

方正证券研究所证券研究报告

交通运输行业分析师：王滔

执业证书编号：S1220511040001

TEL: 010-68584847

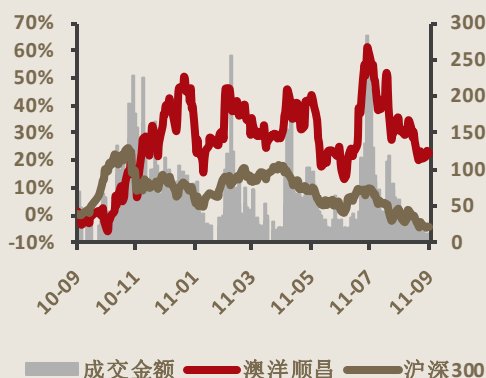
E-mail: wangtao@foundersc.com

澳洋顺昌(002245)

公司调研简报
2011.09.18 增持

交通运输行业

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1163.38	1617.05	2335.19	2895.42
(+/-)	60.73%	39.00%	44.41%	23.99%
净利润	82.34	118.16	129.65	150.99
(+/-)	120.63%	43.51%	9.72%	16.46%
EPS (元)	0.23	0.32	0.36	0.41
P/E	36.06	25.13	22.90	19.67

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点

※ 我们有别于市场的观点：

公司是长三角地区 IT 金属物流龙头企业，公司近年来金属物流业务产能步入稳健扩张阶段，是公司业绩快速增长的主因。公司经营管理能力较强，尤其是对于下游客户资金风险控制方面独树一帜，回款能力好于预期。公司今后转为双主业经营，LED 芯片业务主要定位于照明市场，将与金属物流业务并驾齐驱，成为公司新的利润增长点

※金属物流业务产能近年迅速扩张带动业绩增长

公司是长三角地区 IT 金属物流龙头企业，IT 金属板套裁配送能力长三角地区第一。中报数据显示公司业绩增长良好，上半年钢板营业收入 3.94 亿元，同比增 8.2%，铝板营业收入 3.39 亿元，同比增 85.65%。钢板产量 5.75 万吨，上海澳洋顺昌 4 万吨/年的钢板项目四季度投产，新收购的广东澳洋顺昌（东莞爱思开钢铁）将为公司珠三角地区新增 7 万吨/年的钢板产能。得益于广东润盛 1 万吨/年铝板项目产生效益，公司铝板产量达 1.32 万吨，同比上升约 70%。根据公司产能规划，到 2012 年公司可实现钢板产能 25 万吨，铝板产能 4.5 万吨，产能三年复合增长率达 37%。

※ 公司回款能力强较强，盈利状况好于其他中小型金属物流企业

公司的主动配送经营模式通常需要提前1-2月采购基材，提供给客户2-3 个月的账期，这在一定程度上占用了公司的流动资金，随着业务规模扩大，公司主要通过银行短期借款的间接融资方式预先筹集垫付流动资金，如果个别客户发生资金周转困难将引致公司的应收账款延迟回收或发生坏账风险，因此公司制定了严格的应收账款管理机制，确保账款回收落实到销售人员个人，同时公司创新性地采取了大额滚动授信模式，给予客户超常规额度的赊销额度，但严格按赊销发生期滚动回收账款，通过此模式，很好地控制了风险，公司至今未发生坏账。

公司在规模效应和优秀的管理水平影响下，净利率始终高于业内其他中小型企业3到5个百分点，在今年上半年多数中小型企业金属物流业务几乎处于盈亏相抵的情况下，公司该项业务净利率依旧达到5%左右。

※下游需求状况良好，金属物流业务高枕无忧

公司配送给客户的钢板和铝合金板主要用于个人电脑和平板电视的液晶显示器中。未来，随着 IT 制品需求层次的升级，铝合金板将被广泛应用于高端IT 产品（如平板电脑、液晶模组、笔记本电脑）的结

构件，公司的主要物流配送地区长三角和珠三角区域都是我国IT产业高度发达的地区，预计金属物流配送业务的下游需求呈现持续向好之势。

公司所处的IT金属物流属于物流行业的细分市场，具有一定技术含量，并且市场目前竞争较为充分，行业集中度不高，毛利率相比其他行业也属于偏低水平，因此对于竞争力极强的大型企业吸引力不大，预计公司长三角IT金属物流配送龙头地位将得以保持。

※小额贷款业务利润贡献度较高，但迅速扩张难度较高

今年上半年，公司完成对小额贷款公司10%的股权收购，其持股比例有35%提升至45%。此交易在4月份完成，使今年上半年公司来自小额贷款公司的收益占比由35%提升至45%。小额贷款公司上半年贷款余额达到4.26亿元，毛利率近90%，对公司整体毛利贡献率超过30%。

目前公司正在申请增资，如果通过，公司将继续获得较低成本的资本扩充，融资比例也将得到提升。但小贷公司受制于政策限制，只贷不存，因此未来小额贷款余额规模迅速扩张的可能性不大。

※进军LED外延片及芯片制造，双主业经营模式成为未来主导方向

公司今年2月发布公告：公司拟投资LED项目，项目总投资额度为10亿元人民币，将投入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。公司的主业将由目前的金属物流配送业务逐步转变为金属物流配送业务与LED业务并行的双主业经营模式，使得LED项目成为公司快速发展的平台，为公司营造新的利润增长点。

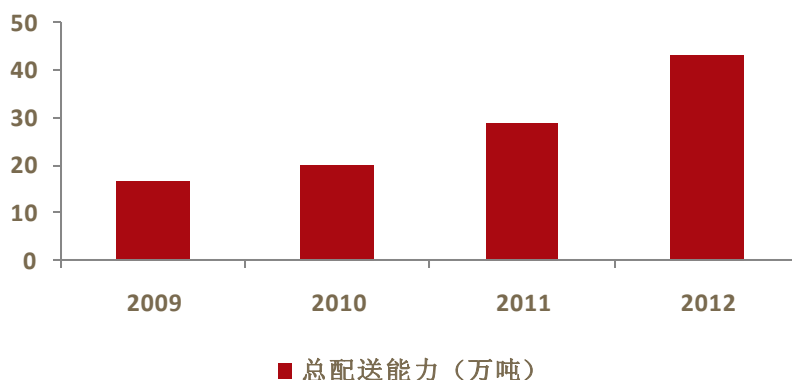
公司的LED芯片主要定位于照明市场，虽然业内关于LED行业的产能过剩有激烈争论，但从长期角度看，短期的产能过剩有助于拉低价格，降低照明成本，从而更快推动LED照明的普及，因此对于公司进军LED行业仍可保持乐观。

※盈利预测与估值

我们预计2011-2013年公司摊薄后的EPS分别为0.32元、0.36元、0.41元，按目前股价对应PE分别为25.13倍、22.90倍、19.67倍。考虑到公司未来LED项目可能对公司利润增长产生较明显的积极影响，我们认为给予2012年25倍PE较合理，对应股价为9.00元，给予“增持”评级。

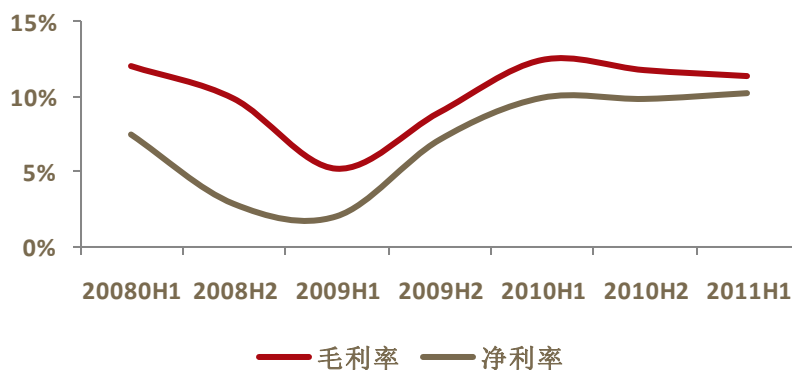
※风险提示：下游需求增速放缓、新项目建设进程慢于预期、LED行业产能过剩对于公司新项目产品价格带来冲击、公司基材采购对象较为单一

图表 1 公司金属物流产能近两年快速释放



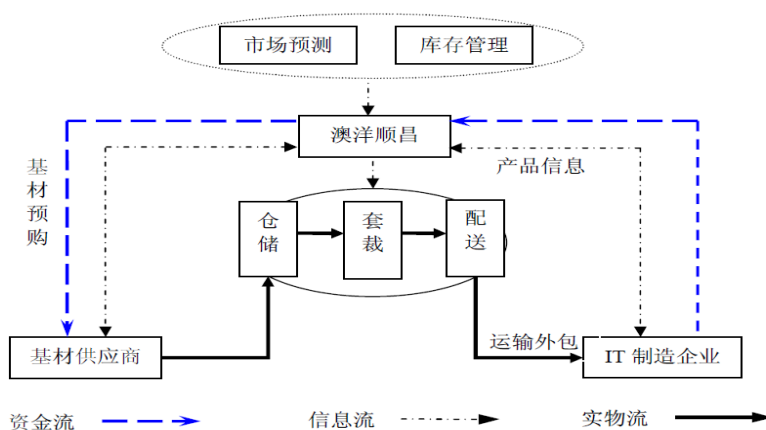
资料来源：方正证券研究所整理

图表 1 公司金属物流产能近两年快速释放



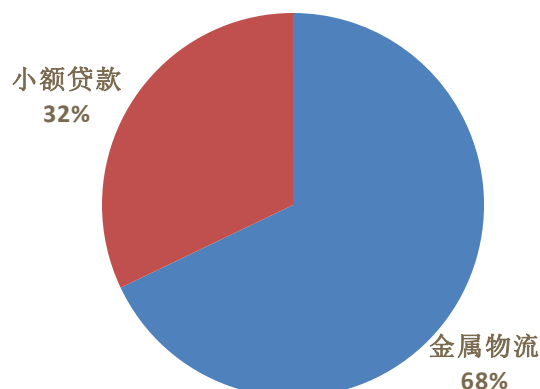
资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

图表 3 公司主动物流配送模式流程



资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

图表 4 小额贷款业务对公司毛利贡献度超过 30%



资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

图表 2 LED 项目基本情况

项目投资额（万元）	建设投资	75000	股东自有资金 25000
	流动资金	25000	贷款、融资租赁、政府补贴等 75000
建设期	24 个月	前期筹建 2-3 个月	
		建设期 20 个月	土地厂房基建 12 个月 设备安装调试 8 个月
产能达产计划	2012 年	2013 年	2014 年
	20%	70%	100%
项目达产后生产规模	年产 2 吋 LED 外延片 140 万片，芯片 168 亿粒 （芯片尺寸按照 10mil×23mil 测算）		
产品价格	每一千粒 10mil×23mil 芯片价格在 70-80 元之间波动		
项目达产后主要经济指标 （万元/年）	营业收入	120000（不含税）	
	成本费用	90200	
	净利润	23475	

资料来源：方正证券研究所整理

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	639.10	1352.08	1941.58	2185.84	经营活动现金流	-69.70	74.10	-173.35	374.09
现金	113.04	563.16	800.85	1019.66	净利润	114.24	145.22	172.10	197.99
应收账款	255.12	433.97	564.77	626.05	折旧摊销	8.50	11.56	17.07	21.23
其它应收款	2.75	1.81	5.58	3.70	财务费用	16.19	24.26	30.99	40.72
预付账款	49.07	47.29	114.71	80.21	投资损失	-4.78	-4.06	-4.57	-4.47
存货	203.73	297.59	429.77	440.49	营运资金变动	-203.37	-101.92	-389.74	118.84
其他	15.39	8.26	25.90	15.72	其它	-0.49	-0.96	0.80	-0.22
非流动资产	562.99	252.32	333.53	391.46	投资活动现金流	-67.54	-57.16	-94.52	-74.47
长期投资	56.08	59.48	63.17	67.31	资本支出	32.02	46.85	78.01	53.59
固定资产	108.14	140.83	195.88	233.59	长期投资	-31.54	-3.40	-3.69	-4.14
无形资产	25.63	37.88	57.45	70.77	其他	-67.05	-13.71	-20.19	-25.03
其他	373.14	14.13	17.03	19.79	筹资活动现金流	188.00	-194.02	-10.83	-30.48
资产总计	1202.09	1604.40	2275.11	2577.30	短期借款	208.13	-160.04	37.32	28.47
流动负债	512.73	1140.83	1656.60	1779.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	446.90	914.05	1467.76	1445.91	其他	-20.13	-33.98	-48.15	-58.95
应付账款	33.89	181.40	112.11	228.25	现金净增加额	50.76	-177.08	-278.70	269.13
其他	31.94	45.37	76.74	104.88					
非流动负债	2.08	1.48	1.80	1.79	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	2.08	1.48	1.80	1.79	营业收入	60.73%	39.00%	44.41%	23.99%
负债合计	514.81	1142.31	1658.40	1780.83	营业利润	120.18%	20.48%	22.80%	14.44%
少数股东权益	198.47	225.52	267.98	314.98	归属母公司净利润	120.63%	43.51%	9.72%	16.46%
归属母公司股东权益	488.80	597.85	710.02	842.78	获利能力				
负债和股东权益	1202.09	1965.68	2636.40	2938.59	毛利率	11.77%	14.45%	12.86%	12.30%
					净利率	9.82%	8.98%	7.37%	6.84%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	16.62%	17.64%	17.60%	17.10%
营业收入	1163.38	1617.05	2335.19	2895.42	ROIC	12.19%	9.60%	7.90%	8.64%
营业成本	1026.42	1383.38	2034.82	2539.24	偿债能力				
营业税金及附加	1.88	1.56	2.96	3.72	资产负债率	42.83%	71.20%	72.89%	69.10%
营业费用	17.34	23.18	34.12	42.32	净负债比率	65.02%	111.01%	150.08%	124.89%
管理费用	18.04	24.74	35.49	43.43	流动比率	1.25	1.19	1.17	1.23
财务费用	16.19	24.26	30.99	40.72	速动比率	0.85	0.92	0.91	0.98
资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.09	1.15	1.20	1.19
投资净收益	4.78	4.06	4.57	4.47	应收帐款周转率	5.22	4.69	4.68	4.86
营业利润	136.12	163.99	201.38	230.46	应付帐款周转率	18.05	12.85	13.87	14.92
营业外收入	1.09	0.66	0.70	0.81	每股指标(元)				
营业外支出	0.25	0.58	0.70	0.51	每股收益	0.45	0.32	0.36	0.41
利润总额	136.95	164.07	201.38	230.77	每股经营现金	-0.19	0.20	-0.48	1.03
所得税	22.71	18.85	29.28	32.78	每股净资产	1.46	2.26	2.68	3.17
净利润	114.24	145.22	172.10	197.99	估值比率				
少数股东损益	31.90	27.05	42.45	47.00	P/E	36.06	25.13	22.90	19.67
归属母公司净利润	82.34	118.16	129.65	150.99	P/B	5.74	4.97	4.18	3.52
EBITDA	145.45	175.64	218.45	252.00	EV/EBITDA	22.54	20.20	17.88	14.73
EPS（元）	0.23	0.32	0.36	0.41					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com