

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

微信：290871695

010-88576833-813 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

助理分析师：田庚

010-88576936-809 [tiang@ghzq.com.cn](mailto:tiang@ghzq.com.cn)

## 智能仓库线下布局初现雏形

### ——上海钢联（300226）事件点评

#### 事件：

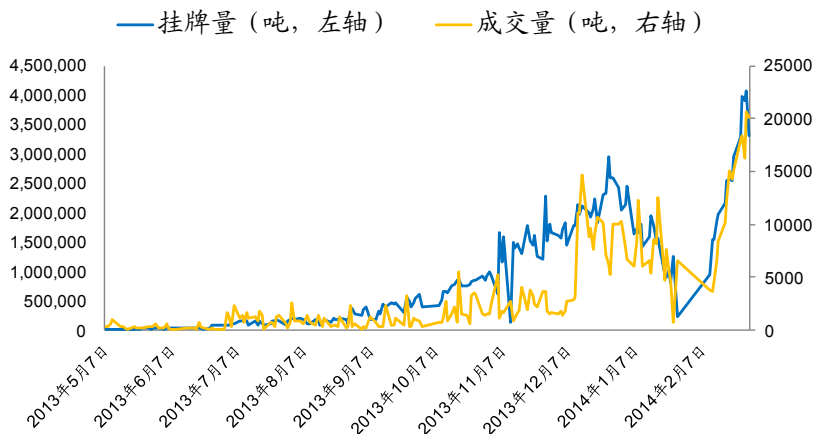
公司近期发布了关于与关联方共同投资设立合资公司的公告。公司拟与上海星商投资有限公司（实际控制人为郭广昌先生）共同出资设立一家合资公司，注册资本为1亿元，其中公司拟以货币认缴1000万元，占注册资本的10%，星商投资拟以货币认缴9000万元，占注册资本的90%。

#### 点评：智能仓库线下布局初现雏形

##### 1. 电商模式价值确定，放量指日可待

公司的钢银电商交易平台于去年5月份上线不到一年时间，业务人员从最初的不到50人扩充到目前的100多人，目前日成交量屡创新高达到最高两万多吨，成交量在去年12月开始稳定在万吨以上，今年年初至今再创下新高。我们注意到两点：第一，公司在行业景气度最低的春节前后反而出现成交量新高，并且持续稳定。第二，万吨以上的日成交均是由200多笔构成，每笔成交仅几十吨。这说明成交量较为分散，并非严重依赖某单一成交，自然成交属性和互联网属性明显。此外，在业务人员数量较少且行业最淡季阶段出现放量创新高，可以推断随着业务人员的加大以及四五月份下游开工率回升，成交量有望大幅创新高。B2B线下服务比较复杂，尤其在前期推广阶段，平台的放量对服务人员依赖性较高，根据我们前期调研，公司接下来准备将人员数量扩充至近400人，那么可以推断，随着新员工的上手以及旺季的到来，在四五月份日成交量达到四五万吨概率较大。

图 1、钢银电商平台上线以来挂牌量和成交量统计图

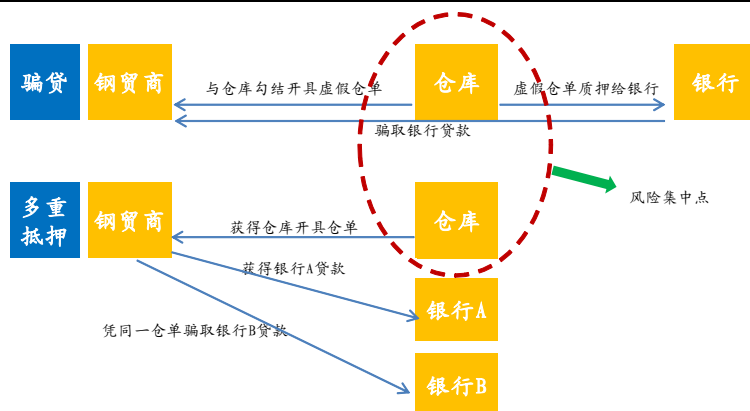


资料来源：国海证券研究所，钢银电商网站

## 2. 线下整合已具雏形，仓储环节承担风险掌控和稳定现金流角色

钢贸商之所以能够骗贷和多重质押成功，问题出现在“仓储”环节。钢贸商和仓储商勾结，利用虚假仓单获得银行贷款，或者将已经质押过的货物去另一家银行骗得贷款，本质上是监管漏洞和信用体系的缺失而致，而银行监管障碍源自于其不能掌控货权。

图 2、钢贸商与仓库勾结骗贷和多重质押图例



资料来源：国海证券研究所

公司交易平台目前日成交量最高已经达到 2 万吨，且放大趋势非常明显，为了掌控住风险点，提供足够的仓储服务，有必要涉足仓储业务。而考虑到整个钢铁产业链上的仓储、物流等线下服务过剩现象严重，公司本身并不需要重资产的实体扩张模式。传统的大宗商品仓储企业目前普遍面临盈利与发展的难题，不仅过剩与竞争现象日益激烈，成本也不断上升，传统的仓储业务模式已经不能满足电商业务的发展。仓储企业的盈利主要以收取出库费为主，目前仓储行业的周转周期为 3-5 个月，周转期直接决定仓储企业的利润水平，电商交易周期大大缩短，以公司电商交易平台为例，周转周期仅为 1 个月左右，如果跟公司合作，仓储企业即可获得数倍利润的提高，参与意向较大。

此外，为了适应钢铁电商模式，公司对合作仓储企业进行信息化改造，主要目的是两点：第一，实现仓储信息系统与公司交易平台的对接，提升经营管理效率；第二，通过视频监控、射频技术、云计算等方式来提高仓库的透明度，提高对仓库环节的监管效率，达到掌控货权的目的。

盈利模式展望：目前仓储出库费为 15-18 元/吨，公司目前日成交量为 2 万吨左右，我们估算四五月份会达到 5 万吨左右，全年有望摸高 10 万吨，假设明年公司日成交量能够稳定在 10 万吨，月成交量为 200 多万吨，按照每吨公司抽取提成 2-3 块钱来计算，则可以给公司带来每年 5000 万-7000 万的收入，如果再加上监管服务，收入空间有望达到近 2 亿。按照公司未来两年的日成交量规划，如果日成交量达到 20 万吨或者 40 万吨，则仅仓储环节的整合每年给公司带来的稳定的收入空间粗略估算为 4-8 个亿。

主要经营成本为两部分，第一是前期信息化改造投入成本，这部分我们估计每个仓库的投入在 30 万元左右，这部分由公司前期负责投入；第二是公司每个仓库外派的 1-2 名员工工资和后期的仓库经营成本，员工成本很少，可以忽略不计，后期经营成本由仓储企业承担。可见模式成熟后，公司几乎没有额外成本负担，利润率较高。

## 3. 郭广昌先生大力支持，后期股权回购协议有保障，不影响上市公司受益预期

目前郭广昌先生控股的上海兴业投资发展有限公司是公司的第一大控股股东，控股近 40%。公司自进入产业链整合以来，随着钢银电商平台成交量的稳步提升和模式的逐渐成熟，郭广昌先生在公司后期的运作过程中频繁提供大力支持，比如 2013 年底设立的支付公司上海钢联宝网络科技有限公司中，郭广昌先生通过控股公司上海兴业、

西藏兴业和亚东广信共参股 29.4%，在本次大宗商品仓库智能化改造与管理输出业务的投资中，郭广昌先生又通过上海星商投资有限公司认缴 9000 万元，占注册资本的 90%。郭广昌先生在大宗商品领域与钢联共同拥有者多年的资源和经验积累，且大宗商品的贸易业务也是复星集团后期的主要战略之一，随着钢银电商平台的持续放量 and 线上线下业务的逐步联动，我们相信郭广昌先生的资源、资金优势一定能够对钢联的业务进展提供强有力的支持。

考虑到新设公司对传统仓库进行的信息化改造、人员投入等前期投入金额规模较大，且业务探索初期盈利能力难以保障，为了分散建设期可能带来的较大的业务风险与上市公司业绩压力，公司引入战略投资者在体外进行业务培育，协议中已经明确，在未来合适时机或者上海钢联提出要求时，郭广昌先生将所持有的股权通过合适的方式转让给上海钢联，打消了产业链整合业务成熟后市场对业绩兑现的疑虑，规避前期风险的同时也保障了后期的上市公司收益预期。

#### 4. 维持买入评级

重申公司未来在产业链整合过程中可获得的收入模型预期：金融服务环节每年提供约 20 亿的收入空间，仓储环节仅出库费和监管费提供每年约 8 亿的收入空间，物流环节提供每年百亿的收入空间，**但产业链整合业务所有环节的收入预期兑现关键在于钢银电商平台的放量**。目前电商平台价值已经确定，放量只是时间和投入的问题，预计日成交量到 20 万吨即可轻松实现各个环节的整合收益（详细内容请参考我们 2013 年 7 月 10 日发布的第二篇深度报告《核心竞争力足够强，市场空间足够大》）。

此外，公司大宗商品交易所业务（OTC 业务）预计上半年开始运行，OTC 业务海外已经非常成熟，交易量大约是场内期货市场的 5 倍以上，中国每年占全球新增大宗商品消费 80% 以上市场，场外现货交易在对冲、衔接、套保、投资、交割等领域意义重大，保守估计未来三年能够给公司新增市值 100 亿（详细内容请参考我们 2013 年 12 月 26 日发布的《有望新增市值 100 亿，上调至买入评级》）。

自去年我们大力推荐以来，公司股价经历了强劲的上漲态势，目前市值为 75.5 亿，考虑到决定公司未来产业链整合巨大收益的关键点“电商平台交易量”目前呈现稳定放量态势，且模式一旦成熟对应公司的收益空间巨大，大宗商品现货交易所业务（OTC 业务）提供新的发展空间，我们认为目前市值仍有较大的成长空间，维持买入评级。

#### 5. 风险提示

传统广告和信息服务业务受行业低迷影响加大；新业务导致费用大幅增长风险；互联网类公司竞争加剧等风险。

证券代码:		300226.SZ		股票价格: 62.95		投资评级:		买入		日期: 2014/3/2	
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	8.3%	4.9%	8.7%	9.4%	摊薄EPS	0.29	0.18	0.35	0.41		
毛利率	17.0%	12.7%	12.6%	12.9%	BVPS (最新股本)	3.01	3.16	3.44	3.77		
期间费率	13.1%	11.3%	10.4%	10.8%	<b>估值</b>						
销售净利率	3.7%	1.4%	1.9%	1.6%	P/E	214.2	348.1	180.4	152.3		
<b>成长能力</b>					P/B	20.9	19.9	18.3	16.7		
收入增长率	172.7%	62.9%	43.9%	35.9%	P/S	7.9	4.9	3.4	2.5		
利润增长率	-8.7%	-38.5%	93.0%	18.5%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
总资产周转率	1.49	2.02	2.45	2.94	营业收入	954	1555	2237	3040		
应收账款周转率	199.67	129.07	95.35	75.60	营业成本	792	1357	1956	2647		
存货周转率	13.91	11.69	10.07	8.85	营业税金及附加	6	9	12	17		
<b>偿债能力</b>					销售费用	71	92	127	180		
资产负债率	33.5%	42.1%	47.1%	48.9%	管理费用	48	72	83	122		
流动比	2.55	2.47	2.52	2.34	财务费用	(1)	3	9	10		
速动比	2.21	1.96	1.83	1.51	其他费用/(-收入)	(0)	(0)	(0)	(0)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	37	21	50	65		
现金及现金等价物	181	129	54	(99)	营业外净收支	9	10	9	5		
应收款项	5	12	23	40	利润总额	46	31	59	70		
存货净额	57	117	195	301	所得税费用	7	7	14	16		
其他流动资产	188	307	441	600	净利润	38	24	45	54		
<b>流动资产合计</b>	<b>431</b>	<b>565</b>	<b>714</b>	<b>842</b>	少数股东损益	3	2	4	4		
固定资产	48	43	38	33	归属于母公司净利润	35	22	42	50		
在建工程	123	123	123	123	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
无形资产及其他	25	25	22	20	经营活动现金流	(20)	(88)	(100)	(137)		
长期股权投资	12	12	12	12	净利润	38	24	45	54		
<b>资产总计</b>	<b>642</b>	<b>771</b>	<b>913</b>	<b>1033</b>	少数股东权益	3	2	4	4		
短期借款	30	30	20	20	折旧摊销	8	12	11	10		
应付款项	8	14	20	27	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	79	133	191	260	营运资金变动	(69)	(245)	(289)	(356)		
其他流动负债	52	52	52	52	投资活动现金流	(86)	5	6	5		
<b>流动负债合计</b>	<b>169</b>	<b>229</b>	<b>283</b>	<b>359</b>	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		
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>96</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	筹资活动现金流	53	46	32	(10)		
<b>负债合计</b>	<b>215</b>	<b>325</b>	<b>430</b>	<b>505</b>	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	446	483	528	其它	72	(4)	(8)	(10)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>642</b>	<b>771</b>	<b>913</b>	<b>1033</b>	现金净增加额	(52)	(38)	(62)	(142)		

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，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
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
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@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
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn