

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

供应链收缩, 引资凸显公司长期价值

报告摘要:

事件: 公司发布 2019 年三季度财务报告, 三季度公司实现营业收入 152.29 亿元, 同比减少 13.84%, 实现归母净利润 8.27 亿元, 同比增长 104.55%; 第三季度实现营业收入 57.02 亿元, 同比减少 12.02%, 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比增长 55.33%。

业务优化导致营收下滑, 处置非流动资产增厚利润。 受公司优化物流供应链业务影响, 公司第三季度营业收入同比下滑 12.02%, 而公司第三季度归母净利润同比增长 55.33%。营业收入与归母净利润不一致的主要原因是公司第三季度非流动资产处置损益为 2.11 亿元, 第三季度扣非归母净利润为 0.29 亿元, 同比减少 72.75%, 经营活动现金流量净额为-2.68 亿元, 同比减少 175.63%。

传化物流估值 208.29 亿元, 公司估值安全底价值凸显。 工银投资拟 10 亿元增资传化物流, 持有股份 4.58%, 此次增资款项主要用于偿还银行对传化物流及/或传化智联发放贷款形成的债权, 适当考虑其他类型银行债权和非银行金融机构债权。根据公告披露, 2018 年、2019 年 H1 传化物流实现净利润分别为 7.87 亿元、4.04 亿元, 工银投资以传化物流整体估值 208.29 亿元作为定价依据, 对应静态 PE、PE(TTM) 分别为 26.46 倍、22.47 倍。2018 年、2019 年 H1 传化智联归母净利润分别为 8.19 亿元、6.21 亿元, 传化物流的利润贡献分别为 90.21%、61.07%, 是传化智联利润的重要组成部分。目前, 传化智联 PE(TTM) 为 21.60 倍, 估值安全底价值凸显。

投资建议: 预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 为 0.39/0.48/0.52 元, PE 分别为 20x、16x、15x, 维持“买入”评级。

风险提示: 物流业务拓展受阻, 政府补贴不及预期

股票数据

2019/10/25

| | |
|---------------|--------------|
| 6 个月目标价 (元) | 9.28 |
| 收盘价 (元) | 7.73 |
| 12 个月股价区间 (元) | 5.92 ~ 10.92 |
| 总市值 (百万元) | 25,183 |
| 总股本 (百万股) | 3,258 |
| A 股 (百万股) | 3,258 |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 日均成交量 (百万股) | 9 |

历史收益率曲线



相关报告

- 《传化智联 (002010): 公路港提质增效, 盈利能力持续提升》-20190903
- 《传化智联 (002010) 年报点评: 流量逐步变现, 物流平台模式具备长期价值》-20190417
- 《传化智联(002010): 传化网日趋完善, 期待流量逐步变现》-20190124

| 财务摘要 (百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 19,280 | 20,264 | 22,332 | 27,430 | 31,870 |
| (+/-)% | 135.67% | 5.10% | 10.21% | 22.83% | 16.19% |
| 归属母公司净利润 | 469 | 819 | 1,263 | 1,576 | 1,686 |
| (+/-)% | -31.04% | 74.47% | 54.23% | 24.80% | 6.96% |
| 每股收益 (元) | 0.14 | 0.25 | 0.39 | 0.48 | 0.52 |
| 市盈率 | 112.29 | 25.86 | 19.94 | 15.97 | 14.94 |
| 市净率 | 4.61 | 1.74 | 1.91 | 1.68 | 1.51 |
| 净资产收益率 (%) | 4.10% | 6.73% | 9.59% | 10.53% | 10.12% |
| 股息收益率 (%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本 (百万股) | 3,258 | 3,258 | 3,258 | 3,258 | 3,258 |

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002
(021)20363212 quyz@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 5,448 | 192 | 1,197 | 2,423 | 净利润 | 899 | 1,413 | 1,760 | 1,878 |
| 交易性金融资产 | 3 | 3 | 3 | 3 | 资产减值准备 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 2,883 | 3,062 | 3,788 | 4,417 | 折旧及摊销 | 363 | 358 | 418 | 476 |
| 存货 | 2,087 | 1,472 | 1,873 | 2,212 | 公允价值变动损失 | -91 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 3,005 | 2,736 | 3,135 | 3,389 | 财务费用 | 433 | 132 | 46 | 46 |
| 流动资产合计 | 13,425 | 7,465 | 9,995 | 12,443 | 投资损失 | -11 | -200 | -200 | -200 |
| 可供出售金融资产 | 460 | 230 | 230 | 230 | 运营资本变动 | -1,233 | 358 | -116 | 21 |
| 长期投资净额 | 399 | 404 | 409 | 414 | 其他 | -4 | 36 | 36 | 36 |
| 固定资产 | 1,630 | 1,880 | 2,466 | 2,880 | 经营活动净现金流量 | 466 | 2,097 | 1,943 | 2,257 |
| 无形资产 | 1,051 | 1,169 | 1,274 | 1,363 | 投资活动净现金流量 | -3,800 | -805 | -1,122 | -986 |
| 商誉 | 353 | 353 | 353 | 353 | 融资活动净现金流量 | 3,616 | -6,548 | 184 | -46 |
| 非流动资产合计 | 16,504 | 17,115 | 17,983 | 18,657 | 企业自由现金流 | -3,168 | -462 | 32 | 206 |
| 资产总计 | 29,930 | 24,580 | 27,979 | 31,100 | | | | | |
| 短期借款 | 4,106 | 0 | 0 | 0 | 财务与估值指标 | | | | |
| 应付款项 | 2,448 | 2,306 | 2,922 | 3,420 | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 预收款项 | 883 | 876 | 1,107 | 1,291 | 每股指标 | | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,651 | 1,651 | 1,651 | 1,651 | 每股收益 (元) | 0.25 | 0.39 | 0.48 | 0.52 |
| 流动负债合计 | 11,697 | 7,244 | 8,653 | 9,897 | 每股净资产 (元) | 3.73 | 4.04 | 4.60 | 5.11 |
| 长期借款 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 每股经营性现金流量 (元) | 0.14 | 0.64 | 0.60 | 0.69 |
| 其他长期负债 | 3,757 | 1,708 | 1,708 | 1,708 | 成长性指标 | | | | |
| 长期负债合计 | 4,759 | 2,710 | 2,710 | 2,710 | 营业收入增长率 | 5.10% | 10.21% | 22.83% | 16.19% |
| 负债合计 | 16,457 | 9,954 | 11,363 | 12,607 | 净利润增长率 | 74.47% | 54.23% | 24.80% | 6.96% |
| 归属于母公司股东权益合计 | 12,162 | 13,165 | 14,972 | 16,658 | 盈利能力指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 1,311 | 1,461 | 1,644 | 1,836 | 毛利率 | 12.46% | 15.43% | 15.56% | 15.60% |
| 负债和股东权益总计 | 29,930 | 24,580 | 27,979 | 31,100 | 净利率 | 4.04% | 5.66% | 5.75% | 5.29% |
| | | | | | 运营效率指标 | | | | |
| | | | | | 应收账款周转率 (次) | 52.22 | 50.05 | 50.41 | 50.59 |
| | | | | | 存货周转率 (次) | 34.63 | 28.46 | 29.51 | 30.01 |
| | | | | | 偿债能力指标 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 54.98% | 40.50% | 40.61% | 40.53% |
| | | | | | 流动比率 | 1.15 | 1.03 | 1.16 | 1.26 |
| | | | | | 速动比率 | 0.90 | 0.70 | 0.80 | 0.90 |
| | | | | | 费用率指标 | | | | |
| | | | | | 销售费用率 | 4.26% | 4.79% | 4.54% | 4.58% |
| | | | | | 管理费用率 | 4.44% | 5.49% | 4.93% | 5.04% |
| | | | | | 财务费用率 | 2.13% | 0.89% | 0.35% | 0.33% |
| | | | | | 分红指标 | | | | |
| | | | | | 分红比例 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 股息收益率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 估值指标 | | | | |
| | | | | | P/E (倍) | 25.86 | 19.94 | 15.97 | 14.94 |
| | | | | | P/B (倍) | 1.74 | 1.91 | 1.68 | 1.51 |
| | | | | | P/S (倍) | 1.24 | 1.13 | 0.92 | 0.79 |
| | | | | | 净资产收益率 | 6.73% | 9.59% | 10.53% | 10.12% |

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验8年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

杨振华, 浙江大学经济学硕士, 行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

| | | |
|----------------------|------|------------------------------|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。 |
| | 增持 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 |
| | 中性 | 未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 |
| | 减持 | 在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |
| | 卖出 | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。 |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。 |
| | 同步大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。 |
| | 落后大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。 |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址 | 邮编 |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

机构销售联系方式

| 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|---------------|-------------|-------------------|
| 华东地区机构销售 | | | |
| 阮敏 (副总监) | 021-20361121 | 13564972909 | ruanmin@nesc.cn |
| 吴肖寅 | 021-20361229 | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 齐健 | 021-20361258 | 18221628116 | qijian@nesc.cn |
| 陈希豪 | 021-20361267 | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn |
| 李流奇 | 021-20361258 | 13120758587 | Lilq@nesc.cn |
| 孙斯雅 | 021-20361121 | 18516562656 | sunsiya@nesc.cn |
| 李瑞暄 | 021-20361112 | 18801903156 | lirx@nesc.cn |
| 董冠辉 | 021-20361267 | 17602180663 | donggh@nesc.cn |
| 周嘉茜 | 021-20361133 | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn |
| 刘彦琪 | 021-20361133 | 13122617959 | liuyq@nesc.cn |
| 华北地区机构销售 | | | |
| 李航 (总监) | 010-58034553 | 18515018255 | lihang@nesc.cn |
| 殷璐璐 | 010-58034557 | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn |
| 温中朝 | 010-58034555 | 13701194494 | wenzc@nesc.cn |
| 曾彦戈 | 010-58034563 | 18501944669 | zengyg@nesc.cn |
| 安昊宁 | 010-58034561 | 18600646766 | anhn@nesc.cn |
| 周颖 | 010-63210813 | 18153683452 | zhouying1@nesc.cn |
| 华南地区机构销售 | | | |
| 刘璇 (副总监) | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn |
| 刘曼 | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn |
| 周逸群 | 0755-33975865 | 18682251183 | zhouyq@nesc.cn |
| 王泉 | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn |
| 周金玉 | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn |
| 陈励 | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn |