

建议申购

股票价格

发行价格	23 元
目标价格	36 元

股本结构（发行后）

总股本（万股）	4000
流通 A 股（万股）	1000
网下发行数量（万股）	200
网上发行数量（万股）	800

重要日期

网下缴款日	2011 年 5 月 30 日
网上申购日	2011 年 5 月 30 日

上海钢联（300226）

2011 年 5 月 27 日

钢铁行业领先的 B2B 电子商务平台

公司立足于钢铁行业基础资讯服务，通过长期投入建立起以价格信息采集、加工、推广为核心的“数据库+研究中心”的信息内容服务模式，并在此基础上提供商情发布和搜索、企业推广、会务培训等增值业务。我们未来主要看好公司在现有行业地位基础上，可开展的大宗商品质押融资业务，一旦开展，将对收入和利润有极大的提升。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	45.3	30.7	46.7	30.6
净利润增长率（%）	37.2	43.5	87.5	37.6
综合毛利率（%）	73.0	74.1	78.2	80.3
每股收益（元）	0.67	0.97	1.81	2.50

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 4000 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **建议积极申购，目标价 36 元。**我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.97 元，1.81 元和 2.50 元，12-13 年大幅高于市场一致预期主要是因为看好大宗商品质押融资业务。公司发行价 23 元，对应 2011、2012 年 PE 分别为 24 和 13 倍。即使不考虑大宗商品质押融资业务，估值仍有较强吸引力。建议积极申购，目标价 36 元，对应 2012 年 20 倍 PE。
- **电子商务纵深挖掘空间仍大。**电子商务 2010 年首次成为互联网第一大市场，虽然行业的一系列转型仍在探索之中，但 B2B 平台已经成为中小企业为数不多的线上营销途径之一。行业 B2B 网站对用户个性化的需求有更多的理解，便于产生更多的创新服务模式，用户粘性强。
- **钢铁行业的“Bloomberg+Alibaba”。**不同于一般 B2B 行业网站转载资讯的模式，公司通过自身采集、加工，形成了一套客观、及时的基础资讯体系，并开发出行业权威的 MySpic 价格指数，在此体系上再建立研究、商情发布和搜索、企业推广、会务培训等业务，服务针对性强。“我的钢铁”网无论在页面访问量、网站用户量、网站访问时间、网站流量等主要指标在国内同行业中位居第一位。
- **大宗商品交易平台潜力大。**目前公司在钢铁行业已形成良好的用户体验，口碑式的宣传、相关领域的拓展使内生增长有一定保障。大宗商品交易、融资等服务已经有较为成熟的运作流程和风险规避机制，公司有钢铁行业产业链客户基础、对商品现价及未来价格走势预判等专业优势，我们看好这一方向。
- **募股有助提升公司竞争力。**公司本次计划发行 1000 万股，计划募集约 1.2 亿元，实际融资 2.0 亿元，投入我的钢铁网综合平台升级项目和 Mysteel 大宗商品研究院项目。募集资金的到位可以帮助公司进一步加强竞争优势和能力，扩大市场份额。超募资金也提供了通过并购外生增长的可能。
- **主要风险。**（1）模式向其他领域可复制性；（2）大宗商品交易业务何时能正式开展。

互联网与传媒行业 核心分析师

王茹远

SAC 执业证书编号：S0850210040002

电话：010-58067935

Email: wangry@htsec.com

联系人

白洋

电话：021-23219646

Email: baiyang@htsec.com

目 录

1. 公司概况	3
1.1 股权结构	3
1.2 业务模式	3
2. 行业分析	4
2.1 电子商务 2010 年首次成为互联网第一大细分子市场	4
2.2 行业垂直 B2B 有自己稳定的市场	5
2.3 B2B 行业竞争格局相对稳定，壁垒较高	6
3. 公司主营业务分析	6
3.1 主要服务	6
3.2 主要盈利模式	7
4. 公司财务分析	9
5. 公司募投项目分析	10
6. 盈利预测与估值分析	11
6.1 盈利预测与关键假设	11
6.2 相对估值	12
7. 主要不确定因素	12
财务报表分析和预测	13
附录：公司旗下主要网站	14

图目录

图 1 公司股权结构	3
图 2 行业垂直 B2B 电子商务平台页面访问量	5
图 3 行业垂直 B2B 电子商务平台用户量	5
图 4 钢铁行业 B2B 电子商务平台页面访问量	6
图 5 钢铁行业 B2B 电子商务用户量	6
图 6 公司各项主营业务占比	7
图 7 公司近三年各项业务增长情况（万元）	7
图 8 公司近 3 年收入与利润情况（万元）	9
图 9 与类似上市企业毛利对比	9
图 10 公司近 3 年销售费用率及销售费用率情况	10
图 11 公司近 3 年管理费用率及研发费用情况	10
图 12 “我的钢铁”网首页部分内容	14
图 13 “搜搜钢”网首页部分内容	14

表目录

表 1 主要电子商务运营商收入情况（人民币百万元）	5
表 2 报告期内，公司注册会员、注册收费会员变化情况	7
表 3 收费会员分类情况示意表	8
表 4 公司近三年递延收入、确认收入和经营现金流入情况（万元）	10
表 5 公司募集资金用途及预计投资进度（万元）	10
表 6 分业务收入、增长和毛利率预测	11
表 7 关键比率假设	11
表 8 A 股互联网公司相对估值	12

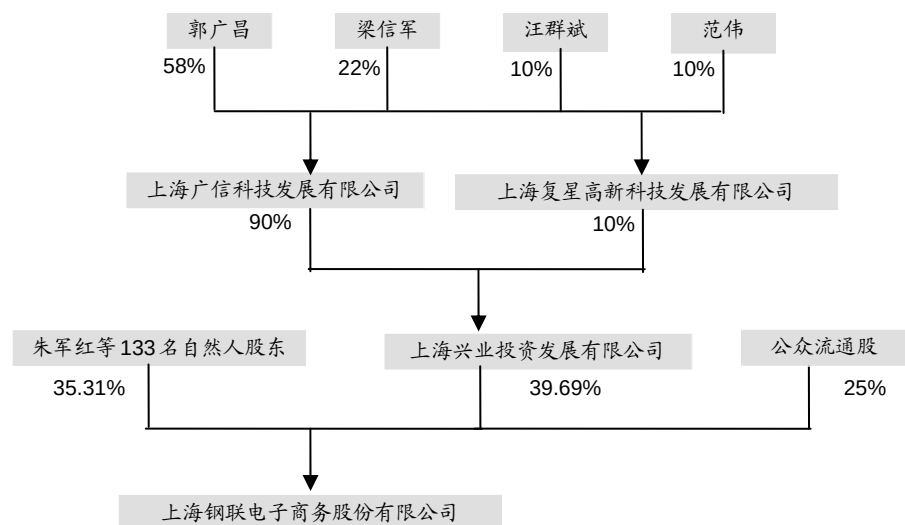
1. 公司概况

上海钢联成立于 2000 年 4 月 30 日，公司是从事钢铁及相关行业商业信息及其增值服务的互联网平台综合运营商。公司向客户提供钢铁及相关行业如能源、矿业和有色金属等行业的市场基础信息和行业深度研究服务，并在此基础上向客户提供企业宣传推广、商情发布和搜索、会务培训等增值服务。经过多年积累，公司所运营的“我的钢铁网”是我国钢铁行业商业信息服务页面访问量最大、网站用户量最多、网站访问时间最长的互联网平台。截至 2010 年底，公司拥有 29.32 万家有效注册会员，其中付费会员 3.23 万家，注册收费比为 11.02%。

1.1 股权结构

公司发行前股本总额 3000 万股，本次拟公开发行 1000 万股，占发行后公司总股本 25%。公司控股股东为上海兴业投资发展有限公司，实际控制人为郭广昌先生。公司董事长朱军红等 133 名股东持股 1412.5 万股。控股股东、实际控制人及发行人的股权结构如下图所示：

图 1 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.2 业务模式

公司主营业务是提供以钢铁及相关行业信息服务为基础的 B2B 电子商务服务。旗下包括“我的钢铁”网（www.mysteel.com）及相应英文网站（www.mysteel.net）、“我的不锈钢”网（www.mybuxiu.com）、“搜搜钢”网（www.sososteel.com）、“我的有色”网（www.myyouye.com）和“我的能源”网（www.mynengyuan.com），通过上述 5 个网站，向钢铁及相关行业客户提供行业基础资讯、研究支持、商情发布和搜索服务，以及企业宣传推广服务等。

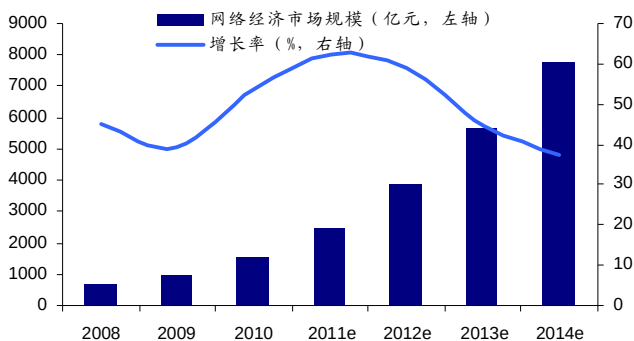
2. 行业分析

2.1 电子商务 2010 年首次成为互联网第一大细分子市场

2010 年电子商务首次超过网游成为第一大细分子市场。中国互联网从无到有，除了获取资讯的功能外，正经历着从娱乐切入（聊天、听音乐、看图片等）——商务应用（网络购物、网上支付、网上办公）的转型。根据 CNNIC 统计，2010 年网络购物、网上银行等商务类应用使用率增速最快，都接近 50%。电子商务一方面促进了网上支付、物流等行业的发展，而支付、物流等电子商务的基础设施不断完善后，又进一步促进了电子商务的发展。

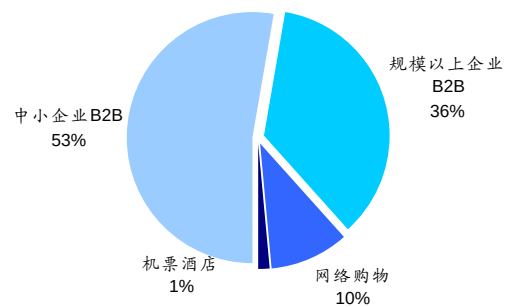
对消费者而言，虽然 B2C 以及 C2C 对我们的生活影响更直接，其发展也更容易被感知，但目前大多数仍处在前期建设投入阶段，目前已经形成一定规模和商业模式的是 B2B。从交易规模来看，B2B 电子商务仍然占总交易的大部分。

图 6 2008-2014 年中国电子商务市场交易规模及预测



资料来源：iResearch，海通证券研究所

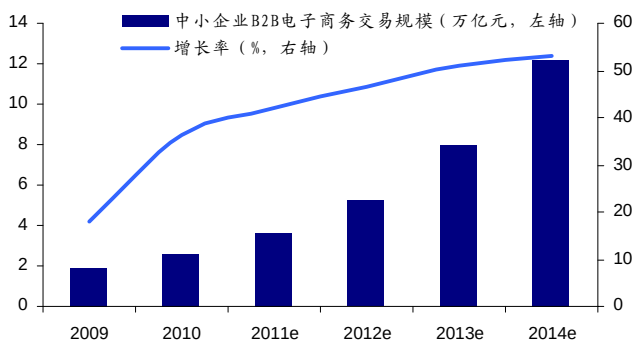
图 7 2010 年中国电子商务市场交易规模细分行业构成



资料来源：iResearch，海通证券研究所

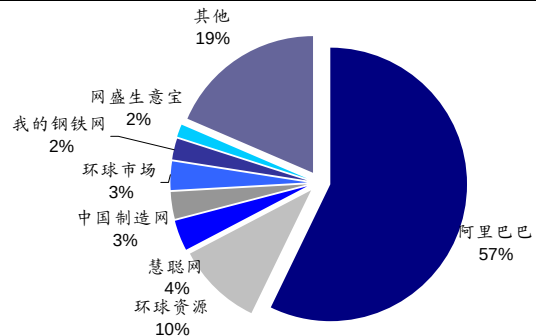
由于物流、支付等外部条件的制约，B2B 电子商务更多集中在前期的信息流环节，盈利模式也以会员费为主。从 2009 年开始，B2B 运营商开始朝在线交易、以及围绕中小企业贸易链所需的“物流”“保险”“信贷”“信用认证”等增值服务盈利模式转型。理论上，B2B 电子商务的交易规模是电子商务运营商的营收规模的 400-500 倍，一旦转型成功，蕴含潜力巨大；从目前现实看，B 与 B 之间的交易、物流等环节更为复杂，敦煌网、阿里巴巴全球速卖通、1688 小额批发平台等都在探索之中，虽然用户、交易量等指标都在迅速增加，但相比会员费营收，贡献业绩十分有限。

图 8 2008-2014 年中小企业 B2B 电子商务市场交易规模



资料来源：iResearch，海通证券研究所

图 9 2010 年主要 B2B 电子商务运营份额



资料来源：iResearch，海通证券研究所

2010 年已上市电子商务运营商收入同比增长 42.5%，其中，主要 B2B 电子商务运营商收入比去年同期增长 42.4%，远远超过 2009 年同比增速 26.4%。虽然 B2B 电子商务行业的一系列转型仍在探索之中，但 B2B 平台已经成为中小企业为数不多的线上营销途径（主要就是搜索引擎、电子商务平台）之一。中小企业每一分钱都是通过辛勤努力赚得，之所以愿意为电子商务付费，一定程度上是因为有优良的性价比、客户群的精准覆盖的电子商务已经成为有线上营销需求的中小企业的刚性需求。

表 1 主要电子商务运营商收入情况（人民币百万元）

公司名称	2008	2009	2010	09vs08 YoY(%)	10vs09 YoY(%)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	10Q1 YoY(%)	10Q2 YoY(%)	10Q3 YoY(%)	10Q4 YoY(%)
阿里巴巴	3,001	3,853	5,558	28.4	44.2	1,221	1,366	1,449	1,521	51.3	50.4	40.4	37.6
生意宝	106	134	173	27.3	28.7	35	41	39	59	24.5	30.8	16.2	39.9
慧聪网	314	318	391	1.2	23.1	71	98	100	122	6.1	25.6	22.1	34.5
焦点科技	172	230	333	34.0	44.8	65	73	88	107	41.1	38.5	47.9	49.2
上海钢联	83	111	161	33.0	45.3	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0
麦考林	734	1,213	1,529	65.4	26.0	336	399	370	424	47.4	35.9	33.3	2.2
当当	766	1,458	2,282	90.3	56.5	448	516	607	711	56.5	54.4	55.9	58.7
合计	5,175	7,317	10,426	41.4	42.5	2,176	2,492	2,654	2,944	48.8	46.8	41.6	35.5
合计(B2B)	3,676	4,646	6,615	26.4	42.4	1,391	1,578	1,677	1,809	46.8	47.5	38.8	38.1

资料来源：上市公司披露信息，海通证券研究所整理

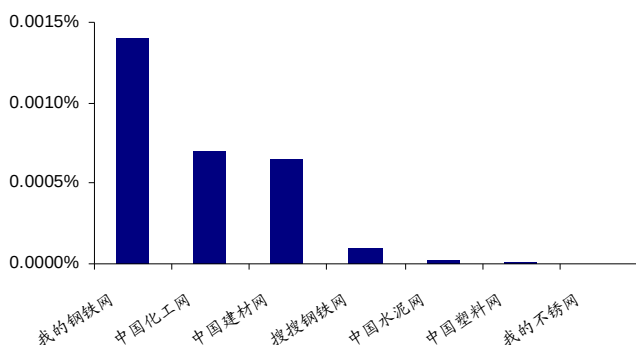
注：部分上市公司财报披露数据以美元为单位，表中数据已经按照对应汇率换算为人民币为单位

2.2 行业垂直B2B有自己稳定的市场

按照对行业覆盖的广度和对行业介入的深度，B2B 电子商务可以进一步划分为综合类 B2B 电子商务和行业垂直类 B2B 电子商务两类。综合类 B2B 电子商务所服务的行业没有限制，覆盖面比较广。在发展的初期，能够依靠广告等宣传方式快速的吸引各行业中部分电子商务意识较强的企业；行业垂直类 B2B 电子商务立足于某一行业或产业链，提供包括行业信息服务在内的专业电子商务服务。垂直行业需要专业的、长期深耕于该领域的专业团队，所以垂直行业 B2B 有自己稳定的市场，所以形成了我的钢铁网、化工网、水泥网、建材网等服务于细分领域的 B2B 电子商务服务商。

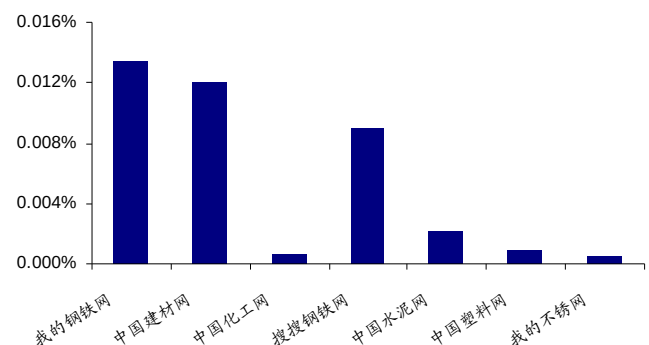
钢铁行业是国民经济中重要的基础原材料之一，并且位于国民经济各产业链的中间环节，涉及的上下游行业众多。其价格波动对各个行业乃至整个国民经济增长均能产生明显影响。根据亿邦动力调查，钢铁行业垂直 B2B 电子商务平台的页面访问量和拥有的会员数量都超过其他行业的领先垂直 B2B 电子商务平台。

图 2 行业垂直 B2B 电子商务平台页面访问量



资料来源：Alexa，2010 年 8 月 25 日，海通证券研究所

图 3 行业垂直 B2B 电子商务平台用户量

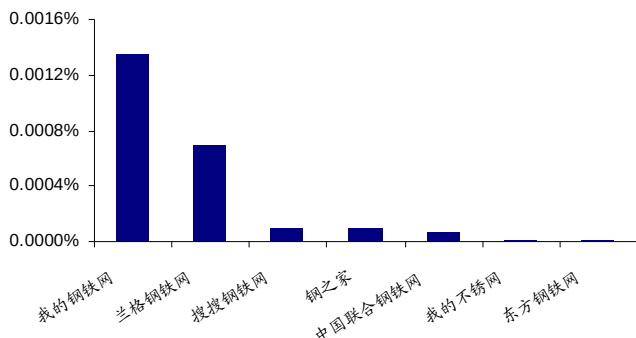


资料来源：Alexa，2010 年 8 月 25 日，海通证券研究所

2.3 B2B行业竞争格局相对稳定，壁垒较高

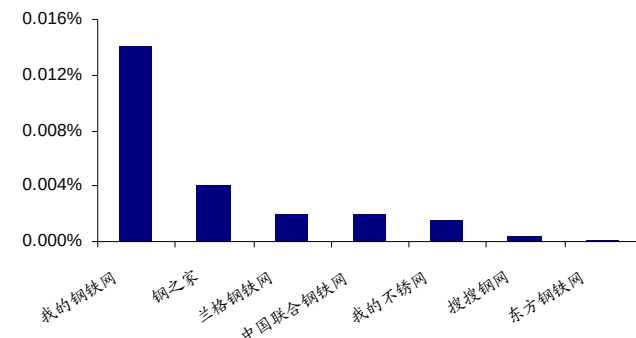
根据Alexa的流量统计，“我的钢铁”网（www.mysteel.com）2010年6至8月的平均页面访问量分别是“兰格钢铁网”（www.lgmi.com）、“钢之家”（www.steelhome.cn）、“中国联合钢铁网”（www.custeel.com）和“东方钢铁网”（www.bsteel.com.cn）的2.13倍、16.26倍、31.07倍和699.00倍。

图4 钢铁行业 B2B 电子商务平台页面访问量



资料来源：Alexa，2010年8月25日，海通证券研究所

图5 钢铁行业 B2B 电子商务用户量



资料来源：Alexa，2010年8月25日，海通证券研究所

虽然从流量、会员、营收规模、品牌等指标上看，公司具有一定的优势，然而来自竞争对手的压力同样不容忽视，甚至在一定程度上，公司作为行业领先者，又即将成为公众上市公司，在商业模式、运作上将更为透明，也更有利于竞争对手模仿。公司对竞争态势也有充分的认识，除了在自身产品、服务上的努力，也采取了低价会员费的策略（其会员费最高一个级别也只有5000元，且看不出涨价的迹象）。低价会员费不仅可以增强用户粘性，一定程度上也是对于竞争对手的遏制——在对手积累到一定规模之前，收入很难覆盖大量的开发和经营费用，从而不得不面临长期的运营压力。此外，公司通过上市融资，在资金支持上也能获得较大优势，有望进一步强化领先优势。

3. 公司主营业务分析

3.1 主要服务

钢铁流通领域长期以来处在信息极度不对称的状态，仅靠转载、编辑行业新闻很难满足客户的需求，在这样的背景下，公司选择从行业最基础的价格信息着手，经过多年探索，公司形成了一套标准化、独立、客观且及时的信息采集反馈系统。全国682名信息采集人员通过计算机系统严格按照公司规定的样本规则从样本库选取采集对象；并通过公司的呼叫中心每日向3000多家单位，依照标准采集流程直接采集和更新全国60多个城市的钢铁等相关产品的最直接的市场交易信息；然后，经过标准化加工和整理后，依照公司规定的格式发布到运营网站，供客户浏览。

在数据库的基础上，公司通过拥有56名高水平研究员的研究中心对行业进行深度研究，开发出行业权威的MySpic价格指数，向用户提供会务、培训以及资讯服务，形成了以价格信息采集、加工、推广为核心的“数据库+研究中心”的信息内容服务模式。

公司同时具备了“行业资讯信息服务+网络广告服务”的特点，通过专业信息服务

和综合性的增值服务，客户的粘性很高，近三年续费率均在 95%以上。公司通过销售事业部和全国各地办事处的业务人员向注册免费会员开展营销工作，积极引导免费注册会员向收费会员转化，收费会员数量持续增长。

表 2 报告期内，公司注册会员、注册收费会员变化情况

	注册会员	新增会员	收费会员	新增收费会员	转化率	流失会员数	流失率	续费率
2010 年	293,170	125,143	32,291	9,024	7.21	782	3.36	96.64
2009 年	168,027	87,027	23,267	5,892	6.77	563	3.24	96.76
2008 年	81,000	35,988	17,375	5,403	15.01	418	3.49	96.51

注：注册会员转化为收费会员的转化率具体是指当期新增收费会员数与当期新增注册会员数的比率。

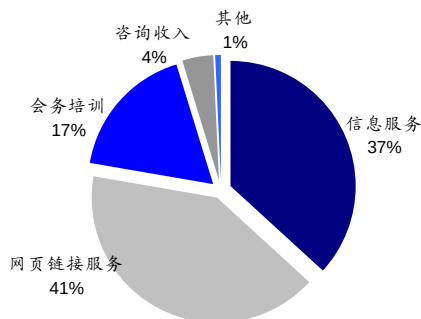
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

3.2 主要盈利模式

B2B 电子商务目前的盈利模式框架仍然为“会员费+增值服务”，且增值服务仍主要以广告为主，配合部分线下服务。在这一框架中，电子商务运营商通过建立平台，提供免费的产业资讯、商情信息，汇集一个庞大的卖家群，然后再通过平台的发展、推广来吸引买家，当买家达到一定数量后，对卖家的收费就成了可能。

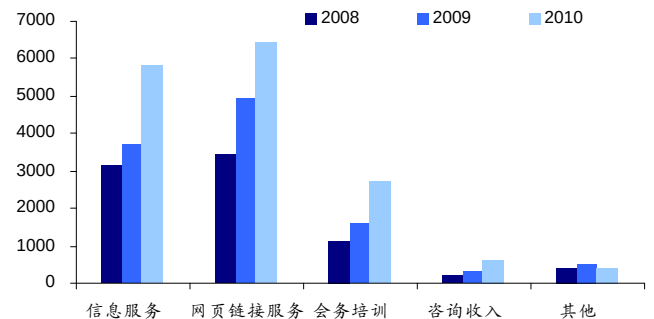
公司网站中如行业聚焦、综合资讯、产经资讯及部分市场分析等栏目均对所有用户免费开放；目前主要收入来源有：（1）提供综合信息服务收取的会员费；（2）商情展示广告；（3）会议培训等收费；（4）向高端客户提供的研究报告、专项咨询等。

图 6 公司各项主营业务占比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 7 公司近三年各项业务增长情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

会员信息服务收入

一般 B2B 网站会员费主要包括网站基础建设、广告页面制作、企业基础信息录入等服务，主要为中小企业提供一个商情展示的平台，而公司会员费则不同，其价值更多体现在给客户提供的行业基础信息。2008 年-2010 年，公司的会员费收入分别为 3163 万元、3695 万元和 5830 万元，占公司营业收入的比例分别为 38%、33%和 36%。

公司的收费注册会员可以分为甲级、乙级、丙级和其他会员服务四类，目前甲、乙、丙级的收费标准分别为 5000 元/年、3000 元/年和 1500 元/年。按照产品品种的不同，甲级和乙级会员又可分为钢材、炉料、特钢、能源和有色五大类频道；丙级会员则分为“我的钢铁”网的专栏会员和“搜搜钢”的钢信通会员。

表 3 收费会员分类情况示意表

收费水平 \ 产品品种	钢材	炉料	特钢	能源	有色
甲级	钢材甲级	炉料甲级	特钢甲级	能源甲级	有色甲级
乙级	钢材乙级	炉料乙级	特钢乙级	能源乙级	有色乙级
丙级	“我的钢铁”网专栏会员和“搜搜钢”网钢信通会员				
其他	非甲、乙、丙级会员				

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

截至 2010 年底，公司共拥有 29.32 万家有效注册会员，其中付费会员 3.23 万家，注册收费比为 11.02%。生意宝上市时（2006H1）注册会员 25.07 万家，付费会员 5709 家，注册收费比为 2.28%；焦点科技上市时（2009H1）注册会员 361.7 万家，付费会员 9211 家，注册收费比为 0.25%；阿里巴巴（2011Q1）注册会员 6503 万家，付费会员 83.2 万家，注册收费比 1.28%。公司之所以有这么高的注册收费比，一方面是因为行业垂直 B2B 网站的特性（平台面对的人群少，但需求集中）；一方面也正是因为公司提供的最基础的行情资讯服务对客户形成了一定的粘性。

目前公司在钢铁行业已经形成了良好的用户体验和品牌，用户续约率高，口碑式的宣传使得内生增长有一定保障，但局限在一个行业中，内生增长的空间有限。不过，目前公司积极拓展钢铁上下游行业的客户，其数目已占到总客户数的 30% 左右；横向在煤炭、有色等领域的复制也取得了一定效果。我们认为，无论是钢铁上下游、还是横向领域，都存在一定难度，短期可能会面临投入加大，而效果未必同步的艰难时刻；但长期仍有一定可能取得重大突破，从而在大宗商品领域建立综合优势，打开成长空间。

网页链接收入

网页链接服务就是为客户提供的广告。2008 年-2010 年，公司的网页链接服务收入分别为 3440 万元、4936 万元和 6452 万元，占公司营业收入的比例分别为 41%、45% 和 40%。“我的钢铁”、“我的不锈钢”、“搜搜钢”和“我的有色”网四个网站均有广告服务，其中“我的钢铁”网占全部网页链接数量的 77%，由于“我的钢铁”网流量最高，相应价格也最贵，实际占广告收入应在 80% 以上。

目前广告以图形、文字广告为主，尚没有 P4P 类型的广告。未来广告业务增长的动力主要体现在：“我的钢铁”网广告位已基本饱和，提价是趋势；“我的不锈钢”网、“搜搜钢”和“我的有色”网的广告位仍有较大可利用的空间，而且新平台单价高，未来随着人气的提升，单价也有望提升。

会务培训收入

该业务主要包括行业会议/供需见面会和培训，是公司从线上服务向线下服务扩展的主要途径。从本质上讲，电子商务（尤其是当前以商情、资讯展示为主的）是把传统的会展搬到了线上，但线上和线下并不是非此即彼，反而可以相互促进。公司既可以利用其在钢铁资讯行业的权威地位举办行业会议和培训，又能通过一些持续性的会议强化品牌影响力。2008 年-2010 年，会务培训收入分别为 1109 万元、1575 万元和 2746 万元，占公司营业收入的比例分别为 13%、14% 和 17%。

咨询收入

咨询收入主要来源于公司向高端客户提供研究报告、专项咨询和定制化服务等服务活动收取的费用，单个客户 ARPU 值通常超过 10 万元。虽然目前所占比例依然较小，但增长非常迅速，2009 年和 2010 年同比分别增长 83% 和 85%，高端客户也从 2008 年

的 11 名增长到 2010 年的 51 名。咨询服务是行业基础数据积累到一定程度衍生的必然结果，公司目前有 56 名资深研究人员，未来仍有潜力。

大宗商品交易

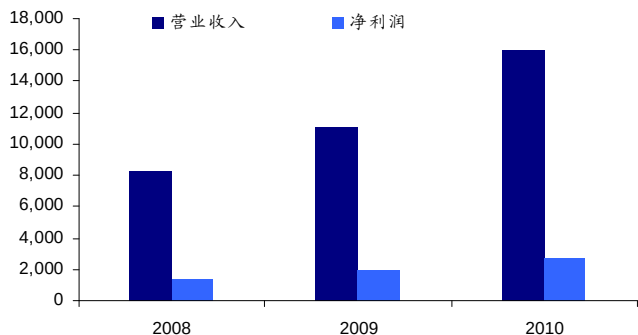
公司曾尝试进行钢材电子交易业务，经过 2005-2007 年的实际经营，钢联电子交易认为由于国内大宗商品电子交易模式尚不成熟，结合钢联电子交易对电子交易运作模式的风险判断，决定关闭网上电子交易平台。然而，公司在大宗商品电子交易上的探索一直没有停止。根据我们对同类公司例如金银岛的跟踪，该公司开展了“e 单通”大宗商品质押融资业务，银行贷款收紧、民间资本的日趋紧张让提供 B2B 大宗交易服务的公司质押融资业务火爆。我们认为公司也具备开展此类业务的基础，由于大宗商品交易对资金周转需求旺盛。公司有钢铁行业产业链客户基础优势、对商品现价及未来价格走势预判等专业优势，可与银行合作开展质押融资服务。该服务应该已经有较为成熟的操作流程，各个环节如何规避风险等也有了较为成熟的解决方案，我们看好这个业务未来对公司收入和利润的贡献。

4. 公司财务分析

公司 2008 年-2010 年收入分别为 8318 万元、11065 万元、和 16073 万元，复合增长率 39%；净利润分别为 1387 万元、1932 万元和 2679 万元，复合增长率 39%。

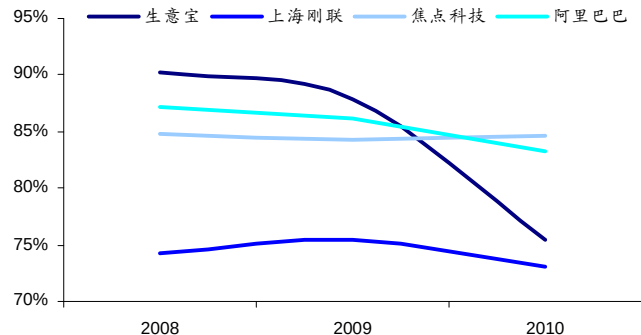
一般而言，B2B 电子商务公司的成本主要是服务器、带宽、以及相关网站运营人员的薪酬，而公司除了上述项目外，还计入了业务人员（既负责采集数据，又负责拓展客户）的基本工资，因此毛利率低于行业平均水平，在 70%左右。

图 8 公司近 3 年收入与利润情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

图 9 与类似上市企业毛利对比

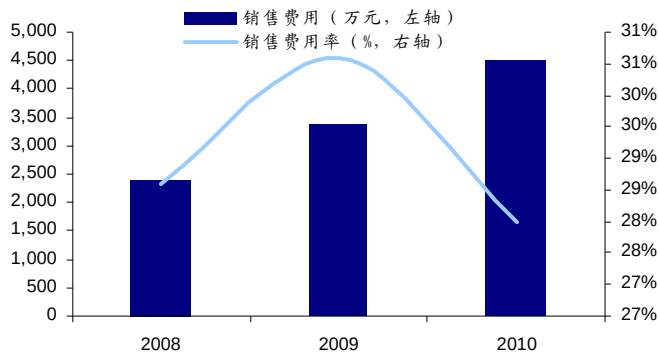


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

公司 2008 年-2010 年销售费用分别为 2380 万元、3389 万元和 4506 万元，占收入比重分别为 28.6%、30.6%和 28.0%。销售费用主要为支付给员工的薪酬（主要是销售提成），占比超过 50%。2010 年公司下调了首页、内页、电子商务网页链接、会议宣传推广等及信息会员续费销售提成比例，销售费用率有所下降。

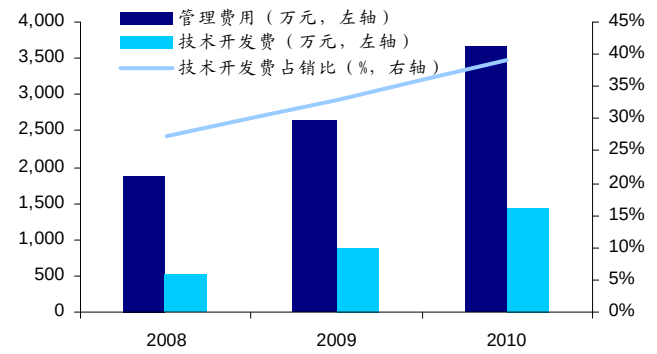
公司 2008 年-2010 年管理费用分别为 1871 万元、2645 万元和 3672 万元，占收入比重分别为 22.5%、23.9%和 22.9%，基本比较平稳。在管理费用中，研发费用占比最高且呈逐年上升趋势，但公司目前总体技术人员仍较少，未来向相关行业扩展的过程中仍有必要进一步增加相应技术人员，研发费用近几年应该都会维持在较高水平。

图 10 公司近 3 年销售费用率及销售费用率情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

图 11 公司近 3 年管理费用率及研发费用情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所整理

2008 年-2010 年，公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 9374 万元、12908 万元和 17746 万元，分别同比增长 38%和 37%，高于公司当年实现的收入水平，因为公司的信息服务、网页链接收入均需要在合同约定服务期内平均递延，而向客户收取的费用一般在签合同时就预先收取。2008-2010 年，公司递延收入分别为 3198 万、5034 万和 6716 万，分别同比增长 55%和 32%，这两项指标是次年收入的先行指标，为 2011 年收入增长奠定了一定基础。

表 4 公司近三年递延收入、确认收入和经营现金流入情况（万元）

	2008			2009			2010		
	递延收入	确认收入	经营现金流入	递延收入	确认收入	经营现金流入	递延收入	确认收入	经营现金流入
总额	3198	8318	9374	5034	11065	12908	6716	16073	17746
-信息服务	1547	3163		2309	3695		2661	5830	
-网页链接	1652	3440		2647	4936		3674	6452	

资料来源：上市公司披露信息，海通证券研究所整理

5. 公司募投项目分析

本次公司计划发行 1000 万股，发行价 23 元，预计融资 2.3 亿元。主要将投入到“我的钢铁网综合平台升级”项目和“Mysteel 大宗商品研究院”项目。项目的实施将进一步加强公司竞争优势和盈利能力，巩固市场地位，扩大市场份额。

表 5 公司募集资金用途及预计投资进度（万元）

项目名称	投资金额 (万元)	投资进度计划 (万元)			
	总计	第一年	第二年	第三年	
我的钢铁网综合平台升级	7,005	1,298	2,813	2,894	
Mysteel 大宗商品研究院	4,964	1,714	1,647	1,603	

资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测与关键假设

不考虑公司上市后可能进行的并购，基于对公司当前分业务收入和毛利率的以下假设，我们预测公司 2011~2013 年的收入分别为 2.1 亿、3.1 亿和 4.0 亿，同比增长 30%、47%和 30%。

表 6 分业务收入、增长和毛利率预测

收入（万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
信息服务	3163	3695	5830	6973	7767	8206
网页链接服务	3440	4936	6452	9033	11743	14092
会务培训	1109	1575	2746	3570	4284	5141
咨询收入	183	334	617	987	1480	2220
其他服务	423	525	427	450	550	600
在线交易融资佣金					5000	10000
总收入	8318	11065	16073	21013	30824	40259
毛利率（%）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
信息服务	59.8	58.1	58.9	58.5	59.0	60.0
网页链接服务	98.9	99.3	99.1	99.0	99.1	99.3
会务培训	29.1	29.8	32.3	32.5	32.5	32.5
咨询收入	94.3	93.4	95.7	96.0	96.5	96.8
其他服务	94.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
在线交易融资佣金					90.0	90.0
总收入	74.2	75.5	73.0	74.2	78.2	80.4
增长率（%）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
信息服务		16.8	57.8	19.6	11.4	5.7
网页链接服务		43.5	30.7	40.0	30.0	20.0
会务培训		42.0	74.4	30.0	20.0	20.0
咨询收入		82.7	84.5	60.0	50.0	50.0
其他服务		23.9	-18.5	5.3	22.2	9.1
在线交易融资佣金						100.0
总收入		33.0	45.3	30.7	46.7	30.6

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司上市后面临一系列的市场开拓和产品开发，虽然可能有一定规模优势，但各项费用很难出现较大下降，基于以下成本费率的假设，我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.97 元、1.81 元和 2.50 元。

表 7 关键比率假设

	2011E	2012E	2013E
营业税率	5.16%	5.16%	5.16%
销售费用率	28.50%	27.00%	27.00%
管理费用率	23.00%	22.00%	22.00%
实际所得税率	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

6.2 相对估值

我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.97 元, 1.81 元和 2.50 元, 12-13 年大幅高于市场一致预期主要是因为看好大宗商品质押融资业务。目前 A 股可比公司 2011 年平均市盈率约 36 倍, 其中业务模式更相像的焦点科技 2011 年 PE 在 28 倍左右, 生意宝在 40 倍左右。公司发行价 23 元, 对应 2011、2012 年 PE 分别为 24 和 13 倍。我们认为, 公司在行业垂直网站的优势、向相关领域的扩展能保证一定速度的稳定增长, 大宗商品质押融资业务孕育着更大的空间。即使不考虑大宗商品质押融资业务, 估值仍有较强吸引力。按照 2012 年 20 倍 PE, 目标价 36 元, 对应 2011 年 PE 为 38 倍。

表 8 A 股互联网公司相对估值

股票代码	股票简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002095.SZ	生意宝	0.35	0.39	0.50	45	40	31
002315.SZ	焦点科技	1.28	1.80	2.60	40	28	20
300002.SZ	神州泰岳	0.86	1.16	1.49	34	26	20
300033.SZ	同花顺	0.68	0.95	1.29	32	23	17
300059.SZ	东方财富	0.42	0.57	0.91	85	62	39
平均					47	36	25
中值					40	28	20

资料来源: 海通证券研究所

7. 主要不确定因素

(1) 模式向其他领域的可复制性; (2) 大宗商品交易业务何时能正式开展。

财务报表分析和预测

收益率	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率（%）	73.0	74.1	78.2	80.3
销售费用率（%）	28.0	28.5	27.0	27.0
管理费用率（%）	22.8	23.0	22.0	22.0
净利率（%）	19.4	21.5	27.5	29.0
EBIT/销售收入（%）	19.3	20.1	25.9	27.6
EBITDA/销售收入（%）	23.5	24.5	30.3	31.5
销售净利率（%）	19.4	21.5	27.5	29.0
资产获利率	2010	2011E	2012E	2013E
ROE（%）	28.0	12.0	19.4	22.5
ROA（%）	15.9	9.4	14.6	16.5
增长率	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率（%）	45.3	30.7	46.7	30.6
EBIT 增长率（%）	33.9	36.1	89.3	39.5
EBITDA 增长率（%）	34.2	36.3	81.0	35.7
净利润增长率（%）	38.6	43.5	87.5	37.6
股东权益增长率（%）	37.2	43.5	87.5	37.6
资本结构	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率（%）	41.9	20.6	24.4	26.7
流动比率（倍）	1.2	3.3	2.8	2.8
速动比率（倍）	1.2	3.3	2.8	2.7
资产管理效率	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率（次）	1.08	0.73	0.68	0.73
固定资产周转率（次）	3.11	3.12	3.28	3.75
应收账款周转率（次）	115.11	126.50	118.93	113.27

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16073	21013	30824	40259
营业成本	4341	5433	6734	7922
销售费用	4506	5989	8323	10870
管理费用	3672	4833	6781	8857
财务费用	-20	-358	-587	-634
投资收益	-20	0	0	0
营业利润	2724	4028	7979	11163
EBIT	3099	4217	7980	11129
折旧摊销	685	939	1350	1535
EBITDA	3784	5156	9330	12664
利润总额	3116	4521	8479	11668
所得税	437	678	1272	1750
少数股东损益	-19	-28	-52	-72
归属母公司的净利润	2698	3871	7259	9989
每股收益（元）	0.67	0.97	1.81	2.50

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7559	26557	32100	42433
应收款项	187	619	908	1187
存货	0	0	0	0
流动资产	8435	27908	33792	44451
固定资产	5152	8312	10463	11027
总资产	16931	40965	49649	60673
应付账款	0	0	0	0
长期借款	46	46	46	46
总负债	7087	8439	12094	16197
股东权益	9642	32351	37433	44425
每股净资产（元）	4.23	10.24	12.41	15.17

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	4676	5301	11284	14596
投资性现金净流量	-3290	-5500	-4150	-1900
筹资性现金净流量	0	19197	-1591	-2363
现金净流量	1386	18998	5543	10333

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 4000 万股计算。

附录：公司旗下主要网站

公司主要通过成功运营的“我的钢铁”网（www.mysteel.com）及相应英文网站（www.mysteel.net）、“我的不锈钢”网（www.mybuxiu.com）、“搜搜钢”网（www.sososteel.com）、“我的有色”网（www.myyouse.com）和“我的能源”网（www.mynengyuan.com），向钢铁及相关行业客户提供全面、精细、及时、客观的商业信息并在此基础上提供增值服务。

“我的钢铁”网（www.mysteel.com）

“我的钢铁”网是公司提供商业信息发布和宣传网页链接服务的主要平台，同时还提供部分商情发布和搜索服务。主体内容按信息和服务类别划分的各个板块，包括行情速递（主要是价格行情）、钢厂资讯、社会库存、市场分析、市场评述、价格指数、价格汇总、资源查询、供求速递、供应专版、Myspic 指数等。网站下设各个子频道，可通过首页的导航栏链接进入。网站子频道大致可以分为以下三类：第一类是市场交易活跃的钢铁及相关产品的品种行情子频道；第二类是各区域和重点城市的行情子频道；第三类是资讯中心、评述、库存、统计、指数等不同信息类别的子频道。截至 2010 年底，公司的注册会员数 29.32 万家，其中注册收费会员数 3.23 万家。平均每天的浏览量（Page View）911.8 万次，平均每天发布和更新的行情数量为 4086 条。

图 12 “我的钢铁”网首页部分内容



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 13 “搜搜钢”网首页部分内容



资料来源：公司网站，海通证券研究所

“我的不锈钢”网（www.mybuxiu.com）

“我的不锈钢”网是根据公司战略布局，以及适应不锈钢行业快速发展从“我的钢铁”网“特钢频道”分立运营的独立网站。“我的不锈钢”网于 2008 年 8 月正式投入运营，主要向客户提供不锈钢行业的市场交易信息、商情发布服务和网页链接服务。“我的不锈钢”网首页的主体部分包括热点导读、价格行情、价格对比、行情搜索、市场分析及商情发布等内容，网站的子频道包括商务中心、资讯中心、行情中心、研究中心和数据中心等频道。“我的不锈钢”网自成立之日起单独接受会员注册，并向客户提供网页链接服务。公司原“不锈钢”专栏收费注册会员的合同期限内，客户可浏览“我的不锈钢”网站；而“我的不锈钢”网新客户和原“不锈钢”专栏会员的新合同由“我的不锈钢”网独立注册、签署和收费。截至 2010 年底，“我的不锈钢”网的注册会员数 2.03 万家，其中注册收费会员数 0.18 万家，网站平均每天的浏览量达到 45 万次，平均每天发布和更新的行情数量 610 条。

“搜搜钢”网（www.sososteel.com）

“搜搜钢”网于 2009 年 7 月正式投入运营，主要向客户提供商情发布和搜索、宣传推广服务。“搜搜钢”网站首页主要由导航栏和现货供应商情搜索区两部分组成。导航栏设有分类搜索引擎，包括现货、供应、求购、百科和黄页五项搜索，覆盖了网站提供的所有搜索服务；现货供应商情搜索区将现货资源分为钢材、有色、炉料、商务服务、下游行业五个大类，涵盖了全国 66 个城市的 200 多个品种。在“搜搜钢”网站宣传推广业务方面，除网页链接外，“搜搜钢”网还向注册客户提供网上展示平台服务；向注册收费会员提供“钢信通”企业综合宣传推广服务，为企业提供商情优先排名、旺铺、信用认证等综合推广服务。2010 年底，“搜搜钢”网站平均每天的浏览量已达到 280 万次，网站上发布商情的会员数达到 4.97 万家，日均更新发布的商情 198 万条。

“我的有色”网（www.myyouse.com）

“我的有色”网是公司向与钢铁高度相关上游有色金属产业延伸布局，而从“我的钢铁”网下设有有色频道分立运营的独立网站，于 2010 年 9 月正式上线运营，主要提供有色金属行业的市场交易信息、商情发布服务和网页链接服务。“我的有色”网按金属品种下设铜、铝、硅镁、铅、锌、镍和其它小金属、再生金属等子频道，提供现货成交价、行情快递、市场分析、厂家资讯、数据统计、市场分析、价格汇总等内容板块。2010 年底，“我的有色”网的注册会员数 3043 家，其中注册收费会员数 284 家，平均每天的浏览量达到 15.8 万次，平均每天发布和更新的行情数量 335 条。

“我的能源”网（www.mynengyuan.com）

“我的能源”网是公司向与钢铁高度相关上游能源产业延伸布局，而从“我的钢铁”网下设有煤焦频道分立运营的独立网站，于 2010 年 9 月正式上线，主要向客户提供商业信息服务和宣传网页链接服务。“我的能源”网主体内容按信息和服务类别划分为行业资讯、价格行情、市场分析、数据统计、进出口、国际市场、海运市场、经济运行、能源财经、能源资源等内容板块，并按能源类别划分为石油燃气、新能源、煤炭、焦炭、电力等子频道。2010 年底，“我的能源”网的注册会员数 7014 家，其中注册收费会员数 635 家，平均每天的浏览量达到 21 万次，平均每天发布和更新的行情数量 451 条。

信息披露

分析师声明

王茹远：互联网与传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：生意宝（002095.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、焦点科技（002315.SZ）、神州泰岳（300002.SZ）、同花顺（300033.SZ）、东方财富（300059.SZ）、顺网科技（300113.SZ）、腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴（01688.HK）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
			卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432
wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387
wuyiping@htsec.com

联系人

荀玉根 (021) 23219658
xyg6052@htsec.com
王旭 (021) 23219396
wx5937@htsec.com
汤慧 (021) 23219733
tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448
shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419
niyt@htsec.com
罗震 (021) 23219326
luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004
tangyy@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068
dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745
zhujt@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
chenmf@htsec.com
袁兵兵 (021) 23219454
ybb6053@htsec.com
蒋科 (021) 23219474
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441
liuhyy@htsec.com
联系人
朱洪波 (021) 23219438
zhib6065@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423
panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399
wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
longh@htsec.com
舒灏 (021) 23219171
shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674
hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610
luyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
wangry@htsec.com
联系人
白洋 (021) 23219646
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104
qianlf@htsec.com
联系人
虞楠 (021) 23219382
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
zhaoyong@htsec.com
联系人
齐莹 (021) 23219166
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391
liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269
liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
yanghj@htsec.com
联系人
刘博 (021) 23219401
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737
yith@htsec.com
张瑞 (021) 23219634
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
chenzy@htsec.com
联系人
孔维娜 (021) 23219223
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054
pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
zhangh@htsec.com
联系人
牛品 (021) 23219268
np6307@htsec.com
房青 (021) 23219692
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣（021）23219415

lufm@htsec.com

白瑜（021）23219430

baiy@htsec.com

联系人

汤砚卿（021）23219768

tyq6066@htsec.com

银行业

联系人

刘瑞（021）23219635

lr6185@htsec.com

社会服务业

罗少平（021）23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊（021）23219747

tll5535@htsec.com

谢盐（021）23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童（021）23219421

jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳（021）23219767

xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

（021）63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

（021）23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清（0755）82775962

caitq@htsec.com

刘晶晶（0755）83255933

liujj4900@htsec.com

辜丽娟（0755）83253022

gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱（021）23219386

gaoq@htsec.com

季唯佳（021）23219384

jiwj@htsec.com

胡雪梅（021）23219385

huxm@htsec.com

黄毓（021）23219410

huangyu@htsec.com

朱健（021）23219592

zhuj@htsec.com

肖文宇（021）23219442

xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊（010）58067988

sunj@htsec.com

张广宇（010）58067931

zgy5863@htsec.com

殷怡琦（010）58067944

yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼

电话：（021）23219000

传真：（021）23219392

网址：www.htsec.com