

投资评级：推荐（首次）
分析师

刘深 010-88366060-8756

Email:liush@cgs.com

执业证书编号:S1070511050001

市场数据

目前股价	42.01
总市值（亿元）	65.5
流通市值（亿元）	59.4
总股本（万股）	156.0
流通股本（万股）	141.5
12个月最高/最低	157.95/32.04

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	20,795	39,369	57,015
(+/-%)	175.2%	89.3%	44.8%
净利润	(264)	(11)	160
(+/-%)	-	-	-
摊薄 EPS	-1.69	-0.07	1.02
PE	-	-	41.0

股价表现


数据来源：贝格数据

我国钢铁电商的潜在龙头

——上海钢联（300226）公司动态点评

投资建议

公司是我国钢铁电商领域潜在龙头，交易规模与营收均录得快速增长。预计公司 2015 至 2017 年 EPS 分别为 -1.69 元、-0.07 元和 1.02 元，对应 2017 年 PE41x，首次给予公司投资评级为“推荐”。

投资要点

- 交易规模快速增长，进入钢铁电商第一集团：**公司致力于黑色、有色、能源化工、农产品等大宗商品行业提供信息服务和电子商务服务。这几年公司在钢铁电子商务领域发展迅猛。1月8日，公司控股子公司钢银电商网站公告钢银交易平台 2015 年总成交量为 2804.88 万吨，较 2014 年 1309 万吨增长 114.3%。而钢铁电商的龙头企业找钢网估计 2015 年总成交量为 3500 万吨，较 2014 年 2113 万吨增长 65.6%。公司已经进入我国钢铁电商的第一集团，并保持了更快的增速。
- 营收快速增长是关键：**公司积极建设钢铁电子商务生态体系，抢占钢铁线上交易的市场份额。2015 年前 3 个季度，公司实现钢铁单季寄售交易量分别为 134.4 万吨、257.2 万吨和 342.3 万吨，环比增速分别为 91.3% 和 33.1%。2015 年前 3 季度，公司实现营业收入 150 亿，较 2014 年同期增长 4.5 倍。由于 2015 年，钢价持续下跌，公司加大资源投入，导致公司录得净利润亏损 3.6 亿元。我们认为这符合电商平台前期做大收入规模，抢占最大市场份额后，再享受最大利润的产业发展规模。预计我国钢铁电商交易规模未来有望超万亿。过去几年，我国钢价水平持续走低，给公司推广其钢铁电商交易平台，逐步取代传统线下钢铁贸易商结构创造了有利条件。
- 资本依旧看好钢铁电商模式：**找钢网网站信息显示找钢网在我国钢价持续下跌的情况下依然获得了资本青睐，其在 1 月中旬将举办战略融资发布会，宣布获得 E 轮 10+ 亿的融资。市场初步估计目前 PE 对找钢网的估值在 100-120 亿左右。而 2015 年初，找钢网的估值在 60 亿左右。2015 年，预计找钢网营收规模为 200 亿，与钢银电商接近。而 2014 年，找钢网寄售收入为 96 亿，钢银电商为 73 亿。钢银具有更快的增速。
- 估值和投资评级：**预计公司 2015 至 2017 年 EPS 分别为 -1.69 元、-0.07 元和 1.02 元，对应 2017 年 PE41x，首次给予公司投资评级为“推荐”
- 风险提示：**资本不断进入导致竞争加剧。

上海钢联附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,553	7,557	20,795	39,369	57,015	成长性					
营业成本	1,397	7,355	20,858	38,972	56,154	营业收入增长	62.7%	386.6%	175.2%	89.3%	44.8%
销售费用	76	111	199	279	335	营业成本增长	76.4%	426.7%	183.6%	86.8%	44.1%
管理费用	52	72	87	104	125	营业利润增长	-42.8%	-91.5%	-22754.3%	-92.1%	-1144.6%
财务费用	3	12	12	11	2	利润总额增长	-34.0%	-61.5%	-3500.9%	-94.9%	-1821.9%
投资净收益	(2)	(1)	0	0	0	净利润增长	-38.8%	-13.0%	-1507.0%	-95.9%	-1563.6%
营业利润	21	2	(405)	(32)	335	盈利能力					
营业外收支	9	10	11	12	13	毛利率	10.1%	2.7%	-0.3%	1.0%	1.5%
利润总额	30	12	(394)	(20)	348	销售净利率	1.4%	0.2%	-1.3%	0.0%	0.3%
所得税	6	(2)	0	0	52	ROE	5.0%	2.2%	-57.9%	-2.5%	21.8%
少数股东损益	2	(5)	(130)	(9)	136	ROIC	4.4%	1.6%	-45.4%	-2.8%	34.0%
净利润	22	19	(264)	(11)	160	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	4.9%	1.5%	1.0%	0.7%	0.6%
流动资产	533	1,274	2,380	3,047	4,321	管理费用/营业收入	3.3%	1.0%	0.4%	0.3%	0.2%
货币资金	194	158	505	394	1,231	财务费用/营业收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
应收账款	2	1	21	28	29	投资收益/营业利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1	15	42	79	114	所得税/利润总额	21.0%	-14.9%	0.0%	0.0%	15.0%
存货	79	280	665	1,181	1,539	应收账款周转率	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
非流动资产	288	308	294	278	260	存货周转率	15.9	6.8	5.8	5.8	5.8
固定资产	232	231	217	202	185	流动资产周转率	3.2	8.4	11.4	14.5	15.5
资产总计	821	1,581	2,673	3,325	4,582	总资产周转率	2.1	6.3	9.8	13.1	14.4
流动负债	334	619	2,107	2,779	3,739	偿债能力					
短期借款	127	119	152	150	150	资产负债率	47.1%	46.2%	82.9%	86.9%	84.0%
应付款项	0	28	83	156	168	流动比率	1.6	2.1	1.1	1.1	1.2
非流动负债	52	111	110	110	110	速动比率	1.4	1.6	0.8	0.7	0.7
长期借款	0	77	80	80	80	每股指标 (元)					
负债合计	386	731	2,217	2,889	3,849	EPS	0.18	0.12	-1.69	-0.07	1.02
股东权益	435	851	456	436	732	每股净资产	3.62	5.45	2.93	2.80	4.69
股本	120	156	156	156	156	每股经营现金流	0.03	-2.76	2.13	-1.29	6.15
留存收益	259	287	23	12	172	每股经营现金/EPS	0.15	-22.92	-1.26	18.38	6.00
少数股东权益	55	407	277	268	404	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	821	1,581	2,673	3,325	4,582	PE	233.5	349.0	-24.8	-600.0	41.0
现金流量表	(百万)					PEG	-6.0	-26.8	0.0	6.3	0.0
经营活动现金流	3	(430)	332	(201)	959	PB	11.6	7.7	14.4	15.0	9.0
其中营运资本减少	(21)	(484)	696	(216)	635	EV/EBITDA	136.4	216.2	-19.2	2306.3	18.7
投资活动现金流	(72)	(40)	(8)	(9)	(9)	EV/SALES	3.3	0.9	0.3	0.2	0.1
其中资本支出	(50)	(25)	(8)	(9)	(9)	EV/IC	8.8	6.4	9.9	8.9	7.1
融资活动现金流	84	434	23	(13)	(113)	ROIC/WACC	0.4	0.1	-4.1	-0.3	3.1
净现金总变化	16	(36)	347	(222)	838	REP	21.9	43.6	-2.4	-35.3	2.3

研究员介绍及承诺

刘 深: 北京大学光华管理学院 MBA/北京航空航天大学工学硕士, 9 年 IT 从业经验, 2008 年开始从事计算机行业分析工作, 2011 年加盟长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>