

## 传化智联 (002010.SZ)

## 其他运输行业

评级：买入 维持评级

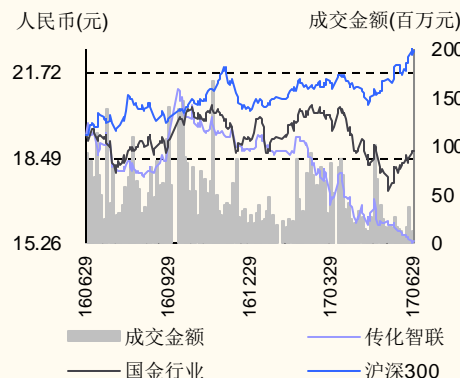
公司点评

市场价格 (人民币): 15.36 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 21.08/15.26  
沪深 300 指数 3668.83



## 相关报告

1. 《智能物流高歌猛进，期待公路物流新生态-传化智联公司点评》，2017.4.18
2. 《政府补助贡献业绩，互联网物流蓬勃发展-传化股份三季报点评》，2016.10.26
3. 《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
4. 《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
5. 《“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

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

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 物流业唯一金融全牌照，打造智能物流生态圈

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.169	0.178	0.244	0.319	0.358
每股净资产(元)	3.34	3.42	3.58	3.72	3.88
每股经营性现金流(元)	0.13	-0.13	0.29	0.14	-0.13
市盈率(倍)	139.33	105.42	63.01	48.22	42.89
行业优化市盈率(倍)	20.31	20.31	20.31	20.31	20.31
净利润增长率(%)	159.32%	5.51%	36.68%	30.68%	12.42%
净资产收益率(%)	5.06%	5.22%	6.82%	8.56%	9.23%
总股本(百万股)	3,257.81	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

- 公司发布公告，宣布近日传化智联下属公司传化支付，接到中国人民银行通知，传化支付获得第三方支付牌照。

## 点评

- **构建物流线上支付平台，服务物流行业生态圈：**传化支付自 2015 年即开始申请第三方支付牌照。此次成功获得的第三方支付牌照，包括全国范围内互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（仅限于线上实名支付账户充值）业务。获得此牌照后，通过建立物流线上支付平台，可以将物流各环节引导转换成线上支付。若能成功将司机消费、车后消费、运费支付结算、贷款支付结算等环节引入线上支付，将形成涵盖货主、物流企业和货运司机、商户等全流程的支付闭环，方便各环节高效支付运转。公司预计物流线上平台将达到万亿级别，该牌照对于公司经营意义重大。
- **物流行业唯一金融全牌照，打造传化网智能物流生态圈：**传化智联已经取得了商业保理、融资租赁、互联网金融业务和保险经纪牌照，获得第三方支付牌照后，成为唯一获得金融全牌照的物流企业。通过为平台内客户提供定制化的金融服务，比如开发保理产品，融资租赁产品，货物险等保险产品，方便客户使用公司物流服务，增强客户黏性，形成一定的公司壁垒，打造基于供应链服务，集“物流、信息、金融”一体化发展的行业与区域供应链服务体系。
- **物流业务高速增长，公路物流新生态前景广阔：**传化智联以智能信息系统和支付系统为核心，公司首创的“公路港”模式，得到各地政府支持。目前，公司已在公路港全国化网络布局方面，形成强大竞争壁垒。截止 2016 年，公司累计布局 94 个项目，覆盖 27 个省市，并透过 30 年的沉淀，在物流产业聚集了百万会员，形成一定规模优势。成功的战略布局，使得公司物流业务呈爆发态势，2017 年上半年主营业务利润或将成倍增长。

## 投资建议

- 公司作为“公路港”模式首创者，致力于打造传化网智能物流业务，提升供应链效率。我们看好公司“物流+互联网+金融”的公路物流新生态，以及物流全新金融生态圈。预测 2017-2019 年的 EPS 为 0.24 元、0.32 元、0.36 元，对应 PE 分别为 63 倍、48 倍、33 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 公路港建设和互联网物流平台推广不达预期等。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,030</b>	<b>5,340</b>	<b>8,181</b>	<b>10,220</b>	<b>12,956</b>	<b>15,608</b>
增长率		6.2%	53.2%	24.9%	26.8%	20.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,907</b>	<b>-4,039</b>	<b>-6,934</b>	<b>-8,424</b>	<b>-10,564</b>	<b>-12,806</b>
<b>%销售收入</b>	<b>77.7%</b>	<b>75.6%</b>	<b>84.8%</b>	<b>82.4%</b>	<b>81.5%</b>	<b>82.1%</b>
<b>毛利</b>	<b>1,123</b>	<b>1,301</b>	<b>1,247</b>	<b>1,796</b>	<b>2,393</b>	<b>2,802</b>
<b>%销售收入</b>	<b>22.3%</b>	<b>24.4%</b>	<b>15.2%</b>	<b>17.6%</b>	<b>18.5%</b>	<b>17.9%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-21</b>	<b>-39</b>	<b>-56</b>	<b>-72</b>	<b>-91</b>	<b>-109</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-282</b>	<b>-347</b>	<b>-588</b>	<b>-715</b>	<b>-907</b>	<b>-936</b>
<b>%销售收入</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-338</b>	<b>-700</b>	<b>-910</b>	<b>-818</b>	<b>-907</b>	<b>-1,093</b>
<b>%销售收入</b>	<b>6.7%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>482</b>	<b>215</b>	<b>-307</b>	<b>192</b>	<b>488</b>	<b>663</b>
<b>%销售收入</b>	<b>9.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>n.a</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.2%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-65</b>	<b>-52</b>	<b>120</b>	<b>18</b>	<b>40</b>	<b>37</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-52</b>	<b>-25</b>	<b>-54</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-4</b>	<b>287</b>	<b>98</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
<b>%税前利润</b>	<b>n.a</b>	<b>35.4%</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.1%</b>
<b>营业利润</b>	<b>361</b>	<b>424</b>	<b>-143</b>	<b>352</b>	<b>676</b>	<b>848</b>
<b>营业利润率</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.9%</b>	<b>n.a</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.4%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>6</b>	<b>387</b>	<b>1,052</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
<b>税前利润</b>	<b>368</b>	<b>811</b>	<b>909</b>	<b>1,152</b>	<b>1,476</b>	<b>1,648</b>
<b>利润率</b>	<b>7.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-80</b>	<b>-193</b>	<b>-259</b>	<b>-288</b>	<b>-369</b>	<b>-412</b>
<b>所得税率</b>	<b>21.7%</b>	<b>23.8%</b>	<b>28.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>288</b>	<b>618</b>	<b>651</b>	<b>864</b>	<b>1,107</b>	<b>1,236</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>212</b>	<b>551</b>	<b>581</b>	<b>794</b>	<b>1,038</b>	<b>1,167</b>
<b>净利率</b>	<b>4.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.5%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>288</b>	<b>618</b>	<b>651</b>	<b>864</b>	<b>1,107</b>	<b>1,236</b>
<b>非现金支出</b>	<b>135</b>	<b>136</b>	<b>221</b>	<b>210</b>	<b>234</b>	<b>258</b>
<b>非经营收益</b>	<b>61</b>	<b>-227</b>	<b>-62</b>	<b>-863</b>	<b>-880</b>	<b>-880</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-135</b>	<b>-117</b>	<b>-1,222</b>	<b>732</b>	<b>-18</b>	<b>-1,031</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>349</b>	<b>411</b>	<b>-414</b>	<b>944</b>	<b>443</b>	<b>-417</b>
<b>资本开支</b>	<b>-72</b>	<b>-1,214</b>	<b>-2,500</b>	<b>534</b>	<b>216</b>	<b>488</b>
<b>投资</b>	<b>-180</b>	<b>-1,267</b>	<b>326</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>8</b>	<b>366</b>	<b>419</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-244</b>	<b>-2,115</b>	<b>-1,755</b>	<b>683</b>	<b>366</b>	<b>638</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>8,598</b>	<b>210</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>362</b>	<b>-558</b>	<b>1,010</b>	<b>-1,300</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-212</b>	<b>-502</b>	<b>-306</b>	<b>-360</b>	<b>-640</b>	<b>-722</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>150</b>	<b>7,538</b>	<b>914</b>	<b>-1,660</b>	<b>-640</b>	<b>-721</b>
<b>现金净流量</b>	<b>255</b>	<b>5,834</b>	<b>-1,254</b>	<b>-34</b>	<b>168</b>	<b>-500</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>567</b>	<b>6,517</b>	<b>5,293</b>	<b>5,259</b>	<b>5,428</b>	<b>4,928</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,774</b>	<b>1,837</b>	<b>2,235</b>	<b>2,496</b>	<b>3,164</b>	<b>3,811</b>
<b>存货</b>	<b>448</b>	<b>526</b>	<b>832</b>	<b>808</b>	<b>1,013</b>	<b>1,228</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>128</b>	<b>1,552</b>	<b>466</b>	<b>727</b>	<b>759</b>	<b>793</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,917</b>	<b>10,432</b>	<b>8,826</b>	<b>9,290</b>	<b>10,364</b>	<b>10,761</b>
<b>%总资产</b>	<b>66.7%</b>	<b>72.0%</b>	<b>52.6%</b>	<b>53.7%</b>	<b>55.4%</b>	<b>56.1%</b>
<b>长期投资</b>	<b>142</b>	<b>1,363</b>	<b>2,367</b>	<b>2,368</b>	<b>2,367</b>	<b>2,367</b>
<b>固定资产</b>	<b>978</b>	<b>1,135</b>	<b>2,185</b>	<b>2,430</b>	<b>2,832</b>	<b>2,933</b>
<b>%总资产</b>	<b>22.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.3%</b>
<b>无形资产</b>	<b>293</b>	<b>1,067</b>	<b>2,590</b>	<b>2,344</b>	<b>2,296</b>	<b>2,251</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,459</b>	<b>4,050</b>	<b>7,940</b>	<b>8,002</b>	<b>8,355</b>	<b>8,411</b>
<b>%总资产</b>	<b>33.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>47.4%</b>	<b>46.3%</b>	<b>44.6%</b>	<b>43.9%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,376</b>	<b>14,482</b>	<b>16,766</b>	<b>17,292</b>	<b>18,719</b>	<b>19,171</b>
<b>短期借款</b>	<b>456</b>	<b>121</b>	<b>739</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
<b>应付款项</b>	<b>623</b>	<b>1,267</b>	<b>1,955</b>	<b>2,279</b>	<b>2,853</b>	<b>3,911</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>236</b>	<b>373</b>	<b>520</b>	<b>1,166</b>	<b>1,478</b>	<b>298</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,316</b>	<b>1,761</b>	<b>3,214</b>	<b>3,525</b>	<b>4,411</b>	<b>4,289</b>
<b>长期贷款</b>	<b>205</b>	<b>120</b>	<b>607</b>	<b>607</b>	<b>607</b>	<b>608</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>692</b>	<b>1,444</b>	<b>1,483</b>	<b>850</b>	<b>853</b>	<b>842</b>
<b>负债</b>	<b>2,213</b>	<b>3,326</b>	<b>5,304</b>	<b>4,982</b>	<b>5,871</b>	<b>5,739</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,843</b>	<b>10,873</b>	<b>11,127</b>	<b>11,652</b>	<b>12,120</b>	<b>12,635</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>320</b>	<b>284</b>	<b>589</b>	<b>658</b>	<b>728</b>	<b>797</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,376</b>	<b>14,482</b>	<b>17,019</b>	<b>17,292</b>	<b>18,719</b>	<b>19,171</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>0.435</b>	<b>0.169</b>	<b>0.178</b>	<b>0.244</b>	<b>0.319</b>	<b>0.358</b>
<b>每股净资产</b>	<b>3.777</b>	<b>3.338</b>	<b>3.415</b>	<b>3.577</b>	<b>3.720</b>	<b>3.878</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>0.715</b>	<b>0.126</b>	<b>-0.127</b>	<b>0.290</b>	<b>0.136</b>	<b>-0.128</b>
<b>每股股利</b>	<b>0.150</b>	<b>0.100</b>	<b>0.100</b>	<b>0.150</b>	<b>0.175</b>	<b>0.200</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>11.52%</b>	<b>5.06%</b>	<b>5.22%</b>	<b>6.82%</b>	<b>8.56%</b>	<b>9.23%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>4.85%</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.41%</b>	<b>4.59%</b>	<b>5.54%</b>	<b>6.09%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>10.94%</b>	<b>1.36%</b>	<b>-1.60%</b>	<b>1.05%</b>	<b>2.58%</b>	<b>3.37%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>22.82%</b>	<b>6.17%</b>	<b>53.19%</b>	<b>24.92%</b>	<b>26.78%</b>	<b>20.47%</b>
<b>EBIT 增长率</b>	<b>40.39%</b>	<b>-55.42%</b>	<b>-242.94%</b>	<b>-162.39%</b>	<b>154.82%</b>	<b>35.91%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>22.97%</b>	<b>159.32%</b>	<b>5.51%</b>	<b>36.68%</b>	<b>30.68%</b>	<b>12.42%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>20.43%</b>	<b>230.93%</b>	<b>17.52%</b>	<b>1.61%</b>	<b>8.25%</b>	<b>2.42%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>41.2</b>	<b>37.8</b>	<b>27.8</b>	<b>27.0</b>	<b>27.0</b>	<b>27.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>43.1</b>	<b>44.0</b>	<b>35.7</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>36.3</b>	<b>44.6</b>	<b>42.4</b>	<b>40.0</b>	<b>40.0</b>	<b>40.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>56.6</b>	<b>61.3</b>	<b>62.9</b>	<b>55.5</b>	<b>47.0</b>	<b>38.8</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>33.17%</b>	<b>-50.65%</b>	<b>-28.36%</b>	<b>-32.07%</b>	<b>-32.04%</b>	<b>-26.92%</b>
<b>EBIT 利息保障倍数</b>	<b>7.5</b>	<b>4.1</b>	<b>2.6</b>	<b>-10.9</b>	<b>-12.1</b>	<b>-17.9</b>
<b>资产负债率</b>	<b>50.56%</b>	<b>22.96%</b>	<b>31.16%</b>	<b>28.81%</b>	<b>31.37%</b>	<b>29.94%</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	1
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.67

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	2016-03-29	买入	16.20	N/A
2	2016-04-29	买入	16.33	N/A
3	2016-05-17	买入	18.00	25.00~26.00
4	2016-08-19	买入	18.32	N/A
5	2016-08-24	买入	17.99	N/A
6	2016-10-14	买入	20.78	N/A
7	2016-10-26	买入	20.48	N/A
8	2017-04-18	买入	16.98	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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