

传化股份 (002010.SZ) 物流行业

评级：买入 维持评级

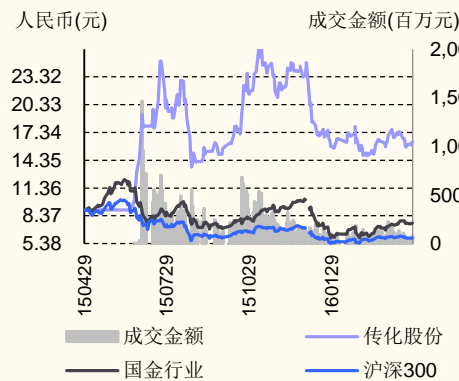
公司点评

市场价格(人民币)：16.33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)	412.81
总市值(百万元)	53,200.11
年内股价最高最低(元)	26.28/9.00
沪深300指数	3160.58
深证成指	10149.91



智能公路物流网络积极推进，线上流量处于爆发期

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 2016 年第一季度报告。报告期内，公司营业收入约 9.8 亿元，同比下降 17.61%，归属于上市公司股东的净利润和扣非后净利润分别为 7267 万元和 -7149 万元，分别同比增加 39.08% 和下降 1482.63%。基本每股收益 0.02 元，与去年同期持平。同时，公司预计 2016 年上半年的净利润将达到 2.0-2.37 亿元，同比增长 165%-195%。

评论

- **非经常损益主要来自政府补助，公路港建设积极推进：**一季度公司收入下滑，在经济下行的背景下，预计主要受化工业务收入下滑的拖累，公司非经常损益约 1.44 亿元，主要来自政府补助，其中政府补助达到 1.64 亿元。实体公路港目前投入运营 8 个，开工建设 15 个，初步形成全国化公路港网络。一季度，公司积极推进公路港建设，包括（1）在山东淄博，合资设立传化金泰公路港。共投资 1 亿元，公司以现金出资，占注册资本 51%。（2）在上海，合资设立上海传化海江公路港，是进驻上海的第一站。公司拟出资 1530 万元，占项目公司总股本 51%。对方承诺并保证，公司投入资产收购的资金年回报率不低于 8%。（3）在郑州，以自有资金 1 亿元投资设立郑州传化公路港。（4）以自有资金 1 亿元投资设立天津传化商业保理有限公司。公司将建立“物流+互联网+金融服务”公路物流新生态，为货主、物流企业、货车司机及相关群体提供全方位、立体化的保理服务，破解中小物流企业融资难融资成本高的难题。
- **打造智能公路物流网络运营系统，线上流量处于爆发期：**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。预计 2016 年，公司将完成 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 2015 年线上交易量预计接近 100 亿元，已经占到成都当地交易量的 80%。公司线上平台交易量 2015 年为 600 亿元，是行业第二名的近 7 倍，预计 2016 年线上流量将达到 1000 亿元。

相关报告

1. 《打造智能公路物流网络运营系统，推出股权激励计划-传化股份公司...》，2016.3.29
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

2016-2017 年是线上活跃用户流量开始变现的时候，2017 年将快速释放利润，未来供应链金融将成为盈利重点。

- **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

- 考虑目前处于投入期，预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.06 元、0.13 元、0.22 元。

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。公司业绩快速释放期在 2017 年，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。

风险提示

- 公路港建设与盈利不达预期，互联网物流平台推广和盈利不达预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,095	5,030	5,340	6,179	8,705	11,847
增长率		22.8%	6.2%	15.7%	40.9%	36.1%
主营业务成本	-3,228	-3,907	-4,039	-4,998	-6,970	-9,145
%销售收入	78.8%	77.7%	75.6%	80.9%	80.1%	77.2%
毛利	868	1,123	1,301	1,181	1,735	2,702
%销售收入	21.2%	22.3%	24.4%	19.1%	19.9%	22.8%
营业税金及附加	-18	-21	-39	-49	-70	-95
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-243	-282	-347	-371	-522	-711
%销售收入	5.9%	5.6%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-263	-338	-700	-618	-696	-948
%销售收入	6.4%	6.7%	13.1%	10.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	343	482	215	143	447	949
%销售收入	8.4%	9.6%	4.0%	2.3%	5.1%	8.0%
财务费用	-38	-65	-52	76	56	9
%销售收入	0.9%	1.3%	1.0%	-1.2%	-0.6%	-0.1%
资产减值损失	-44	-52	-25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	-4	287	2	3	4
%税前利润	2.8%	n.a	35.4%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	269	361	424	220	506	962
营业利润率	6.6%	7.2%	7.9%	3.6%	5.8%	8.1%
营业外收支	13	6	387	100	170	200
税前利润	282	368	811	320	676	1,162
利润率	6.9%	7.3%	15.2%	5.2%	7.8%	9.8%
所得税	-50	-80	-193	-77	-162	-279
所得税率	17.8%	21.7%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	232	288	618	244	513	883
少数股东损益	59	75	68	40	102	153
归属于母公司的净利润	173	212	551	204	412	731
净利率	4.2%	4.2%	10.3%	3.3%	4.7%	6.2%

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	274	567	6,517	5,756	4,504	3,582
应收款项	1,447	1,774	1,837	1,964	2,299	2,730
存货	475	448	526	603	764	952
其他流动资产	98	128	1,552	1,550	1,570	1,591
流动资产	2,295	2,917	10,432	9,872	9,137	8,855
%总资产	63.1%	66.7%	72.0%	65.6%	58.1%	52.4%
长期投资	144	142	1,363	1,363	1,363	1,363
固定资产	881	978	1,135	2,615	4,035	5,491
%总资产	24.2%	22.3%	7.8%	17.4%	25.7%	32.5%
无形资产	244	293	1,067	1,043	1,032	1,021
非流动资产	1,339	1,459	4,050	5,170	6,595	8,055
%总资产	36.9%	33.3%	28.0%	34.4%	41.9%	47.6%
资产总计	3,634	4,376	14,482	15,042	15,731	16,910
短期借款	193	456	121	389	163	117
应付款项	537	623	1,267	1,413	1,783	2,093
其他流动负债	150	236	373	506	601	694
流动负债	881	1,316	1,761	2,308	2,547	2,905
长期贷款	48	205	120	170	220	270
其他长期负债	644	692	1,444	1,324	1,374	1,424
负债	1,572	2,213	3,326	3,803	4,141	4,599
普通股股东权益	1,760	1,843	10,873	10,916	11,165	11,733
少数股东权益	302	320	284	324	425	578
负债股东权益合计	3,634	4,376	14,482	15,042	15,731	16,910

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.354	0.435	0.169	0.062	0.126	0.224
每股净资产	3.607	3.777	3.338	3.351	3.427	3.601
每股经营现金净流	-0.415	0.691	0.127	0.070	0.155	0.220
每股股利	0.100	0.150	0.150	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	9.81%	11.52%	5.06%	1.86%	3.69%	6.23%
总资产收益率	4.75%	4.85%	3.80%	1.35%	2.62%	4.32%
投入资本收益率	9.64%	10.94%	1.36%	0.87%	2.70%	5.41%
增长率						
主营业务收入增长率	22.12%	22.82%	6.17%	15.71%	40.88%	36.09%
EBIT增长率	39.95%	40.39%	-55.42%	-33.50%	212.99%	112.32%
净利润增长率	11.83%	22.97%	159.32%	-63.03%	102.31%	77.41%
总资产增长率	21.45%	20.43%	230.93%	3.87%	4.58%	7.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.3	41.2	37.8	38.0	34.0	30.0
存货周转天数	44.7	43.1	44.0	44.0	40.0	38.0
应付账款周转天数	34.8	36.3	44.6	45.0	42.0	40.0
固定资产周转天数	70.9	56.6	61.3	81.3	75.4	69.4
偿债能力						
净负债/股东权益	28.54%	33.17%	-50.65%	-40.68%	-30.17%	-20.88%
EBIT利息保障倍数	9.0	7.5	4.1	-1.9	-8.0	-106.2
资产负债率	43.26%	50.56%	22.96%	25.28%	26.32%	27.20%

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。

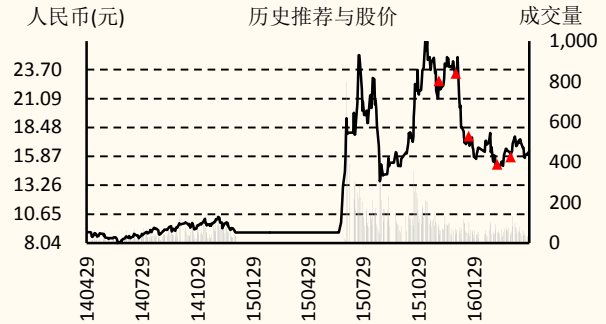
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2016-03-29	买入	16.20	N/A

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