

传化智联 (002010)

公司研究/点评报告

超额完成业绩承诺，公路港盈利能力续升

点评报告/基础化工

2019 年 04 月 16 日

一、事件概述

公司发布 2018 年年报，全年实现总营业收入 203 亿，同比增 5.1%，实现归母净利润 8.2 亿，同比增长 74%，实现扣非后归母净利润 6.5 亿元，同比增长 151%。其中传化物流完成扣非后归母净利润 6.0 亿元，超额完成业绩承诺。

二、分析与判断

➤ 公路港业务进入提质阶段，业绩释放值得期待

综合来看，在度过近几年快速跑马圈地阶段后，公司已基本完成对国内核心枢纽节点的布局，在“4+11”15 个城市中，公司已落地项目 12 个，覆盖率 80%；在 21 个其他省会及副省会城市中，已落地 13 个，覆盖率 61.9%。目前，公司运营重心开始进入通过多重手段提升存量资产运营效率的阶段，未来盈利释放可期：

(1) 供应链业务：2018 年公司物流板块实现收入 138 亿元，同比略增 0.4%，较 2017 年收入增速显著放缓。其中，物流业务增速放缓最主要原因，在于公司有意识控制风险，收缩收入占比高、利润率低、对现金流拖累较大的供应链业务(同比下降 21%)，推动公司经营净现金流由负转正。未来将主要聚焦于汽配、纺织、3C 家电等重点行业开展高质量的供应链业务，通过自建仓配体系，提升整体业务运营能力和盈利能力。

(2) 园区业务：2018 年园区业务收入增速由 2017 年的 103%放缓至 8%，主要因公司 2018 年仅新增 3 个正式开展业务的公路港(2018 年累计开展业务运营的公路港共 68 个)。考虑公司新投产公路港首年收费项目较少，故 8% 的增幅预计主要由存量公路港出租率提升及租金上涨构成。此外，公司当前公路港储备项目还有 160 余个，未来随着公路港数量逐年稳步增长，园区业务仍有进一步增长空间。

(3) 车后业务：2018 年公司车后业务同比大增 229%，增幅高于 2017 年的 188%，主要因公司加快拓展公路港油品收入，成都、南充、济南、淮安项目油卡收入大幅增长。此外，公司目前已有 13 个公路港取得加油站土地指标，预计今年将有部分投运，预计 19-20 年车后业务仍将保持较快增长。

(4) 支付、保险等金融业务：2018 年公司金融服务与传化网的协同效应不断增强，支付、保险等金融业务收入同比增 22%。

(5) 化工板块：实现收入 62 亿元，同比增 16%。主要因部分产品价格上涨及开展化纤油剂贸易导致销售量增加。

➤ 成本费用管控严格，物流板块盈利能力提升明显

2018 年公司物流业务产生营业成本 129 亿元，同比下降 1.9%。拆分业务看，供应链、园区业务毛利率显著提升 1.2pct/22.1pct，车后业务因新增较多毛利率较低的油卡收入，致毛利率下降 4.1pct。此外，公司三费控制良好：销售费用率/管理费用率分别下降 0.1pct/1pct，财务费用率略升 1pct，因存量募集资金利息收入降低及新增借款所致。

➤ 公路港对区域物流效率提升明显，政府补助大幅增长

公司 2018 年实现其他收益约 13.3 亿元，同比增长 73%。主要因公司各地公路港较好完成了地方政府对其在供应链业务量、路港快线系统流量、会员数量、入驻企业物流交易成交情况等方面考核。

推荐

维持评级

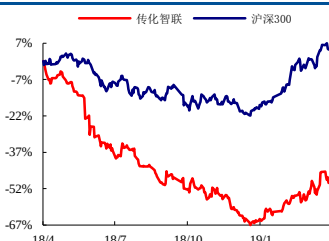
当前价格： 9.11 元

交易数据

2019-4-15

近 12 个月最高/最低(元)	18.15/6.04
总股本(百万股)	3,258
流通股本(百万股)	3,183
流通股比例(%)	97.69
总市值(亿元)	297
流通市值(亿元)	290

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001
电话： 021-60876718
邮箱： zhongqi@mszq.com

研究助理：顾熹闽

执业证号： S0100119020001
电话： 021-60876718
邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1. 传化智联(002010)公司深度研究:公路港业绩逐步兑现，迎来布局时机
2. 传化智联(002010)公司调研简报:公路港龙头，业绩步入兑现期

三、投资建议

暂不考虑土地收储带来的投资收益,我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 14.5 亿元、20.8 亿元、24.6 亿元,对应 EPS 为 0.45、0.64、0.76 元,维持“推荐”评级。

四、风险提示:

政府补贴不及预期;宏观经济下行致公路港盈利不及预期;定增解禁抛售风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	20,264	26,602	32,541	40,058
增长率 (%)	5.1	31.3	22.3	23.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	819	1,452	2,081	2,464
增长率 (%)	74.5	77.3	43.3	18.4
每股收益 (元)	0.25	0.45	0.64	0.76
PE (现价)	36.4	20.4	14.3	12.0
PB	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20,264	26,602	32,541	40,058
营业成本	17,739	21,990	25,979	32,338
营业税金及附加	108	137	171	208
销售费用	862	1,132	1,385	1,705
管理费用	899	1,180	1,443	1,777
EBIT	358	2,163	3,563	4,031
财务费用	432	50	50	50
资产减值损失	110	0	0	0
投资收益	11	43	25	27
营业利润	1,284	2,156	3,538	4,007
营业外收支	(38)	0	0	0
利润总额	1,246	2,505	3,652	4,149
所得税	348	781	1,172	1,261
净利润	899	1,724	2,480	2,888
归属于母公司净利润	819	1,452	2,081	2,464
EBITDA	721	2,180	3,499	3,829

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5448	7115	9796	13803
应收账款及票据	2883	4565	4799	6143
预付款项	847	957	1362	1549
存货	2087	1863	2088	2802
其他流动资产	1434	1434	1434	1434
流动资产合计	13425	16368	20039	26517
长期股权投资	399	399	1463	1463
固定资产	0	(299)	(869)	(1715)
无形资产	1051	1015	568	397
非流动资产合计	16504	13260	13199	11901
资产合计	29930	29629	33238	38418
短期借款	4106	4106	4106	4106
应付账款及票据	2448	2914	3304	4180
其他流动负债	9	9	9	9
流动负债合计	11697	12401	13530	15822
长期借款	1002	(1726)	(1726)	(1726)
其他长期负债	3757	3757	3757	3757
非流动负债合计	4759	2031	2031	2031
负债合计	16457	14432	15561	17853
股本	3258	3258	3258	3258
少数股东权益	1311	1583	1982	2407
股东权益合计	13473	15197	17677	20565
负债和股东权益合计	29930	29629	33238	38418

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.1	31.3	22.3	23.1
EBIT 增长率	210.2	504.4	64.7	13.1
净利润增长率	74.5	77.3	43.3	18.4
盈利能力				
毛利率	12.5	17.3	20.2	19.3
净利率	4.0	5.5	6.4	6.2
总资产收益率 ROA	2.7	4.9	6.3	6.4
净资产收益率 ROE	6.7	10.7	13.3	13.6
偿债能力				
流动比率	1.1	1.3	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.9
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	29.3	26.5	26.1	27.3
存货周转天数	34.6	30.9	29.3	31.6
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.6	0.8
每股净资产	3.7	4.2	4.8	5.6
每股经营现金流	0.1	0.3	0.8	0.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	36.4	20.4	14.3	12.0
PB	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	32.5	13.1	7.4	5.7
股息收益率	1.1	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	899	1,724	2,480	2,888
折旧和摊销	473	17	(64)	(201)
营运资金变动	(1,233)	(572)	139	(179)
经营活动现金流	466	827	2,466	2,390
资本开支	3,559	(847)	(1,304)	(1,641)
投资	(209)	0	(1,064)	0
投资活动现金流	(3,800)	890	265	1,667
股权募资	259	0	0	0
债务募资	2,487	0	0	0
筹资活动现金流	3,616	(50)	(50)	(50)
现金净流量	282	1,667	2,681	4,007

分析师与研究助理简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业研究助理，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。