

2016年12月29日

公司研究

评级：买入（维持）

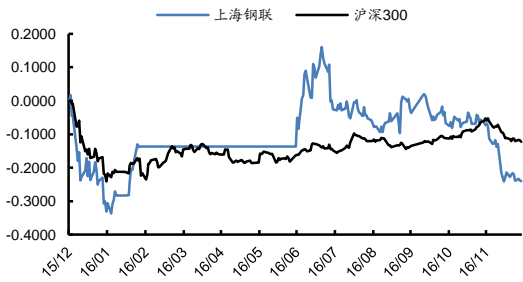
研究所

证券分析师：李帅华 S0350516090001
010-88576597-8103 lish@ghzq.com.cn
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-68366838

双轮驱动，公司迎来快速发展

——上海钢联（300226）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上海钢联	-18.8	-24.5	-23.5
沪深300	-7.4	1.8	-12.2

市场数据

2016/12/29

当前价格（元）	40.32
52周价格区间（元）	34.38 - 63.30
总市值（百万）	6428.52
流通市值（百万）	5959.07
总股本（万股）	15943.75
流通股（万股）	14779.45
日均成交额（百万）	170.94
近一月换手（%）	38.99

相关报告

- 《上海钢联（300226）三季度业绩预告点评：做实业绩拐点，公司蓄势待发》——2016-10-18
- 《上海钢联（300226）2016年中报点评：扭亏为盈，公司迎来业绩拐点》——2016-08-23
- 《上海钢联（300226）深度报告：大数据+大平台，公司进入收获期》——2016-07-28
- 《上海钢联（300226）事件点评：大平台做实，公司进入盈利模式》——2016-07-15
- 《上海钢联（300226）事件点评：业绩拐点明确，收购下游做实产业数据服务商》——2016-07-01

投资要点：

- **平台大成，公司的盈利模式渐趋清晰。**随着电商平台的做大，公司已经形成以供应链金融、数据业务为主的盈利模式，主要涵盖五个方面：供应链金融、交易佣金、期现结合、增值服务及数据业务（移动端+PC端）。公司正在申请基金销售牌照，利用公司平台的渠道和客户优势，试水基金代销领域，未来有望形成新的盈利点。
- **电商业务逐渐盈利，将成为主要的利润贡献点。**随着寄售量的提升和风控模型逐步成熟，供应链金融业务同步放量，渗透率也不断提升，目前业务余额12亿，预计2017年将呈现快速发展。同时，电商平台开始收取交易佣金，这也是平台提供服务应有的价值体现，假设2017年交易佣金标准4元/吨，全年寄售量3000万吨，此项收入约1.2亿。
- **移动端和PC端双箭齐发，数据资讯业务有望快速增长。**公司深耕钢铁产业数据16年，业内口碑较佳，影响力较大。大宗商品的火爆行情以及价格的剧烈波动，催生终端用户对价格资讯等数据的强烈需求，移动端资讯业务顺应潮流，发展迅速，目前会员数已经达到十万级，潜在客户数量达到千万级，市场空间巨大；PC端则是融通公司全方位的数据，提升应用，定位高端，主要覆盖机构客户，对标万得资讯，收入有望快速提升。
- **维持买入评级。**公司的平台已经做大做实，业绩拐点来临，盈利模式渐趋清晰。随着寄售量扩大，供应链金融业务与交易佣金收入持续上升，同时数据板块开始发力，成为盈利贡献的重要一环。由于2016年钢价非理性上涨以及公司注重风控主动放缓交易量增长速度，电商平台的交易量增速略有放缓，我们适当下调公司的盈利预测，但是考虑到公司在数据板块和电商板块双轮驱动下，公司业绩拐点及快速增长的趋势并没有发生改变。预计公司2016-2018年的EPS分别为0.24元、1.28元、2.62元，对应当前股价的PE分别为170倍、32倍、16倍，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；钢价上涨呈现趋势性预期带来的用户“囤货待涨”导致交易量停滞风险；公司产品拓展的不确定性风险；公司期现套

利业务的不确定性风险；公司基金销售业务的不确定性。

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%。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21357	36256	65197	117236
增长率(%)	183%	70%	80%	80%
净利润(百万元)	(250)	37	200	409
增长率(%)	-1434%	—	437%	104%
摊薄每股收益(元)	-1.61	0.23	1.26	2.57
ROE(%)	-84.99%	10.58%	30.20%	31.52%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 平台进入新的发展期，盈利模式渐趋清晰	5
1.1、 大平台战略成功，公司迎来业绩拐点	5
1.2、 平台大成，盈利模式渐趋清晰	6
2、 电商平台光芒四射，供应链金融成为最亮的星	7
2.1、 供应链金融业务：未来的主要盈利点	7
2.2、 交易佣金：电商平台和服务价值最好的体现	8
2.3、 增值服务：不可或缺的一环	9
2.4、 期现结合：商品市场的价值体现	9
3、 数据资讯业务：公司核心竞争力	10
3.1、 移动端资讯业务：新的流量入口	11
3.2、 云终端：从市场影响力到变现	12
4、 盈利预测与评级	12
5、 风险提示	13

图表目录

图 1: 钢银电商的季度寄售量 (单位: 万吨)	5
图 2: 钢银电商寄售量及市场占比预测	5
图 3: 国内钢材综合价格指数—2016 年呈现单边上涨	6
图 4: 钢银电商的交易指标	6
图 5: 上海钢联的单季度业绩 (单位: 万元)	6
图 6: 公司的供应链金融布局	7
图 7: 钢银电商的生态闭环	8
图 8: 钢银电商的增值服务	9
图 9: 期现套利—基差交易原理	10
图 10: 我的钢铁 APP 在 Apple Store 排名情况	11
图 11: 我的钢铁 APP 首页界面	11
表 1: 钢银电商不同交易模式对比	5
表 2: 公司主要盈利模式	6
表 3: 公司的供应链金融业务优势	7
表 4: 供应链金融利润匡算模型	8
表 5: 增值服务收入匡算	9
表 6: 公司数据被国内外市场认可情况一览	10
表 7: 公司数据业务的行业壁垒	10
表 8: 主要数据公司一览	11
表 9: 移动 APP 收入预测	12

1、平台进入新的发展期，盈利模式渐趋清晰

1.1、大平台战略成功，公司迎来业绩拐点

电商平台寄售量稳步增长，致力打造大平台。2014年以来，公司开创钢材寄售交易的全新模式，相比业内普遍采取的撮合交易，寄售交易可以使得公司全方位地参与整个交易链条，增添客户粘性，同时也不像自营模式那样去承担价格波动风险。公司一直致力打造大平台，增加客户流量，提升平台话语权。寄售量稳步增长，自2014年的224.72万吨增加至2016年前三季度的1285万吨，预计2016年寄售量将达到1800万吨，2017年达到3000万吨。按照目前的发展态势，预计2020年的寄售量达到1.2亿吨，约占据30%的市场份额，行业龙头地位凸显。

图 1：钢银电商的季度寄售量（单位：万吨）

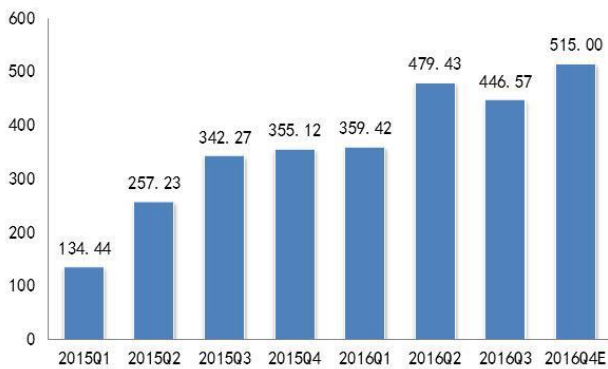
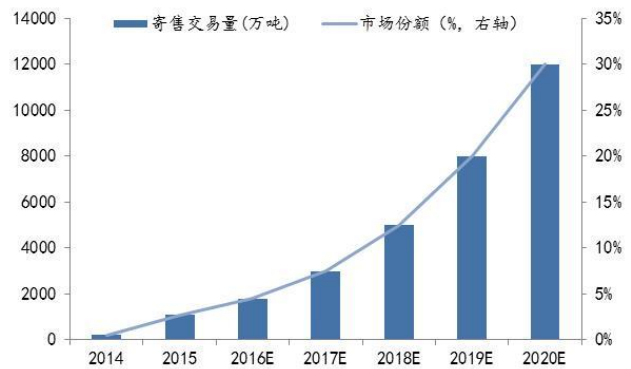


图 2：钢银电商寄售量及市场占比预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 1：钢银电商不同交易模式对比

交易方式	撮合交易模式	寄售模式
简述	交易的居间经纪服务	接受钢厂、钢贸商的委托进行在线销售
开始日期	2013 年底开始	2014 年 5 月底开始
交易闭环完整度	差，交易促成之后，平台不参与后续的，支付结算、物流服务等环节，转到线下由买卖双方直接对接	较高由平台全程参与货物交易、货款支付、提货、二次结算、开票等环节，无需买卖双方的接触
用户黏性	差，与用户的接触点只有成交单点	较高，全流程服务，用户体验更佳，用户黏性更高
对公司收入的影响	无	寄售模式的交易额计入公司营业收入

资料来源：公司公告，国海证券研究所

短期无需太注重交易量的增长缓慢。三季度以来，公司寄售量稳定在 10 万吨/日，并没有大幅提升。主要原因有二：其一是 B2B 不同于 B2C，平台要把风控放在首位，而不是一味的寻求增加寄售量；其二是年初以来，由于钢铁产业实施供给侧改革政策，钢价出现单边上涨的极端行情，整体对分销市场的交易量构成一定影响，但是钢价的这种上涨很难得到延续。所以，长期来看钢银平台寄售量的增长趋势并没有发生改变。

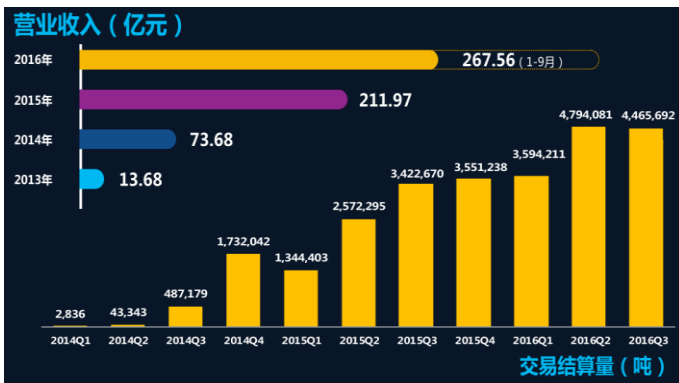
图 3: 国内钢材综合价格指数—2016 年呈现单边上涨



资料来源: wind, 国海证券研究所

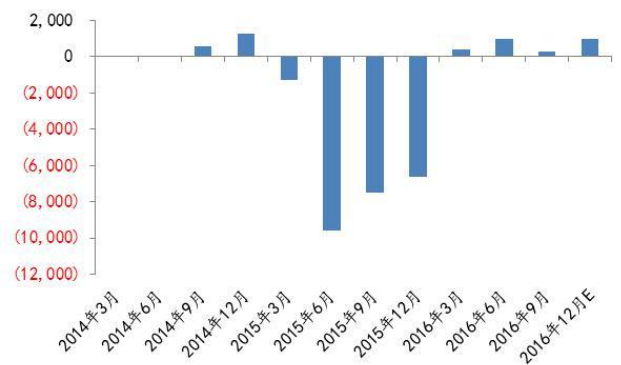
公司业绩迎来拐点。经过两年的高投入期,公司寄售量大幅提升,话语权已经开始反转,许多钢厂已经开始主动和公司合作,同时电商平台在下游客户的影响力与日俱增。2016 年以来,公司开始盈利,意味着公司的商业模式已经趋于成熟。2016 年 1-9 月,公司盈利 1602 万元,去年同期亏损 18399.57 万元,大幅扭亏为盈。其中钢银电商成为主要增量,2016 前三季度,钢银电商盈利 1282 万元,去年同期则是亏损 3.58 亿。

图 4: 钢银电商的交易指标



资料来源: 钢银电商, 国海证券研究所

图 5: 上海钢联的单季度业绩 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

1.2、平台大成, 盈利模式渐趋清晰

公司的盈利模式渐趋清晰。随着公司平台的做大,公司已经形成以供应链金融、数据业务为主的盈利模式,主要涵盖五个方面:供应链金融、交易佣金、期现结合、增值服务及数据业务(移动端+PC 端)。此外,公司正在申请基金销售牌照,利用公司平台的渠道和客户优势,试水基金代销领域,未来有望形成新的盈利点。

表 2: 公司主要盈利模式

序号	盈利模式	概述
1	供应链金融	依托平台的交易场景和大数据衍生出的风控模型,开展类融资的供应链金融业务
2	交易佣金	基于平台提供的服务,向上游客户收取一定的佣金

3	增值服务	主要是仓储、物流、剪切加工等带来的增值服务分成
4	期现结合	利用产业优势，开展跨市场的期现套利
5	资讯业务	传统网页会员、移动端 APP 及云终端
6	基金销售	利用平台优势，代销基金产品产生的手续费收入

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、电商平台光芒四射，供应链金融成为最亮的星

2.1、供应链金融业务：未来的主要盈利点

五大供应链金融产品齐发力。公司于 2015 年推出供应链金融相关产品，即“任你花”（赊销）、“随你押”（在库融资）、“帮你采”（代理采购）三个产品，具有高度的灵活性和完善的风控制度，为客户提供整体供应链解决方案。2016 年 12 月，公司又推出“为你赚”（账户资金增值）和“钢银通”（交易+理财）。目前公司供应链金融余额 12 亿，随着寄售量和金融渗透率的提升，我们预计 2017 年该项业务余额有望达到 50 亿。

图 6：公司的供应链金融布局



资料来源：钢银电商，国海证券研究所

电商平台具有天然的供应链金融优势。与银行等金融机构相比，钢银电商平台具有诸多天然的供应链金融业务优势。具体包括：大平台下的交易场景；银行不注重的小微客户；在大数据基础上搭建的信用体系；公司的行业优势；仓储可控；有快速变现的渠道和能力。

表 3：公司的供应链金融业务优势

	主要针对客户及诉求	特点
钢银电商	中小企业：规模小，急需资金，在银行拿不到便宜的资金	有交易场景；充分了解行业的风险点，大数据基础上搭建的信用体系；仓储可控；有快速变现渠道和能力；针对中小微企业
银行	大中型企业，要求资金成本低，资金需求量大	认为客户规模小，达不到授信门槛；风险太大；不了解行业

资料来源：国海证券研究所

供应链金融业务有望快速放量。目前公司的供应链金融业务规模为 12 亿，全部来自自有资金，期限为 15 天—3 个月不等。随着寄售量的提升和风控模型逐步成熟，公司将提高该项业务的渗透率和绝对量，预计 2017 年将迅猛发展。假设 2017 年全年寄售量 3000 万吨，日均 12 万吨，渗透率提高到 30%，除了自有资金，其他资金主要来源银行、基金及票据等。根据以上假设，可以匡算出 2017 年该项业务可创造净利润 1.57 亿。

表 4：供应链金融利润匡算模型

指标	数值
日均寄售量/万吨	12
钢价/元	3000
单日成交额/亿	3.6
渗透率	30%
周期/天	30
金融业务余额	32.4
自有资金/亿	12
外部资金/亿	20.4
对应利润/亿	1.57

资料来源：国海证券研究所

2.2、交易佣金：电商平台和服务价值最好的体现

交易佣金是平台影响力最好的体现，也是提供服务应得的回报。正是电商平台提供贯穿整个交易流程的服务，使得用户体验更佳，本应收取相应的佣金。同时公司的平台做大做强，收取佣金并不会阻碍客户粘性。目前平台收取佣金的标准是 1-10 元/吨，平均 2 元/吨，涵盖大部分客户，未来有望普及到所有客户，佣金标准也会相应提高。假设 2017 年交易佣金标准 4 元/吨，全年寄售量 3000 万吨，此项收入 1.2 亿，假设销售人员成本 10 万/年，目前销售员工 500 人左右，成本约 5000 万/年，预计净利润有望达到 7000 万/年。

图 7：钢银电商的生态闭环



资料来源：钢银电商，国海证券研究所

2.3、增值服务：不可或缺的一环

增值服务：仓储、物流、剪切加工。这些线下的增值服务是钢材交易所必需的，也是增强客户粘性不可或缺的一环，虽然目前创造的收入占比较小，但是市场空间并不小。通过仓库租赁和物联网技术，钢银电商牢牢把控仓储的控制权；通过与运钢网合作，为客户提高运输的便利；通过入股福然德部件加工公司来布局加工领域。

图 8：钢银电商的增值服务



资料来源：钢银电商官网，国海证券研究所

市场空间测算：假设 2017 年寄售量 3000 万吨，20%-30%涉及到增值服务，仓储分成 5 元/吨；加工 30 元/吨，公司分成 10 元/吨；运输 30 元/吨，公司分成 10 元/吨，通过测算，预计净收入有望达到 1.8 亿。

表 5：增值服务收入匡算

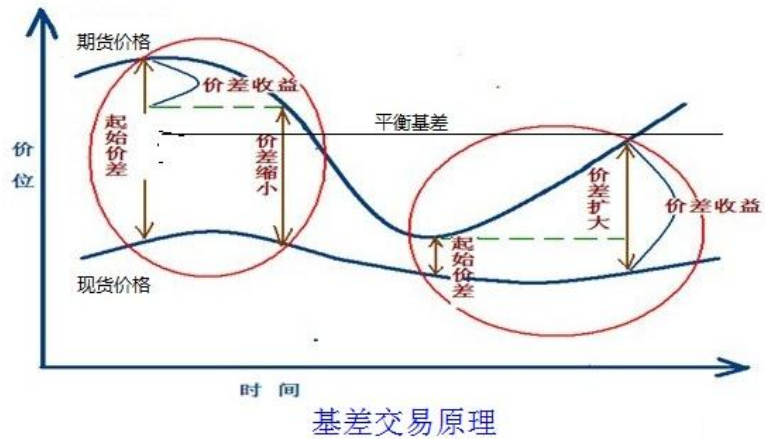
增值服务	年寄售量/万吨	渗透率	分成 (元/吨)	收入/万元
仓储	3000	20%	5	3000
加工	3000	20%	10	6000
运输	3000	30%	10	9000
合计				18000

资料来源：国海证券研究所

2.4、期现结合：商品市场的价值体现

期现结合有望成为公司新的盈利点。期现结合一期现套利是利用期现价格基差偏离正常范围进行套利，使其回归正常区间。期现套利的壁垒非常高，要求参与者必须具有足够量的现货交易，通过 otc 衔接金字塔上下的期货与现货，同时具备市场价格发现能力和团队，以及通过全产业链上下游布局可控来实现交割成本可控。公司非常适合参与，且能做到风险可控，该部分资金回报率可稳定在 15% 以上，未来有望逐步成为公司新的利润贡献点。

图 9：期现套利—基差交易原理



资料来源：国海证券研究所

3、数据资讯业务：公司核心竞争力

公司数据资讯拥有较强的定价权。由于数据的原创性、资讯的及时性、行业数据受众更具针对性，所以用户的粘性比较强。与此同时，钢联布局行业数据 16 年，已经在政府部门、研究院所、金融机构及钢铁企业中建立起了良好的行业口碑以及品牌优势，公司编制的多个价格指数被国内外市场所认可。

表 6：公司数据被国内外市场认可情况一览

数据类型	合作机构	合作事宜
大宗商品价格指数(MyBCIC)、钢材综合价格指数 (MySpic)、上海螺纹钢价格指数、铁矿石价格指数(MyIpic)、有色金属价格指数	国家统计局	与国家统计局等进行战略合作，编制相关指数，为钢铁企业、贸易商等产业客户、金融机构、政府人士所认可
原材料价格指数	芝加哥期货商品交易所 (CME)	进行战略合作，拟基于公司编制的原材料价格指数推出相关衍生品
Mysteel 铁矿石价格指数	上海清算所	作为人民币铁矿石掉期的结算参考依据
Mysteel 铁矿石价格指数	必和必拓、淡水河谷	2015 年开始，必和必拓、淡水河谷已正式采用 Mysteel 指数作为其结算依据
Mysteel 指数	北铁中心、globalORE	国内外两大现货平台北铁中心和 globalORE 采用 Mysteel 指数进行定价
相关价格指数	中央电视台财经频道、新华网、第一财经	相关指数在以上主流大众媒体平台定期发布

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 7：公司数据业务的行业壁垒

行业壁垒	备注
前期投入高	按照 1000 人团队，人均成本 10 万元/年计算，三年投入期就需要 3 亿元左右，如果考虑其他，初期投入 5 亿元左右，是否得到市场认可尚在两可之间，盈利期过长
行业关系	已经和钢铁企业、贸易商及下游用户建立深厚的合作关系
口碑和品牌优势	行业内建立良好的口碑和品牌优势，数据权威性已经获得国内外诸多机构的认可
市场份额很高	钢联数据已经占领市场绝大部分份额，形成寡头垄断，后来者很难超越
大数据闭环	交易平台做大做强，奠定行业龙头地位，平台的高频数据与传统数据相辅相成，形成闭环

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司的核心竞争力—大数据。成立至今，上海钢联一直是一个扎扎实实做产业数据的大数据公司，把数据做深、做透、做强，做成公司业务最大的护城河。公司更愿意对标彭博资讯（Bloomberg）、汤森路透（Thomson Reuters）、普氏能源（Platts）及万得资讯（Wind）等数据公司，把数据作为公司的核心竞争力。特别在大宗 B2B 领域，只有在专业数据上具有话语权，实现大数据与交易中风控管理、高频交易的无缝对接，才能产生较高的客户粘性和行业壁垒，进而在激烈的竞争中保持不败之地。

表 8：主要数据公司一览

数据公司	简介
汤森路透	世界一流的企业及专业情报信息提供商，将行业专门知识与创新技术相结合，在全世界最可靠的新闻机构支持下，向金融、法律、税务与会计、科技、医疗保健和媒体市场的领先决策者提供关键信息。
彭博资讯	成立于 1981 年的美国彭博资讯公司是目前全球最大的财经资讯公司。彭博仅用了 22 年的时间，就将它的金融数据市场的销售收入超越了具有 150 年历史的、世界上最大的资讯公司——路透集团。
普氏能源	普氏能源资讯是全球领先的能源和金属信息提供商，客户遍布整个能源和金属供应链
万得资讯	万得是中国大陆领先的金融信息和软件供应商、服务商，在国内金融机构的渗透率在 80% 以上。截至 2015 年 6 月 30 日，万得资产总额 30.53 亿元，净资产为 24.91 亿元，2015 年 1-6 月实现净利润 3.87 亿元。目前估值 600 亿
上海钢联	专注钢铁行业数据 16 年，在产业数据界的龙头地位获得国内外认可

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

3.1、移动端资讯业务：新的流量入口

移动端业务发展迅猛，有望成为新亮点。大宗商品的火爆行情以及价格的剧烈波动，催生终端用户对价格资讯等数据的强烈需求。公司推出的移动端资讯业务，发展迅速，成为新亮点。目前 APP 会员年费是 1000 元/年/人，截止 2016 上半年，移动 APP 安装用户 45 万，付费用户已经超过 10 万。

图 10：我的钢铁 APP 在 Apple Store 排名情况



图 11：我的钢铁 APP 首页界面



资料来源：Apple Store，国海证券研究所

资料来源：我的钢铁 APP，国海证券研究所

目标客户群体空间广阔，有望成为新的流量入口。移动端的主要用户是钢厂、终端企业、贸易商及商品市场投资者等，全国终端厂商约 300 万家，每家 10 人计算，即 3000 万潜在用户，期货投资者 500 万户，总体潜在用户市场空间巨大。

由于移动 APP 的便利性，价格资讯等数据的及时性，APP 有望成为公司数据业务和电商业务新的流量入口。

盈利空间测算：预计推广目标为 1000 万注册用户，按照 10%的付费转换率即 100 万付费用户计算，该项业务有望贡献收入 10 亿左右，且边际成本极低，只不过是 PC 端向移动端的迁徙而已。目前付费用户已经超过 10 万，但是考虑到捆绑交叉消费、会员费优惠、纯新增用户占比不大等因素，2016 年可以确认的收入较少，但未来两年该项收入将会呈现明显的增长。

表 9：移动 APP 收入预测

*指可确认收入的会员数	2016	2017	2018	2019	2020
*付费用户数量/万	2	5	10	30	50
年费/元	1000	1000	1000	1000	1000
收入/万元	2000	5000	10000	30000	50000

资料来源：国海证券研究所

3.2、云终端：从市场影响力到变现

打造全面的大数据体系。其一，公司通过梳理品种资讯方向、整理数据框架，进一步通融钢联各版块及子公司之间数据协同；其二，统一公司及子公司数据框架以及数据模型，建立标准化数据源，加快产业数据与交易数据的融合，为上海钢联产业大数据体系的搭建和完善奠定基础；其三，加强与政府机构、科研院所、财经机构、钢铁企业的深入合作，推动公司从基础数据采集向数据研究分析，不断提供定制化咨询项目，逐步提升数据影响力。

云终端：让大数据市场影响力到变现。公司开发云终端（PC 端），更好地服务机构客户，拟对标国内的 wind 公司，打造产业大数据智能终端，同时开发相关金融产品，提供全方位金融服务。预计 2017 年该项业务开发客户目标数量超过 1000 个，按照单个会员收费 5 万元计算，该项业务有望贡献收入 5000 万元。

4、盈利预测与评级

电商板块：供应链金融业务有望快速放量，交易佣金同时扩大覆盖面，相关收入有望提升。预计 2017 年供应链金融业务余额 30 亿左右，贡献净利润 1.57 亿，交易佣金贡献利润 7000 万，增值服务部分暂不考虑，预计电商板块盈利约为 2.27 亿。

数据板块：预计 2017 年数据板块 APP 贡献收入 5000 万，云终端贡献收入 5000 万，按照 70%利润率计算，该项业务贡献利润 7000 万元。

维持买入评级。公司的平台已经做大做强，业绩拐点来临，盈利模式渐趋清晰。随着寄售量扩大，供应链金融业务与交易佣金收入持续上升，同时数据板块开始发力，成为盈利贡献的重要一环。由于 2016 年钢价非理性上涨以及公司注重风控主动放缓交易量增长速度，电商平台的交易量增速略有放缓，我们适当下调公司的盈利预测，但是考虑到公司在数据板块和电商板块双轮驱动下，公司业绩拐点及快速增长的趋势并没有发生改变。预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.24 元、1.28 元、2.62 元，对应当前股价的 PE 分别为 170 倍、32 倍、16 倍，

维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 同行竞争加剧带来的投入不确定性风险;
- 2) 公司业务团队核心人员流失风险;
- 3) 钢价上涨呈现趋势性预期带来的用户“囤货待涨”导致交易量停滞风险;
- 4) 公司品种拓展的不确定性风险;
- 5) 公司期现套利业务的不确定性风险;
- 6) 公司基金销售业务的不确定性。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21357	36256	65197	117236
增长率(%)	183%	70%	80%	80%
净利润(百万元)	(250)	37	200	409
增长率(%)	-1434%	—	437%	104%
摊薄每股收益(元)	-1.61	0.24	1.28	2.62
ROE(%)	-84.99%	10.58%	30.20%	31.52%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 10: 上海钢联盈利预测表

证券代码:	300226.SZ				股价:	40.32	投资评级:	买入		日期:	2016/12/29
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%	11%	30%	32%	EPS	-1.61	0.23	1.26	2.57		
毛利率	-1%	1%	1%	1%	BVPS	0.50	0.72	2.00	4.60		
期间费率	1%	1%	0%	0%	估值						
销售净利率	-1%	0%	0%	0%	P/E	-25.21	172.54	32.14	15.74		
成长能力					P/B	81.73	55.96	20.26	8.80		
收入增长率	183%	70%	80%	80%	P/S	0.30	0.18	0.10	0.05		
利润增长率	-1434%	—	437%	104%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	11.42	23.38	27.39	29.53	营业收入	21357	36256	65197	117236		
应收账款周转率	1209.25	1825.00	365.00	(万元)	营业成本	21500	35956	64525	116102		
存货周转率	86.68	121.67	121.67	121.67	营业税金及附加	1	2	3	6		
偿债能力					销售费用	176	145	163	176		
资产负债率	84%	77%	72%	67%	管理费用	87	73	98	117		
流动比	1.03	1.11	1.28	1.43	财务费用	20	9	24	49		
速动比	0.86	0.84	0.95	1.06	其他费用/(-收入)	(21)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	(448)	72	385	786		
现金及现金等价物	350	331	356	298	营业外净收支	6	0	0	0		
应收款项	18	20	179	642	利润总额	(442)	72	385	786		
存货净额	248	296	530	954	所得税费用	6	14	77	157		
其他流动资产	895	566	1000	1781	净利润	(448)	57	308	629		
流动资产合计	1511	1213	2065	3676	少数股东损益	(198)	20	108	220		
固定资产	222	200	180	162	归属于母公司净利润	(250)	37	200	409		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	24	24	22	19	经营活动现金流	(158)	(97)	(170)	(343)		
长期股权投资	45	45	45	45	净利润	(448)	57	308	629		
资产总计	1871	1551	2380	3970	少数股东权益	(198)	20	108	220		
短期借款	74	174	474	974	折旧摊销	16	25	22	20		
应付款项	110	79	141	254	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	513	298	447	642	营运资金变动	471	757	(1047)	(2125)		
其他流动负债	775	543	551	698	投资活动现金流	(545)	22	20	18		
流动负债合计	1472	1093	1613	2569	资本支出	9	22	20	18		
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	684	100	302	505		
负债合计	1576	1198	1717	2674	债务融资	(55)	100	300	500		
股本	156	159	159	159	权益融资	336	0	0	0		
股东权益	295	352	663	1296	其它	403	0	2	5		
负债和股东权益总计	1871	1551	2380	3970	现金净增加额	(19)	26	152	180		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机&有色研究团队介绍】

李帅华，工学硕士，CIIA，三年央企实业工作经历，四年有色行业研究经历，目前负责有色金属行业研究。

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。

【分析师承诺】

李帅华，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唯一参考因素，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。

【重要说明】

本报告涉及的钢银电商为国海证券股份有限公司做市企业。