

2015年10月20日

瑞茂通 (600180.SH)

拟4亿竞拍海际证券66.67%股权，继续强化供应链金融服务能力及大宗商品布局

■公告简介：公司拟竞拍上海证券公开挂牌转让的其持有的海际证券66.67%的股权，价值4.06亿元。海际证券是上海证券的专业投资银行子公司，主营证券承销与保荐以及证监会批准的其他业务。

■易煤网后续重点是提升金融服务能力和大宗商品全线布局：公司易煤网目前交易量急需保持高速增长，截止10月18日累计交易量超过2961万吨，全年大概率超过3500万吨，为2016年目标7000万吨打下坚实基础，后续将持续提升金融服务能力和大宗商品全线布局。

■拟竞拍海际证券67%的股权一方面可提升供应链金融服务能力，另一方面助力构建大宗商品交易平台：公司此前与恒生电子签约对接阿里系资金、增资入股领先创融切入P2B领域以及与浦发银行签订战略合作协议，均为增强金融服务能力。此次公司竞拍海际证券股权，核心诉求一是创新供应链金融产品为公司及为更多产业客户提供广阔的融资平台，全面提升易煤网供应链金融服务能力；二是依托产业证券逐步组建大宗商品OTC业务，构筑全球大宗（商品）衍生品交易平台。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价29.5元。公司作为“互联网+产业+金融”的龙头标的，易煤网在线交易增长远超市场预期，同时公司在供应链金融和整体大宗商品的产业布局上思路清晰、快速突破，产业空间及业绩弹性可期，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为29.5元。

■风险提示：电商平台推进不及预期、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)	42.8	40.2	34.6	22.4	12.3
市净率(倍)	11.6	9.3	6.8	5.2	3.7
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%	0.7%	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

6个月目标价

29.5元

股价(2015-10-19)

24.03元

交易数据

总市值(百万元)	24,804.39
流通市值(百万元)	21,516.54
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	13.31	14.42	48.45
绝对收益	20.10	2.83	93.03

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

陈宝健

chenbj1@essence.com.cn

相关报告

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	2015-09-15
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

1、公告简介

- 1)、公司拟竞拍上海证券公开挂牌转让的其持有的海际证券 66.67%的股权，价值 4.06 亿元。海际证券的股权账面价值 24,692.80 万元，评估价值 40,622.03 万元，增值率 64.50%。
- 2)、拟非公开发行的公司债券，总额为不超过人民币 10 亿元。

2、海际证券基本情况

海际证券成立于 2004 年，注册资本 5 亿元，是上海证券的专业投资银行子公司。目前公司业务分为 4 大类，分别为股权融资与保荐业务、债权融资业务、收购兼并业务以及其他财务顾问服务。

表 1：海际证券主要业务

主要业务	简介
股权融资与保荐业务	公司提供包括首次公开发行股票并上市、上市公司公开发行、上市公司非公开发行、配股、可转债等在内的多种投资银行服务
债权融资业务	提供多种债务融资工具，从事公司债券、企业债券、私募债券等各种产品的发行工作
收购兼并业务	主要提供包括煎饼收购、改制重组、战略合作、投资咨询、政府财务顾问等服务
其他财务顾问服务	为客户提供市值管理、股权激励、私募融资等其他金融服务

数据来源：公司官网、安信证券研究中心

海际证券有限责任公司是上海证券有限责任公司的全资子公司，上海证券控股股东为国泰君安证券股份有限公司，持股比例为 51%。

图 1：海际证券股东情况



数据来源：安信证券研究中心

海际证券经营数据：截止 2014 年 12 月 31 日，海际证券的总资产为 3.93 亿元，净资产为 3.70 亿元，营业收入为 11.10 亿元，净利润为 0.25 亿元；截止 2015 年 8 月 31 日，海际证券的总资产为 3.66 亿元，净资产为 3.60 亿元，营业收入为 290 万元，亏损 110 万元。

公司成立至今已有大量成功案例，包括 IPO、非公开发行、债券承销、以及财务顾问等领域。

图 2：海际证券部分成功案例

 我武生物 WOLV PHARMA 浙江我武生物科技股份有限公司 A股IPO首发 5.06亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2013年	 ICZLAND 北京东土科技股份有限公司 A股IPO首发 2.8亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2012年	 SUNRISE 依米康环境科技股份有限公司 A股IPO首发 3.4亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2011年
 LUNAN 上海康耐特光学股份有限公司 A股IPO首发 2.7亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2010年	 中国股份有限公司 ZOWIN (HOLDINGS) CO., LTD. 中茵股份有限公司 非公开发行股票 17.1亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2014年	 冠福家用 福建冠福现代家用股份有限公司 非公开发行股票 3.4亿人民币 主承销商兼保荐机构 海际大和 DSSC 2010年

数据来源：公司官网、安信证券研究中心

3、合作目的

1)、竞拍成功后，海际证券将成为公司控股子公司，公司在全牌照金融产业布局进一步完善。

图 3：海际证券金融领域布局情况

保理公司	租赁公司	银行	证券
天津瑞茂通商业保理有限公司	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 天津瑞茂通融资租赁有限公司	新余农村商业银行	海际证券有限责任公司

数据来源：安信证券研究中心

2)、公司立足大宗商品行业，践行产融结合的战略方针。通过竞拍海际证券打造专业化的产业证券，其意义在于：第一，改善公司资产结构，有效提高公司盈利能力；第二，拥有产业证券能够创新供应链金融产品为公司及更多产业客户提供广阔的融资平台，全面提升易煤网供应链金融服务能力；第三，有利于公司在服务于客户的同时积极发掘产业投资机会；第四，依托产业证券逐步组建大宗商品 OTC 业务，构筑全球大宗（商品）衍生品交易平台。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月19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						
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%	0.7%	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)	42.8	40.2	34.6	22.4	12.3
公允价值变动损失	-0.8	13.5	-11.9	2.1	2.6	PB(X)	11.6	9.3	6.8	5.2	3.7
财务费用	27.4	153.0	160.9	78.6	-41.6	P/FCF	35.7	-89.7	-55.3	11.8	3.6
投资损失	-23.0	-310.5	-250.0	-150.0	-100.0	P/S	3.1	2.4	1.9	1.2	0.6
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.9	-2.1	EV/EBITDA	16.3	18.8	28.7	17.7	7.1
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	1.8	0.8	2.3	0.9	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	3.0	5.0	-0.6

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

