

上海钢联 (300226.SZ)

互联网络行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

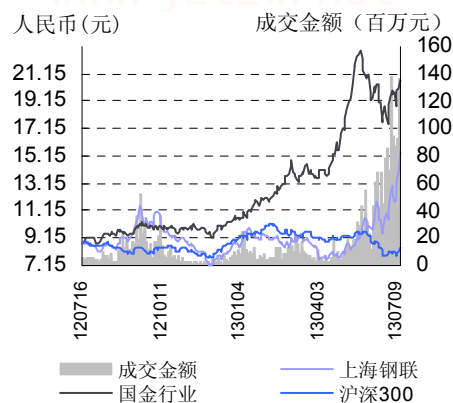
市价(人民币): 16.94元

从钢银看钢联价值所在

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	43.29
总市值(百万元)	20.33
年内股价最高最低(元)	16.94/7.15
沪深 300 指数	2275.37



相关报告

1. 《进军煤炭电商,彰显建立大宗商品电商决心;》, 2013.3.11
2. 《钢铁景气度回升改善业绩,钢贸提升业绩;》, 2013.1.23

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.966	0.444	0.323	0.431	0.583
每股净资产(元)	8.26	4.52	3.21	3.40	3.85
每股经营性现金流(元)	-2.82	-0.25	-0.83	-0.27	-0.36
市盈率(倍)	30.19	29.42	52.42	39.27	29.06
行业优化市盈率(倍)	58.15	60.55	81.25	81.25	81.25
净利润增长率(%)	42.17%	-8.08%	9.18%	33.49%	35.14%
净资产收益率(%)	11.69%	9.82%	10.07%	12.70%	15.14%
总股本(百万股)	40.00	80.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钢银模式之探究:** (1) 原有钢贸商向银行借款、全款付给钢厂订货, 收回贷款后再支付银行的模式因钢贸易商诚信问题遭到破坏, 急需第三方出现形成对接; (2) 钢银介入钢材贸易环节, 对银行来说充当了柜台前角色, 对钢贸商来说降低了融资成本, 对钢厂来说部分扮演了一级代理商, 在产业链中拥有重要地位; (3) 诚信仓储联盟平台是钢银做大做强的重要环节, 由上海市工商联钢贸商会仓储专委会和上海钢联共同发起成立“上海钢材仓储诚信联盟”, 有望使钢贸市场重回良性循环。
- **钢银空间巨大, 盈利将演变为雪球模式:** (1) 钢材初始交易额 2.8 万亿, 钢银当前资金规模仅 2.5 亿, 不足万分之一, 若周转资金规模提升, 即使利率水平因利息支出降低, 也有巨大空间; (2) 当钢联所创造的利润足够大时, 可以再用自有资金进行运作, 利率水平将会显著提高, 盈利也就将演变为利滚利, 雪球模式, 可以说互联网企业用自己的方式拥抱了金融; (3) 钢材交易市场仓储、物流的空仓率和空车率都较高, 未来对仓储、物流的整合也有望对业绩产生显著贡献。
- **钢联发展战略分析:** (1) “资讯+数据+交易”平台是钢联的三大发展战略, 其中资讯和数据平台相辅相成, 同时又为交易平台实现了客户导入, 三大平台协同发展共同带来业绩贡献; (2) 钢联的交易平台中又内含钢银融资平台, 在线交易平台及撮合交易平台, 钢银融资平台和搜搜钢网已相对成熟, 其它平台仍在培育中, 是中期看点; (3) 长远来说, 行业复制将是最终愿景。

盈利预测及估值

- 我们预计 2013-2015 年公司的 EPS 分别为 0.32、0.43、0.58 元, 对钢贸业务仅简单的采取了线性测算, 提示投资者关注钢银周转资金规模变化, 将对净利润产生极大影响。
- 钢联股价对应 13 年 PE 已达 52 倍, 13 年业绩因受钢铁行业景气度、新建大楼折旧摊销影响不具参考性, 考虑到其未来较高的行业及业绩成长空间, 维持“买入”评级。

风险

- 钢铁行业景气度, 规模扩大管理风险。

内容目录

股价是市场行为，关键是挖掘支撑股价持续上涨的逻辑	3
钢银模式之探究	4
因何而做：钢贸商、银行、钢厂链条发生断裂	4
商业模式：控制风险，充当银行柜台前移角色	5
瓶颈：平台、资金规模、人员、服务	6
空间：巨大，盈利将演变为利滚利，雪球模式	7
钢联发展战略之分析	7
“资讯+数据+交易”三大平台协同发展	7
“融资+交易+撮合”交易平台是短中期看点	9
长远来说，行业复制将是最终愿景	9
盈利预测和投资建议	9
13年业绩仍有压力，期待钢银规模扩大、会员增长带来业绩高成长	9
投资建议：基于行业及公司高成长空间，维持“买入”评级	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：上海钢联收入、利润驱动因素分析	4
图表 2：原有银行、钢贸商、钢厂经营模式、盈利模式及风险、境况	5
图表 3：钢材现货网上交易平台及未来发展方向	6
图表 4：钢银瓶颈之分析	7
图表 5：上海钢联三大战略平台	8
图表 6：上海钢联交易模式、盈利模式、空间及未来拓展方向分析	9
图表 7：钢银利润简表（单位：百万）	11
图表 8：钢材交易服务敏感性分析	11
图表 9：2013-2015 年上海钢联收入增速预测	12

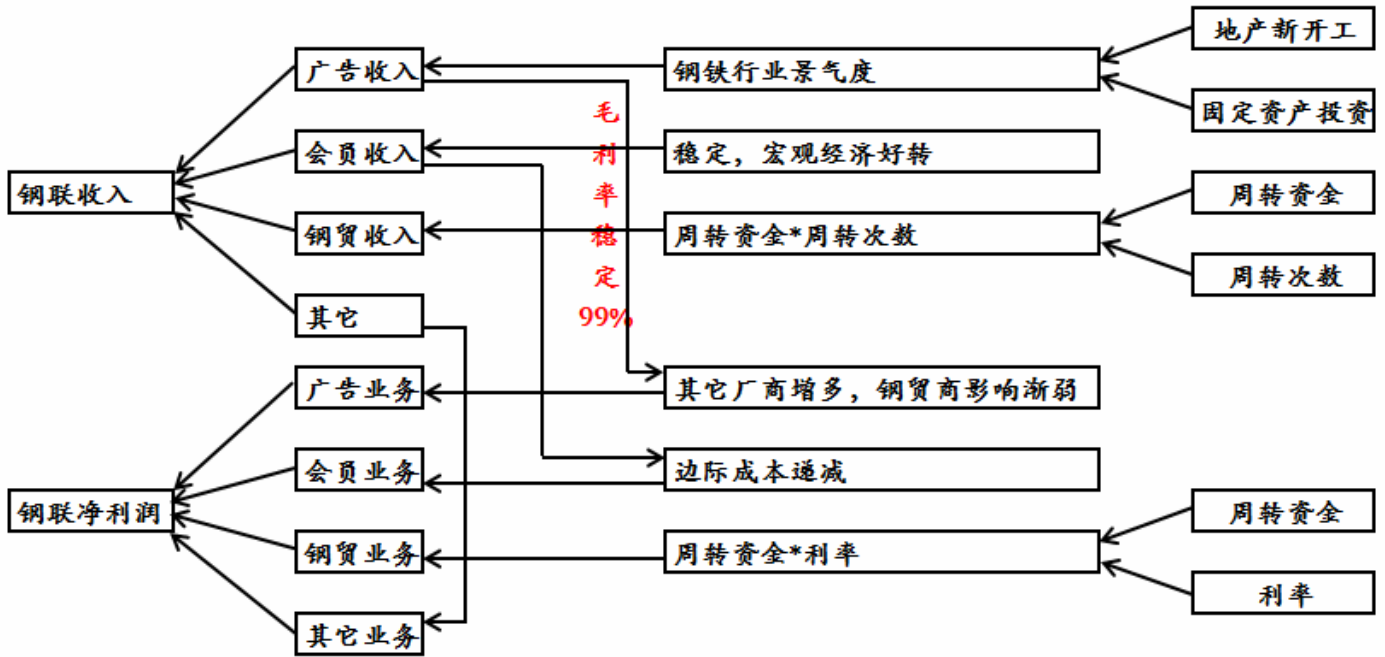
股价是市场行为，关键是挖掘支撑股价持续上涨的逻辑

- 钢联股价自 7 月开始出现强劲上涨，股价是市场行为，关键是挖掘支撑股价持续上涨的逻辑，我们认为新业务是支撑钢联股价持续上涨的主因，因此本文将重点分析钢联新业务模式及空间。
 - 今年 6 月，我们已经开始做上海钢联的重点推荐，这些天我们见证了钢联股价强劲的上涨，股价是市场行为，但它却反应了某些逻辑，我们需要找出这些促发股价上涨的理由，分析它对股价的影响只是昙花一现，还是能够支撑股价继续向上运行。
 - 我们认为钢联股价最开始的触发因素来自于整个 B2B 板块，4 月底，生意宝宣布大宗商品交易平台落成，股价一路飘升 70%，B2B 交易平台的落成意味着行业将迎来新的拐点，原有 B2B 企业的盈利模式是以“广告+会员费”为主，自 2011 年开始行业增速已经趋缓，急需转型，在线交易平台的落成意味着行业盈利模式将转为“交易费+融资服务费+物流仓储费”等，潜在空间巨大；而之后股价更加强劲的上涨我们认为来自市场对于钢联价值的认可。
 - 纵观 A 股上市的三家 B2B 公司上海钢联、生意宝、焦点科技，上海钢联精耕于钢铁行业，后向煤炭、铁矿石等多个大宗商品行业延伸，发展战略为“资讯平台+数据平台+交易平台”；生意宝以化工、纺织网起家，后向医药、机械等多个领域扩张，发展战略为“B2B 电子商务+数据营销服务+大宗商品交易”，和上海钢联类似；焦点科技是综合类 B2B，涵盖多个行业，发展战略为“外贸 B2B+内贸 B2B+保险 B2C”，长远来讲，B2B 实现在线交易是必然，而在在线交易这一块，钢联的商业模式已然成型，只待规模扩大。
 - 在年初《钢联深度报告》中，我们给出如下图表，钢联收入、利润主要由三大块构成，分别是广告、会员、钢材贸易；“会员+广告”是钢联上市前传统利润来源，广告业务的客户主要是钢贸商，因此受钢铁行业景气度影响较大；会员客户目前已经发展到多个行业，钢铁相关行业占比约 50%，因此受宏观经济影响较大；在 12 年之前钢联利润一直维持稳定高增长，但 12 年钢铁市场的黯淡也让公司业绩不可避免的受到了影响，今年一、二季度确认的递延收入减少使得业绩出现下滑；至于未来，如果钢铁行业景气度一直如此，相关业务还是会受到影响，因此长远来看，钢联未来的看点一定是新业务。
 - 目前新业务中已经成型的是钢贸交易，自 2011Q4 开展到现在已近两年，应该来说商业模式已经成熟，在图表中，我们可以看到，钢贸毛利和两个指标有关，周转资金及利率，那么理论上讲，若周转资金或利率任何一个指标提升，都将极大的影响净利率水平，因此本文将重点分析新业务商业模式的可行性以及空间（原有业务情况不再介绍，可参考之前深度报告）。

中国价值投资网 最多、
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

图表1: 上海钢联收入、利润驱动因素分析



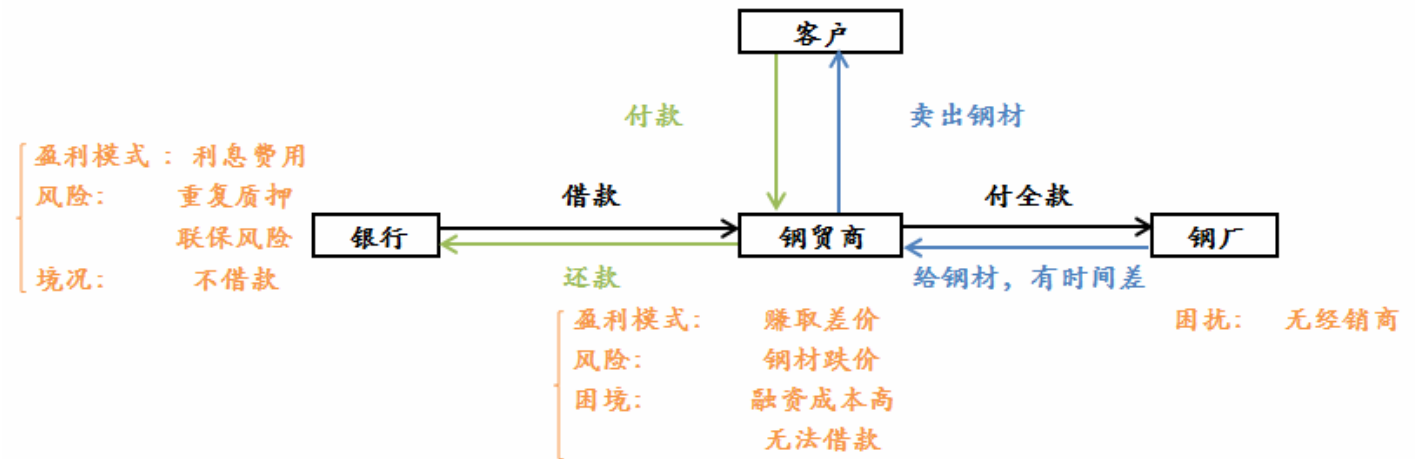
来源: 国金证券研究所

钢银模式之探究

因何而做: 钢贸商、银行、钢厂链条发生断裂

- 钢铁行业景气度较差, 钢贸商信用问题频出, 导致原有钢贸商、银行、钢厂链条发生断裂, 急需第三方出现重新形成良性对接。
 - 传统经营模式: 钢贸商向银行借款质押仓单, 钱款全额付给钢厂订货, 待买家支付货款后还钱给银行。
 - 银行和钢贸商盈利方式: (1) 钢贸商从借款到还款周期一般要 2-3 个月, 收取利息, 因钢贸商风险大, 一般月利率至少 1.5%, 此外还会收取其它费用; (2) 钢贸商赚取差价及服务费用。
 - 银行风险: (1) 仓单重复质押: 钢贸商质押给银行的是仓单, 但钢贸商往往会将仓单质押给多家银行, 银行又很难亲自去仓库验收钢材, 在钢铁景气度好钢贸商能大量赚钱的情况下, 风险小; (2) 联保风险: 钢贸商向银行借款时, 多有其它钢贸商做担保, 因此会出现互相担保情况, 一旦一家钢贸商出现问题, 整个链条将被破坏。
 - 钢贸商境况: (1) 融资成本过高: 仅月利息就要支付 1.5%, 由于风险高会有很多类似于担保费之类的费用, 最终年化利率可能高达 30%-40%; (2) 很难取得借款: 钢铁行业景气度差, 钢贸商倒闭事件频发, 信用问题导致钢贸商已经很难从银行取得借款, 但钢贸行业又需要融资。
 - 钢厂困扰: (1) 钢材客户多, 大量客户需求不能达到钢厂要求, 钢厂不直接发货给终端客户; (2) 部分钢贸商会承担剪切、加工等角色, 因此钢材一般要经过钢贸商多次转手才能到达最终客户, 银行不借款给钢贸商, 钢贸商无法融资订货, 钢厂找不到经销商。
 - 从以上分析中我们可以看出, 基于信用问题, 原有钢贸商、银行、钢厂链条已完全被破坏, 急需第三方出现重新形成对接。

图表2: 原有银行、钢贸商、钢厂经营模式、盈利模式及风险、境况



来源: 国金证券研究所

www.jztzw.net

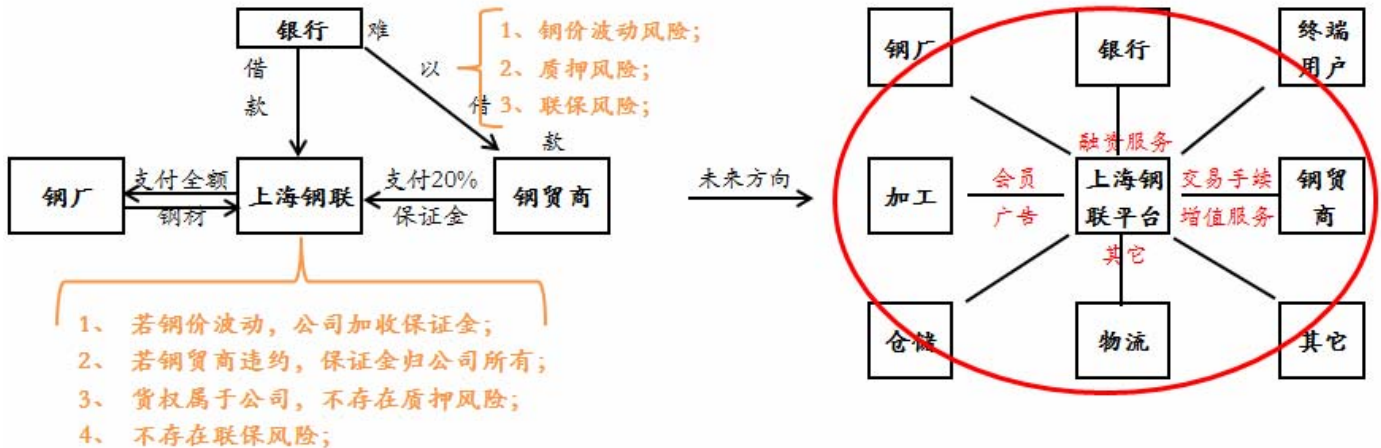
商业模式: 控制风险, 充当银行柜台前移角色

- 钢银进入钢铁交易环节后, 对银行来说充当了银行柜台前移角色, 对钢贸商来说降低了融资成本, 对钢厂来说部分扮演了一级代理商; 目前盈利模式仍以简单的收取利息费用为主, 未来仓储、物流的持续引入有望将盈利模式多元化。
 - **钢银:** (1) 充当银行柜台前移角色; (2) 帮助钢贸商降低融资成本; (3) 部分扮演钢材一级代理商角色。
 - **实现方式:** 钢贸商支付 20% 保证金给钢联, 钢联全额付款给钢厂订货, 货物到达后放入钢联指定仓库, 货权归钢联所有, 待钢贸商付全款给钢联后, 客户可从去指定仓库提货。
 - **风险控制:** (1) 钱款和货权归属于钢联, 不像银行贷款钢贸商质押的是仓单, 所以无仓单重复质押风险; (2) 钢铁跌价风险由钢贸商自行承担; (3) 若钢贸商违约, 20% 保证金归钢联所有, 钢联可在自己的现货交易平台平仓, 除非钢贸商违约钢铁价格跌幅至少在 20% 以上, 但这种情况几乎为零。
 - **盈利方式:** (1) **利息费用:** 是当前主要盈利模式, 钢银贷给钢贸商的月利率约 1%, 显著低于银行; (2) **仓储、物流引入后有望将盈利模式多元化:** 目前仓储、物流的空仓率、空车率都非常高, 钢银将仓储、物流引入实际上也在一定程度上帮助仓储、物流企业介绍客户, 同时自己也可以获利。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表3: 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

www.jztzw.net

瓶颈: 平台、资金规模、人员、服务

- 钢银的瓶颈主要有诚信仓储联盟平台、资金规模、人员、服务等，我们认为诚信平台最为关键，一旦平台搭建完毕，资金规模、人员、服务都较为容易得到解决；而对于未来规模形成时，需要考虑管理及钢铁行业景气度风险。
 - 钢银规模扩大的瓶颈有平台（诚信问题）、周转资金规模、人员、服务能力等，但良性平台的搭建最为关键，周转资金规模、人员、服务能力都能够通过其它方式得到解决。
 - 诚信仓储联盟平台：（1）2012年钢贸商信用危机频发，今年3月21日，由上海市工商联钢贸商会仓储专会和上海钢联共同发起成立“上海钢材仓储诚信联盟”，旨在大力提高会员仓储企业信息透明度，为银行、监管机构提供监管通道，重塑行业诚信；（2）任何一项业务，诚信是永远绕不开的话题，一旦企业失去诚信，行业规则将被打破，导致众多企业受到牵连，在有上海市政府牵头，银监局、钢联等众多企业参与下，我们希望看到未来的钢贸市场重新形成良性循环。
 - 周转资金规模：（1）自有资金；（2）银行贷款；（3）其它方式融资。目前钢银使用2.5亿周转资金，其中1.5亿为自有资金，1亿来自于银行贷款，因诚信仓储联盟是目前最为紧迫的事情，所以钢银周转资金规模并没有扩大，但仓储联盟一旦完全成型，资金规模很容易迅速提升。
 - 人员、服务能力：由于规模尚小，钢银团队人员并不多，但我们认为这并非核心问题；服务能力提升值得关注。
 - 未来有可能产生的风险：钢银自2011Q4成立以来两年，在去年钢贸商如此惨淡的情况下创造了零坏账记录，我们认为是以下三个原因：（1）钢联自身精耕于钢铁行业，对钢贸商的资信有很深了解；（2）钢银的交易模式遏制住了部分风险；（3）因钢贸商采购量较大，1.5亿资金的客户相对较少，且均处于华东区，风险可控。对于未来，我们认为钢银的风险可能来自于：（1）规模扩大所带来的管理风险；（2）钢铁行业持续走差，钢贸商通过低融资仍旧赚不到钱。但站在现在的时点上考虑这些风险有些为时过早，这两个风险要到资金规模足够大，钢铁景气度足够差需要考虑。

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

图表4: 钢银瓶颈之分析

钢银瓶颈之分析	平台	资金规模	人员规模	服务能力
	诚信仓储联盟	自有资金	目前尚小	值得关注
	上海市工商联钢贸商会仓储专会	银行贷款		
		其它		
	银监会			
上海钢联				
重要程度	最核心	期待扩大	非核心因素	

来源: 国金证券研究所

空间: 巨大, 盈利将演变为利滚利, 雪球模式

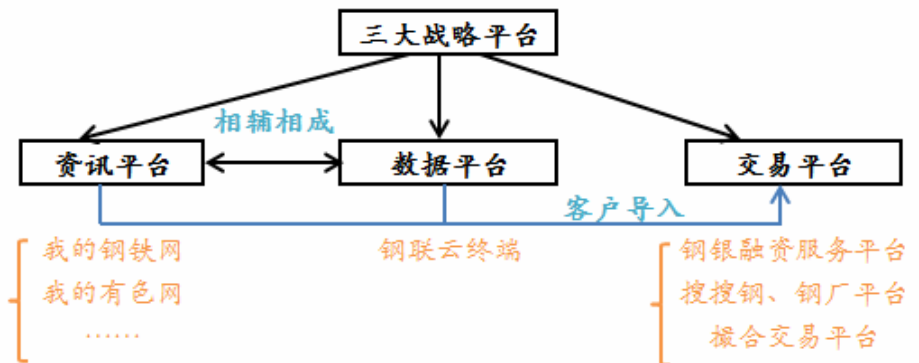
- **钢银盈利空间巨大:** (1) 钢贸交易 2.8 万亿, 钢银资金规模仅 2.5 亿, 不足万分之一, 若提升周转资金规模, 即使利率水平降低, 对净利也有显著贡献; (2) 当钢银所创造的利润足够大时, 可以再用自有资金进行运作, 利率水平将会显著提高, 而这种商业模式就将演变为利滚利, 雪球模式; (3) 未来仓储、物流都有望带来贡献。此外, 钢联处于钢铁产业链的关键环节, 地位极其关键。
 - 2012 年我国年粗钢产量高达 7 亿吨, 以每吨 4000 元计, 就有 2.8 万亿交易额, 且钢材要经过多次转手才能到达最终客户, 保守估计交易额也有 5 万亿; 目前钢联仅用 2.5 亿资金做钢贸交易, 还不到交易额的万分之一, 因此空间巨大。
 - 在前文中我们已经讲到目前钢银的盈利模式主要是收取利息费用, 若是自有资金, 一般年化利率为 12%, 由于周转资金不是一直在运作, 所以年化利率在 10% 左右, 净利率水平在 5%-6% 之间; 若采取银行贷款, 会产生利息支出, 一般利率在 7% 左右, 因钢银成本已在前期摊销, 所以最后钢银的净利率水平预计会在 2% 左右。
 - **仅钢银利息收入就隐藏着做大做强可能, 未来仓储、物流都有望显著贡献业绩:** (1) 周转资金若持续提升, 即使净利率水平只有 2%, 净利润规模都非常可观, 而 2012 年钢联净利润仅 3500 万; (2) 我们再把眼光放的长远一点, 当钢银所创造的利润足够大时, 可以再用自有资金进行运作, 利率水平将会显著提高, 而这种商业模式就将演变为利滚利, 雪球模式盈利; (3) 前面我们也提到目前仓库、物流都面临问题, 就是空仓率、空车率都非常高, 若钢联将这部分能做更好的整合, 未来也将对业绩有显著贡献。
 - **用互联网拥抱了金融:** (1) 在交流过程中也有质疑这种模式其实很多金融企业都在做, 不能给予高估值, 这只是因为我们将钢银这项业务单独拆分来看, 其实它是钢联交易平台的一项融资业务, 和其它业务紧密相连, 共生共存, 下文中我们将介绍所有业务之间关联性, 我们将会看到互联网企业如何用自己的模式拥抱了金融; (2) 此外, 即使单纯看这项业务, 它似乎比较像小贷, 小贷企业存在的意义仅是帮助了中小企业融资, 所有人都可以做, 且很难进行风险控制, 但钢联在整个钢铁产业链环节中的地位极其重要, 它在新形成的模式中充当了银行柜台前移角色, 并帮助钢贸商解决融资难, 钢厂一级代理商、物流仓储企业客户介绍的职责。

钢联发展战略之分析

“资讯+数据+交易”三大平台协同发展

- “**资讯+数据+交易**”平台是钢联的三大发展战略，其中**资讯和数据平台相辅相成**，同时又为**交易平台实现了客户导入**，三大平台协同发展共同带来业绩贡献。
 - **以提供数据信息为主，对行业企业了解深入，会员粘性高**：上海钢联虽也是 B2B 电商，收入来自于“会员+广告费”，但实际上他和其它几家企业盈利方式有所差别，其它企业多以提供商情资讯为主，即帮助中小企业建网发布采购信息同时收取广告费，但不对企业价格、库存等信息做深入跟踪，主要依靠销售人员推广；而上海钢联主要以提供数据信息服务为主，比如企业行情信息、企业库存信息等，对行业内企业运行情况较为了解，这也是前文中钢银为何能够控制住风险的原因之一，所以钢联是采集信息人员最多，这样的情况也同时使得钢联的会员粘性相对较高。
 - **“资讯+数据”平台相辅相成**：钢联的资讯和数据平台相辅相成，资讯平台主要有我的钢铁网、我的有色网等，而数据平台主要是钢联云终端；目前资讯平台主要收入来源仍是我的钢铁网，煤炭、铁矿石等钢铁上游资讯网站预计已经开始盈利，而其它有色、化工等子网尚需时日；数据平台钢联云终端是基于以往数据信息的搜集、整理而做成的数据库，前期成本已做摊销，预计毛利率会相对较高，目前发展较好，12 年实现收入 100 多万，13 年上半年达到 200 多万，此项业务的客户主要是针对大型研究院、国企以及一些海外机构，未来也有望对业绩带来较大贡献。
 - **B2B 电商一直未能实现在线交易有多重原因**：（1）B2B 交易额大，要求即提即付，没有资金沉淀时间；（2）**诚信、仓储、物流急待解决**：一旦交易出现诚信问题，损失惨重，另外仓储、物流比小单商品要求高；（3）**收取交易手续费较难实现**：B2C 和 C2C 所提供的大部分商品毛利率都较高，很容易收取交易手续费，但服务于大宗商品行业的 B2B 企业，尤其是钢铁行业本身毛利率就非常低，很难通过交易手续费获取利润，但钢铁交易过程中融资、仓储、物流的不合理分配倒是为 B2B 企业带来可以创造利润的空间。
 - **交易平台需资讯、数据平台实现客户导入**：（1）交易平台最急需解决的问题是客户来源，客户由对平台的信任再转向在平台上做交易需要时间，而这些深耕于 B2B 的电商则具有优势，提供资讯的平台已经汇聚了大量的买家、卖家，只要能够合理的将客户进行迁移就能为交易平台实现客户导入，创造新的利润来源；（2）当然部分大钢厂也会自建平台做钢材销售，因此第三方平台的出现更多的是为中、小钢厂服务，此外，钢铁行业又处中游，下游客户较多，也不会缺乏买家。

图表5：上海钢联三大战略平台



来源：国金证券研究所

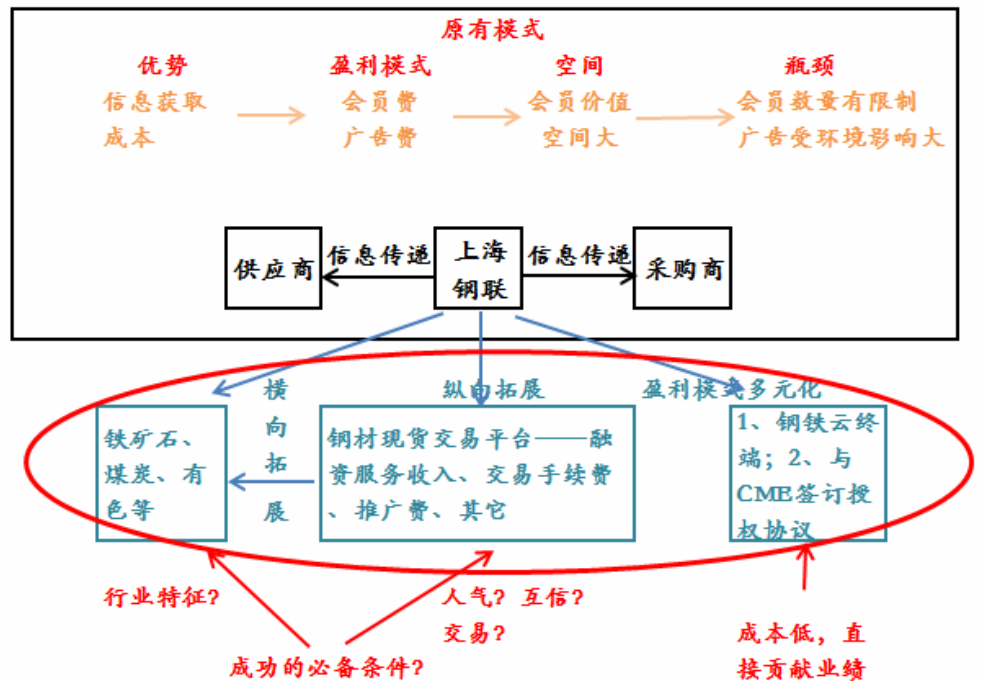
“融资+交易+撮合” 交易平台是短中期看点

- 钢联的交易平台中又内含钢银融资平台，在线交易平台及撮合交易平台，钢银融资平台和在线交易平台中的搜搜钢网已相对成熟，其它平台仍在培育中，短期对业绩贡献有限，是中期看点。
 - 目前钢联交易平台的基本框架已然落成，交易平台中内含融资服务平台（钢银）、在线交易平台（搜搜钢、钢厂平台）、撮合交易平台，部分平台运营较久，部分平台仍在完善过程中。
 - 在线交易平台中还含有两个平台，分别是搜搜钢和钢厂平台，这两个平台类似于阿里巴巴的淘宝和天猫。搜搜钢提供商情信息的发布，但对交易过程不做监控，风险各自承担，搜搜钢的盈利模式有会员费和广告费，每年已经能够贡献稳定的收入；而钢厂平台要和钢联的平台实现对接，钢联会掌握各个钢厂实时动态数据，用来有效的控制风险，目前已有 7 家钢厂上线，而且已经有交易产生，目标年底达到 20-30 家，还没有开始收费，未来盈利模式可能会是代销费、仓储、物流等。
 - 撮合交易平台也正在尝试过程中，目前服务人员不足 10 人，未来会以收取服务费为主。

长远来说，行业复制将是最终愿景

- 钢联起家于钢铁行业，如果仅在钢铁行业做，空间也有，但其实我们可以看到，行业复制将是公司的最终愿景。目前实现复制的仅有资讯平台，已经向上游铁矿石、煤炭、有色，中游化工、下游建筑等多个行业拓展，也取得了部分成果，信息服务费有望保持持续增长，广告也有望依托行业增多消除掉钢铁行业不景气所带来的负面影响。

图表6: 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

盈利预测和投资建议

13 年业绩仍有压力，期待钢银规模扩大、会员增长带来业绩高成长

- **13 年业绩仍有压力，期待钢银规模扩大、会员增长带来业绩高成长：**13 年前半年网页链接和信息服务递延收益减少对全年业绩造成较大影响，此外新楼建成的折旧摊销费用也在一定程度上影响全年业绩，因此 13 年全年业绩有较大压力，期待钢银规模扩大、会员增长带来业绩高成长。
- **钢材交易服务：**沿用年初敏感性分析图表，假设钢银 13 年周转资金升至 2.5-3.5 亿，归属于上市公司净利润预计在 660 万-964 万，与 12 年净利 425 万相比同比增长 55%-127%，占钢联整体净利润的比例上升至 20%左右；14-15 年我们对于钢贸收入和净利润的预测只是简单的线性增长，实际增长要取决于钢银周转资金规模情况，将对净利润产生较大影响。
 - 我们仍旧沿用年初对钢贸交易的敏感性分析图表，只对部分 12 年已公布数据做了修正。
 - **收入预测：**2013 年下半年周转资金有可能升至 3-5 亿。2012 年公司使用 1.5 亿周转资金，全年钢贸收入 7.56 亿，周转 5 次。我们用 2.5-4 亿周转资金（目前 2.5 亿），周转次数为 3.5-5.5 做了敏感性分析，预计 13 年钢材交易收入的合理区间在 10 亿-16 亿。
 - **毛利预测：**2012 年全年钢贸毛利 1326 万，资金占用年化利率为 8.8%，我们用 3-5 亿周转资金，8.5%-10.5%的资金占用年化利率做敏感性分析，预计毛利的合理区间在 2250 万-3500 万。
 - **净利润预测：**2011-2012 年公司均使用自有 1.5 亿资金进行钢材交易，13 年增加的周转资金主要来自于银行贷款，假设利率为 6.5%，财务费用合理区间在 650-1300 万；其它成本预计不会显著增加，但营业利润的提高会使得所得税增加（25%），由此每增加 5000 万周转资金，其它成本增加 70 万。综合以上两点，预计净利润的合理区间在 1000 万-1460 万。
 - **上市公司持有钢银 66.03%的股权，归属于上市公司净利润预计在 660 万-964 万，与 12 年净利 425 万相比同比增长 55%-127%，预计占钢联整体净利润的比例上升至 20%左右。**
- **传统业务：**广告收入有望随着其它行业的拓展抵消掉单纯钢铁行业对收入的影响；会员数量仍有增长空间，需通过扩大销售人员和提高品牌知名度来进行会员扩张；毛利率也有望因边际成本降低而得到提升。
 - **网页链接：**受钢铁行业景气度影响，预计全年微增长，未来随着其它行业的拓展有望抵消掉单纯钢铁行业对收入的影响。
 - **会员收入：**会员增长仍有空间，需通过扩大销售人员和提高品牌知名度来进行会员扩张；毛利率也有望因边际成本降低而得到提升（详情参考第一篇钢联深度报告）。
- **盈利预测：**我们预计 2013-2015 年公司的 EPS 分别为 0.32、0.43、0.58 元，对钢贸业务仅简单的采取了线性测算，提示投资者关注钢银周转资金规模变化，将对净利润产生极大影响。

中国价值投资网 最多、
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

图表7: 钢银利润简表 (单位: 百万)

钢银利润简表	2011	2012Q1	2012H1	2012Q3	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	150.85	108.00	289.95	470.00	756.00	1300.00	1800.00	2500.00
营业成本	146.19	105.00	283.33	459.80	742.74	1272.00	1755.00	2435.00
毛利	4.66	3.00	6.62	10.20	13.26	28.00	45.00	65.00
其它成本	0.92	1.48	2.13	3.05	3.71	12.60	20.25	29.25
占比	19.66%	49.33%	32.12%	29.93%	28.00%	45.00%	45.00%	45.00%
营业利润	3.74	1.52	4.49	7.15	9.55	15.40	24.75	35.75
所得税	0.50	0.38	1.13	1.79	2.39	3.85	6.1875	8.94
占比	13.46%	25.00%	25.03%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	3.24	1.14	3.37	5.36	7.28	11.55	18.56	26.81
少数股东损益	1.35	0.50	1.40	2.16	3.03	3.92	6.31	9.11
归属于上市公司母公司	1.89	0.64	1.97	3.20	4.25	7.63	12.26	17.70

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 钢材交易服务敏感性分析

周转资金 (百万)	250	300	350	400	450
周转次数	收入敏感性分析				
3.50	875.00	1050.00	1225.00	1400.00	1575.00
4.00	1000.00	1200.00	1400.00	1600.00	1800.00
4.50	1125.00	1350.00	1575.00	1800.00	2025.00
5.00	1250.00	1500.00	1750.00	2000.00	2250.00
5.50	1375.00	1650.00	1925.00	2200.00	2475.00
资金占用利息费用	毛利敏感性分析				
8.50%	21.25	25.50	29.75	34.00	38.25
9.00%	22.50	27.00	31.50	36.00	40.50
9.50%	23.75	28.50	33.25	38.00	42.75
10.00%	25.00	30.00	35.00	40.00	45.00
10.50%	26.25	31.50	36.75	42.00	47.25
净利	净利润敏感性分析				
财务费用 (年化利率6.5%)	6.50	9.75	13.00	16.25	19.50
其它成本 (除财务费用)	6.00	6.70	7.40	8.10	8.80
8.50%	8.75	9.05	9.35	9.65	9.95
9.00%	10.00	10.55	11.10	11.65	12.20
9.50%	11.25	12.05	12.85	13.65	14.45
10.00%	12.50	13.55	14.60	15.65	16.70
10.50%	13.75	15.05	16.35	17.65	18.95
	归属于上市公司母公司净利润敏感性分析				
8.50%	5.78	5.98	6.17	6.37	6.57
9.00%	6.60	6.97	7.33	7.69	8.06
9.50%	7.43	7.96	8.48	9.01	9.54
10.00%	8.25	8.95	9.64	10.33	11.03
10.50%	9.08	9.94	10.80	11.65	12.51

来源: 国金证券研究所

图表9: 2013-2015 年上海钢联收入增速预测

	2008	2009	2010	2011	2012H1	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	83.18	110.65	160.73	350.04	392.08	954.40	1,517.12	2,047.20	2,786.22
基础业务	83.18	110.65	160.73	199.19	102.13	198.08	217.12	247.20	286.22
钢材交易服务	0.00	0.00	0.00	150.85	289.95	756.32	1,300.00	1,800.00	2,500.00
信息服务	31.63	36.95	58.30	73.46	42.24	82.02	94.33	113.19	135.83
网页链接服务	34.40	49.36	64.52	81.13	41.39	76.77	78.31	83.01	91.31
会务培训服务	11.09	15.75	27.46	29.05	10.58	24.70	25.94	27.49	29.42
咨询收入	1.83	3.34	6.17	9.44	5.91	9.50	12.35	16.05	20.87
广告宣传服务	1.95	0.71	1.50	3.00	0.44	2.04	2.25	2.52	2.87
其他服务	2.29	4.53	2.78	3.12	1.58	3.04	3.95	4.94	5.93
钢材交易服务	0.00	0.00	0.00	150.85	289.95	756.32	1,300.00	1,800.00	2,500.00
收入增速		33.02%	45.26%	117.78%	333.00%	172.66%	58.96%	34.94%	36.10%
基础业务		33.02%	45.26%	23.93%	12.79%	-0.56%	9.61%	13.86%	15.78%
钢材交易						408.29%	71.89%	38.46%	38.89%
信息服务		16.84%	57.77%	26.00%	25.99%	11.65%	15.00%	20.00%	20.00%
网页链接服务		43.48%	30.72%	25.74%	6.73%	-5.37%	2.00%	6.00%	10.00%
会务培训服务		41.97%	74.39%	5.78%	-6.59%	-14.97%	5.00%	6.00%	7.00%
咨询收入		82.67%	84.53%	53.00%	26.67%	0.64%	30.00%	30.00%	30.00%
广告宣传服务		-63.27%	109.57%	99.96%	-65.71%	-31.80%	10.00%	12.00%	14.00%
其他服务		98.09%	-38.74%	12.26%	61.46%	-2.38%	30.00%	25.00%	20.00%
钢材交易服务						408.29%	71.89%	38.46%	38.89%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议: 基于行业及公司高成长空间, 维持“买入”评级

- 钢联股价对应 13 年 PE 已达 52 倍, 但 13 年业绩因受钢铁行业景气度、新建大楼折旧摊销影响不具有参考性, 考虑到其未来较高的行业及业绩成长空间, 维持“买入”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	161	350	954	1,517	2,047	2,786	货币资金	76	250	181	112	116	116
增长率		117.8%	172.7%	59.0%	34.9%	36.1%	应收款项	2	107	5	84	114	155
主营业务成本	-43	-190	-792	-1,323	-1,813	-2,500	存货	0	21	57	72	99	137
%销售收入	27.0%	54.4%	83.0%	87.2%	88.5%	89.7%	其他流动资产	7	71	188	331	453	625
毛利	117	160	162	194	235	286	流动资产	84	449	431	599	782	1,032
%销售收入	73.0%	45.6%	17.0%	12.8%	11.5%	10.3%	%总资产	49.8%	77.9%	67.1%	71.5%	74.4%	77.5%
营业税金及附加	-8	-10	-6	-7	-8	-9	长期投资	0	0	12	12	12	12
%销售收入	5.2%	2.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产	53	98	171	192	213	234
营业费用	-45	-65	-71	-78	-88	-97	%总资产	31.4%	17.1%	26.6%	22.9%	20.3%	17.6%
%销售收入	28.0%	18.5%	7.5%	5.2%	4.3%	3.5%	无形资产	30	29	27	35	45	55
管理费用	-37	-45	-48	-54	-59	-66	非流动资产	85	128	211	238	269	300
%销售收入	22.8%	12.8%	5.0%	3.6%	2.9%	2.4%	%总资产	50.2%	22.1%	32.9%	28.5%	25.6%	22.5%
息税前利润 (EBIT)	27	40	37	54	79	113	资产总计	169	576	642	838	1,051	1,333
%销售收入	17.0%	11.4%	3.8%	3.6%	3.9%	4.1%	短期借款	0	48	30	0	0	0
财务费用	0	0	1	-8	-13	-19	应付款项	67	95	134	224	303	412
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.6%	0.6%	0.7%	其他流动负债	3	5	5	26	29	35
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	70	148	169	250	332	446
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	100	200	300
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	34	46	32	32	32
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	71	182	215	382	564	778
营业利润	27	40	37	46	66	94	普通股股东权益	96	330	362	385	408	462
营业利润率	17.1%	11.3%	3.9%	3.0%	3.2%	3.4%	少数股东权益	2	64	65	71	80	93
营业外收支	4	7	9	7	7	7	负债股东权益合计	169	576	642	838	1,051	1,333
税前利润	31	47	46	53	73	101	比率分析						
利润率	19.5%	13.4%	4.8%	3.5%	3.6%	3.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-4	-7	-7	-9	-12	-18	每股指标						
所得税率	13.9%	14.4%	16.0%	16.5%	17.0%	18.0%	每股收益	0.906	0.966	0.444	0.323	0.431	0.583
净利润	27	40	39	44	61	83	每股净资产	3.214	8.261	4.521	3.207	3.396	3.849
少数股东损益	0	2	3	6	9	13	每股经营现金净流	1.560	-2.824	-0.247	-0.834	-0.272	-0.360
归属于母公司的净利润	27	39	36	39	52	70	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	16.9%	11.0%	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.19%	11.69%	9.82%	10.07%	12.70%	15.14%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	16.05%	6.70%	5.53%	4.63%	4.92%	5.25%
净利润	27	40	0	44	61	83	投入资本收益率	23.82%	7.19%	6.28%	7.74%	9.15%	10.47%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	7	9	0	0	0	0	主营业务收入增长率	45.26%	117.78%	172.66%	58.96%	34.94%	36.10%
非经营收益	0	3	0	-2	3	10	EBIT增长率	55.58%	46.29%	-8.39%	49.22%	45.53%	42.69%
营运资金变动	13	-164	0	-142	-97	-136	净利润增长率	44.70%	42.17%	-8.08%	9.18%	33.49%	35.14%
经营活动现金净流	47	-113	0	-100	-33	-43	总资产增长率	33.21%	240.42%	11.42%	30.46%	25.49%	26.78%
资本开支	-34	-52	-74	-20	-24	-24	资产管理能力						
投资	1	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	3.0	2.1	0.9	1.0	1.0	1.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	20.3	18.0	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-33	-52	-74	-20	-24	-24	应付账款周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
股权募资	0	262	0	0	-13	0	固定资产周转天数	117.0	53.3	18.4	11.8	8.9	6.7
债权募资	0	80	30	56	100	100	偿债能力						
其他	0	-3	4	-4	-26	-33	净负债/股东权益	-76.79%	-43.03%	-27.93%	4.36%	23.81%	38.97%
筹资活动现金净流	0	340	34	51	61	67	EBIT利息保障倍数	-136.4	232.9	-62.5	6.5	6.1	6.0
现金净流量	14	174	-39	-69	4	0	资产负债率	41.86%	31.62%	33.52%	45.62%	53.65%	58.39%

来源：公司年报、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

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	6
增持	1	2	3	3	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.71

来源：朝阳永续

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	9.13	16.60 ~ 16.60
2 2013-03-11	买入	9.36	16.60 ~ 16.60

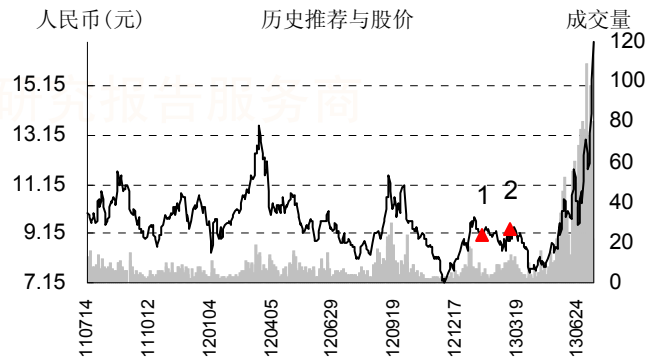
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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.jztzw.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作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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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