

2013年8月23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

下半年业绩有望改善，关注产业链整合进展

——上海钢联（300226）2013年中报点评

事件：

公司今日公布了2013年中报。报告期内，实现营业收入6.3亿元，同比增长61%；营业利润1534万，同比下降32.1%；归属于上市公司股东的净利润1107.7万元，同比下降38.58%。

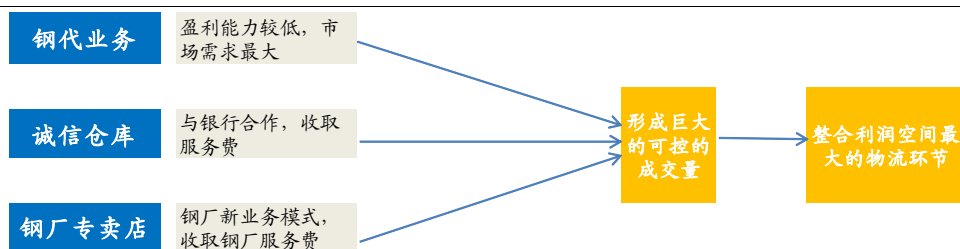
点评：下半年业绩有望改善，关注产业链整合进展

1. 钢银代购业务放量致收入大幅增长，该业务重在战略意义

报告期内，公司实现营业收入同比大增61%，主要是因为子公司钢银电商代购（钢材交易服务）业务规模扩大。去年钢银的代购业务资金规模为1.5亿，随着模式的逐渐成熟和风险控制得力，代购业务的资金新增了委托贷款2000万元。上半年钢银实现收入5.4亿元，同比增长87.6%。实际上代购业务在业内并不是新业务，该模式已经比较成熟。我们认为公司之所以从事该业务，一是因为钢代业务是钢贸商需求最为强烈的融资服务需求之一，公司利用自身积累的庞大上下游客户资源可以赚取稳定的利润，另一方面更是看重该业务能够进一步提高客户粘性，有助于交易平台产生成交量。成交量对未来产业链整合至关重要，尤其是下游的仓储物流整合方面，拥有巨大的交易量是公司整合产业链、提高话语权的重要手段。钢代业务是产生交易量的手段之一，未来交易量的放大更多依靠金融服务和钢厂及钢贸商专卖店来形成。

报告期内，钢银电商实现净利润434.92万元，其中归属于上市公司股东的净利润280.32万元，占公司合并净利润的比重为25.31%，较去年同期上升了14.41个百分点。钢银电商的钢代业务利润率较低，且目前资金规模仅不到两亿，但贡献的净利润占到公司合并净利润的25.31%之高，从另一个方面能够表明，产业链的整合确实能够给公司带来较大的业绩弹性。随着公司在利润空间更大的融资服务、仓储物流等环节的进一步发展，未来业绩想象空间更为巨大。

图 1、钢代业务与融资服务、钢厂专卖店共同形成的巨大成交量整合战略意义重大



资料来源：国海证券研究所

2. 递延效应致净利润大幅下降，下半年有望改善，但实际意义并不大

报告期内, 公司实现归属于母公司所有者的净利润同比下滑 38.58%, 主要是因为递延至本期的信息服务及网页链接服务收入大幅减少, 实际上该业绩大部分反应的是去年下半年的经营状况。而通过我们今年上半年的调研得知, 公司今年二季度的信息服务与网页链接服务业务均出现明显好转, 甚至创下单季度历史新高, 主要是因为公司信息服务的客户进一步下沉至市场更为广泛的终端客户, 受钢贸商经营惨淡的影响降低, 网页连接服务发展了更多的二三线民营钢厂。

我们认为上半年业绩反映出来的净利润下滑情况实际意义并不大, 一方面是因为该业绩并未反映当期的实际经营情况, 另一方面我们更关注的是公司在大宗商品产业链整合的实际进展, 相比信息服务及网页链接业务而言, 产业链整合业务的空间更为巨大, 业绩弹性更为明显。单季度来看, 二季度净利润同比下滑 22%, 环比下滑幅度明显收窄。整体来看, 随着上半年的实际经营情况在下半年的业绩报表中逐渐体现, 我们认为下半年业绩持续改善是大概率事件。

3. 横向扩展方面新增建材与农产品, 大宗资讯服务体系更加完善

在横向拓展方面, 公司的战略方向是将钢铁领域的信息采集服务向有色、铁矿石、能源、煤炭、化工、不锈钢等其他品种复制。报告期内又新增建材和农产品两个品种, 推出“百年建筑网”和“我的农产品”网。百年建筑网成长迅速, 目前已经有 50 多名员工, 运行不到半年已经实现了收入, 预计年底会达到 100 多人。公司从钢铁行业向整个大宗商品领域扩展, 凭借的核心竞争力是其数据信息采集基因。公司在钢铁行业的定价权经历了 10 年才完成, 由于有着成功的运营模式和案例, 未来向其他品种复制有望更加高效、低成本, 预期横向扩展的品种数据达到钢铁行业的定价权效果时间周期会缩短至 5 年左右。目前煤炭、铁矿石等品种在经营多年后已经初步取得部分市场的定价权。横向扩展一方面能够实现利润在其他领域复制, 另一方面对未来大宗商品产业链整合形成协同效应有重要战略意义。

4. 维持盈利预测和评级

保守起见, 暂不将产业链整合纳入未来三年的盈利预测。维持盈利预测, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.3 元、0.45 元和 0.61 元。在产业链整合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:	36.10				投资评级:	增持				日期:	2013/8/23			
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	122.9	121.4	79.7	58.9										
成长能力					P/B	12.0	11.1	10.0	8.8										
收入增长率	172.7%	39.9%	43.7%	36.0%	P/S	4.5	3.2	2.3	1.7										
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: 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, 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