

2016年03月29日

传化股份 (002010.SZ)

打造物流金融的护城河

■ **事件:** 2016年3月28日公司发布2015年业绩报告, 2015年实现营业收入53.4亿元, 同比下降10.42%, 而实现归属于母公司净利润5.5亿元, 同比增长124.6% (本文数据均来自公司公告)。

■ **收购传化物流, 物流业务成为重要增长点。** 2015年公司完成收购传化物流100%的股权并募集了45亿配套资金, 2015年公司化工业务收入同比下降18%, 而物流业务受益于资本实力的提升, 营收同比高速增长26%, 发展势头较好, 预计2016年公司的发展将更加倚重物流业务, 业务占比将大幅提升。

■ **开创公路港模式, 打造公路物流巨头。** 传化物流目前已初步构建起O2O的闭环物流生态, 线下端, 开创公路港的新型物流模式, 截至2015年底, 公路港实体平台遍布15个省份2个直辖市, 已运营8个, 开工建设15个, 初步形成了全国化公路港网络, 线上端, 推出易配货、运宝网和易货网分别作为长途干线配货平台, 物流企业与货主企业的综合交易平台以及同城货运配送平台, 传化物流正在逐渐成为公路物流的巨头。

■ **依托物流体系, 切入物流金融市场。** 依托日益成熟的物流体系, 传化物流全面推广包括保险、保理、小贷、团购等金融服务, 满足物流企业、司机、货主的多方面需求, 根据公司披露的数据, 中国公路货运中每年形成了超过10万亿物流费用的流转, 按照3%-5%息差估算, 整体资金沉淀将在3-5千亿元间。传化物流作为平台型企业, 将依托其O2O支付闭环模式, 汇聚资金流、信息流、物流, 担任供应链上下游成员企业与金融机构之间的中介机构, 实现对物流金融万亿市场的分享。

■ **申请支付牌照, 完善O2O闭环。** 2015年8月14日, 中国人民银行杭州中心支行发布“传化支付有限公司关于申请《支付业务许可证的公告》”, 我们认为公司支付牌照在2016年将顺利落地, 支付作为公路运输最基础与底层的嵌入环节之一, 能够让传化物流通过控制线上流水的方式加强对司机的服务, 保障运输的服务质量和加强现金流支撑。同时, 以支付为基础, 未来的供应链金融可以延伸出更多模式, 公路运输线下流水目前超过万亿, 传化物流能够将线下流水往线上转移, 企业物流金融的盈利空间有望打开。

■ **浙江民营经济活跃, 改革创新意识强。** 浙江民营经济活跃, 根据浙江省统计局数据, 民营经济增加值占GDP比重近年来一直保持在50%以上, 民营经济活跃整体带动了浙江企业的改革创新意识, 受到改革创新氛围的影响, 传化物流逐渐形成了独特的竞争优势, 即互联网+物流模式解决行业痛点、先发优势卡位精准、O2O闭环保障客户粘性、开辟物流金融形成产金回路。作为平台型物流企业, 传化物流拥有广泛的信息流、物流和资金流, 在竞争力方面将远超单个物流企业, 将会成为物联网时代最大的赢家。

■ **投资建议:** 买入-A评级, 预计公司2016年-2018年EPS分别为0.21元、0.26元和0.31元, 6个月目标价22元。

■ **风险提示:** 宏观风险、业务整合风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	5,961.7	5,340.3	6,835.6	8,544.5	10,766.1
净利润	245.2	550.6	691.5	837.6	996.4
每股收益(元)	0.08	0.17	0.21	0.26	0.31
每股净资产(元)	0.57	3.34	3.45	3.67	3.94

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	215.2	95.8	76.3	63.0	53.0
市净率(倍)	28.6	4.9	4.7	4.4	4.1
净利润率	4.1%	10.3%	10.1%	9.8%	9.3%
净资产收益率	13.3%	5.1%	6.2%	7.0%	7.8%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	12.9%	13.3%	10.2%	11.8%	16.0%

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 (2016-03-28) 16.20元

交易数据

总市值(百万元)	52,776.60
流通市值(百万元)	6,687.90
总股本(百万股)	3,257.81
流通股本(百万股)	412.83
12个月价格区间	9.07/26.28元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.08	-9.28	90.67
绝对收益	-2.99	-30.47	81.7

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-68766182

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-68765175

相关报告

传化股份: 传化股份: 开启物流金融新生态 2015-07-01

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,961.7	5,340.3	6,835.6	8,544.5	10,766.1	成长性					
减:营业成本	4,665.5	4,038.9	5,085.7	6,408.4	8,074.6	营业收入增长率	45.6%	-10.4%	28.0%	25.0%	26.0%
营业税费	35.0	39.2	41.0	51.3	64.6	营业利润增长率	28.9%	22.4%	27.4%	33.8%	29.1%
销售费用	296.7	347.3	444.3	512.1	538.3	净利润增长率	42.0%	124.6%	25.6%	21.1%	19.0%
管理费用	490.8	700.2	854.5	963.9	1,324.0	EBITDA 增长率	35.9%	15.9%	10.9%	28.0%	25.3%
财务费用	76.6	52.4	-	-	-	EBIT 增长率	38.0%	12.6%	13.4%	33.8%	29.1%
资产减值损失	55.4	25.5	20.0	33.6	26.4	NOPLAT 增长率	31.9%	9.3%	20.5%	35.4%	30.7%
加:公允价值变动收益	-	0.2	-	-	-	投资资本增长率	6.2%	56.8%	16.8%	-3.4%	26.3%
投资和汇兑收益	4.8	286.9	150.0	147.2	194.7	净资产增长率	4.9%	415.7%	3.9%	7.0%	7.9%
营业利润	346.3	424.0	540.1	722.5	933.0	利润率					
加:营业外净收支	70.6	387.3	398.0	400.0	386.2	毛利率	21.7%	24.4%	25.6%	25.0%	25.0%
利润总额	417.0	811.2	938.1	1,122.5	1,319.2	营业利润率	5.8%	7.9%	7.9%	8.5%	8.7%
减:所得税	89.3	192.8	178.2	202.0	224.3	净利润率	4.1%	10.3%	10.1%	9.8%	9.3%
净利润	245.2	550.6	691.5	837.6	996.4	EBITDA/营业收入	8.5%	11.0%	9.5%	9.8%	9.7%
						EBIT/营业收入	7.1%	8.9%	7.9%	8.5%	8.7%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	48	57	45	32	22
货币资金	566.6	6,516.8	6,466.5	7,373.1	7,001.0	流动营业资本周转天数	85	127	128	110	113
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	157	450	539	460	415
应收账款	651.2	602.2	890.6	960.8	1,442.8	应收账款周转天数	35	42	39	39	40
应收票据	1,123.0	1,235.1	1,464.8	1,896.0	2,517.6	存货周转天数	28	33	31	30	31
预付账款	32.4	33.0	32.1	54.7	59.9	总资产周转天数	242	636	738	607	530
存货	448.2	525.9	633.9	791.3	1,070.1	投资资本周转天数	160	237	245	208	183
其他流动资产	95.7	1,518.9	563.5	726.0	936.1	投资回报率					
可供出售金融资产	93.2	287.5	126.9	169.2	194.5	ROE	13.3%	5.1%	6.2%	7.0%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.5%	4.3%	5.6%	6.0%	6.7%
长期股权投资	48.5	646.3	646.3	646.3	646.3	ROIC	12.9%	13.3%	10.2%	11.8%	16.0%
投资性房地产	-	428.8	428.8	428.8	428.8	费用率					
固定资产	780.3	896.9	805.6	714.4	623.2	销售费用率	5.0%	6.5%	6.5%	6.0%	5.0%
在建工程	196.9	237.8	237.8	237.8	237.8	管理费用率	8.2%	13.1%	12.5%	11.3%	12.3%
无形资产	278.3	1,044.7	1,025.1	1,005.4	985.7	财务费用率	1.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	62.0	508.5	218.7	257.6	321.1	三费/营业收入	14.5%	20.6%	19.0%	17.3%	17.3%
资产总额	4,376.3	14,482.3	13,540.4	15,261.4	16,465.0	偿债能力					
短期债务	447.7	46.9	-	-	-	资产负债率	50.6%	23.0%	14.4%	18.8%	18.8%
应付账款	457.3	853.4	566.7	1,045.1	1,168.8	负债权益比	102.3%	29.8%	16.8%	23.1%	23.1%
应付票据	123.0	197.3	77.2	300.0	217.2	流动比率	2.22	5.92	9.80	6.41	6.66
其他流动负债	287.8	663.3	381.3	496.0	570.6	速动比率	1.88	5.63	9.19	5.98	6.11
长期借款	205.1	120.5	-	-	-	利息保障倍数	5.52	9.09			
其他非流动负债	691.9	1,444.4	926.7	1,021.0	1,130.7	分红指标					
负债总额	2,212.7	3,325.7	1,951.9	2,862.1	3,087.3	DPS(元)	0.02	-	0.05	0.05	0.04
少数股东权益	320.3	283.6	348.6	430.0	526.4	分红比率	29.9%	0.0%	24.1%	18.0%	14.0%
股本	488.0	3,257.8	3,257.8	3,257.8	3,257.8	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
留存收益	1,355.4	7,617.8	7,982.2	8,711.5	9,593.5						
股东权益	2,163.6	11,156.6	11,588.6	12,399.3	13,377.7						
						现金流量表					
							2014	2015	2016E	2017E	2018E
						净利润	287.8	618.4	691.5	837.6	996.4
						加:折旧和摊销	84.8	113.7	110.9	110.9	110.9
						资产减值准备	38.6	25.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.2	-	-	-
						财务费用	61.3	66.1	-	-	-
						投资损失	3.8	-286.9	-150.0	-147.2	-194.7
						少数股东损益	82.5	67.8	68.4	82.8	98.5
						营运资金的变动	-31.0	-937.9	-553.3	16.0	-1,439.6
						经营活动产生现金流量	337.3	414.2	167.5	900.0	-428.5
						投资活动产生现金流量	-244.1	-2,115.2	310.6	104.9	169.4
						融资活动产生现金流量	150.5	7,537.4	-528.4	-98.3	-113.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.08	0.17	0.21	0.26	0.31
						BVPS(元)	0.57	3.34	3.45	3.67	3.94
						PE(X)	215.2	95.8	76.3	63.0	53.0
						PB(X)	28.6	4.9	4.7	4.4	4.1
						P/FCF	104.2	-37.1	-218.8	52.0	-198.9
						P/S	8.9	9.9	7.7	6.2	4.9
						EV/EBITDA	10.5	119.5	71.5	54.8	44.1
						CAGR(%)	41.1%	21.0%	48.6%	41.1%	21.0%
						PEG	5.2	4.6	1.6	1.5	2.5
						ROIC/WACC	1.2	1.3	1.0	1.1	1.5
						REP	1.6	12.8	9.4	8.3	4.9

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 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 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 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	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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 3 楼

邮编：200122

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