

传化智联 (002010)

公司研究/点评报告

公路港经营性利润持续改善

—2019 年半年报点评

点评报告/交通运输

2019 年 08 月 27 日

一、事件概述

2019 年上半年公司实现营业收入 94.41 亿元，同比-15%；归母净利 6.21 亿元，同比增长 129%；扣非净利 3.8 亿元，同比增 71%；经营性现金流 4.60 亿元，较去年同期的-8.89 亿元转正。

二、分析与判断

➤ 物流板块：供应链提质增效致收入减少，公路港经营性利润改善

供应链业务：传化物流集团上半年收入同比减少 19%，净利润同比增长 53%。其中，收入减少主要因公司 Q2 进一步加强了对供应链业务的优化调整，由原先主要针对上游周期行业客户做采购+运输的低毛利率业务，转向高毛利率的仓+运+配业务（聚焦快消、化工、车后、3C 家电等行业展开物流服务），导致收入占比超 50% 的物流供应链收入下降 47%，但整体毛利率同比改善，符合我们一季度对未来公司供应链业务调整方向的判断。

公路港业务：上半年公司新增公路 5 港，并关停 5 个公路港，在运营公路数量维持 51 个。其中，园区业务实现营业收入 4.7 亿元，伴随出租率提升至 85%，园区业务毛利同比提升 47%。基于集聚在港内庞大的流量资源，车后业务上半年取得爆发式增长，营业收入 22 亿元，同比增长 94%，主要因成都、南充、济南、淮安四地加油站投入运营，且上半年油卡销售大幅增加至 19.6 亿元。我们预计公司当前约有近半数公路港（26-27 个）实现纯经营性盈利（剔除政府补贴，半年报不含公允价值调整），去年同期仅有 1/3 公路港实现纯经营性盈利。目前，公司公路港储备签约项目 160 余个，预计下半年还将有 3-5 个公路港投产。同时公司贵阳、淮北加油站项目已经进入试运营阶段，其余 10 个城市的加油站项目正在稳步推进中，车后业务未来仍有较大增长动能。

➤ 化工板块：业务增长稳健，整合效应显现

上半年公司化工板块收入保持平稳，在完成对拓纳化学、美高化学的收购后，传化化工进一步深化业务整合协同工作，叠加原材料价格波动，毛利率同比提升 4pct。

➤ 期间费用率略升，经营性现金流转正

公司上半年期间费用同比减少 12%，其中销售/管理/财务费用分别 -6.1%/2.2%/+7.8%，但因收入减少，上半年期间费用率同比提升 0.3pct。此外，公司上半年经营性现金流大幅转正，预计主要与供应链业务收缩相关，因经营性现金流改善，主要由购买商品、接受劳务支付的现金减少 20 亿元推动，与政府补助相关的收到其他与经营活动有关的现金仅增加 3 亿元。

推荐

维持评级

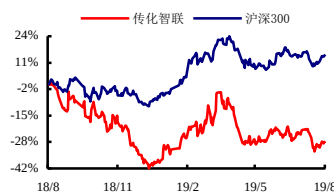
当前价格： 7.25 元

交易数据

2019-8-26

近 12 个月最高/最低(元)	10.45/6.04
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)	236
流通市值(亿元)	231

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：顾慕阁

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1. 传化智联(002010):Q1 业绩符合预期，盈利提升且经营性现金流转正
2. 传化智联(002010):超额完成业绩承诺，公路港盈利能力续升

三、投资建议

公司上半年公路港盈利情况显著改善，业务也已度过跑马圈地阶段，开始不断优化结构，提升盈利质量。重申公司业绩正进入全面兑现阶段，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44、0.64、0.77 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 17X、11X、10X，PEG 小于 1，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	21,134	26,868	33,908
增长率（%）	5.1	4.3	27.1	26.2
归属母公司股东净利润（百万元）	819	1,434	2,081	2,496
增长率（%）	74.5	75.1	45.1	19.9
每股收益（元）	0.25	0.44	0.64	0.77
PE（现价）	29.0	16.5	11.3	9.5
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

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	21,134	26,868	33,908
营业成本	17,739	18,452	22,953	29,068
营业税金及附加	108	113	144	181
销售费用	862	1,226	1,075	1,017
管理费用	899	1,014	1,075	1,356
研发费用	297	103	175	295
EBIT	358	226	1,447	1,991
财务费用	432	133	75	71
资产减值损失	110	0	0	0
投资收益	11	147	0	0
营业利润	1,284	1,640	2,771	3,319
营业外收支	(38)	0	0	0
利润总额	1,246	1,989	2,886	3,461
所得税	348	555	805	965
净利润	899	1,434	2,081	2,496
归属于母公司净利润	819	1,434	2,081	2,496
EBITDA	721	464	1,684	2,239

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5448	7371	7505	11726
应收账款及票据	2883	3915	4287	5505
预付款项	847	803	1203	1392
存货	2087	1040	2648	2389
其他流动资产	1432	1432	1432	1432
流动资产合计	13425	14571	18024	22868
长期股权投资	399	546	546	546
固定资产	1630	1875	2030	2150
无形资产	1051	1006	552	380
非流动资产合计	16504	16825	16611	16481
资产合计	29930	31396	34635	39348
短期借款	4106	4106	4106	4106
应付账款及票据	2448	2875	3372	4270
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	11697	11729	12887	15105
长期借款	1002	1002	1002	1002
其他长期负债	2948	2948	2948	2948
非流动负债合计	4759	4759	4759	4759
负债合计	16457	16489	17646	19864
股本	3258	3258	3258	3258
少数股东权益	1311	1311	1311	1311
股东权益合计	13473	14907	16988	19484
负债和股东权益合计	29930	31396	34635	39348

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.1	4.3	27.1	26.2
EBIT 增长率	210.2	-36.9	540.5	37.6
净利润增长率	74.5	75.1	45.1	19.9
盈利能力				
毛利率	12.5	12.7	14.6	14.3
净利率	4.0	6.8	7.7	7.4
总资产收益率 ROA	2.7	4.6	6.0	6.3
净资产收益率 ROE	6.7	10.5	13.3	13.7
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.8
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	28.9	26.2	25.7	26.9
存货周转天数	34.2	30.5	28.9	31.2
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9
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	0.7	0.1	1.4
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.0	16.5	11.3	9.5
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	26.5	44.2	13.4	8.2
股息收益率	1.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	899	1,434	2,081	2,496
折旧和摊销	473	238	237	248
营运资金变动	(1,233)	810	(2,161)	1,595
经营活动现金流	466	2,283	339	4,494
资本开支	3,559	63	(91)	(24)
投资	(209)	0	0	0
投资活动现金流	(3,800)	(63)	91	24
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	(296)	(296)	(296)
现金净流量	282	1,924	134	4,221

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，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。