安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 08 月 24 日

瑞茂通（600180.SH）

公司动态分析

证券研究报告

传媒互联网

拟引入恒生电子对接阿里系资金，有望推进煤炭交易量及业绩弹性快速增长

■恒生电子拟增资和略电商，有望成功对接阿里系资金：公司公告恒生电子拟以增资 1765 万元的方式对子公司和略电商进行投资，增资完成后股权占比为 15%。和略电商旗下的易煤网截至 8 月 23 日累计完成煤炭交易约 1923 万吨，累计交易额约 64.37 亿元，日均交易规模突破 25 万吨左右，15 年大概率超越此前 3000 万吨交易量的预期。

■恒生电子参股成立三潭金融，旗下“网金社”正式上线：恒生电子与中投保、蚂蚁金服等共同出资成立三潭金融，恒生电子持股比例为 22%。6 月 23 日，三潭金融旗下的“网金社”正式上线，成为第一家获得政府批准的互联网金融资产交易中心，有投资或融资需求的机构和个人提供服务且与支付宝完全打通。

■受益本次增资扩股，易煤网煤炭交易利润空间和弹性有望提升：此次易煤网引入恒生电子核心在于对接三潭金融规模化、低成本资金，解决煤炭交易的飞速增长对大规模资金的需求，有望进一步推进交易量的提升及未来利润空间和弹性；同时外部资金成功接入再次印证易煤网平台的互联网金融服务能够有效把控风险，在此基础上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 类大宗商品互联网金融平台。

■投资建议：公司业绩对目前市值具备有力支撑：传统线下供应链服务 15 年保持平稳，我们预判易煤网互联网金融业务 16 年有望大幅增厚利润，后续具备更大产业空间和业绩弹性。公司作为“互联网+产业+金融”的龙头标的，中线目标市值 300 亿。

■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)	40.5	38.0	32.7	21.2	11.6
市净率(倍)	10.9	8.8	6.5	4.9	3.5
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%	0.8%	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

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	29.50 元
股价（2015-08-24）	18.75 元

交易数据

总市值（百万元）	19,076.39
流通市值（百万元）	4,957.78
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	-17.41	-21.35	16.61
绝对收益	-38.98	-55.20	55.09

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

王晓岩 010-66581748
wangxy2@essence.com.cn

相关报告

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	2015-08-14
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公司简介

江苏晋和、和略电商、恒生电子三家公司拟共同签订《有关和略电子商务（上海）有限公司增资协议》，各方同意，恒生电子以增资 1765 万元人民币的方式对和略电商进行投资，以认购和略电商数额 882.36 万元人民币新增出资，其中 882.36 万元计入和略电商注册资本，其余部分计入资本公积金。

图 1：增资后和略电商股权结构

股东姓名/名称	认缴出资额（人民币万元）	实缴出资额（人民币万元）	股权比例
江苏晋和电力燃料有限公司	5000	5000	85%
恒生电子股份有限公司	882.36	882.36	15%
总计	5882.36	5882.36	100%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 和略电商简介

和略电商为瑞茂通全资子公司江苏晋和于 2014 年 8 月投资设立的全资子公司。和略电商旗下运营的“易煤网”主要经营以煤炭为交易标的大宗商品电子商务与金融业务平台及线下供应链管理业务，是国内领先的大型煤炭电子商务平台。截止 2015 年 6 月 30 日，和略电商的总资产为 4,669.65 万元，净资产为 4,408.94 万元，净利润为-532.71 万元。

易煤网于 2015 年 3 月 13 日正式上线公测，上线首日实现首笔线上交易；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 23 日，易煤网累计完成煤炭交易约 1923 万吨，累计交易额约 64.37 亿元。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. 恒生电子简介

恒生电子成立于 1997 年，专注于金融软件产品与网络服务，业务覆盖银行、证券、基金、期货、信托、保险的金融市场各个领域，是中国目前拥有“全牌照”的金融 IT 企业,在各个领域都有较高的市场占有率。**公司在金融 IT 软件服务拥有十余年的经验，连续七年入选 Fintech 全球百强榜单。**

图 2：恒生电子主要业务板块

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

4. 三潭金融介绍

恒生电子与中国投融资担保有限公司、浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司、宁波云汉投资管理合伙企业（有限合伙）、北京盈丰时代投资管理中心（有限合伙）签署《发起人协议书》，共同发起设立浙江三潭金融信息服务股份公司。三潭金融的初始注册资本为5000 万元，**中投保出资 1550 万元，占比 31%；蚂蚁金服出资 1250 万元，占比 25%；恒生电子出资 1087.5 万元，占比 21.75%**；云汉投资出资 725 万元，占比 14.5%；盈丰时代出资 387.5 万元，占比 7.75%。

6 月 23 日，三潭金融旗下的金融资产交易平台“网金社”正式上线。**“网金社”是由浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（即三潭金融）负责运营管理的互联网金融资产交易平台。网金中心由目前在国内互联网、金融、IT 创新领域实力最强的三家龙头企业——中国投融资担保有限公司、浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司、恒生电子股份有限公司作为主发起人发起设立，是中国第一家获得政府批准的互联网金融资产交易中心，具有投资或融资需求的机构和个人提供服务。**

图 3：三潭金融旗下金融资产交易平台“网金社”

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

网金社已与支付宝打通，便于用户利用闲置资金选择理财产品。

图 4：支付宝官方网站

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

5. 增资扩股影响

本次增资扩股是公司在煤炭电商平台建设布局中的重要一环。通过增资扩股引入战略投

资者不仅能够有效提升易煤网的竞争实力，更为双方未来在大宗商品供应链电商领域的深入合作奠定了坚实的基础。

6. 投资建议：

公司业绩对目前市值具备有力支撑：传统线下供应链服务15年保持平稳，我们预判易煤网互联网金融业务16年有望大幅增厚利润，后续具备更大产业空间和业绩弹性。公司作为“互联网+产业+金融”的龙头标的，中线目标市值300亿。

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 08 月 24 日)

利润表

（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**
减:营业成本	5,522.0	7,113.8	9,203.1	13,632.1	22,611.8
营业税费	21.6	33.4	43.1	68.6	124.6
销售费用	375.9	744.6	873.3	1,886.7	4,737.2
管理费用	97.3	143.3	181.1	713.5	2,024.4
财务费用	20.2	146.8	160.9	78.6	-41.6
资产减值损失	11.6	-9.8	0.8	0.9	-2.7
加:公允价值变动收益	0.8	-13.5	-11.9	2.1	2.6
投资和汇兑收益	23.0	310.5	250.0	150.0	100.0
营业利润	**465.8**	**464.3**	**556.9**	**923.1**	**1,794.1**
加:营业外净收支	81.3	119.9	119.4	119.3	119.3
利润总额	**547.1**	**584.2**	**676.3**	**1,042.4**	**1,913.4**
减:所得税	76.0	82.6	95.7	147.5	276.5
净利润	**471.2**	**502.6**	**581.0**	**895.8**	**1,638.9**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,207.3	1,079.9	862.5	2,560.0	8,086.7
交易性金融资产	0.8	2.8	1.2	1.6	1.8
应收帐款	1,088.8	852.0	1,225.7	2,966.9	2,224.0
应收票据	386.8	12.2	541.8	887.4	1,007.2
预付帐款	772.3	242.4	1,022.0	1,152.3	2,160.3
存货	239.9	712.9	91.9	1,650.0	234.3
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
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	385.6	968.0	968.0	968.0	968.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	11.9	26.5	23.9	21.4	18.8
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	150.7	0.1	0.1	0.1	0.1
其他非流动资产	8.5	18.1	8.7	11.5	12.6
资产总额	**6,629.8**	**7,987.9**	**6,898.0**	**13,086.5**	**17,744.6**
短期债务	1,052.5	1,052.0	1,265.9	-	-
应付帐款	2,407.9	2,858.9	1,071.3	6,335.5	7,352.2
应付票据	1,147.0	757.2	1,043.5	1,985.9	3,667.1
其他流动负债	255.7	327.6	291.8	527.7	768.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	20.2	833.9	284.7	379.6	499.4
负债总额	**4,883.4**	**5,829.7**	**3,957.2**	**9,228.6**	**12,286.9**
少数股东权益	**0.2**	**-0.9**	**-1.4**	**-2.2**	**-4.3**
股本	872.2	878.3	1,012.2	1,012.2	1,012.2
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**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	22.9%	28.5%	29.3%	59.1%	81.6%
营业利润增长率	17.6%	-0.3%	19.9%	65.8%	94.3%
净利润增长率	23.4%	6.7%	15.6%	54.2%	83.0%
EBITDA 增长率	20.1%	26.4%	16.7%	39.4%	74.7%
EBIT 增长率	20.0%	25.7%	17.4%	39.6%	74.9%
NOPLAT 增长率	26.7%	25.4%	17.4%	39.6%	74.3%
投资资本增长率	148.1%	112.9%	20.5%	-55.8%	-240.5%
净资产增长率	40.3%	23.6%	36.3%	31.2%	41.5%
利润率					
毛利率	14.9%	14.7%	14.6%	20.5%	27.4%
营业利润率	7.2%	5.6%	5.2%	5.4%	5.8%
净利润率	7.3%	6.0%	5.4%	5.2%	5.3%
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					
固定资产周转天数	1	1	1	0	0
流动营业资本周转天数	39	60	75	33	-15
流动资产周转天数	219	277	214	187	166
应收帐款周转天数	45	42	35	44	30
存货周转天数	13	21	13	18	11
总资产周转天数	240	316	249	210	178
投资资本周转天数	54	93	108	54	-4
投资回报率					
ROE	27.0%	23.3%	19.7%	23.2%	30.0%
ROA	7.1%	6.3%	8.4%	6.8%	9.2%
ROIC	75.1%	38.0%	20.9%	24.3%	95.7%
费用率					
销售费用率	5.8%	8.9%	8.1%	11.0%	15.2%
管理费用率	1.5%	1.7%	1.7%	4.2%	6.5%
财务费用率	0.3%	1.8%	1.5%	0.5%	-0.1%
三费/营业收入	7.6%	12.4%	11.3%	15.6%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	73.0%	57.4%	70.5%	69.2%
负债权益比	279.6%	270.1%	134.6%	239.2%	225.1%
流动比率	1.21	1.40	1.59	1.36	1.42
速动比率	1.16	1.25	1.56	1.17	1.40
利息保障倍数	24.04	4.16	4.46	12.74	-42.12
分红指标					
DPS(元)	-	0.15	-	-	-
分红比率	0.0%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	471.2	501.6	581.0	895.8	1,638.9
加:折旧和摊销	2.6	6.6	2.6	2.6	2.6
资产减值准备	11.6	-9.8	-	-	-
公允价值变动损失	-0.8	13.5	-11.9	2.1	2.6
财务费用	27.4	153.0	160.9	78.6	-41.6
投资损失	-23.0	-310.5	-250.0	-150.0	-100.0
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.9	-2.1
营运资金的变动	-4,500.8	-2,901.5	-585.3	1,972.0	3,761.6
经营活动产生现金流量	**-1,883.8**	**-726.0**	**-103.1**	**2,800.3**	**5,262.1**
投资活动产生现金流量	**-717.8**	**8.0**	**186.5**	**127.0**	**136.5**
融资活动产生现金流量	**2,310.4**	**775.6**	**-300.8**	**-1,229.7**	**128.1**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.46	0.49	0.57	0.88	1.62
BVPS(元)	1.72	2.12	2.91	3.81	5.40
PE(X)	40.5	38.0	32.7	21.2	11.6
PB(X)	10.9	8.8	6.5	4.9	3.5
P/FCF	33.7	-84.8	-52.2	11.2	3.4
P/S	2.9	2.3	1.8	1.1	0.6
EV/EBITDA	16.3	18.8	27.2	16.6	6.4
CAGR(%)	23.8%	48.3%	15.0%	23.8%	48.3%
PEG	1.7	0.8	2.2	0.9	0.2
ROIC/WACC	7.1	3.6	2.0	2.3	9.0
REP	0.8	1.1	2.8	4.7	-0.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	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
	许敏	021-68762965	xumin@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	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。