

2012年10月24日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576088-110 konglf@ghzq.com.cn

网络链接拖累业绩，看好未来三大转型

——上海钢联（300226）三季度报点评

事件：公司发布2012年三季度业绩报告

公司今日发布了2012年三季度报。2012年1-9月份，公司实现营业收入6.20亿元，同比增长326.24%，净利润0.22亿元，同比增长4.77%；其中三季度实现营业收入2.27亿元，同比增长315.08%，净利润430.6万元，同比下滑33.88%。三季度业绩出现明显下滑。

评论：网页链接拖累业绩，看好未来三大转型

1. 钢市持续低迷对现有主业影响开始凸显，迫使公司加速转型

三季度，网页链接业务的大幅下滑是业绩下滑的主要原因。网页链接业务占到公司利润比重的40%左右，业务的波动对公司整体的盈利影响较大。网页链接业务的本质属于广告业务，现阶段公司网站首页的收入是网页链接业务的主要部分，首页广告费较高，在钢市低迷、钢贸商集体过冬阶段，该部分业务最为敏感，具有强周期性。广告收入采取递延会计制度，当期收入主要反映过去半年左右的收入情况，随着递延效应的递减，钢市低迷对公司网页链接业务的影响开始凸显。由于三季度钢贸商的经营压力持续上升，我们预计期内信息服务业务也受到一定影响，由于公司开拓了下游终端客户市场，新增客户有望抵消钢贸商客户的流失，但信息服务业务的整体收入增速也受到明显拖累，预计三季度同比基本持平。网页链接业务和信息服务业务是公司传统的两大块业务，合计利润贡献占到80%左右，钢市持续低迷对传统业务的影响开始凸显，迫使公司加速战略转型，我们认为公司未来的业务发展看点主要有以下三点。

2. 战略转型看点之一：客户渠道下沉，加强销售队伍建设对业绩贡献弹性较高

实际上钢市低迷已持续较长时间，对公司业绩的影响在今年三季度才集中反映出来我们认为除了因为三季度钢贸商经营压力继续加大意外，公司现有的人员结构与业务的发展匹配度不够有很大关系。阿里巴巴、慧聪、中国供应商等同行电商，销售队伍占据公司人员较大比重，如阿里巴巴大部分收入来自于诚信通会员收入，相比同行，上海钢联目前的人员结构中销售人员仅有60多人，占比不到10%，技术研发和业务人员（统计行情、库存等数据的工作人员）占到90%以上，公司现有人员的重心依然放在产品开发上，而去年下半年以来，客户结构已经发生了明显的变化，信息服务业务新增的客户由以前的钢贸商为主转变为下游的汽车、家电、五金、船舶等终端用户为主（总量依然是钢贸商占大头），与钢贸商市场相比，终端用户开启了十倍以上的市场空间，然而终端用户分散广泛，公司现有的销售人员难以在短期内营销分散化、扩大化的市场；网络链接业务方面，主要客户由传统的钢贸商向民营钢企转变，产品开始由首页向地区类站内网页转变，网页链接的下游客户和产品均向多元化转变，对现有的人员结构也形成挑战。公司目前的销售人员占比相对失衡，与同行相比也明显较少，这主要是因为公司的业务重点是产品资讯，在营销上属于产品主导型营销，预计未来公司依然将产品资讯作为核心任务，考虑到客户渠道的下沉，公司未来将逐渐适度加大销售团队的建设。公司的核心优势在于其难以复制的数据优势，客户粘

度较高，产品认可度较高，销售人员的扩张对公司的业绩贡献将十分明显。

3.战略转型看点之二：围绕数据优势，提高产品的附加值，寻找新的赢利点

过去的十年里，公司着手打造富有竞争力的数据产品，目前公司的数据权威性已经获得国际认可，国内大部分主要钢铁企业、钢贸商、上期所、芝加哥交易等所均采用了公司数据，但公司目前的收入贡献方面，付费会员仅能通过公司网站“我的钢铁网”来获取相关数据，数据在网站上分布较为分散，且系统性不足，尤其对研究人员来说，需要耗费较大精力来做相关统计。公司新产品钢联数据云终端是对公司长期积累的钢铁行业相关数据进行整理分类和建模，同时也采用外购数据等方式，以期最终形成专业的大宗商品数据库系统，为公司的数据挖掘和行业研究提供基础，同时也为其他数据需求者提供专业的数据服务。钢联数据云终端类似于 wind 数据终端，不同的是钢联数据云终端的核心数据大部分由公司自己编制而成，目前该产品的数据库囊括了宏观经济（全球经济数据库、中国经济数据库、全球期货数据库）、上游行业（铁矿石数据库、海运数据库、焦炭数据库、煤炭数据库、有色金属数据库、铁合金数据库、废钢数据库）、钢铁行业（钢铁数据库、钢厂企业数据库、钢坯数据库、生铁数据库）、下游行业（房地产数据库、机械数据库、船舶数据库、汽车数据库）等 18 个涵盖钢铁行业上下游产业链的行业数据库。该产品的收费模式是根据客户开通模块数量定价，平均每个模块两万元左右。该产品的下游用户较为广阔，如钢铁企业、钢贸商、期货公司、证券公司、高等院校、政府机构、咨询公司等，以及汽车、家电、五金等终端用户。我们认为根据公司现有模块和资源优势来看，公司明年将以钢铁企业、期货公司为主要切入点，目前国内主要大型钢铁企业有 2000 多家，期货公司 180 家左右，按照每套产品 2-20 万的价格来计算，仅这两个细分市场就能带来每年上亿的市场空间，而长期来看，高校、证券公司、政府等其他有研究分析的领域即有该产品的需求，市场空间可观。钢联云终端今年将完成测试，目前已经有少量客户在试用，并且有小部分出货，预计明年上半年正式推广。此外，公司目前的数据权威性已经获得认可，未来基于数据的上下游服务种类会不断丰富。

4.战略转型看点之三：围绕品牌优势，以钢铁代购业务为切入点，全面介入交易双方的金融、仓储物流、信用体系中

公司去年四季度开始正式开展钢铁交易服务业务，与银行贷款相比，由于公司收取了客户 20% 的定金且控制了货款，公司收取的服务费为 12% 的年化利率，远低于银行贷款利率。目前公司用于钢代业务的资金规模仍然是 1.5 亿左右，尚未使用银行融资，1-9 月份，少数股东权益为 220 万（钢联控股 58.36%），推算出钢银的净利润约为 530 万左右，1-9 月份的 ROE 约为 3.5%。由于钢贸商目前成本持续上升，利润空间越来越小，公司提供的钢代业务从融资成本上对钢贸商具有较大吸引力，并且我国钢铁行业流通量的存量空间足够大，公司并不愁做大规模，但考虑到钢价下跌、钢市低迷影响，公司对钢代业务的规模较为谨慎，我们预计今年全年将维持 1.5 亿的资金投入。钢代业务仅是公司未来整合下游仓储物流的初级阶段，未来真正的赢利点在于仓储物流和信用体系领域，但整合下游的仓储物流环节需要公司的交易平台拥有足够的交易量，因此钢代业务仅是未来战略的第一步。在信用体系方面，我们认为对解决国内钢贸商骗贷、重复抵押等现象有着重要意义，目前公司的做法是，通过将下游仓库的 ERP 系统对接到交易平台，实现仓库出库量、入库量、银行质押量的完全透明化，通过客户与公司平台系统的对接，能够提高交易双方的诚信度和交易平台的交易量。在仓储物流和信用体系环节，公司能够提供诸如信用认证、仓储物流服务等多项业务，未来的业务看点颇具想象空间。

5.维持增持评级

根据公司目前的客户主体和主营业务，钢市持续低迷在客观上对公司经营带来较大压力，近期钢市阶段性回暖有望带来四季度业绩的环比好转，但同比来看压力依然较大。我们下调网页链接业务的盈利预测和钢代业务的投入规模，考虑到今年的政府补助恐延迟到明年分批到账，我们下调营业外收入，预计 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.66 元和 0.8 元，对应当前股价 PE 分别为 26.5、21.1 和 17.4 倍。考虑到长期来看，公司的核心优势明显且成长空间巨大，维持增持评级。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ				股票价格: 13.88	投资评级:	增持		日期:	2012/10/24	
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%	9.6%	10.8%	11.5%	摊薄EPS	0.48	0.53	0.66	0.80		
毛利率	45.6%	22.5%	13.3%	12.6%	BVPS (最新股本)	4.13	4.66	5.31	6.12		
期间费率	34.3%	16.4%	9.8%	9.2%	估值						
销售净利率	11.0%	5.3%	3.1%	2.9%	P/E	28.7	26.3	21.0	17.2		
成长能力					P/B	3.4	3.0	2.6	2.3		
收入增长率	117.8%	128.5%	112.5%	28.6%	P/S	3.2	1.4	0.7	0.5		
利润增长率	43.2%	9.3%	25.4%	21.5%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.61	0.89	1.20	1.30	营业收入	350	800	1699	2186		
应收账款周转率	3.27	3.00	3.27	3.00	营业成本	190	620	1474	1911		
存货周转率	8.97	6.01	5.56	4.82	营业税金及附加	10	11	13	17		
偿债能力					销售费用	65	66	77	95		
资产负债率	31.6%	51.4%	65.3%	66.8%	管理费用	45	48	63	76		
流动比	3.03	2.79	1.76	1.68	财务费用	0	7	13	13		
速动比	2.88	2.41	1.40	1.25	其他费用/(-收入)	(0)	(0)	(0)	(0)		
					营业利润	40	48	59	73		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	7	3	5	5		
现金及现金等价物	250	245	174	7	利润总额	47	51	64	78		
应收款项	107	267	520	729	所得税费用	7	7	9	11		
存货净额	21	105	268	400	净利润	40	44	55	67		
其他流动资产	71	161	342	440	少数股东损益	2	2	2	3		
流动资产合计	449	778	1304	1576	归属于母公司净利润	39	42	53	64		
固定资产	51	46	40	35							
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)	(125)	(56)	(151)		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	40	44	55	67		
资产总计	576	900	1418	1682	少数股东权益	2	2	2	3		
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	234	706	914	营运资金变动	(162)	(485)	(1070)	(647)		
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	279	741	939	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	160	130	(10)	(10)		
负债合计	182	463	925	1123	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	438	492	559	其它	(182)	(0)	(0)	(0)		
负债和股东权益总计	576	901	1418	1682	现金净增加额	(5)	10	(60)	(157)		

资料来源: Wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰，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
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn