

传化智联 (002010) 交通运输

——公路港加速释利，仓运配稳步推进

投资建议: **买入**
 首次覆盖
 当前价格: 7.94元
 目标价格: 9.30元

投资要点:

传化智联: 服务于大物流行业的智能物流平台

传化智联前身为传化股份, 主营印染助剂业务。2015年吸收传化物流, 切入物流赛道, 开创公路港模式, 率先将数字与科技注入行业, 线下线上结合, 将自身打造成为“智能物流平台”。

公路港效率持续提升, 利润释放加速

公路港运营成本较为固定, 超半数的公路港进入盈利周期, 实现自我造血, 公路港业务毛利率持续提升, 利润释放开始加速。

网络平台业务高增长

公司整合资源打造网络货(承)运平台, 二者连通, 直连司机、物流企业以及货主, 实现一键下单, 全程数字化追踪, 实现运力招标, 保持平台粘性。2020年实现68亿营收, 预计未来两年保持高速增长。

仓运配战略地位明显, 市场打开新局面

公司聚焦化工, 3c, 快消, 车后等与自身相关的行业, 打造玲珑轮胎, 一诺威等多个仓运配一体化标杆项目, 完成一体化供应链物流业务从“0”到“1”的过程, 有望大规模复制, 实现从物流源头—货主端找到收入。

盈利预测与估值

预计公司2021-2023年营业收入290.41、370.44、479.53亿元; 归母净利润分别为15.32、18.36、21.52亿元; 对应EPS分别为0.46、0.56、0.65元; 对应当前股价的PE分别为17、14、12倍。公司化工业务稳定; 我们看好公司公路港业务的盈利水平提升, 同时考虑公司切入一体化供应链物流, 为公司打开新的成长空间。综合化工与物流, 2021年给予公司20倍PE估值, 目标价9.30元, 给予“买入评级”。

风险提示

化工产品降价的风险; 公路港盈利爬坡不及预期; 供应链业务扩展不及预期; 油价波动导致的车后业务利润率变化; 政府补贴退坡影响净利润。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,307/3,183
流通A股市值(百万元)	21,037
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	53.87
一年内最高/最低(元)	7.76/4.56

一年内股价相对走势



严明 分析师
 执业证书编号: S0590520080001
 电话: 0510-85611779
 邮箱: yanming@glsc.com.cn

景松石 联系人
 电话: 0510-82832787
 邮箱: jingsong@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,143.34	21,496.56	29,041.00	37,436.00	47,953.00
增长率(%)	-0.02%	6.72%	35.10%	28.91%	28.09%
EBITDA(百万元)	2,769.94	2,706.74	2,863.19	3,454.45	4,000.72
净利润(百万元)	1,602.19	1,521.26	1,532.05	1,836.60	2,151.96
增长率(%)	95.63%	-5.05%	0.71%	19.88%	17.17%
EPS(元/股)	0.48	0.46	0.46	0.56	0.65
市盈率(P/E)	13	13	17	14	12
市净率(P/B)	1.0	1.0	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	79.65	30.39	84.95	62.04	50.49

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所预测 注: 股价为2021年6月11日收盘价

正文目录

1.	以化学业务起家，坚定转型智能物流服务平台	5
1.1.	历史沿革：厚积薄发，把握中国物流新业态	5
1.2.	主营业务：四流合一，多方向切入物流领域	5
1.3.	发展战略：提升端到端服务能力，成为服务实体经济的主平台	8
1.4.	股权架构及管理层：具备创新基因，引进成功经验	9
2.	供应链物流结构优化，推动行业格局变化	10
2.1.	C 端产业蓬勃发展带动一体化物流	10
2.2.	多因素驱动一体化供应链物流发展，B 端蓝海市场有待开发	11
2.3.	以货源带动物流，传化智联赋能公路货运“零担”市场	12
2.4.	印染助剂市场情况	14
3.	公司经营情况分析	16
3.1.	物流核心公路港迎来收获，新兴业务持续推进	16
3.2.	时机成熟，传化向零担市场进军	20
3.3.	化工业务成熟稳定，经营效率持续提升	21
4.	公司的竞争优势	22
4.1.	物流天下，设施先行	22
4.2.	传化智联——科技赋能物流的先行者	23
4.3.	实业老将，行业经验傍身	24
5.	盈利预测	25
5.1.	预测假设	25
5.2.	业绩测算汇总	28
5.3.	投资建议	28
6.	风险提示	29

图表目录

图表 1：传化智联历史沿革	5
图表 2：传化智联物流业务的四个主要抓手	6
图表 3：公路港汇集物流	6
图表 4：线上智能物流平台整合信息流	6
图表 5：网络货运平台集合商流	7
图表 6：传化金融集合资金流	7
图表 7：仓运配一体化供应链物流业务	7
图表 8：几种物流的优劣对比	8
图表 9：传化智联的印染助剂产品展示	8
图表 10：传化化学业务涉及产品	8
图表 11：传化智联以为实体经济降本增效为己任	8
图表 12：传化仓运配业务模式	8
图表 13：传化智联由徐氏家族控股（2020 年）	9
图表 14：董事长徐冠巨秉承创新的基因	9
图表 15：总经理姚巍带来成功的经验	9
图表 16：中国物流支出持续增长，占 GDP 比重稳定	10
图表 17：第三方物流（3PL）支出渗透率持续提升	10
图表 18：一体化供应链服务增长幅度更大	10
图表 19：全国社消总额呈增长趋势	10
图表 20：快消，3C 和服饰行业的一体化供应链物流保持高速增长	11

图表 21: 一体化供应链物流市场的驱动因素及机遇	12
图表 22: 第三方化工物流市场高速增长	12
图表 23: 初创电动汽车企业拉动供应链物流发展	12
图表 24: 零担市场规模近 2.3 倍于快递, 供应链升级推动零担 10%+ 高增速	13
图表 25: 制造业柔性化生产推动零担	13
图表 26: 全渠道融合与分销扁平化推动零担	13
图表 27: 大票零担市场 CR10 不足 5%, 尚未形成巨头/寡头, 行业内各类玩家不断探索	13
图表 28: 货主企业和三方物流企业痛点并未被有效解决	14
图表 29: 印染助剂行业增长放缓	14
图表 30: 国内头部企业格局稳定	14
图表 31: 国内印染企业集中度轻微下滑	15
图表 32: 公司收入情况 (亿元)	16
图表 33: 收入结构 (2020)	16
图表 34: 物流业务的收入 (亿元)	16
图表 35: 物流业务毛利率 (%)	16
图表 36: 传化智联各类港的类型和分布	17
图表 37: 部分枢纽港的项目盈利情况	17
图表 38: 部分省级港的项目盈利情况	17
图表 39: 公司开展业务的公路港数量变化 (个)	18
图表 40: 园区业务毛利率变化	18
图表 41: 传化仓运配项目在车后、化工、快消等领域拥有标志性客户	19
图表 42: 传化智联助力某调味品企业供应链物流降本增效	19
图表 43: 传化与吉利战略合作, 深化新能源与物流七大领域的合作	20
图表 44: B 端的零担需求已经显现	20
图表 45: 传化智联“整车——仓配——零担”的成长路径	21
图表 46: 化工部分的收入 (亿元)	21
图表 47: 化工业务毛利率 (%)	21
图表 48: 2020 年丁二烯价格下跌幅度大于顺丁橡胶	22
图表 49: 传化公路港遍布全国, 已成为最大的物流园区网络	22
图表 50: 新兴线上平台仅有少数示范园区	23
图表 51: 传化公路港实力雄厚	23
图表 52: 传统仓运企业数字化程度低	23
图表 53: 传化公路港数字化程度高	23
图表 54: 模块化的智能系统使业务更容易对接	24
图表 55: 假设一对应的化工业务测算 (亿元)	25
图表 56: 公路港项目数量假设	25
图表 57: 公路港数量占比 (2020 年)	25
图表 58: 各类港的数据假设	26
图表 59: 与假设二相关的园区业务测算 (亿元)	26
图表 60: 与假设三相关的供应链收入业务测算 (亿元)	26
图表 61: 与假设四相关的网络货运平台业务测算 (亿元)	27
图表 62: 公司车流变化假设	27
图表 63: 油价变化趋势	27
图表 64: 与假设五相关的车后业务测算 (亿元)	27
图表 65: 公司营收测算汇总 (亿元)	28
图表 66: 盈利预测	28

图表 67: 可比公司估值	29
图表 68: 财务预测摘要	31

1. 以化学业务起家，坚定转型智能物流服务平台

1.1. 历史沿革：厚积薄发，把握中国物流新业态

图表 1：传化智联历史沿革



来源：公司官网；国联证券研究所

1997 年，杭州传化储运有限公司成立，开始在物流领域探索。2000 年，传化物流确定了自身的平台属性，并开始扩张。2003 年公司首创“公路港”模式——杭州港，为车货匹配提供了线下平台。公路港一经上线就得到认可并开始在全国范围内推广。2013 年，随着互联网普及，传化物流也随之升级，催生了“物流+互联网+金融”的发展模式。2015 上市公司传化股份作价 200 亿元收购了传化物流，多元化发展为“化工+物流”的双主业模式。2016 年传化股份改名传化智联，将“开放，共享，连接”的平台思维注入产业发展。2018 年，公司开始整合资源，将战略重心转移到一体化供应链物流发展，重点运营一体化仓运配项目，向货主端延伸服务。最终实现以货源带动零担市场的整合。

1.2. 主营业务：四流合一，多方向切入物流领域

公司定位智能物流平台，目前主营业务为公路港，并以此为基础，构建网络货（承）运平台连接物流运力和货主企业，发展仓运配一体化供应链物流业务，以及供应链金融，做到集商流、物流、信息流和资金流“四流合一”，完成整个物流闭环，不断推动国内物流行业整合，降本增效。

图表 2：传化智联物流业务的四个主要抓手



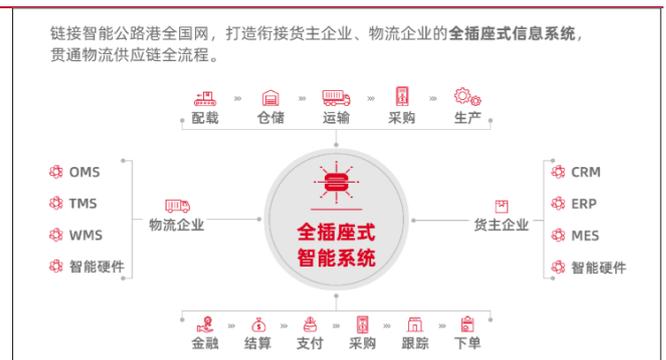
来源：公司公告；国联证券研究所

图表 3：公路港汇集物流



来源：公司官网；国联证券研究所

图表 4：线上智能物流平台整合信息流



来源：公司官网；国联证券研究所

公路港，拥有仓储设施，零担档口，配套的三产和加油站服务等物业，以此来吸引具备运力的第三方物流公司、个人司机以及商贸企业入驻，是车流、物流、人流和商流的聚集地。目前，公司的 63 个公路港覆盖了国内 27 个省市自治区，形成了国内最大的物流园区网络。2020 年公司公路港入驻客户达到 9871 家，车流达到 4125 万辆。

顺应现代化物流的数字化趋势，公司已逐步转向以“数字和科技”为驱动的线上智能物流平台。在数字和科技驱动下，线上线下各业务环节构建了统一的组件、标准和接口，形成了以“智能公路港服务+供应链物流服务+网络货运服务+金融服务”为一体，线下和线上融合发展的平台模式。

图表 5：网络货运平台集合商流



来源：公司官网；国联证券研究所

图表 6：传化金融集合资金流



来源：公司官网；国联证券研究所

网络货运平台是线上网络货运的枢纽中心，提供运力派单、可视化运输管理、支付结算等全链路物流服务，链接供应链业务、车后增值、金融保险等产品。网络货运平台将上游的生产制造业企业、商贸企业，中间的物流企业、承运商、到货车司机，全部都串联起来，实现了企业物流类似快递般的一键发货、一单到底。

传化金融，对于制造企业和商贸企业而言，是类似于“支付宝”的第三方支付平台。而对物流企业和司机而言，既是融资和借贷的平台，又是保险业务平台。一个平台解决了整个供应链物流中的金融问题。

图表 7：仓运配一体化供应链物流业务



来源：传化智联公众号；国联证券研究所

公司的仓运配服务是面向制造企业的，是仓储、运输和配送一体化运作的供应链物流服务，为制造业企业的生产基地/工厂提供了基地仓、仓库运营及短驳服务；为制造业企业的区域代理经销商提供前置仓、运营管理及城配运送等配套服务。目标是构建起全国化的“仓储网络、运输和配送网络”及“干线+配送”运输能力，提供“端到端”的物流服务。截至 2020 年底，公司的仓运配产品已储备 227 万方仓储，并整合连接平台内 400 万+的运力资源。

图表 8：几种物流的优劣对比

	一体化供应链物流	一体化物流	普通物流
特点	生产+成品的仓储，运输，配送全套打包服务	产品的仓储，运输和配送，不涉及工厂生产阶段的物流	仅做单一环节的业务
优势	综合成本低，省心；行业壁垒高，竞争小	业务易于标准化	灵活，切换成本低
劣势	项目洽谈耗时费力；切换成本高	业务局限于标准品，进入壁垒低，竞争激烈	壁垒极低，竞争异常激烈
针对客户类型	计划性强的产销一体型企业	商贸企业等不承担生产任务的企业	各类中小型企业
发展趋势	销售渠道扁平化，小批次，高频次的生产模式将逐渐成为主流，一体化物流将顺势高速发展	消费端的增长带来C端物流的发展，行业整合期已过，进入寡头时代	随着上游企业整合，市场逐步萎缩

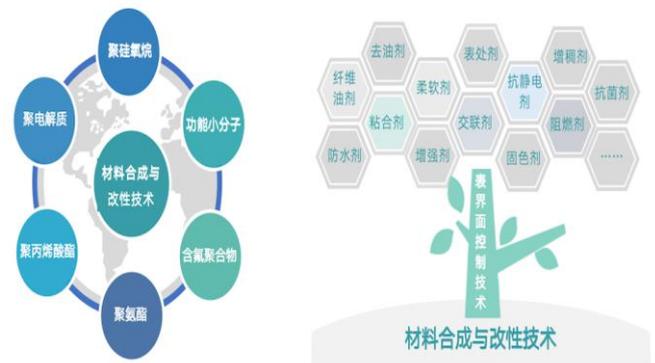
来源：国联证券研究所

图表 9：传化智联的印染助剂产品展示



来源：公司官网；国联证券研究所

图表 10：传化化学业务涉及产品



来源：公司官网；国联证券研究所

此外，传化智联在 2015 年转型物流之后，依然保留原有的化学业务，旗下主要有纺织化学品，涂料，聚合树脂以及合成橡胶等系列产品。稳定的化学业务，为公司经营带来了持续稳定的现金流。

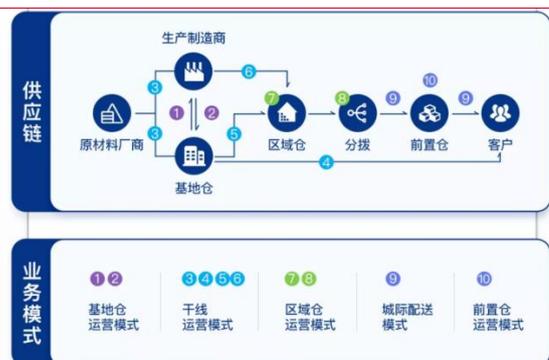
1.3. 发展战略：提升端到端服务能力，成为服务实体经济的主平台

图表 11：传化智联以为实体经济降本增效为己任



来源：公司官网；国联证券研究所

图表 12：传化仓运配业务模式



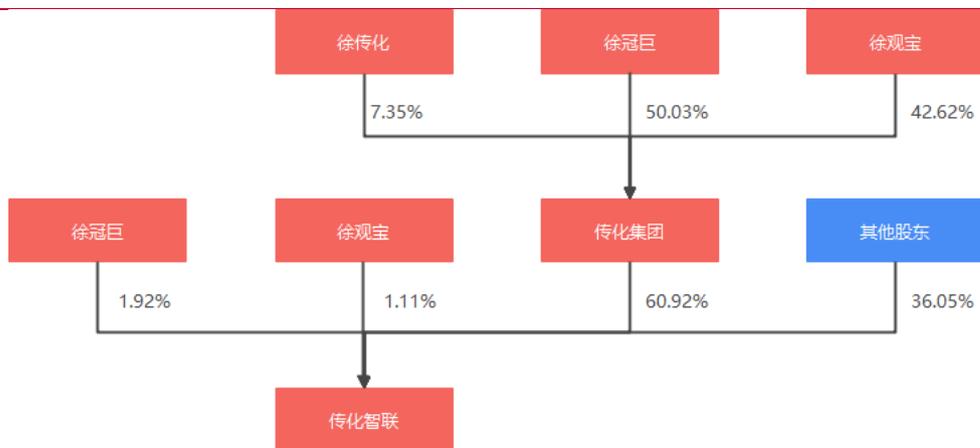
来源：公司官网；国联证券研究所

长期愿景：通过打造智能物流平台的方式，推动全社会供应链物流的降本增效，并通过平台粘性保持行业地位。

短期经营目标：公路港实行“一港一策”的策略，提升盈利效率。仓运配业务开始大规模复制成功项目，并增强端到端一体化供应链解决方案能力。将目光锁定在市场空间较大的快消，车后和 3C 电子以及与自身相关度较高的化工的一体化供应链物流服务。通过货源带动公路港的活力，将平台的服务能力下探至零担、专线企业。

1.4. 股权架构及管理层：具备创新基因，引进成功经验

图表 13：传化智联由徐氏家族控股（2020 年）



来源：公司公告；国联证券研究所

传化集团是浙江著名民营企业，由徐传化在 1986 年创建，目前由其子徐冠巨掌管。传化智联为集团下属上市公司，实控人亦为徐氏父子三人，家族控股集中度较高，截至 2020 年底，徐氏父子三人直接和间接持股共计 63.95%。

图表 14：董事长徐冠巨秉承创新的基因



来源：传化官网；国联证券研究所

图表 15：总经理姚巍带来成功的经验



来源：传化官网；国联证券研究所

董事长徐冠巨 1961 年出生，研究生学历，高级经济师，全国人大代表、中国民间商会副会长，本公司董事、董事长。曾成功发明“901”去油灵，填补国内行业

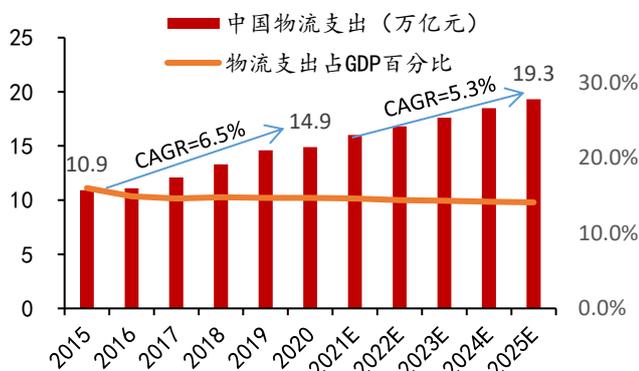
空白，为传化化学快速发展奠定了基础。

总经理姚巍，1978年出生，本科学历，2001年至2020年7月，历任华为技术有限公司四川代表处客户经理、高级客户经理；移动集团业务副主任；浙江省级代表处副代表，湖北省级代表处代表；委内瑞拉、巴西国家代表处代表。根据《上海证券报》的报道，姚巍接手华为巴西市场后，曾通过供应链改革帮助华为在巴西的业务降本增效，扭亏为盈。

2. 供应链物流结构优化，推动行业格局变化

2.1.C 端产业蓬勃发展带动一体化物流

图表 16：中国物流支出持续增长，占 GDP 比重稳定



来源：灼识咨询；京东物流招股书；国联证券研究所

图表 17：第三方物流 (3PL) 支出渗透率持续提升



来源：灼识咨询；京东物流招股书；国联证券研究所

根据灼识咨询的报告，按物流支出统计，中国是世界最大物流市场。2020 年中国物流费用占 GDP 比重为 14.7%，规模为 14.9 万亿元，且预计 2020 至 2025 年复合增长率为 5.3%，大体与 GDP 的增长保持一致。随着物流需求的增加，传统物流模式已经无法满足用户，第三方物流 (3PL) 的种种优势凸显。因此外包物流渗透率逐年提升，根据灼识咨询的数据，2020 年中国外包物流支出渗透率 43.9%，预计到 2025 年将会提升至 47.9%，市场规模将从 6.54 万亿元增长至 9.23 万亿元，年复合增长率为 7.1%，会超过行业的整体增速。

图表 18：一体化供应链服务增长幅度更大



来源：灼识咨询；京东物流招股书；国联证券研究所

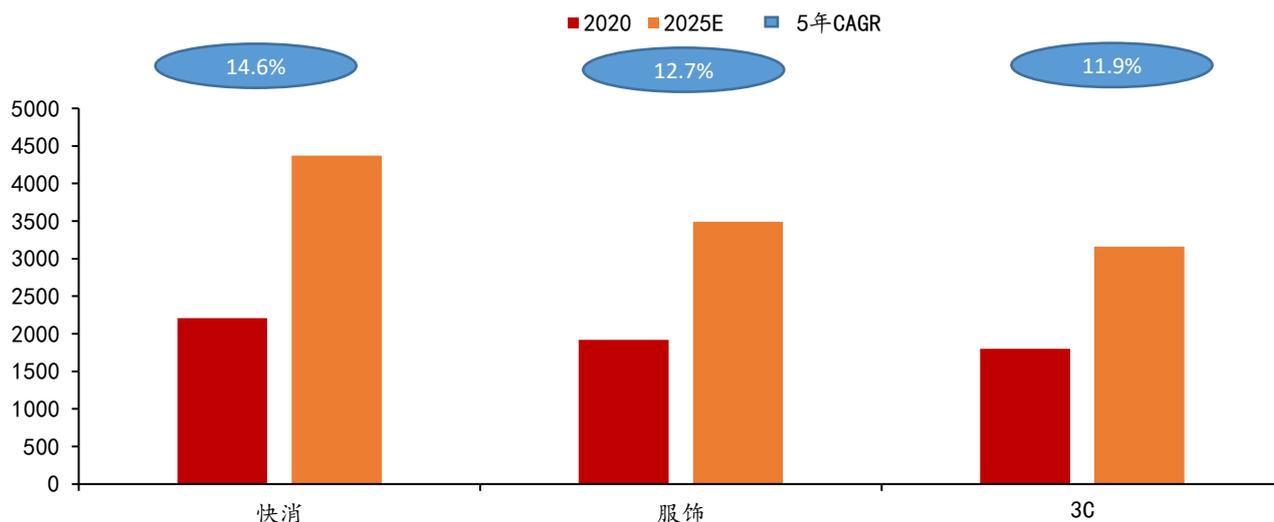
图表 19：全国社消总额呈增长趋势



来源：国家统计局；国联证券研究所

在第三方物流中，仅仅承包一个环节，显然无法满足客户的需求，因此，一体化的供应链物流服务迅速增长，渗透率逐年提升。2020年中国一体化供应链行业的市场规模达20260亿元，预计到2025年将进一步增长至31900亿元，复合年增长率为9.5%，一体化渗透率预计将提升至34.6%，增速超过第三方物流行业。这主要得益于消费端需求的迅速增长，对物流行业提出了高要求。根据国家统计局的数据，全国社会消费总额从2016年的33.23万亿元增长至2020年的39.2万亿元。

图表 20：快消，3C 和服饰行业的一体化供应链物流保持高速增长



来源：灼识咨询；京东物流招股书；国联证券研究所

消费端，对一体化物流的带动主要体现在快速消费品，服饰和3C行业。根据灼识咨询的预测，快消行业的一体化供应链需求将从2020年的2210亿元增长至2025年的4370亿元，复合年增长率为14.6%。电商的周期性消费（618和双11购物节）对生产和存货管理带来巨大的挑战，企业需要一体化供应链物流帮助预测订单并改善生产和仓储效率。服饰行业的一体化供应链物流需求将由2020年的1920亿元增长至2025年的3490亿元，复合年增长率为12.7%。服饰供应链的管理面临SKU数量庞大，配送层级多，季节性明显，对C端变化迅速响应和频繁的逆向物流等挑战。3C电子行业的对一体化供应链物流的需求将会从1800亿元增至2025年的3160亿元，复合年增长率为11.9%。该行业的驱动因素主要是运输安全，电子产品更新周期缩短以及维修和回收等逆向物流。

2.2. 多因素驱动一体化供应链物流发展，B端蓝海市场有待开发

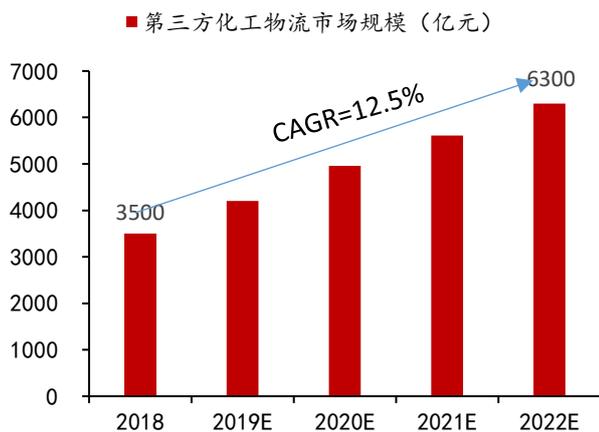
随着消费端带动，第三方物流企业中将逐渐走出了一批一体化供应链企业，并寻求复制成功的商业模式，将物流业务向上游B端扩展。我们认为一体化供应链物流服务市场增长的驱动因素和机遇，主要体现在需求场景复杂程度加剧，制造业端的供应链效率提升的潜力大，企业寻求规模化时对行业数据的需求以及政策支持。

图表 21：一体化供应链物流市场的驱动因素及机遇

核心驱动因素	解读
垂直行业场景复杂程度增加	目前各大行业的集中度提升，对行业垂直领域供应链提出了高要求，尤其是在特殊场景下的 定制化解决方案
制造端供应链效率提升	过去物流行业效率提升主要集中于消费配送端，而 制造端 一体化供应链物流仍有巨大的效率提升空间，体现在原料采购和生产规划的过程中。
数据洞察与其他增值服务需求	供应链各环节产生的数据对于上游货主企业具有极高的价值，对该类 数据的分析 可以直接帮助企业找到运营中的低效环节并改善。
政策支持	供应链的推动已经上升到了国家战略层面。 2016 年国家十三五规划中作出了 建立现代化物流体系 ，支持第三方物流发展的明确指示； 2017 年《关于积极推进供应链创新应用的指导意见》提出了促进协调 供应链在制造业企业中的应用 ，进供应链可视化和数字化； 2018 年《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》提出通过 规范数据/数据接口 ，及提高供应链智能化，促进智能供应链发展； 2019 年《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》中提出了建立 优质的全国物流基础设施体系 ，促进供应链创新及数字化，以提高物流服务质量和成本效率。 2020 年国家十四五规划中明确提出要通过“ 提升产业链供应链现代化水平 ”、“ 健全现代流通体系 ”， 支撑“双循环” 发展。

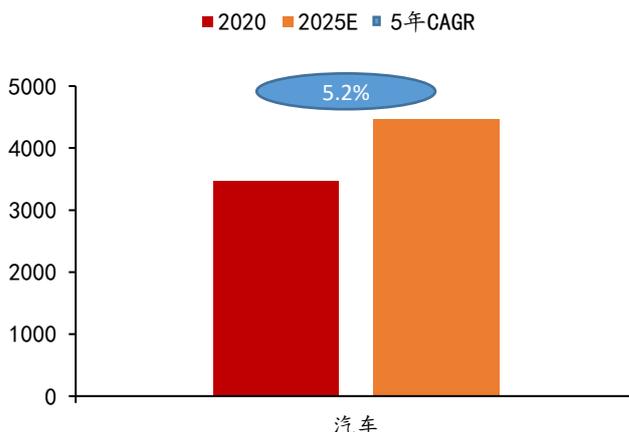
来源：京东物流招股书；国联证券研究所

图表 22：第三方化工物流市场高速增长



来源：中国物流与采购联合会危化品物流分会；国联证券研究所

图表 23：初创电动汽车企业拉动供应链物流发展



来源：灼识咨询；京东物流招股书；国联证券研究所

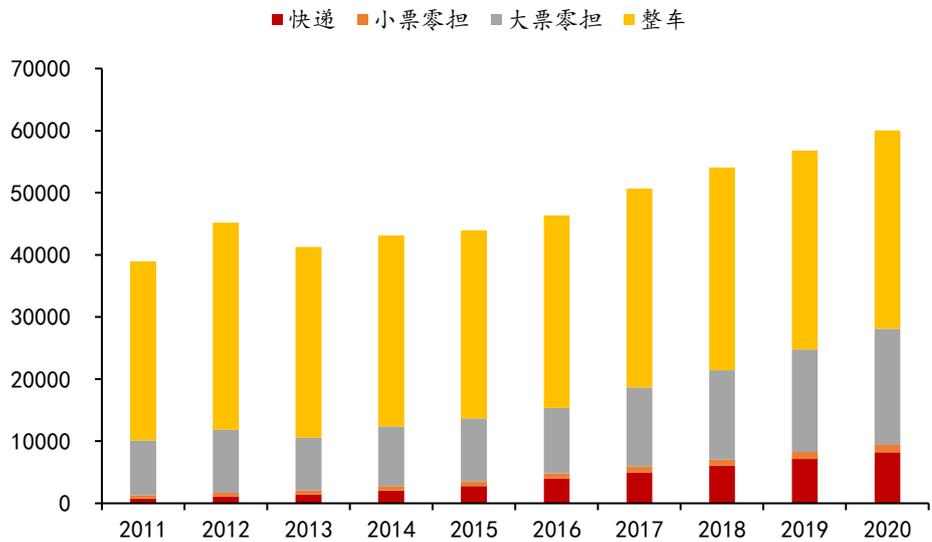
根据中国物流与采购联合会的数据显示，2018 年中国的第三方化工物流供应链市场达到 3500 亿元，预计 2022 年将会达到 6300 亿元，复合年增长率 12.5%。目前，化工领域随着安全环保趋严，化工企业的集中化和园区化以及龙头企业的**并购整合**，将会推动下游的供应链物流整合，走出能力匹配的一体化供应链物流企业。此外，根据灼识咨询的市场预测，汽车行业的需求将由 2020 年的 3470 亿元增至 2025 年的 4460 亿元，复合年增长率 5.2%。随着近几年电动汽车的迅速发展，预计**初创电动汽车企业**将对一体化的供应链物流服务的需求将显著增加。而随着供应链的终端化，随之带来的则是零担市场的蓬勃发展。

2.3. 以货源带动物流，传化智联赋能公路货运“零担”市场

零担——简单来说就是拼车发货。零担物流的本质的是组货能力，通过末梢门店完成货物的拼装，所以扩大货物来源的集约化是核心，来降低边际成本，使不盈

利的司机通过合理的拼车能够做到盈利。

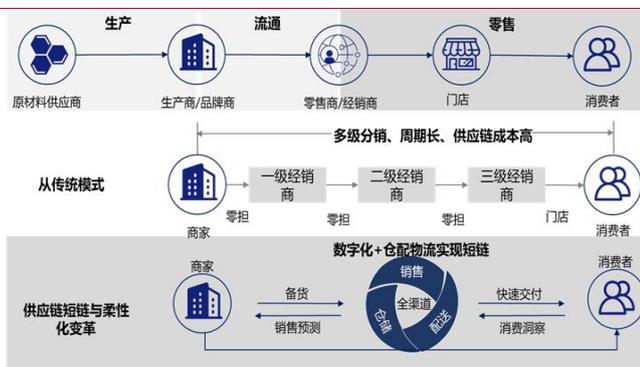
图表 24：零担市场规模近 2.3 倍于快递，供应链升级推动零担 10%+ 高速增长



来源：运联传媒；国联证券研究所

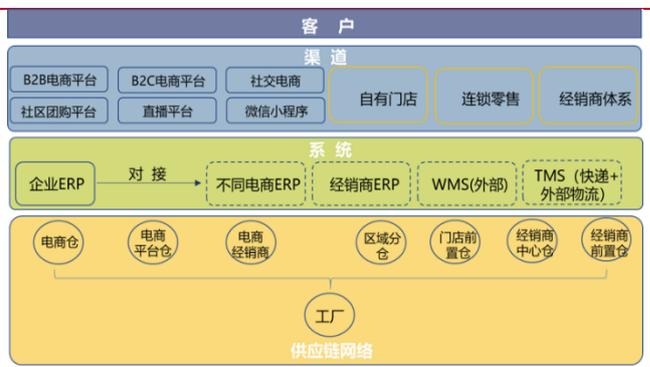
2020 年快递、零担、整车物流的市场规模占比分别为 13.6%、31.1%、53.1%，公路零担规模是快递市场的 2 倍多。随着终端化和零担化加速，未来几年零担市场将保持 10%~15% 的高速增长。

图表 25：制造业柔性化生产推动零担



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 26：全渠道融合与分销扁平化推动零担



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 27：大票零担市场 CR10 不足 5%，尚未形成巨头/寡头，行业内各类玩家不断探索

细分行业	行业特点	市场规模	CR10	全网型快递	实体联盟
快递	重量：0-30kg 覆盖：全国网	7500 亿元	95%		
快运	重量：30-500kg 覆盖：全国网	1200 亿元	70%		
区域零担 (省内专线)	重量：30-300kg 覆盖：区域网	3400 亿元	2.5%		
大票专线 (省际专线)	重量：0.5-8T 覆盖：全国直线	12000 亿元	0.6%		
城市配送	重量：0.75-3.5T 覆盖：城市内	14600 亿元	0.2%		
整车	重量：8T 以上 覆盖：全国线路	23700 亿元	1%		

来源：运联研究院；公司公告；国联证券研究所

• 本质上是第三方，通过大鱼吃小鱼的方式形成规模

零担市场的驱动因素主要有两点：一是渠道融合与分销扁平化，线上门店直面消费者，打破了原有的多级分销商体系，企业需要专业的、高效的、综合的零担服务，满足其全国各地实现快速周转流通的需求。二是 B 端企业面临的类似变革，即柔性化生产，强计划性的大批量物流需求已被即时、小批量、高频次所取代，推动了零担市场的增长。

图表 28：货主企业和三方物流企业痛点并未被有效解决



来源：公司公告；国联证券研究所

从德坤、卡行、青藤、蚁链、三志、聚盟等实体联盟，到顺丰、中通、百世、安能等快递快运，几乎所有物流公司都意识到零担市场的潜力，CR10 不足 5% 的大票零担市场成为了“兵家必争之地”。但本质上，这些企业都是第三方物流，通过“大鱼吃小鱼”的模式扩大规模，许多行业痛点并未得到有效的解决。

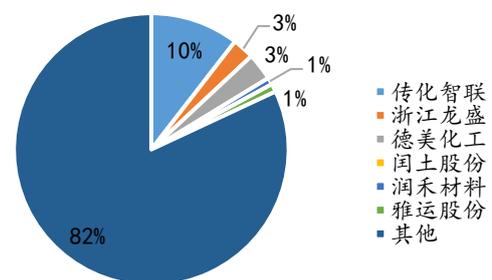
2.4. 印染助剂市场情况

图表 29：印染助剂行业增长放缓



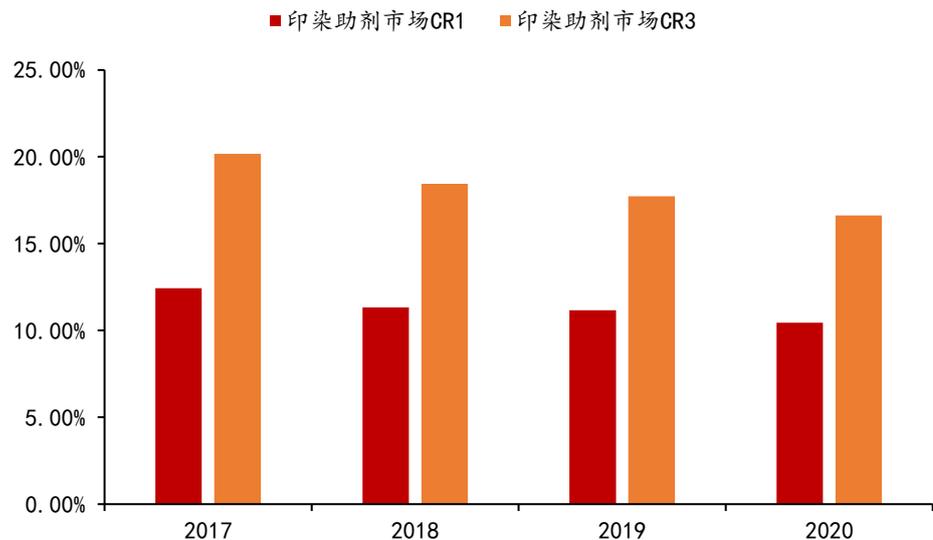
来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

图表 30：国内头部企业格局稳定



来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

图表 31：国内印染企业集中度轻微下滑



来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

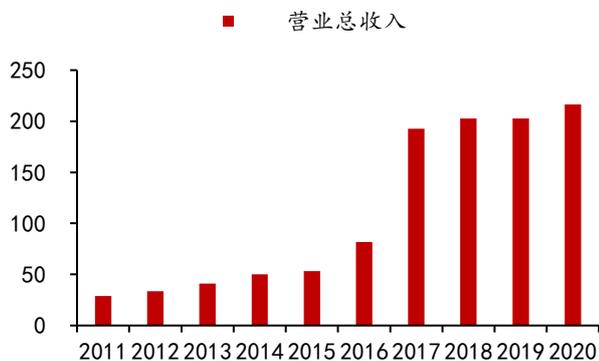
国内印染助剂市场规模增速放缓，短期内头部企业格局稳定，市场集中度轻微下滑。我国印染助剂市场目前主要有四类玩家：海外巨头经过多年产品发展，在技术、品牌和服务上占优势，具备议价能力，垄断着国内的高端市场；而国内巨头诸如传化和德美，则依靠早期在行业的耕耘，把控着国内市场较大的中端产品，在行业占据一席之地；一批专营细分小品类市场的玩家则依靠其单个产品的独特性，也能从市场分一杯羹；而低端市场则充斥着大量的家庭小作坊，通过低价竞争的模式，勉强在存活。

长期增长动力来自于向高端产品的冲击。从行业规模增速的放缓和集中度的下滑可以看出，国内印染行业的发展到了瓶颈期，中低端市场的需求已经被满足。我们认为，未来行业的发展动力，来自于国内印染企业对高端产品的技术突破，打破海外巨头如亨斯曼在高端产品的垄断地位。届时能率先突破的企业将进一步提升行业的集中度，并且有机会向海外市场扩张，打开行业向上的空间。

3. 公司经营情况分析

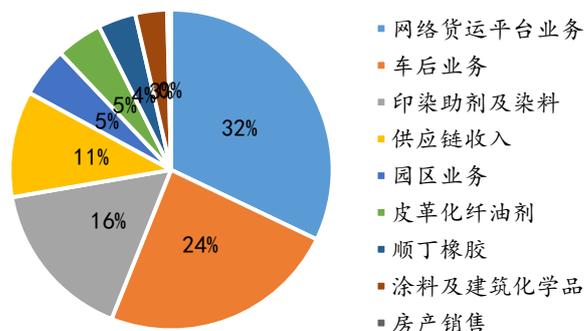
3.1. 物流核心公路港迎来收获，新兴业务持续推进

图表 32：公司收入情况（亿元）



来源：公司公告；国联证券研究所

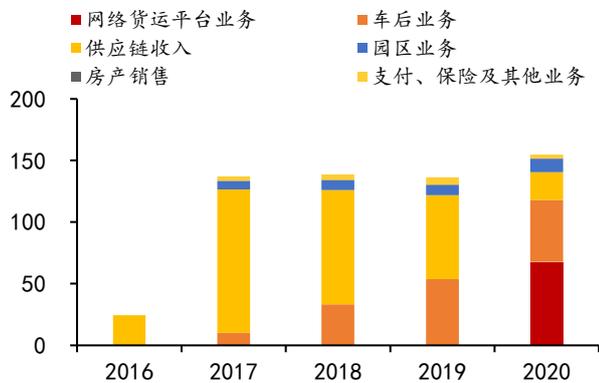
图表 33：收入结构（2020）



来源：公司公告；国联证券研究所

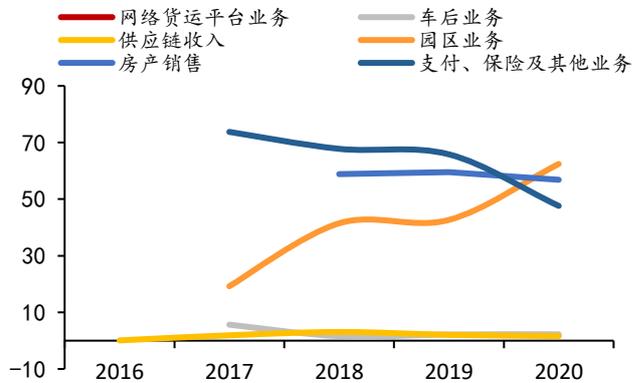
2020 年公司整体营收 214 亿元，主要分为物流和化学两个部分，占比分别为 72%和 28%。

图表 34：物流业务的收入（亿元）



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 35：物流业务毛利率（%）



来源：公司公告；国联证券研究所

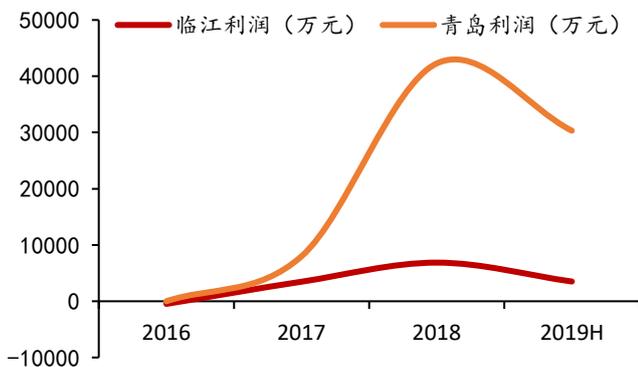
图表 36：传化智联各类港的类型和分布



来源：公司公众号；国联证券研究所

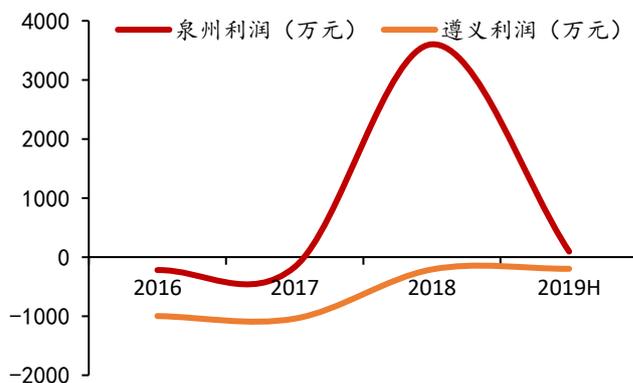
公路港园区业务逐步转入收获期，盈利能力大幅提升。公司的公路港从区位和规模上分类，可分为三类：1. 截至 2020 年底公司的**枢纽港项目共 7 个**；枢纽港一般位于国家级交通节点（主要为省会城市或计划单列市等一二线城市），规模 500 亩以上，车流旺盛，物业出租率高，盈利爬坡周期短，一般开业三年可基本实现盈利。2. 截至 2020 年底公司的**省级港项目共 16 个**；省级港一般位于区域及流通节点（主要为二三线城市），占地规模 300-500 亩，车流，物业出租率比枢纽港稍低，盈利爬坡周期也较长，一般需要三至五年。3. 截至 2020 年底公司的**节点港项目共 40 个**；**节点港**一般位于普通地级区流通节点，占地规模通常在 150 亩左右，盈利爬坡周期与省级港类似，但由于规模小，在招商容易的地方有时反而能较早的实现盈利。

图表 37：部分枢纽港的项目盈利情况



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 38：部分省级港的项目盈利情况

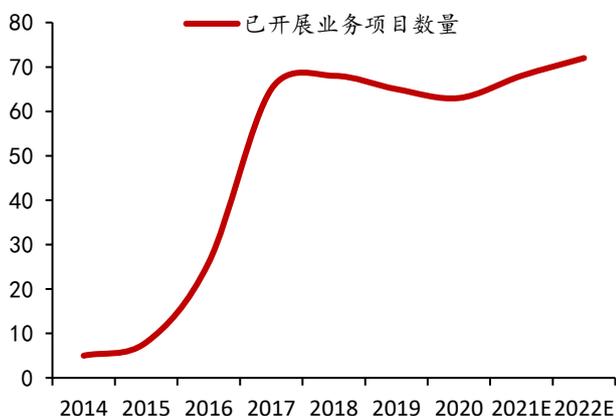


来源：公司公告；国联证券研究所

公路港单港营收差距较大，但盈利爬坡趋势相似。杭州临江项目占地 364 亩，

于2016年6月开业，第二年就实现盈利，2018年利润达到6865万元。同处国家级交通节点城市的青岛传化公路港，也于2016年6月开业，占地734亩，在第二年就实现接近8000万元的盈利，2018年的利润更是超过4亿元。地区级节点城市的项目中，泉州项目自2016年9月开业后，第二年就收窄亏损，第三年实现盈利。

图表 39：公司开展业务的公路港数量变化（个）



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 40：园区业务毛利率变化



来源：公司公告；国联证券研究所

公司在2015年募资45亿并大量投入公路港的建设，每个港的建设周期约为1~2年，2017年有超过30个公路港开始投入运营或试运营。2017年后，新增项目数量有所放缓，公司的重心从公路港的建设，转向公路港的运营。以单个公路港3~5年的盈利爬坡周期计，2020年是公路港盈利能力增长的拐点，随着已运营公路港的效率进一步提升，预计2021年公路港业务毛利率将持续改善。

网络货运平台整合，开票业务吸引大量流量，网络承运平台上线在即。公司的网络货运平台通过税收的优惠，吸引了大量的司机和制造业企业将业务放在平台上进行，2020年收入规模达到66亿元。此外，通过嫁接用油，车后，广告和保险等产品提供多产品服务能力，增强平台对运力的粘性。截至2021年一季度，公司的陆运通平台运营主体已经扩展到杭州，山西，青岛，泉州和寿光，预计2021年将落地7个以上。此外，公司计划2021年上线的网络承运平台，将为货主企业提供运力招标平台，进一步加强货主端的服务，增强平台对客户的粘性。预计2021年网络货（承）运平台会持续扩大。

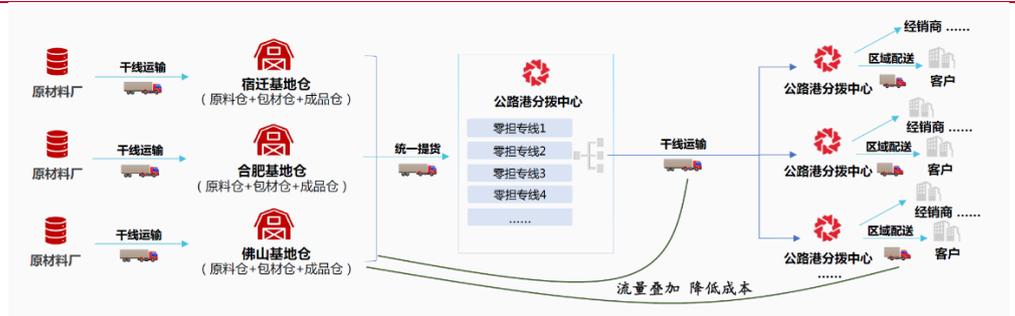
图表 41：传化仓运配项目在车后、化工、快消等领域拥有标志性客户



来源：传化智联公众号；国联证券研究所

供应链业务结构优化，仓运配业务模式得到市场认可。2020 年公司的供应链业务营收 22.57 亿，其中低毛利的商贸采购业务从 2019 年的 49.5 亿元下降了 65% 至 2020 年的 17 亿元，仓运配一体化服务取得约 5 亿元营收。公司运营了泸州老窖，玲珑轮胎，海康威视，一诺威等众多标杆项目，在聚焦领域内已经完成从“0”到“1”的积累，一体化供应链物流的发展思路已经得到验证。

图表 42：传化智联助力某调味品企业供应链物流降本增效



来源：公司公告；国联证券研究所

公司与某调味品企业的一体化供应链物流项目从 2020 年大票零担运输服务切入，目前已发展为涵盖采购、生产、仓储、运配的端到端供应链物流解决方案，涉及原材料库、包辅材库、成品库、粕库的仓储管理、生产辅助作业、短驳配送、集货分拨、干线运输（零担、整车）、区域配送等服务，服务覆盖全国 20 多个省市/自治区。根据我们估算，该项目降低了至少 10% 的物流成本，此外还让客户从仓库管理的琐碎中解脱出来，专心主业，实现了双赢的局面。通常计划性强的企业物流都外包给一家 3PL，供应链体系非常稳定，难以打破，这也意味着该类业务的客户粘性很强，能够长久地为公司提供业务机会。

图表 43: 传化与吉利战略合作, 深化新能源与物流七大领域的合作



来源: 公开资料整理; 国联证券研究所

2021年1月11日, 传化集团与吉利双方将在汽车物流供应链平台、新能源运力平台、基础设施项目开发、绿色能源管理网、金融科技业务、物流新能源产业基金、顶层投资等七大领域启动多层次、全方位的合作。作为传化集团旗下的物流公司, 传化智联将主要负责汽车物流供应链平台、新能源运力平台、基础设施项目开发等方面合作。本次合作给传化智联带来了汽车供应链物流市场的重大机遇。传统汽车供应链物流发展已经成熟, 各大整车制造厂商都有自己的“御用”供应链物流供应商, 具有较高的进入壁垒, 而新兴的电动车企业, 供应链并不成熟, 因此行业存在着较大的发展机会。

3.2. 时机成熟, 传化向零担市场进军

图表 44: B 端的零担需求已经显现



来源: 公司公告; 国联证券研究所

随着上游的 C 端消费和 B 端制造同时走向柔性化、零散化, 快递、零担这些物流企业作为服务于 C 和 B 的服务业, 也在顺应需求, 发生改变。以新安化工为例, 3 年前, 新安化工接近 90% 的货是发整车运输, 而现在接近 80% 的货需要发零担。

图表 45：传化智联“整车——仓配——零担”的成长路径



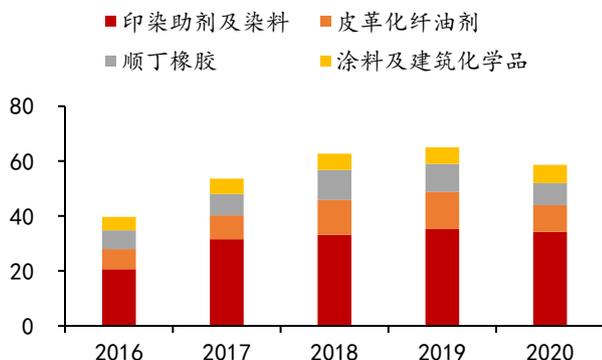
来源：公司公告；国联证券研究所

经过多年发展，传化物流围绕货主企业的物流需求，整合平台资源，已经具备了“整车、零担、仓配”的端到端物流服务能力。在网络货运平台、物流服务业务上，已经形成了数字化、信息化以及智能化运营，实现了端到端全流程可视。但围绕港内专线的大票零担业务，目前还没有实现数字化、信息化与智能化。

传化智联现在货源和线路营销两种模式，帮助专线末端落货分流、前端平台揽货，让专线的每条线路更有效益。同时专线运力在线，成为货主寻找运力自主发货的最佳平台。

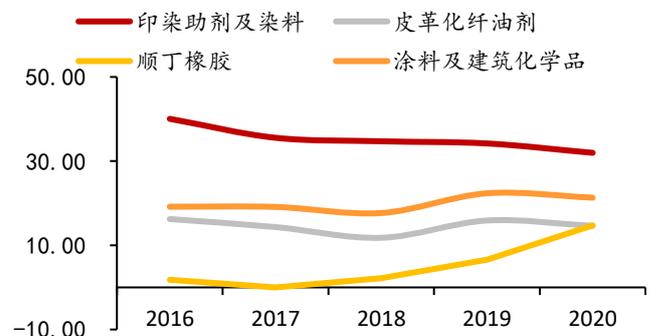
3.3. 化工业务成熟稳定，经营效率持续提升

图表 46：化工部分的收入（亿元）



来源：公司公告；国联证券研究所

图表 47：化工业务毛利率（%）

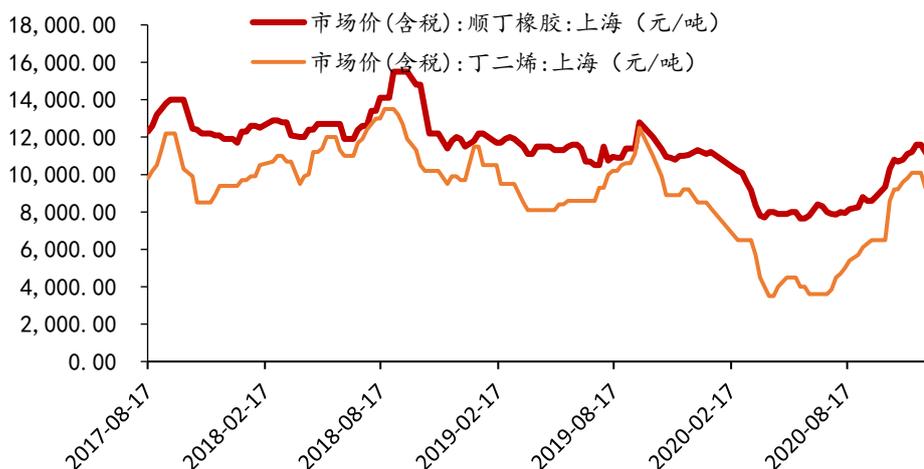


来源：公司公告；国联证券研究所

印染助剂业务龙头地位稳固，长期或将龙头集中。2020 年公司占据国内印染市场 10% 的份额。自 2017 年以来，随着印染中低端市场的饱和，公司未增加新产能，而功能性化学品用量小，客户更换成本高，故而粘性强，市场份额和毛利率保持较为稳定的水准。长期来看，行业成长逻辑从规模成本型向技术驱动型转变，率先突破高端产品技术的公司才能进一步扩大市场份额，相比单产品的小公司，龙头企业拥有研发资金和技术积累的优势，且国际化能力强，在并购海外技术时更具优势。预计未来 1-2 年公司的市场份额稳定，长期具备突破市场占有率瓶颈的潜力。

皮革化纤油剂和涂料建筑化学品维持稳定。公司通过增强与头部客户的合作，皮革化纤油剂和涂料化学品发展稳定，预计未来将维持此态势。

图表 48: 2020 年丁二烯价格下跌幅度大于顺丁橡胶



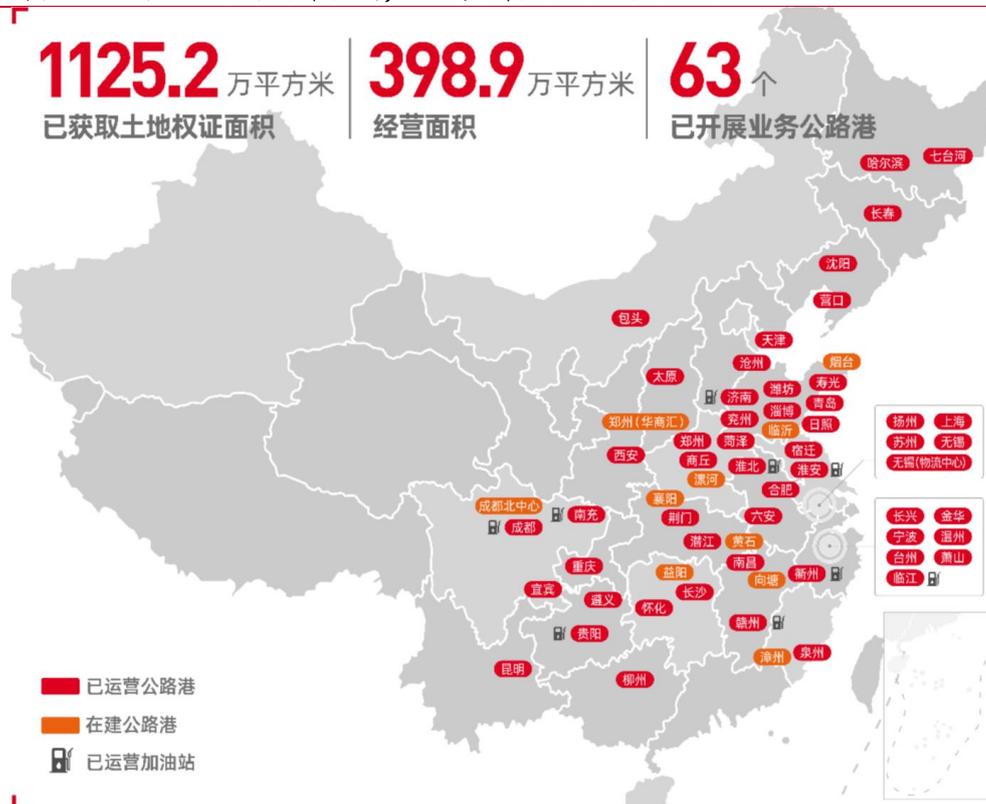
来源: WIND; 国联证券研究所

上下游材料价格变动幅度不一, 顺丁橡胶业务短期毛利率提升, 长期回归。2020 年由于公司的顺丁橡胶产品价格降幅小于原料丁二烯价格降幅, 所以成本有所下降, 造成短期毛利率提升。而长期来看, 上下游价格将趋于稳定, 利润空间回归常态。

4. 公司的竞争优势

4.1. 物流天下, 设施先行

图表 49: 传化公路港遍布全国, 已成为最大的物流园区网络



来源: 公司公告; 国联证券研究所

图表 50：新兴线上平台仅有少数示范园区



来源：公开资料整理；国联证券研究所

图表 51：传化公路港实力雄厚



来源：公司官网；国联证券研究所

不论是快递还是零担，都存在着转运，分拨等中转问题；而传化智联的公路港，具备得天独厚的场地优势，能够为货物的中转装车和运力的聚集提供最基础的物理场地。通过从早期的公路港试点，到 2015 年募资大规模复制，传化智联公路港发展了十多年，截至 2020 年 12 月，公司已获取土地权证面积 1125.2 万平方米，经营面积 398.9 万平方米，仓储面积接近 300 万平方米，已开展业务公路港 63 个，遍布中国 27 个省市自治区，公路港不仅提供了大量的运力，更是形成了全国最大规模的物流园区网络。仅凭公路港这一个物流基础设施的优势，就已经让“没地没仓”的其他网络车货匹配平台望尘莫及。

4.2. 传化智联——科技赋能物流的先行者

早在 2010 年，传化智联就提出要将科技融入物流，助力物流的行业的智能化。多年来，公司也不断践行着这一理念。

图表 52：传统仓运企业数字化程度低



来源：公开资料整理；国联证券研究所

图表 53：传化公路港数字化程度高

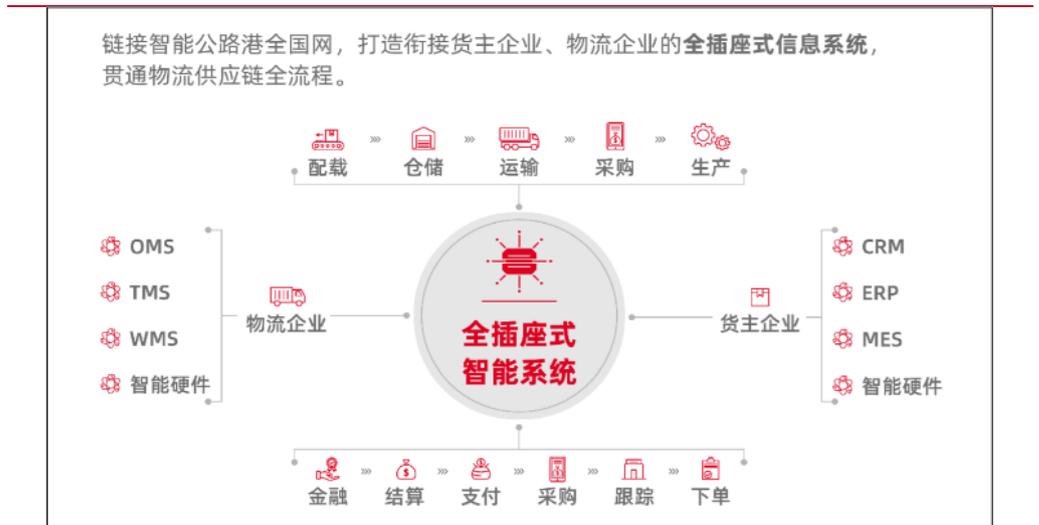


来源：公司官网；国联证券研究所

对比传统的仓储物流企业，公司拥有物联网、云计算、大数据分析和人工智能等技术优势。公司的公路港推行全面数字化，采集的信息通过 5g/互联网方式上传至智能公路港管理平台统一监控。此外在运输管控，仓储管理和订单管理等方面，公司均可以做到全程数字化，可视化，并做到实时管控。公司开放的 OMS, TMS, WMS 和 CRM, ERP, MES 系统不论是对上游货主企业还是对下游物流企业都产生

极强的吸引力。

图表 54：模块化的智能系统使业务更容易对接



来源：公司公告；国联证券研究所

公司专利累计申报 124 件，其中发明专利 115 件，已获得国家授权专利 23 件，其中国家发明专利 17 件，获得软件著作权 115 件。专利技术、软件产品已全面应用于传化智能物流平台，包括智慧园区、智能支付、自动化仓储等多个方面。“传化智能物流工业互联网平台”获得浙江省第一批省级工业互联网平台认定，成为物流领域唯一获此认定的工业互联网平台企业。随着在物流生态链中的持续积累，公司已经形成了自己的一套成熟的全插座式模块化系统，能够适应客户的各类需求，这种平台式的系统对接模式，扩展了公司的潜在客户群体，给公司带了极大的竞争优势。

4.3. 实业老将，行业经验傍身

传化在实业领域的经验，尤其是化工领域，为公司构筑了极高的壁垒。以淄博传化公路港与聚氨酯材料公司一诺威的仓运配一体化业务为例：智联慧通为“一诺威”规划设计并定制开发了智能物流供应链管理系统，从采购、生产、流通到消费的物流供应链上下游各环节主体之间的互联互通和信息共享，从下单、调度、分包、配载、运输、配送、签收等物流运输全流程进行实时跟踪管控，形成完整的物流供应链业务在线作业闭环。每单平均分拣时间从 30 分钟下降到 18 分钟；订单派发到装车发运的时间从过去的 4 小时下降到 2.5 小时；发货/到货及时率从 80% 提升到 95%；通过供应链协同、信息共享之后，物流运输过程中客户通过客服查询订单状态信息的比例从 30% 左右下降到 5% 左右，供应链整体协同效率提升约 30%。对于未涉足过化工领域的 3PL 来说，无法在短时间内拿出像这样合理可行的方案，将毫无疑问地在竞争中出局。

5. 盈利预测

5.1. 预测假设

假设一：公司不再新增化工业务的产能，各品类的产品价格保持稳定。

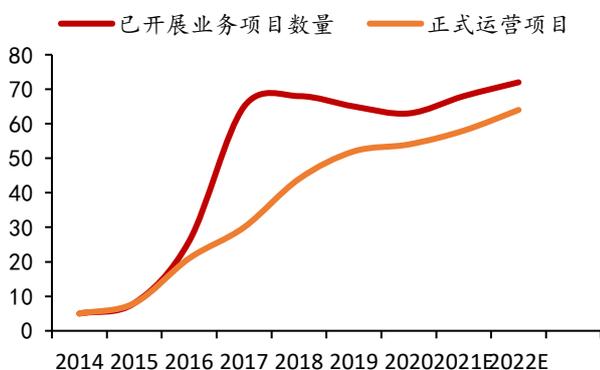
图表 55：假设一对应的化工业务测算（亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
化工业务合计	62.71	65.00	58.69	61.85	60.27	61.06
YOY	16.97%	3.65%	-9.71%	5.38%	-2.55%	1.31%
毛利率	22.81%	24.97%	25.52%	25.28%	25.41%	23.66%
印染助剂及染料	33.21	35.30	34.23	34.77	34.50	34.63
YOY	5.36%	6.29%	-3.03%	1.56%	-0.77%	0.39%
毛利率	34.72%	34.20%	31.97%	33.09%	32.53%	32.81%
皮革化纤油剂	12.60	13.46	9.77	11.615	10.6925	11.15375
YOY	43.18%	6.83%	-27.41%	18.88%	-7.94%	4.31%
毛利率	11.79%	15.89%	14.63%	15.26%	14.95%	15.10%
顺丁橡胶	10.96	10.19	7.98	9.09	8.53	8.81
YOY	41.42%	-7.03%	-21.69%	13.85%	-6.08%	3.24%
毛利率	2.17%	6.56%	14.72%	10.64%	12.68%	11.66%
涂料及建筑化学品	5.94	6.05	6.71	6.38	6.55	6.46
YOY	7.22%	1.85%	10.91%	-4.92%	2.59%	-1.26%
毛利率	17.67%	22.36%	21.32%	21.84%	21.58%	21.71%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

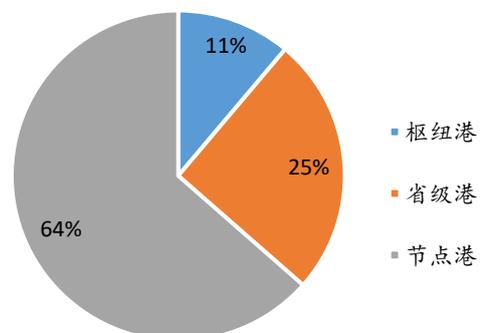
假设二：假设公司 2021-2023 年开展业务的公路港数量分别增加 5 个、4 个和 3 个，正式运营的数量增加 4 个、6 个和 5 个。假设同类型的公路港运营团队结构和人数相似，对应的运营成本也相似。假设枢纽港、省级港和节点港的最优坪效分别为 600 元、300 元和 200 元。达到最优坪效的时间分别为 3 年、4 年和 5 年。

图表 56：公路港项目数量假设



来源：公司公告；国联证券研究所预测

图表 57：公路港数量占比（2020 年）



来源：传化智联公众号；国联证券研究所

图表 58：各类港的数据假设

	面积 (亩)	最优坪效 (元/m ²)	达到最优坪效时间 (年)
枢纽港	500	600	3
省级港	300	300	4
节点港	150	200	5

来源：国联证券研究所

图表 59：与假设二相关的园区业务测算 (亿元)

园区业务收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	8.03	10.55	12.75	15.41	18.62
yoy	2.42%	31.34%	20.85%	20.87%	20.88%
毛利率	42.71%	62.43%	66.23%	68.86%	71.26%
仓储、物流、 旅馆出租	5.62	7.45	8.94	10.73	12.87
yoy		32.56%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.43%	50.97%	56.11%	59.64%	62.89%
其它 (交易服务费等)	2.41	3.10	3.81	4.68	5.75
yoy		28.50%	22.90%	22.90%	22.90%
毛利率	90%	90%	90%	90%	90%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

假设三：假设供应链收入方面，传统的商贸采购部分持续收缩，并在 2022 年归零。仓运配+总分包保持稳定增长，储备项目逐步转化，由于仓运配项目“一事一议”，毛利率稳定可控，故假设该项业务毛利率不变。

图表 60：与假设三相关的供应链收入业务测算 (亿元)

供应链收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	68.09	22.57	22.30	29.30	41.30
yoy	-26.62%	-66.85%	-1.20%	31.39%	63.24%
毛利率	2.06%	1.59%	0.43%	0.32%	0.23%
商贸采购	49.50	17.27	5	0	0
yoy	-38.50%	-65.11%	-71.05%	-100.00%	
毛利率	1.98%	0.22%	0.00%		
运输	12.8	3.80	3.80	3.80	3.80
yoy	4.07%	-70.31%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
仓运+仓配	0.7	1.5	13.5	25.5	37.5
yoy		114.29%	800.00%	88.89%	74.42%
毛利率	15%	15%	15%	15%	15%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

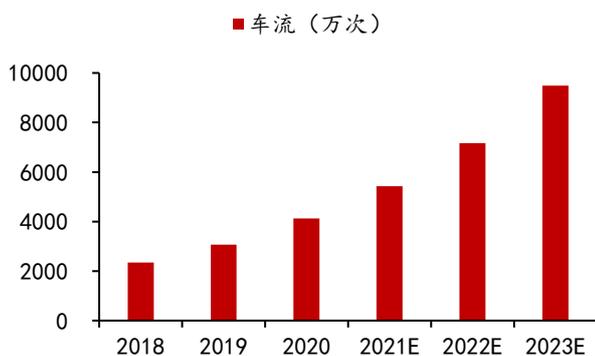
假设四：截至 2020 年底，公司的网络货运平台业务已经在 3 个城市开展，全年营收 67.67 亿元，假设 2021 年将会扩大至 7 个城市且单个规模相当。2022-23 年持续扩大。假设平台毛利率不变。

图表 61：与假设四相关的网络货运平台业务测算（亿元）

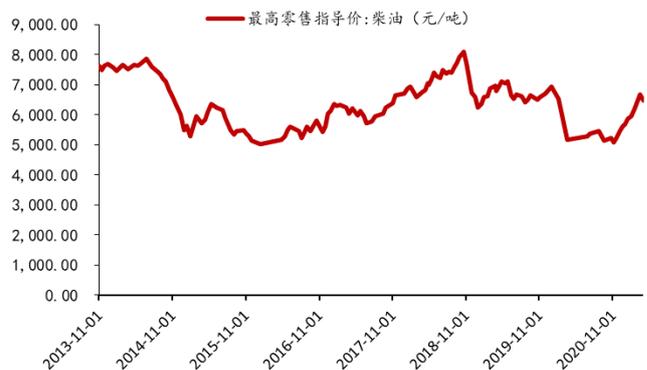
网络货运平台收入	2020	2021E	2022E	2023E
合计	67.67	130.00	188.00	250.00
YOY	1227.45%	136.34%	43.75%	34.20%
毛利率	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

假设五：2018 年 H1 成都港日均车流 14696 次，另据媒体报道，传化成都燕塘加油站日均加油车辆数约为 2000 辆，推算加油车辆与车次比例约为 1：7。2018 年传化总计车后业务总计 33.29 亿元，其中成都港油品收入约为 15.6 亿元，占 50%，300 万辆加油车次，平均每台车每次加油 520 元。估算成都公路港 2018 年车流达到 536.4 万次，占总流量的 22.88%。假设公路港车流能够持续稳定增长，2021-2023 年分别为 5422 万次、7170 万次和 9481 万次。假设柴油价格稳定为 7000 元/吨，加油站业务毛利率稳定。

图表 62：公司车流变化假设


来源：公司公告；国联证券研究所预测

图表 63：油价变化趋势


来源：WIND；国联证券研究所

图表 64：与假设五相关的车后业务测算（亿元）

车后业务收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	53.86	50.26	63.89	81.76	104.92
yoy	61.79%	-6.68%	27.12%	27.97%	28.33%
毛利率	5.20%	4.49%	5.08%	4.89%	4.41%
油卡销售	43.09	38.78	50.97	67.41	89.14
yoy		-10.00%	31.44%	32.24%	32.2%
毛利率	1.50%	1%	1.50%	1.50%	1.50%
加油站	10.77	11.48	12.91	14.35	15.78
yoy		6.59%	12.50%	11.11%	10.00%
毛利率	20%	16.28%	19.20%	20.82%	20.82%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

5.2. 业绩测算汇总

图表 65：公司营收测算汇总（亿元）

营业收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	201.45	213.35	290.41	374.36	479.53
YOY	-0.59%	5.28%	43.31%	84.74%	136.64%
毛利率	13.94%	13.20%	11.35%	9.89%	8.76%
网络货运平台					
合计		67.67	130.00	188.00	250.00
YOY		1227.45%	136.34%	43.75%	34.20%
毛利率		2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
化工业务					
合计	65.00	58.69	61.85	60.27	61.06
YOY	3.65%	-9.71%	5.38%	-2.55%	1.31%
毛利率	24.97%	25.52%	25.28%	25.41%	25.35%
物流供应链					
合计	68.09	22.57	18.30	25.30	41.30
YOY	-26.62%	-66.85%	-18.92%	38.25%	63.24%
毛利率	2.06%	1.59%	0.52%	0.38%	0.23%
园区业务					
合计	8.03	10.55	12.75	15.41	18.62
YOY	2.42%	31.34%	20.85%	20.87%	20.88%
毛利率	42.71%	62.43%	66.23%	68.86%	71.26%
车后业务					
合计	53.86	50.26	63.89	81.76	104.92
YOY	61.79%	-6.68%	27.12%	27.97%	28.33%
毛利率	5.20%	4.49%	5.08%	4.89%	4.41%
支付、保险及其他业务					
合计	5.90	2.79	2.81	2.81	2.81
YOY	28.82%	28.56%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	65.82%	64.78%	64.78%	64.78%	64.78%
房产销售					
合计	0.57	0.82	0.82	0.82	0.82
YOY	111.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	59.53%	59.21%	59.21%	59.21%	59.21%

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测

5.3. 投资建议

图表 66：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	201.45	213.35	290.41	374.36	479.53
增长率（%）	-0.59%	5.28%	43.31%	84.74%	136.64%
归母净利润（亿元）	16.02	15.21	15.32	18.37	21.52
增长率（%）	95.63%	-5.06%	0.72%	19.91%	17.15%
EPS（元/股）	0.48	0.46	0.46	0.56	0.65
市盈率（P/E）	13	13	17	14	12

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所预测；股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价

我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 290.41、370.44、479.53 亿元；归母净利润分别为 15.32、18.36、21.52 亿元；对应 EPS 分别为 0.46、0.56、0.65 元；对应当前股价的 PE 分别为 17、14、12 倍。

图表 67：可比公司估值

股票代码	证券简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600352	浙江龙盛	449.29	47.58	53.97	57.21	9	8	8
002440	闰土股份	111.37	8.46	9.21	10.00	13	12	11
002392	顺丰控股	3239.63	63.87	85.04	104.23	51	38	31
ZTO.N	中通快递	1726.38	47.40	59.41	74.81	36	29	23

来源：公司公告；WIND；国联证券研究所；股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价

公司的化工业务部分，考虑到行业市场和产能格局较为稳定，参考同类上市公司浙江龙盛和闰土股份，2021 年给予 10 倍 PE 估值；物流业务部分，对比顺丰和中通，我们认为公司的成长空间广阔，估值上限超过 40 倍 PE，而参考 2017 年普洛斯退市时约 10 倍 PE 的估值，我们认为公司的合理估值区间为 10~40 倍 PE。我们看好公司公路港业务的盈利水平提升，同时考虑到公司切入一体化供应链物流赛道，为公司打开新的市场空间，并为公司港内的零担企业带来活力，2021 年保守给予 21 倍 PE 估值。合计化工与物流两部分业务的估值，公司合理市值水平为 309 亿元，对应目标价为 9.30 元。给予“买入”评级。

6. 风险提示

➤ 化工产品价格波动的风险：

公司的化学业务毛利率会受到上游原材料和产品价格波动的影响，原料和产品的价格变动幅度不存在特定的相关性，原料涨价和产品降价可能会同时发生，压缩公司的毛利率；反之亦然。

➤ 公路港盈利爬坡不及预期：

公司的公路港盈利效率提升有赖于每个公路港的实际运营水平。公司的港与港之间存在着区位，大小和城市产业集群的不同，部分公路港可能并不完全遵循假设中提到的 3~5 年的盈利爬坡周期。

➤ 供应链业务扩展不及预期：

供应链业务属于项目制的业务，标准化程度较低，推广有赖于团队的能力。在公司业务团队数量和能力有限的情况下，公司的储备项目转化时，进度可能低于预期。

➤ 油价波动导致的车后业务利润率变化：

公司的加油站业务毛利与油价相关度较高，油价高则毛利高，油价过低时则可能导致该项业务亏损。

➤ 政府补贴退坡或确认不及时影响净利润：

公路港在建设和后期运营时会获得不同程度的政府补贴，但部分补贴不会当期结算。若出现政府补贴延期或者取消的情况，则可能会使公司当期的净利润下滑。

图表 68: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,275.90	5,227.95	26,136.90	33,692.40	43,157.70	营业收入	20,143.34	21,496.56	29,041.00	37,436.00	47,953.00
应收账款+票据	3,621.34	4,661.71	4,431.80	5,706.40	5,980.59	营业成本	17,498.53	18,828.21	25,744.85	33,733.58	43,752.32
预付账款	604.78	683.85	680.00	700.00	720.00	营业税金及附加	126.66	178.89	296.00	365.00	450.00
存货	1,463.94	1,484.89	1,678.00	1,678.00	1,678.00	营业费用	827.64	647.41	657.00	688.00	730.00
其他	1,560.63	1,422.49	1,471.00	1,471.00	1,471.00	管理费用	1,204.33	1,115.24	1,256.00	1,071.00	896.00
流动资产合计	10,526.59	13,480.89	34,397.70	43,247.80	53,007.29	财务费用	384.42	430.87	500.79	664.63	768.29
长期股权投资	728.23	910.89	910.89	910.89	910.89	资产减值损失	290.91	383.29	383.29	383.29	383.29
固定资产	1,713.01	1,639.59	2,745.65	2,069.18	1,392.71	公允价值变动收益	132.13	276.14	400.00	400.00	400.00
在建工程	1,015.45	1,782.53	844.00	844.00	633.00	投资净收益	-6.80	15.56	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,057.44	1,282.19	1,249.81	1,217.42	1,185.03	其他	116.49	119.67	113.81	113.81	113.81
其他非流动资产	14,442.81	15,565.67	15,745.72	16,769.77	17,793.82	营业利润	52.66	324.01	716.88	1,044.31	1,486.91
非流动资产合计	19,956.95	21,180.86	21,496.06	21,811.25	21,915.45	营业外净收益	1,944.88	1,547.45	1,300.00	1,400.00	1,400.00
资产总计	30,483.53	34,661.76	55,893.76	65,059.05	74,922.74	利润总额	1,997.54	1,871.46	2,016.88	2,444.31	2,886.91
短期借款	2,640.34	4,265.26	25,093.28	33,805.61	43,041.85	所得税	359.50	288.03	404.22	511.08	621.73
应付账款+票据	1,478.35	1,506.04	1,491.00	1,491.00	1,491.00	净利润	1,638.04	1,583.44	1,612.66	1,933.23	2,265.19
其他	3,432.42	4,237.01	4,575.58	4,931.91	5,446.13	少数股东损益	35.85	62.18	80.61	96.63	113.23
流动负债合计	7,551.11	10,008.31	31,159.86	40,228.52	49,978.99	归属于母公司净利润	1,602.19	1,521.26	1,532.05	1,836.60	2,151.96
长期带息负债	4,581.39	6,668.27	6,668.27	6,668.27	6,668.27						
长期应付款	773.47	583.37	583.37	583.37	583.37						
其他	1,189.30	1,256.02	1,255.86	1,255.86	1,255.86						
非流动负债合计	6,544.16	8,507.66	8,507.50	8,507.50	8,507.50						
负债合计	14,095.27	18,515.98	39,667.37	48,736.03	58,486.49						
少数股东权益	1,761.50	1,126.45	1,207.06	1,303.70	1,416.92						
股本	3,257.81	3,307.09	3,307.09	3,307.09	3,307.09						
资本公积	6,494.12	5,921.73	5,921.73	5,921.73	5,921.73						
留存收益	4,874.83	5,790.50	5,790.50	5,790.50	5,790.50						
股东权益合计	16,388.27	16,145.78	16,226.39	16,323.03	16,436.25						
负债和股东权益总计	30,483.53	34,661.76	55,893.76	65,059.05	74,922.74						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,638.04	1,583.44	237.66	483.23	815.19
折旧摊销	403.53	446.98	345.51	345.51	345.51
财务费用	410.46	448.98	500.79	664.63	768.29
存货减少	552.04	-60.22	-193.11	0.00	0.00
营运资金变动	-1,217.39	358.72	508.78	-938.27	220.02
其它	-371.96	-598.21	383.13	383.29	383.29
经营活动现金流	1,414.71	2,179.70	1,782.77	938.40	2,532.31
资本支出	2,953.96	2,243.88	0.00	0.00	0.00
长期投资	657.44	1,046.97	844.00	844.00	633.00
其他	1,237.44	1,414.50	1,175.00	1,250.00	1,250.00
投资活动现金流	-2,373.97	-1,876.36	331.00	406.00	617.00
债权融资	-82.44	3,901.14	20,828.02	8,712.33	9,236.24
股权融资	1,017.76	115.62	0.00	0.00	0.00
其他	-1,521.99	-2,540.10	-2,032.84	-2,501.23	-2,920.25
筹资活动现金流	-586.67	1,476.66	18,795.18	6,211.10	6,315.99
现金净增加额	-1,550.39	1,741.07	5,227.95	26,136.90	33,692.40

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-0.02%	6.72%	35.10%	28.91%	28.09%
EBIT	35.68%	-2.28%	5.78%	20.65%	15.81%
EBITDA	665.22%	193.07%	-40.24%	60.08%	41.73%
归属于母公司净利润	111.39%	1,906.62%	-67.67%	103.33%	68.69%
获利能力					
毛利率	8.13%	7.37%	5.55%	5.16%	4.72%
净利率	12.00%	10.20%	8.31%	6.47%	4.99%
ROE	7.76%	6.52%	4.50%	4.78%	4.88%
ROIC	-2.86%	4.00%	14.74%	25.00%	35.99%
偿债能力					
资产负债率	51.24%	59.05%	80.07%	83.05%	84.99%
流动比率	0.99	1.06	1.00	1.00	1.00
速动比率	0.43	0.52	0.84	0.84	0.86
营运能力					
应收账款周转率	11.76	13.11	10.58	18.09	34.43
存货周转率	8.10	9.50	14.10	19.41	25.51
总资产周转率	0.02	0.05	-0.01	-0.01	-0.01
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.46	0.46	0.56	0.65
每股经营现金流	0.00	-0.78	4.26	0.06	0.16
每股净资产	0.43	0.66	0.54	0.28	0.77
估值比率					
市盈率	13	13	17	14	12
市净率	1.0	1.0	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	79.65	30.39	84.95	62.04	50.49
EV/EBIT	10.07	11.52	18.20	17.63	17.56

数据来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373