

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

易煤网上量速度超预期, 提升评级至买入

——瑞茂通 (600180) 跟踪点评

我们的观点:

易煤网3月13日上线公测至今不到2个月的时间, 平台累计成交209万吨, 交易额超过8亿元。易煤网团队执行力极强, 我们预计年内易煤平台成交量可能超过2000万吨, 线上+线下煤炭业务量超过4000万吨, 相比去年煤炭1849万吨的业务量实现一倍以上增长, 互联网对于公司转型所起到的作用显著体现。

依赖低买高卖赚取贸易价差盈利显然是一种落后的商业模式, 特别是处于产品价格不断下跌、利润率不断降低的煤炭行业。煤炭贸易商艰难的生存环境给上市公司带来行业整合的机会, 依靠品牌和资金获得先发优势, 最终可能的状态就是贸易商如果不加入其搭建的生态系统就会难以生存(或者加入之后得到更好发展), 马太效应在产业互联网背景下得到加强。瑞茂通做为唯一一家煤炭行业第三方服务类型的上市公司(其他传统模式下的煤炭供应链企业再难上市), 是最具整合煤炭贸易行业潜力的企业。做为大宗商品“做市商”, 瑞茂通对风险控制和资产定价有深入理解, 这种优势在加杠杆背景下得到放大, 企业迎来崭新的发展阶段。

大致测算瑞茂通的盈利空间: 假设流通环节煤炭20亿吨, 公司占10%的市场份额, 煤炭价格400元/吨, 80%的煤炭企业/贸易商选择瑞茂通的供应链金融服务, 资金年周转2次, 赚取5%的利差计算, 单供应链金融的盈利空间为16亿。来自供应链交易和服务的吨煤利润14元(2014年为14.2元), 那么公司整体的盈利空间可达44亿。

1. 易煤网上量速度超预期, 预计年内触及2000万吨

易煤网(www.yimeil80.com)3月13日上线以来, 平台成交量迅速放大。截止5月11日, 平台累计成交209万吨, 交易金额8.05亿元。投资者可能对交易数据的可参考价值抱有疑虑: 瑞茂通原本就有线下的煤炭业务, 易煤网的交易量是否来自线下业务量的简单转移? 据我们了解, 易煤网现阶段选择广州、徐州两地作为推广港口, 原因就是两地市场化特征最为明显, 交易相对规范, 客户接受程度高, 已完成交易中有三分之二都是新客户。从全年来看, 预计易煤网成交量将超过2000万吨, 线上+线下煤炭业务量超过4000万吨是大概率事件, 在2014年1849万吨的基础上实现翻倍增长。

2. 另一个角度看瑞茂通: 独一无二, 享受上市红利的煤炭贸易行业整合者

2000年至2005年, 煤炭市场整体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差赚取利润, 这个阶段的瑞茂通可以定义为煤炭贸易商。时至今日, 瑞茂通的盈利模式早已发生改变, 但市场上仍然存在一大批依靠低买高卖盈利的煤炭贸易商, 而市场化环境下这种商业模式显然比较落后, 特别是在煤炭价格持续低迷、行业利润率不断下降的前提下。

瑞茂通在2012年实现借壳上市, 目前是A股唯一以煤炭供应链管理和服务作为主营业务的上市公司, 煤炭业务量在国内处于领先地位(特别的, 在进口煤炭和动力煤期货上体现非常明显)。上市公司的品牌效应和融资优势为瑞茂通带来整合煤炭贸易行业的历史机遇, 随着贸易量持续扩大, 规模优势愈加明显。我们判断, 在产业互联网和煤炭市场持续

低迷的背景下，通过收并购和市场淘汰，煤炭贸易行业的整合速度将会加快，瑞茂通很可能在 2-3 年时间内脱颖而出，成为享受上市红利的煤炭贸易行业整合者。

3.另一个角度看瑞茂通：注重风控，加杠杆背景下迎来崭新发展阶段

大宗商品一面是贸易，一面是金融，风险控制尤为重要。瑞茂通在十多年的经营中一直承担“做市商”的角色，双边报价、双边交易，针对交易过程中的资金流、物流、信息流建立了严格完善的把控机制，并且具备资产定价的专业优势，这种优势在行业整体加杠杆背景下得到放大。

我们理解的加杠杆包括两个方面：其一，对于上游的煤炭企业和中间的煤炭贸易商，融资渠道更加多样化。由于行业特性，这两种角色可以得到的银行贷款相对有限，而这种情况正在改变，最典型的就是 2012 年 6 月商业部发布《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，了解资信的情况下应收账款可以在保理公司（而不局限于银行）实现融资功能。其二，对于类似瑞茂通的平台型企业，互联网金融提供更广阔的资金来源。之前企业如果去做供应链金融，银行是绕不过去的资金端，会受注册资本、资产负债率等条件的限制，而且资金成本难以控制；互联网金融 P2B 的模式已经比较成熟，并且由贸易产生的碎片化资金需求跟互联网金融结合程度高，在风险可控的前提下，相关企业迎来崭新的发展阶段。

4. 盈利空间测算及投资评级

假设流通环节煤炭 20 亿吨，公司占 10% 的市场份额，煤炭价格 400 元/吨，80% 的煤炭企业/贸易商选择瑞茂通的供应链金融服务，资金年周转 2 次，赚取 5% 的利差计算，单供应链金融的盈利空间为 16 亿。来自供应链交易和服务的吨煤利润 14 元（2014 年为 14.2 元），那么公司整体的盈利空间可达 44 亿。

预计 2015-2017 年每股收益 0.65 元、0.87 元、1.26 元，对应 PE55 倍、41.1 倍、28.3 倍，上调评级至“买入”。催化剂方面，可关注公司定增计划的获批情况，以及在供应链金融方向的持续布局。

风险提示：

电子商务平台进展不达预期。

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	62.8	55.0	41.1	28.3
成长能力					P/B	14.6	12.8	11.0	9.1
收入增长率	28.5%	52.4%	62.5%	53.8%	P/S	3.8	2.5	1.5	1.0
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%。