

传媒

2019年07月16日

上海钢联 (300226) 点评

——中枢略超预期，资讯 SAAS 扩品类投入为 2019 关键

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2019年07月15日

收盘价(元)	74.99
一年内最高/最低(元)	91.87/37.92
市净率	12.0
息率(分红/股价)	0.07
流通A股市值(百万元)	11380
上证指数/深证成指	2942.19/9309.42

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	6.24
资产负债率%	58.63
总股本/流通A股(百万)	159/152
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海钢联(300226)点评：资讯业务超预期增长，整体利润符合预期》
2019/03/01

《上海钢联(300226)点评：普氏指数2周上涨25%的背后凸显定价权之关键》
2019/02/11

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
刘畅 A0230516090003
liuchang@swsresearch.com

联系人

刘畅
(8621)23297818×7391
liuchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 事件：上海钢联披露 2019 年半年度业绩预告，预计 2019 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润 8173 万元-9988 万元，同比增长 35%-65%。我们中报前瞻报告预测实现收入 548 亿元，利润 0.84 亿元。实际预告中位数略高于我们预测。

● 供应链金融：推测利润超预期部分主要来自供应链金融业务。1) 一方面，2014-2019 年，钢铁电商整合接近结束，寄售与自营的优劣已经区分。预计 2019 年供应链金融金额有望超过 50 亿。2) 另一方面钢银电商持续优化迭代产品，我们预计钢银电商 2019H1 利润增速超过 80%。3) 根据钢银电商(835092.OC)数据，2019Q1 收入增速、利润增速分别为 22%、107%。由于 2018Q2 收入增速、利润增速分别达到 46%、232% (但利润增速低于 2018Q1)，且 2019Q2 钢铁电商行业交易依然活跃，据此计算 2019Q2 钢银电商同样应利润高增，约为 90%。上海钢联持有钢银电商约 43% 股权，预计钢银电商高增是上海钢联 2019 中报超预期的重要原因。

● 资讯业务：预计投入拖累中报资讯利润，2019 为资讯扩品类投入关键年。1) 资讯按年收费逐月确认收入，预计大量现金流入确认体现为预收款，而非收入。2) 山东隆众(前身为中国石化商情网)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。2018 收入为 1834 万元，净利润为-1357 万元。即使 2019 年其收入 100% 增长，考虑 400 余员工费用，预计 2019 年亏损仍超过千万元。但预计 2020 年化工收入可能达到 1 亿元，前景广阔。3) 由于短期公司资讯业务并不以利润作为重点考核指标，资讯业务可以 SaaS 业务从 PS 角度估值，并不会在 2019H1 给与利润表惊喜。2018H1/2018 全年 资讯业务的毛利分别为 0.15、0.35 亿元，推测 2019H1 资讯毛利 20%-30% 增长但净利润增速不高。

● 变现模式不断增加。除了 SAAS 模式，还将增加定制模式和战略合作。1) 根据我的钢铁网官方信息，上海钢联 3 月与陶庄城市矿山资源有限公司签署“陶庄废钢指数”合作开发协议。2) 根据“不止是钢货”和“钢银电商”公众号，6 月钢银电商与华瑞银行上海签署银企战略合作协议，打造供应链产品，实现可视化、智能化”等的供应链产品，其依据是钢银平台的高频交易数据和 BCS 风控数据模型。

● 百万会员付费率与用户数齐升长期逻辑不变，维持“买入”评级。1) 对标彭博，大宗数据搜集分析终端不断成熟，300 万会员渗透率与 ARPU 有望不断提升。长期成长不变，维持“买入”。2) 预计 2019-2021 年营业收入 1114.2、1348.3 亿、1564.7 亿元，归属母公司所有者净利润 2.17、3.82、5.54 亿元(下修 2019-2020 年利润 19%/9%，理由为预测资讯需更多人力投入和推广费用。原预测 2019-2020 年利润为 2.68、4.21 亿元)。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	96,055	21,799	111,416	134,827	156,466
同比增长率(%)	30.3	21.6	16.0	21.0	16.1
归母净利润(百万元)	121	32	217	382	554
同比增长率(%)	151.0	58.1	80.0	75.8	45.1
每股收益(元/股)	0.76	0.20	1.36	2.40	3.48
毛利率(%)	0.7	0.9	0.8	0.9	1.0
ROE(%)	12.6	3.2	18.5	24.5	26.2
市盈率	99		55	31	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 预计利润略超预期来自供应链金融

事件：上海钢联披露 2019 年半年度业绩预告，公司预计 2019 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润 8173 万元-9988 万元，同比增长 35%-65%。我们中报前瞻报告预测实现收入 548 亿元，利润 0.84 亿元。实际预告中位数略高于我们预测。

供应链金融：推测利润超预期部分主要来自供应链金融业务。1) 一方面，2014-2019 年，钢铁电商整合接近结束，寄售与自营的优劣已经区分。预计 2019 年供应链金融金额有望超过 50 亿。2) 另一方面钢银电商持续优化迭代产品，我们预计钢银电商 2019H1 利润增速超过 80%。3) 根据钢银电商 (835092.OC) 数据，2019Q1 收入同比增速、利润同比增速分别为 22%、107%。由于 2018Q2 收入同比增速、利润同比增速分别达到 46%、232% (但利润增速低于 2018Q1 增速)，且 2019Q2 钢铁电商行业交易依然活跃，据此计算 2019Q2 钢银电商同样应利润高增，约为 90%。上海钢联持有钢银电商约 43% 股权，预计钢银电商高增是上海钢联 2019 中报超预期的重要原因。

资讯业务：预计投入拖累中报资讯利润，2019 为咨询扩品类投入关键年。1) 资讯按年收费逐月确认收入，预计大量现金流入确认体现为预收款，而非收入。2) 山东隆众 (前身为中国石化商情网) 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。2018 收入为 1834 万元，净利润为-1357 万元。即使 2019 年其收入 100% 增长，考虑 400 余员工费用，预计 2019 年亏损仍超过千万元。但预计 2020 年化工收入可能达到 1 亿元，前景广阔。3) 由于短期公司资讯业务并不以利润作为重点考核指标，资讯业务可以 SaaS 业务从 PS 角度估值，并不会在 2019H1 给与利润表惊喜。2018H1/2018 全年资讯业务的毛利分别为 0.15、0.35 亿元，推测 2019H1 资讯毛利 20%-30% 增长但净利润增速不高。

供应链金融与资讯业务的收入划分还要注意母子公司资金成本。由于 2018 年母公司给钢银电商提供资金支持，利息费用合并报表抵消但影响母公司利润表。因此，推测 2019H1 表观利润表还会高估资讯业务利润，即将利息成本计入资讯利润。

2. 资讯业务长周期投入与回报

资讯业务：1 月普氏指数上涨 30% 凸显数据定价权之争，6 月高管公开表述是资讯业务将长期持续深化的证据。1) 2019 年 1 月 25 日，三大铁矿石巨头之一的巴西淡水河谷公司位于巴西米纳斯吉拉斯州的 Brucutu 矿区铁矿废料矿坑堤坝发生决堤事故。长期来讲，淡水河谷铁矿石生产应该有很强的自我调节能力。恰逢中国春节假期，普氏铁矿石指数两周上涨近 30%。我国是世界上最主要的铁矿石进口国，根据冶金协会的统计，我国 2015 年铁矿石进口量为 9.53 亿吨，占总进口量的 65.1%。根据海光总署的统计，我国 2018 年铁矿石进口量已上升到 10.64 亿吨。Vale 矿难恰好发生在中国春节之前 1 周，由于春节期间我国现货交易基本停滞，并不是按照实际交易定价而是矿山询价机制的普氏指数极易收到矿山背后投行操纵虚抬矿价。2) 根据 6 月《经济观察报》对钢银电商总裁的公开访问¹，

¹ 董瑞强，钢银电商黄坚：资金和人才引进仍是两大难题，2019/6/7，经济观察网

“不去挣跟市场博弈的钱，不去博弈价格，专注过程服务....把服务做成极致，才是平台可持续发展的核心”。这也是弱化交易收益、追求数据资讯收益的又一证据。

图 1：普氏 62%铁矿石指数 2 周上涨近 30%



资料来源：西本新干线，申万宏源研究

变现模式不断增加。除了 SAAS 模式，还将增加定制模式和战略合作。 1) 根据我的钢铁网官方信息，上海钢联 3 月与陶庄城市矿山资源有限公司签署“陶庄废钢指数”合作开发协议。2) 根据“不止是钢货”和“钢银电商”公众号，6 月钢银电商与华瑞银行上海签署银企战略合作协议，打造供应链产品，实现可视化、智能化”等的供应链产品，其依据是钢银平台的高频交易数据和 BCS 风控数据模型。

3. 长期逻辑不变，维持“买入”评级

百万级 SAAS 付费率与用户数齐升，钢银电商开启自循环利润兑现期。 1) 综合考虑中报利润超预期可能来自供应链金融业务、资讯业务仍在投入期。2) 对标彭博，大宗数据搜集分析终端不断成熟，300 万会员渗透率与 ARPU 有望不断提升。5 年钢铁电商整合接近尾声，寄售与自营优劣日渐清晰。2018H1 钢银电商相对领先优势不断扩大，整体交易量已超其他两家之和，全年有望进一步上升。

维持“买入”评级。 预计 2019-2021 年营业收入为 1114.2、1348.3 亿、1564.7 亿元，2019-2021 年归属于母公司所有者净利润为 2.17、3.82、5.54 亿元，分别下修 2019-2020 年利润 19%/9%，理由为预测资讯业务需要更多的人力投入和推广费用。原预测 2019-2020 年利润为 2.68、4.21 亿元。但长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41,279	73,697	96,055	111,416	134,827	156,466
营业总收入同比增长率 (yoy)	93.28%	78.53%	30.34%	15.99%	21.01%	16.05%
其中: 营业收入	41,279	73,697	96,055	111,416	134,827	156,466
减: 营业成本	40,973	73,252	95,354	110,545	133,650	154,933
毛利率 (%)	0.74%	0.60%	0.73%	0.80%	0.90%	1.00%
减: 税金及附加	12	18	24	29	34	40
主营业务利润	294	426	677	842	1,143	1,493
主营业务利润率 (%)	0.71%	0.58%	0.70%	0.76%	0.85%	0.95%
减: 销售费用	140	161	212	250	292	329
减: 管理费用	126	138	152	159	148	155
减: 研发费用	0	25	50	-	-	-
减: 财务费用	0	21	23	24	11	20
经营性利润	28	82	239	434	697	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-106.51%	194.18%	192.55%	119.19%	60.60%	-
经营性利润率 (%)	0.07%	0.11%	0.25%	0.39%	0.52%	-
减: 资产减值损失	-4	4	34	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	-	-	-
加: 投资收益及其他	-7	-2	-4	-1	-1	-2
营业利润	27	68	213	355	627	919
加: 营业外净收入	5	3	2	3	2	2
利润总额	32	71	215	358	630	921
减: 所得税	3	4	13	24	43	69
净利润	29	67	202	334	587	852
少数股东损益	7	18	81	117	205	298
归属于母公司所有者的净利润	22	48	121	217	382	554
归母净利润同比增长率 (yoy)	-108.83%	117.95%	151.00%	80.00%	75.80%	45.10%
全面摊薄总股本	159	159	159	159	159	159
每股收益 (元)	0.14	0.30	0.76	1.36	2.40	3.48
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.05%	0.07%	0.13%	-	-	-
ROE	4.43%	5.85%	12.63%	18.50%	24.50%	26.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润/所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。