

上海钢联(300226)/互联网

业务模式正逐步兑现

评级：买入(维持)

市场价格：44.60

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

电话：

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

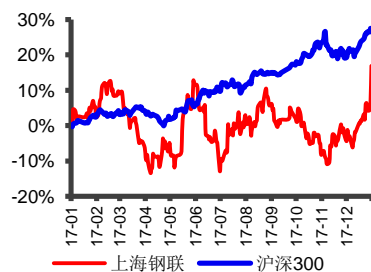
联系人：陈倩卉

电话：

Email: chenqh@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	159
流通股本(百万股)	151
市价(元)	44.60
市值(百万元)	7102
流通市值(百万元)	6724

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,357.1	41,279.0	76,254.5	118,120.6	171,215.3
增长率 yoy%	182.6%	93.3%	84.7%	54.9%	44.9%
净利润(百万元)	-250.4	22.1	65.7	99.1	134.7
增长率 yoy%	-1433.6%	-108.8%	197.2%	50.9%	35.9%
每股收益(元)	-1.57	0.14	0.41	0.62	0.84
每股现金流量	0.93	-1.04	36.28	21.03	26.68
净资产收益率	-324.2%	4.4%	12.2%	15.3%	17.3%
P/E	-28.4	321.3	108.3	71.8	52.8
PEG	0.2	4.1	1.4	-0.4	0.7
P/B	92.0	14.2	13.2	11.0	9.1

备注：

投资要点

- 大股东增持1%股权。**公司公告，公司第一大股东上海兴业投资发展有限公司，于2018年1月4日至2018年1月15日，增持公司股票159.22万股，占公司总股本的1%。此次增持后，兴业投资累计持有公司股份4010.47万股，占公司总股本的25.19%。兴业投资增持的目的，主要基于对公司发展战略及未来发展前景的充分信心和对公司股票长期投资价值的高度认可。我们认为，目前公司正经历业绩拐点，钢银电商的“平台+服务”业务模式逐步成熟，平台交易规模和收入正在稳健增长。2017年前三季度，公司归母净利润3392万元，同比增长112%，公司预计2017年全年业绩有望较大增长。
- 业务模式成熟体现一：钢银平台交易规模稳健增长。**钢银电商平台是为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案的第三方平台，包括撮合交易和寄售交易等钢铁现货交易服务。撮合交易服务为免费服务，旨在用户引流、培养用户交易习惯，为寄售业务奠定基础。在寄售交易中，生产商或钢贸商可以通过钢银平台进行在线销售，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。公司对部分寄售交易收取服务费，服务费收入直接抵扣采购货款，体现为公司寄售业务的买卖差价。(1)2016年钢银平台成交量为3603万吨，同比增长28.4%，日均成交量为14.4万吨；2017年上半年钢银平台成交量为2291万吨，同比增长57.4%，日均交易量为19.1万吨。钢银交易规模快速增长。(2)2016年钢银交易平台寄售量为1780万吨，同比增长65.3%，2017年上半年钢银平台寄售量为946.2万吨，同比增长12.8%。
- 业务模式成熟体现二：供应链服务增速较快。**供应链服务是基于钢银电商交易平台较大的钢材交易量，钢银电商为平台上下游客户在钢材采购、销售环节提供供应链服务，供应链服务具体可分为“帮你采”、“随你押”、“任你花”三款产品。2017年上半年，钢材交易服务营业收入317.7亿元，较上年同期增长91.0%，其中供应链服务收入达53.1亿元，较上年同期增长391.0%。2016H1、2016、2017H1供应链服务收入分别为10.8亿元、55.5亿元、53.1亿元，供应链服务收入快速增长。公司的电商平台及供应链服务主体钢银电商，系公司控股子公司，目前持股55.1%，2015、2016、2017H1钢银电商的净利润分别为-43983万元、1825万元、1581万元，盈利水平也在快速提升。
- 业务模式成熟体现三：平台用户量快速增长。(1)访问量&装机量。**2016年、2017H1，“我的钢铁网”、“钢银钢铁现货交易平台”等PC端页面浏览量分别为13883万次、7580万次，独立访问次数分别为1980万次、1010万次。2016年、2017H1，“我的钢铁”、“钢银助手”等移动端总装机量分别为38.9万部、50.3万部，注册用户数分别为55.4万个、65.1万个。(2)资讯业务用户。PC端：2016、2017H1，注册用户分别为156万、168万，活跃用户（报告期内访问的用户）分别为9.8万、7.7万。付费用户分别为2.4万、3.0万，ARPU值分别为6401元、3009元。移动端：2016、2017H1，付费用户分别为1.87万、2.37万，ARPU值分别为488元、244元。(3)交易业务PC端用户。2016/2017H1，注册用户分别为6.62万、7.38万，活跃用户（过去12个月交易的用户）分别为2.45万、2.08万。(4)资讯业务增值付费用户。2016、2017H1，付费用户为4.27万、5.36万，平均付费金额为3810元、1787元。
- 投资建议。**我们认为，平台用户的增长、交易规模的增加以及供应链服务的逐步渗透，有望继续驱动公司业绩快速增长。我们预计，公司2017-2019年归母净利润分别为0.65/0.99/1.35亿元，EPS分别为0.41/0.62/0.84元，目前股价对应2017-2019年的PE分别为108X、72X、53X。维持“买入”评级。

- **风险提示。**钢银平台交易规模增速低于预期的风险；交易平台手续费降低的风险；供应链服务收入增速低于预期的风险。

图表 1: 公司财务报表分析与预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,279.0	76,254.5	118,120.6	171,215.3	净利润	29.3	65.7	99.1	134.7
减:营业成本	40,973.4	75,553.0	117,021.2	169,575.9	加:折旧和摊销	16.3	16.3	16.3	16.3
营业税费	11.6	19.7	23.3	42.1	资产减值准备	-3.9	-	-	-
销售费用	140.4	177.8	255.7	385.6	公允价值变动损失	-2.8	-9.3	5.3	-0.4
管理费用	125.6	195.8	266.4	395.8	财务费用	10.5	200.5	375.6	589.3
财务费用	0.2	200.5	375.6	589.3	投资收益	7.4	3.6	4.3	5.1
资产减值损失	-3.9	5.1	6.8	2.7	少数股东损益	7.2	6.7	34.7	33.5
加:公允价值变动收益	2.8	-9.3	5.3	-0.4	营运资金的变动	-773.2	-1,918.2	2,515.9	-3,961.0
投资和汇兑收益	-7.4	-3.6	-4.3	-5.1	经营活动产生现金流量	-770.6	-1,634.7	3,051.3	-3,182.4
营业利润	27.2	89.7	172.6	218.4	投资活动产生现金流量	-53.1	37.5	-25.6	-4.6
加:营业外净收支	4.8	6.8	5.8	5.8	融资活动产生现金流量	658.4	7,373.7	323.6	7,434.6
利润总额	32.0	96.5	178.5	224.2	现金净流量	-165.3	5,776.5	3,349.3	4,247.6
减:所得税	2.7	24.1	44.6	56.1					
净利润	22.1	65.7	99.1	134.7					
资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	323.8	6,100.4	9,449.7	13,697.2	成长性				
交易性金融资产	25.1	15.8	21.1	20.7	营业收入增长率	93.3%	84.7%	54.9%	44.9%
应收帐款	221.4	604.3	318.1	1,058.0	营业利润增长率	-106.1%	230.0%	92.5%	26.5%
应收票据	130.5	45.0	234.6	230.3	净利润增长率	-108.8%	197.2%	50.9%	35.9%
预付帐款	3,986.5	3,787.4	7,482.6	10,409.9	EBITDA增长率	-110.5%	607.6%	84.2%	46.0%
存货	704.2	1,728.0	1,392.2	3,248.2	EBIT增长率	-106.4%	958.5%	88.9%	47.3%
其他流动资产	3.3	24.0	26.2	17.9	净资产增长率	268.4%	4.3%	12.6%	13.0%
可供出售金融资产	78.7	56.2	67.0	67.3	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%
长期股权投资	55.8	55.8	55.8	55.8	营业利润率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
投资性房地产	-	-	-	-	净利率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定资产	209.6	193.9	178.2	162.6	EBITDA/营业收入	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%
在建工程	-	-	-	-	EBIT/营业收入	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%
无形资产	23.8	23.1	22.4	21.7	运营效率				
其他非流动资产	1.5	3.2	1.6	1.3	固定资产周转天数	2	1	1	0
资产总额	5,764.2	12,637.0	19,249.5	28,990.9	流动资产周转天数	30	42	48	50
短期债务	120.3	4,045.7	4,408.8	4,999.5	应收帐款周转天数	1	2	1	1
应付帐款	760.1	2,195.3	2,479.3	4,083.3	存货周转天数	4	6	5	5
应付票据	241.0	85.8	589.1	451.9	总资产周转天数	33	43	49	51
其他流动负债	3,497.8	1,433.9	6,428.5	6,512.6	投资资本周转天数	4	8	4	5
长期借款	20.0	3,706.8	4,030.4	11,465.1	投资回报率				
其他非流动负债	39.5	37.8	39.0	38.8	ROE	4.4%	12.2%	15.3%	17.3%
负债总额	4,678.8	11,505.4	17,975.2	27,551.3	ROA	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%
少数股东权益	586.5	593.1	627.9	661.4	ROIC	527.4%	26.5%	15.1%	317.1%
股本	159.4	159.4	159.4	159.4	费用率				
留存收益	339.5	379.0	487.1	618.8	销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
股东权益	1,085.4	1,131.6	1,274.4	1,439.6	管理费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
负债和股东权益合计	5,764.2	12,637.0	19,249.5	28,990.9	财务费用率	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
					三费/营业收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。