

伟人的公司

严老师团队

“区块链”+高端制造

区块链未来科技新的飞跃

1、区块链区别于比特币：

比特币在国内交易被禁，标志着监管层抑制数字货币投机、防范金融风险的态度，但投资者应区分比特币炒作与区块链技术的区别，后者是比特币的底层技术，但区块链并不是比特币，两者不能等同。区块链技术去中心化、去信任、集体维护、可靠数据库等特征使其在共享经济、物联网等场景下有较为广泛的应用空间。而区别于比特币，官方对区块链技术持正面的态度，其中，2017 年 12 月底，广东省首个区块链产业专项扶持政策颁布。

2、产业资本积极介入：

百度 2016 年 6 月即参与到美国数字支付公司 Circle 的 D 轮融资之中；2017 年 3 月，阿里巴巴宣布与普华永道达成合作，将应用区块链打造透明可追溯的跨境食品供应链，旗下公司恒生电子尝试建立运用区块链技术实现基于联盟链的数字票据系统；在 2017 腾讯全球合作伙伴大会上，腾讯云正式发布区块链金融级解决方案 BaaS（Blockchain as a Service）；360、网易等互联网公司在区块链方面也有所布局。

A 股相关标的：四川双马（000935）、传化智联（002010）、四方精创（300468）

2016-6-7

公司报告(点评报告)

评级 **增持** 维持

四川双马(000935)

供需边际改善有望 关注区域整合进度

报告要点

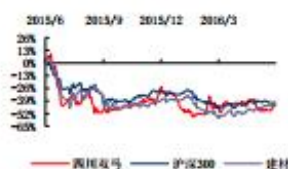
■ 事件描述

我们四川双马的跟踪观点如下:

■ 事件评论

- **经营回顾:** 公司 15 年收入 19.8 亿元, 同比下降 22%, 归属净利润-1.14 亿, 同降 210%; 16Q1 看, 收入 4.34 亿元, 同增 25.2%, 归母净利润-1707 万元, 同增 0.75%。从吨指标角度看(考虑追溯调整), 公司 15 年吨收入 207 元, 吨成本 183 元, 吨毛利 21.59 元, 和 2014 年相比下滑 35 元, 和 2010 年高点 75 元相比下滑十分显著; 吨费用因管理费用等增加而提高 3 元/吨, 最终吨净利-11.8 元。
- **集中度看, 区域市场仍有提升空间。** 公司地处西南市场, 目前西南市场集中度仍有提升空间, 目前 CR6 才 60% 不到, 在全国六大区域中并不算高; 龙头西南水泥份额 28%, 海螺份额 11%; 公司在当地的份额并不算高。展望后市, 我们判断拉豪合并会对区域市场整合有一定加速整合作用, 具体方案待观察。
- **供需判断: 边际改善有望。** 目前西南市场整体的产能利用率 72%, 区域供给明显过剩, 而其过剩是必然的, 一方面当年的 4 万亿大刺激带来产能蜂拥而上, 同时地震灾后重建伴随着大量新增产能投放。往后看, 需求端在稳增长大背景下区域基建加码有望带来复苏。川渝城市群建设以及城市轨道交通、机场等大型基建项目都将对区域需求形成支撑。而从供给端看, 结合目前在产线项目预计 2016 年产能冲击约为 3% 不到, 所以未来供给有望保持稳定。综上 2016 年区域供需将会呈现边际改善, 盈利有望改善。
- **高弹性标的。** 公司大股东持股比例较高, 实际流通市值占比 20% 左右, 对应市值 10 亿元左右; 往后看, 我们认为区域市场存在整合预期, 公司作为当地的上市企业, 有望受益。
- 预计 2016、2017 年 EPS 为 0.045 元、0.071 元, 对应当前 PE 为 145 倍、92 倍, 增持评级。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《承诺逐步兑现, 西南整合开始》2011-7-1
- 《四川市场景气下行, 公司业绩影响较大》2011-4-27

证券研究报告 / 公司动态报告

加速完善传化网生态圈, 区块链技术打造智能网络

买入

上次评级: 买入

非公开发行募集资金 49.23 亿元, 从基础设施、货源端与运力端三方面进一步完善传化网。公司拟通过非公开发行不超过 6.52 亿股, 募集资金不超过 49.23 亿元, 募集资金主要用于公路港网络建设、供应链业务以及可控运力池建设三大项目, 以期完善“传化网”。其中, 29.23 亿元计划用于赣州、潜江、长春、宜宾等 13 个新公路港建设, 线下公路港网络建设是“传化网”的核心基础, 目前, 公司已运营公路港 33 个, 估计公司自有资金及本次募集资金可支持自建公路港数量达到 70 个左右; 10 亿元计划用于物流供应链项目, 通过供应链服务吸引具有稳定货源的企业, 同时与运力端业务形成强协同效应; 10 亿元用于可控运力池建设, 努力为货源端客户提供更加确定性的物流服务。

公司启动 Baas 区块链即服务平台, 有望提高各类服务效率和质量, 助力打造智能货运网络。2017 年 11 月公司正式启动 Baas 区块链即服务平台, 平台将提供三大块解决方案: 区块链存证服务、基于区块链的供应链金融服务以及区块链账本和数据服务。目前, 公司区块链技术的开发还处于较早期阶段, 主要在“易货通”的相关业务上有所应用, 包括监督冷链运输过程、推出冷链币等。长期来看, 区块链技术有望通过打造智能“传化网”实现公司物流效率和盈利能力的提升。

未来看点: 公司通过搭建线上线下协同的“传化网”平台服务运力端(物流公司、司机)和货源端(企业)的客户。公司线下公路港是“传化网”的基础底座, 打造核心竞争壁垒; 陆鲸与易货通平台吸引规模化流量, 并且成为线下公路港的调度平台, 提高物流网络运行效率; 供应链业务、金融业务等新业务提高运力端和货源端的客户粘性, 维持“传化网”的稳定性; 关注区块链新技术应用带来的效率和盈利能力提升。中长期来看, 公司的利润爆发点在于运输总包传统业务以及物流增值服务、供应链、金融等新业务。

投资建议: 公司“传化网”加速完善, 依托大数据、物联网以及区块链新技术, 公司发展空间巨大。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20、0.25 和 0.31 元, PE 分别为 88x、71x 和 57x, 维持“买入”评级。

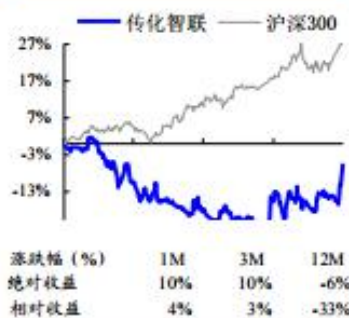
风险提示: 公路港建设、线上业务变现、政府补助低于预期

财务指标 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,340	8,181	14,151	19,202	23,725
(+/-)%	6.17%	53.19%	72.98%	35.69%	23.55%
归属母公司净利润	551	581	663	817	1,019
(+/-)%	159.32%	5.51%	14.16%	23.16%	24.76%
每股收益 (元)	0.17	0.18	0.20	0.25	0.31
市盈率	105.55	100.04	87.63	71.15	57.03
市净率	5.21	4.95	4.64	4.31	3.96
净资产收益率 (%)	5.06%	5.21%	5.61%	6.47%	7.47%
股息收益率 (%)	0.00%	0.56%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	3,258	3,258	3,258	3,258	3,258

请务必阅读正文后的声明及说明

股票数据	2018/1/15
6 个月目标价 (元)	21.4
收盘价 (元)	17.84
12 个月股价区间 (元)	14.40 ~ 20.51
总市值 (百万元)	58,119
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)	10

历史收益率曲线



相关报告

- 《传化智联: 传化网不断优化完善, 新老业务多点开花》
2017-11-08
- 《传化智联: 物流业务快速发展, 补贴下降影响业绩》
2017-08-22



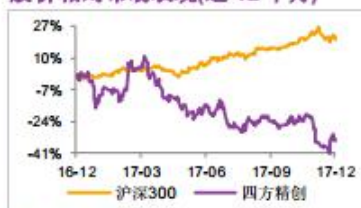
2017年12月18日

持有(首次评级)

当前价: 36.42元



股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	367	496	659	857
(+/-)	22.2%	35.0%	33.0%	30.0%
净利润	76	125	164	209
(+/-)	49.4%	65.7%	30.6%	27.6%
EPS(元)	0.73	1.16	1.52	1.94
P/E	76	31	24	19

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

软件开发

证券研究报告 | 公司研究

四方精创(300468.SZ)

【联讯计算机】银行IT外包需求增长 区块链外延多点开花

投资要点

◇ 互联网金融业务渗透, 带来金融科技 IT 外包需求增长

互联网金融业务的快速发展对商业银行业务冲击日益显现, 半年报显示中国银行的智能柜台上半年对比去年激增 4344.66%, 农业银行投放“超级柜台”达到 3.6 万台, 覆盖了 90% 的物理网点, 中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%, 2014-2019 年间, 全球 IT 外包年复合增长率 4.41%。

◇ 公司多年深耕具备高企业壁垒, 大客户资源稳定

1)、拥有中国银行及中银香港两大商业银行核心客户 2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队, 覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发 3) 技术人员占比多年维持 90% 以上, 2016 年占比 92.56% 4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势

◇ 主导区块链产业联盟, 外延多点开花

1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究 2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人 3、与钱方好近签订战略合作协议, 深化跨境支付业务

◇ 公司净利率及研发费用占比均处于同行业首位

四方精创 2016 年毛利率 50.28%, 仅次于长亮科技, 净利率 2014 年-2016 年分别为 24.94%、16.86%、20.60%, 均位于同行业首位。2014 年-2016 年四方精创研发费用占总营收比率一直处于上升态势, 并且在 2016 年行业内排名第一, 达到 18.27%。

◇ 投资建议

公司作为专业银行解决方案提供商, 受益于互联网金融业务渗透, 带来的金融科技 IT 外包需求增长, 具有高企业壁垒, 参与研发区块链技术并且外延深化跨境支付业务, 未来盈利将受益于产业升级及新技术驱动因素。

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 1.25/1.64/2.09 亿元, EPS 分别为 1.16/1.52/1.94 元。

◇ 风险提示

传统主营业务发展不及预期, 外延技术发展及应用不及预期

装备制造业走向复苏

2017 年，中游装备制造行业开启了全面的复苏之路，宏观层面，PMI 连续 17 个月保持在 50 以上，波罗的海指数触底回暖，全球经济和中国经济都表现出了明显的复苏迹象。企业微观层面开始逐步改善。从整个设备制造行业来看，自 2017 年起，通用、专用设备制造业的收入增速结束了 2 年左右的低迷，开始回暖到 10% 左右的增长区间，净利润增速进入到 20% 左右的增长区间。设备增速回暖的背后是高端制造业的复苏。

机械装备行业 ROE 进入上行通道：机械行业 ROE 水平变化表现出明显的周期性：2002~2007 年为上升周期；2007~2011 年为平稳周期；2011~2016 年为下降周期。每个周期均持续大约 4~5 年，是制造业增速、政府调控的共同作用的结果。从 2016 年三季度开始，机械行业 ROE 水平开始企稳回升，预计将成为新的 5 年周期的开启。相关受益标的：中国中车（601766）、恒立液压（601100）、三一重工（600031）

铁路业务在十三五面对的需求前景，一方面受益于中国铁路网持续快速发展，此外受益于铁路改革的提速，这将延长铁路设备的投资周期。

中国中车是中央政府推进“一带一路”战略的主要受益者。中国中车凭借其广泛的产品线在全球铁路设备行业中占据领先地位，有望从中受益。

中国中车 (601766.SH)

17 年 4 季度签订重大合同 680 亿元，动车地铁车辆明显增长

核心观点:

12 月 29 日晚，中国中车公告 4 季度签订重大合同金额合计约 680 亿元人民币，其中动车组销售合同 329.4 亿元；地铁销售合同 221.7 亿元；机车销售合同 17.5 亿元，货车销售合同 22.9 亿元，风电设备销售合同 10.4 亿元，车辆修理合同 78.1 亿元，（其中动车组修理合同 17.1 亿元）。

合同签订明显增长，奠定明年业绩增长基础：根据中车 2017 年历次重大合同订单公告，中国中车 2017 年共签订重大合同 1638.6 亿元（2016 年签订重大合同订单 962.7 亿，年报披露全年新签订单 2626 亿元），其中第 4 季度签订 680 亿元占比 47.4%。在 2017 年重大合同订单中，动车销售合同金额达到 663.9 亿元，较 2016 年的 39.5 亿（根据公告统计）有显著增长；此外城轨地铁重大合同销售金额在 2017 年达到 464.1 亿元，同比增长也达到了 69.1%。新签订单的明显增长，尤其是动车组订单的快速增长为公司明年业绩提供了增长的基础。

行业未来周期向上：2016~2017 年行业投资趋于平稳，新线投产减少，形成车辆需求上的回调，随着 2018 年新通车增加带来需求恢复，客流持续增长促使动车组从 350 列的交付量低谷回升；同时城轨地铁依然处在建设密集期，需求保持增长，行业有望再次重回行业景气。

盈利能力有望进一步提升：公司毛利率由 2010 年的 15.5% 持续提升至 2016 年的 20.8%，从供应链角度上，中车产业地位奠定了对供应链较强的议价能力和管理能力，并随着整合效应释放盈利能力有进一步提升的趋势。

投资建议：预测公司 2017-2019 年实现营业收入 2,320、2,668 和 3,048 亿元，EPS 分别为 0.41、0.49 和 0.57 元，按最新收盘价计算对应 PE 分别为 26 倍、22 倍和 19 倍。基于公司综合实力突出，海外市场持续形成突破，我们继续给予公司“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济大幅波动；招标量和招标进度对公司交付影响；原材料价格如果出现大幅波动，将对在手订单利润率造成影响。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	241,912.64	229,722.15	232,049.50	266,782.00	304,829.08
增长率(%)	102.06%	-5.04%	1.01%	14.97%	14.26%
EBITDA(百万元)	23,512.43	23,317.98	25,261.24	29,373.28	33,834.39
净利润(百万元)	11,818.40	11,295.60	11,661.16	14,017.96	16,413.86
增长率(%)	122.36%	-4.42%	3.24%	20.21%	17.09%
EPS(元/股)	0.433	0.414	0.406	0.488	0.572
市盈率(P/E)	29.67	23.60	26.16	21.76	18.59
市净率(P/B)	3.47	2.46	2.54	2.28	2.03
EV/EBITDA	14.37	11.39	11.53	9.49	7.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

12.11 元

前次评级

买入

报告日期

2018-01-01

相对市场表现



分析师:

✉

✉

分析师:

✉

✉

相关研究:

- 中国中车 (601766.SH): 客 2017-12-20
流成为核心驱动因素，增长更具持续性
- 中国中车 (601766.SH): 行 2017-11-19
业需求改善，各项业务有望实现良性共振
- 中国中车 (601766.SH): 业 2017-10-31
绩降幅逐季收窄，明年预期温和回暖

强烈推荐-A (维持)

恒立液压 601100.SH

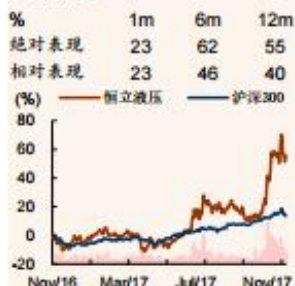
目标估值: 32.00-36.00 元
当前股价: 26.29 元
2017 年 12 月 10 日

液压件加快进口替代 (高端装备跨年推荐之一)

基础数据

上证综指	3334
总股本(万股)	63000
已上市流通股(万股)	63000
总市值(亿元)	157
流通市值(亿元)	157
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	36.4%
主要股东	常州恒屹流体科技
主要股东持股比例	42.0%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒立液压三季报点评——非标油缸提价 5%，毛利率大幅提升》2017-10-31
- 2、《恒立液压中报点评：油缸业绩大幅增长，泵阀预计明年盈利》2017-08-15

在《恒立液压三季报点评——非标油缸提价 5%，毛利率大幅提升》报告中我们提出：由于三季度工程机械行业淡季不淡及公司毛利率大幅提升，业绩大超预期，上调今年盈利预测约 25%，给予目标价 24 元。目前股价已超过目标价，但是中国液压件进口替代刚开始，百亿市场在召唤，恒立还有估值提升空间。

- **恒立是国内挖掘机油缸龙头，积极向液压泵阀与集成延伸。**公司成立以来 20 多年，一直专注于液压元件的研发与制造。通过多年的积累公司成为国内油缸龙头企业，并成功配套卡特彼勒、三一、徐工等龙头企业。此外公司加快发展液压泵阀与液压系统集成等业务，以全球领先的液压集成商为目标前行。
- **挖机油缸年新机需求约 30 亿，恒立是绝对龙头。**预计到 2020 年挖机销量达 18 万台，挖机油缸新机市场规模达 28 亿元。挖机油缸市占率从 2008 年的 13.67% 逐年提升至 2017 年上半年的 51.78%，处于国内绝对的龙头地位。同时挖机市场向三一、卡特、徐工等恒立核心客户集中，这将进一步提升恒立产品市占率。
- **盾构机市场与国外市场给油缸业务提供强劲增长动力。**近年来公司非标油缸占比逐步提升，受益于国家城轨、管廊及隧道的建设，盾构机油缸需求加速释放。2017 年上半年，公司盾构机油缸销售额约 2 亿元，同比增长 137%，市场占有率超过 70%。其它非标油缸今年提价 5%，毛利率大幅提升。
- **公司积极布局国外市场，不断收获高端客户，国外收入毛利率高于国内，国外占比提升将一定程度提升公司盈利能力。**
- **培育多年的新产品泵阀将放量。**公司自 2011 年上市以来，通过自主研发和收购不断加码液压泵阀领域，目前已给小挖小批量供货。明年卡特关闭日本液压件工厂改为川崎供货，加剧了行业供给紧张的局面，国内主机企业开始重视培育供应商。我们测算 2020 年国内挖掘机液压系统年需求将达到 100 亿，假设公司泵阀 5 年达到 20% 市占率，将新增 20 亿元营收，目前收入不到 2 亿。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**预计恒立明年实现净利润 5.7 亿，2017、2018 年 EPS 为 0.57、0.90 元，2018 年 29 倍，我们认为工程机械液压件明年将步入进口替代阶段，对应百亿市场，龙头企业液压件收入规模有数倍增长的空间，按 PEG=1，国产液压件子行业复合增长 30-40%，按 2018 年 PE35-40 倍计算，目标价 32-36 元。
- **风险提示：泵阀放量低于预期、可交换债转股减持压力、工程机械行业波动。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1088	1370	2505	3265	4035
同比增长	-1%	26%	83%	30%	24%
营业利润(百万元)	18	70	385	627	789
同比增长	-66%	285%	447%	63%	26%
净利润(百万元)	64	70	361	569	706
同比增长	-31%	11%	413%	58%	24%
每股收益(元)	0.10	0.11	0.57	0.90	1.12
PE	260.9	235.5	45.9	29.1	23.5
PB	4.8	4.7	4.3	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

请读国语言页面的重要说明

三一重工 (600031) \机械设备

——工程机械高景气有望持续，行业龙头将充分受益

投资要点：

各业务均大幅回暖，财务结构更趋稳健

公司为国内工程机械行业龙头，主要产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械等。随着三表的持续修复，公司经营质量将得到显著提高。

工程机械行业高景气度有望持续，公司作为行业龙头将充分受益

(1) 竞争格局改善，行业龙头强者恒强。近些年，国产主机制造商通过产品品质的提升以及较高的性价比不断抢占外资品牌市场份额，国产品牌市占率已稳定于50%左右。公司作为国内工程机械龙头，有望持续凭借出色的供应链体系、较高的产品技术壁垒以及完善的售后服务进一步拉大与行业其他同行的领先优势。(2) 环保政策趋严，落后产能加速出清提振更新需求。非道路移动机械三排放标准于2016年正式实施，环保高压下，不符合排放标准的落后机型有望加速出清。根据统计，国二及以下排放标准约74.97万台挖掘机保有设备亟待在未来数年完成淘汰。(3) 产品涨价预期强烈，或将迎来难得的量价齐升格局。在小松（中国）挖掘机涨价预期下，国内各大主机供应商或将及时响应。根据测算，假设挖掘机产品均价较2017年上半年上涨10%，钢材价格上涨15%，公司挖掘机产品毛利率有望提升4.02个百分点。(4) 海外市场迎来收获期，深耕“一带一路”沿线国家。至2022年，公司海外销售计划实现营业收入100亿美元，其中“一带一路”沿线市场占比60%；同时，在“一带一路”沿线国家新建10家工厂或研发中心，计划参与沿线国家200个以上重大项目或标志性工程建设。

首次覆盖给予“推荐”评级

预计公司2017年~2019年EPS分别为0.30元、0.47元、0.59元，对应当前股价市盈率为31.3倍、20.1倍、16.2倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

原材料大幅上涨；工程机械下游需求低于预期；海外市场拓展不达预期。

投资建议：

推荐
首次覆盖

当前价格：

9.48 元

目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	7,667/7,606
流通A股市值（百万元）	68,989
每股净资产（元）	3.20
资产负债率（%）	56.52
一年内最高/最低（元）	9.28/6.00

一年内股价相对走势



相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	23,366.87	23,280.07	38,104.83	45,825.86	51,186.87
增长率（%）	-23.05%	-0.37%	63.68%	20.26%	11.70%
EBITDA（百万元）	2,749.85	3,089.90	5,469.18	7,077.74	8,160.44
净利润（百万元）	138.59	203.46	2,324.35	3,619.92	4,495.30
增长率（%）	-80.46%	46.81%	1,042.43%	55.74%	24.18%
EPS（元/股）	0.02	0.03	0.30	0.47	0.59
市盈率（P/E）	524.55	357.30	31.28	20.08	16.17
市净率（P/B）	3.21	3.20	3.07	2.90	2.70
EV/EBITDA	31.97	28.77	15.98	12.17	10.08

数据来源：公司公告，国联证券研究所

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，作者对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。作者已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对股票价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述交易标的的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与作者无关。本文由徐炳炎（执业编号：A0870616120002）编辑整理。金融市场有风险，投资需谨慎！