

2015年07月01日

瑞茂通 (600180.SH)

O2O 供应链服务平台已成型，加速资源整合成就产业新巨头

■行业巨大存量需求仍在，格局分散具备成就王者潜质。煤炭行业存量需求近40亿吨同时供过于求，意味着资源获取不再成为瓶颈同时巨量需求持续存在，使贸易商业量的快速扩张成为可能。同时产业格局极为分散，民营贸易商占比30%，公司14年市场份额0.5%已排名居首。规模经济效应下，产业能够支撑大体量贸易服务龙头的出现。

■坚决转型多年沉淀，已成煤炭供应链管理专家。公司十年来深耕煤炭行业供应链管理，商业模式从贸易差价转变为向整个产业链提供采购、销售、融资、物流、掺配等服务以获取收益，其中核心服务融资能力日臻完善，保理公司注册资本定增完成后达到9亿、成为新余农商行第一大股东并成立3家租赁公司。通过持续加强“五要素”，建立以公司为核心的供应链生态圈，对需要服务的贸易商及上游中小煤矿进行整合，以此获取更多产业资源并在公司平台实现配置优化。

■产业、金融、互联网交相辉映，煤炭O2O供应链服务平台已成型。易煤网定位于第三方OTO供应链服务平台，借助互联网平台与公司线下供应链支撑能力服务产业链。目前平台有撮合、自营两种交易模式，通过煤易融、煤易贷为参与者提供金融服务。易煤网上线后交易量快速增长，截止6月9日累计成交570万吨，我们判断15年有望超过3000万吨，规模效应基础上的聚合能力已经开始显现，有望加速生态闭环搭建和产业资源聚集，产业巨头已经启航。

■投资建议：考虑易煤网利润增厚和本次增发摊薄影响，预计公司2015-17年净利润为5.81、8.96和16.39亿，对应EPS分别为0.57、0.88和1.62元。我们认为易煤网有望实现跨越式发展，加速产业资源整合，并通过金融等服务带来极大业绩弹性，目标价50元，给予“买入-A”评级。

■风险提示：电商平台推进程度不及预期，煤炭价格下跌风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,490.7	8,339.5	10,781.1	17,151.5	31,145.3
净利润	471.2	502.6	581.0	895.8	1,638.9
每股收益(元)	0.53	0.57	0.57	0.88	1.62
每股净资产(元)	1.98	2.44	2.91	3.81	5.40

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	53.7	50.4	49.9	32.4	17.7
市净率(倍)	14.5	11.7	9.9	7.5	5.3
净利润率	7.3%	6.0%	5.4%	5.2%	5.3%
净资产收益率	27.0%	23.3%	19.7%	23.2%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	75.1%	38.0%	20.9%	24.3%	95.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

50.00元

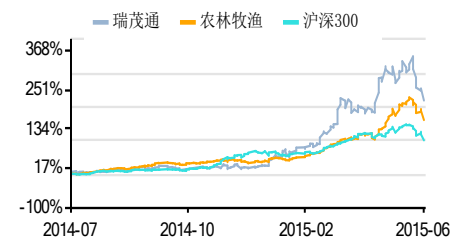
股价(2015-06-30)

28.66元

交易数据

总市值(百万元)	26,442.52
流通市值(百万元)	7,913.94
总股本(百万股)	883.48
流通股本(百万股)	264.42
12个月价格区间	10.50/46.93元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.23	10.20	90.12
绝对收益	-22.64	15.74	185.05

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001
wenhao@essence.com.cn
010-66581627

许彬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070001
xubin3@essence.com.cn

报告联系人

杨文硕

010-66581842
yangws@essence.com.cn

相关报告

1、国内民营煤炭贸易龙头，供应链管理服务专家

1.1、历史沿革：从贸易商向供应链服务企业坚定转型

瑞茂通成立于 2000 年，主营业务煤炭贸易，2004 起公司拓展业务范围，并先后在新加坡、印尼设立公司，铺垫全球化道路；2012 年借壳 ST 九发登陆 A 股市场，2013 年起围绕供应链金融产业布局，设立天津瑞茂通商业保理公司，之后又设立了三家融资租赁公司，整合旗下多类产业，参股浙江新余农商行，全力打造业内领先的供应链管理服务专家。2015 年 3 月，公司“易煤网”电商平台上线公测，打造 O2O 煤炭电商平台。

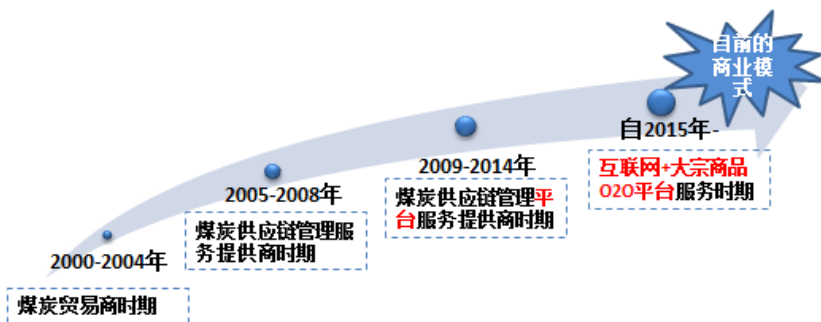
图 1：公司历史沿革

时间	事件
2012.9	借壳 ST 九发登陆 A 股市场
2013.5	设立天津瑞茂通商业保理有限公司，注册资本 5000 万元，开展供应链金融
2013.11	1000 万元设立天津瑞茂通融资租赁有限公司
2013.12	2.875 亿元参与新余农村商业银行股份有限公司，占 9.79% 股权
2014.3	对兴瑞实业增资 39,200 万元，占 49% 股权，主营供应链管理及相关配套服务
2014.5	出资 2 亿元在深圳前海投资设立瑞茂通国际融资租赁有限公司
2014.6	2,000 万元在上海投资设立电子商务公司
2014.7	成功获批郑州商品交易所动力煤指定交割厂库
2015.3	电商平台“易煤网”上线公测

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司发展战略根据产业环境历经多次调整，目前正处于“互联网+大宗商品 O2O 平台服务”阶段。公司原本从煤炭贸易商起家，主要盈利模式为贸易差价；之后逐渐向供应链管理平台服务转型，依靠供应链服务获取利润；2015 年，“互联网+”加速对传统行业的渗透，公司战略顺势而变，即打造“互联网+大宗商品 O2O 平台”。

图 2：公司历次发展战略调整



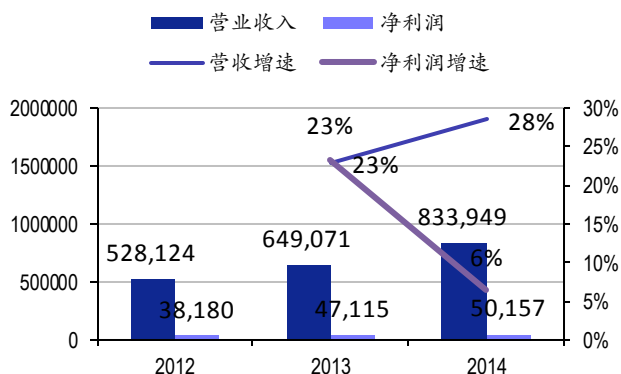
数据来源：安信证券研究中心

1.2、营收保持较快增长，金融服务收入占比上升

2014 年公司实现营业收入约 83.39 亿元，同比增长 28.48%。驱动营业收入变化的原因主要有：第一，传统煤炭供应链业务稳定增长；第二，大力发展煤炭供应链金融业务，2014 年，公司供应链金融业务营业收入约 3.95 亿元，较去年同期增长约 605.36%。供应链金融业务主要是由公司旗下全资子公司天津瑞茂通商业保理有限公司向供应链客户提供应收账款保理融资确认的收入。

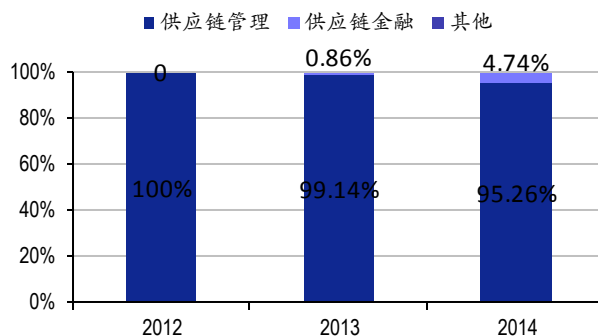
供应链管理业务为公司主要业务来源，供应链金融服务收入占比快速上升。2014 年，供应链管理业务收入占比超过 95%，供应链金融服务收入占比不断上升，接近 5%，预计未来供应链金融服务收入占比仍将会提升。

图 3：公司营业收入和净利润情况（万）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

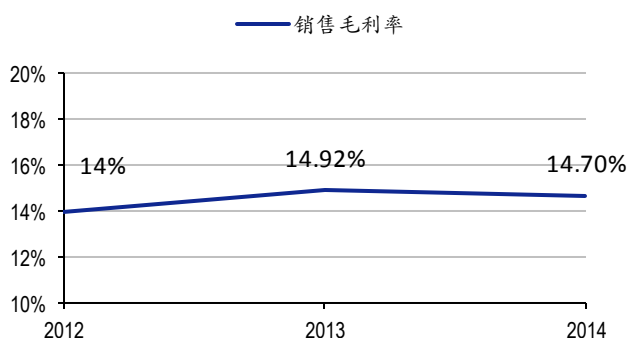
图 4：公司收入结构图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

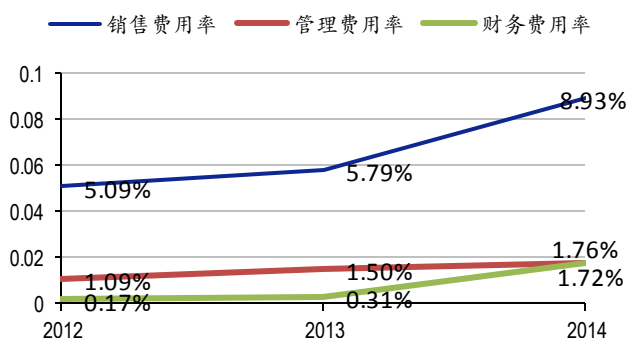
公司毛利率水平总体保持稳定，费用率水平 14 年出现上升。2014 年，公司毛利率水平大体稳定，为 14.7%。公司费用率情况小幅上升，仍在合理范围内。销售费用率增长主要由于煤炭发运量增长使得运杂费、港务费用、装卸堆存费等增长所致；管理费用率增长主要由于引入人才、使得人工费用增加以及融资项目支付中介机构费用增加所致；财务费用率增长主要由于利息支出增加所致。

图 5：公司毛利率变化



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司费用率变化



数据来源：Wind，安信证券研究中心

2、行业分析：煤炭供应链市场空间超过万亿，O2O 电商平台加速产业整合

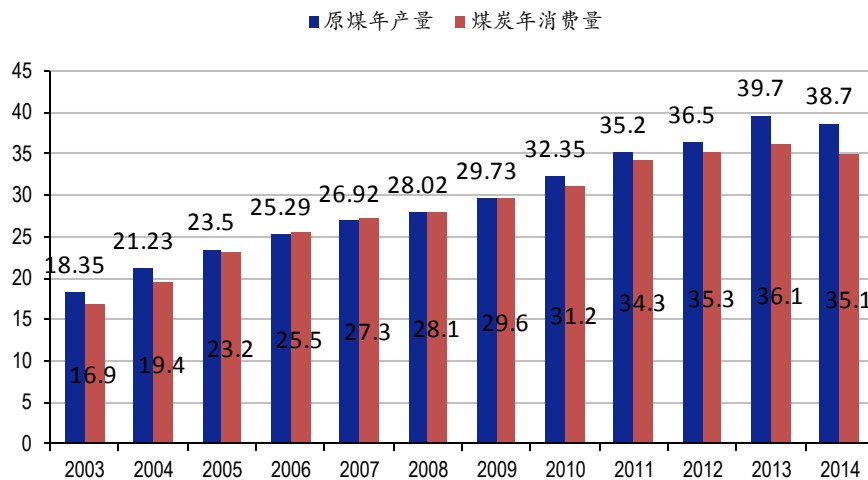
2.1、行业景气度下行但规模化需求仍存，潜在市场空间超过万亿

2.1.1、煤炭行业景气度虽然下行，但煤炭供应链行业规模化需求仍存在

2014 年，受制宏观经济增速放缓的影响，中国煤炭市场整体需求依旧疲软，流通及终端环节库存增加，煤炭生产企业前期投建产能尚未释放完毕。2014 年煤炭行业供大于求矛盾突出，价格持续下滑，生产及流通领域企业经营压力增大，煤炭行业低迷开始进入新常态。

随着国内宏观经济环境疲软，煤炭需求的下游行业需求增速放缓，煤炭市场由先前的卖方市场转向买方市场。我国煤炭消费规模增速放缓，并且煤炭消费规模低于国内原煤产量，处于供过于求状态。如果再考虑进口煤炭的规模，则产能过剩情况更加突出。

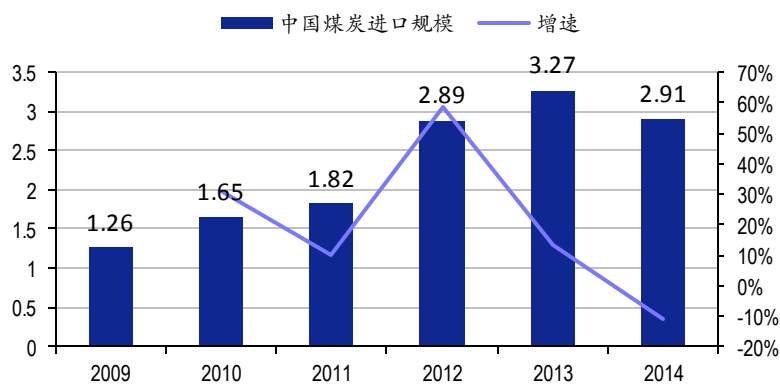
图 7：我国煤炭产量和消费量情况（亿吨）



数据来源：国家统计局，《2014 年国民经济和社会发展统计公报》、安信证券研究中心

中国煤炭进口规模较大，2014 年增速小幅下降。2014 年，中国煤炭进口规模下降至 2.91 亿吨，同比下降 11.01%，主要受海关总署发布《关于调整煤炭进口关税税率的公告》影响所致。公告规定，自 2014 年 10 月 15 日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施 3%（无烟煤）、3%（炼焦煤）、6%（炼焦煤以外的其他烟煤）、5%（其他煤）、5%（煤球等燃料）的最惠国税率。进口煤炭规模与国内原煤产量规模之和远高于煤炭消费量，供过于求矛盾持续存在。

图 8：中国煤炭进口规模（亿吨）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

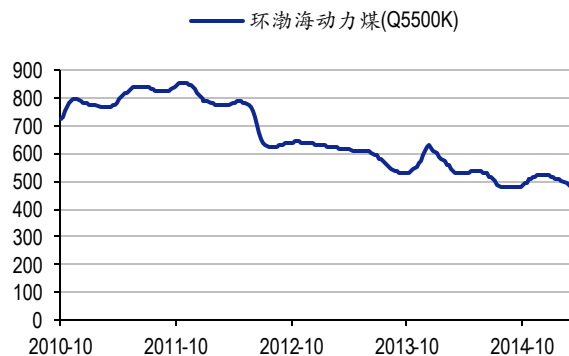
由于煤炭行业景气度持续下行，煤炭价格指数步入长期下行通道，导致煤炭行业从卖方市场转向买方市场。中国煤炭价格指数和环渤海动力煤综合价格指数均呈现下行趋势，且并未出现上升势头。

图9：中国煤炭价格指数情况



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图10：环渤海动力煤综合价格指数



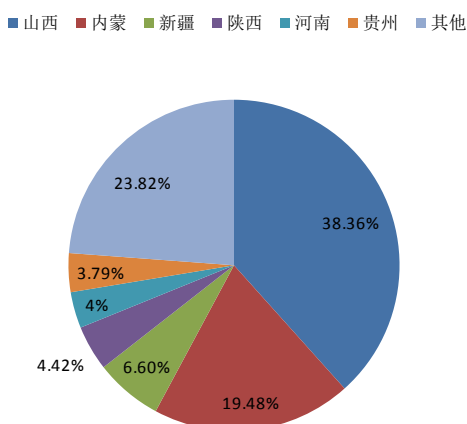
数据来源：Wind，安信证券研究中心

虽然煤炭消费景气度下行，但煤炭流通行业规模化需求仍存在。我国制定《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》，提出把煤炭消费总量控制在42亿吨左右。保守按照40亿吨消费规模计算，粗略按照每吨煤450元价格估算，则市场规模达到18000亿元，市场需求仍然巨大。考虑到煤炭要经过多重流通环节，实际规模将超过18000亿元。

2.1.2、产、消地不同使得贸易环节不可缺少，重点煤炭合同减少更突显市场化流通价值

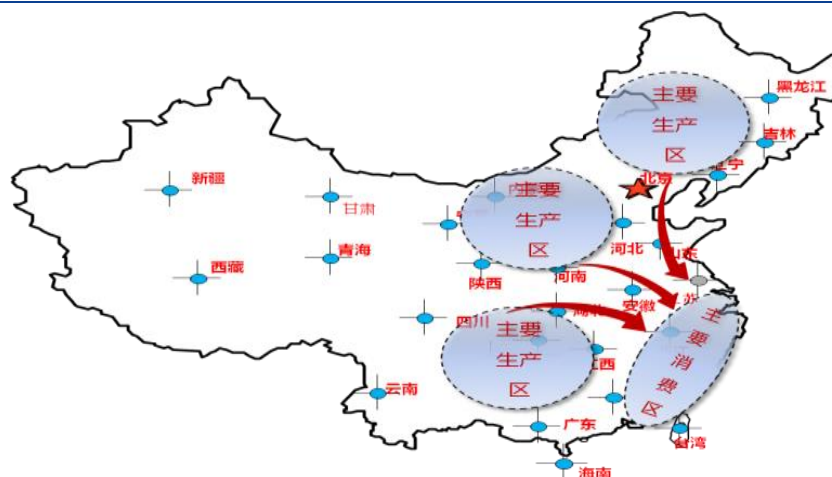
煤炭在产地与消费地之间的转移使得贸易和流通环节的需求非常庞大。从供应端来看，煤炭生产区域集中在煤炭储量丰富区域，煤炭储量前3的省份山西、内蒙古、新疆占全国总储量60%以上，而原煤产量前3的省份内蒙古、山西、陕西合计产量占全国总产量60%以上，我国煤炭储量、生产区域集中分布在华北及西北地区。从我国煤炭消费量分布区域来看，消费大省主要分布在东部省份。我国煤炭资源储量与生产区、消费区不均衡，因此，“西煤东运、北煤南运”中，由于煤炭在产地与消费地之间的转移使得贸易和流通环节的需求非常庞大。

图11：2013年我国煤炭储量结构图



数据来源：国家统计年鉴，安信证券研究中心

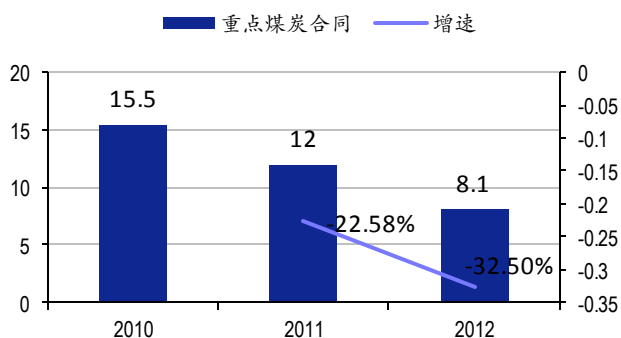
图 12：我国煤炭主要产区和消费区



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

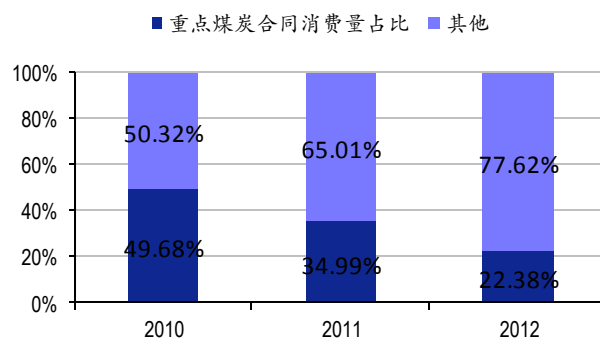
重点煤炭合同消费量不断下降，未来趋势难改，煤炭的市场化流通环节越发成为国内煤炭供需衔接的主要力量。重点合同对保障我国经济发展曾起到积极作用，但是由于重点电煤合同煤与市场煤在资源供给、运力配置和价格水平存在差异，实际弊端日益显现。自 2013 年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，未来，重点合同煤占比将越来越低。

图 13：中国重点煤炭合同消费量（亿吨）



数据来源：中国煤炭市场网，安信证券研究中心

图 14：重点煤炭合同消费量占比



数据来源：中国煤炭市场网，安信证券研究中心

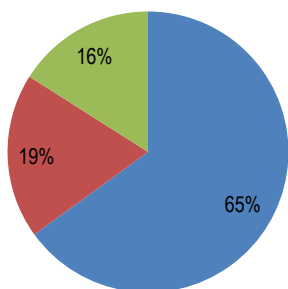
2.2、煤炭供应链行业进入整合期，实力领先企业具备整合优势

2.2.1、上游：生产集中度提升，但小型煤矿数量仍然最多

上游集中度提升，但小型煤矿数量仍最多。2013 年全国煤矿数量 1.2 万处，比 2005 年减少 1.3 万处。其中，年产 120 万吨以上的大型煤矿 850 多处，比 2005 年增加 560 处，产量占全国总产量的比重由 35.7% 提高到 65%（其中年产千万吨级煤矿 50 处，产量占全国的 17% 左右）；年产 30 万吨以下的小型煤矿 9800 多处（其中 9 万吨以下的煤矿 7500 处），数量比 2005 年减少了 1 万多处，产量占全国比重由近 30% 下降到 16% 以下。

图15：2013年煤矿产量比例情况

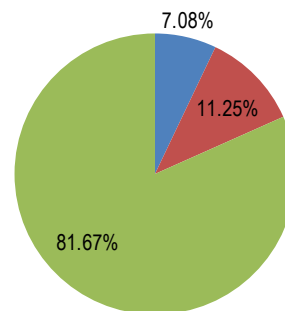
■ 120万吨以上 ■ 120-30万吨 ■ 30万吨以下



数据来源：中国煤炭市场网，安信证券研究中心

图16：2013年煤矿数量比例情况

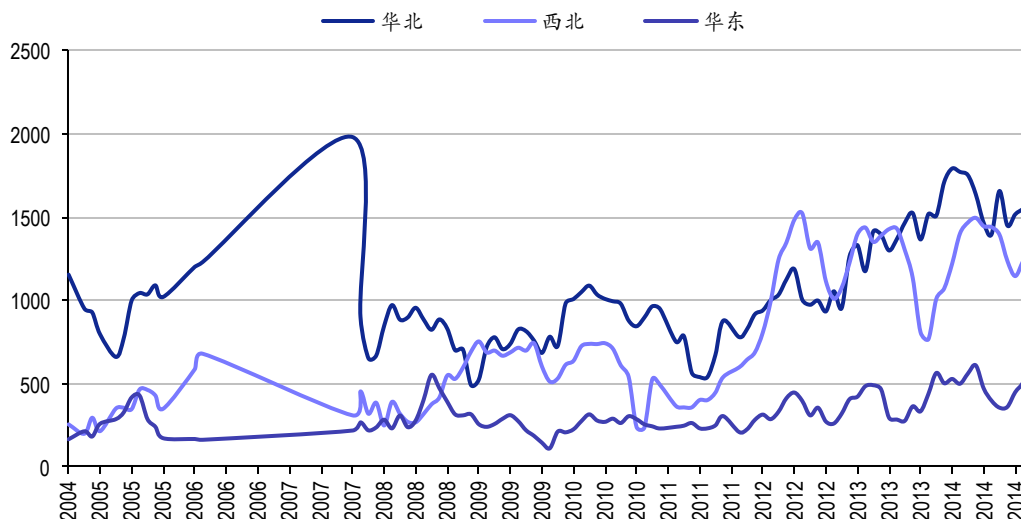
■ 120万吨以上 ■ 120-30万吨 ■ 30万吨以下



数据来源：中国煤炭市场网，安信证券研究中心

上游煤矿企业产能过剩，存货不断增加，处于供过于求状态，议价能力下降。由于煤炭行业景气度下行，上游煤炭企业产能过剩，煤炭库存量不断上升。从国有重点煤矿库存量情况可见一斑。

图17：国有重点煤矿库存（万吨）

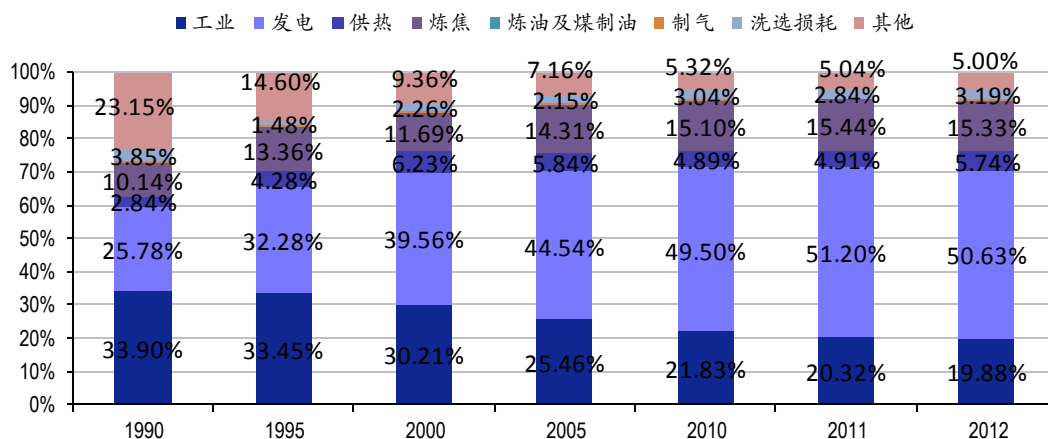


数据来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.2、下游：消费主要以发电和工业为主，火力发电市场集中度较高

煤炭下游消费主要以发电和工业为主。2012年，发电和工业的煤炭消费量占比分别达到50.63%和19.88%。虽然发电来源日趋多元以及提倡使用清洁能源，但煤炭消费以发电和工业为主的局面短期并不会明显改变。

图 18: 煤炭下游消费市场细分结构

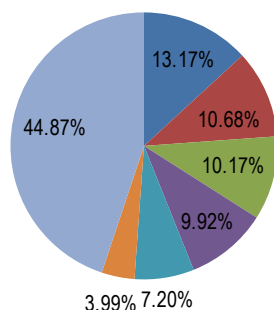


数据来源: 国家统计局年鉴, 安信证券研究中心

全国火电装机容量集中度较高, 五大电力集团占比超过 50%。2013 年, 全国火电装机容量达到 86238 万千瓦, 同比增长 5.7%。五大电力集团华能、国电、大唐、华电和中电投火电装机容量占比分别为 13.17%、10.68%、10.17%、9.92%和 7.2%, 累计达到 51.14%, 集中度较高。

图 19: 2013 年火电装机容量市场结构图

■ 华能集团 ■ 国电集团 ■ 大唐集团 ■ 华电集团
■ 电力投资集团 ■ 国华电力 ■ 其他



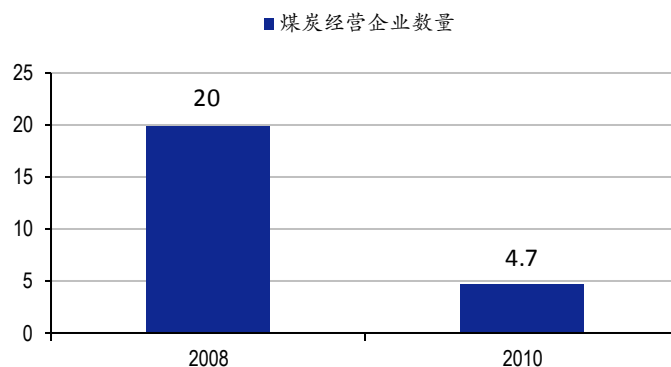
数据来源: 中国电力网, 安信证券研究中心

2.2.3、中游: 煤炭供应链企业整合在即, 实力领先企业有望在竞争中胜出

供需双方交易模式使得贸易商必然存在。上游煤矿要先款后货, 下游电厂等要先货后款, 需要中间贸易商按需为终端用户买货, 很多中小贸易商资金实力缺乏、靠差价由于各方面成本比较高难以盈利。同时由于煤炭非标准品, 原煤出矿后往往要经过混洗选、掺配、风选等各种操作才能符合下游厂商需求; 由于不同煤矿产出的煤炭标准不一致、产出后也不能直接用户生产, 因此需要用能够提供一定供应链服务的贸易商的存在。

煤炭经营企业数量不断减少。2008 年, 全国共有 20 余万张煤炭经营许可证, 而到 2010 年, 全国煤炭经营企业数量约有 4.7 万家, 两年减少超过 15 万家。虽然新修订的《煤炭法》取消了煤炭生产企业和经营企业需取得煤炭生产许可证和经营许可证的限制, 但由于行业景气度下行和市场竞争激烈, 预计煤炭经营企业数量仍将减少。

图 20：煤炭经营企业数量



数据来源：安信证券研究中心

煤炭贸易企业市场集中度较为分散，集中度有待提升，实力领先企业有望在竞争中胜出。2010 年，民企占煤炭贸易比重在 30%左右，市场集中度较低，未来有望提升。由于煤炭流通贸易行业具备明显的规模经济，更大规模意味着更强的上游溢价能力和供应链服务规模效应，实力领先企业有望在市场整合中胜出。

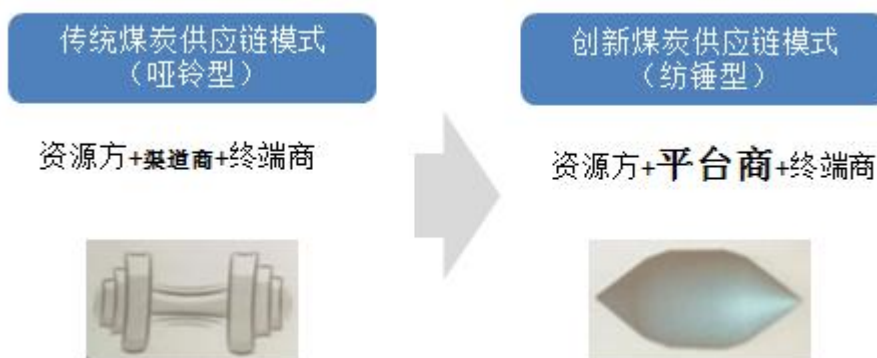
2.3、行业商业模式改变，供应链服务能力是关键

2.3.1、行业商业模式从贸易差价向综合服务能力转变，创新煤炭供应链模式应运而生

行业景气度长期趋势下行，单靠贸易差价无法实现盈利，企业商业模式亟需变革。传统方式主要通过煤炭贸易价差来获取利润，业务经营和管理相对粗糙，缺乏全面而系统的综合服务能力，造成整个流通环节信息滞后、煤炭流通效率较低，行业成长方式粗放。煤炭行业景气度下行背景下，企业传统盈利模式难以为继，亟需商业模式变革。

煤炭供应链新形势催生供应链平台服务。在这种情况下，煤炭贸易企业开始为整个产业链提供资金、物流、洗选掺配等更多服务，以此作为新的赢利增长点。传统煤炭贸易模式也从“哑铃型”转变为“纺锤型”：前者渠道商作用较小，仅仅链接买方和卖方；后者提供平台型的全产业链解决方案。

图 21：供应链平台新模式应用而生



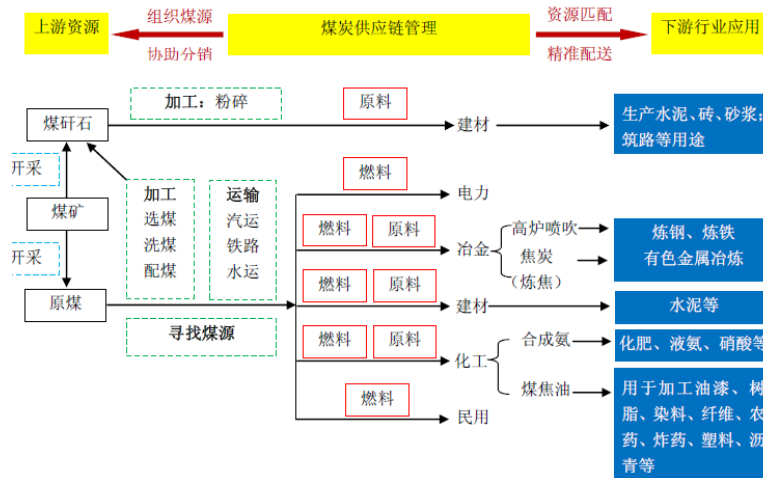
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.3.2、供应链服务能力是构建供应链管理平台关键，助力平台实现对产业链深度把控

煤炭供应链管理衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，即将煤源采购、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、

煤炭分销等服务功能加以整合，在整个业务链条上提供一体化、一站式服务，为各类煤炭需求方在规定的时间内、地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，同时，根据供应链链条上企业的经营状况向其提供供应链融资服务。

图 22：供应链管理提供一站式服务



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

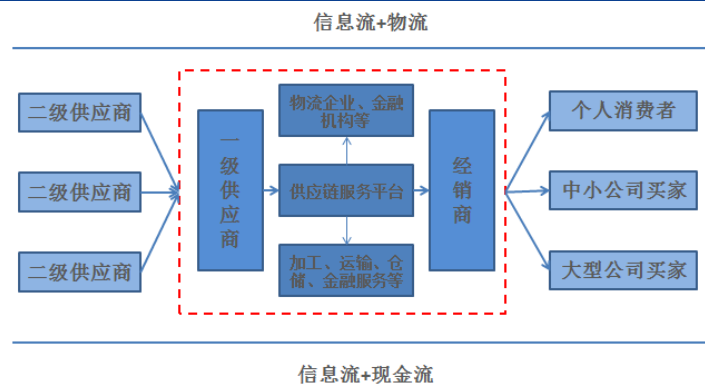
供应链服务能力是诸多实力的集中体现，可充分体现供应链管理平台的竞争力，同时也可助力平台加强对产业链的深度把控。煤源采购需要寻找合适煤源，满足不同客户需求；原煤加工需要根据煤种特点，对煤进行洗、选、配；煤炭仓储和煤炭配送需要协作铁路、港口、陆运等多种途径，根据煤源所在地和客户所在地协调安排运力，需要涉及铁路、汽车、国际海运、内河运输等多种运输方式；煤炭分销则把不同的煤炭销售到合适终端。此外，供应链服务企业也可向产业链上下游企业提供供应链融资服务。一体化的综合服务能力需要公司具备货源、销路、仓储、渠道、资金等诸多资源，同时，在以上资源支撑下平台实现对产业链交易流程、货权和金融风险等的深度把控。

2.3.3、供应链金融服务能力极为重要，拥有供应链服务能力的企业具备天然优势

供应链金融把供应链上的核心企业及其上下游相关的配套企业作为一个整体，根据供应链中的交易关系和行业特性提供基于货权和现金流的融资服务。供应链金融服务是供应链平台管理商提供的重要服务之一，可解决产业链上中小企业融资难的问题，激活供应链各个环节，同时，供应链金融也是平台运营方的重要变现手段。

信息流、物流、资金流是供应链金融发展的关键因素。供应链管理包括信息流、物流和资金流三个方面。即围绕核心企业，将供应商、批发商、零售商、终端用户等链接成一个整体。银行或者核心企业，基于掌握的信息流、物流和资金流，向供应链成员企业提供不同形式的金融服务。

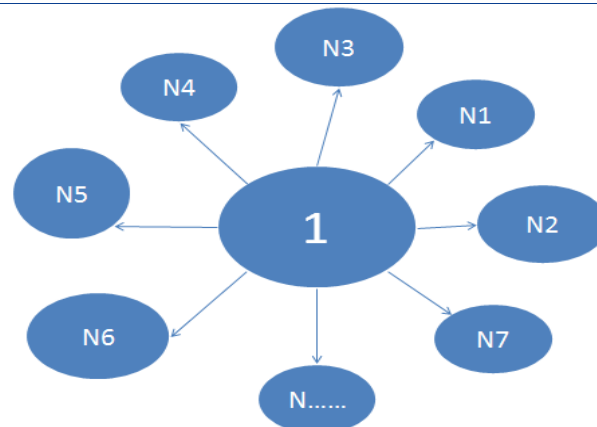
图 23：供应链管理包括信息流、物流和资金流三个方面



数据来源：安信证券研究中心

“1+N”是供应链融资的主要模式。“1+N”模式即指通过核心企业，扩展到上下游的中、小企业，开展供应链金融服务。由于核心企业在供应链中居于核心地位，链接上、下游的中小企业，对上、下游企业的信息流、资金流、物流情况较为了解，已成为资源整合平台，因而供应链融资最直接的切入点就是核心企业。

图 24：“1+N”中心推广模式



数据来源：《供应链金融》，安信证券研究中心

行业内开展供应链金融业务的公司多为位于产业链核心具备资源整合实力的公司。切入供应链金融业务的方式主要有电商交易平台、供应链管理、物流、软件系统等。以京东商城为例，其基于电商交易平台所产生的信息流、物流和资金流开展供应链金融服务。

图 25：部分开展供应链金融业务的公司

公司	介入供应链金融方式
上海钢联电子商务股份有限公司	钢铁电商交易平台
山东钢铁电子商务有限公司	钢铁电商交易平台
广联达	建材电商交易平台
汉得信息	ERP 软件系统
宁波国际物流发展股份有限公司	物流
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	物流+供应链管理
苏宁云商	零售电商平台
京东商城	零售电商平台
北京中企融达信息服务有限公司	软件系统+供应链管理

数据来源：安信证券研究中心

供应链金融服务是煤炭供应链管理一体化综合服务平台的重要组成部分，是供应链管理服务的延伸和升华。煤炭行业上游中小型煤矿大量存在，行业交易模式仍为下游消费企业先货后款。随着行业景气度的下行，上游煤炭生产企业以及中小贸易商面临资金短缺的难题。而银行由于煤炭行业景气度下降风险增加，企业规模小而散以及无法深度、实时把控相关企业运营、财务情况，对其提供贷款等融资服务非常谨慎。而具备供应链服务能力的企业对上下游企业状况较为理解，可提供供应链金融服务，完善供应链平台服务能力。

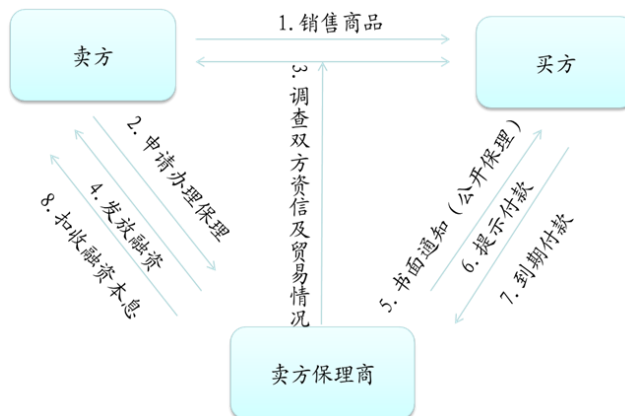
煤炭产业链中，具备供应链服务能力的大型煤炭贸易企业处在产业链核心，具备开展供应链金融服务的核心资源。具备供应链服务能力的大型煤炭贸易企业在煤炭产业链中位于核心地位，向上链接煤炭生产企业、制造商以及小型贸易商，向下链接批发企业和终端用户，同时链接物流企业，掌握上下游企业的信息流、资金流和物流情况（对整个交易流程能够实现实时把控、对货权全面掌控，对相关企业经营情况、财务状况深度了解），能够快速发现需求、提供资金支持并有效控制风险，具备开展供应链金融服务的天然优势。

2.3.4、保理业务是供应链融资的重要方式之一，商业保理步入增长快车道

供应链金融主要包括九大类型，分别为供应链金融服务包括国内信用证、信用证项下打包贷款、信用证项下卖方融资、信用证项下买方融资、国内保理、发票融资、商品融资、订单融资和保单融资九种形式。

保理业务是供应链融资的主要方式之一。保理业务是指卖方、供应商或出口商与保理商之间存在的一种契约关系。根据该契约，卖方、供应商或出口商将其现在或将来的基于其与买方（债务人）订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款转让给保理商，由保理商为其提供贸易融资、销售分户账管理、应收账款的催收、信用风险控制与坏账担保等服务中的至少两项。

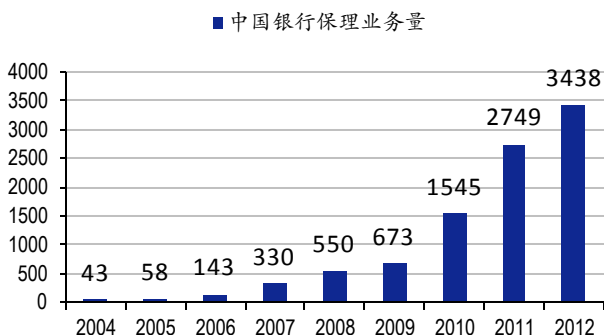
图 26：保理业务流程



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

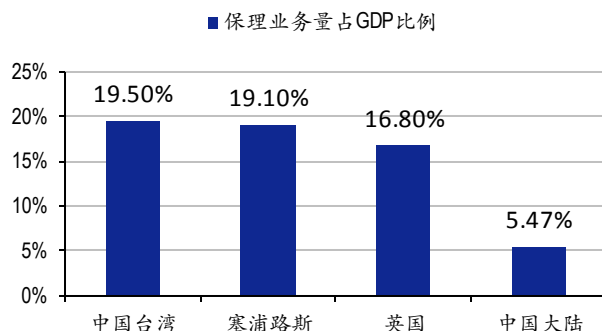
我国保理业务市场规模大，但与其他国家和地区相比还有差距。2012年，国内和国外保理业务量达到 2.83 万亿元，其中，国内保理业务为 2.24 万亿元。虽然保理业务规模较大，但从占 GDP 的比重来看，国内保理业务与其他国家和地区相比仍有较大差距。

图27：我国银行保理业务规模（亿欧元）



数据来源：《中国商业保理行发展报告2013》，安信证券研究中心

图28：部分国家和地区保理业务规模占GDP的比例

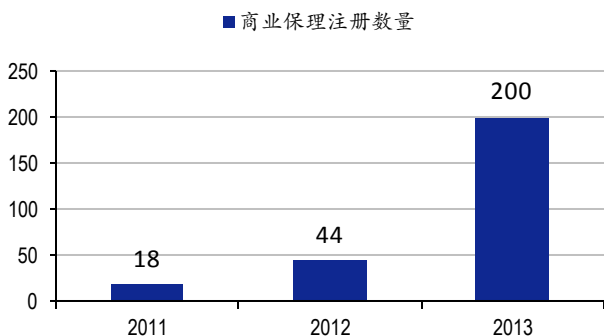


数据来源：《中国商业保理行发展报告2013》，安信证券研究中心

保理业务可分为银行保理和商业保理，商业保理在特定领域相交于银行更具优势。银行保理更侧重于融资，需要严格考察卖家的资信情况，并需有资产抵押支持，还要占用其在银行的授信额度，所以银行保理更适用于大型企业，而中小商贸企业一般达不到银行标准。而商业保理机构则更注重提供调查、催收、管理、结算、融资、担保等一系列综合服务，更专注于某个行业或领域，对行业内的企业状况较为熟悉，可提供更有针对性的服务，更适合中小企业。

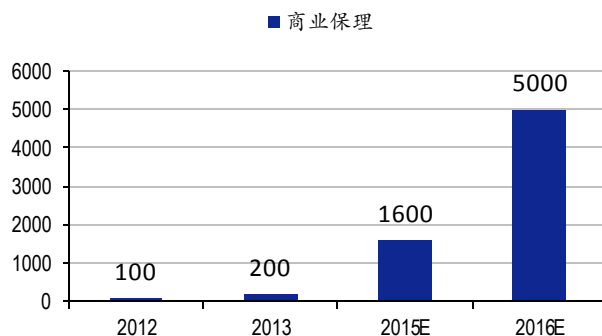
我国商业保理公司数量进入快速增速期，保理业务规模飞速发展。2013年，我国商业保理公司注册数量超过200家，与2012年相比大幅增长354.55%，而商业保理业务规模亦增长100%。根据预测，2015年，我国商业保理业务收入有望达到1600亿元，行业进入飞速成长期。

图29：我国商业保理公司注册数量



数据来源：《中国商业保理行发展报告2013》，安信证券研究中心

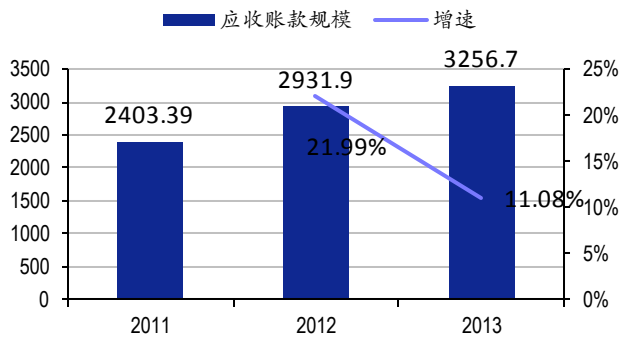
图30：我国商业保理业务规模（亿元）



数据来源：《中国商业保理行发展报告2013》，安信证券研究中心

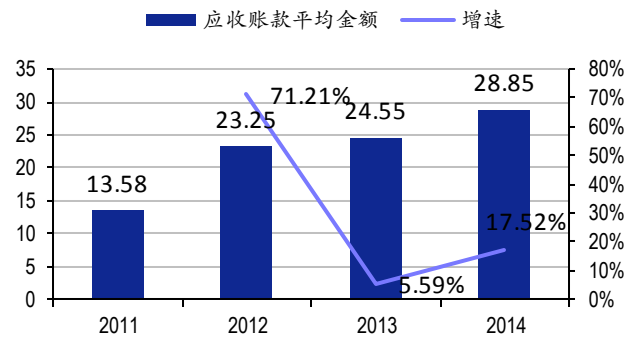
煤炭行业的应收账款规模巨大，增速较快，针对煤炭行业的保理业务具备较大发展空间。2013年，我国规模以上煤炭开采和洗选业应收账款规模高达3256.7亿元，增速超过11%。针对煤炭行业的保理业务具备较大的发展空间。

图 31：规模以上煤炭开采和洗选业应收账款规模（亿）



数据来源：《中国商业保理行业发展报告 2013》，安信证券研究中心（注：营收 2000 万以上为规模以上）

图 32：A 股煤炭开采企业平均应收账款规模（亿）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

煤炭开采行业保理市场潜在空间超过 300 亿元。2013 年规模以上煤炭开采和洗选业应收账款规模为 3257 亿元。假设 3257 亿元应收账款全部转化为保理业务规模，则对应 3257 亿元保理余额，按照行业平均 10% 的费用率计算，则煤炭行业保理业务潜在市场空间高达 325 亿元。行业内企业瑞茂通 2014 年保理余额近 40 亿元，实现营业收入 3.95 亿元，距离行业天花板尚远，成长空间巨大。

2.4、“互联网+产业”蓬勃兴起，O2O 电商平台加速产业转型

2.4.1、产业互联网兴起，2B 产业与互联网快速融合

产业互联网兴起具有现实必然性。我国大宗商品产业规模巨大，而由于产业环境景气度下降，大宗商品原有商业模式难以为继，而与此同时，大宗商品产业上下游格局都极为分散，产业亟需整合和商业模式的变革。而互联网作为“问题解决者”而开始显现，线上、线下结合，打通信息量、物流、资金流，提升大宗商品查找、筛选、交易、流通的效率，降低全产业链资金、流通和交易成本，同时 O2O 的模式还可严控交易和资金风险。因而，互联网与大宗商品相结合，产业互联网兴起。

图 33：部分大宗商品产业现状

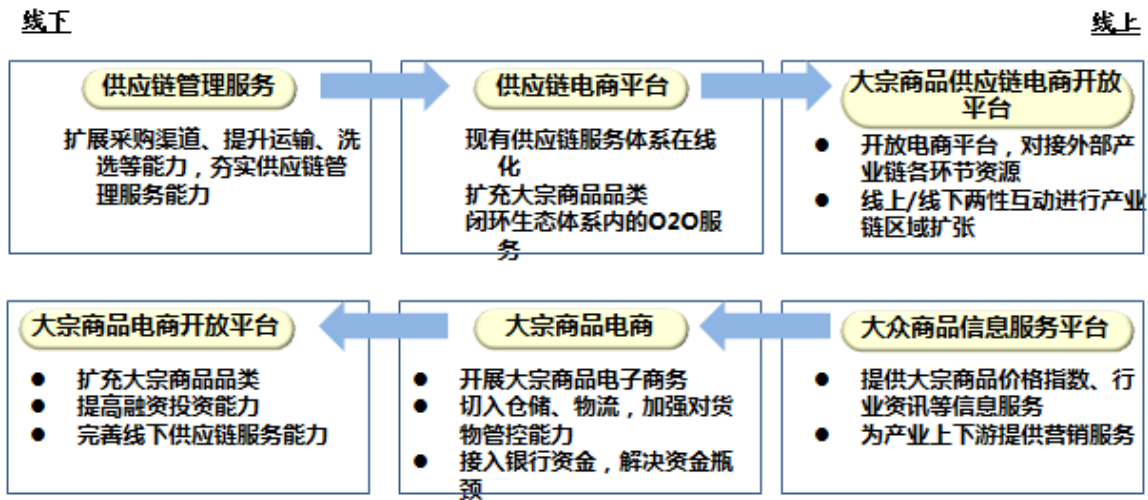


数据来源：安信证券研究中心

企业 O2O 之路大致分为两种：一种是传统行业，从线下走向线上，如瑞茂通；另一种是

第三方互联网公司，从线上走向线下，如上海钢联。

图 34：大宗商品电商开放平台发展模式



数据来源：安信证券研究中心

产品标准化程度高的产业互联网化之路较为迅速。从产业成长路径来看，服务性占比高的传统行业，O2O 电商之路最慢，整合难度最高，主要原因是由于服务性占比高，主观性相对较大，行业产品标准化难度较高，整合进度较慢。大宗商品钢铁标准化程度相对较高，因而其互联网化速度较快。

钢铁、煤炭、建材、化工等传统 2B 产业纷纷触网，搭建大宗商品 O2O 电商平台。钢铁领域，上海钢联搭建的钢银平台，欧浦钢铁搭建的欧浦钢网；煤炭领域，瑞茂通搭建的易煤网，中煤能源搭建的中煤远大电商平台等，均是典型的 O2O 电商平台。

图 35：部分传统行业触网类型

类型	代表企业	传统主业	核心优势	主要模式	盈利模式	发展情况
钢铁+互联网	欧浦钢铁—欧浦钢网	钢材仓储、加工、钢铁物流	1) 仓储物流实力突出, 仓储占地面积 350 亩、仓储能力达 200 万吨; 2) “仓储+加工”一站式物流	线上: 现货交易服务+钢铁资讯服务+金融服务 线下: 仓储+加工一站式物流	仓储收入、加工收入、物流收入、供应链金融等	欧普商城销售业务 14 年达到 11.62 亿元, 营收占比达到 66.5%
煤炭+互联网	瑞茂通—易煤网	煤炭行业供应链业务管理	1) 煤炭发运规模超过 1800 万吨; 2) 供应链管理能力强	线上: 交易商城+团购+金融服务 线下: 供应链管理业务	供应链金融、仓储物流收入等	截止 2015 年 4 月 27 日, 易煤网累计成交 86.89 万吨
化工+互联网	鸿达兴业—塑交所	基础化工材料制造和销售	1) 国内 PVC 行业龙头; 2) 塑交所“电子交易+物流+金融”一体化运营	线上: 资讯+交易+金融 线下: 生产+贸易+仓储物流	会员收入、仓储物流、供应链金融等	塑交所国内外客户超过 30 万家, 年成交总量超过 4000 万吨
建材+互联网	广联达—旺财网	建筑行业信息化软件销售, 包括工具类和管理类软件	1) 深耕建筑行业数十年, 行业理解深刻; 2) 建筑行业客户数量规模大	线上: 交易、金融 线下: 提供软件系统服务	金融服务收入等	超过百家大型部品部件企业签署网上商城入驻协议

数据来源：安信证券研究中心

2.4.2、煤炭 O2O 电商平台逐渐兴起，产业转型有望加速

产业互联网下，煤炭流通行业迎来产业链重构。O2O 煤炭电商平台的搭建，可集合产业链的各环节参与者，实现信息流、物流和资金流的统一，构建交易生态圈。电商平台可实现产业链上下游企业的无缝对接，通过交易掌握上下游企业的真实信息，满足双方信息匹配、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求，从而构建交易闭环。

煤炭供应链模式行之有效但线下推动速度受限，O2O 电商平台加速行业整合。煤炭流通行业中，线下传统整合模式效率很低，需要借助电商平台，电商平台可聚集各个地区的供应商和需求商，并把物流、零售、加工等环节结合起来，减少流通环节，缩小流通成本，助力行业整合。

业内部分企业已经建立煤炭电商交易平台，目前形成以大型煤企业组建的交易平台为主，地方性电子交易平台为辅的初步格局，整个产业尚处于发展初期。目前市场上主要的煤炭交易网站有神华煤炭交易网、中煤远大电商平台、中国（太远）煤炭交易中心、瑞茂通的易煤网等。

图 36：部分煤炭交易平台

电商平台	发起公司	上线时间	服务区域	特点	交易相关情况
神华煤炭交易网	神华集团	2013	全国性	1) 以神华自有煤炭、煤制油产品为主的大宗产品在线交易平台;2) 集成电子支付、物流管理技术, 逐步拓展电子单据、供应链金融等配套设施	2014 年累计成交规模达到 2.67 亿吨, 成为业内规模最大的煤炭交易平台
中煤远大电商平台	中煤远大(北京)电子商务股份有限公司	2012	全国性	平台形成以煤炭现货电子交易、煤炭贸易融资、第三方煤炭物流运输为一体的创新型煤炭供应链服务体系	截至 2013 年, 煤炭网拥有 31.29 万家可有效联系的煤炭注册会员, 平台累计交易量 6700 万吨
中国(太原)煤炭交易中心	山西省主要焦煤生产企业和电力企业组建	2012	山西为主	煤炭现货交易平台和金融服务平台, 具有电子自动撮合签订合同、场内交易、远程交易、货款结算、货物交收等服务功能	注册交易商突破 1 万户
陕西煤炭交易中心	陕西煤业化工集团	2014	陕西为主	1) 获得全国煤炭行业唯一一家由中国人民银行颁发的互联网支付业务牌照; 2) 为客户提供交易、信息、物流、质保、供应链金融和第三方支付等“1+N”综合服务	截止至 2014 年 10 月, 累计实现网上交易量过亿吨, 拥有会员 1500 余家, 预计 2015 年实现煤炭交易量 1 亿吨, 2020 年实现年交易量 5 亿吨
东北亚煤炭交易中心	大连泰德煤网股份有限公司	2010	东北亚为主	国内最早探索煤炭电子交易模式的企业	截止 2015 年 4 月, 拥有供应商 152 家, 累计成交总额为 101.36 亿元
易煤网	瑞茂通	2015	全国性	1) 线下煤炭供应链管理专家, 供应链服务能力突出; 2) 煤炭年发运规模超过 1800 万并不断增长, 位居国内民营贸易企业首位	截止 2015 年 4 月 27 日, 累计成交 86.89 万吨, 交易规模达到 3.83 亿元

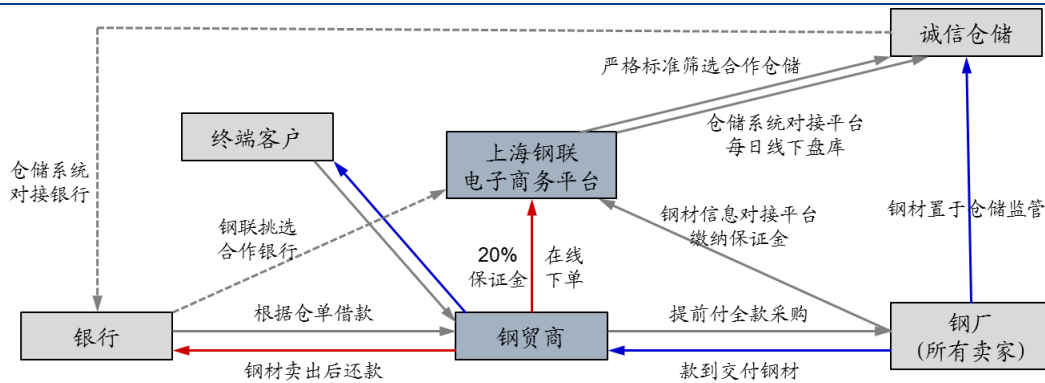
数据来源：中国煤炭网，安信证券研究中心

2.4.3、大宗商品 O2O 电商典范：上海钢联

钢铁行业景气度下行，原有贸易模式难以为继。我国钢材行业供过于求，行业景气度持续下行，钢贸企业资金紧缺状况持续恶化，银行收缩对钢贸企业贷款，传统的依靠贸易差价的盈利模式难以为继，原有的交易链条可能断裂。

此背景下，上海钢联借机承担第三方交易平台，再造产业链。交易前，上海钢联线下团队核实卖家真实性，统一钢铁分类体系；交易过程中，钢厂缴纳保证金，钢联按照统一标准整合仓储，货物进入指定仓库进行统一管理，而线下仓库货物需与线上系统实时更新；交易买方在线下单，平台统一支付系统付款给卖方，卖方收款确认，生成放货单，并通知仓库放货，之后买方拿提货单到仓库提货；物流层面，买方确认接收放货单，相关信息通过信息系统到达仓储和匹配物流处，实现对接，或者仓储系统对接第三方物流。

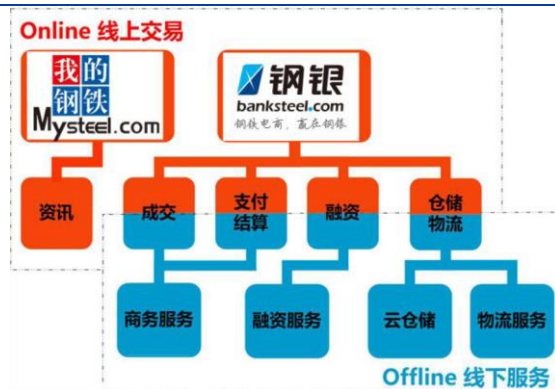
图 37：上海钢联业务模式



数据来源：安信证券研究中心

上海钢联电商平台打通信息量、物流、资金流，形成打造钢铁行业 O2O 电商闭环，提供全面服务。钢联通过权威价格指数体系、业内最丰富的资讯信息为业内钢厂、贸易商和需求方提供信息服务；指定的钢厂、仓库和银行均对接钢联，贸易商（买方）通过平台采购，并实现在线交易，所有的信息、物流、资金流均由平台借助网络系统和线下严密配合全面监控；钢材置于指定仓库，钢厂、钢贸商如有违约均通过保证金赔付；银行也可放心贷款给钢贸商。

图 38：上海钢联 O2O 电商平台



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

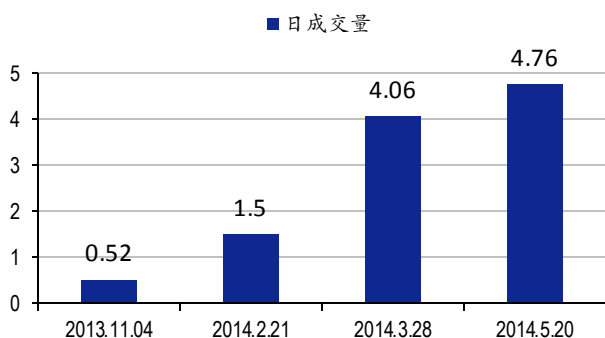
钢联的成长核心在于平台交易量。钢银平台分为两种模式，钢材集市（撮合交易模式）与钢材超市（寄售模式）。钢材集市自推出以来日成交规模总体保持快速上升势头，2014年5月20日交易规模为4.76万吨。钢银平台于2014年5月底推出钢材超市，交易量快速增长，从2014年6月至12月的月度寄售量复合增长率达到72.4%。

图 39：钢银平台撮合交易模式和寄售模式对比

	撮合交易模式	寄售模式
简述	交易的居间经纪服务	接受钢厂、钢贸商的委托进行在线销售
开始日期	2013 年开始	2014 年 5 月底开始
交易闭环完整程度	差, 交易完成后, 平台不参与后续 的支付结算、物流服务环节, 转到 线下有买卖双方直接对接	较高, 由平台全程参与货物交易、 货款支付、提货、二次结算、开票 等环节, 无需买卖双方的接触
用户粘性	差, 与用户的接触点只有成交单点	较高, 全流程服务, 用户体验更佳, 黏性更高
对公司收入影响	无	寄售模式交易额计入收入

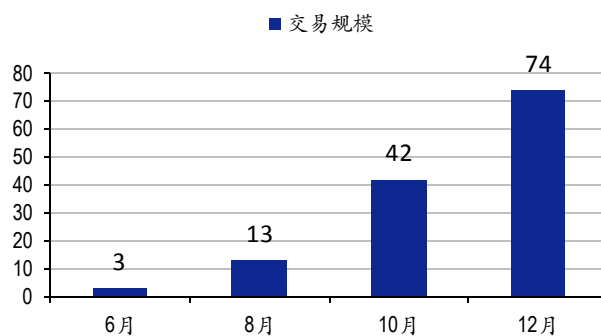
数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 40：钢银平台撮合交易模式日成交规模（万吨）



数据来源：上海钢联，安信证券研究中心

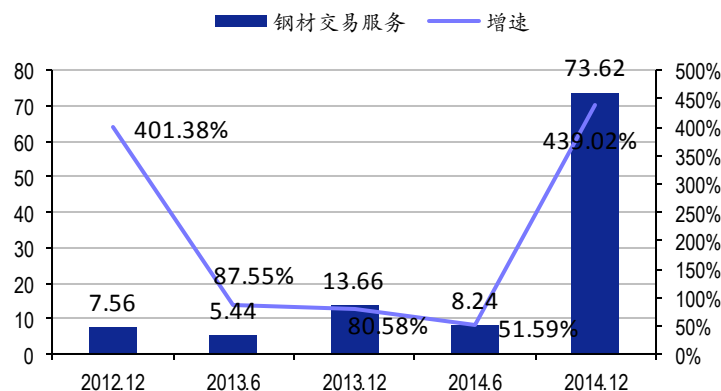
图 41：钢材超市月度交易量（万吨）



数据来源：Wind，安信证券研究中心（注：时间为2014年）

随着交易规模的增长，公司营业收入保持较快速增长。2014 年，公司收入达到 73.62 亿元，同比大幅增长 439.02%，主要是由于公司开展钢材超市业务，钢材交易收入计入营业收入所致。

图 42：上海钢联营业收入状况（亿）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

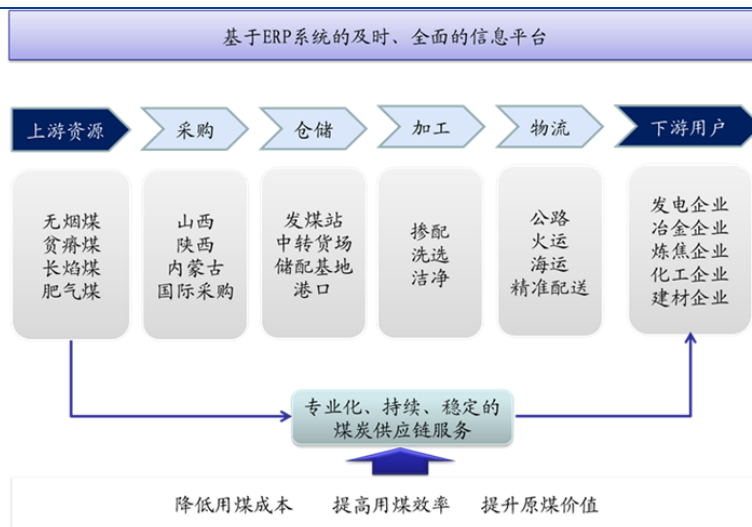
3、公司分析：立足煤炭供应链产业，借力 O2O 电商完善大宗商

品供应链生态圈

3.1、商业模式：打通煤炭供应链流通环节，提供全面供应链平台服务

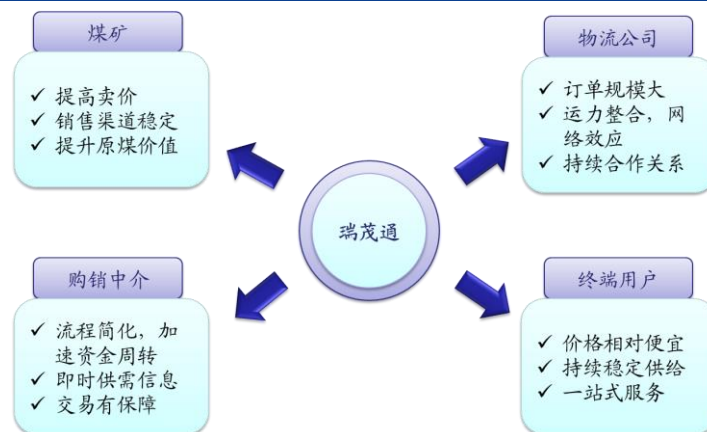
公司作为煤炭供应链服务提供商，通过全面服务整合上游资源、下游用户以及中小供应商、物流商、加工企业等，公司已打通煤炭供应链流通各个环节，为终端用户提供一站式平台服务。煤炭供应链管理衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，即将煤源采购、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、煤炭分销等服务功能加以整合，在整个业务链条上提供一体化、一站式的服务，为各类煤炭需求方在规定的时间内、地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，最大限度的降低终端用户的用煤成本和煤炭管理成本，提高用煤效率。

图 43：瑞茂通打通煤炭上下游产业链



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 44：瑞茂通向煤矿、物流公司、中介和终端用户提供多种服务



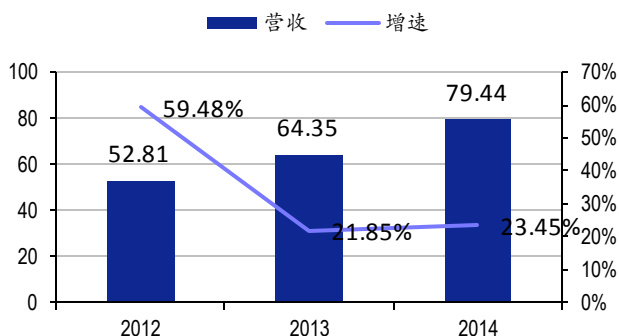
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2、煤炭供应链管理业务稳步推进，积极开拓上游资源和下游渠道

3.2.1、供应链管理业务保持稳定增速，煤炭发运规模不断增长

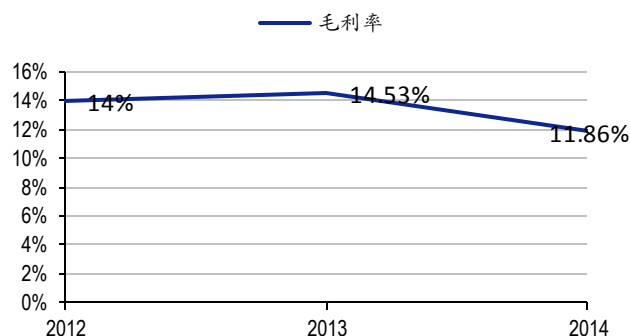
公司煤炭供应链管理业务收入保持较快增长。2014 年，公司供应链管理业务收入为 79.44 亿元，同比增长 23.45%；公司毛利率水平略有下降，为 11.86%。

图45：供应链管理业务收入及增速（亿）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心（注：根据2014年年报供应链管理业务范围对2013年、2012年收入结构进行调整）

图46：供应链管理业务毛利率

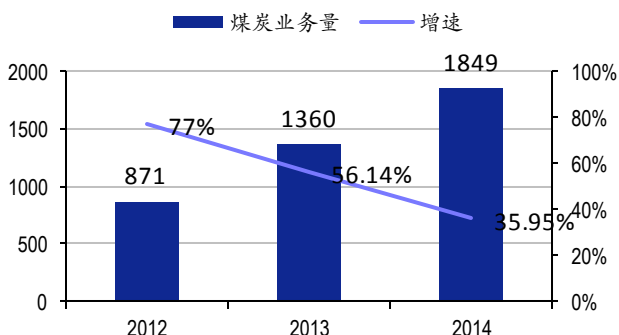


数据来源：公司年报，安信证券研究中心（注：同上）

煤炭发运量不断增长，进口煤占比不断提升。2014年，公司煤炭发运量达到1849万吨，同比增长35.95%；其中，进口煤占比为66%，与2013年相比提升10.94个百分点。

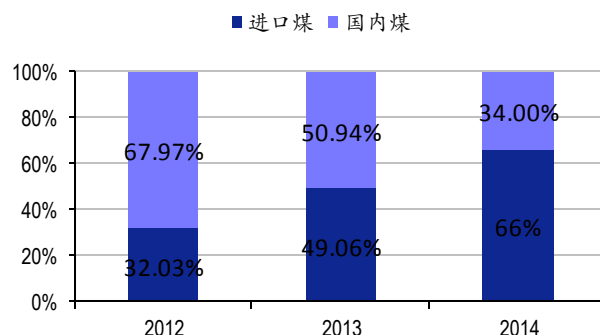
瑞茂通煤炭发运规模在国内煤炭供应链行业排名第一。2013年，我国煤炭消费规模为36.1亿吨，而煤炭贸易企业在2010年约为4.7亿家，假设煤炭贸易企业数量在2014年保持不变（实际会有所下降），则平均每家煤炭贸易企业年均煤炭发运量为7.68万吨，而瑞茂通发运规模早在2013年已超过千万吨级，14年更是超过1800万吨，超过中国秦发和永辉控股，民营供应链行业排名第一。

图47：瑞茂通煤炭发运规模（万吨）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图48：瑞茂通煤炭发运规模市场细分结构



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

3.2.2、传统供应链管理业务稳步推进

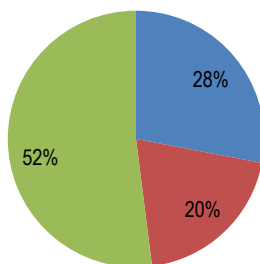
公司积极开拓上游资源，国内国外协同布局。公司国内资源采购区域遍布山西、陕西、甘肃、内蒙等煤炭主产区；国际市场上也与诸多大型矿山及知名矿业公司保持长期稳定的合作关系，与澳洲、俄罗斯、菲律宾、加拿大、印度尼西亚等多国的矿产资源方均有合作。

公司在全国部分煤炭产区设有中转库存，增强市场反应能力和抗风险能力。公司在山西、徐州、邳州、内蒙古、河南地区合计拥有200万吨的中转库存，进一步增强对市场需求的把握能力和抗风险能力。

公司下游客户主要包括电厂、水泥厂等终端客户，电力企业贸易公司以及煤炭贸易商。2014年，公司贸易商占比最高，约为52%。

图 49：2014 年下游市场细分结构

■ 电厂、水泥厂等终端客户 ■ 电力企业贸易公司 ■ 贸易商



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

未来公司销售网点将不断增加。截止到 2013 年 7 月，公司设立 22 个销售网点，主要分布在河南和江苏。从国内煤炭的需求来看，煤炭消费的重点区域为华东（江浙沪）、华南、京津冀鲁等沿海发达地区新设销售网点。

3.2.3、利用期货套期保值，增强抗风险能力

期现货结合，为传统供应链管理业务保驾护航。2013 年 9 月，动力煤期货在郑商所上市，公司积极运用期货、纸货等衍生品，依托多年积累的行业经验、充足的行业信息以及强大的煤炭供应链现货优势，不仅可以对冲因现货价格波动所带来的贸易风险，而且保障了煤炭供应链业务的快速发展。2014 年，公司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。动力煤期货将会极大促进公司提高期货套期保值效率。

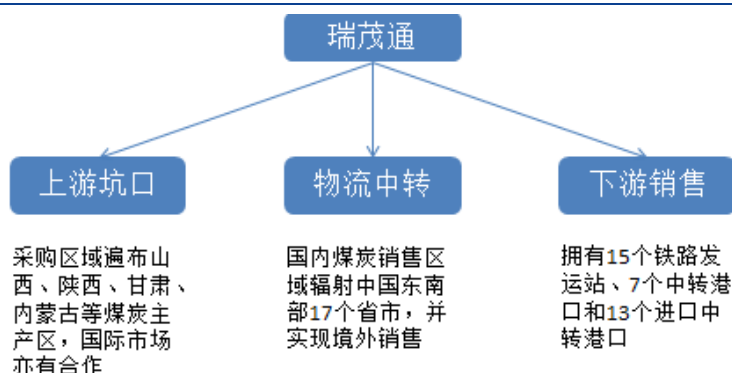
3.3、竞争优势：居于产业链中心资源掌控力强，供应链综合服务能力突出

3.3.1、具备强产业资源掌控力，坑口资源+销售区域+物流中转优势明显

公司在煤炭流通领域耕耘 15 年，行业理解深刻，具备较强资源整合能力。公司自 2000 年成立第一家公司——徐州市怡丰贸易有限公司开展煤炭贸易以来，已在煤炭行业耕耘数十年，数十年的行业积累使得公司对产业理解深刻。公司在上游坑口资源，下游直销客户数量以及物流中转能力方面与对手相比都具备明显竞争优势，公司对产业资源具备的强掌控力彰显无遗。

公司在上游煤炭资源采购上，国内资源采购区域遍布山西、陕西、甘肃、内蒙等煤炭主产区，在国际市场也与诸多大型矿山及知名矿业公司保持了长期稳定的合作关系。同时，公司在上游坑口采购比例较高，国内坑口采购占比为 50%-60%，而海外坑口占比约为 40%。公司在下游煤炭销售上，通过 Trader 开发体系不断拓展销售区域，截至 2014 年末，公司国内煤炭销售区域已经辐射中国东南部 17 个省份和城市，同时首次实现境外销售。**物流中转方面，瑞茂通拥有相对优势。**截止到 2014 年，瑞茂通拥有 15 个铁路发运站、7 个中转港口和 13 个进口中转港口；中国秦发拥有两个大秦沿线发运站，并还有海运船舶。铁路是我国煤炭的主要运输方式，瑞茂通不仅拥有 15 个铁路发运站，而且还有汽运场以及中转加工地，具备竞争优势。

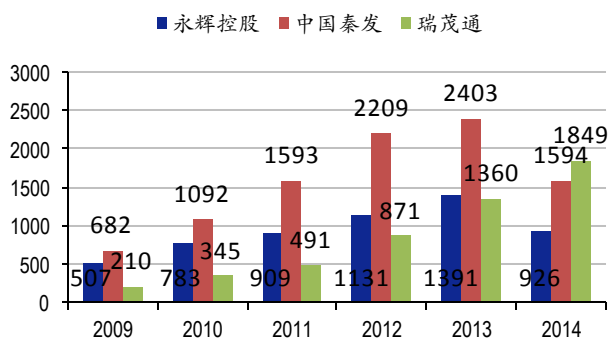
图 50：瑞茂通在坑口资源、物流中转和销售区域方面优势明显



数据来源：安信证券研究中心

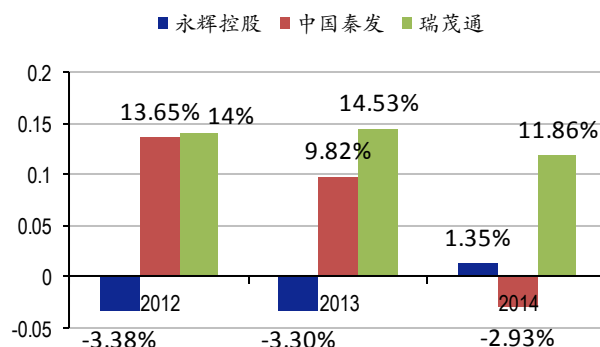
2014年，公司煤炭贸易交易规模逆市猛增，超过永辉控股和中国秦发。资源产业掌控力最终体现在公司煤炭贸易交易量上，公司煤炭贸易规模2014年达到1849万吨，超越竞争对手永辉控股和中国秦发。公司毛利率水平较为稳定，同时超过行业竞争对手永辉控股和中国秦发。2013年，瑞茂通供应链管理业务毛利率为11.86%，而同期的永辉控股和中国秦发分别为1.35%和-2.93%，远低于瑞茂通。

图 51：部分煤炭贸易企业贸易规模对比（万吨）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心（注：中国秦发2014年煤炭交易规模为2014年业绩快报数据）

图 52：部分煤炭贸易企业毛利率对比



数据来源：公司年报，安信证券研究中心（注：同上）

3.3.2、位于供应链核心位置，形成供应链服务体系闭环

公司位于产业链核心地位，链接上游生产企业、下游消费终端以及物流企业等，为终端消费企业提供一体化服务，构建供应链服务闭环。公司始终坚持以客户为中心，以市场需求为原动力，致力于打造供应链管理一体化综合服务平台，实现各方合作共赢。利用供应链平台有效整合各方优势资源，通过提供采购服务（国际、国内多资源）、煤炭加工服务（掺配、洗选、洁净）、物流配送服务（仓储、分拨、运输、装卸、转港、多式联运等）、资源分销服务（电力、冶金、化工、建材等）、交易撮合服务、信息咨询服务、供应链金融服务，为下游客户高效配置煤炭资源，降低用煤成本；为上游供应商稳定分销煤炭，及时回笼资金；为中间贸易商补足短板，撮合交易，搭建一个完整的供应链生态圈。

图 53：瑞茂通位于产业链核心位置



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3.3、高管团队行业经验丰富，年轻而互联网思维强

公司高管团队煤炭供应链管理行业经验丰富，年轻而互联网思维极强。董事长万永兴和副董事长刘轶都有 15 年的行业工作经验，对行业理解深刻。公司高管进取心强，具备互联网思维，2014 年确立“借助互联网思维”的发展战略，2015 年上线易煤网，力争把公司打造成为供应链平台综合服务提供商。

图 54：部分高管团队简历

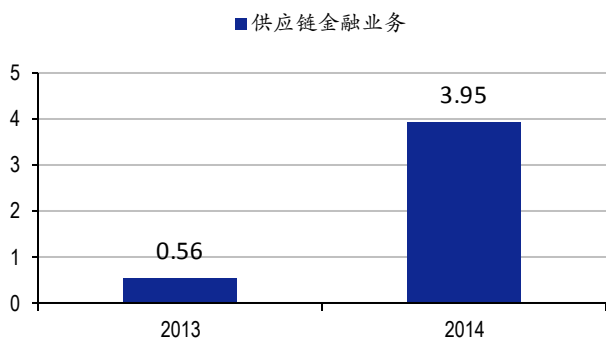
姓名	职务	年龄	个人主要经历
万永兴	董事长	43	北京大学 EMBA 2000 年 7 月-2004 年 8 月，徐州怡丰总裁 2004 年 8 月-2010 年 12 月，中瑞集团董事、经理 2010 年 12 月至今任中瑞集团、中瑞投资、郑州瑞茂通董事长 2012 年 8 月起任瑞茂通董事长
刘轶	副董事长	42	清华大学 EMBA 2000 年 7 月至 2004 年 8 月，徐州怡丰副总裁 2010 年 12 月至今任中瑞集团、中瑞投资、郑州瑞茂通副董事长 2012 年 8 月起任瑞茂通副董事长
燕刚	总经理	37	郑州大学 MBA, 长江商学院 EMBA。 2007 年 7 月-2010 年 12 月：河南中瑞集团总裁 2010 年 12 月-2012 年 8 月：郑州瑞茂通董事、经理、总裁
李群立	副总经理	33	2005 年 9 月-2010 年 12 月：河南中瑞集团襄垣办事处经理, 总裁助理兼行政人力资源部经 理 2010 年 12 月-Now: 江苏晋和电力北京事业部总经理
王东升	副总经理	37	2004 年 4 月-2010 年 12 月：河南中瑞集团长治办事处经理, 集团副总经理 2010 年 12 月-2012 年 8 月：江苏晋和电力西北事业部总经理 2012 年 10 月-Now: 瑞茂通副总经理和副总裁
曹诗雄	副总经理	42	2009 年 9 月-2013 年 3 月：中诚信资讯副总裁 2013 年 3 月-2013 年 11 月：宝城期货煤炭事业部总经理 2013 年 11 月-Now: 任瑞茂通副总裁
李艾君	财务负责 人	43	注册会计师, 注册税务师 2007 年 10 月-2010 年 12 月：河南中瑞集团财务经理 2010 年 12 月-2012 年 8 月：郑州瑞茂通财务总监
张菊芳	董事会秘 书	34	辽宁大学法律硕士 2009 年 6 月-2011 年 10 月：河南中瑞集团法务部专员 2011 年 11 月-2012 年 8 月：郑州瑞茂行政法务部经理

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4、保理、租赁、银行三箭齐发，构建完整供应链金融体系

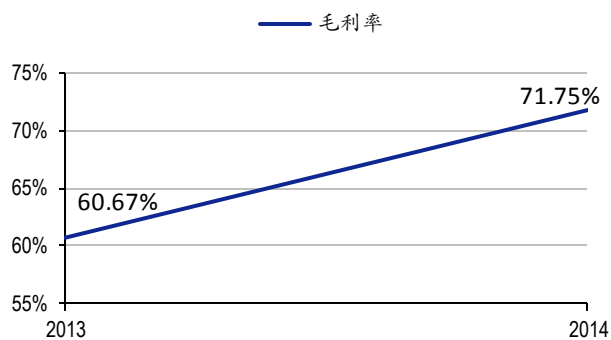
公司深耕煤炭供应链管理行业多年，已打通煤炭供应链行业各个环节，对产业链实现深度把控，具备较强的产业整合能力和良好的风险控制能力，在此基础上公司开展供应链金融服务获得快速发展。2014年，供应链金融业务收入实现3.95亿元，与2013年相比增幅超过6倍，毛利率水平为71.75%，与2013年相比亦提高11.08%。

图55：供应链金融业务收入情况（亿）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

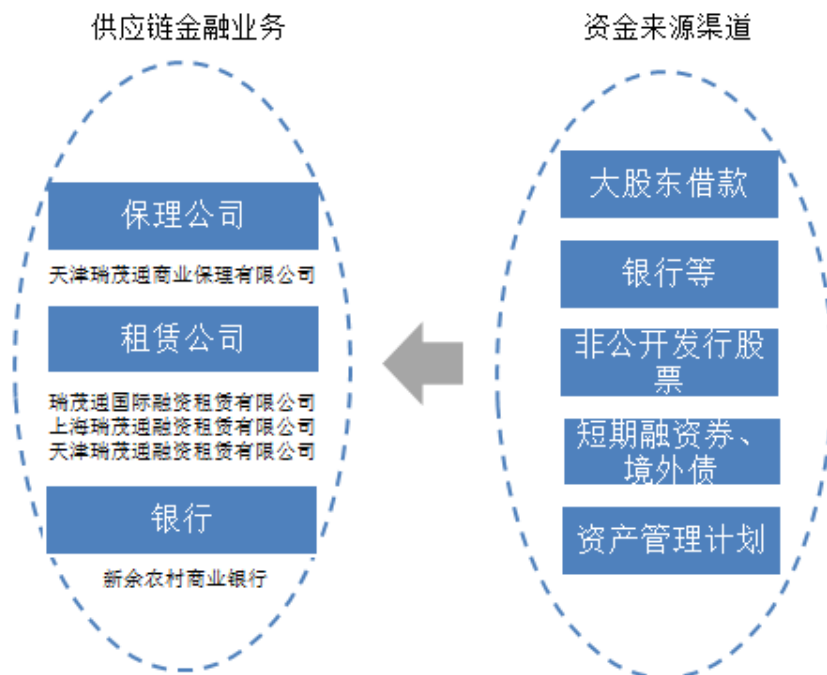
图56：供应链金融业务毛利率状况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

保理、租赁等供应链金融业务发展过程中，资金成为业务快速增长的主要瓶颈之一。近几年公司通过多个渠道解决资金来源，包括大股东融资、银行、第三方融资、资产证券化等多个渠道，初步构筑完善的融资体系，融资能力的提高推动公司供应链金融服务能力大幅提升。

图57：瑞茂通在供应链金融领域的布局

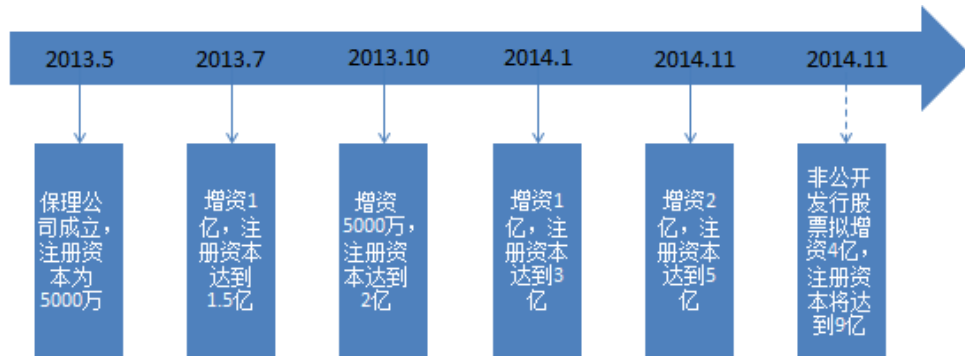


数据来源：公司年报，安信证券研究中心

3.4.1、保理公司资本金不断增加，资金来源渠道丰富

2013年5月，公司由全资子公司西宁德祥以自有资金5000万元投资设立天津瑞茂通商业保理有限公司，之后又增资4次。而2014年11月，公司调整非公开发行股票方案，拟使用资金4亿元向天津保理公司增资，增资后公司注册资本将达到9亿元。保理业务不仅提高了上游战略客户的粘性，更为公司赢得大量和中间贸易商合作的机会，更成为公司新的利润增长点。

图 58：天津瑞茂通发展历史



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2013年年末，公司实现保理放款规模约21亿元，营业收入约5613万元，实现净利润约1386万元；截止至2014年年底，公司保理余额近40亿元，实现营业收入3.95亿元，净利润2.06亿元。

公司保理业务的盈利来源主要是息差和管理费收入。第一，息差收入，保理业务放款利息根据客户行业情况、资金信用情况而不同，平均水平约为10%；第二，费用收入，主要包括账户管理费、业务手续费等，平均水平约为5%。

图 59：公司保理业务盈利模式和费率

盈利模式	费率
息差收入	平均为 10%左右
费用收入	平均为 5%左右

数据来源：安信证券研究中心

保理业务发展的关键因素有两个：分别为煤炭的销售规模以及公司可用资金规模。客户规模方面，煤炭行业景气度持续下行，资金需求为刚需，且随着易煤网的上线，销售规模将会持续增长；资金方面，公司2015年保理业务注册资本金将达到9亿元，按照1:10的比例可达到90亿元，同时，资金来源还有大股东借款、P2P、资产证券化等渠道，此外，随着公司业务规模的扩大，未来公司沉淀的自有资金也将会成为保理款项的重要来源。

3.4.2、接连成立三家融资租赁公司，供应链金融服务布局不断完善

2014年，公司成立多家融资租赁公司，2015年有望开展业务。2014年，公司成立瑞茂通国际融资租赁有限公司、上海瑞茂通融资租赁有限公司和天津瑞茂通融资租赁有限公司，注册资本分别为20000、17000以及10000万元。公司融资租赁业务主要针对供应链上游煤炭生产、加工企业、中游物流企业、下游采购终端提供设备融资租赁、盘活固定资产等业务。预计15年将会开展业务。

图 60：瑞茂通融资租赁公司基本情况

公司名称	注册资本（万元）	注册地点
瑞茂通国际融资租赁有限公司	20000	深圳
上海瑞茂通融资租赁有限公司	17000	上海
天津瑞茂通融资租赁有限公司	10000	天津

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

融资租赁业务规模有望不断扩大。租赁业务开展前期受业务限制，杠杆为 1-2 倍，如果自有资金为 1 亿元，保守估计业务规模 1-2 亿元，未来业务成熟后融资租赁业务的杠杆一般有望达到 10 倍。我们预计 2015 年业务即将成熟，有望达到 10 倍。

公司成立的融资租赁公司将进一步提升供应链金融服务能力。成立融资租赁公司符合公司产融结合的发展战略，是对供应链平台管理服务中金融服务的又一次扩展和延伸。公司未来将依托多年积累的丰富的供应链客户资源，通过向供应链客户提供金融服务，增强客户粘性，深入挖掘客户的个性化需求，提升公司对供应链环节的把控能力。

3.4.3、参股新余农商行，低成本资金获取能力得以提升

2014 年初，公司入股新余农村商业银行股份有限公司，持股比例为 9.79%，成为第一大股东。2014 年，新余农商行实现营业收入 12.70 亿元，实现净利润 4.48 亿元。

新余农商行是公司运营所需资金的来源渠道之一。公司全资子公司西宁德祥商贸有限责任公司拟在新余农商行申请 9000 万元授信额度，申请的授信额度主要用于国际结算贸易融资和保函业务等结算融资业务。截止 2014 年 12 月 31 日，新余农商行的授信额度使用额为 728 万美元，折合人民币约 4513.6 万元。

图 61：新余农商银行官网

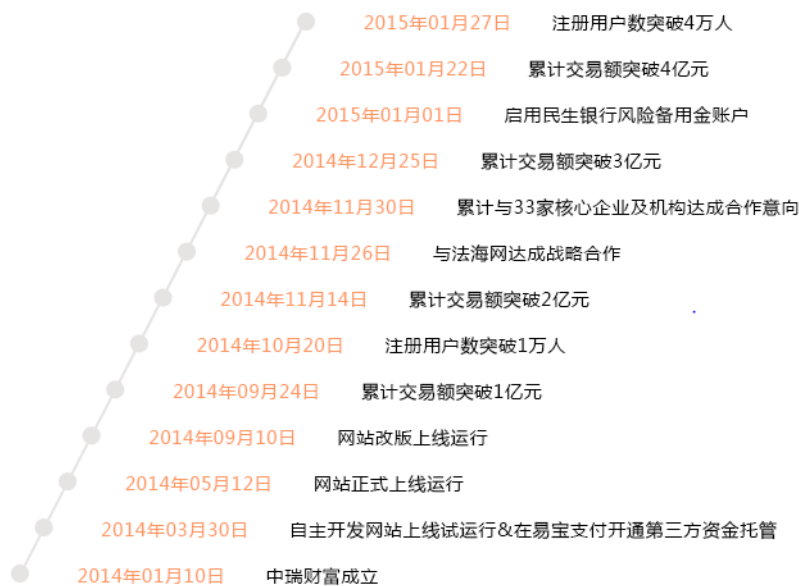


数据来源：公司官网，安信证券研究中心

3.4.4、成立中瑞财富开展 P2B 业务，进一步拓展融资渠道同时积累 O2O 运营经验

中瑞财富于 2014 年 5 月 12 日正式上线，是国内首家大宗商品互联网供应链金融信息服务平台，目前，平台注册用户数突破 4 万人，累计交易额突破 4 亿元。

图 62：中瑞财富成长历史



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

中瑞财富是公司“大宗商品供应链管理专家”布局中的重要一环，定位于打造专业的“供应链金融信息服务平台”。中瑞财富面向企业提供供应链金融信息服务，主要产品为供应链系列产品，具体包括煤炭供应链、钢铁供应链、油气供应链和船舶供应链产品。

图 63：中瑞财富供应链金融产品示例

煤炭供应链系列-全柒龙公司应收账款（QQL1505一期）



预期年化收益

10.00%

投资周期 ?

40-70天

项目金额

13.00万

担保方式：回购担保 ?

发布日期：2015-05-04

投资当天，立即计息

还款方式：到期还本付息

还款日期：2015-06-13

至 2015-07-13 ?

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

中瑞财富风险控制方面优势明显，此外，所有项目由担保方进行本息全额担保。中瑞财富拥有诸多实力强大的优质合作伙伴，如大型煤炭供应链产业集团、商业银行、实力保理机构、担保机构等。通过与合作方的合作，实现对供应链商流、信息流、物流和资金流的全面掌控，从而获取更全面可靠的交易信息，风险控制更为可靠。

中瑞财富有望为瑞茂通业务发展提供融资渠道，同时，也为公司 O2O 大宗商品电商业务和供应链金融业务提供运作经验。

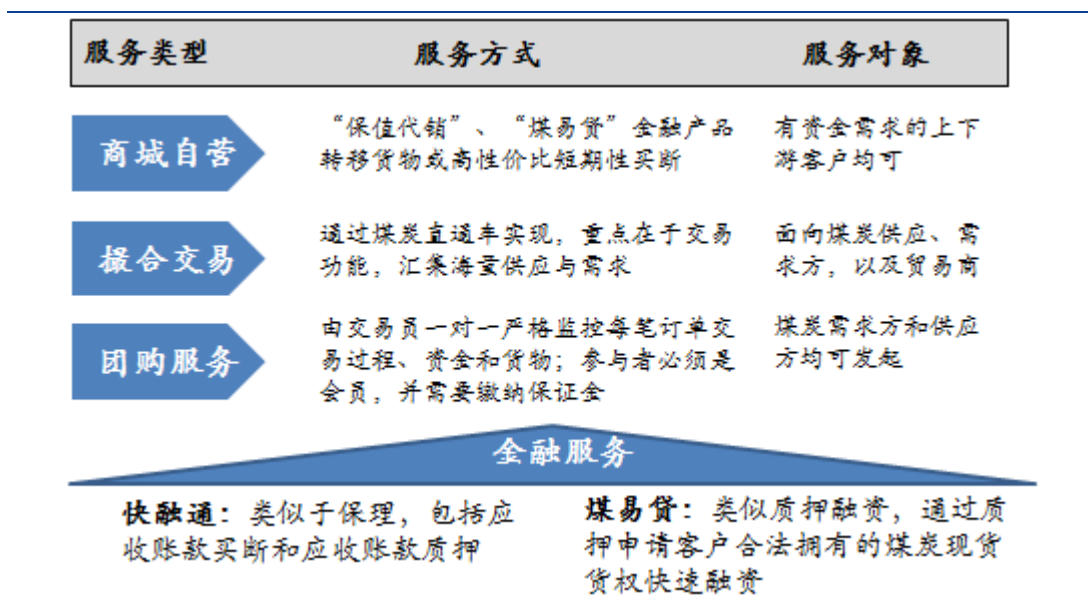
3.5、互联网平台已上线，借助 O2O 供应链服务加速产业整合

3.5.1、易煤网运营模式四维一体，快速有效整合产业资源

2015 年 4 月，公司 O2O 电子商务平台易煤网正式上线。易煤网构建了四维“易煤商城、交易撮合、团购业务、金融业务”于一体的运营模式，主要交易模式包括商城的自营和平台的撮合交易，并通过联合金融、监管、检验、港口仓储等相关利益方，实现产业链上下游企业的高效无缝对接，充分满足其煤炭撮合交易、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求。截止到 2015 年 5 月 4 日，易煤网累计成交 134.06 万吨，其中绝大部分

为撮合交易，并不是完全依赖于原有线下业务的线上化，这表明易煤网成立伊始即定位于第三方服务平台，并且卓有成效。

图 64：易煤网主要服务种类



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

“易煤商城”是易煤网的核心交易平台，所售的煤炭全部经过“易煤网”平台严格认证，为易煤网自营业务。易煤商城煤炭来源渠道分为“保值代销”、“煤易贷”金融产品转移货物或高性价比短期性买断。具体操作分为线上、线下两个环节：线上，易煤网根据自身的市场格局和内部大数据平台，为供给方提供全面的市场信息，诸如行情信息、区域煤种、需求等信息，供给方有针对性的进行线上发布，挂牌价格都由供给方确定；需求方可以进行线上订货，价格透明高效便捷；线下，易煤网对每笔订单交易过程、资金、货物等都安排交易员一对一进行监控跟踪，有效控制风险，保障各方的权益。

图 65：易煤商城主要价值



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

煤炭直通车实质是撮合交易。易煤网面向资源供给方、贸易商以及资源需求方开发的一项服务，旨在充分满足易煤网注册用户的个性化需求，重点在于交易功能，实现汇集海量供应与需求、快速实现撮合的价值。

团购业务包括煤炭需求方发起的团购需求和煤炭供给方发起的团购服务，每次团购都经过易煤网线下和线上严格审核，过程严格监控，对每笔订单交易过程、资金和货物等由

交易员一对一进行监控，保障团购各方的权益。通过集采分销方式链接众多客户资源使参与客户皆能得到实惠，提高客户粘性。参加团购用户必须是经过易煤网资质认证的会员企业，也必须缴纳一定金额的团购保证金（10万）获得团购入场资格。

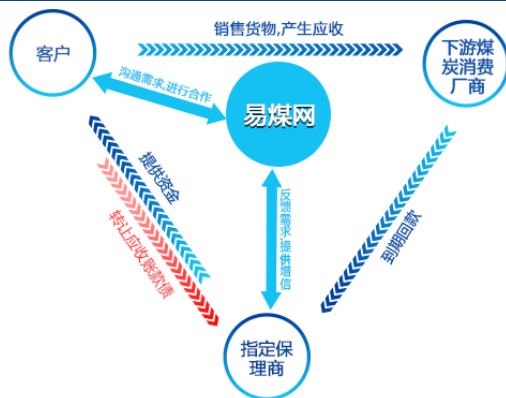
图 66：团购主要流程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

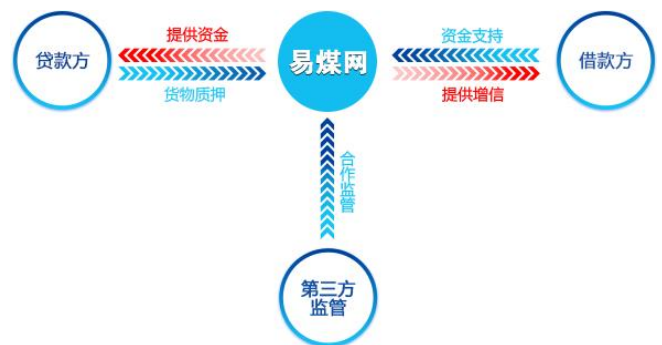
易煤金融是易煤网根据煤炭产业的行业特性而推出增值服务，主要包括快融通和煤易贷，旨在为煤炭产业链众多参与企业解决碎片化融资难的问题。“快融通”类似保理，主要产品包括应收账款买断和应收账款质押；“煤易贷”类似质押融资，易煤网根据客户的申请，通过质押客户合法拥有的煤炭现货货权而提供快速资金融通的平台业务，易煤网按照市场价格估值后，委托第三方仓储机构对货物在易煤网确定的最低价值范围内进行监管。

图 67：快融通业务流程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 68：煤易贷业务流程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

3.5.2、与同行业互联网平台相比，易煤网成长模式更具优势

当前市场上煤炭电商平台主要包括三类，第一类是煤炭生产企业负责运营，如神华集团；第二类由地方政府主导成立，如中国（太原）煤炭交易中心；第三类则是独立第三方组建的平台，如瑞茂通。第一类电商平台由于是煤炭生产企业运营，主要以销售自产煤炭为主，不具有独立性，其他煤炭生产企业出于竞争关系可能不会考虑此种交易平台；第二类电商交易平台由于是地方政府主导，往往伴随着股权结构复杂以及行政手续冗杂、效率低下的问题；而第三方煤炭电商交易平台具备独立性，在竞争中更具优势。

图 69：易煤网相交其他煤炭电商具备竞争优势

	平台名称	主要股东	平台运营方	平台运营模式	盈利模式	优点	缺点
煤炭企业自身搭建	神华煤炭交易网	神华集团	神华销售集团有限公司	神华自有煤炭、煤制油产品为主的在线交易	交易佣金	煤炭生产、运输物流优势和资金优势	主要为自有业务服务；不具备第三价值
地方政府主导建立	中国(太原)煤炭交易中心	山西省人民政府	中国(太原)煤炭交易中心	煤炭现货交易撮合、公、铁路邀约系统、山西煤炭调度、资金结算	交易收费、会展经济、金融业务	背靠煤炭资源大省；政府支持	行政事业单位效率低；难以以为产业提供真正服务
	内蒙古煤炭交易中心	大型央企、国家级行业协会、鄂尔多斯市政府及内蒙古重点煤炭企业	内蒙古煤炭交易市场有限公司	煤炭现货交易撮合；行业价格资讯指数；公铁物流服务；金融服务	交易佣金、物流服务、供应链金融	鄂尔多斯丰富的煤炭资源；基础物流服务(早台川北铁路自动装车系统)	股权结构分散；地域限制(主要集中在晋陕蒙)
第三方公司搭建平台	易煤网	瑞茂通	瑞茂通(上海)电子商务有限公司	易煤商城(直营模式)、交易撮合(煤炭直通车)、团购业务、金融业务	交易佣金、贷款收益、保理收益、仓储/物流收益	独立第三方；上市公司背景；旗下有保理公司、融资租赁公司并参股银行	线上客户数量有限
	中煤远大电商平台	中煤远大(北京)电子商务股份有限公司	中煤远大(北京)电子商务股份有限公司	煤炭现货电子交易、煤炭贸易融资、四方煤炭物流运输	交易佣金、物流收益、贷款收益以及其他服务收益	成立时间比较早(2003年上线)，煤炭注册会员超过30万	主要股东的实力相对较弱，缺少足够金融服务支持

数据来源：安信证券研究中心

在独立第三方煤炭电商交易平台中，易煤网更具成长潜力。瑞茂通是国内第一批从煤炭贸易转型煤炭供应链服务的企业，多年服务经验一方面积累大量上下游产业资源以及中游服务资源，另一方面深刻把握产业链各方的核心需求和痛点。在此基础上公司能够借助多年积累的供应链服务能力为产业链各方快速匹配所需服务，并能够有效把控风险；同时平台交易量的提升也推动更多产业资源向公司聚集，未来公司平台有望成为产业资源聚合和分配平台，参与各方分工更为明确和专业化，只需提供自己最擅长的服务即可，其他资源都可以通过公司平台获取。

3.5.3、OTO 模式加速产业资源和空间整合，供应链金融带来极大业绩弹性

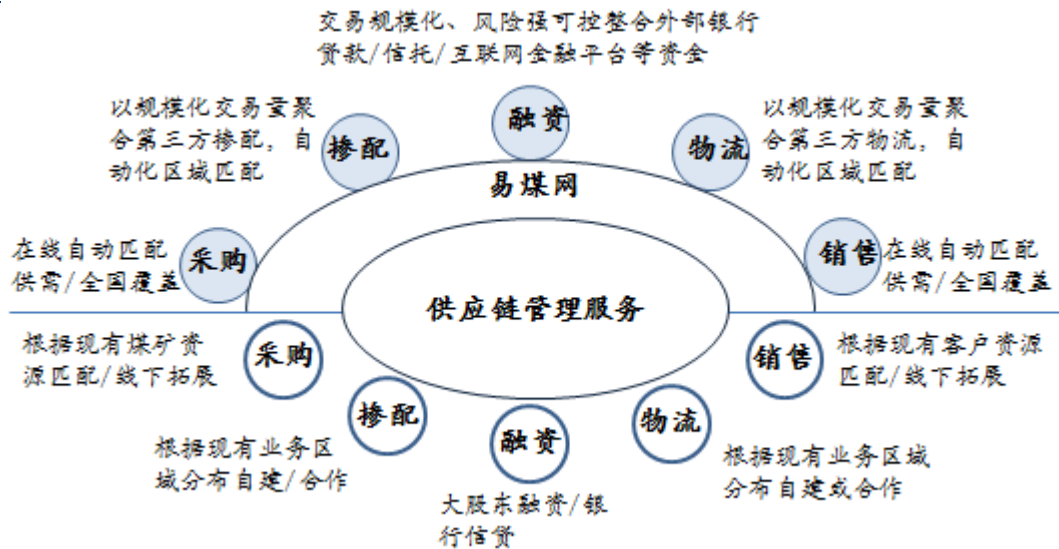
公司供应链服务能有效掌控产业链交易流程，对交易双方信用情况深度掌握，并能够在掌握货物流转的基础上严控交易风险。在此基础上，公司通过自有资金提供供应链金融服务，风险可控并且获得高于传统贸易模式的盈利能力。

但传统模式下，1) 供应链金融服务最大瓶颈由传统模式的上游资源转变为资金提供量，单靠公司自有资金难以全部解决；同时由于交易频繁、单笔交易量相对较小，线下交易模式无法快速、高效对接大量银行等外部资金；2) 包括运输、掺配等供应链服务能力通

过传统模式扩张效率偏低，并且前期投入成本较大。

易煤网是公司供应链管理服务的线上延伸，依托线下成熟的供应链服务体系，通过互联网加快整合产业资源和市场份额。1) 线上推广覆盖范围更大，能够快速形成全国影响力，并可根据线上交易需求为线下业务拓展提供在线数据支撑，未来线下布局更具针对性和有效性；2) 公司提供的采购、销售、物流、金融、掺配等服务可通过在线模式清晰准确的为市场提供任意组合，在此基础上实现外部需求和公司服务的有效对接；3) 平台搭建成熟后，通过标准化的体系和端口，得以快速对接外部资源，包括货源、物流、洗选掺配、需求和金融服务等，通过外内外部资源整合协同加快产业整合。

图 70：借助互联网对产业资源加速整合和扩张



数据来源：安信证券研究中心

易煤网采用有效措施防范风险。瑞茂通风险控制的核心思想有两点，一是瑞茂通的煤易贷是做货权转移的，不是仓单质押，而是类似于质押式回购，不存在货权上的纠纷；二是瑞茂通本身是做市商和贸易商，对于大宗商品的变现能力很强。同时在交易过程中，公司通过以下四点严控风险：1) 采购端除对大型国有煤矿采用先款后货，其他企业必须是先货后款，从而把控货权；2) 销售端对中小型贸易商和终端用户必须是先款后货；3) 质量把控上，线下任何业务都有业务员全程跟踪，有第三方的数量、质量验收机构等全程把控；4) 成立独立的监管团队，对货权把控、质量、数量等进行监管，对存在风险的业务予以取消。

易煤网核心在于做大在线交易规模。易煤网交易规模扩大之后，各个收费模式之间可相互协同，公司可以根据客户不同情况设计成多样减免+收费的产品组合。其盈利模式包括金融服务收益、仓储、物流收益等。在规模化交易基础上，易煤网具备极大成长空间，未来有望整合整个煤炭交易 30-40% 市场空间，只考虑金融服务业务蕴含 96-128 亿的利润空间。

图 71：互联网平台成长空间估算

电商平台业务	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	终局 (中性预期)	终局 (乐观预期)
交易量 (万吨)	3000	9000	18000	32400	51840	120000	160000
YoY		200%	100%	80%	60%	N/A	N/A
占市场比重 (%)	0.8%	2.3%	4.5%	8.1%	13.0%	30%	40%
日均交易规模 (万吨)	12	35	69	125	199	462	615
交易规模 (亿)	135	387	756	1328.4	2073.6	4800	6400
金融服务占比 (%)		10%	20%	25%	30%	50%	50%
金融服务业务规模 (亿)		38.7	151.2	332.1	622.08	2400	3200
金融服务净收益率 (%)		5%	5%	4%	4%	4%	4%
金融服务净收益 (亿)		1.94	7.56	13.28	24.88	96.00	128.00

数据来源：安信证券研究中心

3.6、大股东产业布局多年，全力推动互联网转型

3.6.1、大股东参与非公开发行，为 O2O 电商交易平台发展注入动力

2014 年 11 月，公司再次调整非公开发行股票方案，拟发行 1.34 亿股，募集 15 亿元，主要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 72：公司两次调整非公开发行股票方案

时间	拟募资金额 (亿元)	项目	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
2013 年 7 月	9.07	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 年 4 月 (由 2013 年 7 月方案调整而来)	27.9	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有限公司项目	60000	60000
		供应链电子商务平台建设项目	20213	20213
		合计	274298	274298
2014 年 11 月 (由 2014 年 4 月方案调整而来)	15	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	15000	150000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

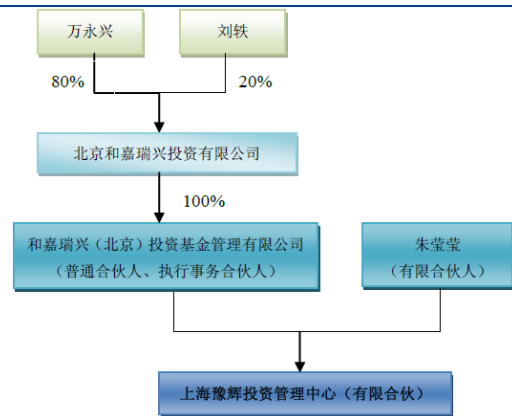
大股东和高管参与非公开发行股票方案，一方面满足公司发展所需资金，为公司 O2O 电商交易平台发展注入动力，另一方面彰显对公司发展前景的信心。2014 年 11 月发行方案的发行对象有上海豫辉投资管理中心(有限合伙)、万永兴和刘轶，认购比例分别为 66.67%、23.33%和 10%。

图73：第二次调整后的非公开发行方案认购情况

发行对象	认购金额 (万元)	认购股数 (股)	认购比例
上海豫辉 投资管理中心(有 限合伙)	100,000	89,285,714	66.67%
万永兴	35,000	31,250,000	23.33%
刘轶	15,000	13,392,857	10.00%
合计	150,000	133,928,571	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图74：上海豫辉投资管理中心股权结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.6.2、合资成立兴瑞实业，强化供应链服务优势并伺机向其他大宗商品领域拓展

2014年，公司子公司前海瑞茂通与兴港投资在郑州市航空港区合资成立兴瑞实业，注册资本为2亿元，股权占比为49%，之后双方继续增资，注册资本达到10亿元，股权结构保持不变。

瑞茂通与兴港投资合资成立的兴瑞实业有限公司，未来将以现有成熟的煤炭供应链业务为先导，积极涉足其他大宗商品，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，同时拟在港区积极开拓供应链创新金融服务，与港区汇集的众多优势企业合作，提供更多样化的供应链管理服务，打造完整的供应链服务平台。

兴港投资是国有独资企业，政府资源丰富，而郑州航空港区是国家战略级别的航空港经济发展试验区，战略定位为国际航空物流中心、以航空经济为引领的现代产业基地和供应链产业基地。公司与兴港投资在郑州航空港区成立兴瑞实业有助于公司全面整合供应链领域商流、物流、信息流和资金流，打造辐射全国的大宗商品物流中心和供应链产业领跑者，为未来公司发展大宗商品O2O电商业务提取布局。

4、盈利预测

易煤网2015年4月正式上线，平台交易量快速提升，截至6月底交易规模已经突破800万吨，金融服务等正在酝酿。我们保守预计易煤网2016年开始贡献收入和利润，在此基础上叠加公司传统供应链服务业务，预计2015-2017年收入分别为107.81、171.52和311.45亿，净利润分别为5.81、8.96和16.39亿，其中易煤网16-17年贡献净利润分别为1.94亿和7.56亿；考虑到本次增发股本摊薄影响，公司2015-2017年EPS分别为0.57、0.88和1.62元。

我们认为，公司传统供应链金融业务保持稳步发展的基础上，易煤网互联网平台交易量增长迅速，有望实现跨越式发展；在此基础上公司将产业链上下游产业资源实现快速整合，并通过金融服务带来极大业绩弹性，第一目标市值500亿，目标价50元，给予“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,490.7	8,339.5	10,781.1	17,151.5	31,145.3	成长性					
减:营业成本	5,522.0	7,113.8	9,203.1	13,632.1	22,611.8	营业收入增长率	22.9%	28.5%	29.3%	59.1%	81.6%
营业税费	21.6	33.4	43.1	68.6	124.6	营业利润增长率	17.6%	-0.3%	19.9%	65.8%	94.3%
销售费用	375.9	744.6	873.3	1,886.7	4,737.2	净利润增长率	23.4%	6.7%	15.6%	54.2%	83.0%
管理费用	97.3	143.3	181.1	713.5	2,024.4	EBITDA 增长率	20.1%	26.4%	16.7%	39.4%	74.7%
财务费用	20.2	146.8	160.9	78.6	-41.6	EBIT 增长率	20.0%	25.7%	17.4%	39.6%	74.9%
资产减值损失	11.6	-9.8	0.8	0.9	-2.7	NOPLAT 增长率	26.7%	25.4%	17.4%	39.6%	74.3%
加:公允价值变动收益	0.8	-13.5	-11.9	2.1	2.6	投资资本增长率	148.1%	112.9%	20.5%	-55.8%	-240.5%
投资和汇兑收益	23.0	310.5	250.0	150.0	100.0	净资产增长率	40.3%	23.6%	36.3%	31.2%	41.5%
营业利润	465.8	464.3	556.9	923.1	1,794.1	利润率					
加:营业外净收支	81.3	119.9	119.4	119.3	119.3	毛利率	14.9%	14.7%	14.6%	20.5%	27.4%
利润总额	547.1	584.2	676.3	1,042.4	1,913.4	营业利润率	7.2%	5.6%	5.2%	5.4%	5.8%
减:所得税	76.0	82.6	95.7	147.5	276.5	净利润率	7.3%	6.0%	5.4%	5.2%	5.3%
净利润	471.2	502.6	581.0	895.8	1,638.9	EBITDA/营业收入	7.5%	7.4%	6.7%	5.9%	5.6%
						EBIT/营业收入	7.5%	7.3%	6.7%	5.8%	5.6%
						运营效率					
资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	1	1	1	0	0
货币资金	1,207.3	1,079.9	862.5	2,560.0	8,086.7	流动营业资本周转天数	39	60	75	33	-15
交易性金融资产	0.8	2.8	1.2	1.6	1.8	流动资产周转天数	219	277	214	187	166
应收帐款	1,088.8	852.0	1,225.7	2,966.9	2,224.0	应收帐款周转天数	45	42	35	44	30
应收票据	386.8	12.2	541.8	887.4	1,007.2	存货周转天数	13	21	13	18	11
预付帐款	772.3	242.4	1,022.0	1,152.3	2,160.3	总资产周转天数	240	316	249	210	178
存货	239.9	712.9	91.9	1,650.0	234.3	投资资本周转天数	54	93	108	54	-4
其他流动资产	2,177.0	4,073.0	2,085.5	2,778.5	2,979.0	投资回报率					
可供出售金融资产	200.0	-	66.7	88.9	51.9	ROE	27.0%	23.3%	19.7%	23.2%	30.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	6.3%	8.4%	6.8%	9.2%
长期股权投资	385.6	968.0	968.0	968.0	968.0	ROIC	75.1%	38.0%	20.9%	24.3%	95.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11.9	26.5	23.9	21.4	18.8	销售费用率	5.8%	8.9%	8.1%	11.0%	15.2%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	1.5%	1.7%	1.7%	4.2%	6.5%
无形资产	150.7	0.1	0.1	0.1	0.1	财务费用率	0.3%	1.8%	1.5%	0.5%	-0.1%
其他非流动资产	8.5	18.1	8.7	11.5	12.6	三费/营业收入	7.6%	12.4%	11.3%	15.6%	21.6%
资产总额	6,629.8	7,987.9	6,898.0	13,086.5	17,744.6	偿债能力					
短期债务	1,052.5	1,052.0	1,265.9	-	-	资产负债率	73.7%	73.0%	57.4%	70.5%	69.2%
应付帐款	2,407.9	2,858.9	1,071.3	6,335.5	7,352.2	负债权益比	279.6%	270.1%	134.6%	239.2%	225.1%
应付票据	1,147.0	757.2	1,043.5	1,985.9	3,667.1	流动比率	1.21	1.40	1.59	1.36	1.42
其他流动负债	255.7	327.6	291.8	527.7	768.2	速动比率	1.16	1.25	1.56	1.17	1.40
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	24.04	4.16	4.46	12.74	-42.12
其他非流动负债	20.2	833.9	284.7	379.6	499.4	分红指标					
负债总额	4,883.4	5,829.7	3,957.2	9,228.6	12,286.9	DPS(元)	-	0.17	-	-	-
少数股东权益	0.2	-0.9	-1.4	-2.2	-4.3	分红比率	0.0%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	872.2	878.3	1,012.2	1,012.2	1,012.2	股息收益率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	874.0	1,282.2	1,929.9	2,847.9	4,449.8						
股东权益	1,746.4	2,158.2	2,940.7	3,857.9	5,457.7						

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	471.2	501.6	581.0	895.8	1,638.9	EPS(元)	0.53	0.57	0.57	0.88	1.62
加:折旧和摊销	2.6	6.6	2.6	2.6	2.6	BVPS(元)	1.98	2.44	2.91	3.81	5.40
资产减值准备	11.6	-9.8	-	-	-	PE(X)	53.7	50.4	49.9	32.4	17.7
公允价值变动损失	-0.8	13.5	-11.9	2.1	2.6	PB(X)	14.5	11.7	9.9	7.5	5.3
财务费用	27.4	153.0	160.9	78.6	-41.6	P/FCF	44.7	-112.6	-79.9	17.0	5.2
投资损失	-23.0	-310.5	-250.0	-150.0	-100.0	P/S	3.9	3.0	2.7	1.7	0.9
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.9	-2.1	EV/EBITDA	16.3	18.8	41.1	26.6	12.2
营运资金的变动	-4,500.8	-2,901.5	-585.3	1,972.0	3,761.6	CAGR(%)	23.8%	48.3%	15.0%	23.8%	48.3%
经营活动产生现金流量	-1,883.8	-726.0	-103.1	2,800.3	5,262.1	PEG	2.3	1.0	3.3	1.4	0.4
投资活动产生现金流量	-717.8	8.0	186.5	127.0	136.5	ROIC/WACC	7.1	3.6	2.0	2.3	9.0
融资活动产生现金流量	2,310.4	775.6	-300.8	-1,229.7	128.1	REP	0.8	1.1	4.2	7.5	-1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

文浩、许彬分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

