

跨行业布局，附加值提升值得期待

民生精品---深度研究报告/交通运输业

2012 年 01 月 09 日

报告摘要:

● 跨行业布局，附加值提升值得期待

公司原有的金属物流与套裁加工技术附加值较低，很难获得较高的增值空间。公司一方面将未来金属套裁加工的重心从钢材向铝材转移，另一方面积极布局 LED 外延片领域，表明公司正在从初级加工配送向高附加值的 LED 领域转型。

● 金属套裁加工龙头，铝材产能释放受益笔记本轻型化

公司凭借地域、规模优势，在金属分销领域处于行业龙头地位。一方面，公司通过主动物流方式满足客户对不同类型钢材、铝材的需求，提高利用率；另一方面，公司将增产重点放到了能够获得更高毛利率水平的铝板配送业务。综合来看，公司主营业务毛利率水平仍然存在上升空间。

● 小额信贷受益于大环境，融资上限有望达到7亿元

公司小额信贷业务主要作用为服务“三农”，受到国家政策扶持。在当前货币紧缩背景下，公司小额信贷行业拥有良好的市场环境。2011 年 11 月，公司将小额信贷公司注册资本从 2 亿增加至 3 亿元，整体放贷额度有望大幅增长，预计 2012 年融资上限有望达到 7 亿元。

● LED进入布局良机，有望享受行业政策红利

终端产品价格的大幅回落，预示着 LED 拐点即将来临，公司适时介入将分享行业高成长。首先，2012 年是全球白炽灯淘汰速度最快的一年，下游需求有望得到缓解；其次，行业补贴有望进一步加强，政策红利促成行业利润反转；第三，公司低成本步入 LED 上游领域，有望提早贡献利润。

● 南工锻造上市将成为公司股价的重要催化剂之一

公司参股的南工锻造经营正常，存在上市预期。2010 年公司对南工锻造增资，投资金额达到 1960 万元人民币，目前占注册资本的 7%。南工锻造有限公司成立于 2003 年 3 月，目前已成为国内加工链最长、加工设备最完善的综合型、高科技民营锻造企业，在国内大型风力发电机主轴（1.2MW-2.5MW）的市场占有率达到 15% 左右。

● 公司盈利预测：公司处于转型升级前期，未来业绩增长前景大

2011 年股价跌幅超过 60%，估值修复空间较大。考虑到钢板和铝板价格、LED 和能源合同管理业务的不确定性，暂给予“谨慎推荐”评级。预计公司 11-13 年归属母公司股东净利润分别为 1.22、1.84 及 2.25 亿元，增速为 44.46%、55.10%及 23.02%；全面摊薄 EPS 为 0.33、0.51 及 0.62 元，对应 PE 为 14.90、9.61 及 7.81 倍。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,163	1,669	2,501	3,251
增长率(%)	60.73%	43.50%	49.80%	30.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	82	119	184	227
增长率(%)	120.63%	44.46%	55.10%	23.02%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.51	0.62
PE	21.53	14.90	9.61	7.81
PB	/	1.75	1.41	1.14

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

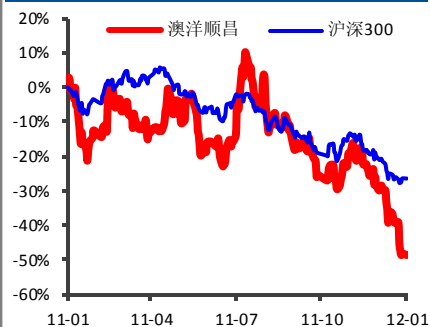
维持评级

合理估值： 8 元

交易数据 (2012-01-06)

收盘价	4.86
近 12 个月最高/最低	11.17/4.77
总股本(百万股)	365.00
流通股本(百万股)	335.00
流通股比例	91.78%
总市值(亿元)	17.74
流通市值(亿元)	16.28

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：

策略分析师：张琢

执业证号：S0100511010002

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

Email: sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

相关研究

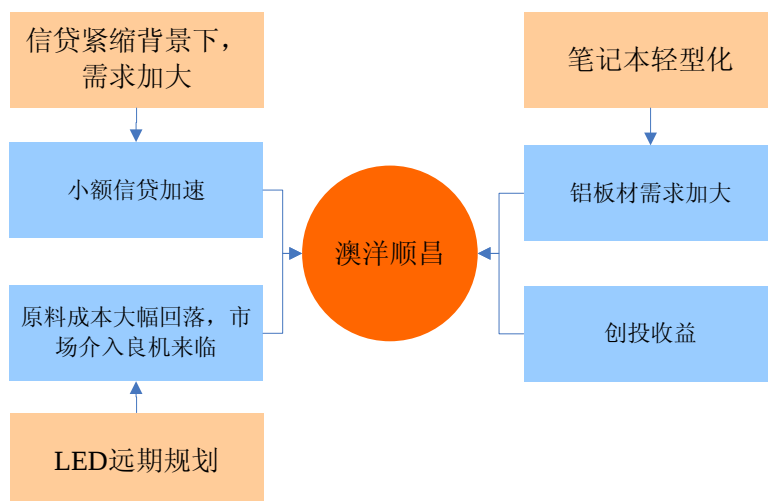
目录

一、跨行业布局，附加值提升得期待	3
(一) 公司在长三角区域 IT 制造业金属物流中处于行业龙头	3
(二) 公司的三大业务未来存在成长空间	4
二、“超市化”经营、异地扩张、铝材产能释放是公司主业成长的三大法宝	5
(一) 公司独特的“超市化”经营，享受规模化效应	5
(二) 公司异地扩张，分享产业集聚化优势	5
1、公司处于全国计算机制造业集聚地，地缘优势明显	5
2、公司布局重庆，向新兴的 IT 制造业产业集聚地扩展	5
(三) 铝材套裁加工受益于笔记本轻型化，产能年均增长 50%以上	6
1、笔记本电脑轻型化，未来铝材需求大幅增长	6
2、公司铝材套裁加工产量年均增长 50%以上，公司盈利水平也将逐步提升	7
三、小额信贷受益于大环境，融资上限有望达到 7 亿元	7
(一) 信贷存在供需缺口，小额信贷行业存在成长空间	7
1、小额信贷的供需缺口短期内难以扭转	7
2、服务于“三农”的小额信贷成长空间巨大	7
3、江苏省鼓励小额信贷，公司是主要受益者	8
(二) 中低风险项目为主，贷款利率维持在 20%左右	8
四、LED 进入布局良机，有望享受行业政策红利	8
(一) LED 面临拐点，有望复刻 02 年汽车产业辉煌	8
1、LED 价格大幅回落成为行业拐点的重要催化剂	8
2、LED 面临拐点，有望复刻汽车产业的辉煌	9
(二) 政策红利将成为未来 LED 市场的有力支撑	9
(三) 受益于区域集聚化优势，布局 LED 上游高附加值领域	10
1、公司投资外延片领域，掌握 LED 产业核心	10
2、公司受益于长三角 LED 上游产业集聚优势	10
(四) 蓝宝石衬底价格大幅回落 50%，公司低成本介入外延片领域	10
1、蓝宝石衬底价格大幅回落利好公司布局外延片产业成本支出	10
2、公司于 2011 年 4 月开始实施 LED 外延片及芯片产业化项目，最快明年初投产	11
五、公司参股的南工锻造经营正常，项目存在上市预期	11
六、公司估值比较：2012 年进入超卖空间	12
(一) 公司绝对估值：11-13 年 EPS 为 0.33、0.51 及 0.62 元	12
1、金属物流盈利预测：未来 3 年 EPS 为 0.29、0.45 及 0.55 元	12
2、小额信贷盈利预测：未来 3 年 EPS 为 0.05、0.06 及 0.07 元	13
3、LED 和合同能源管理尚属于新业务，暂不给予盈利预测	13
(二) 公司相对估值：估值处于行业平均水平，未来估值有望回落	13
(三) 杜邦分析比较：净资产收益率接近 15%，高于行业整体水平	14
(四) PE-BANDS 分析：公司股价超跌至 PE14.43X 水平，超卖空间已经打开	15
七、结论与风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

一、跨行业布局，附加值提升得期待

澳洋顺昌（002245）原有的金属物流与套裁加工技术附加值较低，很难获得较高的增值空间。公司一方面将未来金属套裁加工的重心从钢材向铝材转移，另一方面积极布局LED外延片领域，表明公司正在从初级加工配送向核心深加工领域转型。

图 1：公司业绩成长空间巨大

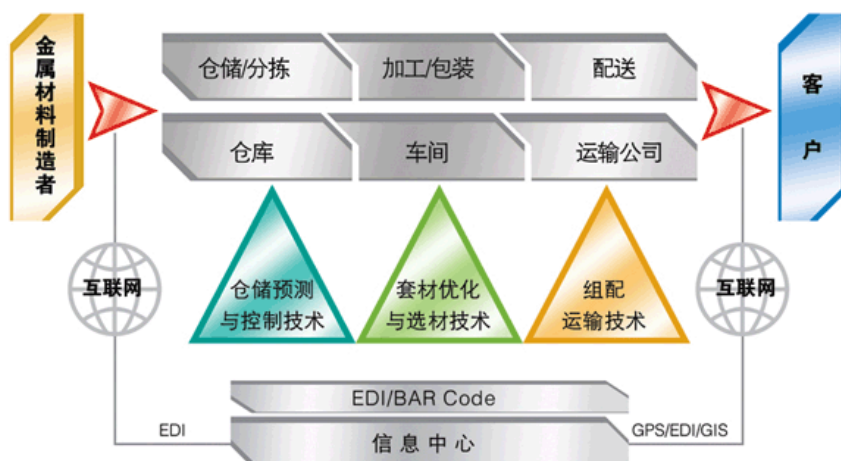


资料来源：民生证券研究所

（一）公司在长三角区域 IT 制造业金属物流中处于行业龙头

公司专业从事金属材料的物流供应链服务，包括仓储、分拣、套裁、包装、配送等，及相应的技术支持服务。服务的对象主要为电脑产品制造商、电子消费品制造商和液晶模组制造商等 IT 产品制造商。公司自 2006 年起在长三角区域 IT 制造业金属物流中排名第一位。与三星、LG、飞利浦等世界 500 强企业，及华硕电脑、明基电脑等世界知名 IT 企业在我国长三角区域的子公司在内的 200 多家企业建立了广泛的业务合作。

图 2：公司具有成熟的金属材料供应链服务体系



资料来源：民生证券研究所

表 1: 公司在长三角地区处于龙头地位

企业名称	全国市场占有率 (%)	市场排名
深圳宝菱同利有限公司	6.88	1
广州美亚股份有限公司	5.74	2
澳洋顺昌	5.16	3
深圳深日钢材有限公司	4.01	4
基杰五金制品 (苏州) 有限公司	3.44	5
东莞基杰五金制品有限公司	3.44	5
无锡美峰金属制品有限公司	3.44	5
东莞万顺昌钢铁制品有限公司	3.44	5
广东星浦钢材加工有限公司	3.44	5
苏州日铁金属制品有限公司	2.29	10

资料来源: 公司招股意向书, 民生证券研究所

(二) 公司的三大业务未来存在成长空间

笔记本轻量化, 铝板产能大幅释放。根据公司 2010 年年度报告, 2011、2012 年铝板产能将同比增长 50%-60%。轻量化成为笔记本制造业工艺升级的典型趋势, 铝材套裁加工未来需求有望大幅增长。公司未来目标客户为平板电脑、手机及数码相机等高端铝材需求者, 主营业务附加值提升仍然存在空间。

信贷供需缺口与区域政策支持, 保证公司小额信贷业绩增长。一方面, 信贷政策短期内难以大幅放松; 另一方面, 江苏省小额信贷公司享受政策利好: 融资比例可以达到其净成本的 100%, 并增添了股东借债和小额贷款公司之间拆解等方法, 而所得税仅仅是银行所得税的 50% (12.5%)。公司小额贷款在苏南地区具有典型示范效应, 项目收益率平均在 20% 左右。

LED 进入布局良机, 2013 年贡献业绩。一方面, 国家提出 2015 年 LED 占国内照明市场 30% 以上的产业规划; 另一方面, 原材料价格大幅回落降低了投资 LED 外延片的资金门槛。目前, 淮安光电项目建设进展顺利, 项目建设完毕后将形成年产 2 吋外延片 140 万片, 芯片 168 亿粒 (以假定芯片尺寸为 10mil*23mil 测算) 的生产规模。

图 3: 公司三大主业未来存在成长空间


资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

二、“超市化”经营、异地扩张、铝材产能释放是公司主业成长的三大法宝

公司主营业务毛利率水平仍然存在上升空间。一方面，公司通过主动物流方式满足客户对不同类型钢材、铝材的需求，提高利用率；另一方面，公司将增产重点放到了能够获得更高毛利率水平的铝板配送业务；此外，公司紧跟 IT 制造业产业集群的转移方向，积极布局西南市场。我们认为，公司的主营业务未来仍然存在成长空间。

（一）公司独特的“超市化”经营，享受规模化效应

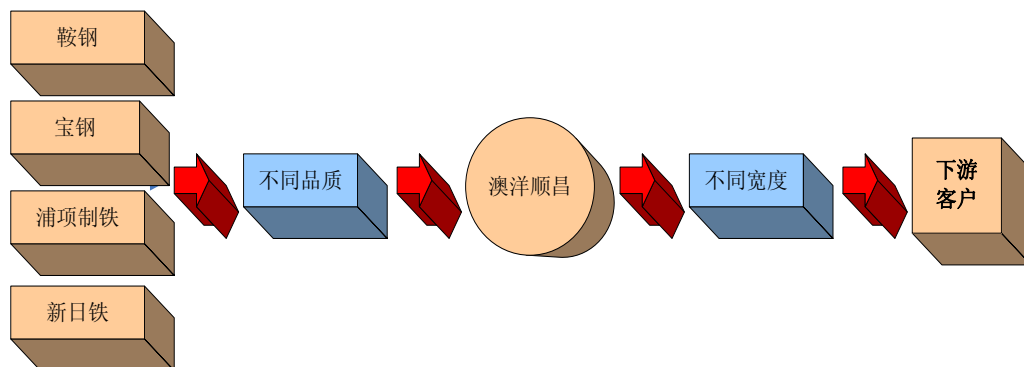
公司上游有不同品质的钢材、铝材，下游有 300 多家客户，采用“超市化”经营，能够充分享受规模化效应。公司根据下游客户的产品类型，有针对性的为客户提供合适的钢材和铝材套裁加工。

从行业属性上，公司具有典型的规模化效应：

（1）由于上游钢卷宽度以 1214 毫米为主，而客户对宽度的需求各有不同，公司通过宽度组合，使得钢材充分合理利用；

（2）公司对有划伤不能做表件、只能做内件的产品进行二次销售，最终物料利用率可以达到 97% 以上。

图 4：公司采用“超市化”经营方式，为客户节约成本



资料来源：民生证券研究所

（二）公司异地扩张，分享产业集聚化优势

1、公司处于全国计算机制造业集聚地，地缘优势明显

从典型产业聚群分布上看，长三角和珠三角是计算机设备制造业的主要分布区域。据测算，在计算机外部设施方面，长三角集聚度达到 32%、珠三角达到 30%；在计算机整机制造方面，长三角集聚度达到 38%，珠三角达到 34%。公司重点整合长三角和珠三角钢板和铝板配送基地资源，有限降低物流成本。

2、公司布局重庆，向新兴的 IT 制造业产业集聚地扩展

从制造业发展趋势上来看，IT 制造业呈现明显的西部迁移趋势，众多 IT 厂商纷纷在成渝地区投资设厂。成渝地区金属物流配送市场总量不断扩大，客户密集度大幅提升，配送市场规模达到本公司商业模式下的标准。公司拥有的原客户供应认证为异地扩张的带来便利。

图 5: IT 制造业产业集群的转移与升级 (以富士康为例)



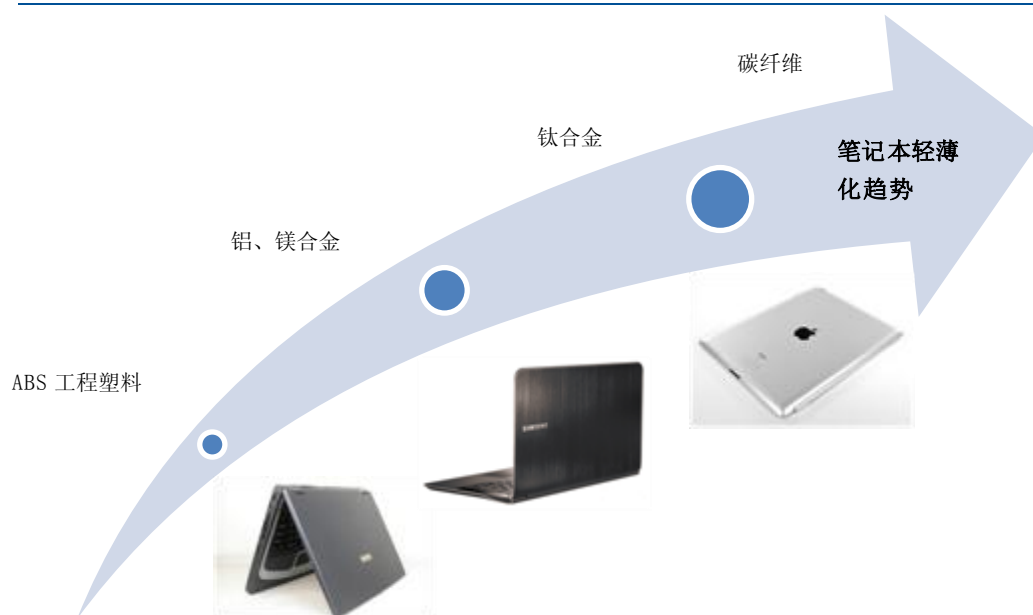
资料来源: 民生证券研究所

(三) 铝材套裁加工受益于笔记本轻型化, 产能年均增长 50%以上

1、笔记本电脑轻型化, 未来铝材需求大幅增长

笔记本材质 90% 为工程塑料, 但随着人们出行比例的提高, 轻薄、散热性能好的铝合金材质笔记本、平板电脑正在成为市场热点。据预测, 2011 年苹果平板电脑出货量有望超过 6000 万台, 而三星、RIM、摩托罗拉、惠普、戴尔、宏基、思科、华硕以及亚马逊也增加了各自产品的出货量。考虑到综合性价比, 未来下游对铝合金的需求将显著增加。

图 6: 笔记本轻薄化趋势下, 下游对铝合金的需求将显著增加



资料来源: 民生证券研究所

2、公司铝材套裁加工产量年均增长 50%以上，公司盈利水平也将逐步提升

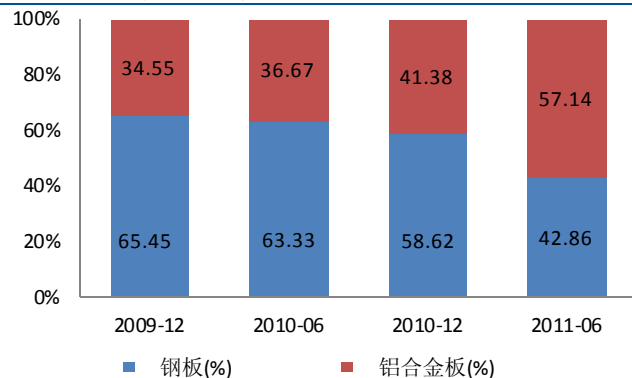
铝合金板目前竞争对手较少，运输成本相对经济，加工工艺要求较高，附带的技术支持服务也要求更高，因此与钢铁薄板相比其单位加工、配送的服务费、产品附加值较高，使其毛利率水平高于钢板。未来铝材加工配送业务的增长速度将快于钢板业务增长，有望达到 50%以上，公司盈利水平也将逐步提升。

表 2：公司未来产能规划中，铝板产能复合增长率达到 58.1%

年度	钢板产能	铝板产能	综合产能
2010	12.8	1.8	20.0
2011	17.5	2.8	28.7
2012	25.0	4.5	43.0
复合增长率	39.8%	58.1%	46.6%

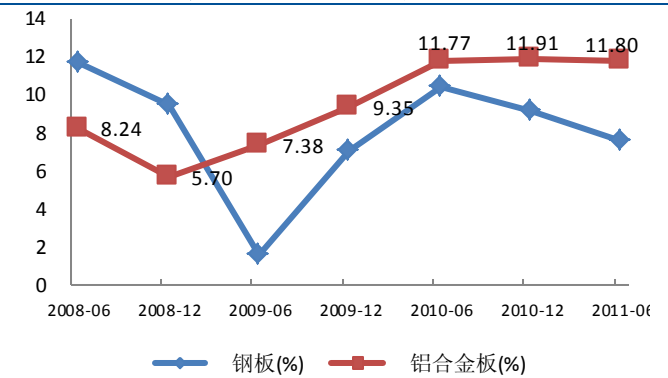
资料来源：公司年度报告，民生证券研究所

图 7：2011 年铝板利率贡献超过 50%



资料来源：公司年度报告，民生证券研究所

图 8：铝板毛利率稳定且与钢板利差在扩大



资料来源：公司年度报告，民生证券研究所

三、小额信贷受益于大环境，融资上限有望达到 7 亿元

公司小额信贷业务主要作用为服务“三农”，受到国家政策扶持。在当前货币紧缩背景下，公司小额信贷行业拥有良好的市场环境。2011 年 11 月，公司将小额信贷公司注册资本从 2 亿增加至 3 亿元，整体放贷额度有望大幅增长，预计 2012 年融资上限有望达到 7 亿元。

(一) 信贷存在供需缺口，小额信贷行业存在成长空间

1、小额信贷的供需缺口短期内难以扭转

在当前货币政策、信贷收紧的局势下，融资难现象凸显，民间融资成本不断攀升。从当前银行间利率水平来看，一年期 SHIBOR 利率水平已经突破 5%，创历史新高。从趋势上看，一方面，当前通胀水平仍然处于高位，短期内大幅放松银根的可能性较低；另一方面，大部分小微企业难以达到银行渠道贷款的最低标准。小额信贷的供需缺口问题将长期存在。

2、服务于“三农”的小额信贷成长空间巨大

据央行调查统计司对民间融资的调查推算，我国民间融资规模为 9500 亿元，占 GDP 总量的 6.96% 左右；而中国“三农”的信贷资金缺口平均每年在 1 万亿元人民币以上，相当于中国

GDP 的 1/13。投资“三农”的小额信贷仍将继续获得高水平的投资回报率。

3、江苏省鼓励小额信贷，公司是主要受益者

江苏省调高小额信贷公司融资上限并降低税负：融资比例可以达到其净成本的 100%，并增添了股东借债和小额贷款公司之间拆解等方法，而营业税、所得税分别按 3% 和 12.5% 执行。从全国范围来看，小额贷款公司执行 25% 的所得税和 5% 的营业税，金融业则采用 3% 的营业税和 20% 的所得税，而江苏省的小额信贷公司将显著受益于省内优惠政策。

(二) 中低风险项目为主，贷款利率维持在 20% 左右

作为张家港市政府支持的第一家开展小额信贷的上市公司，公司小额贷款利率维持在 20% 左右，业务风险控制得力。2009 年至今小额信贷业务从未出现过坏账，定期分红保证公司的业绩稳定：(1) 70% 以上的贷款采用抵押担保方式，降低坏账风险；(2) 信贷部门业务独立，与物流配送业务客户不重叠。

四、LED 进入布局良机，有望享受行业政策红利

在上游芯片价格下降和发光效率提升的背景下，未来两年 LED 在照明领域的渗透率将从 3.2% 上升至 20%。2010 年全球 LED 照明产值占整体照明市场产值在 3.2% 左右，2011 年的渗透率有望达到 9.6%；加拿大、日本 2012 年停止销售、制造白炽灯，美国 2012-2014 年间逐步淘汰白炽灯的背景下，2013 年全球 LED 照明产值渗透率将进一步提升至近 20%。澳洋顺昌适时布局 LED 产业，有望分享行业政策红利。

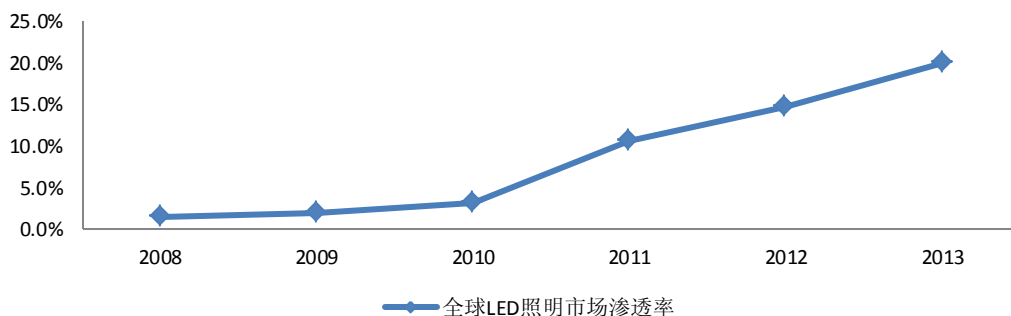
(一) LED 面临拐点，有望复刻 02 年汽车产业辉煌

1、LED 价格大幅回落成为行业拐点的重要催化剂

(1) 今年以来，LED 产量供过于求成为价格大幅回落的主要原因。

目前中国 LED 行业仍然处于产业发展前期，渗透率仅为 3%，远低于全球平均水平。行业所处阶段与十年期的汽车产业极为相似，汽车降价后盈利非但没有下滑，相反 2002 年汽车行业普遍业绩大幅提升，资产规模和利润水平达到最好历史纪录。LED 面临拐点，有望复刻汽车产业的辉煌。

图 9：2010 年中国 LED 衬底产业规模急速扩张



资料来源：勤上光电招股书，民生证券研究所

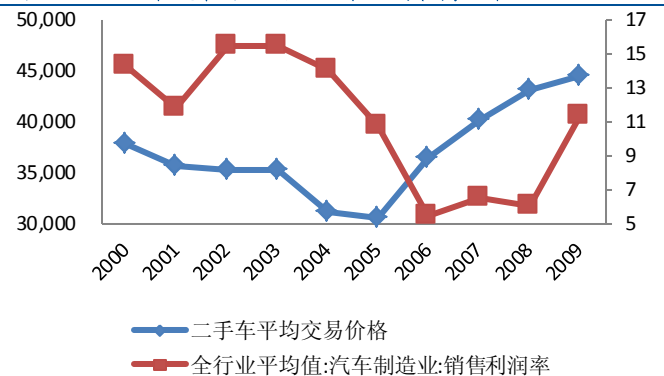
(2) “十二五”期间，LED产业有望实现翻两番的目标。

根据发改委预测，2015年末中国的LED照明渗透率达20%。业内普遍估计则更为乐观，预计到2015年，中国户外LED照明渗透率达60%-80%，室内商用LED照明渗透率达25%-30%，室内家居LED照明渗透率约5%-10%，中国市场LED照明整体渗透率将达到、甚至超过20%。

2、LED面临拐点，有望复刻汽车产业的辉煌

2002年是中国正式加入WTO后的第一年，汽车进口关税大幅下调，国内厂商纷纷降价。在市场抱有中国汽车产业是否会被冲垮的忧虑时，汽车内需和外贸市场发生了较大的变化。表现最为突出的特点是产销量同步增长，国产车占有了绝大部分的市场份额，甚至在下半年出现了抢购新上市轿车的状况。从表象上看，以量补价的策略使得国产车高速增长；但从深层原因来看，过低的汽车保有量为降价后需求的高速增长带来可能。

图 10: 2002 年汽车行业利润水平达到最高水平



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 11: 2002 年中国汽车保有量仅为 969 万辆



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

(二) 政策红利将成为未来 LED 市场的有力支撑

从国家规划角度: 一方面, 国家十二五科技发展规划提出 2015 年 LED 占国内通用照明市场 30% 以上的市场份额, 产值将达到 5000 亿元以上; 另一方面, 五部委确定逐步禁止进口和销售白炽灯规划图, 对节能灯、LED 市场产生正向刺激作用。

表 3: 2012 年全球主要国家集中禁用白炽灯

国家与地区	淘汰白炽灯时间	LED 相关计划
澳大利亚	2009 年停止生产、2010 年逐步禁止使用	
加拿大	2012 年开始禁止销售	
台湾地区	2012 年全面禁产	新世纪照明光源开发计划
日本	2012 年全面禁止使用	“减核节能” 新能源战略
美国	2014 年市场上禁止销售	下一代照明计划
韩国	2013 年底禁止使用	国家照明计划
欧盟	2012 年起禁用所有瓦数的传统灯泡	彩虹计划
奥地利		2011 年环境促进计划
中国	2016 年彻底淘汰	2012 年环保大会?

资料来源: 民生证券研究所

从行业补贴角度: 目前国内对于 LED 产业链的补贴集中于产业链的中上游, 而全球多数

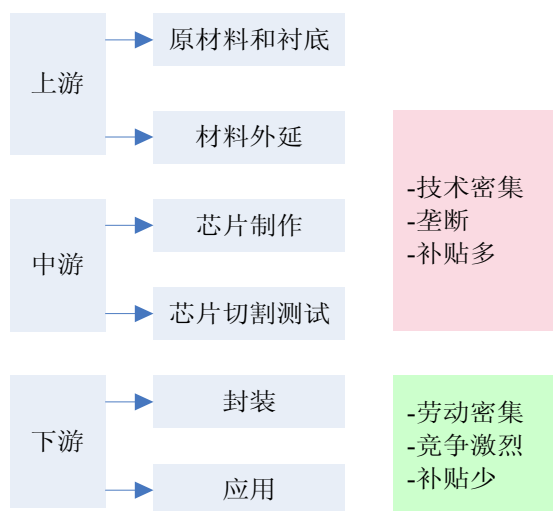
发达国家是对 LED 下游照明设备进行补贴推广,国内下游政策补贴呼之欲出。公开资料显示,LED 产业链上游上市公司三安光电,采购 200 台 MOVCD 就获得芜湖市政府超过 5.25 亿元的补贴,其子公司安徽三安光电 2 亿元的收益中,其中 1 亿元就是政府补贴。

(三) 受益于区域集聚化优势,布局 LED 上游高附加值领域

1、公司投资外延片领域,掌握 LED 产业核心

在 LED 产业链中,中上游即外延片和芯片制造是产业链的核心,也是附加值最高的环节,行业内公认产业中 70% 的利润在于此;而中下游的封装和应用环节壁垒较低,竞争最为激烈。公司凭借技术和资本优势布局 LED 上游,掌握 LED 产业核心。

图 12: 外延片和芯片制造是 LED 产业链的核心



资料来源:民生证券研究所

表 4: LED 上游技术和资本需求高

产业链	特点	核心要素	代表企业
上游	-进入壁垒高 -技术制胜 -投资规模大	技术和资本	-晶能光电 -大连路美 -厦门三安 -奥瑞德光电
中游	-一定技术含量 -投资规模较大 -台企领跑、内地企业跟随	资本实力和管理的精细化	-佛山国星 -厦门三安 -大连路明 -江西联创
下游	-应用产品多样 -投资比较小 -国内企业较多 -整合不断、传统巨头跟进	企业的经营、管理综合能力,质量,成本,品牌和渠道	-华刚光电 -勤上光电 -佛山国星 -广州鸿力

资料来源:民生证券研究所

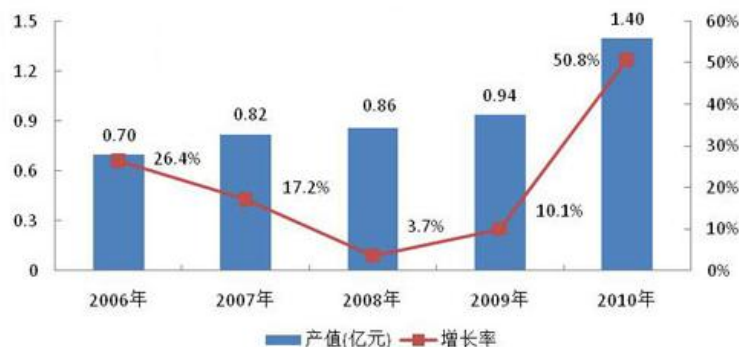
2、公司受益于长三角 LED 上游产业集聚优势

LED 的产业链自上而下主要包含:蓝宝石、外延、芯片、封装、应用五大流程。其中珠江三角洲地区是国内 LED 的封装、应用的主要基地,环渤海是外延、芯片的研发基地,而长三角则凭借着技术和资本优势在外延、芯片应用领域空间巨大。公司位于产业集聚区,有限降低运营成本,成长空间更大。

(四) 蓝宝石衬底价格大幅回落 50%,公司低成本介入外延片领域

1、蓝宝石衬底价格大幅回落利好公司布局外延片产业成本支出

2010 年全球 LED 市场异常火爆导致蓝宝石衬底价格大幅上涨,蓝宝石产能大幅增长;进入 2011 年以来,由于 LED 下游 TV 市场需求低于预期,导致蓝宝石衬底供给增速明显超过市场需求,2 英寸蓝宝石衬底报价从年初的 35 美元回落到目前的 8-10 美元。我们预计,随着 2010 年新增产能的陆续投产,蓝宝石衬底价格有望继续回落。

图 13: 2010 年中国 LED 衬底产业规模急速扩张


资料来源：民生证券研究所

2、公司于 2011 年 4 月开始实施 LED 外延片及芯片产业化项目，最快明年初投产

根据公司规划，LED 产业未来将成为与金属物流配送业务并列的主业。目前项目主要处于前期筹集阶段，主要技术团队已经到位，预计最晚于 2012 年第二季度开始投产，但考虑到当前行业景气度，预计 2013 年贡献利润。

目前一期工程建设项目进展顺利，项目投产后处于国内中等规模。淮安澳洋顺昌光电技术有限公司是澳洋顺昌光电技术有限公司的全资子公司，主要从事 LED 外延片及芯片的设计、生产和销售，项目建设完毕后将形成年产 2 吋外延片 140 万片，芯片 168 亿粒（以假定芯片尺寸为 10mil*23mil 测算）的生产规模。项目注册资本 2 亿人民币，项目用地面积 88321.62 平方米（132.48 亩），目前一期工程建设项目进展顺利。

图 14: 淮安澳洋顺昌 LED 项目进展顺利，预计 2012 年第二季度投产


资料来源：民生证券研究所

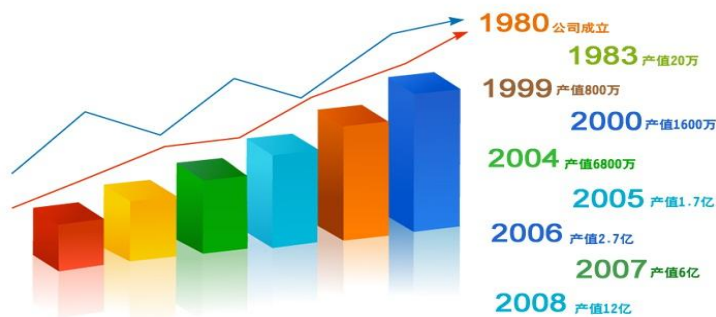
五、公司参股的南工锻造经营正常，项目存在上市预期

2010 年公司对南工锻造增资，投资金额达到 1960 万元人民币，目前占注册资本的 7%。

南工锻造有限公司成立于 2003 年 3 月，目前已成为国内加工链最长、加工设备最完善的综合型、高科技民营锻造企业，在国内大型风力发电机主轴（1.2-2.5MW）的市场占有率达到 25%。

江阴南工锻造有限公司占地面积 120 亩，建筑面积达 5 万多平方米，固定资产原值累计 3.85 亿多元，集冶炼、锻造、热处理、粗、精机加工为一体，拥有冶炼设备 25T EF 炉 2 台、30T LF 炉 1 台、30T VD 炉 1 台，年生产各类钢锭约 15 万吨；拥有 0.75T、1T、3T、5T 电液锤、2000T、4000T、6300T 液压机等各种锻压设备，年生产各类锻件的能力达到 12 万吨；具有各种型号热处理炉 10 台，各种大型数控、普通机床 30 台；并配有各种先进的无损探伤、理化检测、机械性能、金相试验等检测设备和设施。

图 15：南工锻造产值大幅增长，上市概率较大



资料来源：民生证券研究所

六、公司估值比较：2012 年进入超卖空间

（一）公司绝对估值：11-13 年 EPS 为 0.33、0.51 及 0.62 元

我们预计公司 11-13 年归属母公司股东净利润分别为 1.22、1.84 及 2.25 亿元，增速分别为 44.46%、55.10%及 23.02%；全面摊薄 EPS 分别为 0.33、0.51 及 0.62 元，对应 PE 为 14.90、9.61 及 7.81 倍。

1、金属物流盈利预测：未来 3 年 EPS 为 0.29、0.45 及 0.55 元

假设未来 3 年内钢、铝材价格恒定不变，钢材净利润率保持 6%、铝材净利润率为 7%、7.7% 和 7.3%。

钢板配送方面：（1）2011 年三季度收购爱思开（东莞）钢铁有限公司而新增 7 万吨产能；（2）上海 4 万吨钢板项目即将投产，2012 年实现设计产能；（3）公司重点开发高附加值客户，包括汽车配件、钣金、电机和变压器行业，毛利率存在上升空间。

铝板配送方面：（1）重庆投资 6000 万元建立年产能 5 万吨的金属物流配送基地，考虑到当地客户主要为 IT 制造业，预计未来将以铝板为主；（2）公司通过开发毛利率更高的手机、平板电脑类客户使得铝板配送有望获得更高利润。

综上，公司一方面重点整合长三角和珠三角钢板、铝板配送基地资源，另一方面抢先布局西部 IT 制造业基地，我们预计金属物流未来三年 EPS 为 0.29、0.45 及 0.55 元。

表 5: 金属物流配送未来 3 年 EPS 为 0.29、0.45 及 0.55 元

		2010A	2011E	2012E	2013E
钢板配送	产能	12.80	17.50	25.00	30.00
	收入	7.45	10.19	14.55	17.46
	净利	0.45	0.61	0.87	1.05
	EPS	0.12	0.17	0.24	0.29
铝板配送	产能	1.80	2.80	4.50	6.00
	收入	3.97	6.18	9.93	13.23
	净利	0.28	0.43	0.76	0.97
	EPS	0.08	0.12	0.21	0.26
合计	收入	11.42	16.36	24.48	30.69
	净利	0.72	1.04	1.64	2.01
	EPS	0.20	0.29	0.45	0.55

资料来源: 民生证券研究所

2、小额信贷盈利预测: 未来 3 年 EPS 为 0.05、0.06 及 0.07 元

假设未来 3 年新增贷款余额分别为 1.6、0.8 和 1.0 亿元。

在信贷紧缩、本地贷款需求旺盛的双重影响下, 2010 年公司小额信贷业务贷款余额增长 30%, 净利润增长了 105.01%。2011 年 11 月份公司增加了小额信贷公司 50% 的注册资本, 贷款余额有望达到 6 至 7 亿元。我们预计未来 3 年 EPS 为 0.05、0.06 及 0.07 元。

表 6: 小额信贷未来 3 年 EPS 为 0.05、0.06 及 0.07 元

		2010A	2011E	2012E	2013E
小额信贷	贷款余额	3.61	5.20	6.00	7.00
	收入	0.54	0.77	0.89	1.04
	净利	0.12	0.18	0.21	0.24
	EPS	0.03	0.05	0.06	0.07

资料来源: 民生证券研究所

3、LED 和合同能源管理尚属于新业务, 暂不给予盈利预测

由于 LED 和合同能源管理是公司新业务, 特别是 LED 尚处于前期投入阶段, 预计 2014 年能形成规模并稳定经营, 2011-2013 年期间暂不给予盈利预测。

合同能源管理方面: 公司加快了合同能源管理项目的基础建设工作, 前期研发已经结束, 重点以工业锅炉节能客户开发为主。预计 2012 年将贡献收入, 但占比较小。

LED 项目方面: 基本完成基础设施建设, 确定设备选型并签订采购合同, 主要技术团队基本到位。预计 2012 年贡献收入, 2013 年产生利润。

(二) 公司相对估值: 估值处于行业平均水平, 未来估值有望回落

我们将公司盈利与估值水平与物流行业对比, 发现公司估值处于行业平均水平, 考虑到未来业务的成长性, 2012 年存在反弹空间。

(1) 从流通市值来看, 总市值接近轻资产类物流公司, 流通比例超过 90%, 属于流通性较强的中小市值个股;

(2) 从每股盈利来看, EPS 好于物流行业平均水平, 但低于化工仓储类物流公司;

(3) 从估值的角度来看, PE 处于相关行业的平均水平, 但未来存在估值修复空间。

表 7: 2012 年盈利水平稍好于行业平均水平, 估值低于行业平均水平

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE	
			11E	12E	11E	12E
行业均值	36.09	23.57	0.34	0.44	31.97	21.97
飞力达	22.27	5.62	0.94	1.24	22.03	16.85
保税科技	24.56	24.75	0.68	0.76	16.97	15.19
恒基达鑫	18.29	9.10	0.50	0.67	31.11	23.41
中储股份	80.15	44.28	0.43	0.55	21.71	16.55
外运发展	60.49	22.10	0.49	0.61	13.62	10.99
澳洋顺昌	26.85	24.63	0.33	0.51	22.57	11.83
交运股份	41.91	41.91	0.00	0.00	0.00	0.00
飞马国际	23.62	22.32	0.28	0.37	25.57	20.86
怡亚通	50.63	50.63	0.23	0.31	26.47	19.77
长江投资	20.60	20.60	0.06	0.08	119.84	84.94
新宁物流	9.95	3.92	0.13	0.25	83.40	43.39
百科集团	53.95	13.19	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 杜邦分析比较: 净资产收益率接近 15%, 高于行业整体水平

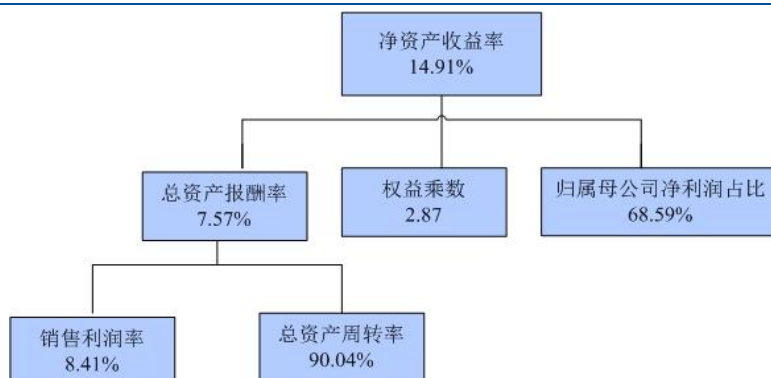
根据 2011 年三季报, 澳洋顺昌目前净资产收益率为 14.91%, 显著高于物流行业整体水平。主要原因是, 澳洋顺昌总资产周转率达到 90% 以上, 远高于一般物流仓储类企业。体现了公司下游客户需求十分旺盛, 产品供应链也未发生断裂, 净资产收益率远高于相关行业上市公司。

表 8: 澳洋顺昌相关子行业杜邦分析参数对比

	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	销售利润率	归属母公司股东的净利润占比	权益乘数
物流	5.06%	1.93%	54.50%	3.55%	92.02%	2.84
澳洋顺昌	14.91%	7.57%	90.04%	8.41%	68.59%	2.87

资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 16: 净资产收益率 14.17%, 高于相关行业水平

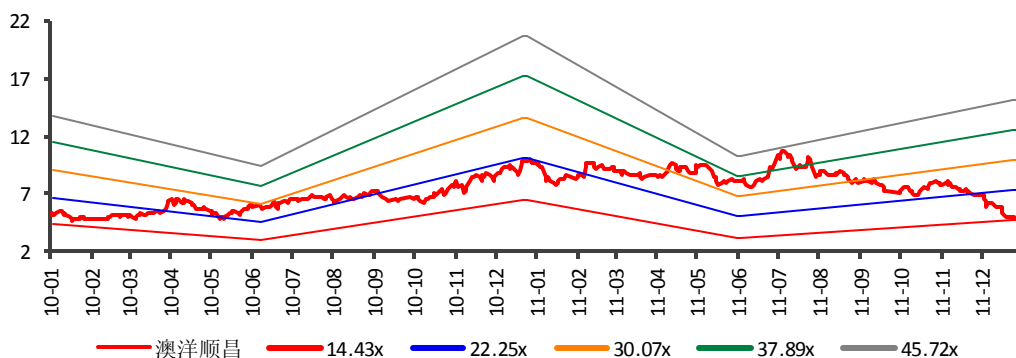


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(四) PE-Bands 分析: 公司股价超跌至 PE14.43X 水平, 超卖空间已经打开

2010 年以来公司股价基本围绕在 22 倍 PE 上下波动, 受大股东减持影响, 公司股价超跌至 PE14.43X 水平, 超卖空间已经打开。2011 年公司新项目基本处于空白期、业绩增长基数较低, 随着 2012 年新项目的陆续投产, 业绩增速将明显加快。目前公司股价具有相对较高的安全边际, 考虑到更高弹性的 LED 项目在 2012 年投产, 股价更多反映的是 LED 行业的盈利前景。我们认为, LED 商用照明符合国家政策方向, 目前 LED 价格的大幅回落是促成行业进入高度繁荣期的重要催化剂。

图 17: 股价跌至 PE14.43X 水平, 超卖空间已经打开



资料来源: Wind, 民生证券研究所

七、结论与风险提示

公司处于转型升级前期、未来业绩增长前景大, 2011 年股价跌幅已经超过 60%, 修复空间较大。考虑到钢板和铝板价格、LED 和能源合同管理业务的不确定性, 暂给予“谨慎推荐”评级。预计公司 11-13 年净利润分别为 1.22、1.84 及 2.25 亿元, 增速分别为 44.46%、55.10% 及 23.02%; 相应 11-13 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.33、0.51 及 0.62 元, 对应 PE 为 14.90、9.61 及 7.81 倍。

从短期来看, 爱思开 (东莞) 钢铁有限公司 7 万吨、上海 4 万吨钢板项目即将投产, 产能同比增长达 40% 以上;

从中期来看, 重庆投资 6000 万元建立年产能 5 万吨的金属物流配送基地, 凭借客户优势, 公司异地扩张进程加快;

从长期来看, 公司低成本介入 LED 外延片、芯片产业, 2013 年有望贡献利润, 公司整体毛利最高将上升 10%。

风险提示: (1) 大盘系统性风险; (2) 钢材、铝材价格出现大幅回落; (3) LED 项目减速。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,163	1,669	2,501	3,251
减：营业成本	1,026	1,436	2,126	2,763
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	17	24	37	48
管理费用	18	25	39	50
财务费用	16	21	23	44
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	5	5	5	5
二、营业利润	136	165	276	345
加：营业外收支净额	1	0	1	1
三、利润总额	137	165	277	345
减：所得税费用	23	19	32	48
四、净利润	114	146	245	298
归属于母公司的利润	82	119	184	227
五、基本每股收益 (元)	0.23	0.33	0.51	0.62

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	11.82	14.16	9.37	7.36

成长能力:

营业收入同比	60.73%	43.50%	49.80%	30.00%
营业利润同比	120.2%	21.0%	67.7%	24.8%
净利润同比	122.07%	27.96%	67.53%	21.5%

营运能力:

应收账款周转率	5.22	5.18	5.07	4.83
存货周转率	7.25	6.77	7.15	6.80
总资产周转率	1.09	1.37	1.68	1.66

盈利能力与收益质量:

毛利率	11.8%	14.0%	15.0%	15.0%
净利率	7.1%	7.1%	7.4%	7.0%
总资产净利率 ROA	10.7%	12.0%	16.4%	15.2%
净资产收益率 ROE	17.9%	17.2%	21.6%	21.1%

资本结构与偿债能力:

流动比率	1.25	4.56	3.06	3.11
资产负债率	42.8%	18.0%	27.9%	27.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标:

每股收益	0.23	0.33	0.51	0.62
每股经营现金流量	(0.67)	(0.00)	(0.13)	0.11
每股净资产	3.77	2.78	3.45	4.27

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	113	249	343	399
应收票据	10	12	23	27
应收账款	255	389	597	749
预付账款	49	66	112	137
其他应收款	3	3	5	7
存货	204	290	410	546
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	639	1,008	1,490	1,864
长期股权投资	56	70	88	109
固定资产	108	118	129	145
在建工程	11	15	16	16
无形资产	26	25	25	24
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	563	228	258	294
资产总计	1,202	1,237	1,748	2,159
短期借款	447	94	292	393
应付票据	0	0	0	0
应付账款	34	105	161	167
预收账款	10	13	23	28
其他应付款	13	7	9	10
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	513	221	486	600
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	515	223	488	602
股本	182	365	365	365
资本公积	129	129	129	129
留存收益	175	294	479	706
少数股东权益	198	226	286	357
所有者权益合计	687	1,014	1,259	1,556
负债和股东权益合计	1,202	1,237	1,748	2,159

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(122)	(0)	(46)	40
投资活动现金流量	(88)	(29)	(32)	(41)
筹资活动现金流量	176	(374)	175	58
现金及等价物净增加	(36)	(404)	96	58

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 公司业绩成长空间巨大.....	3
图 2: 公司具有成熟的金属材料供应链服务体系.....	3
图 3: 公司三大主业未来存在成长空间.....	4
图 4: 公司采用“超市化”经营方式, 为客户节约成本.....	5
图 5: IT 制造业产业集群的转移与升级 (以富士康为例).....	6
图 6: 笔记本轻薄化趋势下, 下游对铝合金的需求将显著增加.....	6
图 7: 2011 年铝板利率贡献超过 50%.....	7
图 8: 铝板毛利率稳定且与钢板利差在扩大.....	7
图 9: 2010 年中国 LED 衬底产业规模急速扩张.....	8
图 10: 2002 年汽车行业利润水平达到最高水平.....	9
图 11: 2002 年中国汽车保有量仅为 969 万辆.....	9
图 12: 外延片和芯片制造是 LED 产业链的核心.....	10
图 13: 2010 年中国 LED 衬底产业规模急速扩张.....	11
图 14: 淮安澳洋顺昌 LED 项目进展顺利, 预计 2012 年第二季度投产.....	11
图 15: 南工锻造产值大幅增长, 上市概率较大.....	12
图 16: 净资产收益率 14.17%, 高于相关行业水平.....	14
图 17: 股价跌至 PE14.43X 水平, 超卖空间已经打开.....	15

表格目录

表 1: 公司在长三角地区处于龙头地位.....	4
表 2: 公司未来产能规划中, 铝板产能复合增长率达到 58.1%.....	7
表 3: 2012 年全球主要国家集中禁用白炽灯.....	9
表 4: LED 上游技术和资本需求高.....	10
表 5: 金属物流配送未来 3 年 EPS 为 0.29、0.45 及 0.55 元.....	13
表 6: 小额信贷未来 3 年 EPS 为 0.05、0.06 及 0.07 元.....	13
表 7: 2012 年盈利水平稍好于行业平均水平, 估值低于行业平均水平.....	14
表 8: 澳洋顺昌相关子行业杜邦分析参数对比.....	14

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。