

公司研究/首次覆盖

2020年02月16日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 87.67
合理价格区间(元): 110.03~114.40

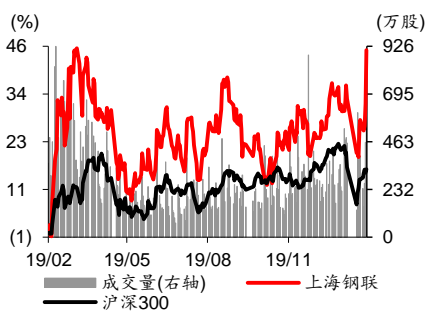
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

被忽视的云 SaaS 产业龙头

上海钢联(300226)

上海钢联: 云 SaaS 产业龙头

我们认为, 上海钢联是一家被市场忽视的产业互联网云 SaaS 企业。无论是资讯业务还是钢银电商业务, 从产品形态、产品演化方向、收费模式、用户粘性等角度来看, 其已经体现出较强的云 SaaS 产品属性: 订阅模式、高用户粘性、高续费率、强产品拓展力。我们预计, 公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.17、1.84、2.85 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

资讯 SaaS 产品拓展, 定价能力提升

从 SaaS 产品角度, 公司云 SaaS 产品从一般的网页链接、广告等线上服务, 逐步向数据终端、咨询、指数产品拓展。品类方面, 从钢铁行业逐步延伸拓展至化工、有色、农产品等行业, 横跨整个周期领域。周期品类的横跨使得钢联的永续经营更加顺畅, 即使某一周期品类交易量出现暂时波动, 公司整体受影响较小。而云 SaaS 产品逐步拓展至数据终端、咨询和指数, 最终体现的结果是用户粘性更强, 产业定价能力更强。

B 端线上迁移有望加快, 大宗电商渗透率有望快速提升

我国是世界钢铁市场的重要组成部分, 具备孕育庞大钢铁电商市场的基础。另一方面我国钢铁电商渗透率呈现上升趋势。根据产业信息网数据, 我国钢铁线上交易量占比从 2015 年的 3.13% 提升至 2018 年的 11.83%。公司旗下钢银电商作为行业龙头, 2018 年公司交易量份额达到 34%, 为行业第一, 并且较 2015 年提升了 7pct, 地位不断巩固。未来公司作为龙头或受益于整个大宗商品电商渗透率的提升。

钢银 SaaS 业务蕴含较大成长空间

基于电商平台的钢银 SaaS 具有较大的成长空间。从商业模式上看, 网络效应将支持商业模式转变, 未来或从买卖双方收取服务费。从云 SaaS 业务拓展来看, 值得关注的包括: 1) 金融科技云 SaaS, 公司或凭借数据基础, 输出智能风控; 2) 不断丰富企业云 SaaS 服务, 随着云仓储、云视频、云商贸的推出, 云 SaaS 服务或进一步延伸, 使公司与产业内公司的连接更加紧密。我们认为, 随着云 SaaS 业务的逐步开展, 公司的成长空间有望进一步打开。

2B 企业 SaaS 龙头有望崛起, 首次覆盖给予“买入”评级

我们采取分部估值法对公司进行估值。考虑到公司资讯业务云服务属性, 采用 PS 估值法, 参考可比公司 2020 年平均 PS 15.9 倍, 给予公司信息业务 2020 年 PS 15-16 倍, 对应 2020 年市值 98.06-104.60 亿元。对于电商业务, 我们采用 PE 进行估值, 参考可比公司 2020 年平均 PE 53 倍, 给予公司钢银电商业务 2020 年 PE 53 倍, 对应 2020 年目标市值 77.43 亿元。综合以上两个业务分部估值, 我们预计, 公司对应 2020 年的目标市值为 175.49-182.03 亿元, 对应股价为 110.03-114.40 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 云业务拓展不及预期, 品类拓展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	159.11
流通 A 股 (百万股)	152.80
52 周内股价区间 (元)	60.00-88.00
总市值 (百万元)	13,949
总资产 (百万元)	15,371
每股净资产 (元)	6.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	73,697	96,055	141,183	204,225	292,851
+/-%	78.53	30.34	46.98	44.65	43.40
归属母公司净利润 (百万元)	48.18	120.93	186.05	292.42	453.19
+/-%	117.95	151.00	53.85	57.18	54.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.76	1.17	1.84	2.85
PE (倍)	289.59	115.37	74.99	47.71	30.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

上海钢联：产业云 SaaS 龙头	3
区别于市场的观点	3
盈利预测和投资建议	3
资讯 SaaS：产品拓展，定价能力提升	4
资讯 SaaS 有望快速成长	4
横向拓展品类，覆盖整个大宗领域	6
资讯 SaaS 产品不断拓展，天花板抬升	8
钢银 SaaS，云业务蕴含较大成长空间	11
大宗电商有望加速渗透，龙头受益	11
钢银 SaaS 云业务蕴含较大增长空间	15
商业模式升级：网络效应有望带动从买卖双方收取服务费	15
未来看点一：金融科技云 SaaS，基于数据优势，输出智能风控	16
未来看点二：企业云 SaaS 服务，深化产业连接打开新空间	18
盈利预测	19
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

上海钢联：产业云 SaaS 龙头

我们认为，上海钢联是一家 2B 的云 SaaS 产业龙头。在 B 端企业加速线上迁移，实现云化的背景下，公司云 SaaS 业务有望实现快速成长。关于上海钢联云 SaaS 产业龙头的理解：1) 资讯业务：无论是产品形态、商业模式，还是产品拓展和演化方向（数据终端、咨询、指数产品等），都表明资讯业务具备较强的云 SaaS 属性：订阅模式，高续费率，高用户粘性。2) 钢银电商：目前公司提供的寄售交易服务、供应链服务、在线数据服务，本质上都是 2B 在线服务（云化服务）；而且目前公司基于交易数据以及上下游产业链主体核心经营数据，逐步向金融科技云服务和企业云 SaaS 服务拓展。

对资讯 SaaS 的理解。我们可以从两个角度来理解：1) 产品角度：云 SaaS 产品不断拓展。从一般的网页链接、广告等线上服务，逐步向数据终端、咨询、指数产品拓展。2) 品类拓展：横跨整个周期领域。从钢铁行业逐步延伸拓展到化工、有色、农产品等领域。

以上两种类拓展带来的结果：1) 横跨周期品类，使得钢联的永续经营更加顺畅，即使一段时间某一周期品类相关交易量出现波动，公司整体业务规模也不会，公司整体也不会受到明显影响。2) 云 SaaS 产品逐步拓展至咨询和指数编制，最终体现的结果是，公司在整个大宗领域中的产业地位逐步获得提升，从而掌握对大宗商品的定价权。

对钢银电商 SaaS 的理解。钢银电商为下游企业提供的服务，其本质是 2B 的线上服务，包括在线交易、供应链服务、数据服务等。这些在线服务类似于 2B 云 SaaS 服务。而且从钢银电商业务延展方向来看，未来钢银电商，逐步向金融科技云服务和企业 SaaS 业务拓展。提供金融科技服务的前提，是公司积累的大量的交易数据、产业数据、企业经营数据等，这些都是金融科技服务的基础和前提。公司提供企业 SaaS 服务的前提在于，公司积累了大量的线下 B 端客户资源，以及公司在云 SaaS 产品开发方面的持续投入。

区别于市场的观点

目前市场并没有将上海钢联看做是一家云 SaaS 公司，特别是对公司钢银电商业务的理解，还停留和局限在供应链金融角度。

我们认为，上海钢联是一家被市场忽视的产业互联网云 SaaS 公司。无论是资讯业务还是钢银电商业务，从产品形态、产品演化方向、收费模式、用户粘性等角度来看，其已经体现出较强的云 SaaS 产品属性。

盈利预测和投资建议

我们采取分部估值法对公司进行估值。考虑到公司资讯业务云服务属性，采用 PS 估值法，参考可比公司 2020 年平均 PS 15.9 倍，给予公司信息业务 2020 年 PS 15-16 倍，对应 2020 年市值 98.06-104.60 亿元。对于电商业务，我们采用 PE 进行估值，参考可比公司 2020 年平均 PE 53 倍，给予公司钢银电商业务 2020 年 PE 53 倍，对应 2020 年目标市值 77.43 亿元。综合以上两个业务分部估值，我们预计，公司对应 2020 年的目标市值为 175.49-182.03 亿元，对应股价为 110.03-114.40 元。首次覆盖给予“买入”评级。

资讯 SaaS：产品拓展，定价能力提升

我们认为，从上海钢联资讯业务产品属性角度来看，无论是产品形态、商业模式，还是产品拓展和演化方向（数据终端、咨询、指数产品等），都表明资讯业务较强的云 SaaS 产品属性。

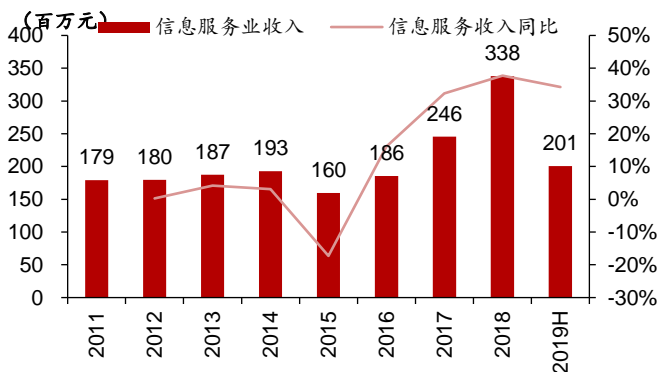
对资讯 SaaS 的理解，从两个角度来理解：1) SaaS 产品角度：云 SaaS 产品不断拓展。从一般的网页链接、广告等线上服务，逐步向数据终端、咨询、指数产品拓展。2) 品类拓展：横跨整个周期领域。从钢铁行业逐步延伸拓展到化工、有色、农产品等领域。云 SaaS 产品覆盖的垂直领域逐步增加，SaaS 产品品类更多。

以上两种类拓展带来的结果：1) 横跨周期品类，使得钢联的永续经营更加顺畅，即使一段时间某一周期品类交易量出现波动，公司整体也不会受到明显影响。2) 云 SaaS 产品逐步拓展至数据终端、咨询和指数。最终体现的结果是，用户粘性更强，产业定价能力更强。

资讯 SaaS 有望快速增长

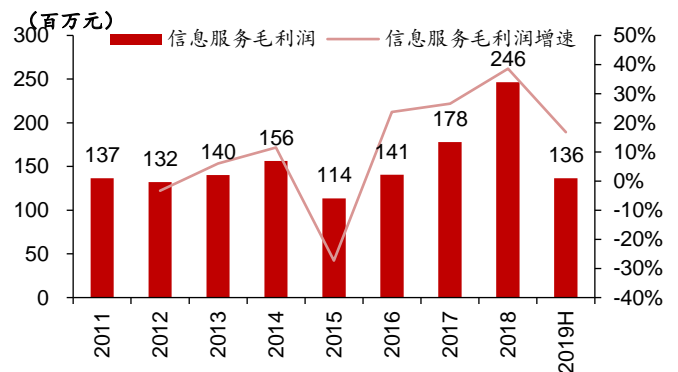
资讯 SaaS 业务有望进入快速成长期。公司业务主要分为母公司提供的资讯 SaaS 服务，以及子公司钢银电商提供的针对 2B 企业的线上交易、供应链、企业云 SaaS 等业务。资讯云 SaaS 服务提供的是通过终端、网页等多种形式为客户提供钢铁产业资讯、行情信息，如大宗商品储量、产量、销量、运量、库存、消费、价格、进出口等。收费方式包括账号授权收费，增值服务收费等。目前公司的资讯产品包括移动 APP 及公众号形式的“我的钢铁”移动终端、PC 终端形式的“钢联数据”终端、网页形式的“我的钢铁”网、“我的有色”网、“我的农产品网”、“隆众石化网”等。2016-2018 年，公司信息服务业收入增速由 16% 提升至 38%，收入增速及毛利润增速中枢均较 2016 年之前有所提升，至 2018 年信息服务业收入已经达到 3.38 亿元。公司的信息服务进入快速增长期。

图表1：上海钢联信息服务业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：信息服务业毛利润及增速

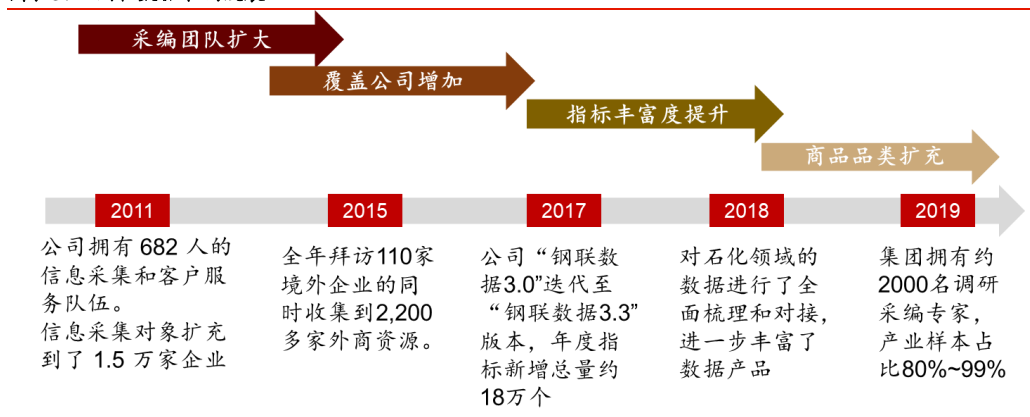


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为上海钢联在信息服务业务的发展历程中，积累了以下三大核心优势：

核心优势一：不断增强数据采集力量，资讯 SaaS 产品不断优化。公司组建了专业的数据采集团队，并建立了严格的采集流程、标准以及核查机制，保证了数据质量。依靠计算机系统及公司规定的样本规则、样本库保证了采集环节的严谨性。在核查环节则建立了人工、机器辅助稽查等多重校验机制保证了信息的准确性。在数据广度方面，公司积极扩展采编团队及产业样本覆盖率，截至 2019 年，据钢联数据官网，产业样本占比已超 80%。在数据独特性上，据钢联官网，钢联数据终端中包含了网站上不发布的成交量数据、钢材等品种调研分省市数据，公司在数据独特性层面形成了业内领先的竞争优势。

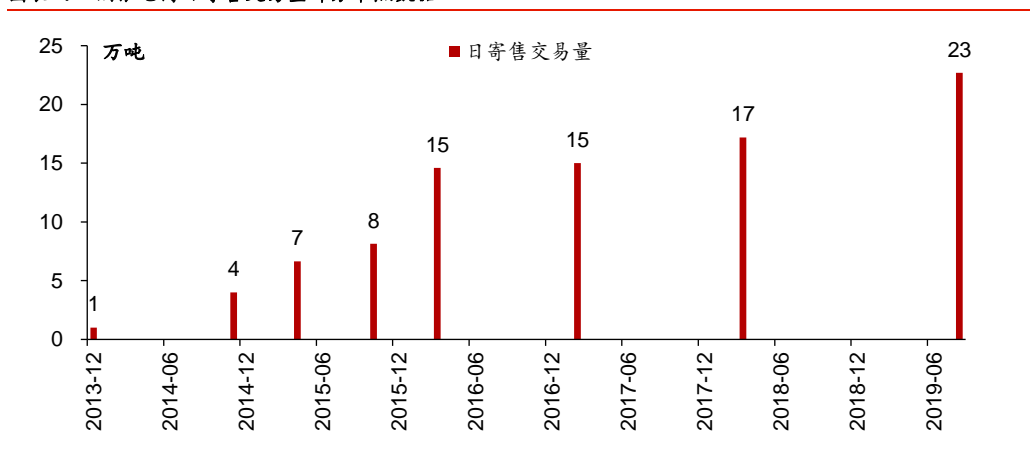
图表3：钢联数据采集发展



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

核心优势二：钢银电商提供交易数据反馈，夯实数据优势。钢银电商是公司的电子商务平台。根据公司官网，2013年5月项目正式启动，随后两年内迅速成长，于2015年7月注册用户突破5万家，日寄售交易量屡创新高。随着钢银电商交易量的上升，作为电商平台能够获得一手的交易数据，交易数据的反馈进一步夯实了公司数据服务的优势。因此在公司的付费产品钢联数据终端中，在我的钢铁网站上不发布的成交量数据成为了一大竞争优势。

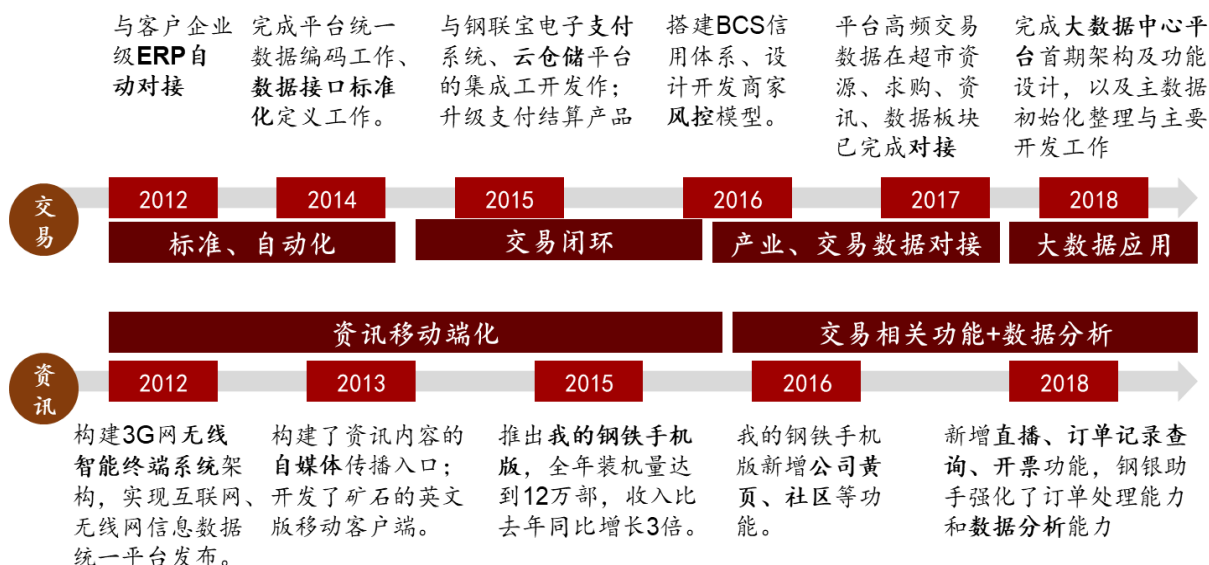
图表4：钢银电商日寄售交易量部分节点数据



资料来源：钢银电商官网，华泰证券研究所

核心优势三：构建钢铁产业信息网络，数据云终端提供实时共享渠道。公司通过产业联网形成了信息服务层面的核心竞争力。交易平台方面，公司通过电商平台构建产业信息网络，联接客户ERP系统，确保交易顺利进行，并不断提升流程标准化、自动化程度，提升了信息的实时性与准确性。在资讯端通过移动升级架构，数据标准化等途径，实现多终端联通。2017年以来，公司基于交易闭环，资讯多终端联通，进行了产业数据与交易数据的对接。随后基于此开始推广大数据应用及数据分析功能。我们认为产业联网以及交易数据与产业数据的联通形成了公司在信息服务层面的核心竞争力。

图表5：交易与资讯业务良性循环



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

云终端实现实时数据共享，API服务为数据资源分发提供途径。公司的云终端产品“钢联数据”自2011年以来，覆盖行业不断拓宽，目前除了钢铁外，还涵盖了宏观、有色、煤矿、化工、农产品等大类。在数据层面，通过开发数据自动更新模板，实现每日指标数据的自动更新，并且通过API接口服务，实现了数据实时共享。

图表6：数据同步服务



资料来源：钢联数据官网，华泰证券研究所

横向拓展品类，覆盖整个大宗领域

横向扩展化工、有色、农产品等领域，云SaaS品类更加多样化。公司在品类上积极拓展，从钢铁行业向其他大宗商品拓展。一方面，公司不断完善信息终端，2013年公司建材、农产品也纳入了资讯服务体系，在资讯服务层面丰富了涉及商品品类。另一方面，公司通过收购，整合了较为成熟的资讯平台。目前，公司旗下的资讯类网站已涵盖钢铁、有色、不锈钢、农产品、建材、石化、能化。此外，在交易平台层面公司也积极拓展品类，2016年公司与山东南山铝业股份有限公司投资设立了上海铝翼电子商务有限公司，将钢银电商的模式推广，建立铝产业链电商平台。随着公司不断丰富品类，未来公司的成长天花板有望进一步抬升。具体看：

品类拓展一：化工

公司通过收购隆众资讯完成了化工领域的布局。2012年公司参股淄博隆众信息，并于2018年完成收购山东隆众。该公司旗下的隆众石化网为石化资讯领先平台，前身为成立于1988年的中国石化商情网，覆盖领域包括能源、化工、塑料、橡胶、化纤、聚氨酯、煤化工、化肥、氯碱以及新材料等大宗商品行业。据公司官网，公司拥有800人的专业服务团队及70万石化产品供应链客户资源，占全国石化企业的90%以上。

图表7：隆众石化发展历程



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

品类拓展二、有色

在有色领域，公司于2010年上线我的有色网，开启大宗商品全品种服务。我的有色网包含铜、铝、铅、锌、锡、稀土、有色价格、镍铬系等多个频道，提供成本、产能、价格、进出口等产业数据及会议活动信息。有色价格频道支持EXCEL数据表格导出，自动计算周期均价方便结算。截至2020年2月，有色价格频道会员为3000元/年，稀土频道会员为6000元/年，其余6个有色子频道会员价格均为2000元/年。

图表8：我的有色网界面



资料来源：我的有色网，华泰证券研究所

品类拓展三、农产品

公司于2013年4月正式推出了我的农产品网，涵盖品种包括豆粕、菜籽粕；豆油、棕榈油、菜籽油；大豆、菜籽；小麦、玉米、稻米；棉花、棉纱等十余种商品。信息包括价格行情、库存统计、研究报告及新闻等。根据公司官网，价格行情指标每日调研、库存、开机率等指标每周调研，并且提供每日、周度、月度的分析报告。截至2020年2月，农产品频道标准会员价格为3600元/年。

未来每个品类都有望复制优势。从网站结构看，各个品类的网站除了信息类栏目，还设置了供求平台撮合交易。这一过程与钢铁电商的发展类似，我们认为这是公司在其他商品领域从信息向交易延伸的初步尝试，未来每一个品类都有望复制钢铁领域的优势。

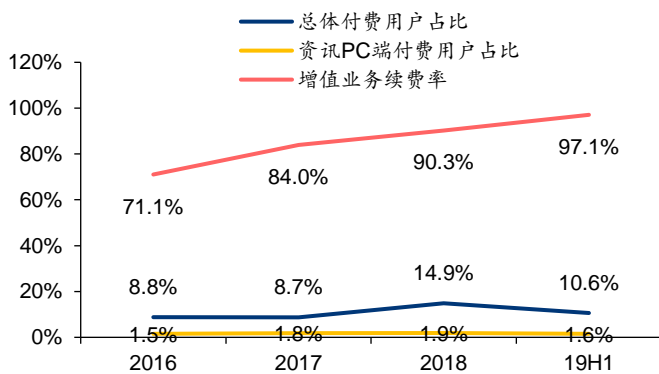
资讯 SaaS 产品不断拓展，天花板抬升

公司基于自身具备的核心数据优势，不断进行 SaaS 产品拓展。

云 SaaS 拓展一：资讯终端。公司的资讯终端产品主要是钢联数据资讯终端，出售资讯终端是公司的重要商业模式之一。公司的资讯终端业务可以对标 Wind，提供的是大宗商品相关资讯，覆盖钢铁、有色、能化等领域。公司通过资讯终端提供原创数据，并通过销售数据终端的方式实现变现。在钢铁交易中，资讯服务费用相比订单金额较低，但对于交易却十分重要，2016 年以来公司的付费类业务增长势头良好，付费用户占比、增值业务续费率逐年增加也印证了这一商业模式的可行性。

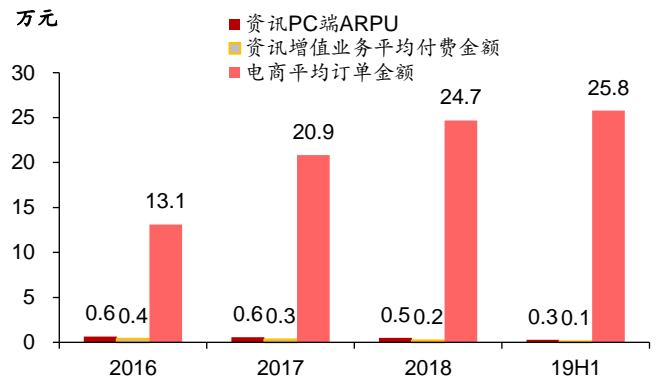
未来我们认为大数据服务有望带来资讯业务价值的进一步提升。公司自 2016 年以来不断进行数据标准化的改进与对接，逐步为大数据业务打基础。根据公司年报，2016 年公司进一步梳理数据框架、建立标准化数据源，产业数据与交易数据的融合，为产业大数据体系的搭建和完善搭建了基础。而随着数据基础的完善，公司的数据业务逐步向大数据服务阶段过渡。2018 年，公司成立大数据业务工作组并完成了数据中心平台首期架构及功能设计，以及主数据初始化整理与主要开发工作。我们认为，随着大数据业务的稳步推进，资讯增值服务有望迎来增长。

图表9：公司付费类业务增长势头良好



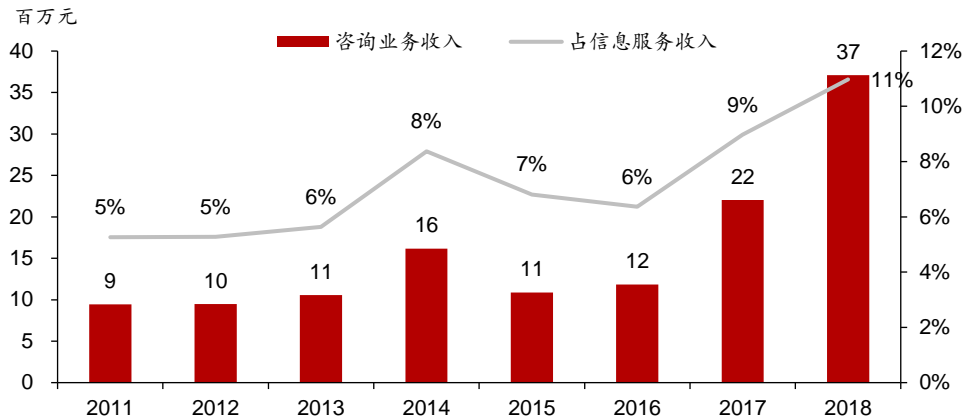
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10：资讯服务价格相对订单较低



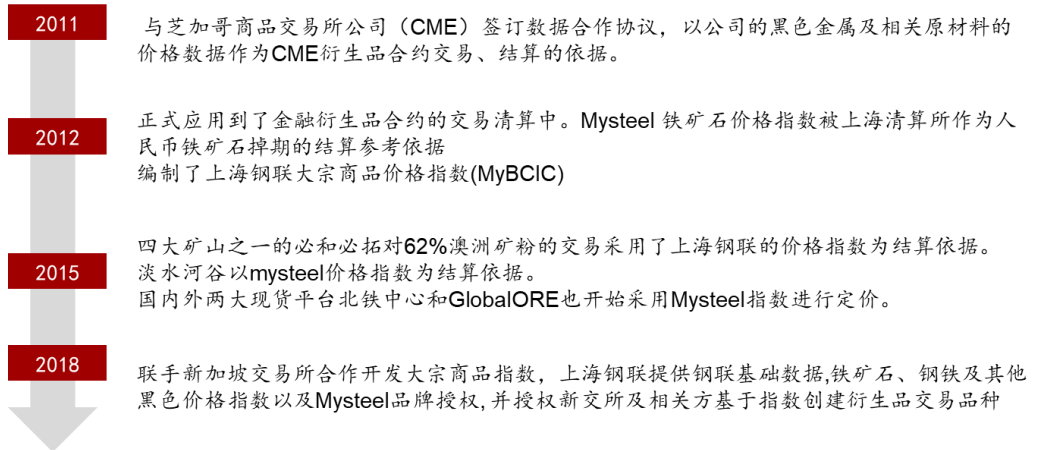
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

云 SaaS 拓展二：线上咨询、研究服务。公司通过数据的积累，能够为产业链上下游提供数据增值服务，如咨询、研究类业务。据公司年报，2018 年钢银电商平台寄售量达到 2760 万吨，据产业信息网数据，2018 年公司钢铁电商成交量市场份额为 34%。公司旗下钢银电商平台作为龙头，坐拥大量交易数据，与公司多年积累的产业数据共同构成了研究、咨询业务的数据基础。公司在钢联云数据终端中开设了研究、研报两大板块，引导客户深度使用数据，为研究、咨询业务培养潜在客户。目前公司咨询业务收入规模有限，但盈利水平较强。（2010-2018 年咨询业务毛利率始终超过 90%）。我们认为，随着交易数据与产业数据的积累，2016 年以来形成的咨询业务重要性提升的趋势将进一步延续。

图表11: 公司咨询业务收入及占信息服务收入比


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

云 SaaS 拓展三：指数产品。公司凭借多年信息服务基础及电商平台交易数据带来的信息优势，积极发展指数产品。指数产品是定价机制的重要组成部分，指数的透明性、真实性是重要的考量因素，这就对采集样本覆盖广度、采集过程的可靠性，严谨性提出了一定的要求。在样本广度上，根据公司官网，Mysteel 铁矿石价格指数信息来源包括矿山招标、主要铁矿石交易平台的交易、私人谈判、贸易商和钢铁商之间的交易，覆盖面广。在流程上，公司采取了稳健的管理框架，设立指数管理委员会，并制定了严格的采集及审查流程。目前公司的指数产品已经得到了国内外众多机构的认可，如与国家统计局等进行战略合作，编制了大宗商品价格指数、钢材综合价格指数等多项指数。Mysteel 铁矿石指数已经成为印度、印尼、马来等矿山长协矿及贸易企业现货定价基准以及钢厂、国内贸易商采购、销售港口现货的定价依据。2018 年同新交所的合作进一步印证了公司的指数产品能力。

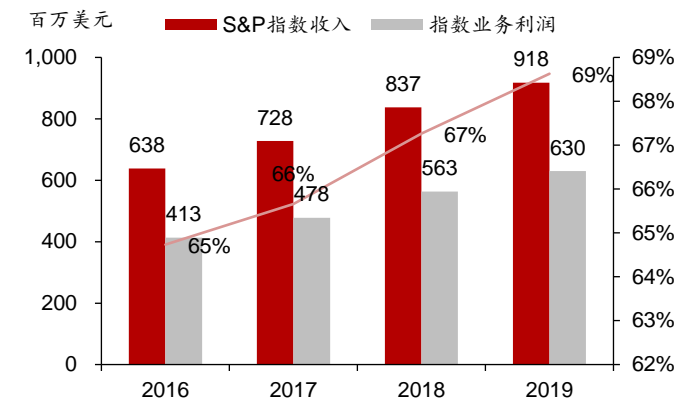
图表12: 公司指数产品发展


资料来源：公司官网，公司年报，华泰证券研究所

指数商业模式潜在利润空间较大。从全球资讯巨头普氏 (S&P Global) 的发展来看，指数业务的商业模式主要有三种，一种是从与指数挂钩的资产的交易中收取提成，第二种是收取发行指数相关资产的指数使用许可费，第三种是数据和定制的指数认购费。从收入占比看，2015-2019 年，普氏指数业务中最主要的部分为资产交易提成，占指数业务收入比在 60%-67% 之间。由于此类业务基本按照相对稳定的比例提成，因此总体收入上看，指数业务收入水平与相关产品的资产管理规模也呈现较为稳定的比例。公司目前的指数产品包括大宗商品价格指数 (MyBCIC)、钢材综合价格指数 (MySpic)、上海螺纹钢价格指数、铁矿石价格指数 (MIODEX)、有色金属价格指数等多项指数，其中铁矿石指数已经获得了重要海外客户的认可，目前世界三大矿山中的必和必拓、淡水河谷均已采用公司的 Mysteel 铁矿石指数作为结算依据。据必和必拓、淡水河谷年报，2018 年两家矿山合计储量占全球比 13%，产量占比为全球 30%，在全球大宗商品交易中占据重要地位。长期来看，公

司的大宗商品价格指数也有望逐步获得认可。据巴克莱报告 *Commodity Assets Under Management Fall In 2018*, 2018 年全球大宗商品资产管理规模 (AUM) 为 2820 亿美元, 参考普氏指数业务收入占 ETF 的平均比重 0.06%, 粗略估算, 指数业务长期有望为公司带来 1.7 亿美元 (约 11.8 亿人民币) 的收入空间。

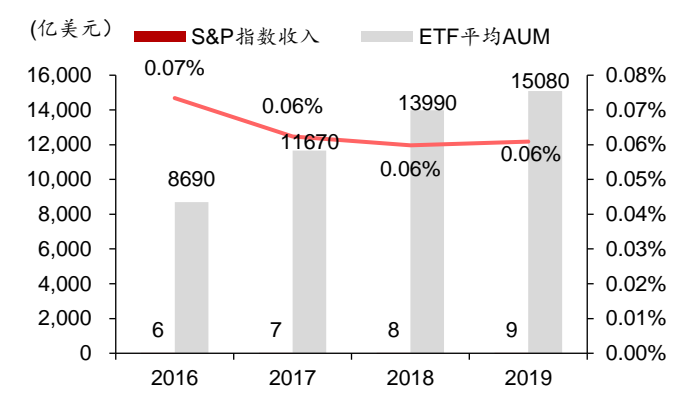
图表13: S&P 指数业务收入及利润



资料来源: S&P Global 年报, 华泰证券研究所

注: 2019 指结束于 2019 年 12 月 31 日的财年, 右同

图表14: 指数收入与 ETF 平均 AUM 比例稳定



资料来源: S&P Global 年报, 华泰证券研究所

指数产品意义: 产业定价权。 指数产品是大宗商品定价机制的重要组成部分, 因此指数产品受到认可有利于掌握商品定价权。2010 年铁矿石长协机制被弃用, 铁矿石交易开始采用指数定价模式。但由于国际上使用的指数样本量较小, 如普氏指数样本量仅占全球海运铁矿石市场贸易量的 3.4%, 定价存在不合理性。在这样的背景下, 目前公司的指数产品已经得到了国内外众多机构的认可。据华夏时报 2018 年 2 月报道《定价权争夺战拔得头筹, 铁矿石巨头采用中国指数》, Mysteel 铁矿石指数于 2015 年成为印度铁矿石生产商中的定价参考之一。随后陆续成为印尼、马来等矿山长协矿及贸易企业现货定价基准以及钢厂、国内贸易商采购、销售港口现货的定价依据。2018 年同新交所的合作进一步印证了公司的指数产品能力。在指数产品获得认可的背后, 是对产业定价权的掌握, 对于我国钢铁产业的发展具有重大的意义。

钢银 SaaS，云业务蕴含较大成长空间

我们认为，基于电商平台的钢银 SaaS 具有较大的成长空间。

第一，从行业层面看，我国钢铁电商市场快速发展，呈现出渗透率提升的趋势，龙头受益的发展前景较为清晰。

第二，从公司层面看，有几大业务看点，分别是：1) 网络效应支持商业模式转变，未来或从买卖双方收取服务费。2) 金融科技云 SaaS：凭借数据基础，输出智能风控。3) 企业管理云 SaaS 服务，深化产业连接。

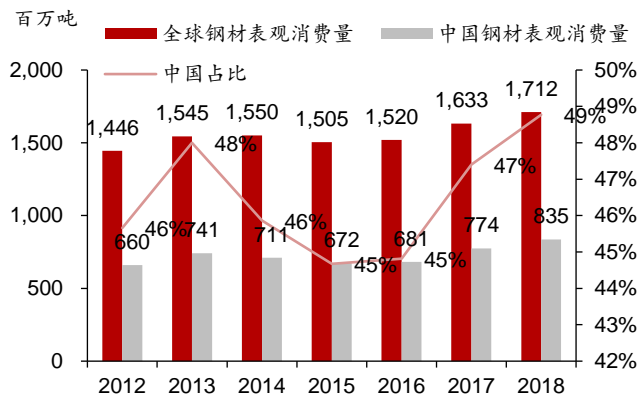
随着云 SaaS 业务的逐步开展，我们认为公司的成长空间有望进一步打开。

大宗电商有望加速渗透，龙头受益

B 端线上迁移加速，大宗电商有望快速渗透

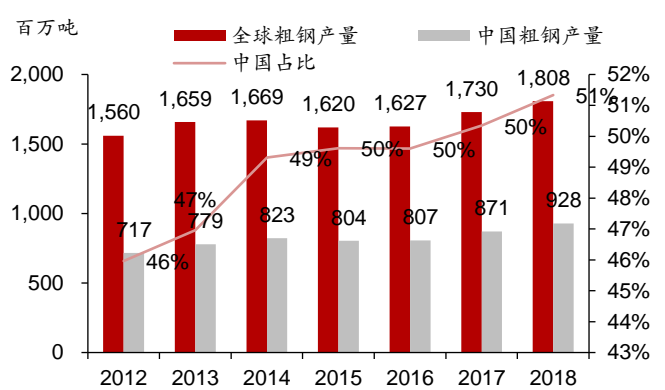
我国在全球钢铁消费及生产中地位重要且呈现地位不断上升，具备孕育庞大电商市场的基础。我国是全球最重要的钢铁生产及消费市场，根据世界钢铁协会数据，2018 年，我国粗钢产量占全球粗钢产量的 51%，我国钢材表观消费量占全球钢材表观消费量的 49%，二者均位列全球首位。从动态角度看，自 2015 年至今我国钢材消费量及粗钢产量占全球比稳中有升。我国在全球钢铁市场中的重要地位是孕育钢铁电商市场的基础。

图表15：中国钢材消费量及占全球比



资料来源：世界钢铁协会，华泰证券研究所

图表16：中国粗钢产量及占全球比



资料来源：世界钢铁协会，华泰证券研究所

钢铁电商满足企业降低成本诉求，在线交易渗透率提升趋势明确

钢铁电商具有节约成本的重要价值。复盘我国钢铁电商的成长史，我国钢铁电商成立时间集中于 2010 年至 2015 年，这一阶段内，由于产能过剩等因素，我国钢铁市场经历了漫长的熊市，钢铁价格不断下跌，钢企盈利压力增加。在这样的背景下，钢铁电商一方面通过直接对接上游供应商及下游客户，推动了交易的扁平化，降低流通成本；另一方面通过提升信息的透明度，降低了信息不对称带来的成本，满足了钢企及客户的需求。

图表17: 钢材综合价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会，华泰证券研究所

图表18: 我国各大钢铁电商成立时间

钢铁电商	事件
欧浦钢网	2010年，推出钢材超市，以现货为基础进行B2B电子商务
报春电商	2010年，报春钢铁网成立
找钢网	2012年正式上线
中钢电商	2013年成立
钢银电商	2013年上线钢银交易平台
欧冶云商	2015年成立
中钢网	2015年起公司开始探索以互联网平台资源组织者的角色切入钢铁产业
钢宝股份	2015年，金陵钢宝网成立
钢之家	2015年下，公司电商平台“商务通”及“易钢云商”上线
五阿哥	2016年，平台上线运营

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

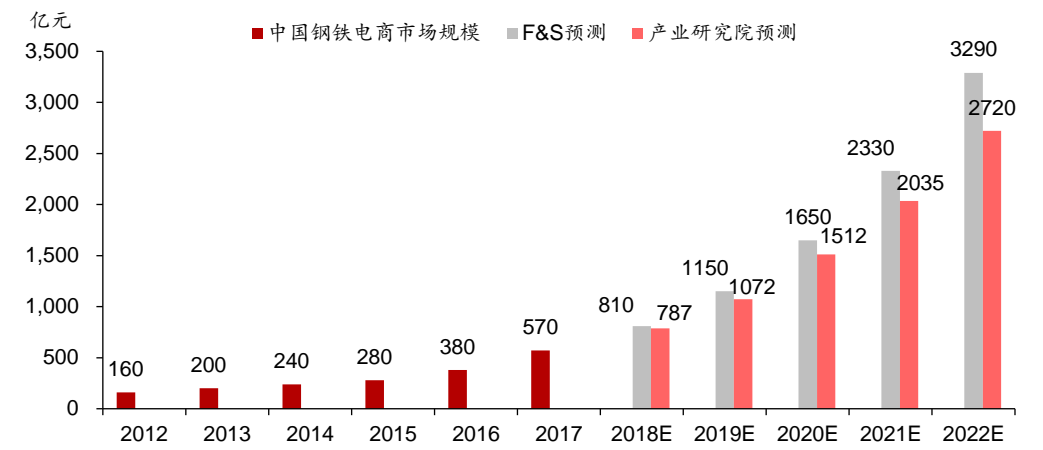
我国钢铁线上交易渗透率上升趋势明确。从我国线上钢材交易量占全国销量的占比情况看，我们通过多个数据源的数据对比印证，发现2015年至今，我国钢铁线上交易渗透率呈现明确的上升趋势，线上交易平均占比由2015年的3.13%上升至2018年的11.83%。而根据Frost&Sullivan预测数据，至2022年我国钢铁电商市场规模有望达到3290亿元，2018-2022年CAGR达到42%（2018-2022CAGR产业研究院预测数据为36%）。考虑到我国钢铁消费量的增速水平较为稳定（2014-2018年CAGR为4%），我们认为钢铁在线交易渗透率上升趋势有望延续。

图表19: 中国钢铁电商交易渗透率

时间	计算方法	线上交易量占比
2018	产业信息网	16.20%
2018	全国电商平台年结算量（据产业信息网市场份额倒推）/全国钢材累计销量（国家统计局）	7.45%
2018 平均		11.83%
2017	全国电商平台年结算量（我的钢铁网）/中国表观消费量（全球钢铁协会）	4.8%
2017	全国电商平台年结算量（我的钢铁网）/全国钢材累计销量（国家统计局）	7.7%
2017	全国电商平台年结算量（据产业信息网市场份额倒推）/全国钢材累计销量（国家统计局）	9.0%
2017 平均		7.16%
2015	全国电商平台年结算量（我的钢铁网）/中国表观消费量（全球钢铁协会）	2.6%
2015	全国电商平台年结算量（我的钢铁网）/全国钢材累计销量（国家统计局）	3.6%
2015 平均		3.13%

资料来源：产业信息网，国家统计局，我的钢铁网，全球钢铁协会，公司公告，华泰证券研究所

图表20: 中国钢铁电商市场规模及预测

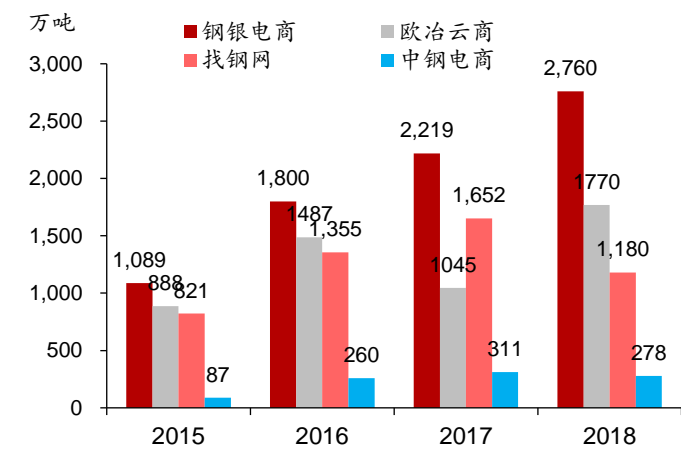


资料来源: Frost&Sullivan, 产业研究院, 华泰证券研究所

作为龙头或直接受益于钢铁电商增长红利, 品类拓展进一步打开业务空间

钢银电商为钢铁电商龙头, 地位逐渐稳固。从交易量数据看, 钢银电商的交易量领先于同行, 并且从2015年至2018年, 领先优势逐渐扩大。从动态视角看, 2018年, 公司市场份额较2015年提升了7pct, 领先优势不断扩大。而根据产业信息网数据, 2018年, 钢银电商交易量市场份额达到34%, 市场份额大于第二名(16%)与第三名(14%)之和, 公司目前龙头地位逐渐稳固。

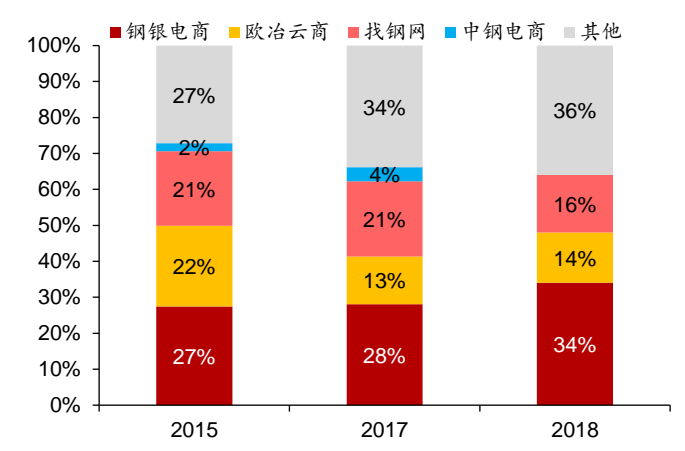
图表21: 钢铁电商平台交易量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

注: 钢银电商为寄售量, 欧冶云商为结算量, 其余为总交易量, 2018年除钢银电商, 其余厂商数据为根据收入增速推算

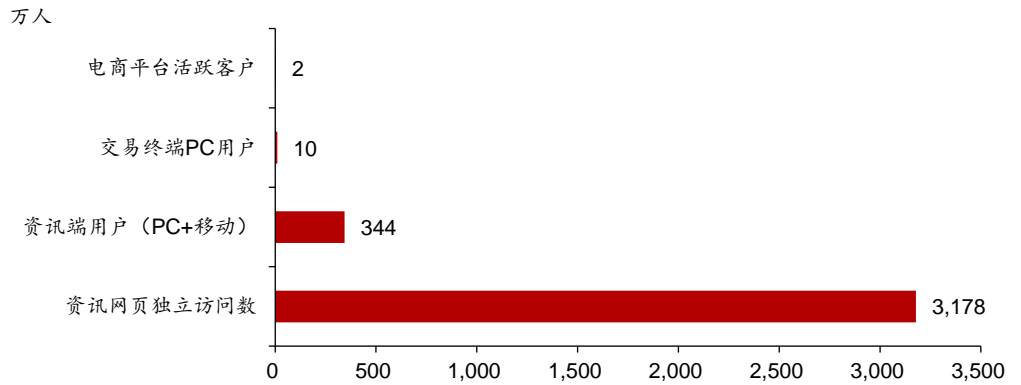
图表22: 钢铁电商市场份额



资料来源: 公司公告, 产业信息网, 我的钢铁网, 华泰证券研究所

网络效应+信息服务客户转化夯实龙头地位基础。我们认为钢银电商之所以能够不断地夯实龙头地位, 一方面原因是电商平台本身具有市场型网络效应, 即通过汇集供需双方为买方提供更多的选择, 为卖方提供买方的入口, 从而促使交易的达成。随着买卖双方数量的增加, 此类网络效应本身具有自我强化的特点, 有助于推动龙头地位逐渐稳固。另一方面, 公司在信息数据服务方面积累了一定的客户基础, 此类客户具有转化为电商客户的可能。根据公司年报披露数据, 2018年公司资讯网页独立访问数为3178万, 资讯端用户数量为344万, 交易终端为10万, 电商平台活跃客户2万。从信息、资讯再到交易端用户、活跃交易用户, 每一层级间都存在一个量级的差别, 我们认为随着客户的不断转化, 钢银电商的用户数仍有上升空间。未来公司有望凭借网络效应及信息服务客户基础享受钢铁电商行业增长红利。

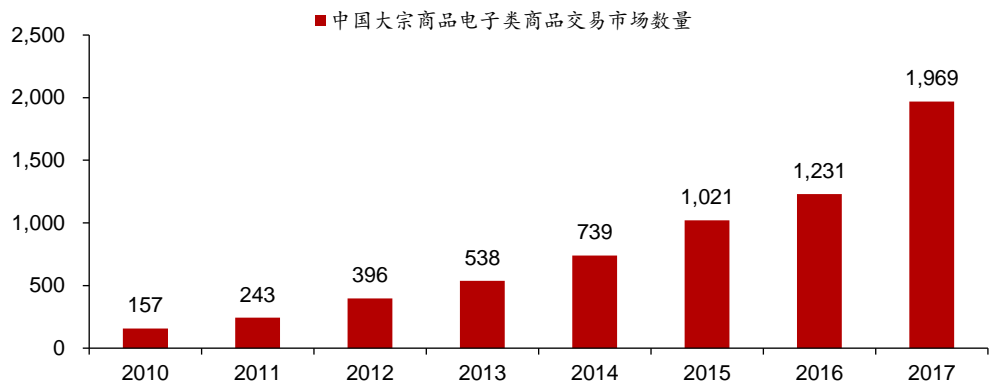
图表23： 2018年各类用户数据



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

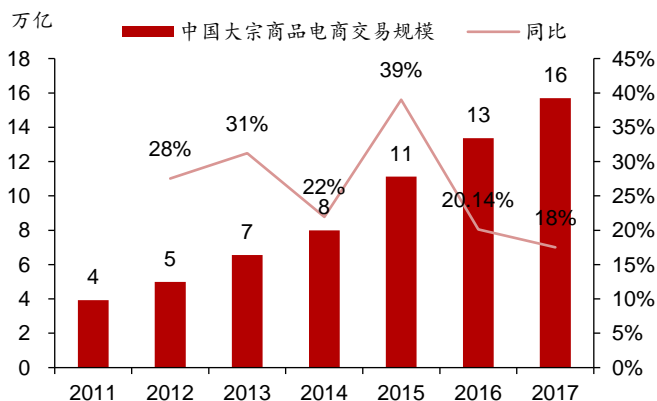
品类拓展进一步打开空间。从交易规模看，由于缺乏交易额数据，我们用2017年上海钢联钢材销售收入734.5亿，与产业研究院的上海钢联交易量份额数据28%，大致估算2017年我国钢铁电商交易额，约为2623亿元。而近年来，大宗商品电子类商品交易市场数量迅速增长，B2B电商及大宗商品电商市场快速发展。根据电子商务研究中心数据，2017年我国大宗商品电商交易规模为15.7万亿元，相比之下钢铁电商交易规模占比仅为1.7%。由此可见在我国，其他大宗商品电商交易也仍有较大的空间。随着公司在资讯领域不断扩张品类，目前已经形成涵盖钢铁、不锈钢、炉料、矿石、有色金属、煤炭、石油、化工、建材、农产品的资讯服务，未来有望在其他领域复制钢银电商的模式，打开新的成长空间。

图表24： 中国大宗商品电子类商品交易市场数量 (个)



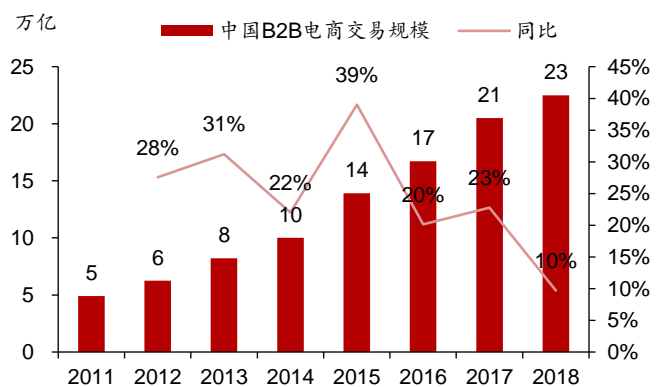
资料来源：中国物流与采购联合会，华泰证券研究所

图表25： 中国大宗商品电商交易规模



资料来源：中国电子商务研究中心，华泰证券研究所

图表26： 中国 B2B 电商交易规模



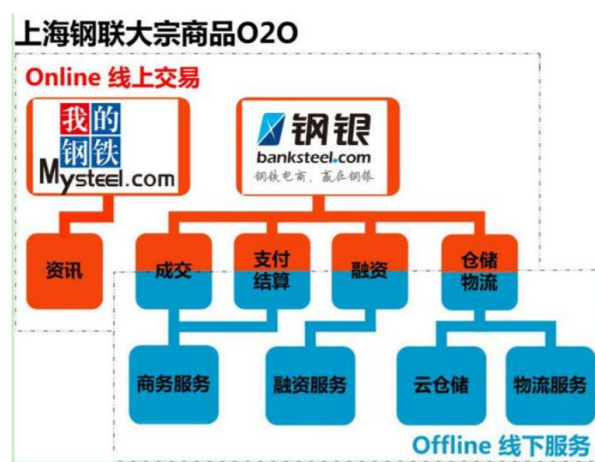
资料来源：电子商务研究中心，华泰证券研究所

钢银 SaaS 云业务蕴含较大增长空间

商业模式升级：网络效应有望带动从买卖双方收取服务费

整合全供应链环节，便利交易。公司通过集成整合，形成了交易环节的全覆盖，涉及支付、物流管理、金融等。在供应链金融方面，2015年起，公司提供包括“任你花”（赊销）、“随你押”（在库融资）、“帮你采”（代理采购）一系列供应链金融服务。在物流仓储领域，2014年，公司参股成立了上海钢联物联网有限公司进行了云仓储领域的布局；在支付领域，公司通过钢联宝开展第三方支付业务。公司于2014年开展了交易平台与钢联宝电子支付系统、云仓储平台的集成。对接后，平台货品的真实性进一步得到了保证，通过条形码入库、视频监管等方式确保了货物中转、储存的安全。公司通过整合供应链各个环节的服务，联合战略合作伙伴提供全环节增值服务，便利钢铁电子商务交易。

图表27： 公司全供应链服务



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

通过三种模式促成交易，随流量上升未来或可收取买卖双方佣金。钢银平台主要通过三种模式进行交易服务，分别是撮合交易（钢材集市）、寄售交易（钢材超市）、委托采购。其中撮合交易指平台作为经纪人匹配双方用户，但不参与支付、物流等环节。寄售交易模式则是卖家（钢厂、钢贸商）在平台内开设商店，平台参与支付、物流等环节，在寄售模式中，公司能够收取佣金。根据公司招股说明书，收费模式为向卖方按实际销售重量收取服务费0-10元/吨，据经济观察报2019年6月8日报道《上海钢银黄坚：新资本运作正在推进》，钢银电商寄售服务费为5元/吨，费率较为稳定。而委托采购则是平台接受经销商委托向钢厂、钢贸商进行采购。未来随着平台商户的增加，或可从买卖双方分别收取佣金增强平台的盈利能力。

图表28： 寄售交易流程图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

未来看点一：金融科技云 SaaS，基于数据优势，输出智能风控

公司对供应链金融有深刻理解。2015 年公司推出供应链金融服务，主要包括“任你花”（赊销）、“随你押”（在库融资）、“帮你采”（代理采购）。随后产品不断迭代升级，完善流程体系、风控体系及用户管理体系。在提供供应链金融服务的过程中，公司注重风险控制。与中国银行、农业银行、建设银行等金融机构展开合作，并在此基础上不断加强自身的风险控制能力。2015 年，公司同中国银行、建设银行、广州商品清算中心等机构建立了战略合作关系，借助大数据平台，建立信用分析模型。2016 年，钢银电商搭建了 BCS 信用体系、设计并开发了商家风控模型。通过与金融机构的合作，公司逐渐形成了对供应链金融风险控制的深刻理解。

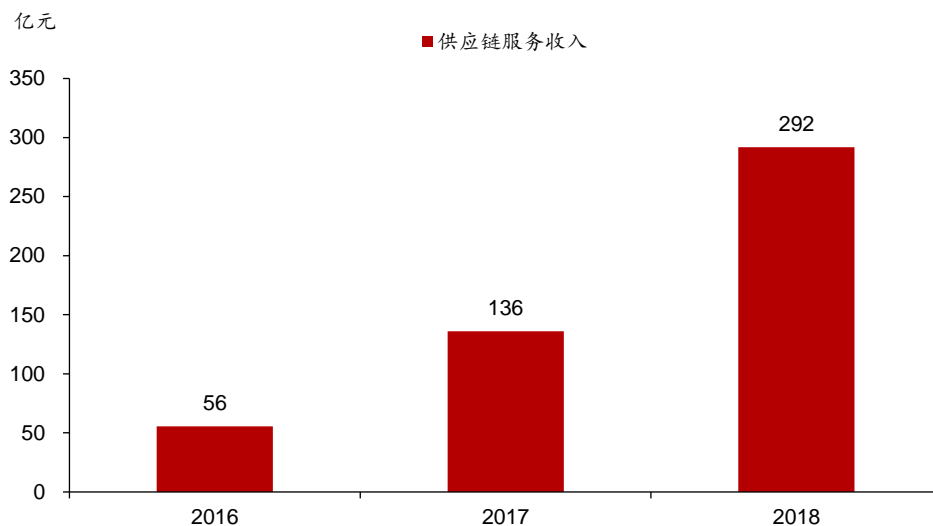
图表29： 公司合作伙伴



资料来源：钢银电商官网，华泰证券研究所

利用数据优势完善风控方案，风控能力强。在钢铁电商交易中存在信用风险，仓储环节可能出现货物毁损等风险，通过信息服务中积累起的数据优势，建立了相应的风控体系，有效的进行了风险控制。对于买家设立保证金制度，对于卖家则要求其将钢材存放于指定仓库，由钢银电商派人对货物实施监管。而在金融服务方面，钢银电商则根据用户在平台的历史交易记录，依托数据优势完善风控方案，判断其是否有借贷资格。通过数据优势完善风控方案，有助于增强其风控能力。优秀的风控能力使公司的服务得到了认可，根据公司年报，供应链服务收入迅速增长，从2016年的56亿元增长到2018年的292亿元。

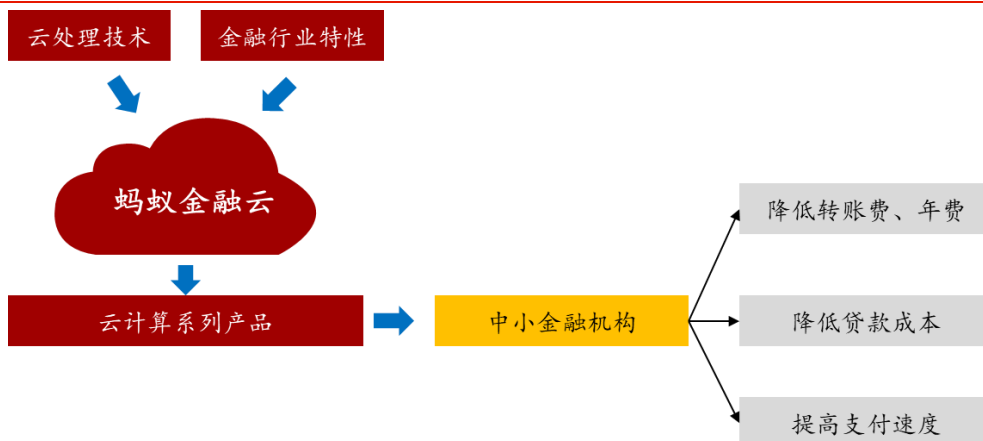
图表30： 供应链服务收入



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

立足于风控能力，打开金融科技新篇章。公司通过钢银电商积累了实时的交易数据，与公司积累的产业数据进行结合，为提供金融科技服务创造了数据基础。公司在提供供应链金融相关服务的过程中形成了优秀的风控能力。从公司的研发投入项目看，2018年包含了以大数据为基础，利用机器学习，建立事前、事中、事后全方位风控平台。公司有望借此风控能力进一步打开金融科技新篇章。蚂蚁金服科技的逻辑与之类似，通过支付宝积累大量的交易数据，并依靠此推出风控等增值金融科技服务。虽然相比C端巨头，公司在B端数据广度相对有限，但从数据深度角度，公司在大宗商品领域积累仍然较为深厚，未来有望在现有金融服务基础上进一步推广金融科技方案，实现风控能力的价值变现。

图表31：蚂蚁金融云业务模式



资料来源：蚂蚁金服官网，华泰证券研究所

未来看点二：企业云 SaaS 服务，深化产业连接打开新空间

“钢银云”切入企业管理领域，打开 TO B 业务新空间。2019 年 11 月，公司推出了“钢银云·贸易”服务，钢银云的目标客户为传统钢贸企业，以 SaaS 形式提供。从具体功能看，以 SaaS 形式提供库存分段管理、快捷找货下单、款项调转、智能记账、结算分类、客户分类等功能。在采购、库存、销售外，还涵盖了财务、客商、报表三大核心功能。钢银云产品标志着公司提供的云方案已经切入了钢贸企业管理领域，未来随着产品进一步推广，或为公司打开 TO B 业务的新空间。

图表32：钢银云贸易产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

云服务延伸或带来新增长点。公司在切入大宗商品企业 SaaS 云服务方面，积累了一定的经验，并且提供的云服务逐渐延伸。公司推出的云仓储服务自 2014 年推出以来已经平稳运行了五年，随后 2018 年公司在会展方面，推出了会议云产品与大型智慧会议解决方案并不断完善头像采集等功能及模块配置。2019 年推出钢银云，将云业务向企业管理延伸。在云领域的探索使公司积累了进一步开展企业 SaaS 云服务的经验。此外，公司通过资讯等服务与产业内公司保持了良好的合作关系，随着产品力的逐渐提升，未来有望通过云服务的延伸进一步打开成长空间。

盈利预测

我们可以将上海钢联的业务分为两大类：资讯业务和钢联电商业务。对于这两部分业务我们分别采取 PS 和 PE 估值法。在估值之前，我们先对公司各业务的毛利率和费用率进行假设。

1、毛利率假设

公司的资讯业务以网页链接服务、信息服务、会务培训、咨询等业务为主。钢银电商的业务内容主要是寄售交易服务和供应链服务为主。

1) 我们认为，寄售交易和供应链金融业务的商业模式相对比较成熟。参照过去两年历史数据，这两个业务毛利率保持稳定。我们预计，2019-2021年，这两个业务的毛利率继续保持稳定。

2) 对于资讯业务，我们认为，网页链接业务模式和收费相对比较稳定。我们预测，网页链接服务毛利率保持稳定。对于信息服务业务，我们认为，未来两年该业务有望继续加速增长，规模效应逐步体现有望带动毛利率逐步提升。我们预测，2019-2021年，信息服务毛利率为 56.59%、57.59%、58.62%。对于会务培训，我们认为，毛利率或将小幅回落，主要考虑到由于人工成本低本的上升，或将带来成本端或将小幅增加。我们预测，2019-2021年，会务培训毛利率为 42.47%、41.09%、39.59%。

图表33： 毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钢材交易服务	0.40%	0.36%	0.48%	0.63%	0.74%	0.82%
寄售交易服务		0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
供应链服务		1.16%	1.16%	1.16%	1.16%	1.16%
网页链接服务	98.86%	99.31%	98.30%	98.30%	98.30%	98.30%
信息服务		46.76%	55.09%	56.59%	57.59%	58.62%
会务培训		51.29%	44.63%	42.47%	41.09%	39.59%
咨询收入	97.45%	99.09%	94.86%	95.06%	95.26%	95.46%
综合毛利率(%)	0.74%	0.60%	0.73%	0.86%	0.96%	1.05%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2、费用假设

我们认为，公司为了推广资讯业务相关产品，主要是以新产品资讯数据终端、咨询等业务为主，其销售费用率或将小幅提升。我们预测，2019-2021年销售费用率分别为 0.24%、0.28%、0.30%。随着人工成本的上升，管理费用率或将逐步小幅提升，我们预测，2019-2021年管理费用率分别为 0.19%、0.21%、0.22%。我们认为，随着钢银电商业务的快速发展，公司或将通过其他融资渠道来增加资金规模，以加快供应链服务的增长。因此，我们判断公司利息支出或将出现一定增加。我们预测，2019-2021年财务费用率分别为 0.09%、0.15%、0.17%。

图表34： 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0.34%	0.22%	0.22%	0.24%	0.28%	0.30%
管理费用率（不含研发费用）		0.19%	0.16%	0.19%	0.21%	0.22%
研发费用率		0.03%	0.05%	0.06%	0.06%	0.05%
财务费用率	0.00%	0.03%	0.02%	0.09%	0.15%	0.17%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

3、资讯 SaaS 估值分析

公司的资讯 SaaS 业务主要包括：信息服务、网页链接、会议会务和资讯等。随着公司数据的积累，目前正在拓展的资讯 SaaS 业务包括：数据终端、产业研究咨询、指数产品业务。

我们认为公司的资讯 SaaS 服务已经形成了采编团队积累、交易数据反馈、产业联网三大核心优势，具备较强的用户粘性，未来随着资讯 SaaS 产品进一步拓展，具备更大的成长空间。考虑到这部分业务的云服务属性，即前期投入的研发费用、销售费用较高，后期用户粘性高，销售费用或下降，并且用户黏性形成后能够提供稳定的收入。因此对于这一部分业务，我们运用 PS 估值法。

这部分业务收入主要体现在上市公司的母公司报表中，我们首先对母公司报表中相关部分的收入进行预测。

公司的网页链接、会务等业务模式已经较为成熟，我们认为这一成熟模式在其他商品品类的复制能够使此类业务保持较为稳定的增速。我们预计 2019-2021 年网页链接收入增速分别为 28%、30%、35%。会务收入增速分别为 45%、50%、50%。

信息业务收入方面，一方面资讯终端、指数等商业模式不断升级，另一方面品类扩充扩大了覆盖面，因此我们认为信息服务增速仍有望进一步提升。此外，随着公司向具有更高附加值的咨询业务拓展，咨询业务预计将保持较高的增速。我们预计 2019-2021 年信息服务收入增速分别为 35%、45%、50%，咨询服务收入增速分别为 60%、60%、55%。

图表35： 资讯收入预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019EA	2020E	2021E
网页链接服务	59.71	62.60	89.98	115.38	147.69	192.00	259.20
增速 (%)		5%	44%	28%	28%	30%	35%
信息服务	70.05	74.48	79.45	106.23	143.41	207.94	311.91
增速 (%)		6%	7%	34%	35%	45%	50%
会务培训	14.74	32.13	50.40	72.44	105.04	157.56	236.34
增速 (%)		118%	57%	44%	45%	50%	50%
咨询收入	10.88	11.82	22.04	37.11	59.38	95.01	147.27
增速 (%)		9%	86%	68%	60%	60%	55%
合计	155.38	182.32	242.94	332.22	456.60	653.76	956.07
增速 (%)		17%	33%	37%	37%	43%	46%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上，我们预测公司 2019-2021 年信息业务收入分别为 4.57、6.54、9.56 亿元，参考可比公司 2020 年 PS15.9 倍，我们给予公司资讯 SaaS 业务 2020 年 15-16 倍 PS，资讯 SaaS 业务对应的 2020 年目标市值水平为 98.06-104.60 亿元。

图表36: 可比公司 PS

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	营业收入(亿元)				PS(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
用友网络	600588.SH	42.68	1,069	77.03	90.49	108.82	131.25	14	11.81	9.82	8.14
广联达	002410.SZ	41.69	470	29.04	33.20	40.07	49.64	16	14.16	11.73	9.47
石基信息	002153.SZ	38.40	410	30.98	36.52	41.46	47.39	13	11.23	9.89	8.65
金山办公	688111.SH	218.00	1,005	11.30	15.98	24.59	34.80	89	62.87	40.87	28.88
泛微网络	603039.SH	84.60	128	10.04	13.36	17.45	22.32	13	9.61	7.35	5.75
平均				31.68	37.91	46.48	57.08	29	21.94	15.93	12.18

注: 可比公司采用 Wind 一致预测, 股价为 2020 年 2 月 14 收盘价

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4、钢银电商估值分析

钢银电商业务, 包括线上交易、在线数据服务、供应链服务, 以及正在快速发展的金融科技服务以及企业 SaaS 云业务。由于目前钢银电商收入和利润主要来自于寄售交易模式以及供应链服务。金融科技和企业云 SaaS 占比还比较小, 对于这部分业务我们采取 PE 估值方法。

我们对报表中控股子公司钢银电商的利润进行预测。由于钢银电商寄售业务收入与寄售量有较为直接的关系, 我们首先对寄售量进行预测。

2016-2018 年, 公司寄售量占全国钢铁销量的份额不断上升, 我们认为未来随着钢铁电商交易的渗透及公司龙头地位的巩固, 公司的市场份额将进一步上升, 我们预测 2019-2021 年公司寄售量占全国钢材累计销量的比为 2.8%、3.2%、3.5%。

另一方面, 我们认为随着平台提供更为丰富的云仓储、供应链金融等增值服务, 电商业务盈利能力不断增强。此外, 随着网络效应的深化, 流量累积带来的从买卖双方收取服务费的升级将使盈利能力进一步提升, 平台的净利润与平台寄售量之间的比值也将延续上升的趋势, 对于这一比值, 我们预测 2019-2021 年为 8%、9%、14%。

图表37: 钢银电商净利润预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钢银电商净利润	18.2	41.5	154.2	257.6	345.6	612.5
增速		127%	272%	75%	55%	50%
寄售量(万吨)	1800	2219	2760	3220	3840	4375
增速		23%	24%	17%	19%	14%
钢材累计销量(亿吨)	11.0	10.3	10.9	11.5	12.0	12.5
公司份额	1.6%	2.2%	2.5%	2.8%	3.2%	3.5%
净利润/寄售量	1%	2%	6%	8%	9%	14%
公司持股比例	55.09%	42.66%	42.26%	42.26%	42.26%	42.26%
对应净利润	10.1	17.7	65.1	108.9	146.1	258.8

资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

综合上述我们预测 2019-2021 年钢银电商净利润为 2.58、3.46、6.13 亿元, 假设公司持股比例保持 42% 不变, 预计 2019-2021 年电商业务净利润分别为 1.09、1.46、2.59 亿元。

对于钢银电商业务, 我们选取可比公司恒生电子、东方财富、同花顺、国联股份为可比公司。可比公司 2020 年对应的 PE 平均值为 53 倍, 我们给予钢银电商业务 2020 年 53 倍 PE, 对应 2020 年目标市值为 77.43 亿元。

图表38: 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 20/2/14	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
恒生电子	600570.SH	95.78	769	1.04	1.40	1.54	1.91	92	68	62	50
东方财富	300059.SZ	15.30	1,027	0.19	0.26	0.34	0.44	82	58	45	35
同花顺	300033.SZ	118.90	639	1.18	1.67	2.21	2.77	101	71	54	43
国联股份	603613.SH	87.50	123	0.89	1.09	1.69	2.49	98	80	52	35
平均				0.82	1.11	1.45	1.90	93	69	53	41

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 可比公司采用 Wind 一致预测, 股价为 2020 年 2 月 14 收盘价

综合以上两个业务分部估值, 我们预计, 公司对应 2020 年的目标市值为 175.49-182.03 亿元, 对应股价为 110.03-114.40 元。首次覆盖给予“买入”评级。

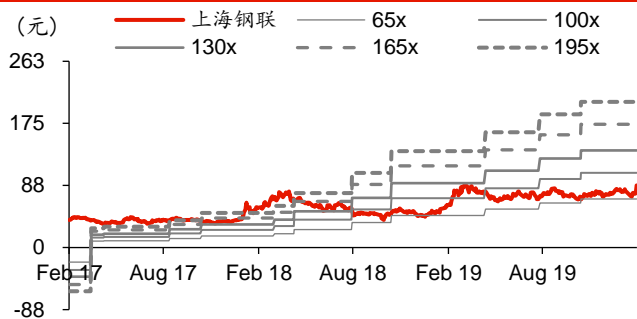
风险提示

1、云业务拓展不及预期。公司在云 SaaS 业务拓展过程中, 要考虑到下游客户对产品的需求, 以及自身云 SaaS 产品开发能力。如果以上两个条件不能同时满足, 云 SaaS 业务拓展可能会低于预期。

2、品类拓展不及预期。目前公司已经在钢铁、化工、有色、农产品等领域进行布局, 但公司在化工、有色等领域的产业地位, 还处于不断强化阶段。未来可能存在品类拓展低于预期的风险。

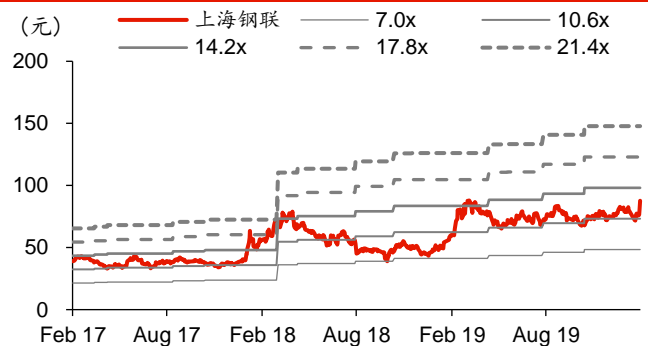
PE/PB - Bands

图表39: 上海钢联历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 上海钢联历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,860	9,236	15,628	21,541	29,195
现金	811.21	529.34	529.34	529.34	529.34
应收账款	876.79	2,051	1,796	3,129	4,818
其他应收账款	35.46	48.26	56.71	94.19	133.10
预付账款	6,860	5,151	11,429	15,460	20,488
存货	889.49	837.49	1,150	1,359	1,714
其他流动资产	387.39	619.36	667.98	968.89	1,512
非流动资产	353.87	430.49	496.47	643.82	840.06
长期投资	55.33	53.55	58.90	64.79	71.27
固定投资	196.18	192.45	178.93	165.41	151.89
无形资产	23.32	31.48	34.09	38.59	42.14
其他非流动资产	79.04	153.01	224.55	375.03	574.76
资产总计	10,214	9,666	16,125	22,185	30,036
流动负债	7,999	7,153	13,292	18,879	25,968
短期借款	896.37	1,062	2,433	4,489	7,155
应付账款	61.96	255.65	214.81	341.25	570.19
其他流动负债	7,041	5,835	10,644	14,049	18,243
非流动负债	40.50	39.08	35.51	34.59	34.28
长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	35.50	39.08	35.51	34.59	34.28
负债合计	8,040	7,192	13,327	18,914	26,003
少数股东权益	1,350	1,517	1,662	1,856	2,183
股本	159.23	159.14	159.11	159.11	159.11
资本公积	722.35	734.49	734.49	734.49	734.49
留存公积	(57.28)	63.64	241.74	521.92	955.87
归属母公司股东权益	824.26	957.28	1,135	1,416	1,849
负债和股东权益	10,214	9,666	16,125	22,185	30,036

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,258)	(335.30)	(1,167)	(1,621)	(1,978)
净利润	66.57	202.08	331.48	486.07	780.86
折旧摊销	15.70	16.27	15.25	15.52	15.38
财务费用	21.19	23.44	109.04	237.01	413.36
投资损失	1.71	3.56	6.57	23.66	44.17
营运资金变动	(1,400)	(648.18)	(1,641)	(2,395)	(3,279)
其他经营现金	37.31	67.53	11.92	11.99	47.16
投资活动现金	(7.30)	(67.38)	(81.17)	(185.78)	(255.72)
资本支出	6.94	10.78	100.00	150.00	200.00
长期投资	(0.34)	(1.50)	(20.05)	5.89	6.48
其他投资现金	(0.70)	(58.10)	(1.22)	(29.89)	(49.24)
筹资活动现金	1,622	300.61	1,248	1,806	2,234
短期借款	776.05	166.07	1,371	2,055	2,666
长期借款	(15.00)	(5.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.21)	(0.09)	(0.03)	0.00	0.00
资本公积增加	277.42	12.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	583.31	127.50	(122.62)	(248.85)	(432.66)
现金净增加额	356.48	(100.93)	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	73,697	96,055	141,183	204,225	292,851
营业成本	73,252	95,354	139,968	202,256	289,777
营业税金及附加	18.45	24.50	37.03	52.26	75.48
营业费用	160.77	212.31	340.29	563.71	866.91
管理费用	137.86	152.04	265.82	425.37	653.89
财务费用	21.19	23.44	109.04	237.01	413.36
资产减值损失	4.22	33.99	33.99	33.99	33.99
公允价值变动收益	(13.14)	(2.48)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.71)	(3.56)	(6.57)	(23.66)	(44.17)
营业利润	68.18	212.97	348.98	513.71	826.85
营业外收入	3.18	3.84	4.41	3.81	4.02
营业外支出	0.46	2.22	1.38	1.35	1.65
利润总额	70.90	214.59	352.01	516.16	829.21
所得税	4.34	12.51	20.52	30.10	48.35
净利润	66.57	202.08	331.48	486.07	780.86
少数股东损益	18.39	81.15	145.44	193.64	327.67
归属母公司净利润	48.18	120.93	186.05	292.42	453.19
EBITDA	105.07	252.68	473.27	766.24	1,256
EPS (元, 基本)	0.30	0.76	1.17	1.84	2.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	78.53	30.34	46.98	44.65	43.40
营业利润	150.63	212.35	63.86	47.20	60.96
归属母公司净利润	117.95	151.00	53.85	57.18	54.98
获利能力 (%)					
毛利率	0.60	0.73	0.86	0.96	1.05
净利率	0.07	0.13	0.13	0.14	0.15
ROE	5.85	12.63	16.39	20.66	24.50
ROIC	3.84	7.71	9.37	9.92	11.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.71	74.41	82.65	85.25	86.57
净负债比率 (%)	11.58	14.84	18.26	23.73	27.52
流动比率	1.23	1.29	1.18	1.14	1.12
速动比率	1.12	1.17	1.09	1.07	1.06
营运能力					
总资产周转率	9.22	9.66	10.95	10.66	11.22
应收账款周转率	133.07	64.68	71.95	81.32	72.36
应付账款周转率	1,381	600.43	595.02	727.46	635.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.76	1.17	1.84	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	(7.90)	(2.11)	(7.33)	(10.18)	(12.43)
每股净资产(最新摊薄)	5.18	6.02	7.13	8.89	11.62
估值比率					
PE (倍)	289.59	115.37	74.99	47.71	30.79
PB (倍)	16.93	14.57	12.29	9.86	7.54
EV_EBITDA (倍)	150.78	62.70	33.48	20.68	12.62

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com