

上海钢联 (300226.SZ) 互连网络行业

评级: 买入 首次评级

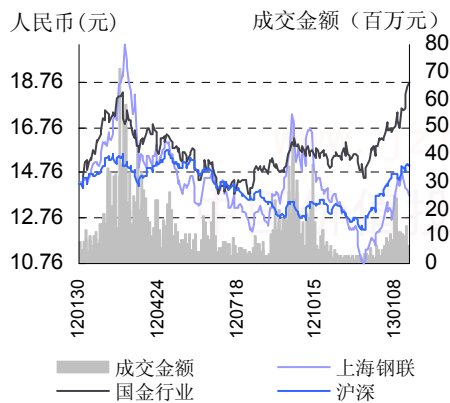
公司研究

市价(人民币): 13.76元
 目标(人民币): 16.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 28.86 |
| 总市值(百万元) | 11.01 |
| 年内股价最高最低(元) | 20.43/10.76 |
| 沪深300指数 | 2596.90 |



钢铁景气度回升改善业绩, 钢贸提升业绩;

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.906 | 0.966 | 0.442 | 0.555 | 0.720 |
| 每股净资产(元) | 3.21 | 8.26 | 4.44 | 4.87 | 5.46 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.56 | -2.82 | 0.94 | 0.73 | 0.68 |
| 市盈率(倍) | N/A | 30.19 | 31.15 | 24.81 | 19.11 |
| 行业优化市盈率(倍) | 163.88 | 58.15 | 53.84 | 53.84 | 53.84 |
| 净利润增长率(%) | 44.70% | 42.17% | -8.55% | 25.57% | 29.79% |
| 净资产收益率(%) | 28.19% | 11.69% | 9.94% | 11.40% | 13.19% |
| 总股本(百万股) | 30.00 | 40.00 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钢铁等大宗商品 B2B 电商有高成长空间:** (1) 大宗商品行业普遍具有产业链长、信息不透明等特征, 适合垂直类电商发展; (2) B2B 电商发展分为资讯服务、撮合交易、一体化平台三个阶段, 目前还处于以会员和广告费为主的第一阶段, 若向第二、三阶段拓展顺利, 盈利模式将走向多元。
- **数据权威, 用户粘性高, 欲建大宗商品电子商务平台:** (1) 公司数据权威, 行业研究能力出色, 用户粘性高, 在钢铁 B2B 电商领域一家独大; (2) 电商平台中搜搜钢为资源发布平台、钢银负责资金运转、与企业对接 ERP 解决数据链问题, 后续考虑整合仓储、物流; (3) 将钢铁行业成功经验向煤炭、铁矿石、有色等行业复制, 最终建成大宗商品电子商务平台。
- **钢铁行业景气度回升带来业绩改善:** (1) 广告收入增速与粗钢产量增速走势同步, 钢铁行业景气度回升带来业绩改善, 收入增速每提升 1%, 净利润增速提升约 0.45%, 预计 2013 年收入增速 6%, 净利增速提升约 2.7%; (2) 会员收入抗风险强, 会员数量空间未到瓶颈期, ARPU 值稳定, 会员收入增速每提高 1%, 净利润增速提升 0.35%, 预计 2013 年收入增速 25%, 净利增速提升约 9%。
- **钢材贸易、钢联云终端将带来业绩提升:** (1) 2013-2014 年公司欲增加周转资金至 3-5 亿做钢材电子交易, 贡献上市母公司净利的合理区间为 613-951 万, 净利润增速提升 5%-14.6%; (2) 钢联云终端 2013 年上半年正式推出, 人工成本已做一定摊销, 若拓展顺利直接带来业绩提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 2012-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 3534 万、4437 万、5759 万, 同比增长-8.55%、25.57%、29.79%, EPS 分别为 0.44、0.55、0.72 元。若钢铁行业持续好转, 业绩存在向上修正的可能。
- 给予 2013 年 30 倍 PE, 目标价 16.60 元, 首次评级“买入”。建议持续关注钢铁景气度回升带来的业绩改善弹性, 钢材贸易、钢联数据云终端等业务带来的业绩提升。若钢价持续上涨, 可能会成为钢联股价继续上行的催化剂; 若因钢联 2012 年业绩下滑或短期业绩未改善导致股价向下调整, 将是较好的介入时机。

风险

- 钢铁行业景气度下滑; 电子商务平台发展低于预期。

张燕

联系人
 (8621)60893126
 zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 公司概况：数据为基，打造大宗商品电子商务平台 | 4 |
| 钢铁行业景气度回升改善业绩，钢贸业务提升业绩 | 6 |
| 钢铁行业景气度回升，广告业务回暖带来业绩改善 | 6 |
| 钢材电子贸易服务、钢铁数据云终端带来业绩提升 | 8 |
| B2B 电子商务仍有高成长空间，盈利模式将走向多元 | 9 |
| 大宗商品行业产业链长，贸易发达，B2B 电子商务仍有高成长空间 | 9 |
| 垂直类 B2B 电商正在向第二、三阶段探索，盈利模式走向多元 | 11 |
| 上海钢联欲打造大宗商品电子商务平台，提升长期价值 | 13 |
| 公司优势：数据权威、行业研究能力出色、创新能力卓越 | 13 |
| 数据权威、行业研究能力出色提升了用户粘性 | 14 |
| 持续不断的创新能力确保公司在行业内的领先地位 | 14 |
| 盈利预测及投资建议 | 15 |
| 网页链接：收入增速每提升 1%，利润增速提升约 0.45% | 15 |
| 会员收入：收入增速每提升 1%，利润增速提升 0.35% | 15 |
| 钢材贸易：周转资金升至 2.5-3.5 亿，提升利润增速 5%-14.6% | 16 |
| 盈利预测 | 18 |
| 投资建议 | 18 |
| 录：三张报表预测摘要 | 21 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：上海钢联收入、利润驱动因素分析 | 4 |
| 图表 2：2008-2012Q3 收入、利润及增速 | 5 |
| 图表 3：2009-2012H1 主营业务收入增速 | 5 |
| 图表 4：2008-2012H1 营业收入构成 | 5 |
| 图表 5：2012H1 营业收入构成（剔除钢材贸易收入） | 5 |
| 图表 6：2008-2012H1 主营业务毛利率变化趋势 | 5 |
| 图表 7：2012H1 各项业务毛利占比（剔除钢材贸易） | 5 |
| 图表 8：新开工面积单月增速领先房产网络广告增速 | 6 |
| 图表 9：股基成交量增速领先财经网站广告投放费用 | 6 |
| 图表 10：粗钢产量累计增速与网页链接累计增速对比 | 7 |
| 图表 11：地产新开工回暖 | 7 |
| 图表 12：2010 年主要大宗商品行业生产企业数量 | 8 |
| 图表 13：2010 年上海钢联接行业分布会员数 | 8 |
| 图表 14：钢材现货网上交易平台及未来发展方向 | 9 |
| 图表 15：2008-2012H1 电子商务市场交易规模 | 10 |

| | |
|--|----|
| 图表 16: 2008-2012H1 电子商务交易规模细分构成..... | 10 |
| 图表 17: 2008-2015E 中小企业 B2B 市场营收规模..... | 10 |
| 图表 18: 2010-2012Q2 B2B 电子商务运营商市场份额..... | 10 |
| 图表 19: 钢铁行业上下游涉及行业广泛..... | 11 |
| 图表 20: 2010 年我国 B2B 服务产业规模行业分布..... | 11 |
| 图表 21: 我国大中型工业分行业电子商务交易额占比 | 11 |
| 图表 22: B2B 电子商务发展的三个阶段及特点..... | 12 |
| 图表 23: 综合类 B2B 电商交易模式、盈利模式及空间分析..... | 13 |
| 图表 24: 上海钢联交易模式、盈利模式、空间及未来拓展方向分析..... | 13 |
| 图表 25: 2010 年公司主要经营网站会员数、浏览量和行情数量 | 14 |
| 图表 26: 上海钢联位居钢铁行业 B2B 电子商务企业第一 | 15 |
| 图表 27: 上海钢联收入位居 B2B 电子商务企业第三..... | 15 |
| 图表 28: 钢材交易服务敏感性分析..... | 17 |
| 图表 29: 2011-2014E 钢银利润简表(单位: 百万)..... | 17 |
| 图表 30: 2012-2014E 各项业务收入预测(单位: 百万) | 18 |
| 图表 31: 螺纹钢期货价格与上海钢联股价走势图 | 19 |
| 图表 32: 互联网 A 股上市公司估值表..... | 20 |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

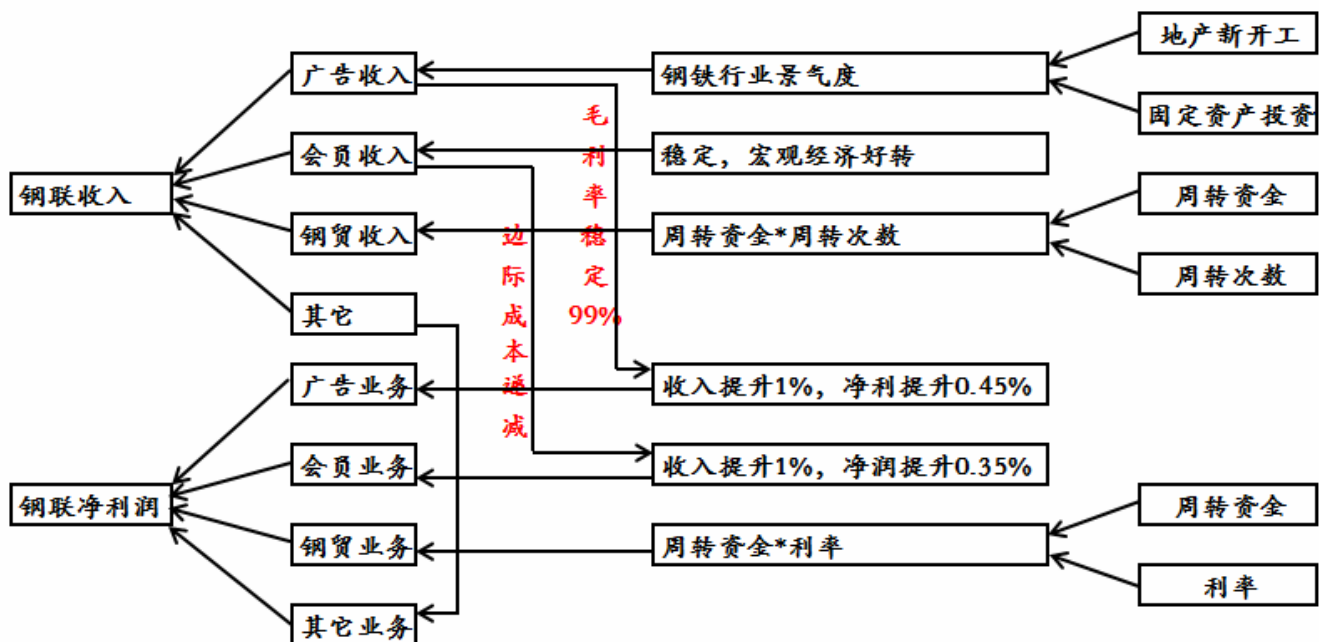
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

公司概况：数据为基，打造大宗商品电子商务平台

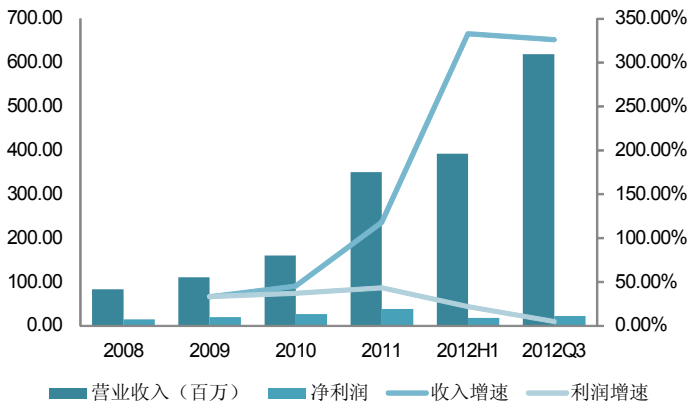
- 上海钢联营业收入主要来源于会员费、广告费，2011年10月开展钢铁网上交易服务，使得收入快速增长，但此项业务对毛利的贡献仅有周转资金的利息费用，因周转资金较少，2011-2012年对业绩影响有限，钢铁行业景气度对广告的影响尤为明显，2012Q4钢铁行业景气度有所回升，公司业绩将得到改善。
- 2008-2011年公司营业收入由8318万增长至3.5亿，年均复合增长率61.44%，剔除2011年10月开始的钢铁交易服务收入，营业收入年均复合增长率33.79%；净利润由1475万增长至3864万，年均复合增长率37.84%，维持稳定。2012年钢铁行业景气度持续下滑，公司各项业务均受影响，导致收入、净利润增速趋缓，2012Q3累计净利润增速4.77%，单季净利润大幅下滑34%。
- 2011年10月公司开展钢铁网上交易服务，将钢材交易费用和利息费用计入营业收入，使得整体营业收入出现快速上涨，毛利贡献仅有周转资金的（1.5亿）利息费用，2011-2012年对业绩影响有限，公司计划2013-2014年将周转资金额度提升至3-5亿，对业绩产生较大影响（后文详细阐述）。
- 剔除钢材贸易收入，营业收入主要来源于以会员费为主的信息服务、基于广告的网络链接、会务培训，2012H1三类业务收入占比分别为41%、41%、10%，毛利率分别为66%、99%、39%，毛利占比分别为34%、51%、5%，广告是业绩波动的主因。2012H1会员费、广告收入增速分别为26%、6.7%，与2011年的26%、26%相比广告收入出现大幅下滑，净利润增速降至22%；2012Q3净利润增速更降至4.77%，全年业绩出现下滑，主因也是广告收入出现负增长，由此可以看出，钢铁行业景气度对广告影响尤为明显。2012Q4钢铁行业景气度有所回升，将对公司的业绩将产生积极影响。
- 公司优势在于数据权威、独家，在钢铁电子商务领域一家独大，未来欲以数据为基，打造大宗电子商务平台。

图表1：上海钢联收入、利润驱动因素分析



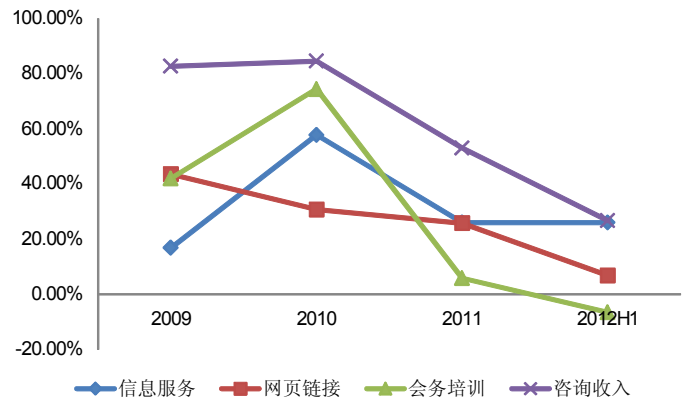
来源：国金证券研究所

图表2: 2008-2012Q3 收入、利润及增速

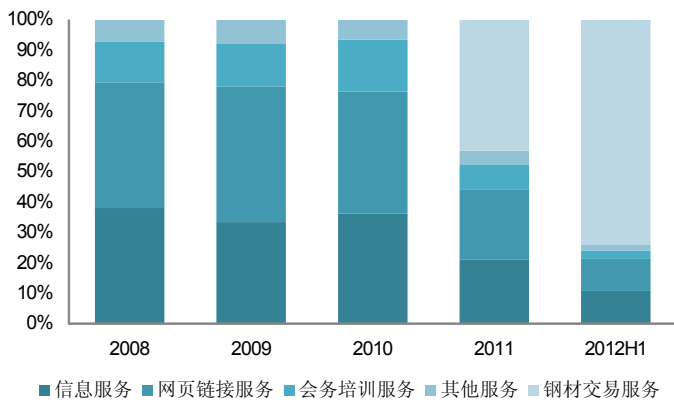


来源: 国金证券研究所

图表3: 2009-2012H1 主营业务收入增速

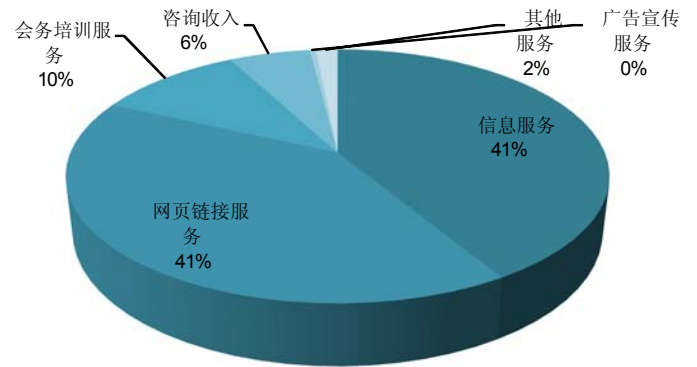


图表4: 2008-2012H1 营业收入构成

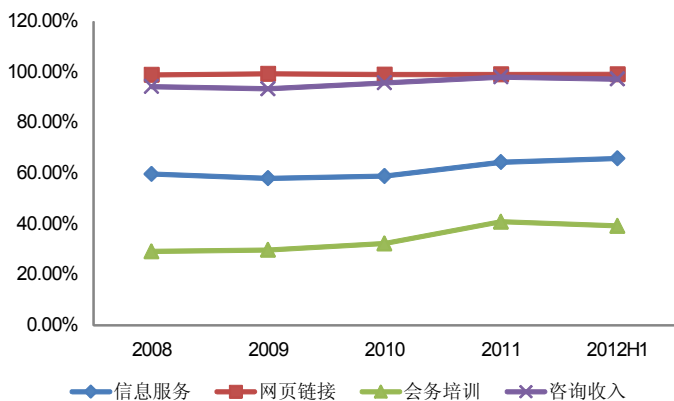


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 2012H1 营业收入构成 (剔除钢材贸易收入)

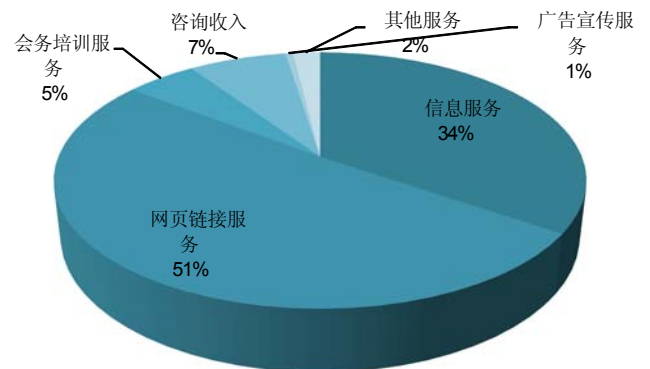


图表6: 2008-2012H1 主营业务毛利率变化趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 2012H1 各项业务毛利占比 (剔除钢材贸易)

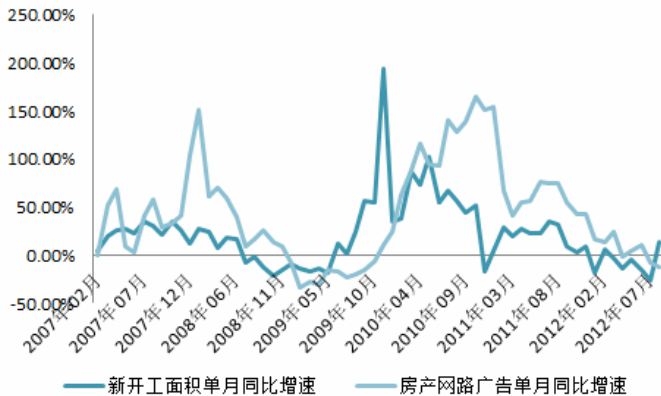


钢铁行业景气度回升改善业绩，钢贸业务提升业绩

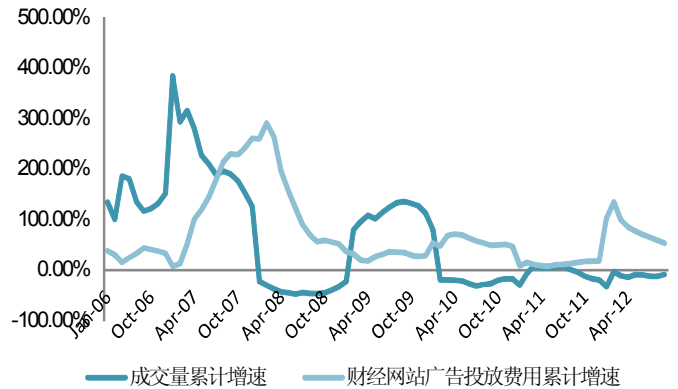
钢铁行业景气度回升，广告业务回暖带来业绩改善

- 钢铁行业作为中游，其粗钢产量增速与钢贸广告收入增速走势同步，若下游钢铁行业景气度持续回升，业绩将有较大改善。地产新开工和固定资产投资额可作为钢铁行业景气度及钢铁产量的引领性指标。
 - 在三六五网和东方财富公司研究中，我们提出下游行业景气度将决定此类公司业绩弹性。（1）地产成交量是房产网络广告的领先性指标，新开工是确认性指标，具体时间关系上，房产销售领先新开工约6-9个月，新开工领先房产网络广告约2-4个月；（2）股基成交量增速领先财经网站广告收入增速2-3个季度。
 - 类似的，将粗钢产量增速与广告收入增速做对比发现，两者走势同步，我们认为这是由于各行业处于产业链不同位置所决定的。地产是下游，经济好转初期开始反应；钢铁位于中游，地产等行业回暖后传导至该行业。广告是营销支出，行业景气度开始回升后加大，财经和房地产广告均晚于下游行业2个季度以上，而中游钢铁景气度的回升从下游房地产等行业可事先观测到，钢企就会加大广告投放，因此没有出现领先关系。
 - 钢铁行业景气度和下游需求紧密相关，地产新开工和固定资产投资总额对钢铁产量有指引作用。国金地产研究员曹旭特认为由于销售持续回暖和企业资金好转，上调2013年新开工增速至7.4%；钢铁行业研究员对粗钢产量增速预期较为乐观，2012年全年增速约3%，新增2000多万吨，因2012年库存量减少近2000万吨，即使2013年宏观经济与2012年相差不多，也有5%-6%的增速，乐观预期为9%。由此判断，公司的广告业务将会受益，对2013年业绩产生积极影响。

图表8：新开工面积单月增速领先房产网络广告增速

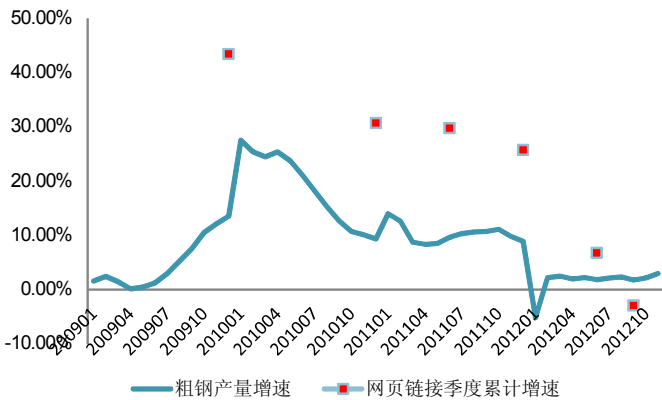


图表9：股基成交量增速领先财经网站广告投放费用

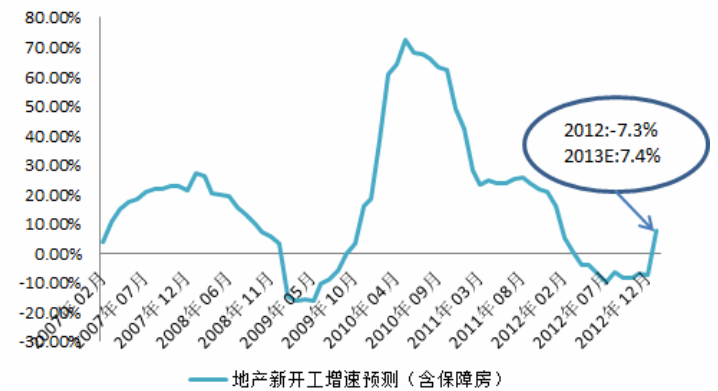


来源：wind，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表10: 粗钢产量累计增速与网页链接累计增速对比



图表11: 地产新开工回暖



来源: 同花顺, 公司公告, 国金证券研究所

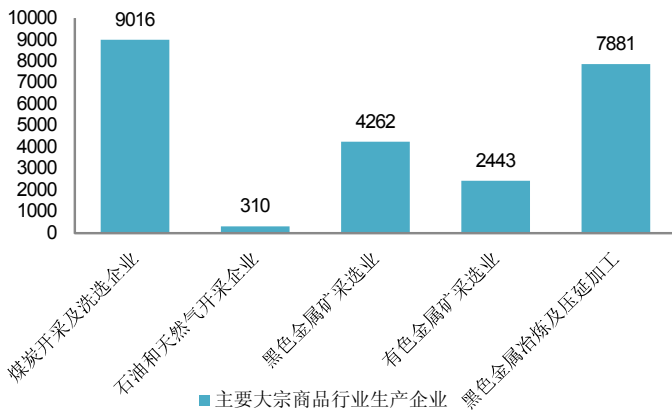
- 会员收入为另一大主营业务，收入驱动因素是会员数量和 ARPU 值，由于客户涵盖钢铁、地产、基建等多个行业，再加上欲拓展的煤炭、铁矿石等行业，会员数量远未到瓶颈期；ARPU 值维持相对稳定；此外，会员费抗风险能力较强，是典型的边际成本递减，对业绩的贡献体现在会员数量增加和毛利率提高，我们维持整体增速趋于稳定的判断，若宏观经济持续向好及推广力度加大，有可能加速提升。

www.jztzw.com
中国价值投资网

- 会员数量未到瓶颈期：1、钢铁行业下游有地产、基建、机械、家电等多个行业，钢联所提供的资讯服务、行情信息、研究报告对各个行业都适用，目前会员渗透率预计 15%左右；2、公司正在横向拓展，欲向铁矿石、煤炭、有色、化工等行业扩张，因铁矿石、煤炭为钢铁行业上游，公司在做钢铁行业研究的同时也要追踪其上游，不考虑化工、石油和有色金属三个行业，其它行业的生产企业是钢铁生产企业的 1.7 倍，公司目前钢铁生产及贸易商会员数量大致 3 万，预计仅煤炭、铁矿石行业会给公司带来 1.5-2 万左右收费会员。综合以上两点，我们认为公司的会员数量还远未到瓶颈期，若整体宏观经济转好，有望加速增长。
- 会员 ARPU 值稳定：公司的会员分为甲、乙、丙、其它，收费分别为 5000 元/年、3000 元/年、1500 元/年、约 300 元/年（短信会员），公司不会整体提升会员收费，但对一些比较热门的频道如炉料等会考虑取消新增乙、丙级会员；另外，从 2012 年开始，公司短信会员数量快速增长，2012 年年末约 5 万，ARPU 值略有下滑。未来 ARPU 值大幅提升的可能性不大，预计维持均价 2000 元/年左右。
- 会员抗风险能力较强：2012 年中期广告费因钢铁行业景气度下滑增速仅有 7%，会员收入增速 26%，体现出较强的抗风险性，主要原因在于：（1）宏观经济不好，客户对资讯、行情的需求仍然存在，钢铁作为中游，是联系上、下游的纽带，研究意义更大；（2）钢联作为钢铁行业 B2B 龙头，其数据、行业研究的出色能力受到市场肯定。
- 会员费是典型的边际成本递减，毛利预计逐年提升：与广告业务不同，会员收入是典型的边际成本递减业务，新增客户的边际成本几乎为零，毛利率会相应提高，2011、2012H1 与 10 年相比都有提升。

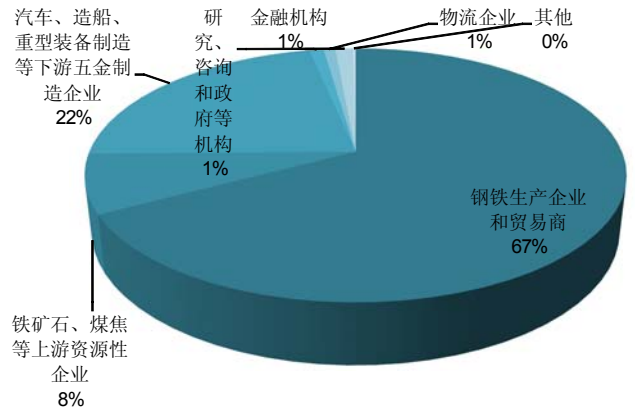
中国价值投资网
www.jztzw.net

图表12: 2010年主要大宗商品行业生产企业数量



来源: 统计局, 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 2010年上海钢联按行业分布会员数



钢材电子贸易服务、钢铁数据云终端带来业绩提升

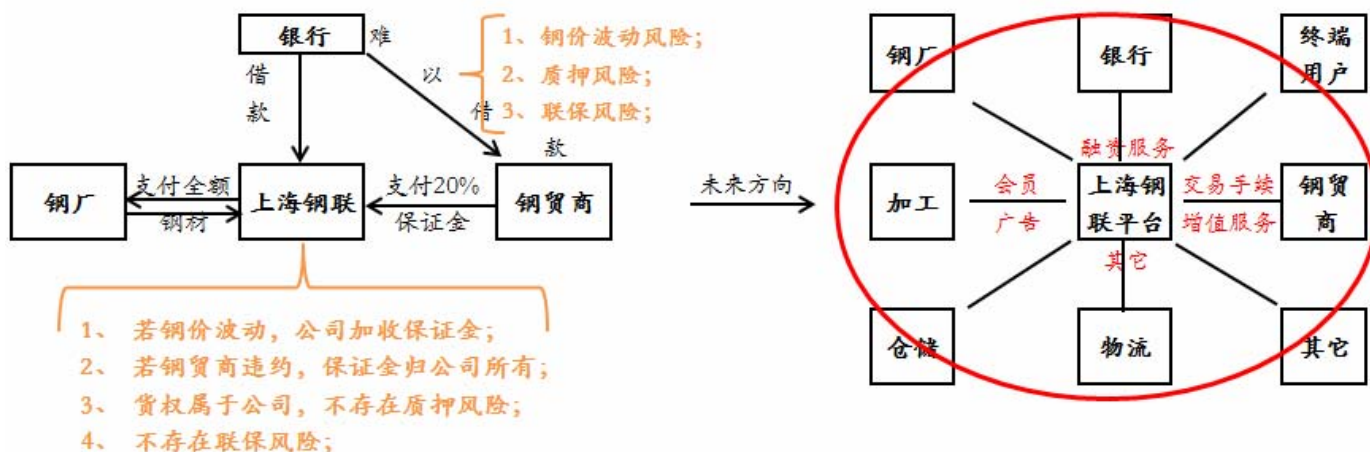
- 2011Q4-2012 年公司使用自有 1.5 亿资金运作，对业绩贡献有限。2013-2014 年若按公司计划将周转资金提升至 3-5 亿，毛利贡献将达到 2700-4500 万（财务费用会相应增加），提升公司业绩。

www.jztzw.net
中国价值投资网

- 钢贸的盈利模式主要是收取交易服务费，即资金利息费用（钢联给钢贸商的年化利率约为 12%，银行给钢联的贷款年化利率为 6%），钢材交易收入=销售额+交易服务费，销售额=可用资金*周转次数，钢贸商占用资金利息费用的年化利率约为 12%，周转率将决定现货交易收入，但不论资金周转多少次，**周转资金（注：不是整体收入的毛利）的全年毛利最高能够达到 12%**，关注收入意义不大。截止 2012H1，公司仍主要使用自有 1.5 亿资金做钢材现货网上交易，收入 2.9 亿，毛利 662 万，半年资金占用年化利率约为 4.41%，若 2013-2014 年资金增加至 3-5 亿，以全年 9-10%（上半年资金占用年化利率低于下半年）的资金占用年化利率来计算，对毛利的贡献达到 2700-4500 万，显著提升公司业绩。
- 收取资金占用利息费用只是钢银初期最主要的盈利模式，最终的目的还是希望能够将钢厂、贸易商、仓储、物流等引入平台，使得盈利模式多元化。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表14: 钢材现货网上交易平台及未来发展方向



来源：国金证券研究所

- 上海钢联从成立之初就致力于为钢铁及上下游行业提供数据及信息，积累了深厚的功底，在此基础上研创了钢铁数据云终端，目前终端仍在试推广阶段，一个客户端收费约 20 万，子库单卖，据公司介绍，钢铁云终端已经有一部分客户开始订购，目标针对大客户，海外客户对终端的热度很高，2013 年拓展海外也是公司的重点之一。此数据库对于钢联来说仅是之前数据积累工作的技术成果转化，优势集中在钢铁、铁矿石、铁合金等行业的部分指标，如库存、行情、钢厂情况等均是独家，其它下游如机械、房地产行业数据库只是作为附加子库存在，价值较小，未来此数据库还将引入行情资讯，研究报告等。因业务开拓期最大的人工成本已在前期作了一定摊销，后续只是之前工作的维护，2013 年正式推出后，有望成为近两年业绩成长的另一大驱动力。
- 公司和 CME 合作推出螺纹钢掉期合约，经过简单测算，我们认为该合约为公司带来的收入约为 10.75-21 万元，如果仅有螺纹钢掉期合约，对公司的业绩贡献较小，后续若其它合约持续上线，此项业务几乎无成本，会对业绩有一定贡献，此次合作更多的是钢联数据权威性得到国际认可。
- 目前全球与螺纹钢掉期合约可比的有新加坡交易所的铁矿石掉期合约。2010-2011 年新加坡铁矿石掉期合约成交量分别为 1785.35、4344.35 万吨，而 2009 年全球铁矿石产量为 22.13 亿吨，2007-2009 年产量变化不大，假设 2010-2011 年分别为 22.5、23 亿吨，则成交量分别占整体铁矿石产量的 0.8%、1.9%。我们假设螺纹钢掉期合约的成交量占全球螺纹钢产量的 1%-2%，2011 年全球螺纹钢产量为 2.87 亿，则螺纹钢掉期合约成交量约为 287-574 万吨，每 100 吨为一手，因此全年成交笔数约为 2.87-5.74 万手。
- 据公司介绍，一笔合约的价格大致为 8.5 美元，公司获取的数据授权费用不足 10%，我们以 0.6 美元计算，则全年有望为公司贡献收入 1.72-3.4 万美元，折合人民币约 10.75-21.50 万元。此项业务几乎无成本，如果仅有螺纹钢掉期合约，对公司业绩贡献较小，随着后续其它合约持续上线，会对业绩有较大贡献。

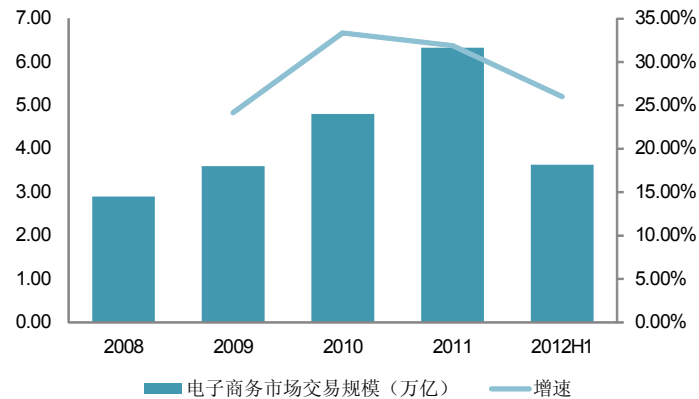
B2B 电子商务仍有高成长空间，盈利模式将走向多元

大宗商品行业产业链长，贸易发达，B2B 电子商务仍有高成长空间

- B2B 在电子商务中占据主要地位，从市场份额来看，阿里巴巴排名第一，但份额正在被其它 B2B 厂商慢慢蚕食。

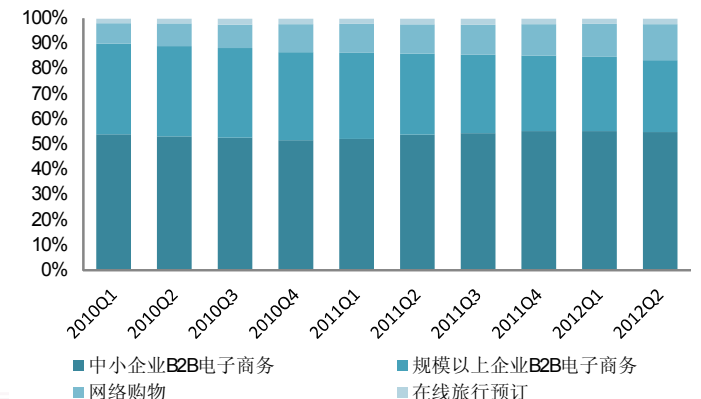
- 按商业模式来分，电子商务主要分为B2B、B2C、C2C三种。据艾瑞咨询统计，2012H1 我国电子商务市场交易规模达到 3.63 万亿，同比增长 26%；B2B 占据主导地位，整体占比为 83.5%，其中中小企业 B2B 电子商务占比为 55%。
- 2012H1 我国中小企业 B2B 电子商务营收规模达到 76.6 亿元，同比增长 22.75%，增速放缓，国际国内外经济形势严峻是造成营收规模增速放缓的主要原因；从市场份额来看，阿里巴巴为龙头老大，但份额已由 2010 年 58.70% 下滑至 42.30%；我的钢铁网市场份额由 2010 年的 1.7% 上升至 2012H1 的 5.9%，阿里巴巴的市场份额正在被其它 B2B 厂商慢慢蚕食。

图表15: 2008-2012H1 电子商务市场交易规模

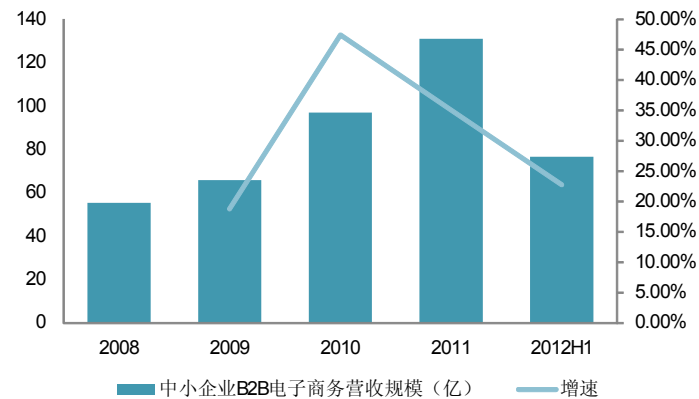


来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表16: 2008-2012H1 电子商务交易规模细分构成

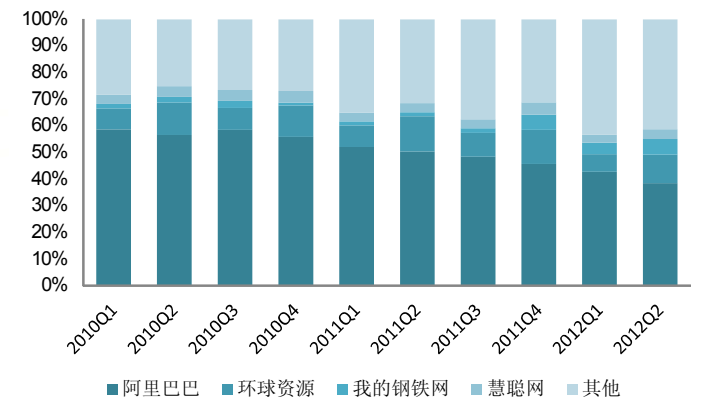


图表17: 2008-2012H1 中小企业 B2B 市场营收规模



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表18: 2010-2012Q2 B2B 电子商务运营商市场份额

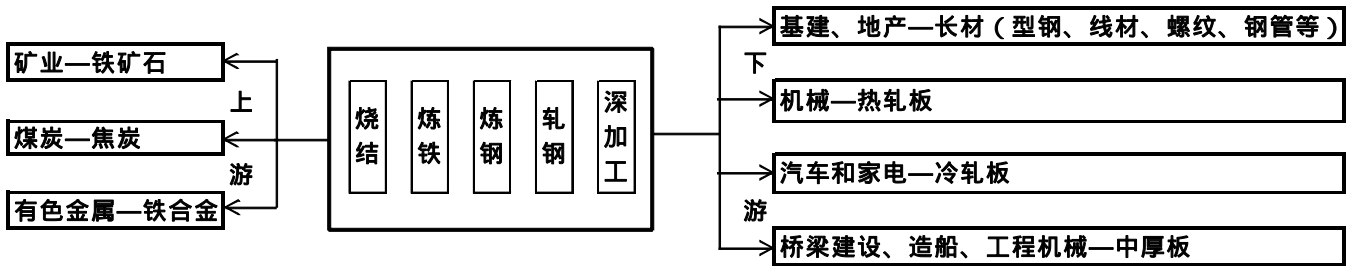


- 钢铁由于专业性强，壁垒较高，一般企业很难涉足，第三方电子商务公司还鲜少涉及到钢铁电子交易环节，未来空间较大。
- B2B 电商主要分为综合类 B2B 和垂直类 B2B，综合类 B2B 典型的代表是阿里巴巴，而垂直类的典型代表为上海钢联、中国化工网等。
- 钢铁行业适合垂直类 B2B 电商成长，以钢铁为例：（1）产品价格变化迅速，往往需要专门的资讯分析，行业研究人员，帮助企业做科学的预测；（2）产业链长，上下游客户众多，上游涉及到矿业、能源、有色金属等行业，下游涵盖房地产、建材、汽车、机械等多个行业，发展空间大；（3）仓储、物流成本占比较大，如若采取电子商务，能显著降低成本。其它大宗商品如煤炭、铁矿石等行业都有较为类似的

特征，适合垂直类电商成长，但由于专业性强、壁垒较高，一般企业很难涉足。

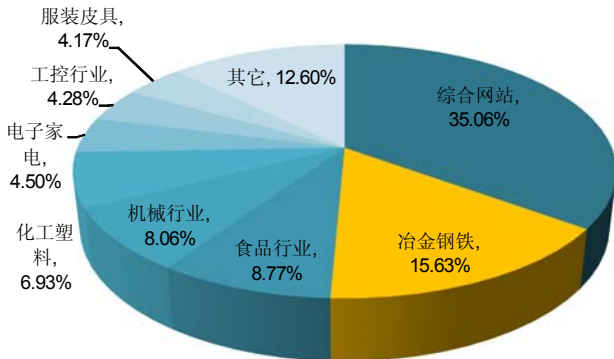
- 从 2010 年我国 B2B 服务产业规模行业分布来看，冶金钢铁占 15.6%；而 2010 年 B2B 主要行业电子商务交易额中，通信设备、计算机和电子设备占总交易额的 36%，交易额排在第二的黑色金属冶炼及压延加工占总交易额的 10%；钢铁作为基础工业原材料，交易流通次数远高于电子设备，预计钢铁的整体交易额为 5 万亿左右，电子交易额仅为 4000-5000 亿，且宝钢子公司东方钢铁 2011 年交易额为 2005 亿，由此来看，第三方电子商务公司还鲜少涉及到钢铁电子交易环节，未来空间较大。

图表19：钢铁行业上下游涉及行业广泛



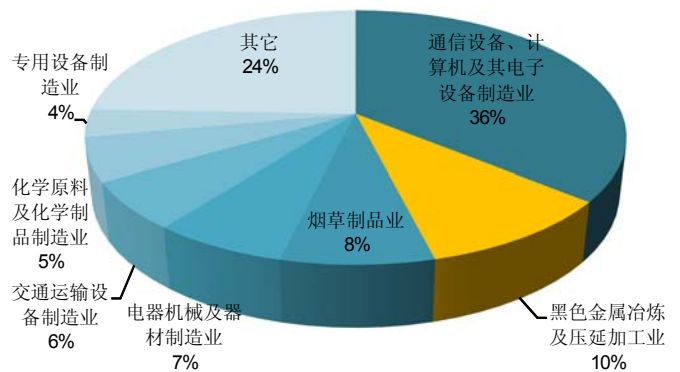
来源：国金证券研究所

图表20：2010 年我国 B2B 服务产业规模行业分布



来源：《2010-2011 年》中国电子商务报告，国金证券研究所

图表21：我国大中型工业分行业电子商务交易额占比



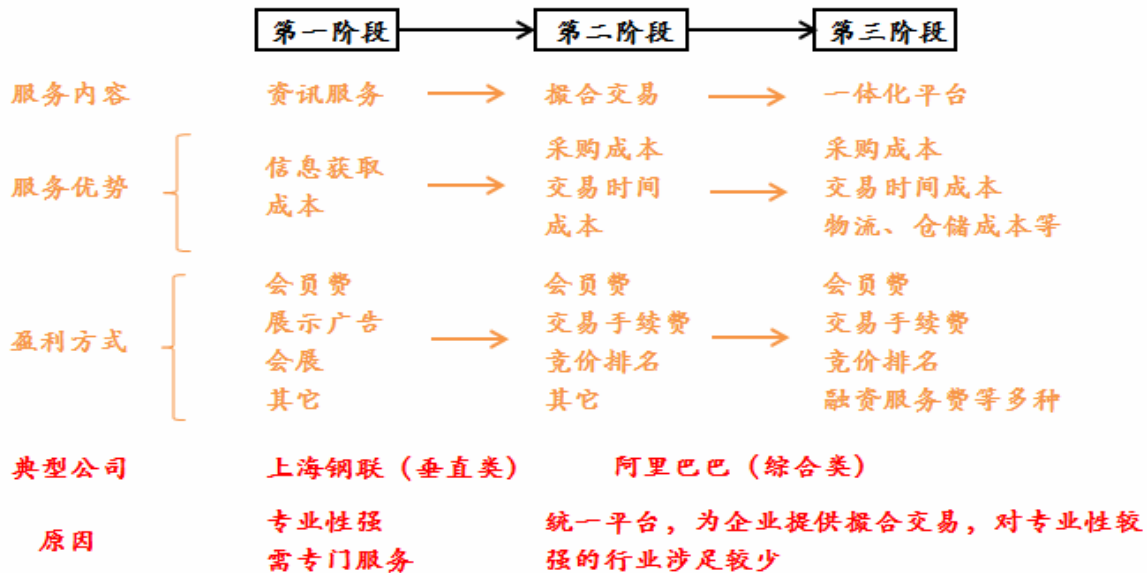
垂直类 B2B 电商正在向第二、三阶段探索，盈利模式走向多元

- B2B 电商发展主要分为三个阶段：资讯服务——撮合交易——一体化平台，垂直类 B2B 电商正在向第二、三阶段探索，盈利模式将走向多元。
- B2B 电商发展分为三个阶段：资讯服务——撮合交易——一体化平台。在资讯服务环节，公司为客户节省了信息获取成本，盈利模式主要有会员费、展示广告费等；在撮合交易环节，公司为客户节省了采购成本和交易时间成本，盈利模式为会员费、交易手续费、竞价排名费、增值服务费等；B2B 发展的最后阶段是将交易过程中涉及的所有企业都引入平台，如物流、仓储等，建成一体化平台。
- 以综合类 B2B 阿里巴巴为例，目前发展到第二、三阶段，除专业性较强的行业外，涵盖了其它大部分行业，理论上讲会员数量空间无限大，但由于为客户节省了采购成本、交易时间成本有上限，所以 ARPU 值提升空间有限，会员粘性不高，受环境影响较大，会有部分

B2B 企业分流一部分会员的可能性；而在广告方面，盈利方式多样，尤以竞价排名价值较高。

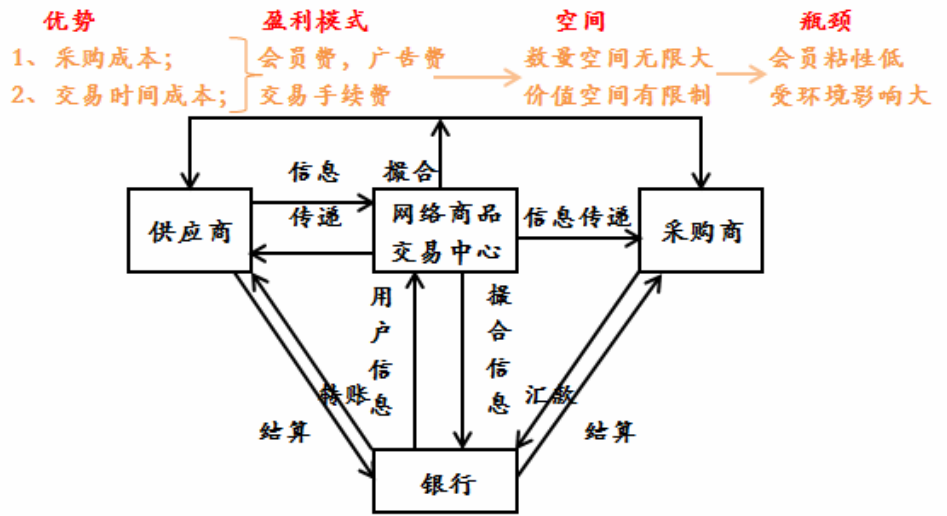
- 垂直类电商目前仍处于第一阶段，正在向第二、三阶段发展，这类公司最核心的竞争力在于能够为企业提供专业的行情信息、行业研究分析等，赚取的是信息获取成本，所以 ARPU 值提升空间大，会员粘性高，但会员数量空间较为有限，当外围环境不好时，企业仍有需求，受影响较小；网络广告主要以展示类广告为主，价值较低，受外围环境影响较大。
- 以上海钢联为例，搜搜钢网、钢银、与企业 ERP 对接都是公司在电商领域的尝试。搜搜钢是发布资源的平台，盈利模式仍以“会员+广告费”为主，比较类似于目前的阿里巴巴、生意宝网站，是电商平台发展的核心；钢银以资金为驱动，帮助客户解决实际问题；与企业 ERP 进行对接，解决数据链路问题，未来还会尝试整合仓储、物流，将平台做大。“资讯平台+数据平台+电商平台”是上海钢联的三大战略平台，资讯平台已相对成熟，数据平台是以资讯平台为基础建立的，容易成熟，电商平台是公司未来战略的重点。

图表22: B2B 电子商务发展的三个阶段及特点



来源：国金证券研究所

图表23: 综合类 B2B 电商交易模式、盈利模式及空间分析

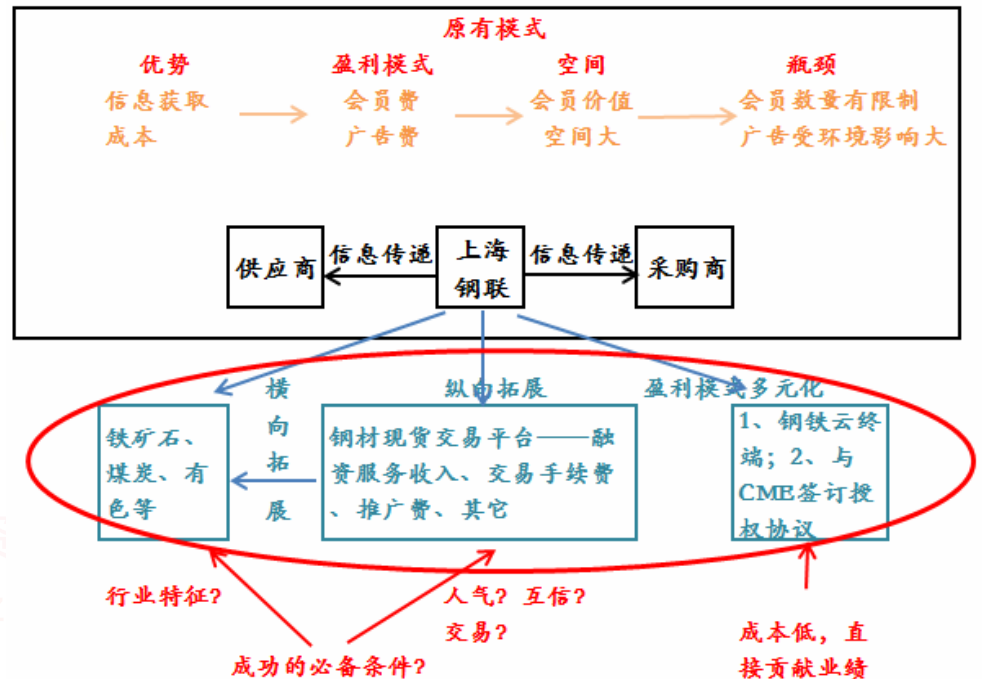


来源: 国金证券研究所

上海钢联欲打造大宗商品电子商务平台，提升长期价值

- 钢联横向扩张的行业主要是煤炭、铁矿石、合金、废钢、化工、有色金属、能源，欲打造大宗商品平台。模式也是“资讯平台+数据平台+电子商务平台”，资讯和数据平台已有现成模板，在上游煤炭、铁矿石等行业拓展预计难度不大，而电子商务平台还需要进一步摸索。

图表24: 上海钢联交易模式、盈利模式、空间及未来拓展方向分析



来源: 国金证券研究所

公司优势: 数据权威、行业研究能力出色、创新能力卓越

数据权威、行业研究能力出色提升了用户粘性

- 公司具有出色的信息采集、数据积累能力，有效的提升了用户粘性，旗下主要经营网站“我的钢铁网”的页面访问量、网站用户量等指标排名均在行业内处于领先地位；并将数据积累转为技术成果，开发了钢铁云数据终端，也被 CME 用于设计衍生品，受到国际认可。
 - 公司拥有约 700 人的信息采集和客户服务队伍，每天采集的信息覆盖钢铁、能源、矿业、有色金属等行业中 51 个大类，273 个小类产品的行情信息；公司编制了 MySpic 价格指数，提供的数据最早可追溯到 1997 年 1 月，为国内外各类钢铁及相关行业生产贸易企业所广泛接受，并为钢铁及相关产业交易提供了连续性、权威性的价格指导。
 - 公司在数据挖掘、市场分析和项目管理等方面具有较强的专业能力，为钢铁及相关行业的企业提供研究报告、咨询服务和定制化服务等各种行业深度研究服务。此外，研究中心下设了数据中心，对公司长期积累的行业数据进行整理、分类和建模，并通过外购等多种渠道，以期最终形成专业的数据库系统，为公司的数据挖掘和行业研究提供基础，同时也为其他单位和部门的数据需求者提供专业的数据服务。
 - 公司运营的互联网平台有“我的钢铁”网及相应英文网站、“我的不锈钢”网、“搜搜钢”网站、“我的有色”网和“我的能源”网。其中“我的钢铁”网的页面访问量、页面访问时间和网站用户量等指标排名均在行业内处于领先地位，“搜搜钢”网亦排名前列，具有较强的网站访问量优势。
 - 公司开发了钢联数据云终端，主要是以前数据积累工作的技术成果转化，数据范围涵盖钢铁行业、钢铁企业、全球宏观、废钢、铁合金、生铁、有色金属、煤炭、焦炭、房地产、机械、汽车、船舶等 18 个子数据库，初步形成了宏观经济、上游产业、钢铁行业、下游行业四大板块布局；此外，公司的数据也被 CME 用于设计衍生品，得到了国际认可。

图表25：2010年公司主要经营网站会员数、浏览量和行情数量

| 网站 | 网址 | 注册会员数 | 付费会员数 | 每天浏览量 | 每天行情数量 |
|--------|--------------------|--------|-------|--------|--------|
| 我的钢铁网 | www.mysteel.com | 29.32万 | 3.23万 | 911.8万 | 4086 |
| 我的不锈钢网 | www.mybuxiu.com | 2.03万 | 0.18万 | 45万 | 610 |
| 搜搜钢网 | www.sososteel.com | | | 280万 | 198万 |
| 我的有色网 | www.myyou.se.com | 3043家 | 284家 | 15.8万 | 335 |
| 我的能源网 | www.mynengyuan.com | 7014家 | 635家 | 21万 | 451 |

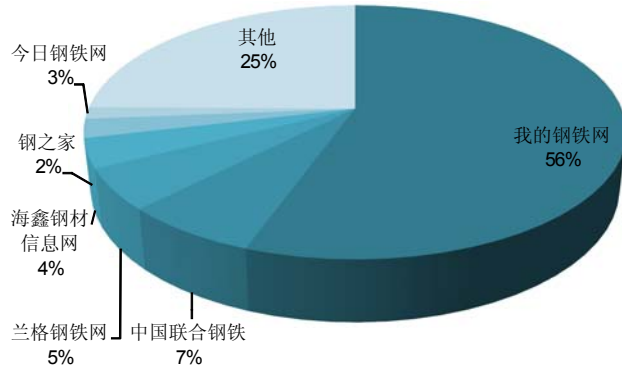
来源：招股说明书，国金证券研究所

持续不断的创新能力确保公司在行业内的领先地位

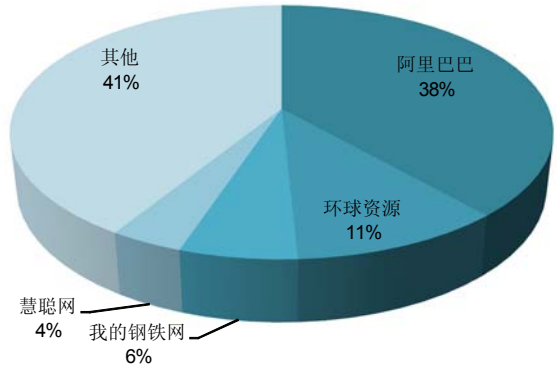
- 公司自 2000 年成立以来，在经营过程中不断的进行创新：（1）筹建搜搜钢资讯平台、钢铁现货网上交易平台；（2）横向欲拓展到煤炭、铁矿石、有色、化工等行业，解决会员数量空间有限问题。
 - 2011 年 8 月，公司公告将利用 8500 万自有资金增资公司控股子公司上海钢银电子商务有限公司建设钢材现货网上交易平台，此举是公司向 B2B 电商第二、三阶段探索。
 - 2011 年 10 月，公司公告将利用超募资金及自有资金 2.2 亿元建立大宗商品电子商务项目。项目计划将业务横向扩展至与钢铁行业高度相关或具有类似特点的矿石、合金、废钢、化工、有色金属、能源等其他生产性大宗商品行业，希望将钢铁行业的成功经验复制到其他大宗商品行业中。

- 持续不断的创新能力保证了公司的领先地位，其 2010 年的收入占整个钢铁行业 B2B 电子商务企业的 56%；在整个 B2B 电子商务行业中排名第三，收入占比已由 2010Q1 的 1.7% 上升至 2012H1 的 6%，钢材现货网上交易对收入的贡献功不可没。

图表26：上海钢联位居钢铁行业 B2B 电子商务企业第一



图表27：上海钢联收入位居 B2B 电子商务企业第三



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

网页链接：收入增速每提升 1%，利润增速提升约 0.45%

- 网页链接：收入增速决定利润弹性，增速每提高 1%，预计整体利润增速提升 0.45%，2013-2014 年给予网页链接 6%、10% 的增速，利润增速提升约 2.7%、4.5%，若钢铁行业景气度持续转好，钢联利润增速有上调的空间。
- 收入增速决定利润弹性：网页链接毛利率稳定在 99%，假设其它成本占比也维持稳定，2011 年网页链接毛利占比为 50%，2012 年预计下滑至 45%，网页链接收入增速每提高 1%，钢联利润增速提升约 0.45%，收入增速直接决定利润弹性。
- 假设 2013 年粗钢产量增速为 5%-6%，除 2012 年广告收入增速为负外，其余年份广告收入增速均远高于粗钢产量增速，我们给予公司 2013-2014 年网页链接收入 6%、10% 的增速，提升利润增速约 2.7%、4.5%，若钢铁行业景气度持续转好，钢联利润增速有进一步上调空间。

会员收入：收入增速每提升 1%，利润增速提升 0.35%

- 会员收入：随着会员数量的增加，毛利有望缓慢提升，因销售费用有所增长，会抵消毛利率提升带来的利润提升，预计收入每提升 1%，利润增速提升 0.35%。
- 整体毛利率预计缓慢上升：2010-2011 年新增会员数量分别为 9024、8881 万，因会员还远未到瓶颈期，假设 2013-2014 年新增会员数均为 8000 万，原有会员毛利率 65%，新增会员边际成本低，假设毛利率为 80%，则每新增 8000 万会员，提升整体毛利率约 2%，考虑到公司还在开拓其它新频道，会摊销一部分成本，预计每年提升约 1%。
- 销售管理费用预计略微上升：公司目前销售人员不足百人，为加大会员推广力度，考虑在 2013-2014 年增加一倍，预计将抵消由毛利率提升带来的利润提升。

- **收入增速每提升 1%，利润增速提升 0.35%：**对会员收入增速整体的判断是趋于稳定，若经济持续好转及推广力度加大，有望加速，收入每提升 1%，利润增速提升 0.35%。

钢材贸易：周转资金升至 2.5-3.5 亿，提升利润增速 5%-14.6%

- **钢材交易服务：**假设钢银 13 年周转资金升至 2.5-3.5 亿，归属于上市公司净利润合理区间为 613 万-951 万，与 12 年净利相比同比增长 40%-117%，提升整体钢联利润增速 5%-14.6%，影响显著。
 - **收入预测：**公司计划 2013 年钢贸收入翻倍，周转资金有可能升至 3-5 亿。2012 年公司使用 1.5 亿周转资金，全年钢贸收入预计 6.8 亿，周转 4.5 次。我们用 2.5-4 亿周转资金（目前 2 亿左右），周转次数为 3.5-5.5 做了敏感性分析，预计钢材交易收入的合理区间在 10 亿-16 亿。
 - **毛利预测：**2012 年全年钢贸毛利预计 1400 万，资金占用年化利率为 9.3%，我们用 3-5 亿周转资金，8.5%-10.5% 的资金占用年化利率做敏感性分析，预计毛利的合理区间在 2250 万-3500 万。
 - **净利润预测：**2011-2012 年公司均使用自有 1.5 亿资金进行钢材交易，13 年增加的周转资金主要来自于银行贷款，假设年化利率为 6%，财务费用合理区间在 600-1200 万；其它成本预计不会显著增加，但营业利润的提高会使得所得税增加（25%），由此每增加 5000 万周转资金，其它成本增加 70 万。综合以上两点，预计净利润的合理区间在 1050 万-1630 万。
- **上市公司持有钢银 58.36% 的股权，**归属于上市公司净利润预计在 613 万-951 万，与 12 年净利 438 万（预测）相比同比增长 40%-117%，预计占钢联整体净利润的比例上升至 20%，提升钢联利润增速 5%-14.6%，影响显著。

图表28: 钢材交易服务敏感性分析

| 周转资金 (百万) | 250 | 300 | 350 | 400 | 450 |
|---------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 周转次数 | 收入敏感性分析 | | | | |
| 3.50 | 875.00 | 1050.00 | 1225.00 | 1400.00 | 1575.00 |
| 4.00 | 1000.00 | 1200.00 | 1400.00 | 1600.00 | 1800.00 |
| 4.50 | 1125.00 | 1350.00 | 1575.00 | 1800.00 | 2025.00 |
| 5.00 | 1250.00 | 1500.00 | 1750.00 | 2000.00 | 2250.00 |
| 5.50 | 1375.00 | 1650.00 | 1925.00 | 2200.00 | 2475.00 |
| 资金占用利息费用 | 毛利敏感性分析 | | | | |
| 8.50% | 21.25 | 25.50 | 29.75 | 34.00 | 38.25 |
| 9.00% | 22.50 | 27.00 | 31.50 | 36.00 | 40.50 |
| 9.50% | 23.75 | 28.50 | 33.25 | 38.00 | 42.75 |
| 10.00% | 25.00 | 30.00 | 35.00 | 40.00 | 45.00 |
| 10.50% | 26.25 | 31.50 | 36.75 | 42.00 | 47.25 |
| 净利 | 净利润敏感性分析 | | | | |
| 财务费用 (年化利率6%) | 6.00 | 9.00 | 12.00 | 15.00 | 18.00 |
| 其它成本 (除财务费用) | 6.00 | 6.70 | 7.40 | 8.10 | 8.80 |
| 8.50% | 9.25 | 9.80 | 10.35 | 10.90 | 11.45 |
| 9.00% | 10.50 | 11.30 | 12.10 | 12.90 | 13.70 |
| 9.50% | 11.75 | 12.80 | 13.85 | 14.90 | 15.95 |
| 10.00% | 13.00 | 14.30 | 15.60 | 16.90 | 18.20 |
| 10.50% | 14.25 | 15.80 | 17.35 | 18.90 | 20.45 |
| | 归属于上市公司股东的净利润敏感性分析 | | | | |
| 8.50% | 5.40 | 5.72 | 6.04 | 6.36 | 6.68 |
| 9.00% | 6.13 | 6.59 | 7.06 | 7.53 | 8.00 |
| 9.50% | 6.86 | 7.47 | 8.08 | 8.70 | 9.31 |
| 10.00% | 7.59 | 8.35 | 9.10 | 9.86 | 10.62 |
| 10.50% | 8.32 | 9.22 | 10.13 | 11.03 | 11.93 |

来源: 国金证券研究所

图表29: 2011-2014E 钢银利润简表(单位: 百万)

| 钢银利润简表 | 2011 | 2012Q1 | 2012H1 | 2012Q3 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 150.85 | 108.00 | 289.95 | 470.00 | 680.00 | 1300.00 | 1800.00 |
| 营业成本 | 146.19 | 105.00 | 283.33 | 459.80 | 666.00 | 1270.00 | 1752.00 |
| 毛利 | 4.66 | 3.00 | 6.62 | 10.20 | 14.00 | 30.00 | 48.00 |
| 其它成本 | 0.92 | 1.48 | 2.13 | 3.05 | 3.92 | 12.60 | 20.16 |
| 占比 | 19.66% | 49.33% | 32.12% | 29.93% | 28.00% | 42.00% | 42.00% |
| 营业利润 | 3.74 | 1.52 | 4.49 | 7.15 | 10.08 | 17.40 | 27.84 |
| 所得税 | 0.50 | 0.38 | 1.13 | 1.79 | 2.52 | 4.35 | 6.96 |
| 占比 | 13.46% | 25.00% | 25.03% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 净利润 | 3.24 | 1.14 | 3.37 | 5.36 | 7.56 | 13.05 | 20.88 |
| 少数股东损益 | 1.35 | 0.50 | 1.40 | 2.16 | 3.15 | 5.43 | 8.69 |
| 归属于上市公司 | 1.89 | 0.64 | 1.97 | 3.20 | 4.41 | 7.62 | 12.19 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测

- 我们预计 2012-2014 年公司的营业收入分别为 8.90、15.43、20.84 亿，同比增长 154%、73%、35%，其中基础业务收入分别为 2.1、2.43、2.84 亿，同比增长 5.26%、15.82%、17.04%，钢铁现货网上交易收入分别为 6.8、13、18 亿，同比增长 356%、121%、33%。
- 预计 2012-2014 年广告累计增速分别为-4%、6%、10%，以体现钢铁行业转好对公司业绩的改善；会员收入累计增速分别为 20%、25%、23%，若宏观经济持续转好，增速有望加快；钢材现货网上交易毛利分别为 1400、3000、4800 万；2012-2014 年咨询收入增速分别为 20%、30%、30%，以体现我们对钢联数据云终端和其它业务的预期。
- 预计 2012-2014 年归属于母公司所有者的净利润分别为 3534 万、4437 万、5759 万，同比增长-8.55%、25.57%、29.79%，EPS 分别为 0.44、0.55、0.72 元。

图表30: 2012-2014E 各项业务收入预测 (单位: 百万)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H1 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 83.18 | 110.65 | 160.73 | 350.04 | 392.08 | 889.66 | 1,542.83 | 2,084.21 |
| 基础业务 | 83.18 | 110.65 | 160.73 | 199.19 | 102.13 | 209.66 | 242.83 | 284.21 |
| 钢材交易服务 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 150.85 | 289.95 | 680.00 | 1,300.00 | 1,800.00 |
| 信息服务 | 31.63 | 36.95 | 58.30 | 73.46 | 42.24 | 88.16 | 110.19 | 135.54 |
| 网页链接服务 | 34.40 | 49.36 | 64.52 | 81.13 | 41.39 | 77.89 | 82.56 | 90.82 |
| 会务培训服务 | 11.09 | 15.75 | 27.46 | 29.05 | 10.58 | 26.72 | 28.06 | 29.74 |
| 咨询收入 | 1.83 | 3.34 | 6.17 | 9.44 | 5.91 | 11.32 | 14.72 | 19.14 |
| 广告宣传服务 | 1.95 | 0.71 | 1.50 | 3.00 | 0.44 | 0.90 | 0.99 | 1.09 |
| 其他服务 | 2.29 | 4.53 | 2.78 | 3.12 | 1.58 | 4.67 | 6.31 | 7.89 |
| 钢材交易服务 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 150.85 | 289.95 | 680.00 | 1,300.00 | 1,800.00 |
| 毛利 | 61.74 | 83.52 | 117.32 | 159.60 | 87.38 | 174.32 | 215.86 | 266.67 |
| 信息服务 | 18.90 | 21.45 | 34.36 | 47.32 | 27.82 | 57.30 | 72.73 | 90.81 |
| 网页链接服务 | 34.03 | 49.01 | 63.91 | 80.38 | 41.03 | 77.11 | 81.73 | 89.91 |
| 会务培训服务 | 3.23 | 4.69 | 8.87 | 11.88 | 4.15 | 9.35 | 9.82 | 10.41 |
| 咨询收入 | 1.73 | 3.12 | 5.91 | 9.26 | 5.74 | 10.98 | 14.28 | 18.56 |
| 广告宣传服务 | 1.57 | 0.71 | 1.50 | 3.00 | 0.44 | 0.90 | 0.99 | 1.09 |
| 其他服务 | 2.29 | 4.53 | 2.78 | 3.12 | 1.58 | 4.67 | 6.31 | 7.89 |
| 钢材交易服务 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 4.66 | 6.62 | 14.00 | 30.00 | 48.00 |
| 收入增速 | | 33.02% | 45.26% | 117.78% | 333.00% | 154.16% | 73.42% | 35.09% |
| 基础业务 | | 33.02% | 45.26% | 23.93% | 12.79% | 5.26% | 15.82% | 17.04% |
| 钢材贸易 | | | | | | 355.58% | 91.18% | 38.46% |
| 信息服务 | | 16.84% | 57.77% | 26.00% | 25.99% | 20.00% | 25.00% | 23.00% |
| 网页链接服务 | | 43.48% | 30.72% | 25.74% | 6.73% | -4.00% | 6.00% | 10.00% |
| 会务培训服务 | | 41.97% | 74.39% | 5.78% | -6.59% | -8.00% | 5.00% | 6.00% |
| 咨询收入 | | 82.67% | 84.53% | 53.00% | 26.67% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |
| 广告宣传服务 | | -63.27% | 109.57% | 99.96% | -65.71% | -70.00% | 10.00% | 10.00% |
| 其他服务 | | 98.09% | -38.74% | 12.26% | 61.46% | 50.00% | 35.00% | 25.00% |
| 钢材交易服务 | | | | | | 355.58% | 91.18% | 38.46% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议

- 我们给予公司 2013 年 30 倍 PE，目标价 16.60 元，首次评级“买入”，建议持续关注广告业务回暖带来的业绩改善弹性，钢贸、钢联数据云终端等业务带来的业绩提升。若钢价持续上涨，有可能成为钢联股价继续上行的催化剂；若因钢联 2012 年业绩下滑或短期业绩未改善导致股价向下调整，将是较好的介入时机。
- 市场可比公司有东方财富、三六五网、生意宝、焦点科技等，生意宝、焦点科技等公司近一年内无公司给出盈利预测，估值不具有参考性，东方财富、三六五网 2013 年 PE 分别为 22、32 倍，若按我们的盈利预测 2013 年的 PE 分别为 21、39 倍。
- 考虑到以下几点：（1）钢铁行业若持续好转，业绩存在向上修正的可能；（2）若公司继续加大钢贸业务的周转资金，对业绩提升空间很大，钢联云数据终端也有望贡献一定业绩；（3）与 CME 签订授权合约、Mysteel 铁矿石价格指数入围 GlobalORE 指数定价都标志着钢联数据获得国际认可；（4）公司为钢铁行业 B2B 龙头，电子商务大平台一旦建成，不论对公司的业绩还是估值都将有较大提升。我们认为钢联应享有一定的估值溢价，给予 2013 年 30 倍 PE，目标价 16.60 元。
- 三季报后，在无业绩及外部事件的驱动下，钢联股价自去年 12 月跟随大盘触底之后到近期高点涨幅约 35%，我们认为这是因为钢价的持续上涨使得市场的悲观预期有所改善导致的，若钢价持续上涨，可能会成为钢联股价继续上行的催化剂；若因钢联 2012 年业绩下滑或短期业绩未改善导致股价向下调整，将是较好的介入时机。

图表31：螺纹钢期货价格与上海钢联股价走势图



来源：同花顺，国金证券研究所

图表32: 互联网 A 股上市公司估值表

| 代码 | 公司 | 股价 | 股本 (百万) | EPS | | | | PE | | |
|---------------|------|-------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E |
| 市场平均估值 | | | | | | | | | | |
| 300295.SZ | 三六五网 | 52.67 | 53.35 | 1.81 | 1.83 | 2.40 | 3.14 | 28.84 | 21.98 | 16.78 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 9.70 | 336.00 | 0.51 | 0.23 | 0.30 | 0.39 | 41.70 | 32.29 | 24.65 |
| 002095.SZ | 生意宝 | 12.70 | 162.00 | 0.20 | 0.30 | 0.36 | 0.32 | 43.05 | 35.28 | 39.69 |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 30.61 | 117.50 | 1.39 | 1.53 | 1.84 | 1.97 | 20.01 | 16.66 | 15.58 |
| 601519.SH | 大智慧 | 4.50 | 1,390.00 | 0.16 | 0.18 | 0.29 | | 25.00 | 15.52 | |
| 300033.SZ | 同花顺 | 14.30 | 134.40 | 0.46 | 0.47 | 0.74 | 1.11 | 30.60 | 19.26 | 12.83 |
| 平均值 | | | | | | | | 29.66 | 21.68 | 22.70 |
| 个人估值 | | | | | | | | | | |
| 300295.SZ | 三六五网 | 52.67 | 53.35 | 1.81 | 1.88 | 2.50 | 3.34 | 28.02 | 21.07 | 15.77 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 9.70 | 336.00 | 0.51 | 0.19 | 0.25 | 0.31 | 51.05 | 38.80 | 31.29 |
| 300226.SZ | 上海钢联 | 13.76 | 80.00 | 0.97 | 0.44 | 0.54 | 0.71 | 31.15 | 25.38 | 19.51 |

来源: wind, 同花顺, 国金证券研究所

www.jztzw.net
 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 111 | 161 | 350 | 890 | 1,543 | 2,084 | 货币资金 | 62 | 76 | 250 | 258 | 475 | 577 |
| 增长率 | | 45.3% | 117.8% | 154.2% | 73.4% | 35.1% | 应收款项 | 2 | 2 | 107 | 97 | 169 | 228 |
| 主营业务成本 | -27 | -43 | -190 | -715 | -1,327 | -1,818 | 存货 | 0 | 0 | 21 | 49 | 91 | 124 |
| %销售收入 | 24.5% | 27.0% | 54.4% | 80.4% | 86.0% | 87.2% | 其他流动资产 | 5 | 7 | 71 | 217 | 400 | 547 |
| 毛利 | 84 | 117 | 160 | 174 | 216 | 267 | 流动资产 | 69 | 84 | 449 | 621 | 1,135 | 1,477 |
| %销售收入 | 75.5% | 73.0% | 45.6% | 19.6% | 14.0% | 12.8% | %总资产 | 54.2% | 49.8% | 77.9% | 80.4% | 86.7% | 88.2% |
| 营业税金及附加 | -6 | -8 | -10 | -7 | -8 | -10 | 长期投资 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 5.1% | 5.2% | 2.9% | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 52 | 53 | 98 | 114 | 129 | 143 |
| 营业费用 | -34 | -45 | -65 | -79 | -90 | -104 | %总资产 | 40.7% | 31.4% | 17.1% | 14.8% | 9.8% | 8.6% |
| %销售收入 | 30.6% | 28.0% | 18.5% | 8.8% | 5.8% | 5.0% | 无形资产 | 4 | 30 | 29 | 34 | 43 | 52 |
| 管理费用 | -26 | -37 | -45 | -48 | -56 | -65 | 非流动资产 | 58 | 85 | 128 | 152 | 174 | 198 |
| %销售收入 | 23.9% | 22.8% | 12.8% | 5.4% | 3.6% | 3.1% | %总资产 | 45.8% | 50.2% | 22.1% | 19.6% | 13.3% | 11.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 18 | 27 | 40 | 40 | 62 | 88 | 资产总计 | 127 | 169 | 576 | 773 | 1,309 | 1,675 |
| %销售收入 | 15.8% | 17.0% | 11.4% | 4.5% | 4.0% | 4.2% | 短期借款 | 0 | 0 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 0 | 0 | 0 | -1 | -8 | -13 | 应付款项 | 52 | 67 | 95 | 290 | 581 | 784 |
| %销售收入 | 0.2% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.5% | 0.6% | 其他流动负债 | 2 | 3 | 5 | 19 | 25 | 31 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 54 | 70 | 148 | 309 | 606 | 815 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 10 | 210 | 310 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 1 | 0 | 34 | 32 | 32 | 32 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | n.a | 0.0% | 0.0% | 负债 | 55 | 71 | 182 | 351 | 848 | 1,157 |
| 营业利润 | 17 | 27 | 40 | 40 | 54 | 75 | 普通股股东权益 | 69 | 96 | 330 | 355 | 389 | 437 |
| 营业利润率 | 15.6% | 17.1% | 11.3% | 4.5% | 3.5% | 3.6% | 少数股东权益 | 2 | 2 | 64 | 67 | 72 | 81 |
| 营业外收支 | 5 | 4 | 7 | 7 | 7 | 7 | 负债股东权益合计 | 127 | 169 | 576 | 773 | 1,309 | 1,675 |
| 税前利润 | 22 | 31 | 47 | 47 | 61 | 82 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 20.0% | 19.5% | 13.4% | 5.2% | 3.9% | 3.9% | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -4 | -4 | -7 | -8 | -11 | -15 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 16.5% | 13.9% | 14.4% | 17.5% | 18.0% | 18.5% | 每股收益 | 0.626 | 0.906 | 0.966 | 0.442 | 0.555 | 0.720 |
| 净利润 | 18 | 27 | 40 | 38 | 50 | 67 | 每股净资产 | 2.315 | 3.214 | 8.261 | 4.442 | 4.867 | 5.457 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 2 | 3 | 6 | 9 | 每股经营现金净流 | 1.481 | 1.560 | -2.824 | 0.938 | 0.728 | 0.676 |
| 归属于母公司的净利润 | 19 | 27 | 39 | 35 | 44 | 58 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 17.0% | 16.9% | 11.0% | 4.0% | 2.9% | 2.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 27.05% | 28.19% | 11.69% | 9.94% | 11.40% | 13.19% |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 14.78% | 16.05% | 6.70% | 4.57% | 3.39% | 3.44% |
| 净利润 | 19 | 27 | 40 | 38 | 50 | 67 | 投入资本收益率 | 20.38% | 23.82% | 7.19% | 7.17% | 7.22% | 8.33% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 5 | 7 | 9 | 7 | 7 | 8 | 主营业务收入增长率 | 33.02% | 45.26% | 117.78% | 154.16% | 73.42% | 35.09% |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 3 | -6 | 1 | 11 | EBIT增长率 | 17.40% | 55.58% | 46.29% | 1.22% | 53.44% | 41.99% |
| 营运资金变动 | 20 | 13 | -164 | 35 | 0 | -31 | 净利润增长率 | 27.26% | 44.70% | 42.17% | -8.55% | 25.57% | 29.79% |
| 经营活动现金净流 | 44 | 47 | -113 | 75 | 58 | 54 | 总资产增长率 | 24.70% | 33.21% | 240.42% | 34.06% | 69.47% | 27.88% |
| 资本开支 | -10 | -34 | -52 | -23 | -23 | -24 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | 1 | 0 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 4.0 | 3.0 | 2.1 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 0.0 | #DIV/0! | 20.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 投资活动现金净流 | -10 | -33 | -52 | -24 | -23 | -24 | 应付账款周转天数 | 0.1 | #DIV/0! | #DIV/0! | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 262 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 170.5 | 117.0 | 53.3 | 18.8 | 9.6 | 6.2 |
| 债权募资 | -13 | 0 | 80 | -41 | 200 | 100 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -4 | 0 | -3 | -2 | -18 | -28 | 净负债/股东权益 | -86.10% | -76.79% | -43.03% | -51.21% | -50.54% | -45.36% |
| 筹资活动现金净流 | -17 | 0 | 340 | -43 | 182 | 72 | EBIT利息保障倍数 | 84.4 | -136.4 | 232.9 | 59.1 | 7.7 | 6.7 |
| 现金净流量 | 17 | 14 | 174 | 8 | 217 | 102 | 资产负债率 | 43.62% | 41.86% | 31.62% | 45.36% | 64.75% | 69.08% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 1 | 1 | 3 | 6 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 2 | 7 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.25 | 1.43 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net