

2015年09月15日

瑞茂通 (600180.SH)

股权激励落地释放团队活力，参股领先创融继续丰富资金渠道，2B领域大宗商品互联网金融平台浮出水面

■股权激励：公司拟向激励对象授予股票期权 3050 万份，其中首次授予 2750 万份，预留 300 万份，行权价格为 24.60 元（停牌前价格为 15.56 元），业绩考核指标为 2015/2016/2017 年净利润不低于 5.1 亿/5.8 亿/7 亿元，承诺的最低业绩年均复合增长率超过 17%。本次股权激励对象共计 168 人，按照 2014 年员工数量计算占比近 50%，涵盖管理层和核心经营人员，利于释放团队活力，实现管理团队与公司利益一致，加速打造 2B 类大宗商品互联网金融平台。

■参股领先创融：拟以 7705 万元参股领先创融 20% 股权，旗下的中瑞财富是专注于大宗商品供应链金融领域的 P2B 平台，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，为融资方提供资金服务。截止 2015 年 9 月 13 日，平台累计成交额突破 21 亿，平台注册用户近 20 万人。此次对接中瑞财富，与此前与恒生电子战略合作均是公司解决资金来源的有效措施，将有望加速互联网金融业务发展，另一方面有望把对煤炭领域的服务拓展到钢铁、油气等其他大宗商品领域。

■投资建议：公司作为“互联网+产业+金融”的龙头标的，易煤网进展远超预期，截止 13 日累计交易量超过 2300 万吨，全年有望超过 3500 万吨，为 2016 年目标 7000 万吨打下坚实基础，有望大幅提升业绩弹性。而本次股权激励将进一步释放团队活力，行权价格 24.6 元相对于停牌前 15.56 元具备较高安全边际，且停牌期间传媒板块累计上涨近 10%，维持中线坚定推荐！

■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

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

6 个月目标价

29.5 元

股价 (2015-09-14)

17.12 元

交易数据

总市值 (百万元)	17,418.02
流通市值 (百万元)	15,109.24
总股本 (百万股)	1,017.41
流通股本 (百万股)	882.55
12 个月价格区间	11.61/46.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-16.02	-23.02	-0.81
绝对收益	-35.47	-61.52	33.75

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

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	2015-08-25
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

1、公告概览

- 1)、公司拟向激励对象授予股票期权 3050 万份，约占本激励计划签署时公司股本总额 10.17 亿股的 3.00%；其中首次授予 2750 万份，预留 300 万份；本激励计划授予的股票期权的行权价格为 24.60 元。
- 2)、拟以现金方式增资入股领先创融，参股比例为 20%，投资金额总计为 7705.38 万元。
- 3)、2015 年 9 月 14 日复牌。

2、股票期权激励计划 ((草案))

- 1)、拟向激励对象授予股票期权 3050 万份，其中首次授予 2750 万份，预留 300 万份。授予的股票期权的行权价格为 24.6 元。

激励对象包括董事、高管以及核心经营层人员共计 168 人。

图 1：股权激励对象情况

激励对象		拟授予的股票期权数量 (万份)	占获授期权总数的比例	占公司总股本的比例
姓名	职务			
燕刚	总裁	50.00	1.64%	0.05%
王东升	副总裁	30.00	0.98%	0.03%
李群立	副总裁	30.00	0.98%	0.03%
李艾君	副总裁	30.00	0.98%	0.03%
曹诗雄	副总裁	30.00	0.98%	0.03%
张菊芳	董事会秘书	10.00	0.33%	0.01%
以上董事、高级管理人员 (共计 6 人小计)		180.00	5.90%	0.18%
核心经营层人员 (共计 162 人)		2,570.00	84.26%	2.53%
预留股票期权		300.00	9.84%	0.29%
合计		3,050.00	100.00%	3.00%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

- 2)、授予的股票期权自授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权。

图 2：行权时间安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

- 3)、考核目标：2015 年净利润不低于 5.1 亿元；2016 年度净利润不低于 5.8 亿元；2017 年度净利润不低于 7.0 亿元。

图 3：业绩考核指标

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	2015 年度净利润不低于 5.1 亿元
第二个行权期	2016 年度净利润不低于 5.8 亿元
第三个行权期	2017 年度净利润不低于 7.0 亿元

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3、拟以现金方式增资入股领先创融 20%股权

领先创融投资创立的中瑞财富 (www.zrcifu.com) 是国内最早专注于大宗商品供应链金融领域的 P2B 平台。由于尚处于投入期，净利润出现亏损。领先创融在 2015 年 6 月 30 日的净资产评估价值为 3.08 亿元。

图 4：领先创融最近一年一期财务指标

项目	2015年6月30日(经审计)	2015年1月1日(经审计)
总资产(元)	81,487,851.05	6,238,848.40
净资产(元)	80,819,286.78	3,925,257.00
项目	2015年1-6月份(经审计)	2014年度(经审计)
营业收入(元)	1,125,541.04	27,959.54
净利润(元)	-13,105,970.22	-6,074,743.00

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：领先创融的股东全部权益资本价值(万元)

项目	账面价值	评估价值	增值	增值率(%)
净资产价值	8,081.93	30,821.51	22,739.58	281.36

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

瑞茂通拟以现金方式增资入股领先创融，参股比例为20%，投资金额总计为7705.38万元。本次增资瑞茂通以现金7705.38万元向领先创融增资扩股，其中2500万元，作注册资本，其余5205.38万元作为领先创融资本公积，占增资后领先创融20%的股权。

图 6：增资扩股后股权结构

股东名称	出资金额(万元)	持股比例(%)
河南中瑞投资有限公司	7500	60
北京嘉和瑞咨询中心(有限合伙)	2500	20
瑞茂通供应链管理股份有限公司	2500	20
合计	12500	100

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.1、中瑞财富简介

中瑞财富(www.zrcaifu.com)是国内最早专注于大宗商品供应链金融领域的P2B平台，注册资本10000万元，于2014年5月12日正式上线。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，为融资方提供资金服务。

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。凭借合作方的鼎力支持，通过对供应链商流、信息流、物流和资金流的全面掌控，可以获取更全面可靠的交易信息，从而为供应链核心企业及其上下游提供便捷、低成本的融资服务，为投资人提供收益更稳健，风险更可控的理财产品。

图 7：中瑞财富平台简介



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

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，截止 2015 年 9 月 13 日，平台累计成交额突破 21 亿，平台注册用户近 20 万人。

图 8：中瑞财富历史沿革

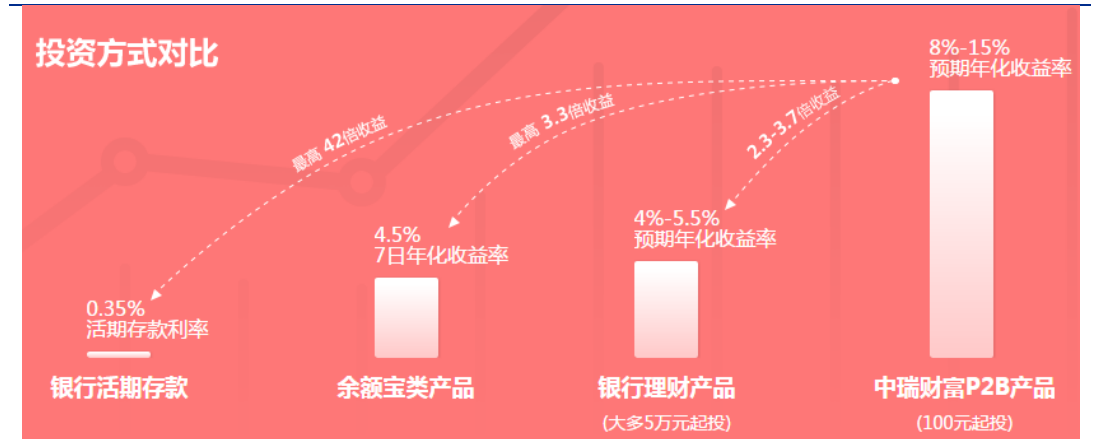


数据来源：公司官网、安信证券研究中心

3.2、中瑞财富投资收益情况

对个人投资者来说，中瑞财富提供 8%-15%预期年化收益率，2-3 倍余额宝收益，100 元起投，有 8-360 天多种投资周期。

图 9：中瑞财富历史沿革



数据来源：公司官网、安信证券研究中心

图 10：产品投资期限及预期收益

项目状态：	全部	预发布	可投资	还款中	还款完成
年化收益：	全部	8%-10%	10%-12%	12%-15%	
项目期限：	全部	30天以下(含30天)	1-3个月(含3个月)	3-12个月(含12个月)	

数据来源：公司官网、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年09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%
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	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)	-	0.15	-	-	-
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						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.46	0.49	0.57	0.88	1.62
净利润	471.2	501.6	581.0	895.8	1,638.9	BVPS(元)	1.72	2.12	2.91	3.81	5.40
加:折旧和摊销	2.6	6.6	2.6	2.6	2.6	PE(X)	57.0	53.5	46.0	29.8	16.3
资产减值准备	11.6	-9.8	-	-	-	PB(X)	15.4	12.4	9.1	6.9	4.9
公允价值变动损失	-0.8	13.5	-11.9	2.1	2.6	P/FCF	47.5	-119.4	-73.6	15.7	4.8
财务费用	27.4	153.0	160.9	78.6	-41.6	P/S	4.1	3.2	2.5	1.6	0.9
投资损失	-23.0	-310.5	-250.0	-150.0	-100.0	EV/EBITDA	16.3	18.8	37.9	24.3	10.9
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.9	-2.1	CAGR(%)	23.8%	48.3%	15.0%	23.8%	48.3%
营运资金的变动	-4,500.8	-2,901.5	-585.3	1,972.0	3,761.6	PEG	2.4	1.1	3.1	1.3	0.3
经营活动产生现金流量	-1,883.8	-726.0	-103.1	2,800.3	5,262.1	ROIC/WACC	7.1	3.6	2.0	2.3	9.0
投资活动产生现金流量	-717.8	8.0	186.5	127.0	136.5	REP	0.8	1.1	3.9	6.8	-1.0
融资活动产生现金流量	2,310.4	775.6	-300.8	-1,229.7	128.1						

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	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
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@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
	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

