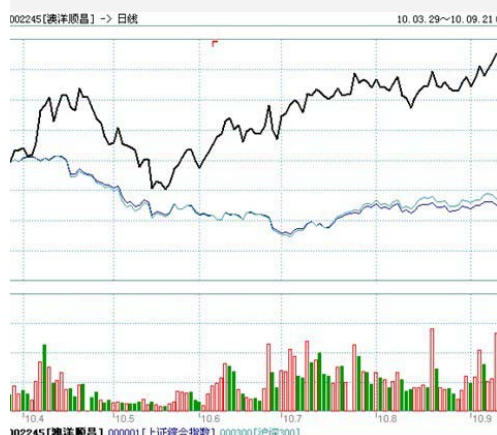




澳洋顺昌（002245）：下游行业景气恢复，小额贷款收益增加

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	182
实际流通 A 股（百万股）	65.8
实际流通 A 股市值（亿元）	8.46

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 张娜

电话 025-83367888-3085

邮箱 nicolezn@126.com

● 内容提要

公司评级： 中性

- 澳洋顺昌以金属物流配送为主业，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，公司主要的钢板剪裁配送业务由澳洋顺昌母公司进行销售，铝板剪裁配送业务由控股子公司张家港润盛科技材料有限公司（公司控股75%）经营。2009年3月，公司成立昌盛公司（持股35%，并表）涉足小额贷款业务。
- 公司的主要盈利来自于服务费，费率为主动配送钢板定价：基材价格+100美元/吨，铝板定价：基材价格：300-400美元/吨；委托配送业务：100元/吨。公司无任何成品库存，业务设备操作相对简单，技术门槛不高，整个生产链由软件控制，生产过程中耗材率始终控制在3%以内。
- 今年四季度，一条设计产能为1 万吨的铝板加工线四季度即将在广东投产；明年下半年，位于上海的一条4 万吨产能的钢板加工线将投产。今年上半年我国IT制造业企业产品出口大幅增长，下游景气度提升带来公司套裁、配送量的需求增长。根据配送业务的费率标准与预测的加工配送量，可以预测出未来两年（2011、2012年）营业收入的增量分别为23.8%与7.9%。
- 我们预计2010至2012年EPS为0.46元，0.56元和0.63元，考虑到公司业绩成长以及物流行业的市盈率情况，暂给予2011年22-25倍的PE水平，对应6个月目标价为12.32-14.00元，9月21日收盘价为12.85元，给予中性的投资评级。

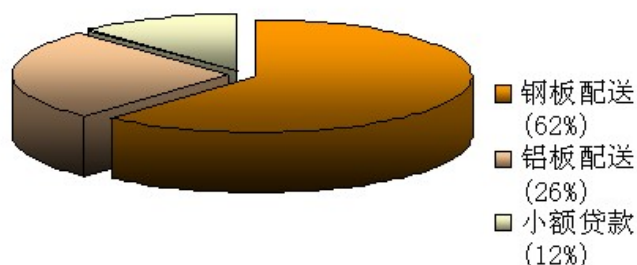
一 公司概况及上半年经营情况

澳洋顺昌以金属物流配送为主业，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，公司主要的钢板剪裁配送业务品种有电镀锌钢板、热镀锌钢板、冷轧钢板等，主要由澳洋顺昌母公司进行销售，铝板剪裁配送业务由控股子公司张家港润盛科技材料有限公司（公司控股75%）经营。2009年3月，公司成立昌盛公司（持股35%，并表）涉足小额贷款业务。同年6月公司成立了鼎顺创投公司（全资），经营创投业务。

2010 年1-6 月，公司共实现钢板产品配送量60,368 吨，公司铝板业务配送量达到7,772 吨，产能得到充分利用，张家港本部新增的0.5 万吨产能已完全发挥效应，总体经营情况较好。

今年上半年，公司小额贷款业务继续保持良好的运营态势，贷款余额及平均贷款利率水平保持平稳。截至报告期末，张家港昌盛农村小额贷款有限公司自有资本金2 亿元全部用于放贷，并向商业银行融入资金5,840 万元，期末贷款余额约2.80 亿元。

图1 各项业务主营利润占比（归属母公司）



资料来源：公司中报 南京证券研究所

二 主营业务经营情况

1. 上半年业务增量

受益于良好的外部经济环境，IT 行业景气度也处于恢复上升中。报告期内，IT 电子行业主要产品如个人电脑、手机及液晶电视出货量同比大幅增长，超越业界预期，从而拉动上游配套行业需求。在此背景下，公司 IT 金属物流配送业务销售业绩良好，因上年同期受金融危机影响所拖累导致的业绩下滑、比较基数较小，各项经营数据同比有了较大幅度的上升。

表1 主营业务分产品情况表

分产品	营业收入 (单位万元)	营业成本 (单位万元)	毛利率 (%)	营业收入同 比增减 (%)	毛利率同比 增减 (%)
电镀锌钢板	14,792.12	13,148.23	11.11	59.91	13.20
热镀锌钢板	10,663.69	9,715.43	8.89	62.28	6.71
冷轧钢板	9,034.99	7,941.98	12.10	196.12	3.49
热轧钢板	258.20	249.77	3.26	-15.64	-16.73
其他钢板	1,659.92	1,528.75	7.90	906.74	-11.95
铝合金板	18,281.91	16,129.75	11.77	105.89	4.39

资料来源：公司中报

2. 采购加工配送流程

●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。公司的主要盈利来自于服务费，费率为主动配送钢板定价：基材价格+100美元/吨，铝板定价：基材价格：300-400美元/吨；委托配送业务：100元/吨。其中基材价格的界定一般为订单签订之日起前一个月基材的市场平均价格，这样客户和公司都能相应降低市场风险。

●公司无任何成品库存，配送业务模式为接到订单以后再进行生产公司。公司采购备货一般提前1.5-2个月。金属基料加工销售价格以销售时基材价格为基础加上一定的服务费来确定，公司盈利短期来看是受制于基材价格波动影响的。如果基材市场处于单边下跌的状态，公司会减少备货量，一般将库存控制在1.5倍月加工当量左右；单边上涨市，公司会将库存最高提升至2.5倍月加工当量。

●公司业务设备操作相对简单，技术门槛不高，整个物流链都是由软件控制，生产过程中耗材率始终控制在3%以内。公司的成材率以及对业务量的控制能力很强。公司配送完全外包给第三方物流公司，采用货车装载、门到门服务。

3. 公司竞争优势及发展方向

公司的IT类客户以台系厂商为主，包括华硕、明基等世界知名IT企业在我国长三角的子公司。此类客户对产品的质量和供货时间要求高，由于质检等程序流程长、手续复杂，所以一般不会轻易更换供应商，忠诚度高。这部分客户已经与公司建立了稳定的合作关系，为公司的盈利提供了一定的保证。

公司其他金属加工配送收入来自于公司新着力发展的国内家电类消费。主要产品包括电池、空调、洗衣机，最主要的是液晶电视。自从金融危机后，公司开始注重国内客户的开发，今年上半年国内家电类消费客户带来的业务占比已提高到50%左右，今后这一部分业务的空间还很大。公司的优势在于：可以为客户提供

全方位的解决方案，同时满足客户的不同需求；利用规模效应，做到板材的利用率，由于具有客户量的优势，可以达到最优的切割模式。

三 新增项目及盈利预测

1. 新增项目情况

公司目前拥有12.8 万吨钢板、1.5 万吨铝板的年加工配送能力。上半年钢板、铝板加工配送量分别达到60,368 吨和7,772 吨，总体产能利用率超过95%。

今年四季度，一条设计产能为1 万吨的铝板加工线四季度即将在广东投产；明年下半年，位于上海的一条4 万吨产能的钢板加工线将投产。预计今年铝板加工总量将会达到2 万吨，明年达到2.5 万吨；而钢板的加工配送量将在明年达到14 万吨的水平。

2. 业务增量及盈利预测

今年上半年我国IT制造业企业产品出口大幅增长，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%，下游的需求恢复给公司带来了盈利的增长。

表2 1-8月份我国重点IT产品出口量值

单位：亿美元					
商品名称	计量单位	1至当月累计		同比	
		数量	金额	数量	金额
液晶显示板	亿个	14.1	175	24.6	60.8
自动数据处理设备及其部件	万台	105,670.2	1,007.3	37	42.4
打印机(包括多功能一体机)	万台	5,662.4	95.1	64.8	58.8

资料来源：海关总署

我们以上半年基材的配送量为基准折算成全年计算产能利用率，钢材为94.3%，铝材达到102.9%，产能基本达到饱和。公司将于今年四季度投产广东润盛1万吨铝材项目，届时公司铝材产能将达到2.5万吨，计新增产能释放将是稳步增长的过程，预计全年的加权产能为1.8万吨。由于公司前期已经在广东做了市场工作，已经为部分客户供货，对于这一部分铝材配送产能的消化，公司管理人员显得非常有信心。另外，明年下半年上海4 万吨产能的钢板加工线投产，这部分的产能短期内并不能得到完全利用，根据这种情况，考虑到上海作为钢材的集散基地，剩余部分的产能将采取委托配送模式。不过，委托加工模式的加工费远低于主动配送，单位产能带来的收入将会下降。

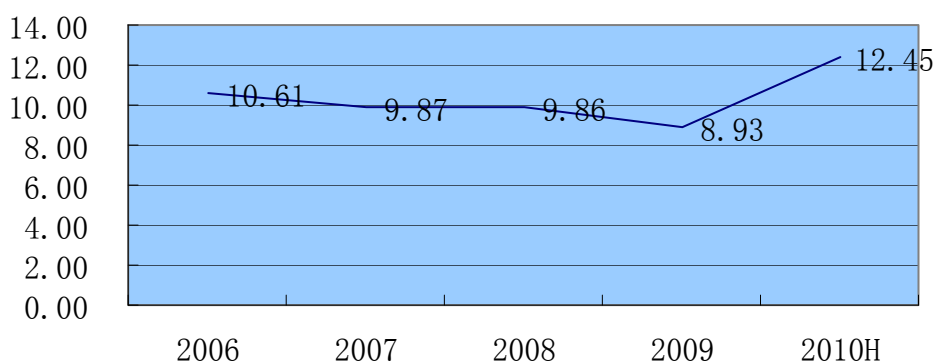
根据配送业务的费率标准与预测的加工配送量，可以预测出未来两年（2011、2012年）营业收入的增量。今年上半年剔除小额贷款业务毛利率为12.45%，达到近年来的高点，主要原因为09年存货钢材价格较低，今年上半年基材价格的上涨带来了毛利率的提升。但是进入三季度，基材的价格走低，我们预测全年剔除小额贷款业务的毛利率为12%。在未来两年的预测中，采取谨慎的原则，给予毛利率预测值为11%。

表三 配送业务加权产能及配送量预测

	2009	2010E	2011E	2012E
钢板加权产能	11.5	12.8	14.8	16.8
铝板加权产能	1.5	1.8	2.5	2.5
钢板预测配送量	9.9	12.1	14.1	15.1
同比增长	—	22.2%	16.5%	7.1%
铝板预测配送量	1.1	1.6	2.2	2.4
同比增长	—	45.5%	37.5%	9.1%
主营收入同比增长预测	—	—	23.8%	7.9%
预测毛利率	8.93%	12.00%	11.00%	11.00%

资料来源：南京证券研究所

表四 公司毛利率变化（剔除小额贷款业务）



资料来源：公司年报

四 小额贷款业务

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。。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。

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%，预计年内将完成收购。2010 年小额贷款业务有望获得90%的业绩增长，其后大致可获得15%左右的自然增长，对公司业绩有较大贡献。

五 投资建议及评级

基于前述假设，我们预计2010至2012年EPS为0.46元，0.56元和0.63元，考虑到公司业绩成长以及物流行业的市盈率情况，暂给予2011年22-25倍的PE水平，对应6个月目标价为12.32-14.00元，9月21日收盘价为12.85元，给予中性的投资评级。

建议关注基材价格持续上涨以及小额贷款业务外部融资额、自有资本金的增加和政策松动等事件给公司业绩带来的超预期增长机会。

表五 物流行业其他公司市盈率

序号	代码	简称	最新收盘价 (9月6日)	市盈率		
				10E	11E	12E
6	600794	保税科技	12.72	27.43	19.76	16.53
2	002183	怡亚通	13.69	37.94	32.23	21.97
3	600787	中储股份	8.30	22.83	17.80	14.88
4	300013	新宁物流	14.85	52.19	42.37	38.19
5	002210	飞马国际	10.25	36.26	26.92	19.91

资料来源：Wind 咨询

附表 公司的利润表及预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	75054.19	115312.51	142318.00	154008.60
其中：金属物流配送业务	71320.51	108558.50	134394.00	145011.00
同比增加（%）	-2.63	52.20	23.80	7.90
小额贷款业务	2671.08	4854.01	5824.00	6697.60
同比增长（%）	—	81.70	20.00	15.00
其他业务	1062.60	1900.00	2100.00	2300.00
营业成本	65917.90	97641.04	122204.66	131631.80
毛利率（%）剔除小额贷款	8.93	12.00	11.00	11.00
营业税金及附加	88.31	149.91	185.01	200.21
占营业收入比（%）	0.12	0.13	0.13	0.13
销售费用	1056.25	1729.69	2134.77	2310.13
占营业收入比（%）	1.41	1.50	1.50	1.50
管理费用	1203.69	1614.38	1992.45	2156.12
占营业收入比（%）	1.60	1.40	1.40	1.40
财务费用	788.08	866.80	953.48	1048.80
资产减值损失	289.15	433.75	400.00	400.00
投资收益	486.37	481.36	529.50	608.90
营业利润	6197.18	13358.31	14977.12	16870.44
营业外收入	35.23	0.00	0.00	0.00
营业外支出	126.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	6106.17	13358.31	14977.12	16870.44
所得税费用	946.80	2177.40	2441.27	2749.88
占利润总额比（%）	15.51	16.30	16.30	16.30
净利润	5159.37	11180.91	12535.85	14120.56
少数股东损益	1412.25	2929.40	2507.17	2824.11
占净利润比（%）	27.37	26.20	20.00	20.00
归属母公司所有者的净利润	3747.12	8251.51	10028.68	11296.45
每股收益（元）	0.21	0.46	0.56	0.63

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。