

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn

竞争优势明显，目前价值仍被低估

——上海钢联（300226）深度报告（三）

投资要点：

本篇报告，我们针对前期路演过程中投资者较为关注的几个问题和公司的竞争优势做进一步阐述，有关公司和行业基本面的详情敬请参考我们前期发布的深度报告(一)和(二)。

- **长期坚持的量变实现核心数据的质变：**关于公司的核心数据，我们认为主要是通过长期坚持做单一枯燥的事情终于实现量变，获得市场的权威认可，甚至在部分现货和金融市场的交易中掌握定价权。公司通过制定严格科学的数据信息采集流程，经过多年与客户互相磨合，以及公司对行业深刻的认知，使得公司数据的真实性、客观性获得市场的权威认可，数据的价值终得体现。在此期间，公司始终坚持网站信息的封闭性，通过收费会员的不断鞭策与收费后所带来的高度责任感，使得公司不断提高网站信息的客观性和真实性。
- **占据行业制高点，产业链整合水到渠成：**定价权主要有出厂价和市场价，而波动产生价值，钢铁等大宗商品的金融属性恰恰出现在市场价格的波动中，市场价格的波动带来巨大的投资和套保市场空间，而公司的定价权恰恰集中于市场价格。而在这个过程中，价格是一切交易和投资的基础，也是买卖双方利益的核心体现，因此，掌握了定价权便占据了行业制高点。未来着手整合的产业链各环节中，价格无处不在，从市场研究到风险控制、结算、竞价等，都需要价格数据服务，当前的钢铁贸易金融属性越来越明显，对信息的需求更为迫切。公司通过数据服务掌握了丰富的客户资源，且数据的行业制高点属性给公司带来较高的客户粘度，未来将着手对现有客户进行分类，分别在融资、交易、仓储物流等环节提供服务，产业链整合水到渠成。
- **竞争优势明显：**基于钢材的标准化程度高属性和庞大的贸易市场，现货网上交易平台与数据信息服务受到越来越多来自产业链和独立第三方的竞争。我们认为，根据目前国内钢铁贸易产业链各方的特点，产业链主导的电商平台成为主流的难度较大。首先以钢厂为代表的电商模式，本身面临着“既是运动员又是裁判的困境”，同行业的整合难度较高；其次，对于钢贸商和仓储物流商为主的电商模式而言，我们认为钢贸商和仓储物流的区域经营特点决定了难以形成全国范围的规模，而考虑到我国钢铁贸易行业在融资环节产生的骗贷、多重质押等现象主要源自钢贸商和仓储物流商的勾结，因此钢贸商和仓储物流商主导的电商模式难以形成从金融服务到交易、物流等所有环节的闭环模式。最后，我们认为电商平台的交易最重要的仍是产品的定价问题，钢厂和钢贸商由于自身参与其中，很难向市场和客户证明其公布数据的真实、客观和公平性。相比产业链主导的电商平台而言，第三方独立平台不受自身角色的困扰。公司在第三方资讯平台中早已成为国内龙头，互联网的马太效应越来越明显，其提供的核心数据也已经得到市场的权威认可，并初步获得了现货和金融市场的定价权。因此，来自产业链和独立第三方平台的竞争目前来看对公司难以造成实质性影响。
- **公司目前价值仍被低估：**公司提供的核心数据与普氏能源有着相同的使命与业务模式，且公司所基于的中国市场是全球最大的大宗商品市场，普氏能源目前仅靠数据服务能够获得每年数亿美金的收入，同样掌握定价权的上海钢联核心数据价值远未被充分挖掘。公司在钢铁行业产业链金融服务、交易平台、仓储物流等各环节均已经出现实质性进展，巨大的市场空间正逐步开启。长期来看，将钢铁行业的模式向铁矿石、煤炭、有

色、化工、农产品等其他大宗商品品种复制有望再造多个钢联。而在获得美国芝加哥商品交易所和新加坡环球铁矿石现货交易平台的合作后，公司的核心数据也开启了在期货等金融领域的发展。随着我国期货市场的成熟以及现货指数型期货产品的问世，我们认为公司的核心数据在金融领域将大有可为。短期来看，我们认为尽管公司未来的经营有着一定的不确定性，但通过横向的同行比较，公司跟生意宝未来的战略规划类似，目前的主营业务收入和利润规模相当，从现有业务属性来看，钢联在技术和客户粘度上更胜一筹，然而公司的市值仅是生意宝的一半左右，因此我们认为公司股价虽然经历了近期强势的上涨，但无论是从短期来看，还是从长期不断开启的巨大空间来分析，公司目前的市值仍被低估。

- **维持增持评级：**考虑到现有业务收入确认的递延性影响，公司今年业绩增长的压力依然较大，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 75 倍、49 倍和 36 倍，在各个环节有实质性业绩贡献之前，我们继续维持增持评级。
- **风险提示：**交易平台放量慢于预期；布局太大而缺乏现金流支撑风险；钢市持续低迷导致钢代业务风险加大等。

目 录

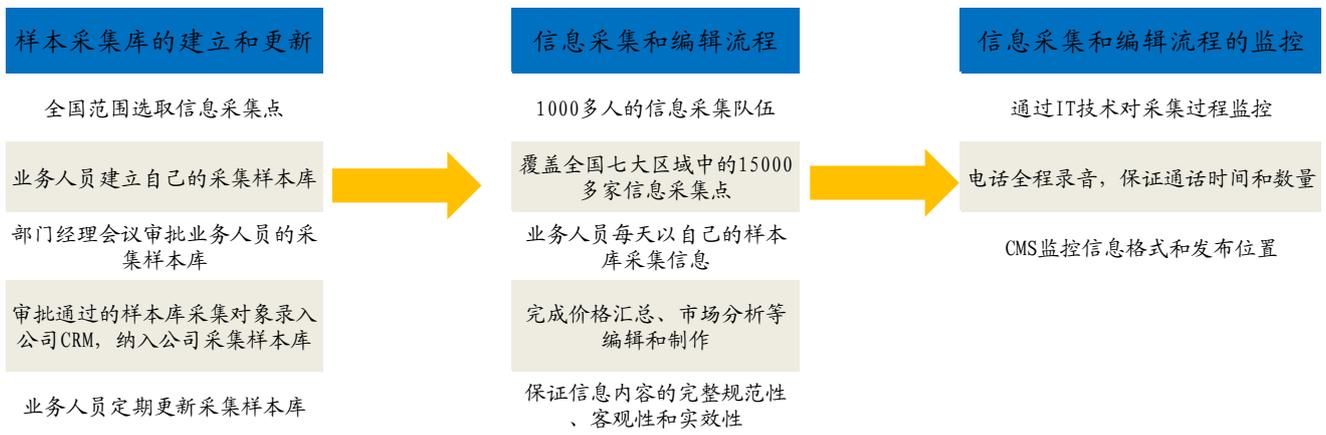
1、钢联数据是怎样炼成的	4
1.1、长期坚持的量变带来质变	4
1.2、网站封闭，责任成就数据客观性	4
2、数据服务无处不在，产业链整合水到渠成	4
2.1、掌握定价权即占据行业制高点	4
2.2、数据服务贯穿产业链关键环节	5
2.3、高客户粘度，客户资源整合即是产业链整合	6
3、竞争优势明显	7
3.1、产业链电商受困于角色冲突	7
3.2、第三方平台公司优势明显	7
4、公司目前价值仍被低估	8
4.1、数据资讯价值未被充分挖掘	8
4.2、钢铁产业链纵向整合巨大空间已掀开序幕	9
4.3、横向拓展与金融业务是长期看点	9
4.4、公司价值仍被严重低估	10
5、维持增持评级	11

1、钢联数据是怎样炼成的

1.1、长期坚持的量变带来质变

公司数据之所以获得钢厂、钢贸商、终端买方、金融机构等认可，并实现部分现货与金融市场的定价权，主要是因为其核心数据经过多年的积累经受住了市场的考验。数据的经营过程漫长而枯燥，公司基于一套完善的采集流程经过十多年长期的坚持，期间更重要的是添加自身对行业的判断来达到数据的客观公平性，单一枯燥的事情经过长期的积累坚持，终获得国内外市场的权威认可，目前，国内外的现货和金融市场，均出现了以公司数据为基准的定价行为，定价权的获得使得公司的数据业务实现了质变。

图 1、公司信息采集全过程



资料来源：国海证券研究所,公司资料

1.2、网站封闭，责任成就数据客观性

公司的网站自成立以来一直秉承封闭的特点，所有核心数据仅向付费会员开放。相比市场上的开放型网站，公司的数据采集由于收费特点而更加客观严谨，一旦市场认为数据有失公允，便会产生投诉等后果，而恰是缘于收费客户对数据服务的公平客观要求，多年以来的相互磨合和不断完善成就了公司数据的公平客观性。

2、数据服务无处不在，产业链整合水到渠成

2.1、掌握定价权即占据行业制高点

公司通过多年的积累和锤炼，其核心数据的客观性和公平真实性已经获得了行业各方的认可。目前仅就市场价格而言，多数钢贸商与下游工地、五金、机械公司

等终端客户的结算均以公司公告的数据为基准。定价权主要分为两种:出厂价和市场价,而波动产生价值,钢铁等大宗商品的金融属性恰恰出现在市场价格的波动中,市场价格的波动带来巨大的投资和套保市场空间,而公司的定价权恰恰集中于市场价格。我国每年仅钢铁行业产生的贸易额高达五万亿,其中有一半是钢贸商经过多次经手而产生,再加上电子盘和金融市场的交易,钢铁市场价格的波动带来巨大的市场空间,而在这个过程中,价格是一切交易和投资的基础,也是买卖双方利益的核心体现,因此,掌握了定价权便占据了行业制高点。

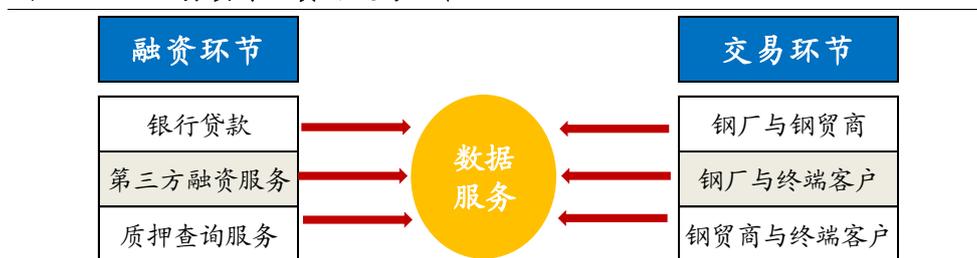
2.2、数据服务贯穿产业链关键环节

钢铁贸易行业具有典型的资金密集特点,金融融资服务是行业最为关键的环节,也是钢铁贸易行业顺利进行的起点,交易环节实现价值的转移,仓储和物流属于配套服务。因此整个钢铁贸易产业链的各个环节中,金融服务和交易是最关键的两个环节。

在金融服务环节,银行对钢贸商的贷款主要有授信和质押两种方式,由于钢铁行业持续低迷,钢贸商违规骗贷等乱象较多,目前银行对钢贸商的贷款大都以质押方式为主,目前质押比例一般在70%-90%之间,银行需要时刻掌握钢价的市场波动情况以不断调整贷款额,公司的市场价格数据给银行提供了客观真实的依据。从公司提供的动产质押查询服务来分析,钢贸商之所以骗贷和多重抵押成功,问题就出现在仓储环节,仓库的不透明给钢贸商提供了违规贷款机会,治理该乱象的核心就是能够提供仓库质押物的真实存在性和质押性数据,因此公司基于多年的积累而形成的公平、客观、诚信的品牌形象为公司金融服务环节提供了坚实的基础。

在交易环节,钢贸商或者钢厂与终端客户一般进行持续的多次交易,钢厂与钢贸商的每次定价直接受到钢厂的成成本影响,间接受到市场价格的传导影响,钢贸商与终端客户的交易完全按照市场价格进行,而市场价格每天都在变化,因此完全独立于钢厂、钢贸商和终端客户的独立第三方价格信息成为交易成功的核心依据。

图 2、数据服务贯穿融资与交易环节



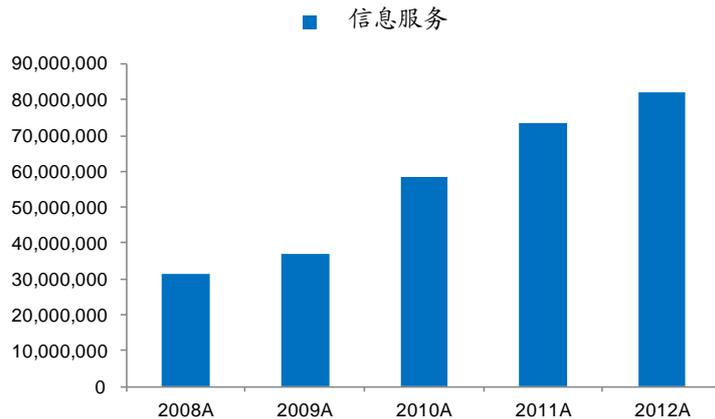
资料来源:国海证券研究所

由金融服务和交易平台产生的巨大可控成交量,便成为未来整合仓储物流的重要保障,可见公司在整个产业链各个环节中环环相扣,形成闭环。

2.3、高客户粘度，客户资源整合即是产业链整合

公司靠数据起家，属于行业内完全独立的第三方资讯平台。公司拥有定价权的数据一定程度上决定了贸易双方的利益，对于钢厂、钢贸商和终端客户而言有着极高的粘度。在信息服务（付费会员）方面，公司 60%-70% 的客户得益于转介绍，即使在行业最为惨淡的 2012 年，数据服务业务依然获得了稳定增长。

图 3、公司付费会员收入稳定增长



资料来源：国海证券研究所

公司在 2011 年初的有效注册会员数约为 30 万家，其中收费会员 3.23 万家，会员以钢厂和钢贸商为主，而近几年随着终端市场的爆发，公司每年新增的会员中有超过一半来自终端客户。在短短不到三年的时间里，公司目前的注册会员已经超过 100 万家，其中收费会员约 5 万家。我们认为在钢市持续低迷的近两年里，公司的会员数量反而逆势大幅增加一方面是因为公司所提供的数据服务粘度较高，另一方面也表明在钢市低迷、钢贸商和钢厂微利和经济不景气时终端客户采购成本关注度提高的情况下，行业各方对钢铁市场价格的重视程度反而越来越高。

公司目前的 100 多万有效注册会员，覆盖了行业产业链主要环节的参与方，如钢厂、钢贸商、终端客户等，未来在产业链各方风险控制、结算、竞价、市场研究等各个方面，价格无处不在，而如今的钢铁贸易，金融属性更为明显，对信息的需求更为迫切。公司的数据服务一定程度上起到指导客户生意的作用。而公司未来布局的产业链整合，其目标客户就是目前围绕在公司平台上的现有庞大会员资源，公司仅仅将客户资源进行分类，配置上下游的资源，提供相应的服务，而对于钢厂、钢贸商、银行、仓储、物流、终端客户等所有参与方而言，通过产业链集群效应的整合，能够带来一种共赢的局面，因此我们认为，公司着手打造的钢铁贸易产业链的整合已经具备了客户、市场、资源、产品和品牌优势。

3、竞争优势明显

3.1、产业链电商受困于角色冲突

我国钢铁贸易总额高达 5 万亿左右，而钢铁行业的持续低迷导致钢厂、钢贸商和行业的仓储物流商愈发经营惨淡，传统冗杂的贸易方式已经越来越不适当下的行业特性，迫使行业各方寻求新的出路。降低交易成本、提高交易效率、减少贸易环节、提高透明度成为新商业模式的方向。正是基于钢材的标准化程度高特点和庞大的贸易市场，产业链各方均希望在整合中分得一笔羹。目前来看，来自产业链的钢厂、钢贸商、仓储物流商主导的三种模式均有一定进展，比如宝钢的电商平台，钢贸商起家的西本新干线，仓储物流商起家的欧浦等。

我们认为，根据目前国内钢铁贸易产业链各方的特点，产业链主导的电商平台成为主流的难度较大。首先以钢厂为代表的电商模式，本身面临着“既是运动员又是裁判的困境”，以宝钢为例，其自身产品直销比例高达 7 成，如何解决对同业竞争者的开放成为一大难题，而对于竞争钢厂而言，很难说服将其产品的所有信息公布于竞争对手，这点从目前 B2C 的电商平台上我们可以看到，无论是阿里巴巴、京东商城还是苏宁电商，均是独立第三方角色。其次，对于钢贸商和仓储物流商为主的电商模式而言，我们认为钢贸商和仓储物流的区域经营特点决定了难以形成全国范围的规模，比如欧浦主要集中在广州区域，西本新干线的交易量也大都来自于其传统的贸易对象，而考虑到我国钢铁贸易行业在融资环节产生的骗贷、多重质押等现象主要源自钢贸商和仓储物流商的勾结，因此钢贸商和仓储物流商主导的电商模式难以形成从金融服务到交易、物流等所有环节的闭环模式。最后，我们认为电商平台的交易最重要的仍是产品的定价问题，钢厂和钢贸商由于自身参与其中，很难向市场和客户证明其公布数据的真实、客观和公平性。

图 4、产业链主导的电商平台特点

产业链电商	钢厂	钢贸商	仓储物流商
代表	宝钢电商	西本新干线	欧浦
优势	平台快速放量	平台快速放量，区域市场优势明显	平台快速放量，区域市场优势明显
劣势	同业整合难度较高	价格数据难以服众，长期面临钢厂排挤	重资产，以传统盈利模式为主

资料来源：国海证券研究所

3.2、第三方平台公司优势明显

相比产业链主导的电商平台而言，第三方独立平台不受自身角色的困扰。产业链主导的电商平台优势在于快速利用自身积累的客户关系形成可观的交易量，比如宝钢将日常交易量直接搬移到平台上，欧浦的仓储物流业务直接在平台上完成

等，而第三方平台面临的是如何吸引买卖双方在其平台上完成交易的问题。目前国内主要的第三方资讯平台有上海钢联（我的钢铁网）、中国联合钢铁网、钢之家、兰格钢铁网、东方钢铁网等，信息采集+广告成为第三方平台的主要盈利模式，这一服务也受到钢厂和钢贸商的欢迎，钢厂能够更加贴近市场赚取更多利润，钢贸商能够利用时间差和价格差来发现商机。

公司的电商平台在信息服务和广告领域早已成为业内龙头，早在 2010 年市场占有率就高达 55.5%。从品牌影响力来看，“我的钢铁”网截止到 2010 年 8 月 25 日最近三个月的平均页面访问量分别是国内同行企业兰格钢铁网、钢之家、中国联合钢铁网和东方钢铁网的 2.13 倍、16.26 倍、31.07 倍和 699 倍，平均网站用户量分别是以上四家网站的 3.49 倍、6.97 倍、57.77 倍和 357.89 倍，平均网站访问时间方面公司的“我的钢铁”网和“搜搜钢”网分别排名第一和第二，都明显高于其他竞争网站；从数据价值来看，公司的核心数据已经获得了国内外部分现货和金融交易的定价权，而大多数竞争网站的资讯目前仍停留在简单的趋势预测和分析基础上，同质性竞争和抄袭现象严重。

图 5、公司在第三方独立电商平台中优势明显

第三方电商	我的钢铁网	钢之家	中国联合钢铁网	兰格钢铁网等区域性网站
数据价值	权威性得到认可，初步获得现货和金融定价权	相对其他厂商较好	相对其他厂商较好	一般
品牌影响力	行业第一	迅速崛起	有向好趋势	区域影响力大
资讯质量	好	有提高趋势（完全模仿钢联）	好	抄袭为主
趋势判断影响力	强	强	一般	一般
技术	领先	一般	一般	差
员工数量	最多	在增加	一般	少
市场占有率	综合占有率55.5%以上，下游终端占有率快速提高	钢厂有上升趋势，钢贸商刚开始	炉料领域优势明显，钢厂份额上升	占有率在萎缩

资料来源：国海证券研究所

4、公司目前价值仍被低估

4.1、数据资讯价值未被充分挖掘

公司的核心数据的盈利模式目前仍以付费会员收入为主，实际上公司掌握定价权的数据价值远未被挖掘出来。以普氏能源为例，普氏能源的使命与钢联相同，都是通过提供核心数据服务来提高市场透明度、效率和流动性的信息，普氏能源为客户提供对其业务至关重要的市场新闻和数据、基准股价、极具洞察力的新闻简报以及行业领先的会议，帮助产业链客户做出更明智的贸易和商业决策，客户主要以能源和金属供应链为主，客户对公司的数据信息高度依赖，为现货交易和金融交易提供极具竞争力的定价服务。正是掌握了行业市场价格的定价权，普氏能源仅靠数据、资讯等服务就能获得每年数亿美金的收入。

我们认为，相比普氏能源而言，钢联的优势在于拥有中国庞大的消费市场，全球大宗商品最大的市场在中国，价格的波动带来的最大市场也在中国，而这种本土市场的价格信息是国外公司无法获取的，因此我们有理由相信钢联基于国内大宗商品的数据业务才刚刚开始。

图 6、公司核心数据带来的收入仍有较大空间

数据业务比较	普氏能源	上海钢联
数据覆盖范围	能源与金属领域	钢铁领域较为成熟，其他大宗领域初有成效
数据价值	提高市场透明度	提高市场透明度
提供服务	市场资讯、估价与指数、会议与活动等	市场资讯、信息服务、会务培训、咨询收入、估价与指数（刚开始）
主要客户	遍布整个能源和金属供应链	目前以钢铁行业供应链为主，正逐步向整个大宗领域扩展
基于数据信息的收入	数亿美金	约1亿人民币

资料来源：国海证券研究所

4.2、钢铁产业链纵向整合巨大空间已掀开序幕

钢铁是公司在大宗商品领域运作最为成熟的品种，未来整个大宗产业链的整合将以钢铁行业为标杆。仅钢铁行业而言，从金融服务到交易平台、仓储物流各个环节每年均能产生足够大的市场空间，虽然钢铁行业不景气，但是整个钢铁行业每年约 5 万亿的存量贸易空间吸引力足够大，公司目前已经在金融服务、交易平台和仓储物流各个环节实现实质性的进展（详情请参考我们 7 月 10 日发布的第二篇深度报告），相比公司目前仅三千多万的净利润体量，任何一环能够走出来对公司而言都具有极高的弹性。

图 7、云终端与钢铁产业链整合带来的巨大市场空间

钢联云终端	金融服务	电商平台	仓储物流
每年约20亿市场空间	每年约20亿市场空间	每年约8亿市场空间	每年近百亿市场空间
明年开始大规模推广	已经成立诚信仓储联盟	上线不到半年即产生每天最高2000多吨交易量	金融服务与电商平台产生的巨大交易量成为未来整合仓储物流的重要基础

资料来源：国海证券研究所

4.3、横向拓展与金融业务是长期看点

钢铁行业是公司目前运营较为成熟的品种，未来的战略规划在于将钢铁行业的模

式向铁矿石、煤炭、农产品、有色金属等其他大宗品种领域扩展。实际上公司的横向扩张五年前就已经开始布局，新品种领域的切入均是基于公司的核心基因“数据信息采集”，最初煤炭和铁矿石均只有几个人，而钢铁领域多年的经营赋予公司丰富的经验，向其他品种领域复制将更为高效和低成本，截止到目前，煤炭和铁矿石团队人数均有 30 多人，农产品等部分品种的数据已经开始收费，说明公司新进入品种的数据已经初获市场认可。横向复制的成功将再造多个钢联。

在金融领域，芝加哥商品交易所（CME）和新加坡环球铁矿石现货交易平台（GlobalORE）已经以上海钢联的 Mysteel 价格指数作为定价参考。随着我国期货市场的成熟以及现货指数型期货产品的问世，我们认为公司的核心数据在金融领域将大有可为。

4.4、公司价值仍被严重低估

长期来看，公司的横向扩展与纵向整合提供了广阔的市场空间，公司有着巨大的发展潜力；短期来看，我们认为尽管公司未来的经营有着一定的不确定性，但通过横向的同行比较，我们可以得出目前公司的价值仍被低估。

我们选取与公司业务模式和未来战略规划类似的生意宝作为对比。生意宝和公司分别以化工和钢铁行业作为切入点，未来的战略规划均是着手整合整个大宗商品的产业链。生意宝在去年年报中的发展展望中确定了未来的三大战略是电商战略、数据战略和金融战略，方向与钢联基本一致。从目前的进展情况来看，钢联的数据已经获得了市场认可，并且取得了一定的定价权，而生意宝的数据服务刚刚开始，去年数据经营主体生意社的主营业务收入仅 13 万左右，钢联的数据服务收入约 8000 万。从产业链整合来看，二者在金融与交易平台方面均获得了一定的进展。从二者目前主营业务来看，生意宝现阶段是通过为会员提供域名注册、网站建设、信息发布维护、网络广告制作以及发布、网络信息推广等服务来实现收入和利润，钢联是以价格信息采集、加工、推广为核心的“数据库+研究中心”的信息服务和网络连接服务为主，在业务价值、技术难度与客户粘度上，钢联更高一筹。二者的收入规模和利润规模相当，然而生意宝的市值几乎是钢联的两倍，我们认为虽然经历了近期的强势上涨，公司的市值目前仍被严重低估。

图 8、与生意宝对比，公司的市值仍被低估

对比项目	生意宝	上海钢联
数据采集行业	能源、化工、塑料、有色、钢铁、纺织、建材、农副等500多个大宗商品	钢铁行业为主，逐渐涉入铁矿石、煤炭、农产品、有色等其他行业
信息采集队伍	200多人，占比20%左右	1000多人，占比85%
销售人员（2012年）	395人，占比42%，（2010年为722人，占比60%）	60人，占比不到10%
数据权威性	商务部、工信部、国家统计局、证监会参考，新华社、中新社、上海证券报、第一财经、每日经济等引用	上期所、芝加哥商品交易所、新加坡大宗商品交易平台、印度铁矿石交易所等国内外直接定价权，钢铁行业部分买卖双方结算使用，路透社等权威资讯机构合作，新华社、第一财经等媒体引用
会员数量	800万	70万
数据收费（2012年）	13万	8200万
现阶段盈利模式	为入网会员提供域名注册、网站建设、信息发布维护、网络广告制作及发布等服务来实现网站的收入和利润	以价格信息采集、加工、推广为核心的‘数据库+研究中心’的信息内容服务模式
广告费（2012年）	2300万	7700万
战略方向	数据战略（生意社），电商战略，金融战略	数据战略，产业链整合（金融、交易、仓储物流）
进展情况	数据刚起步，交易平台金融有进展	数据已经具备权威性，交易平台已出量，诚信仓库已经建成，金融银行合作初定
总资产（2013Q1）	5.8亿	7.3亿
净资产（2013Q1）	4.9亿	4.2亿
扣非后净资产收益率（近三年平均）	8.20%	17.30%
净利润（2012年）	3620万	3530万
总市值	49.9亿	26.8亿

资料来源：国海证券研究所

5、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。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 75 倍、49 倍和 36 倍，在各个环节有实质性业绩贡献之前，我们继续维持增持评级。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ				股票价格: 22.32	投资评级:	增持		日期:	2013/8/1
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E	
盈利能力					每股指标					
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					
销售净利率	3.7%	2.7%	2.8%	2.8%	P/E	76.0	75.1	49.3	36.4	
成长能力					P/B	7.4	6.9	6.2	5.4	
收入增长率	172.7%	39.9%	43.7%	36.0%	P/S	2.8	2.0	1.4	1.0	
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)	
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	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	
流动资产合计	431	556	708	846	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	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: 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	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