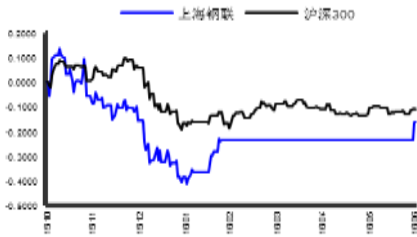


研究所

证券分析师： 孔令峰 S0350512090003
010-68366838 konglf@ghzq.com.cn
联系人： 朱芸 S0350115020010
010-88576686-801 zhuy03@ghzq.com.cn
联系人： 刘浩 S0350116040007
liuh02@ghzq.com.cn

业绩拐点明确，收购下游做实产业数据服务商 ——上海钢联（300226）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
上海钢联	10.0	10.0	-5.2
沪深 300	-0.5	-0.1	-21.1

市场数据	2016/07/01
当前价格（元）	50.40
52 周价格区间（元）	32.04 – 74.5
总市值（百万）	7862.40
流通市值（百万）	7415.67
总股本（万股）	15600.00
流通股（万股）	14713.64
日均成交额（百万）	620.64
近一月换手（%）	0

相关报告

《国海证券*公司研究*上海钢联(300226)年报点评：否极泰来，平台做实，新的起点（买入）*计算机行业*孔令峰》——2016-04-27

《上海钢联（300226）公告点评：钢银新三板挂牌获批，助力钢铁电商加速发展（买入）*计算机行业*孔令峰、李响》——2015-12-15

《上海钢联（300226）：各个环节进展明显，生态链布局愈加完善（买入）*计算机行业*孔令峰、李响》——2015-10-29

《上海钢联（300226）中报点评：已具备较大投资价值（买入）*计算机行业*孔令峰、田庚》——2015-08-26

《上海钢联（300226）事件点评：金融服务开

事件：

公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买慧聪建设及锐景慧杰合计持有的知行锐景 100% 股权，经交易双方协商初步确定本次交易价格为 208,000 万元，其中 55% 的对价 11.44 亿将以发行股份的方式支付，45% 的对价 9.36 亿将以现金方式支付。

同时，公司拟向兴业投资、园联投资、高波、郭江和储辉五名特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过 95,300 万元，募集资金总额不超过交易总额的 100%。以发行价格 36.49 元/股计算，配套融资发行的股份数量不超过 2611 万股。

投资要点：

- **平台做实：**经过两年的执行落地，平台价值已经非常确定，目前已经做到寄售业务日交易量稳定在 10 万吨以上，我们按照目前日均 10 万吨计算，即使全年不再增长，也对应全年 2500 万吨交易量，收入近 500 亿，而实际上，钢联过去交易量每个季度同比都维持近乎 50% 的增长，2016 年，公司平台收入将有较大规模增长。
- **纯正互联网企业中及其罕见的仅用两年实现盈利。**公司交易量属于典型的小批量、多频次的互联网属性，交易量的扩大并不依赖金融服务资金规模的扩大，边际成本极低。2016 年一季度实现收入 59.7 亿元，同比增长 81.05%，实现净利润 209.8 万元，扭亏为盈。我们预计接下来季度呈现环比增长态势，全年净利润可观。
- **多点开花：**在交易端，供应链金融服务、交易服务、仓储物流服务、期现套利等多点开花，今年开始全面贡献业绩。
- **移动端带来惊喜：**公司业务下沉到钢铁下游，终端用户需求相比流通环节带来新增收入。
- **维持买入评级** 互联网的发展模式都要经过高投入、巨额亏损等痛苦期，平台做实后，给平台带来的是整个产业的利润空间。作为新一代互联网平台，钢联仅仅用了 2 年就做成行业第一且今年有望获得 500-1000 亿寄售收入，更为可贵的是，公司第三年即有望实现盈利，我们认为在纯互联网标的中实属难得。未来基于钢铁向铁矿石、化工、农产品、能源、有色等其他品种拓展，成长空间足够大。公司停牌期间

始发力（买入）*计算机行业*孔令峰》——
2015-01-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

公告拟收购慧聪部分资产，假设年内完成收购，明年并表，预计公司 2017-2018 年净利润 4.6 亿和 7 亿（其中移动端业务预测偏保守），全面摊薄后总市值 97.6 亿，对应当前股价 PE 仅为 22 倍和 14.2 倍。基于谨慎原则，我们预计不并表业绩为 16-18 年净利润为 1.02 亿、3.04 亿、5.02 亿，对应估值 76.8 倍、25.88 倍、15.65 倍。我们基于公司巨大成长空间和过去两年优秀的执行力，以及公司目前已经成型的平台价值，维持买入评级。

- **风险提示：**同行竞争加剧带来的投入不确定性风险，公司业务团队核心人员流失风险，钢价上涨如果呈现趋势性预期带来的用户“囤货待涨”导致的交易量停滞风险，公司收购资产及品种拓展的不确定性。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	21357	65139	100314	150472
增长率(%)	183%	205%	54%	50%
净利润（百万元）	(250)	102	304	502
增长率(%)	-1434%	—	197%	65%
摊薄每股收益（元）	-1.61	0.66	1.95	3.22
ROE(%)	-84.99%	25.65%	44.09%	42.99%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

上海钢联发布公告:公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买慧聪建设及锐景慧杰拟合计持有的知行锐景 100%股权,经交易双方协商初步确定本次交易价格为 208,000 万元,其中 55%的对价 11.44 亿将以发行股份的方式支付,45%的对价 9.36 亿将以现金方式支付。

同时,公司拟向兴业投资、园联投资、高波、郭江和储辉五名特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过 95,300 万元,募集资金总额不超过交易总额的 100%。以发行价格 36.49 元/股计算,配套融资发行的股份数量不超过 2611 万股。

评论:

1、平台做实,并购布局下游产业数据,做产业数据服务商

2013 年 11 月交易平台上线以来,公司经过两年的投入和培育,交易量取得井喷效果,钢铁电商平台确定,公司行业龙头地位确定。过去两年,公司通过自有资金、大股东和管理层减持投入等方式,在上市公司没有获得资本市场增发融资情况下取得如此成就凸显公司管理层的优秀执行力(同行竞争对手在一二级市场多次获得数亿融资)。当前公司平台价值已经非常确定,目前已经做到寄售业务日交易量稳定在 10 万吨以上,我们按照目前日均 10 万吨计算,即使全年不再增长,也对应全年 2500 万吨交易量,收入近 500 亿,而实际上,钢联过去交易量每个季度同比都维持近乎 50%的增长,2016 年,公司平台收入将有较大规模增长。

此次布局中关村在线、万维家电等资产是公司一直布局的平台数据业务,从过去公司布局建筑行业的百年建筑网,到现在布局家电和消费电子,都是基于将产业数据运用到下游产业中的逻辑。公司的产业大数据优势会有效运用到下游产业当中,这样构建完整产业链的数据服务商。

图 1: 寄售业务开展以来单季度交易量和同比增速



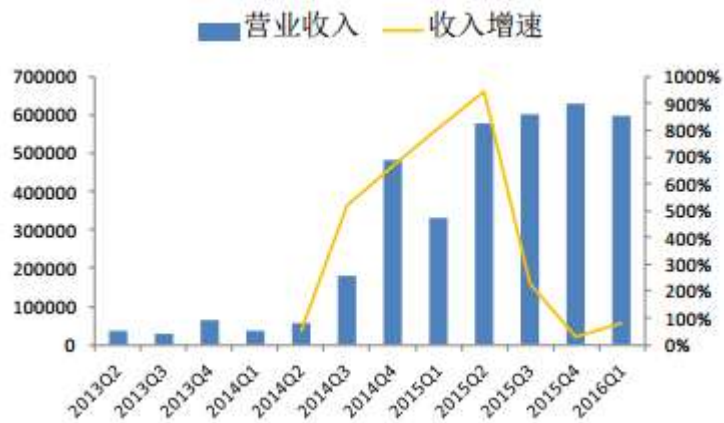
资料来源: WIND、国海证券研究所

2、新的起点，一季度盈利有望持续，业绩拐点明确

纯正互联网企业中及其罕见的仅用两年实现盈利。公司交易量属于典型的小批量、多频次的互联网属性，交易量的扩大并不依赖金融服务资金规模的扩大，边际成本极低。2016年一季度的实现收入59.7亿元，同比增长81.05%，实现净利润209.8万元，扭亏为盈。扭亏为盈。我们预计接下来季度呈现环比增长态势，全年净利润可观。

资金投入和经营压力从根本上得到解决：平台属性确定后，随着客户交易量的提升，公司自营业务逐渐退出，目前自营比例微乎其微，因此不受钢价波动影响。平台交易量扩大带来的产业话语权提高，垫资压力得到大幅缓解，反而释放出来的资金可以用于金融服务等业务贡献收入。基于交易量的井喷带来的产业话语权的提高是公司业绩反转的根本。我们前期也多次强调公司过去两年属于“早期的苏宁国美”，初期阶段，垫资+自营+承受价格波动风险，平台做实、交易量放大后产业话语权翻转，自营和垫资行为减少，服务为主，价格波动风险转移。

图2：单季度营业收入及增速（主要体现寄售业务收入）



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、移动端成重要看点

公司业务下沉到钢铁下游，终端用户需求相比流通环节带来数倍增长，此外，大宗商品行情火爆带来的期货和衍生品等领域投资热潮，个人用户对公司移动端数据资讯业务需求较大，我们预计，今年以来付费用户呈现爆发性增长，这将成为公司业务收入增长的新亮点。

4、盈利预测与评级

维持买入评级 互联网的发展模式都要经过高投入、巨额亏损等痛苦期，平台做实后，给平台带来的是整个产业的利润空间。作为新一代互联网平台，钢联仅仅用了2年就做成行业第一且今年有望获得500-1000亿寄售收入，更为可贵的是，公司第三年即有望实现盈利，我们认为在纯互联网标的中实属难得。未来基于钢

铁向铁矿石、化工、农产品、能源、有色等其他品种拓展，成长空间足够大。公司停牌期间公告拟收购慧聪部分资产，假设年内完成收购，明年并表，预计公司2017-2018年净利润4.6亿和7亿（其中移动端业务预测偏保守），全面摊薄后总市值97.6亿，对应当前股价PE仅为22倍和14.2倍。基于谨慎原则，我们预计不并表业绩为16-18年净利润为1.02亿、3.04亿、5.02亿，对应估值76.8倍、25.88倍、15.65倍。我们基于公司巨大成长空间和过去两年优秀的执行力，以及公司目前已经成型的平台价值，维持买入评级。

5、风险提示

同行竞争加剧带来的投入不确定性风险，公司业务团队核心人员流失风险，钢价上涨如果呈现趋势性预期带来的用户“囤货待涨”导致的交易量停滞风险，公司收购资产及品种拓展的不确定性。

表 1: 上海钢联盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	300226.SZ				股票价格:	50.40	投资评级:	买入		日期:	2016/7/1
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	-85%	26%	44%	43%	EPS	-1.61	0.66	1.95	3.22		
毛利率	-1%	2%	2%	2%	BVPS	0.50	1.15	2.97	5.98		
期间费率	1%	2%	2%	2%	估值						
销售净利率	-1%	0%	0%	0%	P/E	-31.40	76.80	25.88	15.65		
成长能力					P/B	101.80	43.78	16.97	8.43		
收入增长率	183%	205%	54%	50%	P/S	0.37	0.12	0.08	0.05		
利润增长率	-1434%	—	197%	65%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	11.42	22.57	25.05	26.56	营业收入	21357	65139	100314	150472		
应收账款周转率	1209.25	1209.25	1209.25	1209.25	营业成本	21500	63836	98308	147462		
存货周转率	86.68	113.67	134.64	165.09	营业税金及附加	1	3	5	8		
偿债能力					销售费用	176	538	829	1243		
资产负债率	84%	86%	83%	79%	管理费用	87	645	828	1189		
流动比	1.03	1.07	1.14	1.22	财务费用	20	8	8	8		
速动比	0.86	0.83	0.92	1.01	其他费用/(-收入)	(21)	0	0	0		
					营业利润	(448)	108	336	562		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	6	8	8	8		
现金及现金等价物	350	298	355	572	利润总额	(442)	116	344	570		
应收款项	18	54	83	124	所得税费用	6	12	34	57		
存货净额	248	562	730	893	净利润	(448)	104	310	513		
其他流动资产	895	1651	2530	3784	少数股东损益	(198)	2	6	10		
流动资产合计	1511	2542	3676	5351	归属于母公司净利润	(250)	102	304	502		
固定资产	222	207	194	181							
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	24	24	22	20	经营活动现金流	(158)	(71)	84	261		
长期股权投资	45	45	45	45	净利润	(448)	104	310	513		
资产总计	1871	2887	4005	5666	少数股东权益	(198)	2	6	10		
短期借款	74	74	74	74	折旧摊销	16	17	16	15		
应付款项	110	326	502	753	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	513	1208	1860	2790	营运资金变动	471	(194)	(249)	(277)		
其他流动负债	775	775	775	775	投资活动现金流	(545)	15	14	13		
流动负债合计	1472	2383	3211	4392	资本支出	9	15	14	13		
长期借款及应付债券	65	65	65	65	长期投资	(23)	0	0	0		
其他长期负债	40	40	40	40	其他	(531)	0	0	0		
长期负债合计	105	105	105	105	筹资活动现金流	650	0	(20)	(33)		
负债合计	1576	2487	3316	4497	债务融资	(55)	0	0	0		
股本	156	156	156	156	权益融资	336	0	0	0		
股东权益	295	399	689	1169	其它	369	0	(20)	(33)		
负债和股东权益总计	1871	2887	4005	5666	现金净增加额	(53)	(56)	78	240		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，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、客观地出具报告。

朱芸，北京大学经济社会学方向硕士，从事计算机行业研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。