



2013年5月20日

公司研究

评级: 增持

研究所

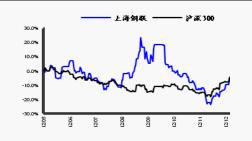
证券分析师: 孔令峰 \$0350512090003

010-88576833-813 <u>konglf@ghzq.com.cn</u>

新业务逐渐明朗,明年有望进入爆发期

——上海钢联(300226)调研纪要

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
上海钢联	4.7	-6.5	-9.0
沪深 300	2.3	-0.7	-0.1

市场数据	2013-5-20
当前价格 (元)	8.56
52 周价格区间 (元)	8.36-18.35
总市值 (百万)	1027.20
流通市值 (百万)	373.37
总股本 (万股)	12000.00
流通股 (万股)	4361.81
日均成交额 (百万)	8.75
近一月换手(%)	50.54

相关报告

调研纪要:坚定看好长期的发展空间(增持),2012.11.5

2012 年三季报点评: 网络链接拖累业绩,看好未来三大转型(增持),2012.10.24

2012 年三季报预告点评: 行业低迷不掩长期 投资价值(增持),2012.10.11

调研纪要: 新空间依次开启(增持), 2012.9.5 事件点评: 代购业务放量 向下整合更进一步 (增持), 2012.8.6

深度报告: 数据权威! 双向增长开拓新空间(增持), 2012. 7. 30

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%

投资要点:

- 交易平台成功引入合作钢厂. 公司的钢银交易平台目前已 经成功引进5家左右合作钢厂专卖店,短期的目标是引入 50家。之前我们一直关注公司通过钢代服务业务吸引钢贸 商交易量。公司从去年开始陆续引进一些合作钢厂,钢厂 直接对话终端客户,除了受钢贸商集体过冬影响之外,主 要还因为协议户的模式正逐步向"库存前移、销售前移"转 变。钢厂通过公司平台直接对话终端客户, 可以降低吨钢 销售成本,根据公司测算,钢厂销售一顿钢的成本是 15 元左右, 而公司的交易平台目前免费, 对钢厂吸引力较大。 公司预期明年引入的合作钢厂数量会有更大突破,但是短 期内难以看到成熟的盈利模式。长期的目标是引入 1000 多家合作钢厂,我们认为像宝钢、武钢等规模较大、地位 较高的钢厂通过自建平台开展钢铁贸易活动,是公司钢铁 交易平台最不确定的风险之一, 但钢贸市场巨大, 未来能 否整合钢铁巨头,取决于公司交易平台的影响力和交易量。 此外,从钢贸商的经营风险方面来看,中小钢贸商可以越 过协议户直接向钢厂拿货,现款现价,价格按照当天市场 价格结算,大大降低了价格的波动风险。因此,公司的交 易平台专卖店模式实现了钢厂、钢贸商和终端客户多赢的 局面。
- 仓储平台是治理钢贸行业骗贷乱象的核心工具。钢贸商骗贷、重复质押等行为归根到底出在仓储环节。由于制度原因,银行不能掌控货权,因此钢贸商跟仓储商户的勾结骗贷难以从根本上解决。公司推出的诚信仓库平台,是将公司的交易平台与合作仓储企业的 ERP 系统对接,本质上是实现合作仓库的入库量、出库量和在库量透明化,从根本上遏制骗贷和重复质押现象。此外,公司的平台与银行对接,通过登记系统为银行的资信评估服务,进而实现商户在公司平台上融资,为商户提供融资、仓储等多个服务,为银行提供资信审核服务,从根本上解决了钢贸行业的乱象治理问题。



- 横向拓展仍在投入阶段.我们在之前的报告中指出,公司最大的战略看点在于横向的由钢铁向其他大宗品种延伸和纵向的产业链整合。由于钢铁贸易行业市场高达5万亿以上,公司的布局业务市场空间足够大,对公司这种市值和公司、则除钢代业务收入)规模较小的信息服务类公司而言,从来业绩弹性极大。根据我们最新的调研结果,公司目和,从未来处绩弹性极大。根据我们最新的调研结果,公司目和,从发际,但是收入仍较小。"我的钢铁"网站之所以成为业内翘楚,是因为其核心数据和信息均是原创,且有着十几年的积累优势,竟争对手复制的难度极高,这也决定了新拓展的几个领域短期难以形成像钢铁局,这也决定了新拓展的几个领域短期难以形成像钢铁局,这也决定了新拓展的同时也看到,目前其他大宗品种均没有像"我的钢铁"网站这样出类拔萃的领导者,而公司通过成功运营"我的钢铁网",能够以成本更低、效率更快的效果打造其他大宗品种网站。
- 再造钢贸模式,近几年由于钢市持续低迷,钢贸行业全面亏 损,尤其去年,整个华东地区由高达70%的钢贸商倒闭。 除经济不景气的原因外,钢贸商运营成本较高也是造成微 利甚至亏损的重要原因之一。公司从成立之初在于提高产 品价格、库存、仓储、物流等环节的透明度,于金融、物 流、交易、仓储等各个环节引入创新机制,全面降低钢铁 贸易的运营成本。随着钢市持续低迷和钢贸商大批倒闭, 公司传统业务的目标客户也发生了较大变化,由过去高度 依赖钢贸商转为钢厂和终端客户、去年信息服务业务的新 增会员有 55%是终端用户,而钢银交易平台也以钢厂直接 对话终端客户为主要模式。我们认为,我国钢贸盈利本质 在于各地钢铁价格的不透明和钢价的波动属性,而公司的 业务一定意义上降低了钢厂和终端客户对钢贸商的依赖 性,公司的交易平台能够为钢厂和终端客户提供更低的交 易成本,一定意义上填充了钢贸商倒闭带来的市场空白, 与钢贸商不同的是、钢贸商靠差价盈利、而公司靠服务盈 利,低成本、高效率的互联网模式是我们更看好公司存在 价值的主要原因。
- 钢联云终端仍在推广试用阶段,原创数据难遇对手。云终端目前仍在小规模推广阶段,之所以不大规模招聘人员去销售推广,主要是考虑到两个问题:第一,云终端作为数据分析工具,与 wind、同花顺、东方财富、大智慧等分析工具不同的是,公司的核心数据是原创,并不是整合,那正具不同的发建立在 1000 多人的团队十多年的积累,公司无需担心因为推广慢而带来的竞争问题;第二,作为研究分析工具,用户体验至关重要,而云终端目前仍为新产品,很多细节需要完善,如果大规模推广可能会因某个细节问题导致市场形象打折扣。我们看好云终端产品的长期发展,云终端是将公司的核心数据指数化、丰富化,



使其具备可研究分析性能,目标客户是钢厂、证券公司、期货公司、高校、咨询公司等,由于每个钢厂都有研究院,统计、分析、数据搜集是研究院员工的基本工作,钢联云终端能够切实降低钢厂研究院的运营成本,并且提供有价值的分析工具,按照公司云终端每个模块2万元年费计算,仅国内钢厂和期货公司就带来每年上亿元的市场空间,而我们更为看重的是,由于核心数据是原创,云终端面对的巨大市场空间在未来较长的时间内难以看到竞争对手。

■ 今年仍属投入期,明年或进入业绩爆发期。维持增持评级。 我们仍坚定看好公司未来的长期发展。公司未来面临三大 机遇: 第一, 钢联云终端市场空间巨大且短期看不到竞争 对手: 第二,产业链整合属于钢铁贸易行业急需解决的问 题,钢铁贸易行业每年5亿吨的市场是切实存在的,且微 利属性更加大了行业对产业链各环节降价新模式的需求; 第三,钢银交易平台有望最先放量,成为钢厂重要的销售 渠道,面对如此庞大的钢铁销售市场,公司从中分得一笔 羹并非难事。根据本次调研,我们认为今年来看,横向拓 展的其他大宗品种网站仍属于高投入阶段,亏损幅度有望 缩小; 交易平台今年放量将增加人力成本, 但短期商业模 式未定导致平台今年继续亏损;钢联云终端今年仍属于小 规模推广阶段。综上, 我们认为公司今年业绩难以爆发, 而交易平台和云终端有望在明年爆发,我们维持增持评级, 预计 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.45 元和 0.61 元,对应当前股价 PE 分别为 30.2、19.8 和 14.7 倍,维 持增持评级。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	954	1335	1919	2611
增长率(%)	173%	40%	44%	36%
净利润 (百万元)	35	36	54	74
增长率(%)	-9%	1%	52%	35%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.30	0.45	0.61
ROE(%)	8.26%	7.78%	10.73%	12.84%



表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ		股票价格: 8	.98	投资评级:	增持	E	期:	2013/5/20
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
<u> </u>	2012	2010		2010	每股指标	2012	-010L	20172	2013L
ROE	8.3%	7.8%	10.7%	12.8%	摊薄EPS	0.29	0.30	0.45	0.61
毛利率	17.0%	14.4%	14.3%	14.7%	BVPS(最新股本)	3.01	3.25	3.62	4.11
期间费率	13.1%	11.2%	11.0%	11.3%	估值	0.0.	0.20	0.02	
销售净利率	3.7%	2.7%	2.8%	2.8%	P/E	30.6	30.2	19.8	14.7
成长能力					P/B	3.0	2.8	2.5	2.2
收入增长率	172.7%	39.9%	43.7%	36.0%	P/S	1.1	0.8	0.6	0.4
利润增长率	-8.7%	1.2%	52.4%	35.2%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	1.49	1.75	2.12	2.52	营业收入	954	1335	1919	2611
应收账款周转率	199.67	129.07	95.35	75.60	营业成本	792	1142	1644	2226
存货周转率	13.91	11.69	10.07	8.85	营业税金及附加	6	8	10	14
偿债能力					销售费用	71	79	112	156
资产负债率	33.5%	39.9%	44.0%	44.8%	管理费用	48	60	80	115
流动比	2.55	2.67	2.80	2.66	财务费用	(1)	3	9	9
速动比	2.21	2.20	2.15	1.86	其他费用/(-收入)	(0)	(0)	(0)	(0)
					营业利润	37	43	64	90
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业外净收支	9	3	6	5
现金及现金等价物	181	184	145	43	利润总额	46	46	70	95
应收款项	5	10	20	35	所得税费用	7	7	11	15
存货净额	57	98	164	253	净利润	38	39	59	80
其他流动资产	188	263	378	515	少数股东损益	3	3	5	6
流动资产合计	431	556	708	846	归属于母公司净利润	35	36	54	74
固定资产	48	43	38	33					
在建工程	123	123	123	123	现金流量表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	25	25	22	20	经营活动现金流	(20)	(29)	(61)	(79)
长期股权投资	12	12	12	12	净利润	38	39	59	80
资产总计	642	763	906	1037	少数股东权益	3	3	5	6
短期借款	30	30	20	20	折旧摊销	8	12	11	10
应付款项	8	12	17	23	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	79	114	164	223	营运资金变动	(69)	(161)	(246)	(305)
其他流动负债	52	52	52	52	投资活动现金流	(86)	5	6	5
流动负债合计	169	208	253	318	资本支出	(73)	5	6	5
长期借款及应付债券	32	82	132	132	长期投资	(12)	0	0	0
其他长期负债	14	14	14	14	其他	(1)	0	0	0
长期负债合计	46	96	146	146	筹资活动现金流	108	43	29	(14)
负债合计	215	304	399	464	债务融资	(18)	50	40	0
股本	120	120	120	120	权益融资	0	0	0	0
股东权益	427	459	507	572	其它	127	(7)	(11)	(14)
负债和股东权益总计	642	763	906	1037	现金净增加额	3	18	(26)	(88)

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,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。



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 1008 室

姓	名	固话	手机	邮箱
梁	铮	010-88576936-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白	丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

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
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@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
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn

请务必阅读正文后免责条款部分