

领航钢贸互联网金融, 未来发展空间可观

——上海钢联 (300226) 调研报告

2013年11月19日

推荐/维持

上海钢联

调研报告

报告摘要:

- **公司是钢铁产业信息化服务的龙头企业, 拥有钢材贸易的基准定价权。**公司是我国领先的从事钢铁行业及相关行业商业信息及其增值服务的互联网平台综合运营商。公司目前的信息化服务收费方式有四种: ①为客户提供综合信息服务收取的会员年费; ②为客户提供网页链接收取的网页链接收入; ③提供会议培训等按服务时间或按次数收费; ④为高端客户提供研究报告、专项咨询等按照工作进度分期收费。公司不单是数据的收集者, 更是原始数据的创造者。
- **中期看网上融资业务的爆发。**公司的钢材交易网上融资是为钢贸商提供一个融资平台, 同时依托公司在钢铁行业的专业性与权威性, 以降低风险。公司开展网上融资业务以来, 未发生违约事故。目前钢材网上交易平台日均交易量在 5000 吨左右, 以 3 亿自有资金进行钢材交易融资业务, 平均年化融资成本在 12% 左右。随着网上交易量的攀升, 当日均交易量达到 50000 吨左右时, 公司可使用外部资金 (例如银行贷款等) 开展钢材交易融资业务。根据测算, 假设外部资金成本在 6%-7% 且资金效率最大化 (无资金闲置时间), 那么网上平台交易额每增加 1 亿元, 将为公司贡献利润 600 万-700 万元。我们预计钢材网上交易达到 50000 吨的时点在明年下半年。
- **长期看整合钢铁物流产业链。**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, 以达到多赢的局面。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司是钢铁 B2B 垂直电子商务领域的龙头企业, 其核心数据和庞大的社会资源基于长达 10 多年的积累, 为公司提供强有力的壁垒。但从短期来看, 公司的信息化服务营业收入与利润将受到钢铁行业景气度下降的影响有所下滑, 预测公司 2013-2015 年实现 EPS0.3、0.45、0.59 元, 对应 PE 为 118、79、60 倍, 暂时维持“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入 (百万元)	350.04	954.40	1,387.63	2,135.18	3,117.26
增长率 (%)	117.78%	172.66%	45.39%	53.87%	46.00%
净利润 (百万元)	40.16	38.31	66.17	124.12	161.33
增长率 (%)	49.94%	-4.60%	72.70%	87.59%	29.98%
净资产收益率 (%)	11.69%	9.75%	2.76%	3.98%	5.01%
每股收益 (元)	1.08	0.44	0.30	0.45	0.59
PE	32.83	80.59	117.65	78.62	59.66
PB	4.29	7.84	3.24	3.13	2.99

张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512040003

田源

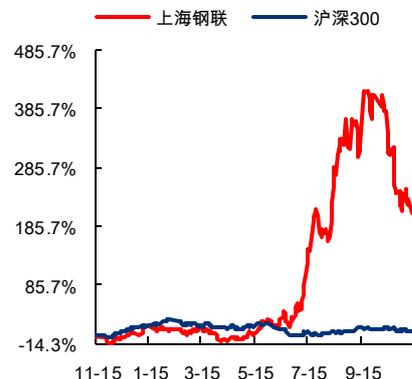
010-66554151

tianyuan@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	25.53-13
总市值 (亿元)	30.64
流通市值 (亿元)	11.14
总股本/流通 A 股 (万股)	12000/4362
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	7.63

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《上海钢联 (300226): 传统信息服务收入下滑, 期待产业链整合成效》2013-08-27

目 录

1. 钢铁产业信息化服务龙头企业，拥有钢材贸易的基准定价权	3
1.1 公司信息化服务业务介绍	3
1.2 公司在钢铁垂直 B2B 电子商务领域中处领先地位	5
1.3 公司是信息的创造者而非收集者，拥有钢材贸易价格的基准定价权	7
2. 钢银电商规模初见成效，未来发展大有可为	8
2.1 钢银电商的盈利模式	8
2.2 公司中期看点—网上融资业务的爆发	9
2.3 公司长期看点-物流产业链整合	10
3. 盈利预测及估值	11
4. 投资评级	12

插图目录

图表 1: 会员信息服务收入稳定增长	3
图表 2: 会员信息服务毛利稳定增长	3
图表 3: 网页链接服务受钢铁行业景气度下降影响较大	4
图表 4: 网页链接服务毛利下滑	4
图表 5: 2013 年信息服务营业收入小幅下降	4
图表 6: 2013 年上半年信息化服务业务占比	4
图表 7: 我国 B2B 电子商务发展历程	5
图表 8: B2B 电子商务垂直经营模式	6
图表 9: 公司编制的 Myspic 价格指数	7
图表 10: 公司编制的钢材社会库存量	7
图表 11: 钢铁 B2B 交易平台三大盈利模式	8
图表 12: 钢材交易融资业务流程	9
图表 13: 钢材交易融资业务流程	10
图表 14: 公司收入预测表	11
图表 15: 各项业务毛利率预测	11
图表 16: 公司盈利预测表	13

1. 钢铁产业信息化服务龙头企业，拥有钢材贸易的基准定价权

1.1 公司信息化服务业务介绍

公司是我国领先的从事钢铁行业及相关行业商业信息及其增值服务的互联网平台综合运营商。公司所运营的“我的钢铁”网是我国钢铁及相关行业商业信息服务页面访问量最大、网站用户量最多、网站访问时间最长的互联网平台。公司从成立之初即致力于向客户提供钢铁行业及与钢铁行业关系密切的能源、矿业和有色金属等行业的市场基础信息和行业深度研究服务，并在此基础上向客户提供企业宣传推广、商情发布和搜索、会务培训等增值服务。

公司目前的信息化服务收费方式有四种：①为客户提供综合信息服务收取的会员年费；②为客户提供网页链接收取的网页链接收入；③提供会议培训等按服务时间或按次数收费；④为高端客户提供研究报告、专项咨询等按照工作进度分期收费。公司不单是数据的收集者，更是原始数据的创造者。

◆ 会员信息服务

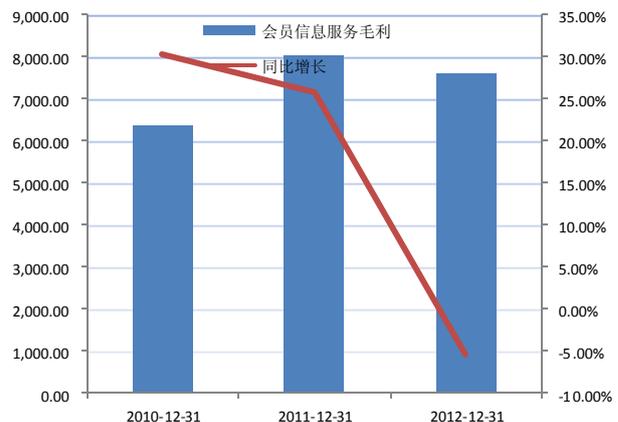
该业务主要为会员提供市场基础信息，并收取会员费。市场基础信息覆盖了钢铁及与钢铁行业密切相关的矿业、能源、有色金属等行业，主要包括各种交易品种的价格行情、社会库存、市场分析以及全国主要生产企业的信息等。由于公司会员客户粘性很强、流失较少，而且公司实行会费固定的收费策略（5000元/年的会费近十年不变），因此该业务受钢铁行业低景气度影响较小，为目前公司信息化服务收入与毛利增长最为稳定的业务。

图表 1：会员信息服务收入略微下滑



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 2：会员信息服务毛利略微下滑



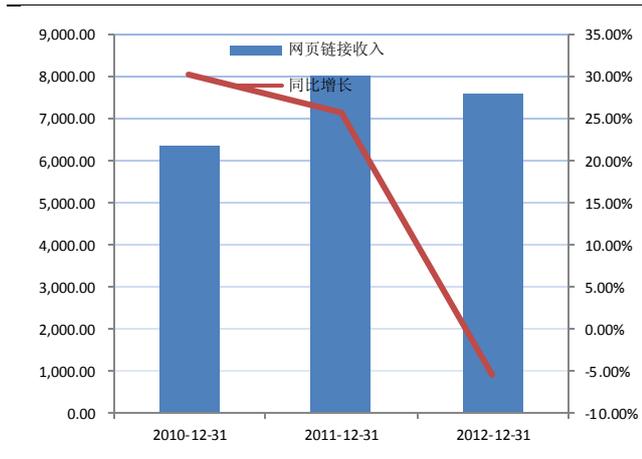
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

◆ 网页链接服务

该业务主要为供应商提供公司旗下网站的展示广告服务，并收取广告费。广告位主要包括宣传网页的链接和网上展示平台。其中，宣传网页的链接是指在公司网站的指

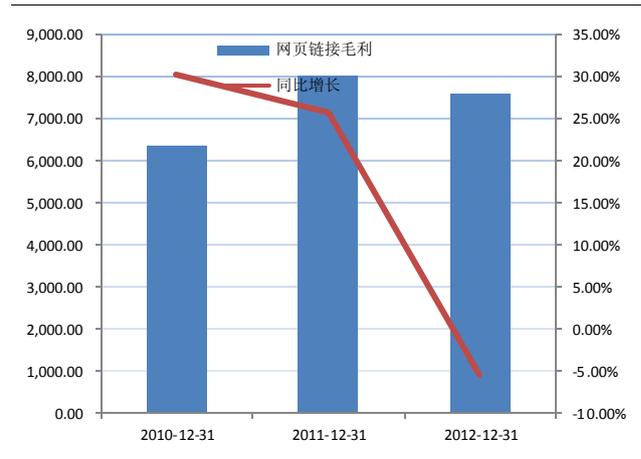
定位置添加图片或文字，并链接到客户的宣传网页；网上展示平台是在公司网站上为客户提供一个免费的形象展示空间。该业务为公司毛利最高的业务，但近两年来由于钢铁行业景气度下降，钢企以及钢贸商的广告支出大幅度减少，2013 年上半年网页链接服务收入同比下降 23%，这也是公司近两年净利润下降的主要原因。

图表 3：网页链接服务受钢铁行业景气度下降影响较大



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 4：网页链接服务毛利下滑



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

◆ 会务培训服务

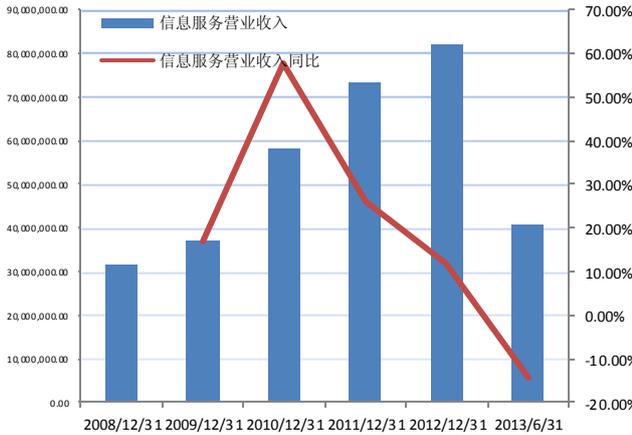
该业务主要为会员和采购方提供包括行业会议、供需见面会和培训等服务，并收取会议费，该业务是公司从线上服务向线下服务扩展的主要途径。该业务对公司的贡献有两方面作用：一方面可以取得部分会议费收入；另一方面通过举办行业会议和培训，能够强化钢铁资讯行业的领先地位，强化品牌影响力。公司 2011 年、2012 年分别实现会务培训收入 2904 万元与 2470 万元，2013 年上半年该业务收入为 870 万元，同比下降 17%，占信息化服务营业收入的 9%。

◆ 咨询服务

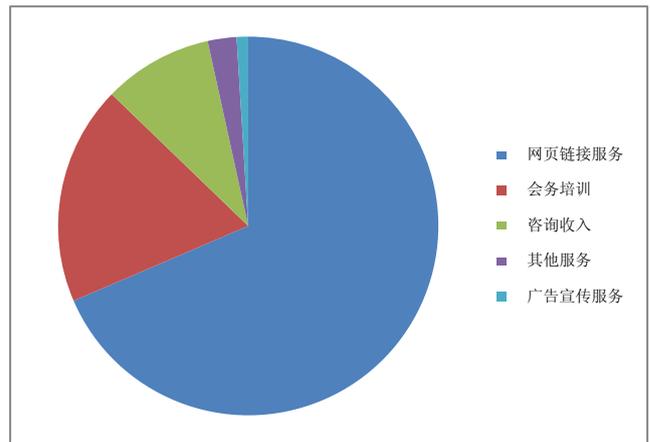
该业务主要为会员提供行业深度信息和咨询服务，协助客户把握行业整体情况以助于经营决策，提供的服务主要包括市场指数、研究报告、咨询服务和定制化服务，除市场指数通过网站公开发布外，其他服务通过公司的网下销售渠道向客户提供。该业务体现了公司在行业内的数据积累优势，未来发展空间较大。2010 年-2012 年，咨询服务收入分别为 622 万元、944 万元和 950 万元，2013 上半年该业务收入 433 万元，同比下滑 26.6%。

图表 5：2013 年信息服务营业收入小幅下降

图表 6：2013 年上半年信息化服务业务占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

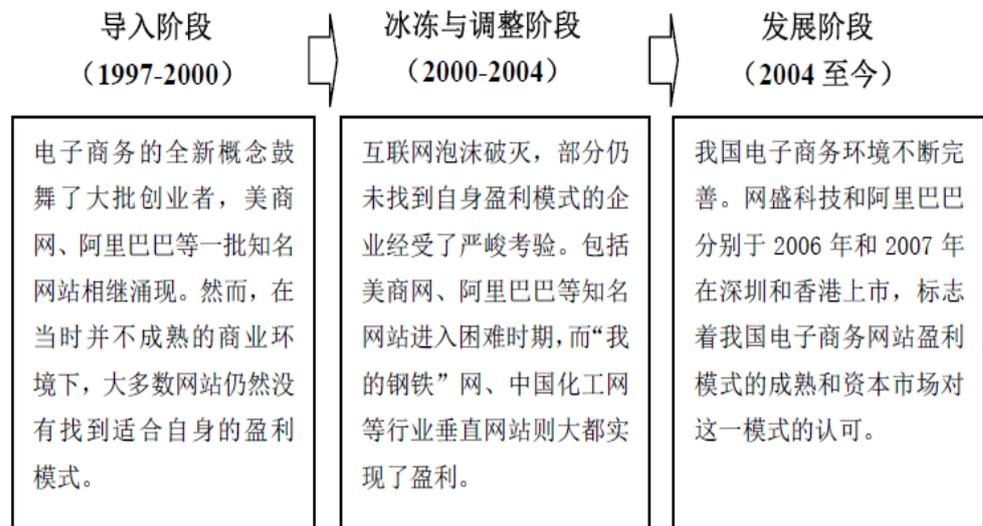


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 公司在钢铁垂直 B2B 电子商务领域中处领先地位

按照参与商务活动的主体不同, 电子商务可以分为以下三类, 即: B2B、B2C 和 C2C。B2B 是指企业与企业之间进行的电子商务活动。企业之间的商务活动内容相当广泛, 大致可分为两个阶段: 第一阶段是商业信息的获取、企业宣传推广、供求商情的发布和搜索、商业信用的识别等前期商务活动, 第二阶段是商业谈判、合同签订、订单下达、资金支付、运输物流等后期交易过程。我国 B2B 电子商务行业起步于 1997 年, 先后经历了外部导入阶段、网络泡沫破灭后的冰冻与调整阶段和自主创新式的发展阶段。

图表 7: 我国 B2B 电子商务发展历程



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

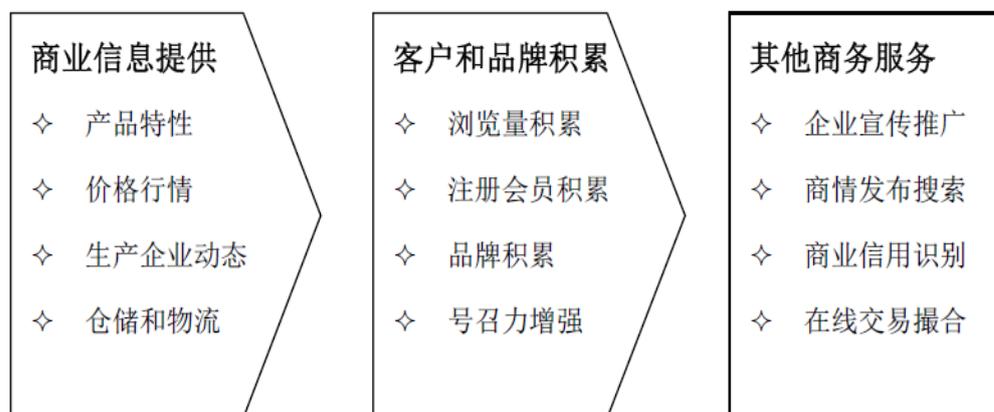
我们按照对行业覆盖的广度和对行业介入的深度, B2B 电子商务主要分为综合类 B2B 电子商务和垂直类 B2B 电子商务两类。综合类 B2B 电子商务特点在于不限定行业领域, 覆盖面较广, 在 B2B 电子商务市场发展初期能够快速通过提供卖方推广渠道、

广告模式进行扩张，会员数基数较大，具有成本优势。行业垂直类 B2B 电子商务立足于某一行业或某几个特定细分领域，从业人员的行业经验相对更为丰富，对行业更加了解，能够提供大量综合 B2B 平台所不具备的行业信息服务。由于对行业及相关产业需求的准确把握，客户的忠诚度较高，行业垂直 B2B 电子商务能够为客户创造针对性较强的增值服务。

行业垂直 B2B 能够深入企业的采购、销售等供应链流程，得益于在商业信息的搜集过程中，深刻理解了企业的需求，其主要优势体现在以下四个方面：

- 1、产品特性。对企业所需采购或销售的产品种类、型号、规格等信息有详细了解，且对不同产品的用途、用法、优点等特性有深入了解，从而指导企业选择最符合自身需求的产品。
- 2、及时价格行情。即时跟踪市场上的交易价格的变动，分析价格变动的原因和趋势，从而提高市场透明度，节省企业的采购和销售成本。
- 3、生产企业动态。跟踪了解产品生产企业的价格策略、设备检修计划等动态，给企业的交易决策提供参考。
- 4、仓储与物流。了解产品的库存分布和数量，提供便捷的物流方式和途径，为企业的交易提供市场信息、提供仓储和物流解决方案，进一步降低企业成本。

图表 8：B2B 电子商务垂直经营模式



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

行业垂直类 B2B 网站发展空间的大小主要决定于其所选择行业的特性。一般来说，有较大发展空间的行业具备以下特征：（1）行业竞争充分，企业数量众多，能够为网站发展初期提供丰富的土壤，使网站快速的成长。（2）涉及的产业链长，与上下游行业的相关度高，且产业链上下游企业之间存在广泛的商务机会，能够保证网站向上下游扩张都存在巨大的市场空间。（3）行业产值大，对国民经济影响大，从而形成巨大的社会影响力，能够充分发挥网络效应。

钢铁行业是国民经济的基础产业，钢铁产品作为经济建设的重要中间原材料，是国民

经济中大部分行业的必备材料之一。因此，钢铁行业具有很高的产业关联度，涉及的上下游行业众多。其中上游行业主要指与钢铁生产相关的矿业、有色金属、能源行业；下游行业范围广阔，既包括房地产、汽车、船舶、机械制造等国民经济支柱产业，又包括建材、五金、家电等与人们生活息息相关的充分竞争行业。

公司在现有信息服务的基础上，编制了 MySpic 价格指数（即“我的钢铁中国价格指数”），提高了服务深度；通过对综合平台的升级，加强数据库的标准化和智能化建设；同时扩大研究队伍，增强研究实力，向高端客户提供高水平的资讯服务。公司针对市场交易活跃的建材、板材、特钢、型钢、涂渡、不锈钢等品种逐步建立单独的频道和网站，提供细分行业的信息服务；公司将逐步建立我的能源网、我的矿业网、我的废金属网、我的坯铁网，服务领域向钢铁行业的上游覆盖，同时，逐步建立建筑钢材、汽车用钢、造船用钢等频道，服务领域向钢铁行业的下游覆盖。

远期规划中，公司将在目前已有的商业信息、商情发布和搜索、企业宣传推广服务基础上，逐步建立网上钢铁商城，整合仓储、物流、剪切加工、担保等相关服务，适时开展电子交易服务。公司能够快速发展，关键在于把握了行业发展的趋势，制定了切实可行的发展规划，及时抓住了行业发展中的机遇，发展成为行业垂直 B2B 电子商务平台中的龙头。

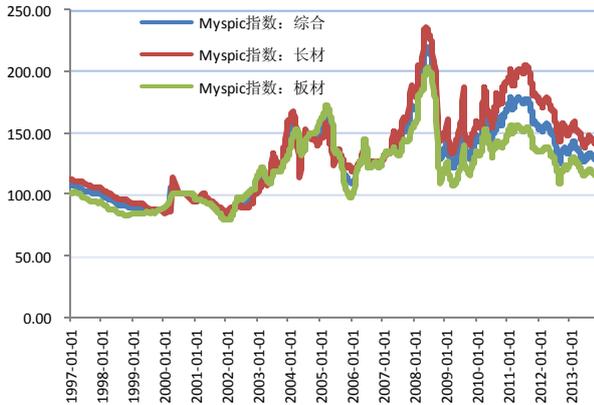
1.3 公司是信息的创造者而非收集者，拥有钢材贸易价格的基准定价权

从钢铁信息化服务的产业链来看，公司处于产业链最上游，是信息的创造者而非仅仅是收集者。公司拥有超过 1000 名信息采集人员。在信息采集过程中，信息采集人员通过计算机系统严格按照公司规定的样本规则从样本库选取采集对象；并通过公司的呼叫中心每日向 3,000 多家单位，依照标准采集流程直接采集和更新全国 60 多个城市的钢铁等相关产品的最直接的市场交易信息；然后，经过标准化加工和整理后，依照公司规定的格式发布到运营网站，供客户浏览。同时，公司信息采集和客户服务人员还通过电话、邮件、拜访、现场活动等多种形式与 29.32 万家注册会员保持着长期、有效、频繁的沟通，形成了庞大而高效的信息搜集网络。公司平均每天采集的信息覆盖钢铁、能源、矿业、有色金属等行业中的 51 个大类 273 个小类产品的行情信息。

经过长达十年的经营，公司已经积累了大量丰富、精细的钢铁及相关行业数据在此基础上，公司编制了 MySpic 价格指数（即“我的钢铁中国价格指数”），提供的数据最早可追溯到 1997 年 1 月，为国内外各类钢铁及相关行业生产贸易企业所广泛接受，并为钢铁及相关产业交易提供了连续性、权威性的价格指导。部分钢铁生产商及贸易企业以“我的钢铁”网相关频道栏目发布的价格信息为基准确定最终结算价格。在国际上，必和必拓、力拓、淡水河谷等大型铁矿商已成为公司信息会员；而目前国内印度铁矿交易快速增长时，部分印度铁矿商也成为公司客户，向公司购买相关信息，部分铁矿石销售也以“我的钢铁”的相关产品价格指数为确定价格基准。

图表 9：公司编制的 Myspic 价格指数

图表 10：公司编制的钢材社会库存量



资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

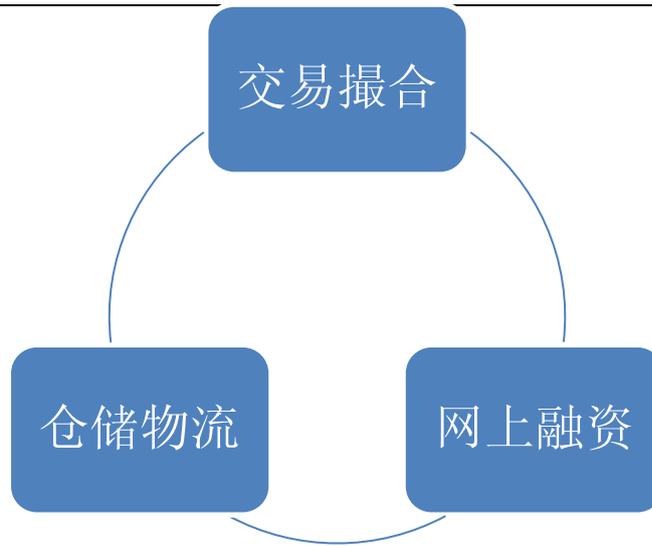
基于长达十年的专业的市场数据积累和研究人才积累，公司形成了一只专业化程度很高的研究团队，他们对钢铁及相关行业有着较为深刻的理解，并与各企业、政府部门和研究机构保持着密切接触，对行业发展趋势以及重大政策、事件等对行业的影响有较为准确的把握，在数据挖掘、市场分析和项目管理等方面具有较强的专业能力，能够运用公司强大的数据资源，为钢铁及相关行业的企业提供研究报告、咨询服务和定制化服务等各种行业深度研究服务。此外，研究中心下设了数据中心，正在对公司长期积累的行业数据进行整理、分类和建模，并通过外购等多种渠道，以期最终形成专业的数据库系统，为公司的数据挖掘和行业研究提供基础，同时也为其他单位和部门的数据需求者提供专业的数据服务。目前，公司研究中心的主要客户和合作方包括宝钢、三一重工、五矿集团、东风汽车、国家工业和信息化部等大型企业和政府部门。此外，公司分别接受工业和信息化部、商务部和上海市经济和信息化委员会经济运行处的委托参与中国钢铁行业运行态势和竞争力方面的课题研究。公司的研究能力获得了主要客户、政府部门和行业协会的认可。此外，公司近年通过完善其余大宗商品信息化服务的开拓，形成了一套完整的宏观数据体系，大宗商品价格指数甚至可以提早45天预测到PPI指数。

2. 钢银电商规模初见成效，未来发展大有可为

2.1 钢银电商的盈利模式

钢铁 B2B 交易平台的业务大致可分为交易撮合、物流仓储和网上融资三大业务。就目前而言，公司并不会对在网开设店面的 29 家钢企收取店面费，因此现在公司钢材交易服务的收入来源就是交易撮合、物流仓储和网上融资三大业务。

图表 11：钢铁 B2B 交易平台三大盈利模式



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

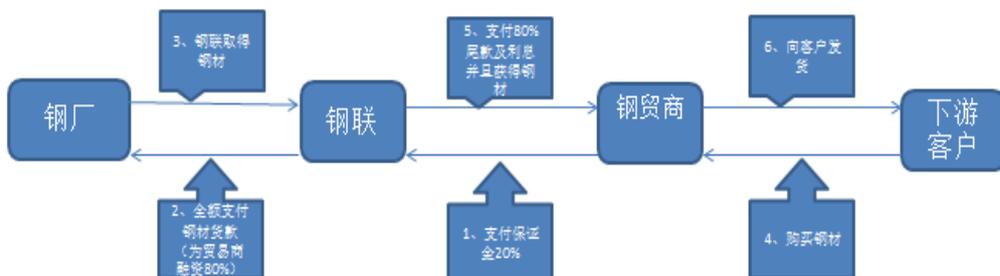
从利润贡献的角度来说，交易撮合是贡献利润最少的。交易撮合主要是依靠钢银电商的网上平台促成交易之后来收取固定比例的手续费，而手续费比例往往在 0.1% 以下，因此对利润贡献有限。不过对于 B2B 网上钢材交易平台来说，成交量是一切业务开展的基础，因此公司的战略是不收取钢材网店的店面费以及交易手续费维持在低水平，从而使得平台的交易量迅速的增长。

网上融资与仓储物流目前贡献的利润较少，但未来空间巨大。

2.2 公司中期看点—网上融资业务的爆发

公司的钢材交易网上融资业务首先要收取贷款 20% 的保证金，公司向钢厂全额采购钢铁，并且掌控货权，从根本上遏制了银行向钢贸商贷款的风险点。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，公司可以随时以市场价格卖出钢铁。因此对于公司而言，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%。但对于成熟的大宗商品市场而言，这种可能性很小，在公司开展网上融资业务以来，从未发生一例违约事故。

图表 12：钢材交易融资业务流程



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

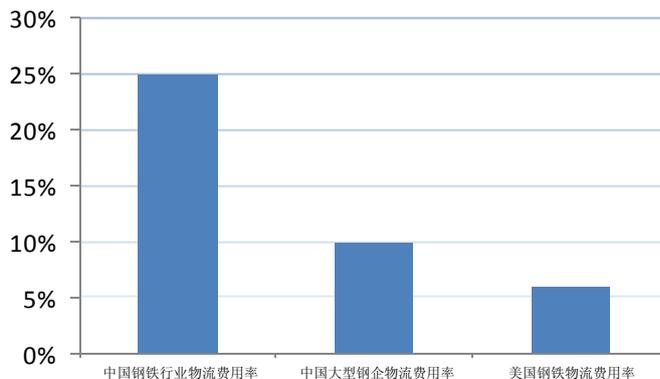
目前钢材网上交易平台日均交易量在 5000 吨左右，以 3 亿自有资金进行钢材交易融资业务，平均年化融资成本在 12% 左右。随着网上交易量的攀升，当日均交易量达到 50000 吨左右时，公司可使用外部资金（例如银行贷款等）开展钢材交易融资业务。根据测算，假设外部资金成本在 6%-7% 且资金效率最大化（无资金闲置时间），那么网上平台交易额每增加 1 亿元，将为公司贡献利润 600 万-700 万元。我们预计钢材网上交易达到 50000 吨的时点在明年下半年。

2012 年网上融资业务实现 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；今年上半年实现 5.4 亿收入，净利润为 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 25.31%，该比例较上年同期上升了 14.41 个百分点。

2.3 公司长期看点-物流产业链整合

总体而言，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，物流成本率在 10% 以上，而美国的钢铁行业物流费用率仅为 6% 左右。2012 年我国粗钢产量 7.1 亿吨，按照销售总额与运货量比值推算，2012 年钢铁行业的货运量近 37 亿吨，如果我们按照钢铁物流费用率 15% 来计算，保守估计钢铁行业物流市场规模高达 2.7 万亿，吨钢物流费用高达 950 元。可见我国钢铁行业的物流有着巨大的整合空间。

图表 13：钢材交易融资业务流程



资料来源: 东兴证券研究所

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。

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, 这就公司的网上融资、撮合交易等业务未来的战略意义, 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。

3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 13.88 亿元、21.35 亿元和 31.17 亿元, 增速分别为 45.4%、53.9%和 46%。其主营业务大幅度提升的原因在于钢材网上交易量的大幅度提升的假设。预计 2013-2015 年归属上市公司股东净利润为 3600 万元、5400 万元、7100 万元, 对应 EPS 为 0.3、0.45、0.59 元。

图表 14: 公司收入预测表

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
信息服务	58.30	73.46	82.02	80.50	85.00	90.00
网页链接服务	64.50	81.13	76.77	64.00	75.00	80.00
会务培训	27.46	29.05	24.70	21.00	26.00	29.00
资讯收入	6.20	9.44	9.50	7.60	8.00	8.00
广告宣传服务	1.50	3.00	2.04	2.14	2.50	3.00
其他服务	2.80	3.12	3.04	2.28	2.50	3.00
钢材交易服务	0.00	150.85	756.32	1,210.11	1,936.18	2,904.26

资料来源: 东兴证券研究所

图表 15: 各项业务毛利率预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
信息服务	52.35	51.52	54.40	57.60
网页链接服务	76.01	63.36	74.25	79.20
会务培训	6.56	5.04	6.76	8.70
资讯收入	9.17	7.37	7.76	7.76
广告宣传服务	2.04	2.14	2.50	3.00

其他服务	3.04	2.28	2.50	3.00
钢材交易服务	13.24	18.15	34.85	58.09

资料来源：东兴证券研究所

4. 投资评级

公司是钢铁 B2B 垂直电子商务领域的龙头企业，其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。从中期来看，钢材网上交易平台成交量的迅速增长会给公司带来可观的利润贡献；从长期来看，公司通过整合钢铁物流产业链的价值空间巨大。但从短期来看，公司的信息化服务营业收入与利润将受到钢铁行业景气度下降的影响有所下滑，预测公司 2013-2015 年实现 EPS0.3、0.45、0.59 元，对应 PE 为 118、79、60 倍，暂时维持“推荐”的投资评级。

图表 16: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	449	431	1396	1580	2323	营业收入	350	954	1388	2135	3117
货币资金	250	181	839	559	623	营业成本	190	792	1238	1952	2900
应收账款	3	2	6	9	13	营业税金及附加	10	6	3	2	2
其他应收款	2	1	2	3	4	营业费用	65	71	44	26	6
预付款项	62	177	424	815	1394	管理费用	45	48	35	21	16
存货	21	57	102	160	238	财务费用	0	-1	-4	-6	10
其他流动资产	8	12	16	23	33	资产减值损失	0.17	0.23	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	128	211	210	212	211	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	12	0	0	0	投资净收益	0.00	-0.26	10.00	10.00	10.00
固定资产	51.11	48.03	104.27	134.27	154.12	营业利润	40	37	77	145	189
无形资产	25	25	22	20	17	营业外收入	7.47	9.18	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业外支出	0.05	0.16	0.00	0.00	0.00
资产总计	576	642	1606	1792	2535	利润总额	47	46	78	146	190
流动负债合计	148	169	166	213	777	所得税	7	7	12	22	28
短期借款	48	30	0	0	495	净利润	40	38	66	124	161
应付账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	3	30	70	90
预收款项	83	79	107	149	212	归属母公司净利润	39	35	36	54	71
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	71	68	86	157	219
非流动负债合计	34	46	33	53	77	BPS (元)	1.08	0.44	0.30	0.45	0.59
长期借款	0	0	10	15	20	主要财务比率					
应付债券	32	32	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	182	215	199	266	855	成长能力					
少数股东权益	64	65	95	165	255	营业收入增长	-63.3%	172.7%	45.39%	53.87%	46.00%
实收资本(或股	40	80	120	120	120	营业利润增长	2.9%	385.7%	109.88%	88.73%	30.18%
资本公积	190	170	1048	1048	1048	归属于母公司净利润	2.6%	244.7%	2.57%	49.64%	31.79%
未分配利润	90	98	120	152	195	获利能力					
归属母公司股东	330	362	1312	1361	1425	毛利率(%)	46%	17%	11%	9%	7%
负债和所有者权	576	642	1606	1792	2535	净利率(%)	11%	4%	5%	6%	5%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	-113	-20	-209	-286	-423	资产负债率(%)	32%	34%	12%	15%	34%
折旧摊销	40	38	66	124	161	流动比率	3.03	2.55	8.42	7.41	2.99
折旧摊销	31.54	31.72	0.00	18.21	20.49	速动比率	2.88	2.21	7.81	6.65	2.68
财务费用	0	-1	-4	-6	10	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.94	1.57	1.23	1.26	1.44
预收帐款的变化	0	0	28	43	62	应收账款周转率	170	420	381	295	289
投资活动现金流	-52	-86	-7	-15	-15	应付账款周转率					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.08	0.44	0.30	0.45	0.59
投资收益	0	0	10	10	10	每股净现金流(最新)	4.36	-0.89	5.48	-2.34	0.54
筹资活动现金流	340	34	873	21	502	每股净资产(最新摊)	8.26	4.52	10.93	11.34	11.87
应付债券增加	48	30	0	0	495	估值比率					
长期借款增加	0	0	10	15	20	P/E	32.83	80.59	117.65	78.62	59.66
普通股增加	10	40	40	0	0	P/B	4.29	7.84	3.24	3.13	2.99
资本公积增加	185	-20	878	0	0	EV/EBITDA	17.53	40.11	39.97	23.62	18.90
现金净增加额	174	-71	658	-280	65						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师，2012年3月加盟东兴证券，2011年“天眼”明星分析师第五名。

联系人简介

田源

北京交通大学理学硕士，2012年7月加盟东兴证券研究所，从事有色金属、钢铁行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。