

轻重资产融合提升供应链服务能力， 致力成为公路货运数字化推动者

核心观点：

- **传化智联：轻重资产搭配助力供应链服务，未来业绩增长可期。**传化智联于 2001 年建立，2004 年上市，2015 年传化集团将旗下物流资源整体注入上市公司，传化智联调整发展战略，完成侧重点从化工产业到智慧物流的转化，开始以打造传化网智能物流业务作为首要发展目标，并协同发展化工业务。截止 2021 年 7 月 29 日，公司总市值超过 210 亿元，总资产超过 350 亿元。
- **成长赛道：中国物流市场具有万亿级提质增效空间，公路货运数字化是重要环节之一。**①**行业趋势：**中国物流费用占比高于发达国家，物流市场具有万亿元及提质增效空间。2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。②**理想愿景：**从第三方物流迈向数字供应链，细分行业市场需求广阔。供应链管理有助于企业实现降本 5%-15%。到 2025 年汽车、快消物流供应链服务市场超过 4000 亿元，服装、电子物流供应链市场超过 3000 亿元。③**热点环节：**公路网络货运是数字供应链的重要环节。网络货运平台核心在于整合资源，化解货主、社会零散司机之间的信息不对称。目前我国网络货运行业市场集中度相对较高，但网络数据安全审查背景下，公路网络货运市场格局面临重构。
- **核心业务：物流业务是未来业绩增长点，政策支持具有持续性。**①**公路港业务：**以物理网点整合行业资源，带动供应链发展。②**供应链物流服务：**专注四大行业，开展“仓运配”服务。③**网络货运平台服务：**提供税务优化和车货匹配服务，解决公路货运痛点问题。④**供应链金融服务：**利用线上线下平台数据优势，开展系列保理、融资服务。⑤**车后服务：**发挥公路港的聚集效应，营收规模保持稳定。⑥**化工业务：**精细化工“起家”业务，经营能力稳健。⑦**政策因素：**把握国家物流升级政策趋势，获得政府补贴具有持续性。
- **盈利预测和估值：**预测公司 2021-2023 年 EPS 为 0.68、0.77、0.86 元，对应 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。维持给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21496.56	29781.33	39225.00	46611.06
收入增长率	6.71%	38.54%	31.71%	18.83%
归母净利润(百万元)	1521.26	2073.85	2363.00	2637.51
利润增长率	-5.05%	36.32%	13.94%	11.62%
毛利率	12.41%	11.45%	10.66%	10.54%
EPS(元)	0.495	0.675	0.769	0.859
PE	14.40	10.56	9.27	8.30

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

传化智联(002010.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王靖添

☎：8610-80927665

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090001

特此鸣谢

宁修齐，实习生李彦诚

市场数据

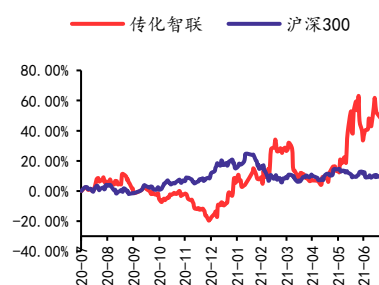
2021-07-29

A 股收盘价(元)	7.13
A 股一年内最高价(元)	9.60
A 股一年内最低价(元)	4.56
上证指数	3397.36
市盈率(TTM)	14.50
总股本(万股)	307,146
实际流通 A 股(万股)	293,807
流通 A 股市值(亿元)	218.99

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相对表现图

2021-07-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河交通王靖添团队】行业深度报告_交通运输行业_2021 年中期投资策略：寻找数字供应链赛道的投资机会

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

短期驱动因素：①新冠疫情下，我国公路货运等物流持续保持高景气度。根据中国物流与采购联合会数据显示，2021 年上半年，全国社会物流总额 150.9 万亿元，按可比价格计算，同比增长 15.7%，两年平均增长 7.3%。根据交通运输部数据显示，2021 年 1-6 月，我国完成营业性货运量 247.5 亿吨，比 2020 年同期增长 24.6%，比 2019 年同期增长 14.9%。利好传化智联的公路港、网络货运、供应链物流业务，业绩有望出现显著边际改善。②满帮等网络货运行业头部企业目前受到国家网络安全审查，网络货运市场格局面临重构趋势，传化智联有望获得增量市场份额。

长期驱动因素：中国物流市场具有万亿级提质增效空间，公路货运数字化是重要环节之一。2020 年，在我国 14.9 万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为 6.5 万亿元，占比达 43.9%。一体化供应链物流的规模为 2.3 万亿元，占比第三方物流比重超 30%。我国第三方物流及供应链渗透率水平具有进一步提升空间。

我们与市场不同的观点：

物流产业升级补贴政策具有持续性。传化智联开展智慧物流、公路港物流中心等业务具有一定的公共服务属性。具体可以理解为政府购买公共服务，传化智联在提供相应的服务，当前我国每年各类型财政补贴资金具有较强的持续性，因此，未来传化仍将会做好物流市场需求和政府关注的物流公共服务产品，获得政府补贴是具有持续性的。

估值与投资建议：

根据业绩拆分和盈利预测结果，预计 2021-2023 年公司分别实现营业收入 297.81 亿元、392.25 亿元、466.11 亿元，同比分别+38.54%、+31.71%、+18.83%。2021-2023 年，预计公司分别实现归母净利润 20.73、23.63、26.38 亿元，同比分别+36.32%、+13.94%、+11.62%。2020-2022 年，预计 EPS 分别为 0.675 元/股、0.769 元/股、0.859 元/股，对应 11 倍、9 倍、8 倍 PE。当前公司深化推荐物流数字化进程，深度推进公路港与网路货运平台融合发展，并稳步推进供应链物流业务，公司估值应对标统筹考虑物流地产、网络货运平台和综合物流的综合估值水平，具备提升空间，未来公司将迎来估值和业绩齐升局面，维持给予“推荐”评级。

绝对估值方面：我们采用三阶段的 FCFE 模型进行绝对估值。考虑到网络货运及公路货运数字化具有高成长性，假设过渡期为 7 年，自 2024 至 2030 年期间。基于未来公路物流市场会稳步增长，假设 2023-2027 年过渡期增长率为 7%，2030 年之后为永续增长期，假设永续增长率为 1.5%。同时，我们测算得出公司 β 为 1.02，WACC 为 4.98%。在以上参数假设的基础上，我们估算公司每股目标价约为 10.92 元。

股价表现的催化剂：

公路网络货运高成长发展，数字供应链渗透率提升、公路货运高景气度发展等。

主要风险因素：

物流需求不及预期的风险，物流数字化进程不及预期产生的风险，新冠疫苗接种进度不及预期的风险，交通运输政策变化产生的风险，网络货运平台政策变化的风险。

目 录

一、传化智联：轻重资产搭配助力数字供应链服务，未来业绩增长可期	3
（一）基本概况：化工转向物流，致力推动公路货运数字化进程	3
（二）股权结构：股权集中度较高，徐氏家族为实际控制人	3
（三）主营业务：化工业务较为稳定，物流业务中“网络货运平台”成为亮点	3
（四）财务概况：营收持续保持正增长，盈利能力总体稳健	5
二、成长赛道：中国物流市场具有万亿级提质增效空间，公路货运数字化是重要环节之一	7
（一）行业趋势：中国物流费用占比高于发达国家，物流市场具有万亿元及提质增效空间	7
（二）理想愿景：从第三方物流迈向数字供应链，细分行业市场需求广阔	9
（三）热点环节：公路网络货运是数字供应链的重要环节	12
三、核心业务：物流业务是未来业绩增长点，化工业务总体表现稳健	14
（一）公路港业务：以物理网点整合行业资源，带动供应链发展	15
（二）供应链物流服务：专注四大行业，开展“仓运配”服务	16
（三）网络货运业务：网络货运服务：提供税务优化和车货匹配服务，解决公路货运痛点问题	18
（四）供应链金融服务：利用线下线上平台数据优势，开展系列保理、融资服务	19
（五）车后服务：发挥公路港的聚集效应，营收规模保持稳定	20
（六）化工业务：精细化工“起家”业务，经营能力稳健	21
（七）政策因素：把握国家物流升级政策趋势，获得政府补贴具有持续性	22
四、盈利预测及估值	23
（一）盈利预测及相对估值	23
（二）绝对估值	25
五、风险提示	26
六、附录	27
插图目录	28

一、传化智联：轻重资产搭配助力数字供应链服务，未来业绩增长可期

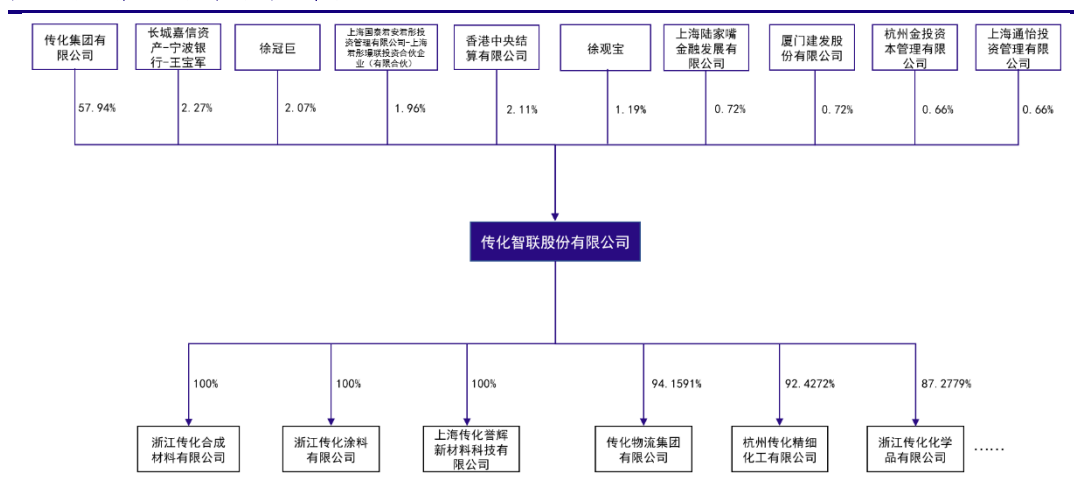
（一）基本概况：化工转向物流，致力推动公路货运数字化进程

传化智联于 2001 年建立，注册资本 30.71 亿元，2004 年上市，股票代码为 002010.SZ。最初公司从事的主要是“功能性化学品行业”，2015 年为了助力化工产业供应链建设、促进生产制造与生产性服务业协同发展，传化集团将旗下物流资源整体注入上市公司。随后传化智联调整发展战略，完成侧重点从化工产业到智慧物流的转变，开始以打造传化网智能物流业务作为首要发展目标，并协同发展化工业务，在 2017 年，公司物流收入已经超过化工收入。截止 2021 年 7 月 29 日，公司总市值超过 210 亿元，总资产超过 350 亿元。目前，传化智联开展业务的公路港有 63 个，初步形成了覆盖 27 个省份的物流骨干网；网络平台业务 2020 年日交易量超 2 万单，月复合增长率超 25%，平台运营客户超 4000 家，注册车辆达 50 万辆，服务客户已覆盖到大宗物流、普货运输、快递快运等领域。

（二）股权结构：股权集中度较高，徐氏家族为实际控制人

传化智联是传化集团旗下的 A 股上市公司，第一大股东传化集团由徐传化在 1986 年创建，目前由其子徐冠巨掌管，实控人亦为徐氏父子三人（徐传化、徐冠巨、徐观宝），家族控股集中度较高，截至 2020 年底，徐传化、徐冠巨、徐观宝对传化集团的持股比例分别为 7.35%、50.03%和 42.62%。

图 1：传化智联股权穿透图（部分）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

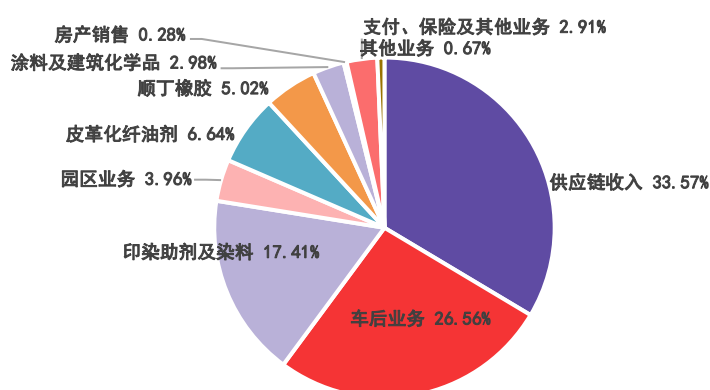
（三）主营业务：化工业务较为稳定，物流业务中“网络货运平台”成为亮点

在传化智联 2019、2020 年的年度报告中，主营构成的描述方式发生了较大变化，除“国

区业务”更名为“智能公路港业务”、“供应链收入”更名为“物流供应链收入”外，还对业务板块做出了更加精细的拆分，新增了“网络货运平台业务”这一项，该业务占公司收入比例为31.48%，远超其它。

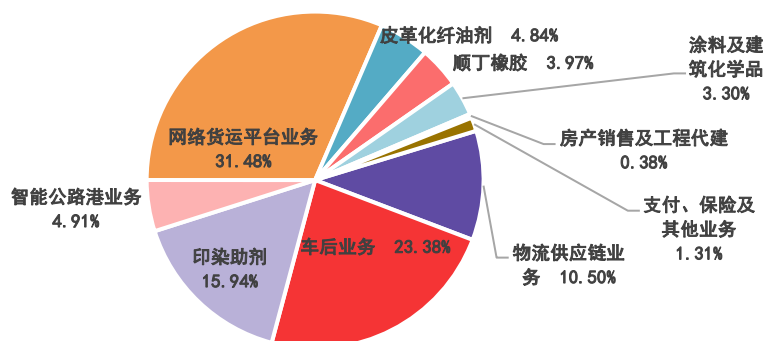
具体来看，2019 年/2020 年，公司的主营业务中，供应链收入占比分别为 33.57%/10.50%，车后业务占比分别为 26.56%/23.38%，印染助剂及染料占比分别为 17.41%/15.94%，园区业务占比分别为 3.96%/4.91%，皮革化纤油剂占比分别为 6.64%/4.84%，顺丁橡胶占比分别为 5.02%/3.97%，支付、保险及其他业务占比分别为 2.91%/1.31%，涂料及建筑化学品占比分别为 2.98%/3.30%，房产销售占比分别为 0.28%/0.38%。

图 2：2019 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

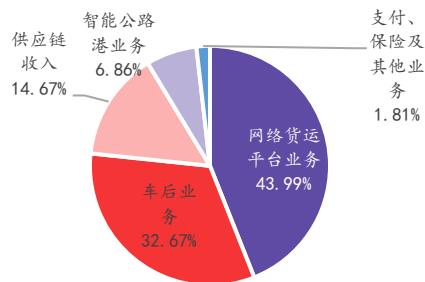
图 3：2020 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

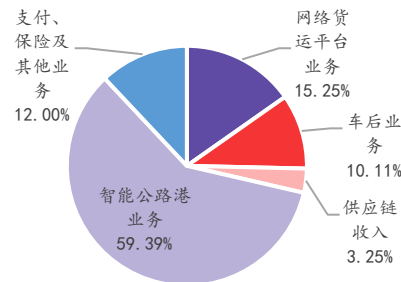
值得注意的是，公司主要物流业务的收入占比情况和毛利润占比情况具有较大的差别。2019 年虽然园区业务在收入构成中的占比不到 6%，但是在毛利润中占比却达到了 30%以上；2020 年新增的收入项目“网络货运平台”确认了将近 67 亿的收入，占主要物流业务收入的 43.99%，但是毛利润占比却仅为 15.25%，“智能公路港业务”占收入比重为 6.86%，占毛利润比重却达到了 59.39%。这是不同业务的毛利率差别较大所导致的结果。

图 4：2020 年公司物流业务收入占比



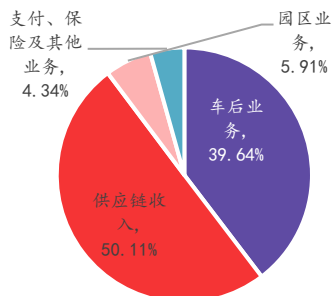
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2020 年公司物流业务毛利润占比



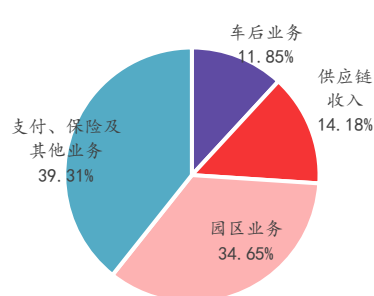
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2019 年公司物流业务收入占比



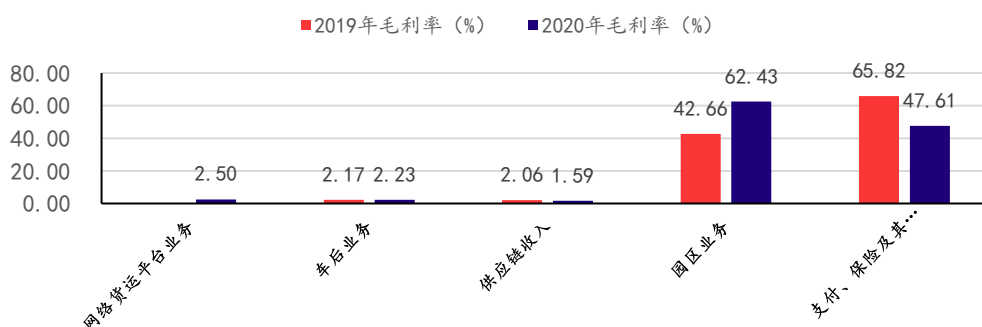
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：2019 年公司物流业务毛利润占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：2019 年、2020 年传化主要物流业务毛利率

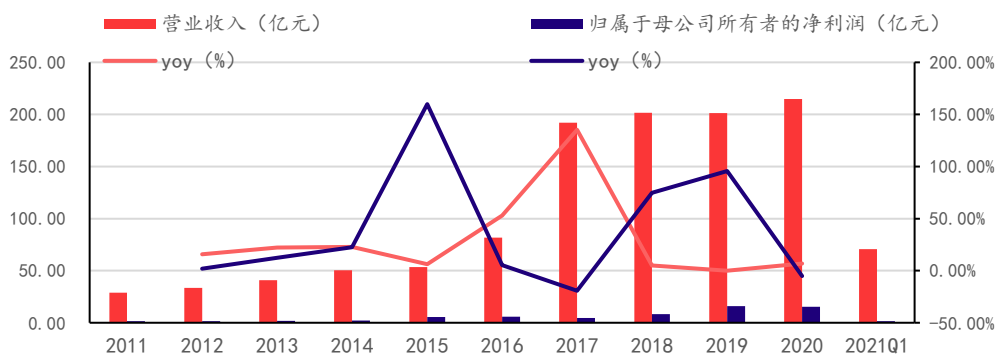


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 财务概况：营收持续保持正增长，盈利能力总体稳健

在新冠疫情的影响下，传化智联 2020 全年营收仍旧保持了正增长，但归母净利润下滑，2021 年一季度有所恢复。2020 年/2021Q1，公司营收 214.97 亿元/70.77 亿元，同比 +6.72%/+99.14%；公司归母净利润 15.21 亿元/1.40 亿元，同比 -5.06%/+ 823.74%。随着宏观经济的复苏，公路货运景气度稳步提升，公路港内部企业的租金优惠折扣力度或将放缓利好营收增加，网络货运平台业务、仓运配业务成交量开始呈现增长态势。公司业绩有望迎来明显改善。

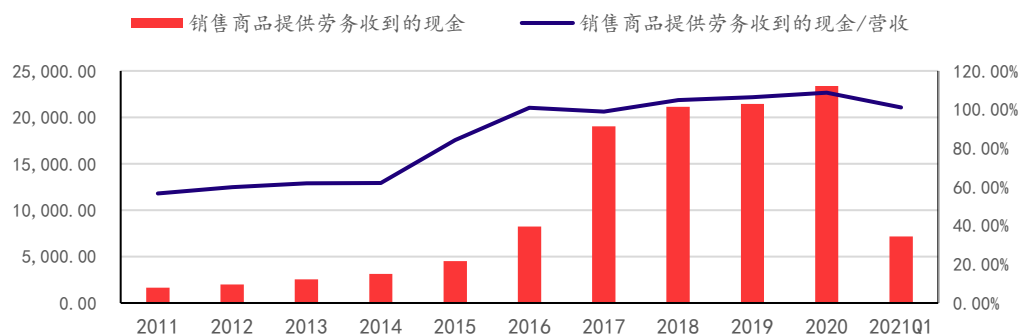
图 9：2011-2021Q1 公司营收及归母净利润



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

自 2016 年起，传化现金流基本覆盖营收、净利润，财务面总体稳健。2021 年 Q1，公司实现销售商品提供劳务收到的现金 71.54 亿元，与归母净利润的比率为 5100%。

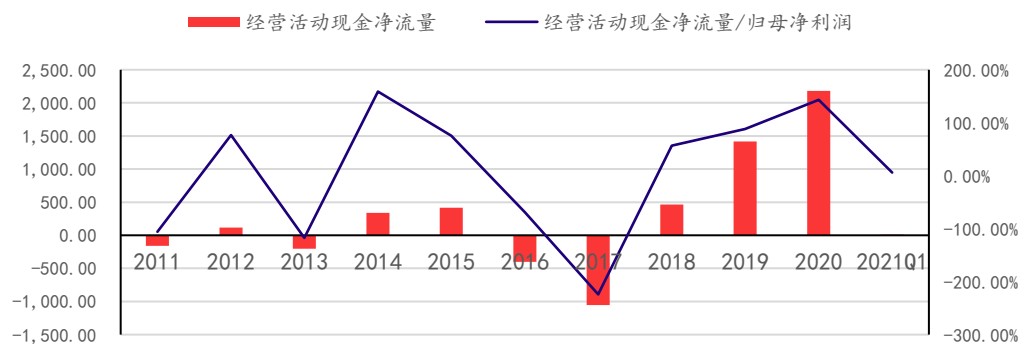
图 10：2011-2021Q1 公司现金对营收覆盖情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

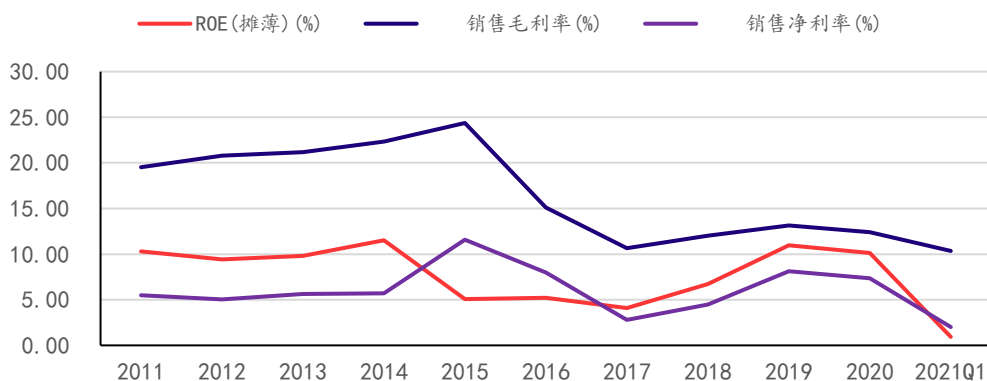
盈利能力总体稳健。2020 年/2021Q1，公司的毛利率为 12.41%/10.35%。公司的净利率为 7.37%/2.01%，摊薄 ROE 为 10.13%/0.93%，加权 ROE 为 10.18%/0.93%。历史趋势来看，2011-2020 年，公司净利率的均值水平为 6.42%，摊薄 ROE 的均值水平为 8.33%，加权 ROE 的均值水平为 9.92%。

图 11：2011-2021Q1 公司现金对净利覆盖情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：2011-2021Q1 公司主要利润率指标



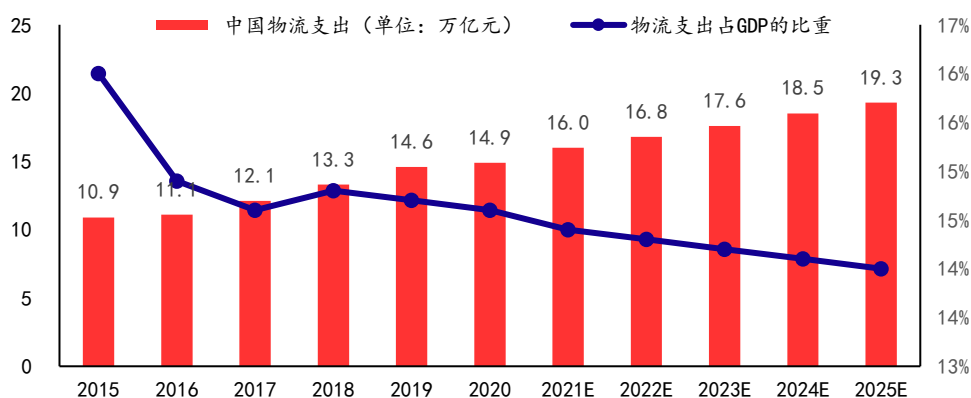
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、成长赛道：中国物流市场具有万亿级提质增效空间，公路货运数字化是重要环节之一

（一）行业趋势：中国物流费用占比高于发达国家，物流市场具有万亿元及提质增效空间

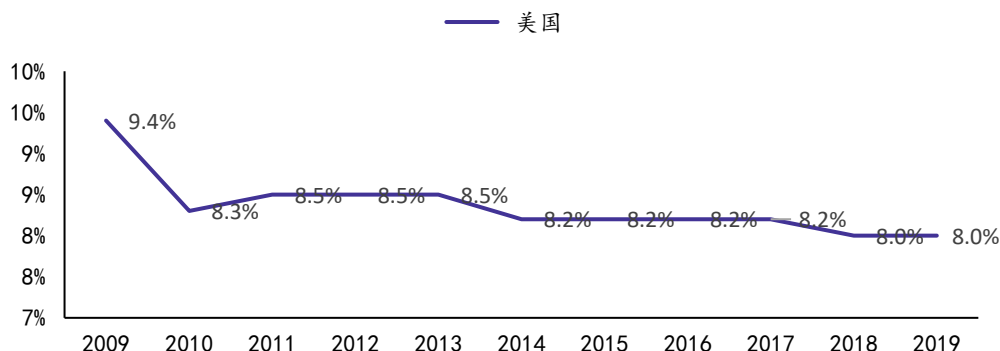
自上世纪 90 年代起，我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2020 年中国物流成本 14.9 万亿元，占 GDP 比重 14.6%。对标美国来看（8%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化全链效率、帮助企业实现降本增效的供应链行业市场巨大，前景广阔。

图 13：2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

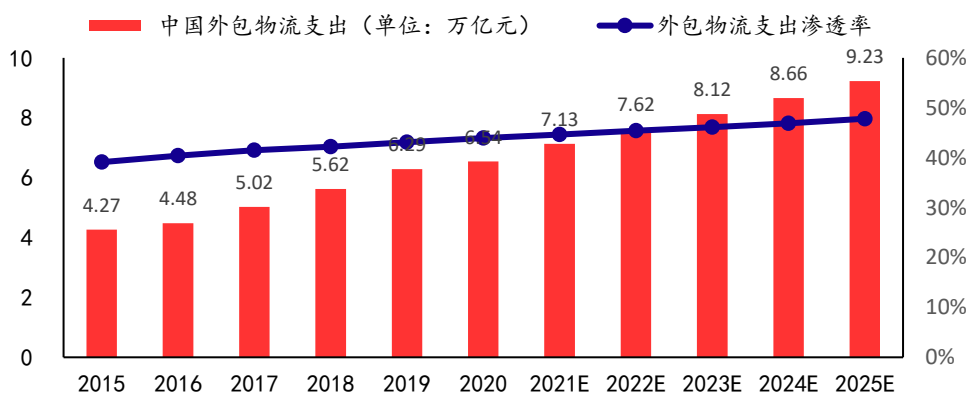
图 14：美国社会物流成本用占 GDP 占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

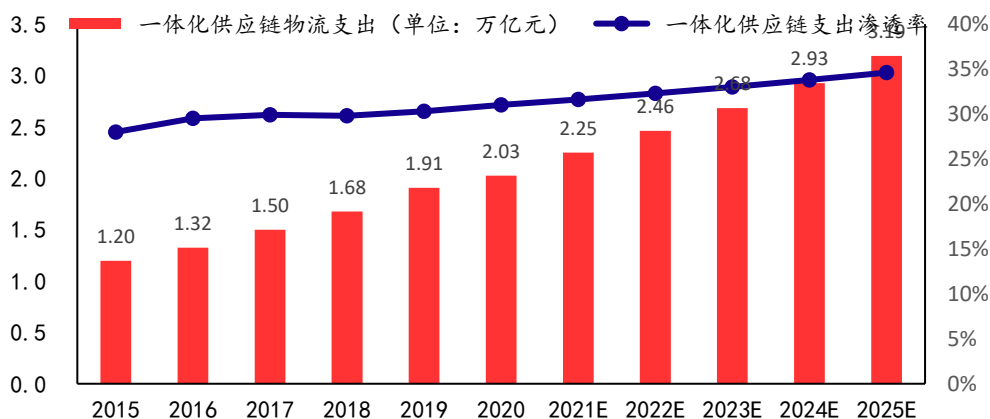
第三方物流及供应链渗透率水平具有进一步提升空间。根据灼识咨询研究数据显示，2020 年，在我国 14.9 万亿元的社会物流总成本中，外包物流（第三方物流）的规模为 6.5 万亿元，占比达 43.9%。一体化供应链物流的规模为 2.3 万亿元，占比第三方物流比重超 30%。

图 15：2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率



资料来源：Wind，灼识咨询，中国银河证券研究院整理

图 16：2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率



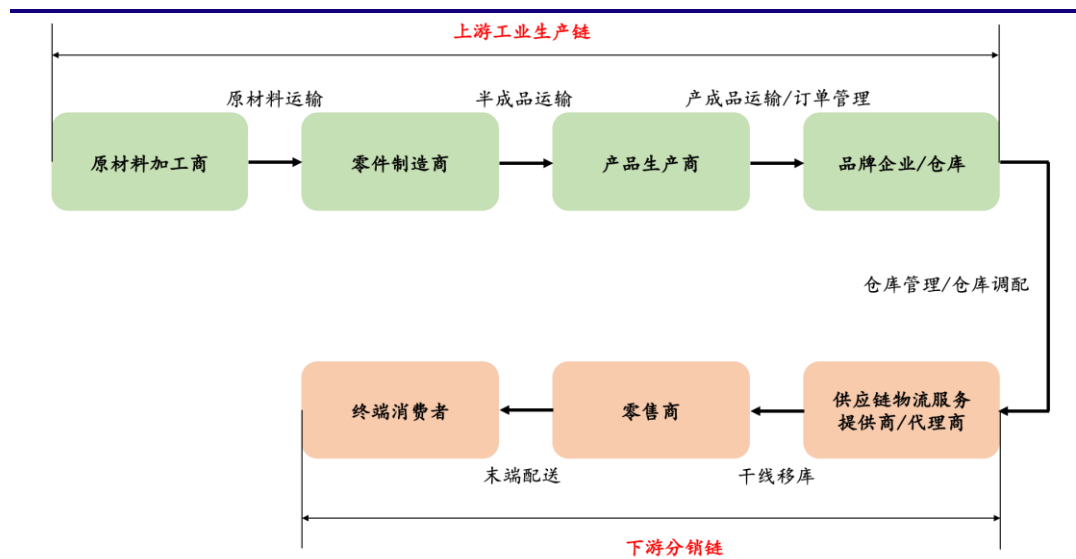
资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

当前我国物流行业依旧存在着信息不对称、货车装载率低、运力利用率低、公路货运主体散、竞争激烈、信用机制不完善、财税风险高、融资难度高、数字化程度有待提升等系列难题。同时从传统供应链角度来看，同样面临着物流成本高、跨仓方货率高、时效差等问题，而且缺乏计划体系和执行管控，会出现订单违约率高、客户运营成本高、库存积压严重等现象，此外也缺乏消费者洞察，不了解消费者需求，造成产品设计不合理，以采定销、市场响应慢，无法在市场中获得竞争优势，因此，提高物流行业效率是大势所趋。

（二）理想愿景：从第三方物流迈向数字供应链，细分行业市场需求广阔

供应链是指围绕核心企业，通过对商流（商品所有权发生转移）、物流（商品物质实体发生转移）、信息流、资金流（以下简称“四流”）的控制，从采购原材料开始，制成中间产品以及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中的将供应商，制造商，分销商，零售商，直到最终用户连成一个整体的功能网链结构。具体而言，供应链管理是对整个供应链系统进行计划、协调、操作、控制和优化的各种活动和过程，其目标是要将顾客所需的正确的产品（Right Product）能够在正确的时间（Right Time）、按照正确的数量（Right Quantity）、正确的质量（Right Quality）和正确的状态（Right Status）送到正确的地点（Right Place），即“6R”，并使成本与效率最优化。

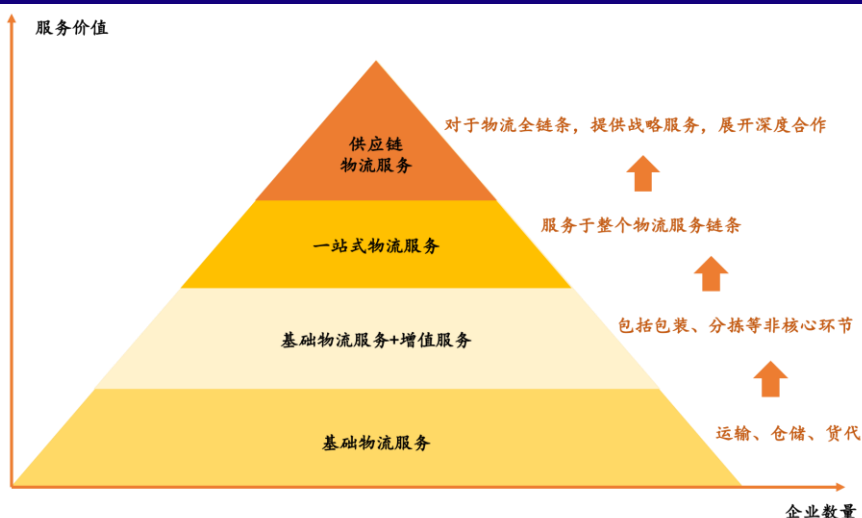
图 17：供应链相关环节示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

供应链管理有助于企业实现降本 5%-15%。具体而言包括降低成本（通过供应链整合资源，缩短交易时间，减少重复生产和浪费）、提升企业综合业绩，缩短企业订单处理周期，降低整体库存（通过供应链整合资源，供应商能够随时掌握存货信息，组织生产，及时补充），提升现金周转率，提升服务水平（如准时交货率提升）等。根据咨询公司埃森哲的研究，实施供应链管理可以将运输成本下降 5%-15%，将整个供应链的运作费用下降 10%-15%。根据美国供应链管理协会的统计，实施供应链管理可使企业的准时交货率提高 15%，订单处理周期缩短 5%—35%。

图 18：物流与供应链发展演变进程示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

按照商业模式及核心竞争力来划分，主要分为供应链综合物流企业、供应链商贸企业、供应链综合咨询及增值服务企业。

供应链综合物流企业针对有大量物流需求的核心企业提供仓干配一体化服务，仓干配一体化服务可以理解为“仓储服务+干线运输+配送服务+技术支持+售后服务+增值服务”组合在一起的一站式物流服务。这一类企业的核心竞争力在于拥有完善的物流网络和物流能力，能够为客户提供并执行完整的个性化物流方案。代表企业包括顺丰控股、京东物流等。

供应链商贸企业自身参与到产品的流通过程中，参与货物的买卖，通过对产品买断赚取中间差价来获得盈利。货物的流动过程中能够带来大量的现金流，企业可以利用流通过程中存在的价差、利差和汇差来赚取足够的利益，而这些差额主要来源于企业拥有的强大的信息优势、规模优势、资金优势和专业优势等，帮助企业获取低价商品、批量折扣以及低成本资金。代表企业包括厦门象屿、建发股份、瑞茂通等。

供应链综合咨询及增值服务企业为企业提供整套供应链解决方案，企业本身较少参与产品运作，以轻资产运行的咨询服务为主，辅以配套服务，例如报关检疫、物流方案等。这一类企业的核心竞争力在于服务能力的专业性，包括行业经验与资源、高技能人才等。代表企业包括传化智联、怡亚通等。

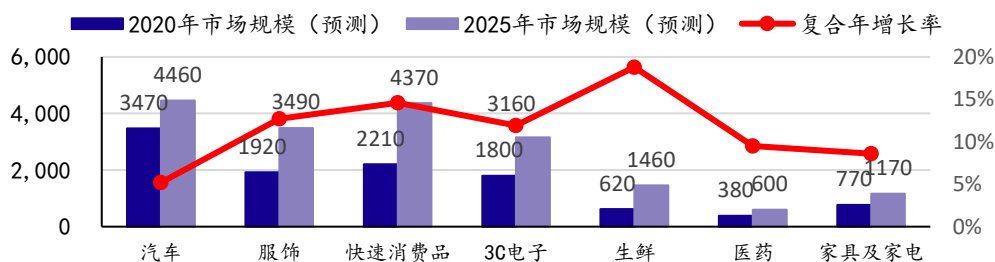
表 1：供应链服务企业按商业模式分类

供应链服务企业类型	具体业务	代表企业
供应链综合物流企业	针对有大量物流需求的核心企业提供仓干配一体化的一站式物流外包服务	顺丰控股、京东物流
供应链商贸企业	为各品牌商和经销商提供包括上游采购或下游渠道分销两大类商贸服务	厦门象屿、建发股份、瑞茂通
供应链综合咨询及增值服务企业	为企业提供整套供应链解决方案	传化智联、怡亚通、普路通、密尔克卫、飞力达

资料来源：中国银河证券研究院整理

细分行业对供应链管理服务需求广阔。按照服务行业来看，目前我国供应链企业主要服务于汽车、服装、快消品、电子、生鲜、医药等行业。根据灼识咨询预测，到2025年汽车、快消物流供应链服务市场超过4000亿元，服装、电子物流供应链市场超过3000亿元。

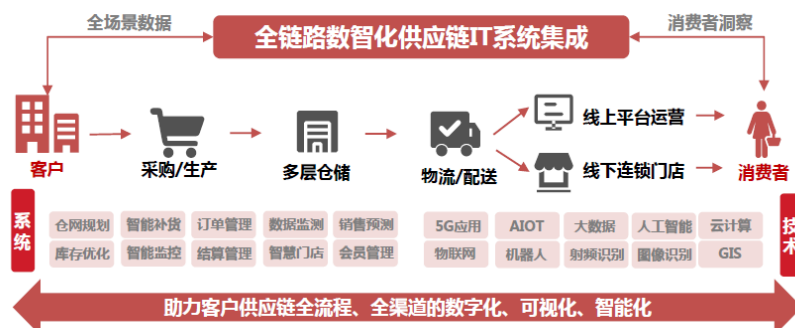
图 19：按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院整理

当前中国供应链行业发展仍处于初期阶段，具有良好的成长性，未来综合物流服务商和物流互联网企业更有竞争力和潜力转型成为领先的数字供应链服务商。顺丰作为综合物流商，其数字供应链为重资产属性。根据公司年报披露，2020年，顺丰供应链营收71亿元，同比增长44.4%。菜鸟作为互联网企业，其数字供应链业务为轻资产属性。根据阿里巴巴集团财报披露，2021财年，菜鸟网络营收372.58亿元，同比增长68%。

图 20：顺丰控股数字供应链示意图



资料来源：顺丰控股2020年度报告，中国银河证券研究院整理

图 21：菜鸟网络家电行业供应链示意图



资料来源：菜鸟网络公司官网，中国银河证券研究院整理

(三) 热点环节：公路网络货运是数字供应链的重要环节

公路网络货运是数字供应链的重要组成环节。我国网络货运平台依托人工智能、5G 等新兴技术，发展十分迅猛。据交通运输部数据显示，截至 2021 年 6 月 30 日，全国共有 1299 家网络货运企业（含分公司），整合社会零散运力 293 万辆，占全国营运货车保有量的 26.4%；整合驾驶员 304.7 万人，占全国货车驾驶员总规模的 20.2%。2021 年上半年，完成运单 2834.3 万单，环比增长 46.6%。

中国网络货运发展历程可以被简单归纳为“车货匹配、无车承运人试点、网络货运平台”三个阶段。其中两份文件的发布可作为关键的节点：2016 年 8 月《交通运输部办公厅关于推进改革试点加快无车承运物流创新发展的意见》的发布标志着无车承运试点工作在全国范围内正式展开；2020 年 1 月《网络平台道路货物运输经营管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）的发布标志着互联网物流新时代的开启。

网络货运平台最主要的优势在于整合资源，化解货主、社会零散司机之间的信息不对称。同时，试点企业被允许使用自有增值税发票税控开票软件，按照 3% 的征收率代开增值税专用发票；并在发票备注栏注明会员的纳税人名称、纳税人识别号、起运地、到达地、车种车号以及运输货物信息。这为货主、个体司机提供合法有效的增值税发票，解决了物流企业司机发票难以取得，运费难以抵扣，无法进行企业所得税税前列支，税负成本过高的问题。特别是营改增之后，货主对增值税专用发票的需求更大，而网络货运平台的出现恰恰能够解决这一难题。具体可以把我国的网络货运平台分为如下三种类型：控货型、开放型、服务型，具体种类细分如下图所示：

图 22：网络货运平台分类



资料来源：运联智库，中国银河证券研究院整理

控货型平台的特点在于平台自身就是货主或货源的供给方，掌控物流订单的分配权。其对社会运力资源的需求来源于降低运力的采购成本，比较典型的企业有：中外运、中储智运、京东物流、苏宁物流等。**开放型平台**则既不是货主，也不是运力供应商，而是专注于货主与运力之间的有效匹配，是面向整体市场开放的，接受自然竞争的纯第三方企业。比较典型的品牌有：满帮、拉货宝、滴滴集运等。**服务型网络货运平台**的特点是多业务线并行，盈利模式除车货匹配外，主要来自为客户提供 SaaS 支持、申办资质、税务合规、金融、油卡、ETC 等多种物流

服务。其中传化智联，就是比较典型的服务型平台（园区型平台），其遍布全国的公路港节点能够在网络平台建立后快速将园区内的专线公司转化为客户，为其提供运力服务，并解决税务合规的问题。在税筹服务上，国家先后通过三份文件确认了网络货运平台（无车承运人）的在税务上的合法地位。

表 2：网络货运业务涉税政策梳理

文件	针对的问题	解决措施	作用和效果
《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税〔2016〕36号)	第三方物流企业在运营过程中较难取得运输能力增值税发票，企业的开销不能扣除，企业税负压力较重。	无车承运业务按照“交通运输服务”缴纳增值税（9%税率），可以根据实际运输方式选择“运输服务*无运输工具承运业务”下明细项目给委托方开具发票。	赋予了无车承运人为货主（托运人）开具运输服务的增值税专用发票的职能
国家税务总局 2017 年第 30 号公告	占领运输市场较大比重的个体运输户并没有资质开具增值税发票，导致无车承运人销项发票无足够的进项发票抵扣，增值税税负较重	纳税人以承运人身份与托运人签订运输服务合同，收取运费并承担承运人责任，然后委托实际承运人完成全部或部分运输服务时，自行采购并交给实际承运人使用的成品油和支付的道路、桥、闸通行费，同时符合下列条件的，其进项税额准予从销项税额中抵扣：（一）成品油和道路、桥、闸通行费，应用于纳税人委托实际承运人完成的运输服务；（二）取得的增值税扣税凭证符合现行规定。	承认了无车承运业务链条中实际承运人的纳税地位，明确了增值税进项税额抵扣范围
税总函〔2019〕405 号	货物运输小规模纳税人、个体户散乱众多且普遍不愿到税务机关代开发票的征管现状	网络货运企业可为平台会员代开发票： 1.仅限于为会员通过平台承揽的货运服务代开；2.按照 3%的征收率代开，发票需备注纳税人名称、识别号、起运地、到达地、车种车号及运输货物信息等；3.应签订承揽运输服务合同，平台记录的交易、资金、物流等信息统一留存。	提高货运业小规模纳税人使用增值税专用发票的便利性，实现无车承运到网络货运的平稳过渡

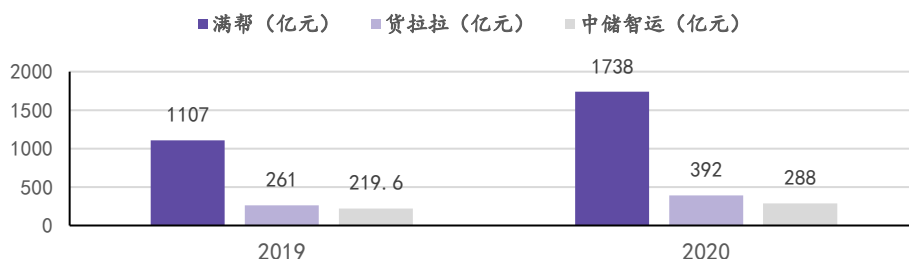
资料来源：财政部、税务总局、中国银河证券研究院整理

网络货运平台的主要盈利点包括：车货匹配、税筹优化、数据运用、生态产品、供应链金融。1.车货匹配：网络货运平台实现盈利的最基本模式之一，主要通过在线结算服务费抽成来盈利。2.税筹优化：目前各地对于网络货运经营有一定的政策支持与优惠，税收层面的优惠既可以作为利润空间，也可以成为平台吸引客户的竞争优势。3.数据运用：网络货运平台可以充分运用数据实现盈利，通过平台真实记录、存储、分析的数据，结合不可篡改的区块链共识机制，挖掘数据商业价值。4.生态产品：包括用油、车后、广告等；5.供应链金融：指平台可利用信息优势对金融机构无法征信的中小物流企业、个体司机进行放贷而赚取的息差收入。

我国网络货运行业市场集中度相对较高。保持根据“华经产业研究院”整理数据显示，2020 年中国数字货运平台总交易额约为 2716 亿元，满帮、货拉拉、中储智运为规模最大的三个企业。其中满帮是干线物流领域的绝对龙头，占据 90%的市场份额，货拉拉是同城货运市场的龙头，占据 50%以上的份额。满帮 2020 年 GTV（平台总交易额）1738 亿元（占比 64%），

货拉拉交易额 392 亿元（占比 14.4%），中储智运 288 亿元（占比 10.6%），前三家企业共占比将近 90%。

图 23：2019-2020 年网络货运平台业务 GTV



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院整理

2021 年是网络货运平台的“上市之年”，满帮集团、福佑卡车、货拉拉等公司相继发布上市计划。福佑卡车在 2021 年 5 月 14 日正式向美国证券交易委员会递交招股说明书，满帮集团于 5 月 27 日向美国证监会递交招股说明书，6 月 22 号在纽交所正式上市，成为了“中国数字货运第一股”，以 19 美元的发行价计算，总市值超过 200 亿美元。满帮在美国的顺利上市使其能够募得充足的资金用于开发基础设施、谋求技术创新、拓宽服务范围。

当前网络货运行业面临数据安全审核要求，市场格局面临重构。2021 年 7 月 5 日，国家网络安全审查办公室按照《网络安全审查办法》，对“运满满”“货车帮”实施网络安全审查。为配合网络安全审查工作，防范风险扩大，审查期间“运满满”“货车帮”停止新用户注册。我国对头部企业的严格审查有助于行业的规范化发展，网络货运市场格局面临重构。

三、核心业务：物流业务是未来业绩增长点，化工业务总体表现稳健

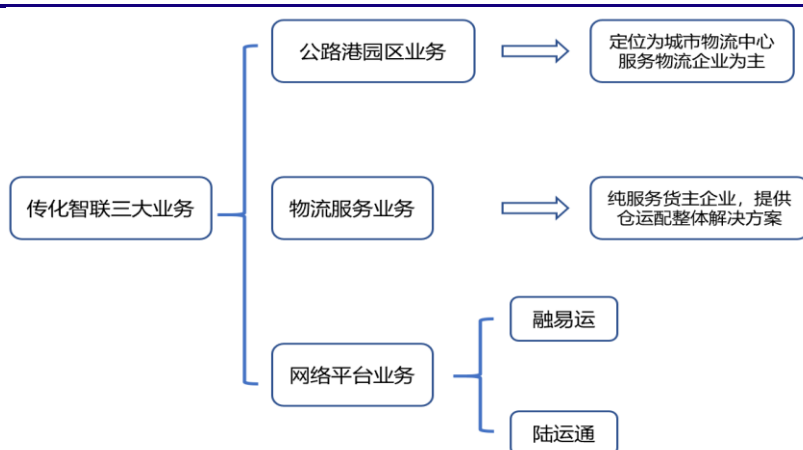
传化智联的主营业务分为物流业务和化工业务。物流业务方面，传化智联基于以公路港为节点的物流网络，力图搭建贯穿整个供应链的基础服务平台。该平台融合了 5G、物联网、区块链等技术，参与调度、指挥、监控等各个环节，保障了效率和精度。

图 24：“传化网”图示



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 25：传化智联物流主要业务



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

目前公路港业务是传化智联经营性利润的主要构成部分。随着网络货运平台的发展，公路港传统的车货匹配、信息交易功能正在被逐渐替代，初期简单的物业租赁已经在向线上、线下价值并重的服务转型升级，原有的交易大厅被税务、财务等功能区取代。同时，网络货运平台使得司机获得的运输需求信息更加精准及时，停车时长会缩减。因此，传化公路港近年也发生了一些功能区调整，如增加仓储面积，减少停车场面积等。截止 2020 年底，传化智联已有 63 座公路港开展业务，覆盖 27 个省市自治区，初步完成国家层面的布局。

图 26：截止 2020 年底传化公路港建设情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 27：传化智能公路港网主要功能示意图

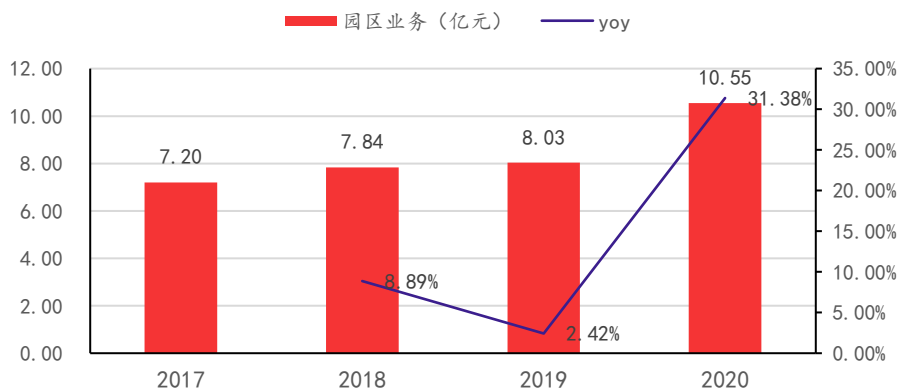
链接智能公路港全国网，打造衔接货主企业、物流企业的全插座式信息系统，贯通物流供应链全流程。



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

目前在公路港业务网营收组成中，物业租金收入占 70%，剩下 30%来自于增值服务。物业租金贡献的毛利率在 60%左右，相关费用主要是人员费用，折旧摊销较低，成本较低。增值服务可分为三大部分：1.传统的物流增值服务（公路港内餐饮、超市、其他服务等）；2.信息整合（例如交易服务费）、供应链金融服务；3.基于对园区客户统一的税务管理而确认的税返收入。公路港业务的运营成本总体在下降，人员也在优化减少，收入的增长趋势是确定性的。截至 2020 年年报报告期末，传化全国公路港物业整体出租率为 88%，同比增长 1.5%；公路港入驻企业 9871 家，包括但不限于物流企业、汽修汽配、三产、商贸企业；年车流量达到 4125 万辆，同比增长 34%。

图 28：2017-2020 年公路港（园区）业务收入

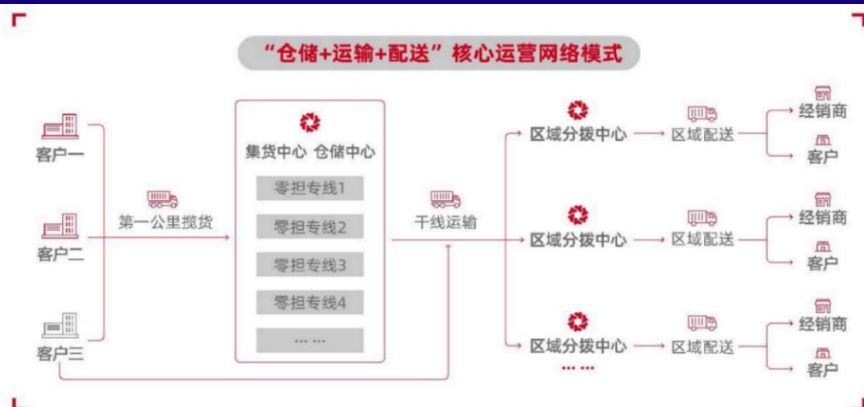


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

（二）供应链物流服务：专注四大行业，开展“仓运配”服务

传化供应链物流服务主要指仓运配一体化运营管理。主要是通过结合传化云仓委托管理服务以及公路港干线，整合全国零担运力资源，对承运商进行统一管理和业务流程优化。可以提供市内调拨运输，负责企业多个厂区和仓库之间的原材料调拨、工厂至下游企业的成品干线运输业务以及全国临时性调车业务。目前，传化的仓库资源以自营为主，但运输环节外包给第三方比例相对较高，运力环节主要是轻资产模式。

图 29：传化智联“仓运配”一体化示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

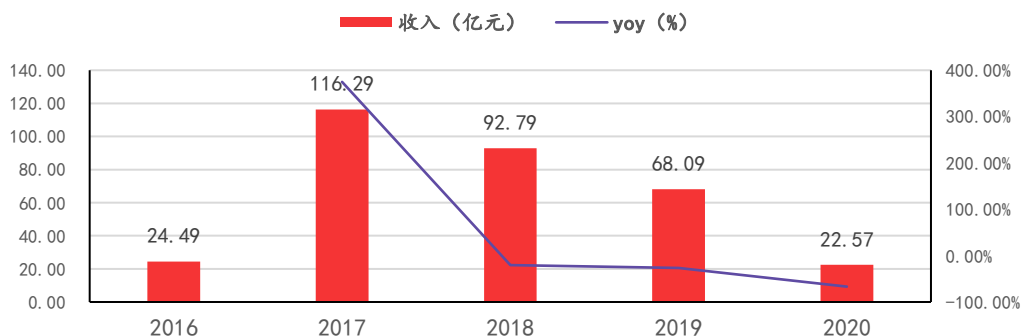
供应链物流业务专注“化工、车后、快消、科技”四个行业。2019 年起，传化智联主要服务于大宗商品客户，由做平台、物业到仓运配一体的“坐商到行商”的过程是为了拓展现有商业模式的瓶颈，进一步提升公路港业务的效益。2020 年传化重点发力“化工、车后、快消、科技”四个行业的仓运配一体化服务，通过做深一家企业，进入一个行业，再带动一个产业的方式建设线上线下一体化的全国网络，目前已经积累服务海天味业、泸州老窖、玲珑轮胎、滴滴出行、一诺威等多个客户。

图 30：传化智联部分客户情况



资料来源：公司微信公众号，中国银河证券研究院整理

图 31：2016-2020 年供应链业务收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

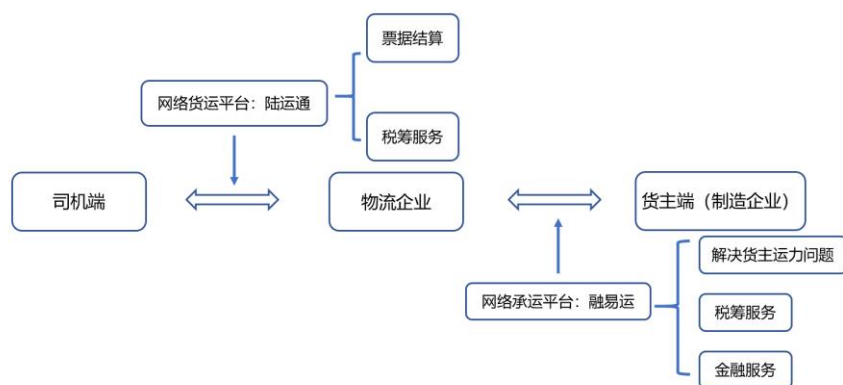
根据公司公开发布资料显示，截止 2021 年 4 月，传化智联该年度新增仓运配客户 64 家，现有客户 500 强企业占比 10%，累计仓运配业务营收 7918 万元，月度复合增长率达 14.3%，同比增长 119%，仓运营面积达 43.32 万平方米。我们认为，未来随着公司深入推进四大行业供应链物流（仓运配）业务，将逐步形成品牌优势和核心竞争力，盈利能力有望稳步提升，为公司带来业绩贡献。

（三）网络货运业务：网络货运服务：提供税务优化和车货匹配服务，解决公路货运痛点问题

传化智联网络货运平台分为两部分：服务于物流公司的网络货运平台——“陆运通”和服务于制造企业的网络承运平台——“融易运”。两个系统可以既解决了物流公司票据结算问题，又为货主企业解决了端到端运力的问题。陆运通主要连接物流公司和司机，通过解决票据结算为切入点吸引物流企业使用平台，可以有效帮助企业降低税赋成本。收入主要来自发货方支付的运费及相应的服务费。融易运主要连接物流公司和货主，一方面可以让客户实现运输信息化、端到端全程可视，另一方面通过综合税筹来降低税收成本。

融易运承接运输的模式有以下几种：1.由货主企业指定物流公司来承运，平台来实现运输的管控；2.货主企业直接通过陆运通来调度司机运力；3.由传化供应链为主体承揽打包定制化服务；4.搭建招投标平台，物流公司来报价的形式成交。这 4 种方式根据传化在其中扮演的不同角色，又可划分为自营模式和平台模式：自营模式是由传化负责承接及调度，并且对风险负责，货值较高或对运输要求高的业务可以使用自营服务，一般要求毛利空间在 5% 以上；平台模式则是通过线上招投标成交，传化作为平台不参与运营、不承担相关风险责任，一般毛利空间可以达到 1%-1.5%。

图 32：传化智联网络货运平台产品示意图



资料来源：中国银河证券研究院整理

网络货运平台的主要业务是车货匹配业务、开票业务、税筹服务。车货匹配业务的收入确认主要来自于收取的相关服务费，开票和税筹服务则是与相关政策有关。传化智联能为货主提供税率为 9% 的进项发票，解决了货主、运输企业两者之间销项、进项的问题，对物流行业起到降本增效的作用。同时，网络货运平台不仅能为物流公司开具进项发票折抵税款，还能借助政府提供的较为优惠的税收政策（通常税返 4.5 个百分点左右）直接将部分税款再退还给物流公司，故物流公司在平台上确认的收入越多，返还的税额也就越大。

图 33：网络货运平台资金、发票链



资料来源：中国银河证券研究院整理

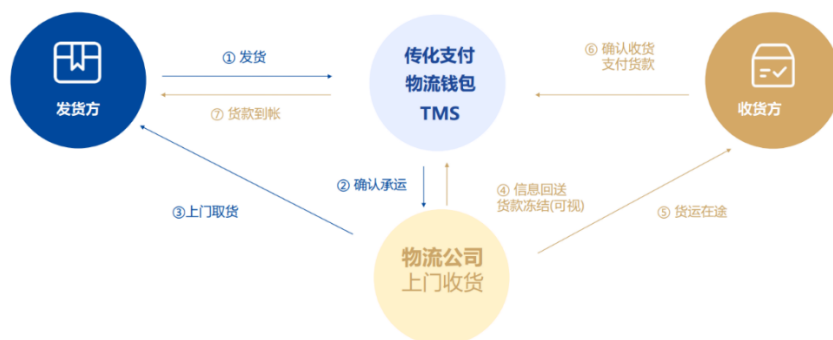
2020 年公司网络货运平台业务收入达到 67.7 亿元，日交易量超过 2 万单，月复合增长率达到 25%，平台运营客户超 4000 家，触达车辆 50 万辆，累计运单超 170 万单。根据公司公开披露信息，截止 2021 年 4 月，当年网络货运平台累计营收 45.5 亿元，增长势头保持稳定，保守估计 2021 年全年收入可超过百亿，成长潜力值得期待。

（四）供应链金融服务：利用线下线上平台数据优势，开展系列保理、融资服务

传化智联下设全资子公司传化支付，致力于打造集支付、商业保理、融资租赁、保险经纪等业务为一体的物流行业万亿级第三方支付平台。传化支付实现交易闭环与战略闭环，沉淀与积累物流行业交易大数据，采用平台化的模式开展金融增值服务。截至 2020 年公司年报报告期末，传化支付交易规模实现 2044 亿元；商业保理与融资租赁业务合计资产总额 12.75 亿元，放款总额 16.89 亿元；保险经纪业务保费规模 2.6 亿元，成交笔数 6.51 万笔。

传化支付的收入主要来源于支付流量抽佣、交易佣金、代理佣金、息差及服务费等。影响收入的主要指标包括支付交易笔数、支付交易流量、放款额等。传化智联依托大数据、云计算和人工智能，深度挖掘行业生产端用户需求，为中国生产性服务业发展提供系统、智能的支付结算服务。其 App“物流钱包”与物流企业 TMS 系统打通，与传化金融的支付系统进行连接，可以实现物流信息的实时查询以及运费、货款等资金的实时线上支付。收发货人通过 App 在线下单、线上支付等功能，实现线下交易流程的线上化，降低物流企业的获客成本，为企业改善后续服务提供运营支撑。

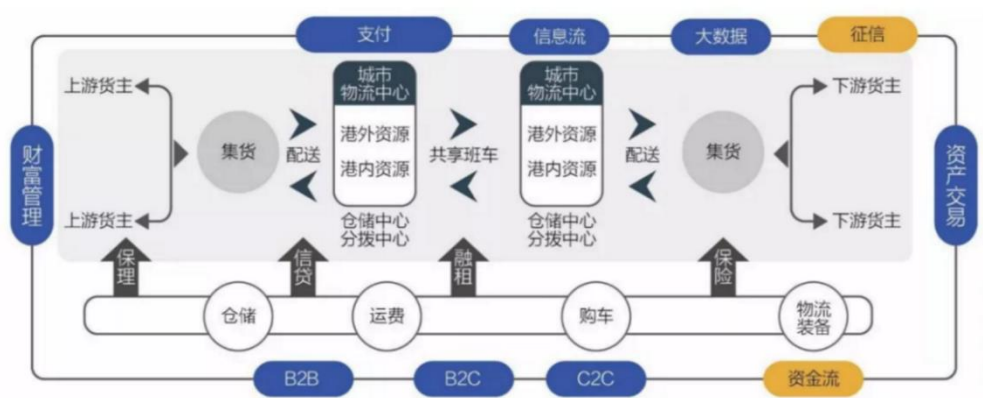
图 34：传化支付业务范围



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

物流企业贷款需求达万亿元，但存在获贷较难等问题。据中物联金融委统计数据显示，我国物流企业的贷款融资年度需求在 3 万亿元以上，但银行获贷率不足 10%。这种信贷供需不匹配的情况主要是由于大量中小型物流企业固定资产少，抗风险能力差，银行更看重的抵(质)押担保融资受到限制。

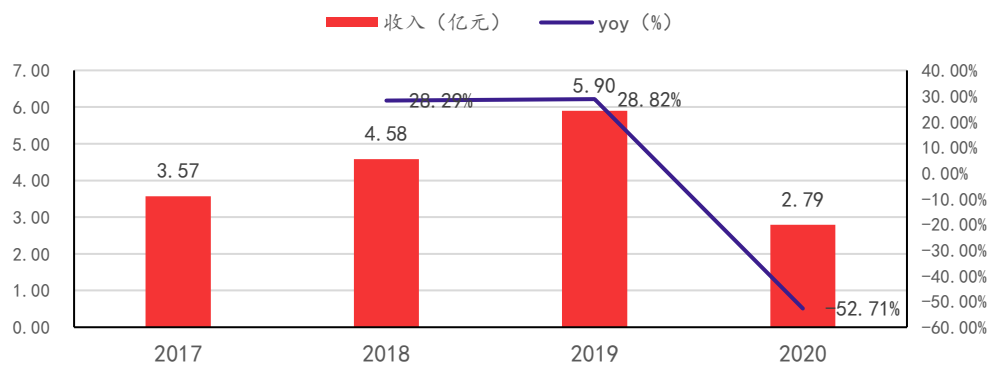
图 35：传化金融融入供应链示意图



资料来源：传化金融公众号，中国银河证券研究院整理

传化智联利用智慧公路港和网络货运平台数据资源，破解物流企业和司机征信和风控难题。在征信难度大、信息不对称严重，极易出现逆向选择的市場，传化智联构建的网络货运平台和线下公路港因为拥有十余年沉淀的公路网络和物流数据，可以较全面地搜集整合借款主体、还款来源等信息，具备风控优势。因此，传化智联开展了以应收账款贴现与动产融资业务为主的供应链金融服务，包括保理、融资租赁等业务。保理业务基于企业可受让的应收账款，为企业量身定制金融解决方案，从根本上帮助物流企业盘活流动资产，缓解企业资金短缺。

图 36：2017-2020 年支付与金融服务收入



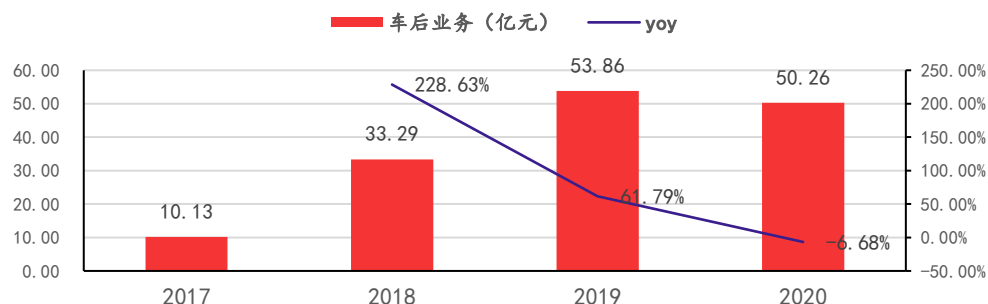
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（五）车后服务：发挥公路港的聚集效应，营收规模保持稳定

车后市场主要是由油卡和加油站油品销售、轮胎、配件及车辆维修、买卖等业务构成。主要的收入来源是油品销售，利润源于油价差。传化智联基于港内集聚的流量资源面向物流企业及卡车司机销售实体及电子油卡，截至 2020 年年报报告期末，车后业务全年实现收入 50.26

亿元，毛利润 1.12 亿元，同比下降 6.68%/4.27%。公司聚焦重点城市，在青岛、重庆、西安、成都、郑州等地推进城市深耕，顺利落地西北、西南运营中心项目，探索“助力城市产业及物流发展”新型发展模式。

图 37：2017-2020 年车后业务收入

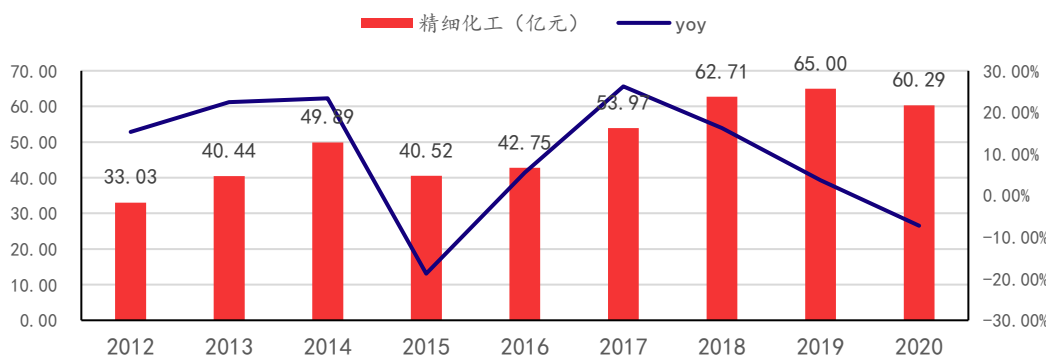


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（六）化工业务：精细化工“起家”业务，经营能力稳健

传化智联是由化工业务“起家”。公司生产的主要功能化学品处于石油大化工生产链的末端，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。由于相关产品所在行业属于成熟行业且精细化程度较高，行业受经济周期波动影响相对较小，价格和毛利率相对稳定。精细化工行业的下游应用广泛，涉及衣、食、住、行各个方面的“国民产业”。从世界经济发展态势来看，美国、欧盟和日本的精细化率已达到 70% 以上，而我国的精细化率约为 40%，仍具发展潜力。

图 38：2005-2020 年化工业务收入



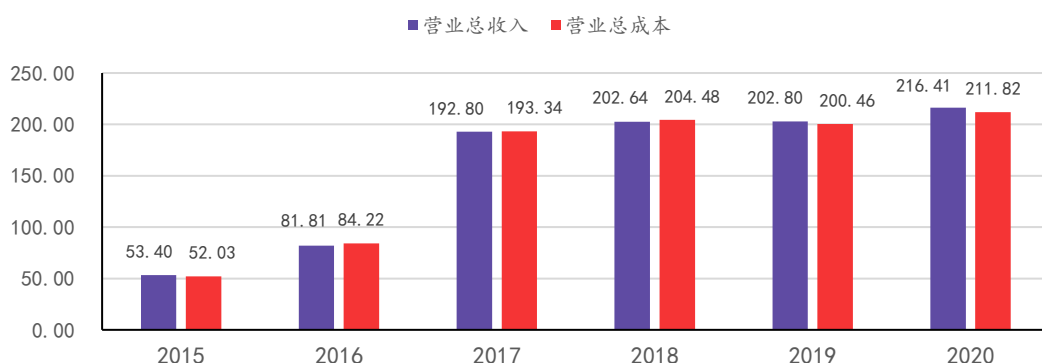
资料来源：Wind 数据库，中国银河证券研究院整理

公司化工业务采取以销定产，产品直销的经营模式。通过与客户的零距离接触能够更好的了解掌握市场动态，减少中间交易环节，增强客户粘合力，借助物流平台的仓储、配送等优势实现采购、供应链等各类资源实现共享，不但提升资源利用效率，而且对风险的抵御能力也大大提高。在疫情期间，公司化工业务经受住了考验，率先实现了复产复工，并在技术创新、环保等方面稳步提升。新产能空间布局方面，公司已完成在华南、华东地区新的发展基地布局，广东生产基地和浙江功能化学品系列项目正有序推进实质性建设。

（七）政策因素：把握国家物流升级政策趋势，获得政府补贴具有持续性

关注物流市场需求与政府鼓励方向，积极争取国家物流升级政策支持。传化智联于 2015 年开始布局物流业务，得益于积极争取各级政府物流政策的支持，公司物流业务带来的收入占公司营收的比重逐年增加，物流业务在 2017 年成功超过其原有的化工业务，成为传化股份新的主营业务。2015-2019 年，公司的归母净利润分别为 5.51 亿元/5.81 亿元/4.69 亿元/8.19 亿元/16.02 亿元，利润的主要来源是各种政府补贴以及配套土地转让收益。

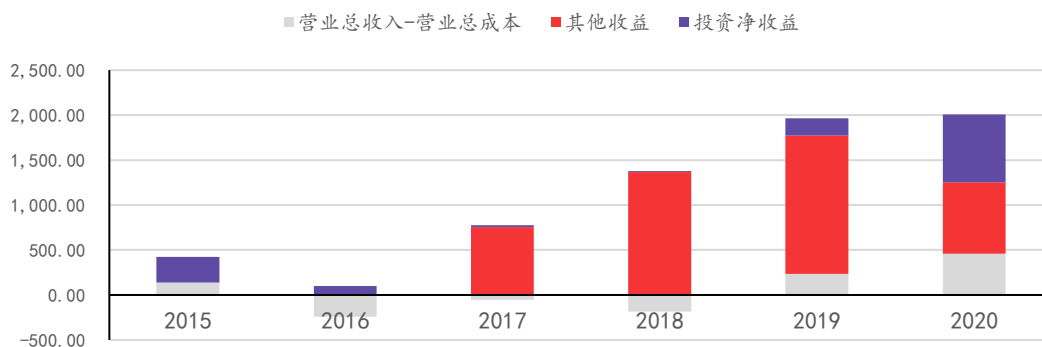
图 39：2015-2020 年传化智联“营业总收入”、“营业总成本”对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

未来主营业务盈利能力逐步增强，获得政府补贴具有持续性。随着传化全国公路港网络的建成，网络货运平台盈利模式的成熟以及业务量的快速增长，公司的独立经营能力已经获得了长足的提升。从财务数据上看，在 2020 年，即使受到了疫情的影响，公司的主营业务利润仍旧为正，已不再是依靠投资收益和其他收益（主要由财政补助构成）支撑盈利。我们认为，传化智联开展智慧物流、公路港物流中心具有一定的公共服务属性，可以理解为政府购买公共服务，传化智联在提供相应的服务，当前我国每年各类型财政补贴资金具有较强的持续性，因此，未来传化仍将会做好物流市场需求和政府关注的物流公共服务产品，获得政府补贴是具有持续性的。

图 40：2015-2020 年传化智联“其他收益”、“投资收益”（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测及相对估值

1.公路港业务：公路港城市物流中心业务包括物业租赁、场站租赁、交易服务及其他园区增值业务等。2020 年营收 10.55 亿元，毛利率 62.43%。

2021E：根据公司公开披露数据显示，2021 年 1-4 月公路港园区业务的总收入为 4.90 亿元，经营性利润分别为 1,794 万元、1,836 万元、3,308 万元、3,097 万元，均高于 2020 年同期，共计 1.00 亿元。按照前 4 个月平均数据估算，预计 2021 年全年实现收入 14.7 亿元，同比增幅 39.34%。

2022E/2023E：公路港业务主要以租金收费为主，通过港内精细化管理将促进变现渠道逐步增多。目前公司积极推进“一港一策”市场经营机制，优化客户结构，致力提高物业、土地资源利用效率。同时，依托公路港全国网资源，聚焦屋顶光伏，延伸光储充换业务，积极发展“园区+”产品，增加营收渠道。特别是随着租金逐步恢复到正常收费标准后，公司公路港业务营收增速有望提升，我们假设 2022/2023 年的增长率分别为 35%、25%。

毛利率：2020 年公司公路港业务的毛利率是 62%左右，公路港内自动化逐步提升，土地资源利用效率逐步改善。假设 2021、2022、2023 年公司公路港板块毛利率为 65%、69%、72%。

2.供应链物流服务：目前主要是指仓配一体化服务业务，2020 年营收 22.47 亿元，毛利率 1.59%。

2021E/2022E/2023E：参考公路货运行业增长速度，假设 2021 年至 2023 年的增速分别为 7%，预计营收分别为 24.15 亿元、25.84 亿元、27.65 亿元。

毛利率：假设 2021 年毛利率为 2018-2020 年的均值，即为 $(3.06\%+2.06+1.59)/3=2.24\%$ ，随着业务逐步发展，改业务盈利能力有所改善，假设 2022 年和 2023 年毛利率分别为 3.55%和 4.88%。

3.网络货运平台业务：核心服务为税务优化和车货匹配。2020 年营收 67.67 亿元，毛利率 2.5%。

2021E：2021 年 1-4 月公司网络货运平台业务营收 45.5 亿元。同时公司 4 月推出的“融易运”当月已实现订单 970 万元以上。目前网络货运头部企业满帮 2021 年 7 月被审查，传化智联网络货运平台用户数有望提升，预计 2021 年全年网络货运平台收入为 136.5 亿元，同比增加 101.71%。

2022E/2023E：2019 年我国网络货运 GTV 约为 1700 亿元，2020 年网络货运 GTV 约为 2700 亿元，增长达到了 55%以上。目前网络货运 GTV 占整体公路货运的比重仅为 4%左右，未来随着公路货运数字化进程加速，网络货运渗透率将进一步提升。预计 2022 年、2023 年公司网络货运平台营收增长率为 60%、28%，营收分别达到 218.4 亿元和 279.6 亿元。

毛利率：目前市场仍处于抢占市场份额的阶段，短期内平台毛利率应该不会有显著变化，假设毛利率不变，为 2.5%。

4.供应链金融业务：物流相关的支付、保险及其他业务，2020 年营收 2.79 亿元，毛利率：47.61%。

2021E：供应链金融业务是网络货运平台的延伸相关业务。2021 年 1-4 月累计营收 1.22 亿元，按此规模预测，预计全年营收为 3.66 亿元，同比增速为 31.18%。

2022E/2023E：随着网络货运平台流量提升，也将稳步促进供应链金融业务增长，假设该

业务的收入增速为 25%、20%，预计营收分别达到 4.58 亿元和 5.49 亿元。

毛利率：假设 2021-2023 年的毛利率与历史 3 年毛利率平均值相等，为 63.74%。

5.车后服务：主要包括销售加油卡等。

2021E/2022E/2023E：未来此业务总体保持稳健发展，假设 2021 年至 2023 年增速分别为 5%，营收分别为 52.77 亿元、55.41 亿元、58.18 亿元。

毛利率：由于车后业务主要利润源于油价差，故假设毛利率稳定且与 2020 年一样，为 2.23%。

6.化工业务：传化智联的化工业务属于精细化工，产品的稳定性较高，在为客户提供解决方案和产品体系的过程中可以实现有效成本管控，为客户带来更多的价值。预计 2021 年化工板块收入为 63.10 亿元，2022 年为 64.67 亿元，2023 年为 66.28 亿元

毛利率方面，考虑到传化化工业务收入贡献较为稳定，故进行预测时假设公司化工业务的产能，各品类价格都保持相对稳定，故预测 2021 年公司化工板块毛利率为过去三年的平均值，即 $(22.81\%+24.97\%+25.09\%)/3=24.29\%$ 。考虑到疫情后同行业产能逐步恢复，故假设 2022、2023 年的毛利率为 24.09%，23.99%。

7.政府补助：公司积极开展了一系列具有社会效益的物流相关工作，得到了各级政府补贴。从历史财务数据来看，公司的净利润中投资收益和其他非经营性损益占比较大。主要原因是公司从事物流相关业务中的一些工作内容是具有社会效益和环保效益，因此得到了各级政府财政补贴资金。我们认为，政府作为公共产品的重要购买方，具有较强的持续性，公司未来持续按照市场原则同时关注政策导向，其获得政府补助的金额是具有持续性，且有进一步提升的空间。因此，我们假设 2021 年至 2021 年公司分别获得政府补贴为 16.06 亿元、18.57 亿元、19.58 亿元。

表 3：分拆业务盈利预测（单位：亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	201.48	201.43	214.97	297.81	392.25	466.11
YOY(%)	4.85%	-0.02%	6.72%	38.54%	31.71%	18.83%
毛利率(%)	12.01%	13.13%	12.41%	11.45%	10.66%	10.54%
总毛利（亿元）	24.34	26.63	26.66	34.08	41.79	49.09
智能公路港业务（亿元）	7.84	8.03	10.55	14.70	19.85	24.81
YOY(%)	8.89%	2.42%	31.38%	39.34%	35.00%	25.00%
毛利率(%)	41.47%	42.66%	62.43%	65.00%	69.00%	72.00%
供应链物流服务（亿元）	92.79	68.09	22.57	24.15	25.84	27.65
YOY(%)		-26.62%	-66.85%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利率(%)	3.06%	2.06%	1.59%	2.24%	3.55%	4.88%
网络货运平台（亿元）			67.67	136.50	218.40	279.55
YOY(%)				101.71%	60.00%	28.00%
毛利率(%)			2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
金融服务（亿元）	4.58	5.90	2.79	3.66	4.58	5.49
YOY(%)		28.82%	-52.71%	31.18%	25.00%	20.00%
毛利率(%)	67.77%	65.82%	47.61%	63.74%	63.74%	63.74%
车后服务（亿元）	33.29	53.86	50.26	52.77	55.41	58.18
YOY(%)		61.79%	-6.68%	5%	5%	5%
毛利率(%)	1.59%	2.17%	2.23%	2.23%	2.23%	2.23%

精细化工（亿元）	62.71	65.00	58.69	63.10	64.67	66.28
YOY(%)		3.65%	-9.71%	7.52%	2.49%	2.49%
毛利率(%)	22.81%	24.97%	25.09%	24.29%	24.09%	23.99%
其它	1.43	1.92	2.28	2.71	3.22	3.82
YOY(%)	-12.80%	34.27%	18.75%	18.75%	18.75%	18.75%
毛利率(%)	92.31%	89.06%	83.77%	84.00%	84.00%	84.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

根据以上盈利预测结果，计算可得 2021-2023 年，预计公司分别实现营业收入 297.81 亿元、392.25 亿元、466.11 亿元，同比分别+38.54%、+31.71%、+18.83%。2021-2023 年，预计公司分别实现归母净利润 20.73、23.63、26.38 亿元，同比分别+36.32%、+13.94%、+11.62%。2020-2022 年，预计 EPS 分别为 0.675 元/股、0.769 元/股、0.859 元/股，对应 11 倍、9 倍、8 倍 PE。当前公司深化推荐物流数字化进程，深度推进公路港与网路货运平台融合发展，并稳步推进供应链物流业务，公司估值应对标统筹考虑物流地产、网络货运平台和综合物流的综合估值水平，具备提升空间，未来公司将迎来估值和业绩齐升局面，维持给予“推荐”评级。

表 4：盈利预测与估值数据（单位：百万元）

单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20148.07	20143.34	21496.56	29781.33	39225.00	46611.06
增长率(%)	4.85%	-0.02%	6.72%	38.54%	31.71%	18.83%
归属母公司股东净利润	818.99	1602.19	1521.26	2073.85	2363.00	2637.51
增长率(%)	74.47%	95.63%	-5.05%	36.32%	13.94%	11.62%
每股收益(EPS)	0.267	0.522	0.495	0.675	0.769	0.859
每股股利(DPS)	0.053	0.106	0.106	0.139	0.158	0.176
每股经营现金流	0.152	0.461	0.710	0.194	0.222	0.405
销售毛利率	12.01%	13.13%	12.41%	11.45%	10.66%	10.54%
销售净利率	4.49%	8.71%	8.09%	7.22%	6.25%	5.87%
净资产收益率(ROE)	6.73%	10.95%	10.13%	12.44%	12.74%	12.78%
投入资本回报率(ROIC)	-1.11%	2.42%	5.44%	4.50%	4.69%	5.29%
市盈率(P/E)	26.74	13.67	14.40	10.56	9.27	8.30
市净率(P/B)	1.80	1.50	1.46	1.31	1.18	1.06
股息率(分红/股价)	0.007	0.015	0.015	0.019	0.022	0.025

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）绝对估值

绝对估值模型选取及参数设置：采用三阶段的 FCFF 模型进行绝对估值。考虑到网络货运及公路货运数字化具有高成长性，假设过渡期为 7 年，自 2024 至 2030 年期间。基于未来公路物流市场会稳步增长，假设 2023-2027 年过渡期增长率为 7%，2030 年之后为永续增长期，假设永续增长率为 1.5%。

β值计算：测算的时间范围为 2020 年 7 月 29 日-2021 年 7 月 29 日。根据 β 计算器测算结果，公司 β 约为 1.02。

WACC 值计算：我们分别将 10 年期国债收益率、10 年沪深 300 指数平均收益作为无风险收益率 r_f 、市场收益率 r_m ，得 $r_f=2.90\%$ ， $r_m=4.29\%$ 。根据 CAPM 模型，得公司股权资本成本 $K_e=4.32\%$ 。根据公司 2021 年一季报披露的长、短债务到期收益率情况，计算得公司税后债务资本成本 $K_d=5.42\%$ 。根据 2021 年一季报披露结果，公司资本结构(E:D)为 62.93%:37.07%，计算得公司加权平均资本成本 WACC 为 4.98%。

根据 FCFF 模型估算结果，公司每股价值为 10.92 元。敏感性分析结果见表 5：

表 5：绝对估值敏感性分析（单位：元）

WACC	永续增长率(g)										
	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
2.93%	21.82	22.95	24.31	26.01	28.16	30.95	34.70	39.99	47.95	61.24	87.65
3.23%	18.37	19.19	20.19	21.40	22.91	24.81	27.29	30.62	35.31	42.38	54.17
3.55%	15.46	16.08	16.81	17.69	18.77	20.10	21.78	23.98	26.93	31.08	37.34
3.91%	12.99	13.45	14.00	14.65	15.43	16.38	17.55	19.04	20.98	23.58	27.25
4.30%	10.88	11.23	11.64	12.12	12.69	13.38	14.21	15.25	16.56	18.27	20.56
4.73%	9.07	9.33	9.64	10.00	10.42	10.92	11.52	12.26	13.17	14.32	15.82
5.20%	7.49	7.70	7.93	8.20	8.51	8.88	9.32	9.84	10.49	11.28	12.29
5.72%	6.13	6.28	6.46	6.66	6.89	7.16	7.49	7.87	8.33	8.89	9.58
6.29%	4.93	5.05	5.18	5.33	5.51	5.71	5.95	6.23	6.56	6.96	7.45
6.92%	3.89	3.97	4.08	4.19	4.32	4.47	4.65	4.85	5.10	5.38	5.73
7.61%	2.97	3.03	3.11	3.20	3.29	3.41	3.54	3.69	3.87	4.07	4.32

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、风险提示

物流需求不及预期的风险，物流数字化进程不及预期产生的风险，新冠疫苗接种进度不及预期的风险，交通运输政策变化产生的风险，网络货运平台政策变化的风险。

六、附录

表 6：公司主要财务数据

资产负债表 (百万元) 2020A					利润表 (百万元)				
	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产					营业收入				
现金	5,227.95	2,200.51	3,901.37	6,374.71	营业成本	21,496.56	29,781.33	39,225.00	46,611.06
应收和预付款项	4,245.26	5,891.35	7,459.58	8,405.33	营业税金及附加	18,828.21	26,371.37	35,043.61	41,698.26
其它应收款	0.00	298.90	725.01	0.00	营业费用	178.89	198.40	261.31	310.51
存货	1,484.89	3,903.63	3,193.59	5,240.03	管理费用	647.41	896.93	1,181.34	1,403.79
其他	2,522.79	175.53	-250.58	474.43	财务费用	781.54	1,082.75	1,426.09	1,694.62
非流动资产					资产减值损失	388.30	396.41	396.41	396.41
长期股权投资	910.89	990.89	1,080.89	1,180.89	公允价值变动收益	-14.77	15.57	15.57	15.57
固定资产	3,422.12	2,982.34	2,542.56	2,102.79	投资净收益	276.14	250.00	260.00	370.00
无形资产	1,643.88	1,481.94	1,320.01	1,158.07	营业利润	757.39	80.00	90.00	100.00
其他	15,203.97	14,168.40	13,775.31	13,320.23	其他非经营性损益	1,491.71	783.18	747.34	953.92
资产总计					利润总额	794.44	1,674.00	2,113.00	2,256.00
流动负债					所得税	2,286.14	798.75	762.91	969.49
短期借款	4,265.26	4,265.26	4,265.26	4,265.26	净利润	357.26	638.39	731.68	786.57
应付和预收款项	4,566.84	7,474.84	7,163.87	9,479.22	少数股东损益	1,928.88	875.25	1,350.09	1,286.51
其他	1,176.21	79.91	79.90	79.91	归属母公司净利润	62.18	76.89	87.61	97.79
非流动负债					EBITDA	1,521.26	2,073.85	2,363.00	2,637.51
长期借款	6,668.27	6,668.27	6,668.27	6,668.27	EPS (元)	2,931.67	3,952.88	4,492.64	4,847.13
其他	1,839.39	1,839.39	1,839.39	1,839.39	主要财务比率				
负债合计					2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	1,126.45	1,203.35	1,290.96	1,388.74	毛利率	12.41%	11.45%	10.66%	10.54%
归属母公司股东权益	15,019.33	16,667.08	18,544.58	20,640.18	净利率	8.09%	7.22%	6.25%	5.87%
负债和股东权益					ROE	10.13%	12.44%	12.74%	12.78%
现金流量表(百万元)					2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流					ROIC	5.44%	4.50%	4.69%	5.29%
净利润	2,179.70	595.79	680.66	1,245.33	资产负债率	53.42%	45.47%	41.87%	42.49%
折旧摊销	1,928.88	875.25	1,350.09	1,286.51	流动比率	1.35	1.65	2.07	2.14
财务费用	446.98	701.44	701.44	601.70	速动比率	1.15	1.07	1.57	1.55
投资活动现金流	448.98	462.31	608.91	723.56	总资产周转率	0.62	0.95	1.18	1.22
筹资活动现金流	-1,876.36	1,481.89	1,821.14	2,038.39	应收账款周转率	18.48	7.41	13.98	8.79
现金净增加额	1,476.66	-5,105.12	-800.95	-810.39	每股收益	0.495	0.675	0.769	0.859
	1,741.07	-3,027.44	1,700.86	2,473.33	每股经营现金	0.710	0.194	0.222	0.405
					每股净资产	4.890	5.426	6.038	6.720
					P/E	14.40	10.56	9.27	8.30
					P/B	1.46	1.31	1.18	1.06
					EV/EBITDA	10.45	7.48	6.24	5.31

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 传化智联股权穿透图 (部分)	3
图 2: 2019 年公司主营业务构成	4
图 3: 2020 年公司主营业务构成	4
图 4: 2020 年公司物流业务收入占比	5
图 5: 2020 年公司物流业务毛利润占比	5
图 6: 2019 年公司物流业务收入占比	5
图 7: 2019 年公司物流业务毛利润占比	5
图 8: 2019 年、2020 年传化主要物流业务毛利率	5
图 9: 2011-2021Q1 公司营收及归母净利润	6
图 10: 2011-2021Q1 公司现金对营收覆盖情况 (单位: 百万元)	6
图 11: 2011-2021Q1 公司现金对净利覆盖情况 (单位: 百万元)	6
图 12: 2011-2021Q1 公司主要利润率指标	7
图 13: 2015-2025E 中国物流总支出及占 GDP 比重	7
图 14: 美国社会物流成本用占 GDP 占比 (%)	8
图 15: 2015-2025E 中国外包物流支出及渗透率	8
图 16: 2015-2025E 中国一体化供应链支出及渗透率	8
图 17: 供应链相关环节示意图	9
图 18: 物流与供应链发展演变进程示意图	10
图 19: 按垂直领域划分的一体化供应链物流服务市场规模及增长	11
图 20: 顺丰控股数字供应链示意图	11
图 21: 菜鸟网络家电行业供应链示意图	11
图 22: 网络货运平台分类	12
图 23: 2019-2020 年网络货运平台业务 GTV	14
图 24: “传化网”图示	14
图 25: 传化智联物流主要业务	15
图 26: 截止 2020 年底传化公路港建设情况	15
图 27: 传化智能公路港网主要功能示意图	16
图 28: 2017-2020 年公路港 (园区) 业务收入	16
图 29: 传化智联“仓运配”一体化示意图	17
图 30: 传化智联部分客户情况	17
图 31: 2016-2020 年供应链业务收入	17
图 32: 传化智联网络货运平台产品示意图	18
图 33: 网络货运平台资金、发票链	19
图 34: 传化支付业务范围	19
图 35: 传化金融融入供应链示意图	20
图 36: 2017-2020 年支付与金融服务收入	20
图 37: 2017-2020 年车后业务收入	21
图 38: 2005-2020 年化工业务收入	21
图 39: 2015-2020 年传化智联“营业总收入”、“营业总成本”对比 (单位: 亿元)	22
图 40: 2015-2020 年传化智联“其他收益”、“投资收益” (单位: 百万元)	22

表格目录

表 1：供应链服务企业按商业模式分类.....	10
表 2：网络货运业务涉税政策梳理.....	13
表 3：分拆业务盈利预测（单位：亿元）	24
表 4：盈利预测与估值数据（单位：百万元）	25
表 5：绝对估值敏感性分析（单位：元）	26
表 6：公司主要财务数据.....	27

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王靖添，交通运输行业分析师，北京大学理学硕士。曾就职于中国交通运输部规划研究院，担任高级工程师、主任工程师，拥有丰富的交通运输战略政策研究工作。2018 年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn