



上市公司调研简报

研究报告
交通运输—物流

增 持 维持

澳洋顺昌（002245）

2010 年 08 月 09 日

4 季度开始新建产能将陆续投产，小额贷款业务高增长可以期待

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

近日我们赴张家港实地调研了澳洋顺昌，就公司经营情况与副总、董秘林文华先生和证代许鹏程先生进行了深入交流，并参观了公司铝板套裁车间。

点评：

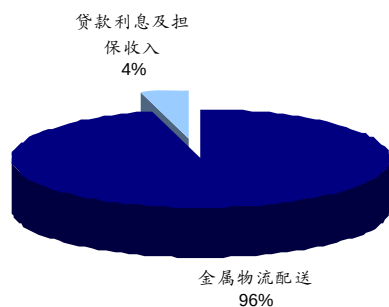
澳洋顺昌是一家现代物流服务商，主要为下游 IT、家电等制造业企业提供金属材料的物流服务，配送产品主要包括钢铁薄板（镀锌钢板、冷轧钢板等）和铝合金板等，其中钢铁薄板、铝合金板的套裁业务分别由母公司和公司控股（75%）的润盛公司经营。2009 年 3 月，公司通过成立昌盛公司（持股 35%，并表，注册资本金 2 亿元）开始在张家港地区涉足小额贷款业务。而同年 6 月公司成立了鼎顺创投公司（全资），经营创投业务。公司目前主营业务为金属物流业务和小额贷款业务。

一、从历史可比性考虑，剔除小额贷款和创投业务后，公司上半年业务毛利率升至 12.45%，业绩同比涨幅达 18 倍

根据公司已披露的 2010 年半年报，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%；归属于上市公司股东的净利润 4061.54 万元，同比增长 1300.80%。由于昌盛和鼎顺公司分别成立于 2009 年 3 月和 6 月，考虑同期可比性，剔除二者影响，公司上半年实现毛利率 12.45%，归属于母公司的净利润 3495 万元，同比上涨约 18 倍。

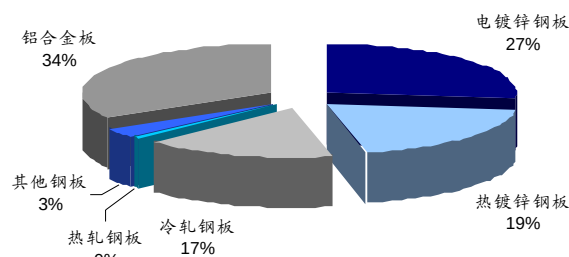
公司业绩大幅增长主要来自于去年同期的低基数以及今年以来下游行业景气度的提升。去年同期，受金融危机影响，我国 IT 相关产品出口不振，导致公司钢板配送量下滑 17%。而今年上半年受 IT 制造业景气度提升影响，公司钢材配送量同比增长 50%，铝材配送量同比增长约 58%。

图 1 2010 年上半年公司主营营业收入构成



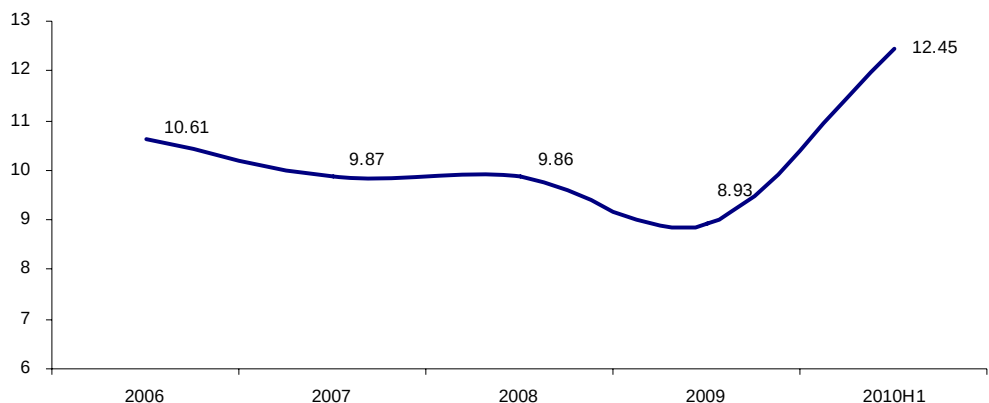
资料来源：公司公告，海通证券研究所

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

图 3 2006 年以来公司毛利率走势图（剔除小额贷款和创投业务）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

二、公司上半年钢材和铝材的套裁配送量分别为 60368 吨和 7720 吨，产能利用较为充分，我们预计公司全年加工配送量将达到 11.9 万吨和 1.5 万吨，综合产能利用率约为 91.6%

公司的金属物流服务模式主要是从上游韩国、日本、台湾等海外以及国内大型钢厂（主要是宝钢）或铝厂处采购基材，经过套裁，组配后售给下游企业。公司从中提供的增值服务主要是基材的套裁加工，定价原则是收取销售基材时的市场价格再加上一定的服务费，即“基材市场价格+服务费”。基于公司的业务模式，结合对下游需求的预测，公司通常会提前 1.5 至 2 个月采购基材作为库存储备，因此公司赚取的主要是服务费和基材差价（市场价-采购价），当市场价格上升时，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。但在实际操作中，公司基材售价一般为销售前 1 个月左右的市场均值，对公司实际盈利波动有一定平滑作用。

图 4 铝板套裁作业现场之一



资料来源：海通证券研究所

图 5 铝板套裁作业现场之二



资料来源：海通证券研究所

从公司营业收入来源的下游行业构成看，目前 IT 制造业和家电类（内销）各占 50%左右，其中内销的加工费通常会略低，但未来增速会比较高，预计在 30%以上，将成为公司未来金属物流业务主要增长点之一。

根据海关总署披露的统计数据，今年上半年我国 IT 制造业企业产品出口大幅增长，其中自动数据处理设备及其部件、液晶显示板、打印机（包括多功能一体机）等同比增幅分别达到 40.8%、29.7%和 68.9%。下游景气度提升带来公司套裁、配送量的需求增长，上半年，公司钢材配送量达到 6.04 万吨，同比增长 50%，铝材配送量为 0.78 吨，同比增长约 58%。我们预计公司全年加工配送量将达到 11.9 万吨和 1.5 万吨，合计同比增长 21.9%，综合产能利用率约为 91.6%（较去年提高约 6 个百分点），主要基于以下几点原因：

- （1） 从上半年开始，IT 产业复苏迹象明显，从我们现场实地调研和观察了解到，公司目前开工情况较佳，工人加班情况较为普遍。此外，公司目前内销占比达 40%以上，内销需求的增长将缓解公司上市之初过分依赖于下游 IT 产业带来的业绩波动；
- （2） 据公司公告，广东润盛 1 万吨铝材项目预计将于 2010 年 9 月 1 日建成投产，届时公司铝材产能将达到 2.5 万吨，全年加权产能为 1.83 万吨，预计新增产能释放将是稳步增长的过程。

如果简单按照公司上半年基材的配送量折算成全年计算产能利用率，钢材为 94.3%，铝材则达到 102.9%（合计产能按 14.3 万吨测算），综合产能利用率为 95.3%，基于此以及上述原因，我们认为，全年综合产能利用率 91.6%（合计加权产能按 14.6 万吨测算）的假设并不乐观且相对合理，其中钢材产能利用率为 93%，铝材为 82%（考虑了铝材产能的释放）。

表 1 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		12.9	14.6	19.0	19.3
同比（%）	-	9.5	13.2	29.6	1.8

资料来源：海通证券研究所

表 2 澳洋顺昌基材加工配送量预测（万吨）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢板	9.26	9.90	11.90	15.31	15.62
铝板	0.76	1.10	1.50	2.08	2.13
合计	10.02	11.00	13.41	17.38	17.75

资料来源：海通证券研究所

三、我们预计 2010 年昌盛公司小额贷款业务实现净利润 3357 万元，同比增幅 94%，其中归属于母公司净利润 1350 万元，占上市公司 2010 年净利润提升至 16%

截至 2010 年上半年，昌盛公司的自有资本金 2 亿元全部用于放贷，并向商业银行融入资金 5840 万元，期末贷款余额为 2.8 亿元。7 月 27 日，公司公告了收购昌盛公司 10% 股权的董事会决议，使公司持股比例提升至 45%。

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 91%，其中归属于上市公司股东的净利润为 1350 万元，增厚 2010 年 EPS0.07 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 EPS0.10 元和 0.12 元（均按 45% 持股比例计算）。我们认为，新增外部融资额、自有资本金的增加、向股东借款以及政策松动等都将使昌盛公司未来业绩存在超预期增长机会。

未来，小额贷款公司将进一步开发担保业务等新的业务模式，提高收益水平。

表 3 昌盛公司小额贷款业务盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
期末贷款余额（亿元）	2.7	3.1	3.6	4.4
营业收入（万元）	2671	5095	6182	7377
净利润（万元）	1729	3357	4161	4960
归属于母公司的净利润（万元）	605	1350	1873	2232
增厚 EPS（元）-最新股本	0.03	0.07	0.10	0.12

资料来源：海通证券研究所

四、盈利预测及投资建议：6 个月目标价 15 元，“增持”评级

我们认为，公司未来业绩增长点主要来自于公司内销业务比例的进一步提升、产能的逐步释放以及小额贷款业务的增长。

我们的假设及结论：

- （1）考虑可预期的产能扩张进度（上海澳洋顺昌 4 万吨镀锌卷项目和广东润盛 1 万吨铝板项目将分别于 2011 年 2 月 1 日和 2010 年 9 月 1 日建成投产），公司 2010-2012 年综合产能利用率分别为 91.6%、91.7% 和 92.0%，保持相对稳定；
- （2）假设基材（钢板、铝板）价格在当前位置区间波动，不出现明显的趋势性上涨或下跌特征，未来 3 年钢板吨收入为 6000 元/吨、6100 元/吨；6200 元/吨，铝板吨收入为 23000 元/吨、24000 元/吨和 25000 元/吨。如果基材价格出现持续上涨，将带来公司业绩超预期增长机会；
- （3）下游景气度（IT 及家电类制造企业）不出现显著变化，预计 2010 至 2012 年公司基材合计加工配送量分别为 13.41 万吨、17.38 万吨和 17.75 万吨；
- （4）小额贷款业务相关政策无实质变化，公司无新增外部融资、新增资本金以及向股东借款的情况发生。

表 4 澳洋顺昌盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	74334.93	75054.19	113012.54	151361.29	159570.39
其中：金属物流配送业务	73250.50	71320.51	106017.89	143179.13	149993.80
同比增长（%）	10.23	(2.63)	48.65	35.05	4.76
小额贷款业务	0.00	2671.08	5094.65	6182.16	7376.59
同比增长（%）	-	-	90.73	21.35	19.32
其他业务	1084.43	1062.60	1900	2000	2200
营业成本（万元）	67002.30	65917.90	95925.57	129479.44	134232.14
同比增长（%）	10.41	(1.62)	45.52	34.98	3.67
营业税金及附加（万元）	4.71	88.31	132.98	178.10	187.76
占营业收入比（%）	0.01	0.12	0.12	0.12	0.12
销售费用（万元）	1003.86	1056.25	1638.68	2194.74	2313.77
占营业收入比（%）	1.35	1.41	1.45	1.45	1.45
管理费用（万元）	940.29	1203.69	1808.20	2421.78	2553.13
占营业收入比（%）	1.26	1.60	1.60	1.60	1.60
财务费用（万元）	1501.58	788.08	900.00	1000.00	1100.00
资产减值损失（万元）	1959.77	289.15	0.00	0.00	0.00
投资收益（万元）	254.78	486.37	245.37	250.00	300.00
营业利润（万元）	2177.19	6197.18	12852.49	16337.24	19483.60
同比增长（%）	(46.42)	183.95	107.39	27.11	19.26
营业外收入（万元）	53.07	35.23	0.00	0.00	0.00
营业外支出（万元）	21.86	126.23	0.00	0.00	0.00
利润总额（万元）	2208.41	6106.17	12852.49	16337.24	19483.60
所得税费用（万元）	51.82	946.80	2313.45	2940.70	3507.05
占利润总额比（%）	2.35	15.51	18.00	18.00	18.00
净利润（万元）	2156.59	5159.37	10539.04	13396.53	15976.55
少数股东损益（万元）	11.04	1412.25	2060.49	2357.31	2809.80
占净利润比（%）	0.51	27.37	19.55	17.60	17.59
归属于母公司所有者的净利润（万元）	2145.54	3747.12	8478.55	11039.22	13166.75
同比增长（%）	(39.78)	73.94	126.27	30.20	19.27
全面摊薄每股收益（元）	0.12	0.21	0.46	0.61	0.72

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司所处的现代物流属于新兴产业，成长性突出，且持续受到二级市场关注。而公司的竞争优势在于市占率高（占市场容量的 20%），规模效应加上程序化的套裁技术可最大限度地提高基材使用率，目前已达到 98%，节省成本，提高了客户对公司的粘性；公司积极开拓内销市场，将享受到内销市场快速增长带来的业绩表现；而小额贷款业务是公司寻求突破当前业务增长瓶颈，从战略发展角度做出的选择，我们预计未来这块业务盈利贡献占比将有稳步提升，带来业绩持续增厚。

基于前述假设，我们预计 2010 至 2012 年公司营业收入分别将达到为 11.3 亿元、15.1 亿元和 16.0 亿元，对应各年的 EPS 为 0.46 元，0.61 元和 0.72 元。考虑到公司业绩成长情况，暂给予 2011 年 25 倍的 PE 水平，对应 6 个月目标价为 15 元，8 月 6 日收盘于 13.46 元，我们维持“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

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。

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：宁沪高速、楚天高速、皖通高速、福建高速、四川成渝、赣粤高速、五洲交通、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。