

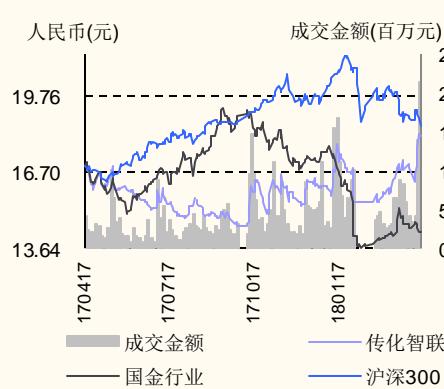
**传化智联(002010.SZ)买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 18.15元

**市场数据(人民币)**

年内股价最高最低(元)	18.21/14.51
沪深300指数	3808.86

**物流业务持续快速扩张, 扣非后实现扭亏为盈****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.205	0.124	0.243	0.326	0.381
每股净资产(元)	3.43	3.51	4.26	4.39	4.55
每股经营性现金流(元)	-0.13	-0.34	0.21	0.20	0.27
市盈率(倍)	91.87	130.07	74.78	55.73	47.67
行业优化市盈率(倍)	20.31	20.31	20.31	20.31	20.31
净利润增长率(%)	21.08%	-39.22%	95.11%	34.20%	16.89%
净资产收益率(%)	5.96%	3.54%	4.74%	6.19%	6.97%
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

**业绩简评**

- 传化智联 2017 年实现营业收入 192.2 亿元, 同比增加 135%; 实现归属上市公司股东净利润 4.69 亿元, 同比下降 31%。

**经营分析**

- **物流业务规模持续大幅上涨:** 公司营收规模持续出现大幅度上涨, 其中物流业务依旧处于高速增长期, 营收达到 138 亿, 同比增长 2.55 倍; 化工业务由于拓纳化学及杭州美高纳入合并范围, 实现营收同比增长 26.2%。公司智能物流业务规模持续扩大, 线下已开展业务公路港 65 个(2016 年为 26 个), 入驻公路港企业数达 7276 家; 线上陆鲸业务沉淀了 139.3 万的司机会员和超过 15.5 万的货代会员, 易货嘀业务全年 GMV 超过 11 亿, 环比上年增长近 7 倍。
- **业务模式逐步成熟, 提供物流供应链全链条服务:** 公司依托逐步成熟并且覆盖全国的线上数字化智能网络及线下公路港网络, 提供供应链全链条服务(包含仓储、分拨、金融、运输、供应链等服务), 初步形成智能物流系统。公司本期聚焦开展供应链业务, 提供合同物流及商贸物流模式产品, 营收同比 2.5 倍; 本期, 公司支付牌照正式获批, 公司支付业务也得以快速推进, 支付及保险业务营收同比增长 135%。
- **扣非归母净利润扭亏为盈, 战略扩张期主要费用依旧处于上涨趋势:** 公司本期归母净利润出现负增长, 主要是由于政府补贴减少约 3 亿左右; 扣非归母净利润同比增加约 4.3 亿元, 主要依靠业务规模增长, 毛利率水平由于业务结构变化由 15.5% 下降至 10.6%, 但物流及化工业务毛利率基本保持稳定, 最终毛利同比增长约 7.8 亿。另外公司目前依旧处于扩张期, 拓展业务及新公路港投入, 致使三费同比增加约 6 亿元。

**盈利调整**

- 公司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”的公路物流新业态, 以及物流全新金融生态圈。预测 2018-2020 年的 EPS 为 0.24 元、0.33 元、0.38 元, 维持“买入”评级。

**风险提示**

- 公路港建设速度及线上平台推广低于预期, 导致传化网短期很难实现流量变现; 公司新开展的供应链业务及原本金融业务均需占用大量现金流, 叠加公司依旧处于资本开支周期, 警惕现金流风险; 政府补贴低于预期等。

沙沫

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

苏宝亮

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

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,340</b>	<b>8,167</b>	<b>19,215</b>	<b>29,633</b>	<b>42,334</b>	<b>53,643</b>
增长率	52.9%	135.3%	54.2%	42.9%	26.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,039</b>	<b>-6,898</b>	<b>-17,174</b>	<b>-27,161</b>	<b>-39,117</b>	<b>-49,730</b>
%销售收入	75.6%	84.5%	89.4%	91.7%	92.4%	92.7%
<b>毛利</b>	<b>1,301</b>	<b>1,268</b>	<b>2,041</b>	<b>2,472</b>	<b>3,217</b>	<b>3,913</b>
%销售收入	24.4%	15.5%	10.6%	8.3%	7.6%	7.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-39</b>	<b>-56</b>	<b>-95</b>	<b>-133</b>	<b>-169</b>	<b>-204</b>
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
<b>营业费用</b>	<b>-347</b>	<b>-588</b>	<b>-846</b>	<b>-1,096</b>	<b>-1,355</b>	<b>-1,609</b>
%销售收入	6.5%	7.2%	4.4%	3.7%	3.2%	3.0%
<b>管理费用</b>	<b>-700</b>	<b>-910</b>	<b>-1,049</b>	<b>-1,185</b>	<b>-1,355</b>	<b>-1,609</b>
%销售收入	13.1%	11.1%	5.5%	4.0%	3.2%	3.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>215</b>	<b>-286</b>	<b>51</b>	<b>57</b>	<b>338</b>	<b>491</b>
%销售收入	4.0%	n.a	0.3%	0.2%	0.8%	0.9%
<b>财务费用</b>	<b>-52</b>	<b>120</b>	<b>-94</b>	<b>-80</b>	<b>-100</b>	<b>-97</b>
%销售收入	1.0%	-1.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-25</b>	<b>-54</b>	<b>-76</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>投资收益</b>	<b>287</b>	<b>98</b>	<b>21</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
%税前利润	35.4%	9.5%	2.7%	8.6%	6.5%	5.6%
<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>-22</b>	<b>764</b>	<b>161</b>	<b>435</b>	<b>587</b>
<b>营业利润率</b>	<b>7.9%</b>	n.a	<b>4.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>387</b>	<b>1,052</b>	<b>32</b>	<b>1,000</b>	<b>1,100</b>	<b>1,200</b>
<b>税前利润</b>	<b>811</b>	<b>1,031</b>	<b>795</b>	<b>1,161</b>	<b>1,535</b>	<b>1,787</b>
<b>利润率</b>	<b>15.2%</b>	<b>12.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-193</b>	<b>-281</b>	<b>-320</b>	<b>-290</b>	<b>-384</b>	<b>-447</b>
<b>所得税率</b>	<b>23.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>40.2%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>618</b>	<b>749</b>	<b>476</b>	<b>871</b>	<b>1,151</b>	<b>1,340</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>68</b>	<b>83</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>100</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>551</b>	<b>667</b>	<b>405</b>	<b>791</b>	<b>1,061</b>	<b>1,240</b>
<b>净利率</b>	<b>10.3%</b>	<b>8.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.3%</b>

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>6,517</b>	<b>5,293</b>	<b>4,584</b>	<b>8,000</b>	<b>6,000</b>	<b>4,716</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,837</b>	<b>2,235</b>	<b>3,213</b>	<b>3,414</b>	<b>4,075</b>	<b>4,743</b>
<b>存货</b>	<b>526</b>	<b>832</b>	<b>1,279</b>	<b>1,339</b>	<b>1,715</b>	<b>1,907</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,552</b>	<b>719</b>	<b>2,202</b>	<b>2,459</b>	<b>2,666</b>	<b>2,593</b>
<b>流动资产</b>	<b>10,432</b>	<b>9,079</b>	<b>11,279</b>	<b>15,212</b>	<b>14,455</b>	<b>13,959</b>
%总资产	72.0%	53.1%	46.8%	50.4%	46.1%	42.7%
<b>长期投资</b>	<b>1,363</b>	<b>2,458</b>	<b>7,124</b>	<b>8,225</b>	<b>9,324</b>	<b>10,424</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,135</b>	<b>2,185</b>	<b>2,766</b>	<b>3,669</b>	<b>4,402</b>	<b>5,055</b>
%总资产	7.8%	12.8%	11.5%	12.2%	14.1%	15.5%
<b>无形资产</b>	<b>1,067</b>	<b>2,590</b>	<b>1,746</b>	<b>1,928</b>	<b>1,999</b>	<b>2,073</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,050</b>	<b>8,031</b>	<b>12,800</b>	<b>14,973</b>	<b>16,876</b>	<b>18,702</b>
%总资产	28.0%	46.9%	53.2%	49.6%	53.9%	57.3%
<b>资产总计</b>	<b>14,482</b>	<b>17,110</b>	<b>24,079</b>	<b>30,185</b>	<b>31,331</b>	<b>32,661</b>
<b>短期借款</b>	<b>121</b>	<b>739</b>	<b>2,515</b>	<b>2,546</b>	<b>1,512</b>	<b>800</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,267</b>	<b>1,955</b>	<b>4,107</b>	<b>5,037</b>	<b>6,438</b>	<b>7,536</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>373</b>	<b>519</b>	<b>688</b>	<b>858</b>	<b>1,065</b>	<b>1,246</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,761</b>	<b>3,213</b>	<b>7,310</b>	<b>8,442</b>	<b>9,015</b>	<b>9,583</b>
<b>长期贷款</b>	<b>120</b>	<b>607</b>	<b>1,765</b>	<b>1,565</b>	<b>1,565</b>	<b>1,566</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,444</b>	<b>1,507</b>	<b>2,500</b>	<b>2,365</b>	<b>2,373</b>	<b>2,380</b>
<b>负债</b>	<b>3,326</b>	<b>5,327</b>	<b>11,574</b>	<b>12,372</b>	<b>12,953</b>	<b>13,529</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>10,873</b>	<b>11,187</b>	<b>11,436</b>	<b>16,665</b>	<b>17,140</b>	<b>17,794</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>284</b>	<b>597</b>	<b>1,069</b>	<b>1,149</b>	<b>1,239</b>	<b>1,339</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,482</b>	<b>17,110</b>	<b>24,079</b>	<b>30,185</b>	<b>31,331</b>	<b>32,661</b>

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.169	0.205	0.124	0.243	0.326	0.381
每股净资产	3.338	3.434	3.510	4.264	4.386	4.553
每股经营现金净流	0.126	-0.127	-0.339	0.205	0.205	0.267
每股股利	0.150	0.100	0.100	0.100	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.06%	5.96%	3.54%	4.74%	6.19%	6.97%
总资产收益率	3.80%	3.90%	1.68%	2.62%	3.39%	3.80%
投入资本收益率	1.36%	-1.51%	0.17%	0.19%	1.13%	1.64%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	6.17%	52.93%	135.29%	54.21%	42.86%	26.71%
EBIT增长率	-55.42%	-232.99%	-118%	11.51%	492.38%	45.08%
净利润增长率	159.32%	21.08%	-39.22%	95.11%	34.20%	16.89%
总资产增长率	230.93%	18.15%	40.73%	25.36%	3.80%	4.24%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.8	27.9	22.5	20.0	17.0	18.0
存货周转天数	44.0	35.9	22.4	18.0	16.0	14.0
应付账款周转天数	44.6	42.6	31.6	30.0	25.0	23.0
固定资产周转天数	61.3	63.0	31.7	25.5	22.5	20.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-50.65%	-28.19%	5.55%	-17.35%	-11.57%	-8.11%
EBIT利息保障倍数	4.1	2.4	0.5	0.7	3.4	5.1
资产负债率	22.96%	31.13%	48.07%	40.99%	41.34%	41.42%

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	5	6	10
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.17</b>	<b>1.14</b>	<b>1.17</b>

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	2016-08-19	买入	18.32	N/A
2	2016-08-24	买入	17.99	N/A
3	2016-10-14	买入	20.78	N/A
4	2016-10-26	买入	20.48	N/A
5	2017-04-18	买入	16.98	N/A
6	2017-06-30	买入	15.36	N/A
7	2017-10-23	买入	16.35	N/A
8	2018-02-26	买入	15.49	N/A

来源：国金证券研究所

### 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的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH