



长久物流

1H17 业绩符合预期，治超成本逐步向下游传递

业绩回顾

1H17 业绩符合预期

长久物流公布 1H17 业绩：营业收入 22.7 亿元，同比增长 27.9%（剔除新合并哈欧国际则同比增长 22.8%）；归属母公司净利润 1.4 亿元，同比下降 9.5%，对应每股盈利 0.35 元。扣除非经常损益（主要是政府补助），经常性净利润增速 4%，符合预期。

整车运输业务增长主要由于行业成本整体上行：营业收入 20.6 亿元，同比增长 23%。其中乘用车运输业务占比 89.9%，实现营业收入 18.5 亿元，同比增长 19.4%，实现毛利 2.3 亿元，同比增长 4.9%。**量价拆分来看，**发运量 142 万台，同比增长 6.8%，收入提升主要来自运价的提升，同比增长约 30%，这主要是由于去年四季度公路治超以来行业运价整体上行后，成本压力已逐步从物流企业向主机厂传递（公司毛利率回升，扣除哈欧国际公司影响，2Q17 毛利率 11.6%，远好于 1Q17 的 8.8%，也略好于 4Q16 的 11.5%）。**多式联运继续推进，**水运比例增加 12.9ppt 至 18.3%，铁路比例增加 8.6ppt 至 9.8%。

零部件物流业务：实现毛利 360 万元，同比减少 78.3%；**整车仓储业务：**毛利增长 30% 达到 1500 万元。

发展趋势

国际业务提供新增长点：目前公司子公司哈欧国际已开通哈欧线、哈俄线、哈比线三条班列，1H17 发送量 10,400 TEU，服务奥迪、一汽-大众、沃尔沃等客户。哈比线为 2017 年 6 月新开通，未来有望成为公司的新增长点。

关注公路治超新阶段：按照五部委补充发布的公路治超规定，2017 年 9 月/12 月、2018 年 3 月/6 月市场上不合规运输车辆将每阶段继续淘汰 20%。我们认为治超新规的继续对市场冲击不会高于新规的从无到有，公司在年初签订承运商合作协议时也已有所准备。

盈利预测

我们维持 2017/2018 年全年每股盈利预测不变。

估值与建议

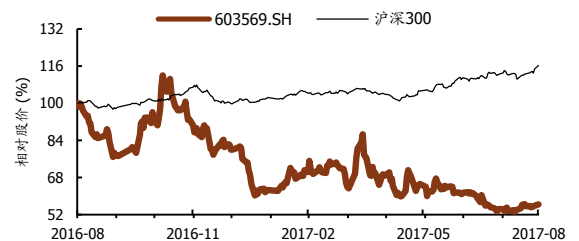
目前，公司股价对应 2017 年 28.5 倍市盈率。考虑到从我们上次发布报告以来几个月，物流板块估值中枢已明显下移，我们维持中性的评级，但将目标价下调 14.32% 至人民币 32.30 元，较目前股价有 5.28% 上行空间。

风险

整车市场销售增速下行，治超新阶段冲击超预期。

维持中性

股票代码	603569.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 30.68
目标价	人民币 32.30
52 周最高价/最低价	人民币 64.07~28.75
总市值(亿)	人民币 123
30 日日均成交额(百万)	人民币 40.07
发行股数(百万)	400
其中：自由流通股(%)	14
30 日日均成交量(百万股)	1.34
主营业务	仓储物流



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3,395	4,296	5,759	6,667
增速	11.6%	26.5%	34.0%	15.8%
归属母公司净利润	306	362	430	516
增速	15.5%	18.4%	18.7%	20.0%
每股净利润	0.85	0.91	1.08	1.29
每股净资产	2.49	4.61	5.53	6.60
每股股利	0.38	0.16	0.22	0.26
每股经营现金流	0.97	1.11	0.52	0.87
市盈率	36.1	33.9	28.5	23.8
市净率	12.3	6.7	5.6	4.6
EV/EBITDA	21.5	22.3	18.4	15.1
股息收益率	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%
平均总资产收益率	15.7%	12.4%	10.8%	11.1%
平均净资产收益率	36.9%	26.5%	21.2%	21.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

丁泽

联系人

ze.ding@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116100053

杨鑫，CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	3,395	4,296	5,759	6,667	营业收入	11.6%	26.5%	34.0%	15.8%
营业成本	2,849	3,712	5,002	5,772	营业利润	24.1%	4.8%	37.9%	22.0%
营业税金及附加	10	23	29	33	EBITDA	43.8%	0.9%	19.3%	19.8%
营业费用	63	73	97	113	净利润	15.5%	18.4%	18.7%	20.0%
管理费用	113	115	118	120	盈利能力				
财务费用	7	0	3	8	毛利率	16.1%	13.6%	13.1%	13.4%
其他	3	7	5	5	营业利润率	10.3%	8.5%	8.8%	9.2%
营业利润	350	366	505	616	EBITDA 利润率	14.6%	11.6%	10.3%	10.7%
营业外收支	56	105	60	62	净利润率	9.0%	8.4%	7.5%	7.7%
利润总额	406	471	565	678	偿债能力				
所得税	98	104	130	156	流动比率	1.46	1.87	2.03	2.07
少数股东损益	1	5	5	6	速动比率	1.46	1.87	2.02	2.07
归属母公司净利润	306	362	430	516	现金比率	0.50	0.74	0.88	0.88
EBITDA	495	499	596	714	资产负债率	57.6%	48.3%	46.5%	45.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	617	1,319	1,743	1,989	回报率分析				
应收账款及票据	1,175	1,702	2,245	2,690	总资产收益率	15.7%	12.4%	10.8%	11.1%
预付款项	5	7	10	12	净资产收益率	36.9%	26.5%	21.2%	21.3%
存货	1	1	1	1	每股指标				
其他流动资产	10	303	9	9	每股净利润 (元)	0.85	0.91	1.08	1.29
流动资产合计	1,808	3,332	4,009	4,700	每股净资产 (元)	2.49	4.61	5.53	6.60
固定资产及在建工程	93	121	60	115	每股股利 (元)	0.38	0.16	0.22	0.26
无形资产及其他长期资产	157	155	147	142	每股经营现金流 (元)	0.97	1.11	0.52	0.87
非流动资产合计	421	435	370	423	估值分析				
资产合计	2,166	3,701	4,269	4,996	市盈率	36.1	33.9	28.5	23.8
短期借款	188	128	350	404	市净率	12.3	6.7	5.6	4.6
应付账款及票据	1,125	1,751	1,673	1,911	EV/EBITDA	21.5	22.3	18.4	15.1
其他流动负债	-71	-95	-44	-44	股息收益率	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%
流动负债合计	1,242	1,784	1,979	2,271					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	6	4	6	5					
负债合计	1,248	1,789	1,985	2,277					
股东权益合计	895	1,844	2,210	2,641					
少数股东权益	24	68	73	79					
负债及股东权益合计	2,166	3,701	4,269	4,996					
现金流量表									
净利润	308	367	435	522					
折旧和摊销	-82	-28	-28	-28					
营运资本变动	23	78	-530	-191					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	348	445	208	347					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-39	13	0	0					
投资活动现金流	-260	61	-61	18					
股权融资	584	0	0	0					
银行借款	48	-59	222	54					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-143	517	155	-40					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	105	703	424	245					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

长久物流是国内第四大专业汽车物流商，提供汽车行业专业的物流规划、运输、仓储、配送等相关服务，涵盖汽车供应链中的整车物流、零部件物流、进出口物流等业务。公司经过二十余年的专业积累，建立了严谨、科学的物流管理和运营体系和良好的业内口碑。目前可调动运力 20000 余辆，主要为北京现代、一汽、长安、奇瑞等国内大型汽车厂商提供服务。在全国六大汽车生产集群地设有共计 39 个乘用车、商用车网点。

图表 1: 1H17 业绩回顾

(人民币百万元)	1H16A	2H16A	1H17A	YoY	HoH	2017E	1H as % of FY
收入	1,771	2,525	2,265	27.9%	-10.3%	5,759	39.3%
毛利	256	328	221	-13.7%	-32.5%	757	29.3%
营业利润	165	218	169	2.4%	-22.7%	505	33.4%
净利润	156	206	141	-9.5%	-31.4%	430	32.9%
全面摊薄每股收益 (元)	0.39	0.52	0.35	-9.5%	-31.4%	1.08	32.9%
毛利率	14.5%	13.0%	9.8%	-4.7ppt	-3.2ppt	13.1%	
营业利润率	9.3%	8.6%	7.4%	-1.9ppt	-1.2ppt	8.8%	
净利润率	8.8%	8.2%	6.2%	-2.6ppt	-1.9ppt	7.5%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 季度数据

人民币百万元	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY%	QoQ%	1H16	2H16	1H17	HoH	YoY
营业总收入	921	850	834	1,691	1,176	1,089	28.2%	-7%	1,771	2,525	2,265	-10%	28%
营业收入	921	850	834	1,691	1,176	1,089	28.2%	-7%	1,771	2,525	2,265	-10%	28%
营业总成本	(831)	(779)	(753)	(1,567)	(1,138)	(1,019)	30.8%	-10%	(1,610)	(2,320)	(2,157)	-7%	34%
营业成本	(776)	(739)	(697)	(1,500)	(1,076)	(967)	31.0%	-10%	(1,515)	(2,197)	(2,044)	-7%	35%
毛利润	145	111	137	191	100	122	9.3%	22%	256	328	221	-32%	-14%
毛利率	15.7%	13%	16.4%	11.3%	8.5%	11.2%	-1.9ppt	2.7ppt	14.5%	13.0%	9.8%	-3.2ppt	-4.7ppt
营业税金及附加	(1)	(1)	(2)	(18)	(4)	(5)	334.3%	17%	(3)	(20)	(9)	-55%	248%
销售费用	(18)	(17)	(17)	(21)	(20)	(19)	13.3%	-4%	(35)	(38)	(39)	4%	13%
管理费用	(35)	(21)	(34)	(25)	(41)	(24)	14.8%	-40%	(56)	(59)	(65)	10%	16%
财务费用	(0)	(1)	(0)	1	1	(2)	87.4%	-309%	(1)	1	(1)	-178%	-31%
资产减值损失	(0)	0	(3)	(4)	2	(1)	-279.3%	-133%	0	(7)	1	-120%	1481%
投资收益	3	0	2	11	3	0	3121.9%	-81%	3	13	3	-78%	-3%
营业利润	93	71	83	135	40	128	79.8%	217%	165	218	169	-23%	2%
营业利润率	10.1%	8.4%	10.0%	8.0%	3.4%	11.8%	3.4ppt	8.3ppt	9.3%	8.6%	7.4%	-1.2ppt	-1.9ppt
加: 营业外收入	3	39	5	45	8	7	-81.0%	-9%	42	50	16	-69%	-63%
减: 营业外支出	(1)	(1)	0	(2)	(1)	(1)	-29.3%	17%	(2)	(2)	(2)	28%	-6%
税前利润	95	109	88	178	48	135	23.2%	182%	205	267	182	-32%	-11%
税前利润率	10.4%	12.9%	10.6%	10.5%	4.1%	12.4%	-0.5ppt	8.3ppt	11.6%	10.6%	8.0%	-2.5ppt	-3.5ppt
减: 所得税费用	(20)	(27)	(16)	(41)	(17)	(27)	-0.2%	59%	(47)	(57)	(44)	-22%	-6%
减: 少数股东损益	1	(2)	(1)	(3)	15	(12)	534.1%	-177%	(1)	(4)	3	-193%	-385%
归母净利润	75	82	72	134	45	96	17.6%	111%	156	206	141	-31%	-10%
净利润率	8.1%	9.6%	8.6%	7.9%	3.9%	8.8%	-0.8ppt	4.9ppt	8.8%	8.2%	6.2%	-1.9ppt	-2.6ppt
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.20	0.18	0.34	0.11	0.24	17.6%	111%	0.39	0.52	0.35	-31%	-10%

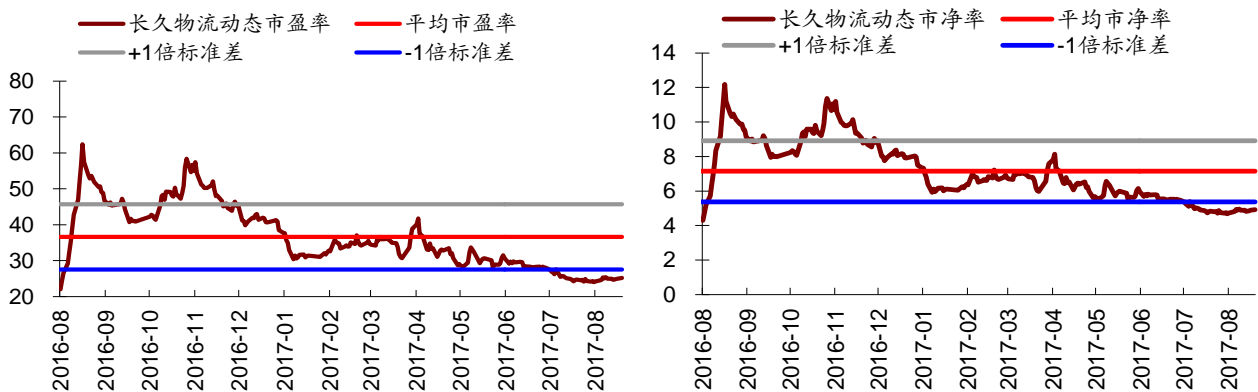
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表3：可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	2015				2016				2017E				2018E			
				2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E
A股上市公司																			
建发股份*	600153.SH	RMB	12.65	13.6	12.7	11.3	10.3	1.9	1.7	1.5	1.4	14.6	14.2	14.1	13.8				
中储股份	600787.SH	RMB	9.11	25.3	26.1	24.4	22.4	2.3	2.1	2.0	1.8	9.0	6.2	8.1	8.2				
外运发展*	600270.SH	RMB	18.8	16.8	17.1	14.4	13.2	2.3	2.3	2.1	1.9	14.6	13.5	15.2	15.1				
怡亚通*	002183.SZ	RMB	8.06	34.5	32.8	24.6	16.5	3.4	3.1	2.9	2.6	11.7	9.8	12.1	16.6				
保税科技	600794.SH	RMB	4.06	203.0	203.0	58.0	62.5	2.6	2.5	2.4	2.4	1.3	-4.7	2.0	2.5				
澳洋顺昌*	002245.SZ	RMB	9.09	36.7	30.8	19.6	12.7	5.4	4.7	3.8	3.0	10.2	16.3	21.6	26.5				
飞力达	300240.SZ	RMB	9.56	79.7	53.1	47.8	45.5	3.6	3.4	3.2	3.0	4.5	7.0	6.4	6.4				
华贸物流	603218.SH	RMB	8.7	48.3	34.8	24.6	20.2	4.6	2.4	2.3	2.1	9.9	8.9	9.6	10.3				
厦门国贸	600755.SH	RMB	11.28	28.9	18.2	12.0	8.4	2.3	1.2	1.1	1.0	8.3	8.4	8.6	10.3				
象屿股份	600057.SH	RMB	11.03	39.4	30.6	21.7	16.6	2.1	1.6	1.8	n.a.	5.9	8.1	8.5	10.0				
瑞茂通	600180.SH	RMB	13.82	30.6	26.5	19.4	15.7	3.4	2.9	2.7	2.3	13.1	14.4	14.0	15.0				
音飞储存*	603066.SH	RMB	13.12	58.4	48.4	42.1	35.2	5.4	5.0	4.5	4.1	12.0	10.7	11.3	12.2				
长久物流*	603569.SH	RMB	30.68	36.1	33.9	28.5	23.8	12.3	6.7	5.6	4.6	36.9	26.5	21.2	21.3				
韵达股份*	002120.SZ	RMB	45.02	102.8	46.6	32.1	25.8	32.2	14.7	10.3	7.5	39.2	43.3	37.7	33.9				
申通快递*	002468.SZ	RMB	27.01	54.1	32.8	28.3	24.0	53.2	7.6	6.1	5.0	101.7	59.2	22.6	21.9				
顺丰控股	002352.SZ	RMB	51.13	194.2	51.2	52.2	42.9	10.4	9.8	8.8	7.4	15.3	53.7	16.8	16.9				
圆通速递*	600233.SH	RMB	19.03	74.9	39.1	33.0	28.4	15.6	6.5	5.7	5.0	28.3	23.6	18.5	18.7				
平均值			62.7	43.7	28.8	24.7	24.7	9.2	4.5	3.8	3.3	19.3	18.5	14.4	15.1				
中值			38.0	32.8	24.6	21.3	3.5	3.0	2.8	2.6	2.6	11.9	12.1	13.0	14.4				
H股上市公司																			
利丰	494.HK	HKD	3.46	10.7	18.6	15.5	15.5	1.8	1.8	1.3	1.3	16.5	10.8	8.6	9.0				
中国外运*	598.HK	HKD	4.50	11.7	11.4	10.4	9.6	1.1	1.2	1.1	0.9	10.5	10.4	10.3	10.3				

资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

图表4：历史估值表



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

/

/

()
36

/

/

19 5 38 47 49

2000

2005

/

http://research.cicc.com/disclosure_cn

<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm>

6~12

20%

-10%~20%

-10%

6~12

6~12

10%

10%

6~12

-10%

10%

V160908

1
2 28
100004
(86-10) 6505-1166
(86-10) 6505-1156

1233
32
200120
(86-21) 5879-6226
(86-21) 5888-8976

1
29
(852) 2872-2000
(852) 2872-2100

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

7088
25 2503
518040
(86-755) 8319-5000
(86-755) 8319-9229

SK 1 6
100022
(86-10) 8567-9238
(86-10) 8567-9235

B 13 2 1311
100190
(86-10) 8286-1086
(86-10) 8286-1106

8 46 4609-14
200120
(86-21) 2057-9499
(86-21) 2057-9488

168
3 18 02-07
200021
86-21) 56386-1195 6386-1196
86-21) 6386-1180

6 201
518048
(86-755) 8832-2388
(86-755) 8254-8243

18 1
310012
(86-571) 8849-8000
(86-571) 8735-7743

2
30 C
210005
(86-25) 8316-8988
(86-25) 8316-8397

208 40
510620
(86-20) 8396-3968
(86-20) 8516-8198

9 1 16
610021
(86-28) 8612-8188
(86-28) 8444-7010

1 4
361012
(86-592) 515-7000
(86-592) 511-5527

99 43 4301-B
430070
(86-27) 8334-3099
(86-27) 8359-0535

9 11
266071
(86-532) 6670-6789
(86-532) 6887-7018

9 10
1
401120
(86-23) 6307-7088
(86-23) 6739-6636

219 10
300051
(86-22) 2317-6188
(86-22) 2321-5079

6 16
116001
(86-411) 8237-2388
(86-411) 8814-2933

2 12
528000
(86-757) 8290-3588
(86-757) 8303-6299

C1
527499
(86-766) 2985-088
(86-766) 2985-018

459
410001
(86-731) 8878-7088
(86-731) 8446-2455

11 999 5
315103
(86-0574) 8907-7288
(86-0574) 8907-7328

38 02-03 128-1
350001
(86-591) 8625 3088
(86-591) 8625 3050

21 02/03 64
710065
+86-29 8648 6888
+86-29 8648 6868



CICC
中金公司