

湘财证券研究所

交通运输行业

金嘉欣 分析师

执业编号: S0500511010002

Tel: 021-68634518-8056

E-mail: jjx3195@xcsc.com

刘正 分析师

执业编号: S0500511010001

Tel: 021-68634518-8056

E-mail: lz2941@xcsc.com

内容:

公司拟投资 LED 项目, 项目总投资额度为 10 亿元人民币, 项目公司注册资本 2.5 亿元人民币, 由公司与旗下子公司鼎顺投资共同出资组建, 二者分别持有项目公司 87.5% 和 12.5% 股份。项目公司将购入 30 台 MOCVD 外延炉, 进行大功率蓝、绿光 LED 外延片及芯片研发与制造。

公司预计项目前期筹建 2-3 个月; 建设期约 20 个月, 其中: 土地厂房基建 12 个月, 设备安装调试 8 个月。公司预计, 若在项目报批、筹建、土地批准等方面得到足够的支持且设备采购、人员招聘进展正常的情况下, 本项目有望在 2012 年实现计划产能的 20%, 在 2013 年实现计划产能的 70%, 直至 2014 年达产。

核心观点:

□ 高效的决策促使公司多元经营理念逐步实施, 各投资方案迅速出炉

自 2010 年 12 月公司表示要稳定主业发展的同时, 寻求多元化经营, 提升公司利润增长点以来, 公司首先快速组建合同能源管理公司, 从事合同能源管理相关业务; 如今又推出蓝绿光 LED 外延片及芯片的研发与制造项目投资方案。公司多元经营投资方案的陆续出台充分体现公司高层高效的决策能力及将公司做大做强的决心。

□ LED 外延片及芯片产品市场需求广阔, 我们对公司该项目前景保持乐观

LED 广泛应用于信息产品、通讯用品及消费性家电制品等产品的电子回路中, 作为“显示状态”用途, 市场需求广阔。项目计划年产能 2 吋外延片 140 万片, 可满足生产约 12,000 粒 10mil×23mil 芯片, 以每千粒 70-80 元估算, 项目完全达产可实现营业收入 12-13.5 亿元人民币, 税后净利润约为 2.3-2.6 亿元人民币, 项目投资财务内部收益率(所得税前)预计约为 34%, 投资回收期(所得税前)预计为 4.84 年。按照预期 2010 年达产 20%、2013 年实现计划产能的 70%, 2014 年完全达产, 且以当期股本粗略估算, 该项目 2012-2014 年分别可增厚公司 EPS0.27 元、0.96 元和 1.37 元。目前我国 LED 外延片及芯片产品以进口占主力市场, 自主研发及制造属于新兴产业, 项目具备政策支持背景, 同时拥有较大的市场需求, 我们对该项目保持乐观态度。

□ 维持金属配送主业 23%、35% 的增长预期, 其他业务或不断为公司业绩增色

东莞 1 万吨铝板合金物流配送产能项目已于 2011 年 12 月 18 号投产，预计 11 年底产能利用率可以达到 100%；公司上海新建 4 万吨钢板物流配送项目预计将于 8 月投产，届时公司产能可以达到 16.8 万吨钢板合金和 2.5 万吨铝板合金金属配送产能，公司产能扩张将为公司业绩增长提供保障，我们依然维持此前公司 2011、2012 年营业收入保持在 23%、35% 的增速的判断；

公司旗下小额担保公司业务稳定增长，10 年增厚公司 EPS0.22 元，未来仍持续为公司业绩提供支撑；

同时，公司通过鼎顺投资进行的南工锻造 PE 项目及最新投资成立的合同能源管理公司或将不断带来惊喜，为公司业绩增色。

□ 投资建议

由于公司合同能源管理公司及 LED 项目均处于投资或方案出台初期，后续项目建设及业务开展尚有不不确定性，因此我们暂不改变对公司此前估值，仍然基于主业及小额担保公司稳定预期的基础上，预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.50 元和 0.68 元，由于公司逐步涉猎合同能源管理及 LED 行业投资，具有更高的成长性，较物流板块其他公司可以有一定溢价，我们调高公司评级至“买入”，暂不设定目标价格，预计股价会冲高，建议投资者不要追高，在股价回调后积极介入。

□ 风险提示

钢材、铝板等基材价格波动侵蚀公司利润；

合同能源管理项目业务开展低于预期；

LED 项目投资建设资金需求，项目建设进度风险；

公司业务多元，管理及技术等人才不能满足业务迅速扩展的需要。

表 1：公司主要财务数据及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	724	1,193	1,469	1,981
YOY%	-2.63%	64.88%	23.11%	34.79%
净利润（百万元）	37	80	91	124
YOY%	73.94%	114.07%	14.44%	35.68%
EPS（元）	0.31	0.44	0.50	0.68
P/E（X）	55	38	33	25
P/B（X）	7.87	6.67	5.85	4.98

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2 澳洋顺昌财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	515	652	672	786	营业收入	724	1193	1469	1981
现金	159	125	88	91	营业成本	659	1014	1278	1723
应收账款	191	260	280	300	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	11	20	24	32
预付账款	38	51	64	86	管理费用	12	16	17	20
存货	117	196	216	274	财务费用	8	14	16	20
其他流动资产	9	18	22	30	资产减值损失	3	5	2	5
非流动资产	411	419	567	712	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	32	35	40	投资净收益	5	6	8	10
固定资产	72	73	90	152	营业利润	62	129	139	188
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	289	288	415	494	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	926	1071	1239	1498	利润总额	61	129	139	188
流动负债	338	381	457	585	所得税	9	21	22	30
短期借款	239	240	280	350	净利润	51	108	116	158
应付账款	80	122	153	207	少数股东损益	14	28	25	34
其他流动负债	20	19	23	28	归属母公司净利润	37	80	91	124
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	77	148	161	218
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.44	0.50	0.68
其他非流动负债	2	2	2	2					
负债合计	340	383	458	586	主要财务比率				
少数股东权益	176	204	229	263	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	122	182	182	182	成长能力				
资本公积	190	129	129	129	营业收入	-2.6%	64.9%	23.1%	34.8%
留存收益	99	173	240	337	营业利润	183.9%	108.4%	7.5%	35.7%
归属母公司股东权益	411	484	552	649	归属于母公司净利润	73.9%	114.1%	14.4%	35.7%
负债和股东权益	926	1071	1239	1498	获利能力				
					毛利率(%)	8.9%	15.0%	13.0%	13.0%
现金流量表					净利率(%)	5.2%	6.7%	6.2%	6.3%
单位:百万元					ROE(%)	9.1%	16.5%	16.6%	19.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	15.9%	24.3%	23.7%	24.6%
经营活动现金流	-165	-13	-2	96	偿债能力				
净利润	51	108	116	158	资产负债率(%)	36.7%	35.7%	37.0%	39.2%
折旧摊销	7	6	7	10	净负债比率(%)	70.20%	62.72%	61.10%	59.70%
财务费用	8	14	16	20	流动比率	1.52	1.71	1.47	1.34
投资损失	-5	-6	-8	-10	速动比率	1.18	1.19	0.99	0.86
营运资金变动	-233	-133	-23	-53	营运能力				
其他经营现金流	6	-2	-111	-29	总资产周转率	0.93	1.20	1.27	1.45
投资活动现金流	-25	-1	-35	-115	应收账款周转率	4	5	5	7
资本支出	25	0	40	120	应付账款周转率	10.70	10.06	9.29	9.57
长期投资	0	7	3	5	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-0	6	8	10	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.44	0.50	0.68
筹资活动现金流	186	-19	-0	22	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.91	-0.07	-0.01	0.53
短期借款	64	1	40	70	每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.66	3.03	3.56
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	61	61	0	0	P/E	86.56	40.43	35.33	26.04
资本公积增加	-61	-61	0	0	P/B	7.87	6.67	5.85	4.98
其他筹资现金流	122	-20	-40	-48	EV/EBITDA	45	23	21	16
现金净增加额	-5	-34	-37	4					

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。