

公司研究/公告点评

2020年04月03日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 70.10
合理价格区间(元): 94.98~105.14

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

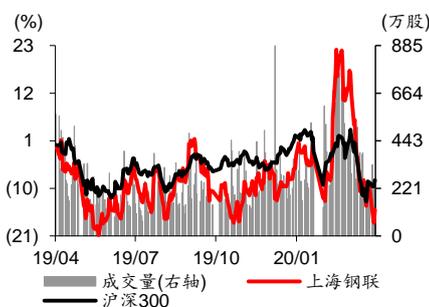
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

- 1 《上海钢联(300226 SZ,买入): 产业 SaaS 龙头: 业务有望加速》2020.02
- 2 《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

钢银电商挂牌精选层, 业务或加速

上海钢联(300226)

钢银电商挂牌精选层, 业务或加速

2020年4月3日公司发布公告,控股子公司钢银电商申请向全国股转系统不特定合格投资者公开发行股票并在精选层挂牌。我们认为,通过此次公开发行挂牌精选层,有望优化钢银电商资本结构,扩大融资规模,加快钢银电商业务发展。我们建议关注:疫情影响下上海钢联业务的逐步加速,以及公司的 SaaS 业务属性和 SaaS 新产品。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。

钢银电商申请公开发行股票并在精选层挂牌

根据公司公告,控股子公司钢银电商申请向全国股转系统不特定合格投资者公开发行股票并在精选层挂牌。本次拟发行不超过 2.5 亿股,发行价格不低于人民币 5 元/股,本次发行完成后,上海钢联对钢银电商的持股比例从 41.94%下降至 33.8%,仍为第一大股东,钢银电商仍纳入公司合并报表范围。本次钢银电商发行股份,有利于进一步优化其股权和资产结构,满足钢银电商业务不断发展的需要,符合钢银电商及公司的发展战略。

钢银电商业务或将加速

我们认为,此次钢银电商挂牌精选层有望逐步解决业务发展所需要的资金问题,业务发展有望加快。目前钢银电商以钢银平台为载体,为平台用户提供三种服务:1)撮合交易服务,2)寄售交易服务,3)供应链服务。2019年钢银电商归母净利润为 2.5-2.6 亿元,同比增长 61.25%-67.70%。我们认为,通过此次公开发行挂牌精选层,有望优化钢银电商资本结构,多元化融资渠道,扩大融资规模。在资金规模扩张的驱动下,供应链业务发展或将提速,推动公司业务快速增长。

钢铁电商龙头, 受益于线上交易渗透率提升趋势

钢银电商为钢铁电商龙头,交易量领先于同行。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。据产业信息网,2015-2018年,我国钢铁线上交易平均占比由 2015 年的 3.13%上升至 2018 年的 11.83%,线上交易渗透率呈现上升趋势。而据 Frost&Sullivan 预测数据,2018-2022 年我国钢铁电商市场规模 CAGR 达到 42%,公司作为钢铁电商龙头将受益于线上交易渗透率提升。

电商 SaaS 推动数据价值变现, 维持“买入”评级

我们认为,钢银电商挂牌精选层有望进一步加快公司业务发展速度。同时,我们认为,在疫情推动线上化交易的背景下,上海钢联或将受益明显。我们建议关注上海钢联原有业务的 SaaS 属性,以及新拓展的 SaaS 产品。我们上调钢银电商盈利预测,但由于持股比例下降,以上两个因素叠加上对上市公司业绩贡献影响较小,暂不调整公司整体盈利预测。我们预计,2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.13/1.71/2.53 元,根据分部估值,我们预计 2020 年目标价为 94.98-105.14 元,维持“买入”评级。

风险提示:钢银电商平台交易量低于预期,供应链业务发展低于预期。

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)	11,154
总资产(百万元)	44.91
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)	231.55	92.25	61.86	41.10	27.67

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

资讯业务估值

我们预计，2019-2021年公司资讯业务收入分别为4.51、6.45、9.42亿元。参考可比公司2020年PS均值10倍。考虑到资讯业务的快速成长性，我们给予公司资讯SaaS业务2020年10-12倍PS，资讯SaaS业务对应的2020年目标市值水平为64.53亿元-77.43亿元。

图表1：资讯业务可比公司

证券简称	收盘价 2020/4/2	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	30.40	325	30.98	37.63	41.60	47.89	10	9	8	7
002410.SZ 广联达	44.50	503	28.62	35.40	41.56	51.46	18	14	12	10
600588.SH 用友网络	43.70	1,094	77.03	85.09	102.85	124.52	14	13	11	9
平均		799	45.54	52.71	62.00	74.62	14	12	10	8

资料来源：Wind、华泰证券研究所

钢银电商业务估值

我们预计2019-2021年钢银电商净利润为2.58亿元、4.83亿元、7.51亿元（前值分别为2.58、3.46、6.13亿元），我们调高2020和2021年钢银电商净利润的原因：通过此次融资，钢银电商的供应链服务业务有望加速。假设2020-2021年上海钢联对钢银电商的持股比例为33.8%保持不变，我们预计2019-2021年电商业务净利润分别为1.08、1.63、2.54亿元。钢银电商可比公司2020年对应的PE平均值为53倍，我们给予钢银电商业务2020年53-55倍PE，对应2020年目标市值为86.59-89.86亿元。

图表2：钢银电商可比公司

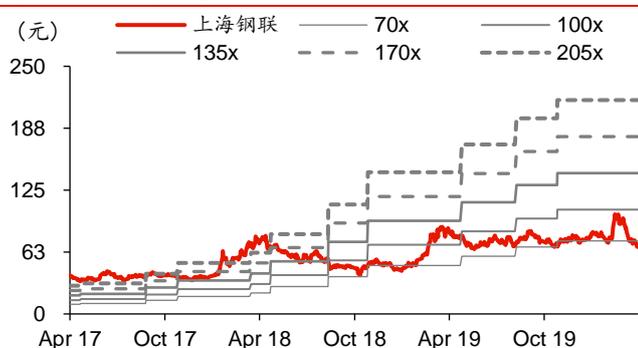
证券简称	收盘价 2020/4/2	总市值 亿元	EPS				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH 恒生电子	89.70	720	0.80	1.45	1.57	1.95	112	62	57	46
300033.SZ 同花顺	113.02	608	1.18	1.67	2.31	2.97	96	68	49	38
300059.SZ 东方财富	16.62	1,116	0.14	0.28	0.36	0.46	116	60	46	36
603613.SH 国联股份	102.99	145	0.67	1.13	1.72	2.52	155	91	60	41
平均		647	0.70	1.13	1.49	1.97	120	70	53	40

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综合以上，我们预计公司2020年合理市值范围在151.12-167.29亿元，对应目标价94.98-105.14元，维持“买入”评级。

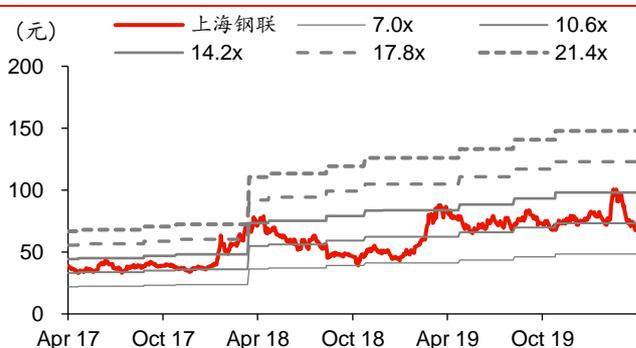
PE/PB - Bands

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)	231.55	92.25	61.86	41.10	27.67
PB (倍)	13.53	11.65	9.88	8.03	6.29
EV_EBITDA (倍)	124.18	51.64	31.22	20.89	13.33

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、郭梁良，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师谢春生、郭雅丽、郭梁良本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司