传化智联

20190919: 8.06 → 12

今日分析师重点关注标的

主要观点

一、物流行业GDP比率高达14.6%，货车有效行驶距离远低于美国，对公路物流体系提出要求，三大万亿级商圈叠加

二、传化智联构建“公路港”商业模式，解决公路物流的根本痛点，公路港网络已经基本建设完成

三、盈利模式已经形成，今明两年将实现盈利，稳健运营后净利润有望翻4倍

四、PE处于历史底部区间，今年业绩增长40%，目标价高于现价49%

相关标的：传化智联

一、物流行业GDP比率高达14.6%，货车有效行驶距离远低于美国，对公路物流体系提出要求，三大万亿级商圈叠加

1、我国物流行业快速发展但效率低下，比发达国家有显著差距

自2003年开始呈现高速增长态势，2018年全国社会物流总额达252.8万亿元。与此同时，2017年物流总费用高达12.1万亿元，与GDP的比率为14.6%，而西方发达国家物流费用与GDP的比率仅为8%左右，我国物流行业效率明显较低。

2、公路物流占主导，但效率低下：有效行驶距离短、空驶率高

2017年，公路货运量占到整体货运量的76.8%，可以说公路物流能力的薄弱是中国物流效率低的主要原因。以货车平均每日有效行驶距离指标为例，我国仅有400公里，而美国高达1000公里。再以装载率为例，我国目前货车平均装载率仅70%左右。

3、公路物流交易链条过长造成信息严重不对称

从公路物流产业链来看，包括货主、货运代理方、物流公司、专线车辆司机以及货运市场管理方、政府机构等参与方。从实际运作来看，货主企业一般通过大型第三方物流承运，然后大型第三方物流公司再向小公司、个体户转包业务，而作为最终承运人的个体户处于交易链条的最末端。

4、围绕“司机、卡车、货物”均有万亿级市场空间

1）货车万亿级商圈：以2017年为例，全国拥有载货汽车1368.62万辆。围绕货车后市场，每一辆都存在汽修汽配、保险、加油等需求。假设按照每辆车平均相关需求规模为10万元，则围绕货车的商圈市场规模将达到1.3万亿元。

2）卡车司机万亿级商圈：按照货车司机与车辆数量之比为1.5:1测算，则货车司机数量约2000万人左右。围绕货车司机在运输途中以及日常生活中的消费需求，如运输途中的住宿、餐饮、保险，日常生活中的保险、理财、娱乐等。假设按照每个司机每年5万来计算，则围绕货车司机的消费市场为1万亿元左右。

3）货物运输万亿级商圈：2017年全国物流总费用为12.1万亿，按照公路运输占比为75%、运输环节占比53%来测算，则每年公路货运市场规模超过4万亿元。

二、传化智联构建“公路港”商业模式，解决公路物流的根本痛点，公路港网络已经基本建设完成

1、传化智联于2015年注入“传化化工”，形成以智能物流为首要目标的业务转型

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

2、类似机场和港口，传化智联的公路物流提供基础设施服务

当前传化的公路港的商业模式及盈利模式类似机场和港口，提供基础设施服务，是特定货物的物流中心。针对大票零担领域，传化的公路港网络，实际上是提供中转作业的服务，能够显著提高配货、集散效率。

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

传化智联的供应链物流在线下公路港服务基础上，用智能信息系统、物流服务系统和支付金融系统，形成一套解决方案，将各类服务整合起来，让供应链效率提升30%-40%，物流成本降低20%-30%。

4、前期大投入，全国布局基本完成

从2015年到2018年累计投入105亿元，新增了公路港63个。截至2019年上半年，“4+11”中已经落地12个，21个省会项目中已经落地13个，累计运营公路港68个，在建及拟开工项目13个，储备签约项目160余个，目前围绕交通大通道的布局基本完成，预计未来2年每年新增10个公路港。

三、盈利模式已经形成，今明两年将实现盈利，稳健运营后净利润有望翻4倍

1、经历3年投入和培育，预计今明两年将实现盈利

2019年上半年，扣除所有政府补贴及公允价值变动，盈利公路港实现的经营性利润盈利占比已达51%，上半年归母净利润增长128%。根据公路港运营周期，投产后3年以内，如果达到“80%的出租率、180的坪效”这两个指标，一般就会进入盈利周期。随着公路港运营成熟，已投运的传化公路港有望在2019年到2020年实现盈利。

2、中观预计稳健运营后年度净利润有望达到32.4亿元，为18年净利润的4倍

目前传化合计运营68个公路港，根据“4+11”布局一共落地12个（一类港），21个省会项目中已落地13个（二类港），其余43个为三类港。假设中期内一类港、二类港项目全部落地，三类港新增30个，且全部稳健运营。我们分别按照悲观/中性/乐观假设测算，预计稳健运营后年度公路港营业利润达22.7/32.4/40.6亿元，流量变现可期。

四、PE处于历史底部区间，今年业绩增长40%，目标价高于现价49%

预计19-21年分别实现EPS为0.35/0.58/0.67元，对应当前股价PE为23.6/14.2/12.2x。公司业绩增长提速，重资产投入构筑强大竞争壁垒，给予目标价12元，高于现价49%。

本文由以下信息整理采编：

《招商证券：传化智联（002101.SZ）——科技赋能物流，流量开始变现》招商证券交通运输/物流团队、苏宝亮（S1090519010004）2019-09-16

《申万宏源研究：传化智联（002010）——传化公路港研究之一：静待收获的秋季》申万宏源交通运输团队、闫海（A0230519010004）/游道柱（A0230118010008）2019-03-29

《民生证券：传化智联（002010）——公路港业绩逐步兑现，迎来布局时机》民生证券基础化工团队、钟奇（S0100518110001）2019-03-04

《兴业证券：传化智联（002010）——摸索后的成长，线下实体进入收获期》兴业证券物流团队、王品辉（S0190514060002）/龚里（S0190515020003）/张晓云（S0190514070002）2019-01-14