

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

拥抱互联网，走上转型之路

——瑞茂通（600180）年报点评

事件：

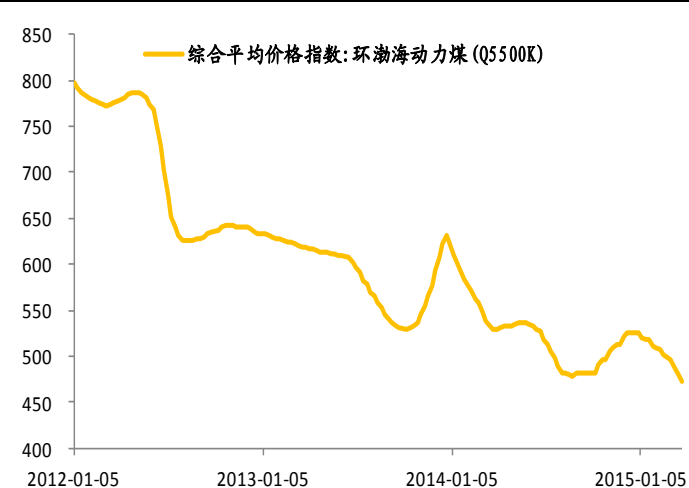
瑞茂通 2014 年营业收入 83.4 亿元 (+28.5%)，归属母公司股东净利润 5.0 亿元 (+6.7%)，扣非后归属母公司股东净利润 2.4 亿元 (-37.1%)。

点评：

1. 煤炭业务量保持较快增长，但吨煤利润下滑明显

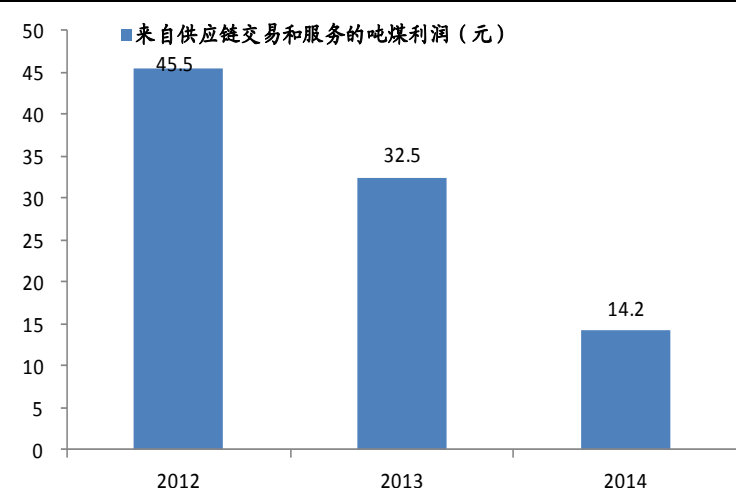
2014 年公司共实现煤炭发运约 1849 万吨，同比增长 35.9%，其中进口煤炭业务发运 1222 万吨，占总发运量的约 66%，比去年同期提高 16.9 个百分点。由于受到宏观经济增速放缓以及煤炭产能过剩影响，煤炭价格持续下滑，生产以及流通领域的企业经营压力增大，公司来自供应链交易和服务的吨煤利润[按（营业利润-供应链金融贡献利润）/煤炭业务量计算]从 2013 年的 32.5 元下降至 14.2 元。

图 1、动力煤价格一跌再跌



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、来自供应链交易和服务的吨煤利润持续下滑



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2. 向供应链金融转型成效显著

天津保理公司全年实现营业收入 3.95 亿元，净利润 2.06 亿元，成为财报的最大亮点。天津保理公司注册资本经过 2014 年 11 月的增资，从 3 亿元上升至 5 亿元。2013 年公司保理业务的资金来源主要来自大股东借款，当年控股股东向天津瑞茂通提供的借款金额 20.7 亿元，年末“保理合同项下受让应收账款项” 21 亿元，大股东借款已经基本用完；而截至

2014年末，天津保理公司保理资金规模约40亿元，接近50亿元的资金规模上限，显示出保理业务的旺盛需求。如果定增获批，天津公司注册资本金将达到9亿元，盈利能力将进一步提升。

3. 电商平台作为战略转型的重点一环，后续进展值得期待

2014年9月，公司成立和略电子商务有限公司，3月13日易煤网（www.yimei180.com）正式上线公测，截止3月26日，易煤网累计成交14.9万吨，交易金额6692.6万元。易煤网目前提供易煤直通车（撮合交易）、易煤商城（自营模式）、金融服务（包括快融通和煤易贷，可分别理解为保理和质押融资）、仓储和团购服务（公测阶段尚未开通），免费为供需双方提供销售以及采购解决方案、为资金需求方提供低成本融资服务渠道。

已具备较好卡位优势，看好公司拥抱互联网的战略转型。其他大宗商品行业已经出现转型成功先例，线上交易+线下服务的方式得到认可，公司线下采购、加工、物流、销售具备一定优势，有望在煤炭市场持续低迷、互联网深入影响各个行业的背景下，整合大量上下游资源。从另外一个角度看，现有的电商平台在生态体系闭环构建完成之后，供应链融资和线下服务将是平台盈利的最终落脚点，而这正是瑞茂通早已成熟的盈利模式。

电商平台能否成功，取决于团队执行力、公司支持力度、先期导流、用户体验等方面，公司表示会将电子商务平台建设作为“2015年工作的重中之重”，我们将持续跟踪平台进展。

4. 维持增持评级

预计2015-2017年EPS为0.65元、0.87元、1.26元，对应PE38.3倍、28.6倍、19.7倍，维持增持评级。

风险提示：

电子商务平台进展不达预期。

证券代码: 600180.sh 股票价格: 24.88 投资评级: 增持 日期: 2015-03-26

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	23.3%	23.3%	26.8%	32.2%	摊薄EPS	0.57	0.65	0.87	1.26
毛利率	14.7%	13.1%	12.9%	13.2%	BVPS (最新股本)	2.44	2.79	3.25	3.92
期间费率	12.8%	11.9%	12.0%	12.1%	估值				
销售净利率	6.0%	4.5%	3.7%	3.5%	P/E	43.8	38.3	28.6	19.7
成长能力					P/B	10.2	8.9	7.7	6.3
收入增长率	28.5%	52.4%	62.5%	53.8%	P/S	2.6	1.7	1.1	0.7
利润增长率	6.7%	14.3%	33.8%	45.2%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	1.04	1.21	1.61	1.97	营业收入	8339	12707	20647	31760
应收账款周转率	9.65	9.65	9.65	9.65	营业成本	7114	11041	17983	27576
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	33	51	83	127
偿债能力					销售费用	745	1134	1843	2836
资产负债率	73.0%	76.5%	77.6%	78.5%	管理费用	143	218	355	546
流动比	1.40	1.49	1.43	1.38	财务费用	147	109	203	333
速动比	1.25	1.18	1.03	0.92	其他费用/(-收入)	307	395	593	835
					营业利润	464	548	773	1177
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	120	120	120	120
现金及现金等价物	1080	(462)	(4395)	(9810)	利润总额	584	668	893	1297
应收款项	864	1317	2140	3291	所得税费用	83	94	126	183
存货净额	713	2023	3295	5053	净利润	502	573	767	1114
其他流动资产	4318	6591	10769	16596	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
流动资产合计	6975	9466	11806	15128	归属于母公司净利润	503	574	769	1116
固定资产	27	26	24	22					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	0	0	0	0	经营活动现金流	(726)	(2297)	(3578)	(4900)
长期股权投资	968	968	968	968	净利润	502	573	767	1114
资产总计	7988	10478	12816	16136	少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)
短期借款	1052	1225	1225	1225	折旧摊销	6	5	5	5
应付款项	1298	2328	4039	6421	公允价值变动	(14)	(4)	(6)	(8)
预收帐款	125	261	480	826	营运资金变动	(1219)	(5200)	(8204)	(11464)
其他流动负债	2520	2520	2520	2520	投资活动现金流	8	0	2	2
流动负债合计	4996	6334	8264	10992	资本支出	(15)	0	2	2
长期借款及应付债券	834	1682	1682	1682	长期投资	(582)	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	605	0	0	0
长期负债合计	834	1682	1682	1682	筹资活动现金流	(824)	752	(360)	(522)
负债合计	5830	8016	9946	12674	债务融资	833	1021	0	0
股本	878	884	884	884	权益融资	47	0	0	0
股东权益	2158	2463	2870	3461	其它	(1704)	(269)	(360)	(522)
负债和股东权益总计	7988	10478	12816	16136	现金净增加额	(1542)	(1545)	(3935)	(5421)

【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。本报告清晰准确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。本报告清晰准确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%。