

主业市值看百亿，志商交易平台 B2B 远期合理估值 40 亿元

核心观点：

- **志商网比较优势：**25 年专业历史和数据，60 万精准客户，300 人专业团队，背靠石化基地、注册在自贸区，股东包括钢联、三维工程等。公司 2014 年 4 月由三维工程(39%)、隆众石化(51%)和淄博联豪(10%)共同出资 1000 万元设立。(1) 隆众石化集石化专业资讯、一站式电子商务、企业信息化管理咨询为一体，是国内石化行业一站式电子商务服务模式的开创者，现已拥有 60 万供应链客户。(2) 三维工程是国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司，客户有中石化、中石油、中海油、神华集团、中化集团及地方炼油企业。(3) 上海钢联于 2012 年 2 月投资 1000 万持有隆众石化 25% 股权，是我国领先的从事钢铁及相关行业商业信息及增值服务的互联网运营商，2011 年转型交易平台后营收从 2010 年的 1.6 亿增长到 2013 年的 15 亿，CAGR 达 63%。
- **B2B 电商行业前景：**B2B 企业从提供信息逐步拓展到在线交易、融资等多方面服务，行业或将迎来快速增长，预计 2015 年交易额将超 10 万亿。国内 B2B 市场 2013 年的交易额已达 7.1 万亿元，YOY+19.7%，过去 5 年 CAGR 达 20%。化工品电商交易具有产业链长、品类多等特点，平台的建设难度相对较高。现有石化 B2B 企业部分偏向电子盘，有些仍然停留在提供信息服务的阶段。
- **商业模式比较：**上海钢联主要有撮合交易和寄售业务两种模式；生意宝将电商、数据、金融、物流四个平台互联互通形成的一个交易生态圈；志商网商业模式上与上海钢联、生意宝各有异同，产品类型上类似于生意宝。上海钢联供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算闭环模式已搭建完成，撮合交易模式包括“代向钢厂订货”、“现货质押”，盈利来源主要有：供应链金融利息、交易费用、仓储物流费等。生意宝拥有一大批细分行业商业网站，注册客户近 70 万，金融平台涵盖大额结算系统、信贷融资系统、供应链、票据、结算等，利润来源主要有：交易手续费；融资服务费，包括通道费和风险费；资金沉淀费。志商平台卖方商品现货存入指定仓库中，再在系统上挂单，买家支付后提货。交易产品主要成品油，大宗原材料如塑料、PVC、聚氨酯等，还有小众产品如硫磺等。仓储利用社会上现存仓库；物流由买卖双方承担；资金流目前银行在线监管。
- **志商远期合理市值 100 亿元。**志商预期利润来源主要有三部分：交易佣金、融资收入、资金沉淀费等。国内大宗商品电子化交易金额 2014 年为 10.5 万亿，预计 2015 年将超 11 万亿，假设公司网上交易量能占 1%，达到 1100 亿，则交易佣金收入将达 1.1 亿，预计融资收入达 0.5 亿元，资金沉淀费约为 1.08 亿元，志商平台将实现收入 2.58 亿元。给予 40 倍的估值，则平台价值将超过 100 亿元。
- **风险提示：**市场拓展风险，传统业务不达预期风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 14-16 年 EPS 为 0.47/0.64/0.84 元，3 年净利润 CAGR 达 32%。我们认为给予公司 15 年 35-40 倍 PE，目标价 22.4-25.6 元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	455	586	771	979	1221
增长率（%）	76.3	28.9	31.5	26.9	24.8
归母净利润（百万）	91	122	154	211	278
增长率（%）	33.1	32.9	27.0	36.5	31.7
每股收益	0.28	0.37	0.47	0.64	0.84
市盈率	65	49	39	28	21

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部 注：股价为 2 月 10 日收盘价。

三维工程（002469.SZ）

推荐 维持评级

目标价：22.4-25.6 元

分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎：021-68596786

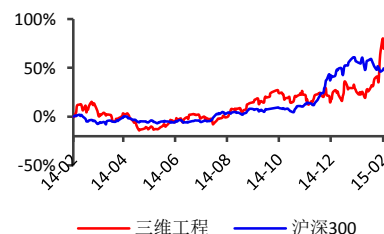
✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

市场数据 时间 2015.02.10

A 股收盘价(元)	19.30
A 股一年内最高价(元)	20.23
A 股一年内最低价(元)	9.58
上证指数	3141.6
市净率	4.62
总股本(万股)	33300.61
实际流通 A 股(万股)	25195.47
限售的流通 A 股(万股)	8105.14
流通 A 股市值(亿元)	33.74

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

目录

一、上海志商石化交易平台简介	3
(一) 成立背景	3
(二) 股东简介	3
二、石化 B2B 电商行业前景	7
三、商业模式同业比较	9
(一) 上海钢联	9
(二) 生意宝	12
(三) 志商网	14
四、志商网合理估值探讨	15
五、投资建议	16
(一) 主业市值看 100 亿元	16
(二) 参股志商远期合理估值 40 亿元	16
(三) 盈利预测及投资建议	16

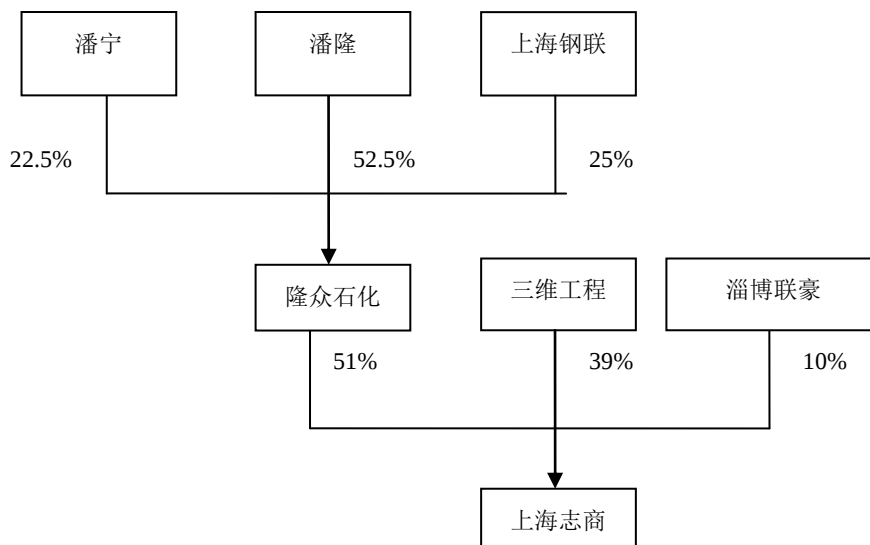
一、上海志商石化交易平台简介

(一) 成立背景

2014 年 4 月三维工程、隆众石化、和淄博联豪（隆众石化员工）共同出资 1000 万元，在上海自贸区注册设立“上海志商石化交易平台”。上海志商致力于打造集在线交易、支付结算、仓储物流、在线融资及配套服务为一体的第三方石化产品现货交易平台。

上海钢联于 2012 年 2 月投资 1000 万持有隆众石化 25% 股权。

图 1：上海志商电商的股权结构



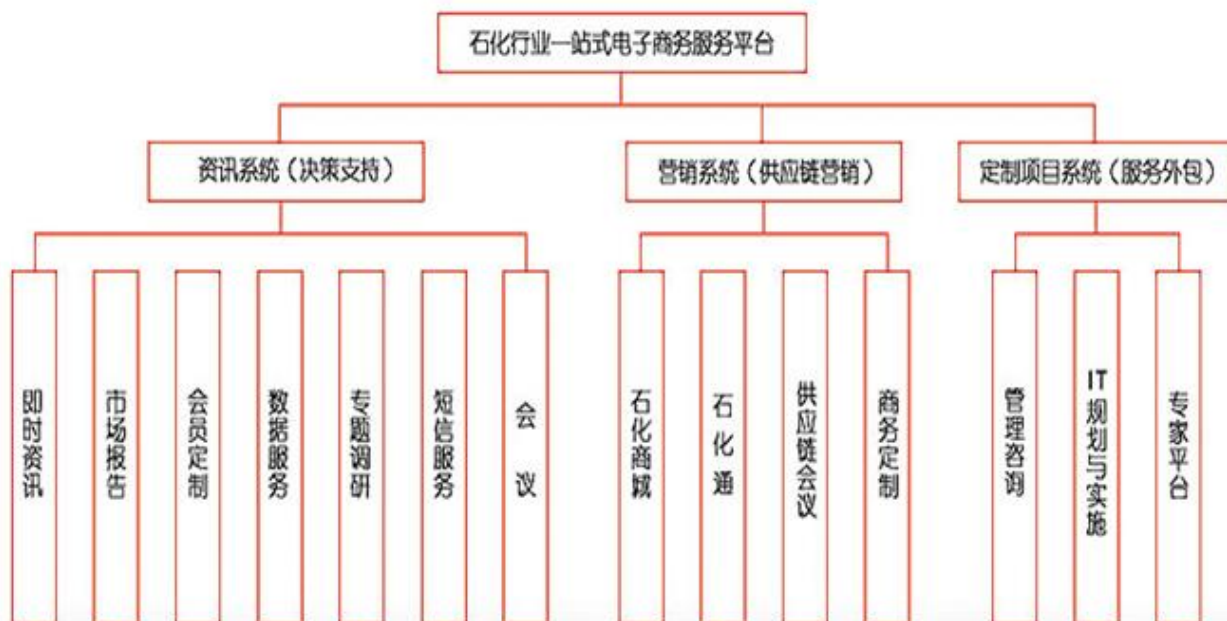
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 股东简介

1、隆众石化

隆众石化是我国石化行业一站式电子商务服务模式的开创者，是集石化专业资讯、一站式电子商务、企业信息化管理咨询为一体的第三方信息服务网站。山东隆众信息技术有限公司成立于 1999 年，其前身为成立于 1988 年的中国石化商情网，是我国第一家石化资讯网。业务涵盖油品、化工、塑料、橡胶、化纤、聚氨酯、煤化工、化肥、氯碱、氟化工等十大类石化及相关产品。

图 2：隆众石化的产品介绍



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

隆众石化现已拥有 60 万家石化供应链客户，是石化行业客户最多、产品覆盖最广、线下资源最丰富的资讯平台之一。目前已成为国内石化行业“专业咨询+电子商务”特大型垂直 B2B 网站。网站日更新信息近万条，网页日点击量突破 70 万次；公司与新华社、凤凰网、经济日报、第一财经、中国化工报、中国石油报、新浪、阿里巴巴等媒体及业内协会建立了长期的战略合作伙伴关系；并承接国外信息化外包服务项目，多次与国内外知名企业成功合作；被誉为石化行业商务服务领航者。

图 3：隆众石化的部分会员

国内部分会员



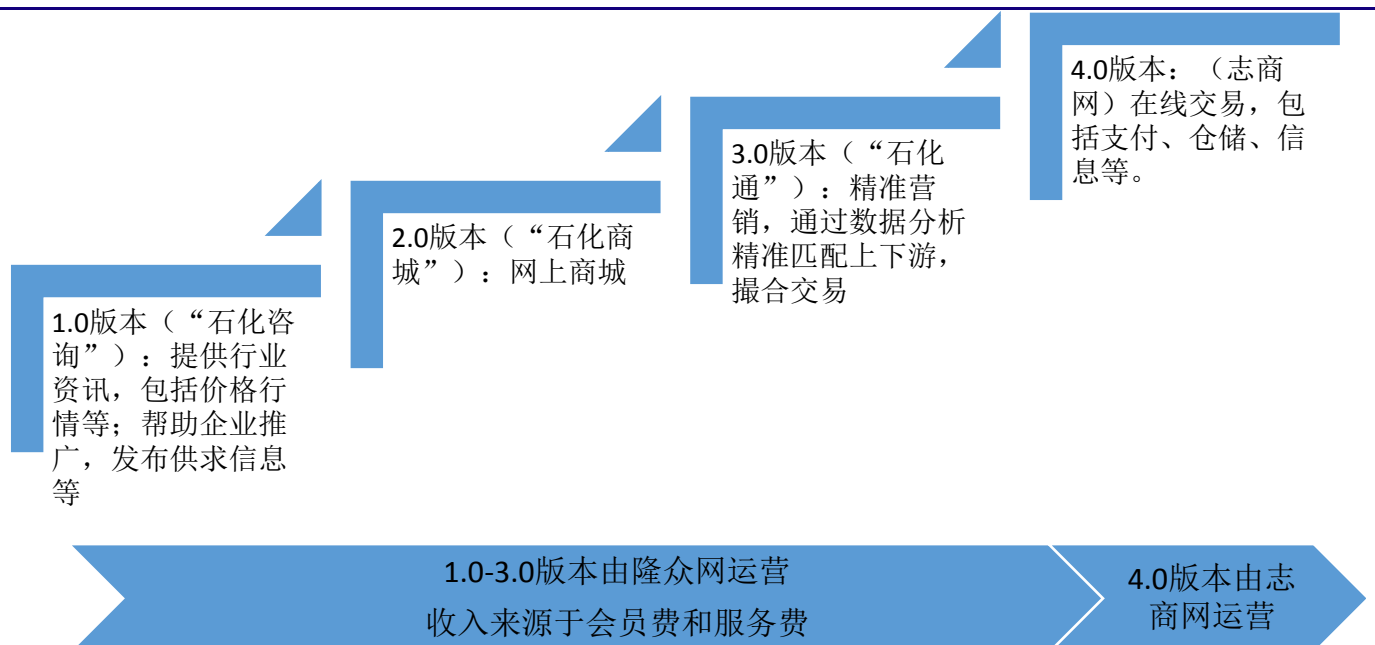
国际部分会员



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

隆众石化发展主要经历了四个阶段。从开始 1.0 版本做资讯网站，到 2.0 版本通过广告收费，3.0 版本做精准营销，4.0 版本做在线交易。

图 4：隆众石化的发展阶段



资料来源：中国银河证券研究部

表 1：主要石化资讯网站比较

	隆众石化网	中国化工网	卓创资讯
服务行业	能源、化工、塑料、橡胶、化纤、聚氨酯、煤化工、化肥、氯碱、化工材料、新材料、钢铁	涂料、农业、化工设备、化工包装、橡塑、水工业、化工试剂、环保设备、食品添加剂、植物提取物	能源、化工、塑料、橡胶、农产品、农贸、中药材、钢铁、有色金属、林业、造纸、建材、再生资源
服务产品	1、即时咨询（网上信息、手机客户端、手机短信、平板终端） 2、数据（国内国际价格、产能产量、产品库存、宏观、进出口） 3、分析报告（时段、行业、策略） 4、增值服务（会议会展、广告推广、电子商务、调研定制、专家咨询、管理咨询、IT规划实施） 5、品牌服务（行业指数、定价中心、商城平台、热点播报）	1、即时咨询（网上信息） 2、数据（国内国际价格、宏观、产品库存、进出口、企业、法律法规） 3、分析报告（时段、行业、策略） 4、增值服务（会议会展、广告推广、电子商务、调研定制、行业论坛、专家在线咨询、人才库） 5、品牌服务（行业指数、定价中心、商机搜索、热点播报）	1、即时咨询（网上信息、手机客户端、手机短信） 2、数据（国内国际价格、产销存、成本毛利、宏观、进出口、企业） 3、分析报告（时段、行业、策略） 4、增值服务（卓创CTA、产业分布图、会议会展、广告推广、电子商务、培训咨询、实地考察） 5、品牌服务（卓创指数、卓创估价、卓创供求、热点播报、专题演讲）
媒体合作	与75家媒体合作	生意社与29家媒体合作	每天10小时在CCTV2滚动播出/与500家媒体深度合作

会员规模	60万家石化供应链客户/30余家 国内外大型企业合作	中国化工网免费注册会员规模近70 万	注册会员三百万/世界500强中 279家参与合作
信息更新 量	日更新近万条	生意社每日公布近万条数据	日更新6万条信息
日点击量	日均点击量70万	日均访问量100万	日均点击量390万，居同行业之首

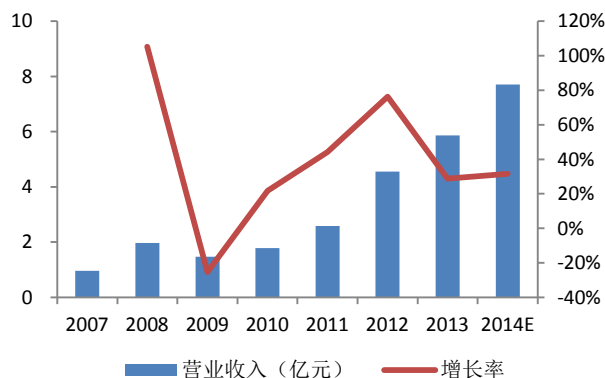
资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

2、三维工程

三维工程是国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司，客户包括中国石化集团、中国石油集团、中国海油集团、中国神华集团、中国中化集团、中国化工集团及地方炼油企业。

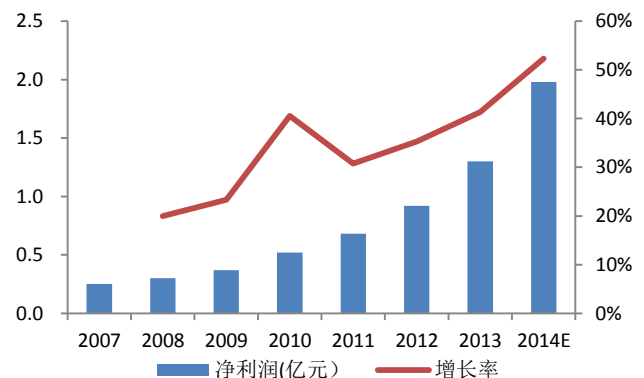
山东三维石化工程股份有限公司成立于1969年，2004年由齐鲁石化胜利炼油设计院改制为山东三维石化工程有限公司；2007年整体变更为山东三维石化工程股份有限公司。2010年在深交所上市。公司主要从事以服务石化、化工、油品储运和煤化工行业为主的设计咨询与工程总承包业务，致力于包括硫资源回收在内的节能环保技术的研究与开发利用，是石化、煤化工硫磺回收工程细分领域龙头。近年来，公司凭借硫磺回收方面的技术优势不断扩大市场占有率，市场占有率达到50%以上。

图5：三维工程营业收入及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图6：三维工程净利润及增长率

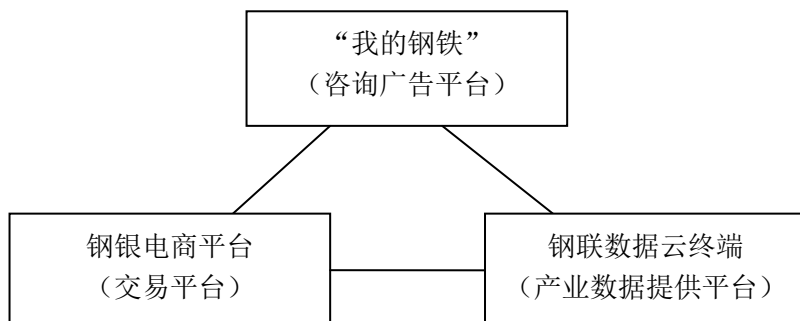


资料来源：wind，中国银河证券研究部

3、上海钢联

上海钢联电子商务股份有限公司成立于2000年，是我国领先的从事钢铁行业及相关行业商业信息及其增值服务的互联网平台综合运营商，2011年在深交所上市。“我的钢铁”网作为咨询与广告平台是我国钢铁及相关行业商业信息服务页面访问量最大、网站用户量最多、网站访问时间最长的互联网平台，为客户提供商业信息、宣传推广、研究咨询、会务培训等全方位服务。钢银电商平台作为在线交易平台为核心，在提供活跃的在线交易同时，更整合供应链、云数据、金融服务和仓储物流等四大平台，将信息充分透明给客户。钢联数据云终端是产业数据提供平台。提供的数据囊括了宏观经济、行业经济、行业企业三大板块。

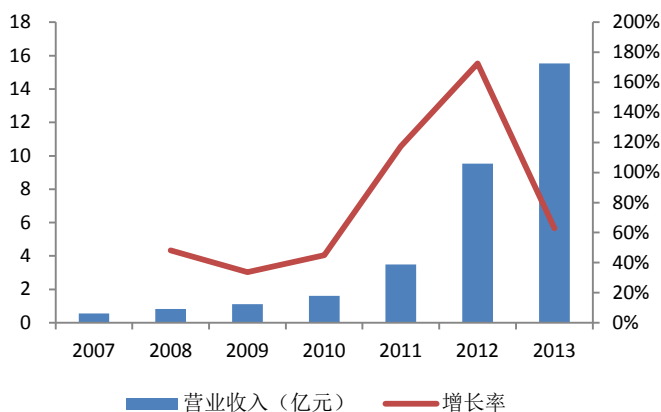
图 7：上海钢联三大服务平台



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

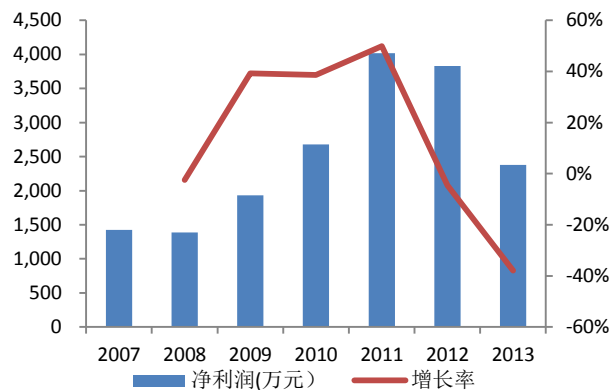
上海钢联在 2011 年转型交易平台后营收从 2010 年的 1.6 亿增长到 2013 年的 15 亿，CAGR 达到 63%，其中交易型业务营收占比为 43.1%。

图 8：上海钢联营业收入及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 9：上海钢联归母净利润及增长率

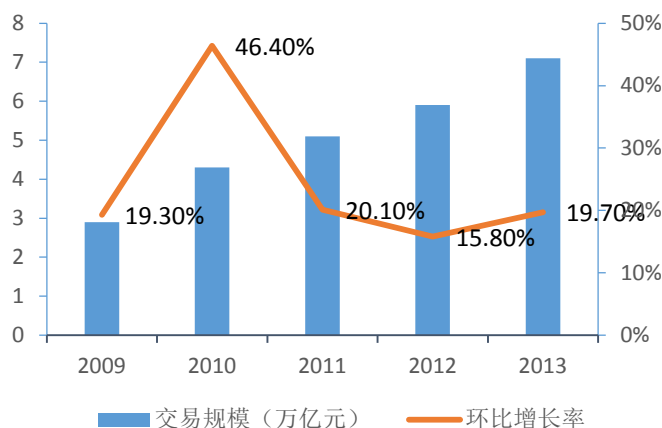


资料来源：wind，中国银河证券研究部

二、石化 B2B 电商行业前景

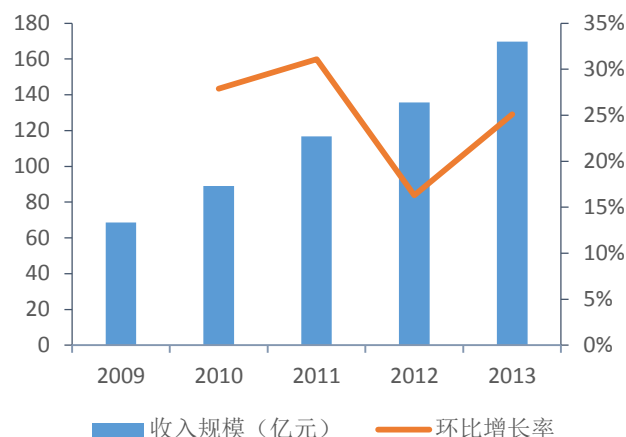
国内 B2B 市场 2013 年的交易额已达 7.1 万亿元，YOY+19.7%，过去 5 年 CAGR 达 20%，预计 2015 年将 B2B 交易额将超 10 万亿。国内电子商务行业 2013 年收入规模达到 169.8 亿元，YOY+25.1%，B2B 作为国内电子商务行业的主战场，市场份额近 80%，其中中小企业 B2B 份额接近一半。2014 年开始，B2B 企业从提供信息服务拓展到在线交易、融资等多方面服务，行业或将迎来快速增长期。

图 10: 国内 B2B 交易规模



资料来源: 易观, 中国银河证券研究部

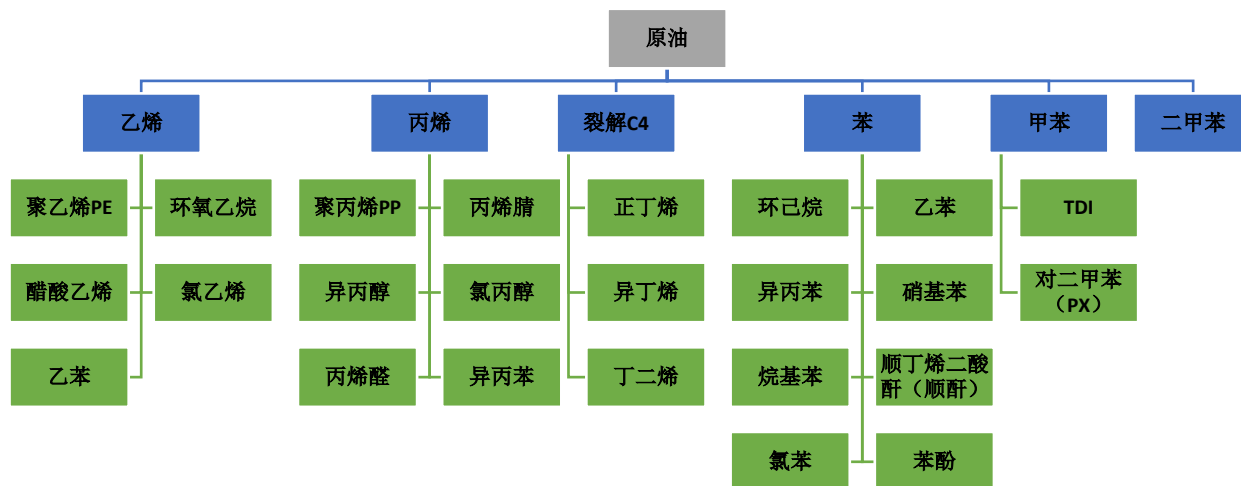
图 11: 国内电子商务 B2B 收入规模



资料来源: 易观, 中国银河证券研究部

化工品电商交易具有产业链长、品类多等特点, B2B 平台的建设难度相对较高。化工品有上万种, 化工品生产商大多数只生产几种产品, 没能力也没意愿去建设综合的大宗品交易平台。化工产品 B2B 交易系统的建设也更复杂: 首先, B2B 既可以走现货交易, 也可以走远期、期货等风险交易。其次, 支付环节大额支付, 有现金、票据、融资等方式, 部分还需要有银行等的信贷支持。第三, 化工产品的物流比较困难, 不同的化工品需要选择特定的运输工具。

图 12: 石油上游主要产业链



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

国内石化 B2B 发展类型各不相同, 其平台类型、定位和运营模式都有差别。部分 B2B 企业偏向电子盘, 有些 B2B 网站仍然停留在提供信息服务的阶段。近几年, 越来越多 B2B 企业进入石化在线交易平台, 主要有金银岛、奇化网等。

表 2: 主要石化 B2B 平台比较

	金银岛	江苏化工品交易中心	滨海化工网	奇化网
行业	石油、冶金、煤炭、农产品、	石油、醇类、芳烃、烯烃、酚	化工品、危险化	化工品

产品	化工、钢铁、综合、	酮、酸碱类、聚酯、塑化剂	学品
	1、即时咨询（网上信息、手机客户端、手机短信、平板终端）	1、即时咨询（网上信息）	1、即时咨询（网上信息）
	2、数据（国内国际价格、产能产量、产品库存、宏观、进出口）	2、数据（国内国际价格、进出口、企业）	2、数据（国内国际价格、进出口）
	3、分析报告（时段、行业、策略）	3、分析报告（无）	3、分析报告（时段、政策分析、策略）
	4、增值服务（会议会展、广告推广、电子商务、调研定制、培训业务、管理咨询）	4、增值服务（物流服务、会展中心、在线数据处理、因特网信息服务）	4、增值服务（会议会展、广告推广、电子商务）
	5、品牌服务（行业指数、技术转让评估、商机搜索）	5、品牌服务（会议会展、电子商务）	5、品牌服务（商机搜索）
	6、融资服务、企业信用评级	6、融资服务	6、融资服务
会员规模	60万家企业用户，付费用户10多万/包括中国石化、中国石油、英国石油等	未来两年内力争注册客户2000家、电子商务会员客户3000多家	已入驻企业近千家
			预计2年内达到两万会员

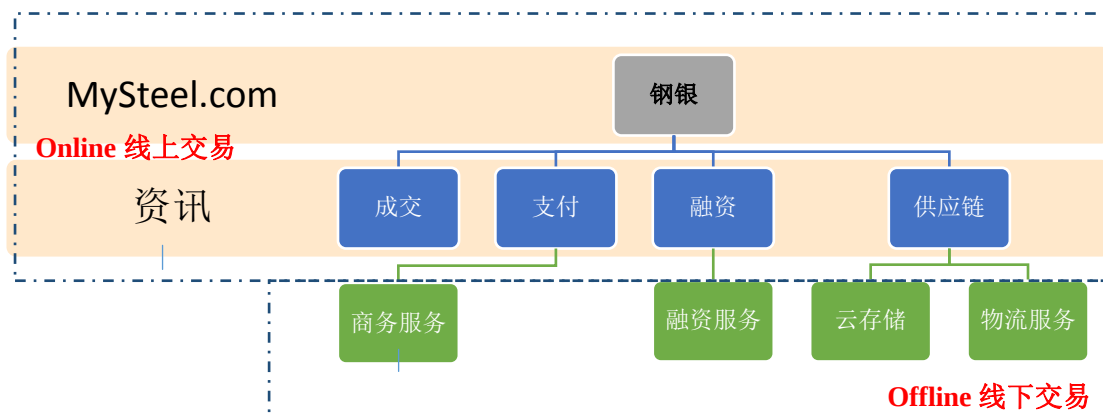
资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

三、商业模式同业比较

（一）上海钢联

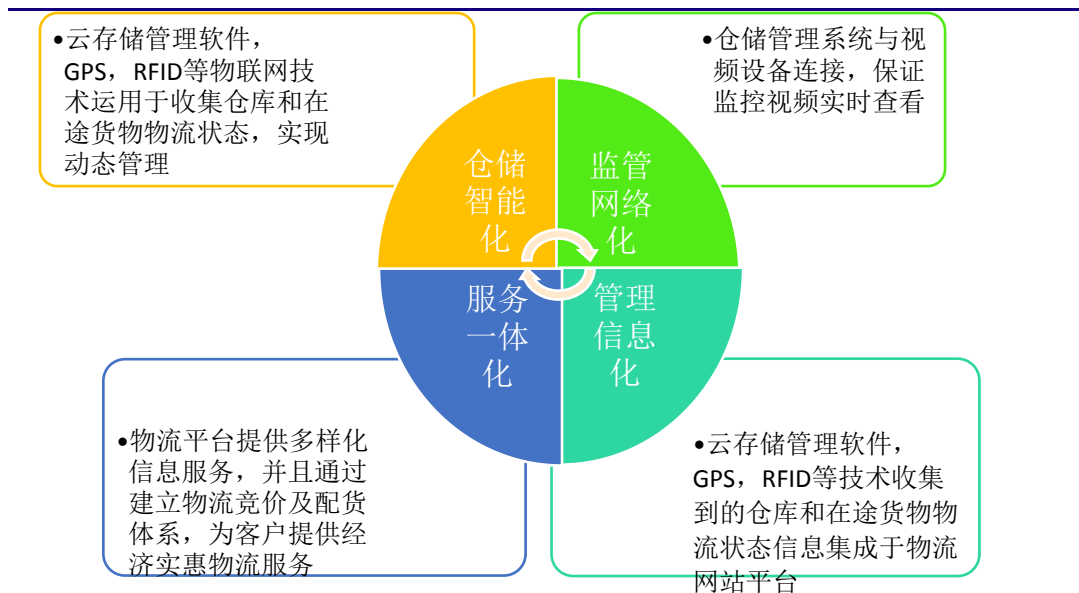
从成立之初，上海钢联就意图打造资讯、交易、金融、仓储、物流全产业链闭环，完成线上线下互动。经过两年的发展，其已由原有单纯为钢贸商提供贷款服务转变为连接钢厂、钢贸商、银行和客户的平台，供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算闭环模式已基本搭建完成。

图 13：上海钢联一体化电商平台



资料来源：中国银河证券研究部

图 14：上海钢联的仓储服务体统



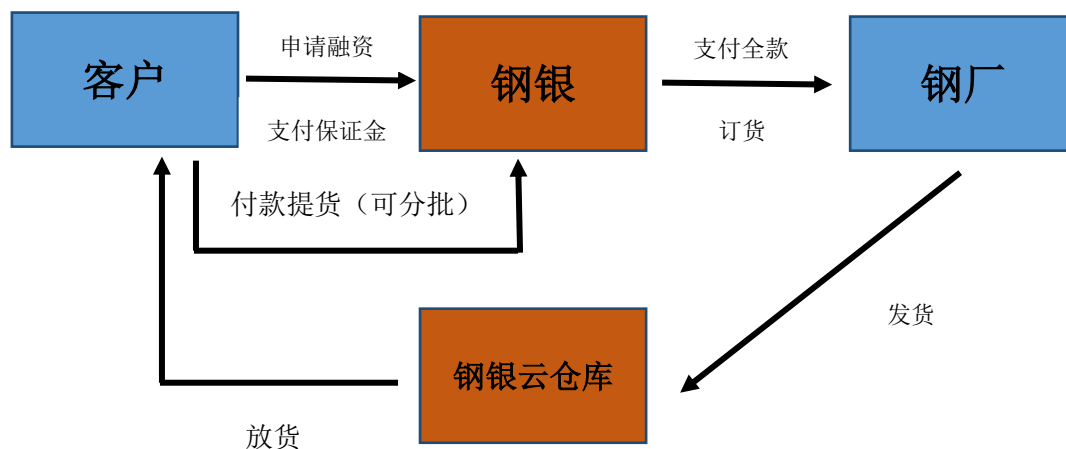
资料来源：中国银河证券研究部

上海钢联钢材交易业务运作模式分为 2 种：撮合交易模式和寄售业务模式。前者包括“代向钢厂订货”、“现货质押”2 种类型，后者也被称为“自营”业务类型。

1、撮合交易模式

代钢厂订货模式。钢贸商客户以支付 20%比例保证金的形式，向“钢银”平台申请融资。“钢银”平台以全款模式向钢厂订货。后者直接将钢材货物发往钢银平台的“云仓库”。钢贸商客户要想提货，必须向“钢银”平台支付完毕剩下的货款。这种模式，不管对钢贸商而言，还是对钢银平台、放贷银行而言，都会带来三赢的结果。

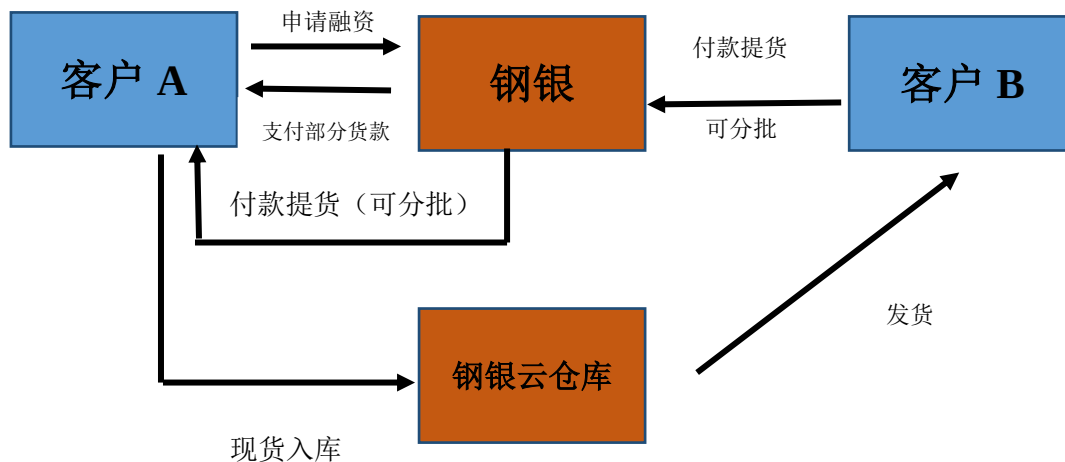
图 15：上海钢联撮合交易模式



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

现货质押模式。委托方将货物发往“钢银”指定仓库，钢银按比例向委托方提供融资服务，由指定销售方按期赎货，最终委托方向“钢银”平台支付服务费。“钢银”平台自建仓储系统，通过掌握货权、收取保证金的形式化解风险，充当了银行柜台的部分角色。它承担的不仅仅是市场的撮合交易经纪方，更为钢贸商降低了融资成本，为银行化解了风险。

图 16：上海钢联质押模式

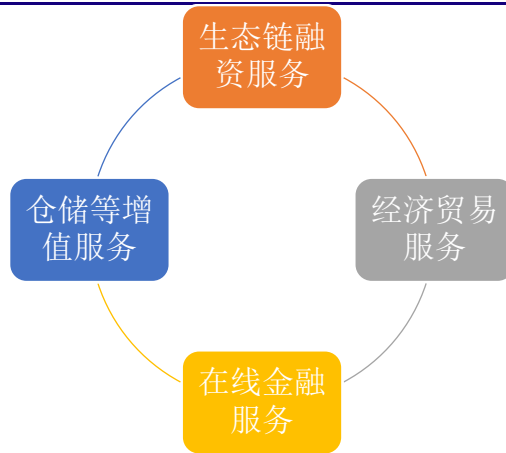


资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

2、寄售模式

在寄售模式下，生产商或钢贸商委托“钢银”平台进行销售，货物交易、货款支付、提货、二次结算等环节都由平台全程参与。交易通过钢银平台结算，平台向客户开具发票，其交易额计入钢联的收入流水中。寄售模式的优点是全程参与货物仓储、销售、结算、支付环节，在把交易量转变成实际收入的过程中，将生态链融资服务、经济交易服务、在线金融服务、仓储等增值服务的闭环打通，形成生态系统壁垒。全流程闭环一方面可以把控交易各环节风险，另一方面也保障了提供增值服务获得盈利，包括供应链金融、仓储、物流等。

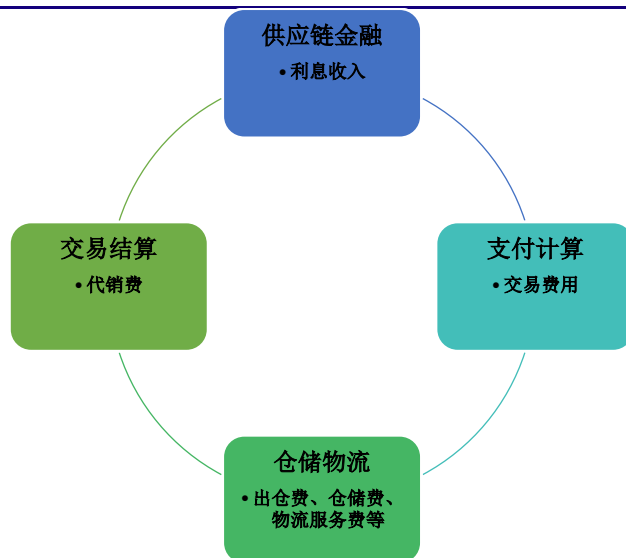
图 17：上海钢联寄售模式全程参与



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

上海钢联的盈利主要包括：(1) 供应链金融，利息收入是其目前以及未来主要赢利点之一。(2) 交易结算，收取交易费等。(3) 仓储物流，收取出仓费，仓储费，物流服务等费。

图 18：上海钢联的闭环模式

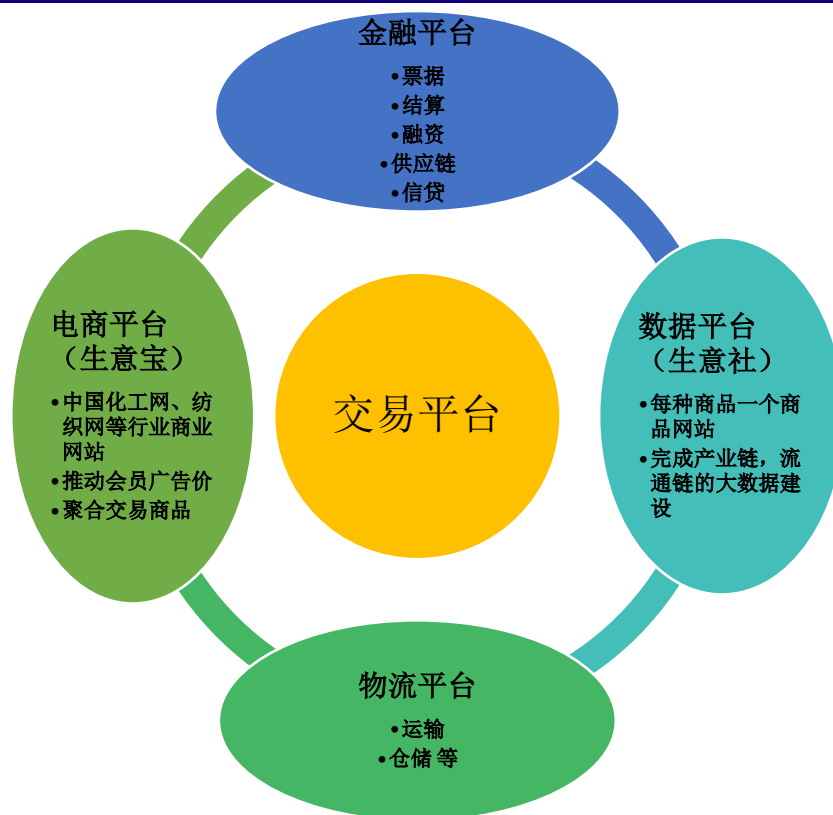


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 生意宝

生意宝模式主要是将电商平台、数据平台、金融平台、物流平台四个互联互通形成的一个交易生态圈。(1) 电商平台：生意宝拥有一大批细分行业商业网站，推动会员广告价同时聚合交易商品；(2) 数据平台：生意宝将国民经济中大宗商品列出来每个建立一个商品网站，通过指数化进行价格跟踪。许多个商品数据汇总在一起构成生意社。(3) 金融平台：涵盖大额结算系统，信贷融资系统，供应链，票据，结算等功能体系；(4) 物流平台：涵盖运输、仓储等平台，互联网思维下的第四方物流。

图 19：生意宝的模式



资料来源：中国银河证券研究部

生意宝盈利模式主要有三部分：(1) 交易手续费，生意宝收取千分之 0.5 到千分之 1.5 的手续费，根据不同产品来收；(2) 融资服务费，包括通道费和风险费。生意宝控制了物流、金融等平台，借此形成了交易过程的闭环或者半封闭环，从而能够有效控制风险，可以进行风险买卖，采用杠杆进行融资。(3) 资金沉淀费，每个客户资金沉淀数目较大，达到数十万，因而可以不需要太多的用户进行资金沉淀。

图 20：生意宝的盈利模式

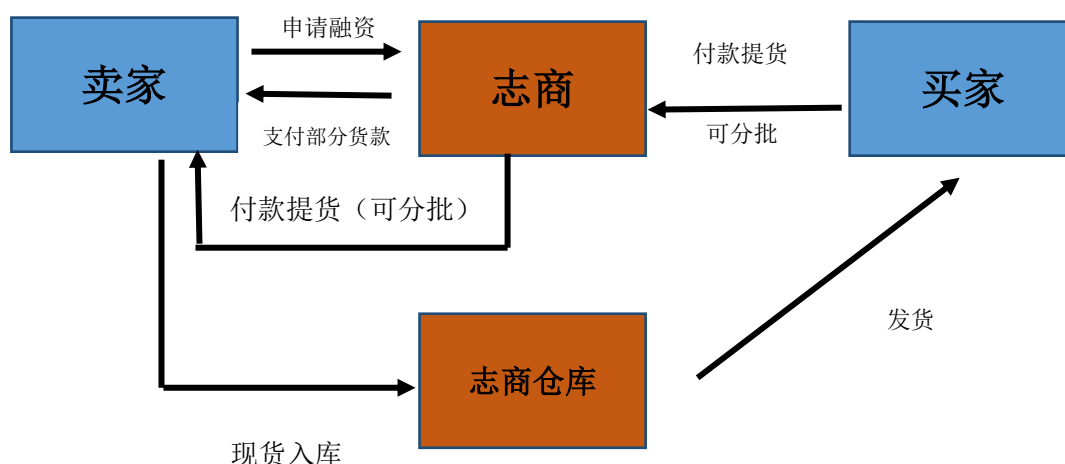
交易手续费	融资服务费	资金沉淀费
• 0.5‰~1.5‰的手续费 • 根据商品种类来收取	• 通道费 • 风险费	• 单个客户资金沉淀金额大 • 平台客户数量不需要太多

资料来源：中国银河证券研究部

(三) 志商网

志商网商业模式目前类似于上海钢联，公司借助山东全国化工大省的优势，打造全国性电商。买卖商品现货存入指定仓库中，再在交易系统上挂卖单，买家支付后提货。不同种类的产品仓库要求不一样，公司仓库基本上不直接自建，会利用社会上现存的仓库。物流由买卖家自己承担，暂时不会考虑提供物流服务，以后有可能考虑。资金流目前银行在线监管，可能会申请第三方支付牌照。

图 21：志商平台交易模式



资料来源：中国银河证券研究部

志商网交易产品类似于生意宝，交易的主要有成品油（主要是汽油和柴油），大宗原材料如塑料、PP、PE、PVC、橡胶、聚氨酯、化纤、化肥、氯碱、合成材料等，还有小众产品的如硫磺等。未来公司还将有更多产品交易，整个石化行业范围内的产品都是潜在目标，公司会从选择可行性的产品逐个上线。

表 3：三家公司经营模式比较

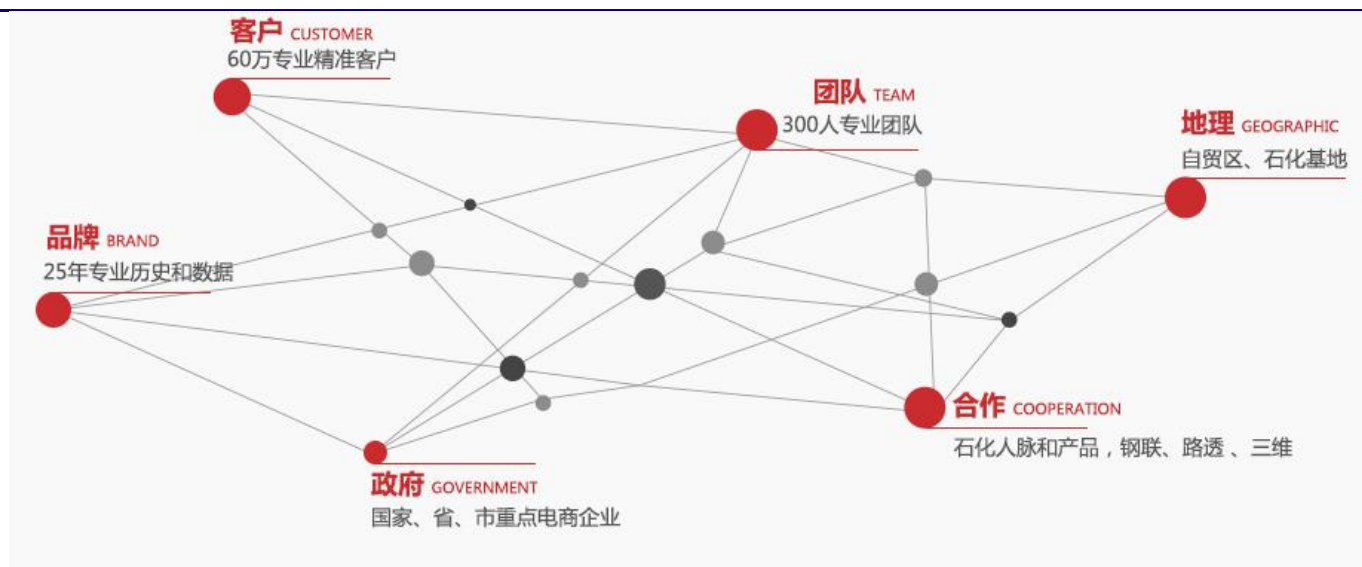
公司	产品类型	金融	物流	仓储
上海钢联	钢铁，未来可能像煤炭、铁矿石、有色等行业复制	向大股东借款、银行授信、合资设立金控公司等	物流平台、建立物流竞价及配货体系	GPS, RFID 等物联网技术运用于收集仓库和在途货物物流状态，实现动态管理
生意宝	化工产品，主要集中在上游大宗品	金融平台：涵盖大额结算系统，信贷融资系统，票据等，银行授信，正在申请第三方支付牌照	第四方物流，对物流信心实时监控	不做仓储

志商网	石化、化工产品，大宗 原材料如塑料、PP、PE、 PVC、橡胶、聚氨酯、 化纤、化肥、氯碱、合 成材料等，还有小众产 品的如硫磺等。	第三方银行支付、未来或申 请第三方牌照	目前不做物流 利用社会上的仓储，仓储监控
-----	---	------------------------	----------------------

资料来源：中国银河证券研究部

志商交易平台具有多方面的优势：拥有 25 年专业历史和数据；有 60 万精准客户；300 人专业团队；有石化基地地缘优势，注册在自贸区；合作方包括上海钢联、三维工程、路透等。

图 22：志商网的优势



资料来源：中国银河证券研究部

四、志商网合理估值探讨

志商交易平台的收入和利润主要来源有三部分：交易佣金、融资收入、资金沉淀费，我们按照 3-4 年的远期前景对公司合理估值做测算。

1、交易佣金

基于前瞻产业研究院的数据，国内大宗商品电子化交易金额在从 2014 的 10.5 万亿，增加到 2018 的 15.7 万亿，假设 2015 年为 11 万亿，如果公司网上交易量能达 1%，则交易金额达 1100 亿，交易佣金 0.1%，对应的收入也将高达 1100*0.1%=1.1 亿。

2、融资收入

假设公司融资服务费的年化利率为 6%。客户的保证金比例为 20%，假设客户的融资比例为交易金额的 10%，则每天融资需求为 $1100*20\%/365=0.3$ 亿元。假设平均每次融资天数为 30

天，则融资资金的和为 $0.3 \times 30 = 9$ 亿元（公司可融资的上限取决于公司的授信额度）。

在不考虑自有资金的情况下：

年融资毛利 = $6\% \times 9 \times (1 - 20\%) = 4320$ 万元，

假设公司的自有资金有 1 亿元，在有自有资金的情况下：

年融资毛利 = $12\% \times 1 + 6\% \times (9 - 1) \times (1 - 20\%) = 1200 + 4416 = 5616$ 万元，

融资需求越大，公司自有资金越多，融资收入越大。

3、资金沉淀费

公司假设未来有 50 万用户，由 50-300 万的贷款额度以及 20% 的保证金要求预测，每个用户沉淀 10-60 万，预期保证金资金沉淀总量将达到 500 亿至 3000 亿。结合我们前面假设的 1100 亿的交易规模，假设一个交易周期为 30 天，则每日平均保证金沉淀量为 $1100 \times 0.2 / (365/30) = 18$ 亿元。按照银行理财产品大致 6% 的年化收益率计算，资金沉淀而获得的收入每年约有 10800 万元。

公司总的利润 = $1.1 + 0.5 + 1.08 = 2.58$ 亿元。

2.58×40 倍 PE = 103 亿元。公司交易平台远期合理估值 103 亿元。

五、投资建议

（一）主业市值看 100 亿元

产业布局及商业模式方面，公司正逐步搭建“硫回收+能源净化气化+污水处理等环保业务+催化剂（产品+工程）”大环保架构，百亿市值指日可待。公司已搭建起“硫回收（石化+煤化工+升级改造）+耐硫变换（产品+工程）+能源净化、气化”在内的大能源环保业务架构，市场容量为传统硫回收的五倍以上；拟进军千亿级污水处理市场。我们认为公司 2016 年做到百亿市值不会遇到天花板。

（二）参股志商远期合理估值 40 亿元

我们按照上海志商远期合理估值 103 亿元测算，则公司参股 39% 上海志商合理估值约 40 亿元。

（三）盈利预测及投资建议

我们预测三维工程 14-16 年 EPS 为 0.47/0.64/0.84 元，3 年净利润 CAGR 达 32%。我们认为给予公司 15 年 35-40 倍 PE，目标价 22.4-25.6 元，维持“推荐”评级。

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	455	586	771	979	1,221
营业成本	301	355	477	604	750
毛利率	33.8%	39.4%	38.2%	38.3%	38.5%
营业税金及附加	7	6	8	11	13
营业费用	5	16	20	23	24
营业费用率	1.05%	2.71%	2.62%	2.30%	2.00%
管理费用	32	48	62	75	90
管理费用率	7.03%	8.27%	8.10%	7.70%	7.40%
财务费用	-9	-8	0	0	0
财务费用率	-2.06%	-1.39%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	180	197	259	335
营业利润率	27.88%	30.69%	25.56%	26.50%	27.40%
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	127	180	197	259	335
所得税	19	28	30	39	50
所得税率	14.8%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	1	8	13	10	7
归母净利润	91	122	154	211	278
净利率	20.12%	20.74%	20.03%	21.54%	22.74%
EPS（元）	0.28	0.37	0.47	0.64	0.84

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	91	122	154	211	278
少数股东权益	1	8	13	10	7
折旧和摊销	11	17	7	7	3
营运资金变动	1,169	1,250	109	-33	-38
其他	-44	100	6	7	8
经营现金流	1,229	1,496	290	202	258
资本支出	39	78	-3	-3	-5
投资收益	52	59	0	0	0
资产变卖	-396	-454	0	0	0
其他	305	318	0	0	0
投资现金流	0	0	-3	-3	-5
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	58	8	0	0	0
股息支出	0	0	-39	-53	-69
其他	-50	-8	0	0	0
融资现金流	8	0	-39	-53	-69
现金及现金等价物	1,237	1,496	248	146	184

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	509	599	847	993	1,177
存货	45	80	107	136	168
应收账款	248	275	362	459	573
其他流动资产	54	42	31	40	49
流动资产	856	996	1,347	1,628	1,968
固定资产	138	137	135	133	136
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	33	30	29	27	25
其他长期资产	27	29	32	35	39
非流动资产	197	197	196	195	200
资产总计	1,053	1,193	1,543	1,823	2,168
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	130	115	238	302	375
其他流动负债	58	74	173	221	277
流动负债	188	189	411	523	653
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	188	189	411	523	653
股本	169	255	331	331	331
资本公积	412	351	275	275	275
股东权益合计	581	606	722	0	1,088
少数股东权益	0	0	13	0	29
负债权益总计	769	795	1,146	274	1,770

主要财务指标

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	76.34	28.94	31.47	26.94	24.76
营业利润	44.49	41.92	9.47	31.64	29.01
净利润	33.11	32.91	27.00	36.50	31.71
利润率（%）					
毛利率	33.75	39.44	38.16	38.29	38.55
EBIT Margin	24.07	27.38	26.36	27.22	28.07
EBITDA Margin	26.55	30.26	27.24	27.92	28.34
净利率	20.12	20.74	20.03	21.54	22.74
回报率（%）					
净资产收益率	15.75	20.49	23.26	58.41	51.03
总资产收益率	11.90	15.55	16.02	29.97	27.56
其他（%）					
资产负债率	24.43	23.79	35.86	190.79	36.87
所得税率	14.85	15.44	15.00	15.00	15.00
股利支付率	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 上海志商电商的股权结构	3
图 2: 隆众石化的产品介绍	4
图 3: 隆众石化的部分会员	4
图 4: 隆众石化的发展阶段	5
图 5: 三维工程营业收入及增长率	6
图 6: 三维工程净利润及增长率	6
图 7: 上海钢联三大服务平台	7
图 8: 上海钢联营业收入及增长率	7
图 9: 上海钢联归母净利润及增长率	7
图 10: 国内 B2B 交易规模	8
图 11: 国内电子商务 B2B 收入规模	8
图 12: 石油上游主要产业链	8
图 13: 上海钢联一体化电商平台	9
图 14: 上海钢联的仓储服务体统	10
图 15: 上海钢联撮合交易模式	10
图 16: 上海钢联质押模式	11
图 17: 上海钢联寄售模式全程参与	12
图 18: 上海钢联的闭环模式	12
图 19: 生意宝的模式	13
图 20: 生意宝的盈利模式	13
图 21: 志商平台交易模式	14
图 22: 志商网的优势	15

表格目录

表 1: 主要石化资讯网站比较	5
表 2: 主要石化 B2B 平台比较	8
表 3: 三家公司经营模式比较	14

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn