

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn
助理分析师：田庚
010-88576936-809 tiang@ghzq.com.cn

有望新增市值 100 亿，上调至买入评级

——上海钢联（300226）事件点评

事件：

公司与自然人高波合资设立上海钢联大宗商品国际交易中心（暂名），公司控股 80%。经营范围为金属材料、矿产品、化工原料及产品、农产品、煤炭、石油、水泥、建筑材料等行业提供交易服务。

点评：有望新增市值 100 亿，上调至买入评级

1. 场外现货交易中心两个重要价值

场外现货交易中心与现有的场内期货市场不同，在功能上是一种互补关系。现货仓单交易平台的价值主要体现在两方面，第一，为国内大宗商品企业提供新的销售渠道，突破了传统贸易模式在地域和空间上的限制，增加了贸易机会，扩大厂商贸易规模。通过提高交易效率和透明度大大降低了交易成本。第二，与现有的期货市场形成互补，为大宗商品融资提供对冲机制。由于国内期货市场的主要以远期为主，最近期限也是 5 个月以上，导致大宗商品的信贷融资没有相应的对冲机制，大宗商品的信贷资金规模较大，且大宗商品是资金密集型行业，流动性较高，短期融资为主，在国外基本都是强制性配套对冲，场外现货交易中心在金融对冲方面与场内的期货交易形成互补，完善了大宗商品内的金融服务体系。

2. 现有交易中心（电子盘）面临整顿清理，场外现货交易市场空间巨大

国内截止到目前以各种形式存在的大宗商品交易中心有 100 多家，但大都以“电子盘”形式存在，交易活动中虚拟投机交易现象严重，价格操纵行为较多，客户资金监管不完善，电子盘的虚拟炒作也严重影响了现货市场，如近几年山东金乡的大蒜电子盘交易严重扰乱了市场正常秩序。电子盘的违规之处正在于其合约并没有现货支撑，放大了投机行为对现货市场的影响。国务院 2011 年 38 号文《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》中明确指出，要对各类交易场所进行一次集中清理整顿，对于从事违法证券期货交易活动的交易场所，严禁以任何方式扩大业务范围，严禁新增交易品种，严禁新增投资者，并限期取消或结束交易活动，清理整顿期间，不得设立新的开展标准化产品或合约交易的交易场所。目前国内真正有正规牌照和批文的商品交易所只有渤海商品交易所、上海、深圳、大连、郑州、云南等几家，大部分面临被清理整顿的后果。场外现货交易中心以仓单为交易标的，仓单背后切实有现货支撑，2013 年 4 月，国家商务部就《商品现货市场交易管理办法（试行）》向社会公开征求意见，在《管理办法》中明确了现货仓单可以作为商品现货市场的交易对象。

在国外成熟市场，一般大宗商品场外现货交易市场的交易量是场内期货的五倍，市场空间更大。我国期货市场每年的成交额在 300 万亿左右，近 20 亿手，并且仍以高速增长态势发展。按照国外的发展模式，场外现货市场交易额将高达千万亿以上，目前现货交易中心的盈利模式是按照不同的品种每手收费，如原油 1 元每手，焦炭 2

元每手，螺纹钢 1 元每手等，市场成熟后，每年单是手续费就可达到百亿市场规模。如国内做的较为成熟且合规的是渤海商品交易所，成立于 2009 年，到目前仅不到 4 年时间，只有不到 10 个品种，今年的交易额高达 4 万亿，年收入近 10 亿元（去年收入约 7 亿元）。

3. 公司成立现货仓单交易所拥有多个优势

公司成立场外现货仓单交易所拥有多方面的优势。第一，公司立足华东，面向全球。上海地区是我国的信息中心、物流中心、金融中心，并且上海正在打造成国际大宗商品贸易中心，大宗商品市场本身就是资金密集型，因此通过成立大宗商品现货交易所对贯彻实施建设上海国际贸易中心的国家战略意义重大。第二，相比其他地区而言，华东地区是我国乃至全球大宗商品流通最集中区域，为公司迅速做大规模提供先天优势。第三，公司最大的优势是服务大宗商品领域产业链多年，并且其具有一定定价权的核心数据占据行业制高点，对客户有着至高粘性。公司在今年 11 月份已经挂牌“上海大宗商品信息中心”和“国家统计局大数据合作平台企业”，其数据信息价值从市场到政府层面均得到了认可。

4. “交易所”业务未来三年至少新增百亿市值，上调至买入评级

公司现货仓单交易平台业务范围覆盖大宗商品全品种，并且定义为国际交易中心。渤海商品交易所用了 4 年的时间实现交易额 4 万亿，年收入近 10 亿，且仍然保持高速增长，盈利模式与国内上交所、上期所等交易所类似，平台一旦模式成熟盈利能力极高，成本主要是前期一次系统建设成本，日后的人力成本和日常维护成本为主，未来利润率呈现上升趋势。我们认为以公司的行业地位和优势，其平台交易量增速不会比渤海商品交易所慢，假设公司 2016 年能够达到渤海商品交易所的现状，则有望实现近 4 亿的净利润，按照股权结构，归属于上市公司股东的净利润约 3 亿，且未来依然保持高速增长。可见，不看公司目前在产业链金融、交易、仓储物流各环节的整合业务，单是该现货仓单交易中心未来三年即可达到 100 亿市值。我们维持之前的盈利预测，考虑到公司从事交易所业务未来成功概率较大，且交易所能够带来稳定的高额利润，我们上调公司评级至买入。

5. 风险提示

相关资质、牌照等审批慢于预期风险；业务进展慢于预期风险等。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:	300226.SZ				股票价格:	35.08				投资评级:	买入				日期:	2013/12/26			
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	119.4	118.0	77.4	57.3										
成长能力					P/B	11.6	10.8	9.7	8.5										
收入增长率	172.7%	39.9%	43.7%	36.0%	P/S	4.4	3.2	2.2	1.6										
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