

瑞茂通(600180.SH)

其它运输行业

评级: 买入 首次评级

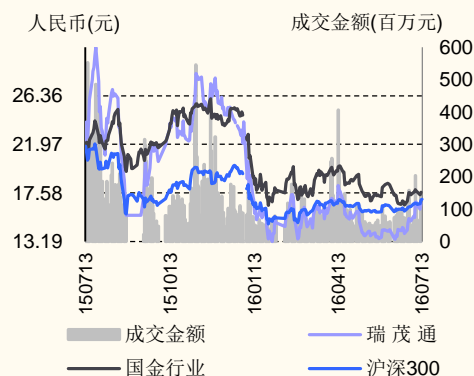
公司深度研究

市场价格(人民币): 17.00元
 目标价格(人民币): 26.50-28.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	882.55
总市值(百万元)	17,280.12
年内股价最高最低(元)	30.73/13.19
沪深300指数	3282.87
上证指数	3060.69



相关报告

1. 《平台运行模式逐渐明晰、客户流量远超预期-瑞茂通公司研究简报》, 2015.11.22

煤炭供应链触底反弹, 电商平台贡献未来增量

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.572	0.420	0.605	0.747	0.893
每股净资产(元)	2.46	4.06	4.68	5.42	6.32
每股经营性现金流(元)	-0.83	0.37	-0.44	0.07	0.19
市盈率(倍)	21.53	52.54	28.08	22.77	19.03
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	36.29	36.29	36.29
净利润增长率(%)	6.68%	-14.93%	43.94%	23.32%	19.62%
净资产收益率(%)	23.28%	10.36%	12.93%	13.75%	14.13%
总股本(百万股)	878.26	1,017.41	1,016.48	1,016.48	1,016.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕煤炭供应链管理, 转型一体化增值服务创新模式:** 公司在行业内率先由低买高卖贸易的盈利模式向供应链一体化增值服务转型, 致力于打造供应链管理一体化综合服务平台。通过提供采购煤炭加工、物流配送、资源分销、交易撮合、供应链金融的一体化服务, 为下游客户降低用煤成本, 为上游生产商及时回笼资金, 逐步构建起供应链管理+供应链平台+供应链金融的复合发展模式, 搭建一个完整的产业生态圈。
- **受益煤炭行业环境改善, 公司供应链管理业务收入有望稳步上升:** 2016年随着煤炭过剩产能逐步出清, 煤炭价格和运价呈现触底反弹的趋势, 煤炭价格基本恢复到2015年年初的水平, 中国沿海煤炭运价的主要指数同比2015年均有10%的上升。公司受益行业景气上行, 2016年上半年净利润预增38%-46%, 预计全年供应链管理收入稳步增长10%, 贡献毛利9.56亿元。
- **供应链金融板块发展迅猛, 推动核心业绩增长:** 2015年公司供应链金融收入大幅增长80.64%, 保理业务规模发展迅速, 13-15年保理合同下受让应收账款余额年复合增速70%, 毛利率由60.67%升到85.17%, 提振公司整体毛利率的上升。预计公司在供应链金融板块可以达到20亿的利润水平, 未来三年仍有3-4倍的利润上升空间, 将进一步推动公司整体业绩的增长。
- **电商平台流量远超预期, 贡献未来收入增量:** 公司借助煤炭领域多年的线下积累, 成功推出煤炭电子商务平台——易煤网, 实现产业链上下游企业的无缝对接, 满足其煤炭撮合交易、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求。易煤网经营模式日趋成熟, 流量远超预期, 运行16个月易煤网累计实现煤炭交易量8090万吨, 交易额突破264亿元。预期2018年电商平台将实现流量变现, 贡献收入, 实现成交金额525亿元, 贡献收入7.88亿元。

投资建议

- 我们看好煤价回暖提振公司相关业务收入的增长, 迅猛发展的供应链金融板块对核心业绩的推动, 可期的电商平台流量变现。预计公司2016年供应链管理和供应链金融业务盈利6.15亿元, 给予35倍PE估值; 易煤网2018年实现收入7.88亿元, 给予10倍PS估值, 贴现10.5%至2016年, 合计市值279.79亿元。对应目标价27.54元, 给予“买入”评级。

风险

- 人民币汇率波动风险; 煤炭价格、运费波动风险; 供应链金融风险。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介：立足煤炭，进军大宗商品供应链管理	4
商品、电商、供应链金融三大板块协同发展	4
股权结构	6
创新管理模式：类阿米巴合伙制+股权激励计划	6
率先转型煤炭供应链一体化管理，优势明显整合万亿级产业市场	7
煤炭地域供需不均衡，煤炭供应链应运而生	7
中国煤炭运输体量巨大，潜在市场规模超万亿	8
创新煤炭供应链模式，一体化全方位增值服务优势凸显	9
公司煤炭业务贸易规模逆势上涨，行业环境改善盈利能力有望提升	12
易煤网交易平台：整合生态空间和产业资源	16
“九维一体”运营模式，构建产业生态圈	16
培育交易规模，平台流量变现指日可待	17
成功引入战略投资者，接入外部资金	20
商业保理、融资租赁——布局线下供应链金融	20
商业保理业务规模增长迅猛	21
投资融资租赁，完善供应链金融渠道建设	22
供应链金融未来 3 年有 3-4 倍的利润上涨空间	23
盈利预测	24
核心假设	24
估值方法选择	24
估值及投资评级	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司营业收入稳步上升（单位：百万元）	5
图表 3：公司总体毛利率保持稳定	5
图表 4：公司营业收入构成（单位：百万元）	5
图表 5：供应链金融毛利贡献占比不断提升	5
图表 6：煤炭供应链生态圈	6
图表 7：公司股权结构	6
图表 8：我国煤炭消费和生产呈不对称格局	7
图表 9：全国煤炭生产量分布	8
图表 10：全国煤炭消费量分布	8
图表 11：2015 年煤炭产量分布	8
图表 12：2015 年煤炭消费量分布	8
图表 13：全国煤炭供给量情况	9
图表 14：全国煤炭需求量情况	9

图表 15: 煤炭供应链运营模式的转型.....	10
图表 16: 公司国内业务网络.....	10
图表 17: 公司国际业务网络.....	11
图表 18: 公司煤炭供应链管理服务全景图.....	12
图表 19: 全国煤炭铁路运量呈负增长 (单位: 万吨)	13
图表 20: 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)趋于低位	13
图表 21: 煤炭行业毛利率一路下行.....	13
图表 22: 煤炭行业销售利润率趋于低位	13
图表 23: 公司国内煤炭和进口煤炭发运量 (单位: 亿吨)	14
图表 24: 公司煤炭发运总量量增长迅猛	14
图表 25: 公司煤炭供应链营业收入复合增速 18% (单位: 亿元)	14
图表 26: 公司煤炭供应链毛利稳中有升	14
图表 27: 煤炭供应链业务公司可以拓展的市场空间巨大.....	15
图表 28: 六大发电集团煤炭库存 (单位: 万吨)	15
图表 29: 秦皇岛港口煤炭库存 (单位: 万吨)	15
图表 30: 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K).....	16
图表 31: 中国沿海煤炭运价指数 2016 年同比 2015 年变化幅度	16
图表 32: 易煤网“九维一体”运营模式	16
图表 33: 煤炭需求专区.....	17
图表 34: 煤炭商城.....	17
图表 35: 参与阳光采购的名企.....	17
图表 36: “煤易融”交易流程.....	18
图表 37: “煤易贷”交易流程.....	18
图表 38: “煤易购”交易流程	19
图表 39: “易煤网”发布 10 期长江口动力煤价格指数	19
图表 40: 公司易煤网收入预测	20
图表 41: 瑞茂通线下供应链金融布局.....	20
图表 42: 商业保理业务盈利来源	21
图表 43: 公司保理合同项下受让的应收账款余额 (单位: 亿元)	21
图表 44: 公司商业保理业务营业收入 (单位: 亿元)	21
图表 45: 公司商业保理业务毛利 (单位: 亿元)	22
图表 46: 公司商业保理业务毛利率.....	22
图表 47: 公司投资设立的三家融资租赁公司	22
图表 48: 煤炭行业应收账款.....	23
图表 49: 煤炭行业存货.....	23
图表 50: 瑞茂通收入成本预测表	24
图表 51: 瑞茂通与类同业务公司估值比较.....	24
图表 52: 瑞茂通股价预测	25

公司简介：立足煤炭，进军大宗商品供应链管理

商品、电商、供应链金融三大板块协同发展

- 瑞茂通供应链管理股份有限公司是中国领先的大宗商品供应链管理服务专家。主营商品有煤炭、铁矿石、棉花等。公司员工近 400 人，拥有 40 余家分子公司。

依托专业化的供应链管理服务 and 供应链平台服务，公司供应链管理业务已遍布全国主要煤炭生产区和消费区。2010 年，公司开始涉足进口煤业务，分别在印度尼西亚、新加坡和中国香港成立公司/设立办事处，经营的进口煤炭品种包括印尼煤、南非煤和俄罗斯煤等。2012 年 8 月，瑞茂通成功在上交所上市，成为中国 A 股板块的成员之一。2013 年陆续投资设立了商业保理、融资租赁及供应链平台服务等公司，2015 年伴随着“互联网+”的浪潮，易煤网正式上线，完成了商品板块、电商板块、供应链金融板块的战略布局，瑞茂通逐步构建起供应链管理+供应链平台+供应链金融的复合发展模式。

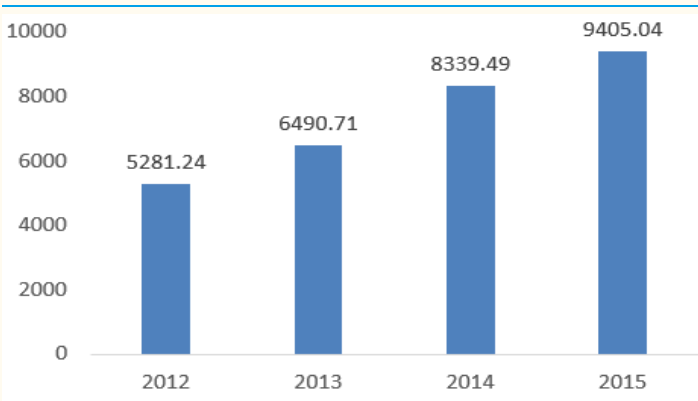
图表 1：公司发展历程



来源：公司网站、国金证券研究所

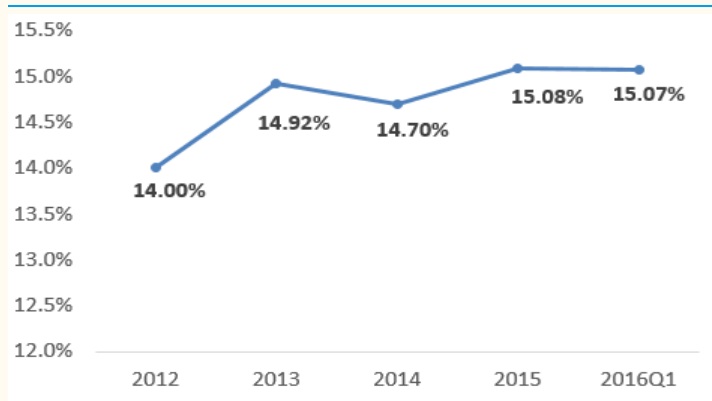
- 外延式扩张收入稳步增长，供应链金融收入比重不断提升。随着近些年来，公司不断进军新的业务板块，外延式扩张带来公司主营业务收入的稳步增长。2015 年公司实现营业收入 94.05 亿元，同比增长 12.78%；其中供应链金融板块实现收入 7.14 亿元，大幅增长 80.64%，供应链金融所占收入比重提升到 7.6%，所占份额进一步提升。公司的毛利率也保持在基本相当稳定的水平。

图表 2：公司营业收入稳步上升（单位：百万元）



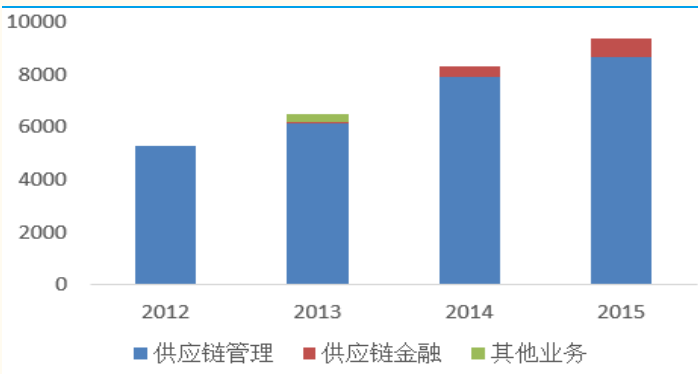
来源：wind、国金证券研究所

图表 3：公司总体毛利率保持稳定



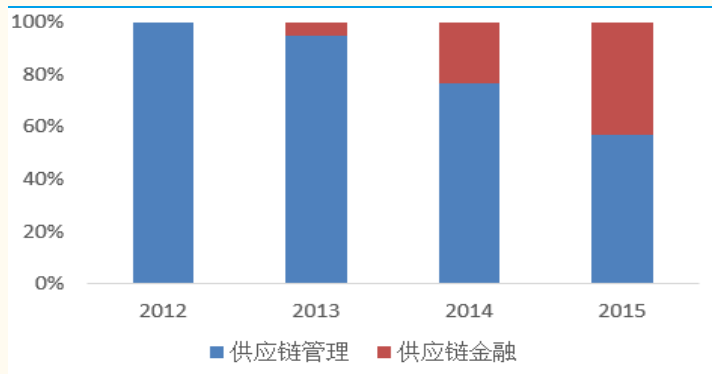
来源：wind、国金证券研究所

图表 4：公司营业收入构成（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：供应链金融毛利贡献占比不断提升



来源：wind、国金证券研究所

- 公司致力于打造供应链管理一体化综合服务平台，实现各方合作共赢。利用供应链平台有效整合各方优势资源，通过提供采购服务（国际、国内多资源）、煤炭加工服务（掺配、洗选、洁净）、物流配送服务（仓储、分拨、运输、装卸、转港、多式联运等）、资源分销服务（电力、冶金、化工、建材等）、交易撮合服务、信息咨询服务、供应链金融服务，为下游客户高效配置煤炭资源，降低用煤成本；为上游生产商稳定分销煤炭，及时回笼资金；为中间贸易商补足短板，撮合交易，搭建一个完整的供应链生态圈。

图表 6：煤炭供应链生态圈

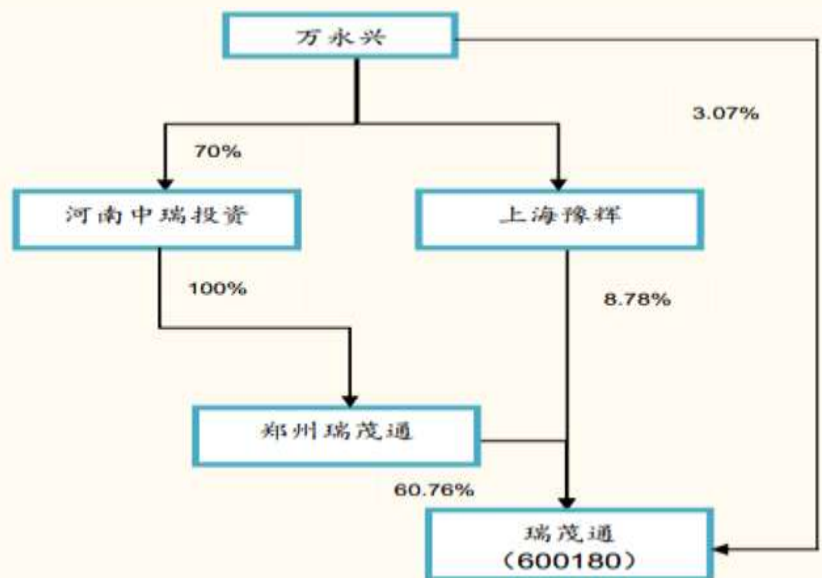


来源：公司资料、国金证券研究所

股权结构

- 公司的控股股东是郑州瑞茂通管理股份有限公司，控股 60.76%。第二大股东是上海豫辉投资管理中心，占有 8.78% 的股份。公司实际控制人是公司的董事长万永兴先生，直接及间接控制公司的股份比例为 72.60%。

图表 7：公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

创新管理模式：类阿米巴合伙制+股权激励计划

- 公司全面推行类阿米巴合伙制。公司持续推进创新管理模式，根据公司各个业务单元的具体情况，从组织架构和管理形式上全面推行合伙制改革，通过变革

利润分配机制，团队利益与公司利益保持高度一致，充分激发了业务团队的主观能动性。同时，合伙制的改革为公司引进高端人才或团队奠定基础。

- **管理层激励到位。**公司首批股权激励计划第二期股票期权和限制性股票达到行权和解锁上市条件，2015年1月14日，公司第五届董事会第三十七次会议审议通过了《关于公司股权激励计划限制性股票第二期解锁、首批股票期权第二个行权期可行权、预留部分股票期权第一个行权期可行权的议案》。报告期内共计5名高级管理人员和82名核心业务人员分别实施了股权激励计划，共涉及限制性股票93万股，股票期权521.5万股。

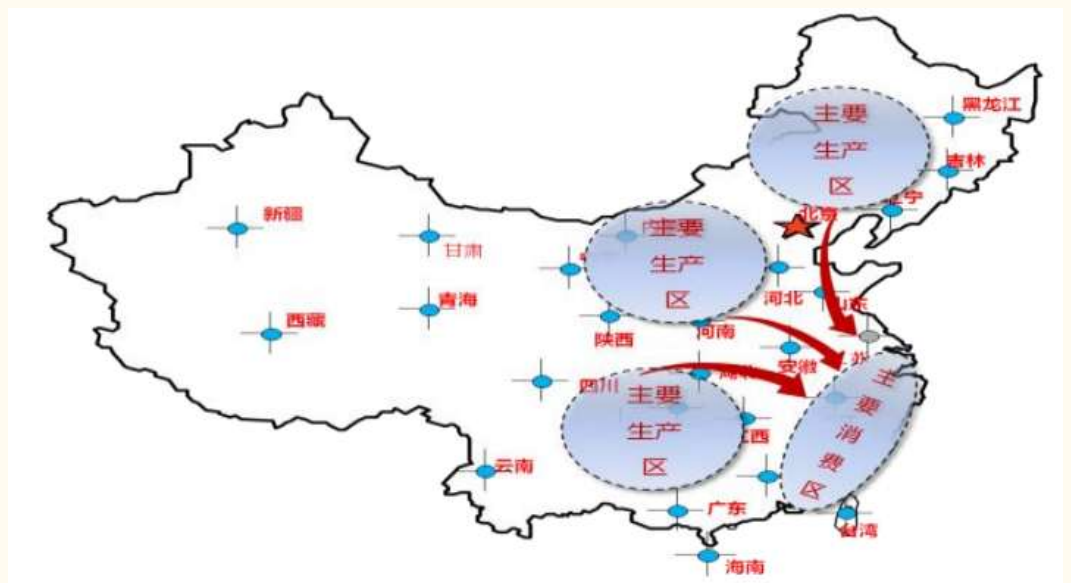
2015年9月，公司为了进一步完善治理结构，建立、健全公司激励机制和约束机制，增强公司管理团队和业务骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，重新制定股票期权激励计划。本期股票期权项目对公司高级管理人员及核心经营层人员共计168人，首次授予2750万股，预留300万股。

率先转型煤炭供应链一体化管理，优势明显整合万亿级产业市场

煤炭地域供需不均衡，煤炭供应链应运而生

- 作为当今世界上第一产煤大国与第一消费量大国，我国煤炭行业呈现一些显著特征。我国煤炭的产地主要集中在山西、陕西、内蒙古等地，而煤炭的消费主要集中在沿海发达的长三角、山东等地区，以及急需工业生产的河南河北等地，煤炭供求在地域分布上呈现不匹配状态。

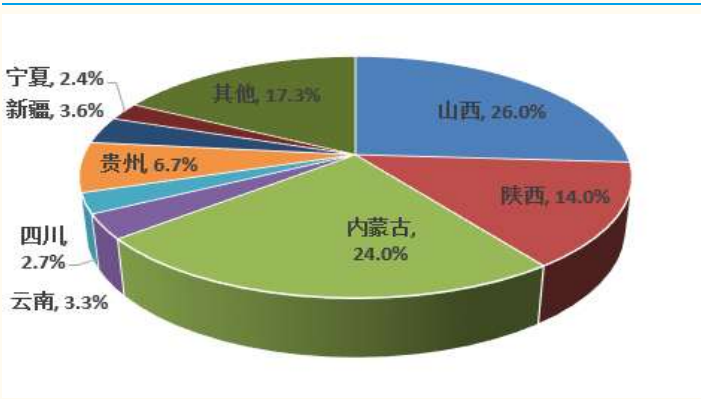
图表 8：我国煤炭消费和生产呈不对称格局



来源：网络资料、国金证券研究所

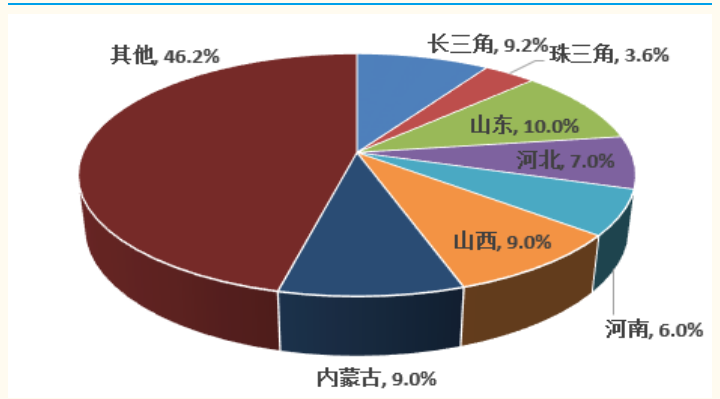
西多东少、北多南少，是中国煤炭资源地理分布的重要特征。在大兴安岭—太行山—雪峰山一线以西的晋、陕、内蒙古、宁、甘、青、新、川、渝、黔、滇、藏 12 个省（市、自治区）的煤炭资源量占全国总量的 89%；而该线以东的 20 个省（市、自治区）仅占全国的 11%。分布在昆仑山—秦岭—大别山一线以北的京、津、冀、辽、吉、黑、鲁、苏、皖、沪、豫、晋、陕、内蒙古、宁、甘、青、新 18 个省（市、自治区）的煤炭资源量占全国煤炭资源总量的 93.6%；而该线以南的 14 个省（市、自治区）仅占全国的 6.4%。客观地质条件形成的这种不均衡分布格局，决定了中国北煤南运、西煤东调的长期发展态势。

图表 9：全国煤炭生产量分布



来源：wind、国金证券研究所

图表 10：全国煤炭消费量分布



来源：wind、国金证券研究所

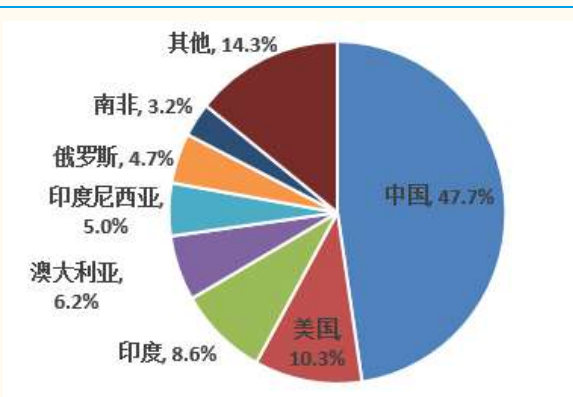
- 煤炭资源和需求的地理分布不均衡使煤炭运输成为制约我国煤炭行业发展的关键因素。虽然我国政府在增加铁路运力方面做出了很大努力，并将对国有铁路系统进行进一步扩能，但目前仍不能完全满足煤炭运输的需要，运力短缺的局面在近期内仍然难以得到根本性的改变。

煤炭供应链的上游是生产煤矿，下游是电厂，中间的贸易商主要是靠赚取差价来盈利。煤炭非标准品，原煤出矿后往往要经过混洗选、掺配、风选等各种操作才能符合下游厂商需求；由于不同煤矿产出的煤炭标准不一致，产出后也不能直接用户生产，再加上北煤南运、西煤东调的长距离运输调配，从事煤炭供应链中介的企业应运而生。

中国煤炭运输体量巨大，潜在市场规模超万亿

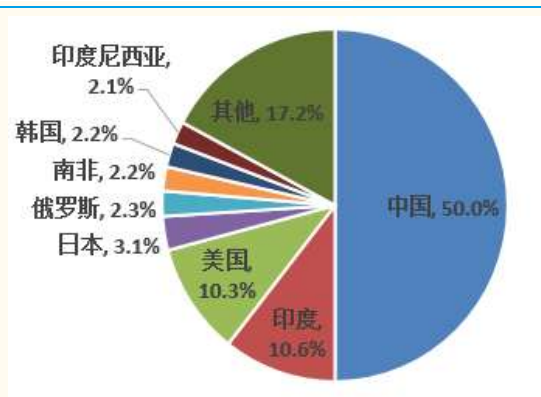
- 我国是“富煤、贫油、少气”的国家，这一特点决定了煤炭将在一次性能源生产和消费中占据主导地位且长期不会改变。虽然目前，我国煤炭产业陷入需求增速放缓、过剩产能和库存消化、环境制约及结构调整的“四期并存”发展阶段，但是“瘦死的骆驼比马大”，我国的煤炭运输体量依然十分巨大。世界煤炭产量约 80 亿吨，全国产量达 37.5 亿吨，虽然同比减少 3.3%，但仍占世界的 47%；我国煤炭消费量为 39.65 亿吨，同比下降 3.7%，但仍占世界煤炭消费量的一半。煤炭在我国能源消费结构的比重达到 64%，远高于 30%的世界煤炭平均水平。全国铁路发运煤炭 20 亿吨，主要运煤通道煤炭发运量大秦线完成 3.97 亿吨，侯月线完成 1.65 亿吨。

图表 11：2015 年煤炭产量分布



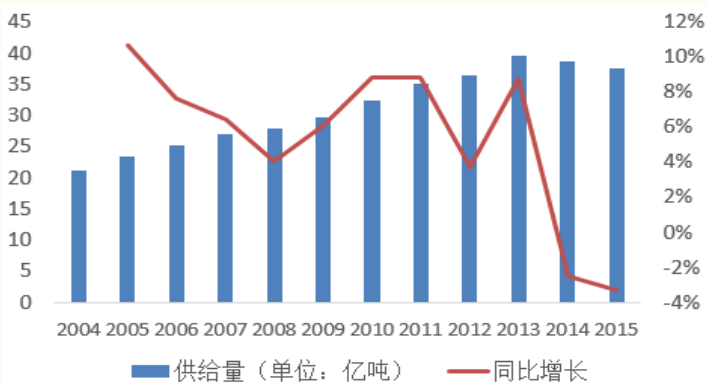
来源：世界银行、国金证券研究所

图表 12：2015 年煤炭消费量分布

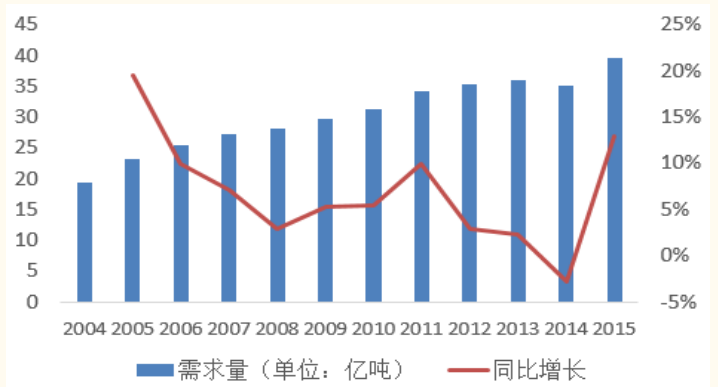


来源：世界银行、国金证券研究所

图表 13：全国煤炭供给量情况



图表 14：全国煤炭需求量情况



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

- 考虑到煤炭需求的惯性增长、国内经济结构转型等因素，预计未来 5 年内全国煤炭消费将保持在 40 亿吨左右。目前秦皇岛大同优混（5800）煤价格在 428 元/吨，秦皇岛山西优混（5500）煤价格在 397 元/吨，以煤炭价格 400 元/吨来估计，煤炭产业规模在 16000 亿元左右，基本确定可以达到万亿规模，煤炭供应链行业的发展前景十分广阔。

创新煤炭供应链模式，一体化全方位增值服务优势凸显

- 行业模式由简单赚取运费和买卖差价向一体化全方位服务转型。

煤炭供应链中间商主要有三种运营模式：

- 单纯煤炭运输赚取运费：根据上游供应商或者下游采购商的订单将煤炭运输到目的地，盈利模式是赚取路程上的运费，相对来说毛利率较低，是行业刚起步时公司主要采取的方式，现在已经被逐步弃用
- 煤炭贸易商一手买进、一手卖出的商业中介：主要盈利模式是赚取买卖的差价，抗风险能力比较弱，受煤价波动的影响也比较大
- 专业化的第三方煤炭供应链管理：涵盖大宗商品加工、物流、配送、分销等多个供应链服务环节，针对上下游客户间多煤种、多需求的多对多撮合交易。主要是靠服务赚取利润的，因此抗风险能力比较强，受煤价波动的影响也比较小。

在前两种模式下，公司进行煤炭供应链运营的盈利方式非常简单，随着煤炭整体行业景气下行，成长方式粗放、流通效率低，从而抗风险能力很弱，煤价波动压缩了利润空间。很多公司纷纷向一体化的供应链管理服务转型，主要是靠服务赚取利润的，煤炭服务商也可以向供应链的更多环节外延式发展，拓展新的盈利空间，增厚利润。在新的运营模式下，中间商可以发挥更大的作用。由原来简单的渠道作用，可以变身渠道+平台的搭建，并且在整个供应链当中起到主导作用。

在新的模式下，盈利来源由加工增值服务和运费两部分组成。煤炭运输对应的毛利率与传统的运输基本相同，在 7% 左右。增值服务产生的附加价值很高，毛利率可以高达 20%。综合来看，新的运营模式下业务毛利率在 12% 左右。

图表 15: 煤炭供应链运营模式的转型



来源：国金证券研究所

- 覆盖全球的煤炭供应链网络成为公司的竞争优势和安全边际。在新的业务模式下，一体化服务对连接上下游企业的煤炭供应链网络要求更高。公司在煤炭供应链领域拥有十多年的行业经验，业务范围基本覆盖国内煤炭资源主产地和主要消费地，同时，公司海外进口业务实现快速发展，初步构建全球化资源采购、销售渠道。完善的网络系统成为公司最为明显的竞争优势，也提高了其他企业进入行业的壁垒。

在国内，公司与国内主要的煤炭企业如中煤集团、山煤集团、神华集团等都建立了战略合作关系。在国际上，公司将业务网络拓展到东南亚、北美、俄罗斯、澳大利亚、南非等地，并准备积极向印度、蒙古和巴西拓展。趁着煤炭下降、行业出现空白等因素，公司加快对煤炭的进口，2014 年瑞贸通煤炭进口量 432.6 万吨，排在国内煤炭进口商第十位，到 2015 年公司已经进口煤炭 1617 万吨，排到了国内第三位。2012 年在公司的煤炭发运量中，国内煤炭占到 592 万吨，进口煤炭仅仅 279 万吨，而到 2015 年公司的进口煤炭发运量已经超过国内煤炭发运量的 1191 万吨，达到 1617 万吨。

图表 16: 公司国内业务网络



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 17：公司国际业务网络

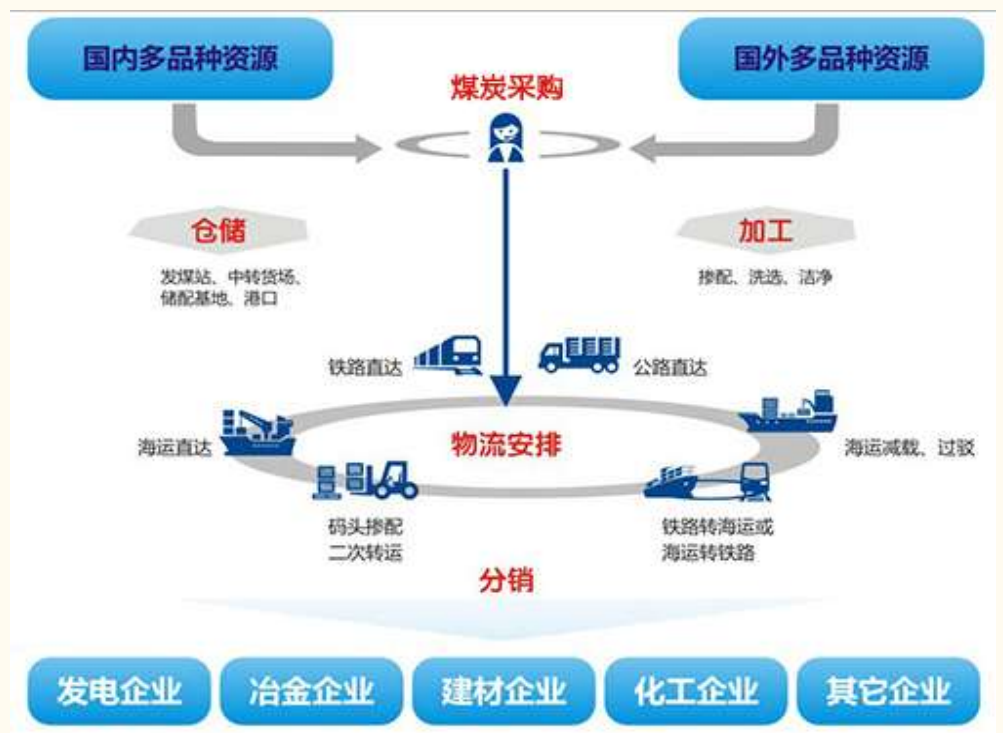


来源：公司网站、国金证券研究所

■ 供应链管理无缝衔接上下游企业，实现贸易服务化。

- 从上游煤炭供应商来看：公司的供应链服务，通过保值代销、包销等模式，为大宗商品生产企业扩宽销售渠道，提供一体化、一揽子销售解决方案服务。
- 从下游终端用户来看：通过“采购、加工、仓储、配送、分销”，即将煤源采购、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、煤炭分销等服务功能加以整合，为终端用户提供多种、全链条、一站式的大宗商品供应链管理服务。为各类煤炭需求方在规定的、地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，最大限度的降低终端用户的用煤成本和煤炭管理成本，提高用煤效率。
- 同时，公司利用期现货结合等手段，为煤炭产业链上下游企业提供增值服务。为下游企业做套期保值，引入期货指数点价等机制，降低采购成本，为持续、稳定的大宗商品需求供给保驾护航。为煤炭提供远期销售合约扩宽销售渠道，利用期货交割厂库资质，通过电子仓单交易，实现内陆煤与沿海、沿江主要港口及中转地等价值煤炭的置换。为中小贸易提供期货服务，对冲贸易风险。

图表 18：公司煤炭供应链管理服务全景图



来源：公司网站、国金证券研究所

2016年6月20日，公司下属全资子公司深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司，拟以自有资金5000万元投资设立深圳瑞易达售电有限公司。投资设立深圳瑞易达售电有限公司，是公司顺应国家售电侧改革政策，探索延伸煤炭供应链产业服务链条的新的尝试。不仅有利于公司创新商业模式，促进煤电联动，更能有效提升公司整体盈利能力。

公司煤炭业务贸易规模逆势上涨，行业环境改善盈利能力有望提升

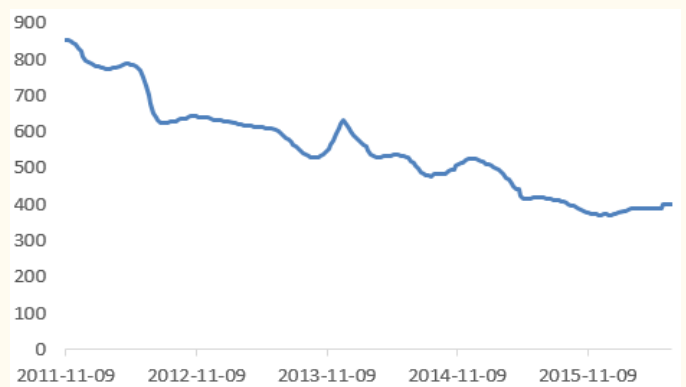
- 煤炭行业景气从2012年起持续下行，产能过剩需求疲软供求失衡。国内煤炭市场延续自2012年以来的疲软态势，上游产能过剩，下游需求不足，供求失衡的矛盾更加突出。社会库存居高不下，煤价成单边下跌态势。铁路煤炭运量从2014年起呈负增长，2015年全国铁路发运煤炭量同比减少2.9亿吨，下降12.6%，连续16个月下降。煤炭库存量一度升高，截至2015年年末，全社会煤炭库存已连续48个月超过3亿吨。其中，煤炭企业库存约1.01亿吨，较年初增长16.7%。煤炭贸易由原来的卖方市场转变为买方市场，经历了三年多的调整期，煤价已经跌到相当低位。环渤海动力煤价格为372元/吨，较年初的525元/吨下降153元/吨。全年环渤海动力煤指数均价427元/吨，同比下18.2%。安徽淮南的动力煤车板价2016年5月只有360元/吨，相比2012年年初最高时的870元/吨，已经跌掉57%。

图表 19: 全国煤炭铁路运量呈负增长 (单位: 万吨)



来源: wind、国金证券研究所

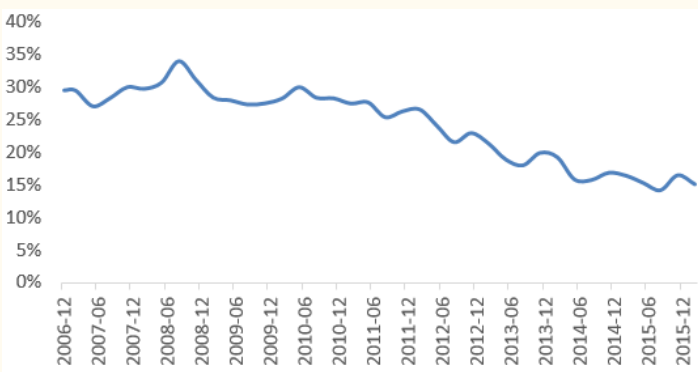
图表 20: 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)趋于低位



来源: wind、国金证券研究所

煤炭行业的利润率不断走低, 利润空间在不停被压缩。煤炭行业的毛利率在 2008 年一度达到 35%, 之后一路下行, 目前只有 15% 左右, 销售利润率在 2016 年 5 月仅有 0.42%, 1 月份还出现过负值。由于经济增速趋势性下行, 结构调整压制能耗, 以及新能源快速发展等多个原因, 煤炭行业的生存状况更加艰难。

图表 21: 煤炭行业毛利率一路下行



来源: wind、国金证券研究所

图表 22: 煤炭行业销售利润率趋于低位

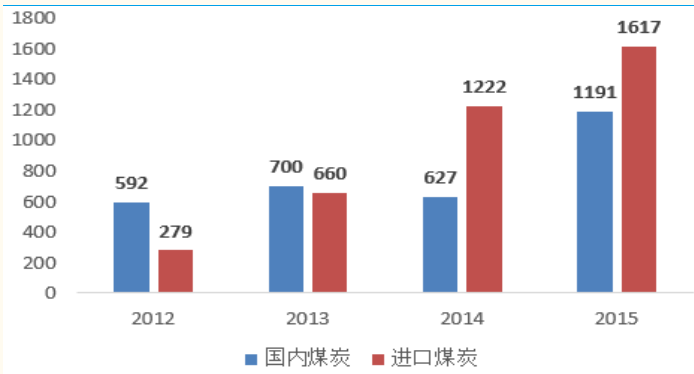


来源: wind、国金证券研究所

- 公司业务量逆势上涨, 市场发展空间依然巨大。公司在煤炭行业处于周期性低谷的背景下, 及时向新型运营模式转型, 通过供应链金融和电商平台的协同作用, 实现了以金融或平台服务的方式参与到煤炭交易的某一或若干环节, 从而达到对市场的变相高速扩张, 业务量在过去三年内一直保持大幅逆势上涨。

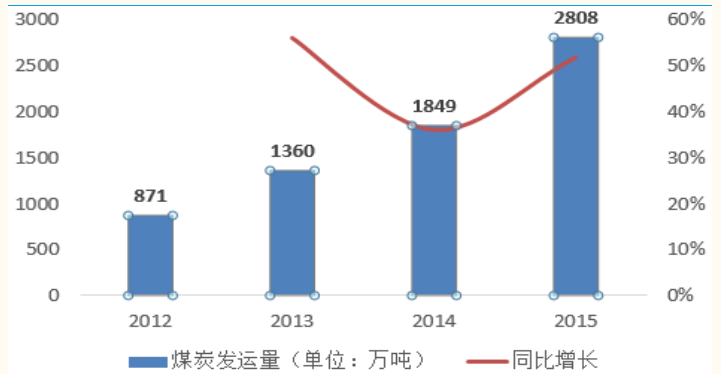
13-15 年公司煤炭发运量的增速分别在 56.1%、36.0%、51.9%, 其中 2015 年公司累计煤炭发运约 2,808 万吨, 同比增长 51.87%, 其中国内煤炭业务 1,191 万吨, 同比增长 89.95%, 国外煤炭进口业务 1,617 万吨, 同比增长 32.32%。公司在煤炭供应链的营业收入在过去三年内保持了 18% 的复合增长率, 毛利也保持在相对稳定增长的状态。

图表 23: 公司国内煤炭和进口煤炭发运量 (单位: 亿吨)



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 24: 公司煤炭发运总量增长迅猛



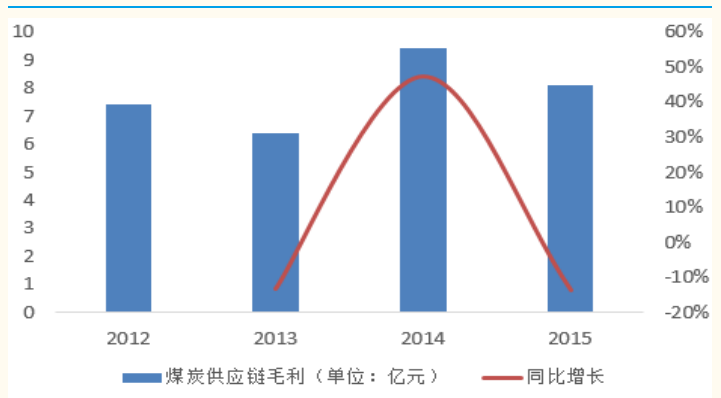
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 25: 公司煤炭供应链营业收入复合增速 18% (单位: 亿元)



来源: wind、国金证券研究所

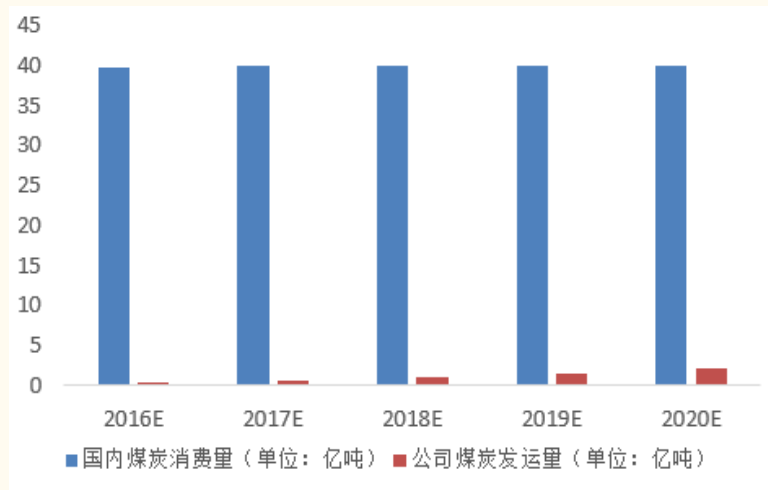
图表 26: 公司煤炭供应链毛利稳中有升



来源: wind、国金证券研究所

2015 年公司煤炭发运量共计约 2,808 万吨, 但国内市场煤炭消费量 39.65 亿吨, 仅占 0.70%, 市场容量大、机会多。预计未来 5 年国内市场煤炭消费量保持在 40 亿吨左右, 如果公司保持过去 48% 的复合增速, 5 年后公司煤炭发运量达到 2 亿吨, 也仅占 5% 的市场空间, 公司可以拓展的市场空间十分巨大。

图表 27：煤炭供应链业务公司可以拓展的市场空间巨大

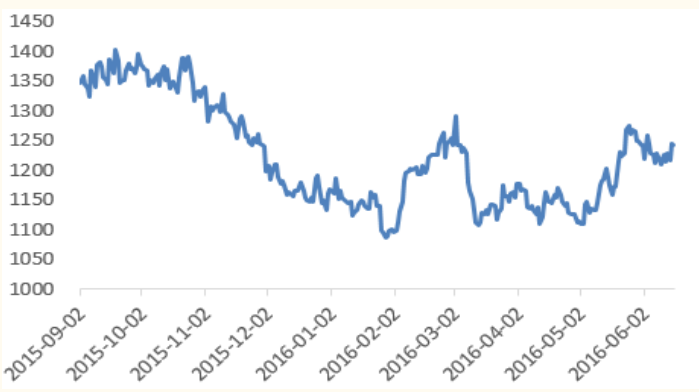


来源：国金证券研究所

- 受益大宗商品回暖，公司煤炭供应链盈利能力有望提升。2015 年至今大宗商品价格呈现 V 型走向，随着年底供给侧改革政策的不断贯彻，行业环境得到明显改善，盈利水平得到明显改善。煤炭的过剩产能逐步出清，从上游煤炭厂商、港口、下游电厂的煤炭库存均下降明显，六大发电集团煤炭库存从 2015 年 9 月的 1402 万吨一度下降到 2016 年 5 月的 1173 吨。预计可能在一定时间内出现供需倒挂的情况，下游电力公司开始补足库存，煤炭供应链业务量有望拉升，公司作为中间商将受益明显。

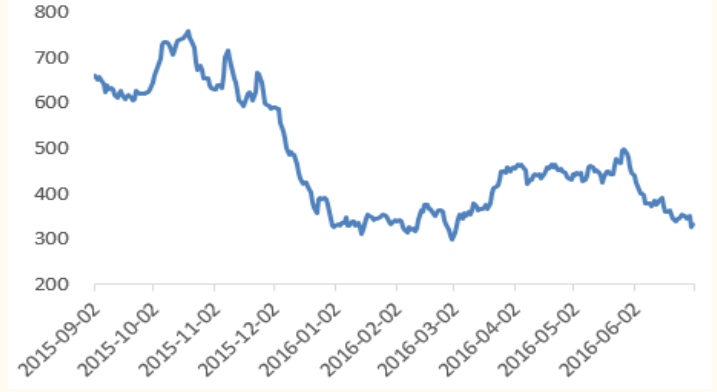
煤炭价格基本恢复到 2015 年年初的水平，随着煤炭价格的回升煤炭运价也开始反弹，中国沿海煤炭运价的主要指数同比 2015 年均有 10% 的上升。煤炭供应链企业的经营情况预计有明显改善。公司截止 2016 年一季度有 5.6 亿元煤炭存货，如果后三季度煤炭价格继续反弹 10%，公司将有 5600 万元左右的税前利润增量。同时运用期货、纸货等相关金融衍生工具对煤炭等大宗商品现货业务进行套期保值，2016 年下半年期货市场企稳，公司在期货方面的投资收益也会有较大提升。煤炭行业触底反弹对于公司进一步提升盈利能力有很大的促进作用。

图表 28：六大发电集团煤炭库存 (单位：万吨)



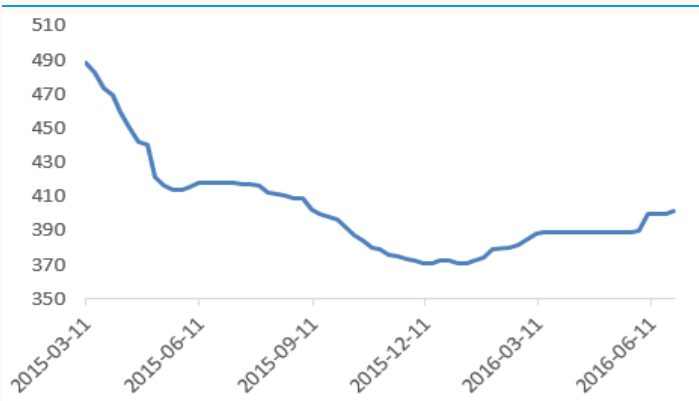
来源：wind、国金证券研究所

图表 29：秦皇岛港口煤炭库存 (单位：万吨)



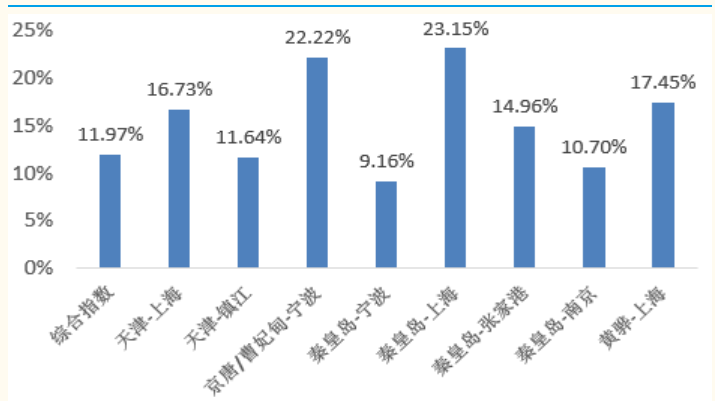
来源：wind、国金证券研究所

图表 30：综合平均价格指数：环渤海动力煤(Q5500K)



来源：wind、国金证券研究所

图表 31：中国沿海煤炭运价指数 2016 年同比 2015 年变化幅度



来源：wind、国金证券研究所

易煤网交易平台：整合生态空间和产业资源

“九维一体”运营模式，构建产业生态圈

- 大宗商品电子商务平台是公司借助互联网思维革新传统商业模式的一大跨越，其不仅能够通过标准化、多样化供应链平台服务（包括金融服务）切实降低产业客户交易成本、提高交易效率，从而吸引并聚集产业各环节核心客户和核心资源，形成数十万亿级别的资产蓝海。产业电商平台聚集资产端，通过平台优势对接庞大的资金端市场，成为嫁接资产和资金的桥梁。

公司借助煤炭领域多年的线下积累，将传统供应链管理服务标准化，成功推出线上线下相结合的垂直电商平台。2015年3月13日，由公司子公司和略电子商务（上海）有限公司独立开发的全球领先大型煤炭电子商务平台——易煤网正式上线公测，一年半以来易煤网经过不断的调整磨合，经营模式日趋成熟。

- 易煤网构建了九维（“易煤商城、撮合交易、团购业务、易煤金融、煤矿专区、阳光采购、物流、行情资讯、数据中心”）于一体的运营模式，通过联合金融、监管、检验、港口仓储等相关利益方，实现产业链上下游企业的高效无缝对接，充分满足其煤炭撮合交易、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求，使交易更高效、更透明。电子商务平台的搭建，将集合供应链各环节参与者，构建全产业链的良性生态圈。公司通过大数据技术，不仅能够对接金融机构，为开展供应链金融服务提供信息支撑，而且也能为公司寻找更多的投资机会。

图表 32：易煤网“九维一体”运营模式



来源：公司资料、国金证券研究所

- “易煤网”通过联合煤企、贸易商、物流商、用煤终端客户、金融机构等相关利益方，打造产业生态圈，实现产业链上下游企业高效对接。
- 易煤网通过“易煤商城”和“团购”业务对接多家大型煤炭生产方，甚至开辟“煤矿专区”直接为客户提供一手资源，减少中间环节，降低采购成本，提高资源供给质量。

图表 33: 煤炭需求专区

煤种	需求(吨)	交货地	提货时间	发布时间	交易状态	操作
动力煤	50,000	河南驻马店	2016-07-22至2016-09-22	3小时前	0家报价	报价
动力煤	50,000	河北曹妃甸港	2016-07-21至2016-07-31	19小时前	0家报价	报价
动力煤	50,000	河北曹妃甸港	2016-07-21至2016-07-31	19小时前	0家报价	报价
动力煤	20,000	山东寿光	2016-07-26至2016-09-26	1天前	0家报价	报价
无烟煤	10,000	内蒙古内蒙古通辽市	2016-09-20至2016-09-30	1天前	0家报价	报价

图表 34: 煤炭商城

煤种	单价(元/吨)	可供应量(吨)	交货地	低位热值(kcal)	收到货款(%)	空干基挥发分(%)
无烟煤	375	10,000	江苏万源港	5700	2.00	6.00
无烟煤	455	10,000	江苏常州港	6050	0.40	6.50
无烟煤	430	20,000	江苏万源港	5850	0.70	6.50
无烟煤	445	20,000	江苏万源港	6050	0.40	6.50
无烟煤	430	10,000	江苏常州港	5850	0.70	6.50

来源：易煤网、国金证券研究所

来源：易煤网、国金证券研究所

- 开发“阳光招标系统”直接服务于终端用户，切实降低客户采购成本。易煤网已为多家大型电厂、钢厂实现线上阳光招标采购。

图表 35: 参与阳光采购的名企



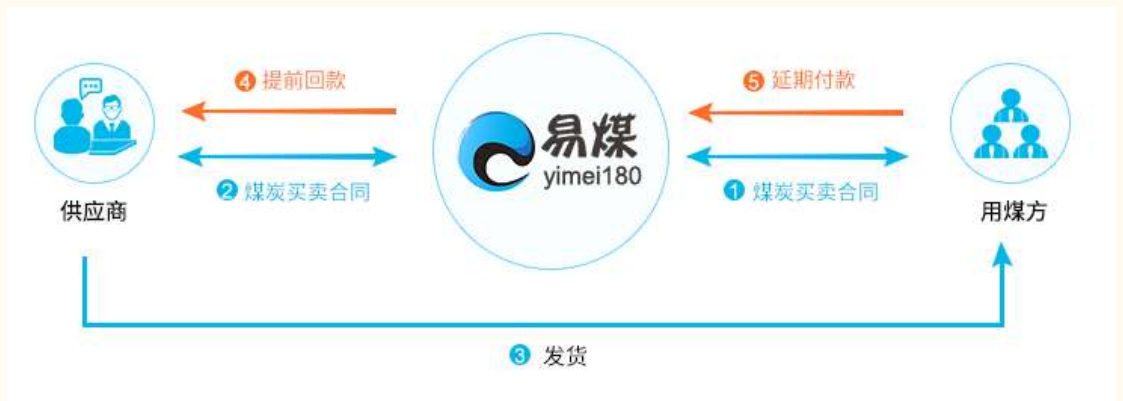
来源：国金证券研究所

- 公司已经对接多家银行开展战略合作，基于易煤网线上交易业务着手开发独立支付系统，为未来打造资金闭环，全面对接供应链金融夯实基础。

培育交易规模，平台流量变现指日可待

- 以供应链金融为支点撬动交易规模。易煤网以公司线下成熟的供应链金融业务为基础，通过创新，相继开发了“煤易购”、“煤易贷”、“煤易融”和“煤易销”等标准化供应链金融产品，为广大产业客户解决融资难、融资贵等行业问题，不仅增加了公司新的利润来源，也保证了平台注册用户和交易规模的高速扩张。
- “煤易融”有两种产品类型：1.应收账款买断：“煤易融”基于客户与下游煤炭消费企业签订的商务合同所产生的应收账款，在客户转让其应收账款给“煤易融”指定的保理商的前提下，向其提供的一种融资服务。2.应收账款质押：企业将其合法拥有的应收账款收款权通过“煤易融”产品平台质押给定向金融机构从而获得融资的方式。

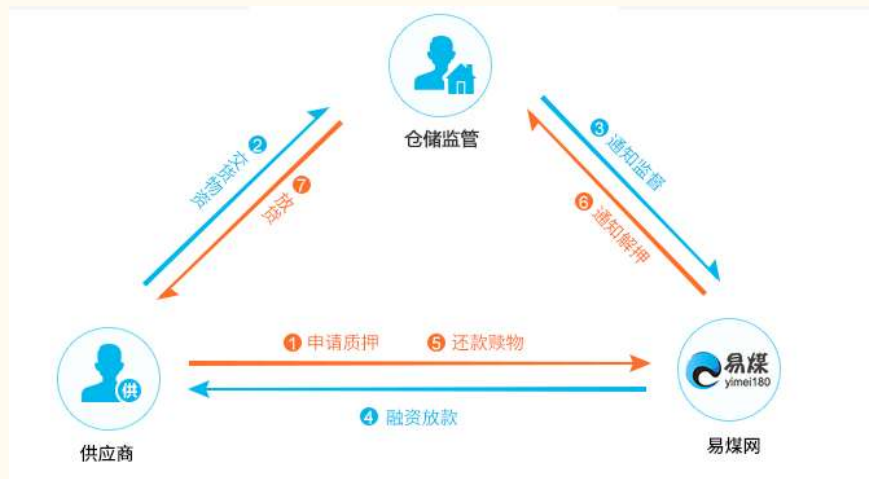
图表 36：“煤易融”交易流程



来源：公司网站、国金证券研究所

- “煤易贷”：易煤网根据客户的申请，通过质押客户合法拥有的煤炭现货货权而提供快速资金融通的平台业务，易煤网按照市场价格估值后，委托第三方仓储机构对货物在易煤网确定的最低价值范围内进行监管。

图表 37：“煤易购”交易流程



来源：公司网站、国金证券研究所

- “煤易购”：为具有稳定、成熟销售渠道的贸易商提供基于订单的采购融资服务，在贸易商支付一定比例的保证金之后，易煤网按照贸易商的指示全额付款给资源方提前锁定优质资源。在约定期限内，贸易商向易煤网付款赎货销售给下游指定用煤企业。

图表 38：“煤易购”交易流程



来源：公司网站、国金证券研究所

- **交易规模持续放量，易煤指数引导资源定价。**易煤网上线仅仅 16 个月，交易规模持续放量，客户和流量发展远超预期。2015 年共计注册用户近 1400 家，其中实现交易的用户 600 余家。截止 2016 年 7 月 12 日，易煤网累计实现煤炭交易量 8090 万吨，交易额突破 264 亿元，月平均流量在 500 万吨左右。

2016 年 4 月易煤网发布了长江口动力煤价格指数，为煤炭在线电子交易、行业供应链金融服务估值参考、煤炭产业跨区域的市场渗透定价提供支撑，并且填补了长江口地区动力煤价格指数的空白，完善了全国煤炭指数体系。目前价格指数已经发布 10 期，通过指数的引导资源定价方式，为煤电双方提供丰富的交易模式，从而实现煤炭资源的最佳配置。

图表 39：“易煤网”发布 10 期长江口动力煤价格指数

日期	长江口动力煤价格指数(元/吨)
2016/7/8	410.5
2016/7/1	399.6
2016/6/24	392.5
2016/6/17	389.3
2016/6/3	386.1
2016/5/27	383.9
2016/5/20	381.5
2016/5/13	381.3
2016/5/6	382.2
2016/4/29	382.87

来源：公司资料、国金证券研究所

- **规模为先，17-18 年有望流量变现释放利润。**目前易煤网还处于平台搭建阶段，努力扩大客户群和流量是主要任务。随着平台逐渐达到一定的规模，收费盈利模式可以更加灵活，规模化交易可以释放广阔的利润空间，易煤网的发展前景一片大好，极具成长性。开发易煤网的子公司和略电子商务(上海)有限公司 2015 年净亏损 2088.10 万元，经营活动净现金流量为 4629.20 万元，预计随着平台搭建完整和支付牌照申请的完成，稳健估计 2018 年可以实现流量变现，利润释放。

2015 年 8 个月易煤网平台煤炭成交量 4400 万吨，交易额 140 亿元，2016 年的前 6 个月成交量 3690 万吨，交易额 124 亿元。预计 2016 年全年有望实现成交量 7500 万吨，交易额 250 亿元左右。假设未来易煤网抽佣比例在 5%，以国内煤炭产量来估计，未来 5 年公司可以整合国内市场 10%左右的市场份额。

图表 40：公司易煤网收入预测

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
成交量（万吨）	7500	11250	15750	22050	28665
同比增长	70%	50%	40%	40%	30%
整合全国产量的比例	2.0%	3.0%	4.3%	6.1%	7.9%
成交金额（亿元）	250	375	525	735	955.5
收费业务渗透率	/	/	30%	40%	50%
收费业务规模（亿元）	/	/	157.5	294	477.75
收费抽佣比例	/	/	5%	5%	5%
收费业务收入（亿元）	/	/	7.88	14.70	23.89

来源：国金证券研究所

成功引入战略投资者，接入外部资金

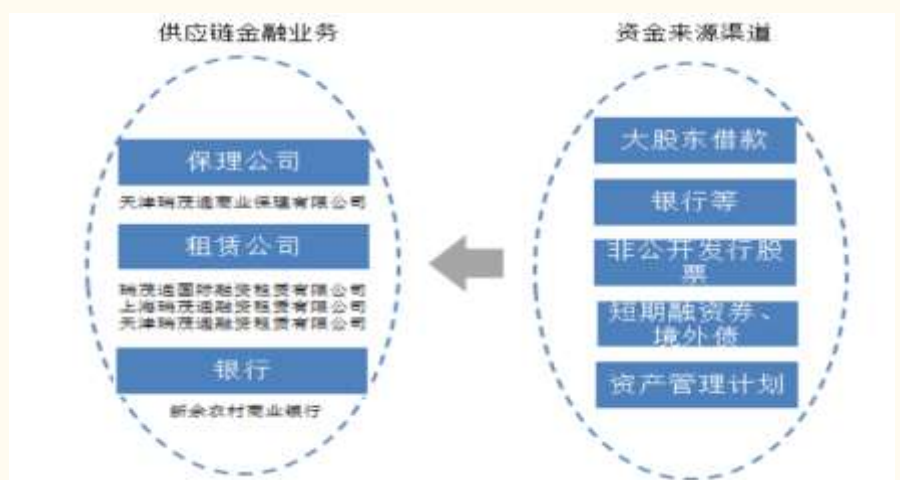
- 2015 年 10 月，和略电商获得恒生电子股份有限公司增资入股，完成增资后，恒生电子持有和略电商 15% 股份。恒生电子是中国目前拥有“全牌照”的金融 IT 企业，在各个领域都有较高的市场占有率，2015 年 6 月 23 日旗下三潭金融负责运营管理的互联网交易金融资产交易平台“网金社”正式上线，网金社持有国内首家获得浙江省金融办批准的互联网金融资产交易中心牌照，可以提供产品发行、转让、登记、交割和资金清结算等服务，业内预测，此次合作为双方未来在大宗商品供应链电商领域的深入合作奠定了坚实的基础，有效的打通了易煤网外部资金的接入口，为易煤网的煤炭互联网金融提供更好的服务。

商业保理、融资租赁——布局线下供应链金融

- 大宗商品行业属于资金密集型行业，本身具备天然的金融属性。行业经营环境的不断恶化，企业盈利能力下降甚至出现亏损，银行等传统金融机构全面下调企业信用等级，进而导致企业资金链条紧张，导致供应链金融诉求急剧增加，供应链金融产业反而迎来高速发展的春天。

公司顺应市场环境变化，积极布局供应链金融产业，利用金融服务传统供应链管理业务板块和电子商务平台板块，增加客户粘性的同时提高公司盈利能力。目前旗下拥有一张商业保理牌照（天津保理公司）和三张融资租赁牌照（天津瑞茂通融资租赁有限公司、上海瑞茂通融资租赁有限公司、瑞茂通国际融资租赁有限公司）。

图表 41：瑞茂通线下供应链金融布局



来源：公司资料、国金证券研究所

供应链金融服务作为公司供应链管理一体化综合服务平台的重要组成部分，是供应链管理服务的延伸和升华，也是公司基于市场需求对供应链管理一体化综合服务平台积极创新探索的重要成果。瑞茂通深度挖掘供应链各环节的客户需求，利用多种金融牌照与工具，创新金融产品，降低交易成本，共享全链条的价值增值。公司以产业为本、金融为器，实现商流、物流、资金流、信息流的充分利用，成为真正意义上集产业整合、渠道开拓、信息集成、物流组织、金融运用为一身的煤炭供应链管理专家。

商业保理业务规模增长迅猛

- 根据瑞茂通“产业+金融+国际化”的发展战略需求，2013年5月10日，瑞茂通供应链管理股份有限公司旗下全资子公司——西宁德祥商贸有限责任公司，在环渤海经济圈的中心地带——天津滨海新区投资设立了天津瑞茂通商业保理有限公司，注册资金5000万元人民币。之后又增资5次，目前公司注册资本将达到9亿元。保理业务不仅创新了公司商业经营模式，提高了上游战略客户的粘性，更为公司赢得大量和中间贸易商合作的机会，更成为公司新的利润增长点，提升公司市场核心竞争力。
- 保理业务的盈利来源主要是依靠放贷给供应链上下游的企业，凭借买卖利息差来赚取收入，费率在12%左右；其次就是收取的中间业务管理费、手续费等，费率平均水平5%。综合估计保理业务的平均费率在10%左右。

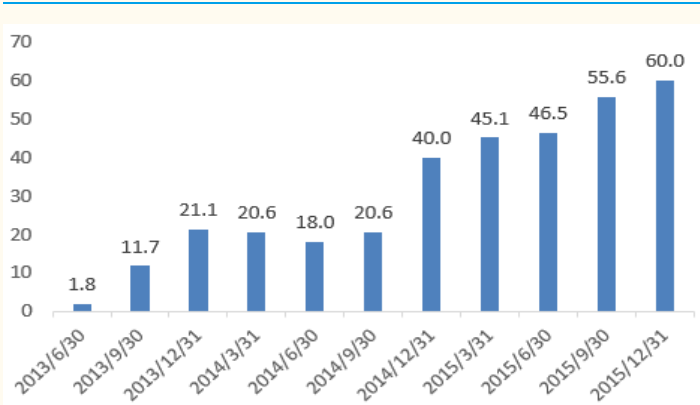
图表 42：商业保理业务盈利来源

保理业务盈利来源	费率
息差收入	12%左右
管理费、手续费	5%左右
综合	10%左右

来源：国金证券研究所

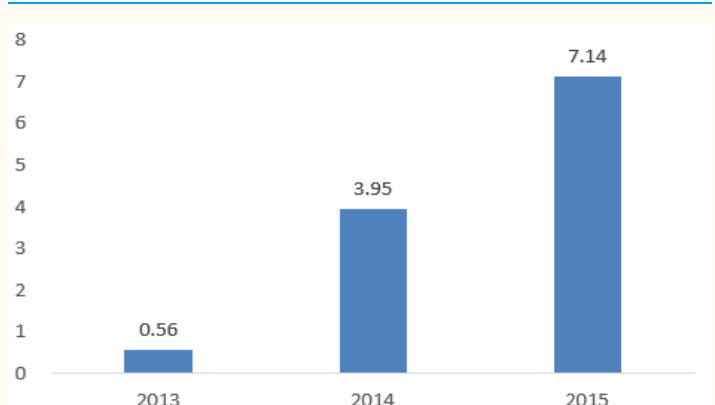
- 整个煤炭行业对公司的供应链金融特别是商业保理业务需求很大，因而虽然业务仅仅开展3年，但是发展却十分迅猛。从2013年公司开展供应链金融业务至2015年年底不到三年里，保理业务规模连年高速增长，保理合同下受让应收账款余额由21.1亿元增长至61.01亿元，年复合增速高达70%。2015年，公司商业合同保理业务实现营业收入7.14亿元，同比增长80.76%；净利润3.19亿元，同比增长54.49%。金融业务资金成本极低，毛利率极高，随着公司业务板块的搭建完成和不断成熟，保理业务毛利率由2013年的60.67%提高到2015年的85.17%，大幅提高25个百分点。

图表 43：公司保理合同项下受让的应收账款余额（单位：亿元）



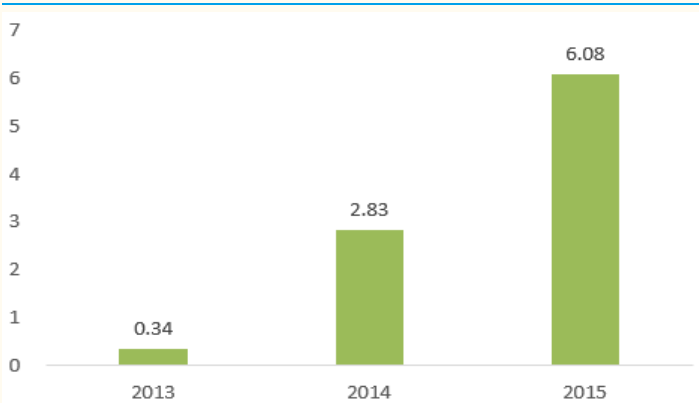
来源：wind、国金证券研究所

图表 44：公司商业保理业务营业收入（单位：亿元）



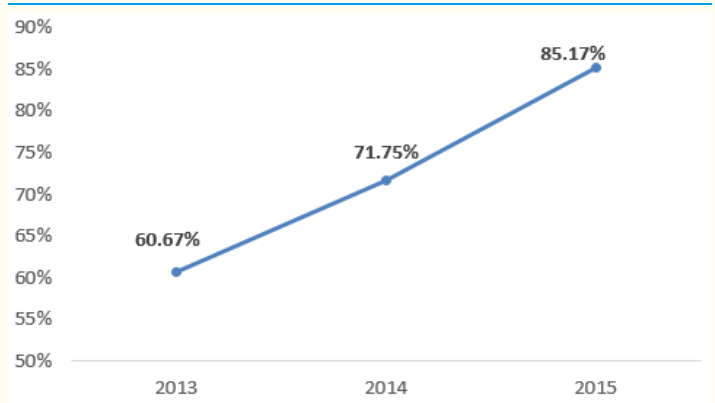
来源：wind、国金证券研究所

图表 45：公司商业保理业务毛利（单位：亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 46：公司商业保理业务毛利率



来源：wind、国金证券研究所

- **公司不断拓展融资渠道，为金融服务提供稳定的资金保障。**保理业务发展保理公司允许有 10 倍经营杠杆，公司的保理子公司有 9 亿资本金，最大保理规模可以达到 90 亿元。保理业务需要占用大量现金，因此如何获得资金变得尤为重要。

一方面公司保持对传统银行融资类业务的开拓，在全国五大城市成立区域性的融资中心，充分利用公司的业务规模优势、品牌影响优势以及区域性金融政策优势，有效扩大融资规模，与多家大型金融机构实现深度合作。另一方面，公司积极创新融资方式，拓展新的融资渠道。2016 年 3 月连续两次发行总计 17 亿人民币的公司债。2015 年，非公开发行股票募集 15 亿人民币，债券融资 15 亿人民币。2014 年公司在新加坡成功发行首期 1.8 亿新加坡元境外债（总发债规模不超过 3 亿新加坡元），开创了国际融资新渠道；2014 年 4 月公司与万家共赢资产管理公司发行首笔 ABS 专项资产管理计划。公司以多样化的融资方式实现高效融资，为产业的发展提供了全面的资金支持。

- 从长期来看，虽然煤炭行业触底回升，但依然处于相对低位，很多企业的资金依然十分紧缺，因此公司的商业保理业务规模在未来一段时间内能够保持稳步上升。预计 2016 年公司商业保理业务规模实现 50%-60% 的增长。

投资融资租赁，完善供应链金融渠道建设

- 2014 年公司分别投资成立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和天津瑞茂通融资租赁有限公司。公司融资租赁业务主要针对供应链上游煤炭生产、加工企业、中游物流企业、下游采购终端提供设备融资租赁、盘活固定资产等业务。

图表 47：公司投资设立的三家融资租赁公司

子公司名称	主要经营地	注册地	注册资本 (亿元)	持股比例	取得方式
天津瑞茂通融资租赁有限公司	境内	天津	2	100%	设立
上海瑞茂通融资租赁有限公司	境内	上海	1.7	100%	设立
瑞茂通国际融资租赁有限公司	境内	深圳	1	100%	设立

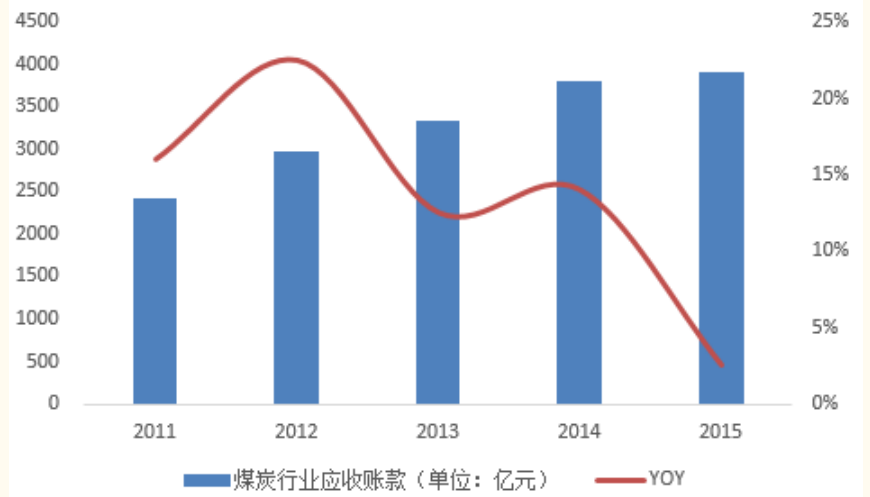
来源：公司年报、国金证券研究所

- 公司在融资租赁方向的扩张，代表了公司供应链平台管理服务中金融服务的扩展和延伸，公司将依托多年积累的丰富的供应链客户资源，通过向供应链客户提供金融服务进一步增强客户粘性，深入挖掘客户的个性化需求，有利于提升公司对供应链环节的把控能力。不断丰富金融单品，完善了公司的供应链金融渠道，一站式供应链金融产品潜力巨现，与竞争对手的优势将进一步拉开。预计 16-18 年公司的融资租赁业务将进一步展开。

供应链金融未来 3 年有 3-4 倍的利润上涨空间

- 目前煤炭行业处于买方市场，供应链金融服务主要为供应链上游的卖方解决融资需求。
- 我国煤炭行业应收账款规模从 2011 年的 2424 亿元增长到 2015 年的 3961 亿元，近 5 年复合增速达 13%。目前增速趋向放缓，预计未来 3 年煤炭行业应收账款规模将保持在 4000 亿元左右。

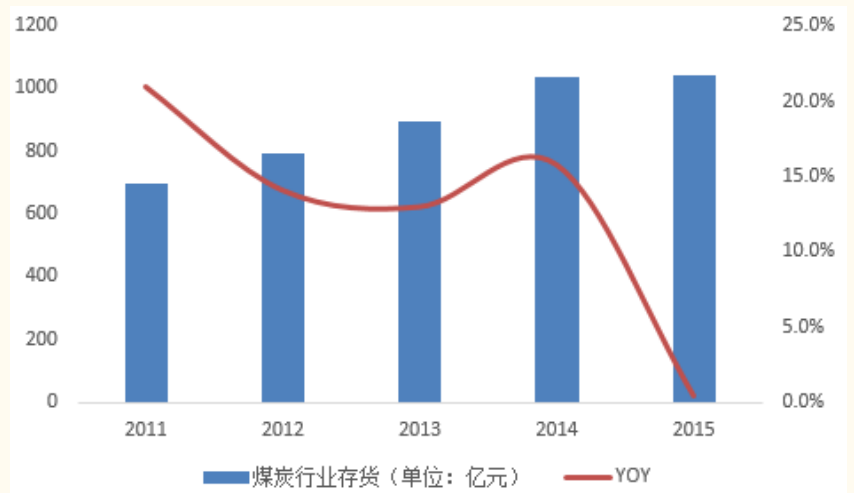
图表 48：煤炭行业应收账款



来源：wind、国金证券研究所

煤炭行业存货 2015 年达到 1044 亿元，预计未来 3 年保持在 1000 亿左右的规模。

图表 49：煤炭行业存货



来源：wind、国金证券研究所

如果行业发展符合我们的预期，未来 3 年内煤炭行业应收账款总规模维持在 4000 亿元左右，存货规模在 1000 亿元的规模。行业内有 40% 的企业有供应链融资的需求，那么供应链金融就有 2000 亿元的潜在市场规模。如果按照公司商业保理业务的综合费率 10% 来测算，那么煤炭供应链金融市场利润空间可达 200 亿元。瑞茂通占到市场 10% 的市场份额，就可以获取 20 亿的利润。目前公司供应链金融板块利润在 6 亿左右，可见未来三年还有很大的利润上涨空间。

盈利预测

核心假设

- 根据公司现有的经营状况和未来的经营计划我们做出如下假设：
 - 供应链管理：16-18 年煤炭供应链管理业务收入增速趋向放缓，未来 3 年增速在 10%。随着煤炭行业触底反弹，逐渐走出弱周期，业务板块毛利率有所回升，16-18 年保持在 10% 的毛利率水平。
 - 供应链金融：预计 16-18 年增长率在 40%、30%、15%，毛利率水平稳定在 86%。
 - “易煤网”：随着平台搭建逐渐完善，规模不断扩大，稳健预测在 2018 年流量可以实现流量变现，释放利润。预计 2018 年易煤网成交量 15750 万吨，成交金融 525 亿元，实现收入 7.88 亿元。

图表 50：瑞茂通收入成本预测表

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
供应链管理							
营业收入(百万元)	5281.24	6,138.67	7,944.39	8,691.52	9560.67	10516.74	11568.41
增长率		16.24%	29.4%	9.4%	10%	10%	10%
营业成本(百万元)	4541.93	5,499.92	7,002.22	7,880.94	8,604.60	9,465.07	10,411.57
毛利率	14.00%	10.41%	11.86%	9.33%	10%	10%	10%
毛利(百万元)	739.31	638.75	942.17	810.58	956.07	1,051.67	1,156.84
供应链金融							
营业收入(百万元)		56.13	395.00	713.52	998.93	1298.61	1493.40
增长率			603.72%	80.64%	40%	30%	15%
营业成本(百万元)		22.07	111.57	105.84	139.85	181.80	209.08
毛利率		60.66%	71.75%	85.17%	86%	86%	86%
毛利(百万元)		34.05	283.43	607.68	859.08	1,116.80	1,284.32
营业总收入(百万元)	5281.24	6194.8	8339.39	9405.04	10559.60	11815.35	13061.81
营业总成本(百万元)	4541.93	5521.99	7113.79	7986.78	8744.45	9646.87	10620.65
毛利(百万元)	739.31	672.81	1225.6	1418.26	1,815.15	2,168.48	2,441.16
综合毛利率	14.00%	10.86%	14.70%	15.08%	17.19%	18.35%	18.69%

来源：国金证券研究所

估值方法选择

- 公司已经开始贡献稳定利润的供应链管理和供应链金融板块适用于 PE 估值法。而易煤网尚处于培育初期，稳健预计到 2018 年实现流量变现，贡献收入，适用于 PS 估值法。随着交易平台日渐成熟，贡献稳定的现金流，再逐步适用于 PEG 估值法、PE 估值法。

估值及投资评级

- 参考与公司经营类似业务的禾嘉股份、欧浦智网、汉得信息，我们给予公司 2016 年 35 倍 PE 估值。

图表 51：瑞茂通与类同业务公司估值比较

公司	股价	EPS			PE		
		14A	15A	16E	14A	15A	16E
瑞茂通	16.69	0.57	0.42	0.60	29.16	39.71	27.71
禾嘉股份	13.90	0.11	0.30	0.58	126.48	46.63	24.07
欧浦智网	14.89	0.84	0.49	0.36	17.67	30.25	41.26
汉得信息	14.75	0.32	0.26	0.32	45.68	57.06	45.79
平均					54.7	43.4	34.7

来源：wind、国金证券研究所（盈利预测为 wind 一致预测，股价为 2016 年 7 月 12 日收盘价）

- 公司的供应链管理和供应链金融业务对标可比公司给予 35 倍 PE 估值。易煤网稳健预测，2018 年开始实现流量变现，预计成交流量 525 亿元，产生收入 7.88 亿给予 10 倍 PS 估值，贴现率在 10.5%，贴现至 2016 年。合计市值 279.79 亿元，在不存在定增摊薄现有股份的前提下，对应目标价 27.54 元，给予“买入”评级。

图表 52：瑞茂通股价预测

供应链管理和供应链金融业务	
2016 年净利润 (亿元)	6.15
P/E	35
估计市值 (亿元)	215.25
易煤网	
2018 年成交流量 (亿元)	525
2018 年产生收入 (亿元)	7.88
P/S	10
估计市值 (亿元)	78.8
贴现市值 (亿元)	64.54
总计市值 (亿元)	279.79
股本数 (亿股)	10.16
股价 (元)	27.54

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,491	8,339	9,405	10,560	11,815	13,062	货币资金	1,207	1,080	1,683	3,000	2,500	2,000
增长率		28.5%	12.8%	12.3%	11.9%	10.5%	应收款项	1,476	864	1,198	1,692	1,893	2,093
主营业务成本	-5,522	-7,114	-7,987	-8,744	-9,647	-10,621	存货	240	713	262	599	661	727
%销售收入	85.1%	85.3%	84.9%	82.8%	81.6%	81.3%	其他流动资产	2,950	4,318	7,180	7,874	8,908	9,945
毛利	969	1,226	1,418	1,815	2,168	2,441	流动资产	5,873	6,975	10,322	13,164	13,962	14,765
%销售收入	14.9%	14.7%	15.1%	17.2%	18.4%	18.7%	%总资产	88.6%	87.3%	90.0%	91.3%	91.2%	91.1%
营业税金及附加	-22	-33	-57	-63	-71	-78	长期投资	586	968	1,104	1,204	1,304	1,404
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	12	27	26	26	27	27
营业费用	-376	-745	-583	-845	-945	-1,045	%总资产	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
%销售收入	5.8%	8.9%	6.2%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	151	0	5	6	7	7
管理费用	-97	-143	-153	-190	-213	-235	非流动资产	757	1,013	1,148	1,249	1,350	1,450
%销售收入	1.5%	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	11.4%	12.7%	10.0%	8.7%	8.8%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	474	304	625	717	940	1,083	资产总计	6,630	7,988	11,470	14,413	15,312	16,215
%销售收入	7.3%	3.7%	6.6%	6.8%	8.0%	8.3%	短期借款	1,053	1,052	2,155	2,299	1,852	1,922
财务费用	-20	-147	-270	-183	-177	-127	应付款项	3,727	3,742	4,947	5,409	5,975	6,580
%销售收入	0.3%	1.8%	2.9%	1.7%	1.5%	1.0%	其他流动负债	84	202	234	243	266	288
资产减值损失	-12	10	-17	0	0	0	流动负债	4,863	4,996	7,336	7,951	8,092	8,790
公允价值变动收益	1	-14	16	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	310	57	113	80	80	其他长期负债	20	834	1	1,700	1,700	1,000
%税前利润	4.2%	53.1%	10.3%	14.2%	8.1%	6.8%	负债	4,883	5,830	7,338	9,651	9,792	9,790
营业利润	466	464	411	647	843	1,036	普通股股东权益	1,746	2,159	4,127	4,759	5,518	6,426
营业利润率	7.2%	5.6%	4.4%	6.1%	7.1%	7.9%	少数股东权益	0	-1	5	4	1	-1
营业外收支	81	120	144	150	140	140	负债股东权益合计	6,630	7,988	11,470	14,413	15,312	16,215
税前利润	547	584	555	797	983	1,176							
利润率	8.4%	7.0%	5.9%	7.5%	8.3%	9.0%	比率分析						
所得税	-76	-83	-129	-183	-226	-270		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	13.9%	14.1%	23.3%	23.0%	23.0%	23.0%	每股指标						
净利润	471	502	426	614	757	906	每股收益	0.540	0.572	0.420	0.605	0.747	0.893
少数股东损益	0	-1	-2	-2	-2	-2	每股净资产	2.002	2.458	4.056	4.677	5.423	6.316
归属于母公司的净利润	471	503	428	615	759	908	每股经营现金净流	-2.160	-0.827	0.368	-0.439	0.068	0.188
净利率	7.3%	6.0%	4.5%	5.8%	6.4%	7.0%	每股股利	0.000	0.170	0.042	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.98%	23.28%	10.36%	12.93%	13.75%	14.13%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	7.11%	6.29%	3.73%	4.27%	4.96%	5.60%
净利润	471	502	426	614	757	906	投入资本收益率	14.58%	6.46%	7.63%	6.30%	7.98%	8.92%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	-3	29	7	10	10	主营业务收入增长率	22.90%	28.48%	12.78%	12.28%	11.89%	10.55%
非经营收益	-4	-154	196	-34	12	-48	EBIT增长率	16.75%	-35.76%	105.41%	14.66%	31.07%	15.22%
营运资金变动	-2,365	-1,071	-276	-1,034	-709	-675	净利润增长率	23.41%	6.68%	-14.93%	43.94%	23.32%	19.62%
经营活动现金净流	-1,884	-726	374	-447	69	192	总资产增长率	227.32%	20.49%	43.60%	25.66%	6.23%	5.90%
资本开支	-155	-23	-13	141	129	130	资产管理能力						
投资	-586	-24	-752	-100	-100	-100	应收账款周转天数	38.4	34.5	30.7	45.0	45.0	45.0
其他	23	55	33	113	80	80	存货周转天数	14.9	24.4	22.3	25.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-718	8	-732	154	109	110	应付账款周转天数	19.0	22.4	24.2	25.0	25.0	25.0
股权募资	12	47	1,559	6	0	0	固定资产周转天数	0.7	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
债权募资	921	469	319	1,824	-446	-630	偿债能力						
其他	1,375	258	-1,637	-220	-232	-172	净负债/股东权益	-8.91%	37.21%	10.42%	20.10%	18.31%	13.71%
筹资活动现金净流	2,308	774	241	1,610	-678	-802	EBIT利息保障倍数	23.4	2.1	2.3	3.9	5.3	8.5
现金净流量	-294	56	-117	1,317	-500	-500	资产负债率	73.66%	72.98%	63.97%	66.96%	63.95%	60.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-23	增持	25.82	29.50~29.50

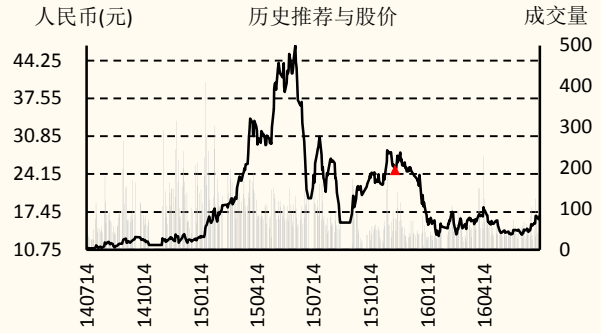
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD