

强烈推荐-A (首次)

传化智联 002010.SZ

目标估值: 12 元
 当前股价: 8.25 元
 2019 年 09 月 16 日

科技赋能物流，流量开始变现

基础数据

上证综指	3031
总股本(万股)	325781
已上市流通股(万股)	318265
总市值(亿元)	269
流通市值(亿元)	263
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	52.2%
主要股东	传化集团有限公司
主要股东持股比例	61.84%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
 S1090519010004

投资建议: 公司以线上平台+线下实体公路港和供应链物流的模式整合公路货运市场, 构筑全新智能物流生态圈。前期因大型实体公路港投入较大, 早期处于亏损阶段, 市场普遍对公司比较悲观。但公司顺应市场, 主动调整商业模式, 强化了仓干配运输一体化, 发挥自身无车承运人优势拓展业务, 商业模式终于理顺。随着公路港不断运营成熟、资本开支放缓, 公路港流量开始变现, 业绩将开启高速增长模式。我们预计 19-21 年分别实现 EPS 为 0.35/0.58/0.67 元, 对应当前股价 PE 为 23.6/14.2/12.2x。公司业绩增长提速, 重资产投入构筑强大竞争壁垒, 给予目标价 12 元, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **传化化工为物流业务发展奠定坚实的基础。** 功能化学品作为“工业调味品”, 研发应用难度大、生产规模小、客户采购金额占比低, 能保持价格和毛利率的稳定。公司在化学品领域深耕多年, 保持强大的竞争优势, 化工板块为公司提供持续稳定现金流; 同时化工制造业经验能被迁移到物流业, 为 B 端物流业务的客户开拓奠定良好的基础。
- **传化公路港基本布局完成, 即将步入盈利阶段。** 截至 2019 年上半年, 公司累计运营公路港 68 个, 在建及拟开工项目 13 个, 储备签约项目 160 余个。虽然公路港前期投资较大, 但未来资本开支逐渐放缓, 新投运公路港培育期缩短。当前公路港盈利占比已经达 50% 以上, 今明两年有望全面实现盈利。中长期来看, 假设一类港、二类港项目全部落地, 三类港新增 30 个, 且全部稳健运营, 未来公路港营业利润有望超 30 亿元(按中性假设测算)。
- **传化物流商业模式进化, 构筑全新生态圈。** 传化网从专注于集约化和标准化的 1.0 版, 过渡到数字化运营的 2.0 版, 再到实现全面互联互通的 3.0 版, 已经升级成了高效的供应链服务平台, 为供应链各类主体提供公路港城市物流中心、金融、智能信息服务等全面服务。公司以线上平台+线下实体公路港和供应链物流的模式整合公路货运市场, 构筑全新物流生态圈。实践证明, 在物流行业中只有不断重资产投入才能构筑强大竞争壁垒, 厚积薄发。
- **风险提示: 政府补贴不及预期、宏观经济下滑、新业务发展不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	19280	20264	22230	26886	31406
同比增长	136%	5%	10%	21%	17%
营业利润(百万元)	828	1284	1770	2917	3400
同比增长	-678%	55%	38%	65%	17%
净利润(百万元)	469	819	1138	1887	2198
同比增长	-19%	74%	39%	66%	17%
每股收益(元)	0.14	0.25	0.35	0.58	0.67
PE	57.3	32.8	23.6	14.2	12.2
PB	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、传化智联：以公路港模式为核心，打造智能物流龙头	4
二、功能化学品龙头，奠定物流业务发展基石	5
三、公路港流量集聚，到达变现临界点	6
1. 公路港建设资金投入大，重组上市后加速全国布局	6
2. 政府的支持助力公路港生态圈持续完善	6
3. 公路港经过 3 年投入和培育，盈利变现可期	7
四、传化物流商业模式进化，构筑全新生态圈	9
1. 传化网商业模式的变迁	9
2. 传化网 3.0 版商业模式解析	10
3. 实施仓运配一体化，开启供应链物流新篇章	12
五、盈利预测和估值	15
1. 盈利预测	15
2. 投资建议	16
六、风险提示	17

图表目录

图 1：传化智联收入及收入增速	4
图 2：传化智联净利润及其增速	4
图 3：传化智联股权结构	4
图 4：传化化工分产品收入（单位：亿元）	5
图 5：传化化工分产品毛利率	5
图 6：以成都公路港为例，车后、增值业务开始高速增长	8
图 7：传化网 3.0 版	10
图 8：传化物流的业务模式	10
图 9：物流供应链业务	12
图 10：打通采购、生产、销售环节的智能信息服务	13
图 11：仓运配一体化服务	13
图 12：传化物流仓储资源分布	13
图 13：传化物流仓运配资源	13
图 14：分产品收入与毛利率测算	15

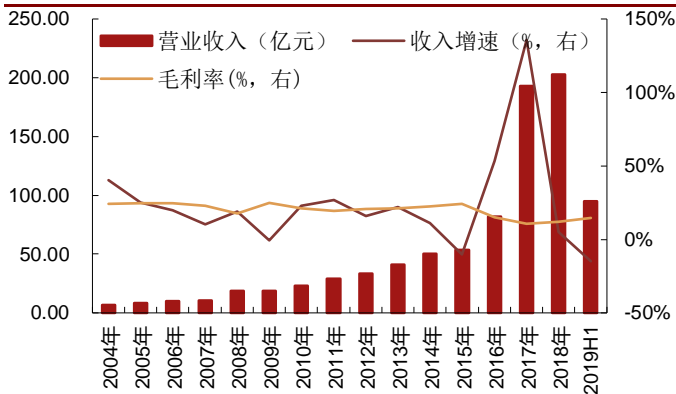
图 15: 传化智联历史股价走势 (PEband)	16
图 16: 传化智联历史 PE Band.....	17
图 17: 传化智联历史 PB Band.....	17
表 1: 传化化工盈利情况.....	5
表 2: 资本投入相关的财报数据.....	6
表 3: 政府补助相关财报数据	7
表 4: 公路港运营数据	7
表 5: 业绩补偿承诺.....	8
表 6: 业绩补偿承诺完成情况	8
表 7: 传化智联公路港稳健运营后盈利空间测算	9
表 8: 传化智能物流分产品收入和毛利率	11
表 9: 仓储资源比较.....	13
表 10: 盈利预测简表	15
附: 财务预测表.....	18

一、传化智联：以公路港模式为核心，打造智能物流龙头

传化智联业务简介：传化智联是传化集团旗下 A 股上市公司，扎根制造业 33 年，深耕物流领域 19 年，以发展传化网智能物流业务为首要目标，并协同发展化工业务。传化化工板块 2004 年上市，传化物流板块在 2015 年通过重大资产重组注入上市公司，100% 股权作价 200 亿元，并配套募集资金 45 亿元用于公路港和平台建设。

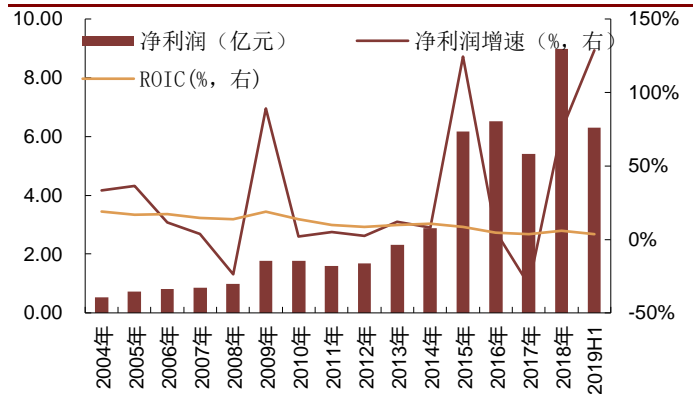
传化智联历年盈利情况：2015 年以前，传化化工板块经营稳健，收入增速稳定在 20% 以上；2009 年受金融危机影响业绩迅速下滑，2010-2014 年业绩逐渐复苏，毛利率稳定在 20%-30% 左右；2015 年由于物流板块并表，供应链业务与公路港业务迅速扩张，但公路港初期投入较大，仍有一定的培育期，2016、2017 年利润增速下滑。随着未来新公路港逐步成熟，公司业绩将迎来爆发。

图 1：传化智联收入及收入增速



资料来源：Wind，招商证券

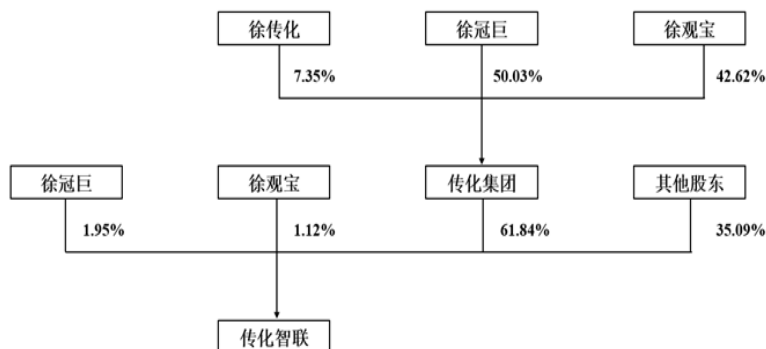
图 2：传化智联净利润及其增速



资料来源：Wind，招商证券

股权结构：重组后传化智联第一大股东传化集团持有上市公司 61.84% 股权。徐冠巨、徐观宝、徐传化是公司实际控制人，合计持有传化集团 100% 股权，三人直接或间接持有上市公司 65.95% 股权。

图 3：传化智联股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

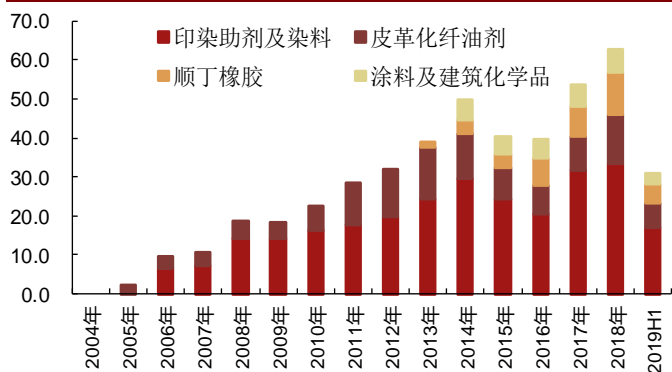
二、功能化学品龙头，奠定物流业务发展基石

传化化工生产和销售功能化学品，致力于成为“功能化学品领域全球顶尖专家”。具体产品分为印染助剂及染料、皮革化纤油剂、顺丁橡胶和涂料及建筑化学品四类。

功能化学品作为“工业调味品”，其生产和应用特征使得传化化工能保证一定的利润空间。相对于总量千万吨级的大宗化学品生产规模，功能化学品精细生产规模普遍较小，有各自的应用领域，研发和应用服务难度较大，生产有较强的学习效应，存在一定的进入壁垒。对客户来说功能化学品对产品影响大、服务要求高、转换成本高、采购金额占比低，对价格相对不敏感，使得功能化学品能保持价格和毛利率的稳定，行业整体受到经济周期波动影响较小。

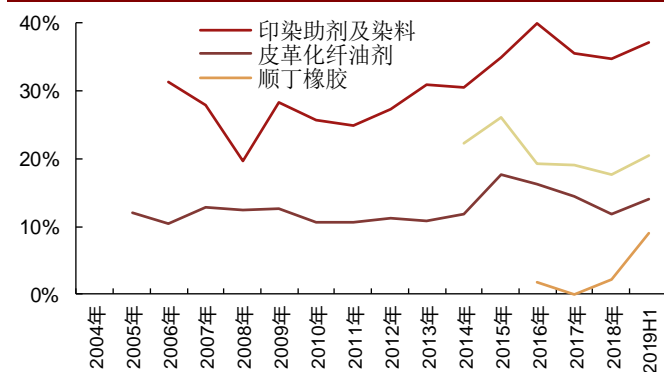
功能化学品处于石油大化工生产链的末端，产业成熟度高。从2014年到2016年化工业务收入呈现下滑态势，2017年由于拓纳化学及杭州美高并表，业绩实现反弹。

图 4：传化化工分产品收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，招商证券

图 5：传化化工分产品毛利率



资料来源：Wind，招商证券

传化化工不仅为公司提供稳定的现金流支持物流发展，而且还能将化工制造业的经验迁移到物流业务中。公司在功能化学品领域深耕多年，具备较强的竞争优势，从历史数据上看，公司化工业务长期维持稳定增长，毛利率保持在22%-27%之间，每年约贡献10-15亿元左右的毛利润。化工板块的稳定发展有利于为物流业务扩张提供充足的现金流支撑。

也正是因为传化化工本身也是制造业企业，所以深谙制造业的痛点，为公司开展供应链物流服务提供了一个行业应用场景。2019年上半年，传化智联便以化工行业为切入点，与多家大型企业展开合作推进“系统+仓运配”一体化解决方案。

表 1：传化化工盈利情况

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
化工毛利	1,110	1,100	1,050	1,340	1,430	820
化工毛利占比：%	99.1%	84.6%	85.4%	65.4%	59.1%	59.4%
化工毛利率：%	22.2%	27.2%	26.4%	25.0%	22.8%	26.6%
整体毛利	1,120	1,300	1,230	2,050	2,420	1,380
整体毛利率：%	22.3%	24.4%	15.1%	10.7%	12.0%	14.7%

资料来源：Wind，招商证券

三、公路港流量集聚，到达变现临界点

1. 公路港建设资金投入大，重组上市后加速全国布局

2015 年重大资产重组，传化集团将只拥有 5 个公路港的传化物流注入上市公司，传化物流 100% 股权作价 200 亿元，并配套募资资金 45 亿元，其中 22.23 亿元投入建设 8 个公路港，22.7 亿元投入物流网络平台。公路港布局计划为“4+11+n”，4 为北上广深，11 为国家中心城市，n 为省会及副省会城市，截至 2019 年上半年，“4+11”中已经落地 12 个，21 个省会项目中已经落地 13 个，累计运营公路港 68 个，在建及拟开工项目 13 个，储备签约项目 160 余个，目前围绕交通大通道的布局基本完成，预计未来 2 年每年新增 10 个公路港。

公路港前期资金投入较大。从 2015 年到 2018 年累计投入 105 亿元，新增了公路港 63 个。一类港、二类港、三类港级别不同，投资金额不同，一般投资成本为 80-100 万元/亩，粗略计算平均每个公路港需投入约 1.67 亿元，若未来 2 年每年新增 10 个，投入约 30 亿元。

表 2: 资本投入相关的财报数据

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
固定资产	7.80	8.97	14.10	16.71	16.30	14.04
在建工程	1.97	2.38	7.74	10.95	10.98	14.38
无形资产	2.78	10.45	23.17	10.80	10.51	12.71
投资性房地产		4.3	12.4	61.3	91.7	96.8
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.76	12.15	25.34	32.63	35.64	8.79
新增公路港数量: 个		3	18	39	3	

资料来源: 公司公告, 招商证券

2. 政府的支持助力公路港生态圈持续完善

公路港建设得到了政府的支持。2000 年传化物流启动“公路港物流模式”探索，2013 年国家发改委、工信部、交通运输部、国土资源部、住房和城乡建设部联合发文《关于推广“公路港”物流经验的通知》推广传化公路港物流经验，各地政府就“传化公路港”项目的落地实施，陆续出台了相关政策给予资金支持。2016 年公路港模式得到发改委的肯定，作为案例写入国务院关于推动交通物流建设文件。2018 年 12 月国家发改委、交通部发布《国家物流枢纽布局和建设规划》。

多种类政府补贴支持公路港建设。传化智联得到的政府补贴包括交通部的一次性补贴、地方政府的重点项目补贴、税收返还（具有延续性，整体金额不大）和 KPI 考核发放的补贴（3-5 年有效期），KPI 有公路港供应链业务量、智慧物流系统流量、会员数量、港区入驻企业物流交易成交情况等等。

传化智联的政府补助金额较大。从 2015 年到 2019H1 计入当期损益的政府补助合计有近 18.8 亿元，截止 2019H1，递延收益近 8.8 亿元。政府补助主要是帮助公司度过公路港培育期，随着未来公路港经营改善，流量逐步变现，单港补贴预计呈现下降趋势。

表 3: 政府补助相关财报数据

单位: 万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
计入当期损益的政府补助	7,643.6	7,016.6	24,530.0	98,340.8	15,149.0	13,295.4	21,971.9
递延收益 (BS)		9,316.7	23,884.1	19,467.1	65,698.7	76,006.1	87,911.7
营业外收入 (IS)		7,508.9	40,871.2	106,467.1	4,150.3	455.9	191.6
其他收益					75,469.1	136,639.7	63,307.2

资料来源: 公司公告, 招商证券

传化物流的物流地产储备丰富, 拿地能力强。传化物流经过十几年的项目运营, 在项目选址、政策谈判、土地获取方面形成了标准化的操作流程和运作经验, 目前已在全国范围内获取的土地权证面积为 1107 万平方米。传化物流在土地获取上具有一定的优势。

- **园区运营优势。**公路物流资源的集约化管理是地方政府普遍的诉求, 现有的物流地产运营商更多是仓储配套为主, 传化公路港通过规范化物流园区的构建以及体系化的园区管理服务, 能有效解决政府在物流行业的集约化管理痛点, 有利于项目的获取和落地。
- **土地获取优势。**政府对传化物流模式比较认可, 传化物流的公路港运营能为当地政府贡献大量税收, 还整合了物流行业散小乱差的经营主体, 促进了公路物流行业的转型升级和土地资源的价值提升, 此外传化物流业务开展依法合规, 承担了当地城市物资流通的重要功能。

3. 公路港经过 3 年投入和培育, 盈利变现可期

从历年运营的公路港数量上看, 盈利公路港数量在不断提升。2019 年上半年, 扣除所有政府补贴及公允价值变动, 盈利公路港实现的经营性利润盈利占比已达 51%。根据公路港运营周期, 投产后 3 年以内, 如果达到“80%的出租率、180 的坪效”这两个指标, 一般就会进入盈利周期。目前整体物业出租率从 2016 年的 77.42%增长到了 85%, 港内物流企业从 2016 年的 3300 多家增长到了 1 万多家, 车流量 2018 年有 2300 万车次, 2019 年上半年 1246 万车次, 同比增速 40%以上, 支付业务从 2017 年取得第三方支付牌照以来首年达到 1796 亿元的支付流量, 随后以 40%以上增速增长。随着公路港的流量不断积聚增长, 各项运营数据都在持续向好。

随着公路港运营成熟, 已投运的传化公路港有望在 2019 年到 2020 年实现盈利。

表 4: 公路港运营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
公路港运营数量 (个)	26	65	68	68
盈利占比 (扣政府补贴)	27%	21%	33%	51%
整体物业出租率 (%)	77.42%		81%	85%
港内物流企业 (家)	3,376	7,276	9,794	10,170
港内企业营业额 (亿元)		328	418.9	200
年车流量 (万车次)			2,342.9	1,246.4
自营+租赁仓储面积 (万平方米)		50	56.3	12
自营仓储面积 (万平方米)			3.8	
全网服务企业 (万家)		17.5	25.71	
平台纳税 (亿元)		12.7	15.28	6.69
支付流量 (亿元)		1,786	2,574	1,870

资料来源: 公司公告, 招商证券

根据业绩承诺，2019 年到 2021 年实现净利润 10.7 亿元、20.7 亿元、21.87 亿元，今年几乎翻倍增长，明年也翻倍增长，2015-2021 年合计实现净利润 56.88 亿元。2019 年上半年已经实现了 6.3 亿元净利润(进度 58.8%)，3.79 亿元扣非净利润(进度 38.4%)。

表 5: 业绩补偿承诺

单位: 万元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
扣除非经常性损益	-17,700	-44,100	500	45,100	98,700	198,700	218,800	500,000
含非经常性损益	14,700	-35,100	500	56,000	107,000	207,000	218,700	568,800

资料来源: 公司公告, 招商证券

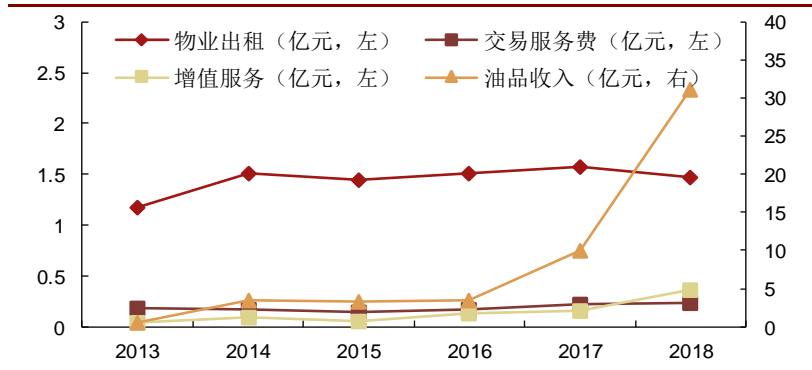
表 6: 业绩补偿承诺完成情况

单位: 万元	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
归母净利润	72,959.60	32,678.71	39,148.37	15,165.89
扣非归母净利润	60,348.11	13,721.39	-33,477.62	-17,640.82
扣非及配套募集资金使用净收益后归母净利润	47,092.30	2,061.02	-43,640.44	-17,640.82
归母净利润完成预测数的比例	130.28%	6535.74%	211.53%	103.47%
扣非及配套募集资金使用净收益后归母净利润完成预测数的比例	104.42%	412.20%	101.04%	100.03%

资料来源: 公司公告, 招商证券

此外，车后业务和增值业务也随着公路港运营成熟、流量集聚而出现高速增长。车后业务收入主要包括加油站租金收入、油卡销售收入、广告收入等，2019 年上半年，公司实现油品销售近 1.64 亿元，油卡销售 19.6 亿元，增速 90%+，占收入比重持续增长到 20%+。作为一类商品经销业务，车后收入毛利率较低，整体贡献毛利约 5%。目前，成都、南充、济南、淮安四地的加油站项目已投入运营，贵阳、淮北项目已经进入试运营阶段，其余 10 个城市的加油站项目正在稳步推进中。

图 6: 以成都公路港为例，车后、增值业务开始高速增长



资料来源: 传化智联, 招商证券

根据单港数据测算公路港盈利:

一类港，枢纽型公路港，建在北上广深和 11 个国家中心城市，坪效 580 元/平方米，稳定运营后年度盈利较高，比如苏州公路港 8000 万，成都公路港约 1.1-1.2 亿元;

二类港，位于二三线城市，坪效 350-400 元/平方米，年度盈利约 2000-3500 万元;

三类港，节点型公路港，位于三五线城市，坪效 250-300 元/平方米，年度盈利约 1500-2500 万元;

目前传化合计运营 68 个公路港，根据“4+11”布局一共落地 12 个（一类港），21 个省会项目中已落地 13 个（二类港），其余 43 个为三类港。

假设中期内一类港、二类港项目全部落地，三类港新增 30 个，且全部稳健运营。我们分别按照悲观/中性/乐观假设测算，预计稳健运营后年度公路港营业利润达 22.7/32.4/40.6 亿元，流量变现可期。

表 7：传化智联公路港稳健运营后盈利空间测算

	一类港	二类港	三类港	合计
目前运营个数：个	12	13	43	68
计划新增：个	3	8	30	41
稳健运营后				
单港年度营业利润：万元				
悲观假设	5,000	2,000	1,500	
中性假设	8,000	2,800	2,000	
乐观假设	10,000	3,500	2,500	
稳健运营后				
合计年度营业利润：万元				
悲观假设	75,000	42,000	109,500	226,500
中性假设	120,000	58,800	146,000	324,800
乐观假设	150,000	73,500	182,500	406,000

资料来源：上市公司、招商证券测算

四、传化物流商业模式进化，构筑全新生态圈

1. 传化网商业模式的变迁

在这几年的进化中，传化网从专注于集约化和标准化的 1.0 版，过渡到数字化运营的 2.0 版，再到实现全面互联互通的 3.0 版，已经升级成了高效的**供应链服务平台**，为供应链各类主体提供公路港城市物流中心、金融、智能信息服务等全面服务，构筑公路货运的全新生态圈。

- 传化网 1.0 版试图通过集约化和信息化，做好车货匹配，整合公路货运。通过平台抽佣模式赚钱，代表产品是“易配货”、“易货嘀”、“运宝网”、“陆鲸”等，主打故事是货运 O2O；
- 传化网 2.0 版以数字化运营为主，做了不少软件平台；
- 传化网 3.0 版犹如一个“插座”，将上下游企业、陆鲸（干线物流线上平台）、智能云仓（仓储），还有铁路、水运、航空（多式联运）都连接起来，贯穿供应链全链条。

图 7：传化网 3.0 版



资料来源：传化智联，招商证券

2. 传化网 3.0 版商业模式解析

传化智能物流的关键业务从车货信息匹配转变为以仓运配一体化为核心的供应链物流。

传化智能物流的核心资源是完善的公路港布局和强大的供应链物流服务能力。

- **公路港**集成了配货信息交易、仓储配送、汽修汽配、智能停车、加油、餐饮住宿等功能，是传化物流的基础设施，能聚集大量线下的流量。截止目前，传化物流在全国范围内开展业务的公路港 68 个，其中在建及拟开工项目 13 个，储备签约项目 160 余个。客户细分上，主要承接 2B 端的专线公司以及 2C 端快递干线外包的承运商客户。
- **传化供应链物流的核心资源能力**包括体现在分拨、仓储、干线运输、城配上的物流服务能力，打通供应链采购、生产、销售环节的智能信息服务能力。公路港可承载分拨中心和仓储功能，传化物流目前拥有自建仓+社会仓储资源 227 万平方米，干线运力 340 万，终端配送有 2000 台新能源车和 10 万社会城配运力。传化智能信息服务平台包括物流供应链服务平台、物资供销服务平台、车货信息服务平台和园区智能服务平台，整体而言传化供应链物流的核心资源能力比较强。客户细分上，传化物流目前服务大客户 856 家，汽配行业中有吉利、万向、广通客车、骆驼电池、博世等，纺织行业中国有纳斯、华孚，3C 家电行业有格力、美的、格兰仕、海尔、OPPO、VIVO，粮油行业有中粮集团等，因行业特点，供应链物流服务会形成比较高的客户忠诚度。

图 8：传化物流的业务模式



资料来源：传化智联，招商证券

传化物流的具体收入归集为园区业务、车后业务、供应链收入、支付保险及其他。

- **园区业务**，主要包括公路港基础服务和租赁业务，公路港正在实施以货为中心的功能转型，盘活存量的物业资产，提高园区经营坪效。目前传化智联在全国范围获取的土地权证面积为 1107 万平方米，园区经营面积 348 万平方米，物业整体出租率达到 85%，入驻企业达 10,170 家。
- **车后业务**，主要基于港内集聚的流量资源经营加油站（上半年收入达 1.64 亿元），并且通过油卡销售（上半年收入达 19.6 亿元，1 个点毛利率）、出租广告位（来自轮胎、润滑油、车用尿素等车后品牌商）来获取收入。目前，成都、南充、济南、淮安四地的加油站项目已投入运营，贵阳、淮北项目已经进入试运营阶段，其余 10 个城市的加油站项目正在稳步推进中。
- **供应链收入**，传化供应链物流服务，包括整合干线、城配资源形成干线网络运输、城市配送、多式联运等**基础供应链产品**，协同公路港形成**行业供应链产品（仓运配）**，围绕商贸形成**商贸物流一体化产品**。目前重点开展仓运配一体化产品，提质增效，同时缩减供应链贸易业务（商贸物流一体化产品）。
- **支付、保险及业务收入**，包括支付业务、商业保理（运费应收款的保理、分期付款）与融资租赁、保险经纪业务。2017 年、2018 年和 2019H1 传化智联的支付和金融业务实现收入分别为 3.6 亿元、4.6 亿元和 2.8 亿元，占收入比重不到 3%，贡献毛利 2.6 亿元、3.1 亿元和 1.6 亿元，占毛利比重已经达到 12%左右，成为传化智联重要的盈利来源。2019 年上半年增长主要来自于运费应收款的保理、分期付款规模的提升，这块业务的高增长，是流量变现的体现。

表 8：传化智能物流分产品收入和毛利率

单位：亿元	2017 年	2018 年	2019 年 H1
园区业务	7.2	7.8	4.7
毛利率-园区	19.22%	41.47%	51.99%
车后业务	10.1	33.3	21.7
毛利率-车后	5.65%	1.59%	3.44%
支付、保险及其他	3.6	4.6	2.8
毛利率-金融	73.76%	67.77%	56.84%
房产销售		0.3	0.1
物流供应链收入	116.3	92.8	34.2
收入占比	60.32%	45.79%	36.04%
收入增速	374.87%	-20.22%	-46.55%
供应链毛利	2.20	2.80	0.80
毛利占比	10.75%	11.74%	5.99%
毛利率-供应链	1.89%	3.06%	2.42%
其他业务	2.0	1.2	0.6
传化物流收入合计	139.3	139.9	64.2

资料来源：公司公告，招商证券

3. 实施仓运配一体化，开启供应链物流新篇章

传化智联的供应链物流在线下公路港服务基础上，用智能信息系统、物流服务系统和支付金融系统，形成一套解决方案，将各类服务整合起来，让供应链效率提升 30%-40%，物流成本降低 20%-30%。供应链物流为货主企业提供 3 大类产品，包括基础供应链产品、行业供应链产品（以仓运配一体化为核心）和商贸物流一体化产品。目前，传化智联主动缩减商贸物流一体化产品，重点发力以仓运配为一体的行业供应链产品。

图 9：物流供应链业务



资料来源：公司公告，招商证券

传化物流主动缩减供应链贸易业务。根据“打造传化网，服务百万企业上网”的战略，传化智联在 2016 年底提出“揽货入网”的计划。通过切入供应链业务，直接将上游制造企业的原材料采购和产品销售环节的“集、分、储、运、配”等物流需求导入到公路港平台，同时提供支付和供应链金融等增值服务。供应链物流很容易通过供应链贸易做大收入规模，使供应链收入占营业收入比重高，但前期需要垫付一定的资金，对现金流拖累较大，也会存在较大的风险敞口，出现一些应收账款坏账，利润率也很低。2017 年供应链收入增速 370%，收入占比高达 60%，而毛利率只有 1.68%。在供应链物流的牵引下，分拨中心、仓储（传化云仓）、干线（陆鲸）、城配（易货嘀）等业务的核心运营能力得到夯实。2018 年开始公司有意识控制风险，主动缩减供应链贸易规模，这提升了毛利率，也推动经营性净现金流由负转正。2018 年供应链收入下滑 20%，毛利率提升到了 3.06%，2019 年上半年供应链收入继续下滑 46%，未来以提质增效为原则，只在部分地区、部分行业开展商贸物流一体化业务。

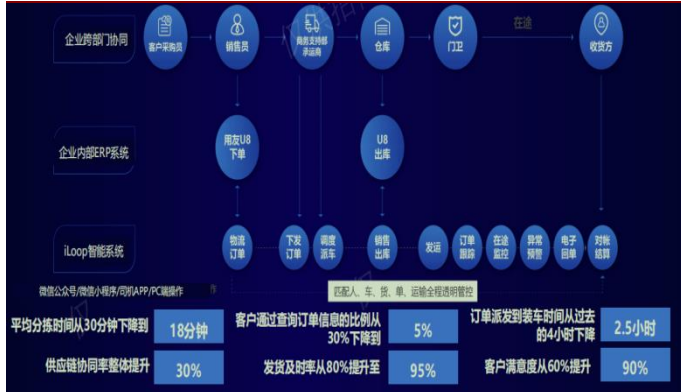
传化物流战略重点转向在全网重点开展以仓运配一体化为核心的供应链物流服务，聚焦快消、化工、车后、3C 家电等行业，累计仓配服务客户 114 家，运营仓储面积超过 12 万平方米，收发货件数超过 1.4 亿件，仓运配一体化产品在成都、青岛、杭州、淄博等地区逐步获得市场认可。

传化智联拥有丰富的货主资源、充沛的仓储资源、干线运力资源（物流企业），为仓运配一体化业务的快速发展奠定了坚实的基础。以仓运配一体化为核心的供应链物流服务，将会成为传化物流这些年来线下公路港和线上平台聚集的流量变现的重要抓手，达到纲举目张的效果。

传化公路港，一方面链接物流企业，另一方面链接制造业，服务货主企业 100 多万家。

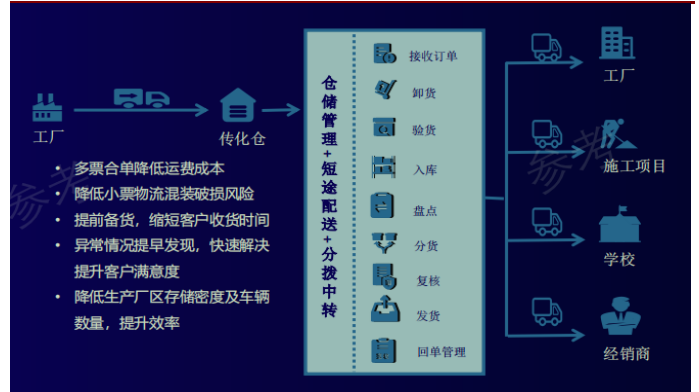
传化由于是制造业起家，对制造业的难点和痛点都非常了解，通过信息化服务能够完善企业内部供应链，实现采购、生产和销售环节信息打通、达到三单合一、一单到底的效果。因此，传化智联有能力介入企业供应链，承揽到大量的供应链物流客户。

图 10: 打通采购、生产、销售环节的智能信息服务



资料来源：传化智联，招商证券

图 11: 仓运配一体化服务



资料来源：传化智联，招商证券

图 12: 传化物流仓储资源分布



资料来源：传化智联，招商证券

图 13: 传化物流仓运配资源



资料来源：传化智联，招商证券

公路港原本聚集物流企业（出租物业+提供增值服务）、撮合交易（匹配车货信息、收取交易服务费）为主，现在公路港正在实施以货为中心的转型，承担分拨中心功能，增加仓储运营面积。传化物联以运营的 68 个公路港作为自有仓储资源，整合社会仓储资源，目前传化智联已经形成了布局全国的分拨中心，目前运营仓储面积 12 万平方米，拥有自建和社会仓储资源 227 万平方米，这个仓储面积的规模已经高过了顺丰控股的 180 万平方米。截至目前，传化总共拥有 1107 万平方米的土地权证面积，在建 20 多个公路港，仓储资源丰富，为仓运配一体化业务拓展了发展空间。

表 9: 仓储资源比较

	仓储面积	储备面积
京东物流	共有 550 个仓库，合计 1200 万平方米	
苏宁物流	仓储及相关配套总面积 1090 万平方米	已投运 50 个物流基地，在建扩建 23 个物流基地，新摘牌 10 个城市仓储物流用地；
顺丰控股	拥有 145 个不同类型仓库，总面积 180 万平方米；	持有物流场地土地面积约 6791 亩（452 万平方米），总规划建筑面积约 400 万平米，已建成建筑面积约 117.73 万平米； 还有 70%待建
德邦股份	拥有 82 个仓库，仓储总面积达到 56 万平米	

	仓储面积	储备面积
传化智联	自建仓+社会仓储面积合计 227 万平米； 目前运营仓储面积 12 万平方米	土地权证面积为 1107 万平方米，园区经营面积 348 万平方米；已运营公路港 68 个，还有 20 多个在建

资料来源：公司公告，招商证券

运输干线和城配原本以“陆鲸”“易货嘀”调配运力、匹配车货信息为主，现在转为利用园区内物流企业外包运力。传化物流可调动的运力资源非常充沛，传化公路港内就聚集了 1 万多家物流企业，平台上服务 27 万+的物流企业，目前传化物流拥有 340 万+干线运力和 10 万+城配运力，结成传化联盟覆盖全国 15 个区域。传化物流拥有大量的物流企业数据，可以调配更高效和更低廉的运力，使得干线运输和城配成本更低。

以成都公路港为例：

- **成果。**成都公路港 2019 年以来落地的仓运配一体化供应链解决在四川省农产品流通中发挥了重要作用，成都公路港目前有 8 家国内知名农资品牌入驻，相关农资仓配比例达到了四川省全省市场流程以上。过去多级流通模式下每吨农资综合流通成本 860 元，现有仓配运解决方案下，农资效率提升了 50%，每吨综合成本下降到了 640 元，整体流通成本降低了近 30%。
- **“统仓”。**原来多级分销、多级分仓、众包物流的多层级流通体系，导致流通成本居高不下，产品终端售价很大一部分来自高额流通成本。传化智联的仓运配一体化解决方案为同一行业的商贸代理商提供“共仓”，多个商家共用一个仓，仓储效率提升，仓储成本下降。传化智联的仓干配系统应用到订单管理、仓库管理、运输管理场景，通过流程优化、路径优化和大数据分析，提升操作效率，库位高效应用。
- **“共配”。**运输上实施集约式共同配送，发挥公路港内外运力丰富的优势，整合低成本社会配送运力，显著降低运输成本。订单、仓单、运单实现三单合一、一单到底、全链路管控、全流程可追溯。
- **金融。**传化公路港云仓通过代理监管仓单货物，以自由运力切入全程监控，与银行共享，方便运输企业获得仓单质押融资尤其是非标准件的仓单质押融资。

供应链服务行业市场需求巨大，传化供应链物流业绩增长空间大。快递市场共有 5000 亿市场空间，孕育了三通一达和顺丰，一线快递企业市占率达 80% 以上，利润规模达到几十亿。供应链服务预计将是万亿级别的市场，目前市场内参与者众多，格局分散，但需求是真实而迫切的，供应链成本对企业利润水平与产品竞争力影响巨大，供应链降本增效也是我国制造业转型升级的重要环节。

目前，传化智联运营自建仓面积 12 万平米（仓运配一体化目前主要分布在成都、青岛、杭州、淄博四地），而自建仓和社会仓储资源 227 万平米。一般而言自建仓储毛利率更高，有 50%-60% 左右，租赁仓储毛利率能到 30% 上下。根据《中国通用仓储市场动态》全国 30 个城市仓库平均租金为 27.24 元/m²·月，北、上、深高于 40 元/m²·月。传化智联重点打造的仓运配一体化项目从仓储资源角度来粗略计算，可获得租金收入 8 亿多，单纯租金毛利空间近 3 亿元。

考虑到传化智联合计拥有 1100 多万平米的土地面积，目前建成园区面积 350 万平米，未来仓储仍有 2 倍拓展空间。

五、盈利预测和估值

1. 盈利预测

核心假设:

- 1) 化工业务稳健经营, 未来 3 年按照 2.6% /5.8% /5.8% 的收入增速测算;
- 2) 园区业务持续增长, 预计未来 2 年每年新增 10 个公路港;
- 3) 车后业务继续维持高增长, 2 个加油站正在推进, 还有 10 个储备加油站;
- 4) 2019 年供应链贸易继续保持收缩状态, 随着仓运配一体化业务的起量, 供应链收入降幅收窄, 未来将逐渐回升;
- 5) 支付和供应链金融保持高增长态势, 未来三年支付流量按照 30% /33% /35% 的增速增长;
- 6) 政府补贴根据递延收益和新增公路港数量测算;
- 7) 由于 17 年将投资性房地产转为以公允价值计量, 每年预计带来公允价值变动收益 0.91 亿元。

图 14: 分产品收入与毛利率测算

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19215	20148	22103	26733	31227
yoy	135.3%	4.9%	9.7%	20.9%	16.8%
物流	13819	13877	15671	19927	24024
yoy	255.1%	0.4%	12.9%	27.2%	20.6%
供应链收入	11630	9279	7423	6829	6488
yoy	250.1%	-20.2%	-20%	-8%	-5%
园区业务收入	724	784	941	1223	1590
yoy	102.8%	8.3%	20%	30%	30%
车后业务收入	1013	3329	6658	10985	14720
yoy	188.4%	228.6%	100%	65%	34%
支付、保险、其他	377	458	596	793	1070
yoy	134.7%	21.8%	30%	33%	35%
房产销售		27	54	98	156
yoy			100%	80%	60%
化工	5397	6271	6432	6805	7203
yoy	26.2%	16.2%	2.6%	5.8%	5.8%
毛利率	10.65%	12.01%	14.02%	16.73%	18.02%
供应链业务	1.9%	3.1%	4.3%	4.3%	5.3%
园区业务	19.4%	41.5%	46.3%	54.6%	59.8%
车后业务	5.7%	1.6%	2.1%	9.2%	9.9%
支付、保险、其他	70.9%	67.8%	70.3%	70.9%	72.0%
房产销售	0.0%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%
化工综合	23.8%	22.8%	27.3%	27.6%	28.0%

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 10: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19280	20264	22230	26886	31406
营业成本	17170	17729	19113	22388	25748

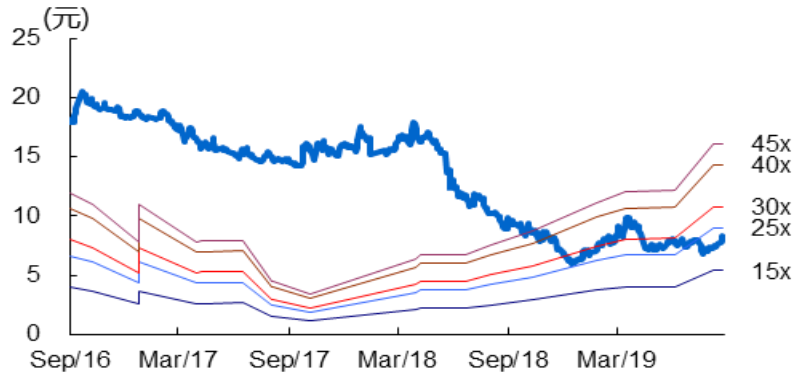
营业税金及附加	95	108	119	144	168
营业费用	846	862	956	1170	1366
管理费用	1049	1196	1312	1559	1822
财务费用	94	432	447	334	375
资产减值损失	76	110	5	5	5
公允价值变动收益	106	91	91	91	91
投资收益	777	1377	1400	1540	1386
营业利润	828	1284	1770	2917	3400
营业外收入	42	5	5	5	6
营业外支出	10	42	42	50	60
利润总额	860	1246	1732	2872	3346
所得税	320	348	483	801	934
净利润	540	899	1249	2071	2412
少数股东损益	70	80	111	184	214
归属于母公司净利润	469	819	1138	1887	2198
EPS (元)	0.14	0.25	0.35	0.58	0.67

资料来源：公司数据、招商证券

2. 投资建议

当前 PE 估值处于历史低位。自传化物流板块重组上市以来，作为“互联网+”概念，市场给予较高 PE 估值。2016 年、2017 年年报业绩均低于预期，叠加 2018 年市场整体下跌 30% 的影响，以及 2018 年 11 月 23 亿股的大解禁，股价下跌 60%。目前 PE 跌到 20 倍，处于历史低位。公司盈利反转，进入快速成长期。

图 15: 传化智联历史股价走势 (PEband)



资料来源：贝格数据，招商证券

投资建议：公司以线上平台+线下实体公路港和供应链物流的模式整合公路货运市场，构筑全新智能物流生态圈。前期因大型实体公路港投入较大，早期处于亏损阶段，市场普遍比较悲观。随着公路港不断运营成熟、资本开支放缓，培育期一过就将进入流量变现阶段，业绩将开启高增长模式。我们预计 2019 年、2020 年和 2021 年公司分别实现净利润 11.38/ 18.87/ 21.98 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.58/0.67 元，对应当前股价 PE 为 23.6/14.2/12.2x。当前公司业绩增长提速，进入快速成长期，给予目标价 12 元（针对 2020 年 EPS 20.7xPE），首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

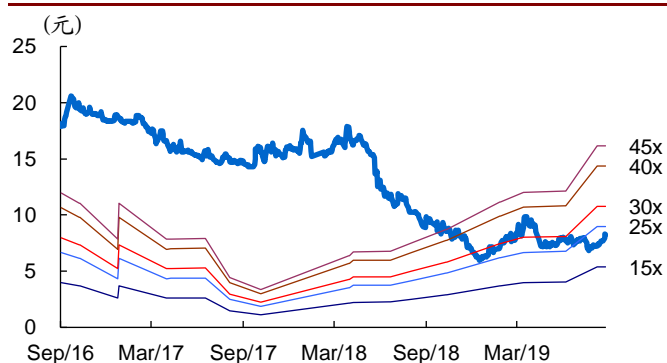
六、风险提示

政府补贴不及预期：一旦地方政府补贴大幅度削减，公路港盈利能力将有所下降。

宏观经济下行：如果宏观经济持续下行，那么将导致公路港出租率持续走低、车流量增长乏力，亏损加剧。

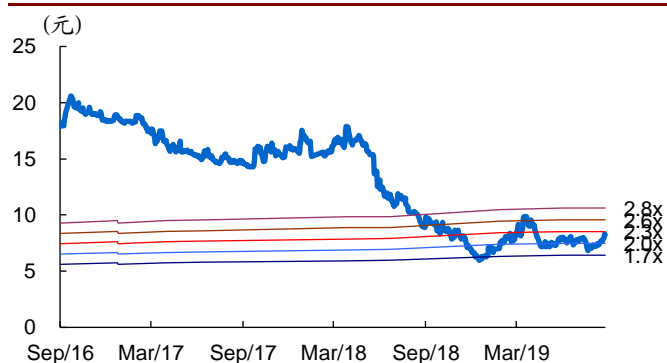
新业务发展不及预期：仓运配、房产销售以及部分金融业务如果拓展不顺将影响公司业绩。

图 16: 传化智联历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 17: 传化智联历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11279	13425	13639	15135	17601
现金	4584	5448	5093	4914	5725
交易性投资	0	3	0	0	0
应收票据	1316	1233	1353	1637	1912
应收款项	1598	1650	1810	2189	2557
其它应收款	299	725	795	962	1124
存货	1279	2087	2102	2463	2832
其他	2202	2280	2486	2971	3452
非流动资产	12800	16504	17805	19171	20482
长期股权投资	357	399	509	509	509
固定资产	1671	1630	1672	1758	1835
无形资产	1080	1051	1320	1581	1836
其他	9693	13424	14305	15323	16302
资产总计	24079	29930	31444	34306	38083
流动负债	7310	11697	11100	12180	14131
短期借款	1692	4106	3464	3859	5107
应付账款	1936	2287	2465	2888	3321
预收账款	721	883	952	1115	1282
其他	2960	4421	4219	4319	4421
长期负债	4264	4759	5944	6109	6273
长期借款	1765	1002	1166	1331	1495
其他	2499	3757	4778	4778	4778
负债合计	11574	16457	17044	18288	20404
股本	3258	3258	3258	3258	3258
资本公积金	6013	6078	6082	6082	6082
留存收益	2166	2826	3638	5072	6520
少数股东权益	1069	1311	1422	1606	1820
归属于母公司所	11436	12162	12977	14411	15859
负债及权益合计	24079	29930	31444	34306	38083

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(1052)	466	570	69	699
净利润	469	819	1138	1887	2198
折旧摊销	260	363	272	285	341
财务费用	94	432	447	334	375
投资收益	(21)	(11)	(1491)	(1631)	(1477)
营运资金变动	(1950)	(1181)	89	(990)	(952)
其它	97	43	114	184	214
投资活动现金流	(3009)	(3800)	(74)	(20)	(175)
资本支出	(3263)	(3564)	(1350)	(1401)	(1402)
其他投资	254	(235)	1276	1381	1227
筹资活动现金流	3028	3616	(850)	(228)	287
借款变动	2518	2875	(1093)	559	1412
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	66	4	0	0
股利分配	(326)	(163)	(326)	(453)	(751)
其他	779	838	565	(334)	(375)
现金净增加额	(1032)	282	(355)	(179)	811

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19280	20264	22230	26886	31406
营业成本	17170	17729	19113	22388	25748
营业税金及附加	95	108	119	144	168
营业费用	846	862	956	1170	1366
管理费用	1049	1196	1312	1559	1822
财务费用	94	432	447	334	375
资产减值损失	76	110	5	5	5
公允价值变动收	106	91	91	91	91
投资收益	777	1377	1400	1540	1386
营业利润	828	1284	1770	2917	3400
营业外收入	42	5	5	5	6
营业外支出	10	42	42	50	60
利润总额	860	1246	1732	2872	3346
所得税	320	348	483	801	934
净利润	540	899	1249	2071	2412
少数股东损益	70	80	111	184	214
归属于母公司净利润	469	819	1138	1887	2198
EPS (元)	0.14	0.25	0.35	0.58	0.67

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	136%	5%	10%	21%	17%
营业利润	-678%	55%	38%	65%	17%
净利润	-19%	74%	39%	66%	17%
获利能力					
毛利率	10.9%	12.5%	14.0%	16.7%	18.0%
净利率	2.4%	4.0%	5.1%	7.0%	7.0%
ROE	4.1%	6.7%	8.8%	13.1%	13.9%
ROIC	3.4%	6.1%	8.0%	10.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	55.0%	54.2%	53.3%	53.6%
净负债比率	17.8%	22.6%	18.0%	18.1%	20.1%
流动比率	1.5	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	16.3	10.5	9.1	9.8	9.7
应收帐款周转率	16.3	12.5	12.9	13.4	13.2
应付帐款周转率	11.5	8.4	8.0	8.4	8.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.14	0.25	0.35	0.58	0.67
每股经营现金	-0.32	0.14	0.17	0.02	0.21
每股净资产	3.51	3.73	3.98	4.42	4.87
每股股利	0.05	0.10	0.14	0.23	0.27
估值比率					
PE	57.3	32.8	23.6	14.2	12.2
PB	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	31.9	18.3	14.5	10.2	8.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。