

上海钢联 (300226.SZ) 互联网络行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张燕
联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵
分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

进军煤炭电商，彰显建立大宗商品电商决心；

事件

上海钢联 3 月 11 日发公告称，3 月 10 日公司与淮北矿业股份有限公司签订《出资人协议书》，根据协议书，双方将合资设立电子商务公司，新公司注册资本为 500 万元，公司以货币出资 240 万元，持 48% 的股权。

评论

优势互补，共建煤炭电子商务平台：1、上海钢联在我国钢铁电子商务领域一家独大，品牌知名度高，拥有收费会员约 5 万名，已形成“会员费+广告费+钢贸业务”为主要盈利模式的钢铁电子商务平台；2、淮北矿业是淮北矿区最大的煤炭开采企业，是华东地区最大的炼焦精煤生产企业之一，具有煤种齐全、煤质优良、区位优势明显等优势；3、双方合作建立电子商务交易平台将实现优势互补，可以有效整合上海钢联的电子商务运营经验、客户资源与淮北矿业的销售网络、物流资源、客户资源。

大宗商品走向在线交易是未来发展趋势，上海钢联优势明显：1、在《上海钢联深度报告》中我们提到，B2B 电商平台发展分为三个阶段：**资讯服务——在线交易——一体化平台**，资讯服务平台发展十余年，相对成熟，增长主要依靠收费会员渗透率的提升，B2B 在线交易由于涉及大额交易、诚信、物流等问题，发展较为缓慢，但在线交易能够显著降低交易成本，提高交易效率，是未来的发展趋势，平台一旦建成，电商盈利模式将走向多元；2、国内 B2B 电商主要有阿里巴巴、环球资源网、慧聪网、焦点科技、上海钢联、生意宝等，上海钢联整体收入排名第三（钢贸业务），电商平台收入排名第七，欲在大宗商品行业拓展的有上海钢联和生意宝，钢铁电商平台初步建成，以搜搜钢为资源发布平台、钢银负责资金运转、与企业对接 ERP 解决数据链问题，后续考虑整合仓储、物流，煤炭电商平台将仿照钢铁电商平台，相对容易。

进军煤炭电商，彰显建立大宗商品电商决心：1、煤炭电商平台将分步骤实施，初期提供煤炭网上交易、市场信息服务，后期计划拓展到煤化工、盐化工产品交易，煤炭企业物资招标采购等，初期盈利模式将以收取交易佣金、会员费、广告费为主；2、钢铁位于产业链中游，煤炭是钢铁上游，后期将陆续在铁矿石、有色、化工等行业进行尝试，建立全产业链电商平台，彰显了公司建立大宗商品电商决心，提升长期价值。

投资建议

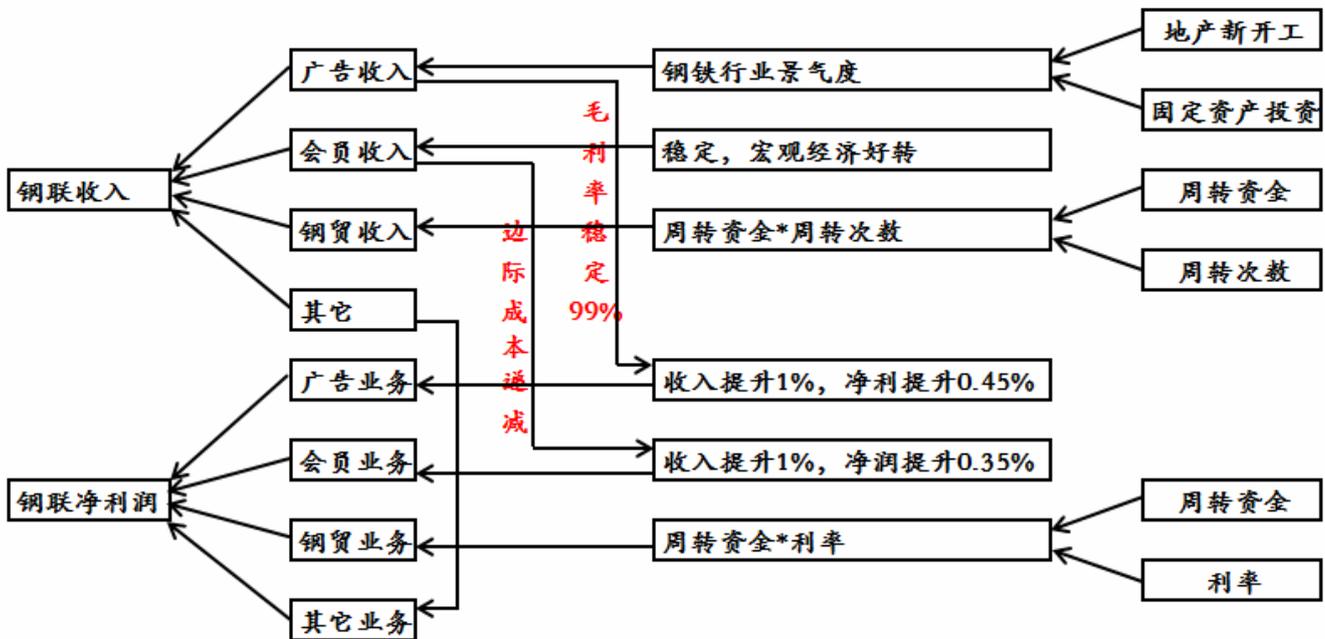
煤炭电商平台预计将在本年中后期正式上线，短期对业绩贡献较小，13 年看点在于钢铁行业景气度回升改善业绩，钢贸业务提升业绩，预计 2013-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 4437 万、5759 万，同比增长 25.57%、29.79%，EPS 分别为 0.55、0.72 元，我们看好上海钢联长期发展价值，维持“买入”评级，目标价 16.60 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司概况：数据为基，打造大宗商品电子商务平台

- 上海钢联收入主要来自于广告费、会员费、钢贸收入，广告收入与钢铁行业景气度紧密相关，会员费较为稳定，若宏观经济持续转好，有望加速，钢贸业务与周转资金和周转次数有关。
- 钢铁行业景气度和下游需求紧密相关，地产新开工和固定资产投资总额对钢铁产量有指引作用。国金地产研究员曹旭特预计 2013 年新开工增速将达到 9.5% (2012 年-7.3%)；钢铁行业研究员对粗钢产量增速预期较为乐观，2012 年全年增速 3%，新增 2000 多万吨，因 2012 年库存量减少近 2000 万吨，即使 2013 年宏观经济与 2012 年相差不多，也有 5%-6% 的增速，乐观预期为 9%。由此判断，公司的广告业务将会受益，对 2013 年业绩产生积极影响；大致估算广告收入每提升 1%，净利润提升约 0.45%。
- 会员收入驱动因素是会员数量和 ARPU 值，由于客户涵盖钢铁、地产、基建等多个行业，再加上欲拓展的煤炭、铁矿石等行业，会员数量未到瓶颈期；ARPU 值维持相对稳定；此外，会员费抗风险能力较强，是典型的边际成本递减，对业绩的贡献体现在会员数量增加和毛利率提高，我们维持整体增速趋于稳定的判断，若宏观经济持续向好及推广力度加大，有可能加速；大致估算会员费每提升 1%，净利润提升 0.35%。
- 目前钢贸业务的周转资金已提升至 2.5 亿，前期通过 1075 万受让子公司股权，股权比例达到 66.03%，2012 年全年净利润 730 万，归属于上市公司净利润 425 万，占比 12%，预计 2013 年占比将提升至 20%。

图表1：上海钢联收入、利润驱动因素分析



来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 粗钢产量累计增速与网页链接累计增速对比



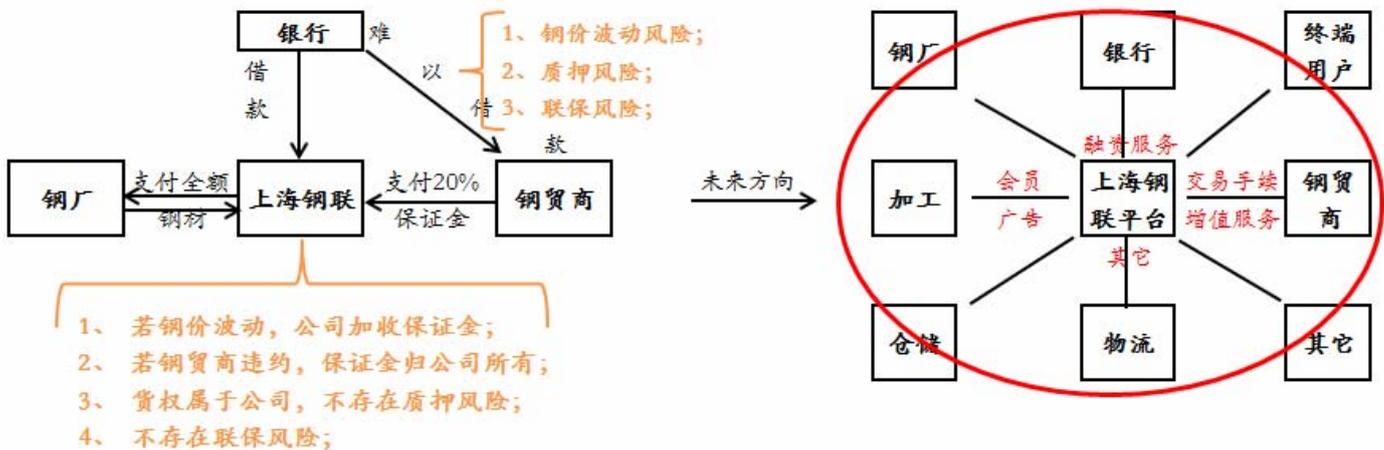
图表3: 地产新开工回暖



来源: 同花顺, 公司公告, 国金证券研究所

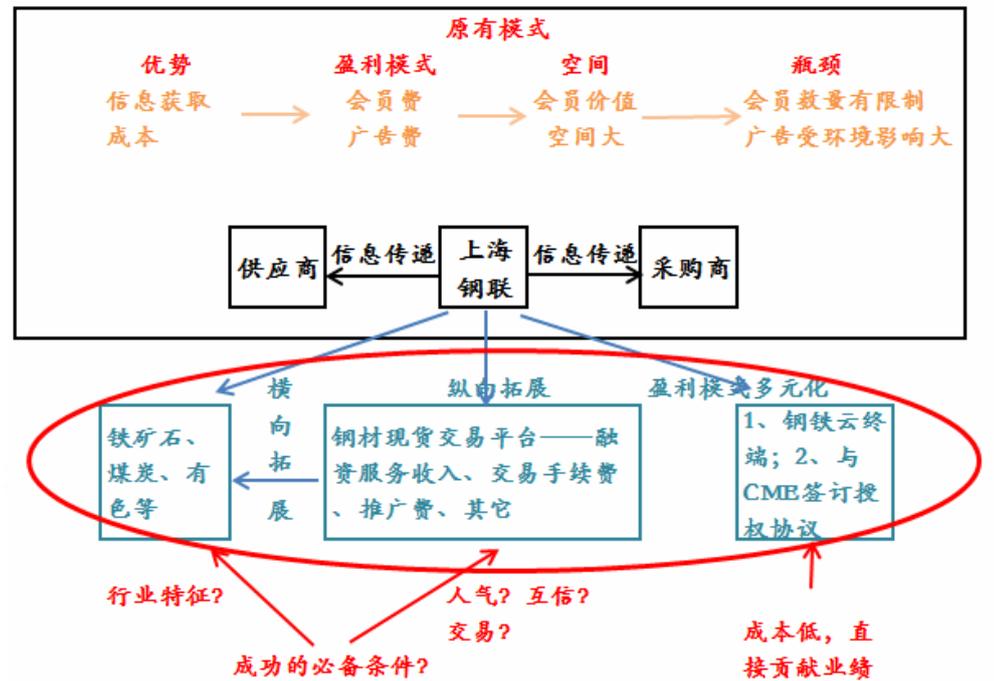
- 钢联横向扩张的行业主要是煤炭、铁矿石、合金、废钢、化工、有色金属、能源, 欲打造大宗商品平台; 纵向拓展主要是向电商平台的第二、三阶段探索。整体模式为“资讯平台+数据平台+电子商务平台”, 资讯和数据平台已相对成熟, 电子商务平台还需进一步摸索。
 - 筹建煤炭电子商务公司是横向拓展, 因煤炭是钢铁行业上游, 在之前的经营中已有一定积累, 预计难度不大, 后期会陆续在铁矿石、有色、化工等行业进行尝试, 打造全产业链电商平台, 提升长期价值。
 - 钢银是钢联是纵向拓展, 收取资金占用利息费用只是初期最主要的盈利模式, 最终目的是希望能够将钢厂、贸易商、仓储、物流等引入平台, 使得盈利模式多元化。

图表4: 钢材现货网上交易平台及未来发展方向



来源: 国金证券研究所

图表5: 上海钢联交易模式、盈利模式、空间及未来拓展方向分析



来源: 国金证券研究所

行业发展: B2B 电商正在向第二、三阶段探索, 潜在空间巨大

B2B 电商资讯服务平台收入增速放缓, 增长依靠收费会员渗透率提升

- B2B 电商资讯服务平台发展数十年, 已相对成熟, 2012 年世界经济放缓, 国内经济减速的宏观环境给中小企业 B2B 电商发展带来挑战, 交易规模及营收规模有所放缓; 垂直类电商的快速发展也使得市场集中度进一步下滑; 但电商渗透率依旧不高, 尤其是付费用户较少, 未来增长依靠收费会员渗透率提升。
- 2012 年我国中小企业 B2B 电子商务交易规模达到 8.1 万亿, 同比增长 26.5%; 企业营收规模达到 167.1 亿, 同比增长 27.6%, 从 2011 年开始持续放缓。国内外严峻的宏观经济环境给我国中小企业 B2B 电子商务发展带来挑战, 对现有平台的服务模式、盈利方式都提出了更高要求。
- 据艾瑞咨询统计, 我国中小企业 B2B 电商 TOP8 运营商合计总营收份额占比为 66.4%, 位居前四的分别是阿里巴巴、环球资源网、我的钢铁网、慧聪网; TOP8 运营商平台服务收入份额占比为 64.9%, 位居前四的分别为阿里巴巴、环球资源网、慧聪网、敦煌网。排名变化最大的是上海钢联, 公司从 2011Q4 开展钢贸业务, 钢铁的交易额计入营业收入导致整体收入出现爆发性增长。前八名收入份额占比较去年同期下降 8.4 个百分点, 集中度下滑, 垂直类 B2B 电商的快速崛起是主因。
- 截止 2012 年, 我国共有企业和个体工商业用户 5426 万, 同比增长 8.31%, 增速稳定; 预计 2012 年使用第三方电子商务平台的中小企业用户规模达到 1730 万, 同比增长 8.13%, 渗透率 32%; 此外据各家年报披露, 2011 年阿里巴巴中国注册会员 5082 万, 中国诚信通收费会员 65.84 万; 慧聪网注册会员约 80 万; 生意宝注册会员约 30 万, 收费会员 1.8 万; 上海钢联注册会员约 40 万, 收费会员 4 万, 整体收费会员预计 100 万左右, 占比很小, 仍有提升空间, 未来增长依靠收费会员渗透率提升。

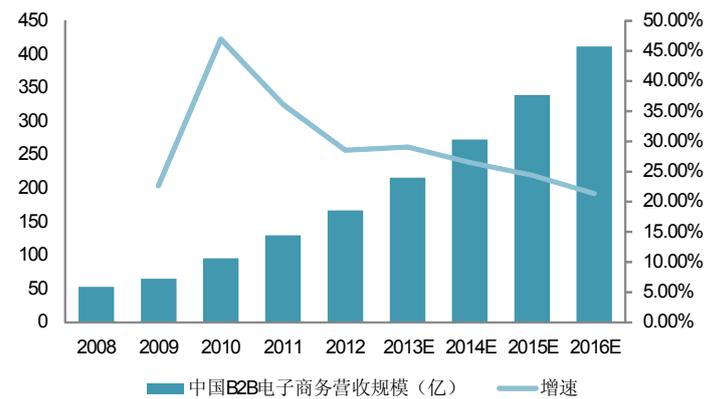
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表6: 2008-2016E 电子商务交易规模及增速

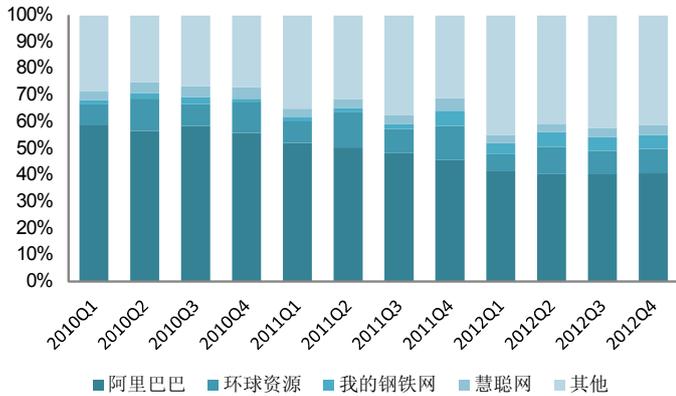


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表7: 2008-2016E 电子商务营收规模及增速

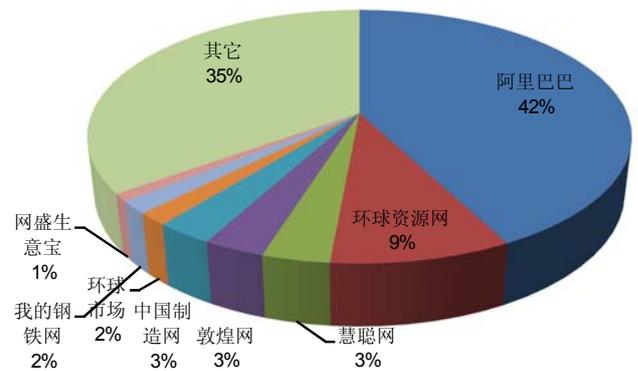


图表8: 2010Q1-2012Q4 中国主要中小企业 B2B 电子商务运营商总营收市场份额



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表9: 2012 年中国主要中小企业 B2B 电子商务运营商平台服务收入市场份额

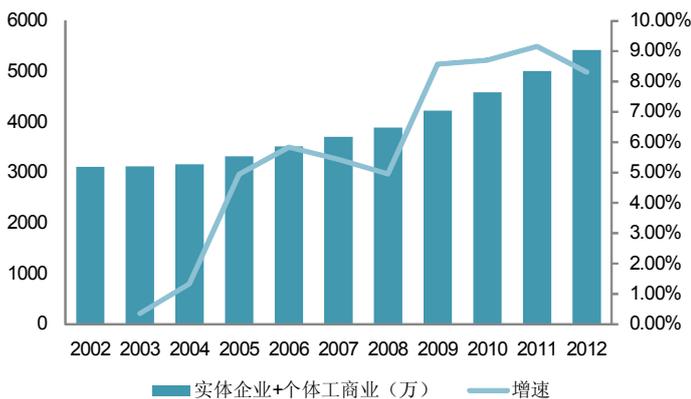


图表10: 我国主要 B2B 电商基本情况

公司	业务	2011年收入	客户	收费会员	类型	盈利模式
阿里巴巴	内、外贸	64亿	中小企业	76.5万	综合类B2B电商	会员费、增值服务(网络广告、认证供应商等)
环球资源网	外贸	14亿	高端客户		综合类B2B电商	
慧聪网	内贸	4.4亿	中小企业	约10万	综合类B2B电商	
焦点科技	内、外贸	4.27亿	中小企业	1.4万	综合类B2B电商	
生意宝	内、外贸	1.44亿	中小企业	1.8万	垂直类B2B电商	会员费、广告、钢贸收入
上海钢联	内贸	3.50亿	中小企业	约4万	垂直类B2B电商	

来源: 国金证券研究所

图表11: 2002-2012年我国实体企业和个体工商业数量



来源: 国家工商总局, 国金证券研究所

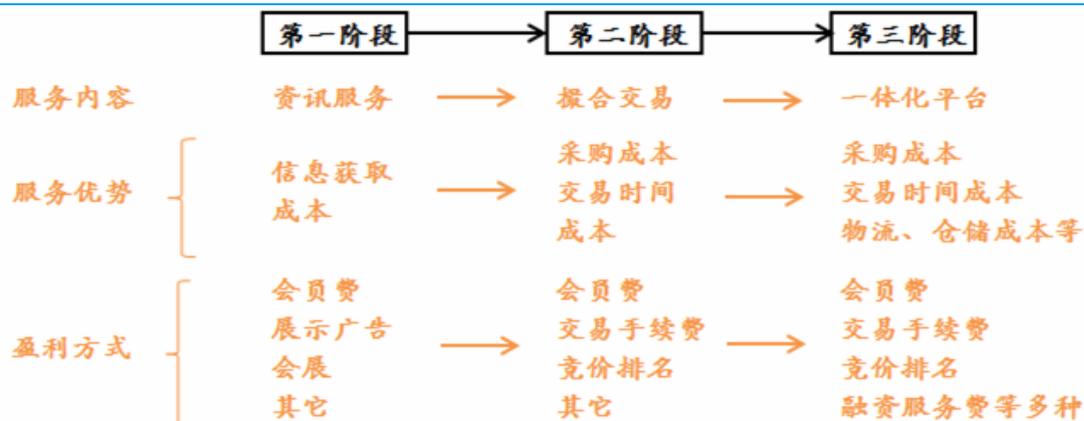
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

B2B 电商正在向第二、三阶段探索, 盈利模式走向多元

■ B2B 电商发展主要分为三个阶段: 资讯服务——撮合交易——一体化平台, 垂直类 B2B 电商正在向第二、三阶段探索, 盈利模式将走向多元。

- B2B 电商发展分为三个阶段: 资讯服务——撮合交易——一体化平台。在资讯服务环节, 公司为客户节省了信息获取成本, 盈利模式主要有会员费、展示广告费等; 在撮合交易环节, 公司为客户节省了采购成本和交易时间成本, 盈利模式为会员费、交易手续费、竞价排名费、增值服务费; B2B 发展的最后阶段是将交易过程中涉及的所有企业都引入平台, 如物流、仓储等, 建成一体化平台。
- 垂直类电商目前仍处于第一阶段, 正在向第二、三阶段发展, 这类公司最核心的竞争力在于能够为企业提供专业的行情信息、行业研究分析等, 赚取的是信息获取成本, 所以 ARPU 值提升空间大, 会员粘性高, 但会员数量空间较为有限, 当外围环境不好时, 企业仍有需求, 受影响较小; 网络广告主要以展示类广告为主, 价值较低, 受外围环境影响较大。
- 以上海钢联为例, 搜搜钢网、钢银、与企业 ERP 对接都是公司在电商领域的尝试。搜搜钢是发布资源的平台, 盈利模式仍以“会员+广告费”为主, 比较类似于目前的阿里巴巴、生意宝网站, 是电商平台发展的核心; 钢银以资金为驱动, 帮助客户解决实际问题; 与企业 ERP 进行对接, 解决数据链路问题, 未来还会尝试整合仓储、物流, 将平台做大。“资讯平台+数据平台+电商平台”是上海钢联的三大战略平台, 资讯平台已相对成熟, 数据平台是以资讯平台为基础建立的, 容易成熟, 电商平台是公司未来战略的重点。

图表13: B2B 电子商务发展的三个阶段及特点



来源: 国金证券研究所

投资建议及盈利预测

- 煤炭电商平台预计将在本年中后期正式上线，短期对业绩贡献较小，13 年看点还是在于钢铁行业景气度回升改善业绩，钢贸业务提升业绩，预计 2013-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 4437 万、5759 万，同比增长 25.57%、29.79%，EPS 分别为 0.55、0.72 元。
- 我们看好上海钢联长期发展价值，维持“买入”评级，目标价 16.60 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-01-23	买入	13.75	16.60 ~ 16.60

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net