

2017年10月21日

传化智联 (002010.SZ)

## 支付牌照落地，物流线下扩张

■事件：据三季报显示，2017年前三季度公司实现营业总收入120亿元，同比增长199%；实现归母净利润2.4亿元，同比下降59%；截至2017年9月末公司总资产达到217亿元，较年初增长27%。我们认为，三季度公司主要边际变化包括：(1) 由于业务扩张导致成本大幅上升，营业收入与净利润的分化有所扩大；(2) 传化网线下端新设立多家公路港，线上端设立袋鼠物流公司加强城际智能物流，全面扩张传化物流网络；(3) 公司参与设立传化慧联物流，布局新能源物流业务。

■营收与净利润分化扩大。三季度，公司营业收入（同比上升281%）与归母净利润（同比下降64%）之间的分化有所扩大。这主要是因为营业成本在供应链业务快速扩张时同比大幅上升239%所致。我们认为，随着前期开工的公路港陆续投入运营以及线上产品用户数提升，公司物流业务的毛利率将逐步回升。

■线上线下双管齐下，传化网稳步扩张。三季度，传化智联在线上与线下端继续扩张其传化物流网。(1) 全方位扩张线下传化网。报告期内，公司设立寿光与柳州公路港并公告拟设立西安与金华公路港。10月，公司公告参与设立浙江传化运通供应链管理有限公，加快传化网建设。(2) 设立袋鼠物流助力线上城际物流。报告期内，公司公告称同意子公司传化陆鲸（传化网的线上城际部分）以自有资金1亿元投资设立杭州传化公路袋鼠物流有限公司，致力于加强对国内干支线整车物流运输的服务，助力公司传化网战略的落地。我们认为，此举将助力陆鲸的智能物流业务。

■布局新能源物流业务。报告期内，公司公告其下属子公司传化慧联与安徽祥太及安徽广瑞合作设立合肥传化慧联物流有限公司，旨在利用各方资源运营定制新能源物流车，为客户提供优质的绿色运力服务。传化慧联出资700万元，占比70%。我们认为，此举代表公司在新能源物流与新能源汽车方面加快布局，抢占先机。

■支付牌照落地，助力转型金融科技。公司积极从事保理、经纪、融资租赁等金融业务。报告期内，公司第三方支付牌照正式获批。我们认为，首先，支付牌照的落地将进一步促进公司向金融转型，打造涵盖货主、货运司机和商户的全流程支付闭环。其次，公司此前推出的智能代收业务已经在全国代收货款量较多的河南、西安、上海、沈阳等地推广。收获支付牌照有助于公司继续打造物流界智能代收领域的龙头。最后，第三方支付牌照将给予公司一定的基础以拓展物流场景内其他金融产品。

■化工业务稳定发展。报告期内，公司公告增资其下属全资子公司杭州传化化学品有限公司。增资后传化化学品的注册资本将由2.2亿元增加至4.1亿元。我们认为，此次增资有利于支持公司主业扩大经营规模，为业绩提供稳定贡献。

■投资建议：买入-A 投资评级，6个月目标价22元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.12元、0.22元、0.33元。

■风险提示：宏观经济下行风险，政策风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,340.3	8,180.8	15,952.5	18,345.3	21,097.2
净利润	550.6	581.0	407.1	701.8	1,082.5
每股收益(元)	0.17	0.18	0.12	0.22	0.33
每股净资产(元)	3.34	3.42	3.52	3.63	3.78
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	96.7	91.7	130.9	75.9	49.2
市净率(倍)	4.9	4.8	4.7	4.5	4.3
净利润率	10.3%	7.1%	2.6%	3.8%	5.1%
净资产收益率	5.1%	5.2%	3.6%	5.9%	8.8%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.4%	0.7%	1.1%
ROIC	13.3%	-4.4%	1.6%	4.6%	33.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

印染化学品

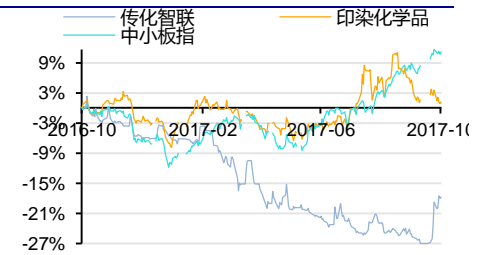
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**22元**  
股价(2017-10-20) **16.35元**

### 交易数据

总市值(百万元)	53,265.27
流通市值(百万元)	6,749.56
总股本(百万股)	3,257.81
流通股本(百万股)	412.82
12个月价格区间	14.51/20.48元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.57	-5.52	-29.79
绝对收益	9.88	7.14	-17.92

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoh3@essence.com.cn  
021-35082987

### 相关报告

传化智联：物流闭环全网发力，支付落地智联金融/赵湘怀	2017-08-21
传化智联：支付牌照落地，做强物流金融/赵湘怀	2017-06-30
传化智联：智能物流布局雄安，供应链金融初见成效/赵湘怀	2017-04-18
传化智联：拓展物流金融生态圈/赵湘怀	2016-11-01

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5,340.3	8,180.8	15,952.5	18,345.3	21,097.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,038.9	6,933.8	12,554.6	14,125.9	15,822.9	营业收入增长率	6.2%	53.2%	95.0%	15.0%	15.0%
营业税费	39.2	55.6	95.7	110.1	126.6	营业利润增长率	17.3%	-133.8%	-192.1%	221.1%	118.5%
销售费用	347.3	587.8	1,196.4	1,467.6	1,687.8	净利润增长率	159.3%	5.5%	-29.9%	72.4%	54.2%
管理费用	700.2	910.5	2,073.8	2,293.2	2,594.5	EBITDA 增长率	15.3%	-116.4%	-440.1%	100.5%	80.4%
财务费用	52.4	-119.6	-	-	-	EBIT 增长率	11.8%	-155.2%	-150.2%	221.1%	118.5%
资产减值损失	25.5	53.8	50.0	45.0	40.0	NOPLAT 增长率	8.9%	-151.8%	-150.5%	221.1%	118.5%
加:公允价值变动收益	0.2	0.1	-	-	-	投资资本增长率	56.8%	34.2%	15.5%	-69.9%	254.7%
投资和汇兑收益	286.9	97.8	150.0	120.0	100.0	净资产增长率	415.7%	5.0%	3.1%	3.6%	4.8%
<b>营业利润</b>	424.0	-143.2	131.9	423.6	925.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	387.3	1,052.3	489.4	647.6	726.7	毛利率	24.4%	15.2%	21.3%	23.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	811.2	909.1	621.3	1,071.1	1,652.2	营业利润率	7.9%	-1.8%	0.8%	2.3%	4.4%
减:所得税	192.8	258.6	174.0	299.9	462.6	净利润率	10.3%	7.1%	2.6%	3.8%	5.1%
<b>净利润</b>	550.6	581.0	407.1	701.8	1,082.5	EBITDA/营业收入	11.0%	-1.2%	2.0%	3.6%	5.6%
						EBIT/营业收入	8.9%	-3.2%	0.8%	2.3%	4.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	57	51	35	33	30
货币资金	6,516.8	5,293.1	6,276.2	8,460.1	3,965.4	流动营业资本周转天数	127	77	89	86	79
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	450	429	289	301	254
应收账款	602.2	863.4	2,578.5	1,271.8	2,981.4	应收帐款周转天数	42	32	39	38	36
应收票据	1,235.1	1,372.0	4,835.1	2,193.2	5,478.4	存货周转天数	33	30	32	31	29
预付帐款	33.0	117.3	99.3	160.4	141.9	总资产周转天数	636	693	460	474	426
存货	525.9	831.6	1,986.2	1,128.1	2,251.1	投资资本周转天数	237	221	140	85	78
其他流动资产	1,518.9	601.9	738.9	953.2	764.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	287.5	358.5	458.5	508.5	508.5	ROE	5.1%	5.2%	3.6%	5.9%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	3.8%	1.9%	3.1%	4.7%
长期股权投资	646.3	699.0	699.0	699.0	699.0	ROIC	13.3%	-4.4%	1.6%	4.6%	33.3%
投资性房地产	428.8	1,238.9	1,238.9	1,238.9	1,238.9	<b>费用率</b>					
固定资产	896.9	1,410.4	1,653.4	1,760.2	1,742.7	销售费用率	6.5%	7.2%	7.5%	8.0%	8.0%
在建工程	237.8	774.0	774.0	774.0	774.0	管理费用率	13.1%	11.1%	13.0%	12.5%	12.3%
无形资产	1,044.7	2,317.3	2,279.8	2,242.4	2,204.9	财务费用率	1.0%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	508.5	1,141.5	1,154.6	1,153.4	1,137.9	三费/营业收入	20.6%	16.9%	20.5%	20.5%	20.3%
<b>资产总额</b>	14,482.3	17,019.0	23,772.4	24,543.0	25,388.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	46.9	652.7	1,499.7	-	-	资产负债率	23.0%	31.2%	38.9%	28.7%	30.5%
应付帐款	853.4	1,485.4	2,201.0	2,297.8	2,709.7	负债权益比	29.8%	45.3%	63.7%	40.2%	44.0%
应付票据	197.3	225.7	577.9	384.2	634.4	流动比率	5.92	2.82	3.22	3.88	3.53
其他流动负债	663.3	850.3	854.1	969.5	1,069.2	速动比率	5.63	2.57	2.83	3.57	3.02
长期借款	120.5	606.8	1,353.4	-	-	利息保障倍数	9.09	2.20			
其他非流动负债	1,444.4	1,482.7	1,206.3	1,377.8	1,355.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,325.7	5,303.6	7,692.5	5,029.3	5,768.9	DPS(元)	0.10	0.10	0.06	0.12	0.18
少数股东权益	283.6	588.7	626.9	695.2	799.9	分红比率	59.2%	56.1%	49.9%	55.0%	53.7%
股本	3,257.8	3,257.8	3,257.8	3,257.8	3,257.8	股息收益率	0.6%	0.6%	0.4%	0.7%	1.1%
留存收益	7,617.8	7,891.3	8,195.2	8,560.7	9,062.1						
<b>股东权益</b>	11,156.6	11,715.3	12,079.9	12,513.7	13,119.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	618.4	650.5	407.1	701.8	1,082.5	EPS(元)	0.17	0.18	0.12	0.22	0.33
加:折旧和摊销	113.7	179.8	194.4	230.8	255.0	BVPS(元)	3.34	3.42	3.52	3.63	3.78
资产减值准备	25.6	53.8	-	-	-	PE(X)	96.7	91.7	130.9	75.9	49.2
公允价值变动损失	-0.2	-0.1	-	-	-	PB(X)	4.9	4.8	4.7	4.5	4.3
财务费用	66.1	55.2	-	-	-	P/FCF	-37.5	242.9	-13.6	21.2	-13.2
投资损失	-286.9	-97.8	-150.0	-120.0	-100.0	P/S	10.0	6.5	3.3	2.9	2.5
少数股东损益	67.8	69.6	40.3	69.4	107.1	EV/EBITDA	119.5	-582.3	148.5	66.4	40.7
营运资金的变动	-937.9	-428.1	-5,712.2	4,724.2	-5,142.8	CAGR(%)	7.6%	22.3%	15.8%	7.6%	22.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	414.2	-400.7	-5,220.5	5,606.2	-3,798.2	PEG	12.7	4.1	8.3	9.9	2.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,115.2	-1,755.1	-289.7	-240.1	-113.4	ROIC/WACC	1.3	-0.4	0.2	0.4	3.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	7,537.4	908.9	1,493.3	-3,182.3	-583.1	REP	12.6	-22.7	45.3	48.5	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034