

2013年7月10日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576833-813 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

## 核心竞争力足够强，市场空间足够大

### ——上海钢联（300226）深度报告（二）

#### 投资要点：

- **核心推荐逻辑：**公司传统业务与钢市波动高度相关，但未来最大的看点在于钢铁行业产业链的整合，全面介入行业的金融服务、交易、仓储物流服务等环节。钢铁贸易额高达5万亿以上，产业链的整合将给公司带来巨大的市场空间。钢市持续低迷，钢铁行业产能过剩，但一方面反映出市场对公司的效率高、低成本的新业务模式需求越来越急切，另一方面，我国每年钢铁的需求量仍在稳定增长，而公司所介入的正是集中在贸易服务环节。我们看好公司能够在产业链整合中获得巨额收益，是因为公司十多年以来积累的核心优势具有极高的壁垒，从监管层和行业参与方来说，我国钢铁行业和贸易行业一定需要转型，而转型的过程中，公司极有可能是最为受益方。根据我们最新调研情况，公司的钢联云终端、产业链整合各环节均已出现实质性的进展，相比公司目前的业绩体量，任何一环能够走出来对公司而言都具有极高的弹性。
- **钢联云终端爆发在即：**云终端的看点在于“数据原创性”，在很长的时间内看不到竞争，每年的市场规模高达20亿，目前产品核心功能已经研发完毕，用户体验方面的改善还在进行中，在小规模推广试用阶段，上半年已经售出40套左右，预计今年下半年完整版产品出炉，明年开始大规模推广。云终端前期的研发高峰期已过，未来软件产品的零边际成本效应越来越明显，预计明年开始对公司贡献明显的业绩。
- **全面介入金融服务环节：**产业链整合之金融服务端，最初金融服务环节公司采用的是钢代服务模式，钢代业务通过控制货权和收取保证金控制风险，也是市场需求最为迫切的业务之一。但钢代业务由于资金瓶颈明显，业务发展容易遇到天花板。公司创新性的通过开发相应的系统平台，开展诚信仓库联盟，提高仓库的透明度，为银行、监管机构等提供质押和信用查询业务，从根本上遏制骗贷、多重质押等现象。金融服务环节能够给公司带来巨大的收益，从战略意义上来说，一旦通过钢代业务和诚信仓库发展的可控的成交量达到一定规模后，更有利于公司提高未来整合物流环节的话语权。
- **电商平台获得实质性进展：**电商平台今年2月份上线，钢厂专卖店方面目前已经发展到10家合作钢厂，每天挂牌量已经高达16万吨以上，最多可以产生2000多吨日交易量。钢厂专卖店颠覆了钢厂传统的销售模式，大大降低了销售成本，一旦电商平台成为钢厂重要的销售渠道之一，公司将收取一定的年费。钢厂通过钢贸商销售吨钢成本是30元左右，目前通过公司的平台完全免费，而国内中小钢厂的年产量大都在至少几百万吨以上，因此公司从中获取一定的收益并非难事。与金融服务业务类似，电商平台产生的巨大成交量也成为未来整合物流的重要话语权。
- **物流整合是利润最大环节：**我国钢铁行业物流成本占比在20-30%，远高于发达国家，仅2009年我国的钢铁行业的物流市场规模高达2.8万亿以上，整合空间巨大。空置率较高是我国钢铁行业物流费用率较高的主要原因之一。公司凭借金融服务、诚信仓库和电商平台产生的巨大成交量整合下游的物流环节，提高合作物流企业的业务量，降低吨钢运输成本，从而达到物流方、钢贸商、钢厂和公司多赢的局面。由于钢铁行业物流费用率较高，降低10个百分点就是千亿规模，而对于公司而言，即便是从中获取1个百分点服务费也是

巨大的市场空间。公司全面介入产业链金融服务、诚信仓库、交易平台、物流环节，在降低行业风险、净化钢贸市场、提高效率降低成本的同时，也给自身带来了巨大的收益空间。

- **今年传统业务业绩压力依然较大，维持增持评级：**公司目前主要利润来源仍是传统的付费会员和广告链接，由于广告链接以钢贸商和钢厂为主，预计今年经营压力依然较大。尤其是去年递延至今年的广告收入同比减少了 1500 多万，且今年新增固定资产折旧 500 万，我们认为今年业绩实现增长的压力较大。公司未来的一系列新业务中，钢联云终端明年起将最先贡献业绩增速，产业链整合的进度取决于交易平台的成交量和相关政策的推动，保守起见我们暂不将其纳入未来三年的盈利预测。维持之前的盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.30 元、0.45 元和 0.61 元，对应当前股价的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 17 倍。相比公司未来产业链整合巨大的市场空间和显著的核心竞争力，且各个环节均已经实现实质性进展，公司目前 17 亿的市值具有较高的安全边际，维持增持评级。
- **风险提示：**大宗商品非钢铁品种网站前期投入过高影响业绩风险；电商交易平台推广前期销售和服务投入较高风险；钢代业务出现人为不可控风险等。

## 目 录

1、关于核心竞争力和推荐逻辑简析.....	4
1.1、长期的积累优势.....	4
1.2、国内外认可的权威性.....	4
1.3、看好公司的主要逻辑.....	4
2、关于钢联云终端.....	5
2.1、钢联云终端的价值.....	5
2.2、单是钢联云终端几乎独享 20 亿市场空间.....	6
2.3、推广进展.....	7
3、产业链整合之金融服务.....	7
3.1、不看产能过剩看实际销量，资金环节需求最强.....	7
3.2、不看盈利看价值，钢代业务只是第一步.....	8
3.3、为银行和监管层服务，提高仓库透明度.....	9
3.4、仓储诚信联盟每年至少 20 亿元市场规模.....	10
4、电商平台盈利空间巨大且极具整合战略意义.....	11
4.1、电商平台给钢厂提供新业务模式.....	11
4.2、平台服务费空间巨大，关键在于提高成交量整合产业链.....	12
5、产业链整合之物流.....	13
5.1、物流是产业链利润空间最大环节.....	13
5.2、整合物流达到多赢局面.....	13
6、维持盈利预测和增持评级.....	14
6.1、今年业绩压力依然较大.....	14
6.2、维持增持评级.....	15

## 1、关于核心竞争力和推荐逻辑简析

### 1.1、长期的积累优势

公司目前已经拥有一只 1000 多人的信息采集队伍,每天向 15000 多家单位电话进行电话咨询,以国内 60 多个城市 3000 多家钢铁单位的价格和库存的为基础,为会员提供实时的行情数据,供钢贸商和采购商做出科学的决策。具体而言,公司在钢铁行业的数据覆盖了钢厂库存、钢材出厂价格、工程采购价格、贸易商成交价格、市场主流成交价、生产企业动态、区域产能情况、仓储物流等。公司的核心数据和庞大的社会资源基于长达 10 多年的积累,给公司形成了强有力的竞争壁垒,竞争对手短期内模仿的难度极高。

公司目前已经是国内钢铁行业 B2B 电子商务企业中行业龙头,2010 年市场份额高达 55.5%。有效会员 60 多万,由于公司未来的战略在于钢铁行业金融服务、交易、仓储、物流等各个环节的整合,庞大的客户资源为未来的整合打下了坚实的基础。

### 1.2、国内外认可的权威性

公司有着极高的客户粘性,这主要是因为公司所提供的数据对行业客户有着重要的指导意义,甚至成为交易双方的清算价格。国内金融相关机构和监管部门已经开始跟公司洽谈相关合作。新华社、第一财经等国内各大财经媒体已经引用公司的数据,新加坡大宗商品交易平台、美国芝加哥商品交易所、印度铁矿石定价、路透社等国外机构均引用了公司的核心数据。公司核心数据获得国内外的权威认可几乎不可复制。

### 1.3、看好公司的主要逻辑

公司传统业务以付费会员收入和广告链接业务为主,由于传统业务主要客户群体是钢贸商和钢厂,近几年钢市的持续低迷给传统业务尤其是广告链接带来了巨大的压力,而付费会员由于市场下沉至庞大的终端客户群体,近几年保持持续的稳定增长。

我们推荐上海钢联的主要逻辑在于看好公司长期的巨大发展空间。公司将基于现有的核心竞争力着手整合钢铁产业链,全面介入钢铁行业的金融、交易、仓储和物流各个环节,下文我们将详细阐述各个环节的优势和市场空间。我们认为,国内钢铁行业持续低迷,钢厂几乎面临零利润率,钢贸商更是大批量倒闭,这反而更说明行业急需通过新业务模式来提高效率、降低成本,而我们认为公司之所以能够在整合过程中获得巨大的收益,主要是因为在过去的十多年中,公司已经形成了不可复制的核心竞争力,且对客户有着至高的粘性。无论是钢联云终端、金融服务、仓储物流服务,亦或是电商平台,任何一个环节都能够给公司带来巨大

的市场空间，而相比公司现有的业绩而言，具有极高的弹性。根据我们最近的调研，公司在各个环节均已经获得实质性的进展，我们认为有必要将公司的核心看点和业务空间做一个详细的阐述，关于公司和行业的基本情况请参考我们于2012年8月1日发布的第一篇深度报告。

## 2、关于钢联云终端

### 2.1、钢联云终端的价值

传统意义上,公司基于核心数据的盈利模式主要是 mysteel 网站的会员费(1500、3000和5000元每年不等),但网页形式的数据不具备可分析性,不具有工具的特点,比如一个钢厂下属的研究院每年要雇员工统计所有数据就要付出较高的成本和精力。针对市场需求,公司基于十多年数据积累研发出“钢联数据云终端”产品,对于钢厂而言,通过云终端可以分析自己、竞争对手和市场在过去任一时点和最新的价格,由于公司的数据具有权威性,具有明显的分析价值,对于金融机构、政府、咨询公司、研究院所、媒体和高校等客户而言,该产品提供了对钢铁、大宗和宏观等方面析的有力工具。截止到目前,钢联云终端已经覆盖了十八个模块,10万多条指标,1400多万条数据,并且每日增加23000条。

图 1、钢联云终端覆盖了完整的钢铁产业链行业数据

图 2、目前被多个权威机构采用



资料来源：国海证券研究所，公司网站

资料来源：国海证券研究所，公司网站

我们可以简单将钢联云终端理解成“万得”和“同花顺”终端，都是一种数据分析工具，不同的是，钢联云终端定位于大宗商品领域。近几年来，万得和同花顺竞争的异常激烈，价格下降幅度较大，本质上而言，万得和同花顺是一种“数据整合者”，核心竞争力更多在于产品功能的完善和用户体验，而钢联云终端的核心在于“数据创造者”，其核心模块数据均由公司自主采集而来，而数据的价值在于权威认可性，目前公司的数据已经获得国内外各大机构、市场参与方和政府相关部门的权威认可，并且这种优势是基于10多年的积累而成，我们认为钢联云终端的护城河较高，基本不存在万得和同花顺这样的激烈竞争。

图 3、钢联云终端与目前市场部分数据分析终端产品的对比

产品	数据来源	特点
万得和同花顺	国内宏观数据：国家统计局、人民银行、海关总署、商务部、各省市统计局等相关政府机构	信息整合者，非原创数据，易被模仿，价格战较为激烈
	行业数据：国家统计局、海关总署、发改委、农业部等部委，国内行业协会，各行业咨询公司、境外行业网站等	
	全球宏观数据：各国及经济组织官方数据发布网直接收集整理而来	
钢联云终端	基于上海钢联“我的钢铁网”十年积累的钢铁行业数据资料研创而成，覆盖了钢铁、能源、矿业、有色等51个大类和273个小类产品，是业内最详细完整的各项统计数据	一手原创数据，且国内知名度最高、权威性最强，几乎遇不到竞争对手

资料来源：国海证券研究所

## 2.2、单是钢联云终端几乎独享 20 亿市场空间

钢联云终端的客户群体包括钢铁企业、钢贸商、期货公司、证券公司、高校、政府机构、咨询公司、基金私募等，以及汽车、家电、五金等终端用户，我国目前有 2000 多家钢铁相关企业，20 万钢贸商，200 多万终端客户，110 家证券公司，180 多家期货公司（1000 多家营业网点），80 多家基金公司，204 家阳光私募，32 家股权私募，31 家信托公司，100 家左右投资咨询公司，一般具有研究分析需求的客户对钢联云终端的需求较大，我们仅将国内钢厂、科研院所、部分高校、大型钢贸商、大型大宗商品企业、金融机构、政府、咨询机构和大型终端客户作为主要的消费主体来计算，按照钢联云终端目前 4-6 万的价格计算，仅国内市场空间就达到 10 亿以上，而公司今年上半年云终端的收入一半来自海外机构，由于我国是全球重要的大宗商品现货和金融市场，海外市场对公司的产品也具有较高的需求，我们保守估算，钢联云终端国内外每年的市场空间至少在 20 亿以上。

图 4、钢联云终端与目前市场部分数据分析终端产品的对比

主要目标市场	市场空间（万元）
钢厂	12000
大型钢贸商	50000
金融机构及咨询公司	9985
政府及行业大型企业	1500
大型终端厂商	6000
高校及研究所	2500
海外机构	保守估计与国内相当
<b>每年市场规模</b>	<b>大约20亿左右</b>

资料来源：国海证券研究所

考虑到具有研究分析需求的目标市场客户对数据的连续性、权威性和更新及时性要求较高，钢联云终端完全基于公司的核心数据研创，在很长的时间内难以遇到竞争对手，公司几乎独享 20 亿市场空间。

## 2.3、推广进展

钢联云终端产品目前仍不成熟，作为客户端产品，用户体验至关重要，第一版产品很多细节不稳定，考虑到品牌效应和推广效果，公司并未急于推广，只是给一些需求较为迫切的老客户试用，价格是 4-6 万年费不等。产品的核心功能已经完成，接下来需要完善的是界面的二次开发优化和英文版本的开发，预计今年下半年会推出完整版产品，明年开始全面推广。截止到目前，在公司没有大规模推广的情况下，今年上半年已经售出四十多套，收入接近 200 万。公司之所以不着急推广，除了产品本身尚需完善之外，也考虑到市场上基本看不到与之形成明显竞争的产品。

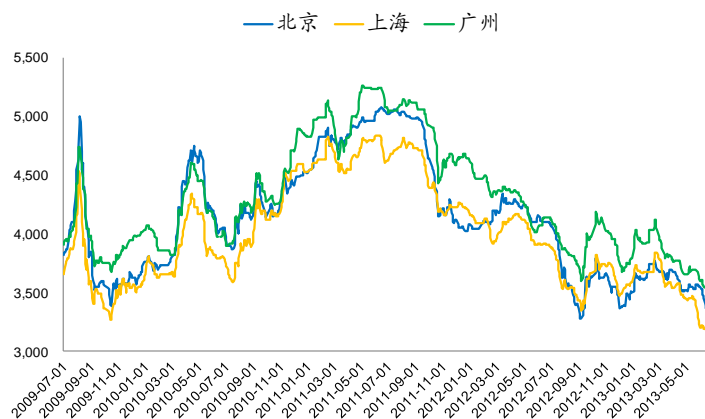
我们预计该产品今年贡献的收入在 500 万左右，而钢联云终端的研发团队有 40 人左右，预计今年云终端实现利润贡献的压力仍然较大，考虑到钢联云终端产品的前期研发已经接近尾声，软件产品的零边际成本效应明显，预计随着产品的进一步完善，明年大规模推广将是公司现阶段业绩爆发的一大主要动力。

## 3、产业链整合之金融服务

### 3.1、不看产能过剩看实际销量，资金环节需求最强

钢铁行业和钢铁贸易行业具有明显的资金密集特点，尤其是钢贸行业，每笔业务至少都是千万以上，随时保持充裕的流动资金是持续发展的基础。但近几年钢铁行业持续低迷，钢价的持续下跌给钢贸商带来较大压力，钢贸商对银行的骗贷、多重质押等乱象开始增加，导致银行对钢贸商的贷款越来越谨慎，考虑到钢铁行业的持续不景气和持续放大的风险因素，部分银行的营业网点甚至直接叫停了对钢贸商的贷款。

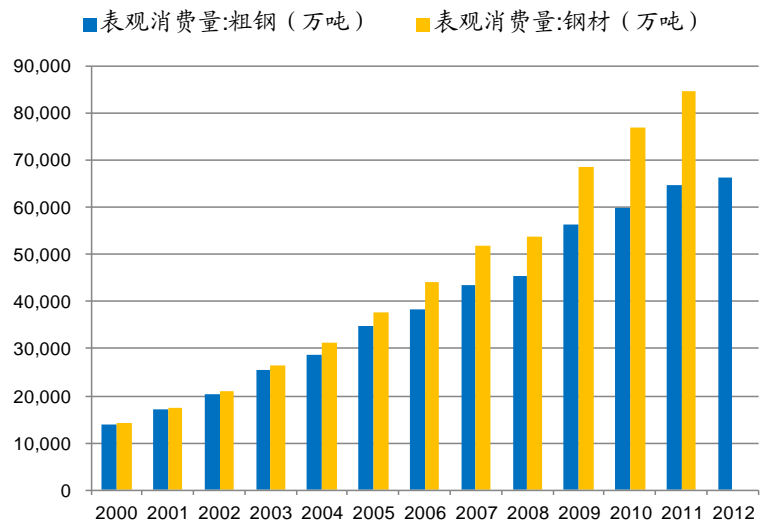
图 5、我国主要城市螺纹钢（HRB335 20mm）价格走势



资料来源：国海证券研究所，wind

作为新兴工业国家，我国钢铁行业目前尽管是严重的产能过剩阶段，但切实的钢铁需求量仍然巨大，钢材和粗钢的销售量仍然保持稳定增长，仍然有一批实实在在从事钢铁行业贸易的钢贸商（而非贷款用于炒股和房地产的钢贸商），因此真实的钢贸商资金需求仍然巨大。但骗贷与多重质押导致钢贸商融资的难度越来越高，成本也大幅提升，根据我们调研得知，去年钢贸商融资的年化利率高达 18% 左右，这对本来就不景气的钢贸行业来说无疑是巨大的压力，这从另一方面也表现出资金需求是目前钢贸商最为强烈的需求。

图 6、我国钢铁行业的需求量仍然在稳定增长



资料来源：国海证券研究所，wind

### 3.2、不看盈利看价值，钢代业务只是第一步

钢代业务始于 2011 年四季度，用于钢代业务的资金规模从最初的 1.5 亿扩大至目前的 2 亿元（加上授信和委托贷款共 3.2 亿可支配资金）。2012 年钢代业务实现 7.56 亿收入，净利润为 728.8 万元，归属于上市公司股东的净利润为 432.6 万元；今年一季度实现 2.24 亿收入，净利润为 189.8 万元，归属于上市公司股东的净利润为 118.1 万元。我们预计，如果不扩大资金规模，今年钢代业务贡献的归属于上市公司股东的净利润在 700 万左右。

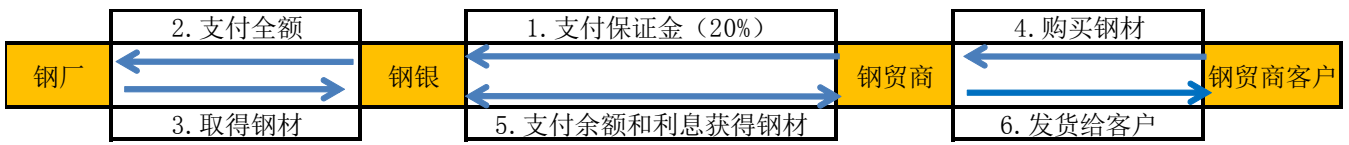
钢代业务中，公司提供资金的年化利率为 12%，如果按照销售收入来计算，公司钢代业务的毛利率为 3% 左右，看似盈利能力较弱，但钢代业务仅是公司整合产业链的第一步。12% 的年化利率对钢贸商而言，相当于在融资环节降低了 33%，考虑到钢贸商目前从银行获得贷款的难度越来越高，实际融资成本远高于 18%，保守估计，公司给钢贸商在融资环节降低的成本至少在 40% 以上。这对当前利润空间极小甚至亏损的钢贸商而言，无疑是一种“雪中送炭”意义。公司正是抓住了这一特点，通过钢代业务可以迅速提高公司可以掌控的交易量，而当



交易量达到一定规模时，公司便拥有整合下游仓储物流的话语权，虽然目前钢代业务的盈利能力较差，但与金、银、铜等其他产品而言，钢铁的价格较低，仓储和物流成为钢贸商的主要成本（大约占比在 30%左右），如果能够接入仓储和物流的整合服务中，对公司而言才是莫大的利润空间。因此我们认为钢代业务不看盈利看价值，仅是公司未来整合产业链的第一步。

银行向钢贸商的贷款之所以利率较高，是因为钢贸行业的高风险性和钢贸商骗贷、多重质押等现象而致，而钢贸商之所以能够骗贷和多重质押成功，归根到底在于银行无权掌控货权（金融机构不能参与实体运营）。公司的钢代业务首先要收取一定比例的保证金（通常为 20%），公司向钢厂全额采购钢铁，并且掌控货权（与银行的本质不同之处），从根本上遏制了风险点。等钢贸商找到销售下家后，公司再跟钢贸商进行全部贷款的结算，在此期间，钢价的波动与公司收取的服务费无关，如果钢价下跌幅度超过 5%，钢贸商需要补缴保证金，如果钢贸商违约，公司可以随时处理掉钢铁（钢铁具有大宗商品属性，且公司已经掌控货权，随时可以市场价卖出），因此对于公司而言，我们认为理论上只有一种情况下才能产生经营风险：即钢贸商违约，钢铁价格在短期内迅速下跌 20%。但我们认为这种情况几乎不可能发生。

图 7、公司钢铁代购业务流程图



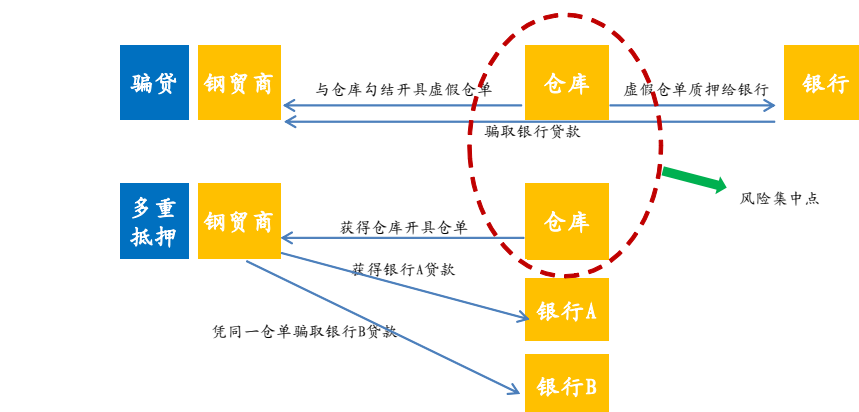
资料来源：国海证券研究所，公司资料整理

对于银行来说，银行省掉了仓储费和管理费等成本，也降低了风险，相当于银行的对公业务柜台迁移到了钢联。这也是公司能够获得低息贷款的主要原因。

### 3.3、为银行和监管层服务，提高仓库透明度

钢贸商之所以能够骗贷和多重质押成功，问题出现在“仓库”环节。钢贸商和仓储商勾结，利用虚假仓单获得银行贷款，或者将已经质押过的货物去另一家银行骗得贷款，本质上是监管漏洞和信用体系的缺失而致。

图 8、钢贸商与仓库勾结骗贷和多重质押图例



资料来源：国海证券研究所

钢贸行业资金需求量巨大（每年约有 5 万亿的贸易额），公司的自有资金和银行授信终究有限，公司提供钢代服务势必会遇到瓶颈。对于银行而言，钢贸商曾是优质客户，2011 年钢材贸易贷款 1.89 万亿元，而同期全国贷款总额 54 万亿元，钢材贸易贷款在整个银行贷款中的比重高达 3.5%。钢贸商贷款额较大且周期较短，在经济周期向好时属于银行的优质客户，但随着经济周期的下行和钢贸商骗贷、多重质押现象的盛行，银行逐渐疏远了对钢贸商的放贷。据不完全统计，2012 年国内钢材仓储领域爆发了上百起重复质押、空单质押等信贷案件，严重扰乱了正常的市场秩序，重挫了钢材仓储企业诚信，也给上海市大宗商品交易市场和金融系统造成了非常大的冲击。而根据前面我们分析，我国目前钢铁行业的销量仍然处于稳定增长态势，每年切实存在的钢贸资金需求依然巨大，这对银行而言仍是一个较大的业务空间。因此无论是从银行的业务需求方面，还是从社会建设对钢贸融资的需求来讲，银行对钢贸商的放贷迟早要放开。

公司基于对钢贸行业多年的经营，积累了丰富的资源和经验，于今年一季度与上海市工商业联合会钢铁贸易商会仓储专业商会共同发起了国内首个钢材仓储行业自律性组织——上海钢材仓储诚信联盟，联盟实施会员制，会员单位必须是满足准入条件的仓储企业，且必须与上海诚信刚才仓储联盟签署三方合作协议，接受联盟理事会的监管。

联盟将通过公司旗下“我的钢铁”网钢铁物流频道，将会员仓储企业的 ERP 系统与公司的平台对接，会员仓储企业的真实钢材仓储数据、出库量、入库量等每天向社会公众、仓储企业客户、银行、监管部门公布，以便其随时了解诚信仓库联盟各会员企业的仓储数据，为银行、监管机构提供监管渠道。

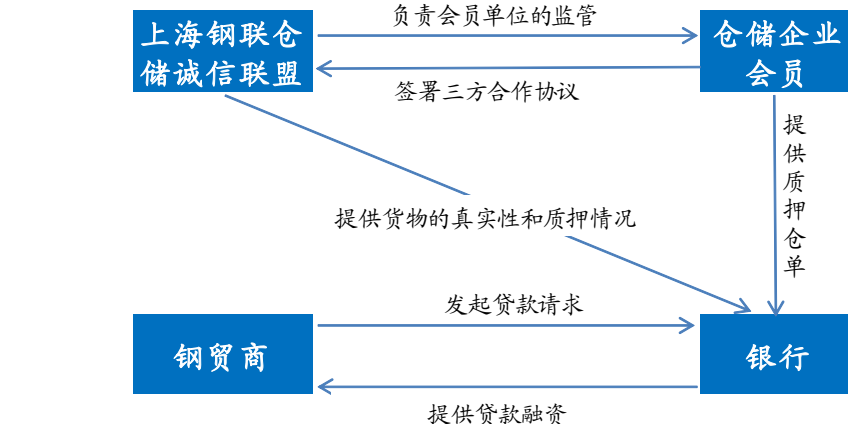
### 3.4、仓储诚信联盟每年至少 20 亿元市场规模

我们认为仓储诚信联盟本质是打造了一个钢铁贸易行业健全的信用体系，阿里巴巴涉入小额信贷的金融服务，凭借的核心资源是其所掌握的所有卖家的资金流水、订单、用户评价等，对客户的资质、信用和还款能力都非常了解，从而控制了金融服务的业务风险。公司的诚信仓库提高了合作仓库的透明度，公司的平台提供质押登记查询系统，未来跟银行合作，钢贸商找银行融资，银行首先到质押登记查询系统查看仓库的货物状态，确定货物的真实性和质押情况，如果仓库货物已经被质押过，需要把质押登记到平台上，与阿里的金融服务类似，银行也掌握了客户的信用情况和还款能力。

今年 3 月 21 日公司仓储诚信联盟正式成立的当天即有 10 家上海钢材仓储企业签约加入，且这 10 家仓储企业的钢材库存量占上海钢材库存总量的 36%，截止到目前已经覆盖了上海钢材库存总量的 40%以上。目前公司仓储诚信联盟信息公开发布平台一期搭建工作已经完成，并已经投入试运行。对于银行和监管机构而言，仓储诚信联盟提供了资信、质押查询系统和监管渠道，降低了风险和成本，我国去年钢材销售量高达 8 亿吨以上，2011 年钢材贸易贷款额高达 1.89 万亿，无论是从经济建设的持续性还是从银行业务的发展方面来看，公司的信息公开发布平台和质押查询系统都具有极高的价值，我们预计未来公司的仓储诚信联盟将

面向银行和钢贸商两头收费，具体的商业模式仍在探索中，但考虑到钢铁贸易属于资金密集型行业，且公司的平台对银行和钢贸商而言均具有重要意义，即便是从中获取千分之一的服务费，也会带来每年约 20 亿的市场空间

图 9、基于诚信仓库的贷款融资图例



资料来源：国海证券研究所

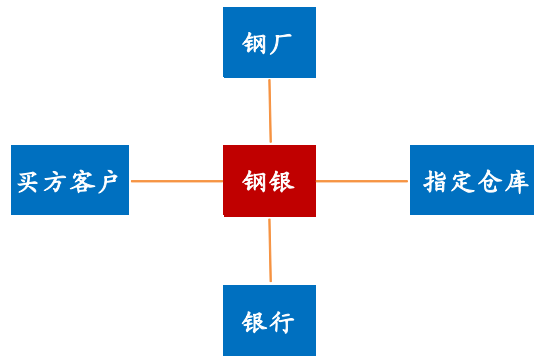
我们认为诚信仓库最大的看点在于后期和银行的合作模式，目前成立之初属于自律性组织，对于公司的价值更多在提高平台的交易量，诚信仓库是公司打造大宗商品交易平台、构建新型交易模式的组成部分之一，诚信仓库、钢代业务和电商平台所创造的平台交易量也是公司未来整合物流环节的重要话语权。

## 4、电商平台盈利空间巨大且极具整合战略意义

### 4.1、电商平台给钢厂提供新业务模式

由于钢铁行业的下游用户分布及其广泛，保守估计有 300 多万，传统意义上，钢贸商承担代理钢厂销售的职能，采用的是协议户模式，钢厂定出厂价，不论市场价格如何变动，钢贸商只有被动接受，但随着近几年钢市持续低迷，钢价出现倒挂，钢贸商大批量倒闭，参与意愿也很低。此外，钢厂希望自主定价，在钢市低迷情况下采取简单的成本加成法，减少中小钢贸商的损失。一单一议定价模式会越来越多，这就需要钢厂加强在当地市场的服务能力，但成本很高。公司提供的电商平台给钢厂提供了一个“网上专卖店”，提供现货交易平台，在当地的团队可以做好服务，并且公司有丰富的客户资源，本质上是降低了询价等交易成本，扩大了询价范围。此外，同一地区不同钢企同一型号的产品在同一天内价格差别较大，但由于钢材型号的标准性决定了其质量差别并不大，通过钢联电商平台的推广，削减钢厂价格差，可以给价格较低的钢厂带来明显的收益。

图 10、钢银电商平台各参与方关联图



资料来源：国海证券研究所

## 4.2、平台服务费空间巨大，关键在于提高成交量整合产业链

钢银电商平台中的钢厂专卖店属于业内创新的交易模式。实际上武钢、鞍钢和宝钢的交易平台也已经探索多年，但电商平台的第三方属性决定了钢厂整合同行产品的难度极高，并且电商平台的意义在于提供公开公平的市场交易，这种属性决定了只有第三方平台才担此重任。

钢厂通过钢贸商销售吨钢成本约 30 元，而通过公司的平台目前完全免费，因此对钢厂的吸引力较高。通过调研访谈，关于商业模式主要有吨钢收费和年费两种。根据钢厂的规模和销量不同，收取几十万甚至上百万的年费，一旦电商模式成熟，成为钢厂重要的销售渠道之一，公司将实行按吨收费，如果公司吨钢收费 10 元，即对钢厂产生巨大的吸引力，也会给公司产生巨大的收入。

公司电商交易平台于 2013 年 2 月 5 日上线，5 月 8 日当天即实现了约 300 吨的交易量，截止到目前的最新数据，7 月 5 日当天实现了 2300 多吨的交易量，7 月 9 日的挂牌量已经达到了 16 万吨。今年 7 月 3 日，“贸易商专卖场”正式上线，除钢厂外，钢贸商也可在线进行买卖交易。

目前交易平台仅有 10 家钢厂，在运营不到半年的时间里，即可产生每天最高 2000 多吨的交易量。公司今年的目标是发展 20 家钢厂，我们预计随着合作钢厂和钢贸商数量进一步增长，以及电商交易模式的进一步成熟，下半年平台快速放量是大概率事件。按照公司的发展思路，如果每天交易量能够达到 2 万吨即可实施收费，如果按照吨钢收费模式，公司未来年收入的下限在 6000 万元左右。我国去年钢材表观销售量超过 8 亿吨，假设模式成熟后，10% 的销售通过电商平台，给公司带来的收入将高达 8 亿元。

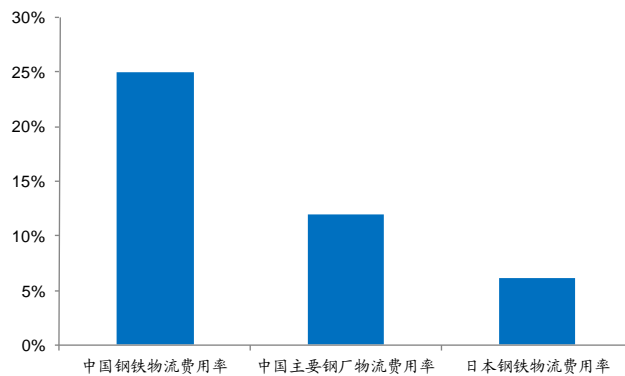
此外，公司最大的目的在于钢铁行业的金融服务和仓储物流环节，电商平台、钢钢代业务和诚信仓库的协同发展能够为公司带来巨大的成交量，这将是发展金融服务和仓储物流服务重要的话语权保障。

## 5、产业链整合之物流

### 5.1、物流是产业链利润空间最大环节

我们前面已经多次提到，无论是公司从事钢代业务、诚信仓库还是最新的钢厂专卖店，实际上最大的目的在于提高平台交易量，因为公司在钢铁产业链整合过程中，最关注的环节正在于物流服务，这主要因为相比金、银、铜而言，钢铁的价格较低，50-70%的成本是原材料和运输费，我国钢铁物流成本占到产品总成本的 20-30%。我国主要钢厂由于业务量较大，相对话语权较高，物流成本率也在 10%以上，而日本的钢铁企业物流费用率仅为 6.2%，2009 年我国粗钢产量 5.7 亿吨，按照销售总额与运货量比值推算，当年钢铁企业生产的货运量近 30 亿吨，我们按照钢铁物流费用率 12%来计算，保守估计钢铁行业物流市场规模高达 2.8 万亿，吨钢物流费用高达 924 元。可见我国钢铁行业的物流有着巨大的整合空间。

图 11、我国钢铁行业物流费用率较高

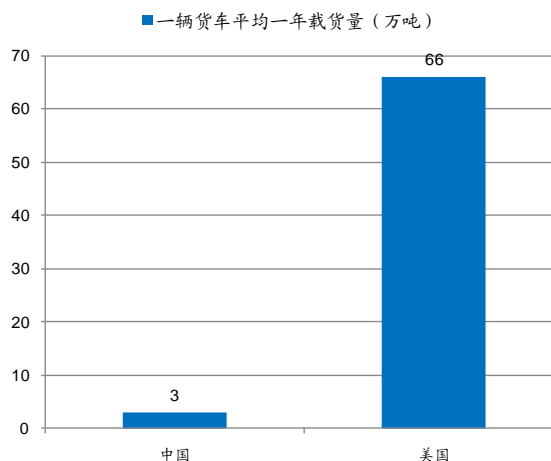


资料来源：国海证券研究所，互联网

### 5.2、整合物流达到多赢局面

我国钢铁行业物流费用率如此之高，本质原因在于物流企业较高的空置率。钢铁行业供应链链条长，流通环节多，钢铁产业有一级市场、二级市场、三级市场，每个市场都存在转运、存放、配送等一系列物流问题，物流节点功能一般有物流中心承担，大多数物流仍然停留在运输、仓储和配送的传统物流层面上，并没有跟其他社会物资形成联动，导致物流集约化较低，成本较高，相关数据表明，我国工业企业中，由第三方物流企业承担原材料物流的占 18%，由第三方物流企业承担产成品物流的占 16.1%，社会物流效率很低，目前我国的铁路运输空车率和汽车运输空车率都在 40%以上，造成极大的资源浪费。

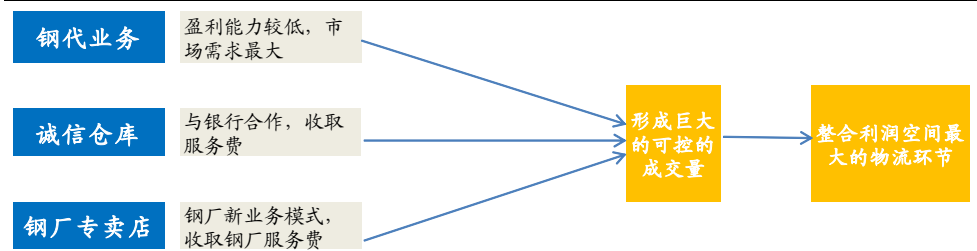
图 12、中国和美国单位货车一年运载量对比



资料来源：国海证券研究所，互联网

公司未来整合钢铁行业物流环节的模式是：将物流公司整合到交易平台上，根据平台交易信息给予合作物流公司足够的订单量，但前提是物流公司给钢厂或钢贸商降低吨钢运费，由于物流费用占钢铁行业总成本比重较高，降低 10 个百分点即是数千亿的规模，面对如此巨大的市场，公司即使从中获取 1 个百分点也是巨大的市场空间。这种整合是一种多赢的局面，但整合物流环节的关键在于拥有足够的成交量，以便拥有整合的话语权，这就是我们之前反复提到的公司的钢代业务、诚信仓库和钢厂专卖店未来的战略意义，通过以上三种业务形成庞大的交易量，凭借该交易量寻找合作物理单位，这才是公司在钢铁行业产业链的整合目的。

图 13、钢铁产业链整合路径图



资料来源：国海证券研究所

## 6、维持盈利预测和增持评级

### 6.1、今年业绩压力依然较大

公司目前主要利润来源仍是传统的付费会员和广告链接，由于广告链接以钢贸商和钢厂为主，预计今年经营压力依然较大。尤其是去年递延至今年的广告收入同比减少了约 1500 万，且今年新增固定资产折旧 500 万，我们认为今年业绩实现增长的压力较大。

## 6.2、维持增持评级

我们认为公司未来的一系列新业务中，钢联云终端明年起将最先贡献业绩增速，产业链整合的进度取决于交易平台的成交量和相关政策的推动，保守起见我们暂不将产业链整合纳入未来三年的盈利预测。维持之前的盈利预测，预计2013-2015年EPS分别为0.30元、0.45元和0.61元，对应当前股价的PE分别为44倍、29倍和21倍。相比公司未来产业链整合巨大的市场空间和显著的核心竞争力，且目前各个环节已经出现了实际性突破，公司目前17亿的市值具有较高的安全边际，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: 13.19	投资评级:	增持		日期:	2013/7/10
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
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%	<b>估值</b>					
销售净利率	3.7%	2.7%	2.8%	2.8%	P/E	44.9	44.4	29.1	21.5	
<b>成长能力</b>					P/B	4.4	4.1	3.6	3.2	
收入增长率	172.7%	39.9%	43.7%	36.0%	P/S	1.7	1.2	0.8	0.6	
利润增长率	-8.7%	1.2%	52.4%	35.2%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	
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	
<b>偿债能力</b>					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)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	37	43	64	90	
现金及现金等价物	181	184	145	43	营业外净收支	9	3	6	5	
应收款项	5	10	20	35	利润总额	46	46	70	95	
存货净额	57	98	164	253	所得税费用	7	7	11	15	
其他流动资产	188	263	378	515	净利润	38	39	59	80	
<b>流动资产合计</b>	<b>431</b>	<b>556</b>	<b>708</b>	<b>846</b>	少数股东损益	3	3	5	6	
固定资产	48	43	38	33	归属于母公司净利润	35	36	54	74	
在建工程	123	123	123	123	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	
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	
<b>资产总计</b>	<b>642</b>	<b>763</b>	<b>906</b>	<b>1037</b>	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	
<b>流动负债合计</b>	<b>169</b>	<b>208</b>	<b>253</b>	<b>318</b>	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	
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>96</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	筹资活动现金流	<b>108</b>	<b>43</b>	<b>29</b>	<b>(14)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>215</b>	<b>304</b>	<b>399</b>	<b>464</b>	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)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>642</b>	<b>763</b>	<b>906</b>	<b>1037</b>	现金净增加额	3	18	(26)	(88)	

资料来源: 国海证券研究所, Wind



## 【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	<a href="mailto:baid@ghzq.com.cn">baid@ghzq.com.cn</a>

**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	<a href="mailto:guoq01@ghzq.com.cn">guoq01@ghzq.com.cn</a>
陈 蓉	021-20281099	13801605631	<a href="mailto:chenr@ghzq.com.cn">chenr@ghzq.com.cn</a>
胡 超	021-20281096	13761102952	<a href="mailto:huc@ghzq.com.cn">huc@ghzq.com.cn</a>
梁柳欣	021-20281099	13524364843	<a href="mailto:lianglx@ghzq.com.cn">lianglx@ghzq.com.cn</a>
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	<a href="mailto:xuwp@ghzq.com.cn">xuwp@ghzq.com.cn</a>
张亦潇	0755-83702462	13725559855	<a href="mailto:zhangyx01@ghzq.com.cn">zhangyx01@ghzq.com.cn</a>
王 帆	0755-83025049	13509639899	<a href="mailto:wangf01@ghzq.com.cn">wangf01@ghzq.com.cn</a>
李 慧	0755-83707040	13823570518	<a href="mailto:lih03@ghzq.com.cn">lih03@ghzq.com.cn</a>
张宇松	0755-83716857	13530666614	<a href="mailto:zhangys01@ghzq.com.cn">zhangys01@ghzq.com.cn</a>
周振宁	0755-82835810	15220268966	<a href="mailto:zhouzn@ghzq.com.cn">zhouzn@ghzq.com.cn</a>
马 鑫	0755-83702072	18630119510	<a href="mailto:max01@ghzq.com.cn">max01@ghzq.com.cn</a>