中国平安 PING AN 平安证券公司

平安非银金融

2015 年 02 月 27 日

瑞茂通 (600180)

打造煤炭电商平台，转型供应链金融

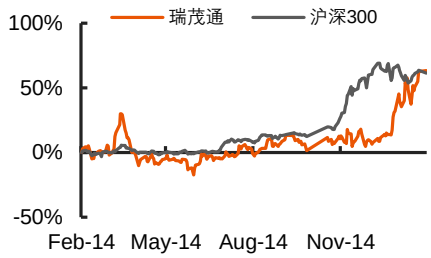
推荐（首次）

现价：18.71 元

主要数据

行业	信托及其他
公司网址	www.ccsoln.com
大股东/持股	郑州瑞茂通供应链有限公司/70.38%
实际控制人/持股	万永兴/49.61%
总股本(百万股)	878
流通 A 股(百万股)	259
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	164.32
流通 A 股市值(亿元)	48.50
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	71.10

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

缴文超 投资资格编号 S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@pingan.com.cn

研究助理

罗晓娟 一般从业资格编号 S1060114080008
010-56800142
LUOXIAOJUAN567@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **传统行业向供应链金融转型的典型公司**

  瑞茂通是典型的传统强周期行业向供应链金融转型的公司，公司最初从事煤炭供应链管理，2013 年公司围绕供应链布局金融产业，目前公司旗下的金融业务包括商业保理业务、融资租赁业务、参股银行、期货动力煤业务等。

- **互联网思维——打造煤炭供应链电商平台**

  公司目前已经成立电商平台，未来将围绕供应链信息平台和供应链金融服务平台两个部分，打造煤炭电商平台。通过推进煤炭 O2O 供应链服务平台建设，实现运营效率提升，并增加新的业务增长点。

- **定增提升公司综合实力**

  公司目前 15 亿定增方案已经成形，募资主要用于增资保理公司、打造电商平台和补充流动资本。

- **投资建议和风险提示**

  我们认为公司发展是经营模式的改变，因此我们看好这种改变给公司带来的机遇，我们首次给予公司“推荐”评级。

  风险提示：供应链金融平台低于预期；经济增速放缓对传统煤炭供应链管理造成较大冲击。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5281	6491	7977	9804	12049
YoY(%)	0.0	22.9	22.9	22.9	22.9
净利润(百万元)	382	471	509	502	602
YoY(%)	11065.0	23.4	8.1	-1.3	19.9
毛利率(%)	14.0	14.9	16.0	14.0	14.0
净利率(%)	7.2	7.3	6.4	5.1	5.0
ROE(%)	30.7	27.0	22.6	11.8	12.4
EPS(摊薄/元)	0.43	0.54	0.58	0.57	0.69
P/E(倍)	43.5	35.2	32.6	33.1	27.6
P/B(倍)	13.3	9.5	7.4	3.9	3.4

正文目录

一、公司简介：供应链金融+互联网电商平台 4
1.1 公司简介 4
1.2 历史沿革 4
二、转型供应链金融 4
2.1 2014 年以来公司加速金融布局，完善供应链金融体系 4
2.2 商业保理业务 4
2.3 融资租赁业务 5
2.4 参股银行 5
2.5 发展动力期货煤，助力煤炭供应链业务扩张 5
三、打造煤炭供应链电商平台，提升管理效率和金融协作 6
四、公司定增完善供应链金融和平台建设 8
五、盈利预测和投资建议 8
六、风险提示 8

图表目录

图表 1　瑞茂通保理公司成立以来屡次增资 5
图表 2　主要的煤炭电子商务平台类型 6
图表 3　瑞茂通供应链电子商务平台建设 7
图表 4　瑞茂通供应链电子商务平台作用 7
图表 5　定增募资用途 8

一、 公司简介：供应链金融+互联网电商平台

1.1 公司简介

瑞茂通公司的前身是九发股份，2011 年底瑞茂通通过债务重组、资产注入，以定增的方式借壳 st 九发。2013 年公司的战略转型，在传统煤炭供应链管理的基础上，向金融服务和投资业务延伸。2013 年公司积极布局金融产业，围绕煤炭供应链，先后成立保理公司、融资租赁公司、参股银行。

2013 年以来，公司在煤炭供应和平台建设、供应链金融体系的搭建、线上线下服务整合、动力煤期货业务方面，进行了一系列举措。

1.2 历史沿革

2011 年瑞茂通将旗下的 100%控股的三家公司江苏晋和、徐州怡丰、邳州丰源注入 st 九发，交易完成后，瑞茂通成为上市公司的控股股东，公司的主营业务将变更为煤炭供应链管理业务。2012 年 9 月 21 日，公司证券简称正式变更为“瑞茂通”；2012 年 12 月 31 日，公司 2012 年第六次临时股东大会通过决议，将公司名称变更为“瑞茂通供应链管理股份有限公司”，并于 2013 年 4 月 2 日完成了工商变更登记手续。

二、 转型供应链金融

2011 年以来，煤炭行业呈现低迷，瑞茂通积极创新业务发展模式，在做大传统供应链业务规模的基础上，深挖供应链带来的融资机会，将业务规模转化为真实的融资额，实现业务规模与资金规模的同步发展，形成核心竞争力。

2.1 2014 年以来公司加速金融布局，完善供应链金融体系

2013 年公司为适应市场变化，积极布局供应链金融产业，并成功开展供应链保理业务。截至 2014 年 11 月，天津保理公司注册资本金已经增至 5 亿元，公司已经设立上海瑞茂通融资租赁有限公司，并着手在深圳成立瑞茂通国际融资租赁有限公司等。在不断开发供应链金融投资渠道的同时，公司迅速成立了北京、上海、深圳、郑州和海外五大区域性融资中心，在扩大传统银行融资业务规模的基础上进一步尝试与信托、基金的合作，努力拓宽供应链金融产业的融资渠道。

2.2 商业保理业务

商业保理业务主要以受让应收账款方式向原债权人进行融资。瑞茂通保理业务公司成立以来，公司持续向天津瑞茂通商业保理有限公司增资，目前保理公司的注册资本已经达到 5 亿元。根据 2014 年中报披露数据，商业保理公司 2014 年中期净利润 1828.8 万元。

公司开展保理业务为上下游客户提供短期而及时的资金周转服务，使客户可以更顺利的开展自身业务,也使公司在两方面受益：一方面公司将受益于这些上下游客户对公司煤炭业务上更积极更优质的合作和支持，从而极大增强公司的采购、运销和掺配等供应链服务能力；另一方面公司也将收到客户支付的保理业务的资金收益。因此，以保理业务为代表的供应链金融服务，将有力的协同和促进公司主营煤炭供应链管理和服务业务的开展。

瑞茂通掌握了上下游企业大量一手有效的客户资信、融资需求信息。这些信息和实践为公司迅速扩张供应链金融服务，提高供应链综合服务能力并有效控制风险提供了良好的保障。

图表1　瑞茂通保理公司成立以来屡次增资

时间	事项
2013 年 5 月	天津瑞茂通商业保理有限公司成立，注册资本 5 千万元
2013 年 7 月	公司向保理公司增资 1 亿元，注册资本变更为 1.5 亿元
2013 年 10 月	公司向保理公司增资 5 千万元，注册资本变更为 2 亿元
2013 年 11 月	公司向保理公司增资 1 亿元，注册资本变更为 3 亿元
2014 年 11 月	公司向保理公司增资 2 亿元，注册资本变更为 5 亿元

资料来源：公司年报，平安证券研究所

2.3 融资租赁业务

2014 年初，瑞茂通公司下属全资子公司那曲瑞昌煤炭运销有限公司和下属全资子公司 China Coal Solution(Singapore)以自有资金 1 亿元人民币在天津市共同投资设立天津瑞茂通融资租赁有限公司。

2014 年上半年公司设立上海瑞茂通融资租赁有限公司，注册资本 1.7 亿元。

2014 年 10 月，瑞茂通下属全资子公司江苏晋和电力燃料有限公司和下属全资子公司 China Coal Solution(singapore) Pte.Ltd.以自有资金分别出资 15,000 万元人民币、5,000 万元人民币在深圳前海投资设立瑞茂通国际融资租赁有限公司。

从公司目前设立的三家融资租赁公司不难看出，公司充分利益天津、上海和深圳前海的地域优势和政策优势，开展融资租赁业务。融资租赁公司实际是供应链金融的重要组成，通过产融结合的方式，深入挖掘客户需求，增强客户粘性，从而提升对供应链环节的把控能力。

2.4 参股银行

瑞茂通 2013 年 12 月 4 日审议通过《关于参与新余农村商业银行股份有限公司增资扩股的议案》，同意其下属全资子公司江苏晋和出资 2.875 亿元人民币，以每股 2.36 元的价格认购新余农村商业银行 1.218 亿股，占其增资扩股后总股数的 9.99%。2014 年 4 月增资获得银监会批准，瑞茂通所占新余农商行股份占比为 9.79%，成为新余农商行第一大股东。

参股银行对于瑞茂通子公司业务提供了融资便利，2014 年 10 月新余农商行完成对瑞茂通全资子公司西宁德祥商贸 9000 万额度的授信。

2.5 发展动力期货煤，助力煤炭供应链业务扩张

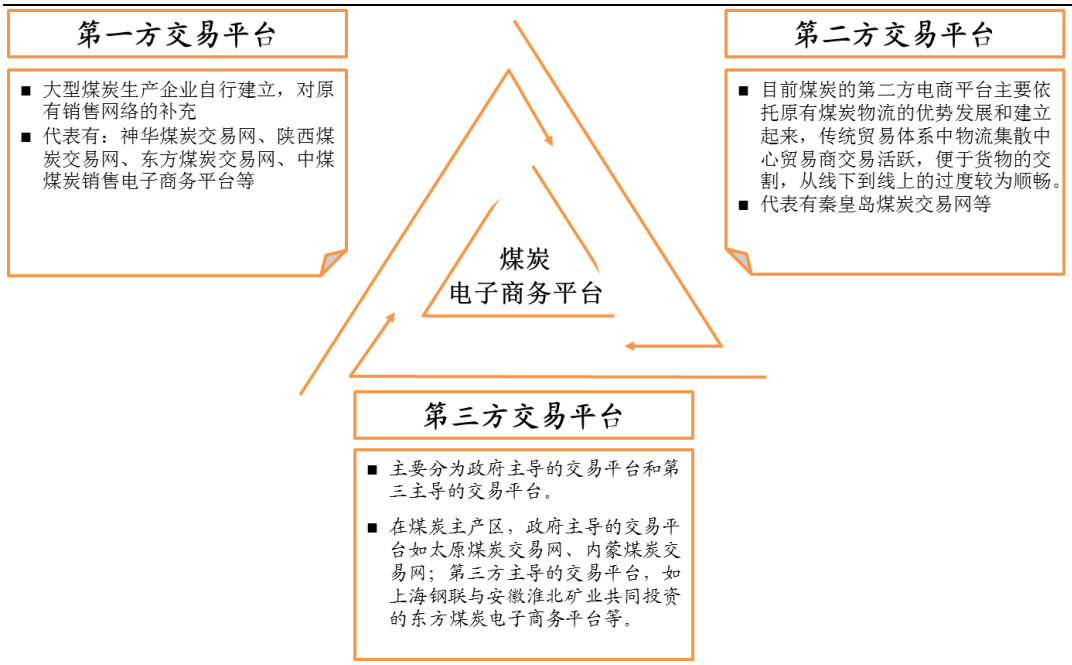
2013 年 9 月，动力煤期货在郑商所上市， 2014 年 7 月 18 日瑞茂通披露了关于成功获批动力煤期货交割厂库的公告，成为国内首家也是唯一一家获批厂库资质的专业化的煤炭供应链企业。动力煤期货指定交割厂库是郑商所在动力煤期货品种上推出的一种创新工具，此工具将会极大促进拥有厂库资质的企业提高期货套期保值效率；有效放大企业的营收规模；为上市公司带来新的利润来源；并在一定程度上拓宽公司的融资渠道，降低融资成本。

三、 打造煤炭供应链电商平台，提升管理效率和金融协作

近年来，一方面随着经济的下行，煤炭供过于求，从卖方市场到买方市场的转变；另一方面，煤炭电商平台可以积累数据，对于煤炭供需双方进行征信，有利于企业的后续融资，因此煤炭电子商务平台有了存在的必要性。

目前，我国的煤炭电子商务平台在不断兴起，主要的有三类，第一类是大型煤炭生产企业拓展自身销售网络的第一方交易平台；第二类是之前的物流集散中心贸易商从线下过度到线上的第二类交易平台；第三类是煤炭主产区政府主导的交易平台和第三方企业搭建的商务平台，代表就是已经涉足钢铁、有色金属、石油、农产品等的上海钢联与安徽淮北矿业共同投资的东方煤炭电子商务平台。

图表2　主要的煤炭电子商务平台类型



资料来源：公司年报，平安证券研究所

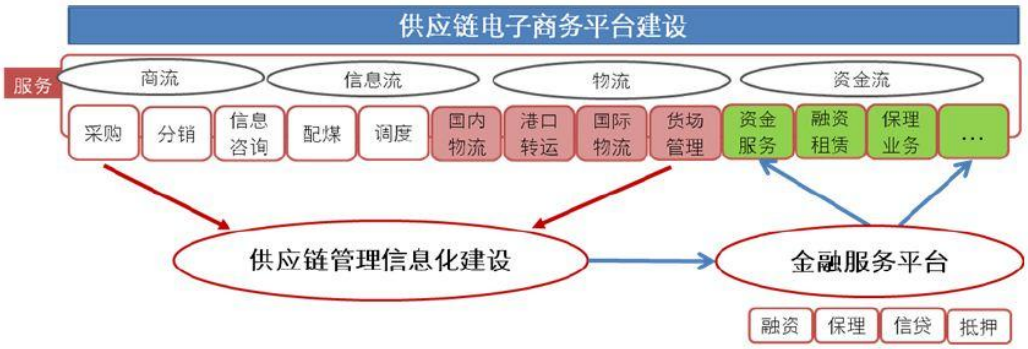
2014 年 8 月，瑞茂通下属全资子公司江苏晋和电力燃料有限公司以自有资金出资 2000 万元在上海设立和略电子商务（上海）有限公司。

2014 年，公司发布公告称，拟通过非公开发行募集资金 15 亿元，其中 2.02 亿元将用来建设供应链电子商务平台。主要分为两个部分：

供应链信息平台涵盖信息采集发布、煤炭营销、物流管理、订单处理，是一个覆盖整个煤炭供应链管理各环节并涵盖相关客户和供应商的高性能网络信息化系统。

供应链金融服务平台通过融投资管理系统、信贷管理系统、债权管理系统等系统的建设，有效为客户开展商品质押业务、开通网上银行服务、规范交易资金管理、建立交易双方信用评估体系，增加交易资金的流量、加快流转速度，解决供应链金融服务相关问题。

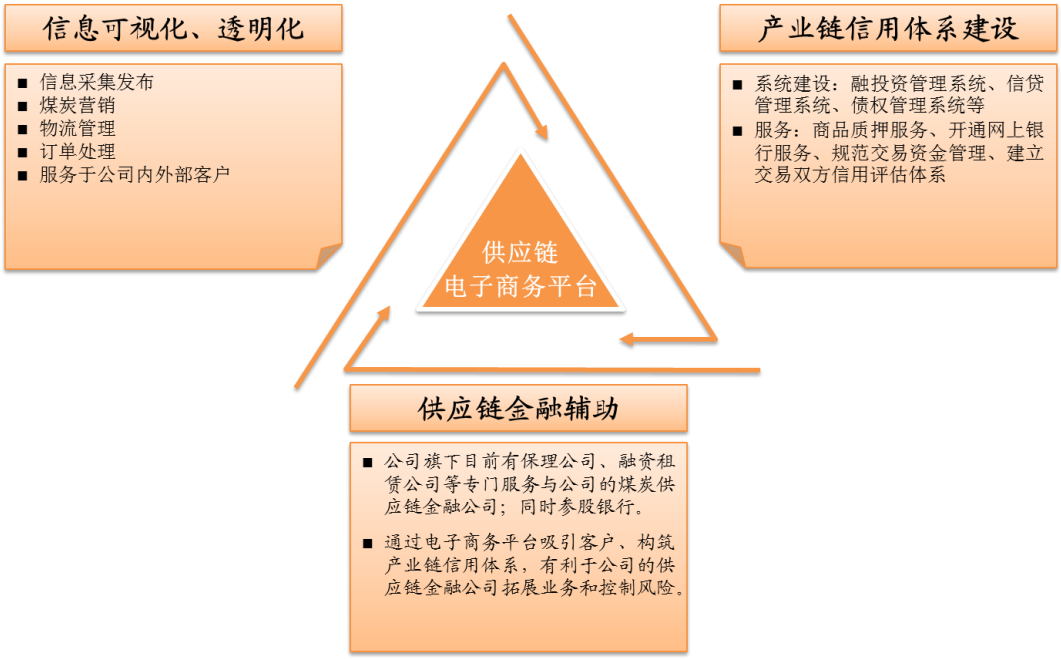
图表3　瑞茂通供应链电子商务平台建设



资料来源：公司公告，平安证券研究所

瑞茂通供应链电子商务平台的建设，对于公司而言，主要有三个作用：首先实现了公司煤炭供应链的**信息的可视化和透明化**；其次有利于公司对于产业链上下游企业的**信用体系的建设**；公司在**供应链金融**方面，已经布局了保理公司、融资租赁公司，以及参股银行等动作，随着公司供应链电子商务平台的建设，将给公司的供应链金融业务带来客户资源和信用评估体系来控制风险。

图表4　瑞茂通供应链电子商务平台作用



资料来源：公司公告，平安证券研究所

煤炭电子商务平台符合煤炭不易储存、非标准化的大宗商品特征，而瑞茂通作为传统的煤炭供应链企业，有着自己独特的优势，电子商务平台更能发挥公司信息优势和供应链金融优势。

电子商务公司的设立是瑞茂通运用互联网思维革新传统商业模式的开端。公司将加速推进煤炭 OTO 供应链服务平台的建设，将线下成熟的供应链运营管理业务及平台服务线上化，实现产品服务线下线上的无缝对接，全面提升供应链平台的运营效率；同时借助线上平台的搭建，引入并对接供应链

各环节优质资源，加快产业整合步伐，打造一体化煤炭供应链生态圈，为生态圈客户提供更有价值的服务。

四、 公司定增完善供应链金融和平台建设

公司 2014 年 11 月发布非公开发行股票预案的修订稿，本次定增拟非公开发行股票的数量为不超过 133,928,571 股（含 133,928,571 股）人民币普通股,募集资金总额不超过 15 亿元，本次发行对象为万永兴、刘轶和上海豫辉投资管理中心。其中万永兴认购 31,250,000 股，刘轶认购 13,392,857 股，上海豫辉认购 89,285,714 股。万永兴为公司的实际控制人，上海豫辉投资管理中心（有限合伙）为万永兴控制的企业，刘轶为公司董事，因而本次发行对象均系公司的关联方。

此次募资用于增资天津瑞茂通商业保理有限公司项目、供应链电子商务平台建设项目和补充流动资金项目。

图表5 定增募资用途

项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
增资天津瑞茂通商业保理有限公司项目	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，平安证券研究所

通过本次非公开发行，公司资本实力大大增强，净资产大幅提高，资产负债率降低，有利于优化公司资产负责结构、降低公司偿债风险、增强抗风险能力。本次募集资金投资项目符合国家相关的产业政策以及未来公司整体战略发展方向，具有良好的市场发展前景和经济效益。项目完成后，能够进一步提升公司的竞争能力，提升公司在行业中的地位，提高盈利水平，增加利润增长点。募集资金的运用合理、可行，符合本公司及全体股东的利益。

五、 盈利预测和投资建议

瑞茂通作为一家由传统周期行业向金融行业转型的公司，兼具供应链金融、煤炭电商平台等多个概念，同时公司受益于天津自贸区和京津冀一体化的进程。

我们认为公司从传统行业向金控平台、互联网金融转型，属于经营的模式的转型，因此我们对公司未来增长抱有较大的预期，我们首次给予公司“推荐”评级。

六、 风险提示

供应链金融平台低于预期；经济增速放缓对传统煤炭供应链管理造成较大冲击。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	5873	3957	6295	5665
现金	1208	861	1332	1721
应收账款	1298	637	1741	1182
其他应收款	178	0	0	0
预付账款	772	281	1044	584
存货	240	0	0	0
其他流动资产	2177	2178	3678	3678
非流动资产	757	732	715	698
长期投资	586	386	386	386
固定资产	12	10	9	7
无形资产	151	136	120	105
其他非流动资产	9	200	200	200
资产总计	6630	4689	8510	7863
流动负债	4863	2413	4232	2983
短期借款	1053	0	0	0
应付账款	1478	278	1931	784
其他流动负债	2333	2135	2301	2199
非流动负债	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20
负债合计	4883	2433	4252	3003
少数股东权益	0	0	0	0
股本	872	872	1006	1006
资本公积	27	27	1393	1393
留存收益	822	1356	1858	2460
归属母公司股东权益	1746	2255	4258	4859
负债和股东权益	6630	4689	8510	7863

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-1884	788	447	355
净利润	471	509	502	602
折旧摊销	3	17	17	17
财务费用	27	6	-25	-34
投资损失	-23	0	0	0
营运资金变动	-5677	256	-48	-230
其他经营现金流	3315	0	0	0
投资活动现金流	-718	0	0	0
资本支出	-155	0	0	0
长期投资	-586	0	0	0
其他投资现金流	23	0	0	0
筹资活动现金流	2310	-1058	25	34
短期借款	920	-1053	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	-34
其他筹资现金流	1360	-6	25	69
现金净增加额	-294	-270	471	389

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6491	7977	9804	12049
营业成本	5522	6701	8431	10362
营业税金及附加	22	10	13	40
营业费用	376	462	568	698
管理费用	97	120	147	181
财务费用	20	6	-25	-34
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	23	0	0	0
营业利润	466	679	670	803
营业外收入	82	40	40	40
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	547	719	710	843
所得税	76	86	85	101
净利润	471	633	625	741
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	471	509	502	602
EBITDA	575	701	662	785
EPS（元）	0.54	0.58	0.57	0.69

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	22.9	22.9	22.9	22.9
营业利润(%)	11.6	53.6	-1.3	19.9
归属于母公司净利润(%)	23.4	8.1	-1.3	19.9
获利能力				
毛利率(%)	14.9	16.0	14.0	14.0
净利率(%)	7.3	6.4	5.1	5.0
ROE(%)	27.0	22.6	11.8	12.4
ROIC(%)	65.6	33.5	38.0	20.4
偿债能力				
资产负债率(%)	73.3	51.9	60.7	47.2
净负债比率(%)	60.3	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.21	1.64	1.49	1.90
速动比率	0.71	0.74	0.97	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.70	1.40	1.89
应收账款周转率	5.0	12.5	5.6	10.2
应付账款周转率	2.5	2.2	2.5	2.9
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.58	0.57	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.15	0.90	0.51	0.40
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.57	4.85	5.53
估值比率				
P/E	35.2	32.6	33.1	27.6
P/B	9.5	7.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	28.3	22.1	26.6	21.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033