

传化股份 (002010.SZ) 专用化学品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

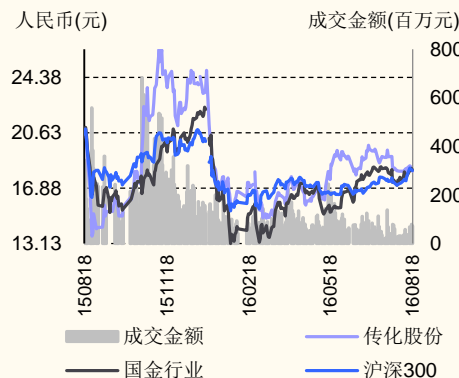
市场价格(人民币): 18.03元

“化工+物流”双主业齐发展, 助力业绩高增长

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)	58,738.40
年内股价最高最低(元)	26.28/13.63
沪深300指数	3364.49
深证成指	10879.20



相关报告

1. 《全网构筑竞争壁垒, 打造物联网共享经济平台-全网构筑竞争壁垒, ...》, 2016.5.17
2. 《智能公路物流网络积极推进, 线上流量处于爆发期-传化股份一季报...》, 2016.4.29
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

沙沫 联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

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	0.153	0.158	0.259
每股净资产(元)	3.78	3.34	3.44	3.55	3.76
每股经营性现金流(元)	0.69	0.13	0.06	0.12	0.21
市盈率(倍)	20.84	139.33	118.01	114.21	69.72
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%	-9.61%	3.33%	63.82%
净资产收益率(%)	11.52%	5.06%	4.44%	4.45%	6.88%
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:

- 传化股份 8 月 19 日公告, (1) 公司子公司传化荷兰有限公司拟以不超过 11,000 万欧元收购 TPC Holding B.V 公司(拓纳化学) 100% 股权; (2) 上海传化海江公路港物流有限公司与鸿宝(上海)物流管理有限公司双方拟共同出资设立“上海传化鸿宝信息科技有限公司”, 注册资本为人民币 1,000 万元, 传化海江公路港持股 51%, 上海鸿宝持股 49%。

经营分析

- **收购拓纳可增厚年净利润约 1 亿元, 与公司协同效应明显:** 拓纳化学是致力于生产特种化学品的国际领先企业, 2016 年上半年净利润为 510 万欧元, 全年预计可贡献净利润约 1 亿人民币。按现拟定收购价格, PE 约为 10 倍, 远低于化工行业约 40 倍的平均 PE。同时拓纳化学与公司传统化工业务也可产生协同效应: (1) 传化股份在国内已经建有完善的纺化助剂分销网络及供应商网络, 可使拓纳化学降低采购成本, 支持其在中国的销售; (2) 公司可借助拓纳化学全球市场网络, 助力传化化工产品在海外的销售, 加快全球布局。拓纳化学具有庞大的科研人才储备及强大的研发能力及知识, 可开展更多的研发项目使传化产品组合更加丰富及创新, 带来稳定的客户群体。
- **打造智能公路物流网络运营系统, 构建 O2O 生态物流圈:** 传化拟线下打造覆盖全国的地面公路网络, 结合线上互联网平台, 建设汇集物流、信息流、资金流及商流的智能云端大数据平台, 打造智能公路物流网络。鸿宝物流为服务于上海市公路物流信息交易市场的区域性企业, 为区域客户提供调车、找货等配载和交易管理服务。两家企业共同设立“信息科技公司”, 鸿宝物流承诺提供其上海拥有的硬件设备、商业信息, 并且配合传化海江公路港在信息系统上的建设, 促进两家公司系统并行及数据并轨, 最终加速上海 O2O 生态物流圈的建立, 符合公司公路智能物流体系建设的长远规划。
- **10 枢纽+160 基地全国布局, 中期线上流量放量盈利将达百亿级别:** 传化物流首创公路港模式, 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。预计 2022 年形成 10 枢纽+160 基地的全国网络, 整合行业, 目前公路港已有 6 个全面运营, 15 个在建, 80 个城市签约落地。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。2017-2022 年将是公司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, 供应链金融和大数据挖掘将在

2018 年将快速释放利润，中期盈利达到百亿元级别。

盈利调整

- 我们根据上半年公司经营状况调整财务模型，同时假设在 17-18 年并入拓纳化学的净利润，调整后 2016-18 年为 0.15、0.16 及 0.26 元/股。（16 年 EPS 上调主要是由于公司收到杭州传化公路港搬迁补偿款）

投资建议

- 公司拟 10 倍 PE 收购拓纳化学，每年约贡献净利润 1 亿元。建立信息科技公司，加快 O2O 生态物流圈的建设。公司业绩快速释放在 2017 年，作为中国物联网平台的最佳代表，从国家层面到公司高层坚定支持公司智慧物流体系建设，战略目标明确，执行力超强。公司有望中期脱颖而出，成长为优秀的大市值公司。持续给予“买入”评级。

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
主营业务收入	4,095	5,030	5,340	5,679	8,705	11,847	货币资金	274	567	6,517	5,877	4,905	4,170
增长率		22.8%	6.2%	6.3%	53.3%	36.1%	应收款项	1,447	1,774	1,837	1,805	2,299	2,730
主营业务成本	-3,228	-3,907	-4,039	-4,580	-6,970	-9,145	存货	475	448	526	552	764	952
%销售收入	78.8%	77.7%	75.6%	80.7%	80.1%	77.2%	其他流动资产	98	128	1,552	1,546	1,570	1,591
毛利	868	1,123	1,301	1,099	1,735	2,702	流动资产	2,295	2,917	10,432	9,780	9,537	9,443
%销售收入	21.2%	22.3%	24.4%	19.3%	19.9%	22.8%	%总资产	63.1%	66.7%	72.0%	65.4%	59.1%	54.0%
营业税金及附加	-18	-21	-39	-45	-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	-341	-522	-711	%总资产	24.2%	22.3%	7.8%	17.5%	25.0%	31.4%
%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	-568	-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%	34.6%	40.9%	46.0%
息税前利润 (EBIT)	343	482	215	145	447	949	资产总计	3,634	4,376	14,482	14,950	16,132	17,498
%销售收入	8.4%	9.6%	4.0%	2.5%	5.1%	8.0%	短期借款	193	456	121	147	167	197
财务费用	-38	-65	-52	81	64	10	应付款项	537	623	1,267	1,295	1,783	2,093
%销售收入	0.9%	1.3%	1.0%	-1.4%	-0.7%	-0.1%	其他流动负债	150	236	373	480	601	694
资产减值损失	-44	-52	-25	0	0	0	流动负债	881	1,316	1,761	1,922	2,551	2,984
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	130	150	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%	0.3%	16.0%	11.5%	负债	1,572	2,213	3,326	3,416	4,145	4,679
营业利润	269	361	424	228	640	1,109	普通股股东权益	1,760	1,843	10,873	11,210	11,562	12,241
%营业收入	6.6%	7.2%	7.9%	4.0%	7.4%	9.4%	少数股东权益	302	320	284	324	425	578
营业外收支	13	6	387	480	170	200	负债股东权益合计	3,634	4,376	14,482	14,950	16,132	17,498
税前利润	282	368	811	708	810	1,309	比率分析						
利润率	6.9%	7.3%	15.2%	12.5%	9.3%	11.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-50	-80	-193	-170	-195	-314	每股指标						
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	0.153	0.158	0.259
净利润	232	288	618	538	616	995	每股净资产	3.607	3.777	3.338	3.441	3.549	3.758
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	0.064	0.125	0.210
归属于母公司的净利润	173	212	551	498	514	843	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%	8.8%	5.9%	7.1%	回报率						
							净资产收益率	9.81%	11.52%	5.06%	4.44%	4.45%	6.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.75%	4.85%	3.80%	3.33%	3.19%	4.82%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	9.64%	10.94%	1.36%	0.88%	2.61%	5.19%
净利润	232	288	618	538	616	995	增长率						
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%	6.34%	53.28%	36.09%
非现金支出	109	123	139	142	200	265	EBIT 增长率	39.95%	40.39%	-55.42%	-32.57%	208.67%	112.32%
非经营收益	26	61	-227	-460	-289	-339	净利润增长率	11.83%	22.97%	159.32%	-9.61%	3.33%	63.82%
营运资金变动	-569	-135	-117	-12	-121	-237	总资产增长率	21.45%	20.43%	230.93%	3.23%	7.90%	8.47%
经营活动现金净流	-203	337	414	208	406	685	资产管理能力						
资本开支	-199	-72	-1,214	-796	-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	130	150	应付账款周转天数	34.8	36.3	44.6	45.0	42.0	40.0
投资活动现金净流	-160	-244	-2,115	-794	-1,320	-1,370	固定资产周转天数	70.9	56.6	61.3	88.5	75.4	69.4
股权募资	2	0	8,598	0	0	0	偿债能力						
债权募资	292	362	-558	-42	120	130	净负债/股东权益	28.54%	33.17%	-50.65%	-42.80%	-32.48%	-24.02%
其他	-126	-212	-502	-12	-179	-179	EBIT 利息保障倍数	9.0	7.5	4.1	-1.8	-7.0	-92.8
筹资活动现金净流	167	150	7,538	-54	-59	-49	资产负债率	43.26%	50.56%	22.96%	22.85%	25.69%	26.74%
现金净流量	-196	243	5,837	-640	-973	-735							

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
6	2016-04-29	买入	16.33	N/A
7	2016-05-17	买入	18.00	25.00~26.00

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