

增 持 维持

澳洋顺昌（002245）

2010 年 7 月 27 日

产能释放提速，2010 小额贷款业务高增长

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053
ymniu@htsec.com
021-23219420

交通运输行业助理分析师：钱列飞
SAC 执业证书编号：S0850210050004
qianlf@htsec.com
021-23219104

公司半年报情况。上半年公司实现营业收入 5.80 亿元，其中金属物流业务收入 5.47 亿元，同比分别增长 98.35%和 93.41%；毛利率 10.93%，较上年同期提高 7.52 个百分点；归属于上市公司股东的净利润 4061.54 万元，同比增长 1300.80%；EPS0.22 元，公司业绩与 1 季报中预测数基本一致。公司同时公告董事会决议，拟以自有资金支付对价的方式受让昌盛小额贷款公司 10%的股权。

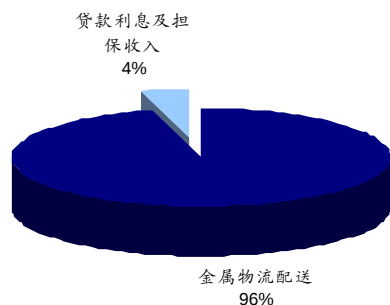
公司上半年业绩大幅增长主要原因：（1）受金融危机影响，去年同期公司经营业绩大幅下滑，同比基数较小；（2）受益于下游IT行业景气度提升，IT产品（如个人电脑、手机、液晶电视）出货量大幅增长，带动了IT金属物流配送需求。

表 1 2008 年以来主要业绩指标分季度数据

	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入（亿元）	2.03	1.79	1.08	1.80	1.95	2.42	2.50	3.07
营业成本（亿元）	1.78	1.74	1.12	1.61	1.76	2.10	2.17	2.73
毛利率(%)	12.09	2.92	-3.82	10.57	9.47	12.91	13.26	11.08
每股收益（元）	0.09	-0.11	-0.05	0.06	0.07	0.12	0.12	0.10
每股经营性现金流（元）	-0.49	0.24	0.14	-0.71	0.35	-0.68	-0.22	-0.02

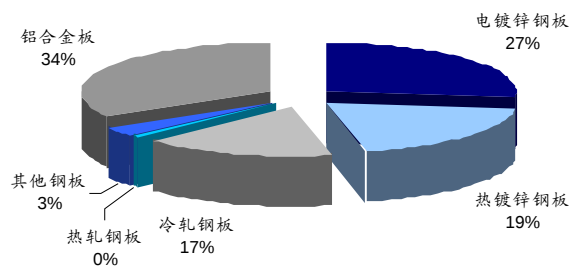
注：每股指标均按最新股本计算
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 2010 年上半年公司主营营业收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 2010 年上半年公司金属物流配送业务分产品收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

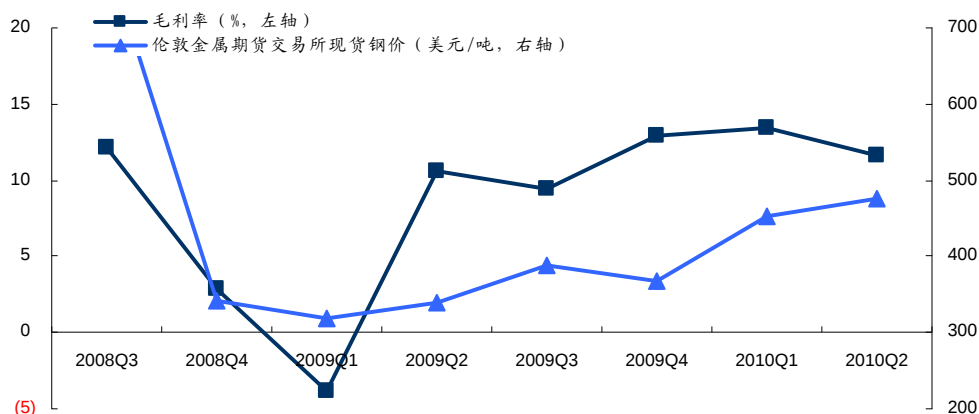
IT 行业景气度恢复，预计公司 2010 年基材配送量增幅达 20%到 30%。公司是现代物流服务提供商，主要为下游 IT 制造业企业（公司业务集中在长三角地区）提供金属材料的物流服务，配送产品主要包括钢铁薄板（镀锌钢板、冷轧钢板等）和铝合金板，被用作 IT 制造业产品的金属结构件，如液晶显示器、液晶电视、复印机、打印机、便捷式电脑等等，其中铝合金板由于具备轻便、散热性强、加工性更好的属性，满足 IT 制品升级换代的需求，对加工工艺和配送要求较高，相比钢铁薄板，单位毛利也较高。

去年同期，受金融危机影响，IT 相关产品出口不振，导致公司钢板配送量下滑 17%。今年上半年受 IT 制造业景气度提升影响，公司钢材配送量达到 60368 吨，同比增长 50%，铝材配送量为 7772 吨，同比增长约 58%。根据 IDC 相关数据，2010-2013 年中国 IT 市场支出增长率将保持在 10%-17%之间，而整个东南亚地区 IT 支出增长率将保持在 5%-10%之间。预计对 IT 产品的需求，特别是国内市场，未来还将保持相对旺盛的态势。

基材价格是影响公司毛利率的主要不确定因素，也是公司未来业绩存在超预期可能的重要原因。公司通过参与 IT 制造商的供应链环节（套裁、配送等），而收取一定的服务费。公司主动物流配送业务的定价按照“基材价格+服务费”的原则确定，其中基材价格是将金属材料配送给客户时的市场价格。根据下游订单以及保持合理库存量的需要，公司一般提前大约 1.5-2 个月采购基材，因此采购价格和最终的市场价格之间会存在差异。当市场价格趋势上升时，可为公司带来额外的利润；反之，将降低公司的盈利，带来基材成本风险。

公司今年 1 季度销售的钢板产品多为 2009 年末采购材料，市场价格处于上升阶段，因而毛利率水平较高。但主要钢材产品的价格从 4 月中旬开始逐步走低，影响了第 2 季度后半部分的毛利率。虽然 2 季度 LME 现货钢价却同比上升了 4.6%，但 1 季度涨幅更是达到了 23.3%，导致 2 季度整个金属物流业务毛利率从 13.5%下滑至 11.6%；公司的铝合金板配送业务由于 LME 铝价总体较为平稳，销量较好，毛利率达 11.77%。

图 3 公司季度毛利率与伦敦金属期货交易所钢价季度均值走势对比



资料来源：Bloomberg，公司公告，海通证券研究所

由于公司的销售客户大都为长期稳定的客户，采取“一对一”的销售模式。在确定服务费金额时，往往根据基材市场价格与实际采购价格的差异，与客户具体协商，对服务费进行一定的修正，公司面临基材价格下降的风险被一定程度弱化。从目前钢材和铝锭价格市场表现来看，均处于阶段性低位，未来下行空间预计有限。据 Mysteel 的数据，7 月中旬以来国内钢材价格已出现小幅回升，我们认为，在基材价格维持窄幅波动情况下，公司将可以获得正常的收益率水平，在下游需求复苏的带动下，下半年业绩具备环比实现正增长的基础，而公司未来业绩超预期的可能主要依赖于基材价格的走势。

上市募投项目逐步投产，预计 2010、2011 年公司加权产能增速分别达到 13.2%和 29.6%。公司于 2008 年 6 月在深交所上市，IPO 共计发行 1520 万股，实际募资 2.3 亿元，其中 1.78 亿元用于 6 万吨/年镀锌卷钢和 1.5 万吨/年铝合金板加工物流配送项目。2 万吨镀锌卷钢项目和 0.5 万吨铝板项目已分别于 2009 年 9 月 1 日和 2010 年 2 月 1 日完工。根据公司的项目实施进度，上海澳洋顺昌 4 万吨镀锌卷项目和广东润盛 1 万吨铝板项目预计将分别于 2011 年 2 月 1 日和 2010 年 9 月 1 日建成投产，产能扩张的提速，特别是单位毛利更高的铝材产能的大幅释放（今明两年增速预计分别达到 25.8%和 36.3%），将带来公司配送量和业绩的快速增长。

表 2 澳洋顺昌金属物流配送项目年加权产能预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢板（万吨）	10.8	11.5	12.8	16.5	16.8
同比（%）	-	6.2	11.6	28.6	2.1
铝板（万吨）	1.0	1.5	1.8	2.5	2.5
同比（%）	-	45.8	25.8	36.3	0.0
合计		11.8	12.9	14.6	19.0
同比（%）	-	9.5	13.2	29.6	1.8

资料来源：海通证券研究所

预计 2010 年小额贷款业务收入同比增长 92%，贡献 EPS 约 0.07 元。公司持股 35%（第一大股东，并表）的张家港昌盛农村小额贷款公司成立于 2009 年 3 月，盈利能力良好。截至 2010 年上半年，昌盛公司的自有资本金 2 亿元全部用于了放贷，并向商业银行融入资金 5840 万元，期末贷款余额为 2.8 亿元（包括历史盈利的滚动放贷）。澳洋顺昌公告了收购昌盛公司 10% 股权的董事会决议，此举将使公司持股比例提升至 45%，我们认为这有利于增强上市公司对昌盛公司的控制力，同时将使公司更能享受到小额贷款业务的高增长。

上半年昌盛公司取得收入 2367.81 万元，净利润 1605.32 万元，归属于上市公司股东的净利润 561.86 万元。我们预计 2010 年昌盛公司实现营业收入 5095 万元，同比增长 92%，其中归属于上市公司股东的净利润为 1350 万元，增厚 2010 年 EPS 0.07 元。假设未来两年昌盛公司无新增资本金投入和外部银行融资，预计 2011、2012 年小额贷款业务将分别增厚公司 EPS 0.10 元和 0.12 元（按 45% 持股比例计算）。

开展小额贷款业务是公司在金属物流业务外，考虑适度分散主业经营风险，为公司提供另一增长动力的重要措施。根据《小额贷款公司管理办法》，小额贷款公司资金来源为股东缴纳的资本金、捐赠资金，以及来自不超过两个银行业金融机构的融入资金。同时规定小额贷款公司从银行业金融机构获得融入资金的余额，不得超过资本净额的 50%。我们认为，昌盛公司未来这一块业绩的超预期将主要来自于外部融资额和自有资本金的增加。

盈利预测及投资建议。在我们假设今明两年基材价格总体保持相对稳定的前提下，公司将获得正常利润率。上半年公司金属材料物流业务贡献 EPS 约 0.19 元，参考公司产能扩张步伐以及下游 IT 制造业景气度变化趋势，预计 2010-2012 年公司金属物流业务实现 EPS 分别为 0.39 元、0.50 元和 0.58 元，而昌盛公司小额贷款业务预计将贡献 EPS 0.07 元、0.10 元和 0.12 元。综合上述结果，我们认为公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.46 元、0.60 元、0.70 元。作为现代物流服务商，行业以及公司未来成长性突出，我们认为给予公司 2011 年 25 倍 PE 相对合理，对应 6 个月目标价为 15 元，7 月 26 日公司收盘价为 13.82 元，给予“增持”的投资评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、楚天高速、皖通高速、赣粤高速、四川成渝、福建高速、澳洋顺昌。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。