

欧浦钢网拥抱华山投资，比供应链金融更有价值的是资源整合能力

■ **欧浦钢网拥抱华山投资：**华山投资（民生银行系背景）将通过募集资金或信托计划的方式分2-3期战略入股公司的控股股东中基投资，累计持股比例为19%，并将介入公司的战略规划，向公司派驻2名执行董事和1名独立董事。华山投资将利用自身的资源为欧浦钢网提供包括第三方支付、供应链金融以及公司需要的其它各类服务。

■ **比供应链金融更有价值的是资源整合能力：**华山投资的民生银行贸易金融业务部背景+欧浦钢网的仓储物流是一个非常好的供应链金融闭环组合。金融在钢铁电商各业务中附加值和用户黏性均较强，这将显著增强公司的钢铁电商业务竞争力。更有价值的是欧浦钢网正处于加快走出华南的战略机遇期，跨区域的资源整合能力是其主要痛点，华山投资恰好可以帮助解决这一痛点。我们认为华山投资带来的新思想和资源整合能力比供应链金融更具价值。

■ **欧浦家具网的潜在空间更大：**欧浦钢网所在的乐从镇是中国最大的家具产业集群所在地之一。不同于钢贸领域的低毛利率，家具的贸易流通环节毛利仍非常丰厚，互联网降维打法的潜在施展空间很大。值得特别关注的是公司分管家具电商业务的女性副总，既有着女性对生活的理解，又有着精明干练的经营管理能力，且对互联网等新事物有着较深的认知，最为核心的是这三者似乎均已融入了其对业务的设计梳理中。

■ **投资建议：**和华山投资合作不仅提升公司钢铁电商业务竞争力，更提升了公司的资源整合能力，这正是欧浦钢网加快走出华南市场所急需的，再考虑到家具电商业务潜在空间更大，给予公司买入-A评级，6个月目标价150元。

■ **风险提示：**跨地区扩张和供应链金融业务推进速度低于预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	616.6	1,774.4	3,752.0	9,270.0	16,877.0
净利润	117.1	126.4	144.9	197.6	288.6
每股收益(元)	0.78	0.84	0.97	1.32	1.92
每股净资产(元)	4.14	8.29	9.22	10.54	12.08

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	125.8	116.5	101.7	74.5	51.0
市净率(倍)	23.7	11.8	10.6	9.3	8.1
净利润率	19.0%	7.1%	3.9%	2.1%	1.7%
净资产收益率	18.8%	10.2%	10.5%	12.5%	15.9%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
ROIC	28.0%	27.3%	24.4%	29.6%	34.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

调高评级

6个月目标价

150.00元

股价(2015-06-01)

98.18元

交易数据

总市值(百万元)	14,727.98
流通市值(百万元)	6,305.13
总股本(百万股)	150.01
流通股本(百万股)	64.22
12个月价格区间	32.88/98.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	27.57	40.41	41.33
绝对收益	34.44	82.49	176.72

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

秦源

021-68763590

qinyuan3@essence.com.cn

相关报告

融合实体物流与电子商务的 2014-01-10
践行者

1. 欧浦钢网拥抱华山投资

2015年6月1日，欧浦钢网公告其控股股东中基投资将引入北京华山投资管理中心（有限合伙）（以下简称“华山投资”）作为战略投资者。华山投资将分2-3期募集投资基金（或信托计划）对中基投资进行现金股权增资。增资完成后，华山投资及其关联公司将持有中基投资约为19%的股权。本次股权增资完成后，华山投资有权向中基投资委派1名董事（中基投资董事会由3名董事组成），并通过中基投资向公司委派另外2名执行董事和1名独立董事。

本次合作将有两年的过渡期，在过渡期内华山投资将参与公司未来3-5年的战略规划，并利用自身的资源为欧浦钢网提供报告第三方支付、供应链金融以及公司需要的其它各类服务。

华山投资起源于民生银行贸易金融家俱乐部（已更名华山俱乐部）。该俱乐部是由民生银行贸易金融部发起，由21家核心客户（资产之和达3,000亿元）组成。华山投资的经营范围涵盖私募股权投资、企业并购与重组、投资银行业务、财务顾问等企业增值服务。华山投资项目主要来源于民生银行优质的客户资源，券商、会计、律师事务所等中介机构提供的资源以及华山投资股东的资源。

2. 比供应链金融更有价值的是资源整合能力

考虑到华山投资的民生银行系背景，加之仓储物流是欧浦钢网的传统核心业务，两者结合会很好的打通欧浦钢网的供应链金融闭环业务链条。金融在钢铁电商业务中的附加值较高，用户黏性较强，金融业务实力大幅增强意味着欧浦钢网在钢铁电商竞争力明显增强。

但正如我们的深度报告《钢铁电商：互联网革命碰撞产业链整合》中所言，长期静态来看，由于钢铁电商生态群的系统性缺陷，金融业务未必会给钢铁电商本身带来很持久性的高额利润贡献。以欧浦钢铁和华山投资的合作为例，我们预期如果民生银行贸易金融部涉入其中，很可能利润大头被民生银行获取，欧浦钢网更多的是充当供应链金融的通道角色，附加值可能并不大。

按照欧浦公司的规划，经过2014年在上海地区的试水，2015年公司走出华南的步伐会进一步加快。在这一背景下，获取竞争优势和增强资源整合能力无疑更为关键。华山投资不仅带来资金，打造更完整的供应链金融闭环，而且深度介入公司的战略规划和经营管理，引入新思想和更强的资源整合能力。

3. 欧浦家具网的潜在空间更大

欧浦钢网所在的佛山市乐从镇不仅是珠三角的钢贸集散地，也是中国最大的家具产业集群所在地之一。不同于钢贸领域的低毛利率，家具产业的贸易流通环节毛利仍非常丰厚，互联网降维打法的潜在施展空间很大，一旦家具电商业务取得突破，成长和利润空间巨大。

值得特别关注的是公司分管家具电商业务的女性副总，既有着女性对生活的理解，又有着精明干练的经营管理能力，且对互联网等新事物有着较深的认知，最为核心的是这三者似乎均已融入了其对业务的设计梳理中。其本人之前有着10年的市场工作经历，也在欧浦钢网从事了10年的人事管理工作，其最初在欧浦家具网中充当协调者的角色，但在协调过程中，她本人和公司董事长发现她是能把业务说的最清楚的人，遂从协调者转变为负责人。

4. 投资建议

和华山投资合作将提升公司的供应链金融业务能力，显著提升公司的钢铁电商业务竞争力。更为重要的是华山投资对公司战略规划的经营管理的深度介入会带来新思想和

更强的资源整合能力，这正是欧浦钢网加快走出华南市场所急需的。我们预计公司 2015 年到 2017 年收入将快速增长，收入增速分别为 111%、147%和 82%。再考虑到公司还有性感的家具电商业务，给予公司买入-A 评级，6 个月目标价 150 元。

5. 风险提示

跨地区扩张进展低于预期，供应链金融业务推进速度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	616.6	1,774.4	3,752.0	9,270.0	16,877.0	成长性					
减:营业成本	432.0	1,576.2	3,514.9	8,869.4	16,190.4	营业收入增长率	-1.3%	187.8%	111.4%	147.1%	82.1%
营业税费	3.9	4.0	5.6	11.1	21.9	营业利润增长率	-0.7%	8.2%	15.9%	39.3%	48.4%
销售费用	1.4	8.3	18.8	46.3	84.4	净利润增长率	-2.0%	8.0%	14.6%	36.4%	46.1%
管理费用	31.0	39.8	56.3	125.1	219.4	EBITDA 增长率	-1.3%	5.4%	5.5%	27.2%	54.5%
财务费用	22.1	20.0	9.8	0.1	27.1	EBIT 增长率	-1.7%	5.6%	7.4%	31.3%	60.6%
资产减值损失	0.5	1.8	3.0	5.0	8.0	NOPLAT 增长率	-1.7%	5.2%	7.5%	31.3%	60.6%
加:公允价值变动收益	-	-0.1	-0.1	-	-	投资资本增长率	7.9%	20.4%	8.2%	39.1%	18.0%
投资和汇兑收益	0.8	12.6	15.0	8.0	2.0	净资产增长率	23.2%	100.1%	11.2%	14.3%	14.6%
营业利润	126.5	136.8	158.6	220.8	327.7	利润率					
加:营业外净收支	10.9	12.0	11.9	11.6	11.8	毛利率	29.9%	11.2%	6.3%	4.3%	4.1%
利润总额	137.4	148.8	170.4	232.5	339.6	营业利润率	20.5%	7.7%	4.2%	2.4%	1.9%
减:所得税	20.3	22.4	25.6	34.9	50.9	净利润率	19.0%	7.1%	3.9%	2.1%	1.7%
净利润	117.1	126.4	144.9	197.6	288.6	EBITDA/营业收入	28.2%	10.3%	5.1%	2.7%	2.2%
						EBIT/营业收入	24.1%	8.8%	4.5%	2.4%	2.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	104	37	17	6	3
货币资金	424.9	922.3	659.6	741.6	1,350.2	流动营业资本周转天数	0	11	12	11	11
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	258	168	114	65	59
应收帐款	10.1	97.8	152.3	465.7	626.4	应收帐款周转天数	6	11	12	12	12
应收票据	-	0.5	0.2	1.0	1.9	存货周转天数	12	3	7	7	6
预付帐款	32.5	106.3	186.6	552.5	751.7	总资产周转天数	572	283	170	86	70
存货	22.5	11.4	125.3	219.6	387.5	投资资本周转天数	275	109	59	30	21
其他流动资产	0.2	29.4	75.0	150.0	250.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	15.2	10.0	10.0	10.0	ROE	18.8%	10.2%	10.5%	12.5%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.5%	7.1%	8.2%	7.4%	7.4%
长期股权投资	15.2	-	-	-	-	ROIC	28.0%	27.3%	24.4%	29.6%	34.1%
投资性房地产	41.6	40.3	40.3	40.3	40.3	费用率					
固定资产	170.5	190.6	173.6	156.6	139.6	销售费用率	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	2.3	72.2	72.2	72.2	72.2	管理费用率	5.0%	2.2%	1.5%	1.4%	1.3%
无形资产	277.3	245.1	237.3	229.6	221.8	财务费用率	3.6%	1.1%	0.3%	0.0%	0.2%
其他非流动资产	21.5	43.3	38.1	37.3	34.5	三费/营业收入	8.8%	3.8%	2.3%	1.9%	2.0%
资产总额	1,018.6	1,774.5	1,770.5	2,676.4	3,886.1	偿债能力					
短期债务	200.0	270.0	-	0.1	85.0	资产负债率	39.0%	29.9%	21.9%	40.9%	53.4%
应付帐款	10.3	28.7	135.1	246.9	370.4	负债权益比	63.8%	42.7%	28.0%	69.3%	114.5%
应付票据	-	108.6	135.5	485.3	639.0	流动比率	1.25	2.70	3.14	2.22	2.26
其他流动负债	183.0	25.3	111.0	226.6	393.9	速动比率	1.19	2.67	2.81	1.99	2.00
长期借款	-	95.0	-	132.2	581.7	利息保障倍数	6.73	7.84	17.15	1,529.21	13.07
其他非流动负债	3.6	3.0	5.3	4.0	4.1	分红指标					
负债总额	396.9	530.6	386.9	1,095.2	2,074.0	DPS(元)	0.28	-	-	-	0.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	35.9%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%
股本	118.2	150.0	150.0	150.0	150.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
留存收益	503.6	1,093.9	1,233.6	1,431.2	1,662.1						
股东权益	621.7	1,243.9	1,383.6	1,581.2	1,812.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.78	0.84	0.97	1.32	1.92
净利润	117.1	126.4	144.9	197.6	288.6	BVPS(元)	4.14	8.29	9.22	10.54	12.08
加:折旧和摊销	26.1	27.7	24.8	24.8	24.8	PE(X)	125.8	116.5	101.7	74.5	51.0
资产减值准备	0.5	1.8	-	-	-	PB(X)	23.7	11.8	10.6	9.3	8.1
公允价值变动损失	-	0.1	-0.1	-	-	P/FCF	197.9	394.4	-54.9	181.2	22.2
财务费用	22.7	23.9	9.8	0.1	27.1	P/S	23.9	8.3	3.9	1.6	0.9
投资损失	-0.8	-12.6	-15.0	-8.0	-2.0	EV/EBITDA	-	31.6	72.4	57.1	36.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	19.1%	31.7%	6.6%	19.1%	31.7%
营运资金的变动	-85.4	-46.8	-67.4	-272.7	-181.5	PEG	6.6	3.7	15.3	3.9	1.6
经营活动产生现金流量	108.9	28.7	97.0	-58.2	157.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-9.9	-674.0	20.2	8.0	2.0	REP					
融资活动产生现金流量	-30.3	484.1	-380.0	132.2	449.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

