

重组转型为煤炭供应链管理企业

——九发股份（600180）调研快报

2012年8月31日

推荐/首次

九发股份

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
联系人：焦凯	jjiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144

事件：

近日我们参加了九发股份（600180）的股东大会，并对公司进行调研。

公司即将重组转型为煤炭供应链管理企业，我们重点对公司的煤炭供应链管理业务的经营模式和公司未来发展规划进行了沟通，现将主要观点汇总如下：

1. 公司即将重组转型为煤炭供应链管理业务为主的企业

公司已完成向瑞茂通的定向增发，增发 6.18 亿股合计 26.58 亿元，由瑞茂通以徐州怡丰 100%、邳州丰源 100%、江苏晋和 100% 股权进行资产注入，目前已经通过证监会批准完成了资产的注入，公司名称由“山东九发食用菌股份有限公司”变更为“山东瑞茂通供应链股份有限公司”，经营范围变更为“资产管理”，后续待瑞茂通拿到煤炭经营许可证后予以变更。

煤炭供应链管理业务的经营模式是基于煤炭物流领域，为煤炭终端用户提供全过程、一站式、具有附加值的综合性煤炭供应链管理服务，实现煤炭资源的优化利用。

煤炭供应链管理业务主要的经营管理模式包括：煤源采购模式、原煤加工模式、煤炭储运模式、煤炭销售模式、产品质量控制和信息支撑体系。

煤炭供应链管理业务与煤炭贸易的区别在于其原煤加工上，公司利用其多年与上游煤炭企业的合作关系组织不同的煤源，按照下游客户的需求对不同煤源进行洗选、掺配以达到下游客户的需求，比如通过利用对不同煤源的发热量、硫分、水分、灰分、挥发分等煤炭化学特性的不同进行掺配，降低每百大卡发热量煤炭资源的单价，在洗选、掺配过程中增加供应链服务的附加值、提升盈利能力，原煤加工流程是煤炭供应链管理业务升值部分。

2. 瑞茂通近几年业务量快速增长，未来仍将有望高速发展

瑞茂通近几年以来业务量快速增长，2009-2011 年的业务量分别为 210 万吨、345 万吨、500 万吨，业务量平均增速在 45% 左右。根据与公司的沟通，公司 2012 年上半年业务量为 370 万吨，预计全年的业务量将在 800 万吨左右，将较 2011 年增长 60% 以上。从瑞茂通近几年的业务量来看，公司规模得到快速的扩张。瑞茂通在进行资产注入时承诺未来 5 年内业务量达到 1000 万吨，从目前发展情况来看距承诺目标相差不多。据公司目前发展情况来看，公司未来三年的业务量仍将以年均 30-50% 以上的增速高速发展。

2012 年上半年公司实现了 22 亿元的营业收入，1.9 亿元的净利润，平均销售价格为 643 元/吨，成本为 538 元/吨，毛利率较去年同期减少约 1 个百分点，目前的吨煤净利润大约为 50 元/吨，公司未来发展将以业务规模的不断扩大，采取薄利多销快速扩大其市场规模的方式实现业绩的增长。

公司未来在向上游煤炭资源的采购上，将逐步的扩大海外煤炭资源的进口。公司从 2011 年加快海外煤炭资源进口以丰富其煤炭品种，今年上半年公司煤炭进口量超过 150 万吨，全年将在 300 万吨以上的规模。另外，公司拟参股煤炭企业，通过对煤炭企业的参股拿到对其煤炭资源的分销权。

3.盈利预测与投资建议

公司通过资产注入实现业绩的增长，摘帽在即。公司在行业有十多年的经营经验，具有专业化程度较高的业务团队，在行业内盈利能力水平居前。目前公司通过不断扩大业务规模增强其竞争力，以及未来参与上游行业的经营获取更多的资源，公司未来发展前景较好。

按照增发后的股本计算，我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.73 元、0.97 元，目前股价对应 PE 分别为 19 倍、12 倍、9 倍，我们参考 A 股以能源供应链管理业务为主的上市公司估值，给予公司 25 倍 PE，对应目标价 11.74 元，首次给予“推荐”评级。

表：公司财务预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（亿元）	33.12	50.10	78.90	107.70
增长率（%）	208.57%	51.26%	57.50%	36.50%
净利润（亿元）	3.13	4.08	6.31	8.39
增长率（%）	1183.21%	30.37%	54.64%	33.03%
EPS	0.36	0.47	0.73	0.97
PE	24	19	12	9

数据来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评委日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

焦凯

从事煤炭行业研究，具有两年从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券