



长久物流

一季报业绩超预期，估值在历史低位，上调至推荐

观点聚焦

投资建议

我们上调长久物流评级至“推荐”，主要原因是1)公司目前估值偏低，有估值吸引力(2017年23x P/E); 2)长久物流做好了准备迎接2018年7月1日全面执行“9.21”公路治超政策，将进一步扩大市场份额; 3)多式联运、二手车交易、新零售等将成为公司业务增速新看点。上调2018/19年盈利预测2%/16%至5.26/6.26亿元，维持目标价32.3元，对应24.7x 2018年市盈率，具体而言理由如下:

- ▶ **1Q18 业绩超预期，毛利率回升显示盈利质量改善:** 2017年长久物流归母净利润为3.9亿元，同比上升9%，扣非后净利润增速为16%。符合预期。2018年一季度营业总收入12.1亿元，同比增长3%; 归母净利润6501万元，同比增长43%，对应每股盈利0.16元，扣非后归母净利润增速为56%，高于预期，主要由于毛利率企稳回升。1Q18 主营业务毛利率为10.8%，比去年同期提升2.4ppt，相比于4Q17提升1.6ppt;
- ▶ **公司为第三方汽车物流巨头，多式联运、二手车、新零售将贡献盈利增速新看点:** 2017年长久物流水运业务发送量增长80%至53万台; 2018年将建成覆盖六大区域的多式联运基地，完善运输网络，同时降低运输成本;
- ▶ **公路治超将进入全面执行阶段:** 公司提前布局，2017/18年分别将采购900/1150台中置轴运输车，且运力主要外部承运商解决，届时将迎业绩增长长期。如4Q16由于公路治超开始实施，其他汽车物流公司运力难以及时调整，而长久物流适应快，市场份额迅速扩大，营收同比增加66%，毛利增加22%。

我们与市场的最大不同? 看好公司多式联运发展前景; 在公路治超超严的2018年公司市场份额将会继续扩大; 毛利率将持续提升。

潜在催化剂: 毛利率持续改善; 公司前期对多式联运以及中置轴运输车的投资将会收到回报。

盈利预测与估值

考虑到公司2018年基本面好，公路治超全面实施后市场份额将扩大，目前公司股价对应22.9/17.1倍2017/18年P/E，估值较低，上调至推荐评级，维持目标价32.3元，目标价对应24.7x 2018年P/E，对比当前股价有44%上涨空间。

风险

宏观经济失速; 客户汽车销量不理想; 公路治超力度不达预期。

杨鑫, CFA

分析员

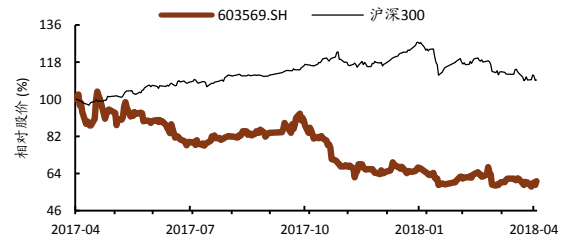
xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

上调至推荐

股票代码	603569.SH
评级	↑ 推荐
最新收盘价	人民币 22.50
目标价	人民币 32.30
52周最高价/最低价	人民币 40.68~20.11
总市值(亿)	人民币 90
30日日均成交额(百万)	人民币 20.39
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)	0.90
主营行业	仓储物流



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	4,296	4,961	5,501	6,127
增速	26.5%	15.5%	10.9%	11.4%
归属母公司净利润	362	394	526	626
增速	18.4%	8.7%	33.5%	19.0%
每股净利润	0.91	0.98	1.31	1.56
每股净资产	4.61	5.37	6.49	7.79
每股股利	0.16	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流	1.10	0.22	1.12	1.58
市盈率	24.8	22.9	17.1	14.4
市净率	4.9	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	16.0	23.3	10.4	8.3
股息收益率	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%
平均总资产收益率	12.4%	9.7%	11.5%	12.2%
平均净资产收益率	26.5%	19.7%	22.2%	21.9%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部



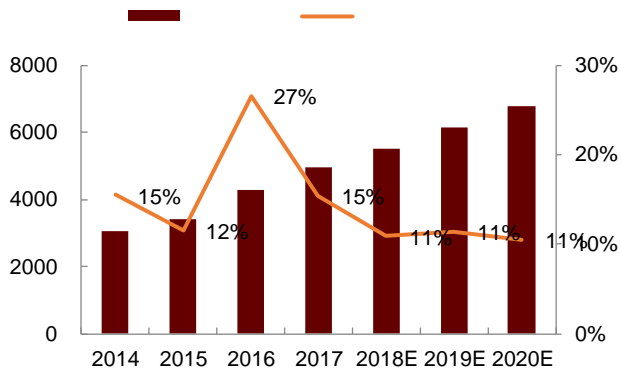


财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表				
营业收入	4,296	4,961	5,501	6,127
营业成本	3,712	4,443	4,664	5,130
营业税金及附加	23	22	28	31
营业费用	73	80	89	99
管理费用	115	138	140	143
财务费用	0	4	15	16
其他	7	17	5	5
营业利润	366	257	559	703
营业外收支	105	51	117	100
利润总额	471	483	676	804
所得税	104	100	140	166
少数股东损益	5	-11	11	12
归属母公司净利润	362	394	526	626
EBITDA	493	354	783	931
资产负债表				
货币资金	1,319	1,295	1,462	1,907
应收账款及票据	1,633	1,952	2,147	2,368
预付款项	7	6	9	10
存货	1	5	6	7
其他流动资产	303	60	9	9
流动资产合计	3,263	3,318	3,633	4,301
固定资产及在建工程	121	644	671	721
无形资产及其他长期资产	155	149	302	296
长期资产	435	1,007	1,154	1,200
资产合计	3,701	4,396	4,788	5,501
短期借款	128	420	460	504
应付账款及票据	1,751	1,741	1,582	1,719
其他流动负债	-95	-94	-44	-44
流动负债合计	1,784	2,067	1,998	2,179
长期借款和应付债券	0	0	0	0
非流动负债合计	4	49	51	51
负债合计	1,789	2,116	2,049	2,230
股东权益合计	1,844	2,147	2,594	3,115
少数股东权益	68	134	144	156
负债及股东权益合计	3,701	4,396	4,788	5,501
现金流量表				
净利润	367	383	537	638
折旧和摊销	22	-133	91	112
营运资本变动	78	-334	-303	-85
其他				

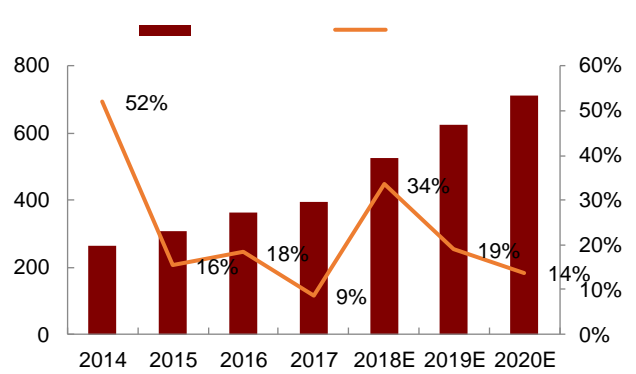


图表 1: 营业收入及其增速



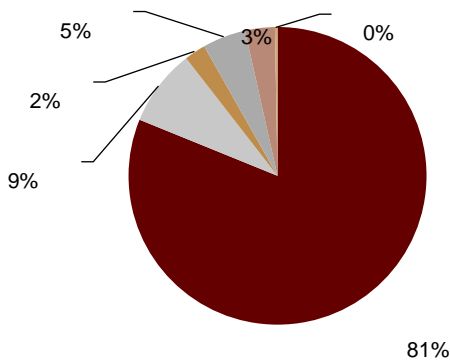
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 2: 归母净利润及其增速



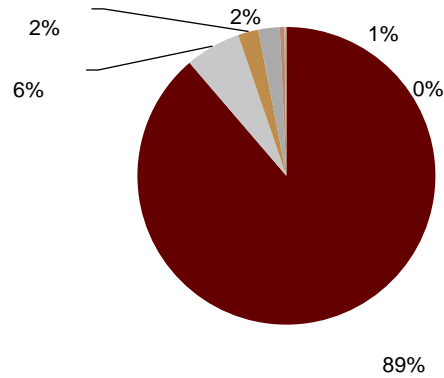
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 3: 2017 年各部分业务营业收入占比



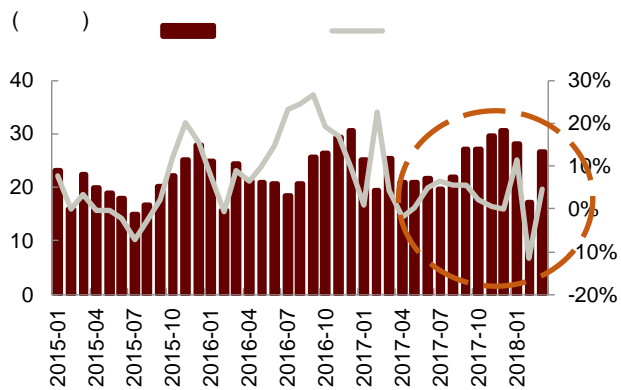
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 4: 2016 年各部分业务营业收入占比



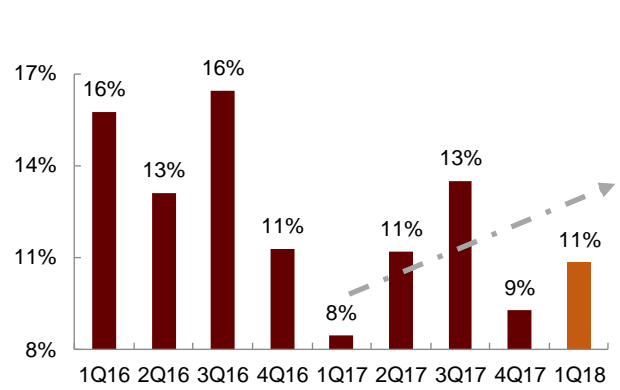
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 5: 汽车销量以及同比增速变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

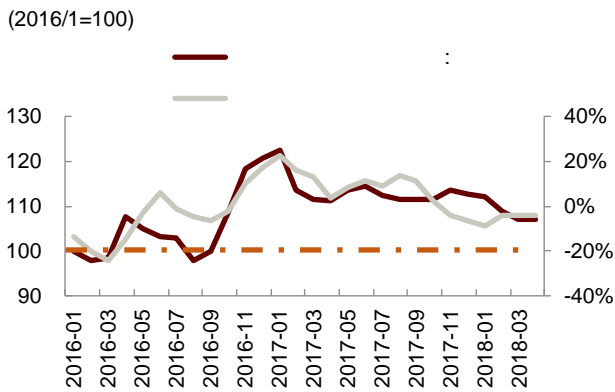
图表 6: 2016 年以来各季度毛利率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

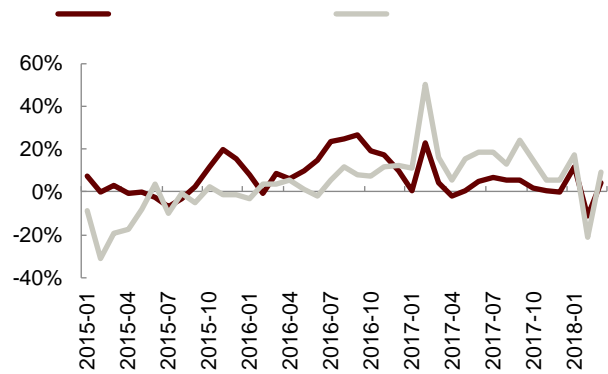


图表 7: 公路物流运价指数 (整车运输) 及其增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 8: 乘用车与商务车销量同比增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 9: 业绩回顾

(人民币百万元)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	YoY	QoQ	2018E	1Q as % of FY
收入	1,176	1,089	1,109	1,586	1,213	3.1%	-23.6%	5,501	22.0%
毛利	100	122	150	147	131	32.0%	-10.6%	836	15.7%
营业利润	40	128	102	190	65	60.6%	-65.8%	591	11.0%
净利润	45	96	91	141	65	43.1%	-53.8%	494	13.2%
全面摊薄每股收益 (元)	0.11	0.24	0.23	0.35	0.16	40.8%	-54.5%	1.24	13.0%
毛利率	8.5%	11.2%	13.5%	9.3%	10.8%	2.4ppt	1.6ppt	15.2%	
营业利润率	3.4%	11.8%	9.2%	12.0%	5.4%	1.9ppt	-6.6ppt	10.7%	
净利润率	3.9%	8.8%	8.2%	8.9%	5.4%	1.5ppt	-3.5ppt	9.0%	

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表 10: 季度数据

人民币百万元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	QoQ	2016	2017	YoY
营业总收入	1,176	1,089	1,109	1,586	1,213	3.1%	-23.6%	4,296	4,961	15.5%
营业收入	1,176	1,089	1,109	1,586	1,213	3.1%	-23.6%	4,296	4,961	15.5%
营业总成本	(1,138)	(1,019)	(1,019)	(1,528)	(1,148)	0.9%	-24.8%	(3,930)	(4,704)	19.7%
营业成本	(1,076)	(967)	(960)	(1,439)	(1,081)	0.4%	-24.9%	(3,712)	(4,443)	19.7%
毛利润	100	122	150	147	131	32.0%	-10.6%	584	518	-11.3%
毛利率	8%	11%	13%	9%	11%	2.4ppt	1.6ppt	13.6%	10.4%	-3.2ppt
营业税金及附加	(4)	(5)	(4)	(9)	(5)	21.9%	-45.4%	(23)	(22)	-0.7%
销售费用	(20)	(19)	(18)	(23)	(25)	22.8%	7.0%	(73)	(80)	10.4%
管理费用	(41)	(24)	(35)	(37)	(41)	1.6%	10.8%	(115)	(138)	19.4%
财务费用	1	(2)	(2)	(1)	0	-99.4%	-100.5%	(0)	(4)	2447.8%
资产减值损失	2	(1)	0	(75)	4	74.3%	-105.1%	(7)	(17)	129.9%
投资收益	3	58	12	14	1	-75.6%	-95.6%	17	29	75.4%
营业利润	40	128	102	190	65	60.6%	-65.8%	383	461	20.4%
营业利润率	3%	12%	9%	12%	5%	1.9ppt	-6.6ppt	8.9%	9.3%	0.4ppt
加: 营业外收入	8	7	2	8	2	-80.5%	-79.9%	92	26	-72.1%
减: 营业外支出	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	-81.4%	281 (4)		(4)	10.9%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



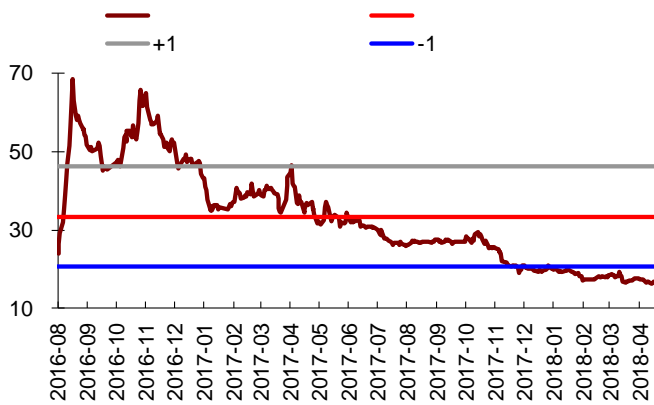
图表 11: 盈利预测调整

(百万人民币)		2018E	2019E
营业收入	调整前	6,667	7,231
	调整后	5,501	6,127
	(+/-%)	-17%	-15%
毛利润	调整前	895	936
	调整后	836	997
	(+/-%)	-7%	6%
净利润	调整前	517	537
	调整后	526	626
	(+/-%)	2%	16%
每股盈利(元)	调整前	1.29	1.34
	调整后	1.31	1.56
	(+/-%)	2%	16%

资料来源：中金公司研究部

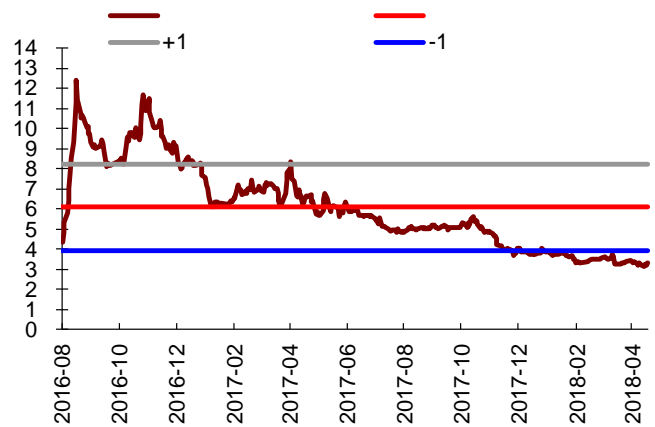


图表 12: 历史市盈率



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表 13: 历史市净率



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表 14: 物流可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				CAGR 16-19	PEG 18E
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
A股上市公司																	
建发股份*	600153.SH	RMB	10.83	10.9	9.6	8.7	6.4	1.5	1.3	1.2	1.0	14.2	14.1	13.8	15.5	19%	0.4
中储股份	600787.SH	RMB	8.94	14.7	21.4	19.7	16.4	1.9	1.9	1.7	1.6	13.3	10.5	8.1	8.2	-4%	n.m.
外运发展*	600270.SH	RMB	18.97	17.5	12.9	12.3	12.1	2.3	2.1	1.9	1.8	13.5	17.3	16.5	15.2	13%	0.9
怡亚通*	002183.SZ	RMB	7.17	29.3	25.6	22.9	19.6	2.8	2.6	2.2	1.9	9.8	10.4	10.3	10.3	14%	1.6
保税科技	600794.SH	RMB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
澳洋顺昌*	002245.SZ	RMB	8.70	29.5	18.7	12.2	12.9	4.5	3.7	2.9	n.a.	16.3	21.6	26.5	0.0	32%	0.4
飞力达	300240.SZ	RMB	10.96	54.8	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	6.6	6.3	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
华贸物流	603218.SH	RMB	7.19	25.7	20.4	19.6	16.8	1.9	1.9	1.8	1.6	7.9	8.8	9.2	9.6	15%	1.3
厦门国贸	600755.SH	RMB	8.33	13.4	7.0	5.2	4.3	1.3	0.8	0.7	0.6	17.2	11.1	13.3	14.1	46%	0.1
象屿股份	600057.SH	RMB	8.32	16.3	15.1	13.2	10.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	10.1	9.5	10.2	12.2	16%	0.8
瑞茂通	600180.SH	RMB	11.19	15.9	17.1	14.0	11.8	2.2	2.2	2.0	1.7	14.5	13.5	14.4	14.8	10%	1.3
音飞储存*	603066.SH	RMB	11.17	41.2	37.0	30.1	27.9	4.4	3.7	3.4	3.0	10.7	10.9	12.0	11.6	14%	2.2
长久物流*	603569.SH	RMB	22.50	24.8	22.9	17.1	14.4	4.9	4.2	3.5	2.9	26.5	19.7	22.2	21.9	20%	0.9
韵达股份*	002120.SZ	RMB	49.86	51.6	37.9	28.4	23.9	16.3	11.6	8.5	6.3	43.3	35.8	34.4	30.4	29%	1.0
申通快递*	002468.SZ	RMB	23.63	28.7	23.0	19.2	16.4	6.6	5.3	4.2	3.5	40.6	25.6	24.6	23.3	21%	0.9
顺丰控股*	002352.SZ	RMB	46.84	49.4	43.3	41.6	33.6	10.0	6.3	5.6	4.9	23.6	17.5	14.3	15.6	14%	3.0
平均值				28.2	22.3	18.9	16.2	4.4	3.7	3.0	2.6	16.2	15.5	15.8	14.5	20%	0.9
中值				25.7	20.9	18.1	15.4	2.8	2.6	2.2	1.9	13.9	13.5	13.8	14.4	19%	1.0
H股上市公司																	
利丰	494.HK	HKD	3.91	36.7	18.7	20.0	16.0	2.7	1.7	2.2	2.1	-18.5	8.2	11.1	15.7	32%	0.6
中国外运*	598.HK	HKD	4.48	11.6	10.4	8.9	8.2	1.2	1.0	0.9	0.8	10.4	10.3	10.3	10.3	12%	0.7
深圳国际*	152.HK	HKD	17.00	15.8	9.0	8.3	8.0	1.8	1.4	1.3	1.2	11.5	18.1	16.8	16.0	25%	0.3
嘉里物流*	636.HK	HKD	11.96	9.6	8.5	8.2	7.4	1.2	1.0	0.9	0.8	12.2	12.8	11.7	11.7	9%	0.9
平均值				18.4	11.6	11.4	9.9	3.1	1.3	1.3	1.2	1.7	12.3	12.5	13.4	23%	0.5
中值				13.7	9.7	8.6	8.1	1.8	1.2	1.1	1.0	10.4	11.6	11.4	13.7	19%	0.4
国际上市公司																	
UPS	UPS.US	USD	113.28	18.8	18.8	15.7	14.4	71.0	76.9	34.3	16.4	533.7	672.3	294.0	159.3	9%	1.7
FedEx	FDX.US	USD	246.93	20.1	20.7	16.6	14.2	3.5	4.1	3.5	3.0	26.2	20.9	21.3	21.2	12%	1.4
CH Robinson	CHRW.US	USD	91.32	27.3	27.6	20.4	18.6	8.9	9.7	8.5	7.9	37.6	35.9	40.0	40.5	14%	1.5
大和控股	9064.JP	JPY	2817.50	62.1	35.0	60.6	31.2	2.0	2.0	2.0	1.9	0.0	5.9	3.4	6.6	26%	2.4
三菱仓库	9301.JP	JPY	2532.00	21.1	22.4	20.9	20.0	0.7	0.8	0.8	0.8	3.8	3.7	3.9	3.9	2%	11.5
平均值				26.5	22.6	24.1	18.1	14.6	15.9	8.4	5.2	89.8	108.4	54.5	35.8	14%	1.8
中值				20.6	21.6	18.5	16.5	2.8	3.1	2.7	2.5	18.2	15.8	13.7	14.0	8%	2.4
中概股上市公司																	
中通快递*	ZTO.US	RMB	16.16	37.9	25.6	17.1	13.7	4.2	3.3	2.7	2.2	15.7	14.2	16.6	17.6	40%	0.6
唯品会	VIPS.US	RMB	14.51	22.1	20.9	17.3	16.0	11.0	8.2	5.8	4.2	60.9	43.0	39.4	30.6	11%	1.8
平均值				38.0	28.4	17.2	14.8	7.4	6.7	5.1	3.2	25.0	26.6	27.4	16.0	37%	1.2
中值				37.9	25.6	17.2	14.8	7.1	8.2	5.8	3.2	17.9	22.4	26.2	17.6	37%	1.2

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind.

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 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

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



CICC
中金公司

