

2014年3月24日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
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)

## 动产质押信息平台有利于产业链各环节

### ——上海钢联（300226）事件点评

#### 事件：

公司公告正在与东方钢铁（宝钢全资子公司）筹划、商谈共同出资成立合资公司，从事上海银行动产质押信息平台项目的事宜。预计该合资公司的注册资本不超过人民币1亿元，其中公司的出资金额不超过3000万元，不控股该合资公司。

#### 点评：动产质押信息平台有利于产业链各环节

##### 1. 股权比例尚未敲定，动产质押信息平台业务贯穿大宗商品全品种和产业链全过程

公司、东方钢铁和合资公司的管理层对动产质押信息平台合资公司的股权比例尚未敲定，但合资公司面向的市场将不局限于钢铁行业，未来有望从事铁矿石、铜、钢铁、石材等大宗商品的动产质押信息查询业务。2011年，全国钢材贸易贷款为1.89万亿，同期全国贷款总额54万亿，钢贸贷款在整个银行贷款中的比例高达3.5%。2012年仅大宗商品中的工业品生产资料交易额就高达50.1万亿，是社会消费品零售总额的2.4倍，按照钢铁行业的贷款额与贸易额（约为5万亿左右）的比例，我们粗略估计我国整个大宗商品的年贷款额约为10万亿以上，大宗商品领域的融资服务市场空间足够大。

大宗商品是典型的资金密集行业，融资服务是行业的刚性需求。动产质押信息平台贯穿融资服务、交易、仓储和物流全过程，对货权的掌控、交易的流程、仓储的动态和物流的监督等全过程都需要实时动态跟踪，最大限度降低了行业信用风险。由于上海市提出“打造全球大宗商品交易中心和金融中心”目标，净化当前行业最关键的融资环境成为首要任务。

##### 2. 动产质押信息平台对于降低大宗行业贷款风险意义重大

仓单质押贷款属于钢贸商乃至其他大宗商品贸易商目前向银行融资的主要方式，仓储企业对货主货物进行确认，并开立专用仓单作为融资担保，银行根据质押仓单给贸易商发放短期贷款。但现实中，一方面银行不能控制货权，难以对仓库抵押物进行实时监管，另一方面，仓库不透明，银行之间质押信息互不相通，抵押物是否真实存在、是否已经被质押过等问题难以确认，导致贸易商与仓储商联合进行骗贷或者多重质押。

传统意义上，部分信用较高的仓储商能够得到银行的信任，为银行承担部分质押物监管和审核工作，取得一定的效果，但仅基于一对一的信任基础上进行，难以为全国性的信贷提供支撑，全国范围内缺乏一个统一的平台和系统来查询钢贸商的仓单情况。动产质押信息平台通过对抵押物进行实施监管，将仓储的入库量、出库量和质押情况向社会公众和相关监管部门公开，实现仓库的透明化，本质上是通过信息手段实现了对质押货物的监管，这种

轻资产的监管模式实现大范围的推广较为容易。上海钢联已经为宝钢的仓储提供了仓单登记系统，只服务于宝钢的仓储体系，取得了一定的效果。华东地区是国内重要的大宗商品集散地，上海的钢材销量占到全国的三分之一，公司与宝钢在上海范围内推广该仓单登记系统，未来有望向全国推广，将对整个行业的规范运营带来积极效应。

### 3. 动产质押信息平台盈利模式尚未确定，维持买入评级

动产质押信息平台对公司整个产业链整合战略有着重要的意义，单纯在金融服务环节的盈利模式尚未确定，我们预计后期该合资公司将会面向银行和钢贸商收取一定的查询服务费和货物监管费，具体的盈利模式还需观察实际的实施效果以及与交易双方的谈判而定。

我们在之前的三篇深度报告和后期的多次点评中反复论证过，在钢铁行业严重过剩的买方市场，掌控了交易环节，即可掌控整个市场。交易量成为公司整合下游仓储物流和上游金融服务的关键筹码。目前来看，平台上线不到一年，在服务人数不到 200 人且行业旺季还未到来的现阶段，交易量已经高达 3.8 万吨，并且分为五六百次成交，挂单量早已突破 600 万吨，说明公司的互联网免费交易模式已经获得买卖双方的认可，随着服务人员的增加以及行业旺季的到来，成交量的上升只是时间问题。考虑到公司在金融服务、交易、仓储等环节进展越发明显，我们维持买入评级。

### 5. 风险提示

相关资质、牌照等审批慢于预期风险；来自第三方互联网平台竞争加剧风险；传统业务持续低迷等风险。

表 1、上海钢联盈利预测

证券代码:		300226.SZ		股票价格: 61.90		投资评级:		买入		日期: 2014/3/24	
<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	210.7	342.3	177.4	149.8		
<b>成长能力</b>					P/B	20.5	19.6	18.0	16.4		
收入增长率	172.7%	62.9%	43.9%	35.9%	P/S	7.8	4.8	3.3	2.4		
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	<b>投资活动现金流</b>	<b>(86)</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>		
<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>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>32</b>	<b>(10)</b>		
<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
梁 铮	010-88576936-817	18600165656	<a href="mailto:liangz02@ghzq.com.cn">liangz02@ghzq.com.cn</a>
白 丹	010-88576933-803	18801090832	<a href="mailto:baid@ghzq.com.cn">baid@ghzq.com.cn</a>

**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	<a href="mailto:guoq01@ghzq.com.cn">guoq01@ghzq.com.cn</a>
陈 蓉	021-20281099	13801605631	<a href="mailto:chenr@ghzq.com.cn">chenr@ghzq.com.cn</a>
胡 超	021-20281096	13761102952	<a href="mailto:huc@ghzq.com.cn">huc@ghzq.com.cn</a>
梁柳欣	021-20281099	13524364843	<a href="mailto:lianglx@ghzq.com.cn">lianglx@ghzq.com.cn</a>
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	<a href="mailto:yany@ghzq.com.cn">yany@ghzq.com.cn</a>

**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	<a href="mailto:xuwp@ghzq.com.cn">xuwp@ghzq.com.cn</a>
张亦潇	0755-83702462	13725559855	<a href="mailto:zhangyx01@ghzq.com.cn">zhangyx01@ghzq.com.cn</a>
王 帆	0755-83025049	13509639899	<a href="mailto:wangf01@ghzq.com.cn">wangf01@ghzq.com.cn</a>
李 慧	0755-83707040	13823570518	<a href="mailto:lih03@ghzq.com.cn">lih03@ghzq.com.cn</a>
张宇松	0755-83716857	13530666614	<a href="mailto:zhangys01@ghzq.com.cn">zhangys01@ghzq.com.cn</a>
周振宁	0755-82835810	15220268966	<a href="mailto:zhouzn@ghzq.com.cn">zhouzn@ghzq.com.cn</a>
马 鑫	0755-83702072	18630119510	<a href="mailto:max01@ghzq.com.cn">max01@ghzq.com.cn</a>