

2015-1-30

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** **维持**

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

分析师: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

分析师: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080002

联系人: 肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《营业收入快速增长, 钢贸电商加速发展》
 2015/1/27

《布局家具电商扩张在线交易规模, 积极延伸供应链服务领域》2014/12/1

 《进军家具电商领域, O2O 电商模式版图扩大》
 2014/11/18

欧浦钢网 (002711)

供应链金融与家具电商平台协同推进, 供应链生态体系臻于完善

报告要点

■ 事件描述

欧浦钢网持续跟踪报告。

■ 事件评论

供应链金融坐实上下游, 增强粘性促交易: 欧浦钢网目前形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的“钢材服务+家具服务”模式。在此基础上, 供应链金融才是公司未来增值点所在, 供应链两端则是平台融资潜在需求方, 具有极大的挖掘空间。近期, 公司与保理商前海森福签订保理协议, 由后者为公司家具电商平台上游供应商提供保理服务, 模式为反向保理, 额度为 20 亿元。反向保理业务顺势推出, 将完善公司供应链金融前端, 在惠及家具电商平台上游的同时有助于增强公司家具电商平台的上游粘性。而对于供应链下游, 公司则给予欧浦商城下游客户 2 亿融资担保额度, 这无疑将进一步完善欧浦钢网供应链金融服务体系建设, 打通链条下游客户端, 为解决次终端钢贸商与终端需求用户的资金困局提供出路, 增加用户粘性。

家具电商平台协同推进, 专注开拓利润增长点: 基于对未来线上家具市场 O2O 模式前景的看好, 公司着力拓展“钢材+家具”两翼并进的电商发展模式。在传统钢贸电商之外, 家具电商方面目前欧浦家具网已正式上线, 近期又宣布以公司自有资金 5,000 万元设立专门从事家具电商业务的全资子公司, 这将有助于完善公司相关产业发展布局, 也有助于公司与家具电商平台供应商及下游客户沟通合作, 更好地对接公司整体供应链金融服务体系建设, 如开展针对家具电商平台供应商的反向保理服务等, 合力打造公司新的利润增长点。

供应链生态体系日趋完善, 公司盈利前景可期: 公司从全产业链角度出发, 上下游给予金融服务落实, 中心平台则加入家具电商业务并协同推进, 目前供应链生态体系建设可以归纳为“一个中心, 两个基本点”。未来, 公司将继续依托线下物流仓储绝对优势, 以“一站式”实体物流和电子商务相结合的“钢材服务+家具服务”模式为基础, 主要发展钢贸与家具电商中心大平台, 丰富落实上下游两端供应链金融服务, 带动全链条其他业务发展, 打造日趋完善的供应链生态体系, 公司盈利前景可期。

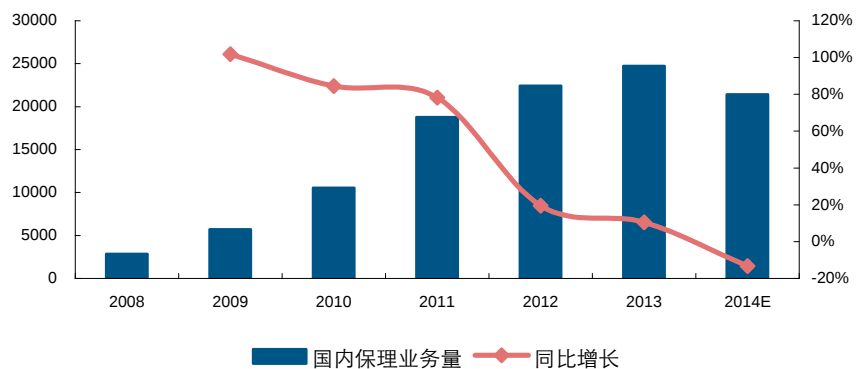
随着家具电商平台与供应链金融的协同推进, 公司供应链生态体系日趋完善, 盈利情况将稳步增长。预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.84 元和 0.89 元, 维持“**推荐**”评级。

供应链金融坐实上下游，增强粘性促交易

欧浦钢网目前形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的“钢材服务+家具服务”模式，在此基础上，供应链金融才是公司未来增值点所在，供应链两端则是平台融资潜在需求方，具有极大的挖掘空间。近期，公司与保理商前海森福签订保理协议，由后者为公司家具电商平台上游供应商提供保理服务，模式为反向保理，额度为 20 亿元。反向保理业务顺势推出，将完善公司供应链金融前端，有助于增强公司家具电商平台的上游粘性，同时惠及家具电商平台上游。

保理是指在卖方与买方之间赊销方式下，保理商承购卖方应收账款，并给予一定资金对价，再以一定方式向买方催还应收账款的业务。2013 年国内保理业务量已达 5219 亿美元，同比增长 15%，其中国内保理 4078 亿美元，占比 78%；国际保理 1141 亿美元，占比 22%。而 2014 年上半年，我国国内保理业务量 1.07 万亿元，同比下降 12.84%，国际保理业务量合计 536.27 亿美元，同比下降 9.77%。14 年保理业务量的下降反映了实体经济放缓，资金链压力越来越大，实体企业要寻找新的出路来解决现金流管理问题。反向保理、核心企业、电商平台的概念叠加有可能成为上游卖方小微企业资金压力的解决出口。

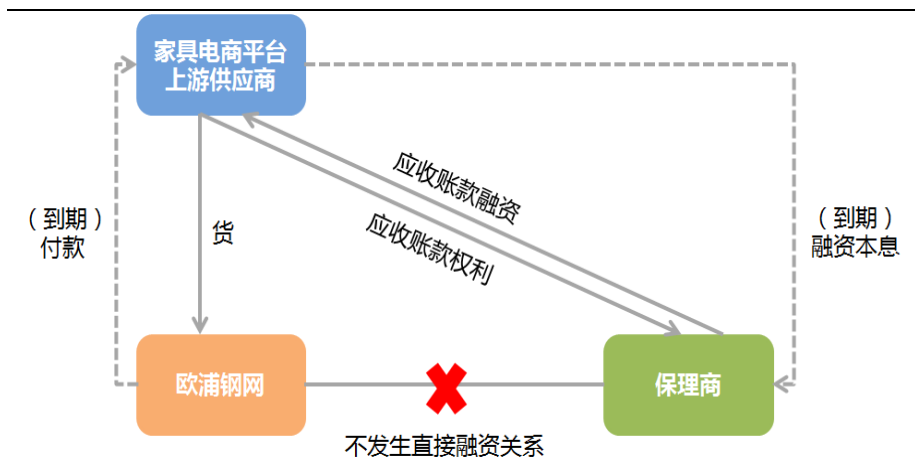
图 1：预计 2014 年国内保理业务量会显著下降



资料来源：wind，长江证券研究部

反向保理业务就是将保理商对核心客户（欧浦钢网）的信用延伸至公司上游供应商，保理商与上游供应商直接发生融资关系，即为上游提供保理融资及应收账款管理等金融服务，而核心客户（欧浦钢网）与保理商不直接发生融资关系。特殊之处在于上游供应商的应收款融资仅仅基于下游买方（欧浦钢网）的信用而不是自身的信用。

图 2：反向保理基本交易流程



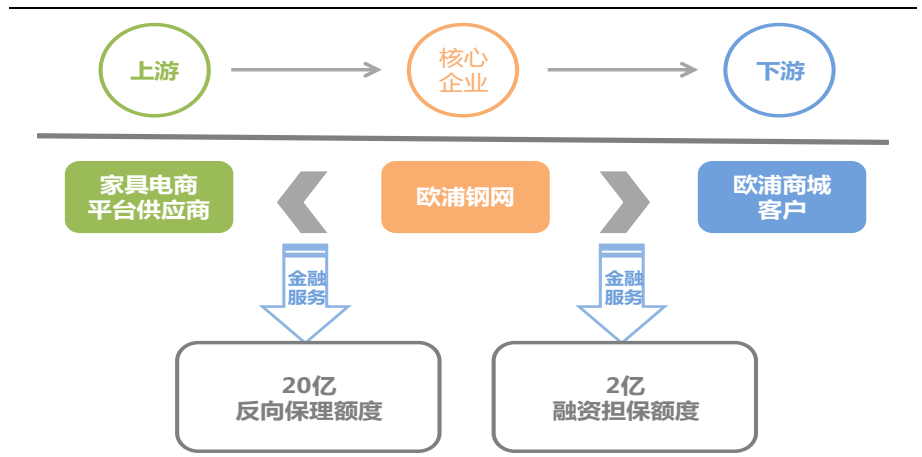
资料来源：长江证券研究部

因此反向保理使上游供应商可以直接与保理方前海森福进行融资活动，而平台的作用是推荐具有长期合作关系且只存在销售关系的合格候选供应商，前海森福也有权最终决定是否向供应商提供应收账款融资服务，从源头进行风控把关，防范不达标融资方的潜在风险。可以预见，20 亿反向保理额度一方面将解决上游供应商因自身信用状况、财务实力而难以融资的问题，稳定自身生产经营，缓解资金链压力；另一方面，将极大促进上游家具供应商对欧浦钢网家具电商平台的货源供应支持力度，强化上游供应商对于家具电商平台的粘性。

开展反向保理业务不会对公司资产负债表产生影响，对短期内的经营业绩影响也有限。长期来看，此保理协议将整体优化欧浦钢网供应链金融服务体系建设，加强公司现金流动性管理，并可以提高在交易中的谈判地位，获得家具供应商折扣或更长的账期期限，从而提高资金使用效率，节约财务成本，利于欧浦钢网产业运作的整体效率。

而对于供应链下游客户端，欧浦钢网也进行了供应链金融服务的实质性落实。广东银通融资担保有限公司与广东顺德农村商业银行股份有限公司于 1 月 14 日签订《担保融资业务合作协议》，指定欧浦钢网为唯一监管仓，客户在欧浦商城购买钢材货物可享受共计 2 亿元的融资担保额度。这表明银行对欧浦钢网这一全国最大的第三方钢铁物流企业仓储能力的信任，公司也充分利用线下实体优势，从全产业链角度出发，努力构造惠及上下游的供应链金融服务体系。给予电商平台下游客户 2 亿融资担保额度无疑将进一步完善欧浦钢网供应链金融服务体系建设，打通链条下游客户端，为解决次终端钢贸商与终端需求用户的资金困局提供出路。同时进一步增加下游用户粘性。

图 3：欧浦钢网供应链金融体系，正逐渐融通线上平台上下游



资料来源：长江证券研究部

家具电商平台协同推进，专注开拓利润增长点

欧浦家具网已于 2014 年 12 月 19 日正式上线，主要服务内容含 B2C 在线购物商城、O2O 线上线下体验、私人订制等，经营模式有公司自营和第三方进驻等。目前已与公司达成合作意向的家具供应商有 100 多家（合作内容有供货、来料加工、定制开发等），网站产品有 600 多款，分为现代、地中海、中式、法式、韩式等系列。公司近期又宣布以自有资金 5,000 万元投资设立从事家具电子商务业务的全资子公司广东欧浦电子商务有限公司。这表明公司对家具电商业务的高度重视以及对未来线上家具市场前景的看好。设立专门从事家具电商业务子公司有助于完善和提升公司产业发展布局，也有助于与家具电商平台供应商及下游客户沟通合作，更好地对接公司整体供应链金融服务体系建设，如开展反向保理服务等，合力打造欧浦钢网新的利润增长点。

表 1：欧浦家具电子商务平台项目进展情况

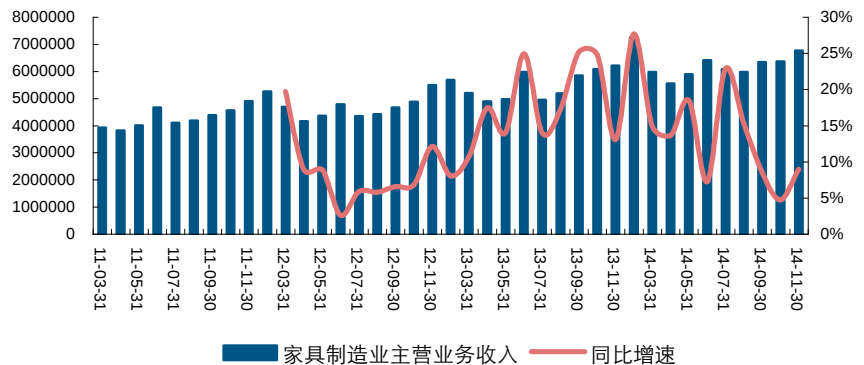
项目名称	欧浦家具电子商务平台项目
项目名称	欧浦家具网
上线时间	2014年12月19日
总投资额	公司出资0.6亿，全资子公司出资0.3亿
主要服务内容	B2C在线购物商城、O2O线上线下体验、私人订制等
产品款式系列	现代、地中海、中式、法式、韩式等
项目影响	培育新的利润增长点，提高公司整体抗风险能力，短期内对公司经营和业绩无重大影响

资料来源：公司公告，长江证券研究部

O2O 模式家具电商市场前景广，设子公司彰显决心

传统家具市场主要存在两种运营模式，直营模式与特许加盟模式。它们销售网点的建设都较依赖连锁家居卖场，而专业家居卖场的利润则主要来自于商户的高额租金以及销售利润的分成，其商户自然就是厂商的直营店或者地区的特许加盟商。专业卖场的存在推高传统家具市场中间渠道成本。叠加国内景气度下行等宏观层面因素，传统家具市场 2014 年以来增速明显下滑，收入放缓，竞争异常激烈。

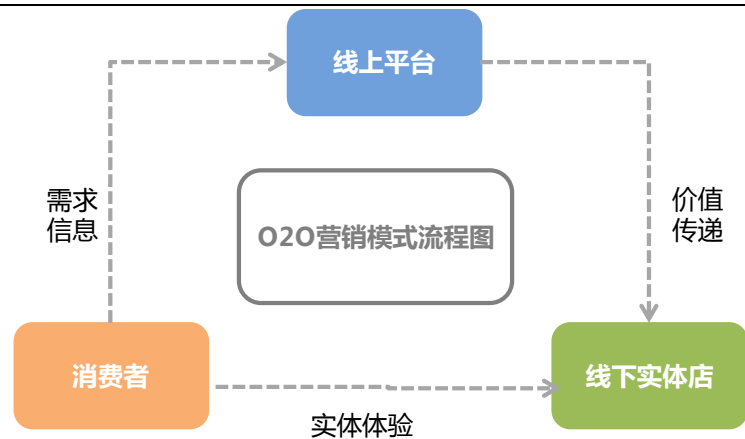
图 4：2014 年以来，国内家具制造业主营业务收入放缓



资料来源: Wind, 长江证券研究部

O2O 电商模式下, 家具市场有可能实现逆境求生。家具商品的销售长期依赖于线下的实体店网点, 消费者在消费过程中十分依赖现场消费体验效果, 致使普通电商模式下家具网络营销一直无较大突破。O2O 模式的出现, 完美融合线上线下, 直达家具消费核心。O2O 核心就是商家通过网络平台将商家信息、商品信息等展现给消费者, 消费者通过线上筛选服务, 线下比较、体验后进行消费。O2O 电商模式下, 家具企业进行线上直销, 可以直面网络终端客户, 挖掘更多市场空间, 也有利于减少中间环节及渠道成本, 最重要的是, 线上销售线下体验的方式符合家具消费者消费心理, 解决传统电商无法进行家具体验难题, 可以说, O2O 模式家具电商市场前景广阔。

图 5: O2O 营销模式流程图



资料来源: 长江证券研究部

面对家具电商领域这片蓝海, 欧浦钢网基于自身线上线下双重优势, 持续性推动自身家具电商平台的建设。

- ✓ 线上优势: 钢贸电商领域积累的平台建设、支付环节经验都可以复制在家具电商领域, 减少沉没成本。
- ✓ 线下优势: 完备的线下配送服务基础, 仓储实力雄厚, 有效解决家具电商环节中相对较难的大宗产品运输问题。

而公司设立家具电商子公司可以视为是其在家具电商领域的持续发力, 彰显抢占蓝海市场的决心。子公司能更专注于家具电商业务, 做出深度, 做出准度。

“家具电商平台+供应链金融”协同发展谋利润

欧浦钢网设立家具电商子公司，意图增强家具电商平台营运能力，力图在较短时间内实现平台交易量的突破；另一方面公司针对电商平台上下游，有条不紊推进多元化的供应链金融服务，目的是增加上下游粘性，以此为基础吸引更多交易量。公司向家具电商平台供应商提供反向保理，就体现了家具电商平台与供应链金融协同推进，共同为挖掘交易量努力。在实现交易量与客户资源的积累之后，家具电商平台主营业务将带来利润，而供应链金融服务平台业务也将成为未来的重要赢利模式。

供应链生态体系日趋完善，公司盈利前景可期

公司从全产业链角度出发，上下游给予金融服务落实，中心平台则加入家具电商业务并协同推进，目前供应链生态体系建设可以归纳为“一个中心，两个基本点”。未来，公司将继续依托线下物流仓储绝对优势，以“一站式”实体物流和电子商务相结合的“钢材服务+家具服务”模式为基础，主要发展钢贸与家具电商中心大平台，丰富落实上下游两端供应链金融服务，带动全链条其他业务发展，打造日趋完善的供应链生态体系，公司盈利前景可期。

维持“推荐”评级

随着家具电商平台与供应链金融的协同推进，公司供应链生态体系日趋完善，盈利情况将稳步增长。预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.84 元和 0.89 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	617	1770	2694	3680	货币资金	425	708	1078	1472
营业成本	432	1532	2401	3339	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	185	239	293	341	应收账款	10	30	45	62
%营业收入	29.9%	13.5%	10.9%	9.3%	存货	23	80	125	174
营业税金及附加	4	11	17	23	预付账款	33	115	181	252
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	1
销售费用	1	4	5	7	流动资产合计	490	934	1430	1961
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	53	73	92	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.0%	3.0%	2.7%	2.5%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	22	23	41	56	投资性房地产	42	42	42	42
%营业收入	3.6%	1.3%	1.5%	1.5%	固定资产合计	173	467	559	652
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	277	263	250	237
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	126	148	157	162	其他非流动资产	17	17	17	17
%营业收入	20.5%	8.4%	5.8%	4.4%	资产总计	1019	1738	2313	2924
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	355	894	1298	1729
利润总额	137	148	157	162	应付款项	1	2	3	4
%营业收入	22.3%	8.4%	5.8%	4.4%	预收账款	15	44	66	91
所得税费用	20	22	24	24	应付职工薪酬	6	22	35	49
净利润	117	126	134	138	应交税费	6	7	8	10
归属于母公司所有者的净利润	117.1	125.9	133.7	137.8	其他流动负债	11	36	57	79
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	393	1005	1467	1961
EPS (元/股)	0.78	0.84	0.89	0.92	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	109	103	154	176	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	397	1009	1471	1965
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	622	729	842	959
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-11	-318	-127	-137	股东权益	622	729	842	959
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	1019	1738	2313	2924
投资活动现金流净额	-10	-318	-127	-137	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.780	0.839	0.891	0.919
银行贷款增加 (减少)	-7	540	403	432	BVPS	5.26	6.17	7.13	8.12
筹资成本	23	-42	-61	-77	PE	61.92	57.59	54.23	52.61
其他	-46	0	0	0	PEG	11.10	10.32	9.72	9.43
筹资活动现金流净额	-30	498	343	355	PB	9.19	7.84	6.78	5.95
现金净流量	69	283	370	394	EV/EBITDA	41.34	35.68	30.38	27.38
					ROE	18.8%	17.3%	15.9%	14.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。