

上海钢联 (300226)

证券研究报告
2019年06月21日

数据资讯开启新征程，电商龙头迎来高速增长期

全球化、跨行业，数据资讯业务存广阔空间

- **横向扩张做强其他大宗领域，打开百亿市场。**2018年，公司先后投资山东隆众、中联钢，积极向石化等行业进行战略布局，使得公司数据资讯业务范围由钢铁扩展至泛大宗市场，公司全球大宗商品数据服务商雏形已现。
- **成长空间可期。**从国际巨头经验来看，指数授权是最重要的收入来源之一。钢铁金融属性强，金融机构对钢铁数据的需求迫切，且支付能力强，公司指数授权业务有望成为最重要收入来源之一。化工、有色等行业潜在空间更大，公司成长可期。
- **与新交所合作意义重大，公司数据业务具备全球影响力。**公司与新交所子公司设立合资公司，共同创设、开发、发布、分销和营销 JV 指数。新交所是全球第二大铁矿石衍生品市场，占全球份额的95%以上。此次合作标志着公司数据业务已具备全球影响力。

钢铁电商龙头地位稳固，长期空间大

- **多项关键数据显示钢银电商是行业龙头。**交易规模、盈利能力等多项数据显示，钢银电商是行业龙头。交易规模方面，公司2018年寄售模式下钢产品全年交易量2760万吨，远超可比公司。盈利能力方面，2018年钢联电商实现净利润1.55亿元，大幅领先对手。
- **经营模式走向分化，钢银寄售模式抗钢价波动风险能力强。**钢银开创的寄售交易，可以使得公司全方位地参与整个交易链条，增添客户粘性，不用承担价格波动风险，具备领先性。钢材使用是刚需，且钢铁电商化交易渗透率仅3.2%，电商化交易量仍有较大提升空间。
- **电商业务已进入高速增长期，潜在利润空间数十亿。**钢铁行业代理、贸易商模式将长期存在，预计钢联未来每年交易量可做到1亿吨，按照每吨10元服务费测算，潜在收入空间达10亿。供应链服务有望贡献10亿毛利。

盈利预测与估值

公司数据资讯业务的护城河越来越宽，钢银电商龙头地位稳固，已经进入良性循环期。预计公司19-21年净利润2.13/3.19/4.53亿元；对应EPS为1.34/2.00/2.85元，对应P/E 53.98/35.97/25.33倍。采用分部估值法，2019对应公司市值约136.9亿元，对应股价86.10元/股。

风险提示：资讯业务推进不及预期；钢铁电商业务受宏观经济波动影响；供应链金融业务对公司经营性现金流产生压力；交易过程中质量保证、供货违约风险；钢材价格波动影响下游需求；信用风险；存货风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	73,697.05	96,055.09	124,871.62	159,835.67	202,991.30
增长率(%)	78.53	30.34	30.00	28.00	27.00
EBITDA(百万元)	(193.08)	288.36	430.37	657.44	925.78
净利润(百万元)	48.18	120.93	212.60	319.03	452.95
增长率(%)	117.95	151.00	75.81	50.06	41.98
EPS(元/股)	0.30	0.76	1.34	2.00	2.85
市盈率(P/E)	238.19	94.90	53.98	35.97	25.33
市净率(P/B)	13.92	11.99	9.81	7.71	5.91
市销率(P/S)	0.16	0.12	0.09	0.07	0.06
EV/EBITDA	(38.07)	31.86	27.04	13.40	8.72

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	72.11元
目标价格	86.10元

基本数据

A股总股本(百万股)	159.14
流通A股股本(百万股)	151.76
A股总市值(百万元)	11,475.47
流通A股市值(百万元)	10,943.32
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	58.63
一年内最高/最低(元)	91.87/37.92

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《上海钢联-公司点评:员工持股绑定核心员工,发债募资增厚资金实力》2019-05-24
- 2 《上海钢联-年报点评报告:数据资讯竞争力再提升,电商规模效应体现明显》2019-04-29
- 3 《上海钢联-公司点评:扣非增速符合预期,电商短期受增值税影响依然高增》2019-04-10

内容目录

1. 跨领域扩张、全球化发展，数据资讯业务存在百亿空间.....	4
1.1. 横向扩张做强其他大宗领域，数据资讯百亿市场可期.....	4
1.2. 四大优势加持，钢联有望成为全球大宗数据龙头.....	5
1.3. 与新交所合作意义重大，国际市场有望加速扩张.....	7
1.4. 从钢铁到整个大宗，从国内到国际，未来 5-10 年有望持续成长.....	8
2. 钢银龙头地位稳固，长期利润空间大.....	8
2.1. 多项关键数据显示钢银电商行业龙头地位明确.....	8
2.2. 经营模式走向分化，钢银寄售模式抗钢价波动风险能力强.....	10
2.3. 电商业务已进入高速增长期，潜在利润空间数十亿.....	12
2.4. 模式已验证，资金瓶颈有望打破.....	12
3. 盈利预测与估值.....	13
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司进行跨行业投资拓展.....	4
图 2：钢联相对于普氏能源存在较大上升空间.....	5
图 3：我国粗钢产量长期处于世界领先地位.....	5
图 4：上海钢联与新加坡交易所合资公司股权结构.....	7
图 5：互联网+B2B 模式特点.....	8
图 6：钢联电商提供全方位的服务体系.....	8
图 7：2017 年钢银电商钢铁产品市场份额稳居市场第一.....	9
图 8：2017 年钢银电商钢产品交易规模远超竞争对手.....	9
图 9：钢银电商钢产品交易规模增长率保持领先.....	9
图 10：钢银电商扭亏为盈，盈利能力远超对手.....	10
图 11：钢银电商净利加速增长.....	10
图 12：供应链服务模式.....	11
图 13：钢银交易量和几乎不受钢价影响.....	11
图 14：电商平台买家对价格不敏感，价格波动对交易量影响低.....	11
图 15：钢铁交易电商化还有很大的提升空间（单位：亿吨）.....	11
图 16：全国钢产量每年在 8 亿吨左右.....	12
图 17：业务资金来源中有望加入银行，突破资金规模对业务规模的限制.....	13
表 1：国际大宗商品数据提供商业务简览.....	4
表 2：上海钢联与国内外顶级机构达成合作，公司已具备全球影响力.....	6
表 3：大宗领域主要竞争对手与钢联存在一定差距.....	6
表 4：钢银电商不同交易模式对比.....	10

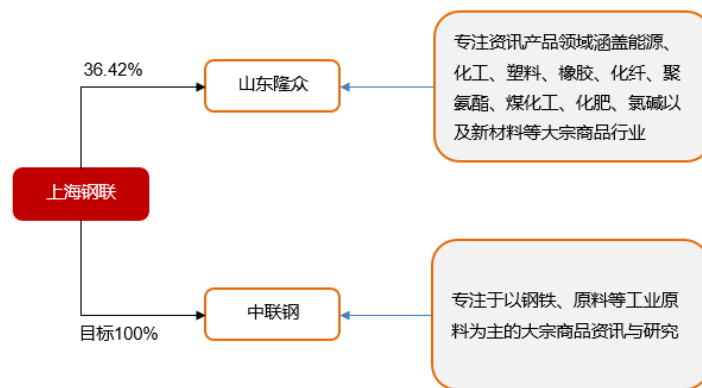
表 5：近年小微金融与供应链金融重点利好政策梳理	12
表 6：数据资讯业务可比公司 P/S 估值（根据 5 月 22 日查询值）	14
表 7：钢铁电商业务可比公司 P/E 估值	14

1. 跨领域扩张、全球化发展，数据资讯业务存在百亿空间

1.1. 横向扩张做强其他大宗领域，数据资讯百亿市场可期

布局山东隆众、中联钢，公司数据资讯业务做大做强。2017年12月14日，公司董事会通过预案，拟使用自有资金人民币2000万元，受让山东隆众36.42%股权。此后通过数轮融资，根据2018年半年报，公司已持有山东隆众51.76%股权，并入合并报表。2018年8月1日，公司发布公告，公司拟以约7000万元人民币收购中联钢100%股权。山东隆众专注资讯产品领域，涵盖能源、化工、塑料、橡胶、化纤、聚氨酯、煤化工、化肥、氯碱以及新材料等大宗商品行业。中联钢则是由大型钢铁生产和流通企业共同出资建设的钢铁行业综合性网站，专注于以钢铁、原料等工业原料为主的大宗商品资讯与研究，提供专业资讯、研究报告、策略咨询、产业数据库等全方位服务。通过外延并购，公司积极向石化等行业延伸，使得公司除钢铁以外的其他大宗数据资讯业务实力增强，全球大宗商品数据服务商雏形已现。

图 1：公司进行跨行业投资拓展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

参考已有数据提供商，大宗商品整体市场规模在百亿级。大宗商品数据领域在全球范围内存在数个领军企业，如普氏能源(S&P Platts)、英国金属导报(Metal Bulletin)、阿格斯(Argus Media)、CRU等。市场龙头普氏能源2018年收入达到8.15亿美元，再结合其他数据提供商的公开信息，我们估计大宗商品数据资讯全球市场整体规模在百亿级。

表 1：国际大宗商品数据提供商业务简览

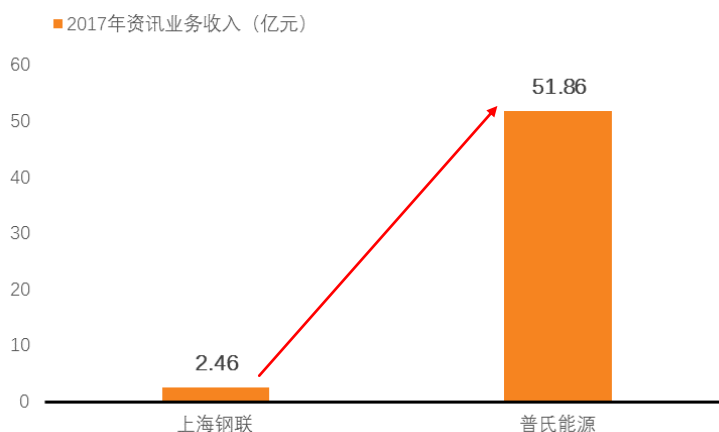
公司名称	收入体量	人员数量	覆盖品类	发展历史
S&P Global Platts	8.15 亿美元 (2018)	1200 人 分布于全球 19 个国家	石油、天然气、液化天然气、电力能源、煤炭、运输、石油化工、金属、农业产品等	1909 年成立之初，主要专注于石油行业信息。1953 年被当时的麦格劳-希尔公司收购。2000 年开始母公司将 Platts 公司和一些相似公司合并，成为了能源信息提供者 S&P Global Platts。
Argus Media	1.24 亿英镑 (2015)	900 人 分布于全球 21 个办公室	原油、成品油、煤炭、天然气、碳排放、生物能源、电力、金属、运输、化工品、化肥、液化石油气等	1970 年成立于英国，是一家私人持有公司。1979 年成为全球第一家提供原油报价的新闻机构，并全球首家发布每日原油市场通讯。今天 Argus Media 已经成为和 S&P Global Platts 并列的两家全球最权威的原油市场价格报告机构。在 2016 年的收购案中，公司估值约 14 亿英镑
Metal Bulletin	母公司相关部门共 1.66 亿英镑 (2018)	母公司相关部门共 718 人	有色金属、钢铁	成立于 1913 年，一直致力于提供有色金属和钢铁的市场信息。2006 年以 4.08 亿英镑的价格被 Euromoney Institutional Investor 收购

资料来源：各公司年报，天风证券研究所

大宗商品细分领域多，变现模式广泛，后续市场成长具备广阔空间。大宗商品行业包括农副产品、金属、能源化工品等，其中能源化工品包括煤炭、原油、石油化工产品以及基础化工产品等，如汽油、柴油、聚乙烯等；金属则包括贵金属、有色金属以及钢联的传统领域黑色金属。除黑色金属外，大宗商品的其他细分领域也均有活跃的生产和交易，其对于市场情报的需求也不低于钢铁领域。同时国际大宗商品行业具备广泛的变现模式，以普氏能源为例，其收入来源除了市场情报的订阅服务外，还包括指数定制、衍生品估价、行业会议赞助、业务咨询、组织业内活动等。综合考虑，我们认为钢联资讯业务后续具备广阔成长空间。

参考普氏能源，钢联数据资讯业务存在十数倍成长空间。目前，钢联数据资讯业务的收入主要来自于信息服务和网页链接服务。从国际巨头普氏等公司的经验来看，资讯订阅仅是其收入的一部分。按美元兑人民币汇率 6.7 进行计算，2017 年普氏能源收入 7.74 亿美元，合 51.86 亿元人民币，其中资讯产品订阅收入 7.04 亿美元，独家数据定制服务与衍生品估价收入 5700 万美元，非订阅业务收入 1300 万美元。而钢联 2017 年同期资讯数据服务收入仅 2.46 亿元，相比国际巨头成长空间极大。

图 2：钢联相对于普氏能源存在较大上升空间



资料来源：公司年报，天风证券研究所

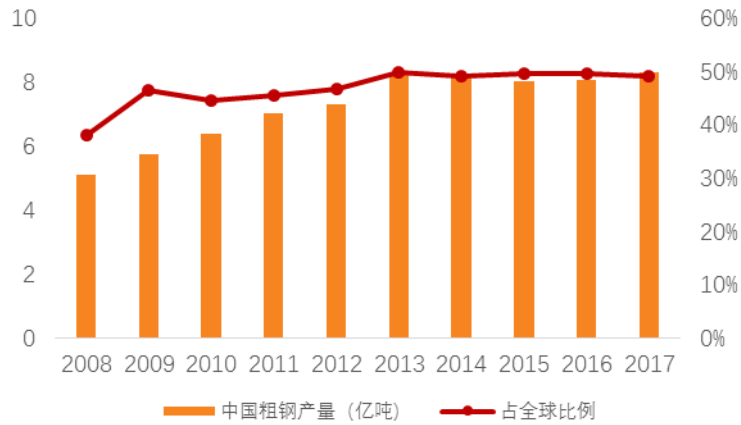
1.2. 四大优势加持，钢联有望成为全球大宗数据龙头

我们认为，钢联成为国际大宗商品资讯龙头的机会较大，原因主要有四：

1. 作为中国企业的地缘优势
2. 深耕行业多年积累的影响力优势
3. 行业属性决定的可复制优势
4. 公司体量带来的规模优势

中国在全球大宗商品多个领域消费量、贸易量处于领先地位，理应诞生至少一个数据资讯龙头。中国 2017 年粗钢产量占全球产量 49.2%，而粗钢产量可以视为铁矿石消耗的重要指标；能源消费量占全球的 23.2%；精制铜产量占全球的 35%。这些数据均反映中国已成为国际大宗商品市场的重要买方。但是中国却缺乏市场中的定价权，因为市场资讯提供商提供的价格指数是市场定价中主要的锚。以铁矿石为例，国内钢厂主要采用与矿山签订长协价的方式进行采购，而长协价的重要依据就是铁矿石价格指数。此前普氏指数长期垄断国际主要矿山结算机制，但在其编制过程中主要参考国际现货市场参与者，对于大量消耗但是在国际现货市场参与度较低的国内钢厂来说不够公平。现在必和必拓、淡水河谷等全球主要矿山已将钢联编制的 Mysteel 铁矿石价格指数纳入其结算依据，也体现了中国消费市场对于市场资讯领域的影响。

图 3：我国粗钢产量长期处于世界领先地位



资料来源：世界钢铁协会，天风证券研究所

经过多年发展，钢联的数据资讯业务已具全球影响力。自2000年创办“我的钢铁网”以来，公司布局行业数据已超18年，已经在政府部门、研究机构、金融机构及钢铁企业中建立起良好的行业口碑。与国家统计局、上海清算所、芝加哥期货商品交易所等国家国际权威机构均有合作，公司数据资讯业务已具备全球影响力。

表 2：上海钢联与国内外顶级机构达成合作，公司已具备全球影响力

数据类型	合作机构	合作事宜
钢材综合价格指数、上海螺纹钢价格指数、铁矿石价格指数、有色金属价格指数	国家统计局	与国家统计局战略合作，编制相关指数
原材料价格指数	芝加哥期货商品交易所	拟基于公司编制的原材料价格指数推出金融衍生品
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 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	CCTV 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，天风证券研究所

大宗商品各领域资讯商业模式类似，钢联在黑色金属领域地位已经稳固，模式可以复制到其他大宗领域，在资本运作的帮助下进程有望加快。商品资讯各子行业的资讯获取均依赖于编辑在产业链上下游的调研，我们认为，钢联在黑色金属领域多年的经验已经为其积累出了一套调研的方法论，可以复制到其他商品领域。同时通过钢联对山东隆众和中联钢的拓展也能看出其通过资本运作迅速打开其他商品领域的决心，未来看好钢联开拓的进程加快。

钢联相比国内大宗领域的其他对手具有规模优势，依托上市公司平台在其他大宗领域有望后来居上。目前国内大宗商品资讯领域的主要竞争对手主要有石化领域的卓创资讯和优势在基础化工和有色金属的百川资讯等，但无论是营收体量还是人员数量都与钢联存在一定的差距。同时，虽然资讯行业壁垒在于公司多年积累的信誉与影响力，但核心竞争力仍然在于旗下编辑的能力和行业关系。钢联作为该领域唯一的上市公司，融资能力与资本实力较竞争对手有显著优势，在竞争过程中可能采用挖人的战术，快速获得成熟的编辑，依托成熟的方法论快速复制实现后来居上。

表 3：大宗领域主要竞争对手与钢联存在一定差距

	卓创	百川	上海钢联
成立时间	2004	2007	2000

人数	1500 人，分析师 800 人， 资深分析师 180 人	200	2358 人，信息采集人员 超过 1000 人
覆盖领域	能源、化工、塑料、橡胶、 有色金属、钢铁、建材、农 产品、农副产品、农资、林 业、畜牧业、渔业、再生资 源等大宗商品行业	冶金产业、有色金属产业、 石油产业、煤化工产业、 煤炭产业、化肥产业、化 工产业、橡胶产业、氯碱 产业、化纤产业等 29 个 产业链	黑色、有色、能源、化 工、建材、农产品等 35 个行业数据库
垂直产品 覆盖	673	200	仅隆众就超过 800 条品 类
服务形式	即时资讯、分析报告、数据 产品、走访调研、平台开发、 培训产品、立体化品推、战 略规划类咨询、市场研究类 咨询、投资金融类咨询、数 据管理类咨询、会议会展	定制报告、调研报告、商 务短信、数据库查询、会 议及会展、网络广告等一 系列信息咨询服务	网络综合资讯、上下游 行业研究、专家团队咨 询、电商交易平台、智 能化云仓储、信息化物 流、供应链服务为一体 的互联网大宗商品闭环 生态圈
客户	中国、美国、德国、法国、 俄罗斯、印度、新加坡、泰 国等 30 多个国家、 1,300,000 余家客户提供过 服务，世界 500 强企业中的 287 家与卓创资讯建立合作 关系，服务企业涉及大宗商 品行业各个环节	现有客户包括中石油、中 石化、中海油、建设银行、 交通银行、民生银行、宝 钢集团、首钢集团、中国 铝业、埃克森美孚、美国 铝业、康菲石油等国际国 内大型企业	国内外注册会员 280 多 万家

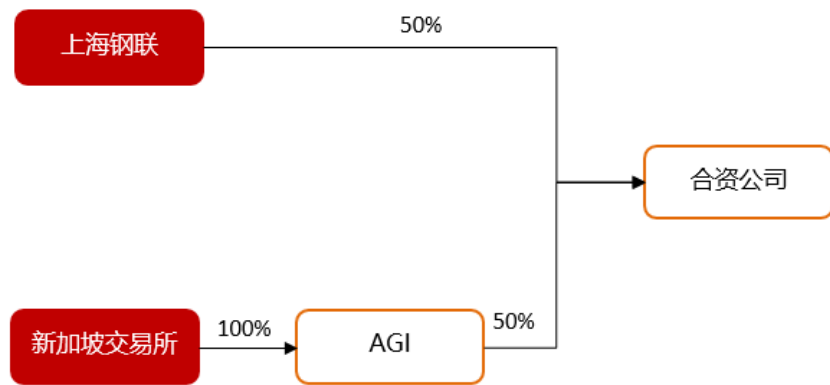
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

1.3. 与新交所合作意义重大，国际市场有望加速扩张

2018 年 11 月 19 日，上海钢联为进一步提升公司资讯业务综合实力和国际影响力，与新加坡交易所全资子公司 AGI 签订《合资和股东协议》及其附件相关文件，公司拟与 AGI 公司共同出资在新加坡设立合资公司。合资公司将从事信息和指数公司的业务，即创设、开发、发布、分销和营销 JV 指数（一种与中国境内钢铁和铁矿石价格相关的指数）。

新交所全球铁矿石衍生品市场举足轻重，双方合作意义重大。新加坡交易所是新加坡金融体系的重要成员，是全球最重要的铁矿石衍生品交易所之一。据兰格钢铁网，按成交量排名，新交所是全球第二大铁矿石衍生品市场。2017 年，新交所铁矿石衍生品(掉期、期货和期权)清算规模达到 17 亿吨以上，占全球份额的 95%以上。AGI 为新交所的全资附属公司，AGI 的多家关联方及其前身已经建立与其交易所和结算所有关的宝贵国际品牌知名度。与 AGI 合作成立合资公司体现对钢联行业地位的认可，有望提升上海钢联 MYSTEEL 的全球知名度，对于公司数据资讯业务的发展，尤其是海外扩张具有推动作用。几年前，钢联曾经与 CME 签署协议，推出螺纹钢掉期合约，从对公司业绩贡献角度来说不算太成功。这次合作的新所在黑色金属领域具备全球影响力，同时基于铁矿石的衍生品关注度更高，公司的数据资讯体系也更加成熟。我们认为，本次合作迈出了指数授权的关键一步，成功率比之前明显加大。

图 4：上海钢联与新加坡交易所合资公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 从钢铁到整个大宗，从国内到国际，未来 5-10 年有望持续成长

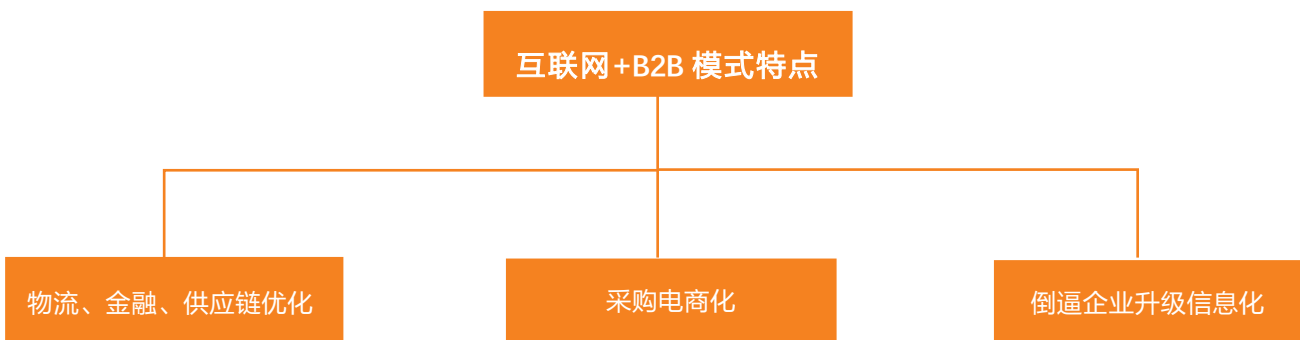
钢联资讯各业务线进展良好，看好未来 5-10 年持续快速成长。钢铁产品在市场内已经建立起了较高的地位，未来随着数据品类的拓广和服务模式的加深，或将迎来更多的变现模式。在化工、有色等其他大宗商品品类中，通过模式复制与资本运作的加速，将逐步形成类似公司现在在钢铁行业内的影响力，成为新的盈利点。而国际市场经过多年耕耘，已经逐步建立起了国际化的影响力与公信力，随着公司数据在产业与金融市场不断产生新的应用，将进入变现加速道。我们认为，钢联的资讯业务成长路径已经非常清晰，有望成为全球大宗数据资讯龙头。

2. 钢银龙头地位稳固，长期利润空间大

2.1. 多项关键数据显示钢银电商行业龙头地位明确

2015 年以来，围绕各个垂直行业的电商平台开始发展起来，B2B 从传递信息走向连接交易，进一步向物流等领域延伸。以钢联为例，钢铁电商解决信息不对称的问题，实现渠道扁平化降低销售费用，同时基于电商交易数据可以设计很多供应链服务产品，解决行业最大的融资难题。另外，钢铁电商基于交易信息可以整合物流和加工等全产业链服务，进一步降低企业成本。经过几年的发展，钢铁行业电商渗透率提升明显，竞争格局趋于稳定，钢银电商、欧冶和找钢网三甲优势明显。

图 5：互联网+B2B 模式特点



资料来源：创业邦，天风证券研究所

图 6：钢联电商提供全方位的服务体系

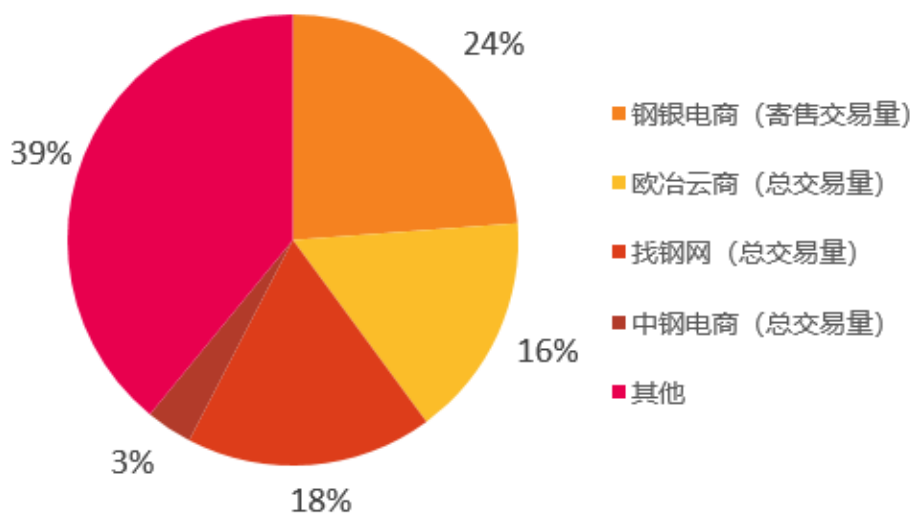


资料来源：公司官网，天风证券研究所

多项数据显示钢银电商行业龙头地位明确。对于电商而言，规模是衡量行业地位最重要的指标，交易规模、盈利能力等多角度数据显示，钢银是钢铁电商行业真正龙头：

- **交易规模方面**：2017年寄售模式下钢产品全年交易量2219.11万吨，远超可比公司找钢网、欧冶云商、中钢电商各自各模式下的总交易量，2018年增长至2760万吨。从交易规模增长率来看，2017年、2018年钢银电商寄售模式增长率为23.3%、24.4%，均高于对手。因此，从交易规模及增长率来看，钢银电商稳居行业第一。
- **盈利能力方面**：2017年钢联电商实现净利润0.41亿元，可比公司找钢网亏损1.24亿元，中钢电商净利润仅为0.1亿元，钢银盈利能力远超对手。成长方面来看，钢联电商2018年净利润增长至1.55亿元，同比净利润增长273.7%，连续六个季度增速超过100%，势头强劲。

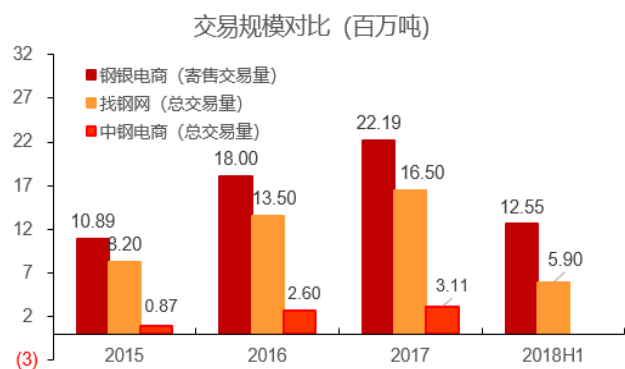
图 7：2017 年钢银电商钢铁产品市场份额稳居市场第一



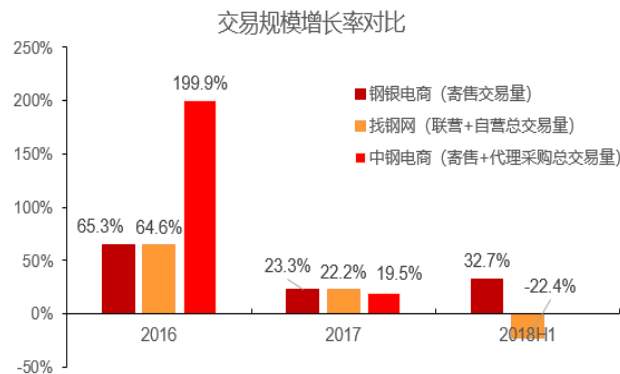
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2017 年钢银电商钢产品交易规模远超竞争对手

图 9：钢银电商钢产品交易规模增长率保持领先

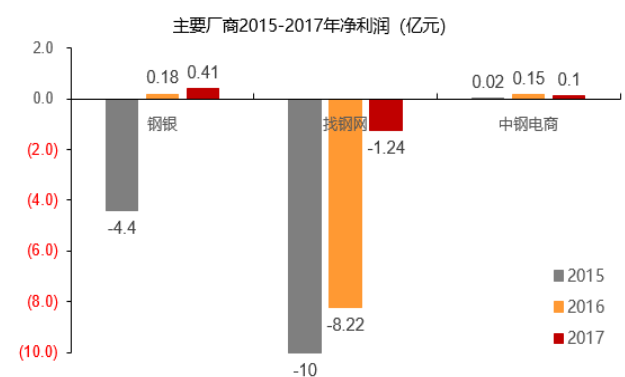


资料来源：公司公告，天风证券研究所



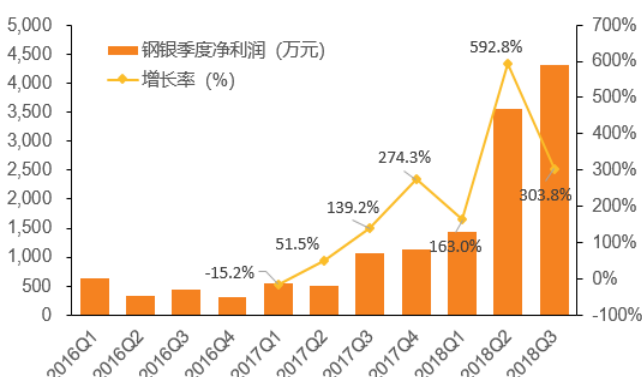
资料来源：钢银电商年报、找钢网 IPO 申报书等，天风证券研究所

图 10：钢银电商扭亏为盈，盈利能力远超对手



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 11：钢银电商净利加速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 经营模式走向分化，钢银寄售模式抗钢价波动风险能力强

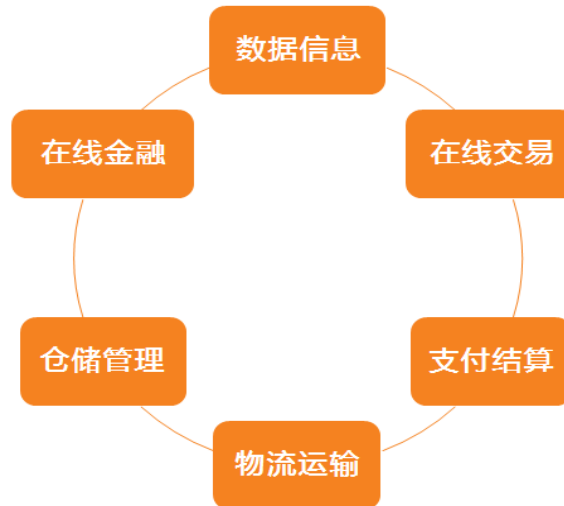
在寄售模式下，生产商或钢贸商在钢银平台开设寄售卖场，通过钢银平台进行在线销售，由平台全程参与货物交易、货款支付、提货、二次结算、开票等环节。2014 年以来，钢银开创钢材寄售交易的全新模式，相比业内普遍采取的撮合交易，寄售交易可以使得公司全方位地参与整个交易链条，增添客户粘性，同时也不像自营模式那样去承担价格波动风险。

表 4：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	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	不完整。交易促成后，平台不参与后续的环节，转到线下由买卖双方直接对接	高。由平台全程参与货物交易、货款支付、提货等，无需买卖双方接触
用户黏性	与用户接触点只有成交单点，较难产生黏性	高。全流程服务，用户体验佳，黏性高
对公司收入影响	无	寄售模式的交易额计入营业收入

资料来源：公司公告，天风证券研究所

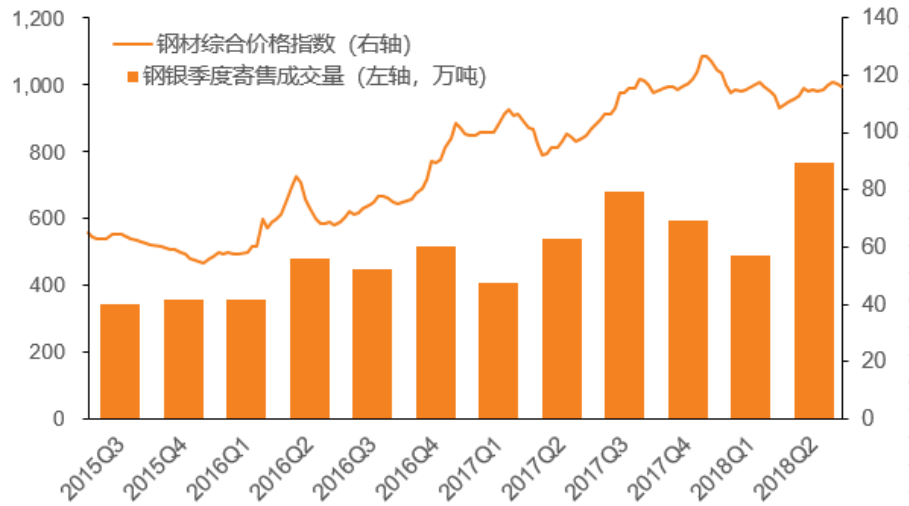
图 12：供应链服务模式



资料来源：钢银电商官网，天风证券研究所

平台交易量也受钢价波动影响较小。首先，钢银平台的买家大部分是最后一级代理商或者最终消费者，钢材的使用是刚需，受价格影响很小。同时，目前电商的渗透率还很低，根据《中国冶金报》数据，2017 年我国粗钢产量高达 8.32 亿吨，从生产到应用，钢材平均周转 3 次计算，2017 年钢材市场总交易量在 24.96 亿吨。根据找钢网招股书，2017 年电商平台钢产品交易总量约为 1 亿吨。以此测算，钢产品电商渗透率仅 3.7%，渗透率仍然较低，电商平台交易量还有极大的提升空间。

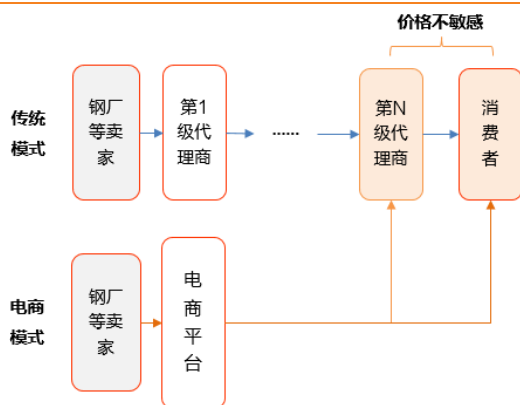
图 13：钢银交易量和几乎不受钢价影响



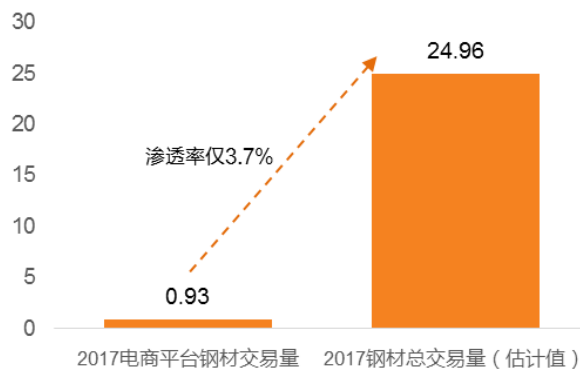
资料来源：Wind，钢银电商财报，天风证券研究所

图 14：电商平台买家对价格不敏感，价格波动对交易量影响低

图 15：钢铁交易电商化还有很大的提升空间（单位：亿吨）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

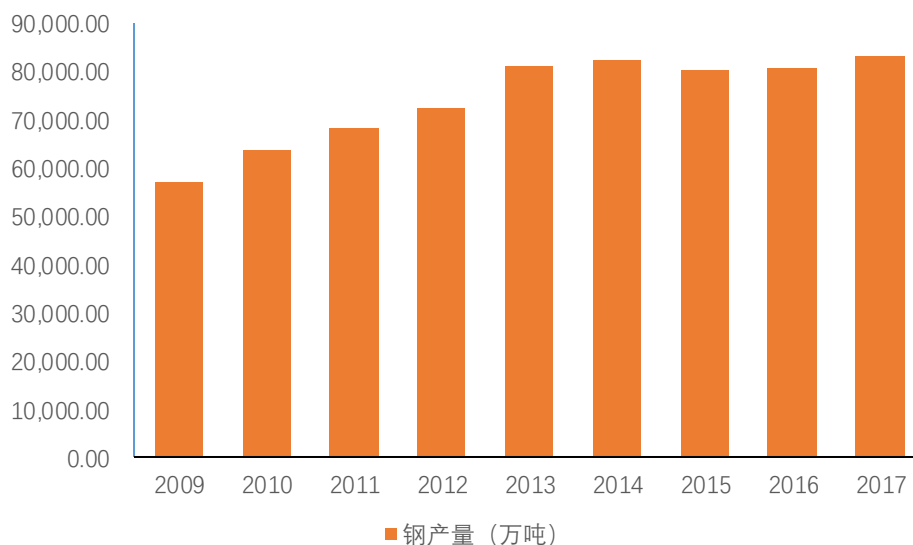


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 电商业务已进入高速增长期，潜在利润空间数十亿

由于钢铁行业的预售模式，钢厂很难直接面对最终用户，代理或者贸易商模式将长期存在，我们预计未来每年交易额做到 1 亿吨是相对容易的。如果按照每吨 10 元服务费，容量达到 10 亿，如果按照正常 50% 的融资比例，假设钢铁均价 4000 元/吨，对应供应链服务 2000 亿，假设一年周转 5 次，对应 400 亿平均余额，假设 4 个点年化服务费，供应链服务有望贡献 16 亿毛利。其他物流、加工还能再贡献一些增量，整体潜力利润空间数十亿。

图 16：全国钢产量每年在 8 亿吨左右



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.4. 模式已验证，资金瓶颈有望打破

公司评级有望提升，叠加鼓励小微金融背景，银行授信额度有望加大，利好公司扩大资金规模进一步发展。公司采用的寄售模式全程参与交易流程，同时自营开展供应链金融类业务，对公司资金存在一定的占用。公司业务规模不断扩大的同时，相关资金需求将会提升。我们认为，随着公司业务规模的扩大与盈利能力的持续改善，现金流、资产负债率等指标将不断提升，公司的评级有望升高，降低取得授信的难度。同时，近年来国家接连出台利好小微金融与供应链金融的系列政策，在此背景下，公司从银行获得的授信额度有望提升，利好公司未来规模持续扩大。

表 5：近年小微金融与供应链金融重点利好政策梳理

类型	政策	政策重点
----	----	------

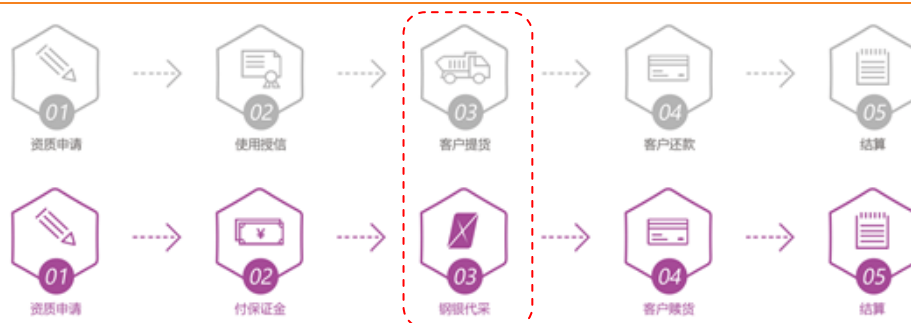
模式支持	2017.10.5 国务院办公厅《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动供应链金融服务实体经济，鼓励供应链核心企业、金融机构、征信中心对接；防范供应链金融风险，加强供应链大数据分析和应用
	2017.12.15 沪深交易所、机构间报价系统《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》	针对应收账款证券化提出清晰、明确的要求，推进供应链应收款为基础的证券化业务发展
	2018.4.17 八部委《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式；推动政府、银行与核心企业加强系统互联互通和数据共享，加强供应链金融监管
资金投放	2018.1.25 央行《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》	对普惠金融领域贷款增量达标的金融机构下调存款准备金 0.5-1.5 个百分点
	2018.6.1 央行 扩大 MLF 担保品范围	新纳入 MLF 担保品：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款
	2018.6.23 五部委《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格抵押品范围；增加支小支农再贷款和再贴现额度共 1500 亿元，下调支小再贷款利率 0.5 个百分点；盘活信贷资源 1000 亿元以上
	2018.9.5 财政部、税务总局《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税

资料来源：银保监会、沪深交易所、人民银行官网等，天风证券研究所

钢铁电商的模式已经过验证，未来有望与银行合作开展新模式，从而突破资金瓶颈。公司开展钢铁电商业务已经过去多年，2017 年寄售模式交易量突破 2000 万吨，至今没有出现坏账，体现了公司业务模式与风控能力的稳定性。2018 年 4 月 17 日，商务部、央行等 8 部委联合下发的《关于开展供应链创新与应用试点的通知》中提出，推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式。未来公司有望与银行进行合作，通过公司提供风控数据，银行提供资金的模式打破自有资金模式造成的业务规模限制。同时新的业务模式可以通过服务费分成的模式，创造新的收入来源。

以“任你花”服务为例，“任你花”属于应收类模式，由钢联为下游采购商授信，让采购商得以先行提货，上游小型钢贸商得以快速回款，之后再由下游采购商向钢联还款。这种供应链金融的模式能够缓解上下游参与者的资金压力，促进交易活力，但是由公司进行授信对公司的资金造成占用。未来在钢联的模式和风控能力进一步获得验证后，若在授信来源方中加入银行，能够打破公司资金规模造成的业务规模限制。

图 17：业务资金来源中有望加入银行，突破资金规模对业务规模的限制



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 数据资讯业务保持高水平投入，逐步拓宽行业与地区影响力；
- 2) 钢银电商交易量快速增长，费用缓慢增长，供应链金融服务突破资金瓶颈。

公司数据资讯业务的护城河越来越宽，短期加大投入应淡化对盈利指标，重点看收入和预收款，钢银电商龙头地位稳固，已经进入良性循环期，19 年资金瓶颈有望逐步解决。预计公司 19-21 年净利润 2.13/3.19/4.53 亿元；对应 EPS 为 1.34/2.00/2.85 元，对应 P/E 53.98/35.97/25.33 倍。

备考估值：

分部估值法：数据资讯业务处于投入期，我们认为当前时段更应该考虑收入和现金流情况，采用 P/S 估值法。参考 SaaS 公司估值，考虑公司目前规模小，但是壁垒高以及成长空间大，给予少量溢价，给予 18 倍 P/S 估值，预计 2019 年公司数据资讯业务收入 4.51 亿元，对应约 81.2 亿元。同时电商业务增速快，未来三年业绩复合增速预计在 70%，给予 0.6-0.7 倍 PEG，对应约 45 倍 P/E，钢银电商对应到公司的合理市值约 55.7 亿元，加总可得 136.9 亿元市值，对应股价 86.10 元/股

表 6：数据资讯业务可比公司 P/S 估值（根据 6 月 20 日查询值）

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/S
				2019E	2020E	2021E	2019E
同花顺	300033	93.96	505.13	19.14	24.83	31.19	26.40
恒生电子	600570	69.05	554.57	41.76	52.80	65.87	13.28
广联达	002410	30.38	342.25	32.70	39.17	47.18	10.46
平均							16.71

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：钢铁电商业务可比公司 P/E 估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E
				2019E	2020E	2021E	2019E
焦点科技	002315	17.66	41.50	0.37	0.45		47.70
生意宝	002095	24.47	61.84	0.33	0.59	1.00	73.99
平均							60.85

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

1. 资讯业务推进不及预期；
2. 钢铁电商业务受宏观经济波动影响；
3. 供应链金融业务对公司经营性现金流产生压力；
4. 交易过程中质量保证、供货违约风险；
5. 钢材价格波动影响下游需求；
6. 信用风险；
7. 存货风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	811.21	529.34	9,989.73	12,786.85	16,239.30	营业收入	73,697.05	96,055.09	124,871.62	159,835.67	202,991.30
应收票据及应收账款	1,111.65	2,642.39	165.94	(2,274.13)	(2,888.15)	营业成本	73,252.36	95,353.64	123,928.84	158,556.99	201,326.78
预付账款	6,859.61	5,150.83	11,016.18	10,361.29	15,894.13	营业税金及附加	18.45	24.50	24.97	35.32	41.75
存货	889.49	837.49	1,769.46	1,449.42	2,756.08	营业费用	160.77	212.31	249.74	303.69	365.38
其他	188.00	75.80	89.15	166.13	118.32	管理费用	454.66	152.04	162.33	167.83	172.54
流动资产合计	9,859.95	9,235.85	23,030.46	22,489.56	32,119.68	研发费用	24.56	49.68	74.92	111.88	162.39
长期股权投资	55.33	53.55	53.55	53.55	53.55	财务费用	21.19	23.44	36.00	68.00	91.00
固定资产	196.18	192.45	205.44	238.51	270.63	资产减值损失	4.22	33.99	5.10	8.00	13.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	(13.14)	(2.48)	(5.80)	(6.80)	1.80
无形资产	23.32	31.48	29.42	27.37	25.32	投资净收益	(1.71)	(3.56)	(2.60)	(3.10)	(3.26)
其他	79.04	153.01	150.00	150.61	150.83	其他	(292.41)	(1.44)	16.80	19.80	2.92
非流动资产合计	353.87	430.49	474.41	539.64	572.08	营业利润	68.10	212.97	381.31	574.06	817.00
资产总计	10,213.82	9,666.34	23,504.87	23,029.21	32,691.77	营业外收入	3.26	3.84	6.49	7.26	7.71
短期借款	896.37	1,062.43	7,083.35	7,153.02	9,103.70	营业外支出	0.46	2.22	1.64	1.85	1.99
应付票据及应付账款	394.41	816.26	489.65	1,228.62	1,057.85	利润总额	70.90	214.59	386.15	579.47	822.72
其他	6,708.49	5,274.55	11,564.58	10,060.58	16,721.70	所得税	4.34	12.51	30.89	46.36	65.82
流动负债合计	7,999.26	7,153.24	19,137.58	18,442.22	26,883.25	净利润	66.57	202.08	355.26	533.12	756.90
长期借款	5.00	0.00	1,499.98	1,187.06	1,651.01	少数股东损益	18.39	81.15	142.66	214.09	303.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	48.18	120.93	212.60	319.03	452.95
其他	35.50	39.08	38.04	37.54	38.22	每股收益(元)	0.30	0.76	1.34	2.00	2.85
非流动负债合计	40.50	39.08	1,538.02	1,224.60	1,689.23						
负债合计	8,039.76	7,192.32	20,675.60	19,666.82	28,572.47	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,349.80	1,516.74	1,659.41	1,873.49	2,177.44	成长能力					
股本	159.23	159.14	159.14	159.14	159.14	营业收入	78.53%	30.34%	30.00%	28.00%	27.00%
资本公积	722.35	734.49	734.49	734.49	734.49	营业利润	150.58%	212.73%	79.04%	50.55%	42.32%
留存收益	665.07	798.13	1,010.73	1,329.76	1,782.71	归属于母公司净利润	117.95%	151.00%	75.81%	50.06%	41.98%
其他	(722.40)	(734.48)	(734.49)	(734.49)	(734.49)	获利能力					
股东权益合计	2,174.06	2,474.02	2,829.27	3,362.39	4,119.29	毛利率	0.60%	0.73%	0.75%	0.80%	0.82%
负债和股东权益总计	10,213.82	9,666.34	23,504.87	23,029.21	32,691.77	净利率	0.07%	0.13%	0.17%	0.20%	0.22%
						ROE	5.85%	12.63%	18.17%	21.43%	23.33%
						ROIC	10.20%	10.10%	13.25%	44.34%	-70.91%
						偿债能力					
						资产负债率	78.71%	74.41%	87.96%	85.40%	87.40%
						净负债率	5.53%	21.75%	-49.00%	-131.71%	-132.79%
						流动比率	1.23	1.29	1.20	1.22	1.19
						速动比率	1.12	1.17	1.11	1.14	1.09
						营运能力					
						应收账款周转率	101.38	51.17	88.93	-151.63	-78.64
						存货周转率	92.49	111.24	95.80	99.31	96.54
						总资产周转率	9.22	9.66	7.53	6.87	7.29
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.76	1.34	2.00	2.85
						每股经营现金流	-7.90	-2.11	12.68	20.03	7.46
						每股净资产	5.18	6.02	7.35	9.36	12.20
						估值比率					
						市盈率	238.19	94.90	53.98	35.97	25.33
						市净率	13.92	11.99	9.81	7.71	5.91
						EV/EBITDA	-38.07	31.86	27.04	13.40	8.72
						EV/EBIT	-35.29	33.70	27.89	13.72	8.89

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com