

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 93.20
合理价格区间(元): 117.55~119.38

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

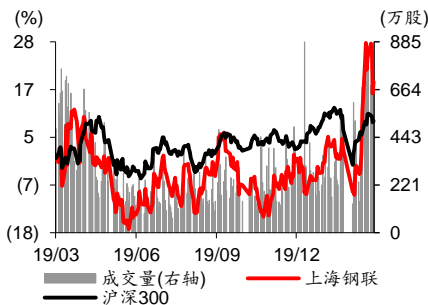
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

1 《上海钢联(300226 SZ,买入): 被忽视的云 SaaS 产业龙头》2020.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

产业 SaaS 龙头: 业务有望加速

上海钢联(300226)

业绩快速增长, 维持“买入”评级

根据业绩快报, 2019 年公司营业收入为 1232.6 亿元, 同比增长 28.32%, 归母净利润为 1.80 亿元, 同比增长 49.12%。公司业绩快速增长的主要驱动因素包括: 1) 资讯业务: 不断进行品类拓展和领域扩张, 业务稳健增长。2) 钢银电商平台业务规模不断扩大, 营业利润高速增长。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13/1.71/2.53 元, 维持“买入”评级。

19Q4 业绩明显加速

19Q4 公司收入为 272.1 亿元, 同比增长 13.6%, 19Q1-19Q3 收入增速分别为 21.6%、5.5%、13.1%。19Q4 公司营业利润为 1.28 亿元, 同比增长 156.0%, 19Q1-19Q3 营业利润增速分别为 63.4%、66.2%、48.1%。19Q4 利润总额为 1.25 亿元, 同比增长 150.5%, 19Q1-19Q3 利润总额增速分别为 64.1%、63.0%、47.2%。19Q4 归母净利润为 0.59 亿元, 同比增长 145.7%, 19Q1-19Q3 归母净利润增速分别为 58.1%、51.5%、39.0%。公司主要财务指标在 19Q4 都出现了加速迹象, 我们认为主要原因是母公司盈利能力提升。

母公司净利润增速约为 27%-34%

根据钢银电商业绩预告, 2019 年钢银电商净利润为 2.5-2.6 亿元, 同比增长 61.2%-67.7%。上市公司对钢银电商的持股比例为 42.26%, 可以得出, 钢银电商归属于上市公司的净利润为 1.06-1.10 亿元。除去钢银电商子公司之外, 其他业务主体 (以母公司为主) 2019 年的净利润为 0.70-0.74 亿元。2018 年剔除钢银电商子公司之外, 其他业务主体的净利润为 0.55 亿元。据此推算, 2019 年以母公司主体的净利润同比增速大概为 27%-34%。

钢银电商交易量有望加速

我们认为, 钢银电商的交易量有望逐步加速, 主要基于以下几个方面的分析: 1) 线上交易渗透率有望提升。受疫情影响, 我们认为, 钢铁 (包括有色化工) 交易有望逐步从线下交易向线上交易迁移, 钢铁电商的渗透率有望逐步快速提升。2) 钢银市场份额有望提升。目前钢银电商是中国最大的线上钢铁交易平台, 其平台商户数量和品类也在逐步增加, 其市场份额有望进一步扩大。3) 线上交易量周度同比出现大幅增长。根据我的钢铁网数据, 随着企业的复工复产, 截至本周四 (2020 年 2 月 27 日), 钢银电商本周累计交易量为 36.39 万吨, 上周同期为 16.67 万吨, 同比增长 118%。

SaaS 及产业联网龙头, 维持“买入”评级

从产业趋势来看, 疫情有望加快钢铁交易向线上迁移, 钢银电商作为中国最大的钢铁线上平台, 交易量有望逐步扩大。SaaS 产品有望逐步打开新的业务空间。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13/1.71/2.53 元 (前值 1.17、1.84、2.85 元)。根据分部估值, 预计公司 2020 年合理市值在 187.03-189.95 亿元, 对应目标价 117.55-119.38 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 钢铁电商渗透率提升速度低于预期, SaaS 产品拓展低于预期。

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)	65.30-100.58
总市值 (百万元)	14,829
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	123,261	163,875	218,245
+/-%	78.53	30.34	28.32	32.95	33.18
归属母公司净利润 (百万元)	48.18	120.93	180.33	271.44	403.17
+/-%	117.95	151.00	49.12	50.52	48.53
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.76	1.13	1.71	2.53
PE (倍)	307.85	122.65	82.25	54.64	36.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

由于公司 2019 年收入略低于此前预期，我们下调对公司 2019-2021 年信息业务收入的预测，分别为 4.51、6.45、9.42 亿元（前值 4.57、6.54、9.56 亿元），参考可比公司 2020 年 PS 均值 17 倍，我们给予公司资讯 SaaS 业务 2020 年 17 倍 PS，资讯 SaaS 业务对应的 2020 年目标市值水平为 109.65 亿元。

图表1： 资讯业务可比公司

证券简称	收盘价 2020/2/27	总市值 亿元	营业收入 (亿元)				PS			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
002153.SZ 石基信息	41.81	446	30.98	36.61	41.54	47.39	14	12	11	9
002410.SZ 广联达	45.00	507	28.62	33.19	40.18	50.02	18	15	13	10
600588.SH 用友网络	50.16	1,256	77.03	90.07	107.86	130.13	16	14	12	10
603039.SH 泛微网络	89.86	136	10.04	13.33	17.35	22.25	14	10	8	6
688111.SH 金山办公	234.31	1,080	11.30	15.98	24.59	34.80	96	68	44	31
平均		685	32	38	46	57	32	24	17	13

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们维持对 2019-2021 年钢银电商净利润的预测，分别为 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。钢银电商可比公司 2020 年对应的 PE 平均值为 55 倍，我们给予钢银电商业务 2020 年 53-55 倍 PE，对应 2020 年目标市值为 77.38-80.3 亿元。

图表2： 钢银电商可比公司

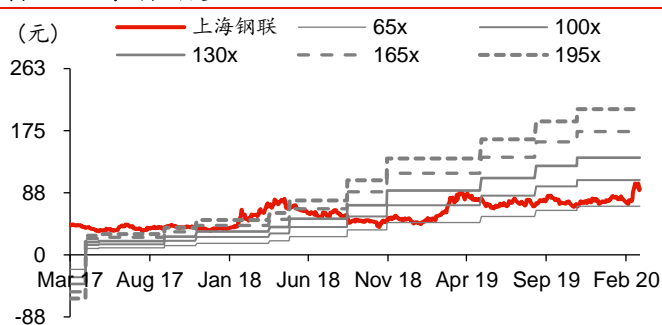
证券简称	收盘价 2020/2/27	总市值 亿元	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH 恒生电子	100.91	810	0.80	1.43	1.56	1.93	126	70	65	52
300033.SZ 同花顺	134.22	722	1.18	1.67	2.32	2.97	114	80	58	45
300059.SZ 东方财富	18.98	1,275	0.14	0.26	0.35	0.44	133	72	54	43
603613.SH 国联股份	119.75	169	0.67	1.10	1.71	2.53	180	109	70	47
平均		744	0.70	1.12	1.48	1.97	138	83	62	47
300226.SZ 上海钢联	93.20	148	0.76	1.13	1.71	2.53	123	82	55	37

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综合以上，预计公司 2020 年合理市值范围在 187.03-189.95 亿元，对应目标价 117.55-119.38 元，维持“买入”评级。

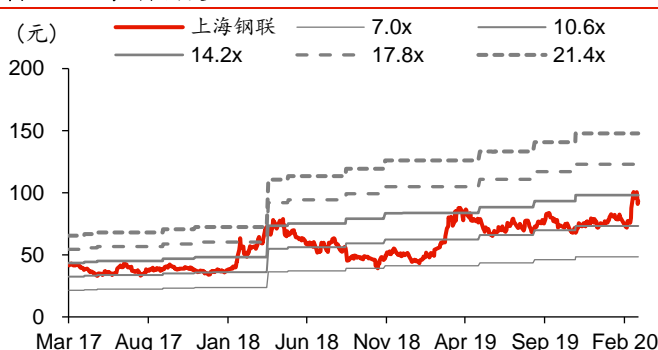
PE/PB - Bands

图表3： 上海钢联历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 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	13,724	17,404	21,912
现金	811.21	529.34	529.34	529.34	529.34
应收账款	876.79	2,051	1,568	2,511	3,591
其他应收账款	35.46	48.26	49.51	75.58	99.19
预付账款	6,860	5,151	9,980	12,409	15,271
存货	889.49	837.49	1,004	1,091	1,278
其他流动资产	387.39	619.36	593.25	787.08	1,143
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	14,221	18,047	22,752
流动负债	7,999	7,153	11,418	14,833	18,898
短期借款	896.37	1,062	1,822	3,097	4,622
应付账款	61.96	255.65	187.58	273.92	425.00
其他流动负债	7,041	5,835	9,408	11,462	13,851
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	11,453	14,868	18,932
少数股东权益	1,350	1,517	1,638	1,790	2,045
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	236.02	495.59	880.90
归属母公司股东权益	824.26	957.28	1,130	1,389	1,774
负债和股东权益	10,214	9,666	14,221	18,047	22,752

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)	(557.56)	(887.14)	(945.91)
净利润	66.57	202.08	301.34	423.80	658.29
折旧摊销	15.70	16.27	15.25	15.52	15.38
财务费用	21.19	23.44	86.21	162.22	266.79
投资损失	1.71	3.56	27.66	52.34	82.33
营运资金变动	(1,400)	(648.18)	(992.62)	(1,546)	(2,000)
其他经营现金	37.31	67.53	4.60	5.12	30.82
投资活动现金	(7.30)	(67.38)	(102.26)	(214.46)	(293.87)
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)	(22.31)	(58.57)	(87.40)
筹资活动现金	1,622	300.61	659.82	1,102	1,240
短期借款	776.05	166.07	759.64	1,275	1,524
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	(99.79)	(173.68)	(284.71)
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	123,261	163,875	218,245
营业成本	73,252	95,354	122,229	162,347	215,989
营业税金及附加	18.45	24.50	32.33	41.93	56.25
营业费用	160.77	212.31	266.89	379.41	538.03
管理费用	137.86	152.04	195.10	292.16	421.83
财务费用	21.19	23.44	86.21	162.22	266.79
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)	(27.66)	(52.34)	(82.33)
营业利润	68.18	212.97	316.50	446.87	696.60
营业外收入	3.18	3.84	4.88	4.53	4.11
营业外支出	0.46	2.22	1.38	1.35	1.65
利润总额	70.90	214.59	320.00	450.04	699.05
所得税	4.34	12.51	18.66	26.24	40.76
净利润	66.57	202.08	301.34	423.80	658.29
少数股东损益	18.39	81.15	121.01	152.36	255.12
归属母公司净利润	48.18	120.93	180.33	271.44	403.17
EBITDA	105.07	252.68	417.96	624.61	978.77
EPS (元, 基本)	0.30	0.76	1.13	1.71	2.53

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	28.32	32.95	33.18
营业利润	150.63	212.35	48.61	41.19	55.88
归属母公司净利润	117.95	151.00	49.12	50.52	48.53
获利能力 (%)					
毛利率	0.60	0.73	0.84	0.93	1.03
净利率	0.07	0.13	0.15	0.17	0.18
ROE	5.85	12.63	15.96	19.54	22.72
ROIC	3.84	7.71	9.57	10.17	11.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	78.71	74.41	80.54	82.38	83.21
净负债比率 (%)	11.58	14.84	15.91	20.83	24.41
流动比率	1.23	1.29	1.20	1.17	1.16
速动比率	1.12	1.17	1.11	1.10	1.09
营运能力					
总资产周转率	9.22	9.66	10.32	10.16	10.70
应收账款周转率	133.07	64.68	66.79	78.78	70.24
应付账款周转率	1,381	600.43	551.53	703.56	618.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.76	1.13	1.71	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	(7.90)	(2.11)	(3.50)	(5.57)	(5.94)
每股净资产(最新摊薄)	5.18	6.02	7.10	8.73	11.15
估值比率					
PE (倍)	307.85	122.65	82.25	54.64	36.79
PB (倍)	17.99	15.49	13.13	10.68	8.36
EV_EBITDA (倍)	159.15	66.18	40.01	26.77	17.09

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，需在允许的范围内使用，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