

2015年12月23日

瑞茂通 (600180.SH)

## 依托秦皇岛港口区位优势，携手开发区国资成立供应链管理公司，大宗商品产业集聚网络进一步完善

■ **公告简介：**全资子公司前海瑞茂通拟与秦皇岛开发区国资共同出资5亿成立秦皇岛瑞泰，前海瑞茂通出资2.45亿，股权占比49%，开发区国资出资2.55亿，股权占比51%，其中开发区国资是国有独资公司，负责秦皇岛开发区范围内绝大多数的基础设施建设。合资公司前期主营业务为煤炭供应链管理业务。

■ **发挥秦皇岛区位优势，打造供应链产业集聚中心：**秦皇岛港是我国“北煤南运”大通道的主枢纽港，本次与秦皇岛开发区国资成立合资公司有望复制郑州航空港区的成功经验，充分发挥秦皇岛港口区位优势，以现有的煤炭供应链业务为先导进而涉足其他大宗商品，打造集供应链信息研发中心、供应链金融中心、供应链运营服务中心和大宗商品贸易中心为核心体系的供应链产业集聚中心。

■ **投资建议：**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，截止12月22日成交规模超过4100万吨，成交金额突破130亿元，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、执行力强，本次成立合资公司更有望持续完善全国供应链产业集聚网络，未来业绩弹性有望大幅提升，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    |
|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 主营收入     | 6,490.7 | 8,339.5 | 10,692.9 | 17,566.0 | 29,724.6 |
| 净利润      | 471.2   | 502.6   | 510.2    | 602.8    | 806.3    |
| 每股收益(元)  | 0.46    | 0.49    | 0.50     | 0.60     | 0.80     |
| 每股净资产(元) | 1.72    | 2.12    | 2.84     | 3.45     | 4.21     |

| 盈利和估值  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 52.2  | 48.9  | 48.0  | 40.6  | 30.4  |
| 市净率(倍) | 14.1  | 11.4  | 8.5   | 7.0   | 5.7   |
| 净利润率   | 7.3%  | 6.0%  | 4.8%  | 3.4%  | 2.7%  |
| 净资产收益率 | 27.0% | 23.3% | 17.8% | 17.2% | 18.9% |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.6%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| ROIC   | 7.1   | 3.6   | 1.8   | 1.5   | 4.6   |

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

物流

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价 **29.5元**

股价(2015-12-22) **24.18元**

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 24,600.91    |
| 流通市值(百万元) | 6,393.56     |
| 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  | 11.98/46.93元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -6.94 | -0.52 | 60.62 |
| 绝对收益 | -6.35 | 14.11 | 79.16 |

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060001

wenhao@essence.com.cn

010-66581627

陈宝健

报告联系人

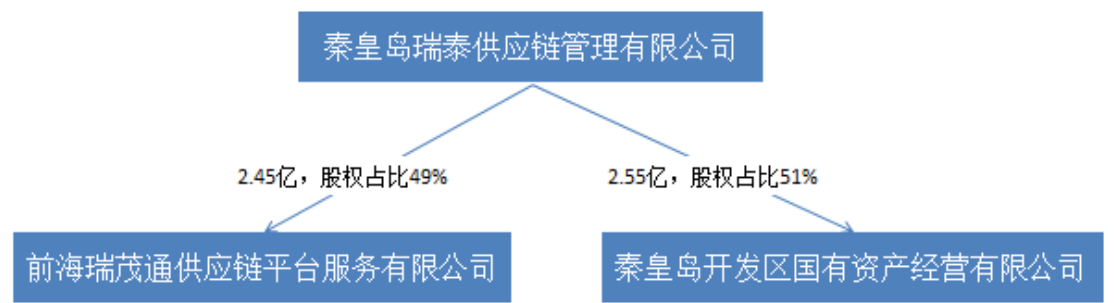
chenbj1@essence.com.cn

### 相关报告

## 1.公告简介

公司全资子公司深圳前海瑞茂通拟与秦皇岛开发区国资共同出资 5 亿成立秦皇岛瑞泰,其中前海瑞茂通出资 2.45 亿, 股权占比 49%, 开发区国资出资 2.55 亿, 占比 51%。

图 1: 秦皇岛地理位置情况



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

前海瑞茂通是公司全资子公司, 2013 年成立, 截至 2014 年 12 月 31 日, 前海瑞茂通主营业务收入为 2.38 亿元, 净利润为 3120 万元。

开发区国资于 2005 年 8 月 29 日批准设立, 是秦皇岛开发区管委会下属的国有独资公司。开发区国资主要从事秦皇岛开发区城市基础设施建设及经营管理、土地整理等业务, 负责开发区范围内绝大多数的基础设施建设, 是开发区最重要的城市基础设施投融资建设主体。截至 2014 年 12 月 31 日, 开发区国资主营业务收入为 6.62 亿元, 净利润为 2.49 亿元。

## 2.秦皇岛开发区区位优势明显

秦皇岛开发区, 是 1984 年经国务院批准设立的首批国家级经济技术开发区之一, 地处正在迅速崛起的环渤海经济圈中心地带, 毗邻京津, 联结华北和东北两大经济区, 距首都北京 280 公里, 距天津 220 公里, 距省会石家庄 480 公里。2014 年, 完成地区生产总值 253.18 亿元, 占全市的 21.1%; 财政收入 41.14 亿元, 占 19.9%。

秦皇岛港是目前中国最大的能源输出港, 也是我国主要对外贸易综合性国际港口之一。煤炭输出量约占全国沿海煤炭输出量的 70% 以上, 在我国北煤南运和煤炭外贸出口中具有重要地位。

图 2: 秦皇岛地理位置情况



资料来源: 百度地图、安信证券研究中心

### 3、合作意义

本次投资有利于公司抓住京津冀协同发展重大机遇，公司同开发区国资在大宗商品贸易、供应链金融领域开展合作，可以扩大公司经营规模，形成规模效应，同时可拓展公司大宗商品业务品类。公司同开发区国资的合作有助于贸易产业集聚，营造供应链金融生态圈。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |             |             |              |              |              | 财务指标           |        |        |        |        |         |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (百万元)             | 2013        | 2014        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | (百万元)          | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E   |
| <b>营业收入</b>       | 6,490.7     | 8,339.5     | 10,692.9     | 17,566.0     | 29,724.6     | <b>成长性</b>     |        |        |        |        |         |
| 减:营业成本            | 5,522.0     | 7,113.8     | 9,203.1      | 14,319.2     | 22,471.9     | 营业收入增长率        | 22.9%  | 28.5%  | 28.2%  | 64.3%  | 69.2%   |
| 营业税费              | 21.6        | 33.4        | 42.8         | 70.3         | 118.9        | 营业利润增长率        | 17.6%  | -0.3%  | 2.2%   | 22.7%  | 41.2%   |
| 销售费用              | 375.9       | 744.6       | 866.1        | 1,932.3      | 4,521.1      | 净利润增长率         | 23.4%  | 6.7%   | 1.5%   | 18.1%  | 33.8%   |
| 管理费用              | 97.3        | 143.3       | 179.6        | 730.7        | 1,932.1      | EBITDA 增长率     | 20.1%  | 26.4%  | 3.9%   | 4.1%   | 18.1%   |
| 财务费用              | 20.2        | 146.8       | 164.2        | 82.6         | -36.3        | EBIT 增长率       | 20.0%  | 25.7%  | 4.5%   | 4.1%   | 18.2%   |
| 资产减值损失            | 11.6        | -9.8        | 0.8          | 0.9          | -2.7         | NOPLAT 增长率     | 26.7%  | 25.4%  | 4.5%   | 4.1%   | 17.8%   |
| 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% | 19.8%  | -60.9% | -259.8% |
| 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%  | 33.0%  | 21.8%  | 22.0%   |
| <b>营业利润</b>       | 465.8       | 464.3       | 474.4        | 582.2        | 822.0        | <b>利润率</b>     |        |        |        |        |         |
| 加:营业外净收支          | 81.3        | 119.9       | 119.4        | 119.3        | 119.3        | 毛利率            | 14.9%  | 14.7%  | 13.9%  | 18.5%  | 24.4%   |
| <b>利润总额</b>       | 547.1       | 584.2       | 593.9        | 701.4        | 941.3        | 营业利润率          | 7.2%   | 5.6%   | 4.4%   | 3.3%   | 2.8%    |
| 减:所得税             | 76.0        | 82.6        | 84.0         | 99.3         | 136.0        | 净利润率           | 7.3%   | 6.0%   | 4.8%   | 3.4%   | 2.7%    |
| <b>净利润</b>        | 471.2       | 502.6       | 510.2        | 602.8        | 806.3        | EBITDA/营业收入    | 7.5%   | 7.4%   | 6.0%   | 3.8%   | 2.7%    |
|                   |             |             |              |              |              | EBIT/营业收入      | 7.5%   | 7.3%   | 6.0%   | 3.8%   | 2.6%    |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |              |              |              | <b>运营效率</b>    |        |        |        |        |         |
|                   | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | 固定资产周转天数       | 1      | 1      | 1      | 0      | 0       |
| 货币资金              | 1,207.3     | 1,079.9     | 855.4        | 2,384.2      | 6,893.3      | 流动营业资本周转天数     | 39     | 60     | 76     | 30     | -17     |
| 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    | 215    | 184    | 163     |
| 应收账款              | 1,088.8     | 852.0       | 1,208.7      | 3,085.2      | 1,868.9      | 应收账款周转天数       | 45     | 42     | 35     | 44     | 30      |
| 应收票据              | 386.8       | 12.2        | 537.3        | 926.5        | 881.7        | 存货周转天数         | 13     | 21     | 14     | 19     | 11      |
| 预付账款              | 772.3       | 242.4       | 1,022.0      | 1,261.9      | 2,030.2      | 总资产周转天数        | 240    | 316    | 250    | 206    | 176     |
| 存货                | 239.9       | 712.9       | 91.9         | 1,737.8      | 134.8        | 投资资本周转天数       | 54     | 93     | 109    | 50     | -5      |
| 其他流动资产            | 2,177.0     | 4,073.0     | 2,085.5      | 2,778.5      | 2,979.0      | <b>投资回报率</b>   |        |        |        |        |         |
| 可供出售金融资产          | 200.0       | -           | 66.7         | 88.9         | 51.9         | ROE            | 27.0%  | 23.3%  | 17.8%  | 17.2%  | 18.9%   |
| 持有至到期投资           | -           | -           | -            | -            | -            | ROA            | 7.1%   | 6.3%   | 7.4%   | 4.5%   | 5.1%    |
| 长期股权投资            | 385.6       | 968.0       | 968.0        | 968.0        | 968.0        | ROIC           | 75.1%  | 38.0%  | 18.6%  | 16.2%  | 48.8%   |
| 投资性房地产            | -           | -           | -            | -            | -            | <b>费用率</b>     |        |        |        |        |         |
| 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%   |
| <b>资产总额</b>       | 6,629.8     | 7,987.9     | 6,869.4      | 13,265.5     | 15,841.1     | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |         |
| 短期债务              | 1,052.5     | 1,052.0     | 1,310.6      | -            | -            | 资产负债率          | 73.7%  | 73.0%  | 58.2%  | 73.7%  | 73.1%   |
| 应付账款              | 2,407.9     | 2,858.9     | 1,071.3      | 6,708.8      | 6,894.2      | 负债权益比          | 279.6% | 270.1% | 139.4% | 279.6% | 271.6%  |
| 应付票据              | 1,147.0     | 757.2       | 1,043.5      | 2,138.5      | 3,479.4      | 流动比率           | 1.21   | 1.40   | 1.56   | 1.30   | 1.33    |
| 其他流动负债            | 255.7       | 327.6       | 289.3        | 544.2        | 705.4        | 速动比率           | 1.16   | 1.25   | 1.54   | 1.11   | 1.32    |
| 长期借款              | -           | -           | -            | -            | -            | 利息保障倍数         | 24.04  | 4.16   | 3.89   | 8.05   | -21.67  |
| 其他非流动负债           | 20.2        | 833.9       | 284.7        | 379.6        | 499.4        | <b>分红指标</b>    |        |        |        |        |         |
| <b>负债总额</b>       | 4,883.4     | 5,829.7     | 3,999.4      | 9,771.1      | 11,578.5     | DPS(元)         | -      | 0.15   | -      | -      | -       |
| 少数股东权益            | 0.2         | -0.9        | -1.3         | -1.9         | -2.9         | 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     | 1,859.1      | 2,484.1      | 3,253.3      |                |        |        |        |        |         |
| <b>股东权益</b>       | 1,746.4     | 2,158.2     | 2,870.0      | 3,494.4      | 4,262.6      |                |        |        |        |        |         |
|                   |             |             |              |              |              | <b>业绩和估值指标</b> |        |        |        |        |         |
|                   | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | EPS(元)         | 0.46   | 0.49   | 0.50   | 0.60   | 0.80    |
| <b>现金流量表</b>      |             |             |              |              |              | BVPS(元)        | 1.72   | 2.12   | 2.84   | 3.45   | 4.21    |
|                   |             |             |              |              |              | PE(X)          | 52.2   | 48.9   | 48.0   | 40.6   | 30.4    |
| 净利润               | 471.2       | 501.6       | 510.2        | 602.8        | 806.3        | PB(X)          | 14.1   | 11.4   | 8.5    | 7.0    | 5.7     |
| 加:折旧和摊销           | 2.6         | 6.6         | 2.6          | 2.6          | 2.6          | P/FCF          | 43.5   | -109.4 | -66.1  | 16.0   | 5.4     |
| 资产减值准备            | 11.6        | -9.8        | -            | -            | -            | P/S            | 3.8    | 2.9    | 2.3    | 1.4    | 0.8     |
| 公允价值变动损失          | -0.8        | 13.5        | -11.9        | 2.1          | 2.6          | EV/EBITDA      | 16.3   | 18.8   | 39.2   | 33.5   | 22.8    |
| 财务费用              | 27.4        | 153.0       | 164.2        | 82.6         | -36.3        | CAGR(%)        | 8.5%   | 17.1%  | 10.1%  | 8.5%   | 17.1%   |
| 投资损失              | -23.0       | -310.5      | -250.0       | -150.0       | -100.0       | PEG            | 6.1    | 2.9    | 4.7    | 4.8    | 1.8     |
| 少数股东损益            | -0.0        | -1.1        | -0.4         | -0.6         | -1.0         | ROIC/WACC      | 7.1    | 3.6    | 1.8    | 1.5    | 4.6     |
| 营运资金的变动           | -4,500.8    | -2,901.5    | -566.3       | 2,140.7      | 3,575.7      | REP            | 0.8    | 1.1    | 4.1    | 10.6   | -1.8    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -1,883.8    | -726.0      | -151.6       | 2,680.2      | 4,249.8      |                |        |        |        |        |         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -717.8      | 8.0         | 186.5        | 127.0        | 136.5        |                |        |        |        |        |         |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 2,310.4     | 775.6       | -259.4       | -1,278.4     | 122.7        |                |        |        |        |        |         |

资料来源: 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      |
|       | 许敏  | 021-68762965  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-68766287  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 潘艳  | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 朱贤  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李倩  | 010-59113575  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-59113570  | wenpeng@essence.com.cn    |
| 深圳联系人 | 张莹  | 010-88888888  | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |
|       | 张青  | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
|       | 邓欣  | 0755-82821690 | 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