

电商交易量扩容超预期，产业布局初见成效

——上海钢联（300226）2013 年报点评

2014 年 04 月 18 日

推荐/维持

上海钢联

财报点评

张方	分析师	执业证书编号：S1480512040003
	zhangfang@dxzq.net.cn	010-66554023
田源	联系人	
	tianyuan@dxzq.net.cn	010-66554151

事件：

上海钢联发布 2013 年年报，公司 2013 年实现营业收入 15.5 亿元，同比增加 62.73%；营业成本 13.97 亿元，同比增加 76.35%；归属于上市公司普通股股东的净利润为 21,590,786.44 元，比上年数减少 38.77%，对应 EPS 为 0.18 元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	232.94	227.49	334.82	263.96	367.29	292.76	629.05
增长率（%）	386.33%	315.08%	63.58%	65.86%	57.68%	28.69%	87.88%
毛利率（%）	17.95%	16.76%	11.03%	14.21%	10.87%	14.41%	5.85%
期间费用率（%）	11.76%	13.39%	8.20%	12.10%	7.69%	11.61%	5.74%
营业利润率（%）	5.48%	2.78%	2.30%	1.76%	2.91%	2.46%	-0.25%
净利润（百万元）	11.04	5.14	13.78	3.83	8.78	6.14	5.04
增长率（%）	44.45%	-20.95%	-26.86%	-54.13%	-20.48%	19.45%	-63.42%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.05	0.16	0.04	0.07	0.05	0.04
资产负债率（%）	36.53%	36.95%	33.52%	42.25%	40.64%	42.36%	47.07%
净资产收益率（%）	2.70%	1.24%	3.23%	0.91%	2.07%	1.43%	1.16%
总资产收益率（%）	1.71%	0.78%	2.15%	0.53%	1.23%	0.82%	0.61%

观点：

- 公司 2013 年营业收入大幅度增长源于钢银钢材交易量的大幅上升，钢银电商作为实时交易核心平台，随着日均交易量的增加，用户数量不断增多，其潜在价值不断提升。根据最新数据显示，钢银电商 2014 年 4 月份日均成交量突破 3w 吨，日均成交笔数超过 500 笔，金额突破 1 亿元。近年来随着国内传统钢贸代理模式的极大转变，多级代理商模式已难以面对现有的钢贸交易特点，公司以互联网方式经营钢贸以及相关大宗商品交易，在平台交易撮合服务的基础上拓展了监管、质押以及质押担保、交易融资等增值服务，同时结合公司自身优势的资讯与数据库基础提高了中小钢贸交易的有效性与可控性。
- 公司受钢铁行业景气度下滑拖累，信息化服务收入、利润双双下滑。观察公司年报营业收入的分项指标，

下降幅度最大的是网页链接服务，反映出贸易商为了控制成本而在网站上投放的广告的减少。虽然整个钢铁信息化服务的营业收入下滑，“我的钢铁网”会员信息服务收入稳步上升，在公司并未提高单个会员的会费的情况下，彰显出“我的钢铁网”用户数量稳定增加的良好态势，为“钢银电商”进一步夯实了潜在的用户。

- **钢铁流通产业闭环雏形已成，产业链协同效应明显提升。**公司的钢银平台产业闭环建设基本完成，大股东已经成立了支付公司且已经向银行申请了支付牌照。公司明确了自有仓库的推进步伐，将有望在现有诚信仓库联盟的基础上精选优质标的发展自有仓库并配有信息化物流系统，做到物权的实时监控，完成钢贸交易产业环的建设。同时，公司投资设立了“杭州高达软件系统股份有限公司”，从事大宗资料的供应链、物流以及电子交易等配套软件的研究开发、销售与技术服务业务，并为钢铁产业链信息化提供整体解决方案，进一步提高产业闭环的协同效应。
- **中期盈利模式看融资服务。**目前而言，钢银还处于“跑马圈地”的阶段，即不计投入的扩大钢材线上交易规模。从公司钢材交易服务的毛利率从半年报的1.75%下降至年报的1.19%，可以大致推断出钢银线上交易的规模扩张程度远高于融资交易扩张的程度。我们认为公司中期的发展关键点在于能够利用银行外部资金打通融资交易模式，从而带来钢材交易服务毛利的上升。

结论：

我们假设钢银 2014 年日均成交规模达到 10 万吨水平，2016 年左右到达目标 30 万吨，并且利用银行等外部资金实行的融资模式顺利实施，预测公司 2014-2016 年营业收入为 26.36 亿元、41.32 亿元、61.13 亿元，实现 EPS 为 0.15 元、0.31 元、0.62 元，维持公司“推荐”的投资评级。

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	431	533	1517	2665	4203	营业收入	954	1553	2636	4132	6113
货币资金	181	194	527	744	917	营业成本	792	1397	2467	3913	5836
应收账款	2	2	11	17	25	营业税金及附加	6	3	5	4	3
其他应收款	1	1	1	2	3	营业费用	71	76	92	103	61
预付款项	177	247	740	1523	2690	管理费用	48	52	66	56	46
存货	57	79	203	322	480	财务费用	-1	3	4	32	99
其他流动资产	12	10	20	35	55	资产减值损失	0.23	0.19	0.25	0.25	0.25
非流动资产合计	211	288	247	236	225	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12	31	0	0	0	投资净收益	-0.26	-1.52	10.00	10.00	10.00
固定资产	48.03	232.37	203.73	190.69	185.00	营业利润	37	21	11	34	78
无形资产	25	24	22	19	17	营业外收入	9.18	9.17	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	2	0	0	0	0	营业外支出	0.16	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	642	821	1763	2901	4428	利润总额	46	30	21	44	88
流动负债合计	169	334	354	1433	2862	所得税	7	6	3	7	13
短期借款	30	127	79	1065	2359	净利润	38	24	18	37	75
应付账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	2	0	0	0
预收款项	79	115	167	250	372	归属母公司净利润	35	22	18	37	75
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	68	59	26	76	188
非流动负债合计	46	52	82	107	137	BPS (元)	0.44	0.18	0.15	0.31	0.62
长期借款	0	0	50	60	70	主要财务比率					
应付债券	32	32	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	215	386	435	1540	3000	成长能力					
少数股东权益	65	55	55	55	55	营业收入增长	-38.5%	62.7%	69.73%	56.77%	47.93%
实收资本(或股本)	80	120	120	120	120	营业利润增长	51.6%	385.7%	-49.37%	217.70%	131.53%
资本公积	170	146	1024	1024	1024	归属于母公司净利润	-18.9%	244.7%	-18.88%	112.05%	101.43%
未分配利润	98	98	109	131	176	获利能力					
归属母公司股东权	362	379	1273	1306	1374	毛利率(%)	17%	10%	6%	5%	5%
负债和所有者权	642	821	1763	2901	4428	净利率(%)	4%	2%	1%	1%	1%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5%	3%	1%	1%	1%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	10%	6%	1%	3%	5%
经营活动现金流	-20	3	-559	-769	-1055	偿债能力					
净利润	38	24	18	37	75	资产负债率(%)	34%	47%	25%	53%	68%
折旧摊销	31.72	34.91	0.00	10.45	10.60	流动比率				1.86	1.47
财务费用	-1	3	4	32	99	速动比率				1.64	1.30
应付帐款的变化	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	53	83	122	总资产周转率	1.57	2.12	2.04	1.77	1.67
投资活动现金流	-86	-72	40	10	10	应收账款周转率	420	842	408	297	290
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率					
长期股权投资减少	12	31	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	-2	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.18	0.15	0.31	0.62
筹资活动现金流	34	84	851	976	1218	每股净现金流(最新)	-0.89	0.13	2.77	1.81	1.44
应付债券增加	30	127	79	1065	2359	每股净资产(最新摊)	4.52	3.16	10.61	10.89	11.45
长期借款增加	0	0	50	60	70	估值比率					
普通股增加	40	40	0	0	0	P/E	80.59	197.11	242.95	114.57	56.88
资本公积增加	-20	-24	878	0	0	P/B	7.84	11.22	3.34	3.26	3.10
现金净增加额	-71	16	333	217	173	EV/EBITDA	40.11	71.73	148.56	61.05	30.75

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士, 工学学士, 新材料、有色金属行业高级分析师, 2 年实业工作经历, 6 年证券行业从业经历, 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法律责任。

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。