

物流 III

李超 S0960108082702

021-62178345

lichao@cjis.cn

澳洋顺昌

002245

强烈推荐

一季度业绩大幅预增、上调盈利预测及评级

公司今日发布一季度业绩预告：预计净利润 2100-2600 万，折合 0.17-0.21 元/股。去年同期亏损 842 万，折合亏损-0.07 元/股。

投资要点：

- **主营收入和利润逐季改善，单季盈利达到近年最好水平。**09 年 1 季度主营收入同比降低 40.6%，营业利润亏损 1019 万；但随着基材价格从 3、4 月份开始的持续反弹和下游需求的好转，2 季度收入同比降幅收窄到-0.3%、环比增加 66%，毛利率从一季度的-3.8%回升到二季度的 10.6%，存货也下降到正常水平，公司盈利能力基本恢复正常；3 季度收入增速有所下降、同比增长-4%，但环比增速仍有 8.2%；4 季度收入强劲反弹，同比增长 35.2%、环比增长 24.3%，毛利率也恢复到 12.3%的近年最好水平。虽然我们目前还缺乏 2010 年 1 季度的收入数据，但根据公布的预增公告，估计净利润环比仍有 10-20%的增速，单季度盈利达到近年最好水平。
- **小额贷款业务发展势头强劲、余额和利率仍有提升空间。**小贷业务 2009 年末贷款余额超过 2.7 亿元，上半年实现利息收入 477 万，三、四季度分别实现利息收入 999 万和 1195 万，全年为公司贡献利润 605 万（0.05 元/股）。我们分析今年上半年放贷余额即可达到 3.2 亿左右的上限，同时利率也会稳中有升。全年预计可以实现 5000 万左右的利息收入，为上市公司贡献 1200-1400 万左右的净利润，折合 0.10-0.12 元/股左右。
- **积极扩能和涉足创投、寻求持续增长路径。**目前公司钢板加工配送能力为 12.8 万吨/年，铝板为 1 万吨/年，产能利用率接近饱和。2011 年募投项目全部完成后，公司钢板加工配送能力将达到 16.8 万吨/年、铝合金板的加工配送能力达到 2.5 万吨/年、范围覆盖长三角、珠三角两大 IT 产品制造聚集区域，为公司主营业务的持续增长奠定坚实的基础。此外，公司还出资 3000 万设立全资子公司“江苏鼎顺创业投资有限公司”，涉足创投业务，目前持有固耐特 24.67%的股权；固耐特主要生产制造高铁、核电站、机场、石油管线和边境线的围栏，2009 年实现净利润 390 万元，目前还暂无具体的上市计划。
- **上调投资评级至“强烈推荐”，目标价格 27 元。**我们上调公司 2010-2012 年基本每股收益至 0.90、1.16 和 1.33 元（不考虑转增摊薄），年均增长 64%。上调投资评级至“强烈推荐”，考虑到公司的较高成长性以及涉足金融业务，6-12 个月目标价格 27 元，对应 2010 年 30 倍市盈率。

6-12 个月目标价：27.00 元

当前股价：18.25 元

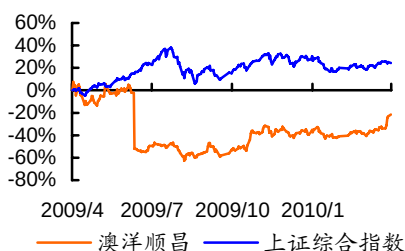
评级调整：上调

基本资料

上证综合指数	3161.25
总股本(百万)	122
流通股本(百万)	38
流通市值(亿)	7
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	4.82
资产负债率	36.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
澳洋顺昌	19.28	16.91	56.65
上证综合指数	4.91	-0.36	7.67



相关报告

《澳洋顺昌-主营业务恢复正常、小贷公司发展强劲》2010-3-30

《澳洋顺昌-业绩符合预期、收入和利润环比持续改善》2009-10-27

《澳洋顺昌-二季度扭亏为赢、多元化框架初步建立》2009-7-31

《澳洋顺昌-期待 IT 产品需求的回暖和农村小额贷款业务的拓展》2009-5-19

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	724	1110	1390	1613
同比(%)	-3%	53%	25%	16%
归属母公司净利润(百万元)	37	109	141	162
同比(%)	74%	192%	29%	15%
毛利率(%)	8.9%	17.5%	17.2%	17.1%
ROE(%)	9.1%	21.2%	21.5%	19.9%
最新摊薄每股收益(元)	0.31	0.90	1.16	1.33
P/E	59.46	20.36	15.78	13.69
P/B	5.40	4.32	3.39	2.72
EV/EBITDA	32	14	11	10

资料来源：中投证券研究所

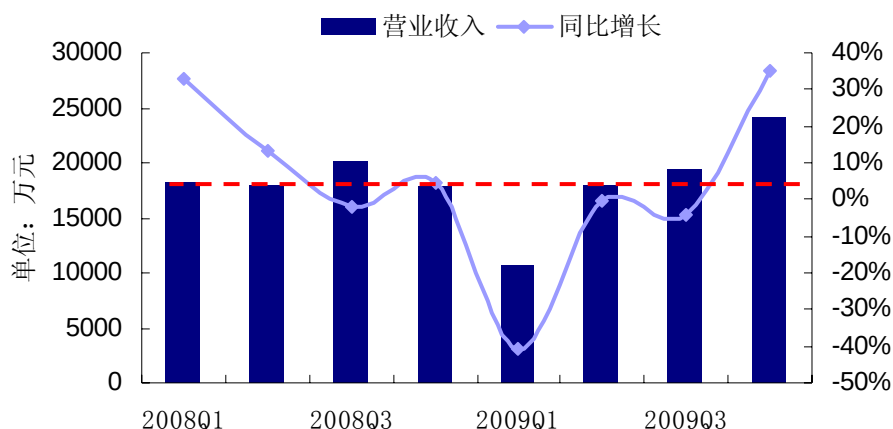
一、收入和利润逐季改善、已创近年最好水平

公司作为现代物流企业，主要面向 IT 产品制造商提供镀锌板、铝合金板、冷轧板、热轧板等金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整的供应链服务，是 IT 制造产业链中的重要一环。

公司主要从事主动配送业务，在这种模式下，公司产品定价按照“基材价格+服务费”确定。基材指公司进行套裁并配送的原材料，其中钢铁薄板特别是耐指纹镀锌板以及铝合金板是公司套裁、配送的主要基材。定价模式中，基材价格会参考历史成本和销售时的市场价格，由于公司需要提前 1-2 个月采购原材料，从而形成采购成本和市场价格之间的差异，当市场价格呈上升趋势时，可为公司带来额外的利润，反之将削弱公司的盈利能力。服务费基本固定不变，钢板的服务费一般为 110 美元/吨，铝合金板大约是钢板的 4 倍左右。

影响公司主营业务的主要是下游 IT 产品的需求和基材价格的变动。08 年四季度开始，受下游 IT 产品需求萎缩和基材价格大幅下降影响，公司营业收入不断下滑，提前采购的高成本库存也严重挤压了公司的毛利率，但 09 年以来逐季度改善。09 年 1 季度主营收入同比降低 40.6%，营业利润亏损 1019 万；但随着基材价格从 3、4 月份开始的持续反弹和下游需求的好转，2 季度收入同比降幅收窄到 -0.3%、环比增加 66%，毛利率从一季度的 -3.8% 回升到二季度的 10.6%，存货也下降到正常水平，公司盈利能力基本恢复正常；3 季度收入增速有所下降、同比增长 -4%，但环比增速仍有 8.2%；4 季度收入强劲反弹，同比增长 35.2%、环比增长 24.3%，毛利率也恢复到 12.3% 的近年最好水平。虽然我们目前还缺乏 2010 年 1 季度的收入数据，但根据公布的预增公告，估计净利润环比仍有 10-20% 的增速，单季度盈利水平达到历史最好水平。

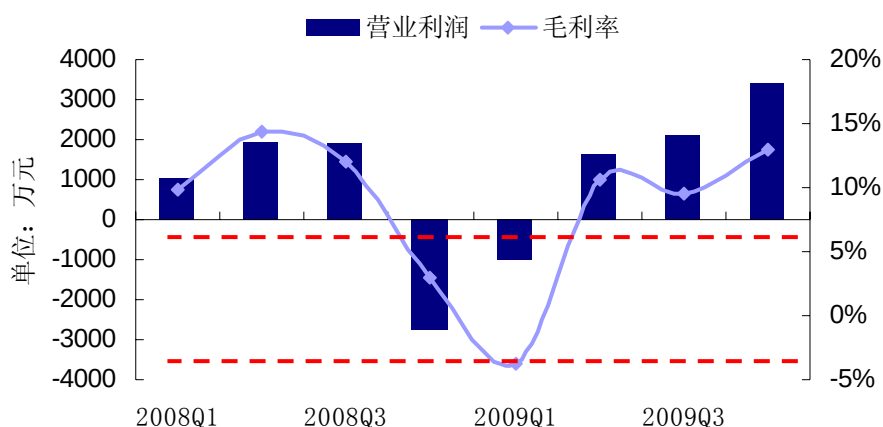
图 1：公司主营收入季度变动情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所

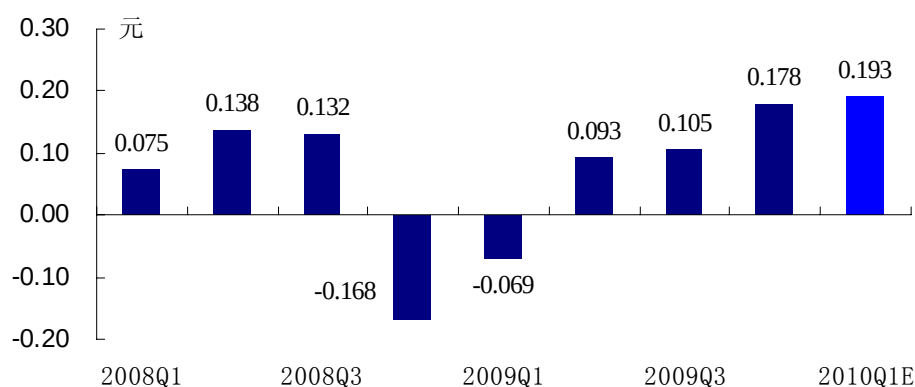
展望未来，公司正积极采取措施控制基材价格波动对公司经营带来的风险。目前公司钢板基本通过宝钢产品取代了进口，而铝合金板也正在尝试导入国内的供应商，这使得原材料采购周期有所缩短，以从宝钢采购钢板为例，从采购到交货一般可以在 2 个月内完成，而其他进口材料则需要 3 个月左右，库存周期的压缩使得基材价格波动对公司盈利能力造成的影响正在弱化，未来影响主营业务的关键因素是下游 IT 产品的需求。尤其随着平板电视的普及，TFT 液晶显示模组配送业务增长较快，09 年下半年 TFT 类产品配送量较上半年增长了 40% 左右，目前在钢板中占到 20-30%，在铝合金板中占到 50-60%。

图 2：公司营业利润及毛利率季度变动情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 3：公司 EPS 季度变动情况（10 年 1 季度 EPS 取预增公告的中值）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

二、小贷业务贷款余额和利率仍有提升空间

小额贷款公司是由自然人、企业法人与其他社会组织投资设立，不吸收公众存款，主要经营小额贷款业务。在贷款发放方面与银行类似，但是根本区别在于只放贷不吸储。

在放贷规模上，每笔贷款不得超过注册资本金的 10%。此外，还有一个总规模的限制，小贷公司可以向金融机构贷款不超过注册资本 50% 的资金补充营业资金。此外，未分配利润也可滚存进入营业资金用于放贷。

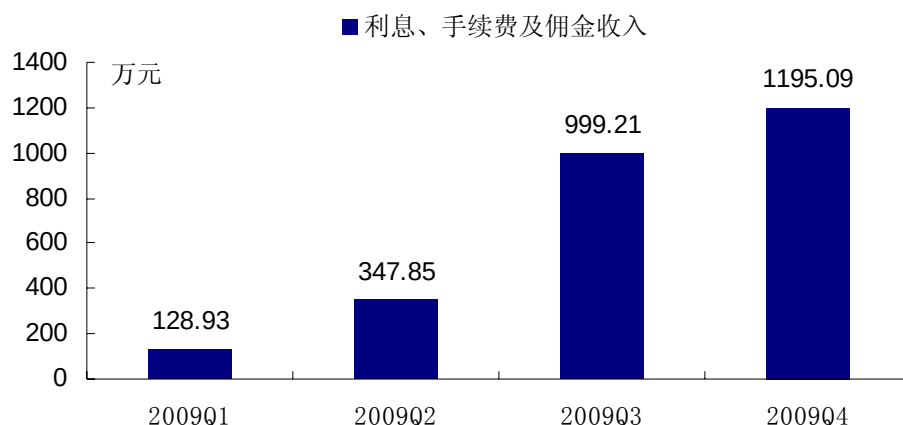
在利率方面，小贷也有一个最高限制，最高利率为同期基准利率的 4 倍。一般综合考虑借款人信用等级、贷款金额、贷款期限、风险水平、资本回报要求以及当地市场利率水平等因素，在浮动区间内自主确定贷款利率。

公司于 2009 年 2 月 25 日，以自有资金出资 7000 万参与组建“张家港昌盛农村小额贷款有限公司”（以下简称“昌盛信贷”）。昌盛信贷注册资本 2 亿，公司占注册资本的 35%。

公司所在的长三角是我国农村经济和中小民营企业最活跃的区域之一，小额贷款业务有巨大的需求，发展势头良好。小贷业务在 09 年 3 季度贷款余额已经触及 2 亿元资本金及其盈利的上限，根据相关政策向商业银行进行了 5000

万的融资，期末贷款余额超过 2.7 亿元。09 年上半年实现利息收入 477 万，三、四季度分别实现利息收入 999 万和 1195 万，全年为公司贡献利润 605 万（0.05 元/股），初步成长为公司新的盈利增长点。目前公司正在积极向金融机构申请另外 5000 万的贷款额度，考虑到国有商业银行收紧贷款，我们分析今年上半年放贷余额即可达到 3.2 亿左右的上限，同时利率也会稳中有升。全年预计可以实现 5000 万左右的利息收入，为上市公司贡献 1200-1400 万左右的净利润，折合 0.10-0.12 元/股左右（不考虑 10 送 5 分配预案的摊薄）。

图 4：公司小贷业务分季度收入



资料来源：公司资料、中投证券研究所

三、积极扩能和涉足创投、寻求持续增长路径

目前公司钢板加工配送能力为 12.8 万吨/年，铝板为 1 万吨/年。2009 年钢板的配送量为 9.9 万吨（上半年 4 万吨，下半年 5.9 万吨，其中 2 万吨的产能是在 4 季度投产的），铝板配送量为 1.1 万吨，产能利用率基本饱和。

目前公司正在加快两个募投项目的建设以满足持续增长的市场需求，其中 6 万吨/年的钢板项目分布在张家港和上海：其中张家港 2 万吨/年的项目去年 4 季度已经达产，上海的 4 万吨/年项目则由全资子公司上海澳洋顺昌负责实施，预计在 2011 年 2 月达产。此外，1.5 万吨/年的铝合金项目分布在张家港和广东东莞：张家港的项目为 0.5 万吨/年，目前已经达产；广东东莞的 1 万吨/年项目则通过张家港润盛在广东东莞设立的全资子公司“广东润盛”来实施，预计在今年 9 月份可以达产。项目全部完成后，公司钢板加工配送能力达到 16.8 万吨/年，铝合金板的加工配送能力达到 2.5 万吨/年，范围覆盖长三角、珠三角两大 IT 产品制造聚集区域，为公司主营业务的持续增长奠定坚实的基础。

表 1：公司产能变动情况

(万吨/年)		2008 年底产能	2009 年新增	2010 年新增	2011 年新增
钢板	张家港	10.8	2	0	0
	上海	0	0	0	4
	合计	10.8	2	0	4
铝板	张家港	1	0	0.5	0
	广东东莞	0	0	1	0
	合计	1	0	1.5	0

资料来源：公司资料、中投证券研究所

此外，去年6月份公司出资3000万设立全资子公司“江苏鼎顺创业投资有限公司”，涉足创投业务。鼎顺创投自成立后，积极寻求具有良好成长性的中小企业进行调查研究，并利用现有资产进行合理运作。去年7月，公司将原直接持有的“张家港博盛金属制品有限公司”（以下简称“博盛金属”）股权转让给鼎顺创投。9月，鼎顺创投以博盛金属股权增资“张家港固耐特围栏系统有限公司”（以下简称“固耐特”），占增资后固耐特24.67%的股权。固耐特主要生产制造高铁、核电站、机场、石油管线和边境线的围栏，2009年实现净利润390万元，目前还暂无具体的上市计划。

附：合并利润表和行业估值比较

表 2：2008 年和 2009 年合并利润表各科目变动情况

项目（万元）	2008 年	2009 年	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	74334.93	75054.19	0.97%	
其中：营业收入	74334.93	72383.12	-2.63%	09 年上半年受金融危机影响较大
利息收入	0.00	2367.47	--	小额贷款公司合并报表
二、营业总成本	72412.51	69358.47	-4.22%	
其中：营业成本	67002.30	65917.90	-1.62%	营业收入减少
营业税金及附加	4.71	88.31	1774.95%	--
营业费用	1003.86	1056.25	5.22%	--
管理费用	940.29	1203.69	28.01%	--
财务费用	1501.58	788.08	-47.52%	贷款基准利率的降低
利息支出	0.00	14.48	--	--
手续费及佣金支出	0.00	0.60	--	--
资产减值损失	1959.77	289.15	-85.25%	08 年计提了较多存货跌价损失
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	--	--
投资收益	254.78	486.37	90.90%	东莞爱思开股权、转让博盛金属股权
三、营业利润	2177.19	6182.09	183.95%	
加：营业外收入	53.07	35.23	-33.62%	--
减：营业外支出	21.86	126.23	477.45%	固定资产处置损失
四、利润总额	2208.41	6091.09	175.81%	
减：所得税	51.82	946.80	1727.09%	母公司“两免三减半”税收优惠截止
五、净利润	2156.59	5144.28	138.54%	
少数股东损益	11.04	1412.25	12692.12%	新增农村小贷公司股权
归属于母公司所有者净利润	2145.54	3732.03	73.94%	--
六、每股收益（元）	0.176	0.307	73.94%	

资料来源：公司资料、中投证券研究所

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	515	565	628	799	营业收入	724	1110	1390	1613
现金	159	185	151	245	营业成本	659	916	1151	1338
应收账款	191	222	278	323	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	2	2	3	3	营业费用	11	16	20	24
预付账款	38	23	29	33	管理费用	12	14	17	20
存货	117	130	164	191	财务费用	8	3	-4	-4
其他	9	3	3	4	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	411	293	412	478	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	125	125	125	投资净收益	5	6	8	11
固定资产	72	128	166	201	营业利润	62	167	212	245
无形资产	26	26	25	25	营业外收入	0	0	0	0
其他	289	15	96	128	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	926	858	1040	1276	利润总额	61	167	212	245
流动负债	338	133	130	153	所得税	9	22	28	32
短期借款	239	0	0	0	净利润	51	145	184	213
应付账款	80	73	92	107	少数股东损益	14	36	44	51
其他	20	59	38	46	归属母公司净利润	37	109	141	162
非流动负债	2	1	1	1	EBITDA	77	178	221	257
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.90	1.16	1.33
其他	2	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	340	133	130	154	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	176	212	256	306	成长能力				
股本	122	122	122	122	营业收入	-2.6%	53.4%	25.2%	16.1%
资本公积	190	190	190	190	营业利润	183.9%	169.9%	27.1%	15.4%
留存收益	99	202	342	505	归属于母公司净利润	73.9%	192.1%	29.0%	15.3%
归属母公司股东权益	411	514	654	816	获利能力				
负债和股东权益	926	858	1040	1276	毛利率	8.9%	17.5%	17.2%	17.1%
现金流量表					净利率	5.2%	9.8%	10.1%	10.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	9.1%	21.2%	21.5%	19.9%
经营活动现金流	-165	418	4	128	ROIC	15.9%	36.7%	33.6%	33.3%
净利润	51	145	184	213	偿债能力				
折旧摊销	7	9	13	17	资产负债率	36.7%	15.5%	12.5%	12.0%
财务费用	8	3	-4	-4	净负债比率	70.20%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-5	-6	-8	-11	流动比率	1.52	4.26	4.83	5.21
营运资金变动	-233	3	-101	-56	速动比率	1.18	3.23	3.51	3.90
其它	6	265	-80	-31	营运能力				
投资活动现金流	-25	-144	-42	-40	总资产周转率	0.93	1.24	1.46	1.39
资本支出	25	50	50	50	应收账款周转率	4	5	6	5
长期投资	0	100	0	0	应付账款周转率	10.70	11.96	13.92	13.44
其他	-0	6	8	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	186	-247	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.90	1.16	1.33
短期借款	64	-239	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.36	3.44	0.03	1.05
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.22	5.38	6.71
普通股增加	61	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-61	0	0	0	P/E	59.46	20.36	15.78	13.69
其他	122	-9	5	5	P/B	5.40	4.32	3.39	2.72
现金净增加额	-5	26	-34	94	EV/EBITDA	32	14	11	10

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。理学学士、管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

覆盖公司: 大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、楚天高速、皖通高速、宁沪高速、四川成渝、现代投资、赣粤高速、澳洋顺昌、亚通股份、新宁物流等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434