

欧浦钢网(002711)新股定价报告

“实体物流+电子商务” ---第三方钢铁物流行业的标杆企业

投资要点

- **国内领先的第三方钢铁物流企业。**公司拥有“欧浦钢铁交易市场”和“欧浦钢网”两大主体，以“实体物流+电子商务”的发展模式诠释现代钢铁物流。欧浦钢铁交易市场整合钢铁生产、供应和销售体系，已成为高集约、多功能、大规模的现代化钢铁物流基地。欧浦钢网是国内首家钢铁现货交易网站，拥有钢材超市现货平台和钢铁资讯服务两大网络服务平台。
- **“一站式”实体物流和电子商务相结合的全方位综合钢铁物流服务模式。**公司的服务内容从简单的单项仓储业务，发展到“仓储+加工”有机结合的“一站式”实体物流模式，继而以欧浦钢网为依托，形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的全方位综合钢铁物流服务模式，在此基础上，公司为客户提供综合物流服务，实现物流外包和供应链管理。这种经营模式是以规模化促进信息化，以信息化带动规模化，为客户提供钢铁现货交易、钢铁资讯服务等创新钢铁物流增值服务，将仓库打造成为向市场开放的钢材超市，将静态的仓储提升为动态的交易市场，革新了物流企业经营模式，以“实体物流+电子商务”的经营模式诠释现代钢铁物流。目前欧浦钢铁交易市场占地约 350 亩，仓储能力达到 150 万吨，年设计加工能力 250 万吨，公司为乐从镇最大的第三方钢铁物流企业，市场地位领先，在业内具有广泛的影响力。
- **募投项目：**公司本次发行募集资金投向钢铁仓储中心建设项目、加工中心建设项目和电子商务中心建设项目。此次募资预计新增仓储能力 150 万吨，新增加工能力 200 万吨，较原来经营能力分别提高 100%和 80%；公司投资建设电子商务中心项目，将大幅提升现代钢铁物流的信息化管理水平 B2 电子商务服务能力，可以提高电子商务对“一站式”实体物流的支撑作用，提高电子商务自身的经营效率，提高客户利用电子商务平台进行商务活动的便利性。
- **盈利预测。**预计公司 2013-2015 年的归属母公司所有者净利润分别为 132.85 百万元、146.07 百万元、152.92 百万元。主要物流公司 2014 年动态市盈率区间为 21-30 倍，均值为 40 倍，中位数为 28 倍。我们认为公司合理估值为 2014 年动态市盈率 23-26 倍，建议申购市盈率 21-24 倍，询价区间 19.53-22.32 元，定价区间为 21.39-24.18 元。
- **风险提示：**募投项目盈利不及预期；钢铁行业产能过剩，钢铁生产企业、中小型钢贸商抢占市场，导致公司市场份额下降；综合物流业务中，客户未能及时支付货款，违约风险增加。

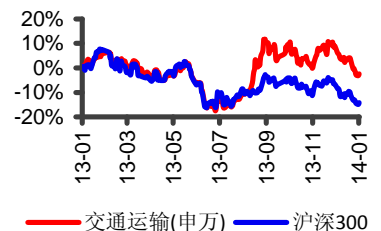
指标年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	624.77	652.89	759.31	864.09
增长率	28%	5%	16%	14%
归属母公司净利润(百万元)	119.45	132.85	146.07	152.92
增长率	23%	11%	10%	5%
每股收益 EPS(元)	0.758	0.84	0.93	0.97

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李慧
执业证号：S1250511010006
电话：010-57631192
邮箱：lih@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	11816
本次发行(万股)	3939
发行后总股本(万股)	15755
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.01
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.92

主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.27
毛利率(%)	30.24
流动比率(倍)	1.52
速动比率(倍)	1.44
应收账款周转率(次)	108.58
资产负债率(合并报表)(%)	46.33
净资产收益率(加权平均)(%)	26.85

相关研究

目 录

一、国内领先的第三方钢铁物流企业	1
（一）公司概况	1
（二）公司业务结构	2
（三）公司股权结构	3
二、第三方钢铁物流面临整合机遇，市场前景广阔	4
（一）我国第三方物流服务占比小	4
（二）我国第三方钢铁物流面临整合机遇	6
三、竞争优势明显，经营模式不断创新	7
（一）竞争对手	7
（二）领先的经营模式创新优势	8
（三）广东省经营规模最大的第三方钢铁物流企业	9
（四）座落于乐从钢铁市场，区位优势显著	9
四、募资项目：扩大产能、提升电子商务水平	10
五、盈利预测与投资建议	11
六、风险提示	12

插图目录

图 1: 大型仓库之存放钢材	1
图 2: 剪切加工车间	1
图 3: 欧浦钢铁超市之一	1
图 4: 欧浦钢铁超市之二	1
图 5: 公司主营业务分业务收入情况（万元）	2
图 6: 公司主营业务分业务收入结构（%）	2
图 7: 公司主营业务分业务毛利情况（万元）	3
图 8: 公司主营业务分业务毛利结构	3
图 9: 公司盈利能力的基本指标情况	3
图 10: 公司主营业务毛利率分业务情况	3
图 11: 实际控制人持股情况	4
图 12: 社会物流总费用占比	5
图 13: 各物流费用占社会物流总费用比例	6
图 14: 公司服务内容丰富过程	8
图 15: 公司盈利模式优化过程	9

表格目录

表 1: 公司 1 家分公司、1 家全资子公司和 4 家参股单位基本情况	4
表 2: 公司与行业内其他公司基本情况对比	7
表 3: 公司募投资金计划概况（万元）	10
表 4: 募投资项目经济效益分析	10
表 5: 可比公司估值	11
附表: 盈利预测	13

一、国内领先的第三方钢铁物流企业

（一）公司概况

公司是国内领先的第三方钢铁物流企业，集实体物流和电子商务为一体的大型第三方钢铁物流企业，能够提供大型仓储、剪切加工、金融质押监管、转货、运输、商务配套、综合物流服务以及钢铁现货交易、钢铁资讯等全方位“一站式”的第三方钢铁物流服务。

图 1：大型仓库之存放钢材



数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

图 2：剪切加工车间



数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

图 3：欧浦钢铁超市之一

品名	规格	品牌	产地	价格	起订时间	数量/吨	供应商
无图	11.8*1180	STO	鞍钢	4300	12-20	38,5000	马小超 [采购]
无图	11.8*1180	鞍钢	鞍钢	4300	12-20	96,3000	马小超 [采购]
热卷	6.8*1250	SPHC	鞍钢	4530	12-28	24,3800	马小超 [采购]
热卷	5.75*1250	Q235-B	渤海中钢	4380	9-小时	22,4600	马小超 [采购]
热卷	7.75*1250	Q235-B	渤海中钢	4380	9-小时	26,4000	马小超 [采购]
热卷	9.75*1250	SPHC	鞍钢	4380	9-小时	29,2000	马小超 [采购]
热卷	7.5*1200	SPHC	鞍钢	4390	12-31	28,9300	马小超 [采购]

数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

图 4：欧浦钢铁超市之二



数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

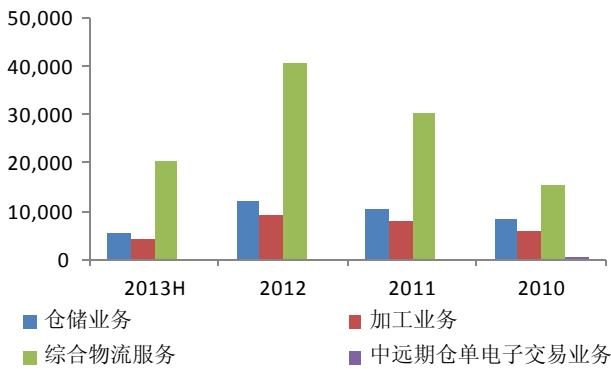
公司成立于 2005 年 12 月 28 日，是经广东省人民政府办公厅批准，由中基投资、纳百川、田伟炽、陈惠枝和陈焕枝作为发起人发起设立的，注册资本为 11,816 万元，是广东省内规模最大的第三方钢铁物流企业；广东省唯一一家入选中国物流与采购联合会“AAAAA 级”物流企业和“中国物流示范基地”，获 AAA 级企业信用评级；首批国家级高新技术企业；中国仓库协会和全国通用仓库等级评定委员评定的“五星级仓库”；中国电子商务协会评定的“中国电子商务十年发展最具影响力的行业网站”；广东省发展和改革委员会授予的“省级示范物流园区”。

（二）公司业务结构

1. 公司仓储、加工业务毛利率较高

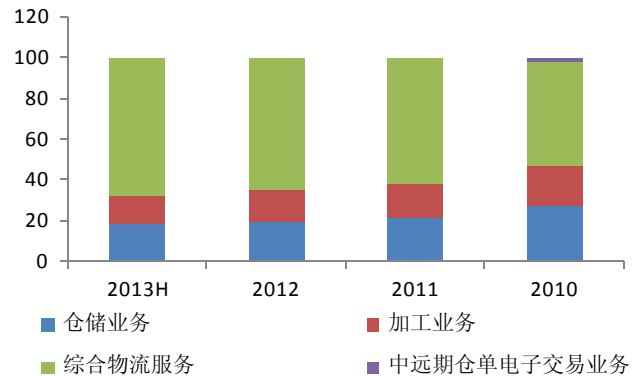
公司 2010 年~2012 年的收入的年均复合增长率达到 42.1%，净利润的年均复合增长率达到 27%。2013 上半年，公司营业收入为 2012 年全年的 47.95%，净利润为 2012 年全年的 48.44%，营收和净利增速下滑主要是受钢铁产能过剩、钢铁行业的利润总额与销售利润率明显下滑所致。

图 5: 公司主营业务分业务收入情况 (万元)



数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

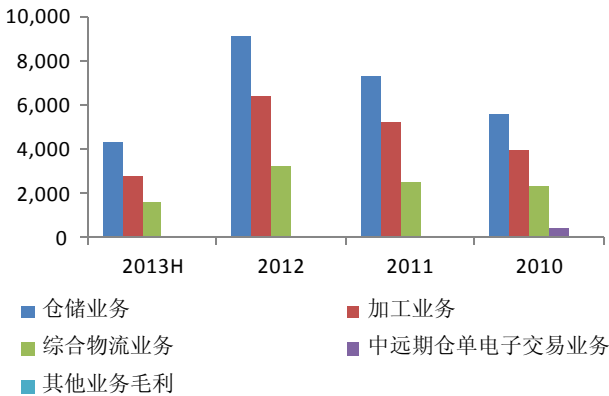
图 6: 公司主营业务分业务收入结构 (%)



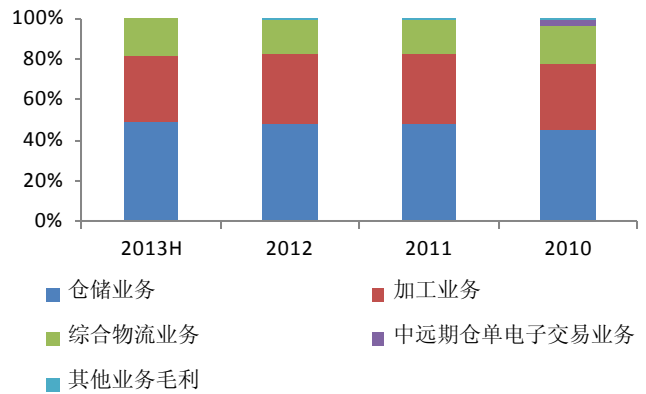
数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

分业务结构看，综合物流服务收入占公司收入的六成左右，然而其贡献的毛利较低，不到两成。于综合物流服务收入包括基材价格，钢材收入和成本绝对金额均较大，摊薄了毛利率水平。占总收入两成左右的仓储业务对公司毛利的贡献最大，接近一半。2013 年上半年仓储业务的收入和毛利占比分别为 18.26%和 49.51%，综合物流服务业务的收入和毛利占比分别为 67.64%和 18.45%。

公司加工中心所用设备均为从台湾、日本等地专门定制非标设备,加工精度达 99.99%;同时,由于钢材作为存储物密度较大,仓库建设方案不合理容易引起仓库及周边地面沉降,与用作一般物品的仓库相比,钢材仓库建设专业性要求更高,且需要配备双梁行吊、龙门吊、汽车衡等专业设备提供搬运、移位服务,因而公司仓储、加工业务毛利率较高,达到 65%左右。

图 7: 公司主营业务分业务毛利情况（万元）


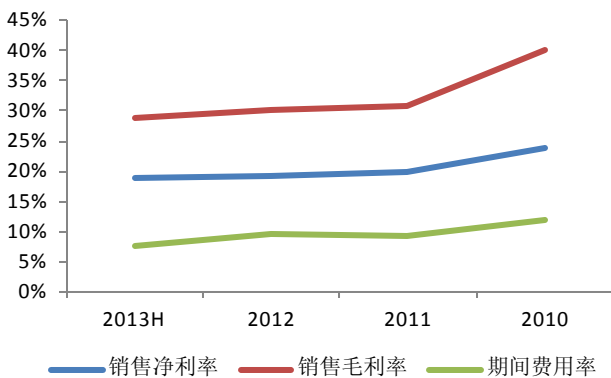
数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

图 8: 公司主营业务分业务毛利结构


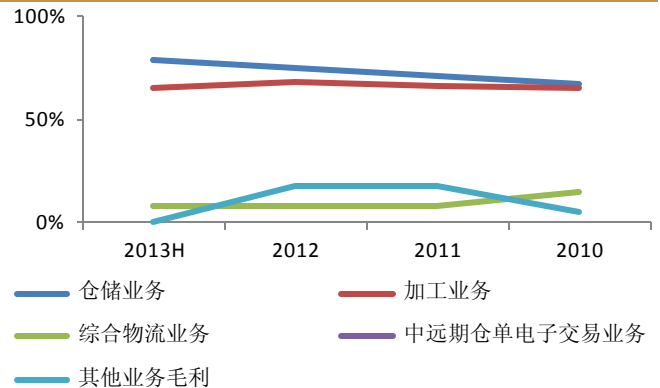
数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

2. 主营业务毛利率小幅下降, 仓储业务毛利率稳步上升

2010年~2012年和2013年上半年期间,公司主营业务毛利率呈现下降状态,2013年中公司毛利率降至28.89%,比2010年低11.07个百分点,主要是因为毛利率相对较低的综合物流服务收入比重提高,以及综合物流服务业务占比较大,其毛利率出现7.04%的降幅。值得一提的是,仓储业务毛利率稳步上升,保持在较高的水平,在2013年中达到78.6%,上升11.8个百分点,但仓储业务占比较小,为18.26%。此外,公司期间费用率下降4.4个百分点,销售净利率下降5个百分点。

图 9: 公司盈利能力的基本指标情况


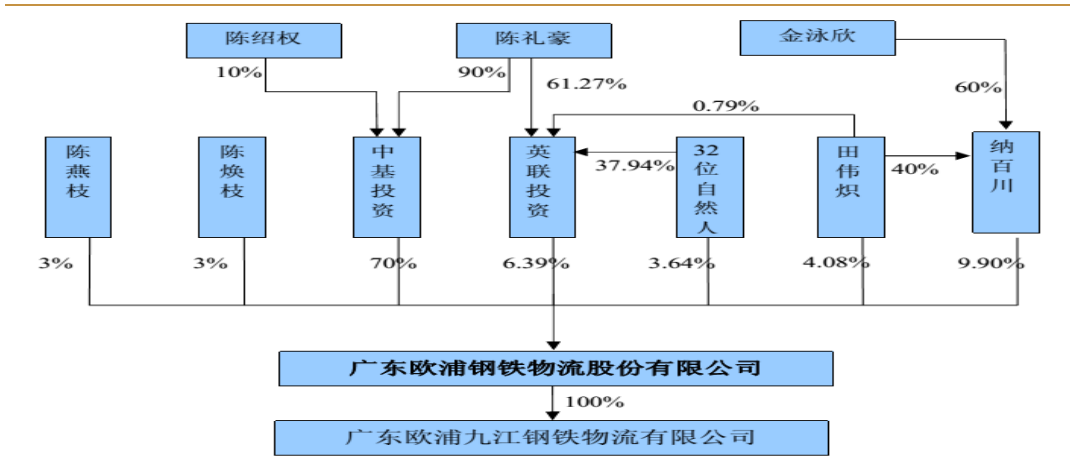
数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

图 10: 公司主营业务毛利率分业务情况


数据来源: 公司招股意向书, 西南证券研发中心整理

(三) 公司股权结构

公司是由中基投资、纳百川、田伟炽、陈惠枝和陈焕枝作为发起人发起设立,中基投资直接持有公司8271.1万股,占本次发行前总股本的70%,是公司的控股股东;纳百川持有公司9.9%的股权,为公司第二大股东。公司实际控制人为陈礼豪先生,持有公司控股股东中基投资90%的股权。

图 11：实际控制人持股情况


数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

表 1：公司 1 家分公司、1 家全资子公司和 4 家参股单位基本情况

名称	股权结构	经营范围	性质
九江分公司	---	搬运装卸，仓储服务，仓储理货；钢铁配送，物业租赁、管理服务，网上提供钢铁、塑料、家具交易服务，国内商业，物资供销业，货物和技术的进出口，广告业，投资兴办实业。	分公司
欧浦九江	欧浦股份持有 100%股权	钢铁加工、配送；提供地磅称重服务；国内商业、物资供销业，货物和技术的进出口；设计、制作、发布国内外广告；投资兴办实业。	全资子公司
广东省现代物流研究院	欧浦股份持有 16.7%股权	整合行业研究资源，承担物流课题研究、制定规划、承接工程技术设计、开展咨询服务、组织学术交流等	参股公司
佛山市顺德区物联网技术工程中心	欧浦股份持有 8.7%股权	物联网产品研发、标准制定、技术咨询培训与转让	参股公司
佛山市南海区固业水利工程有限公司	航凯投资持有其 97%股权，欧浦股份持有其 3%股权	水利工程；室内电力工程安装；普通机械加工、维修；室内水电装配；销售：建筑材料、钢材、电工器材、五金家电、水暖器材；普通货物装卸服务	参股公司
佛山市中浦置业投资有限公司	佛山市顺德区航凯投资有限公司持有其 97%股权，欧浦股份持有其 3%股权	房地产开发；对商业、制造业、服务业进行投资，物业租赁，物业管理服务，国内商业、物资供销业	参股公司

数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

二、第三方钢铁物流面临整合机遇，市场前景广阔

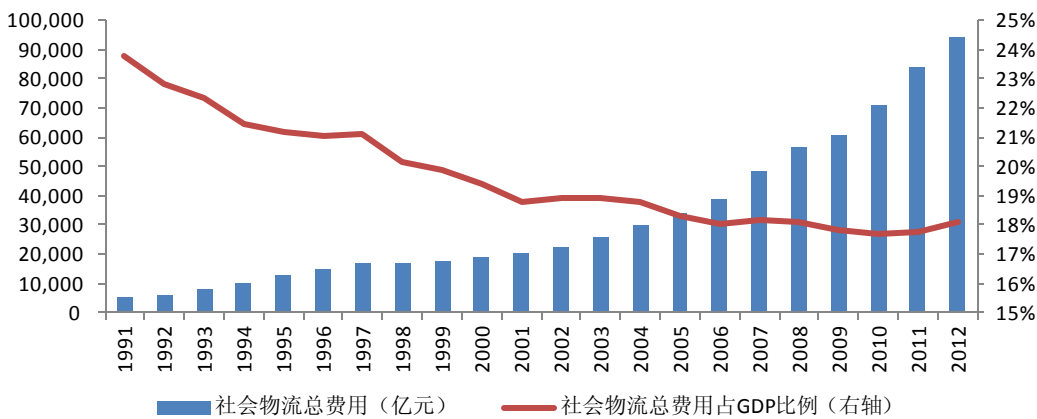
（一）我国第三方物流服务占比小

第三方物流是欧美和日本等发达国家物流行业的主要形式，大幅降低了生产企业在物流方面的固定资产和人员培训投入，同时降低了其库存水平和管理的复杂性，使其专注于核心生产领域，提高了资金利用效率和市场竞争能力。第三方钢铁物流其物流的载体是钢材，服务内容包括钢材的仓储、加工、运输、配送、金融质押和电子商务等，使钢铁流通行业从重

视商贸买卖向重视物流增值服务转变，从重视货物流、资金流向重视信息流转变，从重视规模扩张向重视经营模式提升转变，提高钢铁物流行业的经营效率。

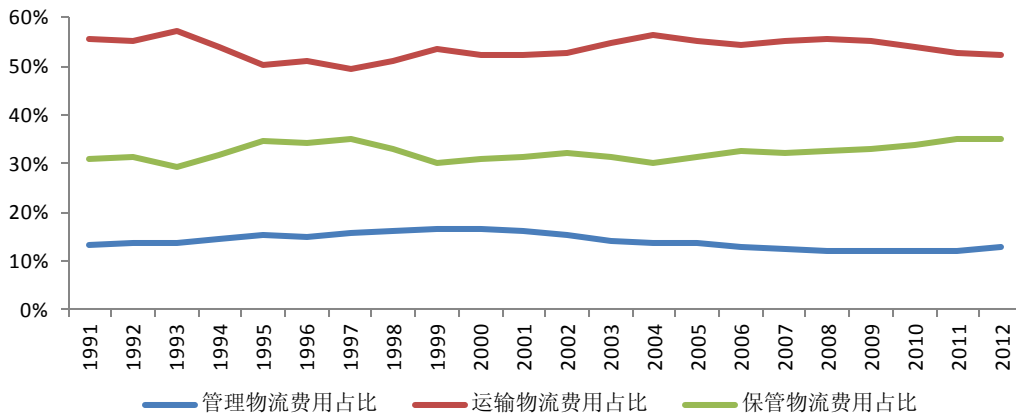
近年来，我国物流业获得了迅猛发展，已经成为国内发展最快的领域之一，传统物流快速向现代物流转变，整体规模不断扩大。2012 年我国社会物流总额和物流业增加值分别为 1,770,000 亿元、35,000 亿元，十年内增长 6.6 倍和 3.4 倍，年复合增长率分别为 22.5% 和 16%。社会物流总费用与 GDP 的比率已由 1991 年的 23.8% 下降到 2012 年的 18.1%，物流效率提升。

图 12：社会物流总费用占比



数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券研发中心整理

我国第三方物流起步较晚，与发达国家相比仍存在较大差距，具有以下特点：第一，欧洲和美国使用第三方物流服务的比例分别为 76% 和 50%，而我国目前只有 18% 的生产企业和 5.9% 的商业企业采用第三方物流服务。第二，我国第三方物流企业规模较小、数量多，国内注册的 73 万多家物流企业没有一家市场份额超过 2%。第三，我国第三方物流企业提供增值服务的能力较弱。2013 年上半年全国社会物流总费用 4.5 万亿元，同比增长 9%，较去年同期回落 2.8 个百分点。其中，运输费用 2.3 万亿元，增长 8.5%；保管费用 1.6 万亿元，增长 9.3%；管理费用 5719 亿元，增长 10.6%。物流企业运输收入占比 51.1%，仓储收入占比 35.6%；而增值服务收入最少，仅为 12.7%。具体到第三方物流供应商，而增值服务及物流信息服务与支持物流的收益也仅占 15%。随着市场经济的发展和行业竞争的日趋激烈，越来越多的生产企业意识到充分利用第三方物流可以实现非核心业务外包，集中资源提高企业的核心竞争力。我国物流行业将逐渐向第三方物流转变，以经营模式的提升，推动物流行业的全面进步。

图 13: 各物流费用占社会物流总费用比例


数据来源：中国物流与采购联合会，西南证券研发中心整理

2009 年出台的《物流产业调整和振兴规划》，确立了我国现代物流业发展的十项主要任务和九大重点工程，并提出了促进物流业发展的九方面政策措施，提出必须加快发展现代物流，建立现代物流服务体系，以物流服务促进其他产业发展。2010 年颁布的《关于促进制造业与物流业联动发展的意见》提出促进制造业与物流业有机融合、联动发展，加快产业升级和发展方式转变。2012 年颁发的《国务院关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》提出了以下支持政策：制定全国流通节点城市布局规划，做好各层级、各区域之间规划衔接；加大流通业用地支持力度；完善财政金融支持政策；减轻流通产业税收负担；降低流通环节费用。随着各项政策的有效贯彻落实，我国现代物流产业有望迎来飞跃式发展。

（二）我国第三方钢铁物流面临整合机遇

钢铁物流园区集信息流、商流、物流、资金流为一体，大大减少了钢铁交易环节和降低交易成本，成为现阶段钢材物流集聚和疏散的主要方式及重要的钢铁物流节点。我国制造业和钢铁行业的快速发展，为第三方钢铁物流行业提供了巨大的发展空间。根据冶金科技发展中心测算，受益于国家经济的发展以及相关产业政策的支持，我国的钢铁物流行业市场规模已由 2000 年的 204.72 亿元快速上升 2010 年的 1,193.69 亿元，年均复合增长率达到 19.28%，未来仍将保持稳步增长态势，预计到 2014 年，我国钢铁物流行业市场规模将达到 2,462.18 亿元。

第三方钢铁物流行业是建立在为传统钢铁物流行业服务的基础之上，具有较强的盈利能力，但是业内不同企业由于经营模式、经营规模和提供增值服务能力的差异，在盈利能力上也存在较大的差别。我国第三方钢铁物流有多达 15 万家从事钢铁物流的企业，优秀的企业可以提供“一站式”实体物流和电子商务服务，不仅能使客户完成所有钢铁物流企业环节，而且还以创新模式引导客户通过物流增值服务创造价值，这是规模较小的钢铁物流企业所不能企及的。而大部分企业规模较小，缺乏与钢厂和大型贸易商业务对接的能力；此外，由于规模较小，大部分企业仍定位于区域性服务，一般服务范围为 350 公里左右。将这些分散、零乱的企业整合起来，需要大型的第三方钢铁物流企业提供实体物流基础设施和电子商务平台，提供包括规模化的仓储、加工、配送、融资、电子商务等增值服务，提供信息化手段降低经营成本。

我国大型的第三方钢铁物流企业大致分为接近钢铁主要消费区域和接近钢铁主要生产区域两大类，分别座落于华南、华东等经济较发达地区和华北、东北等钢铁主产区，一般通过公路进行货物配送，服务具有明显的区域性，基本具备一定的仓储实力，仓储能力一般在 50 万吨以上。

三、竞争优势明显，经营模式不断创新

公司拥有“欧浦钢铁交易市场”和“欧浦钢网”两大主体，以“实体物流+电子商务”的发展模式诠释现代钢铁物流。欧浦钢铁交易市场整合钢铁生产、供应和销售体系，已成为高集约、多功能、大规模的现代化钢铁物流基地。欧浦钢铁交易市场是公司业务的基础，公司以此向钢铁生产商、钢材贸易商及钢材用户提供“一站式”实体物流服务，包括：大型仓储、剪切加工、金融质押监管、转货、运输、商务配套、综合物流服务等全方位的实体第三方钢铁物流服务。欧浦钢网是国内首家钢铁现货交易网站，拥有钢材超市现货平台和钢铁资讯服务两大网络服务平台。钢材超市现货平台是在充分整合公司线下庞大的仓储、加工、物流资源的基础上，推出的基于第三代 B2B 电子商务模式的现货交易平台，是与实体仓库结合以真实现货为基础搭建的开放式钢材大卖场，将静态的仓储提升为动态的交易市场，同时有效解决了网上交易信息虚假性问题；钢铁资讯服务平台高度汇聚国内外钢铁信息，实现全球资源共享，已成为国内重要的钢铁资讯网站。

（一）竞争对手

欧美及日本等一些发达国家的钢铁物流已发展成高度成熟的行业。国际上具有代表性的钢铁物流企业为美国瑞尔盛公司（Ryerson Inc.）。其在中国境内拥有全资子公司——瑞尔盛中国有限公司。该公司总部位于上海，业务中心分布在天津、昆山、武汉、广州和东莞，年加工能力合计约 40 万吨。国内第三方钢铁物流企业正处于发展的初级阶段，业内比较有代表性的企业包括惠龙港国际钢铁物流股份有限公司、成都西联钢铁有限公司、第一钢市市场股份有限公司、广东鱼珠物流基地有限公司和佛山市顺德区世海实业投资有限公司等。

公司所处的佛山市顺德区乐从镇是广东乃至华南地区主要的钢铁集散地，由于第三方钢铁物流企业具有一定的服务半径，因此，与公司具有竞争关系的企业基本上分布在广东省内，

主要有：广东鱼珠和世海实业，以及一些钢厂加工配送中心。公司是国内领先的第三方钢铁物流企业，是广东省内规模最大的第三方钢铁物流企业，广东省唯一一家入选中国物流与采购联合会“AAAAA 级”的第三方钢铁物流企业；入选中国仓库协会和全国通用仓库等级评定委员“五星级仓库”。

表 2：公司与行业内其他公司基本情况对比

竞争对手	位置	业务能力	评级
瑞尔盛中国	上海	年加工能力合计约 40 万吨	—
惠龙港国际	江苏省镇江市	年吞吐钢材和炼钢原料（废钢、钢坯、矿石）的能力达到 3,500 万吨	AAAA 级
第一钢市市场	上海	钢材总库存量约 100 万吨、年剪切加工能力约 120 万吨	AAAA 级
成都西联	四川省成都市	仓储能力约 30 万吨、年钢材加工能力约 50 万吨	AA 级
广东鱼珠	广东省广州市	标准化室内仓库 3 万平方米，年储存钢材、机电设备、玻璃等各种物资 180 万吨；建有露天货场 15 万平方米，年存放钢材等货物可达 260 万吨	AAAA 级

竞争对手	位置	业务能力	评级
世海实业	广东省佛山市	仓库面积约 10 万平方米，公司仓储能力约 35 万吨，年加工能力约 50 万吨	—
欧浦股份	广东省佛山市顺德区乐从镇	交易市场占地约 350 亩，仓储能力达到 150 万吨，年设计加工能力 200 万吨	AAAAA 级

数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

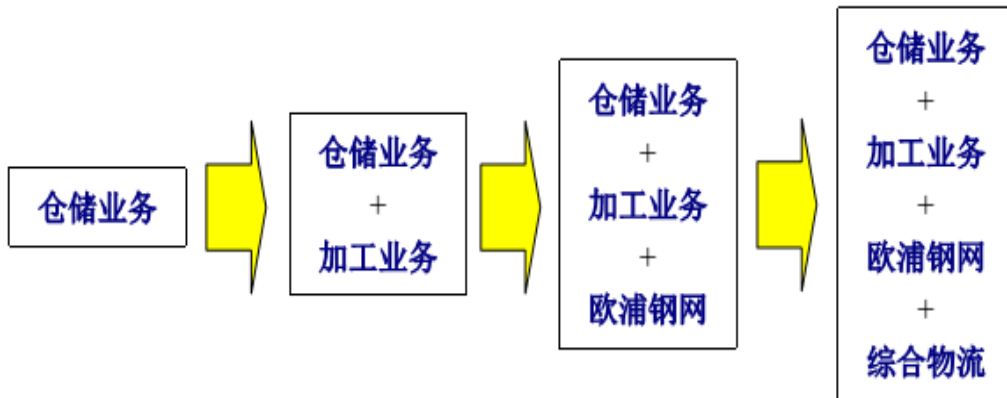
（二）领先的经营模式创新优势

公司多年来致力于第三方钢铁物流行业创新型服务的经营和推广，坚持以技术研发和满足市场需求的服务为公司的发展动力，在国内第三方物流服务领域确立了创新型服务领先地位。

公司的服务内容从简单的单项仓储业务，发展到“仓储+加工”有机结合的“一站式”实体物流模式，继而以欧浦钢网为依托，形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的全方位综合钢铁物流服务模式。在此基础上，公司为客户提供综合物流服务，实现物流外包和供应链管理。这种经营模式是以规模化促进信息化，以信息化带动规模化，为客户提供钢铁现货交易、钢铁资讯服务等创新钢铁物流增值服务，将仓库打造成为向市场开放的钢材超市，将静态的仓储提升为动态的交易市场，革新了物流企业经营模式，以“实体物流+电子商务”的经营模式诠释现代钢铁物流。

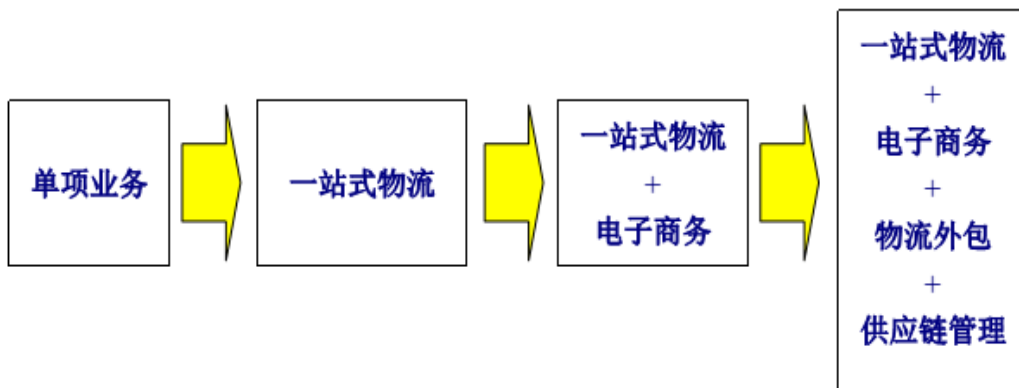
公司提供综合物流服务，是在有“一站式”实体物流和电子商务的基础上，定位于“钢铁物流方案提供商”，为客户提供几乎涵盖钢铁物流所有环节的服务，并参与到客户的供应链管理，实现钢铁物流的专业化外包和全方位增值服务。

图 14：公司服务内容丰富过程



数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

图 15: 公司盈利模式优化过程



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心整理

（三）广东省经营规模最大的第三方钢铁物流企业

近年来, 公司加强对仓储、加工业务的信息化管理力度, 在仓储设施、加工设备一定的情况下, 提高设施、设备的利用率, 业务规模不断扩大。

目前欧浦钢铁交易市场占地约 350 亩, 仓储能力达到 150 万吨, 年设计加工能力 250 万吨。2012 年度, 公司仓储业务进仓量和出仓量分别为 322.8 万吨和 343.4 万吨; 公司加工中心共加工各类钢材 225.37 万吨, 华菱涟钢、五矿钢铁、中钢集团、中铁集团、浙江金属、浙江物产等国内众多知名大型钢铁生产企业和贸易商的产品进入公司仓库储存和交易。公司年累计新增金融质押监管货物总 67.万吨, 为客户实现融资授信 30.21 亿元。同时公司加强综合物流业务的开拓力度, 该项业务收入由 2010 年的 15,487.41 万元提高到 2012 年的 40,524.75 万元, 提高了欧浦钢铁交易市场的影响力。公司的规模化经营使公司在业内享有良好的声誉。

（四）座落于乐从钢铁市场, 区位优势显著

广东省作为我国主要钢材消费地之一, 钢铁物流市场规模巨大, 据冶金科技发展中心测算, 2010 年广东省钢铁物流市场规模达到 141.72 亿元, 预计到 2014 年, 广东省钢铁物流市场的规模将达到 292.32 亿元, 年均复合增长率达到 19.84%。

钢铁具有密度大, 质量高, 搬运不易等特点, 因此, 一般钢铁物流行业服务半径不超过 350 公里。公司立足广东省, 业务范围主要辐射珠三角和华南地区, 因此, 广东省内的市场规模对公司经营情况具有较大的影响。

公司所处的广东省顺德区乐从镇, 是我国传统钢铁交易基地, 具有近 30 年的钢铁市场历史, 拥有钢材贸易商户 2,000 多家、加工配送企业 100 多家, 年销售钢材 1,000 多万吨, 年加工能力超过 800 万吨, 是我国最具影响力的钢材交易集散地之一, 是唯一一个被中国物流与采购联合会授予“中国钢铁专业市场示范区”称号的乡镇。公司为乐从镇最大的第三方钢铁物流企业, 市场地位领先, 在业内具有广泛的影响力。

四、募资项目：扩大产能、提升电子商务水平

公司本次发行募集资金投向钢铁仓储中心建设项目、加工中心建设项目和电子商务中心建设项目。此次募资预计新增仓储能力 150 万吨，新增加工能力 200 万吨，较原来经营能力分别提高 100%80%；公司投资建设电子商务中心项目，将大幅提升现代钢铁物流的信息化管理水平 B2 电子商务服务能力，可以提高电子商务对“一站式”实体物流的支撑作用，提高电子商务自身的经营效率，提高客户利用电子商务平台进行商务活动的便利性。

募投项目位于广东省佛山市，毗邻广州、深圳等一线中心城市，是珠三角经济圈的重要组成部分。珠三角地区是与长三角经济圈、京津冀经济圈并列的，属我国经济最发达的地区之一，该地区主导产业包括：电子信息、电器机械、石油化工、建筑材料、汽车等，这些产业对钢铁都有较大的需求，是我国钢铁消费的主要区域。

表 3: 公司募投资金计划概况 (万元)

序号	项目	项目总投资	其中		建设期
			建设投资	流动资金	
1	钢铁仓储中心建设项目	29,108	28,775	333	24 个月
2	加工中心建设项目	18,980	17,854	1,126	36 个月
3	电子商务中心建设项目	5,868	5,292	576	18 个月
	合计	53,956	51,921	2,035	—

数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

表 4: 募投项目经济效益分析

指标	达产后年均 新增收入	达产后年均 成本费用	达产后年均 新增利润	财务内部收益率 (所得税前)	财务内部收益 率(所得税后)	财务净现值 (所得税前)	财务净现值 (所得税后)	投资回收期 (所得税后)	项目 新增产能
单位	万元	万元	万元	%	%	万元	万元	年	
钢铁仓储中心 建设项目	8,265	1,975.71	4,686.24	22.08	17.72	34,341	22,424	7	新增仓储能 力 150 万吨
加工中心建设 项目	7,106	2,188.65	3,618.18	30.9	24.5	31,317	21,676	5.71	新增年加工 能力 200 万 吨

数据来源：公司招股意向书，西南证券研发中心整理

钢铁仓储中心建设项目

项目占地 94,724 平方米，总建筑面积 67,724 平方米，室外卖场面积 26,200 平方米。其中：室内仓库建筑面积 61,424 平方米，设置 34 座单层工业仓库；仓储配套建筑面积 6,300 平方米，包括办公楼、员工食堂、变配电房和垃圾站。

钢铁仓储中心建设项目主要充分利用室内仓储区、室外堆场等存放空间及仓储配套设施，通过完善的仓储服务和先进的仓储理货管理技术，进一步完善公司的物流基础设施建设。根据项目的总体规划，仓储中心仓储设计能力为 150 万吨，仓储产品包括钢板、钢带和钢片。

加工中心项目

项目占地面积 36,212 平方米，总建筑面积 32,932 平方米，建设内容主要包括：加工车间、辅助生产车间、配套仓库、现场管理办公室和变配电房等。

项目所需原辅材料品种主要为冷板和热板 2 大类。原材料主要来自国内各大钢铁生产企业。项目主要能源为电力，预计电力需求量约 298 万千瓦时/年，供电电源由附近的 110KVA 变电站接入。

电子商务中心项目

电子商务中心主要建设内容为电子商务大楼，该大楼主要用作电子商务中心的办公及研发场所。电子商务大楼占地面积 1,334 平方米，总建筑面积 10,000 平方米，设置成外廊式，走廊封闭式商务大楼，在商务大楼的顶部设置有消防水池，供商务区消防用水。

电子商务中心建设项目不直接产生经济效益，主要是通过提升公司电子商务水平，为公司仓储、加工等业务提供信息化平台，进一步优化公司“一站式”实体物流和电子商务互相促进的经营模式，为公司的长远发展提供信息化支持。

五、盈利预测与投资建议

盈利预测说明与假设

- ✓ 募投项目如期投入并产生效益；
- ✓ 未来三年营业收入增幅分别为，综合毛利率水平分别为 30.2%，28.1%和 26.7%；
- ✓ 期间费用随规模扩大而适度降低，适用所得税率为 15%。

预测与估值：公司将以此次公开发行人募集资金投资项目为契机，利用筹集资金迅速扩大现有规模。公司募集资金投资项目预计在 3 年内完成，届时公司将形成仓储能 300 万吨，年设计加工能力 450 万吨，分别是现有服务能力的 2 倍和 1.8 倍。同时，公司将充分利用现有的电子商务平台，开发“进销存”仓库管理系统，并积极向同行业企业推广，提高不同物流企业信息化的兼容性，逐步建立行业规范。

根据以上说明和假设，我们预计公司 2013-2015 年的营业收入为 652.89 百万元、759.31 百万元、864.09 百万元，归属母公司所有者净利润分别为 132.85 百万元、146.07 百万元、152.92 百万元。保守估计，我们按照公司发行后总股本为 15755 万股。主要物流公司 2014 年动态市盈率区间为 21-30 倍，均值为 40 倍，中位数为 28 倍。我们认为公司合理估值为 2014 年动态市盈率 23-26 倍，建议申购市盈率 21-24 倍，询价区间 19.53-22.32 为元，定价区间为 21.39-24.18 元。

表 5: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
		(1月10日)	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
300013.SZ	新宁物流	15.3	0.10	0.13	0.16	147.40	114.78	98.33
002492.SZ	恒基达鑫	16.45	0.53	0.46	0.59	30.79	35.68	27.74
002210.SZ	飞马国际	6.43	0.21	0.26	0.30	31.15	24.79	21.55
002245.SZ	澳洋顺昌	8.06	0.28	0.28	0.36	28.35	28.57	22.69
002183.SZ	怡亚通	7.03	0.13	0.18	0.23	55.27	39.49	30.43
均值:						58.59	48.66	40.15

数据来源: WIND, 西南证券研发中心整理

六、风险提示

- ✓ 募投项目盈利不及预期。
- ✓ 经济增速下行，钢材流通行业的表现欠佳，导致物流需求出现较大幅度下降
- ✓ 钢铁行业产能过剩，钢铁生产企业、中小型钢贸商抢占市场，导致公司市场份额下降
- ✓ 综合物流业务中，客户能及时支付货款，违约风险增加。

附表：盈利预测

资产负债表					主要财务比率				
单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	338.13	130.58	860.88	881.84	营业收入	624.77	652.89	759.31	864.09
应收和预付款项	18.37	35.95	28.02	45.38	增长率(%)	28%	5%	16%	14%
存货	19.88	54.17	34.54	68.38	归属母公司股东净利润	119.45	132.85	146.07	152.92
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率(%)	23%	11%	10%	5%
长期股权投资	15.22	15.22	15.22	15.22	每股收益(EPS)	0.758	0.84	0.93	0.97
投资性房地产	42.98	37.87	32.76	27.65	每股经营现金流	1.18	0.58	1.34	0.72
固定资产和在建工程	187.58	173.24	294.96	393.00	销售毛利率	0.30	0.30	0.28	0.27
无形资产和开发支出	285.66	278.53	334.52	388.73	销售净利率	0.19	0.20	0.19	0.18
其他非流动资产	9.55	8.04	6.53	6.53	净资产收益率(ROE)	0.24	0.21	0.10	0.09
资产总计	917.37	733.59	1607.44	1826.73	投入资本回报率(ROIC)	0.21	0.20	0.20	0.18
短期借款	170.00	33.68	32.25	112.55	市盈率(P/E)	23.74	21.35	19.41	18.55
应付和预收款项	36.66	22.86	43.03	29.12	市净率(P/B)	5.62	4.45	1.90	1.72
长期借款	166.50	0.00	0.00	0.00	利润表				
其他负债	39.57	39.57	39.57	39.57	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	412.73	96.11	114.86	181.24	营业收入	624.77	652.89	759.31	864.09
股本	118.16	118.16	157.55	157.55	减: 营业成本	435.87	455.72	545.94	633.38
资本公积	0.00	0.00	669.63	669.63	营业税金及附加	8.22	10.68	12.42	14.13
留存收益	386.48	519.32	665.40	818.31	营业费用	0.93	1.87	2.18	2.48
归属母公司股东权益	504.64	637.48	1492.58	1645.49	管理费用	29.21	32.68	38.01	43.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	23.68	5.94	-0.80	1.24
股东权益合计	504.64	637.48	1492.58	1645.49	资产减值损失	0.10	0.10	0.10	0.10
负债和股东权益合计	917.37	733.59	1607.44	1826.73	加: 投资收益	0.60	0.00	0.00	0.00
					公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	127.36	145.90	161.46	169.51
					加: 其他非经营损益	12.75	10.39	10.39	10.39
					利润总额	140.10	156.29	171.85	179.90
					减: 所得税	20.66	23.44	25.78	26.99
					净利润	119.45	132.85	146.07	152.92
					减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归属母公司股东净利润	119.45	132.85	146.07	152.92

现金流量表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	186.04	90.91	210.69	113.19
投资性现金净流量	-12.51	8.83	-190.49	-173.23
筹资性现金净流量	8.77	-307.29	710.10	81.00
现金流量净额	182.29	-207.55	730.30	20.96

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn