

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 27.00

当前价格: 22.50

2018.05.01

长久物流 (603569)

行业变革机遇期, 龙头企业抢份额

——长久物流首次覆盖报告

	陈金海 (分析师)	郑武 (分析师)
	021-38674925	0755-23976528
	chenjinhai@gjas.com	zhengwu@gjas.com
证书编号	S0880517070003	S0880514030002

本报告导读:

2018年6月30日治超大限, 将引发汽车运输行业变革。长久物流在多式联运和新式运输工具上的超前投资, 有望转化为利润、份额与竞争壁垒的提升。

投资要点:

- 公司利润有望加速增长, 首次覆盖, 评级增持。行业治超导致运力紧缺, 公司购置运力提升市场份额, 加速利润增长。我们预测2018-2020年的EPS为1.26、1.59、1.65元, 增速为28%、26%、4%。结合PE和PB估值法, 公司股价有20%的上涨空间, 首次覆盖目标价27元。
- 商品车物流的市场份额和运力周转率决定了企业价值。在需求增速放缓、成本加成定价模式下, 市场份额决定了收入规模, 运力周转率决定了盈利能力, 两者共同决定商品车物流企业的中长期价值。
- 治超方案推动行业变革, 长久物流的市场份额有望提升。2018年6月30日治超大限, 将导致运输成本上升、短期运力紧缺和市场运价上涨, 同时推动商品车物流行业多式联运的发展。长久物流提前采购中置轴运输车和布局海船、江船和铁路等多式联运, 有机会借助行业供给侧的骤变, 显著提升市场份额。
- 预测2018年净利润增速28%。公司年报经营计划2018年收入增长44%, 鉴于我们是汽车运输研究的初学者, 谨慎假设收入增速26%。基于市场份额提升、运价上涨和利润率提升的判断, 预测净利润增速28%。比2018年利润提升更重要的是, 如果长久物流市场份额能够在行业变革期显著上升, 则规模经济的护城河将得到强化。
- 风险提示。乘用车和商用车销量下滑, “治超方案”延缓执行, 铁路和水路分流大量运输需求, 运价谈判中主机厂异常强势, 哈欧国际班

交易数据

52周内股价区间(元)	20.11-40.88
总市值(百万元)	9,000
总股本/流通A股(百万股)	400/57
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	14%
日均成交量(百万股)	0.77
日均成交值(百万元)	17.55

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,214
每股净资产	5.54
市净率	4.1
净负债率	-28.82%

EPS(元)	2017A	2018E
Q1	0.11	0.16
Q2	0.24	0.25
Q3	0.23	0.28
Q4	0.40	0.57
全年	0.98	1.26

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-9%	-40%
相对指数	5%	4%	-37%

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,296	4,961	6,242	7,876	8,156
(+/-)%	27%	15%	26%	26%	4%
经营利润(EBIT)	374	278	387	586	593
(+/-)%	4%	-26%	39%	51%	1%
净利润(归母)	362	394	505	634	661
(+/-)%	18%	9%	28%	26%	4%
每股净收益(元)	0.91	0.98	1.26	1.59	1.65
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	8.7%	5.6%	6.2%	7.4%	7.3%
净资产收益率(%)	19.7%	18.3%	19.0%	19.3%	16.7%
投入资本回报率(%)	51.3%	17.2%	10.9%	15.0%	16.0%
EV/EBITDA	18.7	25.4	17.9	11.0	9.7
市盈率	23.8	21.9	17.1	13.6	13.0
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2018.05.01

股票研究

 工业
 运输

长久物流 (603569)
首次覆盖
评级: 增持

目标价格: 27.00

当前价格: 22.50

2018.05.01

公司网址

www.changjiulogistics.com.cn

公司简介

公司系吉林省长久实业集团有限公司核心子公司，总部设立在北京。

公司涵盖汽车供应链中的整车物流、零部件物流、进出口物流及物流增值服务等业务；提供汽车行业专业的物流规划、运输、仓储、配送等相关服务。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	4,296	4,961	6,242	7,876	8,156
	3,712	4,443	5,584	6,984	7,223
	23	22	25	27	28
	73	80	88	97	102
	115	138	158	182	209
EBIT	374	278	387	586	593
	0	0	0	0	0
	17	29	25	30	40
	0	4	45	70	40
	383	461	602	776	818
	104	100	129	165	173
	5	-11	-9	-1	-1
	362	394	505	634	661
	1,319	1,295	1,300	1,400	1,500
	303	60	0	0	0
	153	170	170	170	170
	121	644	2,447	2,672	2,535
	158	220	145	140	136
	3,701	4,396	6,350	7,270	7,331
	1,784	2,067	3,540	3,806	3,175
	4	49	2	19	19
	1,844	2,147	2,651	3,286	3,947
(IC)	568	1,285	2,808	3,092	2,940
NOPLAT	291	221	307	465	471
	23	28	106	184	196
	78	-334	10	-83	-14
	-23	-556	-1,811	-383	-33
	369	-642	-1,388	184	620
	445	-47	791	784	864
	-260	-289	-1,786	-353	7
	517	308	1,000	-331	-771
	702	-27	5	100	100
EBIT	26.5%	15.5%	25.8%	26.2%	3.6%
	3.9%	-25.7%	39.4%	51.3%	1.2%
	18.4%	8.7%	28.1%	25.7%	4.1%
EBIT	13.6%	10.4%	10.5%	11.3%	11.4%
	8.7%	5.6%	6.2%	7.4%	7.3%
	8.4%	7.9%	8.1%	8.1%	8.1%
(ROE)	19.7%	18.3%	19.0%	19.3%	16.7%
(ROA)	9.8%	9.0%	7.9%	8.7%	9.0%
(ROIC)	51.3%	17.2%	10.9%	15.0%	16.0%
	0	0	0	0	

绝对价格回报 (%)

 52 周价格范围 20.11-40.88
 市值 (百万) 9,000

目录

1. 汽车物流行业的商业模式.....	4
1.1. 传统的供求生态 生产物流服务.....	4
1.2. 市场份额和运力周转率决定公司价值.....	5
2. 供给侧变革推升市场份额和运价.....	6
2.1. 治超可能带来运力紧缺与运价上涨.....	6
2.2. 治超推动多式联运与仓配模式发展.....	6
2.3. 行业短期利润率变化具有不确定性.....	8
2.4. 长久物流的运量和市场份额将提升.....	8
3. 不确定性下的安全边际分析.....	10
3.1. 运量增长和运价上涨推动利润增长.....	10
3.2. 四大核心变量的敏感性分析.....	10
3.3. 长久物流的价值被低估.....	11
3.3.1. 长久物流 PE 低于 A 股同类公司.....	11
3.3.2. 长久物流 PB 处于行业中下游.....	12
4. 风险分析.....	13

1. 汽车物流行业的商业模式

商品车物流行业核心特征包括：1、需求增速缓慢的生产服务业；2、主流定价模式是成本加成；3、具有规模效应和网络效应。

因此，我们认为市场份额和运力周转率两大因素，决定企业的中长期价值。

1.1. 传统的供求生态——生产物流服务

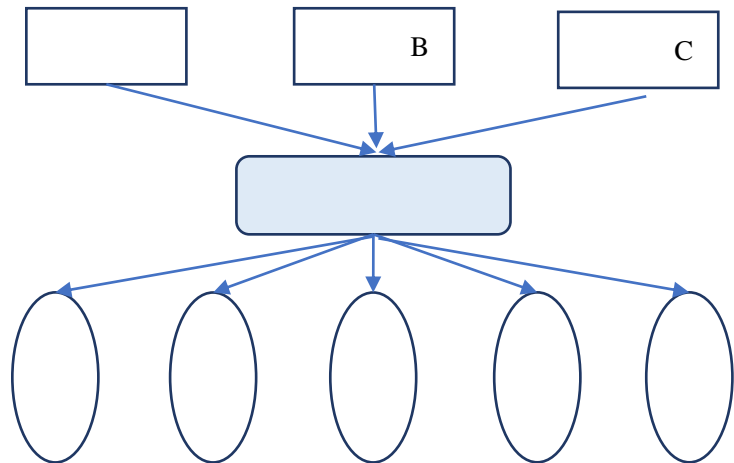
从功能、生态和定价模式看，长久物流符合生产物流服务的主要特征，并受到这些特征的制约。

商品车物流存在的基础是汽车的集中生产和分散销售。由于显著的规模经济性，汽车制造往往需要集中生产。而人口居住相对分散导致需求在地域上相对分散，所以需要从生产地到消费地的物流服务。而汽车品牌差异化增加了物流服务需求。

商品车物流行业独立存在的原因是更加经济、专业和高效。商品车物流本质上是汽车厂的供应商之一，并非汽车厂的核心业务，专注度的差异产生了专业性的差异。

第三方商品车物流存在的原因是规模效应和网络效应。第三方商品车物流公司连接多家汽车厂和承运商，匹配运输需求和运力供给。规模效应使车辆的行驶率更高，网络效应使回程重载率更高。

图 1 第三方商品车物流处于供需网络的中间节点位置



数据来源：国泰君安证券研究

商品车物流行业的核心定价模式是成本加成。在商品车物流行业，下游承运商成本刚性，上游主机厂具有定价能力。第三方物流公司位居中游，接受主机厂的成本加成定价，同时对承运商按成本定价。

第三方商品车物流公司的利润来源于运力周转率。一方面，庞大的业务

量使运输车的月均行驶里程更长、运量更大，运输收入更高。另一方面，完善的运输网络，使运输车的回程重载率更高，单位运输成本更低。月均行驶里程和回程重载率决定了第三方物流公司的中长期利润率。

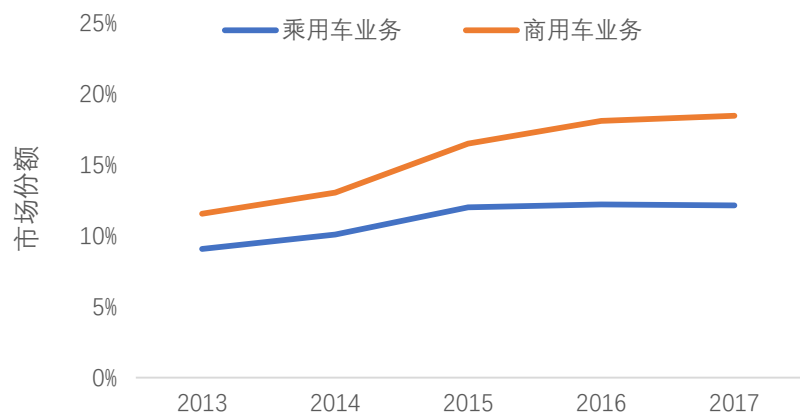
汽车制造行业市场格局的变化对利润率的影响尚不确定。一方面，传统汽车厂商的市场份额越来越集中，导致汽车厂商议价能力增强；另一方面，新能源汽车厂商崛起，远期而言集中度有分散的可能。

1.2. 市场份额和运力周转率决定公司价值

长久物流运量增长将主要来源于市场份额提升。我国汽车销量进入低增长阶段，运输需求总量难以高增长。但是长久物流的市场份额较低，还有较大提升空间。快速可靠的运输服务、较高的车辆运营效率、市场化的员工激励机制等都将推动市场份额提升。

长久物流市场份额提高来源于拓展客户覆盖面。长久物流在部分品牌汽车的物流市场份额已经不低，进一步提升的空间有限。但是从整个行业来看，第三方物流行业集中度不高，领头羊长久物流份额也只有 15% 左右。未来长久物流可以继续拓展新的汽车品牌客户，提高市场份额。

图 2 长久物流乘用车和商用车业务市场份额仅 12% 和 18% 左右



数据来源：Wind，长久物流招股说明书、年报，国泰君安证券研究

长久物流利润率的提升来源于运输规模和网络的扩大。中长期看，接近完全竞争的承运商只能获得社会平均回报率。但是随着运量增长，长久物流控制的单位运力的运量将增长；随着运输网络的完善，回程重载率将提高，两者将推动长久物流利润率的提高。

长久物流还能通过车货智能化匹配提高利润率。人工智能的迅速发展为车货智能匹配提供了可能。通过合理匹配货源和车辆，能最大限度减少迂回运输和回程空驶，降低运输成本；同时为既有货源匹配报价最低的车辆，扩大利润空间。

2. 供给侧变革推升市场份额和运价

治超方案推动汽车物流行业供给侧变革：淘汰不合规运输车将导致短期运力紧缺、中长期成本上升，同时推动商品车多式联运的发展。长久物流提前采购中置轴运输车和布局多式联运，市场份额有望提升，同时受益于运价上涨。

2.1. 治超可能带来运力紧缺与运价上涨

治超可能导致 2018 年下半年运力短缺、运价上升。治超方案将淘汰 21 位和 14 位运输车，替换成 6-10 位运输车。由于承运商的运输车采购量不足，2018 年下半年大概率出现运输成本上升、运力紧缺和运价上涨现象。但是新型运输车产能比较充足、交付周期短，预计 2019 年年内运力将恢复供需平衡。

运输车治超方案将规范商品车运输车。2016 年 8 月，交通部等联合发布《车辆运输车治理工作方案》（以下简称“治超方案”），要求 2018 年 7 月 1 日起，全面禁止不合规车辆运输车通行。

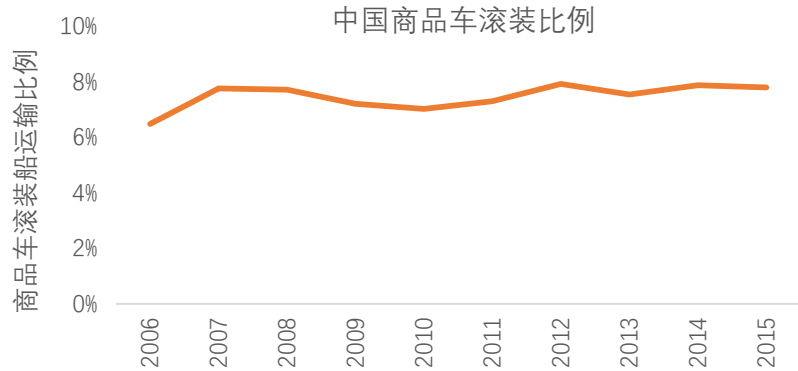
表 1: “治超方案”逐步淘汰不合规运输车

实施日期	政策内容	预计运价涨幅
2016 年 9 月 21 日	全面禁止“双排车”通行	20%-30%
2017 年-2018 年	每季度淘汰 20%不合规运输车	10%左右
2018 年 7 月 1 日	全面禁止不合规车辆运输车通行	20%-30%

数据

商品车水路运输比例有望大幅提高。中国商品车滚装水运比例一直处于7%左右(张俊.商品车内贸滚装运输行业的现状及未来发展[J].科技展望,2016,26(28).),未来比例有望提高。一方面,随着公路运输成本上升,水路运输低成本优势显现。另一方面,存量滚装船利用率提高和滚装船运力增长。根据中国物流与采购联合会汽车物流分会的统计,2017年商品车水路运输295万辆,滚装比例达到10%左右。

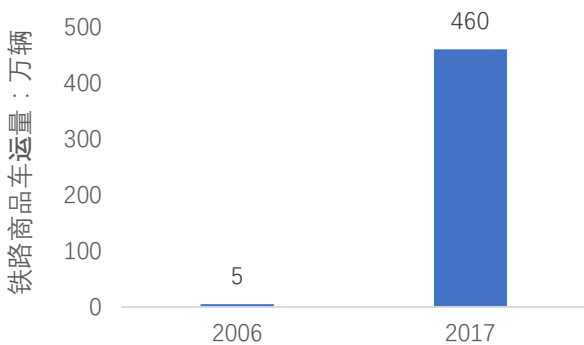
图3 中国商品车滚装船运输(占新车销量)比例在7%上下波动



数据来源: 中国知网, 张俊.商品车内贸滚装运输行业的现状及未来发展[J].科技展望,2016,26(28)., 国泰君安证券研究所

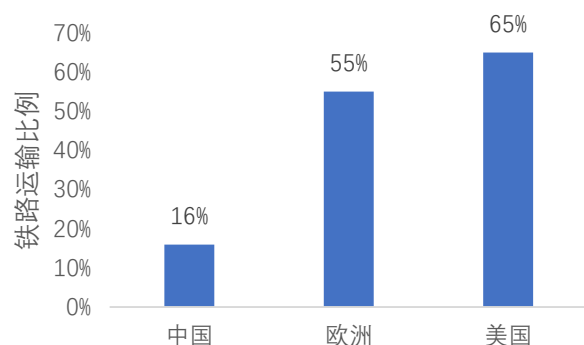
中国的商品车铁路运输快速发展。根据中国物流与采购联合会汽车物流分会的统计,商品车铁路运量从2006年的5.1万台,增长到2016年的290万台,2017年达到460万台。“十三五”期间商品车铁路运量计划年增长20%以上,2020年实现运量500万台。

图4 2006-2017年中国商品车铁路运量增长91倍



数据来源: 中国物流与采购联合会汽车物流分会, 国泰君安证券研究

图5 中国商品车铁路运输比例还有较提升空间



数据来源: 中国物流与采购联合会汽车物流分会, 张晓东, 康福泉, 葛金华, 等《公路治超背景下铁路商品汽车物流发展对策探讨》, 国泰君安证券研究

中国铁路商品汽车运输比例还有较大提升空间。2017年中国铁路商品汽车运输比例仅16%左右。而发达国家铁路商品汽车运输的市场份额可以达到50%-70%,如美国达到65%,欧洲国家达到55%(张晓东 康福泉 葛金华 等 公路治超背景下铁路商品汽车物流发展对策探讨 铁道运输与经济)。

多式联运和仓配模式伴随着水路和铁路运输快速发展。水路和铁路仅提

供干线运输，支线分拨还需要公路运输，形成多式联运。同时，水路和铁路的大批量运输，与公路的小批量分拨，需要仓储作为缓冲。所以未来短途分拨运输和仓储需求将增长，但同时，长途公路运输需求下降。

2.3. 行业短期利润率变化具有不确定性

2018年上半年运力过剩，或将压低承运商利润率，但第三方物流公司的利润率反而有望随之上升。违规的旧运输车未按计划淘汰，而合规的新运输车已经部分购置，导致运力过剩，承运商的利润率将较低。第三方商品车物流公司获得主机厂订单的运价相对稳定，而给予下游承运商的运价下降，利润率可能上升。

2018年下半年运力紧缺，承运商运费将上升，第三方物流公司的利润率变化不确定。2018年6月30日后，违规的旧运输车基本淘汰，而合规的新运输车购置量不足，导致运力紧缺、运价上涨，承运商的利润率将较高。第三方商品车物流公司的利润率变化具有不确定性：一方面，第三方物流公司能够调配和控制运力，有望在运力短缺和运价上涨中受益；另一方面，如果第三方物流公司和主机厂签订的运价合同未能完全覆盖承运商的运输价格上升，物流公司的利润率可能下降。

如果承运商下半年大幅购置新型运输车，2019年的某个时候，行业供需将重新恢复平衡，承运商的利润率将回落。一方面，从供不应求到供需平衡过程中，承运商的运价和利润率都将回落。另一方面，治超后，合规运输车成本更加透明、利润空间缩小，同时违规运输带来的额外收益消失，承运商的投资回报率有可能低于治超之前。

2019年开始第三方商品车物流公司的利润率也将回落。一方面，相比2018年，市场运价下跌，承运商利润率下滑，第三方物流公司也将受拖累、利润率下滑。另一方面，相比治超前，行业运输成本大幅增长，主机厂、第三方物流公司、承运商需要分担增加的成本，第三方物流公司的投资回报率有下降压力。

2.4. 长久物流的运量和市场份额将提升

长久物流的市场份额、运输价格和利润率有望提高。长久物流购置中置轴运输车和滚装船，运力扩张有望提高市场份额。淘汰违规运输车，行业运输成本上升，运价有望提高。

长久物流购置中置轴运输车和滚装船，市场份额有望提高。2018年下半年可能出现运力短缺，运力将成为主导市场份额变化的核心因素。2017年长久物流已订购中置轴运输车900辆，预计2018年继续订购2000辆；2017年订造4艘长江滚装船。依靠自有运力增长，长久物流就能实现运量增长与市场份额提高。

长久物流的运价有望随行业运输成本显著上涨。超载运输车整治后，运输车从21位下降到14位、再下降到6-10位，运输成本大幅上升，推动运价上涨。同时，2018年下半年运力紧缺，运价涨幅可能超过成本涨幅。

运量增长叠加运价上涨，长久物流的营业收入有望大幅增长。

长久物流的短期利润率有望提升。2018年上半年，长久物流获得的订单运价相对稳定，而承运商运价下降，利润率有望上升。2018年下半年，市场运力紧缺，长久物流能控制和调配部分运力，同时新增900辆自有中置轴运输车运力，份额上升确定性较高，利润率有待观察。

就我们目前的认知水平而言，长久物流的中长期回报率变化不确定。第一，供需平衡后，长久物流需要分担上涨的汽车物流成本，回报率有下降压力。第二，如果运力过剩，行业回报率下降，长久物流将受拖累。第三，受益于规模效应和网络效应，长久物流有望通过提高运力利用率提高回报率。第四，车队规模扩大后管理难度提高，行业回报率有上升的动力。

3. 不确定性下的安全边际分析

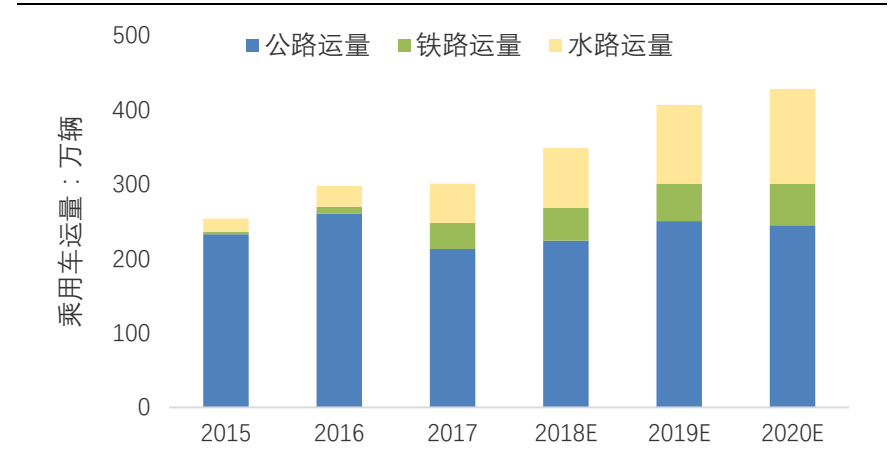
预计 2018 年长久物流净利润增速 28%。增长来源于淘汰违规运输车带来的运价上涨，公司采购运输车和滚装船带来的市场份额提升。但是也面临公路运量下降、政策执行延后、毛利率下降、补贴亏欠等风险。

3.1. 运量增长和运价上涨推动利润增长

预计 2018-2020 年长久物流净利润分别为 5.05、6.34、6.61 亿元，同比增长 28%、26%、4%。其中 2018 年上半年净利润增长 17%，下半年增长 34%。2018 年净利润高增长，主要来源于运量增长 19%左右，其次是全年加权公路运价上涨 9%左右。

长久物流采购中置轴运输车和滚装船将带动运量增长 19%左右。考虑到 2018 年下半年运力紧缺，运力将是主导运量的核心因素。而长久物流采购 2000 台左右中置轴运输车、订造滚装船都将使运力市场份额提升，从而带动运量增长。

图 6 购置新车和滚装船将使长久物流的乘用车运量大幅增长



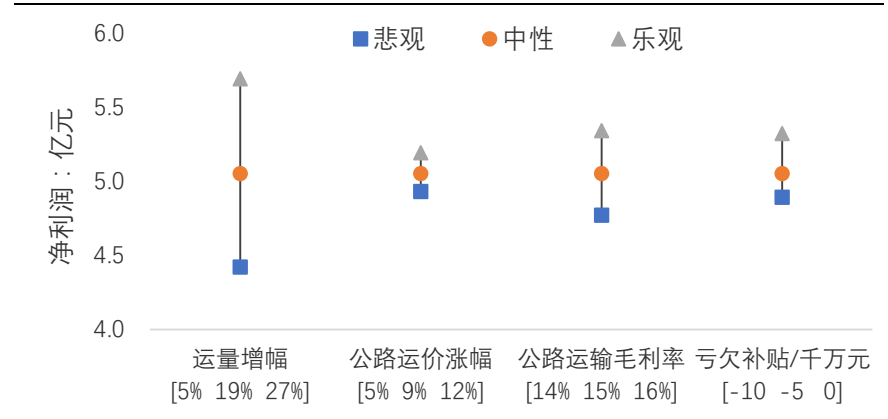
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

淘汰违规车导致运力紧缺，我们暂时假设公路运价上涨 9%。2018 年 7 月 1 日将完全淘汰违规运输车，而合规运输车采购不足，运力紧缺将使运价上涨。我们假设运价涨幅等于成本上升幅度，即全年上涨 9%。

3.2. 四大核心变量的敏感性分析

影响长久物流净利润的核心变量是乘用车运量、运价、毛利率、补贴等。在中性假设下，2018 年长久物流的净利润是 5.05 亿元。在此基础上，各个变量的悲观和乐观假设，都将使净利润相应变化。

图 7 长久物流核心变量的净利润敏感性分析



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018 年乘用车运量的中性假设是增长 19%。中性假设公路和水路运量增长完全依赖自有运力增长, 增速分别为 10%和 52%; 铁路运量增速 2018 年下降到 25%。悲观假设下运量增速随汽车销量增速下滑, 乐观假设下公路运量增长还来自于承运商的市场份额提升。

2018 年公路运价的中性假设是增长 9%。中性假设 2018 年下半年治超新政完全实施后运价开始涨价, 涨幅与成本相同, 都为 20%, 全年平均运价上涨 9%。悲观假设下运价到四季度才开始上涨, 乐观假设下半年运价涨幅超过成本涨幅。

2018 年公路运输毛利率的中性假设是 15%。中性假设 2018 年毛利率比 2017 年略有下降。悲观假设下长久物流分担部分上涨的物流成本, 公路运输毛利率下降到 14%; 乐观假设下运力紧缺, 长久物流议价能力提升, 毛利率提高到 16%。

2018 年哈欧班列补贴的中性假设是亏欠 5000 万元。中性假设 2018 年未能获得足额补贴, 且亏欠金额随着业务规模扩大。悲观假设 2018 年班列补贴亏欠 1 亿元, 乐观假设 2018 年的获得足额补贴。

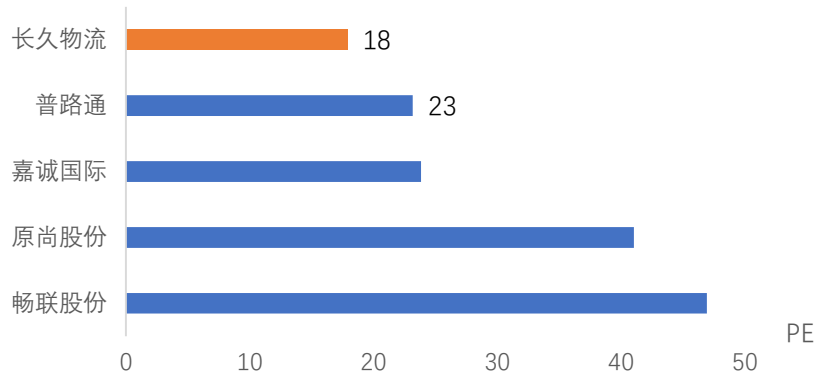
3.3. 长久物流的价值被低估

综合 PE 和 PB 估值法, 我们给予长久物流 27 元的目标价, 空间 20%, 增持评级。

3.3.1. 长久物流 PE 低于 A 股同类公司

长久物流的 PE 低于 A 股同类物流公司。原尚股份作为汽车零部件供应链企业, PE 高于长久物流。A 股其他制造业供应链企业的 PE 都高于长久物流。

图 8 长久物流 2018 年预测 PE 低于 A 股同类上市公司



注：对标公司 PE 根据 2018 年 4 月 27 日收盘价和 2018 年 Wind 一致预期计算，长久物流 PE 根据 2018 年 4 月 27 日收盘价和我们的预测净利润计算。

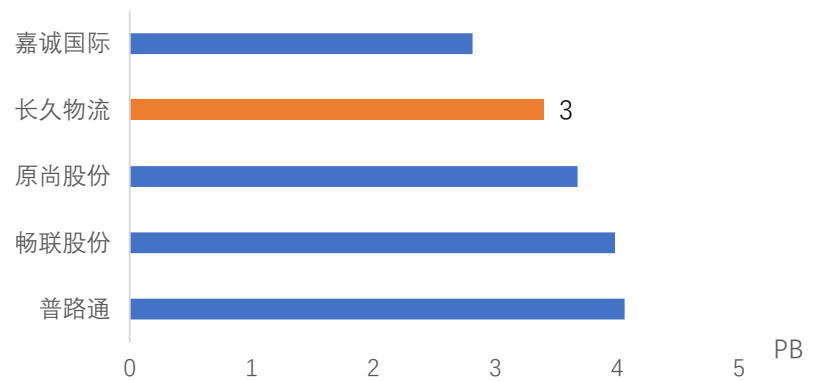
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

长久物流 2018 年目标 PE 为 23 倍，对应估值 117 亿元、股价 29.23 元。A 股同类上市公司中，2018 年 PE 最低的公司（普路通）为 23 倍，因此给予长久物流 2018 年目标 PE23 倍，对应股价 29.23 元。

3.3.2. 长久物流 PB 处于行业中下游

长久物流的 PB 较高，处于行业中上游。由于盈利能力较强，长久物流的 PB 也较高，在 A 股同类上市公司中处于中上游水平。

图 9 长久物流 PB 处于 A 股同类上市公司的中下游水平



注：对标公司 PB 根据 2018 年 4 月 27 日收盘价和 2018 年 Wind 一致预期计算，长久物流 PB 根据 2018 年 4 月 27 日收盘价和我们的预测净资产计算。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

长久物流 2018 年目标 PB 为 4 倍，对应股价 26.52 元。长久物流作为轻资产的第三方物流公司，PB 水平应该相对较高。A 股同类上市公司中，原尚股份、畅联股份和普路通的 2018 年 PB 都在 4 倍左右，因此，给予长久物流 2018 年 4 倍 PB，对应每股价值 26.52 元。

综合两种估值方法，我们给予长久物流 2018 年 27 元的目标价，上涨空间 20%，增持评级。

4. 风险分析

➤ 乘用车和商用车销量下滑

如果乘用车和商用车销量下滑，那么长久物流运量可能随之下降，导致收入减少、利润下降。

➤ “治超方案”延缓执行

如果 2018 年下半年运力短缺，“630 治超方案”可能延缓执行。那么长久物流的中置轴运输车不具备竞争优势，毛利率可能下降。

➤ 铁路和水路分流大量运输需求

如果 2018 年铁路和水路分流大量运输需求，那么公路运输需求不足，公路运价和毛利率可能下行。

➤ 运价谈判中主机厂异常强势

如果运价谈判中主机厂异常强势，那么长久物流将被迫承担部分上涨的成本，毛利率将下滑。

➤ 哈欧国际班列补贴大量亏欠

尽管我们已经假设 2018 年哈欧国际班列补贴亏欠 5000 万元，但是如果亏欠金额超过 5000 万元，那么净利润将随之减少。

1.					300	15%		
	12				300	5%	15%	
		12			300	-5%	5%	
	300				300	5%		
2.					300			
	12				300			
300					300			
		168		6009				28
	29		34		2	10		
200120			518026		100140			
021 38676666			0755 23976888		010 59312799			
E-mail	gtjaresearch@gtjas.com							