

# 传化股份 (002010.SZ) 物流行业

评级：买入 维持评级

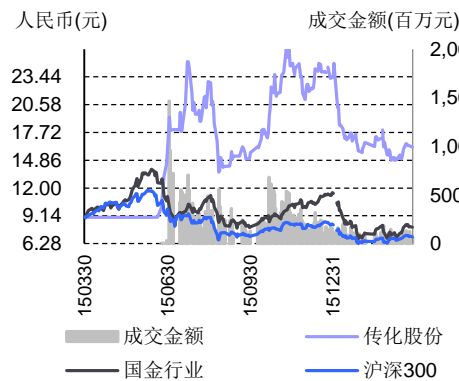
公司点评

市场价格 (人民币): 16.20 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	412.83
总市值 (百万元)	52,776.60
年内股价最高最低 (元)	26.28/9.00
沪深 300 指数	3169.73
深证成指	10276.84



## 相关报告

- 《稳步打造枢纽港系统，能解决社会物流顽疾-传化股份公司点评》，2016.3.7
- 《打造公路物流网络运营系统，线上交易量爆发-传化股份公司点评》，2016.1.20
- 《政策支持公路港建设，线上交易量处于爆发期-传化股份公司点评》，2015.12.30
- 《枢纽公路港+物流大平台，打造智慧物流巨头-传化股份公司研究》，2015.12.2

**戴亚雄** 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 打造智能公路物流网络运营系统，推出股权激励计划

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	0.435	0.169	0.062	0.126	0.224
每股净资产 (元)	3.78	3.34	3.35	3.43	3.60
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.13	0.07	0.16	0.22
市盈率 (倍)	20.84	139.33	259.28	128.16	72.24
行业优化市盈率 (倍)	28.80	46.38	33.91	33.91	33.91
净利润增长率 (%)	22.97%	159.32%	-63.03%	102.31%	77.41%
净资产收益率 (%)	11.52%	5.06%	1.86%	3.69%	6.23%
总股本 (百万股)	487.98	3,257.81	3,257.81	3,257.81	3,257.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司发布 2015 年年度报告。2015 年公司营业收入 53.4 亿元，同比下降 10.4%，归属于上市公司股东的净利润，扣非后净利润分别为 5.5 亿元，1.9 亿元，分别同比增长 124.6%，6.4%。基本每股收益 0.2 元/股，同比增长 122.2%。

### 评论

- 非经常损益主要来自政府补助，化工业务稳健中创新发展：**公司主营业务为化工和物流，收入下降受化工业务影响，非经常性损益包括政府补助 2.45 亿元，非流动性资产处置损益 1.5 亿元。经济下行的大背景下，2015 年化工收入同比下降 18.8%，收入占比为 77.5%。公司化工业务的产品主要有纺织印染助剂、化纤油剂等，采取以销定产，产品直销的经营模式，通过发展工业服务站和供应链的系统优化，毛利率为 27.1%，比上年增加 4.85 个百分点。公司积极接触工业 4.0 等互联网思维，收购了印花设计交易平台——瓦栏，公司将抓住从传统印花向数码印花转型趋势的战略先机。
- 线下实体公路港+线上互联网物流平台，打造智能公路物流网络运营系统：**公司物流收入达到 11.8 亿元，毛利率为 16.9%，其中燃油及轮胎贸易，仓储与旅馆出租、运输总包业务的收入占比分别为 40%、24%、23%。我国建成了 450 万公里的高速公路，但卡车空驶率在 40% 以上，物流成本比率是欧美的两倍，公路物流 90% 以上的运力由个体司机掌握，行业集中度仅为 1.2% 左右。面对 5 万亿级公路运输市场，公司线下构建“10+160”基地的全国化公路港实体网络，线上打造以“陆鲸”、“易货嘀”、“传化运宝”为核心的互联网物流平台和以“金融支付”、“保险经纪”、“商业保理”、“融资租赁”为支撑的物流金融平台，致力于解决全社会物流痛点。公司的公路港模式成为行业典范，2013 年国家发改委、交通运输部等五部委联合发文要求推广，并受到国开发展基金大力支持，两会期间总书记与公司董事长亲切交流。
- 公路港建设全面铺开，传统物流资产实现线下快速导流，成都公路枢纽港交易量已经占到当地 80%：**报告期内，实体公路港投入运营 6 个（目前已运营 8 个），开工建设 15 个，初步形成全国化公路港网络。年初，公司设立淄

博、上海和郑州公路枢纽港，未来的快速增长主要靠干线枢纽节点的建设，横向地域的扩张带来的业务量的增长，预计 2016 年，将完成 30 个公路港的建设。每建一个枢纽港，交通部和地方政府补贴在 6000 万—1 亿元不等。传统物流资产实现线下快速导流，相对轻资产的车货匹配平台，竞争优势明显。成都枢纽港为客户提供司机公寓、加油站、汽车修理、银行保险服务等，增强了用户粘性，尤其是中大型物流商。成都枢纽港 2015 年线上交易量预计达到近 100 亿元，已经占到成都当地交易量的 80%。

- **2016-2017 年将是公司流量变现期，供应链金融将成盈利重点：**今年以来，公司加快物流金融布局，以自有资金 1 亿元投资设立天津传化商业保理有限公司，以自有资金 5000 万元投资设立浙江传化保险经纪有限公司，并设立传化货嘀实现“易货嘀”交易平台从事业部运作模式到公司运作模式转变。公司致力于打造“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态，公路港每到达一个枢纽城市，能为这一城市降低 40% 以上的物流成本，大幅提高物流效率。车货匹配线上平台交易量 2015 年为 600 亿元，是行业第二名的近 7 倍，**预计 2016 年线上流量实现 1000 亿。**2016-2017 年是线上活跃用户流量开始变现的时候，随着线上流量的逐步放量，供应链金融在 2017 年将快速释放利润，成为未来的盈利重点。
- **推出第二期股票期权激励计划，行权价格与市价接近：**公司拟向激励对象授予 2473 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额 32.6 亿股的 0.76%，行权价格为 16.2 元。激励对象包括中层管理人员、核心技术（业务）人员等 355 人。本计划授予的股票期权自本期激励计划授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权，主要行权条件为，以 2015 年为基数，2016-2018 年主营业务收入增长率分别不低于 35%，100%，200%。股权激励将激发公司活力。

#### 盈利预测

- 预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.06 元、0.13 元、0.22 元，目前处于投入期，考虑到公司独特有效的模式和行业存量巨大的整合空间，给予“买入”评级。

#### 投资建议

- 公司作为公路干线物流存量整合者，积极建设公路物流智能平台，我们看好公司线下公路港实体网络+线上互联网物流平台的模式。公司业绩快速释放在 2017 年，作为公路干线运输领域共享经济的最佳代表，从国家层面到公司高层坚定支持公司智能公路枢纽港建设，战略目标明确，执行力超强。公司中期有望脱颖而出，成长为优秀的大公司。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,095</b>	<b>5,030</b>	<b>5,340</b>	<b>6,179</b>	<b>8,705</b>	<b>11,847</b>	货币资金	274	567	6,517	5,756	4,504	3,582
增长率		22.8%	6.2%	15.7%	40.9%	36.1%	应收款项	1,447	1,774	1,837	1,964	2,299	2,730
主营业务成本	-3,228	-3,907	-4,039	-4,998	-6,970	-9,145	存货	475	448	526	603	764	952
%销售收入	78.8%	77.7%	75.6%	80.9%	80.1%	77.2%	其他流动资产	98	128	1,552	1,550	1,570	1,591
毛利	868	1,123	1,301	1,181	1,735	2,702	流动资产	2,295	2,917	10,432	9,872	9,137	8,855
%销售收入	21.2%	22.3%	24.4%	19.1%	19.9%	22.8%	%总资产	63.1%	66.7%	72.0%	65.6%	58.1%	52.4%
营业税金及附加	-18	-21	-39	-49	-70	-95	长期投资	144	142	1,363	1,363	1,363	1,363
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	881	978	1,135	2,615	4,035	5,491
营业费用	-243	-282	-347	-371	-522	-711	%总资产	24.2%	22.3%	7.8%	17.4%	25.7%	32.5%
%销售收入	5.9%	5.6%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	244	293	1,067	1,043	1,032	1,021
管理费用	-263	-338	-700	-618	-696	-948	非流动资产	1,339	1,459	4,050	5,170	6,595	8,055
%销售收入	6.4%	6.7%	13.1%	10.0%	8.0%	8.0%	%总资产	36.9%	33.3%	28.0%	34.4%	41.9%	47.6%
息税前利润 (EBIT)	343	482	215	143	447	949	<b>资产总计</b>	<b>3,634</b>	<b>4,376</b>	<b>14,482</b>	<b>15,042</b>	<b>15,731</b>	<b>16,910</b>
%销售收入	8.4%	9.6%	4.0%	2.3%	5.1%	8.0%	短期借款	193	456	121	389	163	117
财务费用	-38	-65	-52	76	56	9	应付款项	537	623	1,267	1,413	1,783	2,093
%销售收入	0.9%	1.3%	1.0%	-1.2%	-0.6%	-0.1%	其他流动负债	150	236	373	506	601	694
资产减值损失	-44	-52	-25	0	0	0	流动负债	881	1,316	1,761	2,308	2,547	2,905
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	48	205	120	170	220	270
投资收益	8	-4	287	2	3	4	其他长期负债	644	692	1,444	1,324	1,374	1,424
%税前利润	2.8%	n.a	35.4%	0.6%	0.4%	0.3%	<b>负债</b>	<b>1,572</b>	<b>2,213</b>	<b>3,326</b>	<b>3,803</b>	<b>4,141</b>	<b>4,599</b>
营业利润	269	361	424	220	506	962	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,760</b>	<b>1,843</b>	<b>10,873</b>	<b>10,916</b>	<b>11,165</b>	<b>11,733</b>
营业利润率	6.6%	7.2%	7.9%	3.6%	5.8%	8.1%	少数股东权益	302	320	284	324	425	578
营业外收支	13	6	387	100	170	200	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,634</b>	<b>4,376</b>	<b>14,482</b>	<b>15,042</b>	<b>15,731</b>	<b>16,910</b>
税前利润	282	368	811	320	676	1,162	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	7.3%	15.2%	5.2%	7.8%	9.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-50	-80	-193	-77	-162	-279	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.8%	21.7%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.354	0.435	0.169	0.062	0.126	0.224
净利润	232	288	618	244	513	883	每股净资产	3.607	3.777	3.338	3.351	3.427	3.601
少数股东损益	59	75	68	40	102	153	每股经营现金净流	-0.415	0.691	0.127	0.070	0.155	0.220
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>173</b>	<b>212</b>	<b>551</b>	<b>204</b>	<b>412</b>	<b>731</b>	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.050	0.050	0.050
净利率	4.2%	4.2%	10.3%	3.3%	4.7%	6.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.81%	11.52%	5.06%	1.86%	3.69%	6.23%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.75%	4.85%	3.80%	1.35%	2.62%	4.32%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	9.64%	10.94%	1.36%	0.87%	2.70%	5.41%
净利润	232	288	618	244	513	883	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	22.12%	22.82%	6.17%	15.71%	40.88%	36.09%
非现金支出	109	123	139	142	200	265	EBIT 增长率	39.95%	40.39%	-55.42%	-33.50%	212.99%	112.32%
非经营收益	26	61	-227	-74	-157	-194	净利润增长率	11.83%	22.97%	159.32%	-63.03%	102.31%	77.41%
营运资金变动	-569	-135	-117	-82	-52	-237	总资产增长率	21.45%	20.43%	230.93%	3.87%	4.58%	7.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-203</b>	<b>337</b>	<b>414</b>	<b>229</b>	<b>505</b>	<b>718</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-199	-72	-1,214	-1,176	-1,450	-1,520	应收账款周转天数	39.3	41.2	37.8	38.0	34.0	30.0
投资	0	-180	-1,267	0	0	0	存货周转天数	44.7	43.1	44.0	44.0	40.0	38.0
其他	39	8	366	2	3	4	应付账款周转天数	34.8	36.3	44.6	45.0	42.0	40.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-160</b>	<b>-244</b>	<b>-2,115</b>	<b>-1,174</b>	<b>-1,447</b>	<b>-1,516</b>	固定资产周转天数	70.9	56.6	61.3	81.3	75.4	69.4
股权募资	2	0	8,598	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	292	362	-558	201	-126	54	净负债/股东权益	28.54%	33.17%	-50.65%	-40.68%	-30.17%	-20.88%
其他	-126	-212	-502	-17	-184	-178	EBIT 利息保障倍数	9.0	7.5	4.1	-1.9	-8.0	-106.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>167</b>	<b>150</b>	<b>7,538</b>	<b>184</b>	<b>-310</b>	<b>-124</b>	资产负债率	43.26%	50.56%	22.96%	25.28%	26.32%	27.20%
<b>现金净流量</b>	<b>-196</b>	<b>243</b>	<b>5,837</b>	<b>-761</b>	<b>-1,252</b>	<b>-922</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

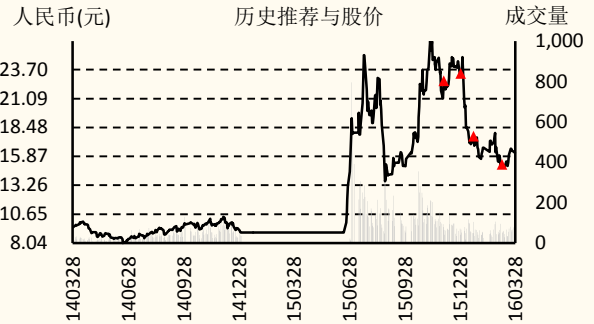
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-02	买入	22.20	25.00~27.00
2	2015-12-30	买入	23.39	25.00~27.00
3	2016-01-20	买入	17.65	25.00~27.00
4	2016-03-07	买入	14.87	20.00~21.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD