

交通运输

2018年05月07日

长久物流 (603569)

——治超过渡期即将结束，整车物流将兑现制度红利

报告原因：调整投资评级

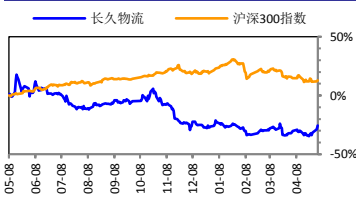
买入 (上调)

收盘价(元)	24.28
一年内最高/最低(元)	40.88/20.11
市净率	4.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1391
上证指数/深证成指	3091.03/10426.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	5.54
资产负债率%	48.85
总股本/流通A股(百万)	400/57
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

陆达 A0230516070002
luda@swsresearch.com

研究支持

匡培钦 A0230117040004
kuangpq@swsresearch.com

联系人

匡培钦
(8621)23297818x7717
kuangpq@swsresearch.com

投资要点：

- **治超过渡期结束，双排车将无法使用。**2016年9月21日，为规范公路运输秩序，新一轮治理超载政策出台（一般称为9·21新政）。轿运车层面，将逐步淘汰双排车商品车运输车并使用中置轴轿运车，未来轿运车单车运输量将从12台以上，降低为6-8台。其中过渡期分为3个阶段，17年6月30日、17年12月31日及18年6月30日分别更新20%、60%和100%。根据目前政策，7月1日后传统双排轿运车将无法使用，彻底退出市场。
- **自有中置轴轿运车辆增加，或将迎来业务量增长。**为应对新政，公司在增加第三方协同车辆更新换代的同时，也着手自身车队更新。从17年初到18Q1，公司共新增1900台符合政策要求的中置轴轿运车，同时引导体系内承运商购买近7000台六位挂车和2000台中置轴轿运车，这些运力将成为过渡期结束节点上公司争取新业务的重要筹码。参考16Q1新政刚实行时公司的业务增量，我们粗估18年下半年公司业务增量将在60%以上。
- **拓展公水联运及新渠道布局。**水运作为乘用车物流的补充，治超后的重要性得到进一步提升，截止2017年底，公司已通过子公司中世国际拥有海船4艘，实现多元化发展以减少政策风险。同时，目前汽车电商、二手车等发展迅速，尤其是二手车市场每年以近30%增速增长，未来存量市场流通领域将大有作为，目前长久已经关注到汽车物流新趋势并积极布局中，未来这些领域将成为公司长期增长的原动力。
- **Q1毛利率提升，已反映部分治超成果。**公司17年利润增长仅8.67%，主要系2016年治超后业绩基数过高，而2017年过渡期政策执行相对平稳；18Q1利润同比增长43%，毛利率提升2.5个百分点至10.84%，部分反映出政策过渡期即将结束，提前布局合规车辆带来的议价力提升。我们判断在下半年政策收紧后，公司毛利率有望提升至13%以上。
- **维持盈利预测，上调至“买入”评级。**我们预计公司2018年-2020年EPS分别为1.35元、1.55元、1.72元，分别对应PE为18倍、16倍、14倍，考虑到下半年业绩放量并可能超预期，且公司目前处于历史估值低点，并显著低于物流行业22倍的PE均值，我们将公司评级由“增持”上调至“买入”评级。
- **核心假设风险：治超政策执行低于预期，公司提价低于预期。**

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,961	1,213	6,250	7,313	8,410
同比增长率(%)	15.47	3.12	26.00	17.00	15.00
净利润(百万元)	394	65	539	620	688
同比增长率(%)	8.67	43.07	36.80	15.10	11.00
每股收益(元/股)	0.98	0.16	1.35	1.55	1.72
毛利率(%)	10.4	10.8	13.0	13.1	13.2
ROE(%)	18.3	2.9	20.6	19.1	17.5
市盈率	25		18	16	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,395	4,296	4,961	6,250	7,313	8,410
营业收入同比增长率 (yoy)	11.57%	26.55%	15.47%	26.00%	17.00%	15.00%
减: 营业成本	2,849	3,712	4,443	5,438	6,355	7,300
毛利率 (%)	16.09%	13.60%	10.44%	13.00%	13.10%	13.20%
减: 营业税金及附加	10	23	22	28	33	38
主营业务利润	537	562	496	784	925	1,072
主营业务利润率 (%)	15.81%	13.07%	9.99%	12.54%	12.65%	12.75%
减: 销售费用	63	73	80	108	123	141
减: 管理费用	113	115	138	183	204	238
减: 财务费用	7	0	4	4	3	4
经营性利润	353	374	274	489	595	689
经营性利润同比增长率 (yoy)	23.59%	5.80%	-26.77%	78.75%	21.68%	15.80%
经营性利润率 (%)	10.40%	8.70%	5.51%	7.82%	8.14%	8.19%
减: 资产减值损失	3	7	17	0	0	0
加: 投资收益及其他	8	17	29	184	193	203
营业利润	357	383	461	673	788	892
加: 营业外净收入	48	88	22	0	0	0
利润总额	406	471	483	673	788	892
减: 所得税	98	104	100	136	171	212
净利润	308	367	383	537	617	680
少数股东损益	1	5	-11	-2	-4	-9
归属于母公司所有者的净利润	306	362	394	539	620	688
净利润同比增长率 (yoy)	15.52%	18.41%	8.67%	36.80%	15.10%	11.00%
全面摊薄总股本	360	400	400	400	400	400
每股收益 (元)	0.85	0.97	0.98	1.35	1.55	1.72
归属母公司所有者净利润率 (%)	9.02%	8.44%	7.94%	-	-	-
ROE	34.20%	19.66%	18.35%	20.60%	19.10%	17.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。