

2017年04月30日

瑞茂通 (600180.SH)

三大板块协同发力构建供应链生态，业绩高速增长

事件：

公司 2016 年实现营业收入 212.34 亿元，同比增长 125.77%；归母净利润 5.31 亿元，同比增长 29.1%，EPS 0.52 元，同比增长 20.46%。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.523 元（含税）。

2016 年公司供应链管理和供应链金融业务分别实现营收 204.94 亿元、7.40 亿元，同比增速 135.79%、3.70%；毛利率分别为 6.35%、90.88%，较上年分别减少 2.98、增加 5.71 个百分点。

报告期内，公司产生销售费用 8.79 亿元，同比增长 50.71%，销售费用率 4.14%，比上年减少 2.06 个百分点；产生管理费用 2.22 亿元，同比增长 45.05%，管理费用率 1.05%，减少 0.58 个百分点。

公司同时公布 2017 年一季报。一季度实现营业收入 52.33 亿元，同比增长 128.42%，归母净利润 2.69 亿元，同比增长 87.80%。

点评：

■完善大宗商品供应链整合服务能力，拓展商品品类引入业务增量。1) 煤炭供给侧改革、淘汰落后产能致 16 年煤炭价格大幅上涨，2016 年末中国煤炭价格指数 160 点，较年初增加 44.2 点，增速 38.1%。受益于煤价上涨，公司煤炭供应链管理业务规模及利润大幅增加。同时公司加强对供应链上中下游的整合服务能力，在资源供给端和消费端，公司首先着重加大战略大客户的开发力度，先后与神华、中煤、潞安、蒙泰、伊泰等大型煤企集团及华能、华电、中电投等大型电企集团建立战略合作关系，进一步增强客户服务粘性，充分开拓煤炭供求空间；其次逐步以长协采购、长协供给代替原有零散采购供给模式，通过大订单整合市场供给和消费需求，以规模效应提升公司在全链条的资源议价能力。2) 报告期内公司加大对新品类的开发，目前经营的大宗商品已覆盖煤炭、铁矿石、棉花、油品、沥青、化工品等，品类扩充及发运规模增加有效带动了营收增长。

■以电商平台支撑供应链生态搭建。公司与阿里巴巴旗下恒生电子联合上线煤炭交易平台易煤网，构建交易撮合、易煤商城、团购业务、煤矿专区、阳光采购、金融服务一体的业务模式，依托丰富的煤炭供应链管理经验和强大的线上线下供应链金融风控系统，实现货流和资金流的高效流转，降低行业融资风险，提高融资效率，从而构建全产业链的良性发展平台。报告期内易煤网推出“长江口动力煤价格指数”（YRSPI），并纳入中国煤炭价格指数指标体系，强化了易煤网的产业

公司快报

证券研究报告

物流

投资评级 买入-A

首次评级

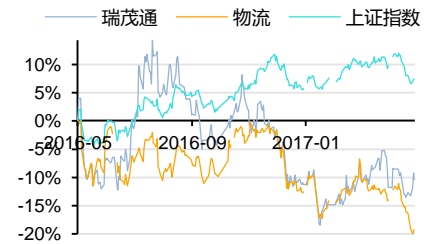
6 个月目标价：16.67 元

股价 (2017-04-28) 13.67 元

交易数据

总市值(百万元)	13,895.25
流通市值(百万元)	12,051.73
总股本(百万股)	1,016.48
流通股本(百万股)	881.62
12 个月价格区间	12.44/17.44 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.67	5.38	-19.77
绝对收益	-4.41	5.23	-12.4

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002

wangzx2@essence.com.cn

相关报告

影响力。截至 2017 年 4 月 26 日，易煤网累计成交量 1.22 亿吨，累计成交金额 483 亿元（资料来源：易煤网官网）。

■ **供应链金融业务规模稳步增长。**报告期内公司积极拓展融资渠道，创新融资方式，通过发行公司债券和 ABS 等创新融资业务加大融资力度。同时通过商业保理、小额贷款等多种方式实现供应链金融业务的稳定发展。截至报告期末，公司应收保理款 67.65 亿元，实现营业收入 7.27 亿元，净利润 2.71 亿元。

■ **投资建议：**预计公司 17-18 年净利润 6.84/8.84 亿元，EPS 0.67/0.87 元。给予 17 年 25 倍目标 PE，对应目标价 16.67 元，“买入-A”评级。

■ **风险提示：**煤炭价格下行风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,405.0	21,233.5	24,250.8	27,219.1	30,267.7
净利润	427.6	530.9	684.2	883.5	937.8
每股收益(元)	0.42	0.52	0.67	0.87	0.92
每股净资产(元)	4.06	4.55	5.06	5.95	6.87
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	32.5	26.2	20.3	15.7	14.8
市净率(倍)	3.4	3.0	2.7	2.3	2.0
净利润率	4.5%	2.5%	2.8%	3.2%	3.1%
净资产收益率	10.4%	11.5%	13.3%	14.6%	13.4%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%
ROIC	17.8%	19.0%	6.8%	-31.3%	12.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,405.0	21,233.5	24,250.8	27,219.1	30,267.7	成长性					
减:营业成本	7,986.8	19,260.7	21,884.0	24,521.7	27,213.7	营业收入增长率	12.8%	125.8%	14.2%	12.2%	11.2%
营业税费	56.7	14.2	59.5	50.6	62.3	营业利润增长率	-11.5%	55.8%	25.8%	34.7%	5.9%
销售费用	582.9	878.5	1,253.2	1,266.4	1,486.2	净利润增长率	-14.9%	24.2%	28.9%	29.1%	6.1%
管理费用	153.4	222.5	324.8	324.8	383.3	EBITDA 增长率	11.6%	65.8%	-32.3%	47.4%	4.9%
财务费用	269.9	492.6	-42.9	44.6	38.3	EBIT 增长率	11.4%	66.4%	-32.7%	48.1%	5.1%
资产减值损失	17.1	105.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	-0.4%	61.4%	-31.6%	47.0%	5.5%
加:公允价值变动收益	15.5	41.0	-27.0	11.7	1.2	投资资本增长率	50.8%	90.0%	-132.1%	-360.8%	-120.9%
投资和汇兑收益	57.1	339.3	60.0	61.8	63.7	净资产增长率	91.5%	12.0%	11.1%	17.5%	15.3%
营业利润	410.9	640.0	805.3	1,084.5	1,148.8	利润率					
加:营业外净收支	144.0	68.3	93.5	85.1	87.9	毛利率	15.1%	9.3%	9.8%	9.9%	10.1%
利润总额	554.9	708.3	898.8	1,169.6	1,236.7	营业利润率	4.4%	3.0%	3.3%	4.0%	3.8%
减:所得税	129.1	181.1	219.4	292.3	305.5	净利润率	4.5%	2.5%	2.8%	3.2%	3.1%
净利润	427.6	530.9	684.2	883.5	937.8	EBITDA/营业收入	7.3%	5.4%	3.2%	4.2%	4.0%
						EBIT/营业收入	7.2%	5.3%	3.1%	4.1%	3.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1	0	0	0	0
						流动资产周转天数	103	93	29	17	23
						流动营业资本周转天数	331	215	259	220	218
						流动资产周转天数	37	37	37	37	37
						存货周转天数	19	5	13	9	11
						总资产周转天数	372	236	277	235	232
						投资资本周转天数	141	109	43	29	33
						投资回报率					
						ROE	10.4%	11.5%	13.3%	14.6%	13.4%
						ROA	3.7%	3.2%	3.3%	6.0%	3.8%
						ROIC	17.8%	19.0%	6.8%	-31.3%	12.7%
						费用率					
						销售费用率	6.2%	4.1%	5.2%	4.7%	4.9%
						管理费用率	1.6%	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%
						财务费用率	2.9%	2.3%	-0.2%	0.2%	0.1%
						三费/营业收入	10.7%	7.5%	6.3%	6.0%	6.3%
						偿债能力					
						资产负债率	64.0%	71.7%	75.4%	58.7%	71.3%
						负债权益比	177.6%	253.7%	306.5%	142.1%	249.0%
						流动比率	1.41	2.06	1.41	2.58	1.59
						速动比率	1.37	2.00	1.32	2.57	1.46
						利息保障倍数	2.52	2.30	-17.75	25.31	30.99
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	-	0.02	0.02	0.02
						分红比率	10.0%	0.0%	3.3%	2.2%	2.6%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	425.8	527.2	684.2	883.5	937.8	EPS(元)	0.42	0.52	0.67	0.87	0.92
加:折旧和摊销	11.6	10.1	10.8	10.8	8.7	BVPS(元)	4.06	4.55	5.06	5.95	6.87
资产减值准备	17.1	105.3	-	-	-	PE(X)	32.5	26.2	20.3	15.7	14.8
公允价值变动损失	-15.5	-41.0	-27.0	11.7	1.2	PB(X)	3.4	3.0	2.7	2.3	2.0
财务费用	261.9	290.2	-42.9	44.6	38.3	P/FCF	-17.4	6.3	2.3	-1.9	1.5
投资损失	-57.1	-339.3	-60.0	-61.8	-63.7	P/S	1.5	0.7	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	-1.8	-3.8	-4.8	-6.3	-6.6	EV/EBITDA	33.1	15.4	7.8	13.1	4.5
营运资金的变动	-3,010.3	-4,763.5	11,141.4	-9,779.6	8,526.2	CAGR(%)	27.2%	20.9%	10.6%	27.2%	20.9%
经营活动产生现金流量	374.3	-4,094.0	11,701.7	-8,897.0	9,442.0	PEG	1.2	1.3	1.9	0.6	0.7
投资活动产生现金流量	-732.1	429.5	325.3	-13.7	25.5	ROIC/WACC	1.7	1.8	0.7	-3.0	1.2
融资活动产生现金流量	216.9	4,764.7	-5,773.8	1,367.2	-541.0	REP	3.0	1.1	-3.4	-0.7	-3.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034