

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

定增终落地，预计将加速行业整合

——瑞茂通（600180）事件点评

事件：

公司非公开发行 A 股股票申请获得中国证监会发行审核委员会通过。

点评：

1.非公开发行落地将极大程度提升公司资金实力

公司非公开发行自 2013 年 7 月起就曾启动，期间经过两次调整，最终的非公开发行方案为“预计发行 1.34 亿股，募集资金 15 亿元，发行对象为万永兴、刘轶、上海豫辉投资管理中心”。其中万永兴、刘轶分别为瑞茂通的董事长和副董事长，上海豫辉投资管理中心为两人合伙企业。

表 1、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

供应链服务行业是资金密集型行业，主要在商品的流通环节提供服务，如果自有资金较少，难以支撑巨大的业务量，因此公司对于资金需求非常大，需要通过银行借款、发行债券等方式补充流动资金以支持业务运转。自 2012 年起公司资产负债率一直维持在 72% 以上。2015 年一季报显示公司净资产 22.6 亿元，通过本次非公开发行，公司的资本实力和偿债能力都将得到极大程度加强。高管全额认购显示管理层对未来发展的信心。

2.定增项目预示转型方向

定增募集资金中将有 4 亿元用于增资天津商业保理公司，预计将短时间内体现利润贡献。天津商业保理公司目前注册资本 5 亿元，截止 2014 年末，天津保理公司保理资金规模约 40 亿元，接近 50 亿元的规模上限，保理业务需求旺盛。本次增资后天津保理公司注册资本增加至 9 亿元，盈利能力将得到极大提升。

2 亿元将用于电子商务平台建设。电子商务平台将涵盖供应链管理信息化和供应链金融服务与风险控制，我们判断实施主体将是 2014 年 6 月成立的瑞茂通（上海）电子商务有限公司。旗下易煤网 3 月 13 日上线公测至今 2 个月时间，累计成交数量 246 万吨，交易额 9.1 亿元，放量迅速，预计年内成交量将突破 2000 万吨。补充流动资金部分除了供应链服务过程垫付资金外，预计有很大部分将继续投入保理和电商平台建设。

3.加速行业整合，预计业务量将爆发式增长

传统的煤炭贸易企业围绕上游生产企业、下游消费企业，掌握客户、煤源、运力中的某项资源，主要依靠贸易价差获取利润，盈利模式单一，并且缺乏大规模、长距离、多用户的综合服务能力。煤炭行业低迷时期使这种贸易型企业雪上加霜，生存空间越来越小，在这种背景下上市公司迎来行业整合机会，产业互联网的兴起也加速了整合进程。我们预计随着定增资金到位以及公司后续在供应链金融、电商平台的持续布局，公司业务量将迎来爆发式增长。

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。

暂不考虑定增对股本的摊薄，预计 2015-2017 年每股收益 0.65 元、0.87 元、1.26 元，对应 PE61.9 倍、46.2 倍、31.8 倍，维持“买入”评级。

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	70.7	61.9	46.2	31.8
成长能力					P/B	16.5	14.4	12.4	10.2
收入增长率	28.5%	52.4%	62.5%	53.8%	P/S	4.2	2.8	1.7	1.1
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%。