

长久物流(603569)深度研究报告

整车物流主业料企稳回升迎拐点,二手车物流 新业务有望推动发展新空间

推荐(首次)

目标区间: 12.1-13.5 元

当前价: 9.64 元

- ❖ 公司是国内规模最大的第三方汽车物流企业。19 年仅次于上汽安吉与一汽物流, 位居汽车物流行业第三。整车运输收入占比超过 90%, 是最核心业务。
- ❖ 核心逻辑 1: 需求回暖+结构优化+供给削减, 料公司整车业务企稳回升迎拐点。
1) 汽车市场需求回暖, 有望带动公司整车业务企稳回升。中汽协数据显示: 2020 年二季度起, 汽车销量实现同比增长, 结束此前连续 21 个月的同比下滑, Q2 销量同比增长 10%, 7-8 月增速分别为 16%及 12%。公司业务与汽车行业景气度密切相关, 市占率维持在 11%左右, 今年 Q1 因疫情影响发运量下降超过 40%, 但 Q2 同比实现接近 10%的增长。同时我们观察公司业务模式下财务表现: 量在价先。由此我们认为: 汽车行业销量回暖将有助于公司整车运输主业回升。2) 财务数据显示: Q2 利润回到均值, 我们预计或为向上拐点: 公司 20Q2 收入 10.57 亿元, 归母净利 0.79 亿, 毛利率 13%, 净利率 7.5%, 基本回到公司上市以来单季度均值以上水平。3) 结构优化: 新能源汽车+造车新势力崛起, 结构性变化带来主业新机遇。我国新能源汽车销量占比不断提升, 从 15 年占比 1.3%升至 19 年 4.7%, 而国内造车新势力崛起, 为第三方汽车物流商带来新机遇。统计国内代表性造车新势力(蔚来、理想、威马、小鹏 4 家公司)销量占新能源汽车占比达到 10%左右。与传统主机厂相比, 新互联网造车势力相对更倾向于将如供应链服务、物流运输服务外包给独立且具备专业运营经验的第三方企业。4) 供给端: 政策推动+疫情影响淘汰不合规运力, 预计公司整车业务市占率有望得以提升。
- ❖ 核心逻辑 2: 二手车物流业务有望推动发展新空间。1) 中国二手车市场空间广阔。2019 年我国二手车交易 1492 万辆, 金额 9411 亿元, 十年复合增速约 20%。但对标海外成熟汽车市场, 国内二手车仍有较大发展空间。二手车销量/汽车保有量: 我国为 5.7%, 日本 9%, 美国 14%; 二手车/新车销量: 我国 0.58, 日本 1.3, 美国 2.2。2) 异地交易活跃度提升带来运输需求上升。催化剂 1: 全国限迁政策解除的加速, 二手车异地转籍比例从 2015 年的 19.2%增长至 2019 年的 28%。催化剂 2: 全国性二手车电商的发展有利于解决异地车源信息不透明的问题。3) 二手车物流: 零散需求与非标准化, 第三方汽车物流平台有望成为强力资源整合者, 长久具备竞争优势。其一公司可依托长久集团 4S 门店网络, 低成本快速获取客户资源; 其二公司积极与优信、瓜子二手车等电商展开合作, 承接其“全国购”物流外包需求; 其三我们认为公司可依托现有整车运输物流网络, 将二手车物流作为类“填仓”方式, 在新增投入有限情况下, 降低空驶率, 提升网络效率, 带来额外收入, 预计其边际贡献高于整车。我们预计 2022 年二手车物流业务可带来发运量增量约 2 成, 贡献利润约 0.7 亿。
- ❖ 投资建议: 1) 盈利预测: 我们预计公司 20-22 年实现净利 2.4、3.8 及 4.6 亿, 对应 2020-22 年 PE 分别为 23、14 及 12 倍。2) 投资建议: 我们预计公司整车物流主业将随汽车行业回暖而企稳, 二手车物流业务将有助于拓展新空间。给予公司 2021 年 18-20 倍 PE, 对应目标市值 68-76 亿, 目标价区间 12.1-13.5 元, 较当前 54 亿市值预计 27%-40%的空间。首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 汽车销量增速不及预期, 新业务拓展不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,785	4,769	6,236	7,263
同比增速(%)	-12.7%	-0.4%	30.8%	16.5%
归母净利润(百万)	101	236	384	455
同比增速(%)	-74.9%	133.2%	62.7%	18.6%
每股盈利(元)	0.18	0.42	0.69	0.81
市盈率(倍)	53	23	14	12
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 9 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 吴一凡

电话: 021-20572539

邮箱: wuyifan@hcyjs.com

执业编号: S0360516090002

证券分析师: 刘阳

电话: 021-20572552

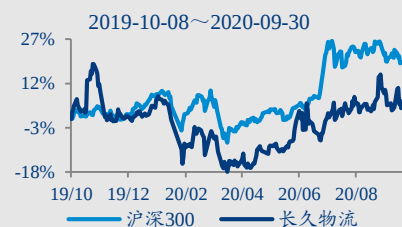
邮箱: liuyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518050001

公司基本数据

总股本(万股)	56,028
已上市流通股(万股)	56,028
总市值(亿元)	54.01
流通市值(亿元)	54.01
资产负债率(%)	53.4
每股净资产(元)	4.1
12 个月内最高/最低价	11.77/7.67

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

我们提出：1) 公司经营模式下财务数据表现：量在价先。2) 公司基于整车物流网络开拓二手车业务，部分类似于“填仓”模式，可提升全网效率，降低空驶率，带来更高的边际贡献。

投资逻辑

核心逻辑 1：需求回暖+结构优化+供给削减，料公司核心整车业务企稳回升迎拐点。

1) 汽车市场需求回暖，有望带动公司整车业务企稳回升。我们观察公司业务模式下财务表现：量在价先。由此我们认为：汽车行业销量回暖将有助于公司整车运输主业回升。进一步的，财务数据显示：Q2 利润回到均值，或为向上拐点：公司 20Q2 收入 10.57 亿元，归母净利 0.79 亿，毛利率 13%，净利率 7.5%，基本回到公司上市以来单季度均值以上水平。

2) 结构优化：新能源汽车+造车新势力崛起，结构性变化带来主业新机遇。

3) 供给端：政策推动+疫情影响淘汰不合规运力，预计公司整车业务市占率有望得以提升。

核心逻辑 2：二手车物流业务有望推动发展新空间。

1) 中国二手车市场空间广阔。

2) 异地交易活跃度提升带来运输需求上升。催化剂 1：全国限迁政策解除的加速，二手车异地转籍比例从 2015 年的 19.2% 增长至 2019 年的 28%。催化剂 2：全国性二手车电商的发展有利于解决异地车源信息不透明的问题。

3) 二手车物流：零散需求与非标准化，第三方汽车物流平台有望成为强力资源整合者，长久具备竞争优势。

关键假设、估值与盈利预测

1) 盈利预测：我们预计公司 2020-22 年盈利预测分别为实现净利 2.4、3.8 及 4.6 亿，对应 2020-22 年 PE 分别为 23、14 及 12 倍。

2) 投资建议：我们认为公司整车物流主业将随汽车行业回暖而企稳，坚定盈利基本盘，而二手车物流业务将有助于提升公司网络效率，带来增量利润。给予公司 2021 年 18-20 倍 PE，对应目标市值 68-76 亿，目标价 12.1-13.5 元，较当前 54 亿市值预计 27%-40% 的空间。基于我们观察公司业务模式下，量在价先，价格弹性或滞后于业务量，当前汽车市场回暖过渡到公司利润弹性仍在观察期，首次覆盖给予“推荐”评级。

3) 风险提示：汽车销量增速不及预期，新业务拓展不及预期。

目录

一、需求回暖+结构优化+供给削减，公司核心整车业务企稳回升迎拐点	6
（一）公司是国内最大第三方汽车物流企业，整车运输为核心业务	6
（二）需求端：汽车市场回暖+结构优化，有望带动整车业务企稳回升	8
1、汽车市场回暖，有望带动公司整车业务企稳回升	8
2、结构优化：新能源汽车+造车新势力崛起，结构性变化带来主业新机遇	11
（三）供给端：政策推动+疫情影响淘汰不合规运力，预计公司整车业务市占率有望得以提升	13
1、公路治超政策淘汰不合规运力，汽车物流行业全面合规运营	13
2、疫情或将加速中小物流企业的运力退出	14
二、二手车物流业务有望推动发展新空间	15
（一）中国二手车市场空间广阔，异地交易活跃度提升带来运输需求上升	15
1、2019 年国内二手车交易规模超 9000 亿，中长期看，预计仍有翻倍以上空间	15
2、政策支持，促进二手车市场发展	16
3、二手车异地交易比例持续上升，意味着消费者接受度在持续提升	17
4、二手车电商发展有利于促进交易及流通	17
（二）二手车物流：零散需求与非标准化，第三方汽车物流平台有望成为强力资源整合者	18
（三）公司二手车物流业务：依托网络优势，提高边际收益，占据发展先机	18
1、2020 年重点布局散车物流业务，占据发展先机	18
2、依托长久集团 4S 门店网络，低成本快速获取客户资源	19
3、依托强大物流网络的类“填仓”运输模式，具备成本优势	19
4、我们预计 2022 年二手车物流业务可带来运输增量约 2 成，贡献约利润约 0.7 亿	20
三、投资建议及风险提示	21

图表目录

图表 1	2019 年中国汽车物流企业排名	6
图表 2	2019 年长久物流各业务收入占比	7
图表 3	长久物流主要业务毛利率	7
图表 4	长久物流承运商经营模式	8
图表 5	全国汽车月度销量同比	9
图表 6	全国汽车月度销量同比增速	9
图表 7	长久物流整体营收情况	9
图表 8	长久物流利润情况	9
图表 9	长久物流季度毛利率及净利率	10
图表 10	长久物流季度利润情况	10
图表 11	公司经营与财务数据	11
图表 12	部分全国各地鼓励汽车消费政策	11
图表 13	新能源汽车销量（万辆）	12
图表 14	新能源汽车月度销量同比增速	12
图表 15	新能源汽车销量占比	12
图表 16	特斯拉累计销量（辆）	13
图表 17	国内新势力汽车品牌累计销量（辆）	13
图表 18	2020 年蔚来汽车交付量	13
图表 19	不合规车辆	14
图表 20	合规车辆	14
图表 21	长久物流整车运输发运量	14
图表 22	长久物流整车运输市占率	14
图表 23	中国二手车交易量	15
图表 24	中国二手车交易规模	15
图表 25	美国二手车交易量	15
图表 26	日本二手车交易量	15
图表 27	中美日二手车销量与汽车保有量对比	16
图表 28	中美日二手车销量与新车销量对比	16
图表 29	二手车市场政策利好	16
图表 30	中国二手车交易转籍比例	17
图表 31	二手车交易月度转籍比例	17
图表 32	2018 年中国用户异地购车的驱动因素	17

图表 33 取消限迁对购买异地的二手车意愿的影响	17
图表 34 韵车物流操作流程	19
图表 35 长久物流业务网点	20
图表 36 二手车物流市场空间测算	20
图表 37 二手车月度销量	21

一、需求回暖+结构优化+供给削减，预计公司整车业务企稳回升迎拐点

（一）公司是国内最大第三方汽车物流企业，整车运输为核心业务

长久物流致力于为汽车行业提供综合物流解决方案，为客户提供包括整车运输、整车仓储、零部件物流、国际货运代理、社会车辆物流及汽车供应链金融等多方面的综合物流服务。控股股东为吉林省长久实业集团有限公司，持有公司 76.65% 的股份，实际控制人为薄世久、李桂屏夫妇。

1、国内规模最大的第三方汽车物流企业。公司依托长春、北京、芜湖、天津、武汉、广州、柳州、重庆等整车物流业务重要节点城市，形成覆盖全国 6 大区域的物流网络，业务可涵盖全国主要汽车生产及消费区域。根据中国物流与采购联合会 2019 年统计，中国物流企业 50 强名单（根据主营业务收入排序），长久物流位于安吉汽车物流、一汽物流之后，超过重庆长安民生物流，跃居**汽车物流行业第 3 位**，是国内最大的独立于汽车厂商的第三方汽车物流企业。

图表 1 2019 年中国汽车物流企业排名

整车物流行业排名	所有物流企业排名	企业名称	收入（亿元）	隶属/关联车企
1	9	上汽安吉物流股份有限公司	251	上汽集团
2	14	一汽物流有限公司	122	一汽集团
3	29	长久物流股份有限公司	48	独立第三方
4	33	重庆长安民生物流股份有限公司	44	重庆长安

资料来源：中国物流与采购联合会、公司公告，华创证券

2、整车运输业务收入占比超过 90%，是最核心业务

整车运输业务是公司目前最核心的业务，收入占比在 90% 以上。

1）整车运输：

定义：指接受汽车生产厂商及其下属企业的委托，按照客户订单要求将整车运输至目的地，包括乘用车运输和商用车运输。

收入：2019 年整车运输收入 44.11 亿元，占总收入的比例为 92.2%，其中乘用车占收入 40.61 亿元，占总收入的比例为 84.9%。

毛利率：整车运输业务毛利率平均约 14%，2016 年起由于公路治超政策的实施，承运商及公司替换合规车辆，采购运价上升，车辆设备折旧增加，毛利率水平有所下降。

2）整车仓储：

定义：运输业务的补充，根据汽车生产厂商的计划需求组织车辆的在库及出入库管理。在汽车生产过程中，汽车生产厂商难以实现产销量时刻匹配，需要仓储作为缓冲，或者汽车生产厂商为提高市场反应速度，缩短从经销商下达订单至商品车运至经销商的时间，部分汽车生产厂商需要整车前置库或者中转库。整车仓储业务满足了汽车生产厂商综合物流需求，有利于增加客户黏性。

收入：2019 年公司整车仓储业务收入 1.87 亿（占收入的 3.9%），2016 年为 0.95 亿（占比 2.3%）。2018 年起，公司在原有整车仓储业务基础上，积极拓展客户，充分利用资源，为瓜子二手车、毛豆新车等新兴汽车电商提供整车仓储服务。

毛利率：整车仓储业务毛利率水平最高，2013-2019 年平均达到 32.6%。

3) 汽车零部件物流服务:

定义: 贯穿整条汽车产业链的不同环节, 公司的零部件物流业务主要包括零部件采购物流、零部件进出口物流及售后备品物流。

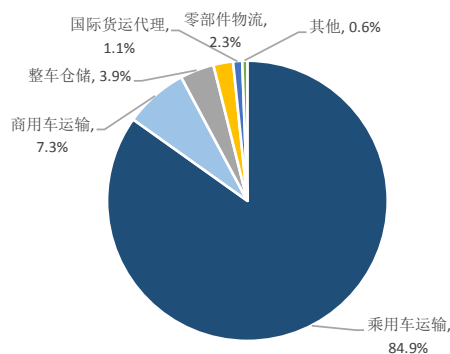
收入: 目前公司该业务尚处于起步阶段, 2019 年收入 1.08 亿元, 占比 2.3%。

4) 国际货运代理业务:

定义: 主要依托哈欧班列, 为客户提供国际货物的整箱运输和拼箱运输、集货、分拨、仓储、贸易、保税、报关报检等业务, 所承运货物主要包括电子产品、轻工产品、机械设备、大宗货物等。2016 年 9 月公司受让原联营企业哈欧国际 23% 股份后, 持股比例增至 54%, 对其实现控制并将国际货运代理业务纳入合并范围。

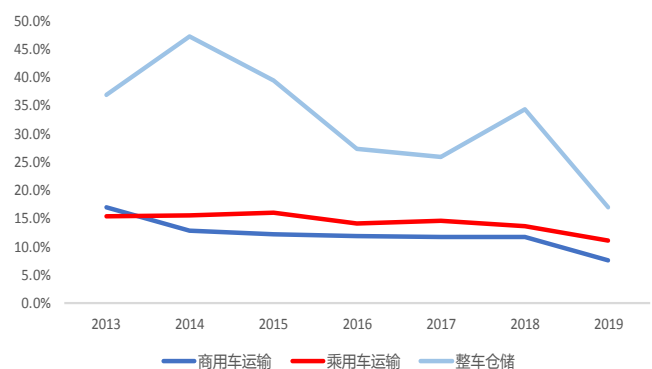
收入: 2019 年国际货运业务收入 0.5 亿元, 占比 1.1%, 规模较小。

图表 2 2019 年长久物流各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 3 长久物流主要业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

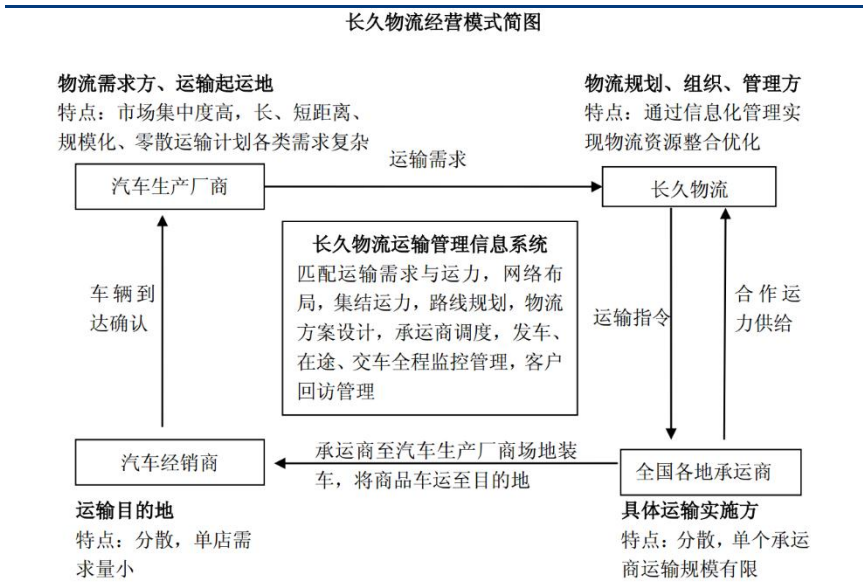
3、运营模式: 相对轻资产+独立第三方+信息化管理

1) 相对轻资产: 承运商模式降低成本、扩大网络资源, 实现资源配置效率最优

公司以自有车辆+外部承运商方式解决运力。公司自有 2456 台合规中置轴轿运车, 以及采用承运商模式来共同承接公路运输业务, 体系内可控合规运力达上万台。公司将主要精力集中于物流网络建设、物流方案优化及提升车辆调度管理能力上, 形成了“大网络、小车队”的运营特点。

承运商模式能够帮助公司降低车辆、司机管理等运营成本, 减少资金占用, 同时有利于迅速扩张, 保障临时运力需求, 而公司通过对客户资源、运力网络、信息平台的整合, 帮助各汽车生产厂商实现物流资源互通, 使得汽车厂商相对集中、规模较大的物流需求能与相对分散、单个规模较小但调度灵活的社会运力有效对接, 有助于降低信息不对称成本, 实现物流资源配置优化。

图表 4 长久物流承运商经营模式



资料来源：长久物流招股说明书、华创证券

2) 独立第三方：更加开放和灵活的业务拓展能力与资源整合能力

将物流外包给第三方物流企业是汽车物流行业发展的必然趋势。在欧美发达国家和地区，第三方物流服务已成为汽车供应链服务的主流，80%以上的汽车制造商均将汽车物流外包。目前国内汽车物流行业内主要以大型汽车生产厂商控股或参股的物流企业为主，承担着保障所属汽车生产厂商物流任务的责任，但主机厂旗下公司的物流订单来源相对单一，未必是最优选择。随着汽车行业的不断发展以及日益成熟的汽车物流模式，我们认为**物流外包是必然的发展趋势**。

长久物流作为独立于汽车厂商的第三方汽车物流企业，业务拓展更加灵活、客户群更广泛、物流效率更高。长久的客户范围不仅局限于一家或少数几家汽车厂商，经营风险更加分散，业务拓展更加灵活，能够以更加开放的姿态拓展客户及运力整合。长久物流具有广泛的优质客户资源，全国主要的汽车企业集团或其下属企业均为公司的客户。公司与包括一汽大众、一汽红旗、一汽丰田、一汽马自达、华晨宝马、长城、吉利、北京现代、上汽通用五菱、奇瑞等在内的多个乘用车生产企业及中国重汽、一汽解放、陕西重汽等在内的多个商用车生产企业建立了稳固的合作关系。同时作为开放的第三方物流平台，运输效率相对于整车厂商附属企业更高。例如，两地分别有数家汽车制造企业的生产基地及销售市场，公司可优化线路，做到最优匹配，有助于降低空驶率，增加物流效率。

3) 信息化：数字化转型打造全流程运营管理平台

公司持续加强科研开发，逐步建立端到端的数字化运营体系。2019年公司成功完成位置服务系统的研发及场景应用，荣获“2019 全球物流技术大会-物流技术创新奖”、“2019 年全国汽车物流行业创新奖”等奖项。公司通过搭建数据仓库，采用大数据技术对运力资源进行实时监控，成功开发长久运输 APP，实现整车业务全链路数字化、无纸化、移动端作业监控。公司信息化投入的领域主要包括：位置服务、智能化数据采集、智能调度、智能配载、数字化仓储、大数据、区块链等，逐步建立起端到端的数字化、智能化运营科技体系。

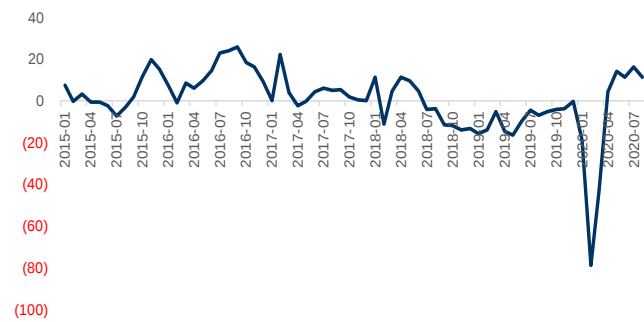
(二) 需求端：汽车市场回暖+结构优化，有望带动整车业务企稳回升

1、汽车市场回暖，有望带动公司整车业务企稳回升

1) 2020 年二季度起，汽车销量呈现复苏态势。

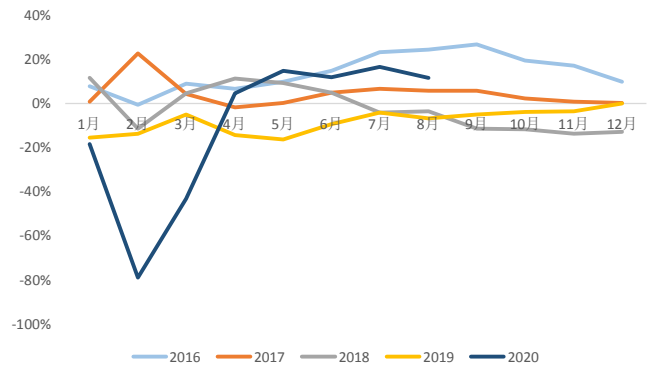
根据中汽协统计数据：汽车销量从2018年7月至2020年3月，连续21个月同比下滑。但2020年4月-8月，全国汽车月度销量分别达到207、219、230、211、219万台，同比增速分别达到4%、14%、12%、16%、12%，实现连续5个月同比增长。Q2同比增长10%，Q3预计维持两位数增速。
需求端的回暖，有利于作为整车运输龙头企业的长久物流整车业务企稳回升。

图表 5 全国汽车月度销量同比



资料来源：中汽协，华创证券

图表 6 全国汽车月度销量同比增速



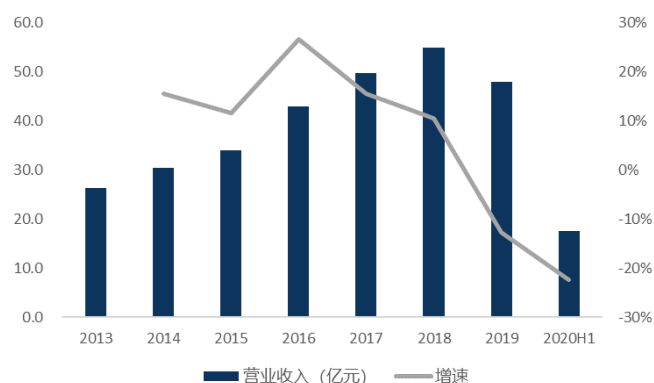
资料来源：中汽协，华创证券

2) 作为汽车产业链上的重要环节，公司业务与汽车行业景气度密切相关。

2018年以前，受益于国内汽车行业产销量的持续增长，公司整体收入和利润稳定增长。2018年中国内汽车市场持续承压，18-19年连续两年销量同比下降。公司2019年收入首次出现下滑，同比下降12.7%。

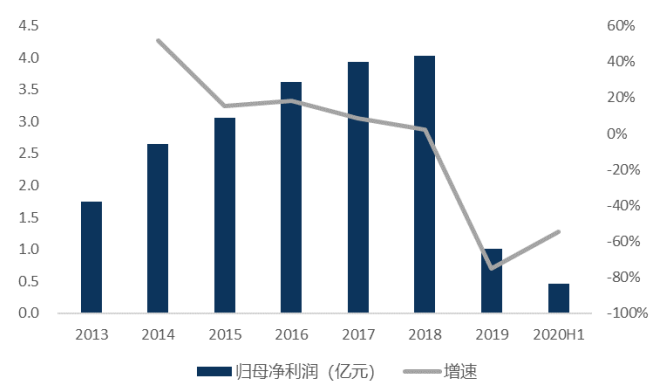
进一步观察公司市占率，上市以来维持在11%左右。16年末公路治超后，出现了提升，2019年达到11.7%，2020年上半年因疫情影响，导致公司发送量Q1下降超过40%，但Q2同比实现接近10%的增长。

图表 7 长久物流整体营收情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 长久物流利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

3) 公司业务模式下财务表现：量在价先。

从单车收入与成本角度看，14-18年汽车销量整体增长的年份里，公司单车收入水平与成本变动基本同比例，差异在1-2%之间，单车毛利在180-210元区间内波动。

分阶段看：

2016 年公路治超后，因合规因素，公司单车成本呈现上升，但收入也随之增长，收入增速超过运输量增速；

2017-18 年：单车毛利甚至呈现了上行，分别增长 10%及 3%。

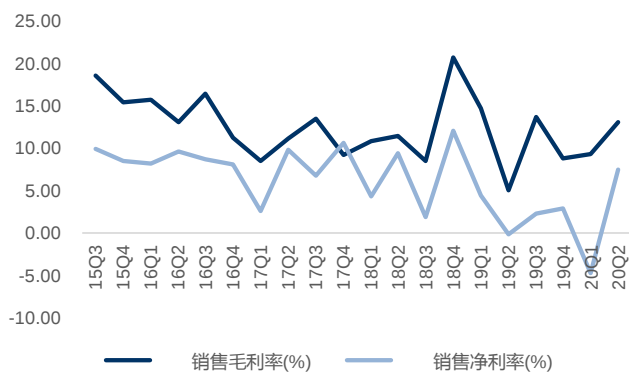
2019 年：汽车行业延续 18 年销售下行趋势，公司收入降幅大于成本，导致单票毛利大幅下降，净利润同比降幅高达 75%，净利水平从过去 3-4 亿元区间降至仅 1 亿元。（公司 14-18 年保持连续利润增长）。

因此我们认为公司经营模式下的财务表现，量在价先。由此我们也认为：汽车行业销量回暖将有助于公司整车运输主业回升。

4) 财务数据显示：Q2 利润回到均值，或为向上拐点

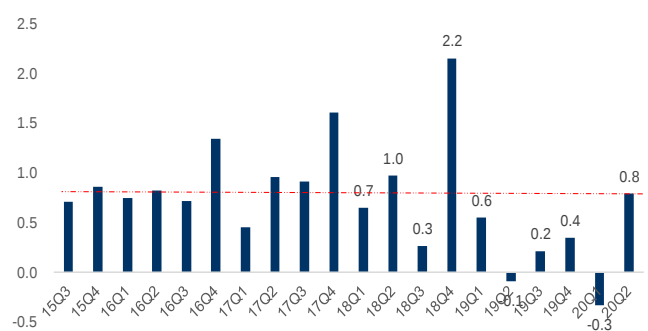
分季度看，公司 20Q2 营业收入 10.57 亿元，已经恢复 19Q2 水平，同时由于高速公路费用减免、成本费用管控得当等因素，公司营业总成本同比减少 1.54 亿元，实现归母净利润 0.79 亿元，毛利率 13%，净利率 7.5%，基本回到公司上市以来单季度均值以上水平。

图表 9 长久物流季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 长久物流季度利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 公司经营与财务数据

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
公司整车运输量（万辆）	208	262	308	315	320	301	110
同比	21%	26%	18%	2%	2%	-6%	-23%
汽车行业销量	2,349	2,456	2,794	2,894	2,804	2,575	1026
同比	7%	5%	14%	4%	-3%	-8%	-17%
整车市占率-销量	8.9%	10.7%	11.0%	10.9%	11.4%	11.7%	10.7%
单车收入（元）	1,383	1,225	1,319	1,406	1,558	1,466	
同比	-6%	-11%	8%	7%	11%	-6%	
单车成本（元）	1,172	1,032	1,136	1,204	1,349	1,307	
同比	-6%	-12%	10%	6%	12%	-3%	
单车毛利（元）	211	193	184	202	209	159	
同比	-8%	-8%	-5%	10%	3%	-24%	
收入（亿元）	30.4	33.9	43.0	49.6	54.8	47.9	17.6
同比	15%	12%	27%	15%	11%	-13%	-22%
利润（亿元）	2.6	3.1	3.6	3.9	4.0	1.0	0.5
同比	52%	16%	18%	9%	2%	-75%	0%

资料来源：公司公告、华创证券

5) 政策频出鼓励汽车消费有望延续行业回暖趋势。2020 年初以来，全国各地，包括上海、深圳、广州等超一线城市陆续出台政策鼓励汽车消费，多达 52 项（不完全统计）涉及购车补贴、新能源汽车补贴、摇号限制、换购需求等各个方面的刺激措施。

图表 12 部分全国各地鼓励汽车消费政策

时间	地区政府部门	政策	时间	地区政府部门	政策
2020-03-12	湖北省政府	湖北省促进经济社会快速发展若干政策的通知	2020-04-09	深圳市交通运输局	深圳市交通运输局关于新增特定小汽车指标的通告
2020-03-12	珠海市政府	关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见	2020-04-09	财政部	关于二手车经销有关增值税政策的公告
2020-02-28	国家发改委等23部门	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	2020-04-14	江苏省政府	关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放的若干举措
2020-03-14	长沙市政府	促进汽车消费的政策	2020-04-15	广东省发改委	广东省关于促进农村消费的若干措施
2020-03-17	发改委、司法部	关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见	2020-04-15	深圳市宝安区商务局	关于参与“宝车乐购活动”有关事项的通知
2020-03-20	商务部等	关于支持商贸流通企业复工复产的通知	2020-04-17	贵州省人民政府办公厅	多彩贵州促消费百日专项行动方案
2020-03-20	广州市政府	广州市促进汽车生产消费若干措施	2020-04-22	乌鲁木齐市商务局	系列措施促进汽车消费
2020-03-24	浙江省政府	提振消费促进经济增长的实施意见	2020-04-23	财政部	关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知
2020-03-25	杭州市	关于2020年一次性增加小客车指标的通告	2020-04-23	上海市人民政府办公厅	关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施
2020-03-25	南昌市政府	南昌市战疫情促消费若干措施	2020-04-28	广东省发改委	广东省2020年汽车下乡专项行动公告
2020-03-26	宁波市政府	关于推进工业达产扩能稳增长的意见	2020-04-28	重庆市财政局等	关于鼓励汽车更新换代消费的通知
2020-03-27	烟台市开发区管委	促进消费、提振服务业政策	2020-04-29	国家发改委等11部门	关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知
2020-03-30	国家工信部	制造业复工复产有关情况新闻发布会	2020-04-29	江西上饶市广信区	“五一”期间促进消费系列活动新闻发布会
2020-03-31	国务院	国务院常务会议	2020-04-30	深圳市发改委	关于应对新冠肺炎疫情影响促进深圳市新能源汽车推广应用的若干措施（征求意见稿）
2020-04-01	浙江发改委等七部门	浙江省促进汽车消费的若干意见	2020-05-09	合肥市政府办公厅	合肥市推动新能源汽车高质量发展助力打赢蓝天保卫战的若干政策
2020-03-31	国务院	国务院常务会议	2020-05-12	海南省工业和信息化厅	海南省促进汽车消费临时性措施
2020-04-01	浙江发改委等七部门	浙江省促进汽车消费的若干意见	2020-05-14	湖北武汉经信局	促进汽车消费的实施细则
2020-04-01	长春市政府	关于做好近期商贸领域促消费工作的指导意见	2020-05-21	天津市政府办公厅	天津市促进汽车消费的若干措施
2020-04-03	山西省政府	关于实施汽车消费专项奖励的通知	2020-05-21	北京市小客车指标调控办	关于顺延申请小客车更新指标时限的通告
2020-04-04	广州市政府	《广州市促进汽车生产消费若干措施》印发	2020-05-27	山西省政府办公厅	陕西省促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响的若干措施
2020-04-08	四川省经信厅等三部门	新能源与智能汽车产业2020年度工作要点	2020-06-19	杭州各区（市）商务局	汽车补贴政策

资料来源：相关政府部门官网、华创证券

2、结构优化：新能源汽车+造车新势力崛起，结构性变化带来主业新机遇

1) 新能源汽车占比不断提升，长期趋势明确，7月起销量同比增长。

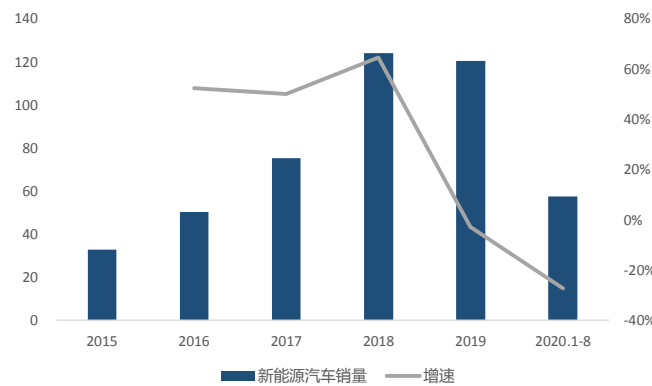
长期看，全球汽车产业正朝着电动化、智能化、网联化的方向发展，新能源汽车长期发展前景明确。

从销量占比看，我国新能源汽车从 2015 年占比 1.3% 升至 2019 年 4.7%，2020 年 1-8 月占比 4%。

新能源车销量 7 月开始呈现增长。2019 年 7 月起，新能源汽车补贴政策退坡导致新能源汽车销量下滑明显，出现连

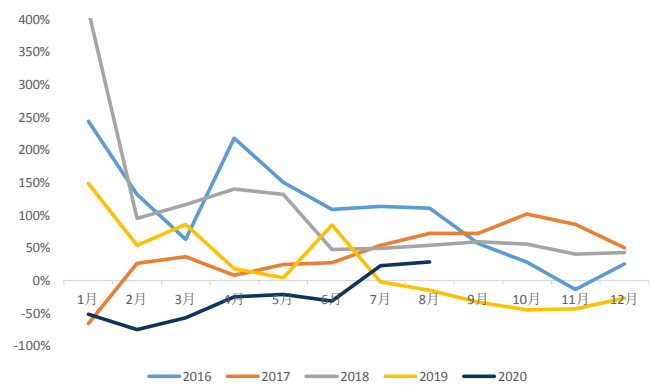
续 12 个月的同比下降。此外受疫情影响，2020 年一季度销量大幅下滑，同比下降 59.1%，但随着国内疫情影响的衰弱，新能源汽车销量逐步回升，7 月单月销量同比增长 23%，是近 12 个月以来首次同比增速转正，8 月同比增长 28%，单月 10.9 万辆创今年以来最高水平。

图表 13 新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，华创证券

图表 14 新能源汽车月度销量同比增速



资料来源：中汽协，华创证券

图表 15 新能源汽车销量占比



资料来源：乘联会，华创证券

2) 国内造车新势力崛起，为第三方汽车物流商带来新机遇

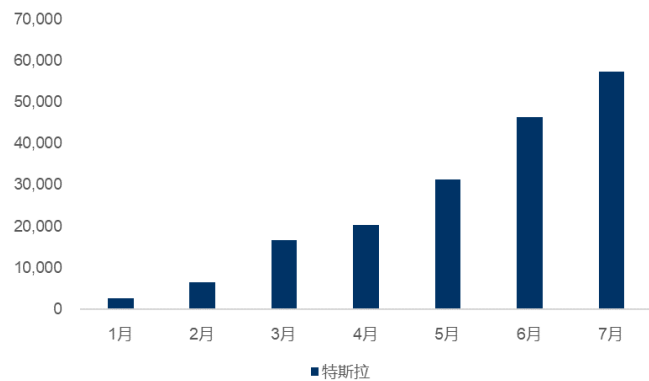
2015 年前后，国内新兴的互联网造车势力开始切入电动车领域，在经历了多轮融资后，伴随着代表性企业成功 IPO，2018 年左右逐步量产并交付。我们统计国内代表性造车新势力（蔚来、理想、威马、小鹏 4 家公司）销量占新能源汽车占比达到 10% 左右，7 月起合计单月销量过万台。

我们认为，新兴造车势力的崛起，或为第三方汽车物流服务商带来新机遇。

与传统主机厂相比，造车新势力起步时间短，对于零部件及上下游产业链绑定程度较浅，互联网轻资产运营思维下，更倾向于将非核心业务，如供应链服务、物流运输服务外包给独立且具备专业运营经验的第三方企业。随着国内消费者对新汽车品牌认可度的提升和交付量的提升，我们认为以长久为代表的专业第三方汽车物流商将获得新的机遇。

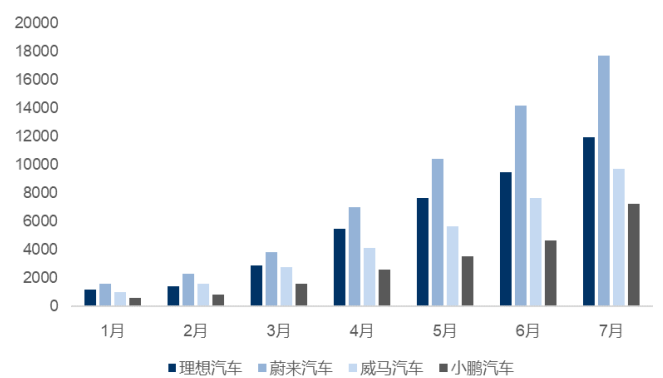
此外，2018 年 7 月特斯拉在国内工厂落地上海并与 2020 年初正式交付，6 月份单月销量即达到 14954 辆，创历史新高。

图表 16 特斯拉累计销量（辆）



资料来源：乘联会，华创证券

图表 17 国内新势力汽车品牌累计销量（辆）



资料来源：乘联会，公司官网，华创证券

图表 18 2020 年蔚来汽车交付量



资料来源：公司官网，华创证券

（三）供给端：政策推动+疫情影响淘汰不合规运力，预计公司整车业务市占率有望得以提升

1、公路治超政策淘汰不合规运力，汽车物流行业全面合规运营

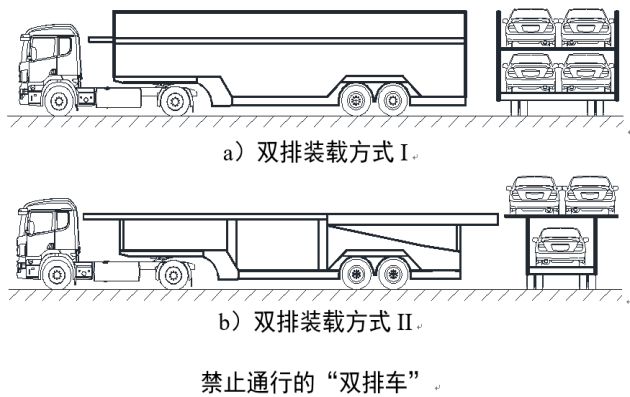
2016 年 8 月，交通运输部出台《车辆运输治理工作方案》，要求分三个阶段完成对所有不合规车辆运输车的改造和治理工作：

- 1) 2016 年 9 月 21 日起，全面禁止“双排车”通行，并督促汽车整车物流企业更新改造不合规车辆运输车，2017 年 6 月 30 日前完成 20% 不合规车辆运输车的更新改造。
- 2) 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日，全面完成所有不合规车辆运输车的更新改造，其中 2017 年底前完成 60%

3)2018年7月1日起,全面禁止不合规车辆运输车通行,符合新修订 GB1589 要求的标准化车辆运输车比重达 100%。

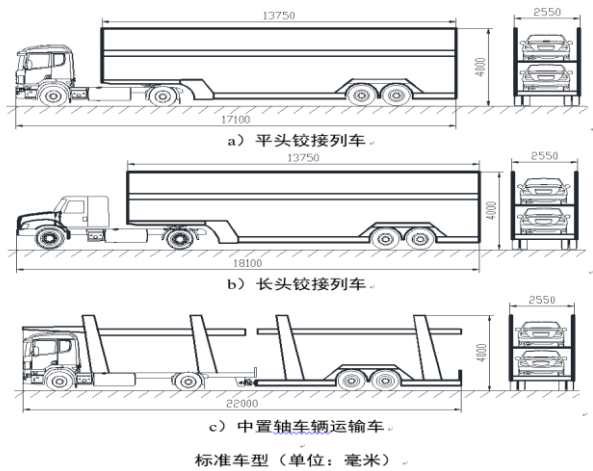
公路治超政策的出台和严格落实,推动行业全面淘汰不合规车辆运输车,更新置换成为符合国家标准的车。部分依靠违规超载降低成本的运输商不得不置换车辆或退出市场,长期看将使得行业内企业不断优化运营成本,提升运输效率。

图表 19 不合规车辆



资料来源:交通运输部,华创证券

图表 20 合规车辆



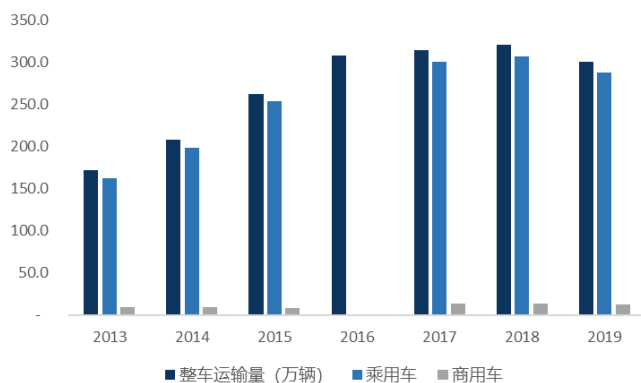
资料来源:交通运输部,华创证券

2、疫情或将加速中小物流企业的运力退出

历经 2016-18 年的公路治超,需求端因国内汽车市场产销量同比持续下滑,整车运输市场需求收缩,叠加前期运输商车辆更新及置换带来的折旧成本,整车运输行业利润空间进一步被压缩。对于部分中小型运输企业缺乏资金优势、成本优势和运营经验,生产压力剧增。而疫情期间,我们预计又有部分中小物流承运商运力出现了淘汰,退出市场。

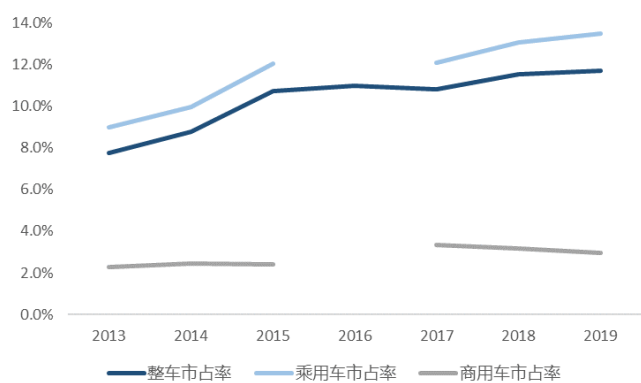
作为第三方龙头企业,我们预计长久物流凭借持续经营积累的规模优势、成本优势和运营管理经验,在整车运输行业中市占率得到提升。2019 年公司全年整车发运量达到 300.8 万辆,其中乘用车发运量 288 万辆。尽管 2016 年后运量增速放缓,但公司在整车运输行业市占率持续提升,从 2013 年的 7.8%提升至 2019 年的 11.7%,其中乘用车运输市占率从 9.0%提升至 13.5%。我们预计未来公司市占率会进一步提升。

图表 21 长久物流整车运输发运量



资料来源:交通运输部,华创证券

图表 22 长久物流整车运输市占率



资料来源:交通运输部,华创证券

二、二手车物流业务有望推动发展新空间

（一）中国二手车市场空间广阔，异地交易活跃度提升带来运输需求上升

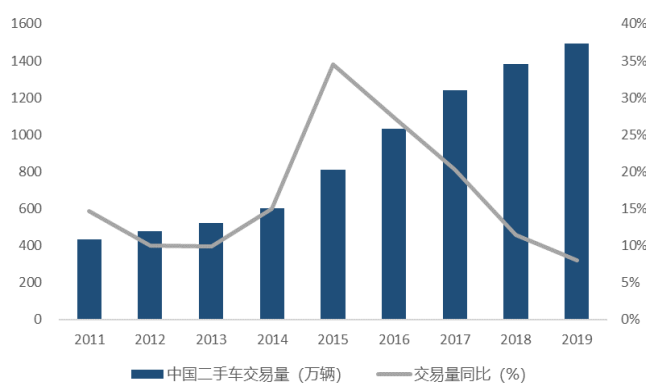
1、2019 年国内二手车交易规模超 9000 亿，中长期看，预计仍有翻倍以上空间

1) 我国二手车交易规模维持较快增长：2011-19 年复合增速约 20%。

随着中国汽车市场的逐步发展和成熟，二手车市场的交易量和交易规模也逐步提升，国内二手车交易量从 2011 年的 433 万辆增长到 2019 年的 1492 万辆，二手车交易规模从 2110 亿元增长到 9411 亿元，2011-19 年复合增速 20.6%。

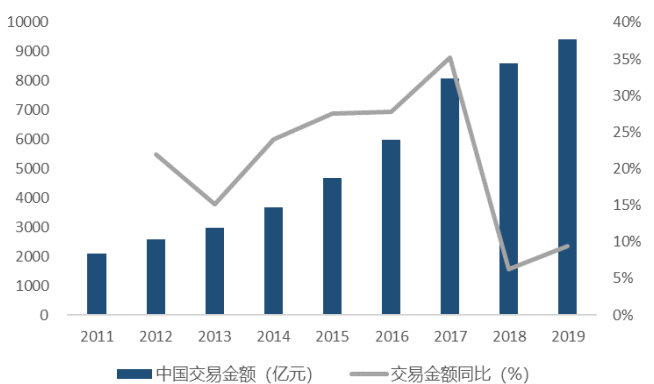
二手车交易均价提升：由 2011 年的 4.9 万元上升到 2019 年的 6.3 万元。

图表 23 中国二手车交易量



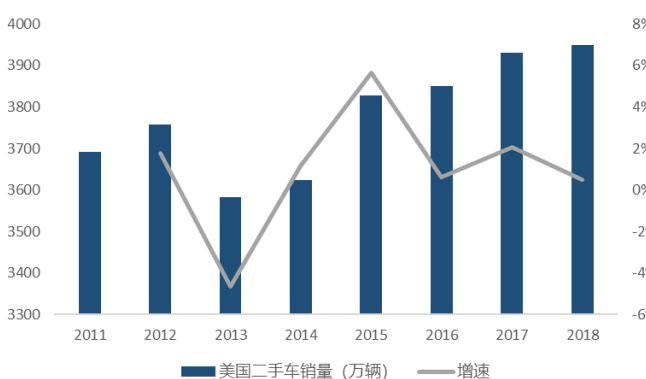
资料来源：中国汽车流通协会，华创证券

图表 24 中国二手车交易规模



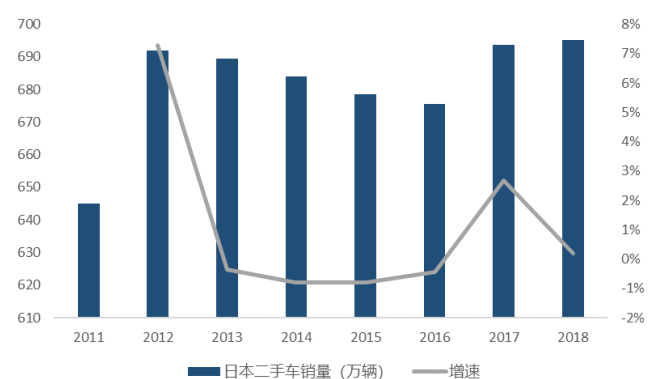
资料来源：中国汽车流通协会，华创证券

图表 25 美国二手车交易量



资料来源：世界汽车组织，华创证券

图表 26 日本二手车交易量



资料来源：日本汽车工业协会，华创证券

2) 对标海外成熟汽车市场，国内二手车仍有较大发展空间。

相比美国、日本等发达国家的成熟汽车市场，国内二手车交易相对于新车交易量及汽车保有量的水平仍然有较大差距。

二手车销量/汽车保有量：我国为 5.7%，日本 9%，美国 14%

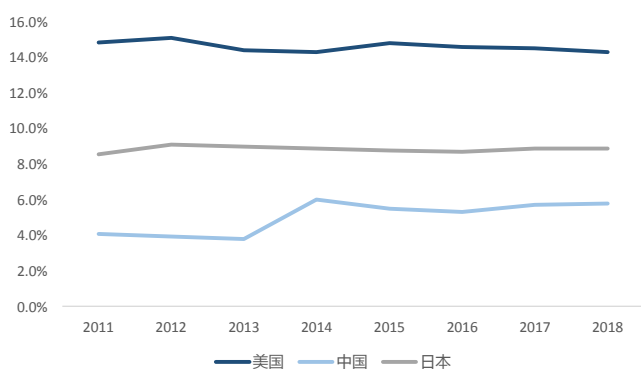
2018 年美国和日本二手车交易量分别为 3950 万辆、695 万辆，以二手车销量/汽车保有量指标看，美国二手车销量常年占汽车保有量 14% 以上的比例，日本二手车销量占汽车保有量的比例也达到 9% 左右的水平，而 2019 年中国二手车销量占汽车保有量的水平仅 5.7%。

二手车销量与新车销量的对比：我国 0.58，日本 1.3，美国 2.2

二手车销量：新车比率：美国长期保持在 2.2:1 的水平，日本保持在 1.3:1 的水平，而 2019 年中国汽车市场二手车与新车销量仅在 0.58:1。

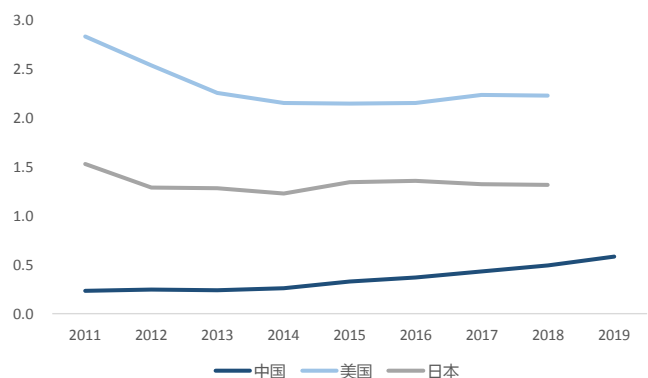
结合两个指标，中长期看，国内二手车市场预计仍有翻倍以上空间。

图表 27 中美日二手车销量与汽车保有量对比



资料来源：中国汽车流通协会，OICA，日本汽车工业协会，华创证券

图表 28 中美日二手车销量与新车销量对比



资料来源：中国汽车流通协会，OICA，日本汽车工业协会，华创证券

2、政策支持，促进二手车市场发展

2016 年国务院发布《关于促进二手车便利交易的若干意见》，要求全国除京津冀、江浙沪、长三角区域的 15 个城市以外，**逐步解除二手车限迁政策**。后续商务部、环保部、发改委等机构都明确表示要进一步落实全面取消二手车限迁政策。

2020 年 4 月，财政部公告，二手车经销从 5 月 1 日起至 2023 年底，增值税率由 2% 降低为 0.5%。二手车交易在地区限制、经销商税率等方面都得到了解放。

图表 29 二手车市场政策利好

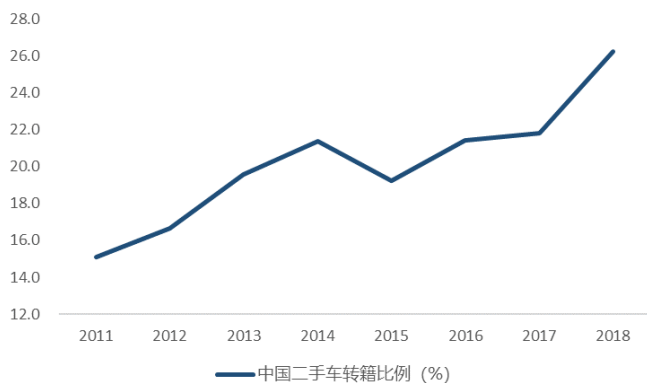
1、推进二手车限迁取消			
时间	部门	政策	内容
2016年3月	国务院	《关于促进二手车便利交易的若干意见》	国务院办公厅发文，国务院要求全国299个地级市除京津冀、江浙沪、长三角三大区域的15个城市外，其他各地不得制定限制二手车迁入政策。
2017年1月	商务部、环保部	《关于加强二手车环保达标监管工作的通知》	统一取消二手车限迁政策的标准，进一步加强推动全面取消二手车限迁政策
2019年1月	发改委	新闻发布会	将进一步落实全面取消二手车限迁政策
2020年4月	商务部	新闻发布会	推进取消二手车限迁，加快修订《二手车流通管理办法》
2、二手车减税政策			
2020年4月	财政部	《关于二手车经销有关增值税政策的公告》	自2020年5月1日至2023年12月31日，从事二手车经销的纳税人销售其收购的二手车，由原按照简易办法依3%征收率减按2%征收增值税，改为减按0.5%征收增值税。

资料来源：相关政府部门官网，华创证券

3、二手车异地交易比例持续上升，意味着消费者接受度在持续提升

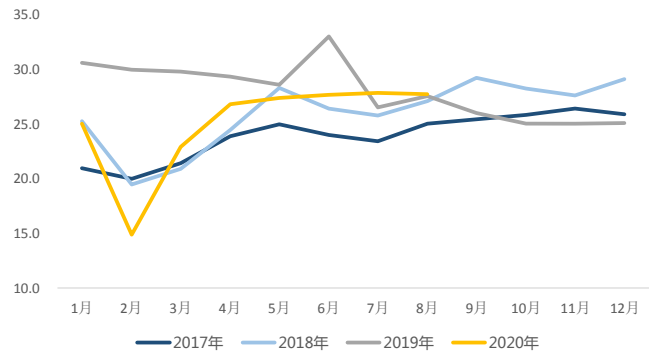
限迁政策是制约国内二手车跨区域流通的最主要因素之一，2011年，全国二手车转籍比例仅有15.1%。随着全国限迁政策解除的加速，二手车异地转籍比例从2015年的19.2%增长至2019年的28%。由于疫情影响，2020年一季度二手车异地转籍比例出现回落，但7月份已回升至正常水平。

图表 30 中国二手车交易转籍比例



资料来源：中国汽车流通协会，华创证券

图表 31 二手车交易月度转籍比例



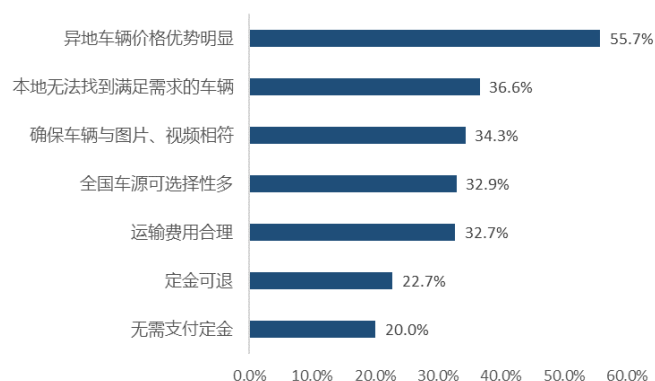
资料来源：中国汽车流通协会，华创证券

除了政策因素，消费者对异地二手车的认可度也在提升。二手车虽然有物流运输费用，但车型种类较多，选择空间大，性价比更高。

根据艾瑞咨询调查，77%的消费者愿意选择异地二手车，主要由于车源丰富、选择多样。有 55.7%的消费者认为异地车辆价格会有优势，36.6%和 32.9%的受访者认为本地无法找到满足需求的车辆、全国车源的可选择性更强。

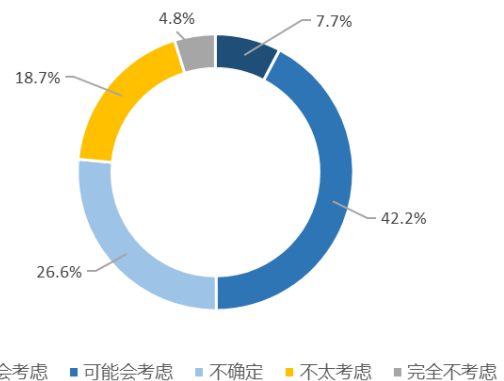
从车源的角度来看，从一、二线城市流出的二手车大多具有使用年限短、行驶里程数少、车辆故障少等特点，车辆残值率较高，异地二手车源对于消费者具备一定的吸引力。

图表 32 2018 年中国用户异地购车的驱动因素



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 33 取消限迁对购买异地的二手车意愿的影响



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

4、二手车电商发展有利于促进交易及流通

全国性二手车电商的发展有利于解决异地车源信息不透明的问题，促进二手车异地流通。对于消费者而言，无法看

到实车、担心车况问题是最主要阻碍因素。传统的二手车线下交易渠道以二手车经销商、4S店、当地二手车交易市场及个人交易为主，信息不对称性较强，交易范围更多局限于本地。而以优信、瓜子为代表的全国性二手车电商的发展，能够在质量保证、价格及信息透明、标准化服务和全国性车源等方面解决用户的痛点，其全国资源整合能力与标准化服务能力将有效推动二手车异地交易的发展进程。

（二）二手车物流：零散需求与非标准化，第三方汽车物流平台有望成为强力资源整合者

随着未来二手车在全国范围内的流通规模的进一步扩大，二手车物流行业将迎来重要发展机遇。

二手车跨区物流具备需求分散、线路多变、临时性强等特点。由于二手车买卖双方在地理上呈现异地零散式分布，造成运输需求相对分散，且单次运输规模较小。相较于新车物流而言，二手车物流需要进行运输前的车辆归集和运输后的车辆分运工作。同时，二手车的交易特点是需求在先、运输在后，交易需求的产生在时间和空间上具有不确定性，因此二手车物流难以提前制定高效的运输路线和时间规划，经常产生临时性的运输需求。能够在如此分散的市场内将物流资源与车源、运输需求高效匹配，建立起既灵活又成本效率较高的运载方式是制约企业发展的关键因素与核心能力。

专业的第三方汽车物流与汽车电商平台或有望凭借自身优势脱颖而出。传统汽车物流领域中，成本作为企业经营最看重的因素之一，一直存在“运多不运少、运满不运散”的规则，二手车物流领域面临更严格的成本控制问题。专业的第三方物流企业凭借已经建立起的强大的全国物流运输网络和运营管理经验，在能够完成运输需求和运力资源的高效匹配同时，更擅长于实现成本效率的优化。

二手车电商作为连接买卖方的信息服务平台，自建物流体系可以有效保障二手车全国业务跨区域流通的效率，增加盈利点。例如优信，2017 年启动“全国购”业务，同时自建物流体系，形成“骨干线+中心仓、联络线+中转仓”以及“最后一公里”的物流网络。截止 2019 年年底，优信的物流网络已经覆盖全国 900 个城市和地区，实际完成超过 13500 条全国的交付网络，平均 4 天可以完成车辆交付。但二手车物流的自身特征决定了二手车电商的自建物流体系必须保持开放性，完全重资产投入自建网络未必能够达到成本效率最优，与第三方物流公司进行业务协同，才能最大化提升物流体系的效率和盈利能力。

（三）公司二手车物流业务：依托网络优势，提高边际收益，占据发展先机

1、2020 年重点布局散车物流业务，占据发展先机

长久物流散车及二手车物流业务目前处于快速起步阶段，我们测算 2019 年二手车运输量约 9 万台。

2020 年长久物流将重点布局散车物流业务，以现有整车运输网络为依托，打造二手车、社会散车物流网络体系，根据二手车、社会散车业务特质，开发散车运输集货平台，力争占据二手车物流、散车物流的发展先机。

针对社会车辆物流业务，公司开发升级韵车 APP2.0，通过整合社会零散发运车辆、小 B 端及合伙人订单信息，有效利用公司物流体系及社会零散运力，可实现从班线查询、报价到下单、调度、分配运力到在途监控，末端配送，线上收付款，交车收车等车辆运输的完整闭环。该业务的目标客户包括二手车商、汽车经销商、汽车厂商和 C 端个人用户，具有标准报价成本低、快速发运效率高、车辆在途全流程监控等优势。

图表 34 韵车物流操作流程



资料来源：公司网站，华创证券

2、依托长久集团 4S 门店网络，低成本快速获取客户资源

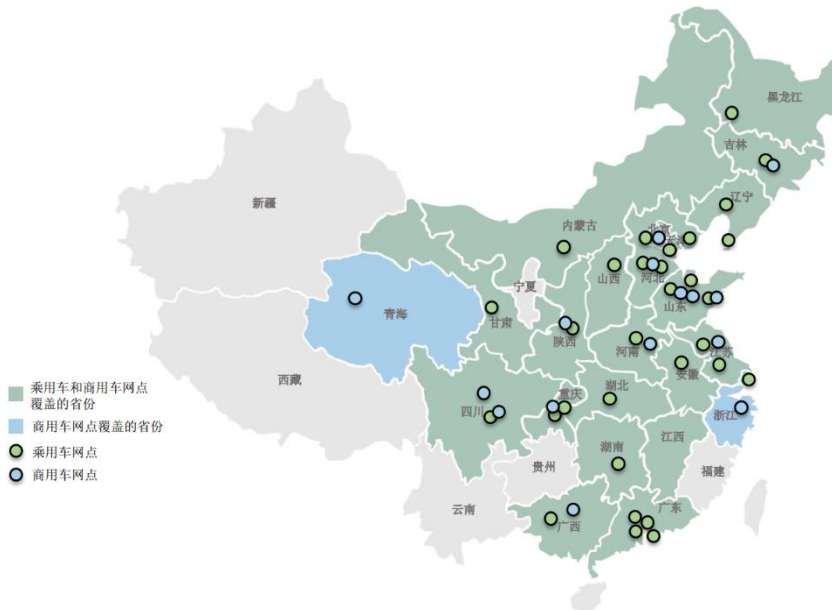
长久物流拥有线下核心交易场景汽车 4S 店资源。长久集团旗下长久汽车是集汽车 4S 店投资、汽车用品供应、二手车经营、管理咨询等全产业链的汽车流通企业，2017-2020 年连续 4 年进入中国汽车经销商集团百强，2020 年排名第 15 位，年整车销售超过 19 万台。长久汽车旗下拥有全资及控股近百家汽车 4S 店(包括在建及已获授权)，集中分布于广西、广东、北京、河北、河南、辽宁、吉林、山西、江西、湖南、内蒙古、海南、重庆等 13 个省市，同时监管全国近万家 4S 门店；经营品牌涵盖大众、奥迪、奔驰、捷豹路虎、沃尔沃、马自达、丰田、现代、福特、别克、本田、日产、奇瑞、解放等 14 个主流汽车品牌。

4S 店作为线下新车、二手车交易及汽车后市场的重要场景，是个人及区域二手车商物流需求的集散地。长久物流依托于母公司的先天资源优势，有利于在二手车业务拓展初期，借助门店优势快速低成本推广。此外，公司积极与优信、瓜子二手车等电商展开合作，承接其“全国购”物流外包需求，进一步拓展 B 端用户群体。

3、依托强大物流网络的类“填仓”运输模式，具备成本优势

经过多年耕耘，长久物流在全国范围内已经搭建起强大的物流网络。目前长久在全国关键运输节点、省会城市及主机厂所在地已经搭建起完善的运输网络，能够满足散车及二手车区域性及跨区长途运输需求。天网方面，经过长期的信息系统投入及运营调度经验的积累，能够及时快速响应需求，匹配司机运力。在天网和地网的协同下，通过拼载、填仓等方式，在无需额外运力投入的情况下提高单运输车辆效益，摊薄单车运输成本。

图表 35 长久物流业务网点



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

4、我们预计 2022 年二手车物流业务可带来运输增量约 2 成，贡献约利润约 0.7 亿

我们预计 2022 年二手车交易量达到接近 2000 万辆，其中异地交易占比 30%，则接近 600 万辆车存在异地物流运输需求；

假设长久在 2022 年达到 10% 的占比，经营二手车物流业务约 60 万辆，相当于 2019 年公司整车业务量的 18% 左右。假设二手车单车运输费用约 1200 元，则 2020-22 年长久二手车物流收入分别为 1.7、4.3 及 7.2 亿，

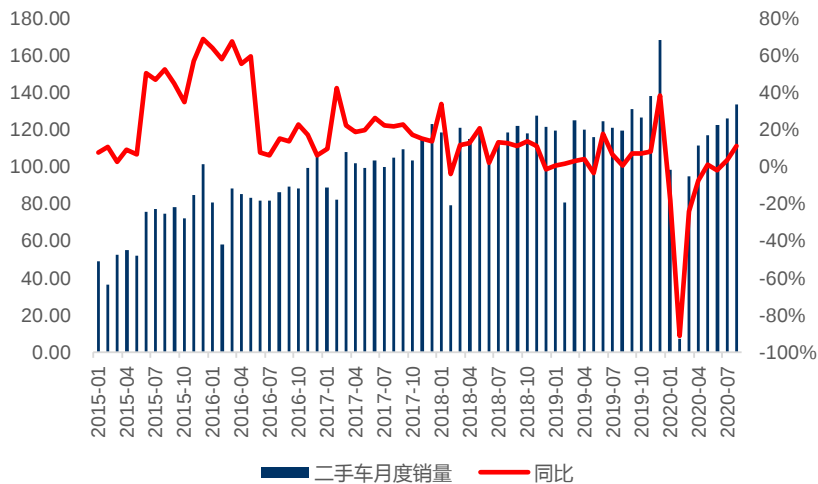
而我们认为二手车业务可基于公司整车物流运输主业而发展，在充分利用现有物流网络基础上开拓业务，相对不需要过多的资本开支与投入，因此边际利润率高于传统业务，假设净利率 10%，则二手车在 2022 年为公司带来 0.7 亿利润。

图表 36 二手车物流市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
二手车交易量（万辆）	1,031	1,240	1,382	1,492	1,343	1,806	1,986
同比	27%	20%	11%	8%	-10%	34%	10%
异地交易（转籍）比例	21.4%	21.8%	26.2%	28.1%	26.0%	28.0%	30.0%
二手车异地流通（万辆）	221	270	362	419	349	506	596
二手车单车运输收入（元）				1,200	1,200	1,200	1,200
二手车物流市场规模(亿元)				50.25	41.90	60.67	71.50
假设长久物流占比					4.0%	7.0%	10.0%
长久二手车业务量（万辆）					14.0	35.4	59.6
长久二手车物流收入（亿元）					1.68	4.25	7.15
预计净利（亿元）					0.17	0.42	0.72

资料来源：中国汽车流通协会，华创证券测算

图表 37 二手车月度销量



资料来源: Wind, 华创证券

三、投资建议及风险提示

1) 盈利预测:

我们预计公司 2020-22 年盈利预测分别为实现净利 2.4、3.8 及 4.6 亿，对应 2020-22 年 PE 分别为 23、14 及 12 倍。

2) 投资建议:

我们认为公司整车物流主业将随汽车行业回暖而企稳，坚定盈利基本盘，而二手车物流业务将有助于提升公司网络效率，带来增量利润。

给予公司 2021 年 18-20 倍 PE，对应目标市值 68-76 亿，目标价区间 12.1-13.5 元，较当前 54 亿市值预计 27%-40% 的空间。

基于我们观察公司业务模式下，量在价先，价格弹性或滞后于业务量，当前汽车市场回暖过渡到公司利润弹性仍在观察期，首次覆盖给予“推荐”评级。

3) 风险提示: 汽车销量增速不及预期，新业务拓展不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,581	419	538	623
应收票据	168	168	219	255
应收账款	1,655	1,550	2,027	2,361
预付账款	61	59	76	88
存货	2	2	3	3
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	318	728	815	876
流动资产合计	3,785	2,926	3,678	4,206
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	208	208	208	208
固定资产	1,247	1,190	1,140	1,097
在建工程	116	96	76	56
无形资产	353	347	342	336
其他非流动资产	458	398	396	395
非流动资产合计	2,382	2,239	2,162	2,092
资产合计	6,167	5,165	5,840	6,298
短期借款	1,225	825	835	735
应付票据	18	18	23	27
应付账款	817	670	969	1,122
预收款项	12	48	62	73
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	114	80	80	80
一年内到期的非流动负债	151	153	153	153
其他流动负债	93	33	19	18
流动负债合计	2,430	1,827	2,141	2,208
长期借款	0	0	0	0
应付债券	510	530	530	530
其他非流动负债	404	326	326	326
非流动负债合计	914	856	856	856
负债合计	3,344	2,683	2,997	3,064
归属母公司所有者权益	2,652	2,274	2,574	2,892
少数股东权益	171	208	269	342
所有者权益合计	2,823	2,482	2,843	3,234
负债和股东权益	6,167	5,165	5,840	6,298

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	555	98	332	451
现金收益	363	504	640	723
存货影响	6	0	-1	0
经营性应收影响	586	107	-546	-382
经营性应付影响	-246	-146	319	167
其他影响	-154	-367	-81	-57
投资活动现金流	-259	-22	-80	-80
资本支出	-154	-82	-82	-81
股权投资	-28	0	0	0
其他长期资产变化	-77	60	2	1
融资活动现金流	-179	-1,238	-133	-286
借款增加	210	-378	10	-100
股利及利息支付	-169	-177	-209	-247
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-220	-683	66	61

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,785	4,769	6,236	7,263
营业成本	4,278	4,185	5,381	6,232
税金及附加	35	35	46	53
销售费用	117	93	121	141
管理费用	204	155	203	236
研发费用	10	7	9	10
财务费用	74	65	37	45
信用减值损失	-57	3	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	-10	3	3
其他收益	105	98	98	98
营业利润	112	320	541	647
营业外收入	52	39	39	39
营业外支出	13	6	6	6
利润总额	151	353	574	680
所得税	34	79	129	152
净利润	117	274	445	528
少数股东损益	16	38	61	73
归属母公司净利润	101	236	384	455
NOPLAT	175	325	474	563
EPS(摊薄) (元)	0.18	0.42	0.69	0.81

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-12.7%	-0.4%	30.8%	16.5%
EBIT 增长率	-59.2%	85.8%	46.2%	18.6%
归母净利润增长率	-74.9%	133.2%	62.7%	18.6%
获利能力				
毛利率	10.6%	12.2%	13.7%	14.2%
净利率	2.5%	5.7%	7.1%	7.3%
ROE	3.6%	9.5%	13.5%	14.1%
ROIC	4.0%	10.1%	13.9%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	54.2%	53.0%	52.7%	50.1%
债务权益比	81.1%	73.9%	64.9%	53.9%
流动比率	155.8%	160.2%	171.8%	190.5%
速动比率	155.7%	160.0%	171.6%	190.4%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2
应收账款周转天数	146	121	103	109
应付账款周转天数	76	64	55	60
存货周转天数	0	0	0	0
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.42	0.69	0.81
每股经营现金流	0.99	0.17	0.59	0.80
每股净资产	4.73	4.06	4.59	5.16
估值比率				
P/E	53	23	14	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	17	13	11

资料来源：公司公告，华创证券预测

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理研究员：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500