



2020年04月18日

## 利润下滑行业筑底预期低点，软硬件持续投入期待收获期

### 长久物流(603569)

**事件概述:**2020年4月17日晚间，公司发布2019年年度报告。公司2019年全年实现营业收入47.85亿元，同比-12.72%；全年实现归属于上市公司股东的净利润1.01亿元，同比-74.88%；扣非后归属于上市公司股东的净利润0.78亿元，同比-79.43%。2019年年报业绩基本处于公司前期公布的《2019年年度业绩预减公告》的中位数。

▶受2019年汽车行业产销量继续下滑的影响，公司全年整车运输量同比-6.13%，但低于全国汽车销量同比-8.2%的下滑幅度，所以，公司整车运输市占率相比2018年逆势提升。2019年我国汽车行业完成产量2572.1万辆，同比-7.5%（2018年全国汽车产量增速为-4.2%）；2019年我国汽车行业完成销量2576.9万辆，同比-8.2%（2018年全国汽车销量增速为-2.8%）。其中，2019年我国乘用车产量2134.18万辆，同比-9.14%；2019年我国乘用车销量2143.29万辆，同比-9.46%。受汽车行业产销量连续下滑的影响，公司全年的整车运输业务也出现了下滑。2019年公司主营业务整车运输300.83万台，同比-6.13%。其中乘用车运输288万台，同比-6.16%；商用车运输12.83万台，同比-5.45%。

我们按照“公司全年乘用车发运量/当年全国乘用车销售量”测算公司的市场占有率，经我们测算，公司2019年乘用车整车运输的市场占有率约为13.4%，相比2018年上升0.4个百分点。

▶历经行业第二年阵痛期，公司2019年全年实现毛利率10.6%，相较2018年全年下降3个百分点。我们判断，收入规模下降、固定成本上升是毛利率下降的主要原因。根据公司披露的2019年现金流量表，公司2019年全年“支付给职工以及为职工支付的现金”为2.94亿元，同比+22.0%。因此，我们判断公司2019年人工成本有所上升。公司在2017年、2018年先后共计购买了2456台中置轴轿运车，增加自有承运车辆的投入；同时，公司2019年购置各类固定资产以及“船舶建造”等项目转固，致公司2019年固定资产增加约1.4亿元。公司固定资产的增加将增加公司的长期竞争力，但也导致了公司折旧成本上升，2019年公司固定资产计提折旧1.6亿元，同比+33.6%。因此，我们判断，收入规模下降、人工以及折旧等固定成本上升是公司2019年毛利率下降的主要原因。

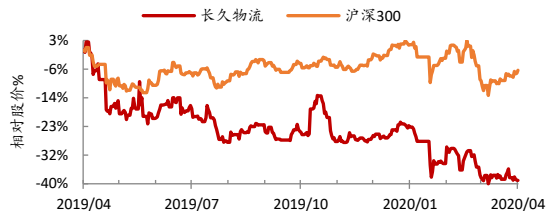
▶多式联运战略布局继续加码，水运发运量占比继续提升，未来成本结构有望得到改善。2019年，公司投入运营海船1艘、江船2艘，截至目前公司累计水运可调度滚装船9艘；公司新增一汽红旗（大连-上海）、一汽轿车（大连-宁波）、一汽大众（重庆-芜湖）、五菱汽车（青岛-宁波）、吉利汽车（宁波-天津）以及比亚迪（广州-烟台）等多式联运项目，水运发运量达到了74.44万台，占全年发运量的24.74%，同比+16.48%。水运发运量占比持续提升，相较2018年上升4.74个百分点。

▶汽车消费刺激政策加码，未来汽车行业景气度有望触底回

#### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：  
最新收盘价：8.49

股票代码：603569  
52周最高价/最低价：14.5/8.35  
总市值(亿)：47.57  
自由流通市值(亿)：47.57  
自由流通股数(百万)：560.27



分析师：丁一洪  
邮箱：dingyh@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519070001  
联系电话：

分析师：卓乃建  
邮箱：zhuonj@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519100003  
联系电话：0755-23945573

分析师：洪奕昕  
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080004  
联系电话：0755-83025232

研究助理：李承鹏  
邮箱：licp1@hx168.com.cn  
SAC NO：  
联系电话：0755-23944773

#### 相关研究

1. 车市寒冬系提升市占率机会，汽车后市场想象空间巨大，首次覆盖买入评级 2020.01.21



**升，公司在软硬件的逆市持续投入有望迎来收获期。**2020年3月31日，国务院常务会议确定三大举措促进汽车消费：一是将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年；二是中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从今年5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。我们认为，这些政策将在一定程度上拉动国内汽车的销量，未来汽车行业景气度有望触底回升，公司在软硬件的逆市持续投入有望迎来收获期。

**投资建议：预计公司2020-22年的EPS分别约为0.17/0.29/0.45元，维持“买入”评级。**受新冠疫情的影响，我们预计公司2020年一季度的汽车发运量会有所下滑，但特殊时期高速公路免费政策的推行以及原油价格的下跌会客观降低公司的成本，同时随着新冠疫情的控制以及汽车消费刺激政策的落地，我们认为汽车市场会迎来触底回升。我们根据公司2019年报披露的数据以及我们对公司未来汽车发运量的判断，我们对公司2020年、2021年营业收入以及归属于上市公司股东的净利润的预测进行了调整。我们将预测的2020/2021年的营业收入由原来的53亿元/56亿元分别调整为46亿元/49亿元，预计公司2020-22年营业收入分别约为46亿元/49亿元/54亿元。我们将预测的2020/2021年的归属于上市公司股东的净利润由原来的1.5亿元/2.1亿元分别调整为0.9亿元/1.7亿元，预计公司2020-22年归属于上市公司股东的净利润分别约为0.9亿元/1.7亿元/2.5亿元，对应的2020-22年的EPS分别约为0.17元/0.29元/0.45元，按照2020年4月17日股票8.49元/股的收盘价，对应的PE分别为51/29/19倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

宏观经济下行影响车市；控股子公司哈欧国际无法及时收到政府补助的风险；新冠疫情发展超预期的可能。

#### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,483	4,785	4,642	4,937	5,389
YoY (%)	10.5%	-12.7%	-3.0%	6.4%	9.1%
归母净利润(百万元)	403	101	93	165	252
YoY (%)	2.4%	-74.9%	-8.3%	77.8%	52.5%
毛利率 (%)	13.5%	10.6%	9.9%	11.9%	13.7%
每股收益(元)	0.72	0.18	0.17	0.29	0.45
ROE	15.3%	3.8%	3.3%	5.5%	7.6%
市盈率	11.80	46.97	51.24	28.82	18.89

资料来源：公司公告，华西证券

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,785	4,642	4,937	5,389	净利润	117	108	191	292
YoY (%)	-12.7%	-3.0%	6.4%	9.1%	折旧和摊销	172	153	153	153
营业成本	4,278	4,181	4,351	4,648	营运资金变动	140	38	-84	-121
营业税金及附加	35	34	36	39	经营活动现金流	498	385	347	412
销售费用	117	113	120	131	资本开支	-190	-265	-216	-213
管理费用	204	198	210	229	投资	-89	0	0	0
财务费用	74	70	70	69	投资活动现金流	-259	-261	-212	-208
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4	债务募资	1,529	0	0	0
营业利润	112	139	247	376	筹资活动现金流	-179	-86	-86	-86
营业外收支	40	0	0	0	现金净流量	117	38	50	118
利润总额	151	139	247	376	<b>主要财务指标</b>				
所得税	34	31	55	84	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	117	108	191	292	营业收入增长率	-12.7%	-3.0%	6.4%	9.1%
归属于母公司净利润	101	93	165	252	净利润增长率	-74.9%	-8.3%	77.8%	52.5%
YoY (%)	-74.9%	-8.3%	77.8%	52.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.18	0.17	0.29	0.45	毛利率	10.6%	9.9%	11.9%	13.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	2.5%	2.3%	3.9%	5.4%
货币资金	1,581	1,619	1,669	1,787	总资产收益率 ROA	1.6%	1.5%	2.5%	3.6%
预付款项	61	59	62	66	净资产收益率 ROE	3.8%	3.3%	5.5%	7.6%
存货	2	2	2	2	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2,141	2,081	2,205	2,394	流动比率	<b>1.56</b>	<b>1.56</b>	<b>1.61</b>	<b>1.69</b>
流动资产合计	3,785	3,761	3,938	4,249	速动比率	1.53	1.54	1.58	1.66
长期股权投资	208	208	208	208	现金比率	0.65	0.67	0.68	0.71
固定资产	1,247	1,253	1,256	1,257	资产负债率	54.2%	52.7%	51.2%	49.2%
无形资产	353	474	583	681	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2,382	2,536	2,636	2,730	总资产周转率	0.78	0.74	0.75	0.77
资产合计	6,167	6,298	6,574	6,979	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1,225	1,225	1,225	1,225	每股收益	0.18	0.17	0.29	0.45
应付账款及票据	836	817	850	908	每股净资产	4.73	4.98	5.35	5.87
其他流动负债	370	366	374	388	每股经营现金流	0.89	0.69	0.62	0.74
流动负债合计	2,431	2,408	2,449	2,522	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	914	914	914	914	PE	46.97	51.24	28.82	18.89
非流动负债合计	914	914	914	914	PB	2.20	1.70	1.59	1.45
负债合计	3,345	3,322	3,363	3,436					
股本	560	560	560	560					
少数股东权益	171	185	212	252					
股东权益合计	2,822	2,976	3,210	3,543					
负债和股东权益合计	6,167	6,298	6,574	6,979					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部，国泰君安证券研究所任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。