

研究所  
 证券分析师：田庚 S0350514110001  
 010-88576936-809 [tiang@ghzq.com.cn](mailto:tiang@ghzq.com.cn)  
 证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
 010-88576833-813 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

## 供应链金融与互联网结合初现端倪

### ——瑞茂通（600180）研究报告

## 有别于市场的认识：

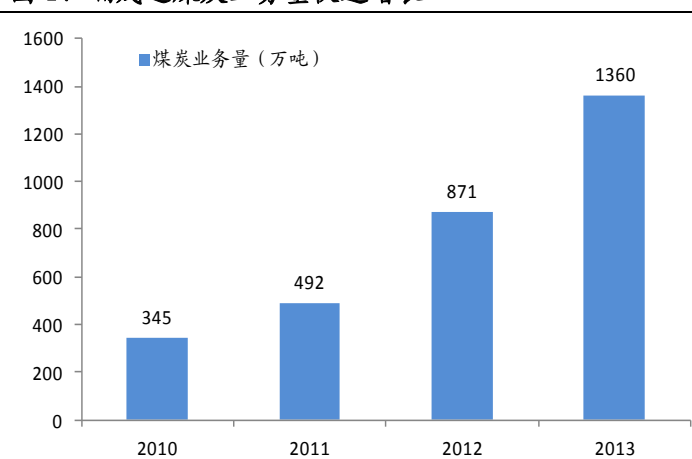
市场认为，瑞茂通作为煤炭供应链管理的公司，受到煤炭市场不景气的影响大，且长期增长空间有限。但我们认为，瑞茂通具备多年积累的线下资源优势，向供应链金融服务转型的意愿明显、优势突出，并且在电商和互联网金融领域均有布局。煤炭贸易行业融资需求每年超过3万亿，公司成长空间巨大。后期可重点关注公司金融服务业务的进展、电子商务平台的建设以及大股东对于公司的支持力度。

## 投资要点：

### 1. 瑞茂通致力于服务煤炭产业链，已位于行业民营企业第一梯队

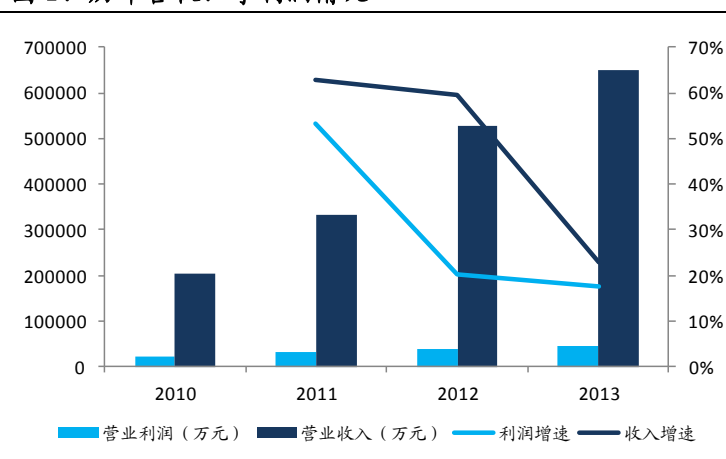
瑞茂通自2000年开始从事煤炭供应链管理业务，是国内领先的煤炭供应链服务提供商。煤炭供应链管理业务的核心是通过组织煤源、加工原煤、调配煤种、管理物流，提高煤炭资源本身的使用效率，降低终端用户的用煤成本。公司业务在过去实现快速增长，2013年煤炭经营业务量达到1360万吨，三年符合增速达到58%。与之相对应的，公司营业收入、净利润都保持良好的增长速度。2013年实现营业收入64.9亿元，归属于母公司净利润4.7亿元，增速分别达到22.9%、23.4%。

图 1、瑞茂通煤炭业务量快速增长



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、历年营收、净利润情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

目前国内煤炭供应链管理行业还处于比较分散的竞争状态，没有绝对话语权的垄断企业存在，行业中年业务量到达百万吨以上的企业数量仍然较少。按全国5万户煤炭经营企业、流通环节煤炭业务量20亿吨计算，平均每家煤炭经营企业的经营业务量在4万吨左右。公司在行业民营企业中处于领先地位。

## 2. 凭借对煤炭市场的独到理解，积极调整战略方向

伴随煤炭行业的波动，瑞茂通在发展过程中调整过两次战略方向。第一个阶段（从2000年至2005年），在这段时期煤炭处于供不应求的状态，只要有能力拿到煤炭就不愁销路，公司利用铁路运力优势和煤炭销售价格差赚取利润；第二个阶段（2006-2012年），受到国内经济增速放缓、煤炭产能过剩、国际煤价走低的影响，煤炭供过于求。在这个阶段瑞茂通致力于打造供应链管理一体化综合服务平台，利用供应链平台有效整合各方优势资源，通过提供供应链服务赚取利润；第三个阶段（2013年至今），通过设立保理公司、成立融资租赁公司、参股银行，由传统的供应链管理业务切入供应链金融服务，并且在上海投资设立了电商公司，打造电子商务平台，为客户提供包括保理、融资租赁在内的全方位金融服务。

表 1、瑞茂通积极调整战略方向适应市场环境

时间	外部环境	瑞茂通应对措施	主要服务的客户对象
2000-2005年	国内基础设施建设投资保持高速增长，煤炭作为最主要的能源呈现供不应求的状态	依靠买卖价差赚取利润	电力、钢铁、化工等下游企业
2006-2012年	国内煤炭产能高企，GDP增速略有下滑，进口煤炭抢占市场份额	通过整合资源，提供供应链服务赚取利润	为上游提供分销服务，为下游高效配置煤炭资源
2013年至今	GDP增速在8以下成为新常态，国家规定不得实行地方保护和干预企业签订合同，不得干预煤炭价格	深挖产业链，提供金融服务，引入互联网工具革新商业模式	主要是煤矿和中间商

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 3. 向供应链金融转型明确，执行力和信心十足

瑞茂通在供应链金融领域的布局非常迅速，且执行力强大。2012年6月，商务部发布《关于商业保理试点有关工作的通知》，允许设立商业保理公司；11月和12月，上海和天津分别出台商业保理试点办法，我国商业保理试点工作在天津滨海新区和上海浦东新区正式启动。次年5月份，瑞茂通即拿到保理牌照，在天津设立保理公司，并在2013、2014年对于保理公司、融资租赁公司完成多次增资。

表 2、2013-2014 年瑞茂通在金融服务端积极布局

时间	与金融服务相关的设立/增资事件
2013.5	在天津设立保理公司，注册资本5000万元
2013.7	增资天津保理公司，注册资本达到1.5亿元
2013.10	增资天津保理公司，注册资本达到2亿元
2013.11	增资天津保理公司，注册资本达到3亿元
2013.11	投资设立天津瑞茂通融资租赁公司，注册资本1亿元
2013.12	出资2.875亿元，认购新余农商行9.99%股份
2014.5	在深圳前海设立瑞茂通国际融资租赁有限公司，注册资本2亿元
2014.5	增资前海瑞茂通融资租赁公司，注册资本达到5亿元
2014.6	在上海设立瑞茂通电子商务有限公司，注册资本2000万元
2014.11	增资天津保理公司，注册资本达到5亿元

资料来源：公司公告，国海证券研究所

非公开发行预案的调整体现公司经营重点的改变和大股东对于公司未来发展的信心。2014年11月公司再次调整非公开发行方案，除了不再投资煤炭供应链网络平台扩建项目、扩张实体业务网点，转而更为灵活的用于补充流动资金以外，非公开发行的对象确定为上海豫辉投资管理有限公司、万永兴、刘轶。其中万永兴为公司的实际控制人、董事长，上海豫辉投资管理有限公司为万永兴控制企业，高管的全额认购体现其对于公司未来发展的信心。

表 3、瑞茂通非公开发行预案经过两次调整

时间	拟募集资金	项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
2013.7	9.1亿元	煤炭供应链网络平台扩建项目	194085	78143
		煤炭供应链信息化建设项目	9582	9582
		合计	203667	87725
2014.4	27.9亿元	煤炭供应链网络平台扩建项目	194085	194085
		增资天津瑞茂通商业保理公司	60000	60000
		供应链电子商务平台建设项目	20213	20213
		合计	274298	274298
2014.11	15亿元	增资天津瑞茂通商业保理公司	40000	40000
		供应链电子商务平台建设项目	20213	20213
		补充流动资金项目	89787	89787
		合计	150000	150000

资料来源：公司公告，国海证券研究所

#### 4. 互联网属性尚不明显，但大股东的成功经验可以借鉴

公司做供应链金融的优势在于业务以真实的交易背景为依托，对供应链服务的各个环节有深入的理解，与上下游客户有良好的合作和信任关系，并掌握交易过程中的物流、信息流和资金流，可以实现风险的有效控制；劣势在于公司覆盖的供应链客户有限，新客户获取的难度和成本较高，虽然煤炭贸易行业融资需求每年超过 3 万亿，但公司仅能拿到有限的市场份额。

互联网为公司供应链金融业务的发展带来机会。一方面，互联网的优势在于用户基数足够大、边际成本几乎为零，公司如果获取丰富、对客户有价值的信息，可以借助互联网迅速获得大批用户；另一方面，互联网使参与交易的各方沟通、交易行为完全网络化，物联网的应用提高了对于物品的精准管理，大数据技术的应用使贸易、流通过程中各类主体的信息被全方位记录，从而对于信用有更准确的评价；此外，互联网金融的发展使公司的供应链金融业务资金来源不再局限于自有资金和银行借款，可以借助互联网平台实现融资和借款功能。

公司已经在互联网平台的搭建上有所布局。2014年1月，公司与郑州新郑综合保税区兴港投资发展有限公司合资成立郑州航空港区兴瑞实业有限公司，致力于打造“集供应链信息研发中心、供应链金融中心、供应链运营服务中心和大宗商品贸易中心为核心体系的供应链产业集聚中心”，而信息和商品贸易是搭建电商平台的基础。合作方兴港投资发展有限公司是国有独资企业，郑州航空港区作为具有国家战略高度的航空港经济发展试验区，对于公司在供应链商流、物流、信息流和资金流的全面整合都有重要意义。2014年6月公司设立瑞茂通（上海）电子商务有限公司，打造集采购、掺配加工、物流运输、销售、信息及金融服务等供应链要素于一体的瑞茂通电子商务平台。

大股东在 P2B 平台搭建上已有成熟经验，与瑞茂通在互联网金融领域形成合力。中瑞控股旗下的中瑞财富网站是专注于大宗商品供应链金融的 P2B 网站，2014年5月上线以来已有超过 40889 人通过中瑞财富购买产品，投资总额超过 4.8 亿元。除了承接集团下属企业的供应链融资项目（主要集中于石化、煤炭等领域）之外，中瑞财富也与部分电商平台进行合作，其中包括钢铁电商平台找钢网。

图 3、中瑞财富与找钢网某合作项目

### 还 钢铁供应链系列-“找钢网”应收账款项目（三期）



预期年化收益

**11.00%**

投资周期

**97天**

项目金额

**135.00万**

担保方式：回购担保

发布日期：2015-01-19

投资当天，立即计息

还款方式：到期还本付息

还款日期：2015-04-26

资料来源：中瑞财富网站，国海证券研究所

### 5. 殊途同归，线上交易+线下服务成为大宗商品电商标配

相比较为成熟的大宗商品电商（以上海钢联为例），公司的优势在于十多年积累的线下资源，包括多元的资源供应、多样的分销渠道、高附加值的煤炭加工方式、高效的运输送达服务等；劣势在于缺少线上交易平台带来的庞大业务增量。上海钢联除了加强钢银电商的建设之外，在仓储、物流、加工和金融服务也都有所布局，线上交易+线下配套服务的模式被广泛认可，瑞茂通在线下服务具备一定的先发优势，电商平台建设和交易量进展值得期待。

### 6. 首次覆盖，给予增持评级

我们认为公司自 2013 年以来向供应链金融、大宗商品电商转型明确，打开成长天花板。线下供应链服务是成熟的大宗商品电商平台的重要组成部分，瑞茂通具备一定先发优势，大股东在 P2B 领域的尝试有望与公司业务形成合力，看好公司长期发展，预计 2014-2016 年 EPS 为 0.65 元、0.87 元、1.2 元，对应 PE27.2 倍、20.3 倍、14.7 倍，首次覆盖，给予增持评级。

### 风险提示：

电子商务平台进展不达预期。

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	27.0%	25.1%	25.5%	26.6%	摊薄EPS	0.54	0.65	0.87	1.20
毛利率	14.9%	14.1%	13.9%	13.9%	BVPS (最新股本)	1.99	2.59	3.40	4.52
期间费率	7.9%	8.4%	8.3%	8.3%	<b>估值</b>				
销售净利率	7.3%	6.5%	6.2%	6.0%	P/E	32.9	27.2	20.3	14.7
<b>成长能力</b>					P/B	8.9	6.8	5.2	3.9
收入增长率	22.9%	35.3%	40.3%	42.5%	P/S	2.4	1.8	1.3	0.9
利润增长率	23.4%	21.2%	33.5%	38.3%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.98	0.97	1.12	1.28	营业收入	6491	8784	12327	17567
应收账款周转率	4.40	4.40	4.40	4.40	营业成本	5522	7543	10610	15124
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	22	29	41	58
<b>偿债能力</b>					销售费用	376	509	714	1017
资产负债率	73.7%	74.8%	72.7%	71.0%	管理费用	97	132	185	263
流动比	1.21	1.40	1.44	1.46	财务费用	20	66	88	122
速动比	1.16	1.24	1.25	1.25	其他费用/(-收入)	12	76	115	161
					<b>营业利润</b>	<b>466</b>	<b>582</b>	<b>804</b>	<b>1143</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业外净收支	81	81	81	81
现金及现金等价物	1207	1339	423	(1006)	<b>利润总额</b>	<b>547</b>	<b>663</b>	<b>885</b>	<b>1224</b>
应收款项	1476	1997	2802	3994	所得税费用	76	92	123	170
存货净额	240	951	1338	1908	<b>净利润</b>	<b>471</b>	<b>571</b>	<b>762</b>	<b>1054</b>
其他流动资产	2950	4001	5651	8071	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>流动资产合计</b>	<b>5873</b>	<b>8288</b>	<b>10215</b>	<b>12966</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>471</b>	<b>571</b>	<b>762</b>	<b>1054</b>
固定资产	12	15	15	15					
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	151	151	136	121	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1884)</b>	<b>(830)</b>	<b>(861)</b>	<b>(1356)</b>
长期股权投资	386	386	386	386	净利润	471	571	762	1054
<b>资产总计</b>	<b>6630</b>	<b>9047</b>	<b>10959</b>	<b>13695</b>	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	1053	1226	1226	1226	折旧摊销	3	17	18	16
应付款项	1478	2234	3288	4811	公允价值变动	1	0	0	0
预收帐款	172	280	427	657	营运资金变动	(2358)	(3148)	(4044)	(5933)
其他流动负债	2162	2162	2162	2162	<b>投资活动现金流</b>	<b>(718)</b>	<b>(3)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4863</b>	<b>5901</b>	<b>7102</b>	<b>8855</b>	资本支出	(2)	(3)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	848	848	848	长期投资	(386)	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20	其他	(331)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>868</b>	<b>868</b>	<b>868</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2734</b>	<b>982</b>	<b>(52)</b>	<b>(72)</b>
<b>负债合计</b>	<b>4883</b>	<b>6769</b>	<b>7970</b>	<b>9723</b>	债务融资	920	1021	0	0
股本	872	878	878	878	权益融资	12	0	0	0
股东权益	1746	2279	2989	3971	其它	1802	(39)	(52)	(72)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6630</b>	<b>9048</b>	<b>10959</b>	<b>13695</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>132</b>	<b>149</b>	<b>(913)</b>	<b>(1428)</b>

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

田庚，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。