

数据资讯、交易佣金、供应链服务三大盈利模式

不断进展，空间广阔

——上海钢联（300226）跟踪报告

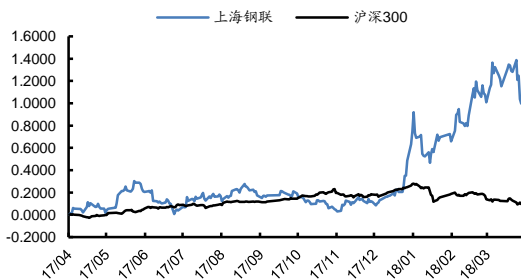
研究所

证券分析师：宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com

证券分析师：刘浩 S0350518040001

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上海钢联	-4.3	34.5	93.3
沪深300	-6.5	-13.3	8.5

市场数据

	2018-04-20
当前价格（元）	66.00
52周价格区间（元）	33.01 - 80.58
总市值（百万）	10509.07
流通市值（百万）	9950.36
总股本（万股）	15922.83
流通股（万股）	15076.30
日均成交额（百万）	215.55
近一月换手（%）	93.25

相关报告

《上海钢联（300226）年报点评：2017 利润历史新高，2018 继往开来》——2018-03-19

《上海钢联（300226）事件点评：平台成交量创新高，积极关注公司发展》——2018-03-13

《上海钢联（300226）动态研究：钢银申请 30 亿银行授信，拟大幅提升资金规模助推供应链服务快速发展》——2018-01-29

《上海钢联（300226）动态研究：实际控制人增资，电商业发展突破瓶颈》——2018-01-18

《上海钢联（300226）事件点评：实际控制人

投资要点：

- 数据资讯广阔空间。**随着平台交易带来的电子化数据的补充叠加公司国内现货、金融领域定价权升级到国际领域定价，基于产业数据层面的信息服务业务空间和增速均获得大幅提升。2017 年信息服务收入 2.45 亿，同比增长 32%，信息服务的预收款项 1.54 亿，同比去年 1.08 亿大幅增长 42.6%。公司做钢铁资讯业务起家，其铁矿石指数已经被必和必拓采用，数据权威性无疑。若公司未来可获得独立国际定价权之后，数据业务盈利空间将呈数量级扩大，参考国际大宗商品数据巨头普氏能源，其每年取得超数亿美金的数据收入，其中 80% 来自佣金分成（期货等指数交割业务，大概每手 0.6 美金）。2018 年公司同时开始大力发展有色、能源化工、农产品等其他资讯板块，值得期待。横向复制多个品种，假设以 5 个品种计，数据资讯收入弹性显著。
- 交易佣金持续提升。**做实寄售，2017 年交易全面收费（平台提供结算和开票等服务，每吨收取 0-10 元佣金），未来最高有望能提高到 20 元钱（竞价排名、物流服务、金融服务、仓储服务等）。2017 年钢银平台寄售交易量达 2219 万吨，同比增长 23.29%。假设公司未来五年做到 1 亿吨，佣金收入空间则在 20 亿元，且这块业务的放量，边际成本极低。
- 供应链服务不断进展，公司与子公司间互相借款由可最高借满 6 亿元升至 20 亿元。30 亿授信+20 亿互相借款+10 亿定增为 2018 年供应链服务业绩增长重要支撑。**4 月 16 日公告，为提高公司及下属各子公司资金使用效率，公司拟扩大公司下属子公司可以相互借款的主体范围：公司及控股子公司上海钢联资讯科技有限公司、上海钢银电子商务股份有限公司、上海钢联宝网络科技有限公司和山东隆众信息技术有限公司根据各自资金需求和业务发展需要，在不影响公司及下属控股子公司正常经营的情况下，拟利用各自自有资金相互借款，相互借款余额不超过 5 亿元人民币（可在此额度内循环使用），期限自本次股东大会审议通过之日起三年。此次决议相比 2 月 9 日公司公告与控股子公司钢联资讯、钢银电子商务股份有限公司三者相互借款额度 3 亿元，可借额度由单公司可最高借满 6 亿元升为单公司可最高借满 20 亿元。此外，子公司钢银电子商务股份有限公司申请 30 亿元银行授信，2017 年 12 月钢银电子商务股份有限公司定增 10 亿元，至 2017 年底股东权益近 23 亿元。按股东权益+银行借款+公司借款相加，供应链融资余额规模可

大力支持，电商业务加力发展》——2017-11-12

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%。

达 73 亿元，假设年化息差 8%，对应金融息差收入 5.84 亿元，相比 2017 年 Q3 时点供应链融资余额规模 17.5 亿元（按股东权益 13 亿+银行贷款总额 4.5 亿计算）扩大近 4.2 倍。公司供应链服务将快速做大做强。

- **钢联双重高壁垒，国内国外的现货和金融定价权已经确定稀缺，今年预期达到千亿流水（2017 年流水过 700 亿元）的交易平台场景壁垒行业已经完全第一，这两个高壁垒维持公司未来确定性的行业通吃局面。**平台化盈利模式已经越发清晰，一环扣一环，形成正向反馈。随着交易量的稳步增长，首先带来交易佣金的提高，然后基于交易量的供应链金融业务会得到提升，高频和实时数据叠加传统数据带来信息服务的提升，交易量的提升又带来仓储、物流、加工等附加环节业务的提升（目前还未贡献业绩）。基于真实场景的小而散交易场景带来的金融风控更加牢固，基于交易端向上下游的延伸已经非常明显，带来每个环节的业务提升和盈利也越发明显。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**基于公司对金融风控的稳健性推进，以及资讯业务发展所需一定的费用支出，暂不考虑配股对公司业绩及股本的影响，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.30、2.04、3.21 元，当前股价对应市盈率估值分别为 51、32、21 倍，公司成长方向确定，维持买入评级。
- **风险提示：**（1）业绩不达预期的风险；（2）平台业务进展不及预期的风险；（3）资讯业务进展不及预期的风险；（4）配股发行进度及项目建设进度不及预期；（5）公司业务与普氏能源不具有完全可比性，相关数据仅供参考；（6）公司未来能否获得独立国际定价权仍存在较大的不确定性；（7）公司寄售业务规模和交易佣金价格的不确定性。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	73697	103182	144491	202341
增长率(%)	79%	40%	40%	40%
净利润（百万元）	48	208	325	512
增长率(%)	118%	331%	56%	57%
摊薄每股收益（元）	0.30	1.30	2.04	3.21
ROE(%)	2.22%	8.42%	11.09%	13.89%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

注：暂不考虑配股对公司业绩及股本的影响

表 1: 上海钢联盈利预测表 (暂不考虑配股对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	300226.SZ				股价:	66.00	投资评级:	买入		日期:	2018-04-20
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	2%	8%	11%	14%	EPS	0.30	1.30	2.04	3.21		
毛利率	1%	1%	1%	1%	BVPS	5.18	6.48	8.52	11.74		
期间费率	0%	0%	0%	0%	估值						
销售净利率	0%	0%	0%	0%	P/E	327.19	50.58	32.33	20.54		
成长能力					P/B	12.75	10.18	7.74	5.62		
收入增长率	79%	40%	40%	40%	P/S	0.14	0.10	0.07	0.05		
利润增长率	118%	331%	56%	57%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	7.22	8.87	9.27	9.72	营业收入	73697	103182	144491	202341		
应收账款周转率	64.25	182.50	182.50	182.50	营业成本	73252	102451	143439	200788		
存货周转率	82.35	91.25	91.25	91.25	营业税金及附加	18	26	36	51		
偿债能力					销售费用	161	186	231	304		
资产负债率	79%	79%	81%	82%	管理费用	162	186	240	324		
流动比	1.23	1.24	1.21	1.20	财务费用	21	28	54	78		
速动比	1.12	1.11	1.09	1.07	其他费用 / (-收入)	(19)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	68	307	490	796		
现金及现金等价物	811	4449	5672	7080	营业外净收支	3	5	5	5		
应收款项	1147	565	792	1109	利润总额	71	312	495	801		
存货净额	889	1123	1572	2201	所得税费用	4	19	30	49		
其他流动资产	7012	5171	7237	10129	净利润	67	293	464	752		
流动资产合计	9860	11297	15261	20506	少数股东损益	18	85	139	241		
固定资产	196	181	166	152	归属于母公司净利润	48	208	325	512		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	23	23	23	22	经营活动现金流	(1258)	2511	362	648		
长期股权投资	55	55	55	55	净利润	67	293	464	752		
资产总计	10214	11636	15584	20815	少数股东权益	18	85	139	241		
短期借款	896	2096	3096	4096	折旧摊销	15	16	16	14		
应付款项	394	552	773	1081	公允价值变动	(13)	0	0	0		
预收帐款	5882	5654	7917	11087	营运资金变动	(1345)	2118	(257)	(359)		
其他流动负债	826	826	826	826	投资活动现金流	(7)	15	15	14		
流动负债合计	7999	9128	12613	17091	资本支出	13	15	15	14		
长期借款及应付债券	5	5	5	5	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	36	36	36	36	其他	(21)	0	0	0		
长期负债合计	41	41	41	41	筹资活动现金流	4903	1200	1000	1000		
负债合计	8040	9169	12653	17132	债务融资	761	1200	1000	1000		
股本	159	159	159	159	权益融资	1018	0	0	0		
股东权益	2174	2467	2931	3683	其它	3124	0	0	0		
负债和股东权益总计	10214	11636	15584	20815	现金净增加额	3638	3726	1377	1662		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本硕博毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

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。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，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。