

计算机

产业互联网研究系列：找钢网与上海钢联对比研究

找钢网、钢银电商已为第一梯队的两大钢铁电商。上海钢联18年深耕钢铁资讯，已在钢铁行业形成以资讯为核心的综合服务生态。2010年以前，上海钢联的收入主要由大资讯业务提供，2008年成立钢银电商，为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案的第三方平台，包括撮合交易和寄售交易等钢铁现货交易服务。找钢网成立于2012年初，是国内率先成立的钢铁全产业链电商平台，提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务，包括钢铁贸易、物流、仓储加工以及供应链服务、国际电商、大数据服务等。找钢网、钢银电商为第一梯队的钢铁电商，不仅都已探索出相对成熟的商业模式，找钢网和钢银电商在2016年宣布盈利，从渠道资源、后台系统以及资金实力上新进入者已无太多生存和创新空间。

钢材交易模式：找钢网是“撮合+自营”模式，钢银电商是“撮合+寄售”模式。“撮合+自营”模式参与到实际的钢铁贸易交易环节中去，抢占市场份额，最终目的是做最大的互联网化钢贸商，取代传统的钢铁贸易流通环节。“撮合+寄售”模式是通过技术、产品、服务聚合钢铁全产业链的用户，形成一个用户黏性强、客户认可度高的独立的第三方网上钢铁交易平台。

从平台成交规模来看，钢银电商平台交易额高于找钢网近一倍。钢银电商寄售结算交易量2017年为2219万吨，同比增长23%。而平台交易量2017年为4797万吨。找钢网自营模式下的成交量2017年为510万吨；联营模式下的成交量2017年为1140万吨。2017年找钢网的交易额为546亿，而钢银电商为734亿，两者的差距在2018年上半年进一步扩大，找钢网的总交易额只有钢银的50%左右。

从利润体量来看，找钢网实际利润仍在亏损，钢银电商已进入盈利快速增长期。找钢网的实际利润应在报表净利润中，剔除按公允价值计入损益的金融资产/负债、期货收益。公司期货市场的操作，并不具备盈利的可持续性，2017年公司期货收益达到了1.33亿，而2018年上半年为868万，巨幅波动与钢铁价格变化密切相关。2017年调整后的报表净利润2.47亿，在扣除金融资产公允价值变更后，剩下1.01亿，再扣除“期货收益”，2017年主营业务的亏损达到3229万，2018年上半年实际净利润在期货收益的影响下，亏损达到8737.4万元。钢银电商自2016年扭亏为盈，2017年实现归母净利润4148万，2018H1实现净利润6033万元，2018Q3实现净利润1个亿，已进入盈利快速增长期。

风险提示：钢铁市场交易量不及预期；供应链服务融资规模不及预期；数据资讯业务推进不及预期；关键假设可能存在误差的风险。

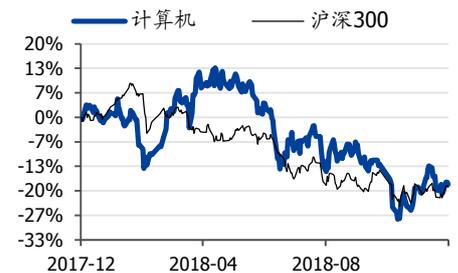
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300226	上海钢联	买入	0.30	0.87	1.50	2.32	168.77	58.20	33.75	21.82

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

中性（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

- 《计算机：阿里组织架构大调整，新零售再成核心风口》2018-12-02
- 《计算机：阿里新零售再加码，无人售货机路径获确认》2018-11-28
- 《计算机：更加明确：普惠金融支持力度还将不断加强》2018-11-25



内容目录

找钢网、钢银电商已为第一梯队的两大钢铁电商	3
钢材交易模式：找钢网是“撮合+自营”模式，钢银电商是“撮合+寄售”模式	7
成交规模：钢银电商平台交易额高于找钢网近一倍	8
利润体量：找钢网实际利润仍在亏损，钢银电商已进入盈利快速增长期	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 上海钢联在钢铁行业已形成完整的服务链	3
图表 2: 上海钢联收入分类（百万）	3
图表 3: 找钢网提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务	4
图表 4: 找钢网收入分类（亿）	4
图表 5: 钢银电商盈利模式	5
图表 6: 找钢网联营业务盈利模式	6
图表 7: 找钢网自营业业务盈利模式	6
图表 8: 钢银电商、找钢网比较	7
图表 9: 钢银电商、找钢网交易模式比较	7
图表 10: 钢银电商寄售结算交易量稳步增长	8
图表 11: 找钢网联营模式交易量稳步增长	8
图表 12: 找钢网与钢银电商交易额对比	9
图表 13: 找钢网按公允价值计入损益的金融资产/负债	9
图表 14: 找钢网扣除按公允价值计入损益的金融资产/负债的净利润	9
图表 15: 找钢网实际净利润测算（百万）	10
图表 16: 钢银电商归母净利润	10

找钢网、钢银电商已为第一梯队的两大钢铁电商

18年深耕钢铁资讯，已在钢铁行业形成以资讯为核心的综合服务生态。公司以钢铁资讯业务起家。2010年以前，上海钢联的收入主要由大资讯业务提供，包括为客户提供宣传推广、商情发布和搜索、会务培训增值服务收取的网页链接服务、信息服务和会务培训服务等。2008年成立钢银电商，为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案的第三方平台，包括撮合交易和寄售交易等钢铁现货交易服务，并且通过钢银平台及战略合作伙伴为客户提供支付结算、仓储、物流、加工等一系列增值服务，形成完整的服务链。

图表 1: 上海钢联在钢铁行业已形成完整的服务链



资料来源: 上海钢联官网, 国盛证券研究所

上海钢联主营业务收入分为三类：资讯类、寄售交易、供应链服务。1) 资讯类业务包括信息服务、网页链接、咨询服务、会务服务、广告服务与其他服务，钢铁类资讯收入体现在母公司，石化类资讯收入体现在山东隆众，其他资讯收入体现在母公司或其他子公司。2) 寄售交易收入为钢银电商通过寄售模式销售的钢铁价值，毛利为交易佣金实际收入。3) 供应链服务收入为提供供应链服务金额总额，毛利为资金账期收入。钢铁交易与供应链服务收入体现在钢银电商，上海钢联持股比例为 42.66%。

图表 2: 上海钢联收入分类 (百万)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
钢材交易服务收入	756	1,366	7,362	21,195	41,091	73,448
钢材交易服务毛利					162	264
寄售交易服务收入						59,841
寄售交易服务毛利						106
供应链服务收入						13,608
供应链服务毛利						158
资讯业务收入	198	187	195	162	188	249
资讯业务毛利	149	135	158	113	73	177

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

找钢网提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务。2012年初成立的找钢网，是国内率先成立的钢铁全产业链电商平台。找钢网已建立起一个庞大且不断发展的生态系统，将钢铁贸易行业价值链上的所有参与者联系起来。截至2018年上半年，找钢网合作的钢厂达115家，注册用户累计超过10万家，遍布中国31个省份及295座城市。找钢网团队规模超过1300人，提供包括钢铁贸易、物流、仓储加工以及供应链服务、国际电商、大数据服务等。找钢网的发展将极大助力中国钢铁行业的转型升级，促进行业从较混乱的“批发制”变革为较先进的“零售制”；找钢网建立的数据通道将有利于银行等服务机构快速、便捷、安全的支持到上游制造业和下游小微服务业。

图表3: 找钢网提供涵盖整个钢铁贸易价值链的综合型全产业链服务



资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

找钢网主营业务收入分为三类: 联营模式、自营模式、配套服务。1) 联营模式业务是第三方钢铁产品供应商在找钢网平台上向客户供应钢铁产品, 并就其销售向找钢网支付佣金费用。2) 自营模式业务是公司向钢厂制造商购买钢铁产品并直接销售, 对有效库存管理要求较高, 公司通过钢铁产品的结算价与销售价的差额为收入。3) 配套服务包括仓储物流及加工和供应链服务。

图表4: 找钢网收入分类(亿)

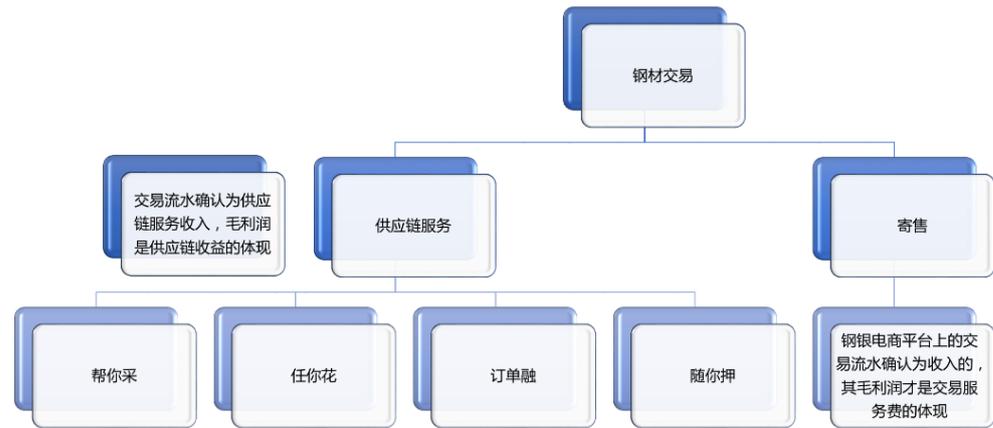
	2015	2016	2017
联营收入	0.18	1.01	1.40
占比	0.30%	1.10%	0.80%
联营毛利	0.18	1.01	1.40
自营收入	60.67	87.20	172.23
占比	99.20%	96.80%	98.70%
自营毛利	0.23	2.35	3.28
配套服务收入	0.33	1.86	0.89
占比	0.50%	2.10%	0.50%
配套服务毛利	-0.02	0.05	0.10

资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

钢银电商的商业模式主要分为寄售和供应链服务。1、寄售: 钢银平台为上游寄售卖场

(钢厂和贸易商)服务,帮助卖场直接面对平台数以万计的终端或次终端客户销售产品,极大地拓宽了销售渠道,向钢厂和贸易商收取合理的交易佣金;钢银电商平台上的交易流水确认为收入,其毛利才是交易服务费的体现。2017年公司寄售业务实现毛利润1.08亿元,按照全年2219.11万吨寄售交易量计算,2017年寄售服务平均服务费为4.85元/吨。**2、供应链服务:**钢银平台打造的创新监管平台能够对供应链交易用户、钢材交易过程、钢材货物状态等进行全面管理,提供金融、物流、仓储、加工等方面的服务,交易流水确认为供应链服务收入,毛利润是供应链服务费的体现。供应链服务收入由“帮你采”、“随你押”、“任你花”、“订单融”四款产品构成。业务需求旺盛,风控模式的完善与资金供给逐步提升带来供应链服务规模的快速扩大。2017年供应链服务实现务营业收入136.08亿元,较去年同期增加145%;实现毛利润1.58亿元,服务费率约为11%。

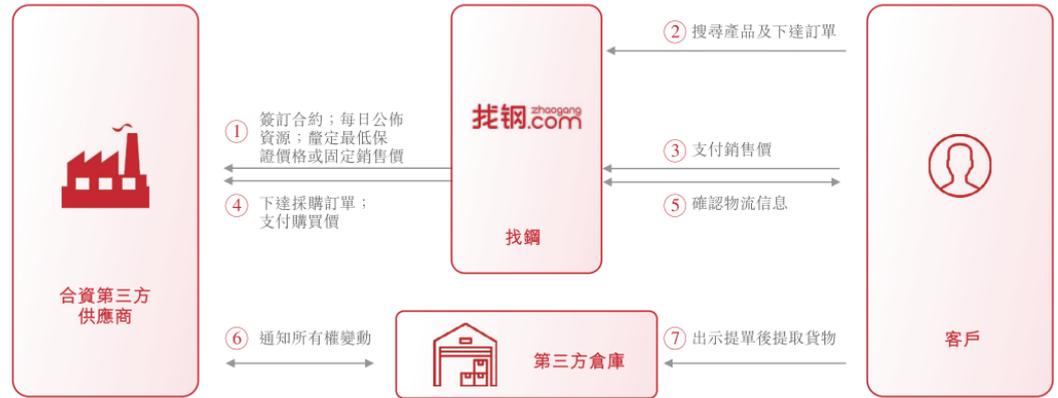
图表 5: 钢银电商盈利模式



资料来源: 国盛证券研究所

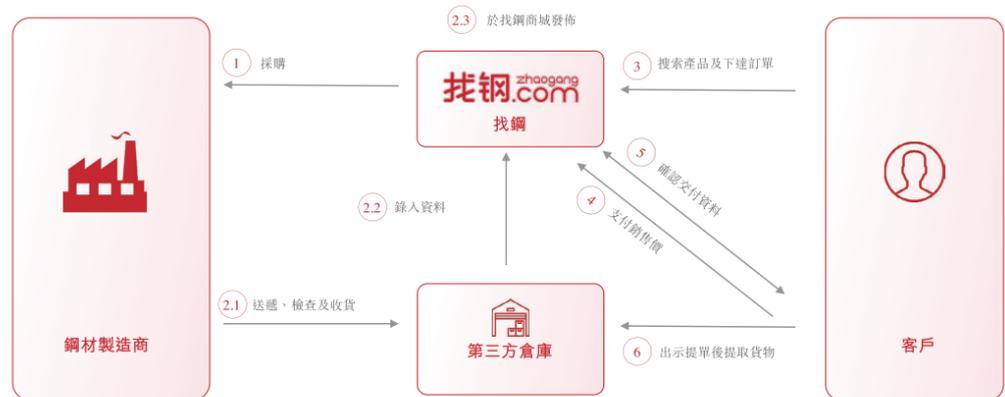
找钢网的商业模式主要分为联营和自营以及配套服务。**1、联营:**第三方钢铁产品供应商在找钢网平台上向客户供应钢铁产品,并就其销售向找钢网支付佣金费用。公司并不拥有联营模式下的钢铁产品,不用承担任何库存风险。2015年到2017年公司联营模式实现收入从0.18亿到1.40亿元,复合年增长率为179.7%。**2、自营模式:**自营模式中公司向钢厂制造商购买钢铁产品并直接销售,对有效库存管理要求较高,公司基于供应及价格波动或季节性因素以及特定产品的受欢迎程度调整库存水平。该模式下,公司通过钢铁产品的结算价与销售价的差额为收入。2015年到2017年公司自营模式实现收入从61亿到172亿元,复合年增长率为67.9%。**3、配套服务:**配套服务包括仓储物流及加入和供应链服务。

图表 6: 找钢网联营业务盈利模式



资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

图表 7: 找钢网自营业务盈利模式



资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

找钢网、钢银电商已为第一梯队的钢铁电商: 都已探索出相对成熟的商业模式, 找钢网和钢银电商在 2016 年宣布盈利, 新进入者已无太多生存和创新空间。

首先, 渠道资源上, 找钢网和钢银电商是在 2012、2013 年产能过剩、钢贸商跑路等因素叠加, 钢贸行业转入买方市场的最佳时间点进入, 经过 3 年跑马圈地, 已经有比较稳定的客户;

其次, 在后台系统上, 找钢网、上海钢联已经建立了很强的技术壁垒, 在订单的处理、内部协调上占有一定优势;

第三, 资金实力上, 找钢网 F 轮融资超 5 亿, 钢银电商背靠上海钢联, 资金和资源的支持为线下服务, 如仓储、加工、物流等业务的开展奠定了很好的基础。

图表 8: 钢银电商、找钢网比较

平台	钢银电商	找钢网
交易模式	撮合-寄售	撮合-自营（报价代销）
金融	帮你采、任你花、随你押、订单融	胖猫金融：胖猫白条（先提货后付款）、票据业务（承兑与融资）、胖猫支付（在线支付）、胖猫理财（理财）
物流	运钢网、钢联物联网分别承载物流及仓储业务；与欧浦智网签署了战略合作协议，完善区域性物流配送服务布局	胖猫物流：设立上海胖猫物流有限公司进行独立运作，整合了近两千家承运商
风控	建立供应链服务风控体系，由 BCS 信用模型和大数据健康系统两部分构成，创新评级授信模型，对钢银供应链真实交易信息进行大数据分析	加入上海市诚信平台，希望建立钢铁行业征信体系

资料来源：国盛证券研究所

钢材交易模式：找钢网是“撮合+自营”模式，钢银电商是“撮合+寄售”模式

从交易模式上看，找钢网是“撮合+自营”模式，钢银电商是“撮合+寄售”模式，我们更看好钢银电商作为平台的第三方独立性。“撮合+自营”模式参与到实际的钢铁贸易交易环节中去，抢占市场份额，最终目的是做最大的互联网化钢贸商，取代传统的钢铁贸易流通环节。“撮合+寄售”模式是通过技术、产品、服务聚合钢铁全产业链的用户，形成一个用户黏性强、客户认可度高的独立的第三方网上钢铁交易平台。

“自营+撮合”电商平台的“准裁判+运动员”双重身份如何保障第三方电商平台“开放、公正、资源共享”的公信力。“撮合+寄售”模式独立于钢铁实际的交易链条之外，以第三方的身份撮合供需双方达成交易，只为供需双方搭建互通交易的公开渠道，在改善传统交易习惯的同时，也提升了双方客户买卖钢材的效率。

图表 9: 钢银电商、找钢网交易模式比较

找钢网	自营+撮合	钢铁电商平台参与到实际的钢铁贸易交易环节中去，抢占市场份额，最终目的是做最大的互联网化钢贸商，取代传统的钢铁贸易流通环节。	“自营+撮合”电商平台的“准裁判+运动员”双重身份如何保障第三方电商平台“开放、公正、资源共享”的公信力。利润来自自销售价与采购价之间的差额，价格稳定性对公司盈利水平影响非常大
钢银电商	撮合+寄售	通过技术、产品、服务聚合钢铁全产业链的用户，形成一个用户黏性强、客户认可度高的独立的第三方网上钢铁交易平台。	独立于钢铁实际的交易链条之外，以第三方的身份撮合供需双方达成交易，只为供需双方搭建互通交易的公开渠道，在改善传统交易习惯的同时，也提升了双方客户买卖钢材的效率

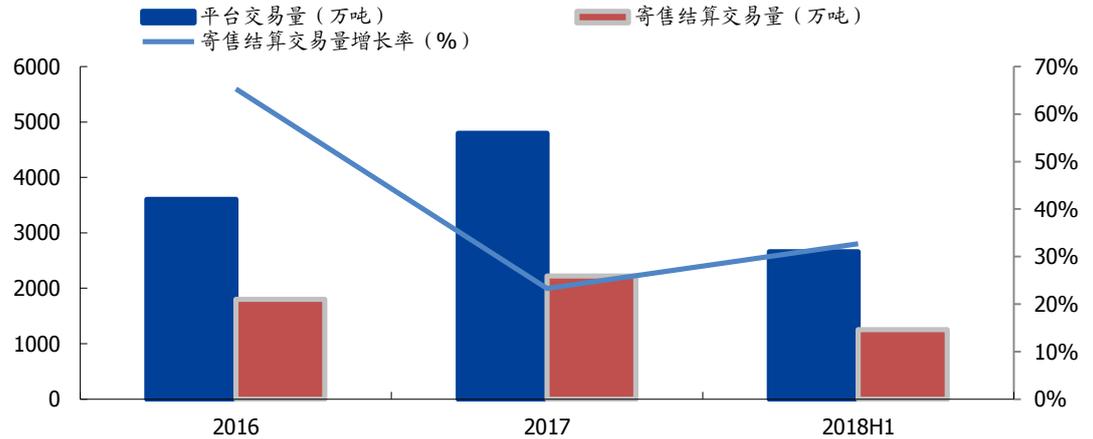
资料来源：国盛证券研究所

成交规模：钢银电商平台交易额高于找钢网近一倍

从平台成交规模来看，钢银电商的平台总成交量高于找钢网。钢银电商寄售结算交易量由2016年度1,799.97万吨增加至2017年度2,219.11万吨，同比增长23%。而平台交易量从2016年的3603万吨增长到2017年的4797万吨。

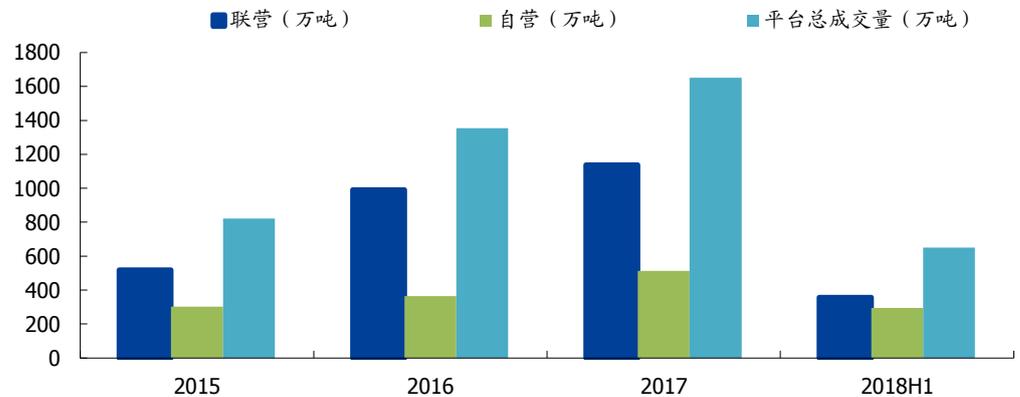
找钢网自营模式下的成交量从2015年的300万吨增加到2017年510万吨；联营模式下的成交量从2015年的520万吨增加至2017年1140万吨。

图表 10: 钢银电商寄售结算交易量稳步增长



资料来源：钢银电商公司，国盛证券研究所

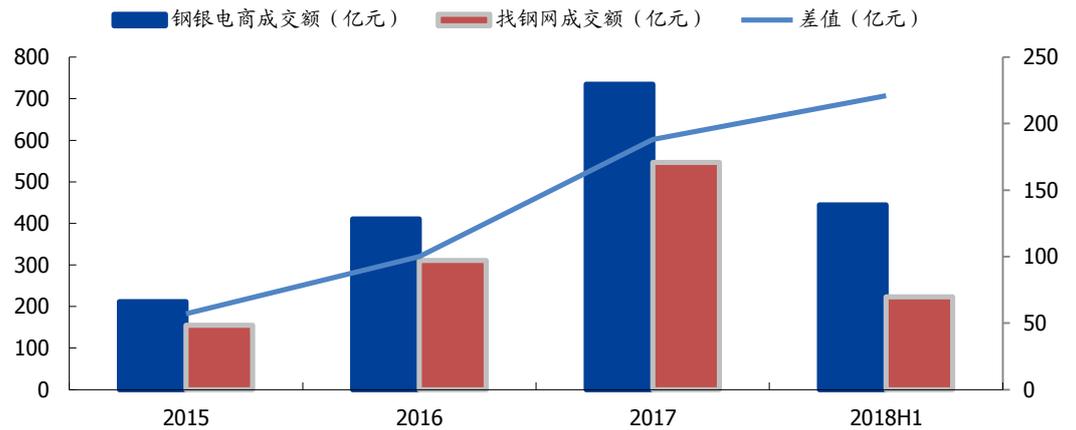
图表 11: 找钢网联营模式交易量稳步增长



资料来源：找钢网招股说明书，国盛证券研究所

横向对比钢银电商披露的2017年年报、2018年半年报，找钢网2017年全年交易量（包括联营及自营）为1651.8万吨，钢银电商（联营）的总交易量为2219.2万吨，是找钢网的1.34倍；2018年上半年，两者的差距进一步扩大，找钢网的交易量为590.4万吨，而钢银则是1255.5万吨，找钢网只有钢银的47%。2017年找钢网的交易额为546亿，而钢银电商为734亿，两者的差距在2018年上半年进一步扩大，找钢网的总交易额只有钢银的50%左右。

图表 12: 找钢网与钢银电商交易额对比

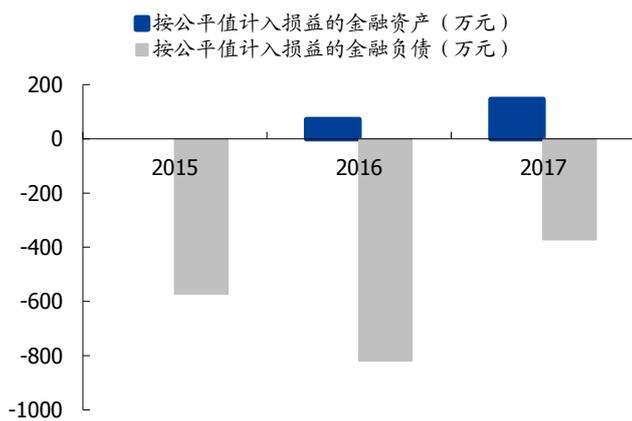


资料来源: 找钢网招股说明书, 钢银电商公司公告, 国盛证券研究所

利润体量: 找钢网实际利润仍在亏损, 钢银电商已进入盈利快速增长长期

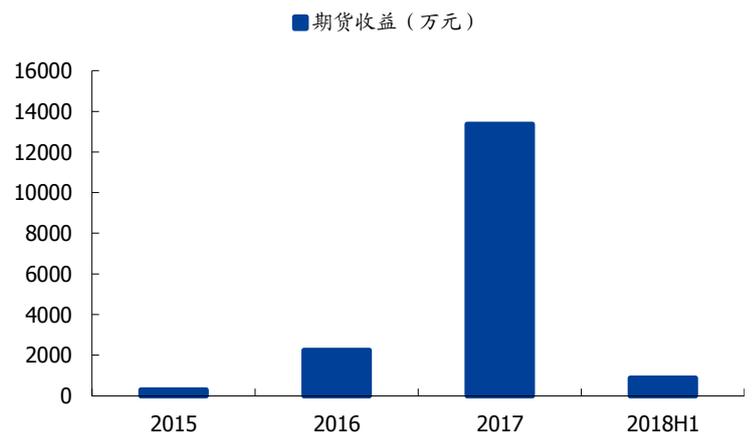
找钢网的实际利润应在报表净利润中, 剔除按公允价值计入损益的金融资产/负债、期货收益。找钢网的业绩中, 按公允价值计入损益的金融资产主要是公司投资的找油网股权价值变动, 按公允价值计入损益的金融负债是公司发行转换可赎回优先股的变动等。期货市场的操作, 并不具备盈利的可持续性。2017年至2018年, “期货收益”对找钢网的经营产生较大影响, 该收入在2017年达到了1.33亿的高值, 而2018年上半年却只有868万, 巨幅波动, 与钢铁价格变化密切相关。

图表 13: 找钢网按公允价值计入损益的金融资产/负债



资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

图表 14: 找钢网扣除按公允价值计入损益的金融资产/负债的净利润



资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

2017年调整后的净利润2.47亿, 在扣除金融资产公允价值变更后, 剩下1.01亿, 再扣除“期货收益”, 2017年主营业务的亏损达到3229万, 2018年上半年还在进一步大幅下滑, 亏损达到8737.4万元。

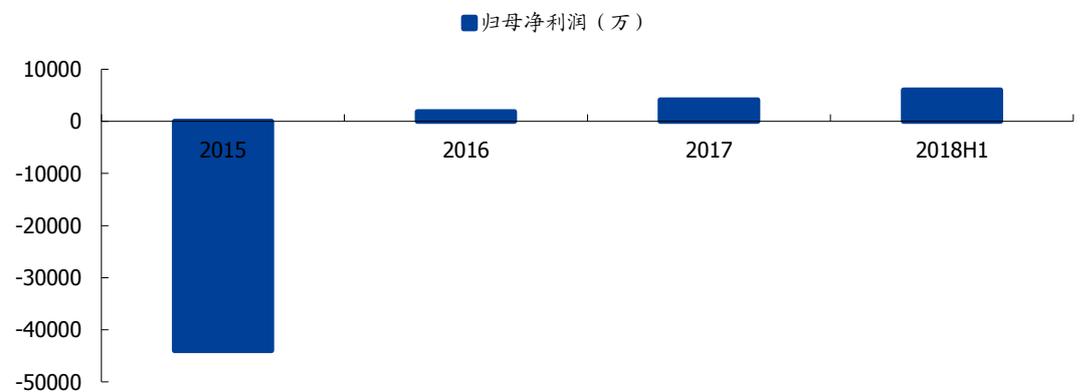
图表 15: 找钢网实际净利润测算 (百万)

	2015	2016	2017	2018H1
报表净利润	-1000.55	-822.032	-123.584	-1285.15
扣除按公允价值计入 损益的金融资产/ 负债的净利润	-392.3	-67.8	101.4	-78.693
进一步扣除期货收 益后的净利润	-395.142	-90.263	-32.291	-87.374

资料来源: 找钢网招股说明书, 国盛证券研究所

钢银电商已进入盈利快速增长期。钢银电商自 2016 年扭亏为盈, 2017 年实现归母净利润 4148 万, 2018H1 实现净利润 6033 万元, 2018Q3 实现净利润 1 个亿, 已进入盈利快速增长期。

图表 16: 钢银电商归母净利润



资料来源: 钢银电商 2017 年报、2018 中报, 国盛证券研究所

风险提示

钢铁市场交易量不及预期: 钢铁下游房地产、基建等投资减少, 造成钢银需求及交易量不及预期;

供应链金融融资规模不及预期: 上海钢联向银行申请 30 亿授信额度, 银行审批结果有不及预期可能;

关键假设可能存在误差的风险: 部分关键假设基于产业逻辑分析, 与未来发生的实际情况可能存在一定偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com