

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

代购业务放量 向下整合更进一步

——公司事件点评

事件：公司向控股子公司提供委托贷款，并担保其申请银行授信

上海钢联公告称：公司控股子公司上海钢银拟向银行申请 1.5 亿元综合授信，公司为其提供连带责任保证担保，担保事项已经公司第二届董事会第十三次会议审议通过，本议案尚需提交股东大会审议。与此同时，公司与浙商银行上海普陀支行签署委托贷款借款合同，委托浙商普陀行发放委托贷款合计人民币 2000 万元给上海钢银，期限为 1 年，委托贷款年利率为 6%。委托贷款资金为公司自有资金，本议案无需提交股东大会审议。

评论：代购业务放量 向下整合更进一步

现货网上交易业务正式放量。在我们前期的深度报告中指出，公司钢铁代购业务（现货网上交易）本质“醉翁之意不在酒”，公司最终目的在于整合钢铁贸易的整个流通环节，提高流通效率、降低钢贸商成本，而目前初期阶段难以将融资、代购、仓储物流所有环节整合于交易平台，因此从最初的代购业务开始做起，主要是考虑到代购业务的需求非常旺盛，尤其在目前钢市低迷、银行紧缩贸易商贷款时期，钢贸商对公司的代购业务需求更加强烈。年初以来，公司代购业务一直是运用自有资金 1.5 亿左右，加上公告的 1.5 亿信贷和 2000 万委托贷款，钢联目前的代购业务资金达到 3.2 亿元。钢铁代购业务需求旺盛，关键在于现货所有权的控制，我们认为公司的代购业务资金规模于年底将达到 5 亿左右，现货网上交易业务正式放量。

代购收入意义不大，关键看资金占用时间。公司的代购业务收入确定方式是按照周转次数乘以周转资金来计算，这样将会大大提升公司的营业收入，如去年四季度实现代购业务收入 1.5 亿，单季度收入就占到去年全年收入的 42.9%，我们预计今年上半年实现代购业务收入 4 亿左右，代购业务对公司整体收入的增长非常明显，但由于公司要求客户必须让出钢铁所有权，且缴纳定金 20%，导致代购业务只是收取 12% 的年化利息收入。因此代购业务对公司的净利润贡献关键看周转资金在客户中占用的时间，而不是周转次数。

仓储物流服务关键看信用体系的建设 公司代购业务的利润率甚至不如银行存款利息高，但公司基于交易平台的庞大成交量是后期整合融资、仓储物流等服务的关键基础。目前现行的钢铁仓储物流和融资成本高的本质问题在于信用体系的缺失，银行只质押钢贸商的取货单，没有实际货权，因此钢贸商从银行融资的高成本实际上是包含了违约后的仓储物流成本，公司的交易平台最终要解决掉恰是通过引入信用机制、降低仓储物流成本进而降低融资成本的问题。公司目前已经成立了物流部门（整合物流服务，不做实际物流），接下来的工作重点在于引入第三方信用机制，拥有货权的同时将信用机制与银行信用对接，从而实现低成本的融资服务。通过一系列的整合服务，为钢贸商降低融资、仓储物流成本。我们认为公司这种创新的服务模式在钢市低迷、钢贸商集体过冬的现阶段具有非常积极的意义。

维持增持评级。考虑到公司代购业务规模扩大快于我们之前预期，我们上调公司的收入预测，而引入银行贷款会明显降低代购业务的盈利水平（贷款利率 6%），综合考虑，我们维持前期的净利润预测，预计 2012-2014 年的

EPS 分别为 0.65 元、0.91 元和 1.12 元，对应当前股价 PE 分别为 20、14 和 11 倍，维持增持评级。

风险提示：钢市持续低迷导致客户对公司传统网页链接业务需求减小超预期；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等。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码: 300226.SZ		股票价格: 12.92		投资评级: 增持		日期: 2012-08-06			
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%	11.6%	14.0%	14.6%	摊薄EPS	0.48	0.65	0.91	1.12
毛利率	45.6%	17.9%	9.5%	10.2%	BVPS (最新股本)	4.13	4.77	5.68	6.80
期间费率	34.3%	12.9%	6.7%	7.1%	估值				
销售净利率	11.0%	4.5%	2.4%	2.7%	P/E	26.7	19.9	14.2	11.5
成长能力					P/B	3.1	2.7	2.3	1.9
收入增长率	117.8%	228.4%	161.8%	11.3%	P/S	3.0	0.9	0.3	0.3
利润增长率	43.2%	34.1%	40.9%	23.1%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.61	1.17	1.42	1.37	营业收入	350	1150	3010	3350
应收账款周转率	3.27	3.00	3.27	3.00	营业成本	190	944	2725	3007
存货周转率	8.97	6.01	5.56	4.82	营业税金及附加	10	13	16	20
偿债能力					销售费用	65	75	105	123
资产负债率	31.6%	57.3%	69.4%	65.9%	管理费用	45	54	69	83
流动比	3.03	2.27	1.56	1.64	财务费用	0	7	13	13
速动比	2.88	1.85	1.17	1.20	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	57	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	384	922	1118	利润总额	47	63	89	109
存货净额	21	159	493	628	所得税费用	7	9	13	16
其他流动资产	71	232	606	675	净利润	40	54	76	93
流动资产合计	449	864	2004	2339	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)	(254)	(242)	(141)
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	40	54	76	93
资产总计	576	986	2118	2445	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	336	1251	1401	营运资金变动	(162)	(828)	(2162)	(549)
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	381	1286	1426	资本支出	(45)	5	6	5
长期借款及应付债券	32	182	182	182	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	184	184	184	筹资活动现金流	5	130	(10)	(10)
负债合计	182	565	1470	1610	债务融资	80	130	(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	1013	1993	2226	现金净增加额	(160)	(119)	(246)	(147)

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，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