

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：梁铮

0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

联系人：孔令峰

0755-23618502 konglf@ghzq.com.cn

数据权威！双向增长开拓新空间

——上海钢联（300226）深度报告

投资要点：

- **权威数据，铸造难以复制的核心竞争力** 公司是钢铁领域的垂直 B2B 电子商务龙头，市场占有率超过 50%。相比综合类 B2B 电商，公司给客户价值更高的服务，从而拥有更高的客户黏性。公司的核心竞争力在于拥有一支 1000 多人的信息采集队伍，每天向 15000 多家单位电话采集信息，经过长达 10 多年的数据积累和人才积累，公司的数据权威性已经获得了国际认可，并被芝加哥商品交易所采用，属于国内首例。公司这种长期积累的数据优势和品牌优势短期内难以复制。
- **钢价的波动性和不对称性决定了公司的价值** 我国钢材生产企业众多且集中度不高，区域性特征明显，导致不同地区的钢价差别较大，钢铁的金属属性导致价格在一天之内可以变化多次，各国的金融机构和经济研究机构几乎都把钢铁等大宗商品作为重要研究对象，全球各国的资本市场也随之频繁波动。钢价的这种属性决定了市场对权威、客观的数据需求迫切，公司正是以数据起家，随着公司数据的权威性和品牌知名度逐步提升，未来的市场地位将越来越高。
- **双向扩张，打破 B2B 电商空间小的瓶颈** 垂直 B2B 电商一直饱受行业空间较小困扰，这也是市场给予较低估值的重要因素。针对该问题，公司充分利用在钢铁领域的品牌优势和经验向与钢铁行业类似的铁矿石、化工、煤炭、有色金属等大宗商品领域扩张，实现多元化的利润来源；除此之外，公司充分利用电子商务平台向线下服务领域延伸，形成融资、仓储物流、配送中心、运输等多个环节集约效应，目前以代购业务为突破口，等到代购量和客户积攒到一定程度后即可向下游延伸。公司的双向扩张开启了新的巨大市场空间，也解除了市场对行业空间的疑虑。
- **首次覆盖，给予增持评级** 我们预计公司 2012-2014 年收入分别为 7.7 亿、18.8 亿和 21.1 亿元，净利润分别为 5200 万、7300 万和 9000 万元，EPS 分别为 0.66 元、0.91 元和 1.12 元，对应当前股价 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。可比公司今明两年年平均 PE 分别为 24 倍和 20 倍，公司估值优势明显。与可比公司相比，公司的核心数据优势明显，并且在国际上获得了权威性和客观性的认可，未来的增长空间巨大且规划清晰，我们首次覆盖，给予增持评级。

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			11A	12E	13E	11A	12E	13E
002095.SZ	生意宝	11.09	0.20	0.42	0.50	55.45	26.59	22.18
002315.SZ	焦点科技	29.23	1.39	1.66	2.12	21.03	17.63	13.79
300033.SZ	同花顺	18.88	0.46	0.74	0.93	41.04	25.51	20.36
300059.SZ	东方财富	10.83	0.32	0.43	0.46	34.16	25.07	23.67
300226.SZ	上海钢联	12.69	0.48	0.65	0.91	26.27	19.39	13.92

目 录

1、数据为王，不一样的垂直 B2B 电商	3
1.1、垂直 B2B 电商，拥有更高的客户黏性	3
1.2、数据为王，提供更有价值的服务	5
1.3、多年累积，铸造核心竞争力	6
1.4、公司基本情况	7
2、钢价波动性和不对称性决定公司价值，数据权威性打造龙头地位	9
2.1、区域性明显、钢贸仓储集中对电商十分有利	9
2.2、钢价存在波动且不透明即有数据需求	10
2.3、权威性！决定 CME 衍生品合约交易结算价	11
3、传统业务空间依然巨大	11
3.1、30 万钢贸商和 200 万终端客户活跃在 5 万亿的钢铁流通市场上	11
3.2、开源节流，B2B 受经济波动影响不明显	13
3.3、网页链接未来量价齐升	13
4、双向增长，打破 B2B 电商空间小的瓶颈	15
4.1、由钢铁领域向整个大宗商品电子商务平台拓展	15
4.2、打造交易平台，覆盖全产业链，达成多方共赢局面	16
5、估值优势明显，首次给与增持评级	21
5.1、盈利预测	21
5.2、首次覆盖，给予增持评级	21
6、风险提示	22

1、数据为王，不一样的垂直 B2B 电商

上海钢联现阶段的主要平台是以“我的钢铁（www.mysteel.com）”为主的垂直类 B2B 电子商务公司。公司目前主要收入来源主要基于“我的钢铁”网站，上市以后重点向两个维度进行扩张，一方面凭借“我的钢铁”平台的品牌优势和经验向铁矿石、有色金属、煤炭等大宗商品领域扩张，成立了“大宗商品”平台、“我的有色”平台，以及煤炭、煤化工、石油等大宗商品平台；另一方面是为客户提供多种服务模式的钢铁现货电子商务平台发展，延伸至电子商务服务商业谈判、合同签订、订单下达、资金支付、运输物流等后期交易过程，将公司的服务体系从交易前向交易中、交易后服务延伸，提高公司客户粘性的同时开启新的市场空间。

1.1、垂直 B2B 电商，拥有更高的客户黏性

B2B 电子商务大概分为综合类 B2B（如阿里巴巴）和垂直类 B2B（如中国化工网、我的钢铁网）两种，综合类 B2B 电子商务所服务的行业没有限制，覆盖面比较广，这个特性决定了综合类 B2B 电商对所有行业客户提供的是标准化服务，不管是什么行业的客户，都能在该平台上进行品牌推广、买卖信息发布等，这种服务在电商发展初期能够依靠广告等宣传方式快速吸引客户，从而建立自身的会员资源。但是这种标准化的服务门槛相对不高，客户粘性很低，由于覆盖所有行业，综合类 B2B 电子商务在保持客户粘性和提升服务价值方面遇到较大的发展瓶颈，比如阿里巴巴覆盖 27 个行业，800-900 个行业门类。信息量巨大但质量不高成为制约综合类 B2B 电商发展的最大障碍。

与综合类不同，行业垂直 B2B 电商专注某一行业或产业链，由于更加专业专注，能够提供包括行业信息服务在内的专业服务，在发展初期，垂直类电商发展较综合类慢，主要是因为客户群体单一、受众群体少和宣传难度较大问题，另外，某些行业规模较小，产业链较短，容易出现天花板。但垂直 B2B 电商固有的这种专业性和更具有价值的信息服务特点可以拥有更高的客户忠诚度，能够在后期的上下游延伸中提供更多的增值服务。

图 1、综合类 B2B 电商特点

优势	劣势
没有行业限制，覆盖面较广	客户粘度较低，开发容易流失也容易
发展初期容易快速形成规模	所提供服务停留在初级层面，难以延伸
易于宣传，网站更新信息量大	专业性不强，付费会员比例低
会员数量庞大，易形成群聚效应	信息量巨大，但质量不高
价格便宜，便于推广	同质性服务，壁垒不高

资料来源：国海证券研究所

图 2、垂直 B2B 电商特点

优势	劣势
专业性强，客户黏性高	行业单一，客户数量扩展受限
服务质量高，覆盖全产业链	发展初期较慢，宣传渠道有限
付费会员比例高	行业专业人力成本较高
跟踪企业价格、库存动态，信息价值更高	受单一行业波动影响较大

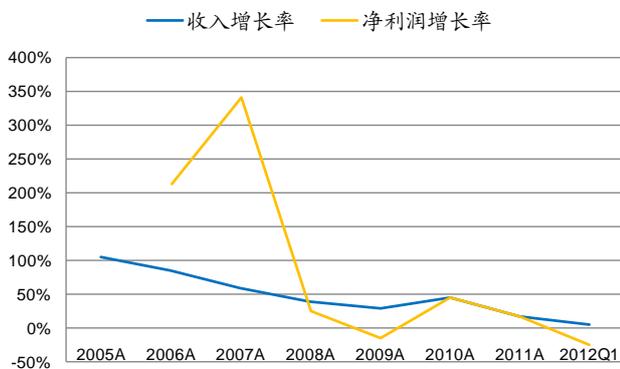
资料来源：国海证券研究所

电子商务发展初期，综合类 B2B 电商以其固有的便于推广、高性价比等优势获

得快速增长，垂直性电商则致力于所在行业的资源和信息搜集积累，提高产品和服务的质量。现阶段，随着越来越多的中小企业开展电子商务，客户对服务也提出更高的要求，综合类电商产品和服务的瓶颈开始凸显，阿里巴巴去年开始新增付费会员数量开始快速下滑，马云表示 B2B 电商模式急需转型也说明目前综合类电商的困境。与此同时，垂直类电商产品服务的价值开始逐步得到客户的认可，在大部分企业客户均实现电商功能且竞争同质性越来越明显、成本压力越来越高时，垂直类券商的价值越来越明显。

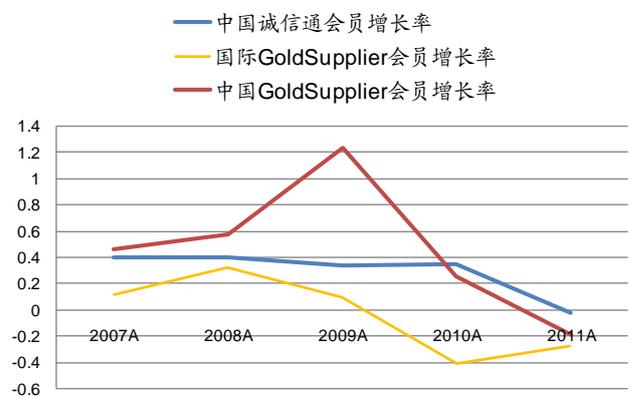
阿里巴巴近几年业绩增速出现明显放缓，今年一季度净利润更是同比下滑 25%。付费会员从去年开始负增长，其他综合类 B2B 电商如焦点科技、生意宝、环球资源等公司从 2010 年开始业绩增速也出现明显下滑。

图 3、阿里巴巴业绩增速近几年明显放缓



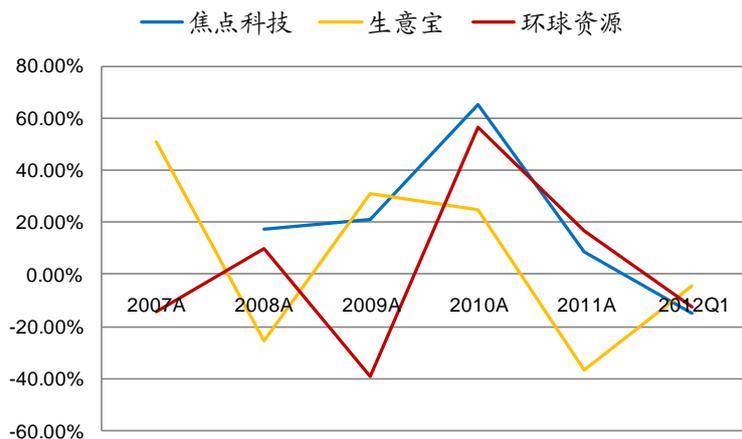
资料来源：国海证券研究所，阿里巴巴年报

图 4、阿里巴巴付费会员开始流失



资料来源：国海证券研究所，阿里巴巴年报

图 5、综合类 B2B 电商 2010 年以来业绩增速普遍下滑



资料来源：国海证券研究所，Wind

垂直 B2B 电商通过向客户提供专业的商业信息吸引会员注册，进而不断提升网站的知名度，起到行业内“赢者通吃”效果，在此基础上为客户提供企业宣传推广、商情发布、专业搜索、商业信用识别、在线交易、仓储物流等商务服务，不断增加与客户的黏性，加强电商的盈利能力。

图 6、垂直 B2B 电商不断完善服务提高客户黏性



资料来源：国海证券研究所

1.2、数据为王，提供更有价值的服务

与现有的大多数 B2B 电商不同，公司的钢铁电子商务平台核心是以国内 60 多个城市 3000 多家钢铁单位的价格和库存的为基础，为会员提供实时的行情数据，供钢贸商和采购商做出科学的决策。国内大部分 B2B 电商目前仍停留在初级的提供求购和供应信息以及推广宣传的层面上。公司目前的提供的数据已经覆盖了钢铁、能源、矿业、有色金属等行业中的 51 个大类 273 个小类产品的行情信息，平均每个工作日发布和更新的行情数量达 4000 多条。

图 7、公司数据紧密跟踪各地库存情况



资料来源：国海证券研究所，公司网站

图 8、公司数据紧密跟踪各地钢铁价格走势



资料来源：国海证券研究所，公司网站

具体而言，公司的数据覆盖了钢铁行业钢厂库存、钢材出厂价格、工程采购价格、贸易商成交价格、市场主流成交价、生产企业动态、区域产能情况、仓储物流等，对采购商、钢贸商和钢厂都具有切合实际的指导意义。

图 9、公司对某一市场库存情况统计图示



资料来源：国海证券研究所，公司网站

图 10、公司对某一区域主要钢厂产能调查情况图示



资料来源：国海证券研究所，公司网站

图 11、公司自主编制的钢铁价格指数 (Myspic)

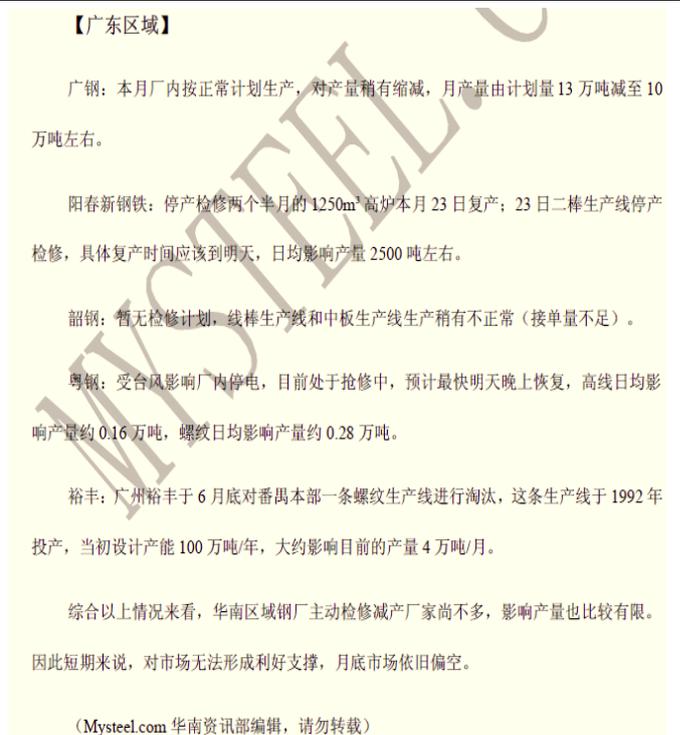
7月25日Myspic指数:

	本日	昨日	日环比	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数									
综合	137	137.7	-0.55%	142.4	-3.79%	148.3	-7.65%	176.1	-22.19%
长材	154.9	156	-0.71%	161.1	-3.86%	168.2	-7.90%	201.2	-23.00%
扁平	121.5	122	-0.38%	126.2	-3.70%	131.2	-7.36%	152.1	-20.13%
一次材	145.3	146.2	-0.65%	151.9	-4.39%	159.4	-8.85%	190.3	-23.68%
区域指数									
华东	138.2	138.7	-0.42%	143.6	-3.81%	150.1	-7.93%	176.7	-21.73%
华南	144.9	145.4	-0.34%	150.2	-3.52%	154.8	-6.40%	183	-20.82%
华北	133.6	134.8	-0.95%	139.4	-4.19%	145.4	-8.15%	172.3	-22.47%
中南	140.5	141.2	-0.50%	145.6	-3.50%	151.6	-7.33%	178.3	-21.16%
东北	133.3	133.8	-0.40%	137.4	-2.99%	141.7	-5.92%	168.2	-20.76%
西南	139.9	140.9	-0.73%	145.1	-3.62%	152.2	-8.06%	179.4	-22.02%
西北	141.8	142.5	-0.46%	147.4	-3.73%	154.3	-8.06%	180.6	-21.47%
品种指数									
螺纹	150.1	151.4	-0.82%	156.8	-4.25%	164.6	-8.80%	198.9	-24.54%
线材	154.6	155.9	-0.80%	161.3	-4.16%	168.5	-8.22%	203.7	-24.07%
型材	168.3	168.7	-0.25%	172.4	-2.39%	177.4	-5.12%	202.6	-16.94%
中厚	138.7	139.7	-0.71%	145.3	-4.50%	151.8	-8.58%	179.5	-22.70%
热卷	133.1	133.3	-0.17%	139.8	-4.73%	147.6	-9.85%	171.6	-22.47%
窄带	115.3	116.2	-0.77%	119.9	-3.85%	123.2	-6.44%	145	-20.50%
冷板	107	107.2	-0.10%	109	-1.83%	112.2	-4.57%	126	-15.07%
镀锌	97.8	97.8	-	98.5	-0.69%	99.6	-1.80%	114.7	-14.72%
无缝管	124.5	124.8	-0.27%	126.6	-1.68%	128.2	-2.94%	144.9	-14.12%
焊管	149.6	150.1	-0.32%	152.7	-2.00%	154.1	-2.95%	183.3	-18.39%

2000年7月31日为100点

资料来源：国海证券研究所，公司网站

图 12、公司针对重点钢企的产能调研情况



资料来源：国海证券研究所，公司网站

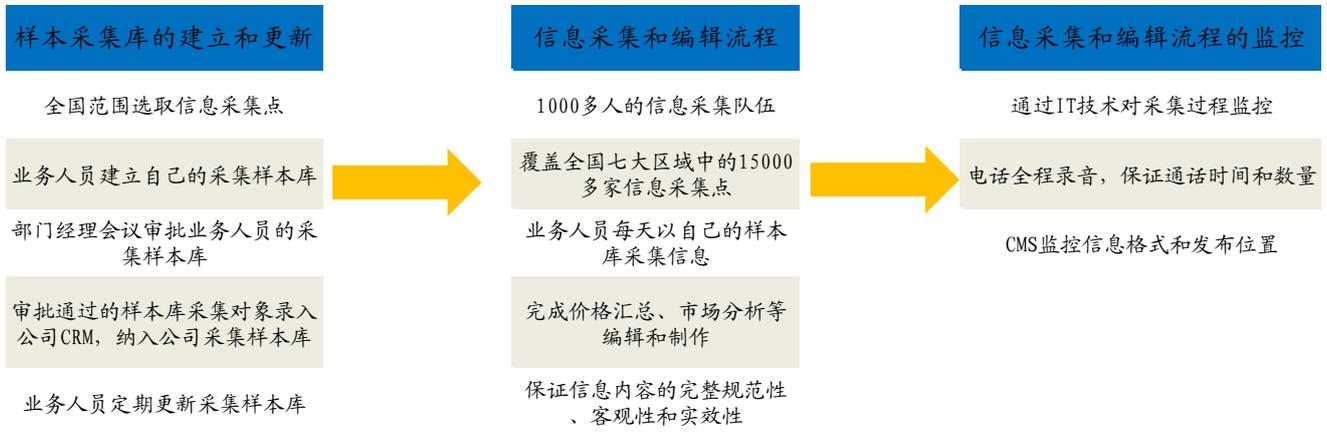
1.3、多年累积，铸造核心竞争力

数据资源积累铸造高端竞争壁垒

公司这种数据服务，主要源于管理层凭借多年积攒的人脉资源而获得(实际控制人郭广昌是现任复兴国际董事长)。基于长达 10 多年的数据积累和人才积累，公司目前已经拥有一只 1000 多人的信息采集队伍，每天向 15000 多家单位电话进行电话咨询，信息采集人员通过计算机系统严格按照公司规定的样本规则从样本库选取采集对象。

公司跟咨询对象既是合作关系，也是客户关系，长期的共赢关系打造成成熟的数据形成模式，公司这种长期的数据积累和庞大的社会资源给公司形成了强有力的竞争壁垒，竞争对手短期内模仿的难度极高。

图 13、公司信息采集全过程



资料来源：国海证券研究所,公司资料

品牌效应、行业地位突出，具备延伸产品线基础

公司目前已经是国内钢铁行业 B2B 电子商务企业中行业龙头，2010 年市场份额高达 55.5%，在整个综合类和垂直类 B2B 电子商务行业中，公司也位居第三，按照垂直 B2B 电商的发展阶段，公司目前已经成功发展到了第三阶段，即延伸产品线，深耕现有客户，提供多方位的线上线下服务。

图 14、钢铁 B2B 电商行业格局（2010）

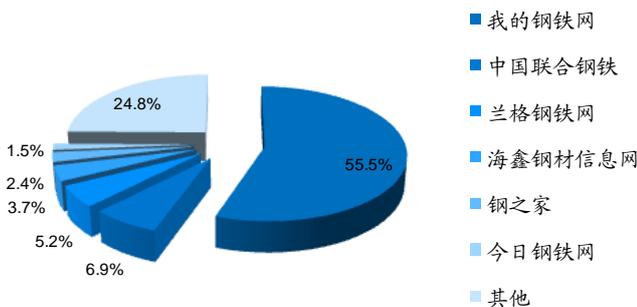
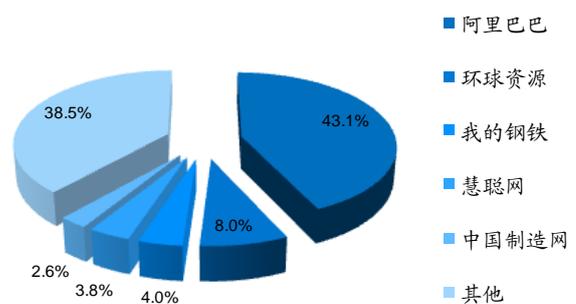


图 15、中国 B2B 电商行业格局（2012Q1）



资料来源：中国电子商务研究中心、国海证券研究所

资料来源：艾瑞咨询、国海证券研究所

1.4、公司基本情况

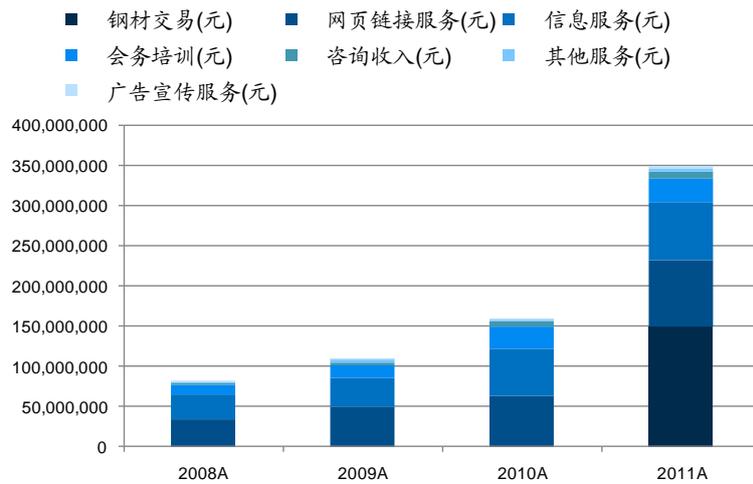
收入构成

公司主要收入来源是信息服务收入（付费会员）、网页链接收入（企业推广）、会务培训收入、咨询收入和钢材交易服务。其中钢材交易服务是去年 10 月份开始启动的新业务，其业务模式和定位与公司目前现有的主营业务差别较大，我们

后面会详细阐述该业务的未来规划。目前来看，付费会员和网页链接两大业务贡献了公司 75%以上的净利润，钢材交易虽然占收入比重最大，但是只收取少量服务费，利润贡献较少。

公司会员收费标准分三级：5000 元/年、3000 元/年和 1500 元/年，其中前两级收入占付费会员总收入的 90%以上。客户主要集中在钢厂、钢贸商、钢铁下游企业和焦炭、有色等上游企业。网页链接价格是公司根据客户网页链接位置、大小、期限长短而定期或不定期核定的固定金额。

图 16、公司近几年收入构成情况（元）



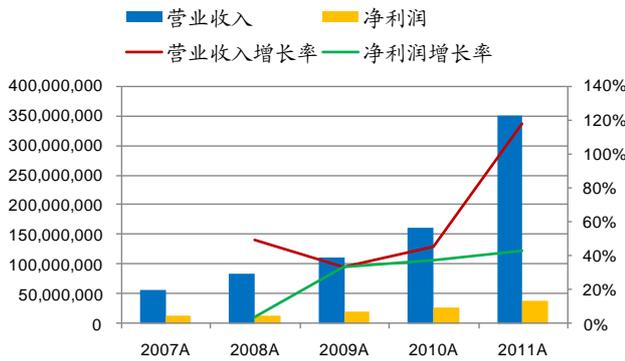
资料来源：国海证券研究所, Wind

业绩表现

公司近三年净利润保持 30%以上的年均增速，主要是因为公司信息服务会员的高增长和信息服务收入的平稳增长，近几年信息服务产品价格稳定，以信息服务为基础，围绕会员客户大力拓展的网页链接、会务培训等其他业务分别实现快速增长。2011 年营业收入实现 118%高增长率而净利润增速为 43%，主要是因为去年四季度开展的新业务钢材交易收入 1.5 亿而致，后面我们会详细阐述该业务的规划定位。

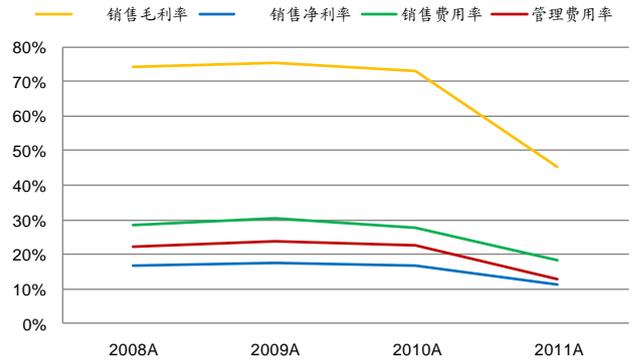
盈利能力方面，公司过去三年一直保持稳定，去年毛利率和净利率大幅下滑，主要是因为 1.5 亿收入的钢材交易业务只有 3%左右的毛利率而致，剔除该项业务，公司传统主业信息服务和网络连接服务的盈利能力基本维持不变。

图 17、公司近几年业绩表现（元）



资料来源：国海证券研究所, Wind

图 18、公司近几年盈利能力



资料来源：国海证券研究所, Wind

2、钢价波动性和不对称性决定公司价值，数据权威性打造龙头地位

2.1、区域性明显、钢贸仓储集中对电商十分有利

我国钢材生产企业众多且分布广泛，受生产集中度不高、运输成本与运力制约，以及我国目前经济区域性特征明显等因素影响，中国钢材市场呈现出十分明显的区域特征。钢材流通企业、钢材仓储企业相对集中，这有利于在钢材主要流通城市或地区建立以钢贸为主要参与方的第三方电子商务平台。

三大核心交易市场

以上海为中心，辐射长江三角洲地区并延伸至整个华东地区的上海钢材市场，也是整个中国钢材市场乃至整个世界钢材市场的晴雨表。

以广州为中心，辐射珠江三角洲地区并延伸至整个东南亚地区的广州钢材市场。

以北京、天津为中心，辐射环渤海地区并延伸至整个中国北方地区的京津钢材市场。

这三个钢材市场是中国最大的三个主要全国性钢材集散地，占全国钢材交易总量比重最大，在钢材交易市场占据了举足轻重的龙头地位。

第二档次的交易市场

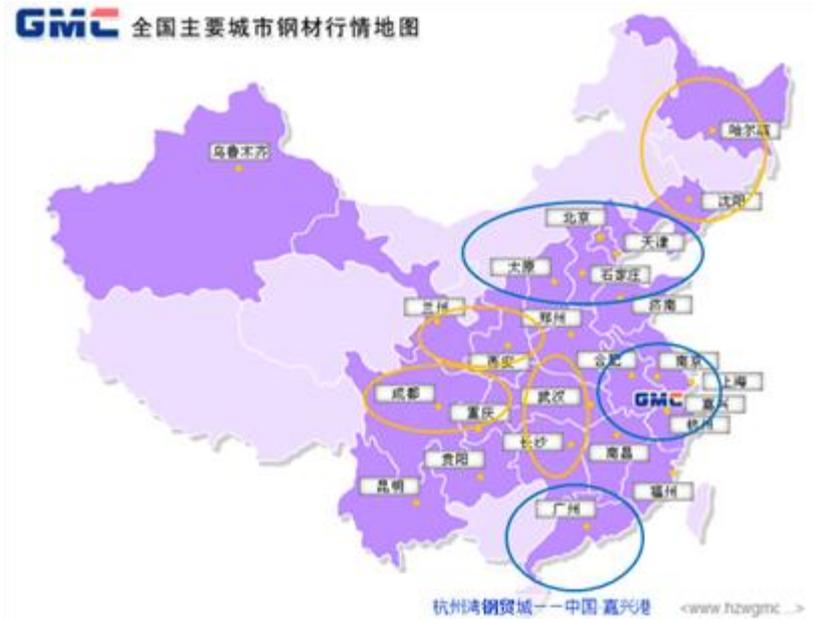
以成都、重庆为中心的西南钢材交易市场；以西安为中心的西北钢材交易市场；以沈阳为中心的东北交易市场；以武汉为中心的中南交易市场。

作为地区性钢材集散地，他们占据了上述各自地区钢材交易的很大比重。

第三档次的交易市场

以杭州、南京、无锡等钢材消费地为主的钢材交易市场。

图 19、全国主要钢铁流通市场



资料来源：国海证券研究所,公开资料整理

2.2、钢价存在波动且不透明即有数据需求

我国钢铁行业集中度低，信息不对称，市场运行以钢厂销售区域市场主导，地方保护主义较强，价格以区域性价格为主。以今年7月26日的价格为例，乌鲁木齐的HRB335 12mm 螺纹钢价格跟上海的单价相差700元。

作为大宗商品，影响钢铁价格的因素很多，钢价在一天之内可以变化多次，基于企业自身利益的考虑，及时、迅速的行业商业信息成为各相关企业的迫切需求，对独立公正的第三方资讯平台需求强烈。

图 20、同一型号产品价格在同一天价格表现不同

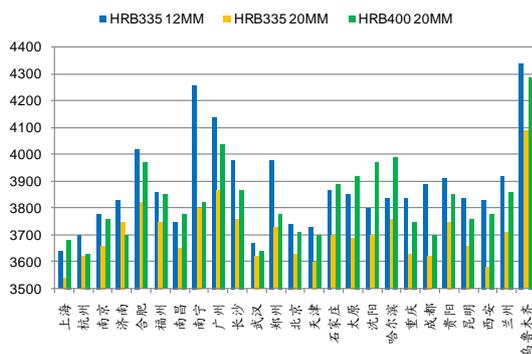


图 21、钢价处于不断的变化中



资料来源：国海证券研究所,我的钢铁网

资料来源：国海证券研究所，我的钢铁网

2.3、权威性！决定 CME 衍生品合约交易结算价

数据能否得到认可主要取决于其客观性。公司规定了采集一条价格行情需最少询问的采集对象数量和最低的通话时间，以保证信息的质量和有效性。经过长达十多年的经营，公司积累了丰富、精细的钢铁及相关行业数据，并编制了 MySpic 价格指数（我的钢铁中国价格指数），提供的数据最早可追溯到 1997 年 1 月，为国内外钢铁及相关产业交易提供了连续性、权威性的价格指导。公司的数据权威性获得了国内外行业主要客户、政府部门和行业协会的认可。

国内重点钢厂：《中国钢铁工业年鉴 2009》中 2008 年全国重点大中型钢铁企业主要产品产量所列 92 家企业中有 89 家是公司客户；部分钢厂和钢贸商以公司发布的价格信息作为基准确定最终结算价格。

国际主流铁矿石供应商：在国际上，必和必拓、力拓、淡水河谷等大型矿上已经成为公司的信息会员，部分印度铁矿上也成为公司客户。甚至部分铁矿石销售也以公司的相关产品价格指作为确定价格的基准。

政府和相关协会：近年来，公司已经为国家工业和信息化部、国家商务部、上海市经济和信息化委员会经济运行处、上海工商联钢贸商会提供了《钢铁工业运行情况分析报告》、《钢材及原料分析》、《上海钢铁贸易发展研究报告大纲》等报告。

直接决定芝加哥商品交易所衍生品报价、定价

公司于今年 1 月 19 日与芝加哥商品交易所公司签订了《数据授权许可协议》，协议期限为 7 年。CME 提供全球最广泛的基准产品，跨越所有主要资产类别，同时经营 CME 清算所，是全球最大的中央对手方清算提供商之一。CME 将使用公司黑色金属和相关原材料价格数据用于设计、上市、清算以及结算各类 CME 衍生合约。

公司此次与 CME 合作，显著提升了公司大宗商品数据服务品牌的国际影响力，我们预计该项业务最早将会在今年年底开始贡献收入，具体分成模式应该参考每份合约的一定比例进行提成，我们认为公司在钢铁等大宗商品领域的权威性已经得到了充分的证明。

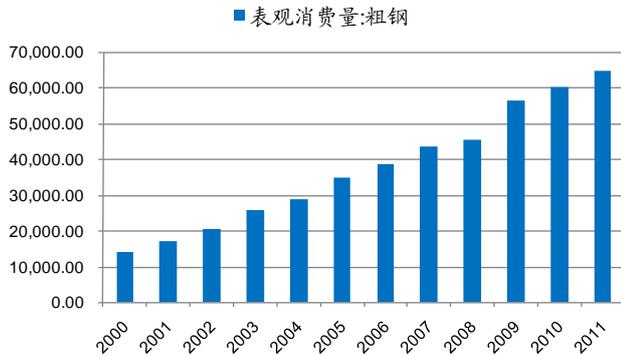
3、传统业务空间依然巨大

3.1、30 万钢贸商和 200 万终端客户活跃在 5 万亿的钢铁流通市场上

我国目前的钢材年产量达到每年 6 亿吨左右，按照每吨 4000 元计算，价值达到

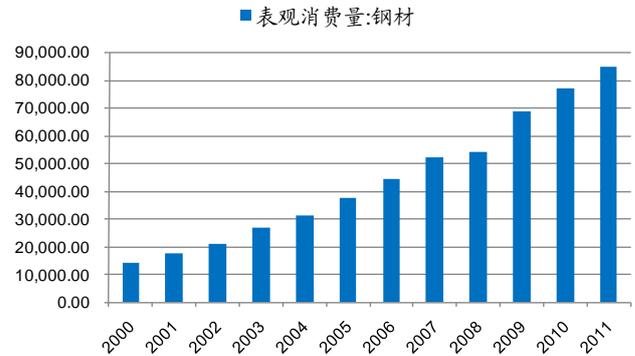
2.4 万亿元，我国钢材的直销比例低，钢材产出后需要经过钢材流通企业多次转手才能到达最终钢材用户手中，估计每年的交易额可达 5 万亿甚至更多，数万亿级别的资金如果能够整合到网上交易平台上，这将是一个巨大的市场。活跃在这个市场上的贸易商约有 30 万家之多，处于比较散乱的状态。整合这个市场，面临着巨大的机遇。

图 22、中国粗钢表观消费量（万吨）



资料来源：国海证券研究所，国际钢铁协会

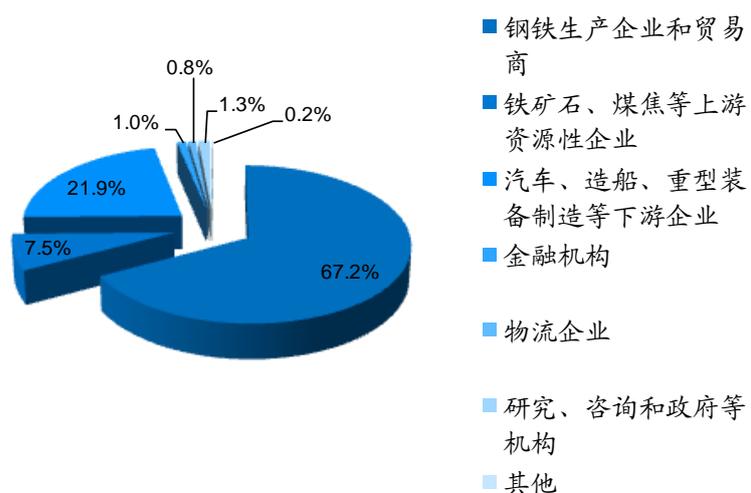
图 23、中国钢材表观消费量（万吨）



资料来源：国海证券研究所，Wind

公司最初付费会员主要是钢贸商为主，而近期这种状况已经发生改变，去年公司新增付费会员中有一半来自于家电、汽车、建筑等下游终端客户，这部分钢铁下游客户对钢铁市场的行情变化需求也较为强劲，主要是钢铁价格近几年持续下跌，终端客户为了减少采购部门的“灰色收入”和掌握行情需要，要了解最新的价格变动情况。除了 30 万钢贸商意外，下游终端客户市场开启了更大的空间，保守估计国内所有钢铁终端用户达 200 万家以上。未来付费会员开发空间依然巨大。

图 24、公司 2010 年付费会员分布情况



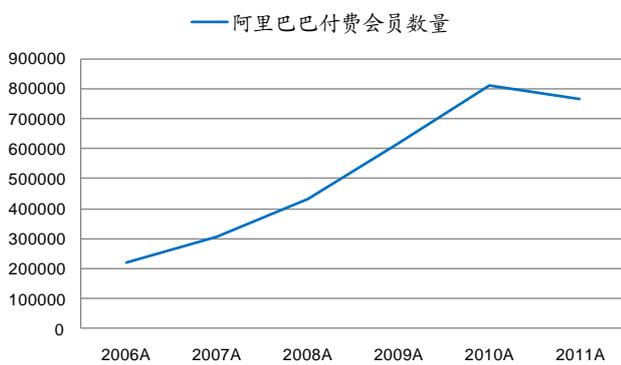
资料来源：国海证券研究所，公司公开资料

3.2、开源节流，B2B 受经济波动影响不明显

B2B 电商提供给客户的是开源节流效应，能够帮助企业以更低的成本获得更多的订单，以阿里巴巴为代表的综合类 B2B 电商在 08 年经济危机期间付费会员依然保持强劲增长。

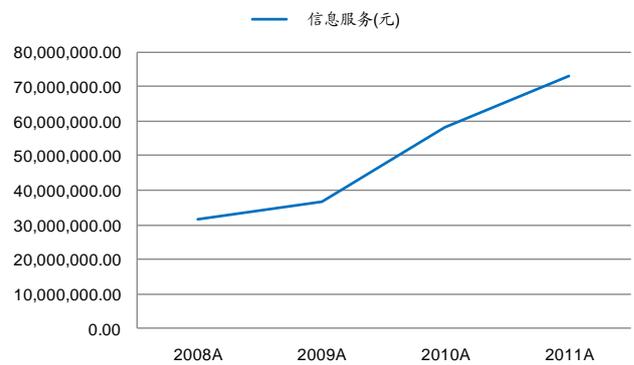
公司作为垂直 B2B 电商，能够为会员客户提供价值更高的行业信息，尤其在近几年钢铁行业持续低迷期间，公司所提供的数据对钢贸商来说更具指导意义，市场不景气时，钢贸商更需要紧密跟踪全国各地的行情走势。

图 25、06-11 年阿里巴巴付费会员数量



资料来源：国海证券研究所，阿里巴巴年报

图 26、08-11 年公司付费会员收入情况



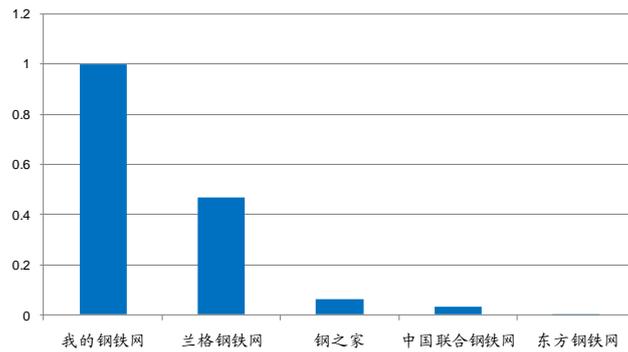
资料来源：国海证券研究所，公司年报

3.3、网页链接未来量价齐升

公司在钢铁行业 B2B 市场占有 50%以上的份额。根据 Alexa2010 年 8 月 25 日统计的钢铁行业 B2B 电商页面最近三个月的平均访问量来看，公司旗下“我的钢铁网”、“搜搜钢网”和“我的不锈钢网”分别位于第一、第三和第六名，其中“我的钢铁网”的访问量是第二名兰格钢铁网的 2.13 倍，是第四名“钢之家”的 16.26 倍，是第五名“中国联合钢铁网的 31.07”倍，是第七名“东方钢铁网”的 699 倍。电商领域“赢者通吃”的马太效应开始凸显。

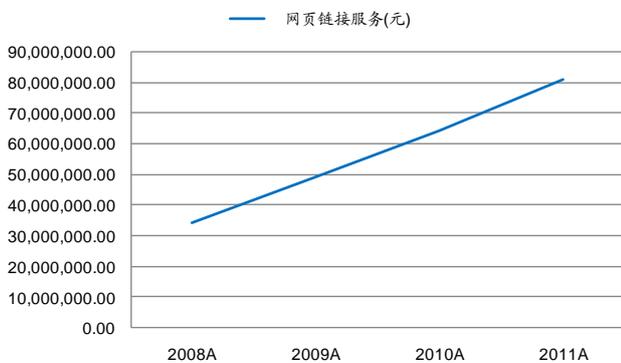
我们认为，由于网页链接的价格较高（最高 50 万以上），在钢市低迷钢贸商集体过冬阶段容易受到冲击。2010 年开始网络连接平均单价出现下降，但网页链接业务整体收入仍呈现上升趋势。得益于公司注册会员人数越来越多，网站知名度越来越高，公司网站首页的热门网页链接业务价格近几年呈现增长趋势。

图 27、钢铁行业主要 B2B 电商网页点击量 (2010.8)



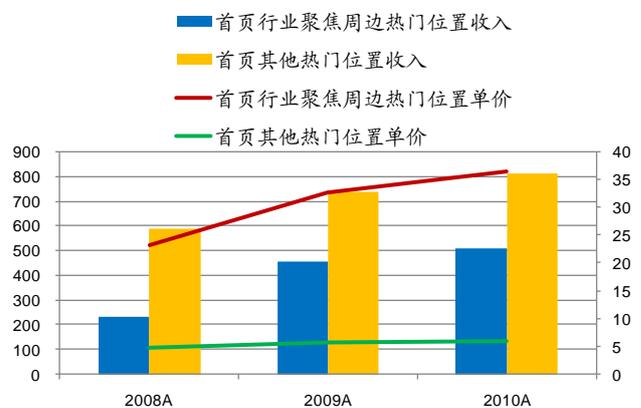
资料来源: 国海证券研究所, Alexa

图 28、公司近几年网页链接业务收入情况



资料来源: 国海证券研究所, 公司年报

图 29、公司 08-10 年首页热门位置网页链接单价及收入



资料来源: 国海证券研究所, 公司招股说明书

钢铁行业本身的区域性特点给公司网页链接开启了新的市场空间。钢铁市场的区域性特点导致钢贸商和下游客户的供求活动基本都处于所在区域, 考虑到仓储、物流等成本影响, 一般采购商都直接点击所在区域的站内网页浏览, 公司的网页链接业务可以延伸至各个地区的站内网页, 进一步拓展了网页链接业务的空间。

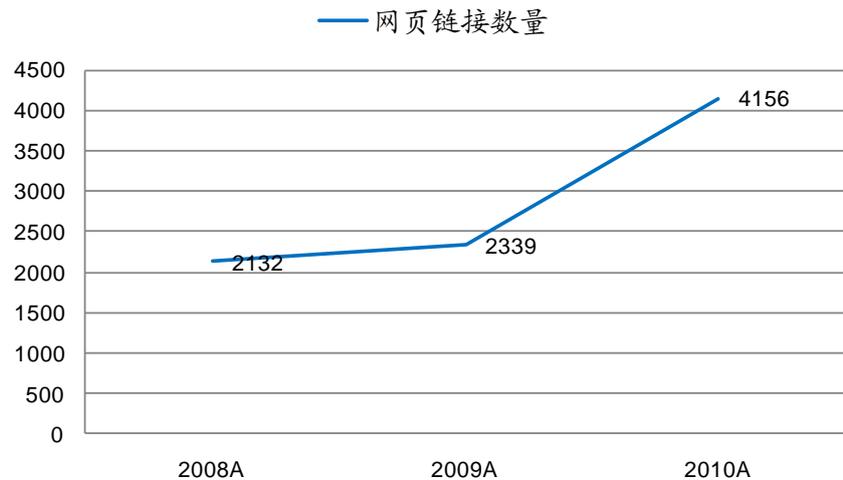
从长远来看, “我的钢铁网”的成熟模式有望在“我的有色”、“我的不锈钢”、“大宗商品”、“煤炭”等网站上实现复制, 未来网页链接想象空间巨大。

图 30、公司网站按地区和品种区分的不同站内网页



资料来源: 国海证券研究所, 公司网站

图 31、公司近几年网页链接数量



资料来源：国海证券研究所，公司招股说明书

4、双向增长，打破 B2B 电商空间小的瓶颈

垂直 B2B 电商一直饱受行业空间较小的困扰，这也是市场给予垂直 B2B 电商较低估值的一个重要因素。公司也早已发现该问题，上市以来，公司重点进行了两个重点战略。第一，横向延伸，充分利用“我的钢铁网”的品牌优势和权威数据形象像铁矿石、废钢、能源、有色金属、煤炭、不锈钢、化工等大宗商品领域延伸，增加服务领域，实现多元化的利润来源；第二，公司充分利用电子商务平台向线下服务领域延伸，形成融资、仓储物流、配送中心、运输等多个环节集约效应，实现“无缝交易平台”的战略目标。这两个战略目标均已开始实施，并取得一定进展。公司的布局大大拓展了利润空间。

4.1、由钢铁领域向整个大宗商品电子商务平台拓展

大宗商品与钢铁特点类似

大宗商品与钢铁行业有着共同的特点，正如我们前面所述钢铁行业那样，矿石、合金、废钢、化工、煤炭、有色金属等商品的价格也是区域差异很大，不同区域间商业信息沟通不畅，需要第三方的行情报价服务。大宗商品的下游需求也非常巨大，参与交易的单位众多，交易层次较多，往往一笔交易要经过多次转手之后才能达到最终用户手中，导致交易成本较大。电子商务可以通过快速提供大范围的信息服务和订货服务，大大减少企业的订货时间和仓储时间，降低成本。

大宗商品具有金融属性，信息需求者广泛

矿石、合金、废钢、化工、煤炭、有色金属均是关系到国民经济发展的基础原材料，其价格波动对各个行业乃至整个国民经济增长均能产生明显的影响，具备普通商品所不具备的金融产品特征。纽约、伦敦、东京等国际金融中心都设立了钢

铁、矿石、煤炭、有色金属等大宗商品的期货品种，作为对冲风险的重要金融工具，各国的金融机构和经济研究机构几乎都把大宗商品作为重要的研究对象，相关研究成果被政府部门、广大投资者和工商企业广泛参考，全球各国的股票市场、债券市场也随着这些商品的交易价格频繁波动。大宗商品的金融属性决定了商业信息的需求者更为广泛。

新领域仍在培育期，钢铁优势有望成功复制

公司目前在钢铁 B2B 领域已经做到了行业龙头地位，并且其数据的权威性已经得到了国际的认可，公司有望凭借该优势成功向与钢铁行业高度相关或具有类似特点的大宗商品延伸，进一步扩展和深入电子商务服务。

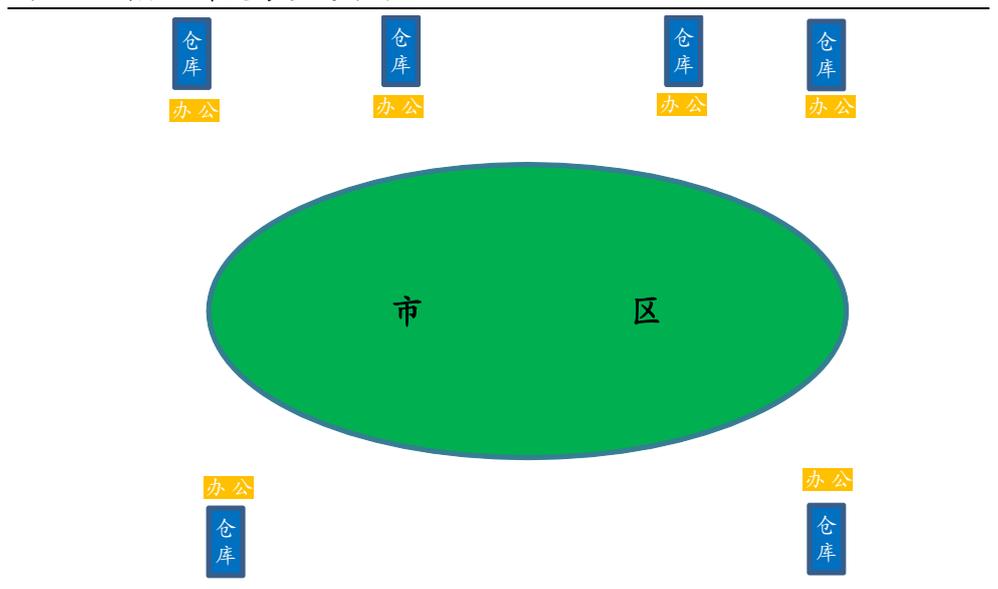
我们知道，电子商务的经营初期需要大量投入，在会员数量、平台品牌达到一定程度之前基本都是亏损。公司目前所涉入的大宗商品新领域也面临该问题，目前在新进入领域中，除了铁矿石网站已经有所改善，目前差不多能够实现自负盈亏，其他网站尚在培育期，依然面临亏损问题（如果剔除新进领域的亏损，公司去年净利润将非常可观）。

4.2、打造交易平台，覆盖全产业链，达成多方共赢局面

传统“前店后库”式交易土地成本较高

20 世纪 90 年代，随着物资流通体制改革的推进，钢铁国营物资公司基本退出，众多民营钢材流通企业兴起，各地建立了大量的原始的前店后库式钢材交易市场。随着土地成本的上升，市内仓储成本高升，导致交易场所与仓库分离，将钢材仓库逐步转移到交通方便的郊区。

图 32、前店后库交易形式图例



资料来源：国海证券研究所

前店后库式钢材市场通过在城市边沿地区修建简单的办公场地和仓储场地，形成相对集中的钢材交易场所，钢贸公司既可以在此办公销售，也可以在此储存自己的钢材。

图 33、前店后库规划图例



资料来源：国海证券研究所，公开资料

图 34、前店后库实例



资料来源：国海证券研究所，公开资料

前店后库交易形式的优点是能够吸引商家入驻交易，早期得到较快发展。缺点是：1.只能提供一个相对集中的钢材交易市场，交易过程需要买卖双方逐家见面洽谈，交易效率低下。2.每家流通企业均建有自己的仓储设施，需要政府划出大片土地，造成土地资源的大量浪费。

票据式仓单交易降低仓储物流成本，但销售效率依然低下

票据式仓单交易钢材市场将钢材存放在公共的仓库，由组织者自建或者租赁一片办公场地，然后进行分割租赁给钢材流通企业作为交易场地，实现交易场地和仓储分离，只提供买卖双方交易场所并不提供货物的仓储，交易成交后卖方只给买方提供提货仓单，由买方持该提货仓单去买方钢材的物流仓库区自行提货或者交由物流配送公司送货。

该方式的优点是：1.提高仓库的利用效率，较少流通企业的仓储成本；2.可以方便购买钢材的用户通过更为集中的钢材流通企业进行询价购买交易。缺点是：1.仍需要买卖双方一对一的逐个洽谈，交易效率仍处于较低水平（目前钢材流通公司人均销售钢材不足 5000 吨/年）；2.在同一城市通常建设多个钢材交易市场，贸易商需要在不同的钢材市场派驻销售人员入场交易，增加钢材流通企业的交易成本。

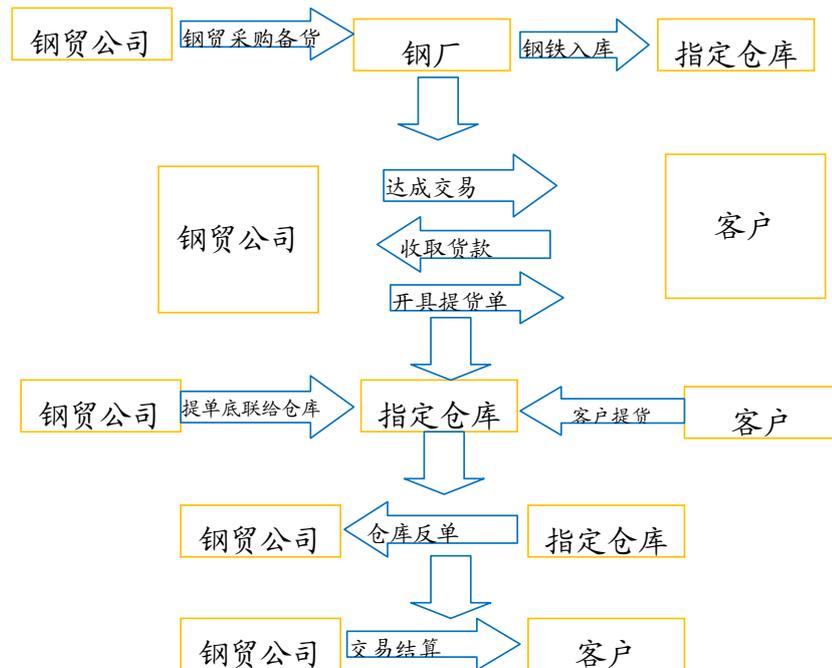
交互方式和信用机制制约钢贸商做大做强

我们认为，制约钢贸商做大做强的两个重要因素是：一对一的交互方式和信用机制的缺失。

如下图所示，参与钢材市场交易的各方主要包括钢材生产企业、钢材流通企业、钢材最终用户、钢材仓储企业、钢材运输配送企业、钢材运输配送企业、钢材剪切加工企业、银行类金融机构等，钢材交易的过程包含多次交互行为，一次交易

过程繁琐，效率极低。传统的提高买卖双方互动的方式是纸媒宣传、网站宣传等，如公司目前的“我的钢铁”网站就能够实现供求和资源的发布于搜索，目前每日发布更新的资源数量超过 200 万条。完成一笔钢铁交易需要沟通互动的环节很多，目前这种买卖双方一对一的互动方式显然成为钢贸企业提高效率、做大做强的瓶颈。客户急需向一对多和多对多的快速互动方式转变。

图 35、票据式仓单交易图例



资料来源：国海证券研究所

网上经营活动最大的瓶颈在于风险的控制，而现实生活中的网下的经营同样也缺少完善的系统体系。在传统的钢材贸易中，主要是由买卖双方一对一直接进行，中介机构很难参与其中，需要双方较好的商业信用作保证，基于我国目前的法制环境，实际上钢铁流通领域的信用体系非常缺失，贸易中拖欠货款、货物的违约现象严重，大部分钢材贸易过程都是建立在彼此互相熟悉或者信赖的基础上完成，这种现象是我国钢贸市场中企业规模小、数量多的主要原因，严重制约了钢贸商难以做大做强。

公司做法：资源共享，打造现货网上交易平台

针对钢贸商目前固有的量大瓶颈，作为钢铁行业 B2B 龙头，公司的做法是集合钢铁贸易产业链信息、推广、融资、仓储、物流等服务于一体，打造现货网上交易平台，以此来实现一对多、多对多的交互方式；

通过借鉴现代金融市场的管理手段和技术手段来完善钢材市场的信用体系，通过借鉴金融市场成熟的风险控制制度来防范风险，通过技术手段和制定交易规则来跟踪并记录企业在交易过程中的信用情况，进而确定企业的信用状况。电子商务

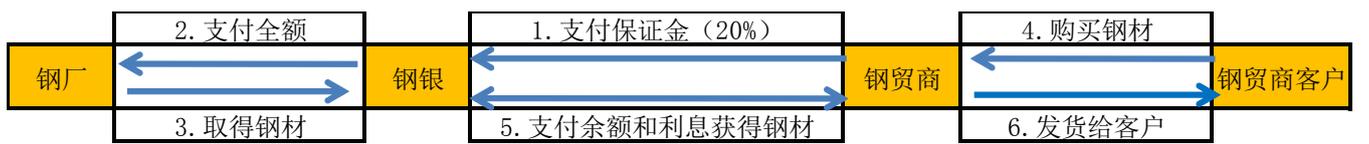
平台提供的完善的信用系统可以最大程度的拓展信用较好的企业的业务范围，也是钢贸企业做大做强的重要保障。

本质上，公司这种做法是建立在“资源共享”的基础上。将各服务环节信息共享实现多方交互，将企业信用机制共享保障做大做强。

代购业务“醉翁之意不在酒”，实现多方共赢局面

公司去年四季度开展了 1.5 亿的代购业务，而毛利率仅为 3%，这也是公司去年四季度毛利率大幅下滑的主要原因。值得一提的是，公司的代购业务本质上“醉翁之意不在酒”，而在于后期的产业链集约整合。公司在起步阶段难以短期内将钢贸商的仓储、物流、加工、融资等所有环节引入交易平台，代购业务能够明显降低钢贸商的融资成本、仓储成本，最大程度地缩短了资金占用周期，在整个钢铁市场低迷的现阶段对钢贸商来说非常具有吸引力。公司近期的目标是通过代订贷服务迅速切入现货交易市场，最终吸引钢材贸易各方均进入交易平台。具体业务流程如下图所示：

图 36、公司钢铁代购业务流程图



资料来源：国海证券研究所，公司资料整理

公司的代购业务主要由子公司钢银来运作。代购业务对钢贸商和银行均有较大吸引力：

(1) 对于银行来说，钢银用于抵押贷款的钢铁所有权在钢银（银行没有货权），如有违约行为，钢银可以立即处理货物，而相比银行直接面对钢贸商，银行省掉了仓储费和管理费等成本，相当于银行的对公业务柜台迁移到了钢联。这也是公司能够获得低息贷款的主要原因。

(2) 对于钢贸商来说，钢贸行业本身就是典型的资金密集型行业，对资金的依存度极高。钢银提供代购所收取的利息远低于银行，钢银可以集多家钢贸商的采购实现团购效应，采购价格更低。

低迷时期成本为王，给客户带来切实利益

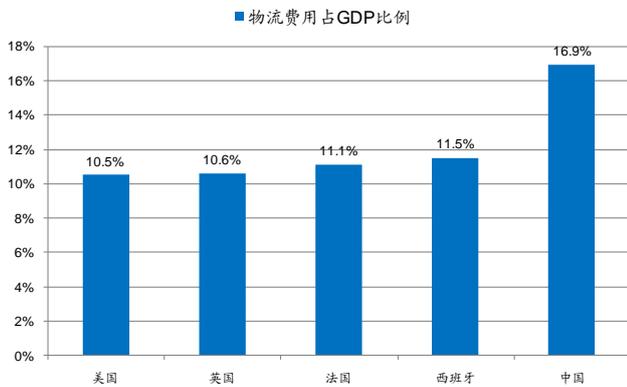
近几年钢市持续低迷，钢贸商亏损一片。能够整合产业链、明显降低经营成本对客户来讲是最重要的。公司打造的网上交易平台，能够切实从融资和仓储物流两方面大幅降低成本，给客户带来切实的利益。

提高融资效率，降低融资成本：传统的银行贷款中，企业要经过申请、调查、审查、审批、签合同、放款等一系列环节，流程相对较长。电子商务平台掌握了企业的商流、资金流、信息流与物流，并且完善了信用体系，这种信用体系可以直接与银行和仓储物流系统对接，为银行甄别和控制信贷风险提供了最直接的渠道

和工具，这种信息共享可以明显简化企业贷款融资的流程，并且降低成本。更为重要的是，目前钢贸商的银行贷款年化利率为 20%以上，公司的代购业务仅有 12%年化利率，

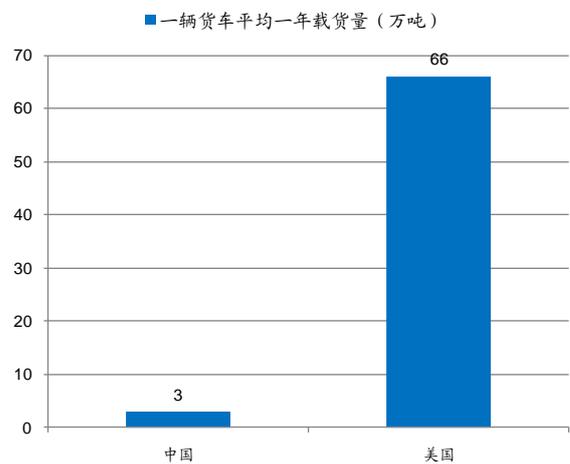
降低仓储物流成本，形成集约效应：钢铁行业供应链链条长，流通环节多，钢铁产业有一级市场、二级市场、三级市场，每个市场都存在转运、存放、配送等一系列物流问题，物流节点功能一般有物流中心承担，大多数物流仍然停留在运输、仓储和配送的传统物流层面上，并没有跟其他社会物资形成联动，导致物流集约化较低，成本较高，相关数据表明，我国工业企业中，由第三方物流企业承担原材料物流的占 18%，由第三方物流企业承担产成品物流的占 16.1%，社会物流效率很低，目前我国的铁路运输空车率和汽车运输空车率都在 40%以上，造成极大的资源浪费。电子商务平台可以整合钢铁流通行业，成为商流、资金流、信息流、物流的汇集处，在仓储、配送中心和运输等多个环节形成规模化的集约效应。

图 37、部分国家物流费用占 GDP 比例



资料来源：国海证券研究所，公开资料

图 38、中国和美国单位货车一年运载量对比



资料来源：国海证券研究所，公开资料

公司目前先是通过代购业务来吸引商家，代购的量起来以后，公司拥有足够多的货物，再去整合仓储物流话语权相对较高。物流成本占钢贸商成本三分之一左右，根据公司核算，通过对产业链的整体、仓储物流的集约，每单可以帮助钢贸商降低 20%左右的物流成本。

融资和仓储物流是钢贸行业最为重要的两大成本，公司网上交易平台能够切实降低融资成本和仓储物流成本，在钢市低迷时期，有望获得钢贸商的青睐。我们认为，公司网上交易平台的规划是具有客观价值的，也是钢贸商、仓储物流所急需解决的问题，而从另一个方面看，产业链向下游整合无疑给公司开拓了另一番新天地。

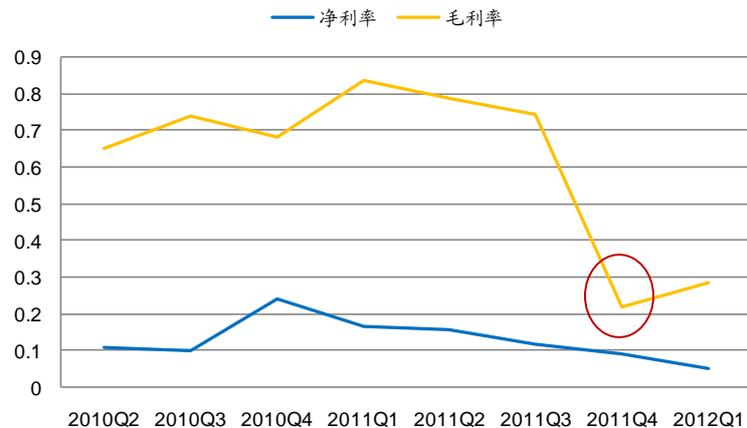
5、估值优势明显，首次给与增持评级

5.1、盈利预测

我们认为公司今年付费会员收入依然维持高增长，而网页链接业务由于首页价格较高，在钢市低迷时期客户支出意愿不大，但是站内网页数量增长较快，今年网页链接业务收入将维持小幅增长。

代购业务方面，公司目前用于代购的资金属于自有资金，约 1.5 亿左右，每笔代购业务周转结束确认为一次收入，按此推算去年 4 季度 1.5 亿资金平均周转一次，预计今年代购业务收入为 5 亿左右（暂不考虑采用银行借款）。我们认为代购业务的收入预测不确定性较大，实际上该业务的收入意义并不大，也就是周转次数意义不大，关键在于只要资金在运作，就会有确定的利润，如果全年资金都在运作中，不管周转多少次，利润率就能够达到最大值 12%。由于代购业务收入较大，而周转一次的平均利润率约为 3%，今年全年运作的周转次数明显高于去年单季度，由此可能导致代购业务收入大幅增加而公司今年综合毛利率大幅下滑。

图 39、代购业务占比提升导致毛利率大幅下滑



资料来源：国海证券研究所，Wind

大宗商品交易平台依然处于培育阶段，部分领域如铁矿石今年有望实现盈亏平衡，其他领域如化工、煤炭等领域仍将维持一定亏损。

与芝加哥商品交易所的合作目前仍处于产品设计开发阶段，预计最快年底将完成产品上市，明年将贡献收入，收入按照具体合约数量手续费的 10% 左右分成。

5.2、首次覆盖，给予增持评级

我们预计公司 2012-2014 年收入分别为 7.7 亿、18.8 亿和 21.1 亿元，净利润分别为 5200 万、7300 万和 9000 万元，EPS 分别为 0.66 元、0.91 元和 1.12 元，

对应当前股价 PE 分别为 19 倍、14 倍和 11 倍。

我们认为，市场普遍认为公司未来的发展是向线下的代购发展，失去互联网公司的估值优势。我们的观点是：公司目前的代购业务也只是收取服务中介费，目的是为了吸引足够多的客户去发展仓储物流服务，本质上依然是依托公司电子商务平台展开的一系列服务，因此公司的核心优势依然是建立在服务平台的基础上，是典型的服务提供商。

可比公司可选取焦点科技、生意宝、同花顺和东方财富，可比公司今明两年年平均 PE 分别为 24 倍和 20 倍，公司估值优势明显。与可比公司相比，公司的核心数据优势明显，并且在国际上获得了权威性和客观性的认可，未来的增长空间巨大且规划清晰，我们首次覆盖，给予增持评级。

图 40、可比公司估值对比

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			11A	12E	13E	11A	12E	13E
002095.SZ	生意宝	11.09	0.20	0.42	0.50	55.45	26.59	22.18
002315.SZ	焦点科技	29.23	1.39	1.66	2.12	21.03	17.63	13.79
300033.SZ	同花顺	18.88	0.46	0.74	0.93	41.04	25.51	20.36
300059.SZ	东方财富	10.83	0.32	0.43	0.46	34.16	25.07	23.67
	平均值					37.92	23.70	20.00
300226.SZ	上海钢联	12.69	0.48	0.65	0.91	26.27	19.39	13.92

资料来源：国海证券研究所，Wind

6、风险提示

钢市持续低迷导致客户对网页链接等需求减小超预期；

新进入大宗商品领域培育期亏损超预期；

代购业务客户违约且同时钢价加速下滑而导致的现金流风险。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ				股票价格:	12.69				投资评级:	增持				日期:	2012-07-31			
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E										
盈利能力					每股指标														
ROE	9.8%	11.7%	13.9%	14.5%	摊薄EPS	0.48	0.65	0.91	1.12										
毛利率	45.6%	25.7%	14.1%	15.2%	BVPS (最新股本)	4.13	4.78	5.69	6.80										
期间费率	34.3%	18.3%	9.7%	10.3%	估值														
销售净利率	11.0%	6.8%	3.9%	4.3%	P/E	26.3	19.4	13.9	11.3										
成长能力					P/B	3.1	2.7	2.2	1.9										
收入增长率	117.8%	120.7%	143.2%	12.1%	P/S	2.9	1.3	0.5	0.5										
利润增长率	43.2%	35.1%	39.5%	22.9%															
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E										
总资产周转率	0.61	1.07	1.40	1.38	营业收入	350	772	1878	2105										
应收账款周转率	3.27	3.00	3.27	3.00	营业成本	190	574	1614	1785										
存货周转率	8.97	6.01	5.56	4.82	营业税金及附加	10	13	16	19										
偿债能力					销售费用	65	76	102	119										
资产负债率	31.6%	38.0%	61.0%	59.6%	管理费用	45	53	65	79										
流动比	3.03	2.22	1.51	1.57	财务费用	0	(0)	0	0										
速动比	2.88	1.86	1.15	1.15	其他费用/(-收入)	(0)	(0)	(0)	(0)										
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	40	58	82	103										
现金及现金等价物	250	90	(17)	(81)	营业外净收支	7	6	7	6										
应收款项	107	258	575	702	利润总额	47	63	88	109										
存货净额	21	97	293	374	所得税费用	7	9	13	16										
其他流动资产	71	156	378	424	净利润	40	54	76	93										
流动资产合计	449	601	1230	1419	少数股东损益	2	2	3	4										
固定资产	51	46	40	35	归属于母公司净利润	39	52	73	90										
在建工程	47	47	47	47	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E										
无形资产及其他	25	25	23	20	经营活动现金流	(113)	(100)	(91)	(47)										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	40	54	76	93										
资产总计	576	723	1343	1526	少数股东权益	2	2	3	4										
短期借款	48	28	18	8	折旧摊销	7	13	12	10										
应付款项	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	83	226	781	881	营运资金变动	(162)	(455)	(1291)	(354)										
其他流动负债	17	17	17	17	投资活动现金流	(52)	5	6	5										
流动负债合计	148	271	816	906	资本支出	(45)	5	6	5										
长期借款及应付债券	32	2	2	2	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(7)	0	0	0										
长期负债合计	34	4	4	4	筹资活动现金流	5	(50)	(10)	(10)										
负债合计	182	275	820	910	债务融资	80	(50)	(10)	(10)										
股本	80	80	80	80	权益融资	262	0	0	0										
股东权益	394	448	523	616	其它	(337)	(0)	(0)	(0)										
负债和股东权益总计	576	723	1343	1525	现金净增加额	(160)	(145)	(95)	(52)										

资料来源: 国海证券研究所, Wind

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn