

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

收缩整合优化, 公路港进入收获期

报告摘要:

“化工+物流”双驱动, 公司盈利能力提升。公司最初以化工业务起家, 后逐步拓展至物流业务, 是国内“公路港”首创者, 上市至今形成“化工+物流”双业务驱动。化工业务作为公司传统业务, 在化工细分市场占据优势地位, 且该业务受宏观经济影响较小, 客户对价格不敏感, 能够稳定贡献1亿多的利润。物流业务以“公路港”为底盘, 向“仓运配一体化”为核心的智能物流服务发展, 自2017年起大力拓展供应链业务, 并不断优化客户结构, 盈利能力逐步提升。

前期投入公路港, 2020年有望进入集中收获期。我们理解公路港是物流园区的进化版, 其本质是发挥集群效应, 实现物流资源的优化配置与高效共享, 根基是物流土地资源, 在此基础上发展出各项配套与增值服务。从盈利特点来看, 单个公路港往往需经历1-2年左右的招商入园及补贴优惠的过渡期, 随着出租率及坪效提升, 一般在第三年会进入盈利周期。从公路港运营进度来看, 其中2017年是公司的集中拓展期, 在运营和试运营公路港数量达65个, 较2016年增加39个。目前公司公路港出租率达86.5%, 全网入驻公路港物流企业数已达12048家, 前期进行大量资本开支的公路港2020年有望进入集中收获期。

深度与广度并进, 强化单港盈利能力并扩大网络布局。公司无论是从公路港运营经验还是与政府谈判方面均有很深的积累和优势, 已在全国获取土地权证面积1170万平方米, 储备签约项目达160个, 具备持续拓展能力。此外, 从公路港深度与广度来看, 深度: 单港服务配套结构变化(存量及增量公路港仓储面积增加, 促进公司供应链业务发展)以及智能化升级, 将助力单港盈利能力的提升。广度: 公司全国公路港网络布局继续推进, 将带动多港联动下的网络化能力及覆盖能力提升。

投资建议: 预计公司2020-2022年EPS分别为0.67元、0.70元、0.71元, 对应PE分别8.53x、8.09x、8.08x, 维持“买入”评级。

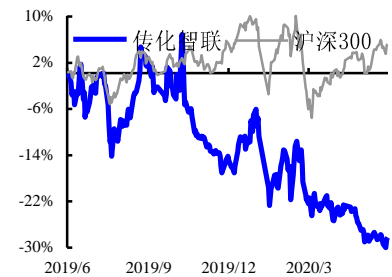
风险提示: 政府补贴下滑、公路港建设不及预期、供应链业务拓展不及预期、宏观经济下滑导致公路港盈利能力下降, 非经常性损益不确定性风险

股票数据

2020/6/17

6个月目标价(元)	6.80
收盘价(元)	5.70
12个月股价区间(元)	5.53~8.50
总市值(百万元)	18,570
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)	12

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-8%	-28%
相对收益	-6%	-17%	-38%

相关报告

- 《传化智联(002010): 公路港经营恢复正常水平, 稳步推进供应链业务发展》 20200501
- 《传化智联(002010.SZ): 公路港经营稳健, 供应链业务加速布局》 20200429
- 《传化智联(002010.SZ): 供应链收缩, 引资凸显公司长期价值》 20191029
- 《传化智联(002010): 公路港提质增效, 盈利能力持续提升》 20190903

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550115110002

(021)20363212 quyz@nesc.cn

研究助理: 王哲宇

执业证书编号: S0550119100015

(021)20361258 wangzheyu@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,264	20,280	20,133	24,930	28,037
(+/-)%	5.10%	0.08%	-0.72%	23.83%	12.46%
归属母公司净利润	819	1,602	2,177	2,296	2,300
(+/-)%	74.47%	95.63%	35.90%	5.43%	0.17%
每股收益(元)	0.25	0.49	0.67	0.70	0.71
市盈率	25.86	14.19	8.53	8.09	8.08
市净率	1.74	1.55	1.09	0.94	0.83
净资产收益率(%)	6.73%	10.95%	12.72%	11.64%	10.30%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	3,258	3,258	3,258	3,258	3,258

目录

1.	“公路港”首创者，业绩由量转质	4
1.1.	化工起家，首创“公路港”运营模式	4
1.2.	徐氏家族控股，公司股权集中	5
1.3.	业绩由量转质，盈利能力显著回升	6
1.3.1.	化工业务成熟稳定，为公司贡献稳定利润	6
1.3.2.	物流业务由量转质，盈利能力提升	8
2.	园区业务为核，拓展增值业务提升盈利能力	10
2.1.	物流园区价值及盈利分析	10
2.2.	公司公路港转向“货”为中心，收入结构逐步转变	13
2.3.	公路港差异大，但盈利爬坡期相似	17
2.3.1.	成都传化公路港：传统老港，不断升级	19
2.3.2.	泉州传化公路港：最符合公路港成长模型	21
3.	2020年，前期投资公路港进入集中收获期	23
4.	深度与广度并进，强化单港盈利能力并扩大网络布局	25
5.	盈利预测&风险提示	27
5.1.	盈利预测	27
5.2.	风险提示	29

图表目录

图 1:	上市主体重要发展节点	4
图 2:	成都传化公路港全景图	4
图 3:	2019年传化各业务营收占比	5
图 4:	传化智联股权结构	6
图 5:	2019公司业务营业收入构成	6
图 6:	公司历年化子工业业务占营业收入比例	7
图 7:	公司化工子业务毛利率较为稳定(单位: %)	7
图 8:	公司历年化工工业业务营业收入变化	8
图 9:	公司物流业务各分项占比情况	9
图 10:	公司供应链收入变化(亿元)	9
图 11:	公司供应链业务毛利率变化	9
图 12:	长沙传化公路港	10
图 13:	物流园区入驻企业类别	11
图 14:	我国公路货运量增速下滑	12
图 15:	全国物流园区主要收入来源调查情况	12
图 16:	物流园区盈利模式及来源	13

图 17: 2017 年开始公司供应链业务快速增长.....	14
图 18: 2019 年公司物流分项业务对物流业务收入及毛利贡献.....	15
图 19: 2019 年公司物流业务营业收入占比.....	15
图 20: 2019 年公司物流业务毛利占比.....	15
图 21: 公司物流业务分析框架.....	16
图 22: 传化成都公路港基本布局.....	16
图 23: 南充公路港布局图.....	16
图 24: 公司物流业务业绩相关性指标.....	17
图 25: 公路港成长六阶段.....	19
图 26: 成都传化公路港布局图.....	19
图 27: 成都传化公路港平台企业营业额.....	20
图 28: 传化成都公路港营业收入变化.....	20
图 29: 传化成都公路港净利润变化.....	20
图 30: 成都传化公路港各项业务收入 (亿元).....	21
图 31: 泉州传化公路港布局.....	21
图 32: 泉州传化公路港平台营业额快速增长.....	22
图 33: 泉州传化公路港车流量变化.....	22
图 34: 泉州传化公路港营业收入变化.....	22
图 35: 泉州传化公路港营业利润变化.....	22
图 36: 泉州传化公路港坪效变化 (元/平方米).....	22
图 37: 公司历年在运营及试运营公路港数量.....	23
图 38: 公司历年资本开支情况 (亿元).....	24
图 39: 公司物业整体出租率 (%).....	24
图 40: 公司全网入驻公路港物流企业数 (家).....	24
图 41: 公司支付流量及增速 (亿元).....	25
图 42: 公司研发支出及增速.....	26
图 43: “三纵三横”交通大道示意图.....	26
图 44: 假设公司各功能区占建筑面积比例.....	27
表 1: 传化智联公司的历史沿革.....	4
表 2: 杭州美高华颐财务数据.....	8
表 3: 拓纳化学财务数据.....	8
表 4: 传化公路港盈利模式演变.....	13
表 5: 公司加油站及数量.....	17
表 6: 截止 2019 年公司运营公路港及布局.....	17
表 7: 公司公路港类别及特点.....	18
表 8: 公司代表性公路港及经营数据.....	18
表 9: 2019 年公司运营公路港及布局.....	23
表 10: 公司公路港面积假设.....	27
表 11: 公司公路港出租率以及各配套坪效假设.....	28

1. “公路港”首创者，业绩由量转质

1.1. 化工起家，首创“公路港”运营模式

历经数十年发展，形成“化工+物流”双驱动。传化集团创立于1986年，最初从事于化工行业，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。由于配套物流需求，因此组建“传化车队”服务于集团内部。1997年，传化集团将“传化车队”改组成为“杭州传化储运有限公司”，开始探索物流行业发展机会。公司物流业务快速发展，到1998年已成为年运输经营额达到5000万元的专业储运公司，并于1999年开始着手物流平台建设。2004年，传化股份（公司化工业务主体）在深交所上市，2015年传化股份以200亿元收购传化物流，募集45亿元用于公路港和平台建设，并于2016年将上市公司更名为“传化智联”。公司由单一化工业务转向“化工+物流”双主业驱动。传化智联是国内首创物流公路港模式的企业，纵观上市公司发展历史，经历几个关键时点，由物流业务的萌芽期到后期化工业务上市，到物流主体并入上市公司，再到物流盈利模式探索转变。

图 1: 上市主体重要发展节点

1986年	传化集团成立。
1997年	“传化车队”改组成为“杭州传化储运有限公司”。
2005年	传化股份上市（化工主体）。
2015年	200亿元收购传化物流。
2017年	物流业务盈利模式由运力端转向货源端。

数据来源：公司公告，东北证券

图 2: 成都传化公路港全景图



数据来源：公司公告，东北证券

表 1: 传化智联公司的历史沿革

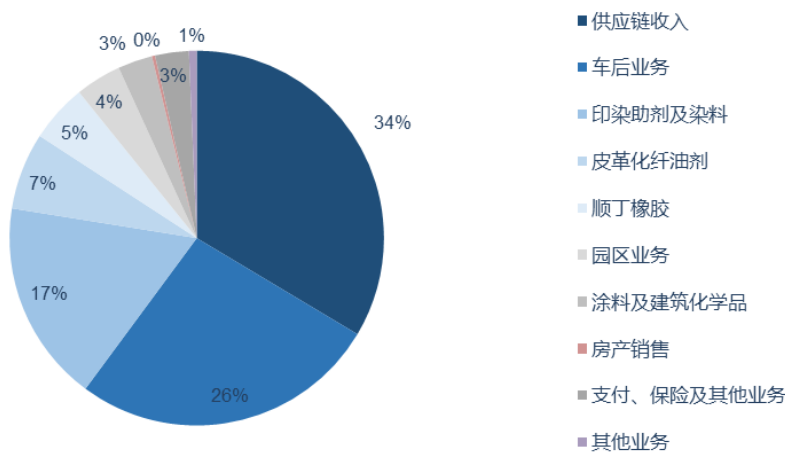
时间	事件
1986年	创办生产液体皂的简陋家庭小作坊——萧山宁围宁新合作净洗剂厂。
1992年	企业更名为“杭州传化化学制品有限公司”，开始了在纺织化学品领域的全面开拓。
1996年	与日本大金公司合作签约，迈出了国际合作的第一步。
1996年	召开质量管理现场会，一次性销毁了价值38万元的不合格产品。
1997年	集团将“传化车队”改组为“杭州传化储运有限公司”，开始了在物流领域的探索。
1999年	传化办公自动化系统（TFOA）全面启用，传化的信息化工作再上台阶。
2000年	传化确定了“公路港”物流发展模式。
2000年	企业更名为“萧山市宁围助剂厂”，产品延伸到液体皂、净洗剂、磺酸钠。
2004年	“传化股份”（002010）在深交所上市交易，成为国内同行业中的首家上市公司。
2005年	传化控股新安化工（600596），传化化工进入有机硅和农用化学品领域。
2007年	苏州传化物流基地奠基，开始了“公路港”物流模式在全国的连锁复制。
2008年	传化股份成功并购广东富联精细化工。
2009年	成都传化物流基地开业，“公路港”模式在西南地区成功落地。
2010年	苏州传化物流基地开业，实现了物流“公路港”模式的花开三地。
2012年	传化化工先后签约年产十万吨丁二烯项目以及嘉兴平湖独山港区产业基地。

2012年	传化公路港先后签约青岛、盘锦、天津等六个城市，全国网络化布局步伐加快。
2014年	传化探索出“物流+互联网+金融”的发展模式。
2015年	传化公路港实体平台在全国80多个城市落实，线上全网产品全面落实。
2016年	“传化股份”正式更名“传化智联”。
2017年	传化在全国完成铺设65个开展业务公路港，并展开供应链业务探索。

数据来源：东北证券

物流业务盈利模式切换，由运力资源端转向货源端。传化物流最初主业为公路港投资运营及配套服务和“O2O 物流网络平台服务”两大类业务。但由于在车货信息匹配的 O2O 运营模式中，货车司机与货主在对接完成后往往会跨过平台进行直接交易，盈利能力较难，因此公司逐步将该盈利模式转向以仓运配一体化为核心的智能物流服务发展。2017年底开始，公司打通供应链各环节，为供应链上的各主体提供端到端的智能物流服务。目前，公司物流核心业务主要包括公路港城市物流中心业务、物流业务及配套支付与金融服务等，形成“物流+互联网+金融”的商业模式。

图 3: 2019 年传化各业务营收占比

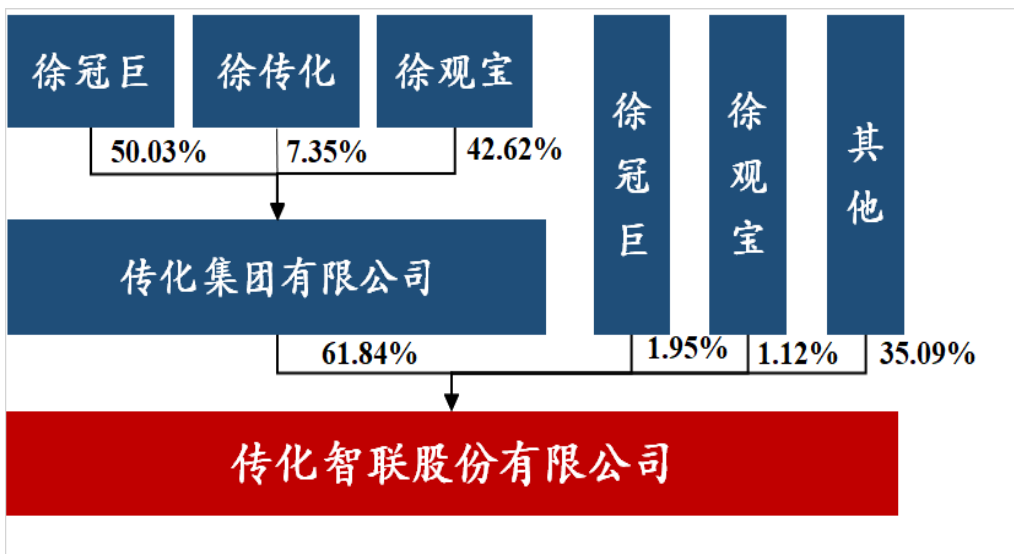


数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 徐氏家族控股，公司股权集中

公司实际控制人为徐传化，徐观宝，徐冠巨父子三人，合计持有公司近 65% 股份，股权集中。2004 年传化股份在深交所上市，在 2015 年的重组收购后，传化集团拥有上市公司 61.84% 的股份，而徐传化，徐冠巨，徐观宝三人共同持有传化集团全部股份，因此，徐氏三人为公司实际控制人，合计直接或间接持有上市公司 64.91% 的股份，控股权长期稳定。

图 4: 传化智联股权结构

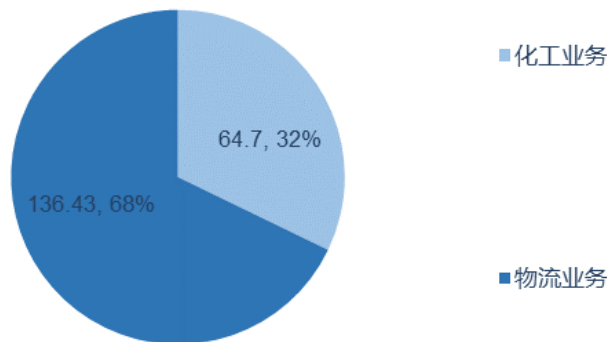


数据来源：公司公告，东北证券

1.3. 业绩由量转质，盈利能力显著回升

公司业务拆分为两块来观察，一部分是以成长性为代表的物流业务，另一部分是能够贡献稳定盈利的化工业务。根据 2019 年营收数据来看，其中物流业务占据公司 68% 营收比例，化工业务占据 32% 的营收份额。

图 5: 2019 公司业务营业收入构成



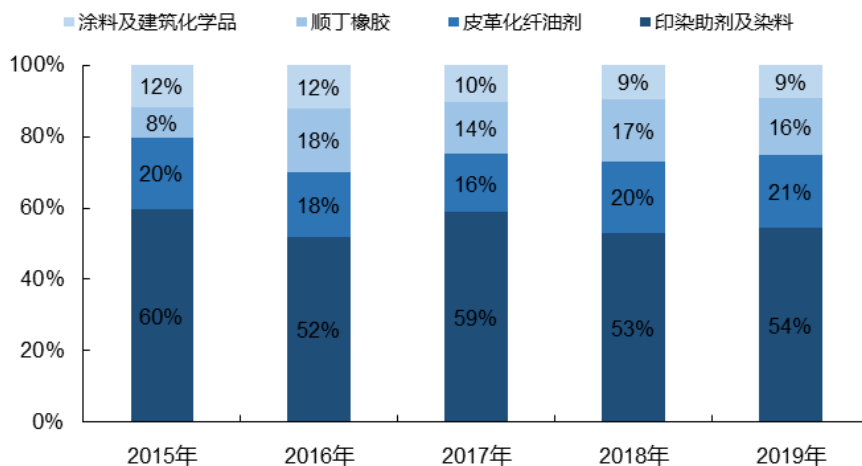
数据来源：公司公告，东北证券

1.3.1. 化工业务成熟稳定，为公司贡献稳定利润

传化化工是 DTY 系列油剂市场龙头。传化从上世纪 90 年代创立之初，长期研究开发化工领域，到目前为止已积累多项专利、优质高效的产业线、稳定的客户，现已拥有全球性生产和供应网络。传化化学品与全球 3000 多家客户保持稳定的合作关系，与 106 家行业标杆企业保持多年战略合作关系。其中公司的主要产品 DTY 油剂是化纤生产制造过程中一种十分重要的助剂，不仅打破国外产品垄断的局面，实现了 DTY 系列油剂的国产化，更是一步步成为全球产销冠军，近三年年销量均占国内市场 40% 以上，全球市场 30% 以上。

印染助剂及涂料占据化工业务营业收入比例达 50% 以上。从产品层面，公司目前经营纺织化学品、功能化学品、石油化工三大类产品，具体经营产品有印染助剂及染料、皮革化纤油剂、顺丁橡胶、涂料及建筑化学品等产品。其中印染助剂及涂料占据化工业务营业收入比例达 50% 以上。

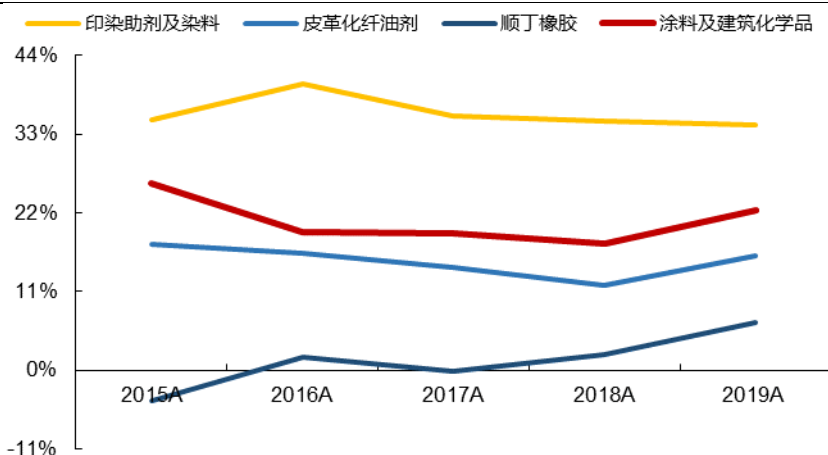
图 6: 公司历年化工子业务占营业收入比例



数据来源: 公司公告, 东北证券

公司化工业务受宏观经济影响较小，具备稳定的盈利能力。对于功能化学品市场来说，此市场进入壁垒较高，应用与服务客户要求较高，客户一般对价格不敏感，因此，公司化工业务各产品毛利率均保持较为稳定的水平。对比公司四大产品系列，历年毛利率均波动较小。

图 7: 公司化工子业务毛利率较为稳定 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 东北证券

化工业务盈利稳定，能够为公司贡献 1 亿多利润。2016 年和 2017 年公司分别以现金收购荷兰拓纳化学和杭州美高华颐，并于 2017 年并表，公司营业收入实现增长。我们推测化工业务作为公司传统业务，能够为公司稳定贡献 1 亿多利润。

表 2: 杭州美高华颐财务数据

杭州美高华颐	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入 (万元)	11723.98	13033.98	15256.19	18485.77	24457.00
营业成本 (万元)	5766.55	5746.32	6541.12		
利润总额 (万元)	2619.56	4832.97	5614.41		
净利润 (万元)	2236.31	4123.30	4810.68	4768.12	5270.66

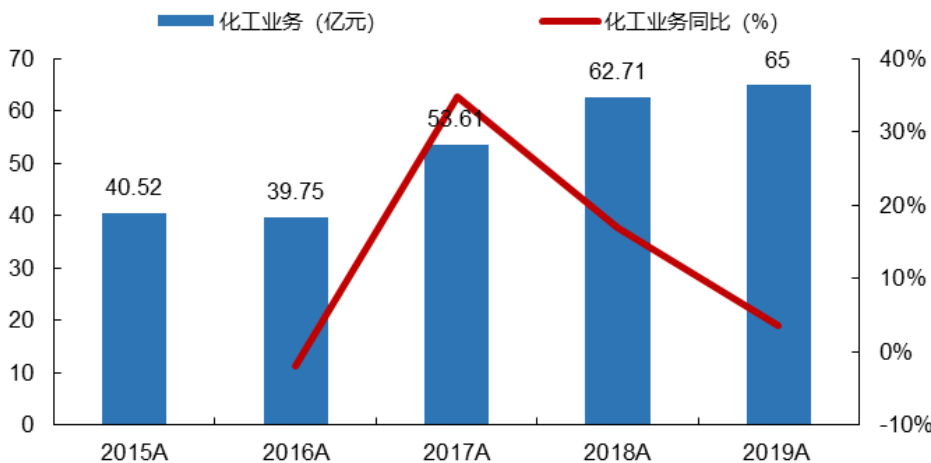
数据来源: 公司公告, 东北证券

表 3: 拓纳化学财务数据

荷兰拓纳 (百万欧元)	2015A	2016H1
营业收入	96.50	50.17
营业利润	9.40	6.30
净利润	7.20	5.10

数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 公司历年化工业务营业收入变化

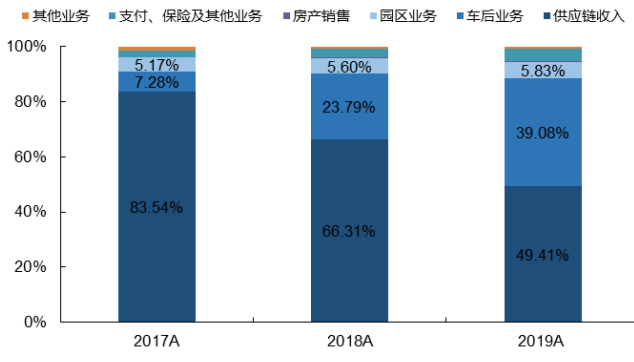


数据来源: 公司公告, 东北证券

1.3.2. 物流业务由量转质, 盈利能力提升

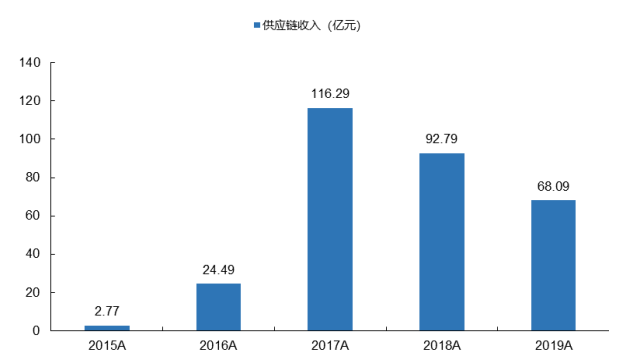
2017 年底开始切入供应链领域, 规模快速增长。从 2017 年底开始, 传化物流围绕“持续帮助企业供应链降本增效”的使命, 致力于通过建设全国化的公路港城市物流中心基础设施网络, 融合物流及相关业务, 打通供应链各环节, 为供应链上的各主体提供端到端的智能物流服务。公司在 2018 年全面拓展供应链业务, 各业务单位均基于当地优势行业为货主企业提供集中采购、运输总分包、供应链金融等服务。从公司物流收入结构来看, 2016 年公司供应链收入仅为 24.49 亿元, 随后该业务营业收入快速增长。近三年, 公司供应链业务占据物流总收入比例达 50% 以上, 是主要收入来源。

图 9: 公司物流业务各分项占比情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

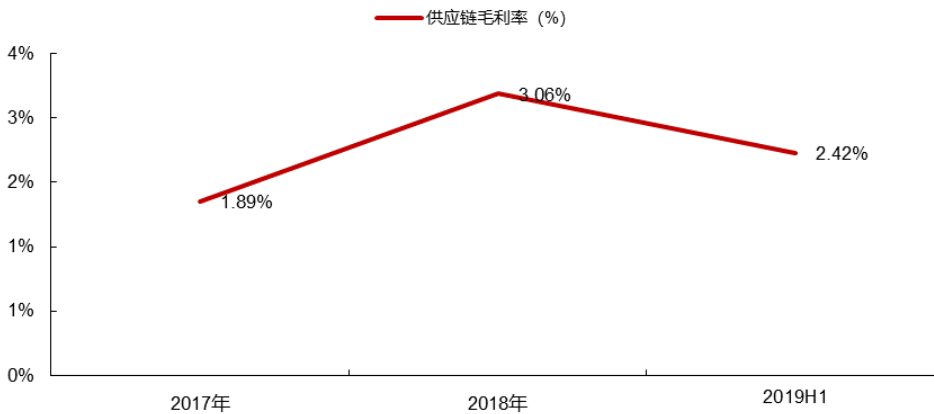
图 10: 公司供应链收入变化 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

调整供应链策略, 由量转质, 提升盈利能力。由于公司初期经营供应链经验不足, 在客户选择及运营效率方面均面临较大挑战, 2017 年供应链业务毛利率仅为 1.89%。2018 年第四季度以来, 公司供应链业务策略从全面拓展逐渐向聚焦优势行业和区域调整, 减少毛利较低、运营资金要求较高的商贸集采等业务, 行业重点聚焦在煤炭、化工、有色金属、塑料等方面, 业务与服务重点聚焦在仓配运、智能物流解决方案等。通过调整, 2019 年上半年供应链业务营业收入同比下降 46.55%, 同时占用的营运资金规模同比下降 5.82 亿元, 业务毛利率同比上升 0.38%, 达 2.42%。2019 年公司供应链业务毛利率为 2.06%。

图 11: 公司供应链业务毛利率变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

2. 园区业务为核，拓展增值业务提升盈利能力

2.1. 物流园区价值及盈利分析

对于传化公路港，我们的理解是公路枢纽型物流园区的进化版。公路运输主枢纽型物流园区将社会上大量零散货运资源通过物流园区进行整合，物流公司在此园区进行多种物流作业，包括运输、仓储、包装、装卸、配送等多项任务，并将小批量货物汇集成大批量，形成规模效应，是物流聚集的产物。其本质是发挥集群效应，实现物流资源的优化配置与高效共享，根基是物流土地资源，在此基础上发展出各项配套与增值服务。物流园区依托规模化的物流设施设备，对物流活动进行综合处理，从而达到降低物流运营成本、提高物流运作效率和水平的基本目的，是具有产业发展性质的经济功能区。

图 12: 长沙传化公路港

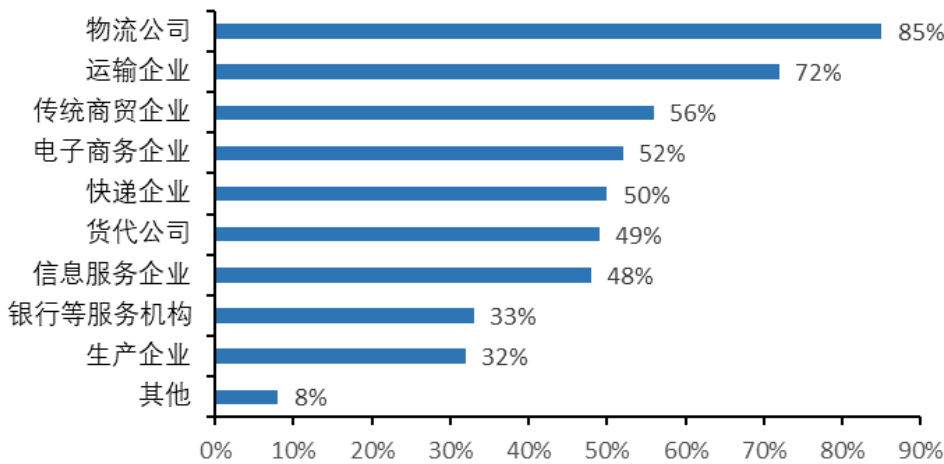


数据来源：公司公告，东北证券

对于公路港的价值我们从四个层面来进行理解：

- **社会配套层面：**产业集聚下，提升资源利用率以及当地产业竞争优势。**效率端：**中国物流市场“散小乱”状况突出，造成行业整体物流成本居高不下，而物流园区的建设能够促进物流行业资源整合。以中国物流与采购联合会统计的物流园区入驻企业类别来看，除传统物流企业、运输公司等运力端外，传统商贸企业以及电商企业等货源端企业也是入驻企业的重要组成部分。物流园区将碎片化的资源和供应链环节集聚在一起，提高整体供应链系统作业能力，提高效率，降低成本。**经济端：**依托物流园区，招商大批企业入驻，一方面提供大量优质稳定的就业岗位，另一方面也为地方政府创造税收。因此政府对于公路港往往会给到运营企业政府补助，予以支持。

图 13: 物流园区入驻企业类别

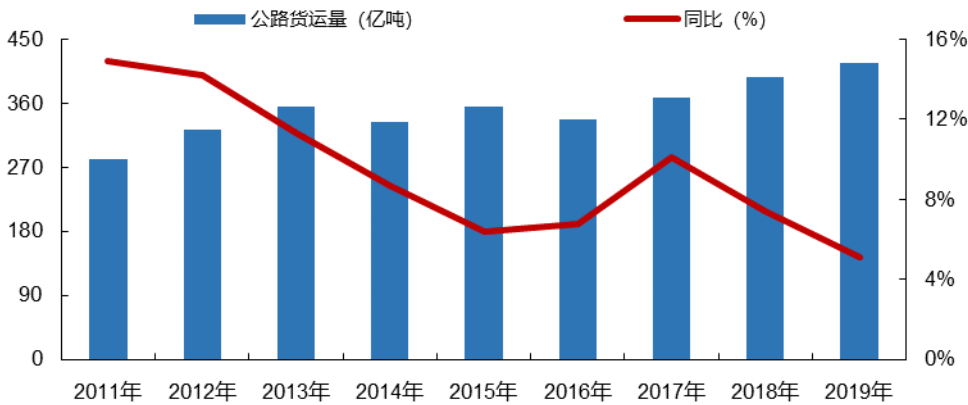


数据来源: 中国物流与采购联合会, 东北证券

百分比含义: 包含该类企业的物流园区占比

- 货主企业层面: 减少信息不对称, 让货源与运力高效匹配。** **运输端:** 对于中小型制造业, 由于货物的低频次和小批量, 一般不会配套自有的物流运输系统和仓储系统, 因此会与社会上的运力资源或三方物流进行合作, 但公路物流服务供给与需求的信息对接困难、货源组织难度大, 导致物流行业空驶率高、货物配载不合理、货运集散点布局分散、市场信用缺失等, 给上游货主企业造成较大困扰。物流园区本身集聚了大量的运力资源, 能够为货主企业尤其是中小型货主企业提供充足的运力资源, 保障公司物流配套。 **仓储端:** 此外, 仓储资源也是货主企业面临的一大难题, 根据头等舱统计数据, 目前中国的仓储设施平均租金涨幅达到 4%-5%, 在一些物流发展较好的城市甚至达到了 6% 左右。租金涨幅大仅是面临的一个问题, 然而“一库难求”现象对货主企业构成更大限制。2019 年, 长江三角洲地区土地出让持续收紧政策, 主要城市的经营性仓储一手用地供应量均为近几年以来最少。由于城市发展规划发展要求以及仓储用地的低税收产出等原因, 2015 年以来长三角地区主要城市经营性仓储用地的政府招拍挂供应量呈逐年递减的趋势。而公路港配套的仓储和运力资源一定程度上解决了物流行业信息散乱、不对称的痛点, 让货源和运力资源高效匹配, 帮助货源和货主双方降低成本, 提升盈利能力。
- 物流公司层面: 为物流企业提供完备的配套服务, 园区的集聚效应扩大货物来源。** 物流园区不仅为物流企业提供稳定的经营场所, 而且成熟的物流园区具备丰富的基础配套设施, 能够为入驻企业提供办公场地、餐饮、物业、停车、住宿、工商、税务等基础配套服务, 部分物流园区延伸服务链条, 能够为入驻企业提供物流咨询、物流金融、商品展示、设施租赁、保险代理等增值服务。此外, 物流园区能够对周边辐射范围形成一定的货物集聚效应, 稳定且规范的物流园区能够使周边产业将货物统一发送至公路港, 从而吸引货源集中, 提升物流园区内物流企业业务量。近年我国公路货运量增速下滑明显, 公路港能够在一定程度上为港内物流企业业务量提供保障。

图 14: 我国公路货运量增速下滑

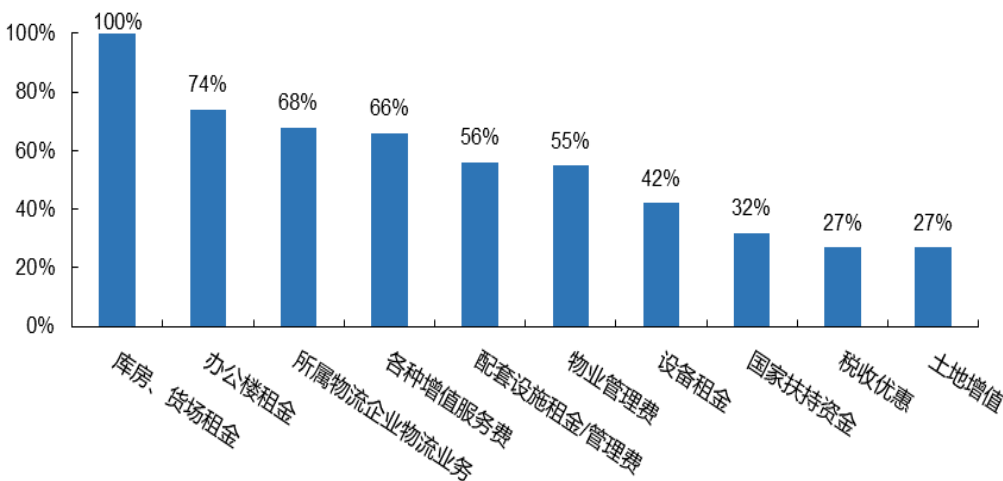


数据来源：国家统计局，东北证券

- **运输司机层面：**截至 2018 年底，我国货运从业者约 2030.8 万人，其中货车司机 1776.7 万人。这一行业属于典型的传统劳动密集型服务行业，全国从事道路货物运输的个体经营业户约占 91.5%。行业从业者每天累计工作时长（含车上等待时间）多为 12 小时以上，“喝口热水、吃口热饭、洗个热水澡、睡个安稳觉”的基本诉求有待实现。物流园区通过布置“司机之家”为司机群体提供经济实惠的餐饮服务、独立安静的休息设施、安全规范的停车区域、方便快捷的淋浴洗衣服务，以及安全驾驶、党建文化、权益保障等相关知识宣传，有效改善货车司机的工作休息环境和条件。根据 2019 年 7 月公布的全国 76 个“司机之家”建设试点项目名单，传化占据 11 个。

物流园区的盈利：基于以上对物流园区的价值认识，从物流园区的实际运营角度来看，物流园区服务的对象大致可分为制造业企业（货主企业）、物流公司（主要为专线和零担企业）以及货车司机，基于此三者展开业务经营。从物流园区盈利来源来看，主要有三大块，分别是自有土地增值、出租与租赁以及增值服务等，通过对比物流园区收入的主要来源，可对物流园区成熟度做出一定判定。

图 15: 全国物流园区主要收入来源调查情况

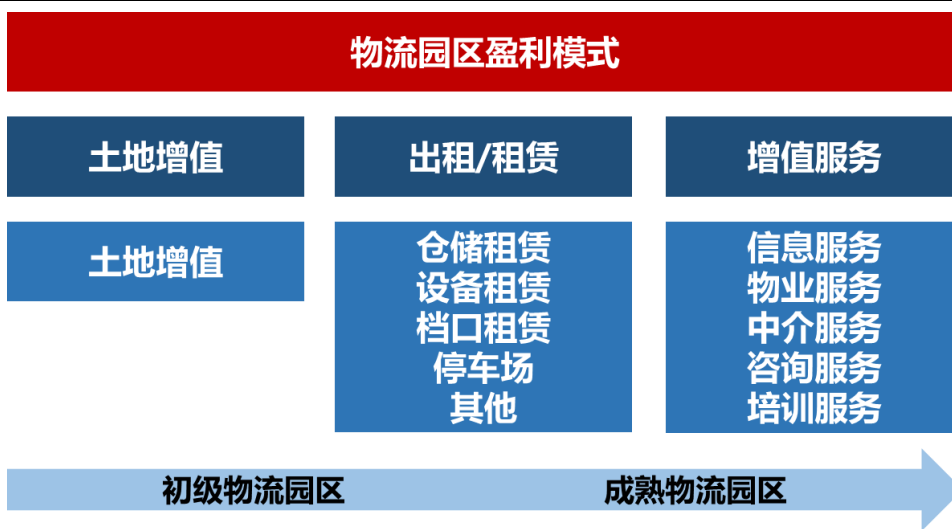


数据来源：中国物流与采购联合会，东北证券

百分比含义：包含该类收入的园区占比

- **土地租赁：**土地增值方面主要是由运营期初从政府手中以低价购得土地，随着初期建设完成及园区运营，地价有一定的升值空间。
- **出租/租赁：**通过出租物流园区内档口、仓库、停车场等，围绕货主企业、物流企业为核心，收取固定租金等。根据 2018 年中国物流与采购联合会调查国内物流园区收入结构来看，目前库房/货场租金、办公楼租金仍然是目前物流园区的主要收入来源，排在前两位，国内大部分物流业园区仍处于较为初级的盈利模式。
- **增值服务：**第三种是围绕物流园区内货主企业、物流企业、货车司机等提供车后服务、信息服务、金融服务等，实现多业态创收。随着物流园区配套设施升级，园区商业模式更为丰富，在摆脱单一“收租”经营模式后，不断成熟。在一定程度上，我们可以通过判断物流园区收入构成和占比情况判断物流园区经营成熟度。

图 16: 物流园区盈利模式及来源



数据来源：智运联盟，东北证券

2.2. 公司公路港转向“货”为中心，收入结构逐步转变

公司作为国内公路港开创者，从开创之初至今经历不断探索，跨过多个发展阶段。我们理解为四个阶段，分别是：单港运营阶段、全国网络化布局阶段、O2O 全面布局阶段、仓运配一体化为核心的智能物流服务阶段。

表 4: 传化公路港盈利模式演变

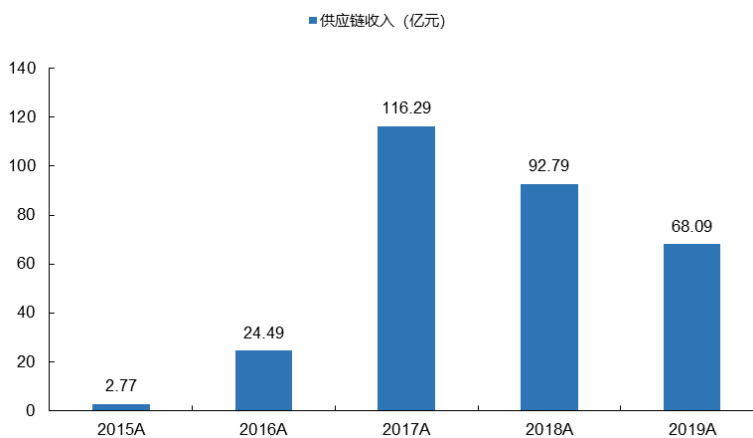
时间	事件
1997 年	储运公司成立。
1998 年	提供 3PL 服务。
2000 年	确定平台商业模式。
2003 年	杭州公路港投入运营。
2005 年	启动全国网络化布局。
2009 年	成都公路港投入运营。
2010 年	苏州公路港投入运营。

2011年	启动富阳公路港，大杭州枢纽港项目。
2013年	全面启动 O2O 全网布局。
2014年	传化公路港在全国 68 个城市落地，互联网产品全面上市。
2015年	传化物流成功纳入传化股份上市平台，“物流+互联网+金融”格局形成。
2017年	转换为以货为核心的仓干配一体化模式。

数据来源：公司公告，东北证券

- **第一阶段：针对物流供需两端撮合及增值服务的单港运营阶段。**2000年，公司首创公路港的商业模式，重点打造信息交互平台，着手于针对物流需求端和供给端的撮合交易，实现生产企业和物流企业在集中场所完成企业管理、双方信息传递。公司作为中间的主要撮合商，既集合了物流公司的运力信息，又可以持续获得制造业企业的需求信息，进而满足企业整车、零担，干线、配送等多方面的各类服务需求。
- **第二阶段：开展全国网络化布局。**2009年，第二家传化物流公路港落户成都。一方面，成都公路港运营模式复制杭州运营模式，另一方面公路港开启全国网络化布局，由单港运营模式向多港协同迈进，开始公路港的连锁经营。
- **第三阶段：2013年，全面启动 O2O 全面布局。**2014年，公司在“公路港全国网”的基础上，相继建设成智能信息系统、物流服务系统、支付金融系统，探索出“物流+互联网+金融”的发展模式。2015年，传化物流主要业务板块为公路港投资运营及配套服务和“O2O 物流网络平台服务”两大类业务。
- **现阶段：仓运配一体化为核心的智能物流服务。**由于 O2O 物流网络平台服务的车货匹配模式在该阶段一方面运力端尚未养成平台抽佣习惯，往往会跨过平台直接与货主进行对接，从而导致平台作用削弱；另一方面整个行业流量竞争异常激烈，同行处于烧钱补贴状态，对经营端和利润端均造成较大压力。**2017**年底开始，公司将战略方向从物流运力资源端逐步向货源端延伸，从以车货信息匹配为主逐步向以仓运配一体化为核心的智能物流服务发展。从 2017 年开始，公司供应链业务收入增速快速增长。目前，传化物流核心业务主要包括公路港城市物流中心业务、物流业务及配套支付与金融服务等。

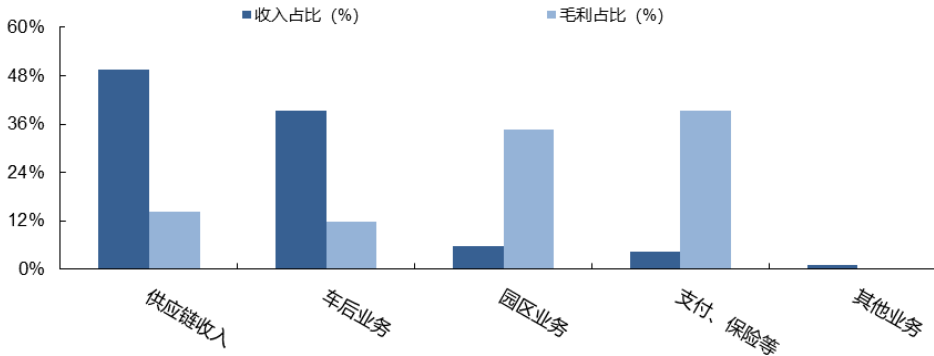
图 17：2017 年开始公司供应链业务快速增长



数据来源：公司公告，东北证券

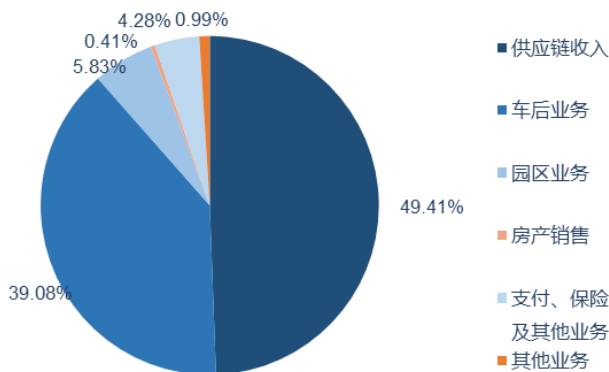
供应链与车后业务为公路港主要收入来源，园区业务与支付保险业务为主要利润来源。目前公司物流业务主要经营供应链业务、车后业务、园区业务以及支付保险业务等。从目前公司物流业务收入结构来看，公司多项业务并存，其中供应链业务、车后业务贡献营收比例达 87%，但毛利贡献合计仅为 28%。虽然园区业务与支付保险业务贡献收入仅为 28%，但毛利贡献占比达 71%。

图 18: 2019 年公司物流分项业务对物流业务收入及毛利贡献



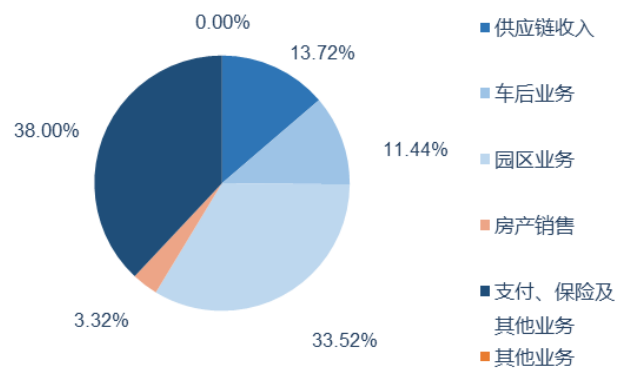
数据来源：公司公告，东北证券

图 19: 2019 年公司物流业务营业收入占比



数据来源：公司公告，东北证券

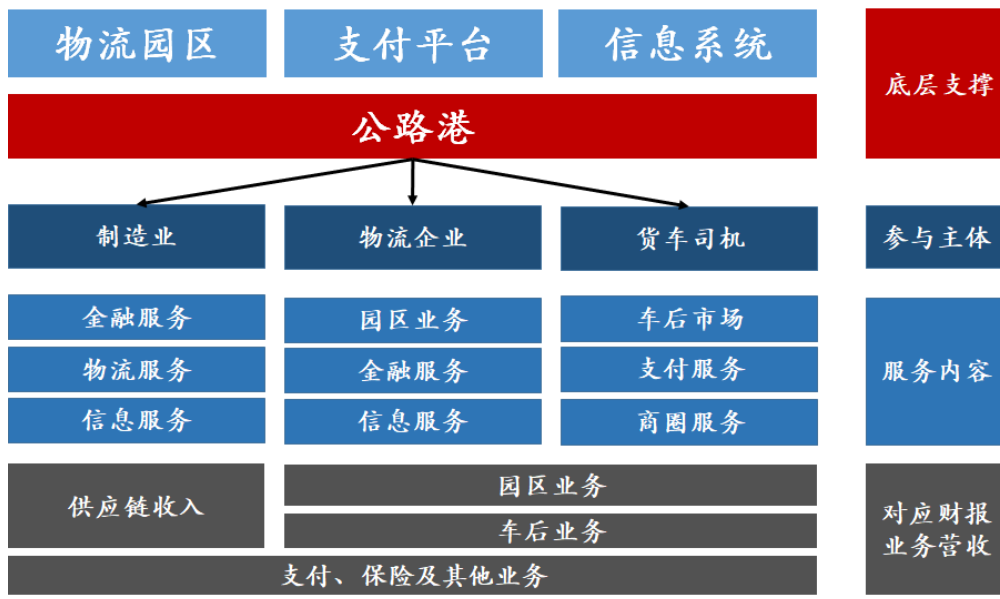
图 20: 2019 年公司物流业务毛利占比



数据来源：公司公告，东北证券

公路港业务结构与公路港功能布局存在紧密联系。虽然各个公路港在规划是根据公路港设定大小以及当地物流运行状况等进行功能区配置，但总体可区分为五大块，分别是停车场、仓储区、零担分拨区（档口）、信息交易中心以及三产服务区（餐馆，酒店等配套服务）。以公司成都公路港和南充公路港布局来看，公司公路港是集物流总部、车源中心、联运集配中心、管理服务中心、金融服务中心、加油站等为一体的立体化枢纽。围绕货主企业、物流企业以及货车司机提供物流服务、信息服务、金融服务、支付服务以及商圈服务等。下面将对公司收入，服务对象与公路港实际功能配置进行对应。

图 21: 公司物流业务分析框架



数据来源：东北证券

图 22: 传化成都公路港基本布局



数据来源：公司公告，东北证券

图 23: 南充公路港布局图



数据来源：公司公告，东北证券

- **园区业务**：该业务收入主要来自于公路港为其中物流企业和货车司机提供场地所获租金和服务费等。主要包括档口出租收入、停车场收入、信息交易中心物流企业入驻所得租金收入、园区入驻商家（餐饮、住宿等）所付租金收入，以及交易服务费收入等，毛利率较高。交易服务费收入在公路港运行初期采取一定优惠政策，但后期随着公路港运营成熟，交易服务费收入与港内交易量存在正相关关系。从坪效来看，园区内坪效比较一般为：档口>仓储>第三产业服务（餐饮、住宿等楼栋）>停车场。
- **供应链业务**：该项业务主要依托仓储进行展开，为项目制，与客户需求与具体项目有关。与公路港仓储面积存在一定相关关系。
- **车后业务**：公司车后业务主要收入及利润来源于加油站及油卡销售，该业务为通道业务，因此收入高，毛利率较低。加油站收入有赖于公司新加油站投入运营，加油站运营往往有 2 年左右爬坡期。目前，已有 17 个公路港取得加油站土地指标，较 2018 年增加 4 个；运营加油站 8 个，较 2018 年增加 4 个。油卡

销售则是公司销售给货车司机加油卡，与公司货车司机客户群体数量有关。

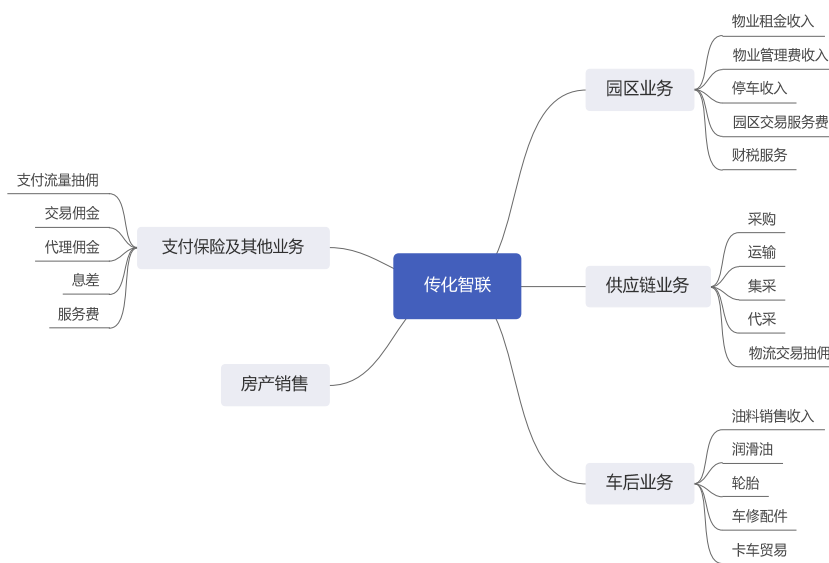
表 5: 公司加油站及数量

项目	所在省	数量
加油站运营	成都、南充、济南、淮安、淮北、贵阳、衢州、赣州	8
推进中	青岛、宿迁、六安等	10

数据来源：公司公告，东北证券

- **支付保险及其他业务：**该部分主要包括保险佣金和支付佣金，从相关性指标来看主要与支付交易流量、放款额（该部分与公司资本金投入相关）。

图 24: 公司物流业务业绩相关性指标



数据来源：东北证券

2.3. 公路港差异大，但盈利爬坡期相似

公路港配套因地制宜，差异性较大。围绕国家三纵四横交通枢纽规划，公司采取“4+11+n”（4为北上广深，11为11个国家中心城市，n为其他省会及副省会城市）布局策略，持续推进全国城市物流中心基础设施网络建设。截止2019年公司运营公路港52个，虽然公路港在功能配套上基本具有物流配套，信息金融配套以及综合服务配套“三大件”，但各个公路港是根据当地物流市场供需及周边产业特点侧重不同，难以一以概之。

表 6: 截止 2019 年公司运营公路港及布局

地域分布	已运营公路港	运营数量
浙江区域	临江、富阳、萧山汇通、宁波、台州、长兴、衢州、金华、温州	9
华东区域	苏州、无锡（洛社）、淮北、淮安、六安、上海海江、宿迁、合肥、无锡（物流中心）	9
山东区域	济南、淄博、菏泽、青岛、日照	5
华北区域	天津西青、包头、沧州、太原、沈阳路港、哈尔滨、营口、七台河、长春	9

西北区域	西安、郑州、商丘、宝鸡	4
西南区域	成都、南充、宜宾、贵阳、遵义、重庆、昆明	7
华中区域	长沙、荆门、怀化、南昌、潜江、赣州	6
华南区域	南宁、泉州、柳州	3

数据来源：公司公告，东北证券

根据公路港所处区位及建设规模，可将公司公路港划分为一类港、二类港及三类港。

- **一类港**：定位为枢纽型，处于核心城市，占地面积较大，一般规划面积在 500 亩以上，占公司总公路港数量 25% 左右，流量最强，盈利能力最佳。
- **二类港**：基地级别，主要位于二三线城市，占地面积 300-500 亩左右，是公司主要公路港类别，占据总量达 50% 左右，流量居中，总体盈利能力次于一类港。
- **三类港**：定位为节点型，居于较小的城市，面积在 150 亩左右，盈利能力较弱，占总量 25% 左右。

表 7：公司公路港类别及特点

类别	定位	所处省市	占地面积	占总量比重
一类港	枢纽型	核心城市	500 亩以上	25% 左右
二类港	基地级别	三四线城市	300-500 亩	50% 左右
三类港	节点型	小型城市	150 亩-300 亩	25% 左右

数据来源：东北证券

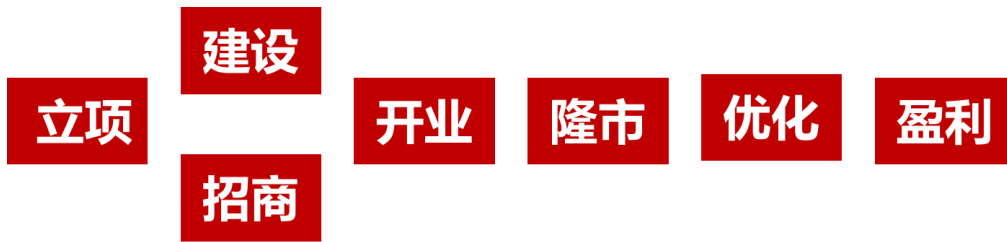
表 8：公司代表性公路港及经营数据

城市	营业时间	占地面积	2017 年平台营业额（亿元）	类别
成都公路港	2009 年	730 亩（经营占地）	47.37	一类港
苏州公路港	2011 年	500 多亩	35.6	一类港
南充公路港	2015 年	700 多亩	12.99	二类港
泉州公路港	2016 年 9 月	500 多亩（一期 260 亩）	1.8	二类港
温州公路港	2018 年 5 月	520（一期 131 亩）	—	二类港

数据来源：公司公告，东北证券

公路港盈利存在爬坡期。由于公路港建设流程包括立项、建设/招商、开业等过程，但从公路港发展阶段来看，从立项到盈利存在爬坡期。主要原因是两个：一方面在初始招商期间，为吸引物流企业入驻，吸引客户等，往往会采取租金免征或优惠政策；另一方面公路港出租率提升需要时间。根据公路港的运营周期，投产后 3 年以后，一般会进入盈利周期。但由于各个公路港情况不同，部分公路港盈利爬坡期较短，部分会略有延长。

图 25: 公路港成长六阶段



数据来源：公司公告，东北证券

2.3.1. 成都传化公路港：传统老港，不断升级

成都传化公路港在 2007 年底开工建设，2009 年 5 月 20 日，成都传化公路港正式营业，公路港坐落于成都市新都区，定位为立足成都、服务四川，辐射西部、联结全国，经营占地约 730 亩，属于一类港。项目涵盖零担快运中心、车源中心、汽修汽配中心、司机之家、配套服务区、线下加油站 6 大基础物流运营功能区。

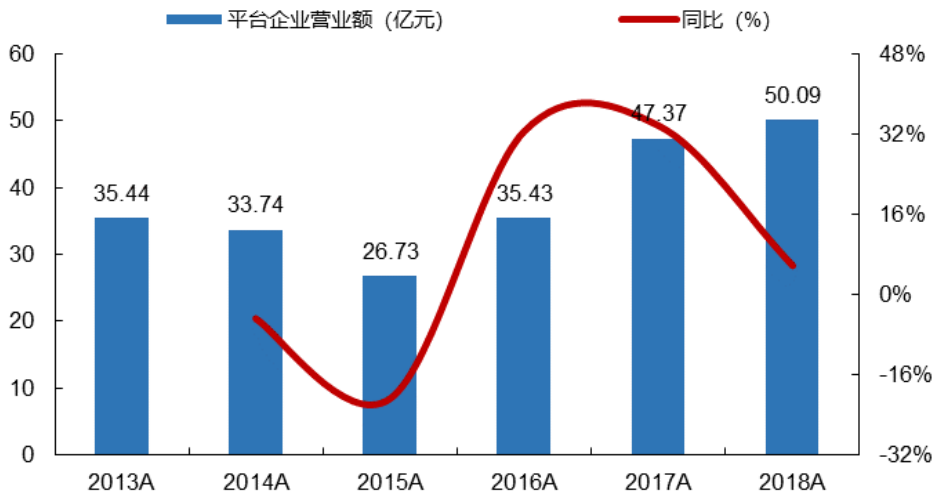
图 26: 成都传化公路港布局图



数据来源：公司公告，东北证券

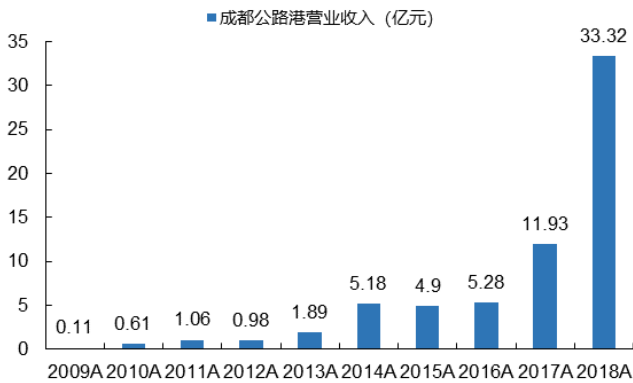
成都传化公路港取得快速发展，仅运营一年便实现利润转正。成都传化公路港 2013 年实现 223 元的整体坪效，2017 年达到 300 元，零担分拨出租率 2010 年突破 80%，并在随后几年维持在 95% 以上。截止 2018 年底，成都公路港已出租物业面积 17.5 万方，日均进出港车流量 14871 车次，入驻企业数超 2000 家，年平台营业额 50.09 亿元。

图 27: 成都传化公路港平台企业营业额



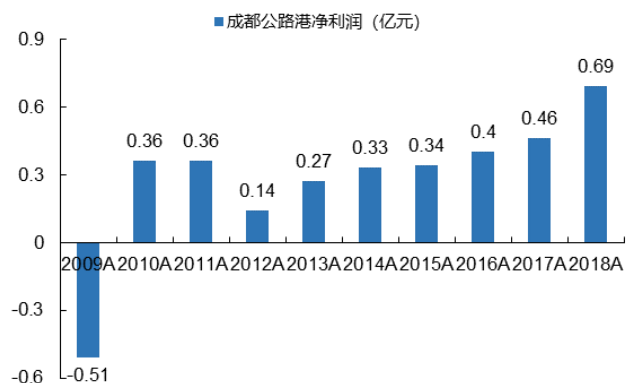
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 28: 传化成都公路港营业收入变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

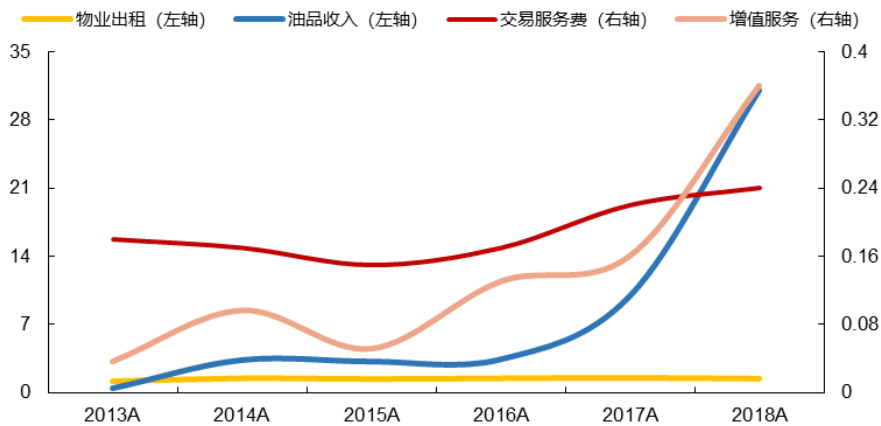
图 29: 传化成都公路港净利润变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

拓展仓储及车后业务, 提升单港盈利能力。对于公路港, 在经营多年后, 以物业出租和收取交易服务费的传统业务也会面临一定增长瓶颈, 2014年-2018年该两项业务营业收入均相对稳定。随后公司开展多项创新增值业务, 油品销售和增值服务业务均实现营业收入快速增长。2016年成都传化公路港围绕物流企业的油卡服务项目上线, 至2017年底, 全年实现销售收入超过5亿元。2018年, 自主打造线上APP, 当年结算量突破30亿元, 油卡业务助力公司营业收入实现快速增长, 成为业绩新的增长点。2019年, 以仓配运一体化为核心的物流服务项目全面落地。项目依托公路港的仓储、分拨、专线等资源, 聚焦酒水、卡后、农资、服装四大行业, 提供完整的供应链解决方案, 目前已运营近3万平方米的仓储设施。

图 30: 成都传化公路港各项业务收入 (亿元)

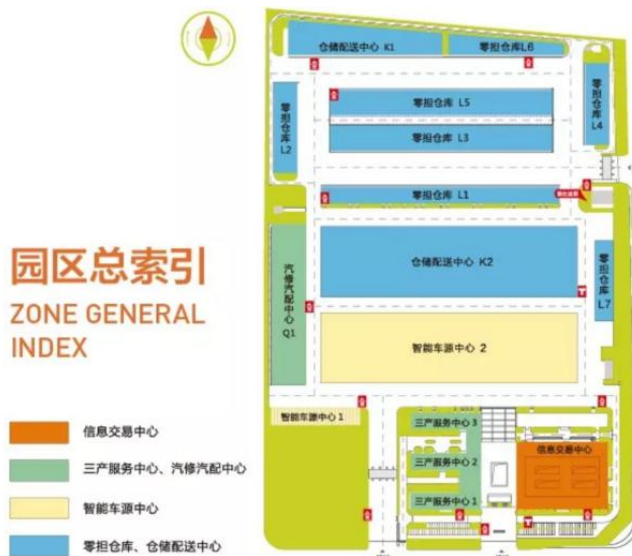


数据来源: 公司公告, 东北证券

2.3.2. 泉州传化公路港: 最符合公路港成长模型

泉州传化公路港坐落于晋江市现代物流园, 占地 500 亩, 其中一期占地 260 亩, 2016 年 9 月 28 日开园, 是公司布局海西的首个项目, 也是福建省重点项目, 属于公司二类港。公司配套有信息交易中心、智能车源中心、货运班车总站、仓储配送中心、管理服务中心、三产配套中心等六大功能版块。泉州传化公路港周边产业聚集, 拥有磁灶建陶产业、东石制伞产业、安海玩具产业、石狮服装产业、水头石材产业等, 货物资源丰富, 专线市场发达。

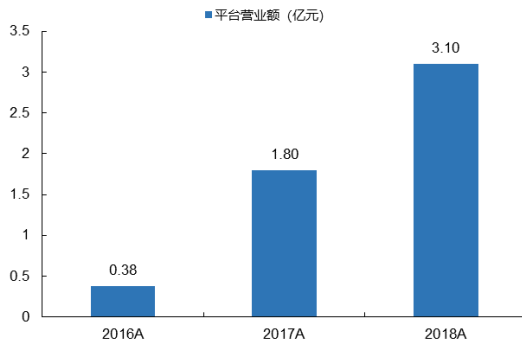
图 31: 泉州传化公路港布局



数据来源: 公司公告, 东北证券

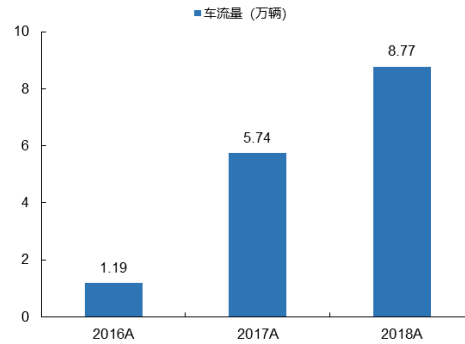
三年实现经营利润转正。泉州传化公路港 2016 年运营以来, 各项经营指标均呈现逐年递增的趋势, 通过三年运营, 公路港平台营业额、车流量及出租率增长明显, 随着经营各项指标快速发展。泉州公路港三年间营业收入由 2016 年的 369 万元增至 2018 年的 2287 万元, 年均复合增长率达 249%。营业利润由-1747 万元转正。

图 32: 泉州传化公路港平台营业额快速增长



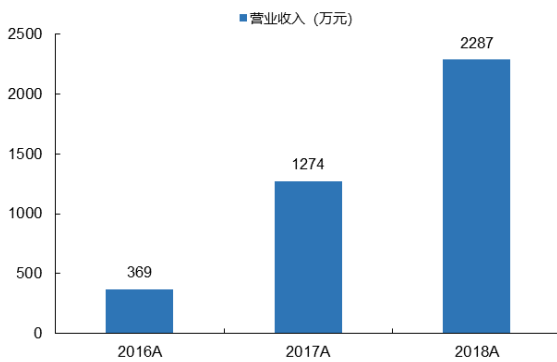
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 33: 泉州传化公路港车流量变化



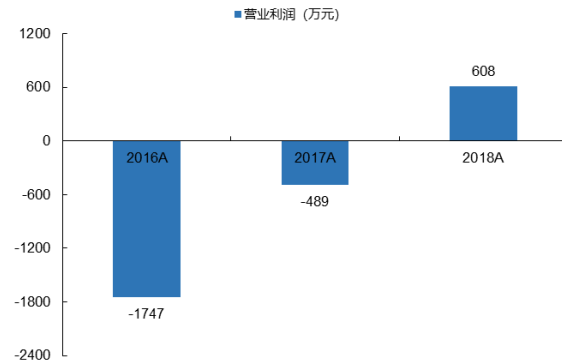
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 34: 泉州传化公路港营业收入变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

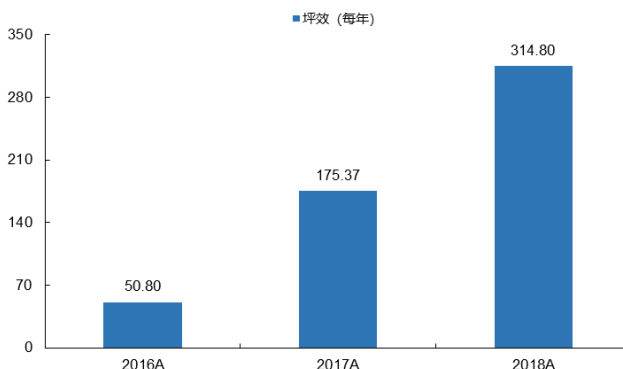
图 35: 泉州传化公路港营业利润变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

除常规规划外, 针对零担专线及大仓旺盛的市场需求, 2017 年公司重新规划用地, 缩减停车场, 新建 26 个零担专线档口和 16000 平米的仓库, 经过优化后, 公路港内各项功能配套配比更加合理。此外, 公司通过引入大型专线企业, 对热门专线线路引入多家客户, 通过竞争提升服务能力。公司公路港 2016 年-2018 年间出租率分别为 91%、92%、97%, 但坪效却实现大幅增长。2018 年坪效达 314 元每平方米, 较 2017 年同比增长 79.51%。

图 36: 泉州传化公路港坪效变化 (元/平方米)

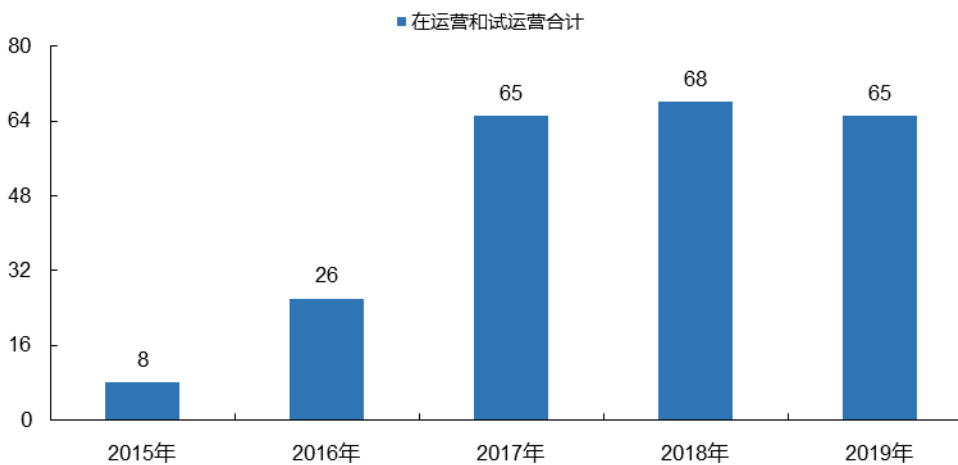


数据来源: 公司公告, 东北证券

3. 2020 年，前期投资公路港进入集中收获期

2017 年是公司公路港集中拓展期，预计未来三年每年拓展 6-8 个。作为国内公路港的首创者，经过十余年的运营，公司无论是从公路港运营经验还是与政府谈判获取土地方面均有很深的积累和优势，已在全国获取土地权证面积 1170 万平方米。截止 2019 年，公司运营公路港 52 个，在运营和试运营公路港合计 65 个。从公路港运营进度来看，其中 2017 年是公司的集中拓展期，在运营和试运营公路港数量达 65 个，较 2016 年增加 39 个。目前，公司在建及拟开工项目 13 个，在运营公路港项目 52 个，储备签约项目 160 余个，预计未来 3 年每年新建公路港约 6-8 个。

图 37: 公司历年在运营及试运营公路港数量



数据来源：公司公告，东北证券

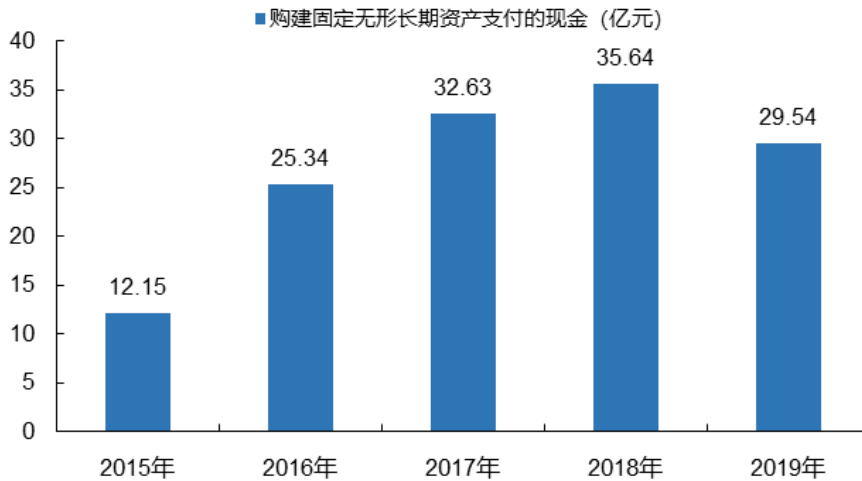
表 9: 2019 年公司运营公路港及布局

地域分布	已运营公路港	运营数量
浙江区域	临江、富阳、萧山汇通、宁波、台州、长兴、衢州、金华、温州	9
华东区域	苏州、无锡（洛社）、淮北、淮安、六安、上海海江、宿迁、合肥、无锡（物流中心）	9
山东区域	济南、淄博、菏泽、青岛、日照	5
华北区域	天津西青、包头、沧州、太原、沈阳路港、哈尔滨、营口、七台河、长春	9
西北区域	西安、郑州、商丘、宝鸡	4
区域	成都、南充、宜宾、贵阳、遵义、重庆、昆明	7
华中区域	长沙、荆门、怀化、南昌、潜江、赣州	6
华南区域	南宁、泉州、柳州	3

数据来源：公司公告，东北证券

前期大量投入，有望在 2020 年迎来集中收获期。按照公路港运营周期，投产三年后跨入盈利期来推算，前期进行大量资本开支的公路港，2020 年公司前期投入公路港有望在集中收获期。从目前公司整体运营指标来看，各项指标均大幅增长。

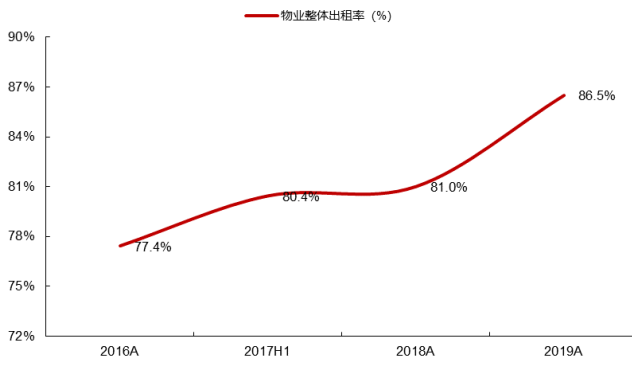
图 38: 公司历年资本开支情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

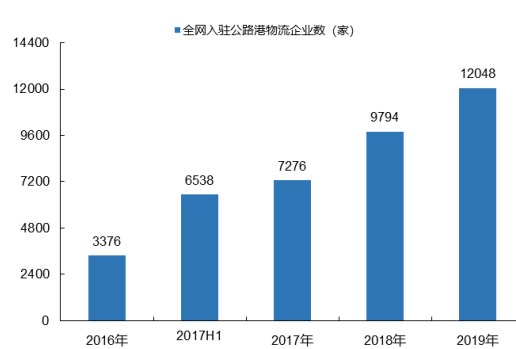
- **物业出租率&港内物流企业数:** 物业出租率与公司园区业务呈现正相关关系。随着公路港增加,2016年至2019年公司整体物业出租率反而大幅增长,由77.42%上升至86.5%,物业出租率提升主要有两方面原因,一方面采取较为优惠的政策进行招商,另一方面,优质的公路港资源同样吸引大批企业入驻。2019年公司全网入驻公路港物流企业数已达12048家,2016年-2019年,公司公路港数量增长2.62倍,而入驻物流企业数增长3.01倍。随着出租率提升,公司主要利润贡献来源园区业务有保障。

图 39: 公司物业整体出租率 (%)



数据来源: 公司公告, 东北证券

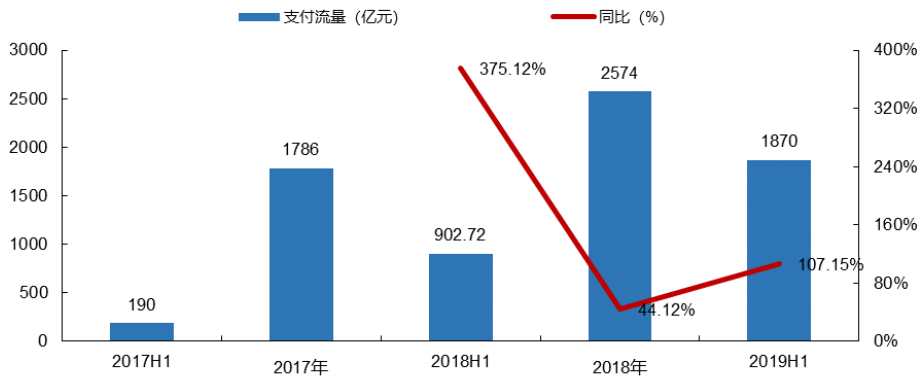
图 40: 公司全网入驻公路港物流企业数 (家)



数据来源: 公司公告, 东北证券

- **支付流量:** 近年来,公司支付流量快速增长,2019H1已实现1870亿元,同比增长107.15%,公司支付流量抽佣是支付业务的主要收入来源,而支付业务毛利贡献达28%。

图 41: 公司支付流量及增速 (亿元)



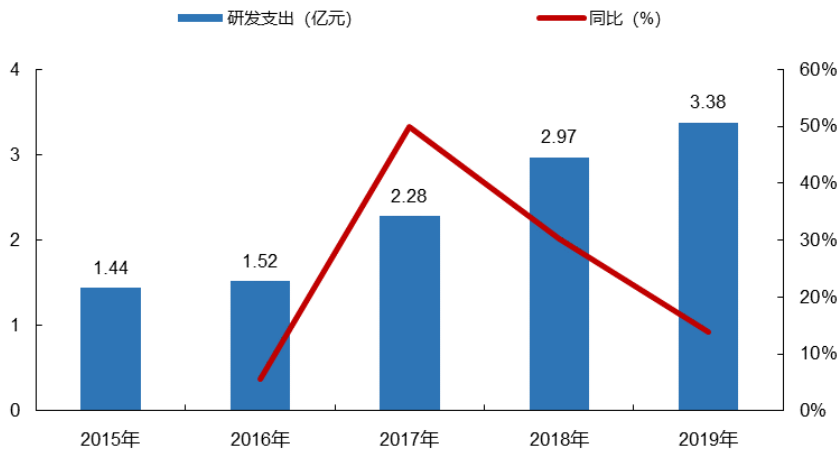
数据来源: 公司公告, 东北证券

4. 深度与广度并进, 强化单港盈利能力并扩大网络布局

站在公路港未来发展趋势来说, 公司公路港两大方向值得重点关注。从深度来看, 分别是单港服务结构变化以及智能化升级, 来实现单港盈利能力的提升。从广度来看, 则重点关注公司多港联动下的网络化能力提升。

- **单港服务结构:** 公司单港多元化经营能力已经走在行业前列, 可为入驻企业提供办公、餐饮、物业、停车、住宿、工商、税务等基础配套服务, 通过“一体化”服务和“一站式”管理, 满足企业、司机服务和政府管理的需要。除此之外, 公司调整单港服务结构, 提升单港盈利能力。2017年开始, 公司将业务重心从运力的撮合交易逐步向“以货为中心”发展。以成都公路港为例, 2019年, 以仓配运一体化为核心的物流服务项目全面落地。项目依托公路港的仓储、分拨、专线等资源, 聚焦酒水、卡后、农资、服装四大行业, 提供完整的供应链解决方案, 目前已运营近3万平米的仓储设施。此外, 如杭州公路港等, 均在改造, 将原有停车场等改造为仓库, 提升坪效。从公司公路港各服务区的坪效对比来看, 整体呈现档口>仓储>第三产业服务(餐饮、住宿等楼栋)>停车场。公司新港建设将加大仓储布局, 提升公路港盈利能力。
- **智能化升级:** 过去三年, 公司研发投入一直保持高速增长, 2019年研发投入达3.38亿元, 同比增长13.80%。经过前三年公司在信息化、智能化等基础方面的投入, 公司信息化、智能化的建设已基本完成, 后续年度不再需要大量的投入与成本耗费, 信息化与智能化的产品正逐步走向市场, 有望在以后的年度由成本中心向利润中心转化。

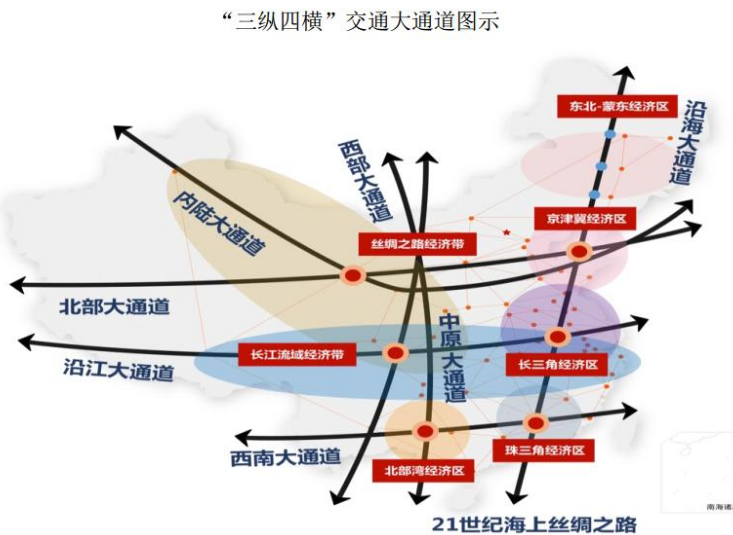
图 42: 公司研发支出及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

- **网络化布局:** 网络布局的加强, 能够为公司开展供应链业务提供更强的资源与覆盖能力保障, 此外也为物流企业实现多港联动运输提供了可能。公司凭借现有丰富储备项目的不断开发, 加强园区之间的联系, 由单点优势转变为网络优势。在全国基础设施网络建设方面, 公司围绕“三纵四横”交通大通道的布局已基本完成, 通过公路港密度提升, 有望实现多港之间的往返跑路线, 进一步提升物流企业盈利能力及传化公路港对货物的集聚效应。

图 43: “三纵三横”交通大道示意图



数据来源: 公司公告, 东北证券

5. 盈利预测&风险提示

5.1. 盈利预测

目前公司正式运营公路港为 53 个，假设未来每年新增 8 个公路港左右，其中一类港每年约 2 个左右，剩余主要为二类港。从公路港结构来看，假设单港建筑面积与非建筑占比分别为 59%和 41%，一类港、二类港、三类港总面积如下图所示：

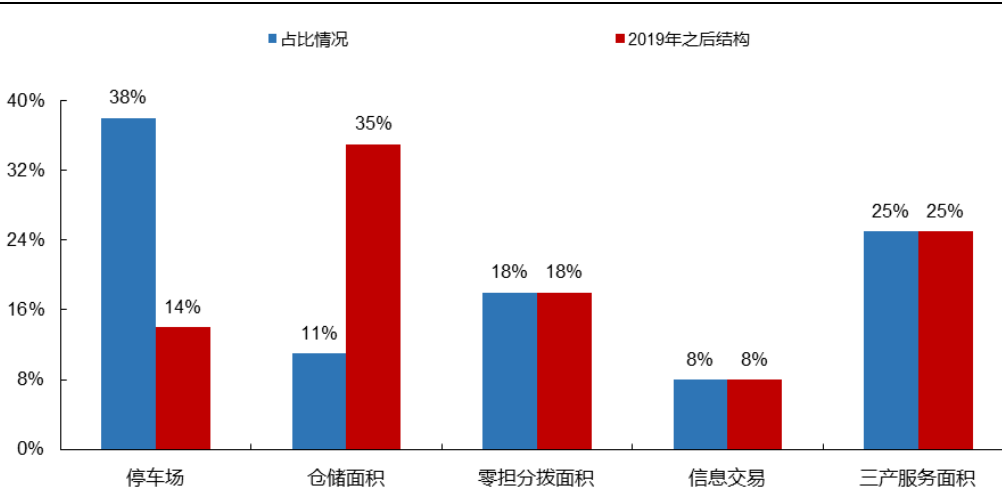
表 10: 公司公路港面积假设

占比情况	面积 (平方米)	面积 (亩)
一类港	500000	750
二类港	300000	450
三类港	100000	150

数据来源：东北证券

对于单港运营来看，收入主要构成分为几大块：停车场、零担分拨中心、三产服务中心（餐饮、旅馆等）、仓储收入以及交易中心服务费，但由于公司油卡销售业务主要由成都传化港承担，而加油站目前仅有 8 个处于运营状态，因此不作为公路港标配进行分析。假设一二三类公路港坪效分别经过 4 年、5 年、6 年达到稳定状态，此后，基本维持每年 3%的增速增长。其中公司各功能区占建筑面积比例如下所示，并假设公司新港仓储面积将压缩停车场面积，以提高整体盈利能力。

图 44: 假设公司各功能区占建筑面积比例



数据来源：东北证券

表 11: 公司公路港出租率以及各配套坪效假设

出租率	1	2	3	4	5	6	7	8
一类港	0.4	0.7	0.85	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
二类港	0.3	0.6	0.75	0.85	0.9	0.9	0.9	0.9
三类港	0.2	0.4	0.7	0.8	0.85	0.85	0.85	0.85
停车费 (元/平米/年)	1	2	3	4	5	6	7	8
一类港	60	90	120	150	154.5	159.1	163.9	168.8
二类港	30	60	90	120	123.6	127.3	131.1	135.1
三类港	20	40	60	80	82.4	84.9	87.4	90.0
零担分拨 (元/平米/年)	1	2	3	4	5	6	7	8
一类港	90	160	220	270	278.1	286.4	295.0	303.9
二类港	70	140	200	220	226.6	233.4	240.4	247.6
三类港	40	100	140	160	164.8	169.7	174.8	180.1
三产服务 (元/平米/年)	1	2	3	4	5	6	7	8
一类港	70	140	200	230	236.9	244.0	251.3	258.9
二类港	50	100	140	180	185.4	191.0	196.7	202.6
三类港	30	70	120	150	154.5	159.1	163.9	168.8
仓储租金 (元/平米/年)	1	2	3	4	5	6	7	8
一类港	80	150	210	250	257.5	265.2	273.2	281.4
二类港	60	130	180	200	206.0	212.2	218.5	225.1
三类港	40	90	130	160	164.8	169.7	174.8	180.1

数据来源: 东北证券

基于以上假设条件测算得 2020E-2022E, 各年份营业收入如下所示。

表 12: 公司各业务营业收入测算

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	81.81	192.8	202.64	202.8	201.33	249.30	280.37
收入同比 (%)	53.20%	135.67%	5.10%	0.08%	-0.72%	23.82%	12.46%
物流业务	35.3	139.2	139.93	136.43	134.39	179.01	207.98
物流业务同比 (%)	189.11%	294.33%	0.52%	-2.50%	-1.49%	33.20%	16.18%
供应链收入	24.49	116.29	92.79	68.09	69.11	93.30	107.30
供应链业务同比 (%)	784.12%	374.85%	-20.21%	-26.62%	1.50%	35.00%	15.00%
车后业务	6.5	10.13	33.29	53.86	48.47	65.44	77.32
车后业务同比 (%)	39.48%	55.85%	228.63%	61.79%	-10.00%	35.00%	18.16%
园区业务	3.04	7.2	7.84	8.03	8.99	11.24	13.01
园区业务同比 (%)	8.19%	136.84%	8.89%	2.42%	12.00%	25.00%	15.72%
房产销售			0.27	0.56	0.5	0.5	0.5
支付、保险及其他业务	0.08	3.57	4.58	5.89	6.07	7.28	8.60
同比 (%)			28.29%	28.60%	3.00%	20.00%	18.16%
其他业务	1.19	2.01	1.16	1.25	1.25	1.25	1.25

化工业务	39.75	53.61	62.71	64.99	66.94	70.29	72.40
化工业务同比(%)	-1.90%	34.87%	16.97%	3.64%	3.00%	5.00%	3.00%

数据来源：东北证券

5.2. 风险提示

- 政府补贴下滑
- 公路港建设不及预期
- 供应链业务改进不达预期，毛利率提升不明显
- 宏观经济下滑导致公路港盈利能力大幅下滑
- 非经常性损益不确定性风险（注：公司存在大量未开发公路港及储备用地，且投资性房地产部分具备增值空间，随着公路港推进，公司政府补助及投资收益等有望大幅增长。）

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,276	3,875	5,188	5,968	净利润	1,638	2,245	2,367	2,371
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	291	80	80	80
应收款项	1,254	2,055	2,043	2,579	折旧及摊销	404	-765	-765	-765
存货	1,464	1,776	1,989	2,346	公允价值变动损失	-132	-100	-120	-150
其他流动资产	4,533	4,794	5,590	6,192	财务费用	410	414	414	414
流动资产合计	10,527	12,500	14,810	17,086	投资损失	-201	-221	-249	-280
可供出售金融资产					运营资本变动	-668	-820	-216	-753
长期投资净额	728	715	715	715	其他	-327	-990	-517	-7
固定资产	1,713	2,843	3,972	5,102	经营活动净现金流量	1,415	-158	993	909
无形资产	2,057	2,097	2,137	2,177	投资活动净现金流量	-2,374	1,171	733	284
商誉	358	358	358	358	融资活动净现金流量	-587	-414	-414	-414
非流动资产合计	19,957	21,144	22,343	23,543	企业自由现金流	-1,852	834	150	355
资产总计	30,484	33,643	37,153	40,629					
短期借款	2,640	2,640	2,640	2,640	财务与估值指标				
应付款项	1,478	1,805	2,081	2,394		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	801	823	1,008	1,137	每股指标				
一年内到期的非流动负债	268	268	268	268	每股收益 (元)	0.49	0.67	0.70	0.71
流动负债合计	7,551	8,156	8,990	9,785	每股净资产 (元)	4.49	5.25	6.05	6.85
长期借款	1,485	1,485	1,485	1,485	每股经营性现金流量 (元)	0.43	-0.05	0.30	0.28
其他长期负债	5,059	5,059	5,059	5,059	成长性指标				
长期负债合计	6,544	6,544	6,544	6,544	营业收入增长率	0.1%	-0.7%	23.8%	12.5%
负债合计	14,095	14,701	15,534	16,329	净利润增长率	95.6%	35.9%	5.4%	0.2%
归属于母公司股东权益合计	14,627	17,114	19,719	22,328	盈利能力指标				
少数股东权益	1,762	1,829	1,900	1,971	毛利率	13.7%	12.4%	13.4%	13.2%
负债和股东权益总计	30,484	33,643	37,153	40,629	净利率	7.9%	10.8%	9.2%	8.2%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	22.20	25.96	24.08	25.02
					存货周转率 (次)	30.54	36.75	33.64	35.20
					偿债能力指标				
					资产负债率	46.2%	43.7%	41.8%	40.2%
					流动比率	1.39	1.53	1.65	1.75
					速动比率	1.12	1.23	1.34	1.41
					费用率指标				
					销售费用率	4.1%	4.2%	4.0%	3.7%
					管理费用率	4.3%	4.3%	4.0%	3.7%
					财务费用率	1.8%	1.9%	1.5%	1.3%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	14.19	8.53	8.09	8.08
					P/B (倍)	1.55	1.09	0.94	0.83
					P/S (倍)	0.92	0.92	0.74	0.66
					净资产收益率	11.0%	12.7%	11.6%	10.3%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,280	20,133	24,930	28,037
营业成本	17,499	17,635	21,583	24,334
营业税金及附加	127	111	137	161
资产减值损失	-49	-80	-80	-80
销售费用	828	846	997	1,037
管理费用	866	860	997	1,037
财务费用	369	389	385	375
公允价值变动净收益	132	100	120	150
投资净收益	194	221	249	280
营业利润	2,040	1,816	2,441	2,956
营业外收支净额	-42	990	517	7
利润总额	1,998	2,806	2,958	2,963
所得税	359	561	592	593
净利润	1,638	2,245	2,367	2,371
归属于母公司净利润	1,602	2,177	2,296	2,300
少数股东损益	36	67	71	71

资料来源：东北证券

注：公司存在大量未开发公路港及储备用地，且投资性房地产部分具备增值空间，随着公路港推进，公司政府补助及投资收益等有望大幅增长。

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。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, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“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内使用, 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。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“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

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn