

2014年03月27日

证券研究报告·公司研究·交通运输

瑞茂通(600180)深度报告

增持(首次)

当前价: 12.19元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

煤炭物流行业的平台建设者

投资要点

- **煤炭供应链服务商。**公司 2012 年 8 月借壳上市, 主营煤炭批发经营; 资产管理; 煤炭信息咨询, 煤炭供应链管理。瑞茂通在煤炭供应链环节中市场份额约排第四, 但增长较快。2012 年公司业务量突破 870 万吨, 较 2011 年增长 77%, 海外进口业务增长尤为突出, 增长 174%。公司收入主要由煤炭掺配、加工后销售和煤炭直运两块业务构成, 前者占收入比重为 51%, 毛利率约为 18.49%; 后者占收入比为 49%, 毛利率约为 7.66%。公司目前实际控制人为万永兴, 下属全资子公司 10 余家, 遍布河南, 山西, 江苏, 云南, 新加坡等地。
- **煤炭行业进入成熟期, 需求疲软, 内煤遭受进口煤冲击, 煤炭物流企业纷纷开展新的业务布局。**一方面, 电力、钢铁、水泥是国内最大的煤耗行业, 近年受到经济增速放缓的影响, 用煤需求疲软。煤炭行业也由卖方市场转向买方市场。另一方面, 国际煤价受美国页岩气改革冲击, 价格持续走低, 国家政策也倾向支持煤炭的进口, 煤炭国内外价差增大。进出口缺口越来越大, 内煤市场份额逐步收缩。国内煤炭物流企业纷纷转向国内、国外煤炭资源股权投资, 或者大平台服务链构建等。
- **盈利预测与投资建议。**煤炭物流行业整体机会小, 但是业绩优异的个股迎来业务扩展新契机。瑞茂通专注构建物流大平台, 擅于抓住国家金融牌照放开的有利条件, 利用金融服务增大客户粘性, 打造一体化的大平台格局。公司自营煤炭供应链核心的掺配、加工环节, 外包货运环节, 避开重资本且前景不乐观的上游煤炭资源供应方, 转而利用保理业务从事煤炭相关企业的融资服务。目前公司金融平台上牌照已基本齐全, 煤炭物流链条上需求的资金渠道公司都可以提供“一站式”的服务。看好公司“物流+金融”的大平台战略规划, 期待公司线上交易平台发力的新动作。预计未来两年收入将保持 40% 左右的增长, 2013~2014 年 EPS 分别为 0.545 元、0.726 元, 首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 内煤所受冲击加速, 国内煤炭供应方利润持续缩窄, 保理子公司融资服务信用风险增大。

| 指标年度 | 2012 | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5281.24 | 7446.55 | 10648.57 |
| 增长率 | N/A | 41.00% | 43.00% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 381.80 | 475.77 | 632.87 |
| 增长率 | N/A | 24.61% | 33.02% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.438 | 0.545 | 0.726 |
| 净资产收益率 ROE | 30.67% | 27.65% | 26.89% |
| PE | 27.71 | 22.24 | 16.72 |
| PB | 8.50 | 6.15 | 4.50 |

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李慧

执业证号: S1250511010006

电话: 010-57631192

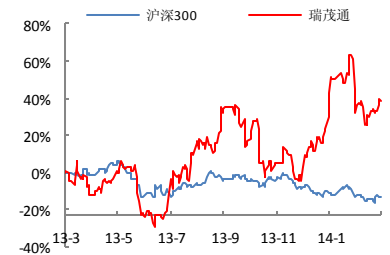
邮箱: lih@swsc.com.cn

研究助理: 熊莉

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 8.72 |
| 流通 A 股(亿股) | 2.52 |
| 52 周内股价区间(元) | 6.14-14.67 |
| 总市值(亿元) | 107.11 |
| 总资产(亿元) | 66.30 |
| 每股净资产(元) | 2.00 |

相关研究

目 录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 一、公司概况：煤炭物流业的优秀个股..... | 1 |
| （一）公司主营业务..... | 1 |
| （二）公司股权结构分析..... | 2 |
| 二、煤炭物流行业的机会与挑战..... | 2 |
| （一）煤炭行业需求疲软..... | 2 |
| （二）煤炭物流业迎来格局变动的机会..... | 3 |
| 三、瑞茂通高附加值的大平台煤炭供应链..... | 4 |
| （一）关注物流供应链，覆盖环节多..... | 4 |
| （二）进口外煤，控制成本..... | 4 |
| （三）“物流”加“金融”的一站式服务积极补充公司流动资金..... | 5 |
| 四、投资建议..... | 5 |

插图目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图 1: 公司 2012 年主营业务结构情况 | 1 |
| 图 2: 公司 2012 年主营业务地区分布 | 1 |
| 图 3: 煤炭供需缺口月度值 | 3 |
| 图 4: 电力行业耗煤总量月度值 | 3 |
| 图 5: 煤炭供应链范围 | 4 |

表格目录

| | |
|---------------------|---|
| 财务预测表（单位：百万元） | 6 |
|---------------------|---|

一、公司概况：煤炭物流业的优秀个股

（一）公司主营业务

瑞茂通公司从 2012 年 8 月借壳上市，主营业务由“食用菌及相关产业产品养殖、加工、销售”等变更为“煤炭批发经营；资产管理；煤炭信息咨询，煤炭供应链管理”。公司专注于国内煤炭物流业务的发展与开拓。

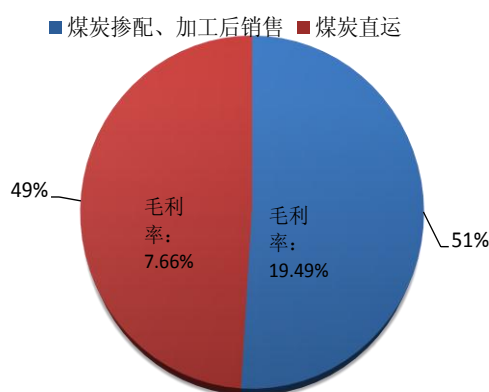
公司主要经营实体在河南郑州，公司业务由最先的拥有原煤信息，跑发电厂，推销煤炭，转化为积累了下游众多用煤客户数量，反向影响上游煤炭开采，两个途径相互加强，扩大公司市场份额。目前公司已经形成一条由煤炭掺配、加工后销售，煤炭直运销售为主要业务内容的完整煤炭供应链。

煤炭供应链管理主要衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，通过多年的发展，瑞茂通已经形成为终端客户提供多品种、全产业链、一站式的煤炭供应链管理服务，公司将煤炭才够、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、煤炭分销等服务功能加以整合，在整个业务链条上提供一站式的服务，为上游客户销售煤炭资源，为下游客户配置煤炭资源，最大限度地降低终端用户的用煤成本和煤炭管理成本。

瑞茂通目前在煤炭供应链环节市场份额约排第四，但增长较快。公司 2012 年业务量突破 870 万吨，较 2011 年增长 77%，海外进口业务增长尤为突出，2012 年海外进口业务量迅速增长至 279 万吨，增长 174%。

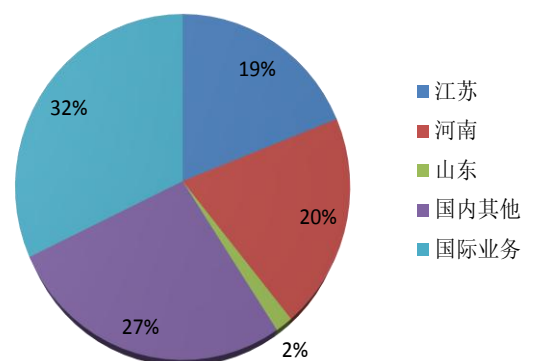
公司主营业务结构：公司收入主要来自煤炭掺配、加工后销售和煤炭直运业务，前者占收入比重为 51%，毛利率约为 18.49%；后者占收入比为 49%，毛利率约为 7.66%。从地区分布看，国内业务约占 68%，由于煤炭运输具有辐射半径限制，瑞茂通业务主分布在河南，江苏，山东等地；国外进口业务占比约为 32%，但国外业务增长势头明显。

图 1：公司 2012 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：公司 2012 年主营业务地区分布



数据来源：公司公告，西南证券

公司业绩状况：公司自 2012 年借壳以来，当年营业收入增长 59.48%。2013 年营业收入预计增长 40%。公司积极推进供应链一体化经营模式，除积极拓展海外业务，公司还开展保理业务，对上游企业提供供应链金融服务。经过横向开拓海外市场，纵向开展供应链金融，提升客户粘性，利用“大批量，高周转”的方式确保运营质量。公司毛利率伴随公司扩大进

口煤数量略有提高，但是物流行业整体从属性较强，由于煤炭行业买卖双方市场转变，下游终端客户对煤炭需求减弱，2013年公司毛利率有所下滑。

（二）公司股权结构分析

瑞茂通前身为九发股份（山东九发食用菌股份有限公司），2008年，九发股份连续亏损两年之后，更名“ST九发”，同明年9月被债权人申请进行重整，至此，九发开始4年重整之路，最终成为瑞茂通借壳上市的主体。

据2008年底批准的《重整计划》中九发股份的经营方案，重组方须向九发股份无偿注入3.3亿元（偿还债权人正大物贸）具有一定盈利能力的优质资产，用以弥补原大股东占款所造成的损失，并解决九发股份的持续经营能力问题。由于最初的重整参与方烟台赛尚庄典装饰装璜有限公司所注入的用于偿还3.3亿债务的具体资产——“紫宸投资100%股权”存在资产不实的问题，初次重整失败，九发股份将紫宸投资100%股权重新过户烟台赛尚。

2012年6月，公司引入瑞茂通作为上市公司重整方。瑞茂通注入旗下盈利能力较强的煤炭供应链公司江苏晋和、徐州怡丰和邳州丰源各100%的股权至九发股份，成为上市公司实质性经营资产。

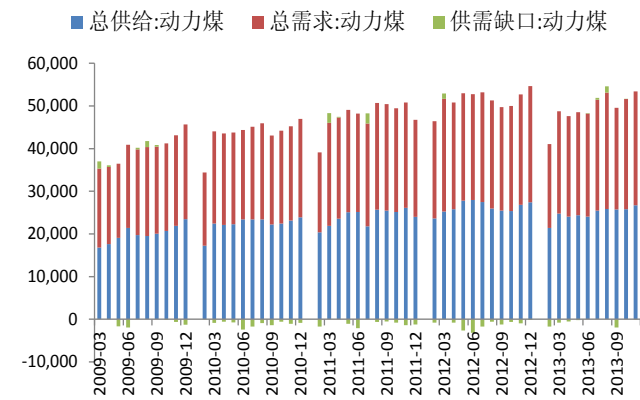
瑞茂通目前的实际控制人为万永兴，万永兴2000年开始从事煤炭供应链业务，凭借对大宗物资运输组织的丰富经验，带领公司快速成长。2012年公司借壳重整，使用原有的煤炭供应链业务得以扩大资本金来源，扩宽业务范围，借助资本的力量，打造煤炭物流一体化的供应链平台。

瑞茂通上市之前下属10家子公司，主要从事煤炭采购、销售业务。从分布区域看，主要集中在江苏、河南、浙江、山西、新加坡等地，上述区域业务国内煤炭开采与使用的集中地。目前公司尚有5家公司未注入上市资产。

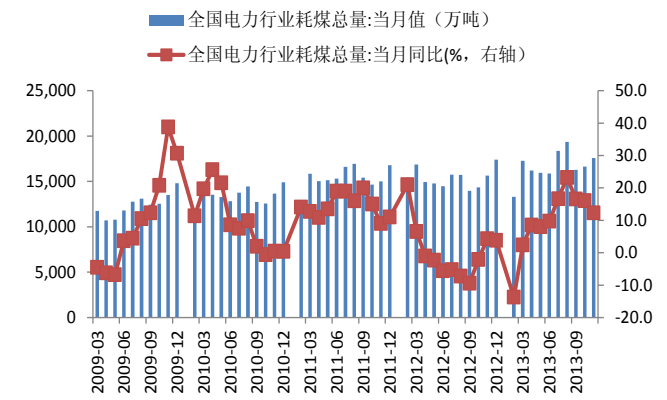
二、煤炭物流行业的机会与挑战

（一）煤炭行业需求疲软

煤炭物流受到煤炭行业供求变化的影响。煤炭作为一次性资源，其消耗量仅次于石油，而电力行业又是国内最重要的煤耗行业，其次是钢铁行业 and 水泥行业。由于电力，钢铁等行业产能过剩，国家经济增速放缓，煤炭需要量也处于一个下行的通道，物流环节存货上升。

图 3: 煤炭供需缺口月度值


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 电力行业耗煤总量月度值


数据来源: 公司公告, 西南证券

2010 年以来, 煤炭的供给长期大于需求。供给看, 煤炭年产品平稳增长, 国内煤炭产量已经突破 40 亿吨, 1980 年年产量约为 6.8 亿吨, 年复合增长率为 5.73%; 需求看, 国内煤炭需求经历一个抛物线式增长, 并于 2005 年达到高点, 此后平稳并保持一个下降的态势。伴随中国经济增速下降, 电力, 钢铁, 水泥等煤耗工业产能会继续呈现一个收缩的趋势。煤炭行业已经成熟, 总量增速放缓, 产业链暴利机会已经过去。预计未来煤炭行业产销量依旧将保持一个低位增长的态势。

由此可知, 煤炭物流业难有整体板块机会。

(二) 煤炭物流业迎来格局变动的机会

民营煤物流企业集中度将提升, 优质企业可望获得更大的市场份额。 2007 年国家发改委出台了《煤炭经营企业“十一五”结构调整与合理布局规划》, 规划指出到 2010 年, 我国将基本淘汰年经营量在 1 万吨以下的煤炭批发和零售企业。煤炭行业作为一个产能过剩的行业, 未来其上游资源将会进一步优化开采, 而中间从事煤炭物流的企业也将迎来一轮新的整合。看好未来煤炭物流行业集中度提升带来的机会, 瑞茂通一类规模较大, 资质较好的民营企业收益市场份额的转移。

进口煤带来新的利润增长点。 伴随中国加入 WTO 的开放进程, 以及对资源的重新审视, 煤炭进出口贸易也迎来政策的不断变化。2006 年之前, 我国煤炭出口实行出口退税, 到 2013 年, 逐渐对炼焦煤、焦炭等稀缺煤种征收出口关税, 资源保护的力度开始加大。同时, 对于之前进口煤炭的关税却屡屡调低, 截至 2012 年, 各类煤炭关税下降至 0。目前我国已经由之前的煤炭出口国变为煤炭净进口国。

然而真正激发国内进口国际煤炭的主要动力还是来源于国内外煤价差。伴随美国页岩气革命的深入, 国际煤价受到持续打压。国际出要产煤国, 澳大利亚, 印尼, 俄罗斯等国的煤炭价格较国内煤价更低。由于煤价差的影响, 国内大量进口国外煤炭。

三、瑞茂通高附加值的大平台煤炭供应链

（一）关注物流供应链，覆盖环节多

煤炭供应链是指煤炭从开采到交付下游客户使用的中间过程，包括开采设备采购，组织煤源，煤炭加工—选洗配，运输煤炭—铁路、水路、汽车，煤炭需求匹配，精确配送等内容。煤炭供应链覆盖了从坑口到终端用户的所有环节。

图 5：煤炭供应链范围



数据来源：西南证券

瑞茂通与其他规模较大的煤供应链企业相比，最大的特点是自营了相当部分加工与运输环节业务，而没有涉足重资本的上游煤炭资源股权项目。煤炭供应链相比其他行业简单的物流配送，具有产品非标，上下游客户分散，产业链中间加工环节等特点，也是在这些中间环节中体现了煤炭供应链较高的附加值。相比国内另外两家规模较大的煤炭物流企业中国秦发和永辉焦煤，瑞茂通没有将煤炭掺配、加工环节外包出去，而是自主经营每一个微利环节，由于煤炭物流整体核心价值不高，将外包的外部利润内部化更加有利公司提升毛利率。

此外，瑞茂通专注煤炭物流中间环节，注意抓住下游电力客户资源，增强服务效率，而放弃增持上游煤炭企业股权的经营方式。公司上述战略部署主要基于公司对买卖双方市场转换，上游原煤开采领域盈利趋微的判断。中国秦发和永辉焦煤不断收购上游煤炭资源，中国秦发目前持有 5 家煤矿股权，永辉焦煤收购加拿大一家煤炭开采公司。二者将资本置于煤炭矿产中，降低了资本周转的速度，此外，由于股权投资资本损耗过大，近年银行资金成本上浮，上述两家机构利息费用高涨，恰逢煤炭资源价格下跌，行业不景气，中国秦发与永辉焦煤近年毛利率下挫的厉害。

（二）进口外煤，控制成本

由前一章分析可知，进口煤以较低价格对国内煤炭形成较大冲击，其进口规模正在逐年上升。公司也看到此次机遇，并于 2010 年启动进口煤业务，主要以新加坡子公司作为经营主体，主要进口印尼高硫煤与国内煤掺配，达到降低煤炭成本的目的。

公司进口煤业务 2011、2012 年增速分别达到 1600% 和 173.53%，远远高于国内业务。预计伴随页岩气革命带来的国际煤价继续走低，公司进口煤业务还将继续提升公司毛利率。

（三）“物流”加“金融”的一站式服务积极补充公司流动资金

融资加包销模式，增加客户粘性。瑞茂通融资加包销的模式具体操作模式如下：在上游煤炭企业缺乏资金时，对其贷款，同时获得一定额度的包销协议，由于上游煤炭企业跟瑞茂通是长期合作关系，所以风险相对可控。这种模式在国外较为广泛，由于矿产开发风险较大，银行融资极难，在行业低迷期，融资极其困难。公司从事煤炭物流，也掌控较多下游需求动态信息，对于煤炭行业把控较深，所以会选择一些优质的上游煤炭资源企业，向其提供融资服务，进而增加客户粘性。

2014年1月瑞茂通公司公告其保理子公司增资完成。瑞茂通公司下属全资子公司西宁德祥商贸有限责任公司拟向其全资子公司天津瑞茂通商业保理有限公司增资至30000万元人民币。近日，保理公司已完成增资事项，注册资本变为叁亿元人民币。此次增资，已是瑞茂通自去年12月以来第三次增资，说明公司基于自身物流平台，扩展的金融业务需求量较大。同时也说明公司业务不断发展给公司现金流动性带来一定的压力。

未来公司想继续做大自有平台，集交易数据，物流运力，供应链金融服务为一体。构建一个完整的供应链物流链。

四、投资建议

煤炭物流行业整体机会较少，但是业绩优异个股迎来业务扩展新契机。中国煤炭行业已经成熟，需求最旺盛的阶段已经过去，中国经济未来增速面临下滑，电力、钢铁、水泥等用煤企业产能过剩，用煤需求将会进一步下滑。国内煤炭供给方受到来自国际进口煤的价格冲击，市场不断萎缩，利润空间继续收窄。从政策面分析，国家从资源保护角度出发取消煤炭出口税收激励，取消进口煤关税，鼓励国际煤进入中国市场意图明显；此外，国家要整合传统制造业及其相关产业，规模较小的煤贸企业将会被关闭，这部分产能将会释放出来，被市场上较大的企业所吸收。

瑞茂通专注构建物流大平台，快速抓住国家金融牌照放开的有利条件，利用金融服务增大客户粘性，打造一体化的大平台格局。公司自营煤炭供应链核心的掺配、加工环节，外包货运环节，避开重资本且前景不乐观的上游煤炭资源供应方，转而利用保理业务从事煤炭相关企业的融资服务。目前公司金融平台上牌照已基本齐全，煤炭物流链条上需求的资金渠道公司都可以提供“一站式”的服务。看好公司物流+金融的大平台战略规划，期待公司在线上交易平台发力的新动作。首次给予公司“增持”评级。

风险提示：内煤所受冲击加速上升，国内煤炭供应方利润持续缩窄，保理子公司融资服务面临的信用风险增大，公司业务扩张进一步挤压公司现金流。

财务预测表 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | 2012 | 2013E | 2014E | 利润表 | 2012 | 2013E | 2014E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 776.85 | 170.08 | 1721.83 | 营业收入 | 5281.24 | 7446.55 | 10648.57 |
| 应收和预付款项 | 976.83 | 1355.23 | 840.72 | 减:营业成本 | 4541.93 | 6404.03 | 9168.42 |
| 存货 | 211.53 | 423.05 | 746.08 | 营业税金及附加 | 7.13 | 10.05 | 14.38 |
| 其他流动资产 | 6.36 | 1269.33 | 936.60 | 营业费用 | 268.58 | 378.70 | 541.54 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用 | 57.75 | 93.08 | 168.25 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 9.22 | -1.98 | -16.13 |
| 固定资产和在建工程 | 10.40 | 8.48 | 6.55 | 资产减值损失 | 0.67 | 0.67 | 0.67 |
| 无形资产和开发支出 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 加:投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 1981.98 | 3226.16 | 4251.77 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 132.57 | 0.00 | 0.00 | 营业利润 | 395.96 | 561.99 | 771.45 |
| 应付和预收款项 | 604.46 | 1505.44 | 1898.18 | 加:其他非经营损益 | 72.38 | 72.38 | 72.38 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 468.33 | 634.36 | 843.82 |
| 其他负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 减:所得税 | 86.54 | 158.59 | 210.96 |
| 负债合计 | 737.03 | 1505.44 | 1898.18 | 净利润 | 381.80 | 475.77 | 632.87 |
| 股本 | 869.12 | 869.12 | 869.12 | 减:少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属母公司股东净利润 | 381.80 | 475.77 | 632.87 |
| 留存收益 | 375.64 | 851.41 | 1484.28 | 现金流量表 | 2012 | 2013E | 2014E |
| 归属母公司股东权益 | 1244.76 | 1720.54 | 2353.40 | 经营性现金净流量 | 438.08 | -535.61 | 1476.18 |
| 少数股东权益 | 0.19 | 0.19 | 0.19 | 投资性现金净流量 | -3.60 | 54.28 | 54.28 |
| 股东权益合计 | 1244.95 | 1720.72 | 2353.59 | 筹资性现金净流量 | -311.51 | -125.44 | 21.28 |
| 负债和股东权益合计 | 1981.98 | 3226.16 | 4251.77 | 现金流量净额 | 122.16 | -606.76 | 1551.74 |

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn