

2014年7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
助理分析师：田庚
010-88576878-809 tiang@ghzq.com.cn

钢银估值翻倍，经营压力获缓解

——上海钢联（300226）事件点评

事件：

公司今日发布了关于“控股子公司增资扩股暨关联交易”的公告，钢银电商拟新增注册资本金额 1.5 亿元，其中上海兴业投资发展有限公司（郭广昌为实际控制人）拟出资 2.5 亿认缴钢银新增的注册资本 1.25 亿元，董事长朱军红拟出资 5000 万元认缴新增的注册资本 2500 万元。本次增资完成后，上市公司对钢银电商的持股比例为 44.21%，仍为公司的控股子公司。与此同时，兴业投资及其实际控制人郭广昌先生和董事长朱军红先生均出具承诺，未来在合适时机或者上海钢联提出要求时，将本次取得的钢银电商的股权通过合适方式转让给上海钢联，转让股权的数量、价格在公允作价的原则下由双方平等协商确定。

点评：钢银估值翻倍，经营压力获缓解

1. 履行之前减持资金支持公司发展承诺，大宗电商事业信心十足！

根据公司年报显示，流动负债 4.6 亿左右，资产负债率 51%，在手现金 3 亿，公司去年支付给职工的工资 1 亿左右，用于支付经营活动的现金由 2011 年的 4200 万增长至 2012 年的 1.06 亿和 2013 年的 1.84 亿元，公司今年电商平台日成交量截止到目前已经突破 7 万吨，电商交易的放量带来新投入的增加，尤其是线下仓储、物流整合的投入和融资环节资金的需求急剧增加。大宗商品国际交易中心开工在即，线下仓储改造和物流整合，以及动产质押平台项目的投入都近在咫尺，钢银放量的同时电商竞争加剧，公司需要继续加大人力和资金投入来获得领先优势，目前钢银员工数量由去年的 100 人左右增加至 500 多人，人力支出又增加约三四千万，综合以上分析，我们预计今年新增的投入至少在 2 亿以上。公司上市募集资金 1.95 亿已经基本全部用完，相比刚刚上市的欧浦 5.4 亿募集资金，物产中拓刚完成的 8 亿定增以及去年年底获得 2.2 亿融资的找钢网，公司的资金压力最大。

考虑到公司目前负债已经较多，利息压力已经巨大，创业板再融资正式开启到公司拿到资金还需要一段时间，根据公司公告，董事长朱军红于去年 11 月份已经质押了 300 万股，并且根据我们交流，质押融资基本全部投入钢银的增资中，董事长一共只有 990 多万股，大部分已经在质押中和质押计划中，仅首次质押的 300 万股按照 2-3 折来算，8.5% 的年化利率，董事长个人也需要支付至少 150 万以上的利息（董事长去年年薪 60 万），再融资的额度已经不大。而今年是钢铁电商全面发力的重要时刻，能否通过加大投入提高交易量、奠定行业地位对公司而言尤为关键，综合权衡各种方案，董事长个人与大股东通过减持资金再投入公司是现阶段较为可行的方案，本次减持共获得 5.75 亿资金，扣掉税后约 4.6 亿，（董事长约 7700 万元，大股东约 3.8 亿元），加上之前管理层成立公司上海贝岭的投入，董事长一共投入了 7000 多万，相当于本次减持资金全部投入，凸显公司管理层和大股东的负责态度以及对公司未来发展的坚定信心。

2. 钢银经营压力得到大幅缓解，股权转让承诺保障了上市公司的利益

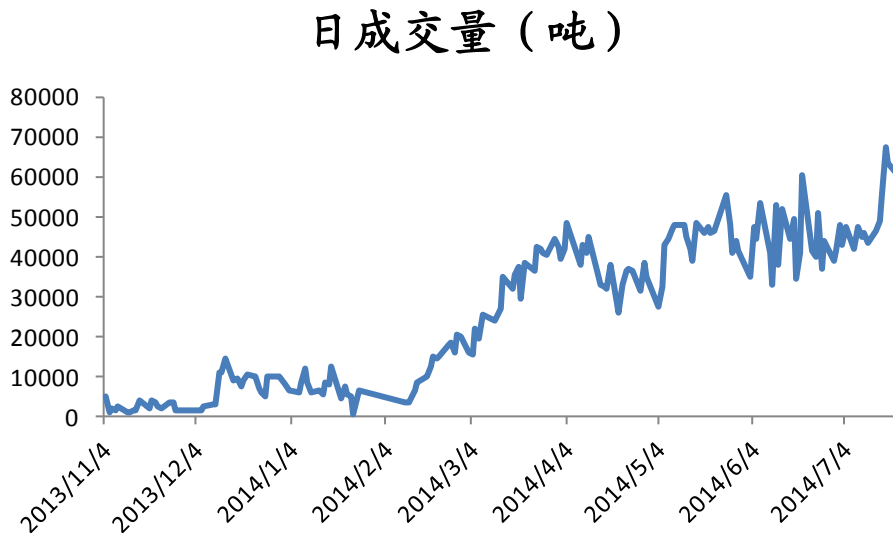
随着钢银电商交易量的快速提升以及员工数量的大幅增长，钢银今年的投入将大幅增加，电商前期固有的高投入、高风险给钢银经营带来较大压力。现阶段钢银收入来源主要是融资服务业务，自有资金毛利率约 10%，使用银行资金毛利率约 4%，现阶段通过增资来提高融资服务收入对维持钢银业务顺利开展意义重大。增资之前，钢银的资金结构是 3.95 亿自有资金+1.5 亿银行授信，本次增资后资金结构是 6.95 亿自有资金+1.5 亿银行授信，假设 8 月份资金到位，我们估算钢银融资服务业务今年毛利润约为 5000 万元，基本能够维持钢银 500 员工的正常经营，经营压力大幅减小。

兴业投资及其实际控制人郭广昌先生和董事长朱军红先生均出具承诺，未来在合适时机或者上海钢联提出要求时，将本次取得的钢银电商的股权通过合适方式转让给上海钢联，转让股权的数量、价格在公允作价的原则下由双方平等协商确定。大股东在之前第三方支付公司和智能仓库公司成立时已经多次解囊相助，尤其在新业务培育期，给予资金上的大力支持，并且也曾承诺过在未来合适的时机或者上海钢联提出要求时，将所持有的新设公司的股权通过合适方式转让给上海钢联，其中支付公司的股权已经原价转让给上市公司。我们认为这种方式在业务开展前期能够最大程度分散上市公司的风险，在后期业务成熟之后，上市公司同样可以回收股权来保障股东的权益，符合钢联现阶段的业务开展情况。

3. 钢银估值提升近 100%

今年年初以来，钢银电商日交易量由今年 2 月 17 日的首次破万吨增长至目前的 7 万吨，钢银的估值也不断提升，在今年 1 月份和 5 月份的两次增资中，增资价格从成立之初的 1 元提高到 1.5 元，公司估值从成立之初的 1.5 亿增长至 4.89 亿元。现阶段钢银的经营主要依靠资本金的融资服务收入，本次增资之前，钢银用于融资服务的资金共约 5.4 亿（包括 1.5 亿授信），本次增资后，用于融资服务的资金规模提高至约 8.4 亿，将明显提升钢银融资服务环节的收入。钢银本次增资价格由 1.5 元增长至 2 元，增资后，公司估值由 4.89 亿元增长至 9.52 亿元，钢银估值提升近 100%。

图 1、钢银电商平台自成立之初至今的日成交量走势图



资料来源：公司网站公开信息、国海证券研究所统计整理

4. 维持买入评级

钢银电商的交易量持续放大，支付牌照已经获得上海人行的受理，大宗商品交易中心业务预计年内能够开展，总体来看，我们认为公司进展明显，基本面持续向好，维持买入评级。

风险提示：钢铁电商竞争加剧、交易中心进展不达预期。

【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%。