

公司研究/首次覆盖

2020年02月21日

交通运输/物流 II

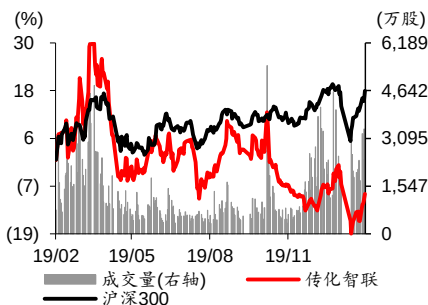
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 6.91
合理价格区间(元): 8.82~9.18

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
研究员 021-28972077
yuanding@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

重资产线下升级，轻资产流量变现

传化智联(002010)

商业模式趋于成熟，估值隐含悲观预期

即使不考虑生态价值，我们认为传化公路港线下运营+流量变现的商业模型已经趋于成熟，即期估值隐含了悲观预期。我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.48/0.75/0.80 元，对应即期股价 14.3/9.3/8.6X PE；以 20 年为基准，我们给予物流业务 12.0-12.5X PE，化工业务 8X PE，目标价 8.82-9.18 元，评级“买入”。

公路港运营商，内生盈利提升

传化物流的前身是传化集团运输车队，此后逐步对外开放市场化运营，探索“公路港”运营平台。依托全国公路港，公司运营园区开发、信息服务、物流服务和金融四大业务。2015 年，传化物流置入上市公司，实现“物流主业”+“化工辅业”（化工业务存在剥离可能）。存量公路港盈利提升，增量资本开支下降，上市公司内生盈利持续改善。

重资产线下升级，轻资产流量变现

随着公斤段上升，公路货运规模效应和壁垒依次下降。由于枢纽网络等缺失，整车、大票零担和区域网组织化程度较低。公司重资产建设“4+11+n”公路港，实现存量物流园区的迭代升级，奠定全国物流网络基础。立足线下公路港，公司构建了完整的公路货运场景，从增值服务渗透至物流交易和供应链协同。

商业模式可行，单港盈利可期

租金水平（含出租率）、土地和融资成本决定物流园区基准回报。我们的模型表明：通过适当运营，仅物业收入足以支撑公路港盈利。而入车货的大量汇聚让价值变现成为可能，加油站和税务金融是近期较为可行的变现方式。我们拆解了二三四线城市典型单港模型，基于清晰的市场定位和良好的成本控制，并借助增值服务变现，公路港能够实现可观的回报。

隐含预期悲观，评级“买入”

存量公路港盈利提升，增量资本开支下降，传化智联内生盈利持续改善；我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.48/0.75/0.80 元，对应即期股价 14.3/9.3/8.6X PE。公路港商业实质属于物流基础设施，可比交运基础设施对应 19/20 年 PE 中值 12.7/13.1X，考虑补贴因素给予传化物流 20 年 12.0-12.5X PE（折价 8%-5%）；可比染料公司 19/20 年 PE 中值 8.5/8.0X，给予传化化学 20 年 8X PE；分部估值合计 287-299 亿元，目标价 8.82-9.18 元，首次覆盖，评级“买入”。

风险提示：宏观风险、补贴政策退坡、公路港开发运营风险、市场竞争。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,258
流通 A 股 (百万股)	3,183
52 周内股价区间 (元)	6.14-9.96
总市值 (百万元)	22,511
总资产 (百万元)	28,924
每股净资产 (元)	4.02

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,280	20,264	17,403	20,460	23,073
+/-%	135.67	5.10	(14.12)	17.57	12.77
归属母公司净利润 (百万元)	469.40	818.99	1,571	2,430	2,622
+/-%	(19.21)	74.47	91.86	54.67	7.90
EPS (元, 最新摊薄)	0.14	0.25	0.48	0.75	0.80
PE (倍)	47.96	27.49	14.33	9.26	8.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资摘要	3
核心逻辑	3
和市场预期的差异	3
催化剂	3
公路港运营商，内生盈利提升	4
物流业务四大事业部，公路港开发运营为核心	4
内生盈利逐步提升，对补贴依赖下降	5
重资产线下升级，轻资产流量变现	6
公路货运市场结构	6
从 O2O 到夯实底层业态	7
公路港：重资产流量聚集	8
增值服务：轻资产流量变现	8
商业模式可行，单港盈利可期	10
模型测算，产能爬坡	10
二线成都：流量富集，加油增值	11
三线泉州：产业富集，专线物流	12
四线南充：人口富集，仓储快递	13
低估基础设施，评级“买入”	14
内生盈利持续提升	14
首次覆盖，评级“买入”	16
风险提示	17

投资摘要

核心逻辑

(1) 集团实力雄厚。传化集团（控股股东：持股 61.84%）名列 2019 年中国民营企业 500 强 73 位，经营实力雄厚。传化集团兼传化智联董事长徐冠巨先生，现任中国民间商会副会长和第十三届全国人大代表，2018 年入选中央统战部、全国工商联《改革开放 40 年百名杰出民营企业家名单》。智能物流（主要依托传化智联）为集团五大核心业务之一。

(2) 公路货运行业亟待整合。传统公路货运按照重量可以划分为快递（0KG-30KG）、快运/小票零担（30KG-500KG）、大票零担（500KG-3T）和整车（3T 以上）。随着公斤段上升，规模效应和壁垒依次下降。由于枢纽网络、信息平台、信用体系、服务标准和金融服务等缺失，整车、大票零担和区域网组织化程度仍然较低。

(3) 公路港单港商业模式可行。公司重资产建设“4+11+n”公路港，实现存量物流园区的迭代升级，奠定全国物流网络基础。租金水平（含出租率）、土地和融资成本决定物流园区基准回报。我们的模型表明：通过适当运营，仅物业收入足以支撑公路港盈利。而人车货的大量汇聚让价值变现成为可能，加油站和税务金融是近期较为可行的变现方式。我们拆解了二三四线城市典型单港模型，基于清晰的市场定位和良好的成本控制，并借助增值服务变现，公路港能够实现可观的回报。

(4) 估值优势显著。公路港商业实质为物流基础设施，估值应当参考机场、港口、铁路、公路等交运基础设施。传化智联 PE 估值明显低于交运基础设施，切入交易撮合和供应链协同让公司具备更大的成长性，内在价值被市场低估。

和市场预期的差异

我们认为：1) 市场低估了地方政府推动公路港建设的积极性；2) 市场低估了公路港内生盈利能力，高估了补贴政策的退坡速度；3) 公司逐步建立了传化公路港品牌，市场高估了竞争风险；4) 通过加油站和金融业务，公司流量变现有望超预期；5) 远期物流交易撮合和供应链协同推升了公路港天花板。

催化剂

公路港支持政策出台、加油站资质持续落地、税务金融业务高速增长

公路港运营商，内生盈利提升

传化物流的前身是传化集团运输车队，此后逐步对外开放市场化运营，探索“公路港”运营平台。依托全国公路港，公司运营园区开发、信息服务、物流服务和金融四大业务。2015 年，传化物流置入上市公司，实现“物流主业”+“化工辅业”（化工业务存在剥离可能）。存量公路港盈利提升，增量资本开支下降，上市公司内生盈利持续改善。

物流业务四大事业部，公路港开发运营为核心

传化物流集团的前身是传化集团运输车队，并于 1997 年成立储运公司。此后，传化物流逐步市场化运营，创立公路港物流服务平台模式。2005 年，传化物流启动全国公路港网络化布局，并于 2015 年估值 200 亿注入大股东控制的上市公司传化股份（主营精细化工）。2016 年，为进一步突出公路港核心业务，传化股份更名为传化智联。

传化物流采用“4+11+n”（4 为北上广深，11 个国家中心城市，n 为其他省会及副省会城市）策略推进全国公路港建设。截止 3Q19，传化公路港开业 65 个，有投资协议的储备项目超过 80 个（其中在建/待建为 10/20+）。

图表1：传化物流发展历史沿革



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

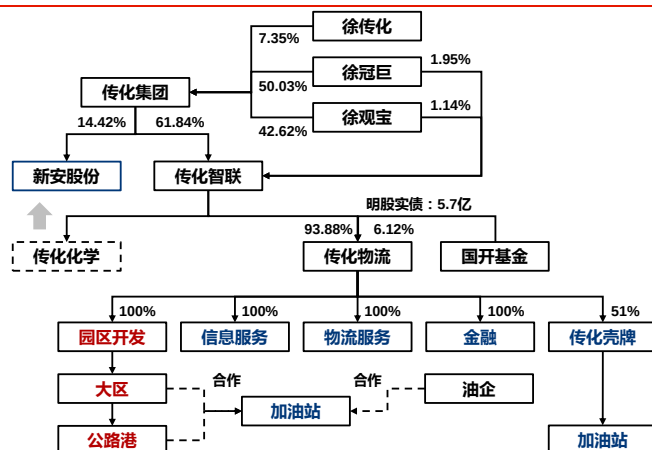
图表2：传化智联公路港布局（2Q19）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

截止 19 年底，传化智联控股股东为传化集团（持股 61.84%），实际控制人为徐冠巨、徐观宝和徐传化三人（父子关系）。传化集团同时是上市公司新安股份（主营化工）第一大股东。传化智联化工业务体量较小（2018 年扣非净利约 0.43 亿），也并非上市公司发展的重点，我们认为长期存在和新安股份整合可能。传化物流下设园区开发运营（事业部=>大区=>公路港三级架构）、信息服务、物流服务和金融四大事业部，并通过和壳牌的合资公司推动加油站业务（大区和公路港也有加油站业务，如成都传化加油站）。截止 2019 年底，公司已有 13 个公路港取得土地指标，实际运营加油站 6 个。

图表3：传化智联组织架构（2019 年底）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

内生盈利逐步提升，对补贴依赖下降

传化智联报表口径收入包括物流、化工和金融三大分部，商业模式详见下表。2017 年起，公司将大部分政府补助计入其它收益，其中公路港现代物流服务补助考核标准为供应链业务量、智慧物流系统流量、会员数量等，公路港平台经营补助考核标准为平台营业额（开票金额），即类似税收返还；上述两项政府补助计入经常性利润。

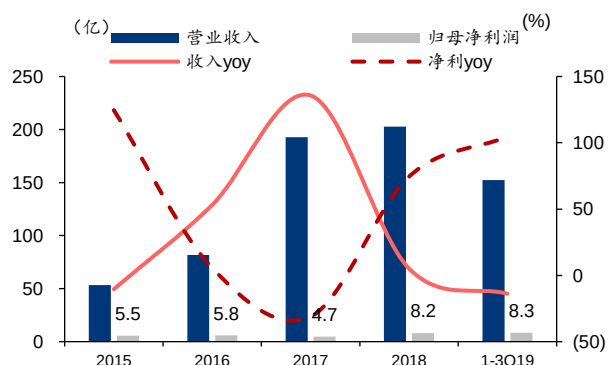
图表4：传化智联营业收入和政府补贴讨论

业务分部	业务细项	业务主体	商业模式
物流	园区	园区开发事业部	物业租金（主要）、管理费
	车后	合资加油站	油品和油卡销售
	物流供应链	物流服务事业部	物流费、供应链服务收入
	支付保险*	金融事业部	保险佣金、支付佣金
化工	染料、油剂、涂料、橡胶等	传化化学	商品销售收入
金融	保理	金融事业部	保理收入
	利息		融资租赁和贷款利息
其它收益	公路港现代物流服务补助		公路港财政补贴（通常 3 年）
（政府补贴）	公路港平台经营补助		开票税收返还（通常 3+2 年）

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（*注：报表口径为支付保险及其他，其他即小额零散业务）

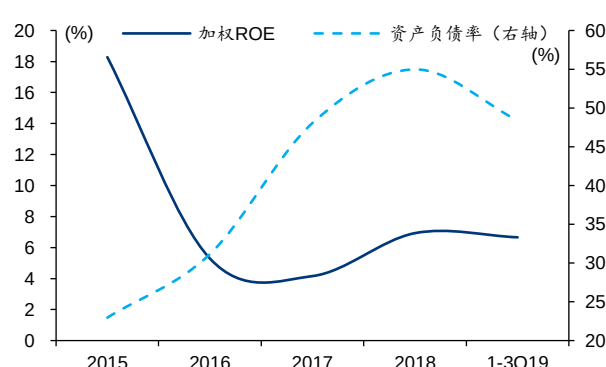
经过 2015 年重组，上市公司资产规模大幅增长。但由于大量公路港处于培育期，上市公司盈利主要依赖政府补贴和非经常性损益（扣非扣补贴净利亏损），持续资本开支也拉高了资产负债率。2019 年起，随着存量公路港内生盈利提升，增量资本开支下降，传化物流和上市公司内生盈利持续提升。

图表5：传化智联收入和净利润变化



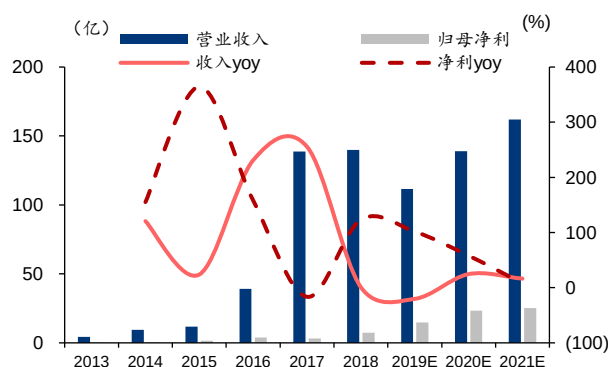
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：传化智联加权 ROE 和资产负债率



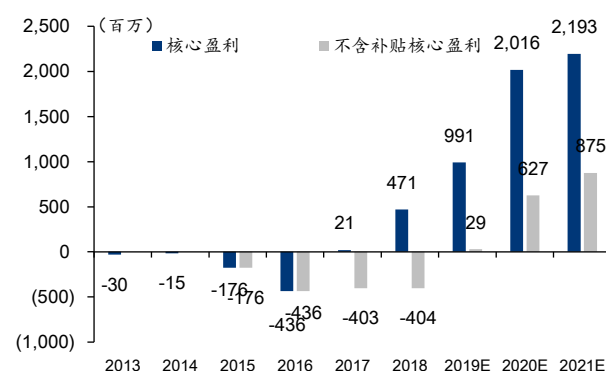
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：传化物流收入和净利润变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：传化物流内生盈利持续提升



注：核心盈利=扣非净利-配套资金成本，和业绩承诺口径一致

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重资产线下升级，轻资产流量变现

随着公斤段上升，公路货运规模效应和壁垒依次下降。由于枢纽网络、信息平台、信用体系、金融服务等缺失，整车、大票零担和区域网组织化程度仍然较低。公司重资产建设“4+11+n”公路港，实现存量物流园区的迭代升级，奠定全国物流网络基础。立足线下公路港，公司构建了完整的公路货运场景，从增值服务渗透至物流交易和供应链协同。

公路货运市场结构

传统公路货运（不含即时配送）按照重量可以划分为快递（0KG-30KG）、快运/小票零担（30KG-500KG）、大票零担（500KG-3T）和整车（3T 以上）。公路货运细分市场运营模式也存较大差异：快递/小票零担为轴辐型网络（HUB），大票零担为通道型网络（专线），整车则进一步简化为点对点直达。随着公斤段上升，规模效应和壁垒依次下降；快递市场的竞争已经进入后半场，但零担市场整合可能才刚刚开始，整车市场尚处于探索阶段。

以大票零担为例，其主要货源来自生产制造企业、一二级批发商等 B 端客户，货物种类多、非标、大小件参杂；B 端客户对成本非常敏感，强调时效稳定性而非求“快”。大票零担与快运/快递在货重、运价、时效等方面都存在显著差异，需要单独组网。

图表9：公路货运市场结构



资料来源：物流沙龙、华泰证券研究所

图表10：公路货运市场主要参与者



注：市场规模和运价水平为 2018 年估计值

资料来源：运联传媒、罗戈物流、华泰证券研究所

图表11：专线模式和 HUB 模式对比

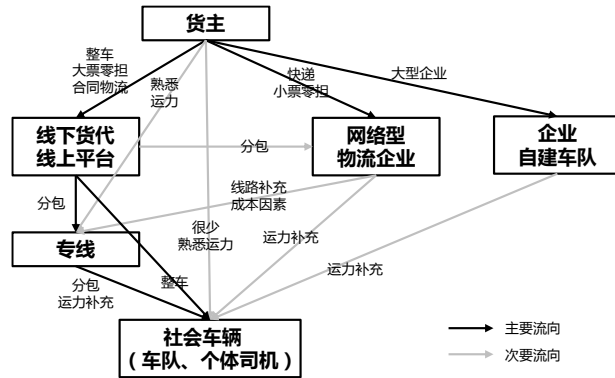
模式	线路	货源	规模	维护成本	线路调整	发车时间	费用水平
专线模式	简单	两端+少量经停点	较小	低	灵活	灵活	低
HUB 模式	复杂	网络各节点	较大	高	固定	固定	高

资料来源：华泰证券研究所

公路物流参与者包括货主、货运代理方、物流公司、车队、个体司机等。根据交通部 2018 年披露的数据，全国道路货运经营主体达到 643 万个，营运货车 1368 万辆，从业人员和货车司机分别超过 2100 万和 1800 万。快递企业和部分全网小票零担企业能够直接向最终客户提供标准化服务，内部组织结构规范。但由于枢纽网络、信息平台、信用体系、服务标准和金融服务等缺失，整车、大票零担和区域网组织化程度仍然较低。

从经验上看，大票零担/整车货主更倾向于寻找货代或者使用自备车队，直接寻找社会车辆的比例不超过 30%；业务链条可以简化为货主通过中介寻找承运人，由承运人完成最终运输，但实际业务中存在大量中间商和层层转包现象。由于线上平台（如满帮）的兴起，传统货代和信息部（中介角色）面临巨大冲击；新的组织模式（专线联盟、整车平台）甚至进一步冲击专线+个体司机的组织模式。以专线为例，规模大小不一，小的专线只运营几条甚至仅 1 条线路，大的专线通过收编及加盟方式聚合，部分企业（如聚盟）探索专线深度整合模式。从长期看，专线可能是中国公路物流市场发展的一个中间阶段。

图表12： 典型公路货运产业链



资料来源：物流沙龙、华泰证券研究所

从 O2O 到夯实底层业态

2015 年重组上市之际，公司的战略思路是：围绕个体货运司机、物流企业和货主企业三大主体，构建线下公路港枢纽网络和线上互联网物流平台，形成“物流+互联网+金融”中国公路物流网络。市场一度对公司 O2O 业务生态给予很高预期。根据我们调研的情况，公司 18 年以前每年在线上业务和 IT 平台的投入都在亿级，对盈利产生较大压力。2019 年起，公司对于业务进行了较大程度调整，更加聚焦线下和强变现的增值服务（油品、支付保险等），削减亏损的线上配货和低毛利的供应链业务。

图表13： 传化智联公路港业务场景



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表14： 传化物流业务体系



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

我们理解的公路港分为三个层级：1）公路港 1.0 以基础设施运营为核心，2）公路港 2.0 基于基础设施实现增值服务（人车货流量变现），3）公路港 3.0 借助生态实现撮合交易和公路港协同。公司的业务调整则是回归夯实线下基础设施运营，再逐步构建生态。

图表15： 传化智联商业模式升级

阶段	商业模式	难度	收入来源	核心驱动力	业务壁垒	现有业态（报表口径）	可比业态
公路港 1.0	基础设施运营	简单	租金、管理费	地理区位、土地和融资成本	最低	园区业务	普洛斯、机场航空性收入
公路港 2.0	增值服务	适中	加油站 支付保险	流量（人、车、货）	低	车后业务（加油站） 支付金融和其他	中航油 UPS 物流金融
公路港 3.0	交易撮合 协同承运	较难 困难	交易佣金 承运收入	流量、匹配效率、增值服务 成本和效率	中 高	物流供应链	满帮、携程 罗宾逊物流、Flexport

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公路港：重资产流量聚集

产业界通常认为“公路港”是“公路物流园区”的进化业态。公路物流园区源于货车司机的停车需求（停车场），衍生为解决司机的配货需求。物流园区通过流量（人、车、货）聚集提升物业商业价值，从商业实质上属于物流地产。

图表16：物流园区各方需求

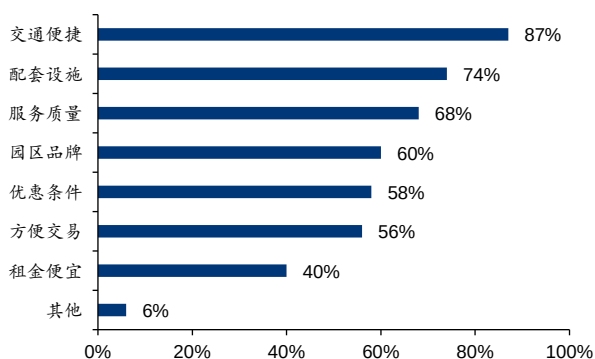
客户	基础服务	配套服务	增值服务
货车司机	停车位充足	餐厅、便利店、银行、药店、关注园区的信息交易服务 娱乐等生活配套完善	
中小型零担专线	操作便利与租金低廉的物流基础设施；员工食堂、便利店、银行、药 注重安保、保洁、水电、设备设施维保店、娱乐等生活配套完善 等服务	关注人才招聘、集采服务； 适当关注保理、融资租赁等 金融服务	
大中型快运快递	对设施的通过性要求很高，以定制化为主，最好独立成院； 物业管理可自行负责	初步重视仓配一体化 餐饮、住宿等生活配套	关注人才招聘、集采、融资 租赁等服务
三方物流	注重仓储设施和车辆管理、清洁消杀、最好匹配运力资源； 园区治安等物业服务	关注传统保理、仓单质押 餐饮、住宿等生活配套	

资料来源：物流沙龙、华泰证券研究所

根据中物联 2015 年的调研，物流园吸引企业入驻的因素按重要性依次是交通区位、配套设施、服务质量和园区品牌，而物流园区中入驻企业最多的依次是物流公司、运输企业、传统商贸和电商企业。园区物业收入主要包括租金收入和物业管理费收入（水电、停车等），其中租金占大部分。园区收入即企业的成本项，高租金必须匹配高质量服务和承受力较强的企业，即平衡收益、服务品质和企业承受能力。

我们认为区位是物流园区的核心要素，具体包括：1）物流企业汇聚程度，2）和货主的距离，3）交通便利程度。同时，物流园区需要体量和规模才易于提供多种服务，形成正向反馈，进一步聚集流量，充裕的流量也为增值服务变现奠定基础。从物流地产视角，我们认为区位、拿地和融资成本是决定物流园区回报率的核心要素。

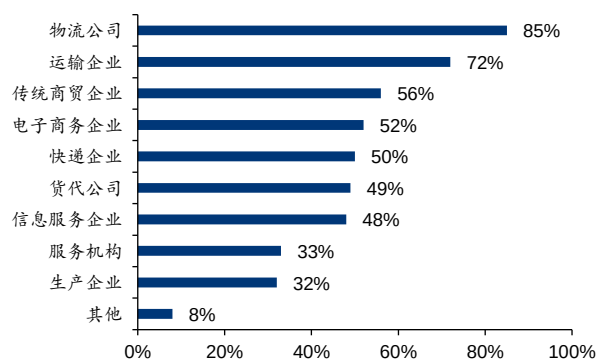
图表17：物流园区吸引企业入驻的主要原因（2015）



注：百分比反映被调查园区对该选项的认可程度。

资料来源：中物联、华泰证券研究所

图表18：物流园区入驻企业类别（2015）



注：百分比反映被调查园区对该选项的认可程度。

资料来源：中物联、华泰证券研究所

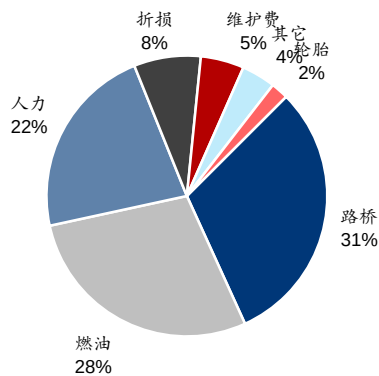
增值服务：轻资产流量变现

公路港聚集人、车、货三大类核心流量，客户主要包括个体司机、物流企业和货主（中小企业为主）三大类，总体上属于产业链弱势群体。服务增值（降本增效）是流量变现的前提，我们认为加油站和金融税务是较为理想的增值服务。

(1) 降本：加油站为核心

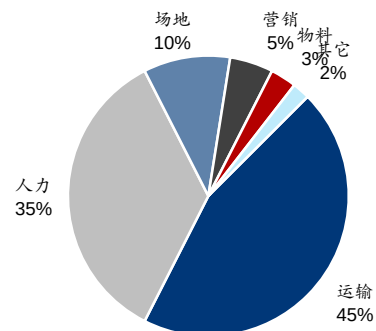
个体司机和物流企业（如专线）最直接的需求是降本。我们分别梳理了公路运输和专线企业成本，油品是其中占比高且优化空间较大的项目。公路港聚集大量货车，加油需求非常大；公司可以通过集采降低成本，实现加油站和货车司机的双赢。截止 2019 年底，传化智联已经投入运营 6 个加油站，尚有 10 个项目处于推进中，加油站比例仍然较低（成都加油站 18 年盈利超过 2000 万）。2018-2019 年，成品油零售持续放开，对存量加油站的盈利产生压力。我们认为油品来源的多元化（如引入地炼）和低成本撬装式加油站的推广，加油站业务盈利仍有较大挖掘空间。

图表19：公路运输成本结构（2017）



资料来源：G7、贝恩咨询、华泰证券研究所

图表20：专线企业成本结构（2017）



资料来源：运联传媒、华泰证券研究所

(2) 增效：税务+金融

随着公路货运市场税务趋于规范，下游客户获取抵扣项，倒逼个体司机和中小物流企业开票。传化公路港聚集了大量物流企业和个体司机，开票需求非常旺盛。传化物流控制了园区内企业的税控盘，根据开票金额收取千分之三-千分之五佣金，地方政府同时给予传化公路港相应税收返还。截止 1H19 末，传化公路港入驻企业 10170 家；1H19 平台开票额 200 亿元，纳税 6.69 亿元，地方政府税收返还（平台经营补助）1.91 亿元。

根据运联传媒的调研（2018），专线企业账期大约 3 月，其中 B2B 平台 1-2 月，三方 3 个月，传统制造业 3-6 个月；账期加剧专线企业资金压力的同时存在较大信用风险。2017 年，传化智联（传化支付）获得央行第三方支付牌照。针对客户需求，公司开发了物流钱包、非标仓单、租金保、卡车分期、运易融等产品，为企业客户及其上下游提供支付、保险经纪、融资（保理、融资租赁等）及信息等综合服务。1H19，公司实现金融收入 2.6 亿元，利润总额 7786 万元，盈利颇为可观。

图表21：传化金融业务布局



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

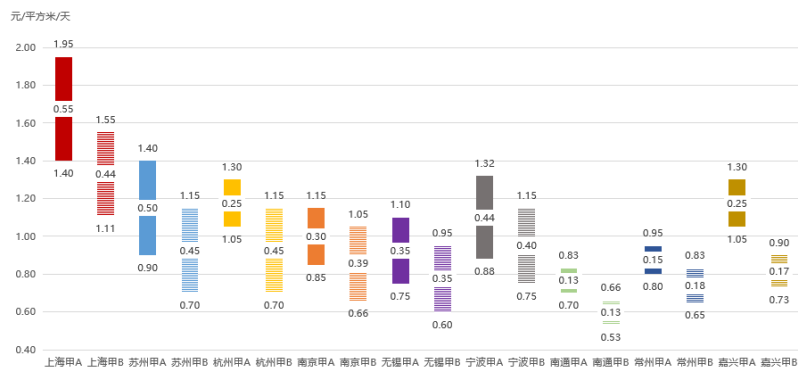
商业模型可行，单港盈利可期

租金水平（含出租率）、土地和融资成本决定物流园区基准回报。我们的模型表明：通过适当运营，仅物业收入足以支撑公路港盈利。另一方面，地方政府对物流园供地持续收紧，优质园区租金呈稳步上涨态势，甚至迎来资产重估（拆迁）。我们以成都、泉州和南充作为二三四线城市的典型案例，拆解了单港盈利模型：基于清晰的市场定位和良好的成本控制，借助增值服务变现，公路港能够实现可观的回报。

模型测算，产能爬坡

不考虑补贴和增值收入，租金水平（含出租率）、土地和融资成本是决定公路港回报率的关键变量。相较其他工业用地，物流用地投资强度和税务强度都较低（部分地区要求投资强度 1000 万/亩，税务强度 100 万/亩），地方政府供地意愿不强；随着规划调整和市场整顿，靠近市区的物流园面临搬迁压力。优质物流地产租金呈稳步上涨态势：以长三角市场为例（数据源：头等仓），2019 年甲级仓库租金水平整体平稳，但上海存量和环沪地区需求旺盛带动租金水平。

图表22：长三角主要城市甲级仓库租金分布（2019.12）



考虑产能爬坡、补贴和增值服务因素，我们搭建了公路港七年的利润爬坡模型。基于我们的假设，公路港大约需要 5-7 年时间达到合意回报率水平。

图表25：公路港产能爬坡模型

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年
一二线	租金	0.3	0.7	1	1.1	1.2	1.2
	收入	1314	3066	4380	4818	5256	5256
	成本	4323	4323	4323	4323	4323	4323
	补贴	1500	800	300			
	增值	50	100	150	200	250	250
	净利润	(1094)	(267)	381	522	888	888
	ROE	-8.1%	-2.0%	2.8%	3.9%	6.6%	6.6%
三四线	租金	0.20	0.30	0.40	0.50	0.60	0.75
	收入	584	876	1168	1460	1752	2190
	成本	1828	1828	1828	1828	1828	1828
	补贴	500	400	300	200		
	增值			50	60	70	80
	净利润	(558)	(414)	(233)	(81)	222	332
	ROE	-9.3%	-6.9%	-3.9%	-1.4%	-0.1%	3.7%

资料来源：公司收购报告书、华泰证券研究所

二线成都：流量富集，加油增值

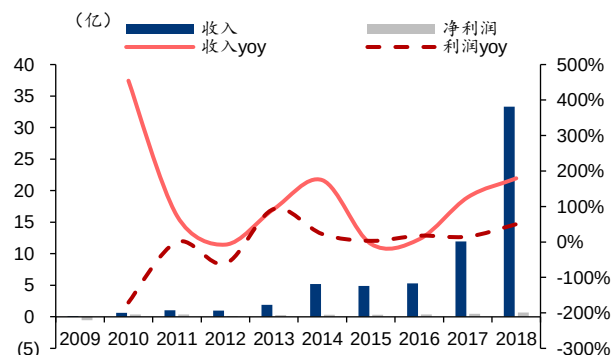
成都公路港位于成都市新都区，占地 730 亩，总投资约 7 亿元（建设时间：2007-2009），是传化集团盈利能力和运营效率最高的公路港之一。截止 2019 年，成都公路聚集了大量流量：人（日均人流/司机超过 5 万/4 万）、车（日均 1.2 万台）、货（3000 万吨/年）、注册物流企业（700 家）。通过流量汇聚，公路港配货时长从 68.2 小时缩短至 6-9 小时，降低社会物流成本 20%。

图表26：成都传化公路港地理位置



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表27：成都传化公路港收入和利润变化

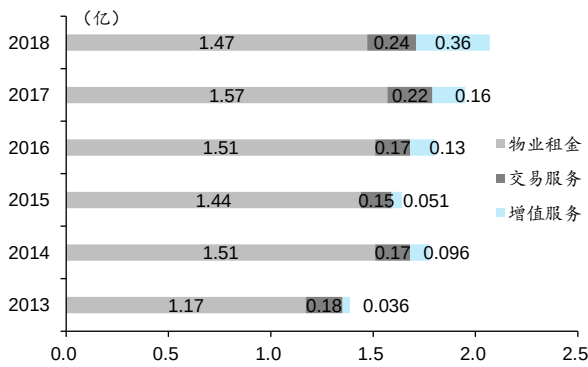


注：成都公路港几乎没有补贴

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

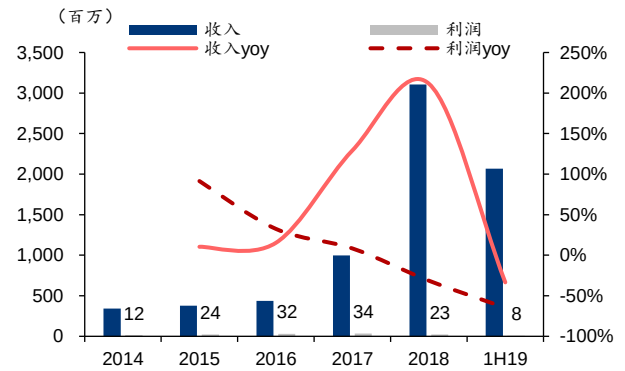
成都公路港 2013 年坪效达到 223 元/平米/年，2017 年达到 300 元；零担分拨出租率 2010 年已经突破 80%，此后年均保持 95% 以上。物业租赁收入奠定基础，成都公路港从 2010 年就开始盈利，随后进一步拓展加油站业务。传化燕塘加油站成立于 2013 年，由传化、中国石油和新都区政府分别持股 40%/30%/30%（注：上市公司通过新都区政府委托表决权并表），为国内最大单体加油站，15-17 年柴油销售量分别超过 5/6/7 万吨，2019 年日均销售油品 300-500 吨。2018 年，成都燕塘加油站实现收入 31 亿元，净利润 2345 万元，15-18 年 ROE 均超过 35%。

图表28： 成都传化公路港收入结构（不含油品）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表29： 成都传化公路港油品收入和利润变化



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

三线泉州：产业富集，专线物流

泉州公路港位于晋江（泉州下辖县级市）现代物流园，于2016年9月开业，一期占地面积260亩（总规划500亩），投资2.4亿元，包括信息交易、智能车源、货运班车总站、仓储配送、管理服务和三产配套六大功能区。公路港周边有磁灶建陶、东石制伞、安海玩具、石狮服装、水头石材等产业聚集区，货物资源丰富，专线市场发达。

图表30： 泉州公路港地理位置



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表31： 泉州公路港功能区域分布



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

针对零担专线及大仓旺盛的需求，2017年公路港重新规划用地，缩减停车场，新建了26个零担专线档口和1.6万平方米仓库。经过优化后，公路港内各类物业资源（信息交易、零担专线、三产配套、停车等）形成良好配比。针对港内专线数量多，但规模参差不齐的状况：1) 新建零担专线档口点对点招商引入大型专线企业；2) 热门专线调整独家经营策略，引入多家专线，提高服务能力。新建的大仓一部分和京东合作，一部分运营自有分拨中心。经过三年发展，泉州公路港经营绩效持续改善，开业第三年营业利润转正。

图表32： 泉州公路港核心经营指标

	2016	2017	2018
收入 (万)	369	1274	2287
营业利润 (万)	-1747	-489	608
扣补贴营业利润 (万)	-2947	-769	218
坪效 (元/年/平米)	50.8	175.37	314.8
平台营业额 (亿)	0.38	1.8	3.1
车流 (万/年)	1.19	5.74	8.77
出租率 (%)	91%	92%	97%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：扣补贴营业利润为估算值

四线南充：人口富集，仓储快递

南充公路港位于南充市高坪区物流大道，占地约 688 亩，于 2015 年底建成营业，总投资约 4 亿元。作为四线城市公路港，南充公路港以仓储物流为核心（而非运输），承担区域物资的分拨和集散功能，构建电商快递、仓储配送、汽贸三大核心功能：1) 电商快递中心已成为川东北地区最大的快递产业园，引进京东、顺丰、圆通、中通等电商快递入驻；2) 园区内建设 11 万平仓储，计 21 个标准仓，其中京东、顺丰、中通、圆通等租了 1 个整仓或半个仓，格力、海尔等家电企业分别租了 1 个整仓；3) 公路港整合了南充 90% 的汽贸规模，聚集川东北全部一级经销商，18 年均销售额约 5 个亿，2018 年完成了 6.5 万台车的检测和 0.6 万吨汽柴油销售。

图表33：南充公路港地理位置



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表34：南充公路港区域分布



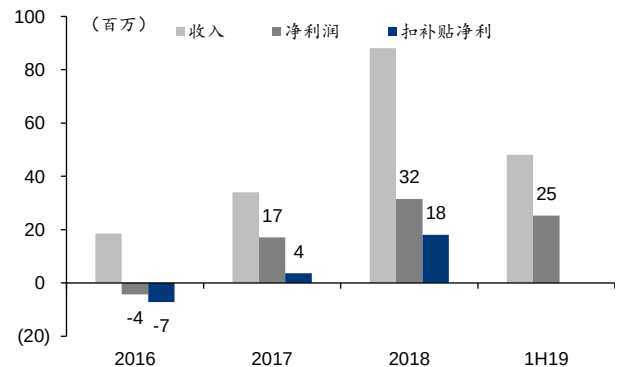
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表35：南充公路港主要经营指标



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表36：南充公路港收入和净利润变化



注：扣补贴净利为估算值

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

低估基础设施，评级“买入”

我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.48/0.75/0.80 元，对应即期股价 14.3/9.3/8.6X PE。公路港商业实质属于物流基础设施，可比交运基础设施对应 19/20 年 PE 中值 12.7/13.1X，考虑补贴因素给予传化物流 20 年 12.0-12.5X PE（较可比公司估值折价 8%-5%）；染料行业可比公司对应 19/20 年 PE 中值 8.5/8.0X，我们给予传化化学 20 年 8X PE；分部估值合计 287-299 亿元，目标价 8.82-9.18 元，首次覆盖，评级“买入”。

内生盈利持续提升

我们对公司各项业务收入和毛利预测如下：

(1) 物流供应链：主要包括供应链采购和运输总包业务。16-17 年，公司大力拓展低毛利的供应链采购业务，18-19 年回归毛利管控（1H19 物流供应链收入同比-47%，毛利率小幅改善），我们预计 20-21 年该项业务收入和毛利回归稳健增长。19/20/21 年，我们预计供应链业务收入-50%/+10%/+10%，毛利率维持 6.5%。

(2) 车后业务：以油品和油卡销售为主，其中油卡销售为通道型业务，毛利率非常低。19 年以来，公司加油站在全国公路港持续落地，油品销售有望拉动车后收入快速增长，毛利率有望修复（1H19 车后收入/毛利同比+94%/+59%）。19/20/21 年，我们预计车后业务收入同比+40%/+30%/+20%，毛利率为 1.5%/2.0%/2.0%。

(3) 园区业务：以物业租赁收入为主。园区业务成本（折旧、运维、税费等）较刚性，随着物业成熟带动出租率和坪效，收入和毛利率同步快速改善（1H19 园区收入同比+23%，毛利率同比+8.5pct）。19/20/21 年，我们预计园区收入同比+25%/+50%/+18%，毛利率为 50.8%/67.2%/70.8%。

(4) 支付保险和其它：以支付手续费和保险佣金为主。支付保险为轻资产业务，成本变化不大；随着公路港数量增长和存量公路港业务成熟，支付流水和保险销售额拉动业务高速增长（1H19 收入/毛利同比+211%/+236%）。19/20/21 年，我们预计支付保险和其它收入同比+65%/+50%/+25%，毛利率为 70.7%/78.5%/79.7%。

(5) 化工：并非公司核心业务，主要包括染料、油剂、涂料、橡胶等（1H19 收入同比+0.5%，毛利同比+12%）。19/20/21 年，我们简单假设收入同比-0.5%/+5.0%/+5.0%，毛利率分别为 25.3%/25.1%/25.1%。

图表37： 传化智联收入预测

(单位：百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	8181	19280	20264	17403	20460	23073
物流	3892	13818	13877	11036	13766	16037
物流供应链	3322	11630	9279	4639	5103	5614
车后	351	1013	3329	4660	6058	7270
园区	357	724	784	980	1470	1735
支付、保险及其他	160	377	458	757	1135	1418
化工	4275	5397	6271	6242	6554	6882
金融	14	64	116	125	140	155
yoy		135.7%	5.1%	-14.1%	17.6%	12.8%
物流		255.1%	0.4%	-20.5%	24.7%	16.5%
物流供应链		250.1%	-20.2%	-50.0%	10.0%	10.0%
车后		188.4%	228.6%	40.0%	30.0%	20.0%
园区		102.8%	8.3%	25.0%	50.0%	18.0%
支付、保险及其他		134.7%	21.8%	65.0%	50.0%	25.0%
化工		26.2%	16.2%	-0.5%	5.0%	5.0%
金融		357.3%	80.1%	8.1%	12.0%	10.7%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：红色为假设项）

图表38： 传化智联毛利预测

(单位: 百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利	1282	2106	2524	3100	4110	4744
物流		685	989	1405	2332	2870
物流供应链		221	284	302	332	365
车后		57	53	70	121	145
园区		141	325	498	988	1229
支付、保险及其他		267	311	535	891	1131
化工		1360	1430	1579	1648	1730
金融		60	105	116	130	144
毛利率	15.7%	10.9%	12.5%	17.8%	20.1%	20.6%
物流		5.5%	5.0%	12.7%	16.9%	17.9%
物流供应链		0.3%	1.9%	6.5%	6.5%	6.5%
车后		13.0%	5.7%	1.5%	2.0%	2.0%
园区		12.7%	19.4%	50.8%	67.2%	70.8%
支付、保险及其他		73.5%	70.9%	70.7%	78.5%	79.7%
化工		24.6%	25.2%	25.3%	25.1%	25.1%
金融		0.0%	93.5%	92.8%	92.9%	92.9%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：红色为假设项）

随着传化公路港品牌形象提升，销售费用率有望趋势下行；公司盈利能力最强的园区运营和增值业务内生具备管理规模效应。19 年，公司严格控制销售和管理费用（1-3Q19 销售费用和管理费用同比分别-2.7%/+2.3%），我们预计全年销售和管理费用同比下降，20-21 年伴随业务扩张恢复小幅增长，但两项费用率趋于下降。19/20/21 年，我们预计公司销售费用同比-2.8%/+5.5%/+5.5%，销售费用率为 4.8%/4.3%/4.0%；管理费用-0.8%/+6.4%/+6.4%，管理费用率为 5.1%/4.6%/4.4%。公路港复杂场景需要大量研发投入（1-3Q19 同比+26%），我们预计公司 19/20/21 年研发费用同比分别增长 24.8%/18.4%/16.6%，研发费用率为 2.1%/2.1%/2.2%，研发费用率提升符合业务特征。

图表39： 传化智联三项费用预测

(单位: 百万)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	588	846	862	838	884	933
yoy	69.3%	43.9%	1.9%	-2.8%	5.5%	5.5%
费用率	7.2%	4.4%	4.3%	4.8%	4.3%	4.0%
职工薪酬	277	455	489	440	462	485
yoy	111.3%	64.4%	7.4%	-10.0%	5.0%	5.0%
运输	96	132	150	154	159	164
yoy	17.5%	38.0%	13.2%	3.0%	3.0%	3.0%
其它	215	259	224	244	264	285
yoy	59.7%	20.2%	-13.5%	9.0%	8.0%	8.0%
管理费用	759	821	899	892	949	1009
yoy	36.5%	8.2%	9.5%	-0.8%	6.4%	6.4%
费用率	9.3%	4.3%	4.4%	5.1%	4.6%	4.4%
职工薪酬	444	501	525	489	513	539
yoy	35.0%	12.9%	4.8%	-7.0%	5.0%	5.0%
其它	315	320	373	403	436	470
yoy	38.7%	1.6%	16.7%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	152	228	297	371	439	512
yoy	5.1%	50.1%	30.4%	24.8%	18.4%	16.6%
费用率	1.9%	1.2%	1.5%	2.1%	2.1%	2.2%
物料能源		118	129	155	178	200
yoy			9.2%	20.0%	15.0%	12.0%
职工薪酬		79	117	170	213	262
yoy			49.6%	45.0%	25.0%	23.0%
其它		31	50	45	48	50
yoy			63.0%	-10.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：红色为假设项）

2017 年起，公司将大部分政府补助计入其它收益，我们重点对现代物流服务补助和平台经营补助进行预测。现代物流服务补助主要为公路港产能爬坡期补助（通常为 3 年），结合调研情况，预计该项补贴呈现先增后减态势，预计 19/20/21 年为 9.5/13.5/11 亿元。平台经营补助主要为园区内开票相关税返还，持续时间较长（3+2 为主，后续还可续约），预计 19/20/21 年该项收入呈现持续增长态势，为 4/6/7.5 亿元。

图表40： 政府补贴预测

（单位：百万）	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其它收益				755	1,366	1,550	2,100	2,000
经常性	46	190	211	594	1,229	1,350	1,950	1,850
现代物流服务补助	2	151	151	468	944	950	1350	1100
平台经营补助	44	39	60	126	284	400	600	750
非经常性				160	138	200	150	150

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：红色为假设项）

2017 年起，公司将公路港相关大部分资产计入投资性房地产，资本开支包括投资性房地产中土地、建筑物，以及固定资产和在建工程支出。根据规划，公司 19-21 年新建公路港项目呈现下降态势，我们预计资本开支分别为 32/25/22 亿元。

图表41： 传化智联资本开支预测

（单位：百万）	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资本开支	552	2,051	5,419	3,862	3,200	2,500	2,200
投资性房地产	296	861	4,693	3,716	3,000	2,300	2,000
土地	0	338	1,187	1,012	1,000	800	500
建筑物	296	524	3,506	2,704	2,000	1,500	1,500
固定资产+在建工程	255	1,189	726	146	200	200	200

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

综合上述预测，我们预计公司 19/20/21 年归母净利润为 15.71/24.30/26.22 亿元，其中传化物流盈利为 14.71/23.25/25.12 亿元，完成业绩承诺的 138%/112%/115%；传化物流核心盈利（扣除非经常性损益和资金占用）为 9.91/20.16/21.93 亿元，完成业绩承诺的 100%/101%和 100%。

图表42： 传化智联盈利预测拆分

（单位：百万）	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	551	581	469	819	1,571	2,430	2,622
传化化工	399	190	143	89	100	105	110
传化物流	152	391	327	730	1,471	2,325	2,512
承诺值	147	-351	5	560	1,070	2,070	2,187
完成比例	103%	212%	6536%	130%	138%	112%	115%
扣非净利润	192	-167	257	646	1,181	2,221	2,413
传化化工	369	168	120	43	50	55	60
传化物流	-176	-335	137	603	1,131	2,166	2,353
资金收益	0	102	117	133	140	150	160
核心盈利	-176	-436	21	471	991	2,016	2,193
承诺值	-177	-441	5	451	987	1,987	2,188
完成比例	100%	101%	412%	104%	100%	101%	100%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

首次覆盖，评级“买入”

我们预计公司 19/20/21 年 EPS 为 0.48/0.75/0.80 元，对应即期股价 14.3/9.3/8.6X PE。公路港商业实质属于物流基础设施，估值应当参考机场、港口、铁路、公路等交运基础设施，可比公司对应 19/20 年 PE 中值 12.7/13.1X，考虑补贴因素给予传化物流 20 年 12.0-12.5X PE（较可比公司估值折价 8%-5%）；染料行业可比公司对应 19/20 年 PE 中值 8.5/8.0X，给予传化化学 20 年 8X PE；分部估值合计 287-299 亿元，目标价 8.82-9.18 元，首次覆盖，评级“买入”。

图表43: 可比公司估值表 (2020/02/20)

代码	简称	股价	EPS				PE				PEG	PB	市值 (亿)
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600009.SH	上海机场	73.80	2.20	2.71	2.93	3.43	33.5	27.3	25.2	21.5	2.10	4.59	1422
600004.SH	白云机场	17.01	0.52	0.41	0.58	0.76	32.7	41.9	29.4	22.5	2.45	2.22	352
000089.SZ	深圳机场	8.94	0.30	0.32	0.37	0.37	29.3	28.2	23.9	24.3	4.57	1.53	183
600377.SH	宁沪高速	10.48	0.77	0.84	0.90	0.96	13.7	12.5	11.6	10.9	1.72	1.91	528
600548.SH	深高速	10.32	0.71	1.29	1.06	1.19	14.6	8.0	9.7	8.7	0.76	1.25	225
000429.SZ	粤高速 A	7.67	0.67	0.60	0.75	0.83	11.4	12.7	10.2	9.2	1.55	1.63	160
601816.SH	京沪高铁	7.60	0.26	0.24	0.24	0.26	29.2	31.7	31.3	28.8	57.29	1.96	3732
601006.SH	大秦铁路	7.42	0.99	0.94	0.96	0.97	7.5	7.9	7.7	7.6	-11.70	0.99	1103
600018.SH	上港集团	4.92	0.33	0.39	0.43	0.48	15.0	12.7	11.5	10.3	1.14	1.39	1140
601018.SH	宁波港	3.47	0.19	0.26	0.24	0.25	18.3	13.6	14.6	13.9	1.94	1.13	457
601298.SH	青岛港	6.30	0.57	0.59	0.65	0.75	11.1	10.6	9.7	8.4	1.16	1.38	409
001872.SZ	招商港口	15.31	0.29	1.44	0.71	0.75	53.2	10.7	21.6	20.4	1.42	0.84	294
交运基础设施							16.6	12.7	13.1	12.4	1.64	1.46	
002440.SZ	闰土股份	11.31	1.07	1.40	1.44	1.55	10.6	8.1	7.9	7.3	0.80	1.53	130
600352.SH	浙江龙盛	14.00	1.14	1.59	1.72	1.94	12.3	8.8	8.2	7.2	0.64	1.93	455
染料							11.4	8.5	8.0	7.3	0.72	1.73	
002010.SZ	传化智联	6.91	0.20	0.48	0.75	0.80	34.6	14.3	9.3	8.6	0.58	1.72	225

资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 18 年为扣非后归母净利润, 19-21 数据为 Wind 一致预期值, 行业估值为个股估值中位数)

风险提示

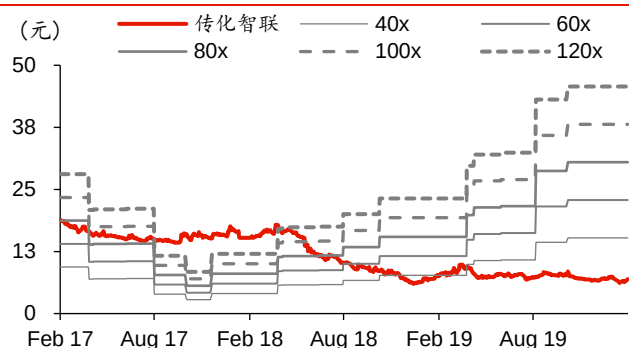
(1) 宏观经济风险: 传化公路港主要服务物流业, 和宏观经济相关性较强。宏观经济波动将对公路港经营产生影响。作为优势业态, 我们认为公司盈利波动将低于同业。

(2) 补贴政策退坡风险: 传化智联盈利中较大部分源于政府补贴 (其它收益科目), 若政府补贴快速退坡影响公司盈利。传化运营时间较长的公路港脱离政府补贴仍能实现盈利, 我们对此不悲观。

(3) 公路港开发运营风险: 公路港商业模式类似物流地产, 开发经营面临较多风险: 选址、成本控制、招商等。传化在公路港运营领域已经积累了较丰富的经营, 能够最大限度规避开发运营风险。

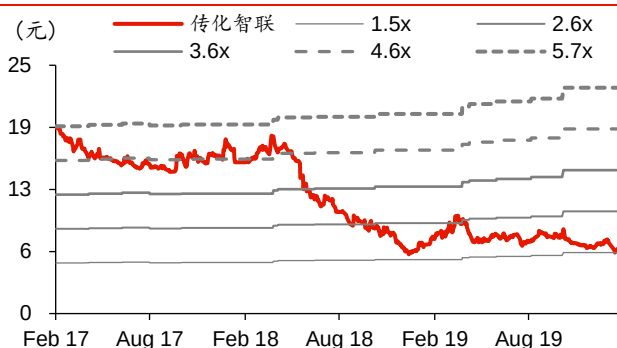
(4) 市场竞争风险: 传化公路港仍需面临周边物流园竞争, 但公司生态丰富度明显优于同业, 部分公路港租金水平明显高于同业。

图表44: 传化智联历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表45: 传化智联历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,279	13,425	8,119	9,403	10,567
现金	4,584	5,448	1,422	1,606	1,793
应收账款	1,598	1,650	1,417	1,666	1,878
其他应收账款	300.80	726.40	623.85	733.45	827.12
预付账款	1,133	846.70	682.68	780.39	874.87
存货	1,279	2,087	1,683	1,923	2,156
其他流动资产	2,383	2,668	2,292	2,694	3,038
非流动资产	12,800	16,504	19,521	21,850	23,888
长期投资	356.86	398.64	398.64	398.64	398.64
固定资产投资	1,671	1,630	1,649	1,666	1,681
无形资产	1,080	1,051	1,009	968.73	929.98
其他非流动资产	9,693	13,424	16,464	18,816	20,878
资产总计	24,079	29,930	27,641	31,252	34,455
流动负债	7,310	11,697	7,988	9,528	10,789
短期借款	1,692	4,106	2,694	3,849	4,739
应付账款	1,936	2,287	1,844	2,108	2,363
其他流动负债	3,681	5,304	3,451	3,571	3,688
非流动负债	4,264	4,759	4,759	4,759	4,759
长期借款	1,765	1,002	1,002	1,002	1,002
其他非流动负债	2,499	3,757	3,757	3,757	3,757
负债合计	11,574	16,457	12,748	14,288	15,549
少数股东权益	1,069	1,311	1,486	1,756	2,047
股本	3,258	3,258	3,258	3,258	3,258
资本公积	6,013	6,078	6,078	6,078	6,078
留存公积	2,166	2,825	4,071	5,873	7,523
归属母公司股东权益	11,436	12,162	13,407	15,209	16,859
负债和股东权益	24,079	29,930	27,641	31,252	34,455

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,052)	465.60	2,779	2,549	2,930
净利润	469.40	818.99	1,571	2,430	2,622
折旧摊销	259.74	363.08	283.01	271.45	262.11
财务费用	155.83	433.10	440.71	412.34	480.21
投资损失	(21.49)	(11.04)	(325.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(1,953)	(1,258)	634.71	(714.82)	(605.77)
其他经营现金	38.29	119.19	174.59	270.03	291.35
投资活动现金	(3,009)	(3,800)	(2,975)	(2,480)	(2,180)
资本支出	3,263	3,564	3,200	2,500	2,200
长期投资	37.57	46.11	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	291.66	(189.33)	225.00	20.00	20.00
筹资活动现金	3,028	3,616	(3,830)	114.88	(562.88)
短期借款	623.95	2,809	(1,413)	1,156	889.43
长期借款	(3,009)	(3,800)	(2,975)	(2,480)	(2,180)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	57.15	65.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,356	4,541	557.38	1,439	727.70
现金净增加额	(1,032)	281.65	(4,026)	184.11	187.20

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,280	20,264	17,403	20,460	23,073
营业成本	17,170	17,729	14,295	16,340	18,319
营业税金及附加	95.20	108.31	113.12	132.99	149.98
营业费用	846.05	862.27	838.03	884.17	933.11
管理费用	1,049	1,196	1,263	1,388	1,521
财务费用	94.09	432.05	440.71	412.34	480.21
资产减值损失	76.02	110.12	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	105.84	91.07	100.00	100.00	100.00
投资净收益	22.14	10.72	225.00	20.00	20.00
营业利润	827.93	1,284	2,220	3,413	3,679
营业外收入	41.50	4.56	4.56	4.56	4.56
营业外支出	9.81	42.15	42.15	42.15	42.15
利润总额	859.63	1,246	2,182	3,375	3,642
所得税	319.95	347.52	436.46	675.07	728.38
净利润	539.67	898.80	1,746	2,700	2,914
少数股东损益	70.27	79.82	174.59	270.03	291.35
归属母公司净利润	469.40	818.99	1,571	2,430	2,622
EBITDA	1,067	1,899	2,944	4,097	4,422
EPS (元, 基本)	0.14	0.25	0.48	0.75	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	135.67	5.10	(14.12)	17.57	12.77
营业利润	(678.15)	55.07	72.90	53.74	7.81
归属母公司净利润	(19.21)	74.47	91.86	54.67	7.90
获利能力 (%)					
毛利率	10.94	12.51	17.86	20.14	20.61
净利率	2.43	4.04	9.03	11.88	11.36
ROE	4.10	6.73	11.72	15.98	15.55
ROIC	3.16	5.94	11.45	14.03	13.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.07	54.98	46.12	45.72	45.13
净负债比率 (%)	17.78	22.58	13.37	15.52	16.66
流动比率	1.54	1.15	1.02	0.99	0.98
速动比率	1.37	0.97	0.81	0.79	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.68	0.63	0.65	0.67
应收账款周转率	7.62	6.99	6.49	7.60	7.45
应付账款周转率	9.06	7.13	6.47	7.73	7.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.25	0.48	0.75	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.32)	0.14	0.85	0.78	0.90
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.73	4.12	4.67	5.17
估值比率					
PE (倍)	47.96	27.49	14.33	9.26	8.59
PB (倍)	1.97	1.85	1.68	1.48	1.34
EV_EBITDA (倍)	31.72	17.82	11.50	8.26	7.65

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com