

2015年08月14日

瑞茂通 (600180.SH)

易煤网交易量继续超预期增长，“大宗商品+互联网+金融”生态已成

■瑞茂通发布15年半年报：15H1 营收 34.95 亿，同比增长 7.61%，实现扣非后净利润 0.92 亿，同比增长 48.74%，主要由于去年同期投资收益超过 8000 万所致。上半年公司共实现煤炭发运业务稳定增长，发运规模约 956 万吨，同比增长约 31.32%。

■公司已成为互联网+产业+金融的龙头标的。截止至 2015 年 8 月 10 日，易煤网累计完成煤炭交易约 1639 万吨，日均交易量 25 万吨左右，全年超过 3000 万吨是大概率，预计 16 年 7000 万吨、17 年继续翻番增长。需要重点关注的是，其中绝大部分为撮合交易，易煤网第三方平台成形。自营业务全部使用公司金融服务，并有高达 37.5% 的撮合交易用户使用公司金融服务，未来有望提升至 70% 以上，在交易量高速增长推动下蕴含极大市场空间和业绩弹性。同时，公司有充足空间和实力向石化、化工等其他大宗商品领域拓展，未来一定是 2B 领域大宗商品互联网金融平台。

■低成本资金来源渠道多元。除传统的大股东融资、银行借款、资产证券化等，公司正快速推进自有互联网融资平台，7 月公告拟以现金出资参股领先创融（旗下有 P2B 平台中瑞财富）；后续在平台继续完善基础上将有序对接外部资金，可有效补充大规模低成本资金，推动交易量高速增长基础上的利润增长并加速产业整合。

■投资建议：预计公司传统线下供应链服务收入 15 年保持平稳，有望贡献 5 亿利润可支撑当前市值；我们预判易煤网互联网金融业务 16 年有望大幅增厚利润，后续具备更大弹性。公司作为“互联网+产业+金融”的龙头标的，给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 50 元。

■风险提示：电商平台推进程度不及预期，人才流失风险，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)	0.46	0.49	0.57	0.88	1.62
每股净资产(元)	1.72	2.12	2.91	3.81	5.40
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	57.0	53.5	46.0	29.8	16.3
市净率(倍)	15.4	12.4	9.1	6.9	4.9
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

公司动态分析

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

50 元

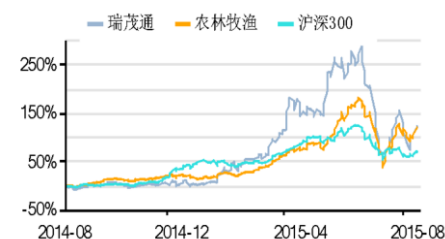
股价 (2015-08-13)

26.41 元

交易数据

总市值(百万元)	26,869.73
流通市值(百万元)	6,983.20
总股本(百万股)	1,017.41
流通股本(百万股)	264.42
12 个月价格区间	11.30/46.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	24.28	-20.64	46.40
绝对收益	21.04	-34.27	119.17

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

20%参股领先创融切入 P2B 领域，进一步丰富资金来源渠道以及拓展大宗商品业务领域	2015-07-13
O2O 供应链服务平台已成型，加速资源整合成就产业新巨头	2015-07-01

1. 2015 年半年报概览

瑞茂通发布 2015 年半年报, H1 实现营收 34.95 亿, 同比增长 7.61%, 实现净利润 1.23 亿, 同比下降 7.81%, 实现扣非后净利润 0.92 亿, 同比增长 48.74%。

表 1: 核心财务数据 (单位: 万元)

财务指标	2015 年 1-6 月	上年同期	本年比上年增减 (%)	变动原因
营业收入	349,472.93	324,746.15	7.61	业务量增加导致营业收入增加
归属于上市公司 股东的净利润	12,285.38	13,326.44	-7.81	业务拓展费用上升所致
归属于上市公司 股东的扣除非经 常损益净利润	9,169.62	6,164.80	48.74	主要为投资收益下降所致

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

供应链金融业务收入高速增长。公司保理合同项下受让应收账款余额约 46.54 亿元, 实现营业收入 1.72 亿元, 净利润约 7964 万元, 商业保理等供应链金融业务已经成为公司重要的利润来源。

表 2: 主营业务构成情况 (单位: 万元)

	营业收入 (万元)	营业成本 (万 元)	毛利 率	营业收入比上年同 期增减	营业成本比上年同 期增减	毛利率比上年同期增减
供应链管理	332,258.35	294,243.42	11.44	4.90%	6.78%	-1.56%
供应链金融	17,214.58	4,579.17	73.40	114.57%	-23.89%	48.39%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

财务费用率上升较多, 主要由于上半年融资规模扩大, 使得利息支出扩大所致。

表 3: 公司三费情况(单位: 万元)

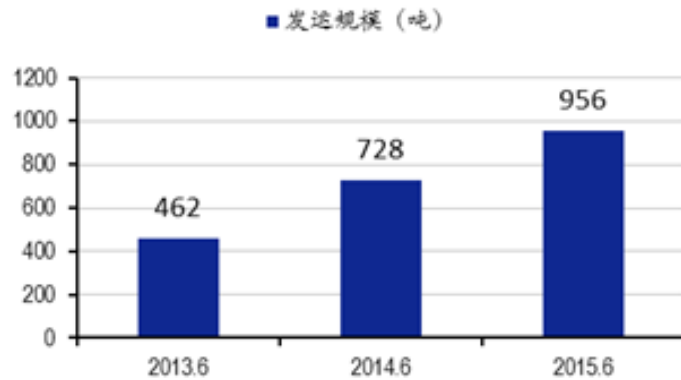
	2015H1 年	上年同期	同比增减(%)	重大变动说明
销售费用	23,344.46	23,745.03	-1.69	部分煤炭结算方式变化、物流环节费用降低等因素导致销售费用减少
管理费用	5,981.43	5,400.85	10.75	公司规模扩张导致人工费用增加, 同时业务拓展开发使用相关管理费用提高
财务费用	12,444.18	6,767.53	83.88	公司融资规模扩大导致财务费用增加

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2、2015 年上半年主营业务回顾

1) 供应链管理方面: 2015 年上半年, 公司以供应链运营管理加供应链平台服务双驱动的商业模式为基础, 不断推进“产融结合”、“期现货结合”, 并积极运用互联网思维, 着手打造集采购、掺配加工、物流运输、销售、信息咨询及供应链金融服务等要素于一体的电子商务平台。2015 年上半年公司共实现煤炭发运约 956 万吨, 同比增长约 31.32%。

图 1：煤炭发运规模



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2) 供应链金融方面：2015年3月13日，易煤网正式上线公测，上线首日实现首笔线上交易；3月30日，公测第17天，有效客户注册量突破100家；4月1日，累计交易额突破1亿元；4月10日，单日成交量突破10万吨；4月24日，易煤网正式上线运营。截止至2015年8月10日，易煤网累计完成煤炭交易约1639万吨，累计交易额约55.83亿元，实现无烟煤、喷吹煤、焦煤等全煤种覆盖。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。

3) 公司7月公告拟以现金出资参股北京领先创融网络科技有限公司，拟参股比例为20%，其投资设立了中瑞财富，有望解决供应链金融资金来源。中瑞财富：专注于大宗商品供应链金融领域的P2B平台，中瑞财富融资项目类型涵盖应收账款转让、订单融资及企业流动资金借款等，一方面为广大社会投资人提供高收益的安全投资项目；另一方面，服务于大宗商品中小微企业，覆盖煤炭、钢铁、油气等垂直领域，为融资方提供金融服务。中瑞财富拥有诸多实力强大的优质合作伙伴，如上市公司、大型央企、知名金融机构等。截止2015年7月10日，平台累计成交额突破14亿，平台注册用户近20万人。

3、主要子公司、参股公司分析

天津商业保理公司贡献的净利润最高。公司今晚发布公告，天津保理公司注册资本已达到9亿元，按照10倍杠杆计算，可贷规模达到90亿，收入增长可期。

图 2：主要子公司、参股公司营收状况

单位：万元						
名称	业务性质	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润
天津瑞茂通商业保理有限公司	商业保理	100%	50,000	468,204.09	79,976.28	7,963.56
江苏晋和电力燃料有限公司	煤炭供应链管理	100%	23,000	170,185.75	55,924.14	1,491.48
China Coal Solution(Singapore) Pte.Ltd.	煤炭供应链管理	100%	780 万美 元	138,835.93	16,142.65	716.59
深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司	煤炭供应链管理	100%	50,000	133,578.30	63,453.84	794.02

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4、未来发展规划

1) 打造全球领先的大宗商品供应链管理企业

公司依托成熟的供应链运营管理加供应链平台服务的双驱动商业模式,继续深耕煤炭供应链产业,取得了相当的成绩:进一步扩大进口业务;实现印尼、印度、泰国、中国台湾、韩国、日本等多区域境外销售。公司积极挖掘其他黑色大宗商品产业链的机会,为产业链品类扩张打下坚实的基础。

2) 打造全球领先的供应链金融服务平台

公司组建专业供应链金融团队,一方面服务原有传统线下供应链产业,以商业保理、融资租赁等相关业务为主;另一方面对接公司刚刚组建的以海量撮合交易为主的煤炭电子商务平台——易煤网,为平台各环节客户提供全方位的供应链金融产品。

3) 打造全球领先的大宗商品电子商务平台

易煤网成功构建了四维(“易煤商城、交易撮合、团购业务、金融业务”)于一体的运营模式,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。电子商务平台的搭建,将集合供应链各环节参与者,构建全产业链的良性生态圈。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月14日)

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%
资产负债表						运营效率					
	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						
可供出售金融资产	200.0	-	66.7	88.9	51.9	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	27.0%	23.3%	19.7%	23.2%	30.0%
长期股权投资	385.6	968.0	968.0	968.0	968.0	ROA	7.1%	6.3%	8.4%	6.8%	9.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	75.1%	38.0%	20.9%	24.3%	95.7%
固定资产	11.9	26.5	23.9	21.4	18.8	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	5.8%	8.9%	8.1%	11.0%	15.2%
无形资产	150.7	0.1	0.1	0.1	0.1	管理费用率	1.5%	1.7%	1.7%	4.2%	6.5%
其他非流动资产	8.5	18.1	8.7	11.5	12.6	财务费用率	0.3%	1.8%	1.5%	0.5%	-0.1%
资产总额	6,629.8	7,987.9	6,898.0	13,086.5	17,744.6	三费/营业收入	7.6%	12.4%	11.3%	15.6%	21.6%
短期债务	1,052.5	1,052.0	1,265.9	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,407.9	2,858.9	1,071.3	6,335.5	7,352.2	资产负债率	73.7%	73.0%	57.4%	70.5%	69.2%
应付票据	1,147.0	757.2	1,043.5	1,985.9	3,667.1	负债权益比	279.6%	270.1%	134.6%	239.2%	225.1%
其他流动负债	255.7	327.6	291.8	527.7	768.2	流动比率	1.21	1.40	1.59	1.36	1.42
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.16	1.25	1.56	1.17	1.40
其他非流动负债	20.2	833.9	284.7	379.6	499.4	利息保障倍数	24.04	4.16	4.46	12.74	-42.12
负债总额	4,883.4	5,829.7	3,957.2	9,228.6	12,286.9	分红指标					
少数股东权益	0.2	-0.9	-1.4	-2.2	-4.3	DPS(元)	-	0.15	-	-	-
股本	872.2	878.3	1,012.2	1,012.2	1,012.2	分红比率	0.0%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	874.0	1,282.2	1,929.9	2,847.9	4,449.8	股息收益率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,746.4	2,158.2	2,940.7	3,857.9	5,457.7						

现金流量表						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)	0.46	0.49	0.57	0.88	1.62
加:折旧和摊销	2.6	6.6	2.6	2.6	2.6	BVPS(元)	1.72	2.12	2.91	3.81	5.40
资产减值准备	11.6	-9.8	-	-	-	PE(X)	57.0	53.5	46.0	29.8	16.3
公允价值变动损失	-0.8	13.5	-11.9	2.1	2.6	PB(X)	15.4	12.4	9.1	6.9	4.9
财务费用	27.4	153.0	160.9	78.6	-41.6	P/FCF	47.5	-119.4	-73.6	15.7	4.8
投资损失	-23.0	-310.5	-250.0	-150.0	-100.0	P/S	4.1	3.2	2.5	1.6	0.9
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.9	-2.1	EV/EBITDA	16.3	18.8	37.9	24.3	10.9
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	2.4	1.1	3.1	1.3	0.3
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	3.9	6.8	-1.0

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
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

