

物流 II

2010 年 6 月 28 日

澳洋顺昌 (002245) 当前股价: 11.94 目标价: 13.50

下游行业复苏带动业绩高速增长

投资要点:

- ☆ 公司位于张家港地区, 主要提供金属物流服务, 具体来说, 就是购入镀锌钢板、冷轧钢板、以及铝板等产品 (统称基材), 然后根据客户的需求进行裁切, 包装后销售给客户。公司只从事裁切业务, 不从事后续的模具冲压等业务, 技术要求相对简单。公司会提前 1.5-2 个月购入基材, 然后进行加工, 交付给客户, 公司承担了原材料价格波动的风险。
- ☆ 公司的下游客户为长三角地区的 IT 企业, 以台资企业为主, 主要客户包括华硕、明基、友达光电等, 涉及的配套产品主要为 IT 产品, 主要为电脑以及液晶显示器, 占加工量的 80% 多。
- ☆ 公司所在行业已经形成较稳定的竞争态势, 公司的面临的市场竞争压力不是特别大, 未来因为竞争导致业绩恶化的可能性较小, 主要是根据下游厂商的产能扩张情况增加投入。
- ☆ 公司的产能不会成为业绩增长的瓶颈, 下游需求仍是公司业绩增长的主导因素。当前来看, 公司发展的重点仍在目前的领域, 没有向其他行业扩张的打算。
- ☆ 当前来看, 小额贷款公司有实验性质, 政府仍对小额贷款公司的规模进行控制, 短期的规模增长有限, 预计 10 年贷款规模接近 3 亿元。预计 10 年实现利息收入 5000-6000 万左右, 为上市公司贡献净利润 1200 万元左右。
- ☆ 公司约 60% 的收入采用美元计价, 人民币兑美元升值 1%, 公司每股收益降低约 0.01 元。
- ☆ 预计公司 10 年-11 年每股收益为 0.43 元和 0.54 元。公司 10 年业绩增长的动力来自于金融危机后的恢复性增长, 11 年, 除了行业的自然增长外, 公司异地建设的上海和广东的加工基地投产, 预计将为公司贡献业绩增量。我们以 11 年业绩, 给予 25 市盈率, 六个月目标价格 13.5 元。“推荐”投资评级。公司的投资风险为: 下游行业的周期性变动导致的需求萎缩。

研究员: 余建军

执业证书编号: S0570209030306

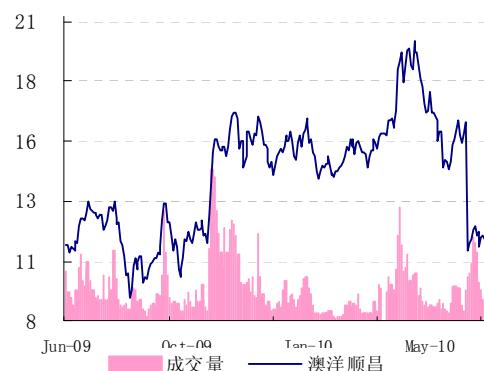
电 话: 025-83290891

E-mail: yujjx@hotmail.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

1、 主营业务模式及盈利构成

公司位于张家港地区，主要提供金属物流服务，具体来说，就是购入镀锌钢板、冷轧钢板、以及铝板等产品（统称基材），然后根据客户的需求进行裁切，包装后销售给客户。公司只从事裁切业务，不从事后续的模具冲压等业务，技术要求相对简单。公司会提前 1.5-2 个月购入基材，然后进行加工，交付给客户，公司承担了原材料价格波动的风险。公司向客户收取服务费，主要由两部分组成：为客户垫付资金，进行加工配送收取的基本服务费；此外，就是原材料从购进到裁切后交付给客户期间的价格波动带来的收益，当基材价格上涨时，该收益为正，反之为负，但无论正负，根据当前和客户形成的默契，公司和客户会各承担约 50% 的价格波动收益。公司会根据对未来基材市场价格波动的走势来决定购进的数量，公司基材的库存量相当于正常销量的 1.5 倍-2.5 倍。只要钢板和铝板价格不持续性的上涨或者下跌，下游需求不出现大幅波动，公司的基材库存周转率能够维持在正常水平，来源于基材价格变动部分的收益就基本稳定，对公司盈利影响就不会太大。而当基材价格在较长时间内出现持续下跌，而下游需求大幅下降导致公司库存周期拉长，公司将承担较大的基材价格变动导致的亏损。当前看来，公司钢板加工的服务费为 110 美元/吨，铝板为 400 美元/吨左右。

前几年，公司购进的基材以进口为主，当前，随着国内基材质量的稳定，基材主要来源于国内，从宝钢购进基材约占 50% 左右，此外还有鞍钢。进口和内购的价格基本持平。

公司的下游客户为长三角地区的 IT 企业，以台资企业为主，主要客户包括华硕、明基、友达光电等，涉及的配套产品主要为 IT 产品，主要为电脑以及液晶显示器，占加工量的 80% 多，公司还涉及部分非 IT 产品的配套，如冰箱、空调、变压器等，占加工量十几个百分点。在产能能够保证的情况下，公司的周期性和业务量增速和这些 IT 公司保持一致。

公司提供的是附带加工服务的第三方物流服务，公司购进的基材成本为公司的最主要的成本，占公司主营业务的成本的 96% 左右，此外，公司的人工成本约为 1000 万元/年，包装运输成本约为 700-800 万元/年。公司已对所用的铝材进行套期保值，未来可能会对所用钢材进行套期保值。

2、 竞争环境以及发展前景分析

作为 IT 行业的配套行业，公司所处的行业已经发展较为成熟，当前，和公司从事相同业务的公司在张家港、苏州、无锡还有 4-5 家，已经形成了较为成熟稳定的市场竞争格局。主要理由有：首先，该行业从事的是简单的加工业务，毛利率较低，从公司近些年来看，也就在 10% 左右，投资收益率在 10% 左右，净利率在 5% 左右。投资该行业的收益率已经达到社会平均资本回报率水平，对行业外的资本吸引力很小，在考虑到进入后将导致行业竞争环境恶化以及收益率下降，行业外资本基本不愿进入该行业。即使是行业内的公司，对于新增产

能也持谨慎态度，澳洋顺昌投资小额信贷公司以及成立创投公司，在一定程度上也说明了对该行业容纳资本量的谨慎看法。其次，作为下游的厂商，其也注重供货来源的多样性，不愿形成对某一供货商的依赖，以免造成议价能力的下降以及货源供应的不稳定。作为已经形成较稳定竞争态势的行业，公司的面临的市场竞争压力不是特别大，未来因为竞争导致业绩恶化的可能性较小，主要是根据下游厂商的产能扩张情况增加投入。

当前，随着沿海劳动力成本的提升，沿海地区的劳动密集型企业出现向内地转移的势头，预计公司下游的 IT 厂商也会做出类似的举动。但我们想说明的是，和一般的简单的劳动密集型行业不同，IT 行业强调配套能力，长三角的 IT 行业经过多年的发展，已经形成了成熟的配套体系，这决定了其转移的速度将远低于简单的劳动密集型行业。因此，我们认为，产业转移在短期内对于公司的影响还非常小。

公司当前钢板年加工能力为 12.8 万吨，铝板加工能力 1 万吨，09 年公司加工钢板和铝板 9.9 万吨，当前产能利用率在 80%-90%之间，今年 8 月份，广东 1.5 万吨铝板产能将投用，广东项目为公司在异地新设的项目，预计产能达产需要过程。明年下半年，公司在上海建设的 4 万吨钢板产能将投用，预计在 1 年左右达产，届时，公司将释放在张家港的部分订单给上海项目。总体判断，公司的产能不会成为业绩增长的瓶颈，下游需求仍是公司业绩增长的主导因素。当前来看，公司发展的重点仍在目前的领域，没有向其他行业扩张的打算。

09 年，IT 行业受到金融危机的影响，出现了超过 10%的负增长，10 年为行业的恢复增长阶段，上半年保持了约 30%左右的增长，下半年增速将会回落，预计在 15%左右，全年 IT 行业增速在 20%左右。11 年，随着行业走过恢复增长阶段，增速将会进一步回落，预计在 10%-15%之间。澳洋顺昌作为 IT 行业的配套公司，长远来看，预计未来增速和 IT 行业大致相同，考虑到新产能投放，短期增速会略高于 IT 行业增速。

3、小额信贷业务发展良好，但短期规模受限

09 年，公司出资 7000 万元设立张家港昌盛农村小额信贷有限公司，占股权的 35%，为第一大股东。截至 09 年末贷款余额超过 2.7 亿元；09 年实现营业收入 2671 万元，归属于上市公司股东的净利润为 605 万元。

昌盛小额信贷公司为张家港两家小额信贷公司之一。小额信贷公司只贷不存，贷款利率由资金供需双方协商决定，根据相关政策，不超过法定基准利率的 4 倍，根据此前的经营经验，其年化利率在 15-20%之间。客户基本为本地的中小企业，其资金需求可变性较大，期限较短，但是，这些中小企业提供的抵押物较为充分，小额贷款公司所面临的风险也相对可控。小额贷款公司的资金来源有：注册资本、以注册资本的 50%的比例从商业银行融资、再加上以前的经营利润。当前，小额贷款公司还准备以注册资本金的 50%向国开行融资，但还有待批准。当前来看，小额贷款公司有实验性质，政府仍对小额贷款公司的规模进行控制，短期的规模增长有限，预计 10 年贷款规模接近 3 亿元。预计 10 年实现利息收入 5000-6000 万左右，为上市公司贡献净利润 1200 万元左右。

4、人民币升值将对公司业绩产生负面影响

公司的主要客户集中在苏州的经济开发区内，享有保税待遇，公司和其进行的贸易以美元结算，该部分占公司销售收入的 60%左右，粗略估算金额在 6300 万美元左右，平均下来，公司有一半的以美元结算的收入面临汇率风险。以 09 年的收入计算，若人民币对美元升值 1%，则公司会产生约 210 万元的汇兑损失，折合每股收益约 0.01 元。当然，公司可以通过加快结汇速度，进行外汇套保规避汇率风险。

5、业绩和估值

预计公司 10 年-11 年每股收益为 0.43 元和 0.54 元。公司 10 年业绩增长的动力来自于金融危机后的恢复性增长，11 年，除了行业的自然增长外，公司异地建设的上海和广东的加工基地投产，预计将为公司贡献业绩增量。我们以 11 年业绩，给予 25 市盈率，六个月目标价格 13.5 元。“推荐”投资评级。公司的投资风险为：下游行业的周期性变动导致的需求萎缩。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	515	616	725	837
现金	159	150	150	150
应收账款	191	246	302	363
其它应收款	2	2	2	3
预付账款	38	36	46	57
存货	117	176	214	251
其他	9	7	10	12
非流动资产	411	241	285	341
长期投资	25	30	36	42
固定资产	72	78	82	86
无形资产	26	32	38	44
其他	289	101	129	169
资产总计	926	857	1010	1177
流动负债	338	177	221	272
短期借款	239	67	92	113
应付账款	80	93	111	137
其他	20	16	18	21
非流动负债	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
负债合计	340	177	221	272
少数股东权益	176	198	222	247
股本	122	182	182	182
资本公积	190	129	129	129
留存收益	99	171	256	347
归属母公司股东权益	411	483	567	659
负债和股东权益	926	857	1010	1177

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-165	186	4	13
净利润	51	100	122	133
折旧摊销	7	6	7	8
财务费用	8	5	-0	1
投资损失	-5	-6	-6	-6
营运资金变动	-233	-100	-89	-83
其它	6	181	-30	-41
投资活动现金流	-25	-12	-15	-17
资本支出	25	6	9	11
长期投资	0	5	6	6
其他	-0	-0	-0	-0
筹资活动现金流	186	-183	11	4
短期借款	64	-172	24	22
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	61	61	0	0
资本公积增加	-61	-61	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	724	1018	1235	1472
营业成本	659	867	1052	1262
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	11	14	18	21
管理费用	12	16	19	23
财务费用	8	5	-0	1
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	6	6	6
营业利润	62	121	151	169
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	61	121	151	169
所得税	9	21	29	35
净利润	51	100	122	133
少数股东损益	14	22	24	25
归属母公司净利润	37	78	98	108
EBITDA	77	132	157	178
EPS (元)	0.31	0.43	0.54	0.59

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.6%	40.6%	21.3%	19.2%
营业利润	183.9%	95.4%	24.7%	11.9%
归属于母公司净利润	73.9%	108.9%	25.8%	10.3%
获利能力				
毛利率	8.9%	14.8%	14.8%	14.2%
净利率	5.2%	7.7%	7.9%	7.4%
ROE	9.1%	16.2%	17.3%	16.4%
ROIC	15.9%	21.9%	21.2%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	20.6%	21.8%	23.1%
净负债比率	70.20%	38.11%	41.52%	41.72%
流动比率	1.52	3.49	3.29	3.08
速动比率	1.18	2.50	2.31	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.14	1.32	1.35
应收账款周转率	4	5	5	4
应付账款周转率	10.70	10.01	10.32	10.19
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.43	0.54	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	1.02	0.02	0.07
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.65	3.11	3.61
估值比率				
P/E	38.25	27.47	21.84	19.80

其他	122	-11	-13	-18	P/B	3.48	4.44	3.77	3.25
现金净增加额	-5	-9	0	-0	EV/EBITDA	31	18	15	13

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	724	1018	1235	1472
同比(%)	-3%	41%	21%	19%
归属母公司净利润	37	78	98	108
同比(%)	74%	109%	26%	10%
毛利率(%)	8.9%	14.8%	14.8%	14.2%
ROE(%)	9.1%	16.2%	17.3%	16.4%
每股收益(元)	0.31	0.43	0.54	0.59
P/E	38.25	27.47	21.84	19.80
P/B	3.48	4.44	3.77	3.25
EV/EBITDA	31	18	15	13

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。