

传化股份 (002010.SZ) 物流行业

评级：买入 维持评级

公司点评

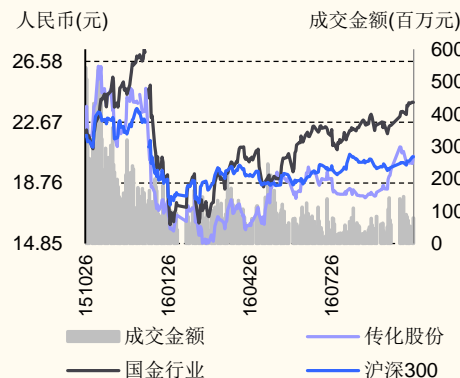
市场价格 (人民币): 20.48 元

政府补助贡献业绩，互联网物流蓬勃发展

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)	66,720.04
年内股价最高最低 (元)	26.28/14.85
沪深 300 指数	3367.45
深证成指	10871.51



相关报告

1. 《更名明确战略方向，互联网物流全面发力-传化股份公司点评》，2016.10.14
2. 《非经常性损益贡献业绩，互联网物流全面发力-传化股份中报点评》，2016.8.24
3. 《“化工+物流”双主业齐发展，助力业绩高速增长-传化股份公司点评》，2016.8.19
4. 《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
5. 《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

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	0.208	0.243	0.277
每股净资产 (元)	3.78	3.34	3.50	3.69	3.92
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.13	0.11	0.16	0.24
市盈率 (倍)	20.84	139.33	98.66	84.26	73.82
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%	22.82%	17.09%	14.14%
净资产收益率 (%)	11.52%	5.06%	5.94%	6.59%	7.08%
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

- (1) 前三季度，公司实现营业收入 40.10 亿元，同比减少 4.65%，归属于上市公司股东的净利润 5.72 亿元，同比增长 66.28%，扣非后净利润 3819.78 万元，同比减少 80.16%，每股收益 0.18 元，同比增长 50%。(2) 预计 2016 年归母净利润为 5.78-7.43 亿元，同比增长 5%-35%。

评论

- **初步形成覆盖全国的“城市物流中心”网络，政府补助贡献业绩：**由于印染助剂及染料收入减少，化工业务收入受影响，而物流业务方面，传统的线下业务也有所收缩。线下公路港建设全面推进，公司非经常性损益合计 5.34 亿元，其中政府补助 7.8 亿元，贡献大部分业绩。报告期末，公司的公路港城市物流中心已运营 12 个，在建 16 个，已布局 93 个城市，预计 2016 年底可运营 25-30 个公路港，初步形成覆盖全国的“城市物流中心”网络。
- **化工业务稳健发展，收购拓纳化学布局国外市场：**化工业务坚持以专用化学品为主导的发展思路，稳健发展。公司通过收购境外的优质纺织印染助剂企业，布局国外市场，以约 1 亿欧元收购 TPC Holding B.V 公司（拓纳化学）100% 股权，股权已完成交割。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，收购的 PE 约为 10 倍。
- **打造“物流+互联网+金融”的物流新生态：**作为干支线物流 O2O 服务平台-陆鲸，通过招募、培育和扶持小 3PL、专线、货代等群体首次组建陆鲸 FBA（即货运经纪人联盟），并将其作为 TDE 运力决策引擎的重要支撑，实现向企业级客户打造定制化的服务产品。作为城配物流 O2O 服务平台-易货嘀，增加专线整车、零担拼车、城市班车、仓配一体等业务场景，完成城配业务从抢单到智能派单的升级，目前已覆盖到 15 个城市，完成 14 家优质企业级车队的招募与签约。预计 2016 年线上流量将达到 1000 亿元，互联网与金融业务将在 2018 年快速释放利润。

投资建议

- 公司致力于构建智能公路物流系统，打造“物流+互联网+金融”公路物流新生态，业绩快速释放在 2018 年，以约 10 倍 PE 收购拓纳化学，每年增厚净利润近 1 亿元。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.21、0.24、0.28 元/股。

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。

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

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

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	5,479	8,705	11,847
增长率		22.8%	6.2%	2.6%	58.9%	36.1%
主营业务成本	-3,228	-3,907	-4,039	-4,198	-6,870	-9,245
%销售收入	78.8%	77.7%	75.6%	76.6%	78.9%	78.0%
毛利	868	1,123	1,301	1,281	1,835	2,602
%销售收入	21.2%	22.3%	24.4%	23.4%	21.1%	22.0%
营业税金及附加	-18	-21	-39	-44	-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	-329	-392	-533
%销售收入	5.9%	5.6%	6.5%	6.0%	4.5%	4.5%
管理费用	-263	-338	-700	-548	-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	360	678	1,027
%销售收入	8.4%	9.6%	4.0%	6.6%	7.8%	8.7%
财务费用	-38	-65	-52	82	68	13
%销售收入	0.9%	1.3%	1.0%	-1.5%	-0.8%	-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	100	130	150
%税前利润	2.8%	n.a	35.4%	10.6%	11.1%	10.8%
营业利润	269	361	424	542	876	1,190
营业利润率	6.6%	7.2%	7.9%	9.9%	10.1%	10.0%
营业外收支	13	6	387	400	300	200
税前利润	282	368	811	942	1,176	1,390
利润率	6.9%	7.3%	15.2%	17.2%	13.5%	11.7%
所得税	-50	-80	-193	-226	-282	-334
所得税率	17.8%	21.7%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	232	288	618	716	894	1,056
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	676	792	904
净利率	4.2%	4.2%	10.3%	12.3%	9.1%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	232	288	618	716	894	1,056
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	109	123	139	142	200	265
非经营收益	26	61	-227	-478	-419	-339
营运资金变动	-569	-135	-117	-13	-138	-215
经营活动现金净流	-203	337	414	367	537	768
资本开支	-199	-72	-1,214	-876	-1,320	-1,520
投资	0	-180	-1,267	0	0	0
其他	39	8	366	100	130	150
投资活动现金净流	-160	-244	-2,115	-776	-1,190	-1,370
股权募资	2	0	8,598	0	0	0
债权募资	292	362	-558	-42	120	130
其他	-126	-212	-502	-12	-179	-179
筹资活动现金净流	167	150	7,538	-54	-59	-49
现金净流量	-196	243	5,837	-462	-712	-651

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	6,055	5,343	4,692
应收款项	1,447	1,774	1,837	1,741	2,299	2,730
存货	475	448	526	506	753	962
其他流动资产	98	128	1,552	1,542	1,569	1,592
流动资产	2,295	2,917	10,432	9,844	9,964	9,977
%总资产	63.1%	66.7%	72.0%	65.6%	60.2%	55.3%
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%	24.4%	30.5%
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%	39.8%	44.7%
资产总计	3,634	4,376	14,482	15,015	16,559	18,031
短期借款	193	456	121	147	167	197
应付款项	537	623	1,267	1,200	1,757	2,106
其他流动负债	150	236	373	460	597	697
流动负债	881	1,316	1,761	1,808	2,521	3,000
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	3,302	4,116	4,695
普通股股东权益	1,760	1,843	10,873	11,389	12,018	12,759
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	15,015	16,559	18,031

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.354	0.435	0.169	0.208	0.243	0.277
每股净资产	3.607	3.777	3.338	3.496	3.689	3.916
每股经营现金净流	-0.415	0.691	0.127	0.113	0.165	0.236
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%	5.94%	6.59%	7.08%
总资产收益率	4.75%	4.85%	3.80%	4.50%	4.78%	5.01%
投入资本收益率	9.64%	10.94%	1.36%	2.16%	3.83%	5.41%
增长率						
主营业务收入增长率	22.12%	22.82%	6.17%	2.60%	58.88%	36.09%
EBIT 增长率	39.95%	40.39%	-55.42%	67.83%	88.00%	51.54%
净利润增长率	11.83%	22.97%	159.32%	22.82%	17.09%	14.14%
总资产增长率	21.45%	20.43%	230.93%	3.68%	10.28%	8.89%
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	91.7	75.4	69.4
偿债能力						
净负债/股东权益	28.54%	33.17%	-50.65%	-43.66%	-34.82%	-27.00%
EBIT 利息保障倍数	9.0	7.5	4.1	-4.4	-9.9	-78.3
资产负债率	43.26%	50.56%	22.96%	21.99%	24.85%	26.04%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-20	买入	17.65	25.00~27.00
2	2016-03-07	买入	14.87	20.00~21.00
3	2016-03-29	买入	16.20	N/A
4	2016-04-29	买入	16.33	N/A
5	2016-05-17	买入	18.00	25.00~26.00
6	2016-08-19	买入	18.32	N/A
7	2016-08-24	买入	17.99	N/A
8	2016-10-14	买入	20.78	N/A

来源：国金证券研究所

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



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为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