

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

长久物流 (603569)

▶公司是国内规模最大的独立于汽车制造企业的第三方汽车物流龙头企业。公司以整车运输业务为核心，为客户提供整车运输、整车仓储、零部件物流及汽车供应链金融等多方面的综合物流服务。2019年1-6月，公司乘用车运输收入18.2亿元，占营收比重为80.6%。

▶多式联运投入不断加大，运输占比持续提升，有利于降低单位运输成本。公司公路运输经验丰富，同时具备公路、铁路、水路多式联运的运输执行能力，自上市以来，不断加大对多式联运项目的投入，先后投资建设京唐港物流基地、滁州汽车供应链物流基地、沈阳长久汽车产业园、购置商品车滚船、投资芜湖汽车江海联运枢纽港项目，多式联运发运占比持续提升，2019年上半年，公司多式联运业务共计发运34.39万台汽车，占比24.16%，同比+33.81%。

▶自有车辆投入增加，有助于提升公司对承运商的议价能力。2017、2018年公司先后共计购买了2456台中置轴轿运车，增加了自有承运车辆的投入。新增自有车辆或不能完全覆盖公司的运力需求，但增加了公司与外部承运商之间的价格谈判筹码，有利于提升公司的议价能力。

▶“治超规定”将改变整车物流运力结构，合规车辆更新成本、单位成本上升。2016年9月21日《超限运输车辆行驶公路管理规定》实施后，不合规的“双排车”被合规的“单排车”全面取代，车辆更新成本上升，单车可运数量下降，单位成本上升，未来运输成本相对较低的水路、铁路运输占比将上升，公司多式联运的优势将凸显。

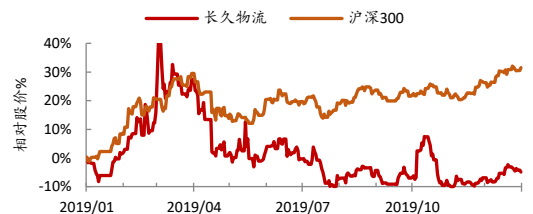
▶汽车产销量持续下行，中小汽车物流企业生存压力大，公司有望进一步提升市占率。国内汽车产销量持续下行，拖累汽车整车物流行业，叠加前期“治超”的成本压力，汽车整车物流企业生存压力大，尤其是业内没有资金优势、规模优势的中小承运商。公司作为国内规模最大的独立于汽车制造企业的第三方汽车物流龙头，有望进一步提升市场占有率。经我们测算，公司2019年1-6月累计发运的乘用车占上半年国内累计销售的乘用车的比重约为13.5%，相比2018年上升约0.5个百分点，预计未来比重有望持续提升。

▶二手车全面取消限迁，鼓励二手车出口等政策陆续落地，未来二手车整车物流市场将是一片蓝海。过去几年，我国二手车交易量基本处于上升趋势，2019年全国累计二手车交易量为1492.3万量，同比+8%。2016年以来，全面取消二手车限迁政策陆续落地，将促进二手车跨区域流通，给二手车整车物流带来机遇；2019年4月，商务部、公安部、海关总署出台了鼓励二手车出口的相关政策，也将刺激二手车整车物流的需求。

▶首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2019-21年分别实现归母净利润约0.8/1.5/2.1亿元，对应EPS分别为

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	10.48
股票代码:	603569
52周最高价/最低价:	15.94/10.09
总市值(亿)	60.17
自由流通市值(亿)	60.17
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: 0755-23945082

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

0.15/0.28/0.38 元,以 2020 年 01 月 21 日收盘价 10.48 元/股为计算依据,对应 PE 分别为 70/38/28 倍。我们认为,因为汽车市场整体销售(新车)的连续下滑,以及公路运输的逐步规范,行业进入门槛已然提高,目前行业正处于洗牌期,长久物流的龙头优势未来会逐步体现。同时,在汽车后市场整车运输环节,长久物流基于现有新车业务构建的规模优势明显,未来想象空间巨大。综上因素,并考虑公司市占率的提升空间和股票市场细分行业标的的稀缺性,首次覆盖,我们给予公司“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;武汉新型冠状病毒或许对车市回暖有短期负面影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4960.67	5482.63	4956.01	5286.51	5621.85
YoY (%)	15.47%	10.52%	-9.61%	6.67%	6.34%
归母净利润(百万元)	393.84	403.12	83.27	154.48	210.52
YoY (%)	8.67%	2.36%	-79.34%	85.51%	36.28%
毛利率 (%)	10.44%	13.55%	9.52%	11.64%	12.82%
每股收益(元)	0.70	0.72	0.15	0.28	0.38
ROE	18.35%	15.31%	3.06%	5.38%	6.83%
市盈率	14.91	14.57	70.51	38.01	27.89

资料来源:公司公告, Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 国内第三方汽车物流龙头	4
1.1. 控股股东控股 76.65%	4
1.2. 专注于汽车物流，乘用车运输营收占比超 80%	4
1.3. 汽车行业景气度下行，拖累公司业绩	5
2. 公司持续资金投入提升行业进入门槛及公司行业地位	6
2.1. 发展多式联运，提升核心竞争能力	6
2.2. 物流网络优势，有利于业务扩张	8
2.3. 优质客户资源为公司业务提供保障	9
2.4. 增加自有承运车辆投入，有助于提升公司议价能力	10
3. 市场底部有利于龙头公司提升市占率	10
3.1. “治超规定”将改变整车物流运力结构	10
3.2. 汽车产销量持续下滑，中小汽车物流企业生存压力大	11
3.3. 存量博弈，公司竞争优势大，有望持续提升市占率	12
4. 二手车整车物流市场蓝海，未来增长可期	12
4.1. 二手车交易量持续增长，催化汽车整车物流需求	12
4.2. 二手车限迁政策破冰，公司有望利用其自身优势抢占先机	13
4.3. 政策支持二手车出口，公司已布局二手车出口物流市场	13
5. 盈利预测及估值	14
5.1. 预计公司未来汽车整车发运量重回增长	14
5.2. 多式联运占比持续提升，单位成本有望下降	14
5.3. 预计 2019-21 年分别实现归母净利润约为 0.8/1.5/2.1 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级	14
6. 风险因素	14
6.1. 宏观经济下行	15
6.2. 控股子公司哈欧国际无法及时收到政府补助的风险	15
6.3. 武汉新型冠状病毒或许对车市回暖有短期负面影响	15

图表目录

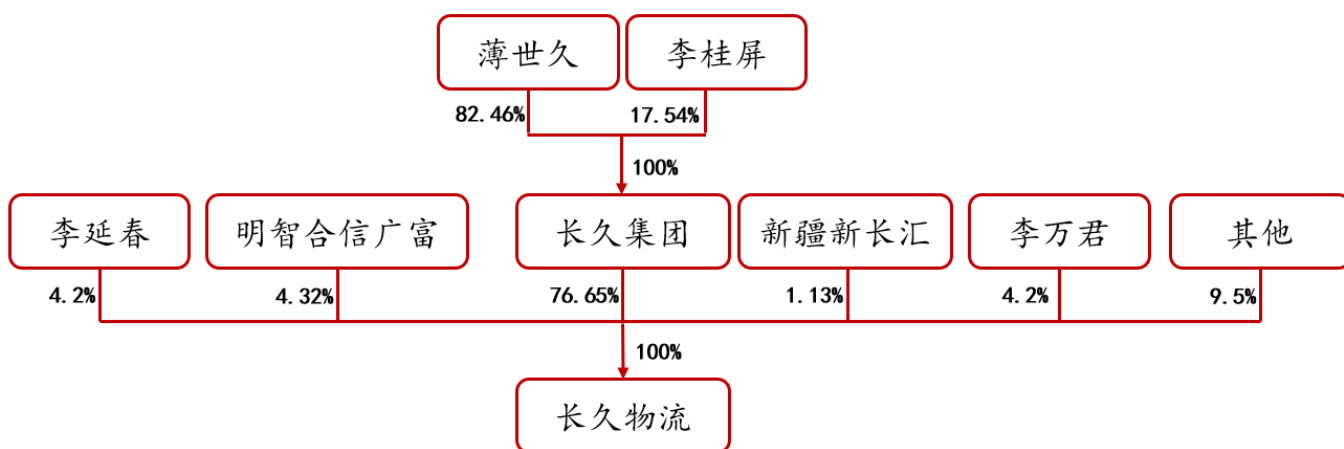
图 1 截至 2019 年 6 月 30 日，控股股东控股 76.65%	4
图 2 2019 年 1-6 月，公司乘用车运输收入占比为 80.6%	5
图 3 2019 年 1-9 月国内乘用车累计产量同比-13%	5
图 4 2019 年 1-9 月国内乘用车累计销量同比-12%	5
图 5 2019 年 1-9 月国内商用车累计产量同比-2%	6
图 6 2019 年 1-9 月国内商用车累计销量同比-3%	6
图 7 2019 年 1-9 月公司营收同比-8.3%	6
图 8 2019 年 1-9 月公司归母净利同比-64.8%	6
图 9 京唐港物流基地拥有多式联运的地理优势	7
图 10 水路运输占比逐年提升，至 2018 年达 20%	8
图 11 长久物流全国的业务网点分布图	9
图 12 “双排车”示意图	11
图 13 “单排车”示意图	11
图 14 国内乘用车产量连续 17 个月同比下滑	11
图 15 国内乘用车销量连续 18 个月同比下滑	11
图 16 2019 年上半年，公司整车发运量同比-2.6%	12
图 17 公司乘用车整车运输市占率稳步提升	12
图 18 2019 年我国全国二手车交易量同比+8%	13
表 1 2019 年 1-12 月广义乘用车综合销量 TOP15	9

1. 国内第三方汽车物流龙头

1.1. 控股股东控股 76.65%

公司成立于 2003 年 9 月 10 日，于 2016 年 8 月 10 日于上交所挂牌上市。截至 2019 年 6 月 30 日末，公司控股股东吉林省长久实业集团有限公司持有公司 4.29 亿股股票，占公司总股本的 76.65%。公司控制人薄世久、李桂屏夫妇合计持有公司控股股东吉林省长久实业集团有限公司 100% 股权。此外，实际控制人之一薄世久先生还持有公司股东新疆新长汇股权投资管理有限责任公司（持有公司 1.13% 的股份）58.31% 的股权。

图 1 截至 2019 年 6 月 30 日，控股股东控股 76.65%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

国内汽车物流企业大致包括汽车制造企业下属的汽车物流企业以及独立于汽车制造企业的第三方汽车物流企业。汽车制造企业下属的物流企业仍以服务于自身厂商为主，客户相对于第三方物流企业较为单一，目前国内规模较大的汽车制造企业下属的汽车物流包括安吉汽车物流股份有限公司、一汽物流有限公司以及重庆长安民生物流股份有限公司。

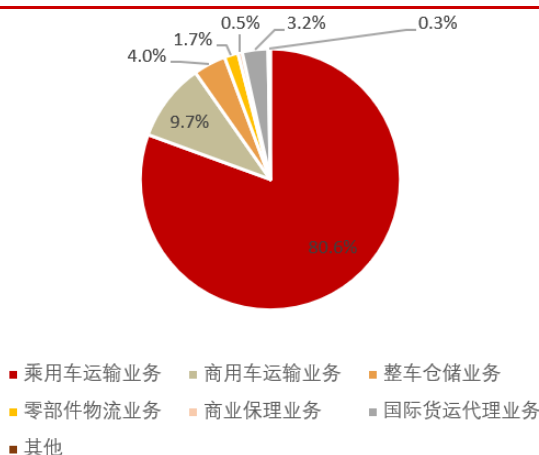
第三方汽车物流企业不同于汽车制造企业下属的汽车物流企业，客户群体不局限于单个汽车制造企业，客户具有多样性的特点。在汽车制造企业下属的汽车物流企业之外的第三方汽车物流企业中，长久物流的规模最大。根据中国物流与采购联合会统计并公布的 2016 年中国物流企业 50 强名单中参加评选单位的主营业务收入排序，长久物流位于安吉汽车物流股份有限公司、一汽物流有限公司、重庆长安民生物流股份有限公司之后，位居汽车物流行业第 4 位。

1.2. 专注于汽车物流，乘用车运输营收占比超 80%

公司是一家为汽车行业提供综合物流解决方案的现代服务企业。公司以整车运输业务为核心，可为客户提供整车运输、整车仓储、零部件物流及汽车供应链金融等多方面的综合物流服务。整车运输是指将商品车从汽车生产厂商运至经销商的过程，其中包括乘用车运输和商用车运输，乘用车运输是公司最核心的业务。2019 年 1-6 月，公司实现乘用车运输收入 18.2 亿元，占营收比重为 80.6%；商用车运输收入 2.2 亿元，占营收比重为 9.7%。

此外，公司还有整车仓储、零部件物流、商业保理以及国际货运代理等业务。

图 2 2019 年 1-6 月，公司乘用车运输收入占比为 80.6%



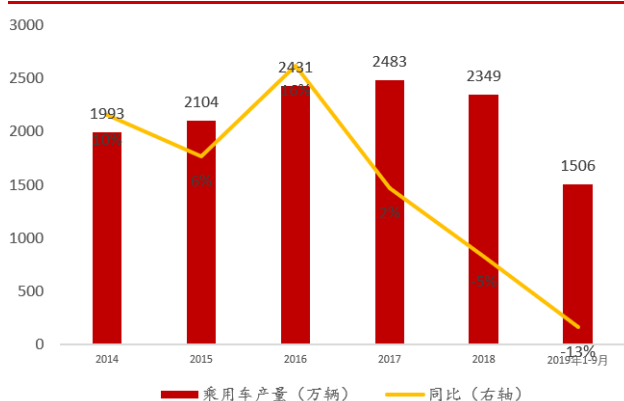
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 汽车行业景气度下行，拖累公司业绩

公司的业务与国内汽车市场的景气度息息相关，过去几年，受益于国内汽车市场产销量的持续增长，公司的营收、归母净利润稳步提升。国内汽车行业景气度于 2018 年出现拐点，汽车产销量持续下滑，受此影响，公司 2019 年前三季度业绩首次出现下滑。

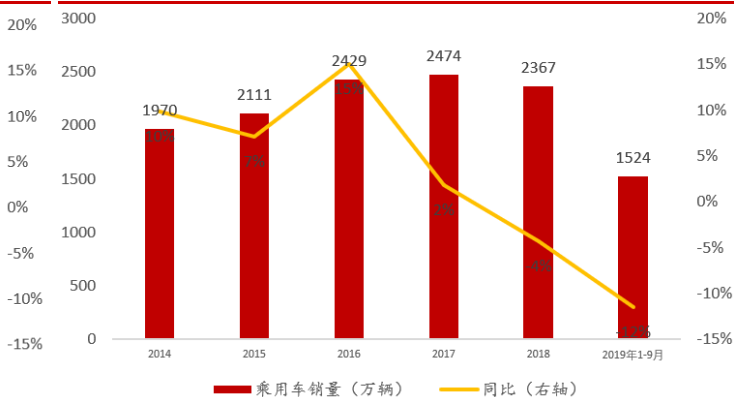
2019 年 1-9 月，国内乘用车累计产量 1506 万辆，同比-13%；国内乘用车累计销量 1524 万辆，同比-12%；国内商用车累计产量 307 万辆，同比-2%；国内商用车累计销量 312 万辆，同比-3%。受此影响，公司 2019 年上半年公司主营业务整车运输实现发运量 142.35 万台，同比-2.63%。

图 3 2019 年 1-9 月国内乘用车累计产量同比-13%



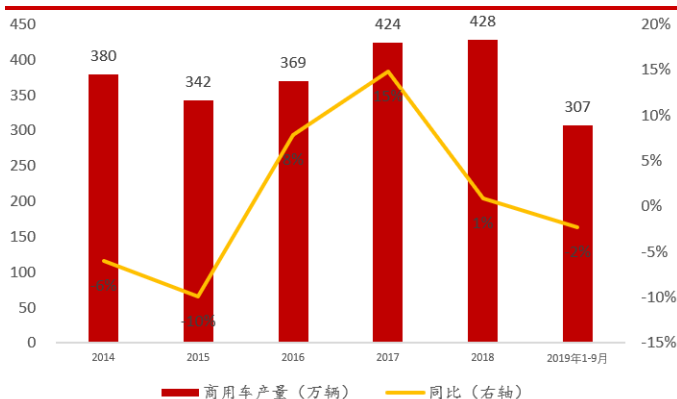
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2019 年 1-9 月国内乘用车累计销量同比-12%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 2019 年 1-9 月国内商用车累计产量同比-2%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

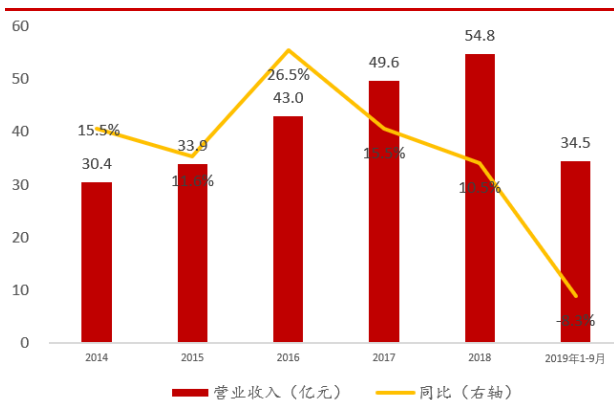
图 6 2019 年 1-9 月国内商用车累计销量同比-3%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

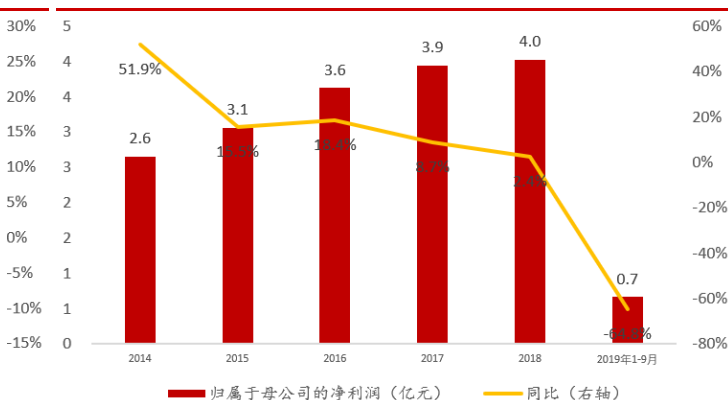
由于汽车行业景气度下行, 公司 2019 年前三季度实现营收 34.45 亿元, 同比-8.3%。同时, 由于合规运力投入增加使成本上升, 研发投入增多等原因, 前三季度实现归属于母公司净利润 0.66 亿元, 同比-64.8%。

图 7 2019 年 1-9 月公司营收同比-8.3%



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 8 2019 年 1-9 月公司归母净利同比-64.8%



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

2. 公司持续资金投入提升行业进入门槛及公司行业地位

2.1. 发展多式联运, 提升核心竞争能力

多年来, 公司深耕于汽车物流行业, 公路运输经验较为丰富, 同时具备公路、铁路、水路多式联运的运输执行能力。通过对不同运输方式的有效结合, 可以有效控制运输成本, 使运力得到保障, 提升公司的核心竞争能力。

自公司上市以来, 公司积极布局多式联运的相关项目, 其中包括京唐港物流基地项目、滁州汽车供应链物流基地项目、沈阳产业园项目、投资购买 4 艘江船等。

2.1.1 投资建设京唐港物流基地

根据公司 2018 年 11 月的《公开发行可转债募集说明书》, 公司 IPO 募投项目之一的京唐港物流基地于 2018 年达到预定可使用状态。京唐港是北方大型综合性海港,

海港经济开发区内有专门铁路货运线，又紧临唐港高速、沿海高速和环渤海公路，拥有实施多式联运得天独厚的优势。

根据《招股说明书》，京唐港物流基地建成后，公司东北地区向外运输以及京唐港与西北地区间的运输将可选择铁路来完成，京唐港物流基地与华东、华南则可选择水路来运输。

图 9 京唐港物流基地拥有多式联运的地理优势



资料来源：百度地图，华西证券研究所

2.1.2 投资建设滁州汽车供应链物流基地

根据公司的《公开发行可转债募集说明书》，公司滁州汽车供应链物流基地项目总投资 2 亿元，其中拟使用可转债募集资金 1.6 亿元。

滁州地处长江下游北岸，长江三角洲西端，安徽省东部，苏皖交汇地区，水运主要依托滁州港和临近码头，项目建设地点临近铁路货运站，长久滁州汽车供应链物流基地项目在实施多式联运时具有地理优势。

2.1.3 投资建设沈阳长久产业园项目

根据公司的《公开发行可转债募集说明书》，沈阳长久产业园项目是公司可转债的募投项目之一，总投资 3.5 亿元，拟使用可转债募集资金 3.5 亿元。

沈阳长久产业园处于东北地区铁路交通枢纽的中心区域，同时临近营口港、大连港、丹东港、葫芦岛港和锦州港等北方重要港口，可充分发挥区位及交通便利优势，帮助公司运用水运、铁路与公路运输相结合的多式联运方式，降低物流成本。

2.1.4 积极提升水路运力

除上述项目外，公司还积极提升水路运力。

根据公司 2017 年年报，公司参股子公司中世国际已拥有海船 4 艘。根据公司《公开发行可转债募集说明书》，公司 2018 年可转债募集资金中的 1.2 亿元拟用于购置 4 艘商品车滚船项目。

2.1.5 投资芜湖汽车江海联运枢纽港

根据 2017 年 10 月 14 日《安徽法制报》报道，公司与上海临港经济发展集团有限公司、皖江物流共同打造芜湖汽车江海联运枢纽港项目，项目建成后滚装汽车通过海运、江运到达“江海联运”节点港上海南港、芜湖港，实现江海联运，并以芜湖港为江海联运枢纽港，通过水路、公路、铁路通达周边地区，以芜湖为中心，辐射范围可达到 1000 公里，年吞吐能力将达 100 万辆以上。

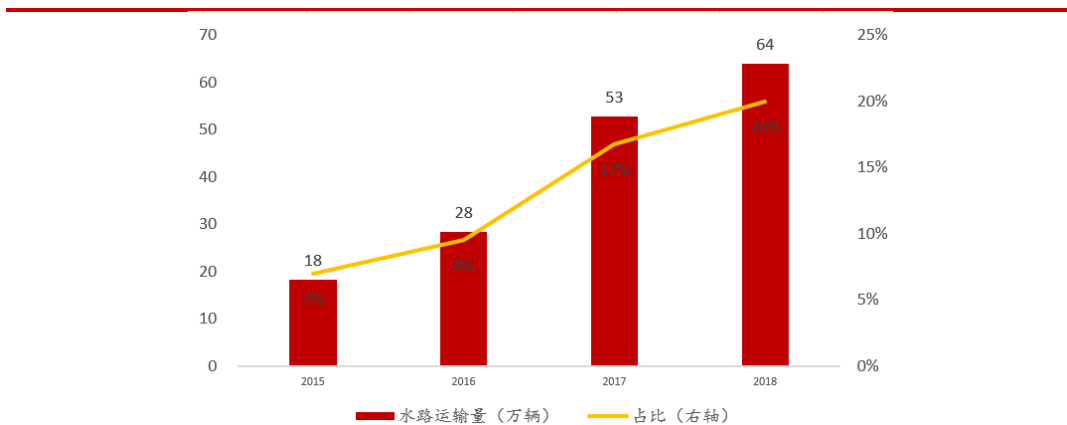
根据公司 2019 年半年报，公司芜湖朱家桥汽车滚装码头基地建设工程已完工转固。

2.1.6 多式联运初见成效，水运等方式发运的汽车占比逐年上升

2015 年至 2018 年期间，公司每年通过水路发运的车辆占当年总体发运车辆的比重逐年上升。2018 年公司通过水路发运的车辆 64 万辆，占当年全部汽车发运总量的 20%。

根据公司 2019 年半年报，上半年公司多式联运业务共计发运 34.39 万台，占比 24.16%，同比+33.81%。

图 10 水路运输占比逐年提升，至 2018 年达 20%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 物流网络优势，有利于业务扩张

根据公司《公开发行可转债募集说明书》，公司搭建了覆盖全国主要汽车生产及消费区域的物流网络，可促进不同汽车生产厂商运输路线的资源互换，在全国范围内协调运输和运力资源，形成网络循环，实现资源对流，降低空驶率，节约单位车辆物流成本。公司把贴近主要市场和建立经营网点、确立网点布局优势作为公司一项重要经营策略，有利于公司及时了解客户需求，快速提供物流服务，是公司成功占领市场的关键因素之一。

同时，公司通过与包括竞争对手在内的物流企业合作，通过物流公司之间通过运力协作可以实现资源互补，减少各自的单程运输，降低空驶率，降低协作双方的成本。

图 11 长久物流全国的业务网点分布图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 优质客户资源为公司业务提供保障

根据公司《公开发行可转债募集说明书》及 2019 年半年报，国内汽车销量前十名的企业集团或其下属企业大多数为公司的客户。公司与包括北京现代、上海通用五菱、长城、吉利、奇瑞、一汽马自达、一汽大众和华晨宝马等在内的多个乘用车汽车销售企业及中国重汽、一汽解放、陕西重汽等在内的多个商用汽车销售企业建立了稳固的合作关系。根据乘联会的数据，公司的主要客户乘用车销量排名靠前。

表 1 2019 年 1-12 月广义乘用车综合销量 TOP15

排名	厂商	2019 年 1-12 月乘用车销售 (辆)	份额
1	一汽大众	2071888	9.8%
2	上汽大众	1968077	9.4%
3	上汽通用	1481724	7.0%
4	吉利汽车	1303578	6.2%
5	东风日产	1292871	6.1%
6	上汽通用五菱	1240071	5.9%
7	长城汽车	863924	4.1%
8	东风本田	788916	3.7%
9	长安汽车	778747	3.7%
10	广汽本田	765025	3.6%
11	一汽丰田	724734	3.4%
12	北京现代	703785	3.3%
13	广汽丰田	665660	3.2%
14	上汽乘用车	574365	2.7%
15	北京奔驰	559758	2.7%

资料来源：乘联会、华西证券研究所

2.4. 增加自有承运车辆投入，有助于提升公司议价能力

根据公司 2016 年披露的《招股说明书》，公司的业务模式为从汽车生产厂商获取运单，然后进行物流规划设计（包括组组运力、合理规划路线、运输方案、平衡物流资源等），承运环节交由外部承运商负责运营。

将承运环节交由外部承运商负责，虽有利于公司迅速扩张运力，集中有限资源开发网络布局、优化物流规划方案设计，提高企业整体运营效率，实现规模效应，但同时公司因为没有自有车辆，其议价能力受到一定的限制，特别是在行业运力紧张的时候。

根据公司 2018 年年报，公司分别在 2017、2018 年购买了 900 台和 1556 台中置轴轿运车，增加了自有承运车辆的投入。

我们认为，公司增加自有承运车辆，或不能完全覆盖公司的运力需求，但增加了公司与外部承运商之间的价格谈判筹码，有利于提升公司的议价能力。

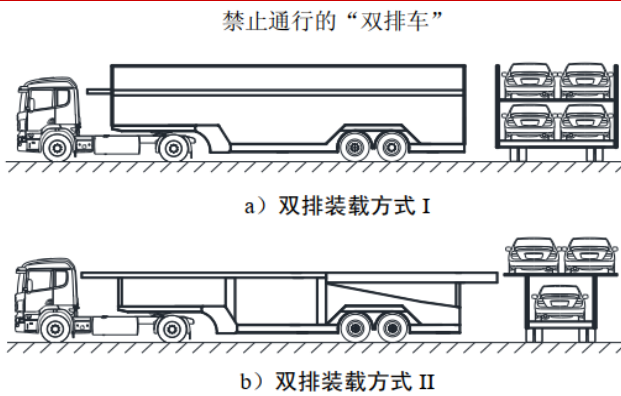
3. 市场底部有利于龙头公司提升市占率

3.1. “治超规定”将改变整车物流运力结构

2016 年 8 月 1 日，工信部装备工业司正式对外发布并执行新修订的《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589—2016)标准，在对现有货运车辆的外廓尺寸、轴荷及质量限值等参数进行进一步规范和调整，同时参考欧洲标准引入单车装载量较大（8-11 位）且适合中长途运输的中置轴车型、鼓励车辆采用空气悬挂系统，并要求自 2018 年 7 月 1 日起整车运输工具需全部使用合规的并满足中长途运输中置轴轿运车和适用于 500 公里以下短途运输的标准 6 位半挂车。

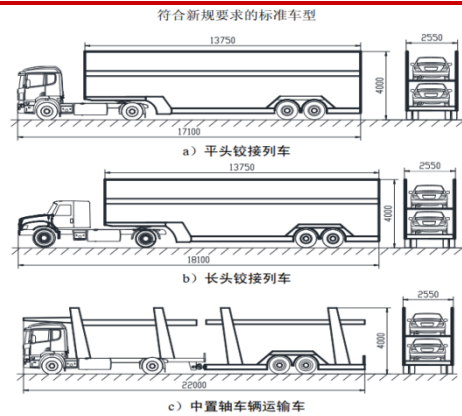
2016 年 8 月 19 日，交通部颁布《超限运输车辆行驶公路管理规定》（交通运输部令 2016 年第 62 号），于 2016 年 9 月 21 日起施行。根据规定，2016 年 9 月 21 日起，全国全面禁止重度改装的“双排车”进入高速公路，2017 年 6 月 30 日前完成 20% 不合规车辆运输车的更新改造；2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日，全面完成所有不合规车辆运输车的更新改造，其中 2017 年底前完成 60%；2018 年 7 月 1 日起，全面禁止不合规车辆运输通行，符合 GB1589-2016 标准要求的标准车辆运输车比重达 100%。

图 12 “双排车”示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 “单排车”示意图



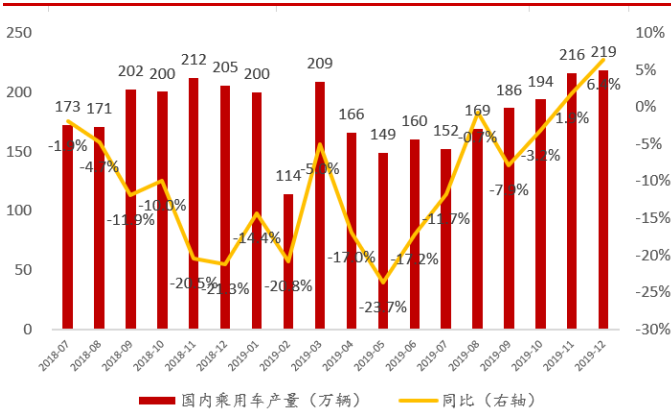
资料来源：公司公告，华西证券研究所

政策的出台，短期内造成了整车物流运力的紧张，运价上升；从长期看，成本因素将驱动汽车物流运输结构发生变化，原来以公路运输为主的运输结构将向低成本的水路运输、铁路运输偏移。未来能否顺利拓展水路资源、铁路资源，开展公、铁、水多式联运将是汽车物流企业的核心竞争力之一。

3.2. 汽车产销量持续下滑，中小汽车物流企业生存压力大

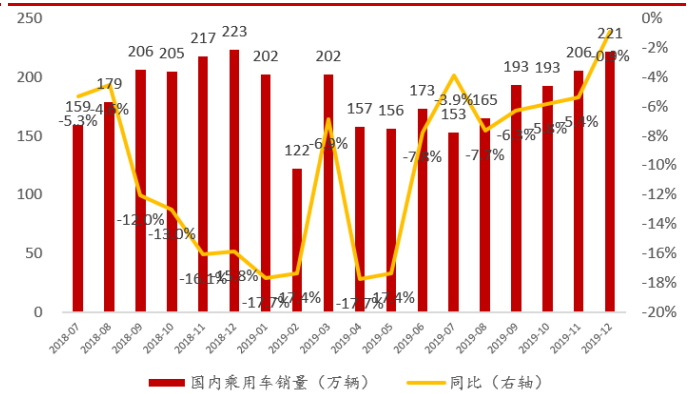
自 2018 年 7 月以来，国内乘用车产量已连续 17 个月同比下滑，2019 年 11 月产量同比转正，11 月、12 月国内乘用车产量同比分别为+1.89%/+6.36%；乘用车销量则已连续 18 个月同比下滑，2019 年 11 月、12 月销量同比降幅收窄，分别为-5.4%/ -0.9%。

图 14 国内乘用车产量连续 17 个月同比下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 国内乘用车销量连续 18 个月同比下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

《超限运输车辆行驶公路管理规定》实施至今，我们将这段时间分两个阶段看。第一个阶段是从 2016 年 9 月 21 日至 2018 年 6 月末的“治超”过渡期，在此阶段汽车产销量尚处于上行阶段，“治超”因素导致行业供给运力紧张，运价上升掩盖了更新承运车辆成本上升的问题，导致行业出现短暂的繁荣；第二阶段是 2018 年 7 月至今，此阶段“治超”过渡期刚结束，国内汽车产销量同比持续下行，整车运输业务规模收缩，叠加前期更新承运车成本、折旧成本以及单车运输成本上升的问题，整车运输行业面临较大的压力。

我们认为，当前的行业环境对业内的企业而言既有利也有弊。对于业内没有资金优势、成本优势、规模优势的中小承运人而言，他们的生存空间将会受到进一步的挤压；而对于业内的龙头企业而言，可借机扩张规模，提升市场占有率。

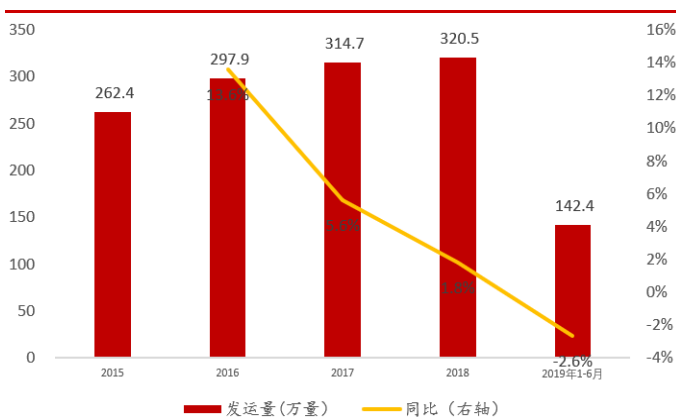
3.3. 存量博弈，公司竞争优势大，有望持续提升市占率

汽车产销量持续下行，在一定程度上使整车物流行业进入了一个存量博弈的市场，行业内的竞争加剧。在存量博弈阶段，公司的规模优势、成本优势以及议价能力将有助于提升公司的市场占有率。

2015年至2018年期间，公司整车发运量持续增长，2019年上半年受汽车行业景气度下行的影响首次出现下滑。2019年上半年公司整车发运量为142.4万辆（含乘用车发运量、商用车发运量），同比-2.6%。

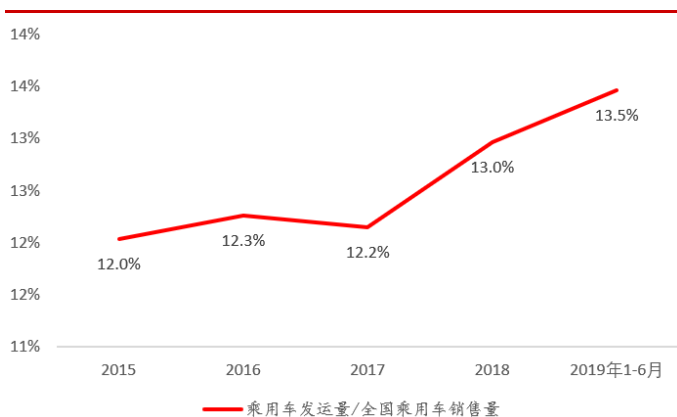
但从公司乘用车发运量与同期全国乘用车的销量的比值情况看，2015年至2018年期间，除2017年稍有所下滑外，其余各年均略有上升。2019年1-6月，公司并未披露乘用车发运量，我们参考2018年乘用车占公司整车发运量的比重，我们估算2019年上半年乘用车的发运量大约为136.3万辆，占上半年全国乘用车销售量的13.5%，较2018年上升0.5个百分点，市占率稳步提升。

图 16 2019 年上半年，公司整车发运量同比-2.6%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司乘用车整车运输市占率稳步提升



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

注：2019年1-6月公司乘用车发运量/全国乘用车销售量为测算值

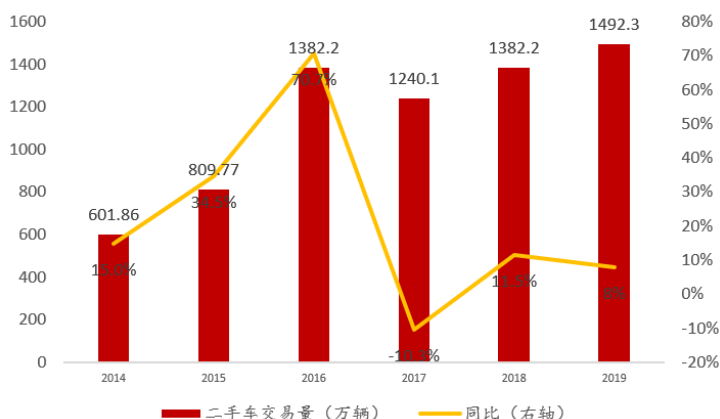
从2018年7月开始，国内乘用车产销量持续下滑，2019年11月乘用车产量同比虽然转正，但我们认为相比过去，国内乘用车市场尚处于不景气的阶段。行业不景气到中小企业难以生存而退出，再到龙头企业提升市场占有率，需要一个时间过程，从长久物流市占率的变化情况看，我们认为这个过程正在逐渐发生。

4. 二手车整车物流市场蓝海，未来增长可期

4.1. 二手车交易量持续增长，催化汽车整车物流需求

相比国内汽车产销量持续下滑，我国的二手车交易市场仍处于持续上涨的阶段。2014至2019年，除2017年二手车交易量有所下滑外，其余各年均有所增长。2019年，全国实现二手车交易1492.3万辆，同比+8%。

图 18 2019 年我国全国二手车交易量同比+8%



资料来源：Wind，华西证券研究所

过去几年二手车交易量虽持续增长，但“二手车限迁”政策限制了汽车整车物流的需求。所谓二手车“限迁政策”是指一些地方政府对于不符合相关标准（环保、使用年限等）的外地二手车不予上牌的限制性政策。随着二手车“限迁政策”的全面取消，未来二手车整车物流市场将是一片蓝海。

4.2. 二手车限迁政策破冰，公司有望利用其自身优势抢占先机

2016 年 3 月 25 日，国务院办公厅发布《关于促进二手车便利交易的若干意见》，提出“各地人民政府要严格执行《国务院关于禁止在市场经济活动中实行地区封锁的规定》（国务院令 303 号），不得制定实施限制二手车迁入政策。符合国家在用机动车排放和安全标准，在环保定期检验有效期和年检有效期内的二手车均可办理迁入手续，国家鼓励淘汰和要求淘汰的相关车辆及国家明确的大气污染防治重点区域（京津冀：北京、天津、河北，长三角：上海、江苏、浙江，珠三角：广州、深圳、珠海、佛山、江门、肇庆、惠州、东莞、中山等 9 个城市）有特殊要求的除外。已经实施限制二手车迁入政策的地方，要在 2016 年 5 月底前予以取消。”

2018 年 9 月 24 日，国务院办公厅发布了《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》，提出了“全面取消二手车限迁政策，便利二手车交易”。《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》相比《关于促进二手车便利交易的若干意见》，明确提出了要“全面取消二手车限迁政策”，不再提 9 个城市有特殊要求除外的规定。

2019 年 1 月 28 日，国家发展改革委员会、工业和信息化部、民政部、财政部等 10 部委联合印发了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，提出“进一步落实全面取消二手车限迁政策，严防限迁政策出现回潮。”

我们认为，二手车限迁政策的全面取消，将有助于二手车市场跨区域流通，将促进二手车整车物流的需求，特别是 C 端的需求。长久物流作为国内独立第三方整车物流的龙头企业，相比汽车制造企业下属的汽车物流企业更具灵活性，能满足 C 端市场需求的差异性；同时，相比其他第三方汽车物流企业，公司具有网络优势、规模优势以及成本优势。因此，我们判断，公司在二手车整车物流领域具有较大的优势，有望抢占先机。

4.3. 政策支持二手车出口，公司已布局二手车出口物流市场

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2019年4月26日，商务部、公安部、海关总署三部门联合下发了《关于支持在条件成熟地区开展二手车出口业务的通知》，提出“积极稳妥开展二手车出口业务，是推动外贸高质量发展、做好外贸稳增长工作的重要举措，也是激发国内汽车消费市场活力、促进汽车产业健康发展的重要途径”，提出在北京、天津、上海等条件成熟地区开展二手车出口业务。

2019年10月28日，商务部办公厅、公安部办公厅、海关总署办公厅三部门联合发布了《关于加快推进二手车出口工作有关事项的通知》，对“简化出口二手车转移登记手续”等方面做了规定。

根据公司2019年12月4日的公告，公司与北京格罗唯视储运有限公司签署合资经营合同，双方计划共同出资成立“上海长久格罗唯视海运有限公司”，以从事国际海上运输，国际货物运输代理及船舶租赁相关业务。根据公告，双方将结合自身保有的竞争力为基础，为中国国内整车、二手车、东南亚整车、重型装备制造企业等多样化的客户提供高品质的国际汽车滚装船运输。

5. 盈利预测及估值

5.1. 预计公司未来汽车整车发运量重回增长

2019年11月、12月国内乘用车产量同比转正，同比分别为+1.89%/+6.36%，乘用车销量虽同比仍为负，但同比降幅收窄。我们认为，未来国内汽车市场有望重回增长。考虑到，公司未来市场占有率有望继续提升，以及未来二手车整车物流市场蓝海，我们判断公司在2020年、2021年汽车整车发运量有望增长，我们估算公司2019-21年汽车发运量分别约为300/306/318万辆，同比分别约为-2%/2%/4%。

5.2. 多式联运占比持续提升，单位成本有望下降

随着公司多式联运业务的深入开展，预计未来水路运输、铁路运输的占比将持续扩大，多式联运、规模效应等因素将使公司的单车运输成本下降，公司毛利率有望提升，同时考虑到2019年我国汽车产销量的下滑，叠加公司2017年、2018年中置轴轿运车投入折旧成本上升等因素，对2019年的业绩将产生较大的不利影响。我们预计2019-21年公司综合毛利率分别约为9.5%/11.6%/12.8%，其中乘用车毛利率分别约为8.1%/11.7%/14.1%。

5.3. 预计2019-21年分别实现归母净利约为0.8/1.5/2.1亿元，

首次覆盖，给予“买入”评级

综合各项假设，我们预计公司2019-21年分别实现归属于公司的净利润分别约为0.8/1.5/2.1亿元，同比分别约为-79.3%/+85.5%/+36.3%，对应的EPS分别为0.15/0.28/0.38元，以2019年1月21日收盘价10.48元/股为计算依据，对应PE分别为70/38/28倍。

我们认为，因为汽车市场整体销售（新车）的连续下滑，以及公路运输的逐步规范，行业进入门槛已然提高，目前行业正处于洗牌期，长久物流的龙头优势未来会逐步体现。同时，在汽车后市场整车运输环节，长久物流基于现有新车业务构建的规模优势明显，未来想象空间巨大。综上因素，并考虑公司市占率的提升空间和股票市场细分行业标的的稀缺性，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

6. 风险因素

6.1. 宏观经济下行

宏观经济若超预期下行，会影响消费者购买新车和置换旧车的热情。汽车是较大宗的可选消费品，汽车的销量集中体现了消费者对未来收入的预期是否乐观。所以，我们认为汽车的销量增速是一个重要的观察经济逆周期调节政策效果的指标。

6.2. 控股子公司哈欧国际无法及时收到政府补助的风险

公司子公司哈欧国际自成立以来，通过依靠哈尔滨市商务局、哈尔滨市香坊区人民政府及大庆高新技术产业开发区管理委员会补助款维持运营，并以低于成本的价格向客户提供有市场竞争力的报价。2016-2018 年子公司哈欧国际确认的政府补助为 0.34/1.7/0.9 亿元，若未来哈欧国际无法及时取得政府补助，将可能导致子公司哈欧国际面临较大的经营风险。

6.3. 武汉新型冠状病毒或许对车市回暖有短期负面影响

汽车消费很难做到网上购物，消费者一般都需要现场体验下单。出于对新型冠状病毒疫情的担心，现场体验式消费短期可能会受一定负面影响，车市回暖的进度可能会有一定程度的延迟。

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5482.63	4956.01	5286.51	5621.85	净利润	401.26	92.02	170.71	232.63
YoY (%)	10.52%	-9.61%	6.67%	6.34%	折旧和摊销	127.08	127.72	127.72	127.72
营业成本	4739.83	4484.06	4670.96	4901.33	营运资金变动	-1183.05	637.54	-75.03	-64.04
营业税金及附加	35.91	32.46	34.63	36.82	经营活动现金流	-634.82	896.90	280.77	353.69
销售费用	115.56	123.30	131.52	139.86	资本开支	-653.77	25.98	0.00	0.00
管理费用	176.17	216.97	231.44	246.12	投资	-124.72	0.00	0.00	0.00
财务费用	43.49	78.89	78.89	78.89	投资活动现金流	-777.19	32.69	6.71	6.71
资产减值损失	-9.38	0.00	0.00	0.00	股权募资	5.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.47	6.71	6.71	6.71	债务募资	631.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	475.52	90.27	216.33	294.81	筹资活动现金流	1559.16	-63.69	-64.08	-64.08
营业外收支	32.99	26.35	0.00	0.00	现金净流量	147.15	865.90	223.40	296.31
利润总额	508.51	116.61	216.33	294.81	主要财务指标				
所得税	107.25	24.59	45.63	62.18	成长能力 (%)				
净利润	401.26	92.02	170.71	232.63	营业收入增长率	10.52%	-9.61%	6.67%	6.34%
归属于母公司净利润	403.12	83.27	154.48	210.52	净利润增长率	2.36%	-79.34%	85.51%	36.28%
YoY (%)	2.36%	-79.34%	85.51%	36.28%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.72	0.15	0.28	0.38	毛利率	13.55%	9.52%	11.64%	12.82%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.32%	1.86%	3.23%	4.14%
货币资金	1476.46	2342.36	2565.76	2862.07	总资产收益率 ROA	6.34%	1.27%	2.27%	2.96%
预付款项	26.01	24.60	25.63	26.89	净资产收益率 ROE	15.31%	3.06%	5.38%	6.83%
存货	8.25	6.13	6.39	6.70	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2617.99	2099.68	2235.54	2373.39	流动比率	1.62	1.68	1.77	1.88
流动资产合计	4128.71	4472.78	4833.32	5269.06	速动比率	1.61	1.67	1.76	1.87
长期股权投资	179.56	179.56	179.56	179.56	现金比率	0.58	0.88	0.94	1.02
固定资产	1286.35	1166.89	1047.44	927.99	资产负债率	56.12%	56.10%	55.10%	53.77%
无形资产	289.87	281.60	273.33	265.06	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2224.89	2088.93	1961.21	1833.49	总资产周转率	1.02	0.77	0.79	0.81
资产合计	6353.60	6561.71	6794.53	7102.55	每股指标 (元)				
短期借款	1034.73	1034.73	1034.73	1034.73	每股收益	0.72	0.15	0.28	0.38
应付账款及票据	1048.14	1182.59	1231.88	1292.64	每股净资产	4.70	4.85	5.13	5.50
其他流动负债	463.38	444.64	457.45	472.09	每股经营现金流	-1.13	1.60	0.50	0.63
流动负债合计	2546.25	2661.96	2724.07	2799.45	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	1019.38	1019.38	1019.38	1019.38	PE	14.57	70.51	38.01	27.89
非流动负债合计	1019.38	1019.38	1019.38	1019.38	PB	2.29	2.15	2.03	1.89
负债合计	3565.63	3681.34	3743.45	3818.83					
股本	560.01	560.01	560.01	560.01					
少数股东权益	154.37	163.12	179.35	201.46					
股东权益合计	2787.97	2880.37	3051.08	3283.72					
负债和股东权益合计	6353.60	6561.71	6794.53	7102.55					

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。

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。