

买入 首次

上海钢联 (300226)

2011 年 8 月 10 日

## 中报稳健符合预期，电子交易服务计划尝试启动

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤  
SAC 执业证书编号：S0850209080672chenmf@htsec.com  
021-23219409联系人：白洋  
baiyang@htsec.com  
021-23219646

### ● 投资要点

2011 年 H1 收入 9055 万元，同比增 24%，净利润 1487 万元，同比增 29%，EPS 为 0.37 元，扣除利息、营业外收支后税前利润同比增长 29%，符合预期。其中，Q2 收入 4790 万元，同比增 24%，净利润 764 万元，同比增 76%。

公司主要看点：(1) 公司有钢铁行业的权威地位，“会员费+广告”业务 20-30% 的增长有保障；(2) 电子商务增值服务挖掘空间大，垂直 B2B 领域对用户个性化的需求理解深入，便于产生更多的创新服务模式；(3) 公司上市后再启动对 B2B 电子商务交易的探索，若进展顺利，预计相关的服务将于下半年推出，看好公司在现有行业地位上，可开展的配套在线交易的一系列服务，一旦开展，将对收入和利润有极大的提升。

我们维持公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.96 元，1.80 元和 2.48 元的预测，12-13 年大幅高于市场一致预期主要是因为看好公司可开展的配套在线交易的一系列服务。按照 2012 年 20 倍估值，目标价 36 元。首次给予“买入”评级。

**主要风险：**大宗商品交易等业务开展进度；扩张期人力成本上升过快。

### ● 2011 年 H1 业绩概况

公司上半年主营业务保持平稳增长，**营业收入**增长 24%。其中，信息服务（会员费）与网页链接（广告费）营收同比增长分别为 25% 和 30%；除了会员费与广告，公司其他业务如会务培训、咨询服务等均保持增长，尤其是体现公司研究专业性与深度的咨询服务同比增长了 54%。

**毛利率** 81%，同比上升 6 个百分点，**销售费用率** 34%，同比上升 5 个百分点。毛利率与销售费用率的此消彼长主要是公司将驻外办事处单独列为市场拓展部，相关人员的薪酬进入销售费用；而毛利率升幅高于销售费用率主要是因为毛利率较低的会务培训在 H1 确认的收入不高。管理费用同比增长 23%，基本与收入增速同步，**管理费用率** 23%。总体上看，在公司上半年上市、人力成本上升的背景下，公司仍维持了较强的成本费用控制能力，**营业利润率** 18%，与去年同期持平。考虑到公司较为激进的人员扩张策略，我们认为下半年会面临一定的费用压力。

**财务费用** 为 57 万元，主要是来自公司发行集合票据的利息支出所致，公司 6 月上市，预计下半年利息会贡献部分收入。

**营业外收入** 325 万元，主要是来自政府补助。扣除利息、营业外收支后的税前利润为 1715 万元，同比增长 29%。

**所得税** 同比增加 108%，主要是因为公司在高新技术企业资格复审前，出于审慎原则，按照 25% 预缴所得税，若按照正常情况下 15% 计算，则上半年 EPS 为 0.42 元，相当于增加了 0.05 元 EPS。

## ● 点评

**1. 公司有钢铁行业的权威地位，“会员费+广告”业务 20-30%的增长有保障。**公司下半年仍将积极培育销售团队、重点开发钢铁行业下游会员，内生与外延扩张仍能保持收入稳步增长。而且，会员费与广告两项业务均采用先预收、再陆续确认收入的会计准则，其预收账款占预收账款总额的 95%。作为先行指标，Q2 末预收账款达 7986 万元，同比增长 34%，预计未来会员费、广告收入仍有望维持 30%的增长。

**2. 电子商务增值服务挖掘空间大，垂直 B2B 领域对用户个性化的需求理解深入，便于产生更多的创新服务模式。**除了会员费与广告，公司其他业务如会务培训、咨询服务等均保持增长，利用公司在钢铁行业商业信息服务的领先地位，可以开展的创新增值服务还很多，如第三方认证、买家 IP 定位、免费买家电话、保险、采购会等。

**3. 公司上市后再次启动对 B2B 电子商务交易的探索，若进展顺利，预计相关的服务将于下半年推出，看好公司在现有行业地位上，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。**据公司披露，“搜搜钢”网于 2011 年 6 月正式推出了“搜搜钢商城”，尝试筛选供应商、建立信用评价体系，让买卖双方可以在平台上完成询价、议价、下单、订货等流程，并将视商城的运行情况，在下半年通过控股子公司尝试开展交易结算服务，从而为客户提供贯穿整个交易过程的服务。

我们认为这是公司迈出的向在线交易转型的标志性步伐。根据 Ali-Express 的经验，行业龙头在初期为了聚拢人气，往往会征收较低的交易佣金，但与阿里巴巴不同的是，公司的客户所从事的多是国内大宗商品交易，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，可与银行合作开展配合在线交易的一系列服务。同类公司如金银岛开展的“e 单通”在银行贷款收紧、民间资本日趋紧张背景下获得了客户的热烈欢迎，鉴于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，我们看好在线交易及相关配套服务未来对公司收入和利润的贡献，业务推进顺利情况下，预计 2012 年就可贡献利润。

## ● 盈利预测与投资评级

我们维持公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.96 元，1.80 元和 2.48 元的预测，12-13 年大幅高于市场一致预期主要是因为看好公司可开展的配套在线交易的一系列服务。按照 2012 年 20 倍估值，目标价 36 元。首次给予“买入”评级。

## ● 主要风险

大宗商品交易等业务开展进度；扩张期人力成本上升过快。

表 1 公司 2010-2011H1 分业务收入、增长情况

| 收入（万元） | 2011H1 | 2010H2 | HoH（%） | 2010H1 | YoY（%） |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 信息服务   | 3352   | 3157   | 6      | 2673   | 25     |
| 网页链接服务 | 3878   | 3463   | 12     | 2989   | 30     |
| 会务培训   | 1132   | 1643   | -31    | 1103   | 3      |
| 咨询收入   | 466    | 314    | 49     | 303    | 54     |
| 其他服务   | 128    | 100    | 27     | 49     | 158    |
| 广告     | 98     | 65     | 50     | 212    | -54    |
| 总收入    | 9055   | 8743   | 4      | 7330   | 24     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 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  | 69.0  | 70.0  | 71.0  |
| 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  | 77.6  | 80.9  | 82.6  |
| 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：公司公告，海通证券研究所

表 3 上海钢联利润表预测（万元）

|               | 10H1 | 10H2 | 11H1 | YoY(%) | HoH(%) | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业收入        | 7330 | 8743 | 9055 | 24     | 4      | 11065 | 16073 | 21013 | 30824 | 40259 |
| 减：营业成本        | 1814 | 2527 | 1693 | -7     | -33    | 2713  | 4341  | 4701  | 5879  | 7019  |
| 营业税金及附加       | 385  | 444  | 485  | 26     | 9      | 566   | 829   | 1083  | 1589  | 2076  |
| 销售费用          | 2140 | 2366 | 3120 | 46     | 32     | 3389  | 4506  | 6724  | 9186  | 11756 |
| 管理费用          | 1658 | 2014 | 2037 | 23     | 1      | 2645  | 3672  | 4833  | 6781  | 8857  |
| 财务费用          | -11  | -9   | 57   | -603   | -755   | 21    | -20   | -359  | -587  | -635  |
| 资产减值损失        | 3    | -2   | 4    | 47     | -286   | 10    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 加：投资净收益       | 0    | -20  | 0    |        |        | 88    | -20   | 0     | 0     | 0     |
| 二、营业利润        | 1341 | 1363 | 1658 | 24     | 22     | 1809  | 2724  | 4030  | 7976  | 11186 |
| 加：营业外收入       | 51   | 354  | 325  | 535    | -8     | 496   | 405   | 508   | 515   | 520   |
| 减：营业外支出       | 12   | 1    | 1    | -92    | -6     | 7     | 13    | 15    | 15    | 15    |
| 三、利润总额        | 1380 | 1716 | 1982 | 44     | 15     | 2297  | 3116  | 4523  | 8476  | 11691 |
| 减：所得税费用       | 241  | 197  | 500  | 108    | 154    | 365   | 437   | 678   | 1271  | 1754  |
| 四、净利润         | 1139 | 1519 | 1482 | 30     | -2     | 1932  | 2679  | 3844  | 7205  | 9937  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1150 | 1528 | 1482 | 29     | -3     | 1966  | 2698  | 3844  | 7205  | 9937  |
| 少数股东损益        | -10  | -9   | 0    | -100   | -100   | -34   | -19   | 0     | 0     | 0     |
| 五、每股收益（元）     | 0.29 | 0.38 | 0.37 | 29     | -3     | 0.49  | 0.67  | 0.96  | 1.80  | 2.48  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：每股收益均按照当前 4000 万股本计算。

### 相关报告：

上海钢联（300226）新股研究报告：钢铁行业领先的 B2B 电子商务平台（建议申购） 2011-05-27

## 财务报表分析和预测

| 收益率            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 毛利率（%）         | 73.0 | 77.6  | 80.9  | 82.6  |
| 销售费用率（%）       | 28.0 | 32.0  | 29.8  | 29.2  |
| 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  | 27.7  |
| 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 | 11.9  | 19.3  | 22.4  |
| ROA（%） | 15.9 | 9.4   | 14.5  | 16.4  |

| 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  | 89.1  | 39.8  |
| EBITDA 增长率（%） | 63.5 | 36.3  | 80.8  | 36.0  |
| 净利润增长率（%）     | 38.6 | 43.5  | 87.4  | 37.9  |
| 股东权益增长率（%）    | 37.2 | 42.5  | 87.4  | 37.9  |

| 资本结构     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率（%） | 41.9 | 20.6  | 24.3  | 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） | 121.31 | 129.00 | 118.93 | 113.27 |

| 估值指标      | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 43.3 | 30.4  | 16.2  | 11.8  |
| PEG       | 0.8  | 0.6   | 0.3   | 0.2   |
| EV/EBITDA | 68.0 | 33.8  | 23.7  | 21.5  |
| PB        | 12.1 | 3.6   | 3.1   | 2.6   |

| 利润表（万元）   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 16073 | 21013 | 30824 | 40259 |
| 营业成本      | 4341  | 4701  | 5879  | 7019  |
| 销售费用      | 4506  | 6724  | 9186  | 11756 |
| 管理费用      | 3672  | 4833  | 6781  | 8857  |
| 财务费用      | -20   | -359  | -587  | -635  |
| 投资收益      | -20   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 2724  | 4030  | 7976  | 11186 |
| EBIT      | 3099  | 4218  | 7977  | 11151 |
| 折旧摊销      | 685   | 939   | 1350  | 1535  |
| EBITDA    | 3784  | 5157  | 9327  | 12686 |
| 利润总额      | 3116  | 4523  | 8476  | 11691 |
| 所得税       | 437   | 678   | 1271  | 1754  |
| 少数股东损益    | -19   | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司的净利润 | 2698  | 3844  | 7205  | 9937  |
| 每股收益（元）   | 0.67  | 0.96  | 1.80  | 2.48  |

| 资产负债表（万元） | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物  | 7559  | 26585 | 32141 | 42507 |
| 应收款项      | 187   | 630   | 925   | 1208  |
| 存货        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动资产      | 8435  | 27917 | 33815 | 44510 |
| 固定资产      | 5152  | 8312  | 10463 | 11027 |
| 总资产       | 16931 | 40974 | 49672 | 60732 |
| 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  | 32333 | 37376 | 44332 |
| 每股净资产（元）  | 4.2   | 10.2  | 12.4  | 15.2  |

| 现金流量表（万元） | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金净流量  | 4676  | 5320  | 11281 | 14613 |
| 投资性现金净流量  | -3290 | -5500 | -4150 | -1900 |
| 筹资性现金净流量  | 0     | 19205 | -1574 | -2347 |
| 现金净流量     | 1386  | 19025 | 5557  | 10366 |

资料来源：公司公告，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。

## 信息披露

### 分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

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：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

### 投资评级说明

| 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%。          |
| 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。