

信用等级公告

联合[2017]1924号

北京长久物流股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京长久物流股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京长久物流股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京长久物流股份有限公司拟公开发行的 2017 年可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十二月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京长久物流股份有限公司

2017年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过8亿元（含8亿元）

债券期限：6年

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至可转债到期日止

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2017年12月22日

主要财务数据：

项目	2014年	2015年	2016年	17年9月
资产总额（亿元）	17.28	21.66	37.01	36.41
所有者权益（亿元）	7.86	9.19	19.12	20.92
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.28
全部债务（亿元）	1.66	1.88	1.30	4.48
营业收入（亿元）	30.43	33.95	42.96	33.75
净利润（亿元）	2.68	3.08	3.67	2.14
EBITDA（亿元）	3.67	4.37	5.01	--
经营性净现金流（亿元）	3.15	3.48	4.45	-2.77
营业利润率（%）	15.48	15.81	13.07	10.61
净资产收益率（%）	36.55	36.09	25.95	--
资产负债率（%）	54.54	57.60	48.34	42.55
全部债务资本化比率（%）	17.47	16.97	6.36	17.63
流动比率（倍）	1.50	1.41	1.83	2.06
EBITDA全部债务比（倍）	2.21	2.33	3.86	--
EBITDA利息倍数（倍）	40.74	47.54	71.69	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.46	0.55	0.63	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2017年1-9月财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京长久物流股份有限公司（以下简称“公司”或“长久物流”）的评级反映了公司作为国内规模领先的独立第三方汽车物流企业，客户资源丰富，物流网络覆盖全国，具备较高的品牌知名度。公司收入及利润规模逐年扩大，货币资金较充裕，资产质量较高，债务负担较轻，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到政策变动对汽车物流行业造成重大影响、整车物流利润空间逐渐收窄、主营业务较单一、客户集中度较高等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来随着公司积极发展多式联运，进一步拓展仓储、零部件物流等多元化业务，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股和回售，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内规模领先的独立于汽车生产厂商的第三方汽车物流企业，相比依附于汽车生产厂商的物流企业，在客户拓展方面不受局限。

2. 公司运力主要采用外部承运商解决，自身专注于物流网络建设、物流方案优化以及车辆管理调度能力提升，物流网络覆盖全国。

3. 公司具有广泛优质的客户资源，与国内众多汽车企业集团或其下属企业建立了长期合作关系，并在多家主要客户的物流需求中占有

较高份额。

4. 近三年公司收入及利润规模逐年扩大，货币资金较充裕，资产质量较高，债务负担较轻，盈利能力较强。

关注

1. 2016年实施的“921政策”对汽车物流行业造成重大影响，公路运输单台装载量下降、成本提升，促使汽车物流企业加大对多式联运的投入。受政策影响，2016年公司毛利率有所下降。

2. 近年来随着我国劳动力价格和仓储场地租金价格普遍上涨，整车物流行业利润空间逐渐收窄。

3. 目前公司主营业务较单一，整车物流是公司主要收入来源，客户集中度较高且话语权较强。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镛

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京长久物流股份有限公司（以下简称“公司”或“长久物流”）前身系北京长久物流有限公司（以下简称“长久有限”），成立于2003年9月，由吉林省长久物流有限公司和自然人李桂屏分别以货币出资160.00万元和40.00万元设立。后经多次股权转让和增资，截至2011年3月底，长久有限注册资本1.25亿元，股东吉林省长久实业集团有限公司（以下简称“长久集团”）、李延春和李万君分别持股90.20%、4.90%和4.90%，2011年8月，公司整体变更设立为股份有限公司。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]1333号文核准，公司向社会公众首次公开发行股票4,001万股人民币普通股（A股），并于2016年8月10日在上海证券交易所挂牌上市（股票简称“长久物流”，股票代码“603569.SH”）。截至2017年9月底，公司注册资本40,001.00万元，控股股东为长久集团，持股比例76.16%，公司实际控制人为薄世久和李桂屏夫妇，具体情况如下表所示。

表 1 截至 2017 年 9 月底公司股权结构情况（单位：万元、%）

持股单位	持股金额	持股比例
吉林省长久实业集团有限公司	30,463.62	76.16
明智合信广富（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）	1,727.34	4.32
李延春	1,679.36	4.20
李万君	1,679.36	4.20
新疆新长汇股权投资管理有限责任公司	450.32	1.13
社会公众股	4,001.00	10.00
合计	40,001.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：道路货物运输；商品汽车运输；国际货运代理；仓储服务（不含化学危险品）；设备租赁；货物进出口；代理进出口；技术进出口；物流信息咨询；包装服务；企业管理。

截至2017年9月底，公司下设审计监察部、战略投资管理部、公共关系部、销售市场中心、人力资源部、信息技术部、技术研发部、安全管理部、法律事务部等15个职能部门（详见附件1）。截至2017年9月底，公司合并范围内子公司共20家，在职员工总数为1,456人。

截至2016年底，公司合并资产总额37.01亿元，负债合计17.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计19.12亿元，其中归属于母公司所有者权益合计18.44亿元。2016年，公司实现营业收入42.96亿元，净利润（含少数股东损益）3.67亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.62亿元；经营活动现金流量净额4.45亿元，现金及现金等价物净增加额7.03亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额36.41亿元，负债合计15.49亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计20.92亿元，其中归属于母公司所有者权益合计20.18亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入33.75亿元，净利润（含少数股东损益）2.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.33亿元；经营活动现金流量净额-2.77亿元，现金及现金等价物净增加额-2.40亿元。

公司注册地址：北京市顺义区南彩镇彩祥东路3号；法定代表人：薄世久。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京长久物流股份有限公司 2017 年公开发行可转换公司债券”（以下简称“本

次债券”）。本次债券发行规模不超过 8 亿元（含 8 亿元），期限为 6 年，其中转股期为自本次债券发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。本次债券面值人民币 100 元，按面值平价公开发售。本次债券票面利率的确定方式及具体每一计息年度的利率水平由公司股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。本次债券按票面利率每年付息一次。

（1）转股价格的确定和修正

初始转股价格的确定

本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。

转股价格的调整方式

在本次债券发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股、配股或派发现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ ；

派发现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P0$ 为初始转股价， n 为送股率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

（2）转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议，上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。

（3）赎回条款

到期赎回条款

在本次债券发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比率（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。具体上浮比率由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

(4) 回售条款

有条件回售条款

在本次债券的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加当期应计利息的价格回售给公司，若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股、配股或派发现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

附加回售条款

若公司本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过 8 亿元（含 8 亿元），扣除发行费用后全部用于沈阳长久产业园项目、长久滁州汽车供应链物流基地项目、购置 4 艘商品车滚装船以及补充流动资金，如下表所示。

表2 本次债券募集资金用途（单位：万元）

项目	项目总投资	拟使用募集资金金额
沈阳长久产业园项目	35,000.00	35,000.00
长久滁州汽车供应链物流基地项目	20,000.00	16,475.00
购置4艘商品车滚装船	12,000.00	12,000.00
补充流动资金	16,525.00	16,525.00
合计	83,525.00	80,000.00

资料来源：公司提供

三、行业分析

公司属于物流行业中的汽车物流行业。按照业务类型的不同，物流企业又分为三类：运输型、仓储型和综合服务型。公司属于综合服务型的汽车物流企业。

1. 行业概况

汽车物流以汽车或相关产品为服务对象，实现汽车供应链上原材料、零部件、整车以及售后配件在各个环节之间的实体流动，是集现代运输、仓储、保管、搬运、包装、产品流通和物流信息于一体的综合性服务行业。汽车物流的服务标的精密复杂，单件价格高，运输距离较长，对运送准时要求高，运输计划需要复杂的规划管理，全程需要实时监控，这些特性对于汽车物流企业在信息化管理、统筹规划、安全防护技术、人员素质等方面有较高的要求。汽车物流行业发展与汽车行业密

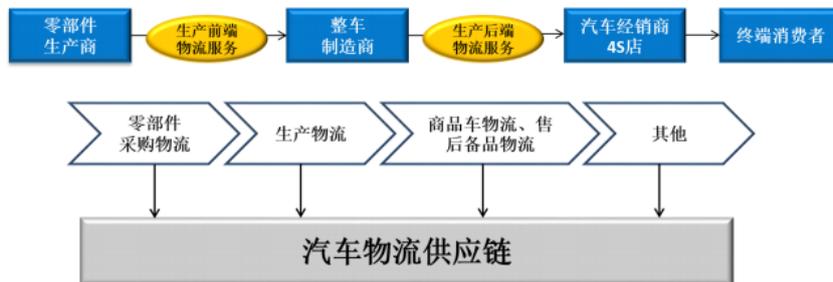
切相关，汽车的产销量、进出口及生产程序复杂程度直接决定了汽车物流需求。同时，汽车物流也极大地影响着汽车制造、销售的效率以及成本。

从经营模式的变革来看，我国汽车物流行业发展至今经历了四个阶段。第一阶段为汽车制造企业自营物流；第二阶段为汽车制造企业的子公司运营物流，以安吉汽车物流有限公司（以下简称“安吉物流”）、一汽物流有限公司（以下简称“一汽物流”）和重庆长安民生物流股份有限公司（以下简称“长安民生物流”）为代表，分别是隶属于上汽集团、一汽集团和中国南方工业集团公司；第三阶段物流业务社会化外包及第三方物流兴起，第三方汽车物流具有专业化、规模化和社会化特点，已经成为欧美发达国家和地区汽车供应链服务的主流；第四阶段具有整合能力的综合物流管理服务企业出现，企业将更多资源投资于物流网点规划、物流方案设计、信息化水平提升、物流咨询等高附加值服务业务，而把附加值相对较低的运输环节外包给承运商。目前，我国汽车物流行业中主要企业大多数处于第二、第三阶段，少数领先企业开始尝试向第四阶段发展。

目前，我国汽车物流行业呈现以下特点。

第一，汽车物流企业以商品车物流为主，业务覆盖汽车全产业链。汽车供应链的各个环节都有其独特的物流需求，从供应链上游至下游分别有零部件采购物流、生产物流、商品车物流以及售后备品物流。我国汽车物流行业发展时间尚短，商品车物流提供的服务主要是运输与仓储等，业务模式较简单。与国际先进汽车物流企业相比，我国汽车物流企业在提供综合物流服务能力上有待加强。随着传统业务利润趋于稳定，创新业务模式、开发行业新的利润增长点将成为汽车物流企业的必然选择。

图 1 汽车物流供应链情况



资料来源：公司招股说明书

第二，运输方式较为单一，以公路运输为主。公路、铁路和水路三种运输方式的配合具有一定的互补效应，但我国多式联运的水平还较低，目前国内临近站台或港口的中转库供应还较少，而铁路与水路运输需要站台或码头集结，周边也需要分拨仓库提供缓存场地，导致铁路和水路运输方式尚未大规模使用。

第三，信息化技术应用发展迅速，但总体水平落后，提升空间较大。信息技术已经在汽车物流行业中得到了广泛重视，电子订单管理系统（EOS）、销售时点系统（POS）、仓储管理系统（WMS）、乘用车运输管理信息系统（OTM）、采购管理系统、货运代理系统、客户关系管理系统（CRM）、网上支付系统等已经在一些大型企业中逐渐推广，但在实际运营中离信息规模化、系统化还有一定差距。更多中小型企业由于资金实力有限，使用的信息技术设备功能单一，甚至不具备信息技术设备及信息化管理能力。

总体看，目前我国汽车物流行业处于向综合物流管理服务转型发展的阶段，随着整车运输利润趋于稳定，汽车物流企业开始挖掘供应链上各环节的新增利润点；我国汽车物流行业的多式联运水

平和信息技术水平仍较落后，有较大的提升空间。

2. 细分业务情况

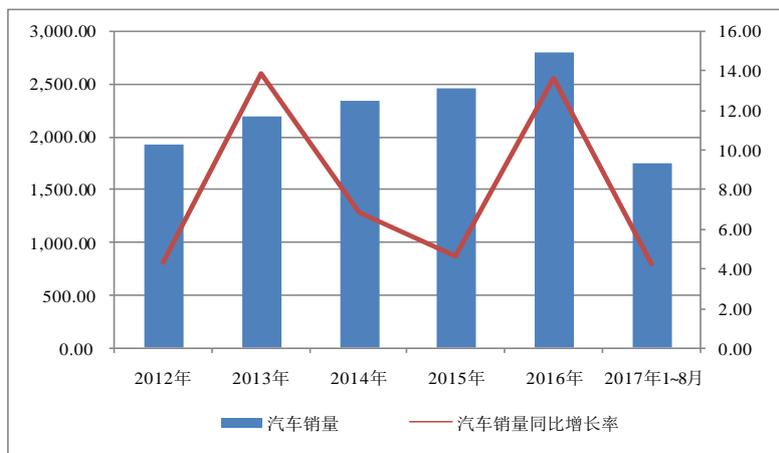
我国汽车产业的高速发展为汽车物流行业提供了巨大的发展空间。随着汽车需求的快速增长，汽车物流行业已经形成了较为完整的体系，主要可分为整车物流和零部件物流。

(1) 整车物流

整车物流可细分为商品车物流、整车进出口物流和二手车物流。商品车物流是我国大部分汽车物流企业目前所从事的主要业务。由于汽车制造业显著的规模效应，目前我国已形成了六大汽车生产基地的格局，分别是以长春为中心的东北，以北京、天津为中心的华北，以上海为中心的长三角，以武汉为中心的华中，以广州为中心的华南，以及以重庆为中心的西南。而汽车消费市场则遍布全国，尤其以我国东部地区为主。汽车生产的集中与消费市场的分散带来了巨大的物流需求。

商品车物流与商品车销售直接相关，受我国汽车消费市场快速增长影响，商品车物流业务得到快速发展。近年来，我国汽车销量增速整体有所放缓，但仍持续增长。根据中国汽车工业协会数据，2014~2016年，我国汽车销量分别为2,349.19万辆、2,459.76万辆和2,802.82万辆，同比增长率分别为6.86%、4.68%和13.65%，其中2016年销量快速增长主要系购置税减半政策的刺激所致。尽管我国的年商品车销售规模已经达到世界第一，但人均汽车保有量与发达国家相比仍有很大差距。长期来看，随着居民收入水平上升以及交通基础设施建设的持续投入，未来商品车销售市场仍具有较大的上升空间，从而保障商品车物流业务长期持续发展。

图2 近年来我国汽车销量及增速情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会，联合评级整理

整车进口物流方面，自我国加入世贸组织以来，进口汽车市场快速发展。根据中国汽车工业协会数据，2014~2016年，中国海关进口汽车总量分别为142.3万辆、107.8万辆和104.1万辆，增速分别为35.14%、-24.24%和-3.40%。2015年进口车市场供需双降，国产化的进口车品牌在相当程度上抢占了纯进口车的市场份额。2016年第四季度进口车市场触底回升，在政策推动下，平行进口市场占比逐渐升高，新能源汽车的进口成为增长最快的一个细分市场。2017年1~6月，中国海关进口汽车总量58.03万辆，同比增长21.10%，回升态势显著。由于进口车单位价值高，消费者愿意为高品质车辆支付更高的服务费用，为物流企业留下了丰厚的利润空间。然而服务标的高价值的特点也决定了客户对物流供应商的要求非常严苛，对运输及时率、质损率和在途信息准确性提出了严格要求，具备优质服务水平的大型物流企业在进口车整车物流领域拥有较强竞争力。

图3 近年来中国海关进口汽车情况（单位：万辆、%）



资料来源：中国汽车工业协会，联合评级整理

整车出口物流方面，近年来中国汽车出口增速下滑，2014~2015年汽车出口市场出现负增长，主要系出口市场的政治形势变化以及中国自主品牌汽车技术上存在的限制所致。根据海关统计数据，2016年中国整车出口81.0万辆，同比增长7.2%，增速有所回升，但规模仍属较小，仅占当年中国汽车销量的约3%。未来随着“一带一路”的建设以及国产车在生产技术和市场开拓方面的实力增强，整车出口存在增长空间，为整车出口物流提供了业务机会。

二手车物流方面，从长期来看，新车销售市场呈增速放缓趋势，但不断上升的汽车保有量将带来巨大的二手车交易市场。目前我国二手车市场交易量稳步上升，根据公平价大数据平台数据，2014~2016年，全国二手车市场交易量分别为920万辆、941万辆和1,039万辆。不断增长的市场促使汽车物流企业加强了对二手车物流项目的投资力度，未来二手车物流需求空间巨大。

总体看，历经多年的快速发展，近年来我国汽车销量增速开始放缓，但不断增加的汽车保有量推动二手车市场稳步增长；整车进出口市场在2016年出现回暖，随着“一带一路”的建设以及平行进口汽车的发展，整车进出口存在较大市场空间；整车销售市场前景良好，为整车物流企业提供了良好的市场环境。

（2）零部件物流

随着汽车产业分工的深入，汽车零部件产业的市场化程度不断提高，汽车零部件生产不断专业化及分散化，为零部件物流企业带来较大的业务机会。零部件物流可细分为零部件采购物流、生产物流、售后备品物流和进出口物流等。相比整车物流，零部件物流难度更大，对物流企业提出了更高的要求，同时利润也较丰厚。

零部件采购物流方面，物流企业与汽车生产厂商须建立起非常紧密的合作关系，随时根据汽车生产厂商的生产计划提供生产所需零部件的仓储、配送等服务。整车生产厂商配套的零部件生产企业众多，构成了层次繁多、结构复杂的采购供应物流体系。我国汽车生产厂商对零部件采购物流需求体现在即时供货和零库存，整车生产厂由于要面对许多仓库，其自身从事配送的管理难度很大。为保证汽车生产的有序进行，由第三方物流企业建设专业的零部件物流仓库、统筹管理零部件采购物流正逐渐兴起。

生产物流又称线边物流，通常是指在汽车装配线上，将所需要的成千上万的零部件按照所生产的汽车型号进行排序，并准确无误送到目的地，实现向生产线边准时供货，以保障汽车装配的正常运行。由于生产线旁的空间有限，如果物流规划不合理，配送不及时，极易发生零部件的堆积和断

档，影响生产的正常进行，因此对零部件排序传送的精准度要求很高。目前，国内大部分生产物流由汽车生产厂商或其下属物流企业完成。

近年来，我国汽车售后服务市场规模稳步提高，根据前瞻产业研究院数据，2016年国内汽车后市场规模达8,000亿元，年末全国机动车保有量达2.9亿辆，其中汽车1.94亿辆。随着汽车市场保有量的增大，备品作为汽车售后服务市场重要组成部分，市场潜力将不断释放。售后备品物流的难点主要体现在：一方面，其服务需求具有明显的不确定性，客户对时效性要求较高，物流企业需要具备良好的物流管理系统、覆盖范围广泛的配送网络及仓储设施；另一方面，由于备品品种繁多且结构精密，要求物流企业具备高度专业的仓储、包装、运输技术。上述高标准要求使得售后备品物流业务进入门槛较高，物流业务利润较丰厚。

汽车进出口零部件（简称KD件）按照组装零散程度不同可大致分为SKD件（半散件，即可直接用于组装汽车的零部件，如发动机、轮胎、车体外壳等）与CKD件（全散件，即较为零散的标准零件，如后视镜、仪表盘等）。全球大多数国家出于保护本地汽车产业的目的，对整车进口征收较高额的关税，但对SKD件征收的关税较低，而CKD件相应的关税更低。受关税政策影响，对价格敏感度较高的低端汽车品牌的国际贸易更倾向于转变为汽车零部件进出口，即在销售国或地区投资设立生产线，向销售国或地区出口汽车零部件，在销售地区组装成整车再销售。目前，我国汽车零部件进出口业务快速发展，由此带来大量的物流需求，主要包括KD件分拣包装、报关清关、国际货代、运输仓储等方面。

总体看，汽车零部件物流发展潜力巨大，由于物流难度较大，业务利润较丰厚，进入门槛较高，是汽车物流企业未来的一个重要发展方向。

3. 行业竞争

目前，汽车物流行业中主要有三种类型的参与竞争者：第一类是由国内大型汽车制造企业控股或参股的企业，第二类是独立于汽车制造商并具备相当规模的第三方汽车物流企业，第三类是其他众多中小型运输企业。汽车物流行业中的中小企业众多，主要作为大型企业的承运商；大型企业主要承担资源整合职能，具备较强的资源优势和技术优势。

表3 汽车物流行业三类主要竞争者

类型	代表企业	成立背景	经营特点	客户来源类型
汽车生产厂商下属物流企业	安吉物流	上汽集团全资子公司	拥有一定自有车辆，保障性物流为主	以承运上汽集团内部业务为主
	一汽物流	一汽集团全资子公司	拥有一定自有车辆，大部分运力采用承运商，保障性物流为主	以承运一汽集团内部业务为主
	长安民生物流	重庆长安工业（集团）有限责任公司、民生实业（集团）有限公司、美集物流有限公司合股，现为港股上市公司	管理型物流公司，大部分运力采用承运商，保障性物流为主	以承运中国长安汽车集团内部业务为主
独立于汽车制造商并具备相当规模的第三方汽车物流企业	长久物流	民营企业	网络覆盖范围广，管理型物流公司	服务多家汽车制造企业
汽车物流单项环节服务企业	--	中小运输企业为主	业务类型单一，以整车运输为主，网络覆盖少，自身难以解决整车运输的回程问题	主要为大型汽车物流企业提供合作运力

资料来源：公司招股说明书

具体来看，第一类汽车生产厂商下属的物流企业承担着保障所属汽车生产厂商物流任务的责任，物流订单稳定，这些企业会将部分甚至全部订单外包给第三方物流企业。由于这些企业依附于汽车制造企业，在对其他物流企业形成较强的客户资源壁垒的同时，也对其拓展多方客户资源构成一定的局限性。第二类独立于汽车制造商并具备相当规模的第三方汽车物流企业，多为进入行业较早的竞争者，该类企业主要优势在于高效的物流资源整合能力，在客户、运力、网络、服务质量等方面具备优势。第三类专门从事汽车物流某一环节专业服务的中小运输企业，主要是社会上零散的运输公司，其业务类型单一，不具备提供汽车物流一体化服务的能力，受企业规模和业务类型所限，此类中小企业直接从汽车生产厂商获取客户资源的可能性很低，一般在业务与其他大型物流企业建立合作关系，成为简单的承运商。

汽车物流行业在客户资源、规模、信息技术等方面存在较大壁垒。客户资源方面，目前汽车物流行业下游的汽车制造行业集中度较高，导致汽车物流行业的订单来源非常集中，大型汽车制造企业对物流保障、质量、时间、成本等方面都有非常严格的要求，汽车制造企业更青睐于拥有丰富业务经验和良好口碑的物流服务供应商，形成客户资源壁垒。规模方面，物流企业搭建的网络越大，运力利用效率越高，越有利于保障运力、减少空驶、降低运输成本，实现规模经济需要相当长时间的积累，形成规模壁垒。信息技术方面，汽车物流服务标的具有价值高、精密度高的特点，在业务中需要大量应用信息技术进行监测及管理，同时，运输规模越大，管理难度越高，需要信息技术的应用以提高物流资源整合能力，而物流企业对信息技术的掌握需要较长时期的运营测试和经验累积，且信息技术的支持是与物理企业自身的业务流程、业务规模相匹配的，从而形成信息技术壁垒。

总体看，目前汽车物流行业中的大型企业资源整合优势突出，中小企业主要作为大型企业的承运商，汽车生产厂商下属物流企业和独立第三方物流企业各有优劣势；汽车物流行业存在较大壁垒，将导致强者愈强的趋势。

4. 行业政策

目前国家已出台了多项扶持物流业发展的相关政策，对汽车物流行业的发展也产生了积极影响。2014年，国务院发布《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》，明确我国现阶段应重点发展包括第三方物流在内的相关第三方生产性服务行业，引导企业剥离物流业务，积极发展专业化、社会化的大型物流企业。同年，国务院发布《关于印发物流业发展中长期规划（2014~2020年）的通知》，提出加快多式联运设施建设，构建能力匹配的集疏运通道，配备现代化的中转设施，建立多式联运信息平台。

2016年8月1日，《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016）正式发布，增加了对中置轴车辆运输列车的尺寸限值，成为中置轴轿运车在国内发展的契机，中置轴轿运车开始出现。

2016年9月21日，《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》和《车辆运输车治理工作方案》（以下统一简称“921政策”）开始施行，禁止双排车辆¹运输车进入高速公路，导致整车物流运力下降，汽车物流成本上升，运价调整，行业格局发生重大变化，整车物流行业从原先低价竞争模式将逐步向高质量的物流服务转变。本次轿运车治理工作将于2018年7月1日结束，届时轿运车辆将全部规范化，平头铰接轿运车、长头铰接列车、中置轴轿运车等标准车型将取代违规车辆，未来两年将是汽车物流行业的转型过渡期。

为提升服务能力，推进物流供给侧结构性改革，促进物流业降本增效，2016年交通运输部出台

¹双排车是指上排双层装载下排单层装载，或者上下两层均双排装载的车辆运输车，属于重度改装的车辆。

了《关于推进改革试点加快无车承运物流创新发展的意见》（交运办[2016]115号），2016年10月至2017年12月，交通部将在全国范围内组织开展无车承运试点工作，以试点为载体，逐步建立完善适应无车承运人²发展的管理制度，推动大数据、云计算、互联网平台化等先进技术在物流领域的广泛应用。

总体看，国家出台了多项政策促进物流行业的规范发展以及第三方社会化物流企业的发展，其中，“921政策”对汽车物流行业产生重大影响，整车物流公路运输轿运车单台装载量下降、成本上升、轿运车规范化，引导行业从低价竞争向高质量服务竞争转变。

5. 行业关注

（1）能源、劳动力、租金价格不断上升压缩行业利润空间

目前公路运输是汽车物流企业的主要运输方式，运输环节的主要成本包括燃料费与司机劳务成本，仓储环节的主要成本包括场地租金与仓储人员人工成本。近年来我国劳动力价格和房地产租金价格普遍上涨，对物流企业的盈利能力形成考验。

（2）下游汽车销售行业增速放缓

目前汽车物流行业以整车物流为主，商品车发运量与汽车产销量密切相关，汽车行业的景气程度直接影响汽车物流行业。受经济增速回落、汽车限购政策等因素的影响，汽车销售增速呈放缓趋势，汽车市场结构发生变化，汽车销售终端从一二线城市向三四线城市演进，二手车市场、汽车售后服务市场增长迅速，汽车物流企业需顺应市场需求，及时调整策略、优化管理，开拓新的业务增长点。

（3）“921政策”后行业格局发生重大变化

“921政策后”，汽车物流行业公路运输单台装载量下降、成本提升，具备多式联运能力的汽车物流企业优势显著。随着运输成本的变化，成本将在汽车制造商、物流企业和消费者之间重新分摊，在重新分摊的过渡期中，业务转包空间减少，中小企业将面临较大压力，可能转型为纯运输公司或退出行业，行业格局将发生重大变化。

6. 行业发展

（1）921政策将持续对行业造成影响

未来两年，运输车治理工作还将持续，整车物流企业需按照比例进行不合规车辆运输车的更新置换，2017年底前完成60%不合规车辆运输车的更新改造。一方面，汽车物流企业将普遍存在换车需求，该需求如不能及时满足可能会导致公路运输能力的不足；另一方面，大量的换车需求将导致汽车物流企业的资金需求加大，促进汽车物流供应链金融的快速发展。

（2）多式联运建设将进一步完善

随着治理工作的开展，整车公路运输将发生较大变化，以公路运输为主的长途干线运输将会逐步转变为以铁、水干线运输为主的多式联运模式。汽车物流铁路和水路运输量占比的不断提升，能够充分降低物流成本，综合利用社会资源，对于汽车物流行业发展起到积极的作用。

（3）新业态、新模式不断涌现，无车承运人试点工作全面启动

近年来，移动互联网技术与货运物流行业深度融合，货运物流市场涌现出了无车承运人等新的经营模式。通过资源优化整合，无车承运人能够帮助上下游提高效率、降低成本，为上游托运人提

²无车承运人是指不拥有车辆而从事货物运输的个人或单位，一般不从事具体的运输业务，只从事运输组织、货物分拨、运输方式和运输线路的选择等工作。

供物流解决方案，为下游承运人增加货源，大数据、云计算、互联网平台化等技术对汽车物流行业的影响将更加显著。

(4) 新能源汽车发展将改变汽车物流原有格局

一方面，新能源汽车零部件具有特殊性，电池等新型零部件的物流供应和保障将改变原有零部件物流的运作模式；二是对新能源汽车的仓储、运输，要更加注重防水防潮，还要充分考虑充电桩的设置，原有大型客车采用的地跑模式已经不能适用于新能源客车，新的运输装备和运输方式有待研究。

(5) 技术创新将会改变汽车物流原有的运作模式

随着中国制造 2025、德国工业 4.0 以及美国制造业复兴计划等国家战略的推出，作为国家重要产业的汽车产业也将成为全球科技创新的主要领域之一。为解决物流空间位移、时间差异的基本诉求，物联网、大数据、云计算、人工智能、自动引导技术、无人驾驶等物流新技术在物流和供应链中的应用不断出现，随之带来实时监控、智能追溯、危险预警、智能仓储分拣、柔性制造等在汽车生产和流通工艺环节的变革。这些变化将改变汽车物流原本的运作模式，要求汽车物流服务商在提供安全、高效、专业的运输仓储基本服务的同时，做到组织网络化、供应链一体化、响应实时化。

总体看，汽车物流行业正处于转型过渡期，未来发展将趋于规范化、智能化，原有运作模式有望发生较大变革。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为一家为汽车行业提供综合物流服务的现代服务企业，以整车运输业务为核心，为客户提供整车运输、整车仓储、零部件物流等多方面综合物流服务。不同于依附于汽车生产厂商的汽车物流企业在拓展其他汽车生产厂商业务方面存在局限性，公司自2003年从事汽车物流业务开始便依靠其第三方角色的优势，目前已成为国内规模领先的独立于汽车制造企业的第三方汽车物流企业。

公司具有全国广泛的优质客户资源，与上海汽车集团股份有限公司、中国长安汽车集团股份有限公司、东风汽车集团股份有限公司、北京汽车集团有限公司、长城汽车股份有限公司、华晨汽车集团控股有限公司、浙江吉利控股集团有限公司等及其下属企业均建立长期稳定的合作关系。

公司目前已搭建了覆盖全国主要汽车生产及消费区域的物流网络，覆盖东北、华北、华东、华中、西南、华南6大区域，已初步建立起了能够及时快速响应客户多方面需求的物流网络。运力保障方面，2016年公司合作的承运商已达232家，外协车辆共计21,244辆，且承运商运力分布区域广泛，能满足客户在不同区域、不同气候条件、不同时间段的各类发运需求。公司较早开始尝试铁路和水路运输，有丰富的多式联运经验，拥有一定数量的自有船舶，积极从公路运输向多式联运过渡发展。

公司自成立以来凭借服务质量与效率，获得较高的品牌认可度，并获得了多项荣誉，2014年，公司被中国交通运输协会授予“2014年度全国先进物流企业”、“2014年度中国物流百强企业”称号，被中国国际物流节组委会授予“2014中国十佳物流企业”荣誉称号；2015年，公司被中国物流与采购联合会授予“5A级物流企业”、“2015中国物流杰出企业”、“企业信用评价3A级信用企业”等荣誉称号；2016年，公司获得“2016年度中国物流企业50强”、“中国十佳物流企业”等荣誉称号。

总体看，公司充分发挥其第三方物流企业角色优势，凭借服务质量及效率获得较高品牌认可度，在客户资源、物流网络覆盖、多式联运等方面具有一定优势。

2. 人员素质

公司现有董事7名（其中包含3名独立董事）、监事3名（其中包含1名职工监事）、高层管理人员6名（其中总经理兼任董事长）。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长兼总经理薄世久先生，1964年出生，中国国籍，无境外永久居留权，现任公司董事长，同时担任长久集团执行董事、新疆新长汇股权投资管理有限责任公司执行董事、中国物流与采购联合会理事会副会长、中国物流与采购联合会汽车物流分会轮值会长、中国交通运输协会快运分会副会长。

截至2017年9月底，公司在职工1,456人。从学历构成看，硕士及以上占3.22%，大学本科占23.90%，专科占33.59%，高中及以下占39.29%；从专业构成看，销售人员占2.54%，财务人员占7.83%，管理人员占5.84%，运营人员占75.89%，行政后勤人员占7.90%；从年龄结构看，30岁以下占46.50%，31~50岁占50.20%，50岁以上占3.30%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和公司管理经验；公司员工学历、专业以及年龄构成基本能够满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、公司章程以及中国证监会有关规定的要求，建立了股东大会、董事会、监事会等法人治理机构。

股东大会由全体股东构成，是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事、审议批准董事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，由7名董事组成，其中包括3名独立董事。公司董事由股东大会选举或更换，任期3年，董事任期届满可连选连任；公司设董事长1名，由全体董事过半数选举产生。董事会对股东大会负责，行使决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案以及制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会，由3名监事组成，其中包括1名职工监事，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；公司设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，每届任期3年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案等职权。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全。

2. 管理体制

截至2017年9月底，公司下设15个职能部门，包括审计监察部、战略投资管理部、公共关系部、信息技术部、技术研发部、运营控制中心、安全管理部、法律事务部等；制定了涵盖安全管理、财务管理、商用车发运管理和市场营销管理等方面的内部控制制度。

安全管理方面，公司制订了《非商用车业务安全事故管理办法》、《商用车业务安全事故管理办法》，调整并完善了各单位安全职责，同时制定了安全例会的规则，明确了个人绩效安全部分的考核人和权重。公司不断完善安全管理制度和安全作业标准，在设备设施管理中增加了防雷管理和仓储围栏围墙管理；在安全技术标准与操作规程中增加了专业司机入职标准、乘用车仓储库区管理标准和作业标准、乘用车商品车装卸作业标准、乘用车商品车在途和交付标准、商用车商品车仓储管理标准和在途作业标准，保证公司各项工作的安全有序进行，确保人身和公司财产的安全，使安全工作有效落实。

财务管理方面，公司制定了《财务内部稽核制度》，建立经常性防错纠弊机制，加强财务监督和会计基础工作规范，及时发现和处理财务管理、会计核算过程中出现的各种不良情况与问题，对公司的会计核算等业务活动进行内部稽核检查，确保财务数据真实反映公司的运营状况和经营成果，保证公司可持续发展，降低公司财务及经营风险。

在商用车发运方面，公司制定了《商用车生产发运管理办法》以及《商用车外协发运管理规定》等，对于包括接单、提车、验车、车辆分配、司途费发放、车辆在途、运单管理、运费结算等过程进行精细化管理，有效控制整个运营过程，保障公司业务运营的有效完成，降低经营风险，实现生产经营目标。

市场营销管理方面，公司制定了《业务终止管理规定》、《新业务开发管理规定》、《市场对外报价管理规定》等，确保业务终止在一个有序、可控状态，确保新业务开发高效安全进行，规范新业务开发和续签业务报价平稳合理，准确评估在开发业务、已运营业务的潜在风险，减少企业损失，支撑企业经营目标的实现。

总体看，作为上市公司，公司制定了较为完善的管理制度。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务是汽车物流服务，公司为汽车制造企业提供以整车运输为核心，以整车仓储、零部件物流、国际货运代理为补充的综合物流服务。2014~2016年，公司分别实现主营业务收入30.43亿元、33.95亿元和42.93亿元，年均复合增长18.78%，主要系乘用车运输业务规模不断拓展所致；公司主营业务占当期营业收入比重均在99%以上，主营业务十分突出；2014~2016年，公司分别实现净利润2.68亿元、3.08亿元和3.67亿元，年均复合增长17.16%，整体变动与收入规模趋同。

业务构成来看，整车运输为公司核心业务（近三年占主营业务收入均在94%以上），以乘用车运输业务为主，对汽车行业景气度依赖较大；2014~2016年，受益于汽车产销量不断增长，公司乘用车运输业务规模呈逐年上升态势，分别实现收入26.00亿元、29.80亿元和38.09亿元，其中，2016年同比增长27.82%，系乘用车销量受车辆购置税优惠政策刺激大幅增长所致；乘用车运输业务收入占主营业务收入比分别为85.45%、87.78%和88.73%，比重不断提高。近三年商用车运输业务收入规模受国内商用车市场销量影响有所波动，分别为2.81亿元、2.33亿元和2.59亿元，受乘用车收入不断增长影响，其收入比重逐年下降，但均在6%以上。近三年，公司整车仓储实现收入0.54亿元、0.74亿元和0.95亿元，规模不断增长，主要系汽车生产厂随着生产规模的扩大，产销量时刻不匹配问题凸显，随之加大对仓储服务的需求所致。近三年公司零部件物流收入分别为1.04亿元、1.05亿元和0.99亿元，收入占比较小，但汽车行业产业链较长，汽车产业链各个环节中的零部件需求使其具有较大的成长空间。公司其他业务主要为合作经营业务收入，规模较小。

表 4 近三年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
整车运输	28.81	94.68	--	32.13	94.65	--	40.68	94.76	--
其中：乘用车运输	26.00	85.45	15.52	29.80	87.78	16.05	38.09	88.73	14.05
商用车运输	2.81	9.23	12.86	2.33	6.87	12.19	2.59	6.03	11.83
整车仓储	0.54	1.77	47.32	0.74	2.19	39.42	0.95	2.21	27.37
零部件物流	1.04	3.43	10.87	1.05	3.09	8.29	0.99	2.31	9.70
国际货运代理	-	-	-	-	-	-	0.22	0.51	-86.42
其他	0.03	0.11	--	0.03	0.08	--	0.09	0.21	10.28
合计	30.43	100.00	15.72	33.95	100.00	16.09	42.93	100.00	13.59

资料来源：公司年报，联合评级整理

从毛利率情况来看，2014~2016年，公司乘用车运输毛利率有所波动，分别为15.52%、16.05%和14.05%；2015年，公司对北京现代商品车承运商进行了统一的招标投标工作，调减了支付给承运商运费，导致该品牌单台成本下降，整体毛利率相对小幅提高；2016年“921政策”实施后，整车物流运力下降，成本上升，毛利率下降明显。商用车方面，近三年毛利率呈逐年下滑态势；2015年，受中国重汽品牌商用车的生产布局和销售区域调整影响，公司所承接该品牌的优质线路业务量下滑，单台成本上涨，导致商用车整体毛利率下降0.67个百分点；2016年，受“921政策”影响，毛利率进一步下滑至11.83%。整车仓储方面，受人工成本增长以及汽车生产厂商仓储价格定价机制影响³，近三年毛利率逐年下滑。零部件物流方面，2015年，公司所承接奥迪品牌汽车零部件国际联运项目以美元向下游承运商支付运费，受美元升值影响，成本提高，导致零部件业务整体毛利率下降至8.29%；2016年，受益于国际业务零部件物流业务回暖，零部件物流整体毛利率回升至9.70%。对于其他业务板块，由于2016年哈欧国际物流股份有限公司（以下简称“哈欧国际”）纳入合并范围，其他业务的毛利率变动较大。受以上因素综合影响，2014~2016年，公司综合毛利率分别为15.72%、16.09%和13.59%，呈波动下降态势。

2017年1~9月，公司实现营业收入33.75亿元，同比增长29.52%，主要系业务规模扩大、发运量增加所致；实现净利润2.14亿元，同比增长1.86%，增幅小于营业收入增幅，主要系旗下子公司哈欧国际亏损较大所致。

总体看，公司主要收入来源为整车运输业务，近年来受益于汽车产销量不断增长，公司业务规模逐年扩大；受“921政策”影响，2016年公司毛利率水平有所下降。

2. 整车运输

公司整车运输业务是将汽车生产厂商从整车生产线组装、测试后下线的商品车运送到经销商处或汽车生产商制定的其他位置所提供的物流服务，是公司核心业务，2014~2016年占主营业务收入的比例分别为94.68%、94.65%和94.76%。

（1）乘用车运输

公司作为国内规模领先的独立于汽车生产厂商的第三方汽车物流企业，已经度过了传统的运输企业主要依靠自有车辆运输的发展模式阶段，运力主要采用外部承运商解决，公司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，为汽车生产厂商和承运商搭建了汽车物流资源对接平台，将汽车生产厂商的汽车物流需求和承运商的运力供给进行匹配，形成了“大网络、小

³房山长安仓储汽车生产厂商价格为阶梯价格，仓储量越高价格越低，仓储固定成本不变，导致毛利率下降。

车队”的运营特点。公司目前已经拥有较为先进的信息作业平台，通过运用OTM系统（乘用车运输管理信息系统）、CMS系统（商用车运输管理信息系统）、GPS系统、3G视频可视系统等信息系统，实现线路优化、在途监控等功能，并不断持续更新换代，公司在信息技术管理方面的竞争力较强。

乘用车运输业务的基本模式是：由客户（主要是汽车生产厂商）提出运输需求，公司根据发运规模、发运车型、发运路线等需求结合运力情况（绝大部分采用承运商运力），进行物流规划，组织运力将乘用车由生产所在地或客户指定起始地运送至客户指定的地点（一般为汽车经销商所在地）。运输完成后，公司依据合同中约定的结算价格、运输里程和实际运抵的商品车数量与汽车生产厂商进行结算。

乘用车运输是公司最主要的业务收入来源，2014~2016年，该类业务收入占公司主营业务收入的 比例分别为85.45%、87.78%和88.73%。

承运商情况

公司采用承运商运力经营模式，大部分的运力均采用承运商方式解决。公司根据年度经营计划制定总体采购计划，并进行路线规划，确定年度承运商采购的产品方案，即承运商选择线路的方式（一般包括对流线路、驻板线路、长短搭配线路等几种路线方式）以及公司下一年度的承运商定价方式及考核机制。

在供应商选择方面，公司主要采用协商方式，按发运品牌和路线设计出产品方案，在承运商满足公司的基本要求⁴基础上，由承运商提出选择意向，公司根据承运商擅长的发运线路，并综合考虑上一年及历史发运情况、运力保障情况、客户服务品质等确认其发运线路及在该路线的发运份额。部分合作稳定的线路一般继续由原承运商发运，新开发业务一般进行招投标，承运商上报意向线路及价格，公司综合考虑汽车生产厂商的服务需求以及提供的承运价格确定承运商。

在承运商考核方面，公司制定了相关操作规范，承运商在商品车交接、装车、运输、交验等过程中必须严格遵守并接受公司考核。公司会不定期组织对承运商进行培训，每年都要对承运商进行评审，根据服务指标综合评分评定服务质量，以决定是否续签合同。如果承运商出现合同履约率连续两个月低于70%、故意违约、运输质损率严重超标以及严重干扰公司日常运营秩序的行为等情况，在沟通整改无效的情况下会触发公司承运商淘汰机制。

2014~2016年，公司乘用车运输业务承运商数量分别为206家、218家和232家，2016年外协车辆达21,244辆，公司的运力较有保障。

承运定价及结算

在承运价格方面，公司根据汽车生产厂商的运输路线，对具体的各条线路的运输成本进行大致测算。其中，对于原有线路，公司一般向上年度的承运商进行调研，初步拟定运价调整趋势和幅度；对于新开发的线路，公司会根据不同的运输路线核定该线路的发运成本，同时考虑给承运商的适当利润空间，以初步确定运价。在初步确定的运价基础上，公司会结合当年市场运价、不同区域的发运难易程度、不同时段的油价浮动程度等因素，在保障自身利润空间的基础上确定最终价格。承运价格在运输合同有效期内一般保持不变，但当汽车生产厂商给予公司的结算标准调整时以及商品车运输市场发生重大变化时，公司有权临时调整与承运商的运输价格。

2014~2016年，公司乘用车承运商成本分别为21.34亿元、24.40亿元和32.18亿元，分别占乘用车运输业务成本的97.15%、97.54%和98.29%。

运费结算方面，公司与承运商的运费按月结算，一般在M+1月的10~25日期间进行M月的运费核

⁴公司对承运商的基本要求：承运商必须具备运输业务所必须具备的经营资质如道路运输许可证；承运商的车辆必须满足公司制定的《运输车点检标准》；注册资金不低于100万；承运商名下登记的运输车辆不得少于10台；承运商从事运输业务的司机证件齐全、合规，确认驾驶证为A2及以上，并确认驾驶证和道路运输从业资格证与从事运输业务的司机本人相符且在有效期内。

对，形成商品车运费结算汇总表；M+2月的5日之前，承运商将《商品车交接验收单》、《商品车运费结算汇总表》、运费发票、签字盖章的对账明细表提交给公司；M+3月的5~10日，公司对承运商付款。

前五大承运商方面，2016年，公司前五名承运商采购额9.18亿元，占年度采购总额24.73%，集中度一般。

表 5 2016 年公司乘用车前五大承运商情况（单位：亿元、%）

序号	承运商名称	承运金额	金额占比
1	中都物流有限公司	2.51	6.76
2	天津三川物流有限公司	2.13	5.74
3	中甫（上海）航运有限公司	1.85	4.98
4	吉林省亿鑫物流有限公司	1.63	4.39
5	吉林省恒远物流有限公司	1.06	2.86
合计		9.18	24.73

资料来源：公司提供

客户情况

公司在全国具有广泛的优质客户资源，与北京现代、上汽通用五菱、奇瑞汽车、一汽马自达、一汽大众、重庆长安、华晨宝马等多个乘用车汽车生产销售企业建立了稳固的合作关系，其中一汽马自达和奇瑞汽车的整车运输业务整包给公司。由于整车下线出厂直接关系到汽车生产的连续性及成本效应，汽车生产商对物流企业的选择较为重视，长期合作的物流企业可对汽车生产商出货量的变化、路线的选择及临时短途运输的调整高效应对，运力充分保障其生产销售的需求，因此汽车生产商不会轻易更换承运方，与其均为长期合作关系。

表 6 2016 年公司乘用车运输客户情况（单位：%）

序号	客户名称	公司承运份额占比
1	一汽马自达	100.00
2	奇瑞汽车	100.00
3	一汽红旗	72.58
4	奇瑞捷豹路虎	70.00
5	野马汽车	66.76
6	北京现代	55.94
7	华晨宝马	46.29
8	长安汽车	38.21
9	海马汽车	26.02
10	一汽大众	18.76
11	北京汽车	18.46
12	上汽通用五菱	14.32
13	一汽丰田	13.50
14	广汽丰田	10.83
15	比亚迪	10.36
合计		--

资料来源：公司提供

注：公司承运份额占比=公司2016年发运量/客户2016年乘用车销售量。

2016年，公司乘用车前五名客户销售额30.71亿元，占乘用车运输业务收入80.63%，公司客户集中度较高，存在一定的经营风险。

表 7 2016 年公司乘用车运输前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	承运商名称	承运金额	金额占比
1	中国第一汽车股份有限公司及其下属企业	9.51	24.97
2	北京中都格罗唯视物流有限公司	6.24	16.38
3	重庆长安汽车股份有限公司及其关联方	6.12	16.06
4	奇瑞汽车股份有限公司及其下属企业	5.73	15.05
5	上汽通用五菱汽车股份有限公司	3.11	8.17
合计		30.71	80.63

资料来源：公司提供

公司获得业务合同的方式主要包括三类：现有服务品牌业务合同续签；现有服务品牌业务的重新投标；获得新服务品牌招标邀请进行投标。汽车生产厂商对物流服务商的网络布局结构、运力保障能力、仓储、转运和分拨配送能力等多方面进行综合考量，因此符合条件的物流服务商与汽车生产厂商均为长期合作关系。公司获取业务合同以现有服务品牌业务合同续签为主，主合同中约定了线路、价格等情况，每年公司与客户会根据新增线路不定期签订补充协议。

运输定价模式

公司一般按照与汽车生产厂商签订的合同中的运送车辆品牌、线路等要素约定运输单价，按汽车生产厂商核算的单台车运输成本再加上合理利润空间确定运输价格，公司再按照实际承运的数量和里程计算得出应收汽车生产厂商的运输服务费，计算公式为：运费=基本运价（元/公里/辆）×运量（辆）×运输里程数（公里），近三年公司乘用车运输业务发运量、平均里程、基本运价及收入情况如下所示。

表 8 2014~2016 年公司乘用车运输价格情况

序号	项目	2014 年	2015 年	2016 年
A	基本运价（元/公里/辆）	0.90	1.01	1.16
B	发运量（万辆）	199.05	254.09	297.93
C	平均里程（公里）	1,447.32	1,165.03	1,102.08
A×B×C=D	乘用车运输收入（万元）	260,009.76	297,995.78	380,911.40

资料来源：公司提供

公司乘用车运输业务的基本运价主要受到燃油价格、车型、品牌、发运线路、运输距离、发运量等因素的综合影响。近年来，在整车物流规范治理的发展趋势下，公司预测相关行业政策的出台将是大概率事件，并积极进行预防性应对，逐渐调整运输模式，增加铁路、水路运输，增强多式联运能力。在“921政策”出台前，整车物流行业的铁路、水路运输成本高于公路，随着公司运输模式的调整，近三年公司基本运价逐年提高；“921政策”出台后，公路运输成本大幅增加且趋于透明，公司与汽车生产商将持续沟通，调整相应运输价格。

运费结算模式

具体结算方式上，根据公司与各汽车生产厂商签订的商品车运输合同，结算方式略有不同。商品车运送至汽车生产厂商指定目的地由经销商签收后，公司的运输任务完成，汽车生产厂商的信息系统将获得经销商的接车确认信息，在运输任务完成后（一般不超过两个月）由公司与汽车生产厂

商对账，并提交运单、发票等结算单证，一般情况下在运输任务完成后一至四个月内完成结算。

总体看，乘用车运输业务为公司核心业务，近年受益于汽车销量的增长，业务规模不断扩大，但对汽车行业景气度的依赖性使其面临一定经营风险；公司承运商集中度一般，但受“921政策”影响结算成本上涨；公司下游客户较为稳定，但集中较高，汽车行业的激烈竞争性存在潜在的风险传递；“921政策”过渡期内，公司对运输方式及结算价格将不断调整。

(2) 商用车运输

公司商用车运输业务主要是将商用车整车下线后由生产地运输至经销商处，公司目前所运输的商用车主要为各种运货卡车。

与乘用车需要专用运输车辆实现运输不同，由于公司所运商用车一般为卡车，体积和重量均大于一般的乘用车，因此商用车的运输主要是由司机直接驾驶所运输的车辆到达指定地点，只有少量轻型卡车涉及用运输车辆进行拖挂运输。

采购情况

公司商用车业务的主要采购内容包括为公司提供运输劳务的司机个人和承运商。公司在司机运送商用车前，向其预付全部或部分运费，在其将商用车运送达目的地并经确认后，向其结清运费。公司与各承运商约定了发运的车辆品牌、发运区域、结算方式、发运里程，公司根据与汽车生产厂商约定的运输单价和运输里程扣除一定的比例后，作为与承运商结算的依据。一般对于M月完成发运的业务，公司在M+2月与承运商完成结算。2014~2016年，公司商用车运输成本分别为2.45亿元、2.05亿元和2.28亿元。

客户情况

公司与中国重汽、陕西重汽、一汽解放、北汽福田、东风汽车等在内的多个商用车汽车生产企业建立了稳固的合作关系，在综合考虑燃油成本、路桥费、司机成本以及合理利润的基础上与汽车生产厂商协商确定运输价格。运输收入公式为：运费=基本运价（元/公里/辆）×运输里程数（公里）×运量（辆）。公司在运输任务完成后与汽车生产厂商对账并结算，一般结算周期为三至五个月。

表 9 2014~2016 年公司商用车运输价格情况

序号	项目	2014 年	2015 年	2016 年
A	基本运价（元/公里/辆）	2.15	2.19	1.96
B	发运量（万辆）	9.31	8.28	10.40
C	平均里程（公里）	1,406.18	1,287.87	1269.85
A×B×C=D	乘用车运输收入（万元）	28,097.12	23,324.25	25,858.32

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，商用车运输业务前五大客户销售额占商用车运输业务比为90.01%，集中度很高。

表 10 2016 年公司商用车运输前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	客户名称	销售金额	金额占比
1	中国重型汽车集团有限公司及其下属企业	1.34	51.72
2	中国第一汽车股份有限公司及其下属企业	0.37	14.34
3	陕西远行供应链管理有限公司	0.23	8.89
4	东风柳州汽车有限公司	0.21	8.20
5	重庆安吉红岩物流有限公司	0.18	6.86
合计		2.33	90.01

资料来源：公司提供

总体看，近年商用车运输业务受国内商用车市场销量影响，收入规模和发运量均有所波动，上游承运商和公司自有车辆对运力有较高保障，下游客户集中度很高，整体看，该业务对公司整车运输业务形成良好补充。

（3）保险情况

公司承接的所有乘用车和商用车运输业务均对商品车进行投保，公司与不同的汽车生产厂商约定的商品车的保险缴纳及承担情况不同，分为公司购买保险和客户自行购买保险两种。截至2017年9月底，公司购买的保险情况如下。

表 11 截至 2017 年 9 月底公司购买相关商品车保险情况（单位：万元）

投保公司	保险覆盖期间	险种	保险费用
中国人民财产保险股份有限公司北京市顺义支公司	2017年7月1日至 2018年6月30日	货物运输险	199.61
中国太平洋财产保险股份有限公司北京分公司	2017年7月1日至 2018年6月30日	货物运输险	194.11
		物流责任综合保险	--
中国太平洋财产保险股份有限公司吉林省分公司	2017年7月1日至 2018年6月30日	货物运输险	--
		财产一切险	33.41
北部湾财产保险股份有限公司柳州分公司	2017年7月1日至 2018年6月30日	货物运输险	41.39
中华联合财产保险股份有限公司北京经济技术开发区支公司	2017年7月1日至 2018年6月30日	货物运输险	--
中国平安财产保险股份有限公司北京分公司	2016年3月1日至 2018年2月28日	机动车交通事故责任强制保险	10.21
		物流责任综合保险	214.38
合计	--	--	693.11

资料来源：公司提供

出险后的处理程序

在车辆运输途中出险时，承运商应立即联系当地公安、交通管理部门和保险公司查勘处理，并同时通知公司（最晚不得超过出险后的24小时）。承运商应在处理完毕后填写《肇事报告》，对于因交通肇事而发生的一切事宜，由承运商负责全面处理，承担相关责任，并赔偿所有损失。如需公司及其下属子公司协助处理的，承运商应承担由此产生的全部费用。一般情况下出险后，如果商品车由公司投保，公司向保险公司办理保险理赔手续，如果商品车由公司客户自行投保，由客户办理相关保险理赔，公司负责配合；同时公司协调承运商赔偿除保险理赔责任以外的全部损失，或由公司先行垫付，再与承运商协商解决。另外，在商用车投保方面，公司已为司机个人投保了人身意外险，承运商所属司机的人身安全、财产安全由承运商自己负责。

总体看，公司财产安全措施相对完善，确保公司业务安全有序进行，降低非经营性损失对业务运营产生的不利影响。

3. 整车仓储

整车仓储业务是公司整车运输服务的重要补充部分，2014~2016年，公司整车仓储收入规模逐年增长，分别为0.54亿元、0.74亿元和0.95亿元。随着生产规模的扩大，汽车生产厂商产销量时刻不匹配问题凸显，同时，为提高市场反应速度，汽车生产厂商需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提前置库或中转置库，从而加大了对整车仓储服务的需求，整车仓储业务未来发展前景良好。

业务模式方面，公司与汽车生产厂商或其下属企业签订仓储业务合同或者委托仓储管理服务协议，为汽车生产厂商提供整车仓储服务，公司根据汽车生产厂商的计划需求组织车辆的在库管理保养及出入库管理。公司经营的仓储场地包括租赁场地和客户提供的场地，另外公司还将部分仓储业务外包给其他仓储服务供应商。

公司目前在长春、唐山等靠近汽车生产厂商或汽车消费市场的地区拥有整车仓储场地，并主要向一汽大众销售有限责任公司、一汽轿车股份有限公司、一汽物流有限公司、重庆长安汽车股份有限公司等客户提供整车仓储服务。

公司仓储业务的收费模式较多，主要包括：（1）按照单位面积收费，收费模式为单价乘以仓储面积；（2）按仓储车辆数收费，收费模式为单价乘以仓储量；（3）按出库车辆数收费，收费模式为出库量乘以单价。

整车仓储业务的主要成本包括支付给场地提供方的租金或仓储服务费、仓储人员人工成本以及商品车出入库支出等，2014~2016年，公司整车仓储成本分别为0.28亿元、0.45亿元和0.69亿元，随着业务规模扩大，呈逐年增长态势；受人工成本增长以及汽车生产厂商仓储价格定价机制影响，毛利率逐年下降，分别为47.32%、39.42%和27.37%。

总体看，整车仓储作为整车运输的重要中转环节与公司运输业务形成良好的协同效应，随着汽车行业产销量的逐年增长，不管是中转运输还是单独仓储，公司整车仓储业务存在较大的市场空间，但毛利率有所下降，随着公司物流网络布局的逐步完善，仓储业务规模有望持续增长。

4. 零部件物流

目前我国商品车物流市场日趋成熟，而汽车零部件物流市场正在快速发展，随着社会化分工的深入，越来越多的汽车生产厂商将采购环节的零部件物流外包。随着我国汽车保有量不断增长，汽车售出之后的维修、保养以及所需的零配件、汽车用品和汽车材料等后市场需求较大，汽车零部件物流存在巨大的发展空间。

公司的汽车零部件物流业务尚处于起步阶段，2014~2016年，汽车零部件物流收入占公司主营业务收入的比例分别为3.43%、3.09%和2.31%，占比尚小，考虑到行业中尚未出现大型零部件物流企业，该业务市场潜力巨大，属于公司未来重点发展的业务板块之一，该领域的开拓能促进与商品车物流业务的协同效应，有效提升公司综合物流服务能力。

总体看，随着公司加大对零部件物流运输板块的投入，在整车物流竞争激烈的情况下，其有望成为公司未来新的利润增长点。

5. 国际货运代理

公司国际货物运输业务运营主体为旗下子公司哈欧国际。公司国际货运业务依托于以哈尔滨为欧亚铁路网络枢纽节点的哈欧班列和哈俄班列，致力于为客户提供门到门综合运输解决方案，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。

公司国际货运代理业务的主要模式为：公司为客户提供哈欧线路和哈俄线路的中欧铁路货运班列物流服务，由客户提出货物的订舱需求，公司根据所需承运货物的数量、规格尺寸以及其他特殊需求进行物流规划和物流整合，协调境内外铁路承运商实现货物运输，并最终将货物由客户指定起运地运送至客户指定的跨境地点，包括门到门、站到站、门到站及站到门业务。服务完成后，公司依据合同中约定的结算方式与客户进行结算。2016年10~12月、2017年1~9月，公司分别实现国际

货运收入 2,175.99 万元和 10,647.39 万元，由于业务尚在培育期，处于亏损状态，但政府为相关业务提供了一定班列运营补助。

总体看，公司充分顺应国家“一带一路”政策导向，开展国际货运业务，由于中欧物流线路整体处于培育期，市场渠道和业务模式尚不成熟，业务持续处于亏损状态，日常运营对国家扶持依赖较大，后续市场拓展及经营情况仍有待观察。

6. 重大事项

根据中国证券监督管理委员会下发的“证监许可[2016]1333 号”核准，公司向社会公众首次公开发行股票 4,001 万股人民币普通股（A 股），并于 2016 年 8 月 10 日在上海证券交易所挂牌上市，公司每股发行价格为人民币 15.43 元，发行募集资金总额 6.17 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 5.84 亿元，募集资金按轻重缓急顺序投资于以下项目。

表 12 截至 2017 年 9 月底公司公开发行股票募集资金拟使用情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金已投资金额
1	京唐港基地一期建设项目	19,028.71	9,425.67
2	芜湖汽车零部件物流基地项目	4,658.04	6.00
3	长春汽车零部件综合物流基地项目	17,159.00	2,607.18
4	智慧物流一体化信息系统建设项目	3,929.00	2,844.16
5	进口整车物流服务项目	13,588.97	0.00
	合计	58,363.72	14,883.01

资料来源：公司提供

总体看，本次公开发行股票后公司的资本结构和财务状况得到改善，显著提高了公司抗风险能力，募投项目如能顺利实施将进一步提高公司市场竞争力。

7. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数整体呈逐年下降趋势，分别为 4.11 次、3.82 次和 3.42 次，主要系公司下游客户较强势，随着公司业务规模扩大，大客户的信用账期可有所延长所致；公司采取轻资产运营模式，存货规模很小，存货周转次数不再具体分析；2014~2016 年，受流动资产（主要为应收账款）逐年大幅增长影响，公司总资产周转次数呈逐年下降态势，分别为 1.92 次、1.74 次和 1.46 次。

总体看，近三年公司经营效率指标有所下降。

8. 经营关注

（1）行业政策风险

2016 年 9 月 21 日，交通运输部《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）》正式实施，此次超限治理对汽车物流行业的规范产生了很大影响，直接导致商品车运输装载量下降、运输成本上升，汽车物流服务商及承运商成本价格变为透明，利润空间趋于刚性，承运分包空间大幅压缩，公司短途运输将由自有车队承运，长途运输将转变为水路和铁路，过渡期间公司利润空间和运力保障将面临较大压力，后续违规车辆置换以及培养自营船队将面临一定的资金需求。

（2）下游汽车行业市场风险

公司以汽车物流作为主营业务，营业收入中 90%以上来源于整车运输，公司主营业务较单一，

收入和利润来源与下游汽车行业景气度高度相关，若未来汽车市场消费偏好、整体格局发生变化，公司可能面临收入和利润增长趋缓的风险。

（3）客户集中度及客户强势风险

公司整车运输业务以国内大型汽车生产厂商为核心客户，客户集中度较高，若未来的经营过程中，汽车市场竞争导致公司客户汽车品牌销售受阻将直接影响公司的承运量，会给公司经营带来不利影响。同时，公司客户主要为实力较强的汽车生产商，在汽车物流产业链中处于较为强势地位，对于发运价格、结算周期等有较高的话语权，若上游结算方式及价格变动，会对公司收入及资金流转产生一定影响。

9. 未来发展

公司将继续专注于汽车产业链，以构建安全、高效、便捷的多层次汽车物流综合服务网络为基础，在巩固发展国内整车物流业务的同时，延伸产业和服务链条，逐步拓展国际物流市场，深耕围绕汽车生产、销售和流通全产业链的物流和供应链服务，在汽车物流规划、物流资源整合、物流运营管理以及物联网技术应用、供应链金融等方面创新实践，塑造核心竞争优势，实现转型升级。

（1）多式联运战略

为应对“921 政策”的规定，公司加大了多式联运的发展力度，在公路运输方面，公司将采购一定数量的符合交通部合规要求的商品车运输车，用于补充社会运力，保障服务质量，同时提高区域调度组织效率、降低运输成本；在铁路和水运联运方面，公司将探索铁路集装箱运输模式、扩大滚装船运输能力，从而满足未来汽车生产厂商日益增加的多式联运需求。

（2）多元化战略

公司将继续围绕汽车产业，拓展、深耕上下游物流及供应链服务需求，实施针对性的业务多元化战略。未来，公司将扩大物流基地的网络布局，发挥仓储和物流之间的协同效应，平衡规模化生产和个性化需求的时空差异；公司将通过内部培育和外部并购相结合的方式拓展零部件物流业务，加大零部件物流的开发力度；公司将大力打造供应链金融平台，包括但不限于保理、融资租赁等金融形式；紧跟国家“一带一路”发展战略，通过合资合作、设立海外子公司等方式打通亚欧汽车运输通道，拓展高端汽车整车及零部件进出口和民族品牌汽车走出去相结合的双向物流服务；在现有二手车经销商的客户类型基础上，公司将探索个人二手车物流业务，提供创新型物流服务产品。

（3）信息化战略

公司将信息化建设作为重要发展战略之一，未来将在现有的 OTM 系统（乘用车运输管理信息系统）、CMS 系统（商用车运输管理系统）、GPS 系统、视频监控系统、智能手持终端（PDA）等技术的基础上，优化管理流程，规范作业标准，实现业务网点-大区-总部跨级，市场-运营-财务-客服闭环管理，在数据上线、互联互通的基础上，为汽车生产厂商和经销商客户，提供全过程透明的信息服务，同时实现供应链信息挖掘、统计分析、辅助决策甚至是平台化增值服务。

总体看，未来公司发展方针清晰明确，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2014~2016年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2017年1~9月财务报表未经审计。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会

计准则》。从合并范围来看，2014年，公司通过投资设立新增1家子公司，通过清算注销减少1家子公司；2015年，公司通过投资设立新增2家子公司；2016年，公司通过非同一控制下企业合并新增1家子公司，通过清算注销减少1家子公司，通过投资设立新增1家子公司；2017年1~9月，公司通过投资设立新增6家子公司。上述子公司规模相对较小，公司财务数据可比性仍属较强。

截至2016年底，公司合并资产总额37.01亿元，负债合计17.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计19.12亿元，其中归属于母公司所有者权益合计18.44亿元。2016年，公司实现营业收入42.96亿元，净利润（含少数股东损益）3.67亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.62亿元；经营活动现金流量净额4.45亿元，现金及现金等价物净增加额7.03亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额36.41亿元，负债合计15.49亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计20.92亿元，其中归属于母公司所有者权益合计20.18亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入33.75亿元，净利润（含少数股东损益）2.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.33亿元；经营活动现金流量净额-2.77亿元，现金及现金等价物净增加额-2.40亿元。

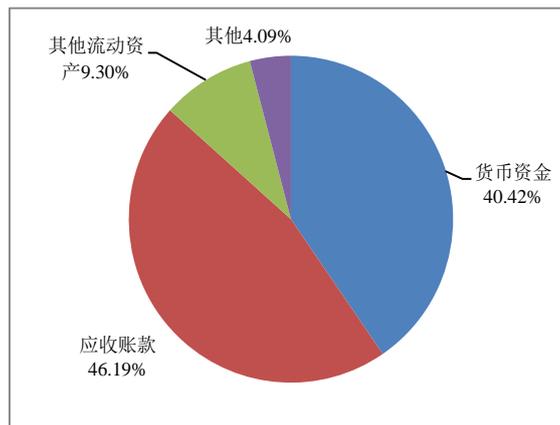
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长46.32%，主要系公司业务规模扩大以及首次公开发行股票上市所致。截至2016年底，公司资产总额37.01亿元，较上年底增长70.82%；其中，流动资产占88.17%，非流动资产占11.83%，以流动资产为主，符合公司轻资产运营的特点。

（1）流动资产

2014~2016年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长52.82%，主要系货币资金和应收账款增长所致。截至2016年底，公司流动资产32.63亿元，较上年底增长86.93%，主要系货币资金和应收账款增长所致；流动资产主要由货币资金（占40.42%）、应收账款（占46.19%）和其他流动资产（占9.30%）构成。

图4 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长61.02%，其中2015年底的增长主要系业务规模扩大所致，2016年底的增长主要系上市收到募集资金所致。截至2016年底，公司货币资金13.19亿元，较上年底增长113.76%；其中，银行存款占98.28%，其他货币资金（受限资金）占1.72%，其他货币资金包括银行承兑汇票保证金、保函保证金和贷款保证金，公司货币资金受限程度低。

2014~2016年，随着公司业务规模扩大，应收账款逐年增长，年均复合增长39.53%。截至2016

年底，公司应收账款账面价值15.07亿元，较上年底增长50.53%，主要系“921政策”导致整车物流单价上涨且公司第四季度业务量同比大幅增加所致；从账龄来看，账龄0~6个月以内的应收账款余额占96.30%，公司应收账款账龄较短；公司累计计提应收账款坏账准备310.88万元，计提比例为0.21%，考虑到账龄较短且欠款方主要为大型汽车生产商，公司应收账款质量较好；公司前五大应收账款余额合计占58.72%，集中度较高。

表13 截至2016年底公司前五大应收账款情况（单位：万元、%）

单位名称	年末余额	余额占比
北京中都格罗唯视物流有限公司	31,124.18	20.61
安徽奇瑞汽车销售有限公司	25,616.62	16.96
重庆长安汽车股份有限公司	17,513.17	11.60
上汽通用五菱汽车股份有限公司	8,428.79	5.58
一汽物流有限公司	6,007.76	3.98
合计	88,690.52	58.72

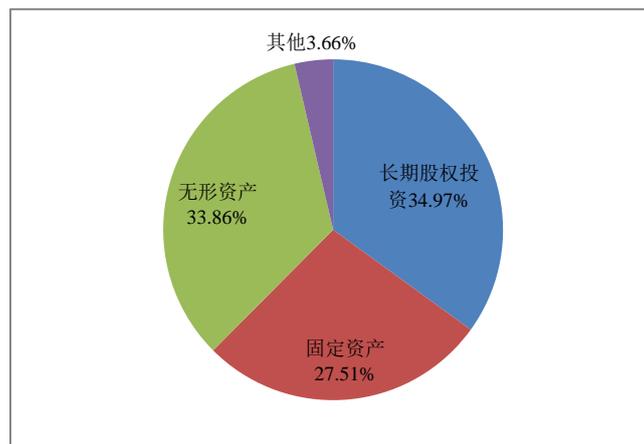
资料来源：公司年报

2014~2016年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长555.68%。2014~2015年，公司其他流动资产规模较小，主要由待摊费用和待抵扣进项税构成。截至2016年底，公司其他流动资产3.03亿元，较上年底增长3,004.40%，主要系公司用闲置上市募集资金购买理财产品所致，该理财产品为可随时赎回的保本浮动收益型理财产品。

（2）非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长14.93%，其中2015年底的增长主要系长期股权投资和无形资产增长所致，2016年底的增长主要系固定资产增长所致。截至2016年底，公司非流动资产4.38亿元，较上年底增长3.98%；非流动资产主要由长期股权投资（占34.97%）、固定资产（占27.51%）和无形资产（占33.86%）构成。

图5 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长9.72%。截至2015年底，公司长期股权投资1.66亿元，较上年底增长30.64%，主要系增加对哈欧国际物流股份有限公司（以下简称“哈欧国际”）的投资0.28亿元所致。截至2016年底，公司长期股权投资1.53亿元，较上年底减少7.86%，主要系2016年公司增加对哈欧国际的持股比例，哈欧国际成为公司控股子公司，不再计入长期股权

投资所致；公司剩余的长期股权投资系对中世国际物流有限公司的投资，2016年权益法下确认的投资收益0.15亿元。

2014~2016年，公司固定资产账面价值波动增长，年均复合增长12.35%。截至2015年底，公司固定资产账面价值0.93亿元，较上年底减少2.95%。截至2016年底，公司固定资产账面价值1.20亿元，较上年底增长30.06%，主要系在建工程转固以及购置车辆所致；公司固定资产账面价值中，房屋及建筑物占58.17%，运输车辆占28.56%，办公车辆占8.69%，其余为机器设备、办公设备等；公司固定资产累计计提折旧0.93亿元，累计计提减值准备0.10亿元，固定资产成新率为58.25%，成新率一般。

2014~2016年，公司无形资产账面价值波动增长，年均复合增长27.87%。截至2015年底，公司无形资产账面价值1.50亿元，较上年底增长64.98%，主要系公司位于常熟和唐山的物流基地购置了两宗土地所致。截至2016年底，公司无形资产账面价值1.48亿元，较上年底减少0.90%；公司无形资产账面价值中，土地使用权占95.12%，软件占4.88%；公司无形资产累计摊销0.13亿元，未计提减值准备。

截至2016年底，公司所有权或使用权受限制的资产账面价值合计0.23亿元，占资产总额的0.62%，主要为应付票据保证金、内保外贷保证金、保函保证金和事故车辆等，资产受限程度极低。

截至2017年9月底，公司资产总额36.41亿元，较上年底减少1.61%；其中，流动资产占86.02%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，近三年公司资产规模逐年快速增长，资产构成以流动资产为主，货币资金较充裕，应收账款规模较大但质量较好，资产受限程度极低，公司整体资产质量较好。

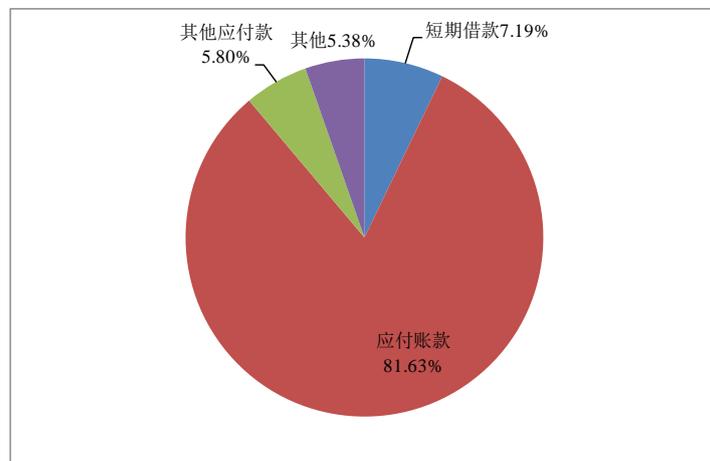
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2014~2016年，公司负债规模逐年快速增长，年均复合增长37.75%，主要系流动负债增长所致。截至2016年底，公司负债合计17.89亿元，较上年底增长43.35%；其中流动负债占99.75%，以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长38.21%，主要系应付账款增长所致。截至2016年底，公司流动负债17.84亿元，较上年底增长43.67%；流动负债主要由短期借款（占7.19%）、应付账款（占81.63%）和其他应付款（占5.80%）构成。

图6 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款波动减少，年均复合减少4.28%。截至2015年底，公司短期借款1.88亿元，较上年底增长34.10%，主要系业务规模扩大、营运资金需求增加所致。截至2016年底，公司短期借款1.28亿元，较上年底减少31.68%，主要系公司上市收到募集资金后货币资金较充裕、归还部分短期借款所致；公司短期借款中，保证借款占85.76%，质押借款占14.24%。

2014~2016年，公司应付账款逐年快速增长，年均复合增长45.74%，主要系业务规模扩大、应付承运商账款增加所致。截至2016年底，公司应付账款14.57亿元，较上年底增长60.99%，增幅较大主要系“921政策”导致成本单价上涨以及行业格局转变、公司第四季度业务量同比大幅增加所致。

公司其他应付款主要是应付承运商、提供临时运输劳务服务司机的保证金和代办代收的交通保险事故理赔款。2014~2016年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长112.49%。截至2015年底，公司其他应付款0.77亿元，较上年底增长235.97%，主要系新增承运商缴纳的投标保证金所致。截至2016年底，公司其他应付款1.03亿元，较上年底增长34.39%，主要系承运商投标保证金增加所致。

2014~2016年，公司非流动负债逐年减少，年均复合减少27.90%，主要系递延收益减少所致。截至2016年底，公司非流动负债0.04亿元，较上年底减少24.77%；公司非流动负债由预计负债（占14.49%）和递延收益（占85.51%）构成。

2014~2016年，公司全部债务波动减少，年均复合减少11.61%。截至2016年底，公司全部债务1.30亿元，较上年底减少30.79%，主要系短期借款减少所致；公司债务全部为短期债务，债务结构有待调整。2014~2016年，公司资产负债率分别为54.54%、57.60%和48.34%，全部债务资本化比率分别为17.47%、16.97%和6.36%，2016年上述指标大幅下降，主要系公司发行股票上市、所有者权益增长所致；公司债务负担很轻。

截至2017年9月底，公司负债合计15.49亿元，较上年底减少13.38%，主要系业务季节性波动、应付账款减少所致；流动负债占97.96%，负债结构变化不大。截至2017年9月底，公司全部债务合计4.48亿元，较上年底增长244.47%，主要系公司业务开发导致贷款需求增加，短期及长期借款均有所增长所致；其中，短期债务占93.74%，债务结构仍有待改善；资产负债率为42.55%，较上年底下降5.78个百分点，主要系应付账款减少所致；全部债务资本化比率为17.63%，较上年底上升11.26个百分点，债务负担有所增加，但仍属较轻；长期债务资本化比率为1.32%，处于较低水平。

总体看，随着业务规模扩大，近三年公司负债规模持续快速增长，负债结构以流动负债为主；公司债务负担很轻，但全部为短期债务，债务结构有待调整。

（2）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长55.98%。截至2015年底，公司所有者权益9.19亿元，较上年底增长16.89%，主要系经营积累所致。截至2016年底，公司所有者权益19.12亿元，较上年底增长108.13%，主要系公司上市发行股票所致；归属于母公司所有者权益18.44亿元（占96.43%），其中，股本占21.70%，资本公积占29.68%，其他综合收益占-0.03%，专项储备占5.06%，盈余公积占6.44%，未分配利润占37.15%，权益稳定性尚可。

截至2017年9月底，公司所有者权益合计20.92亿元，较上年底增长9.41%，主要系经营积累；归属于母公司所有者权益合计20.18亿元，其中股本占19.82%，资本公积占27.26%，未分配利润占42.30%，权益结构变化不大。

总体看，随着股本增加，近三年公司所有者权益规模逐年增长，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入分别为30.43亿元、33.95亿元和42.96亿元，随着业务量增加而逐年

增长，年均复合增长18.82%，其中2016年同比增幅达26.55%，主要系“921政策”后运输单价上涨、公司业务量大幅增加所致；公司净利润分别为2.68亿元、3.08亿元和3.67亿元，年均复合增长17.16%，其中归属于母公司所有者的净利润分别为2.65亿元、3.06亿元和3.62亿元。

从期间费用来看，2014~2016年，公司费用总额基本保持稳定，年均复合增长0.77%。2016年公司费用总额1.88亿元，其中销售费用占38.62%，管理费用占61.29%，财务费用占0.09%。2014~2016年，公司销售费用年均复合增长15.03%，主要系业务网点增加、销售人员工资增长所致；管理费用年均复合减少2.96%，基本保持稳定；财务费用规模很小。2014~2016年，公司费用收入比分别为6.09%、5.41%和4.38%，公司费用控制能力较强。

从利润构成来看，2014~2016年，投资收益在营业利润中的占比均不足5%，对利润影响较小；营业外收入在利润总额中的占比分别为16.11%、13.19%和19.50%，对利润有一定影响。公司营业外收入主要由政府补助构成，包括营业税改征增值税补助款、政府奖励、班列运营补助（2016年新增）等。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率分别为15.48%、15.81%和13.07%，2016年有所下降，主要系根据财政部颁发的《增值税会计处理规定》（财会[2016]22号）的有关规定，原计入管理费用科目的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等相关税费，调整计入营业税金及附加科目所致；公司总资本收益率分别为32.53%、30.78%和23.77%，总资产报酬率分别为21.77%、21.30%和16.30%，净资产收益率分别为36.55%、36.09%和25.95%，上述指标2016年均有所下降，主要系公司上市后所有者权益快速增长所致。

2017年1~9月，公司实现营业收入33.75亿元，同比增长29.52%，主要系业务规模扩大、发运量增加所致；实现净利润2.14亿元，同比增长1.86%，增幅小于营业收入增幅，主要系哈欧国际纳入公司合并范围、本期亏损较大所致。

总体看，近三年随着业务量增加，公司营业收入和净利润逐年增长，费用控制能力较强，利润主要来自主营业务，政府补助对利润形成一定补充；公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016年，随着业务规模扩大，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长12.60%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出随之逐年增长，年均复合增长11.90%；受此影响，经营活动现金流量净额分别为3.15亿元、3.48亿元和4.45亿元，保持现金净流入；现金收入比率分别为103.01%、97.79%和91.04%，收入实现质量有所下降，汽车制造商的强势地位使得公司资金在一定程度上被占用。

从投资活动来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入波动增长，其中2016年投资活动现金流入3.18亿元，规模较大，主要系赎回理财产品所致；投资活动现金流出逐年增长，其中2016年投资活动现金流出5.78亿元，规模较大，主要系购买理财产品所致；投资活动现金流量净额分别为-0.15亿元、-1.00亿元和-2.60亿元，持续现金净流出，但规模不大，2014~2015年现金净流出主要受购置固定资产影响，2016年现金净流出主要受购买理财产品影响。

从筹资活动来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长36.49%，其中2015年的增长主要系取得借款收到的现金增长所致，2016年的增长主要系首次公开发行股票吸收投资收到的现金规模较大所致；筹资活动现金流出波动减少，年均复合减少33.13%，主要系偿还债务支付的现金波动减少以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金波动减少所致；筹资活动现金流量净额分别为-1.00亿元、-1.43亿元和5.17亿元。

2017年1~9月,公司经营活动现金流量净额-2.77亿元,由上年同期的净流入1.82亿元转为净流出,主要系公司为享受承运商的现金折扣提前支出承运费所致;投资活动现金流量净额-2.31亿元,现金净流出主要系购买银行理财产品规模较大所致;筹资活动现金流量净额2.67亿元。

总体看,近三年公司经营活动维持较大规模的现金净流入,但收入实现质量有所下降;投资活动持续现金净流出,但规模不大;筹资活动从现金净流出转为净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2014~2016年,公司流动比率分别为1.50倍、1.41倍和1.83倍,速动比率分别为1.50倍、1.41倍和1.83倍,现金短期债务比分别为3.34倍、3.55倍和10.59倍,2016年随着公司上市收到募集资金,上述指标均有所上升;经营现金流动负债比率分别为33.73%、28.05%和24.94%,随着应付账款快速增长,指标逐年下降。整体看,公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看,2014~2016年,公司EBITDA逐年增长,年均复合增长16.89%,主要系利润总额增长所致。2016年,公司EBITDA为5.01亿元,其中利润总额占94.02%,折旧占3.25%,摊销占1.34%,计入财务费用的利息支出占1.39%。2014~2016年,公司EBITDA利息倍数分别为40.74倍、47.54倍和71.69倍,EBITDA全部债务比分别为2.21倍、2.33倍和3.86倍,EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度高。整体看,公司长期偿债能力强。

截至2017年9月底,公司合并口径获得的人民币授信额度(公司已与银行签订授信合同)合计6.30亿元,其中尚未使用的额度2.00亿元;获得的外币授信额度250.00万欧元,已全部使用。公司间接融资渠道有待进一步拓展。公司作为A股上市公司,直接融资渠道畅通。

截至2017年9月底,公司无对外担保。

截至2017年9月底,公司不存在诉讼标的金额超过100万元的未决诉讼、仲裁案件,或有负债风险不大。

根据公司提供的企业信用报告(机构信用代码:G1011011301506560P),截至2017年10月18日,公司无未结清的不良或关注类信贷记录,存在2笔已结清的欠息记录⁵。

总体看,公司短期及长期偿债能力指标强,或有负债风险较低,考虑到公司行业地位较突出,物流网络覆盖范围广,资产质量较好,盈利能力较强,公司整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年9月底,公司全部债务4.48亿元,本次拟发行债券规模不超过8.00亿元,对公司债务水平有很大影响。

以2017年9月底的财务数据为基础,假设本次债券募集资金净额为8.00亿元,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别变为52.90%、37.36%和28.36%,分别上升了10.35个百分点、19.74个百分点和27.04个百分点,债务负担大幅增加,但仍处于合理水平,债务结构将大幅改善。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以2016年的相关财务数据为基础,公司EBITDA为本次债券发行额度(8.00亿元)的0.63倍,

⁵根据公司出具的说明,产生欠息的银行不是公司主结算银行,每笔利息均需上划银行,该欠息的产生系出纳员失误、漏转资金所致。

EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本次债券发行额度的 5.13 倍和 0.56 倍，经营活动现金流对本次债券的覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格向下修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议），同时制定了有条件赎回条款（在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次债券发行后，考虑到未来转股因素，预计公司资产负债率存在下降的可能，且募投项目的实施有助于进一步提升公司在汽车物流、仓储方面的竞争力，公司偿债能力有望进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司是领先的独立第三方汽车物流服务商，运营经验丰富，物流网络覆盖全国，资产质量较好，盈利能力较强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

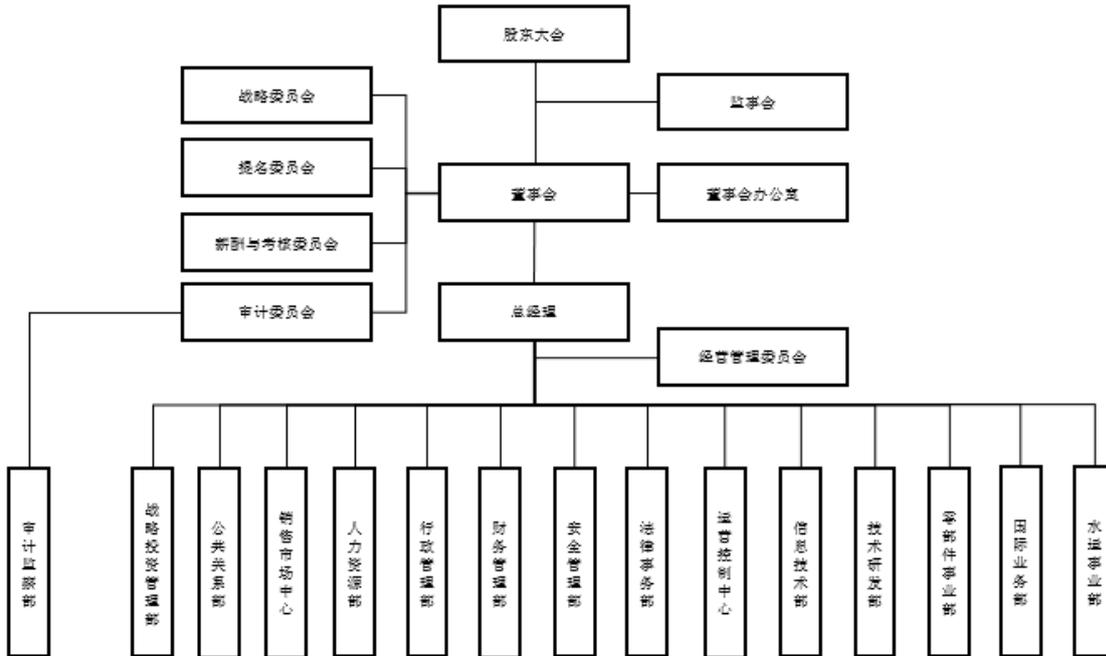
公司作为国内规模领先的独立于汽车生产厂商的第三方汽车物流企业，客户资源丰富，物流网络覆盖全国，具备较高的品牌知名度。公司收入及利润规模逐年扩大，货币资金较充裕，资产质量较高，债务负担较轻，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到政策变动对汽车物流行业造成重大影响、主营业务较单一、客户集中度较高等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来随着公司积极发展多式联运，进一步拓展仓储、零部件物流等多元化业务，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股和回售，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京长久物流股份有限公司 组织架构图



附件 2 北京长久物流股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
资产总额 (亿元)	17.28	21.66	37.01	36.41
所有者权益 (亿元)	7.86	9.19	19.12	20.91
短期债务 (亿元)	1.66	1.88	1.30	4.20
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.28
全部债务 (亿元)	1.66	1.88	1.30	4.48
营业收入 (亿元)	30.43	33.95	42.96	33.75
净利润 (亿元)	2.68	3.08	3.67	2.14
EBITDA (亿元)	3.67	4.37	5.01	--
经营性净现金流 (亿元)	3.15	3.48	4.45	-2.77
应收账款周转次数 (次)	4.11	3.82	3.42	--
存货周转次数 (次)	4,282.91	5,230.65	5,136.10	--
总资产周转次数 (次)	1.92	1.74	1.46	--
现金收入比率 (%)	103.01	97.79	91.04	103.65
总资本收益率 (%)	32.53	30.78	23.77	--
总资产报酬率 (%)	21.77	21.30	16.30	--
净资产收益率 (%)	36.55	36.09	25.95	--
营业利润率 (%)	15.48	15.81	13.07	10.61
费用收入比 (%)	6.09	5.41	4.38	4.77
资产负债率 (%)	54.54	57.60	48.34	42.55
全部债务资本化比率 (%)	17.47	16.97	6.36	17.63
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	1.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	40.74	47.54	71.69	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.21	2.33	3.86	--
流动比率 (倍)	1.50	1.41	1.83	2.06
速动比率 (倍)	1.50	1.41	1.83	2.06
现金短期债务比 (倍)	3.34	3.55	10.59	2.74
经营现金流动负债比率 (%)	33.73	28.05	24.94	-18.25
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.46	0.55	0.63	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2017 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京长久物流股份有限公司 2017年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年北京长久物流股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京长久物流股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京长久物流股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京长久物流股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现北京长久物流股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京长久物流股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京长久物流股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京长久物流股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一七年十二月二十二日