

研究所

证券分析师：钱文礼 S0350512050003

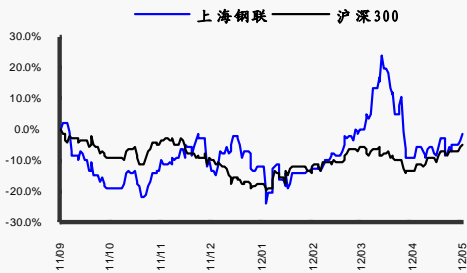
联系人：孔令峰

0755-23618502 konglf@ghzq.com.cn

新空间依次开启

——上海钢联（300226）调研报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
上海钢联	12.3	5.4	-6.4
沪深300	-6.3	-10.8	-19.9

投资要点：

■ **钢市低迷，利弊共存** 近几年钢铁市场持续低迷、钢贸商集体过冬，对公司业务的发展毫无疑问造成不利影响，比较明显的是网页链接业务增速明显放缓，上半年网页链接服务收入同比仅增长6.73%。与此同时，我们也看到比较积极的一面，公司凭借品牌优势和数据优势在钢市低迷期依然实现稳定增长，而竞争对手尤其是提供产品的附加值较低、客户粘度较低的同业面临更为严峻的困境，行业洗牌成为必然趋势，作为钢铁行业甚至整个大宗商品行业B2B电商龙头，公司将充分受益行业的洗牌整合过程。

■ **钢代业务只是开始，借钱生钱控制风险是关键** 钢铁贸易每单业务至少要千万以上金额，每一笔业务都要开具发票，所以最终将交易额作为收入，而公司本质是以贸易为形式，以服务为实质，只收取客户年化利率12%的服务费，与钢价的波动无关。目前用于钢代业务的资金规模达到3.2亿元，钢代业务的收入没有意义，关键看资金被客户占用的时间（详见我们前期的深度报告，数据权威！双向增长开拓新空间），钢代业务真正的赢利点在于仓储物流的整合，钢铁的价格较低，仓储物流占到钢贸商成本的20-30%，而铜仅占到2%左右，因此钢铁的仓储物流整合空间巨大。按照资金规模来计算（不管收入是多少），钢代业务的毛利率为12%左右，使用银行贷款的毛利率为7%左右，如果按照营业收入来计算，整个钢代业务（包括自有资金和银行贷款）的毛利率为2%左右，值得注意的是，钢代业务的收入是非常大的，我国钢铁贸易存量市场空间巨大，保守估计在50000亿以上，在钢市低迷钢贸商资金压力加大时期，钢代业务并不愁需求，公司未来将不断扩大钢代资金规模，即使做到100亿的收入，也仅占整个市场的2%左右，钢代业务关键在于风险控制，公司坚持以控制货权为原则，客户支付20%的定金，即使出现钢贸商跑路现象，公司可以随时处理掉货物，再加上客户定金，公司的风险仍在可控之内。我们认为在钢代业务初期，按照营业收入来计算，虽然毛利率只有2%左右，但是钢代

市场数据

2012-9-5

当前价格（元）	14.10
52周价格区间（元）	12-41.98
总市值（百万）	1128.00
流通市值（百万）	406.86
总股本（万股）	8000.00
流通股（万股）	2885.50
日均成交额（百万）	13.94
近一月换手（%）	56.74

相关报告

《2012 中报点评：钢市低迷，转型期间依然维持稳定增长》

《事件点评：代购业务放量 向下整合更进一步》

《深度报告：数据权威！双向增长开拓新空间》

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

业务规模的空间巨大，并且引入银行贷款借钱生钱，本质上是利用公司在业内的品牌优势和平台优势来获取服务中介费，未来随着仓储物流体系的建成，业务下沉，钢铁贸易服务的盈利能力会明显提升。

- **CME 合作关键看产品的市场表现情况** 公司跟芝加哥交易所的螺纹钢衍生品合作目前仍处于产品设计环节（公司主导产品设计），我们认为螺纹钢产品是 CME 的一种尝试，CME 目前的主要产品主要集中在采购环节，预向销售环节延伸，在有色金属、贵金属领域均有比较成功的产品代表（如铜、金），CME 试图将螺纹钢发展成为黑色金属的代表产品，该业务未来的发展仍有待进一步观察，关键在于产品的市场表现情况。作为产品的主要设计方，公司未来的分成是每份合约手续费的 5% 左右，每份合约手续费在 8.5 美金左右，目前美国芝加哥交易所螺纹钢的日均交易量是 50 万手左右，按照分成模式，公司有望每年新增收入 1200 万左右（成本较低），我们认为短期内对公司的业绩贡献并不明显，更多是对公司数据权威性的一种肯定。
- **新开网站逐步实现盈亏平衡** 公司在横向延伸上由“我的钢铁”网站向煤炭、煤焦、铁矿石、不锈钢、化工等领域延伸，电子商务网站初期亏损是正常现象，目前来看，公司在铁矿石、煤炭、煤焦方面均已经做到了业内第一的份额，化工、不锈钢等其他网站也已经进入前三，铁矿石、特钢网站已经开始小幅盈利，煤炭、煤焦网站实现了盈亏平衡，大宗商品的属性和市场交易特点相似，公司横向延伸战略有望实现钢铁领域优势的复制。
- **明年重点增加销售人员** 公司目前销售人员占比仅为 7%，与慧聪、阿里巴巴等相比明显偏低。过去的十年公司重点完善产品，打造核心数据竞争力，由于主要客户以钢企、钢贸商为主，公司凭借业内的品牌优势和资源优势即可实现较好的业绩增速，而目前来看，公司的下游客户结构发生了明显变化，由传统的钢贸商、钢企为主延伸到下游终端客户领域，相比 20 多万家钢贸商和 2000 多家钢企而言，终端客户市场规模更加庞大，保守估计有 200 万家以上，仅有几十人的销售团队显然难以胜任。同时，公司的存量客户续费率远远高于慧聪等同行，产品附加值更高，客户粘度更大，加大销售团队对公司业绩的贡献将更为明显。我们认为风险在于互联网公司直销的重点在于企业文化的建设和团队的管理，在初期可能给公司带来一定的挑战。
- **大宗商品一期项目折旧仍在可控范围内** 大宗商品电子商务项目一期工程预计在明年四季度完成，届时将新增折旧与摊销费用 1180 万元/年，会对公司的业绩造成

一定影响，与此同时也节省了租金费用（同类地区、同类品质的工作场所的租金平均为 3.5 元/平米/天），有利于公司开展大宗商品项目及销售人员团队的扩大，并且一期项目包括 500 个员工宿舍（二人间），每个宿舍月租 480 元，可以明显降低员工住宿费和交通费并且提高员工满意度的同时，也增加了每年近 300 万的收入，因此综合来看，折旧及摊销费用对公司业绩有着积极影响。

- **维持增持评级** 我们认为，B2B 电商发展至今，单纯提供买卖双方的集中推广平台已经难以满足客户的需求，渗入客户的下游交易环节提供价值更高的服务是保持核心竞争力和提高客户粘度的重要途径。钢市持续低迷期间公司近几年业绩依然保持稳定增长，钢铁贸易存量市场足够大，公司现有业务远远没有碰到天花板。我们维持盈利预测，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.65 元、0.91 元和 1.12 元，对应当前股价 PE 分别为 21.7、15.5 和 12.6 倍，明年扩大销售团队有望明显推动业绩增长，CME 合作预计今年四季度会有比较确定的产品和方案，钢代业务随着引入银行融资和整合仓储物流的进展明年有望实现量价齐升，维持增持评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	350	1150	3010	3350
增长率(%)	118%	228%	162%	11%
净利润（百万元）	39	52	73	89
增长率(%)	43%	34%	40%	23%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.65	0.91	1.12
ROE(%)	9.80%	11.59%	13.90%	14.52%

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ				股票价格: 14.10	投资评级:	增持			日期:	2012-09-05
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%	13.9%	14.5%	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	4.78	5.68	6.79		
期间费率	34.3%	12.9%	6.8%	7.2%	估值						
销售净利率	11.0%	4.5%	2.4%	2.7%	P/E	29.2	21.7	15.5	12.6		
成长能力					P/B	3.4	3.0	2.5	2.1		
收入增长率	117.8%	228.4%	161.8%	11.3%	P/S	3.2	1.0	0.4	0.3		
利润增长率	43.2%	34.3%	40.1%	22.9%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.61	1.14	1.51	1.51	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%	55.8%	73.8%	72.4%	管理费用	45	54	69	83		
流动比	3.03	2.34	1.46	1.49	财务费用	0	7	14	14		
速动比	2.88	1.92	1.08	1.05	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	102		
现金及现金等价物	250	116	(142)	(301)	营业外净收支	7	6	7	6		
应收款项	107	384	922	1118	利润总额	47	63	88	108		
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	890	1879	2119	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	89		
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)	(142)		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	40	54	76	93		
资产总计	576	1012	1993	2225	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	31	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	615	其它	(311)	(0)	(0)	(0)		
负债和股东权益总计	576	1013	1993	2225	现金净增加额	(134)	(119)	(246)	(148)		

资料来源: WIND、国海证券研究所

【分析师承诺】

钱文礼，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、展示或以其他任何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。

【研究团队】

梁 铮: 分析师, 中国人民大学金融工程硕士, 华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历(中国联通), 目前在国海证券从事通信行业研究。

钱文礼: 分析师, 西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师, 3年证券行业电子行业研究经历, 目前在国海证券从事电子行业研究。

杨鑫林: 分析师, 北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历(航天科技集团航天五院研发工程师), 2年证券行业通信行业研究经历, 目前在国海证券从事通信行业研究。

陈 宁: 分析师, 北京大学传播学硕士, 北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历(中国联通, 中国移动研究院), 目前在国海证券从事传媒行业研究。

孔令峰: 分析师, 东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历, 目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

李亚军: 助理分析师, 中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

【机构销售团队】

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