

欧浦智网：沿着护城河扩张

■**收入和盈利皆平稳增长**：半年报显示公司实现营业收入7.65亿元，同比增长18.28%；营业成本6.47亿元，同比增长19.03%；净利润0.69亿元，同比增长5.11%。

■**综合物流和华东业务是两大亮点**：仓储和加工业务是公司的传统护城河业务，收入同比增长6.19%和23.38%。综合物流和欧浦商城是两大新兴业务，前者同比增长341%，毛利率亦提高2.26%，而后者同比下降18.39%，毛利率亦下降2.78%。我们认为这可能源于公司基于风险考虑有意控制后者的规模。报告期内公司华东地区业务大幅增长3432%，表明公司具备跨地域扩张的能力。

■**沿着护城河扩张**：报告内公司积极横向拓展电商平台涉足的领域，从原有的钢铁、家具电商向冷链和塑料电商延伸。粗看起来，这些业务领域并无太多的协同效应，一些领域的业务模式仍需进行更清晰的说明。但我们注意到钢铁、家具和塑料是乐从镇（欧浦钢网总部所在地）的三大支柱产业，在华南地区有着较强的区域影响力和良好的产业集群基础。公告披露拟收购的冷链企业在所在地湛江也是我国最大的对虾生产基地。仓储、物流和加工是欧浦智网的三大护城河业务，而公司属于华南地区的地头蛇，占据华南地利是公司同类型公司竞争时的一条护城河。虽然钢铁、家具、塑料和冷链在业务上的协同想象空间一般，但基于地域基础上的协同仍然值得期待。

■**投资建议**：公司同时具有业务和地利上的双重护城河。上半年的经营业绩也是这些护城河的体现。尽管业务护城河偏重资产，地域护城河地域属性强均不利于公司的全国扩张，但就公司的体量来说，华南地区的潜在市场容量已足够大，基于地域支柱产业集群的电商平台横向扩张值得期待。预计公司2015年到2017年每股EPS为0.44元、0.60元和0.87元，继续给予公司买入-A评级，鉴于近期A股整体估值大幅下降，下调公司6个月目标价至35元。

■**风险提示**：家具、塑料和冷链电商业务拓展速度慢于预期。

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)	0.35	0.38	0.44	0.60	0.87
每股净资产(元)	1.88	3.77	4.19	4.79	5.49

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	60.9	56.4	49.2	36.1	24.7
市净率(倍)	11.5	5.7	5.2	4.5	3.9
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	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.8%
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

维持评级

6个月目标价

35.00元

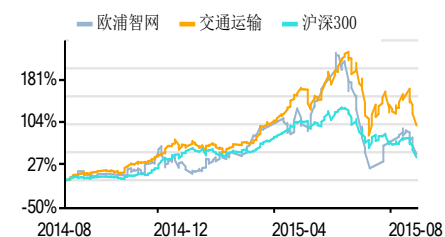
股价(2015-08-25)

21.60元

交易数据

总市值(百万元)	7,128.48
流通市值(百万元)	2,787.26
总股本(百万股)	330.02
流通股本(百万股)	129.04
12个月价格区间	19.89/118.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	8.71	-37.67	-72.20	
绝对收益	-18.43	-78.00	-42.32	

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

欧浦钢网拥抱华山投资，比 2015-06-03
供应链金融更有价值的是资

源整合能力

融合实体物流与电子商务的 2014-01-10
践行者

1. 收入和盈利皆平稳增长

半年报显示公司实现营业收入 76,505.61 万元，较去年同期增长 18.28%。营业成本 64,724.11 万元，较上年同期增长 19.03%；归属于公司股东的净利润 6,929 万元，较上年同期增长 5.11%。考虑到 2015 年上半年钢铁行业的大环境，公司能取得如此的成绩实属不易。

2. 综合物流和华东业务是两大亮点

从具体业务层面来看，仓储业务和加工业务是其基础业务，也是其护城河业务；综合物流业务和欧浦商城业务是其重点开拓的新兴业务。仓储和加工业务同比分别增长 6.19%和 23.38%，表明公司的护城河业务依旧稳固。综合物流业务收入大幅上涨 340.99%且毛利率同比上升 2.26%。但欧浦商城业务收入同比下降 18.39%，毛利率亦下降 2.78%。我们认为这可能源于上半年钢材价格基本呈单边下跌态势，公司出于盈利方面考虑，有意控制规模所致。另外，华东地区收入同比大幅增长 3431.58%，也是一大亮点，表明公司具备跨地域扩张的能力。

3. 沿着护城河扩张

报告内公司积极横向拓展电商平台涉足的领域，从原有的钢铁、家具电商向冷链和塑料电商延伸，名字也从欧浦钢网改为欧浦智网。粗看起来，公司的横向拓展并无太多的协同效应，一些领域的业务模式仍需进行更清晰的说明。但我们注意到钢铁、家具和塑料是乐从镇（欧浦钢网总部所在地）的三大支柱产业，在华南地区有着较强的区域影响力和良好的产业集群基础。公告披露拟收购的冷链企业在所在地湛江也是我国最大的对虾生产基地。仓储、物流和加工是欧浦智网的三大护城河业务，而公司属于华南地区的地头蛇，占据华南地利是公司在共类型公司竞争中的一条护城河。虽然钢铁、家具、塑料和冷链在业务上的协同想象空间一般，但基于地域基础上的协同仍然值得期待。

4. 投资建议

欧浦智网既有业务上的护城河（仓储、物流和加工），也有占据华南地利的地域护城河。在钢铁行业大环境艰难的上半年仍然可以获得稳定的收入和盈利增长也是这些护城河的体现。当然，业务护城河偏重资产，地域护城河地域属性强也不利于公司大规模的全国扩张，但对于公司的体量来说，华南地区的潜在市场容量已足够大。公司基于地域支柱产业集群的电商平台横向扩张值得期待。预计公司 2015 年到 2017 年每股 EPS 为 0.44 元，0.60 元和 0.87 元，继续给予公司买入-A 评级，鉴于近期 A 股整体估值大幅下降，下调公司 6 个月目标价至 35 元。

5. 风险提示

家具、塑料和冷链电商业务拓展速度慢于预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08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	17.151	5,29.21	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)	0.13	0.08	-	-	0.17
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	35.9%	21.4%	0.0%	0.0%	20.0%
股本	118.2	150.0	330.0	330.0	330.0	股息收益率	0.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.8%
留存收益	503.6	1,093.9	1,053.6	1,251.2	1,482.1						
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		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	117.1	126.4	144.9	197.6	288.6	EPS(元)	0.35	0.38	0.44	0.60	0.87
加:折旧和摊销	26.1	27.7	24.8	24.8	24.8	BVPS(元)	1.88	3.77	4.19	4.79	5.49
资产减值准备	0.5	1.8	-	-	-	PE(X)	60.9	56.4	49.2	36.1	24.7
公允价值变动损失	-	0.1	-0.1	-	-	PB(X)	11.5	5.7	5.2	4.5	3.9
财务费用	22.7	23.9	9.8	0.1	27.1	P/FCF	95.8	190.9	-26.6	87.7	10.7
投资损失	-0.8	-12.6	-15.0	-8.0	-2.0	P/S	11.6	4.0	1.9	0.8	0.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	31.6	33.0	26.2	16.8
营运资金的变动	-85.4	-46.8	-67.4	-272.7	-181.5	CAGR(%)	19.1%	31.7%	6.6%	19.1%	31.7%
经营活动产生现金流量	108.9	28.7	97.0	-58.2	157.1	PEG	3.2	1.8	7.4	1.9	0.8
投资活动产生现金流量	-9.9	-674.0	20.2	8.0	2.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-30.3	484.1	-380.0	132.2	449.5	REP					

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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

