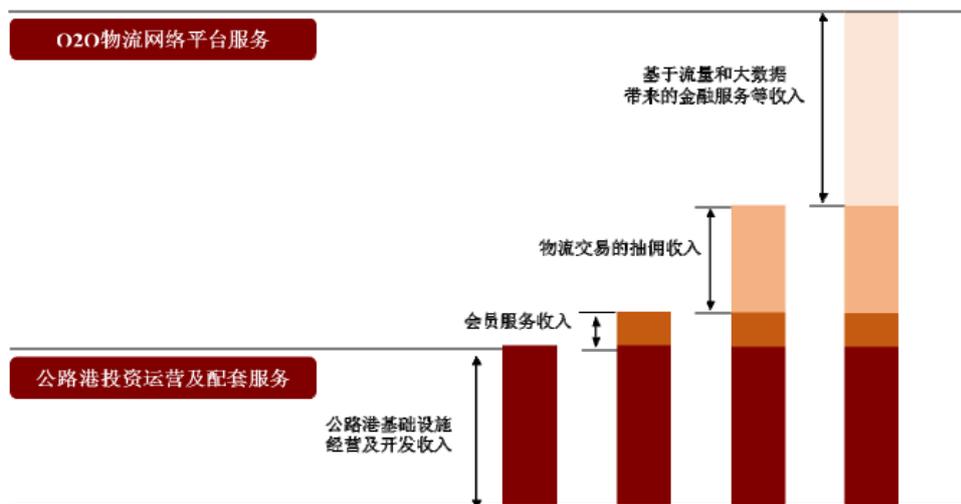
- 信用服务：提供小额贷款、商业保理、供应链（金融）服务等融资与配套服务；
- 委托代理：创建平台式的金融服务生态圈，提供融资代理、理财代理、团购代理等服务；
- 资产管理：提供各种多元化的理财服务。

目前，传化物流已在线下联合银行、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，并逐步向线上业务发展。

(3) 横向拓展业务服务。公司向实体公路港内的物流企业提供财务代理、咨询服务并获取财务服务收入；向电信运营商收取话费、宽带、有线电视代理佣金；向客户出租广告资源位并获取广告出租收入；向保险公司收取代理费用；向办理“一卡通”的会员收取年费等。

未来公司的主要盈利来源包括：公路港基础设施租赁收入、各类物流交易的抽佣收入、会员服务收入以及基于流量和大数据带来的金融服务等收入。当公司平台发展到一定的规模（主要指标为活跃会员数与交易总额），第四种收入占比将逐步加大，如基于司机会员与行为数据提供的个性化保险团购收益、基于全网货源交易带来的物流规模集约收益等。

图 37: 公司盈利构成



数据来源：东北证券，公司资料

## 5. 重要假设和业务预测

### 5.1. 重要假设

- 1、公路港运营数量在 2016-2018 年分别为 25、40、46 个。

表 6: 公路港运营数量

	2015	2016E	2017E	2018E
运营公路港总量	6	25	40	46
自营数量	6	15	18	18
枢纽型		1	2	3
基地型		6	8	8

数据来源：东北证券，公司公告

- 2、公司线上业务收费时间从 2017 年下半年开始。

**表 7: 线上业务流量假设(单位: 亿元)**

流量	2016E	2017E	2018E
陆鲸	67	234	619
货嘀	0.4	3.3	8.8
运宝	1000	1000	1000
支付金融	17	53	98

数据来源: 东北证券, 公司公告

## 5.2. 业务预测

**表 8: 公司整体业务预测表 (包括化工)**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入 (万元)</b>					
化工	502,996	405,197	425,457	446,730	469,066
YOY%	22.82%	-19.44%	5.00%	5.00%	5.00%
物流	95,248.05	117,710.98	167,024.22	285,850.61	431,972.77
YOY%	120.66%	23.58%	41.89%	71.14%	51.12%
合计	598,243.92	522,908.03	592,481.12	732,580.36	901,039.00
营收 YOY%	32.15%	-12.59%	13.31%	23.65%	23.00%
<b>营业成本 (万元)</b>					
化工	390,726.39	295,267.09	310,583.54	326,112.72	342,418.35
YOY%	21.06%	-24.43%	5.19%	5.00%	5.00%
物流	77,901.55	97,777.51	131,839.99	184,554.04	237,580.80
YOY%	117%	26%	35%	40%	29%
合计	468,627.94	393,044.60	442,423.53	510,666.76	579,999.15
营收 YOY%	30.65%	-16.13%	12.56%	15.42%	13.58%
<b>营业利润 (万元)</b>					
化工	112,269.48	109,929.96	114,873.36	120,617.03	126,647.88
YOY%	22.32%	27.13%	27.00%	27.00%	27.00%
物流	17,346.50	19,933.47	35,184.23	101,296.57	194,391.97
YOY%	18%	17%	21%	35%	45%
合计	129,615.98	129,863.43	150,057.59	221,913.60	321,039.85
营收 YOY%	21.67%	24.83%	25.33%	30.29%	35.63%
<b>毛利率</b>					
化工	22.32%	27.13%	27.00%	27.00%	27.00%
物流	18.21%	16.93%	21.07%	35.44%	45.00%
合计	21.67%	24.83%	25.33%	30.29%	35.63%

数据来源: 东北证券, 公司公告

**表 9: 公司物流业务预测表**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>				
公路港投资运营及配套服务	118,354.06	154,958.00	264,221.00	362,259.00
O2O 物流网络平台服务	36,090.01	44,068.00	89,629.61	181,713.77
共计	154,444.07	199,026.00	353,850.61	543,972.77
<b>成本</b>				

公路港投资运营及配套服务	97,050.33	99,390.06	123,576.16	155,119.30
O2O 物流网络平台服务	29,103.07	29,507.93	45,191.25	70,196.03
共计	109,506.00	128,767.24	184,554.04	237,580.80
<b>毛利</b>				
公路港投资运营及配套服务	21,303.73	55,567.94	140,644.84	207,139.70
O2O 物流网络平台服务	6,986.95	14,560.07	44,438.36	111,517.74
共计	44,938.07	70,258.76	169,296.57	306,391.97
<b>毛利率</b>				
公路港投资运营及配套服务	18.00%	35.86%	53.23%	57.18%
O2O 物流网络平台服务	19.36%	33.04%	49.58%	61.37%
共计	29.10%	35.30%	47.84%	56.32%

数据来源：东北证券，公司公告

**表 10: 公路港业务收入预测**

	2016E	2017E	2018E
在运营公路港	49,031	43,208	44,362
在建公路港	16,927	76,513	79,897
计划中公路港	54,000	76,500	126,000
配套收入	25000	68000	112000
共计	119,958	196,221	250,259

## 6. 盈利预测和投资建议

### 6.1. 盈利预测

预计 2016-2018 年公司将实现归属母公司股东净利润 1.68、3.52 和 8.05 亿元，同比增长-69.4%、109%和 128%，股本摊薄后 EPS 分别为 0.05、0.11 和 0.25 元。

### 6.2. 投资建议

我们看重公司线下与线上融合联动的运营方式，为货主企业、物流企业及个体货运司机等公路物流主体提供综合性物流及配套服务，形成“高效的货物调度与协同运输平台”、“优质的货运生活服务圈”、“可靠的物流诚信运营体系”，构筑起一个中国道路运输的全新生态。从公司的盈利来看，随着 2017 年公司线上业务变现节点的到来，O2O 物流网络平台的毛利占比将越来越大，公司业绩将快速增长，良好的商业模式和持续增长的现金流将赋予公司巨大的投资价值，给予“买入”评级。

**表 11: 可比上市公司估值**

证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB (LF)	最新收盘价	2015EPS
002183.SZ	怡亚通	62.50	5.21	26.05	0.48
002210.SZ	飞马国际	64.36	5.91	19.31	0.26
002245.SZ	澳洋顺昌	66.84	6.25	10.85	0.25
002492.SZ	恒基达鑫	124.49	3.06	12.70	0.13
002711.SZ	欧浦智网	47.74	6.15	25.80	0.49
002769.SZ	普路通	83.50	12.56	89.79	1.23
300240.SZ	飞力达	127.99	3.99	16.20	0.18
300350.SZ	华鹏飞	109.44	5.40	31.87	0.38
600057.SH	象屿股份	57.72	2.00	10.46	0.28

600180.SH	瑞茂通	45.29	3.23	13.59	0.45
600270.SH	外运发展	17.16	2.12	16.92	1.12
603117.SH	万林股份	108.91	5.24	17.58	0.19
603128.SH	华贸物流	51.83	3.28	8.10	0.18
	平均	74.44	4.96		

## 7. 风险提示

### 7.1. 线下公路港推进速度低于预期

当前，公司的主要收入和利润来源是实体公路港，并且实体公路港将对线上业务的推进产生积极的作用。公司已经签约 80 个公路港项目，倘若能够如期投入运营，公司线上线下业务形成良性互动，将有利于公司收入和利润的快速增长。但是，线下公路港可能会受制于当地政策的调整以及经济发展状况的想，倘若线下公路港推进速度以及运营状况低于预期，将直接影响公司收入和利润，并且对线上业务的支撑将可能下降。

### 7.2. 线上业务变现节点晚于预期

根据我们对公司各项线上业务的分析和跟踪，我们认为当下互联网经济还在一定程度上处于免费体验阶段，虽然公司计划从 2017 年下半年开始收费，但是变现节点倘若因为客户粘性的不足以及对“免费”体验的执着，可能会导致收费时间推迟，进而影响公司收入水平和新的盈利增长点的形成。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	6517	3969	3563	4446	净利润	618	223	456	1007
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	26	0	0	0
应收款项	475	625	816	975	折旧及摊销	114	538	978	1127
存货	526	520	620	696	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1484	0	0	0	财务费用	66	7	6	6
<b>流动资产合计</b>	<b>10432</b>	<b>6545</b>	<b>6859</b>	<b>8379</b>	投资损失	-287	0	0	0
可供出售金融资产	287	322	322	322	运营资本变动	-117	842	-339	-251
长期投资净额	1363	1398	1898	2398	其他	-119	1518	0	0
固定资产	897	4297	5297	5797	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>414</b>	<b>1552</b>	<b>1001</b>	<b>1789</b>
无形资产	1045	1226	1208	1190	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-2115</b>	<b>-3151</b>	<b>-1400</b>	<b>-900</b>
商誉	10	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>7537</b>	<b>-949</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4050</b>	<b>6719</b>	<b>7241</b>	<b>7113</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-403</b>	<b>-3142</b>	<b>87</b>	<b>1375</b>
<b>资产总计</b>	<b>14482</b>	<b>13264</b>	<b>14100</b>	<b>15492</b>					
短期借款	47	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	570	456	565	650	每股指标				
预收款项	216	122	177	259	每股收益 (元)	0.17	0.05	0.11	0.25
一年内到期的非流动负债	74	0	0	0	每股净资产 (元)	3.34	3.39	3.50	3.74
<b>流动负债合计</b>	<b>1761</b>	<b>1140</b>	<b>1520</b>	<b>1906</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.13	0.48	0.31	0.55
长期借款	120	120	120	120	成长性指标				
其他长期负债	239	0	0	0	营业收入增长率	6.17%	8.32%	30.53%	21.18%
<b>长期负债合计</b>	<b>1565</b>	<b>744</b>	<b>744</b>	<b>744</b>	净利润增长率	159.32	-69.43%	109.21	128.50
<b>负债合计</b>	<b>3326</b>	<b>1885</b>	<b>2265</b>	<b>2650</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	10873	11041	11393	12198	毛利率	24.37%	25.41%	31.48%	36.77%
少数股东权益	284	338	442	644	净利润率	10.31%	2.91%	4.66%	8.79%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14482</b>	<b>13264</b>	<b>14100</b>	<b>15492</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	37.82	39.42	39.47	38.90
					存货周转率 (次)	44.01	43.95	43.70	43.89
					偿债能力指标				
					资产负债率	22.96%	14.21%	16.06%	17.11%
					流动比率	5.92	5.74	4.51	4.40
					速动比率	5.61	5.25	4.08	4.01
					费用率指标				
					销售费用率	6.50%	8.00%	10.00%	11.00%
					管理费用率	13.11%	14.00%	15.00%	13.00%
					财务费用率	0.98%	-0.20%	-0.09%	-0.09%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	95.85	313.54	149.87	65.59
					P/B (倍)	4.85	4.78	4.63	4.33
					P/S (倍)	9.88	9.12	6.99	5.77
					净资产收益率	5.06%	1.52%	3.09%	6.60%

利润表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5340	5785	7551	9150
营业成本	4039	4315	5173	5786
营业税金及附加	39	46	60	92
资产减值损失	25	0	0	0
销售费用	347	463	755	1007
管理费用	700	810	1133	1190
财务费用	52	-11	-7	-8
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	287	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>162</b>	<b>436</b>	<b>1084</b>
营业外收支净额	387	100	100	100
<b>利润总额</b>	<b>811</b>	<b>262</b>	<b>536</b>	<b>1184</b>
所得税	193	39	80	178
净利润	618	223	456	1007
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>551</b>	<b>168</b>	<b>352</b>	<b>805</b>
少数股东损益	68	55	104	202

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

王晓艳, 东北证券研究咨询分公司交通运输行业分析师, 10年从业经验。拥有多家企业、城市物流咨询和规划项目经验, 深入理解物流系统的构建和运行脉络, 并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验5年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**
**中国 吉林省长春市**

自由大路1138号  
 邮编: 130021  
 电话: 4006000686  
 传真: (0431)85680032  
 网址: <http://www.nesc.cn>

**中国 北京市西城区**

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编: 100033  
 电话: (010)63210800  
 传真: (010)63210867

**中国 上海市浦东新区**

源深路305号  
 邮编: 200135  
 电话: (021)20361009  
 传真: (021)20361258

**中国 深圳南山区**

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编: 518000

**机构销售**
**华北地区**

销售总监 李航  
 电话: (010) 63210896  
 手机: 136-5103-5643  
 邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

**华东地区**

销售总监 朱昂  
 电话: (021) 20361102  
 手机: 138-1773-8847  
 邮箱: [zhuang@nesc.cn](mailto:zhuang@nesc.cn)

**华南地区**

销售总监 邱晓星  
 手机: 186-2030-0776  
 邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)