

2017年04月18日

传化智联 (002010.SZ)

## 智能物流布局雄安，供应链金融初见成效

■事件：据年报显示 2016 年公司实现营业总收入 82 亿元，同比上升 53%；实现归母净利润 6 亿元，同比增长 5.5%，截至 2016 年末公司总资产达到 170 亿元，同比增长 17.5%；归属上市公司股东净资产达到 111 亿元，同比增长 2%；加权平均 ROE 为 5%，比 2015 年减少 13 个百分点。

■公路港建设稳步推进，毛利率有望触底回升。2016 年物流业务带来收入 39 亿元，同比增长 230%，占总营业收入的 48%。在线下端，公司致力于通过公路港的方式推进物流业务，截至 2016 年底公司公路港已布局 94 个项目，在 41 个城市完成网络布点，累计运营的公路港有 26 个，较 2015 年底增长 300%，全国公路港网络布局显现，将带来规模化优势。公司物流业务毛利率为 4.61%，比 2015 年下降 12.32 个百分点，毛利率大幅下降主要为公司处于铺设公路港初期阶段，随着公路港投入运营，毛利率将逐步回升，同时公司 2017 年储备了 50 余个项目，预计 2017 年物流业务收入有望超过 50 亿元。

■公司物流业务将受益于雄安新区建设。公司与河北政府在 2014 年就签订了《智能公路港物流发展战略合作框架协议》，未来 5 年公司将协同河北政府布局全省范围内的立体化智能公路港物流网络体系，把石家庄、唐山、邯郸、沧州等作为一级枢纽型智能公路港，把廊坊、保定、秦皇岛、承德、邢台、衡水、张家口等作为二级平台型智能公路港，上述几个城市的公路港将在政策支持下得到快速增长。

■打造物流 O2O 闭环，服务长尾客户。公司线上物流平台主要依托“陆鲸”和“易货嘀”。“陆鲸”主要为长途干线物流的货主及货运司机提供配送服务，而“易货嘀”则专注于同城配送货运。截至 2016 年底陆鲸平台上司机用户 111 万，货运代理用户 10 万，日活跃司机 4.5 万，日发货 5.1 万条。2017 年 3 月易货嘀拿到浙江省首张“无车承运”牌照，取得政策先机，目前易货嘀业务已在全国 20 多个城市落地，服务的货主企业达到数十万家，未来传化网与线下交通运输还将继续融合。

■物流金融延伸增值服务链。2016 年公司实现金融业务收入 806 万元，依托物流业务带来的客户资源和物流场景，公司提供保理、融资租赁、保险、支付等金融业务，开发税易保、货嘀保、招商保等 7 款保理产品，汽车租赁、设备租赁、物业租赁等融资租赁产品以及车辆险、货物险等 10 余个保险产品。截至 2016 年底金融业务覆盖 18 个省市自治区，服务用户 81 万，年交易笔数 481.5 万笔，年交易量 28 亿元。未来传化金融将深化在供应链金融、社会征信、物流大行业股权投资、财富管理等领域的发展，提升金融板块对公司业务的支撑能力，预计 2017 年金融业务收入将高速增长。

■化工业务整体保持稳定。2016 年公司化工业务实现营业收入 43 亿元，同比增长 3%，占总营业收入的 52%，同比下滑 26 个百分点。公司在向物流+化工的双主业转型过程中，化工业务收入占比下降，但公司通过提高运营效率、优化降低生产成本使得化工业务毛利率保持稳定。公司 2016 年收购拓纳化学，实现了业务范围的扩张以及国际化布局，未来化工市场还将进一步整合。预计 2017 年公司化工业务能够基本保持稳定。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 22 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.21 元、0.25 元、0.28 元。

■风险提示：宏观经济下行风险，政策风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,961.7	8,180.8	9,825.8	11,310.4	12,734.6
净利润	245.2	581.0	686.5	801.1	917.6
每股收益(元)	0.08	0.18	0.21	0.25	0.28
每股净资产(元)	3.34	3.42	3.48	3.59	3.76
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	225.6	95.2	80.6	69.1	60.3
市净率(倍)	5.1	5.0	4.9	4.7	4.5
净利润率	4.1%	7.1%	7.0%	7.1%	7.2%
净资产收益率	2.3%	5.2%	6.1%	6.9%	7.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.7%	0.9%	0.7%
ROIC	12.1%	-4.4%	2.3%	2.2%	5.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

印染化学品

投资评级 买入-A

维持评级

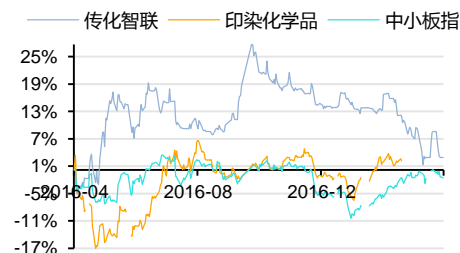
6 个月目标价： 22 元

股价 (2017-04-17) 16.98 元

### 交易数据

总市值(百万元)	55,317.69
流通市值(百万元)	7,009.74
总股本(百万股)	3,257.81
流通股本(百万股)	412.82
12 个月价格区间	15.74/21.08 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.39	-19.24	1.75
绝对收益	-4.45	-10.54	-1.9

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaioxh3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-35082968

檀天

报告联系人

tantian@essence.com.cn

021-35082392

### 相关报告

传化智联：拓展物流金融生态圈	2016-11-01
传化智联：打造物流金融的护城河	2016-03-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,961.7	8,180.8	9,825.8	11,310.4	12,734.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,665.5	6,933.8	7,860.7	8,935.2	9,933.0	营业收入增长率	18.5%	37.2%	20.1%	15.1%	12.6%
营业税费	35.0	55.6	59.0	75.8	91.7	营业利润增长率	-4.2%	-141.4%	-225.1%	34.8%	95.3%
销售费用	296.7	587.8	638.7	791.7	878.7	净利润增长率	15.5%	136.9%	18.2%	16.7%	14.5%
管理费用	490.8	910.5	1,218.4	1,379.9	1,528.1	EBITDA 增长率	4.8%	-118.0%	-438.9%	19.2%	59.4%
财务费用	76.6	-119.6	-	-	-	EBIT 增长率	-0.7%	-162.1%	-168.2%	34.8%	95.3%
资产减值损失	55.4	53.8	20.0	33.6	26.4	NOPLAT 增长率	-0.4%	-156.6%	-170.4%	35.0%	95.3%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	56.8%	34.2%	42.9%	-24.7%	30.5%
投资和汇兑收益	4.8	97.8	150.0	147.2	194.7	净资产增长率	415.7%	5.0%	2.4%	3.6%	5.2%
<b>营业利润</b>	<b>346.3</b>	<b>-143.2</b>	<b>179.1</b>	<b>241.4</b>	<b>471.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	70.6	1,052.3	841.7	948.2	891.2	毛利率	21.7%	15.2%	20.0%	21.0%	22.0%
<b>利润总额</b>	<b>417.0</b>	<b>909.1</b>	<b>1,020.9</b>	<b>1,189.6</b>	<b>1,362.6</b>	营业利润率	5.8%	-1.8%	1.8%	2.1%	3.7%
减:所得税	89.3	258.6	266.4	309.3	354.3	净利润率	4.1%	7.1%	7.0%	7.1%	7.2%
<b>净利润</b>	<b>245.2</b>	<b>581.0</b>	<b>686.5</b>	<b>801.1</b>	<b>917.6</b>	EBITDA/营业收入	9.0%	-1.2%	3.3%	3.4%	4.8%
						EBIT/营业收入	7.1%	-3.2%	1.8%	2.1%	3.7%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	51	51	50	40	32
						流动资产周转天数	114	77	88	86	81
						流动资产周转天数	403	429	303	273	269
						应收账款周转天数	38	32	37	36	35
						存货周转天数	29	30	31	29	29
						总资产周转天数	569	693	582	504	473
						投资资本周转天数	212	221	256	230	202
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	2.3%	5.2%	6.1%	6.9%	7.5%
						ROA	2.3%	3.8%	5.1%	5.2%	6.1%
						ROIC	12.1%	-4.4%	2.3%	2.2%	5.6%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	5.0%	7.2%	6.5%	7.0%	6.9%
						管理费用率	8.2%	11.1%	12.4%	12.2%	12.0%
						财务费用率	1.3%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	14.5%	16.9%	18.9%	19.2%	18.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	23.0%	31.2%	18.6%	26.7%	20.9%
						负债权益比	29.8%	45.3%	22.9%	36.5%	26.5%
						流动比率	5.92	2.82	4.86	3.07	4.46
						速动比率	5.63	2.57	4.31	2.75	3.96
						利息保障倍数	5.52	2.20			
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	-	0.12	0.15	0.11
						分红比率	132.9%	0.0%	55.8%	62.9%	39.6%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.7%	0.9%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	618.4	650.5	686.5	801.1	917.6	EPS(元)	0.08	0.18	0.21	0.25	0.28
加:折旧和摊销	113.7	179.8	146.0	146.0	146.0	BVPS(元)	3.34	3.42	3.48	3.59	3.76
资产减值准备	25.6	53.8	-	-	-	PE(X)	225.6	95.2	80.6	69.1	60.3
公允价值变动损失	-0.2	-0.1	-	-	-	PB(X)	5.1	5.0	4.9	4.7	4.5
财务费用	66.1	55.2	-	-	-	P/FCF	-32.0	252.2	-18.0	19.4	-57.0
投资损失	-286.9	-97.8	-150.0	-147.2	-194.7	P/S	9.3	6.8	5.6	4.9	4.3
少数股东损益	82.5	69.6	67.9	79.2	90.7	EV/EBITDA	131.4	-582.3	160.6	128.6	82.8
营运资金的变动	-937.9	-428.1	-2,206.4	1,779.9	-2,052.0	CAGR(%)	39.0%	15.7%	37.9%	39.0%	15.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>414.2</b>	<b>-400.7</b>	<b>-1,455.9</b>	<b>2,659.0</b>	<b>-1,092.4</b>	PEG	5.8	6.1	2.1	1.8	3.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,115.2</b>	<b>-1,755.1</b>	<b>322.4</b>	<b>86.1</b>	<b>178.0</b>	ROIC/WACC	1.2	-0.4	0.2	0.2	0.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>7,537.4</b>	<b>908.9</b>	<b>-1,753.1</b>	<b>-445.7</b>	<b>-361.3</b>	REP	14.0	-23.0	28.6	38.4	11.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034