

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

大格局与强执行力兼具，优质资产端价值凸显

——瑞茂通（600180）跟踪报告

事件：

- 1、易煤网成交量突破 2000 万吨；
- 2、管理层 7 月 3 日至 7 月 28 日完成增持；
- 3、拟参股领先创融 20% 股权；
- 4、天津保理公司注册资本增加至 9 亿元；
- 5、和略电商拟通过增资扩股方式引进战略投资者，各方同意，恒生电子以增资 1765 万元的方式对和略电商进行投资，增资扩股完成后，恒生电子占和略电商股权比例为 15%，江苏晋和对和略电商的股权比例由 100% 下降到 85%，仍处于绝对控股地位；
- 6、发布股票期权激励计划（草案），拟向管理层以及核心经营层人员授予股票期权 3050 万份，行权价格 24.6 元，业绩考核指标为 2015-2017 年净利润不低于 5.1 亿元、5.8 亿元、7.0 亿元。

点评：大格局与强执行力兼具，优质资产端价值凸显

1. 易煤网推进速度持续超预期

和略电商旗下运营的“易煤网”（www.yimeil80.com）主要经营以煤炭为交易标的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。3月13日上线，截止9月12日，网站累计成交量超过2300万吨，累计交易额超过76.5亿元，不断超出我们预期（之前预计全年2000万吨显然比较保守），今年全年易煤网成交量超过3500万吨是大概率事件。易煤网已经实现动力煤、无烟煤、喷吹煤、焦煤等全煤种覆盖，虽然目前仍以动力煤交易为主，但其他煤种的交易已经陆续开展。作为易煤网的核心交易平台，易煤商城为上游提供保值代销服务，为下游提供阳光透明、保质保量的煤炭供给服务，商城所售煤炭全部经过易煤网认证。

图 1、易煤商城连接煤炭资源供需双方



资料来源：易煤网，国海证券研究所

图 2、易煤网成交情况（截止 9 月 12 日）



资料来源：易煤网，国海证券研究所

2.与恒生电子的合作，是大宗商品资产端与资金+系统平台对接，金融支持实体经济的典型案例

恒生电子 1.0 业务为传统的金融 IT 解决方案，2.0 业务由软件提供转向平台服务，业务平台包括数米基金网、恒生聚源、恒生云融、三潭金融等。对照恒生电子的业务体系，我们认为易煤网与三潭金融的合作可能性更大。入股易煤网，而不是普通的战略合作关系，显示出恒生电子对易煤网优质资产的势在必得。

表 1、恒生电子主要业务版图

	主要业务	功能
恒生 1.0	银行业务	在证券核心交易系统、基金与机构资产管理系统、银行财富管理平台等领域处于绝对领先地位
	证券期货业务	
	基金与机构理财业务	
恒生 2.0	数米基金网	建立了国内公募产品最全的网上“基金超市”
	恒生聚源	向金融机构和投资者提供投资终端、聚源终端、基础数据库、接口数据库等产品
	HOMS	以投资交易为核心，兼具资产管理、风险控制等相关功能的投资管理平台
	三潭金融（后更名为浙江互联网金融资产交易中心）	与中投保、蚂蚁金服合资成立，旗下有 P2P 和金融资产交易平台，对标陆金所

资料来源：恒生电子公告，国海证券研究所

6 月 24 日，三潭金融旗下 P2P 融资平台网金社在杭州正式启动运营，网金社持有国内首家获得浙江省金融办批准的互联网金融资产交易中心牌照，可以提供产品发行、转让、登记、交割和资金清结算等服务，网金社后台已和支付宝打通，用户直接用支付宝账号登陆即可购买。

优质资产端成为网贷平台聚焦点，大宗商品贸易碎片化的资金需求与互联网金融天然契合。网贷平台的核心是风控，对于借款人的还款能力、资金投向、还款意愿需要有充分了解，网贷平台对接优质资产端尤为重要。供应链金融，特别是大宗商品贸易中产生的融资需求，具有金额大、碎片化的特点，链条上的供应商一般要求资金周转期不超过三个月，借款动辄过百万。更重要的是因为存在真实的贸易背景，完整的交易链条使平台可以（自行或者通过合作方）掌握资金流、物流、信息流，并做到对关键环节的控制，保证平台资金安全。

金融服务实体经济，引导和支持经济结构调整、改善中小企业融资环境，是国家一以贯之的对于金融市场和信贷政策的基本要求。供应链金融的服务对象是供应链上下游中小企业，是普惠金融的实际落地。对于中小企业，供应链金融

可以帮助其获得资金支持，增强自身经营能力，对于资金提供方，也可以在风险可控的前提下开拓新的盈利方式，形成多方共赢。

表 2、近期金融支持实体经济的部分政策

时间	文件	主题	服务实体经济的主要内容
2015.7.18	人民银行等十部委《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	对互联网金融“鼓励创新、防范风险、趋利避害、健康发展”	发展互联网金融遵循服务好实体经济、服从宏观调控和维护金融稳定的总体目标
2015.1.16	人民银行《关于完善信贷政策支持再贷款管理政策支持扩大“三农”、小微企业信贷投放的通知》	继续实施定向调控、结构性调控	增加信贷政策支持再贷款额度500亿元，支持金融机构继续扩大“三农”和小微企业信贷投放，引导降低社会融资成本
2015.1.15	人民银行货币信贷与金融市场工作会议	继续实施稳健货币政策、不断完善金融市场功能	继续实施稳健的货币政策，积极发挥信贷政策在转方式调结构中的作用，围绕实体经济中出现的突出问题加强指导和调控
2014.10.31	国务院关于扶持小型微型企业健康发展的意见	支持小微企业健康发展	从资金、政策、创业环境、社会补贴、融资担保、就业等方面扶持小微企业
2014.8.14	国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见	解决企业特别是小微企业融资成本高问题	保持货币信贷总量合理适度增长、抑制金融机构筹资成本不合理上升、缩短企业融资链条、提高贷款审批和发放效率、发挥直接融资功能、积极发挥保险、担保的功能和作用等
2014.8.6	人民银行分支行行长座谈会	按照中央关于当前经济金融工作的决策部署，坚持稳中求进、改革创新，不断完善宏观调控的思路和方式	加大对薄弱环节特别是“三农”和小微企业的金融支持，推动落实降低企业融资成本的各项措施，促进经济持续平稳发展
2014.6.9	人民银行通知	定向下调存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”和小微企业	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点
2014.4.22	人民银行通知	下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”	下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率引导信贷资源支持“三农”
2014.3.24	央行负责人回应互联网金融监管话题	提出互联网金融监管的五大原则	互联网金融创新必须坚持金融服务实体经济的本质要求；互联网金融创新应服从宏观调控和金融稳定的总体要求；切实维护消费者的合法权益；维护公平竞争的市场秩序；处理好政府监管和自律管理的关系，充分发挥行业自律的作用
2014.3.20	人民银行《关于开办支小再贷款，支持扩大小微企业信贷投放的通知》	加大支持小微企业融资的力度	正式在信贷政策支持再贷款类别下创设支小再贷款，专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放，同时下达全国支小再贷款额度共500亿元
2013.11.15	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	加强全面深化改革	正式提出发展普惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品

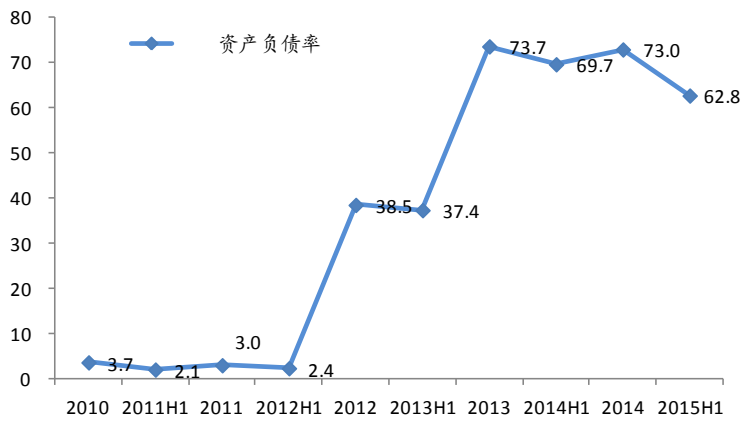
资料来源：人民银行、国务院网站，国海证券研究所

3. 易煤网金融业务迎来资金、技术双重支持

针对煤炭供应企业经常出现的回款滞怠、资金占压问题，易煤网已经推出“煤易融”、“煤易贷”产品，分别对“与下游煤炭消费企业签订合同所产生的应收账款”（在方式上分为应收账款买断和应收账款质押）和“货权”（包括货物和仓单）两类资产提供融资业务。

大宗商品供应链金融业务对于资金需求极大，比如保理业务，需要保理商“支付”由基础合同产生的应收账款，受让应收账款越多，象征着对于自身资金的占用越严重。以瑞茂通为例，自2013年拓展供应链金融业务以来，公司通过银行借款、大股东借款、发行债券、定向增发等方式补充流动资金，资产负债率显著提升。

图 3、2013 年之后瑞茂通资产负债率显著提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

引入互联网融资方式为易煤网金融业务放量提供可能。7月份公司公告拟参股领先创融 20% 股权，领先创融与瑞茂通同属董事长万永兴先生实际控制企业，领先创融创立的中瑞财富是国内最早专注于大宗商品供应链金融领域的 P2B 平台；本次易煤网与恒生电子的合作，是公司的供应链金融与互联网融资方式的再次结合。在交易、融资两个大宗商品贸易最为关键的环节，公司坚定践行“互联网+”战略，并体现出极高的执行力。

恒生电子是国内数一数二的金融 IT 服务商，为证券、银行、基金、期货、信托、保险、私募等金融机构提供整体解决方案和服务，技术实力雄厚，是多个国家级大型金融业务系统（如全国中小股份转让系统项目、上海清算所综合业务）的建设方，我们预计恒生电子会全面介入易煤网金融服务平台的建设，确保平台的合规和可控。

易煤金融所提供的融资服务在实质上与保理没有太大差别，参考天津瑞茂通保理公司的盈利状况，我们认为在成交量快速增长的背景下，在风险模型测试通过、与金融机构的交易通道打通之后，易煤网将充分展现其盈利能力。

表 3、天津瑞茂通商业保理公司经营情况

	注册资本	期末保理合同项下受让应收账款	净利润
2013	2亿	21亿	1385万
2014H1	3亿	18亿	1829万
2014	5亿	40亿	2亿
2015H1	5亿（已增至9亿）	46亿	7964万

资料来源：公司公告，国海证券研究所

4. 大格局与强执行力兼具，高管增持、股票期权激励显示信心

积极拓展进口煤业务、期货等衍生品的运用（公司是国内首家也是唯一一家获批动力煤期货交割厂库资质的煤炭供应链企业）、由贸易商向供应链服务商的转型、供应链金融业务的开展、实际控制人在大宗商品 P2B 电商的超前布局、易煤网的运营、与国内一流金融 IT 厂商的股权合作，体现管理层对大宗商品行业的深刻认识以及团队较强执行力。7 月份，公司高管选择在市场大幅下跌时增持公司股票，日前推出的股票期权行权价格超出现价 50% 以上，体现管理层对于公司未来发展以及价值被认可的信心。

5. 盈利预测及投资评级

预计 2015-2017 年每股收益 0.56 元、0.76 元、1.10 元，对应 PE27.6 倍、20.6 倍、14.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示:

电子商务平台进展不达预期、易煤网前期投入较大。

证券代码: 600180.sh 股票价格: 15.56 投资评级: 买入 日期: 2015-09-11

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	0.49	0.56	0.76	1.10
毛利率	14.7%	13.1%	12.9%	13.2%	BVPS (最新股本)	2.12	2.42	2.82	3.41
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	31.5	27.6	20.6	14.2
成长能力					P/B	7.3	6.4	5.5	4.6
收入增长率	28.5%	52.4%	62.5%	53.8%	P/S	1.6	1.2	0.8	0.5
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	1017	1017	1017	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%。