

瑞茂通 (600180)

证券研究报告

2017年05月31日

深耕供应链，借力 O2O，17 年属于供应链的小时代

这是最坏的时代也是最好的时代，是煤炭供应链企业的小时代

2016 年煤炭行业产能出清，市场回暖，供给侧改革卓有成效，然在下一个周期开始前，煤炭企业短期内扩产能意愿并不强烈。展望 2017 煤炭行业最坏的时候已经过去，煤炭供给侧改革还将持续，曲折中前进，不会回头，供应链企业迎来小时代：1) 我国煤炭生产和消费在空间上的错位性分布将长期支撑供应链行业巨大市场空间；2) 行业竞争从无序到有序，未来市场份额有望向龙头供应链企业集中，大宗平台模式有望出现；3) 煤炭行业集中度提高，信用风险较低，当煤炭企业融资成本较高，意识到要考虑生产效率、服务效率时就是供应链企业最好的机会。煤炭供应链企业将可能成为供给侧改革下的一只弹性品种。

民营供应链龙头，借力 O2O 走向大宗生态圈

瑞茂通以煤炭贸易起家三次转型契合煤炭行业变革，成为中国领先的大宗商品供应链服务商。**产业为本：**公司以客户为导向的供应链模式，通过广度布局全球资源供销网络，深度介入煤炭产业链各环节，确立行业先发优势。2012-2016 年公司全年煤炭发运量从 871 万吨增长至 4275 万吨，年平均增速 48.8%，市场份额国内民营第一仅为 1.6%，尚有较大提升空间。**金融为器：**保理+租赁+银行+P2P 多牌照布局供应链金融生态体系，多渠道融资拓展资金类优势，增加客户黏性构筑行业优势壁垒，但 2016 年受煤炭行业信用风险影响公司未新增规模。**拥抱互联网：**民营产业背景打造易煤网，将线下供应链环节搬至线上，同期推出价格指数争取定价权，流量变现未来可期。**盈利能力：**受益于 2016 年行业回暖，盈利指标高反弹增长，2016 年公司收入为 212.3 亿，同比增加 125.8%，近四年均增速 41.6%，净利润同比增加 23.8%。2017Q1 延续去年高景气公司收入、净利润实现 52.3 亿、2.7 亿，在去年低基数下同比增长 128.4%、89.7%。

业绩成长依靠公司业务量驱动

供应链管理业务增长取决于业务量扩大，单吨盈利与煤炭行业周期性波动相关，公司过去两年的业绩显示业务规模扩张可有效覆盖单吨盈利的下降。供应链金融业务驱动因素在于利差、杠杆率和减值准备，减值准备与煤炭行业周期相关。未来公司成长在于 1) 自营业务或可合资借力，平台业务依赖 O2O 倒流；2) 供应链模式跨品类复制，助行业外延扩张。

投资建议

我们认为随着公司煤炭业务市场占有率的提升、互联网端煤炭流量 O2O 倒流、非煤大宗业务的增加以及保理业务平稳增长，公司未来业绩将有望显著增长。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.69、0.82 与 0.99 元，17 年预测业绩对应当前 PE 仅 18.3 倍。公司经营基本面良好，“供应链+互联网+金融”模式驱动业绩增长，叠加低估值与未来外延扩张，给予增持评级，目标价 15.6 元。

风险提示：煤炭需求大幅下滑；非煤业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,405.04	21,233.55	25,458.06	30,445.79	34,928.51
增长率(%)	12.78	125.77	19.90	19.59	14.72
EBITDA(百万元)	688.76	1,141.80	1,400.09	1,693.42	2,090.07
净利润(百万元)	427.57	530.93	704.00	831.42	1,002.40
增长率(%)	(14.93)	24.17	32.60	18.10	20.57
EPS(元/股)	0.42	0.52	0.69	0.82	0.99
市盈率(P/E)	30.31	24.41	18.41	15.59	12.93
市净率(P/B)	3.14	2.80	2.54	1.62	1.45
市销率(P/S)	1.38	0.61	0.51	0.43	0.37
EV/EBITDA	33.07	15.39	3.69	8.10	3.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	12.63 元
目标价格	15.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,016.48
流通 A 股股本(百万股)	881.62
A 股总市值(百万元)	12,838.11
流通 A 股市值(百万元)	11,134.85
每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	71.45
一年内最高/最低(元)	17.81/11.96

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 民营供应链龙头，布局“商品+电商+金融”发展模式	5
1.1. 股权结构：集团多元化经营，打造民营煤炭供应链龙头	5
1.2. 历史沿革：从贸易商转型成为“商品+电商+金融”服务商	5
1.2.1. 三次转型契合产业变革	5
1.2.2. 收入结构调整体现公司战略升级	6
1.3. 营收逆势增长，但细分呈现周期性波动	7
2. 这是最坏的时代，也是最好的时代，是煤炭供应链的小时代	9
2.1. 产能出清，短期内扩产能意愿不强，煤炭市场理性回归	9
2.2. 北煤南运、西煤东运，支撑煤炭供应链巨大的市场空间	11
2.3. 行业竞争从无序到有序，未来市场份额有望向龙头企业集中	11
2.4. 煤炭行业最坏的时候已经过去，供应链企业迎来小时代	12
3. 看当下，公司借力 O2O 从煤炭垂直链走向大宗生态圈	13
3.1. 产业端：深耕供应链确立行业先发优势	13
3.1.1. 商业模式：轻重结合，以客户为导向，获取服务收益	13
3.1.2. 竞争优势：广布局供销网络，深介入供应链环节，套保对冲交易风险	14
3.1.3. 驱动因素：量靠外延增长，单吨盈利周期性波动	16
3.2. 金融端：多牌照布局打通资金链构筑行业护城河	17
3.2.1. 商业模式：煤炭产业链上的金融服务商	17
3.2.2. 竞争优势：打通资本链条，构筑行业优势护城河	19
3.2.3. 驱动因素：利差、杠杆率和减值准备	19
3.3. 电商：互联网+煤炭=易煤网，打通 O2O	20
3.3.1. 商业模式：煤炭触网，平台经济	20
3.3.2. 线下走到线上，“+互联网”第一梯队	21
3.3.3. 拥抱互联网，流量变现可期	21
3.4. “商品+电商+金融”三者互联，平台模式引领行业革新	22
4. 观未来，业绩成长依靠公司业务量驱动	22
4.1. 做深：自营业务或合资借力，平台业务依赖 O2O 倒流	22
4.2. 做多：供应链模式复制+阿米巴合伙人制度，外延扩张有望打开	22
5. 盈利预测与估值	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 可比公司估值	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：截止 2017 年 1 季度公司股权结构	5
--------------------------	---

图 2: 公司历史沿革	5
图 3: 2000 年-2017 年公司营业收入结构调整	6
图 4: 2012-2017Q1 公司营业收入及增速	7
图 5: 2012-2017Q1 公司毛利额及增速	7
图 6: 2012-2017Q1 公司净利润及增速	7
图 7: 2012-2017Q1 公司毛利率及净利率	7
图 8: 2012-2016 年公司非经常性损益项目拆分	8
图 9: 2012-2016 年公司供应链管理和金融板块毛利额	8
图 10: 2012-2016 年公司供应链管理和金融板块毛利率	8
图 11: 2011-2016 年煤炭市场供需情况	9
图 12: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格走势	9
图 13: 周期性行业集中度提升得越快, 资本支出的意愿越低	10
图 14: 煤炭开采和洗选业固定资产投资和行业集中度	11
图 15: 煤炭企业个数减少	11
图 16: 中国煤炭生产与消费区域对比图	11
图 17: 煤炭行业信用风险利差收窄	12
图 18: 公司供应链管理业务主要环节示意图	13
图 19: 公司国内业务布局	14
图 20: 公司国外业务布局	14
图 21: 前五大客户销售额及占比	14
图 22: 前五大供应商采购额及占比	14
图 23: 煤炭产业链增值链条	15
图 24: 公司煤炭转运、加工类业务示意图	16
图 25: 套期保值业务简析	16
图 26: 动力煤期货结算价和公司套期保值投资收益对比	16
图 27: 供应链管理业务驱动因素拆解	17
图 28: 2012-2016 年公司国内煤及进口煤发运量及增速	17
图 29: 2012-2016 年公司采购煤炭量及单位采购价格	17
图 30: 煤炭行业资产负债率及销售毛利率	18
图 31: 煤炭行业应收账款和存货周转次数	18
图 32: 商业保理业务模式介绍	18
图 33: 2013-2016 年公司保理应收账款余额及保理业务收入	18
图 34: 公司多金融牌照布局	19
图 35: 供应链金融业务驱动因素拆解	20
图 36: 2013-2016 年公司保理毛利率及净利率	20
图 37: 易煤商城功能及价值	20
图 38: 棉花供应链服务模式	23
图 39: 铁矿石供应链服务模式	23
图 40: 瑞茂通大宗商品收入占比	23

表 1: 公司历次经营业务模式转型情况.....	6
表 2: 2016 年我国煤炭行业市场经营情况.....	9
表 3: 2016 年主要省市煤炭去产能工作计划.....	10
表 4: 煤炭发运量对比情况 (万吨)	12
表 5: 瑞茂通供应链业务模式比较	13
表 6: 公司在煤炭产业链上资源分布.....	15
表 7: 瑞茂通发行债券及定增情况	19
表 8: 可比公司估值 (2017-5-31)	24

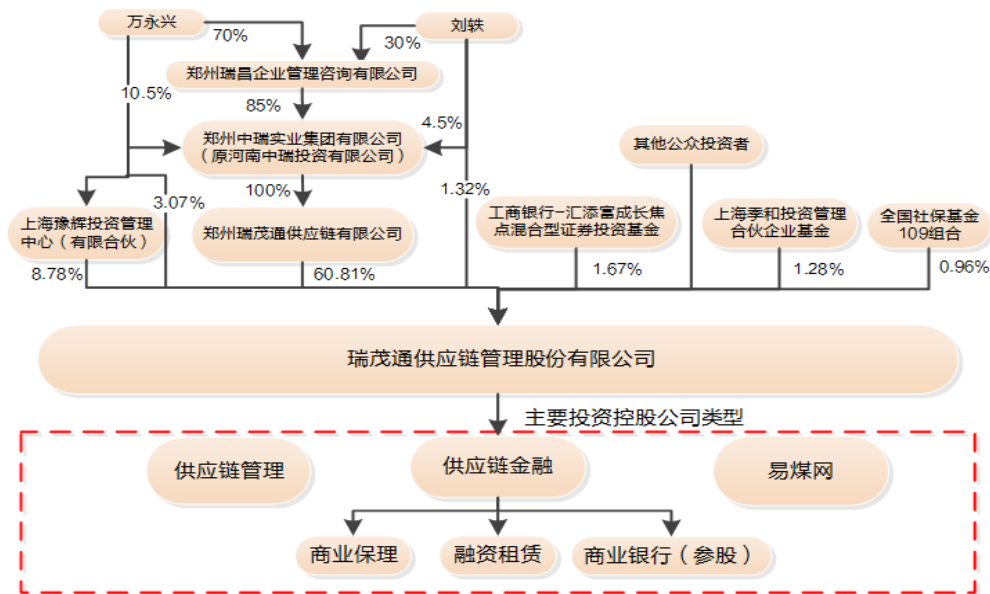
1. 民营供应链龙头，布局“商品+电商+金融”发展模式

瑞茂通供应链管理股份有限公司（下面简称瑞茂通）是中国领先的大宗商品供应链管理服务商，公司通过**踏准煤炭行业变迁时点，进行商业模式升级，深耕供应链、借力O2O、发展保理金融业务，创新“商品+电商+金融”的经营模式，打造煤炭供应链的生态圈，确立煤炭供应链先发优势。**

1.1. 股权结构：集团多元化经营，打造民营煤炭供应链龙头

瑞茂通控股股东中瑞控股持股占比 60.81%，成立于 2000 年，是一家专业化的投资控股公司，目前投资板块包括煤炭供应链管理、房地产开发、精细化工、金融投资等领域。中瑞控股目前拥有**瑞茂通**、和昌地产、华瑞新材、中瑞资本、中瑞国际等五家独立的产业板块。瑞茂通目前实际控制人为万永兴，持股占比 51.7%。

图 1：截止 2017 年 1 季度公司股权结构



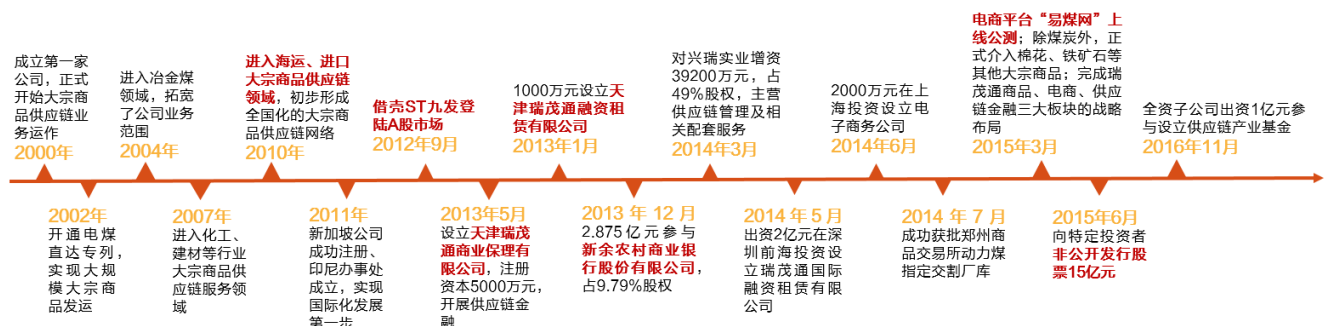
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 历史沿革：从贸易商转型成为“商品+电商+金融”服务商

1.2.1. 三次转型契合产业变革

公司主要从事煤炭供应链管理业务，2010 年涉足海外进口市场，2012 年 A 股借壳上市，2013 年投资设商业保理、融资租赁等公司，2015 年公司成立互联网平台“易煤网”完成供应链管理板块、互联网板块、供应链金融板块的战略布局，**逐步构建起“商品+电商+金融”的发展模式。**

图 2：公司历史沿革



资料来源：公司网站，天风证券研究所

瑞茂通商业模式从成立初的简单煤炭贸易，到全链条的供应链管理服务，再新增互联网+金融配套业务，最终愿景打造大宗商品生态圈。每一次业务模式的革新均是发现煤炭产业中不同时期存在的行业痛点，公司利用自身优势提早进行业务布局，提供解决方案。

表 1：公司历次经营业务模式转型情况

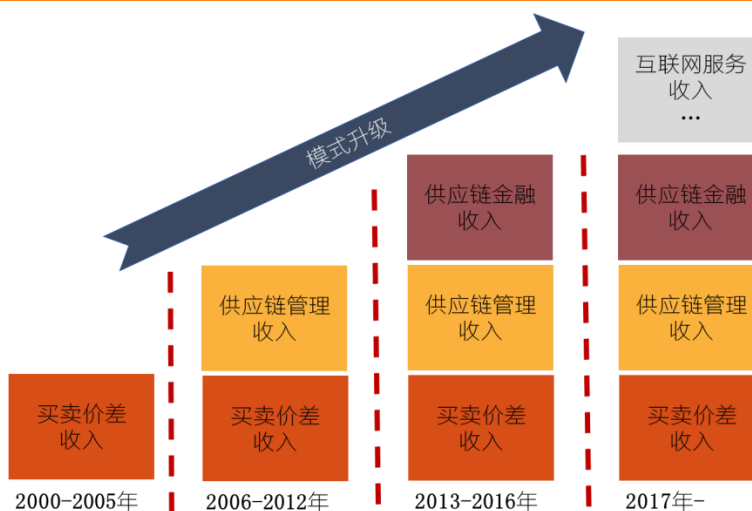
	2000-2005 年	2006-2012 年	2013-2016 年	2017 年-
业务模式	煤炭贸易	供应链管理	供应链管理+互联网+金融	大宗商品生态圈
行业痛点	煤炭行业由于供需区域分布的 错位、运力瓶颈以及价格双轨制 等问题,为煤炭贸易企业发展提供较大的市场空间	煤炭买卖价差缩小,煤炭非标准化属性给供应链企业提出了更高的要求,能提供从采购、仓储、掺配、物流至销售的全链条、多品种、一站式供应链管理服务体系的企业优势更大	煤炭行业景气度下行,卖方市场转变为买方市场, 行业诉求从帮助下游买方用户提供采购及物流服务转为帮助下游资源供应商提供销售及金融服务 , 中间流通服务商核心竞争力是市场和资金	煤炭供应链行业内参与者众多,但行业至今却未能有效整合,原因在于每家自身实力相对市场而言较弱,电商平台模式的出现将有可能颠覆市场
自身优势	公司利用自身在铁路运力以及上下游资源的信息优势	公司提早开始摸索多地布局、多资源点采购、多对多撮合的商业模式, 通过优化煤炭供应链、提升煤炭流通的效率与附加值	公司利用资本市场优势开始提供交易撮合、平台信息咨询以及供应链金融等服务,帮助下游供应商分销煤炭,及时回笼资金	公司煤炭供应链条深耕多年、金融业务日趋成熟、互联网布局初见成效,公司在原有供应链服务基础上强化向核心客户提供差异化服务的管家业务模式
具体方式	公司在山西采购煤炭资源,通过行业内积累人脉,组织铁皮运力再销售给下游电厂	公司在山西、内蒙、陕西等多地设立采购网点并在主要消费地设立销售网点,同时布局海外市场,抓住 2010 年后国内进口煤大趋势,实现资源的全球化采购配置	公司布局金融板块,包括设立商业保理公司、融资租赁公司等;成立易煤网打造互联网服务平台	公司着力打造大宗商品生态圈,从自营业务走向交易平台, 通过煤炭交易量线上线下载流做大规模,非煤大宗业务横向扩张开拓新利润源,同时在核心客户中拓展差异化服务

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2.2. 收入结构调整体现公司战略升级

公司自成立以来，营业收入内容随着经营模式调整发生巨大变化，2000-2005 年收入主要来自于买卖价差，2006-2012 年传统贸易价差减少，公司新增供应链管理收入（包括掺配、物流、仓储等），2013 年以后供应链金融业务成为营收的又一支撑点，2017 年后互联网平台运营收入将开始体现。目前买卖价差贸易收入包含在供应链管理收入。

图 3：2000 年-2017 年公司营业收入结构调整

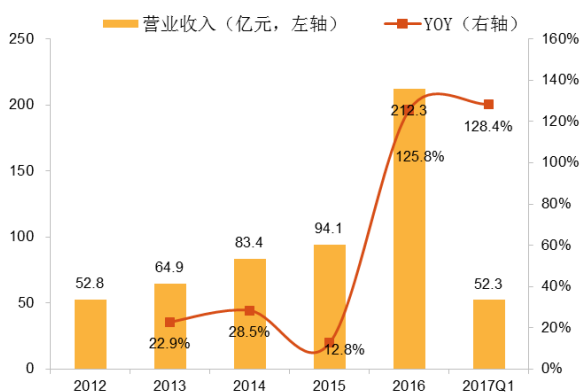


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 营收逆势增长，但细分呈现周期性波动

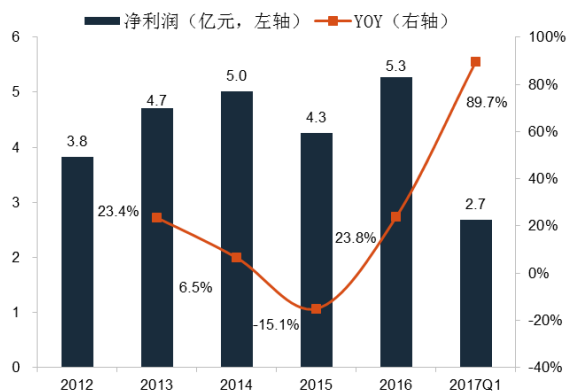
公司主营业务是围绕煤炭行业的供应链管理及金融业务，过去五年煤炭行业周期性波动，但是公司业务却逆势增长，细分指标与煤炭行业呈现一定相关性。2012-2016 年公司收入分别为 52.8 亿、64.9 亿、83.4 亿、94.1 亿、212.3 亿，年均增速 41.6%，毛利率 14.0%、14.9%、14.7%、15.1%、9.3%，净利润率 7.2%、7.3%、6.0%、4.5%、2.5%。受益于 2016 年行业回暖，盈利指标高反弹增长，公司收入、毛利润、净利润同比增加 125.8%、39.1%、23.81%，但毛利率和净利率却处于历史低位。2017Q1 延续去年高景气公司收入、毛利润、净利润实现 52.3 亿、5.7 亿、2.7 亿，在去年低基数下同比增长 128.4%、63.9%、89.67%，毛利率及净利润率回升至 10.8%、5.1%。

图 4： 2012-2017Q1 公司营业收入及增速



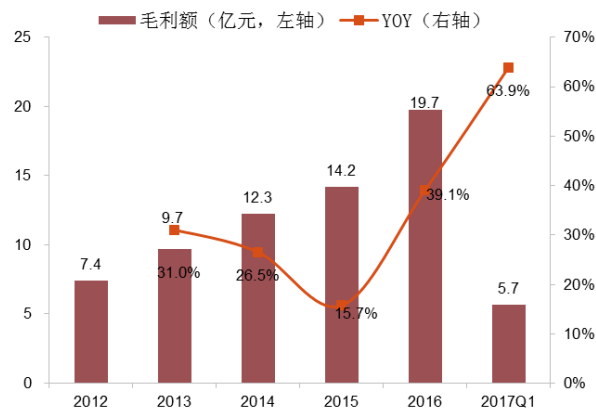
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6： 2012-2017Q1 公司净利润及增速



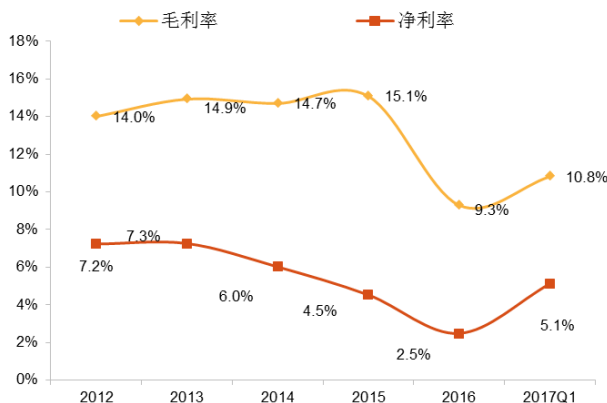
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5： 2012-2017Q1 公司毛利额及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7： 2012-2017Q1 公司毛利率及净利率

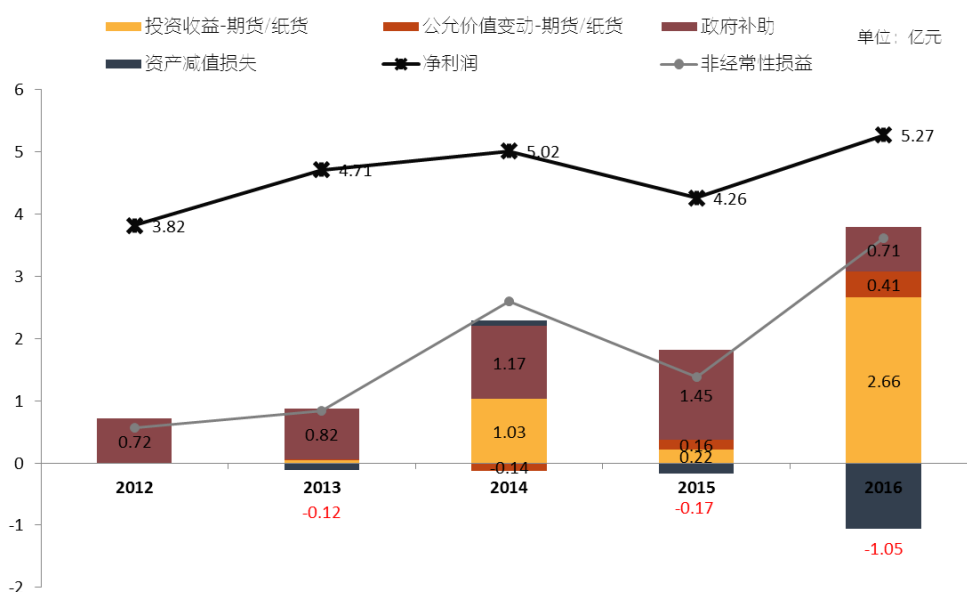


资料来源：wind，天风证券研究所

从盈利贡献结构看，2012-2016 年非经常性损益 0.57 亿、0.84 亿、2.59 亿、1.38 亿、3.61 亿，占当年净利润比重 15.0%、17.9%、 51.7%、32.3%、68.5%。其中与套期保值相关的期货/纸货投资收益和公允价值变动 2014-2016 年合计为 0.89 亿、0.37 亿和 3.07 亿。我们认为公司对期货/纸货产生的收益是公司为了对冲煤炭交易风险而进行套期保值的日常操作，是煤炭供应链业务的风险控制措施，非一般投机性行为。

另外公司 2013 年开始开展商业保理业务，公司应收保理款计提坏账而产生资产减值损失近四年分别为 -0.12 亿、-0.10 亿、+0.17 亿、-1.05 亿。我们认为公司保理合作客户主要是煤炭企业，行业周期性波动，而公司的风控处置能力和销货能力将有效控制风险，未来拨备有望转回。政府补贴 2012-2016 年分别为 0.72 亿、0.82 亿、1.17 亿、1.45 亿、0.71 亿。主要来自于公司与各地方政府合作后的财政扶持资金、业务补贴款以及所得税返回。

图 8： 2012-2016 年公司非经常性损益项目拆分

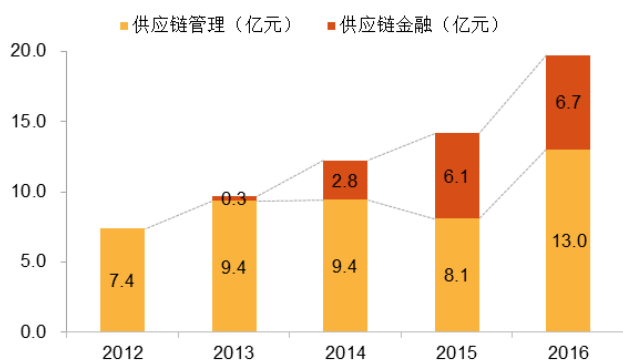


资料来源：wind，天风证券研究所

公司业务主要分为供应链管理和供应链金融两大板块。

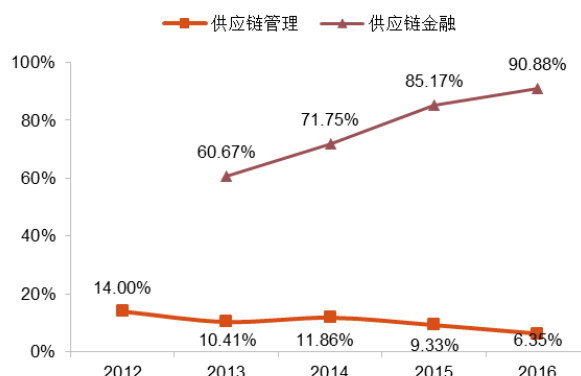
从盈利能力角度，2016 年公司销售毛利率下降至 9.3%，其中供应链金融毛利率上涨至 90.9%，供应链管理毛利率下降至 6.4%。尽管供应链管理板块毛利率进一步下行，但是公司在 2016 年通过新增供应链管理品类的量实现了逆势扩张，进一步拓展沥青、油品、棉花等品类供应链服务，实现毛利 13 亿，占比进一步提升为 65.9%。供应链金融板块系由保理业务贡献，主要受到煤炭行业信用风险加剧形势下，公司未新增供应链金融业务投入，实现毛利 6.7 亿，毛利额占比 34.1%。**综合来看，供应链管理业务收入开始从量上突破，对冲行业周期风险，供应链金融业务收入占比小但质量高，未来有较大向上空间。**

图 9： 2012-2016 年公司供应链管理和金融板块毛利额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10： 2012-2016 年公司供应链管理和金融板块毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 这是最坏的时代，也是最好的时代，是煤炭供应链的小时代

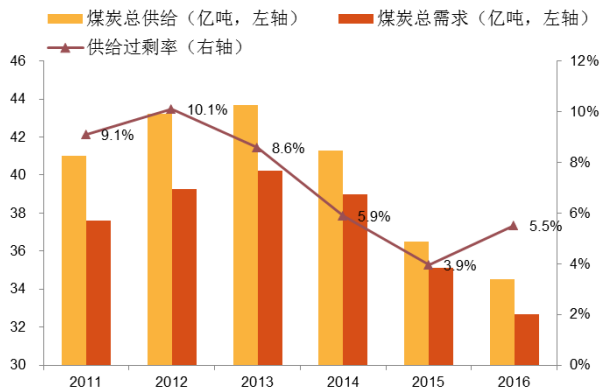
对煤炭企业而言，去产能的时候是痛苦的，泡沫挤破后的市场是绚烂的，而依附于煤炭行业的供应链企业处于一个怎样的时代？行业空间如何？市场份额如何？

2.1. 产能出清，短期内扩产能意愿不强，煤炭市场理性回归

■ 行业供需改善，市场回暖

2011-2016年煤炭供需关系得到改善，从2012年供给过剩率10.1%下降至2015年4.7%。2016年以煤炭为重点的去产能行业，实施供给侧改革，淘汰落后产能，煤炭供需严重失衡的局面得到缓解，煤炭价格企稳回升，行业经营环境得到有效改善，供给过剩率小幅回升至5.5%。

图 11：2011-2016 年煤炭市场供需情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格走势



资料来源：wind，天风证券研究所

2016年，一方面原煤产量、销量、运输量以及库存均显著回落，另一方面，煤炭价格在中国煤炭去产能超预期背景下，一改持续4年大幅下滑的形势开始企稳反弹，均显著上涨。其中：我国原煤产量34.5亿吨，同比下降5.5%，原煤销量32.7亿吨，同比下降6.9%。煤炭价格在供求关系改善下一路上扬，秦皇岛港5500大卡动力煤市场价639元/吨，同比增加72.7%。**2017年至今受供需弱平衡影响，秦皇岛港5500大卡动力煤价格在600-700元/吨区间上下波动。**

表 2：2016 年我国煤炭行业市场经营情况

	2016 年	同比
煤炭产量(亿吨)	34.5	-5.5%
其中：国有重点煤矿产量	16.6	-11.6%
煤炭销量(亿吨)	32.7	-6.9%
其中：国有重点煤矿销量	15.3	-4.9%
煤炭运输(亿吨)	19.0	-4.7%
其中：电煤	13.4	-2.8%
煤炭库存(万吨)	9300	-27.3%
其中：重点发电企业库存	6546	-11.0%
煤炭价格指数	160	38.1%
秦皇岛港 5500 大卡市场动力煤平仓价 (元/吨)	639	72.7%

资料来源：中国煤炭运销协会，天风证券研究所

■ 供给侧改革下产能出清

市场回暖的原因在于2016年全年退出煤炭产能超过2.9亿吨，超额完成年度目标任务2.5亿吨。煤炭产业集中度进一步提高，煤炭企业数量3000家以内，5000万吨级以上大型企业产量占60%以上。2017年国家能源局以“2017年能源工作指导意见”的形式

公布了 2017 年煤炭去产能任务目标：全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5000 万吨左右。

表 3：2016 年主要省市煤炭去产能工作计划

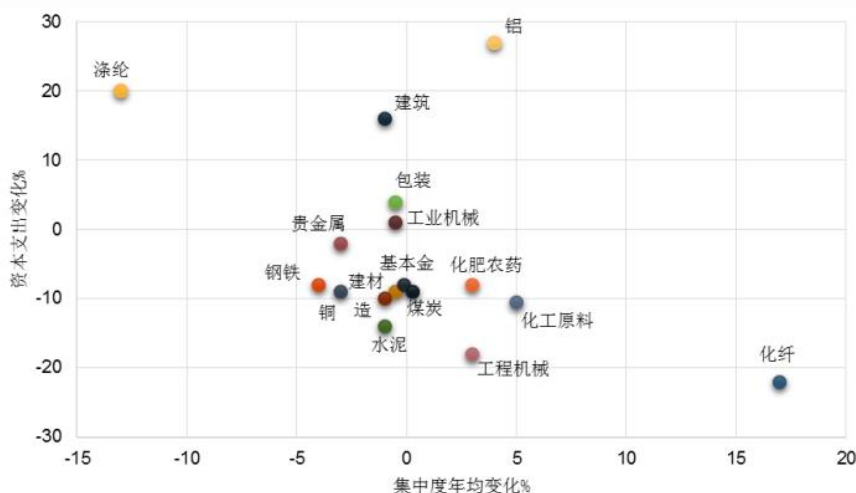
省（区、市）、央煤	2016 年计划		“十三五计划” 合计产能（万吨）	省（区、市）、央煤	2016 年计划		“十三五计划” 合计产能（万吨）
	关闭（退出） 煤矿数目	产能计划 （万吨）			关闭（退出） 煤矿数目	产能计划（万 吨）	
贵州	147	2368	7000	安徽	6	909	3183
河南	89	2215	6254	湖北	124	909	800
山西	21	2000	10000	内蒙古	10	330	5414
四川	144	1983	3303	广西	12	227	5414
云南	121	1865	2088	福建	35	212	600
陕西	42	1824	4706	甘肃	13	192	1000
山东	58	1625	6460	宁夏	8	107	122
湖南	257	1610	1500	北京	1	100	京煤退出
河北	56	1485	5103	新疆	4	38	282
辽宁	39	1327	3040	青海	2	9	276
重庆	219	1300	2300	神华集团	5	787	3000
江西	205	1279	1868	中煤集团	3	300	2410
江苏	11	1016	1182	安徽	6	909	3183
黑龙江	15	983	2567	湖北	124	909	800

资料来源：国际能源网，天风证券研究所

■ 下一个周期？短期内扩产能意愿不足，未来煤炭市场理性回归

上游及中游等重资产企业过去 2 年一直在去产能、去杠杆的大背景下实现行业内供给侧改革，因此多个行业 2016 年迎来一轮小阳春，然而在经历了资产负债表的修复后并不扩产，企业把利润用作现金储备，而不愿意像 2010-11 年一样大规模扩产。

图 13：周期性行业集中度提升得越快，资本支出的意愿越低

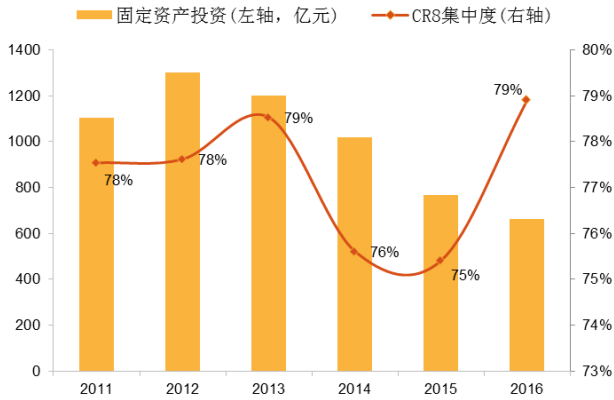


资料来源：wind，天风证券研究所宏观组

煤炭行业中小产能、落后产能正在整合或淘汰，规模煤炭企业单位数在不断减少，行业集中度 CR8 进一步提高至 79%，而煤炭开采及洗选业固定资产投资完成额持续下降，即新增产能不断缩减，行业内企业数量减少，集中度提高，短期内企业扩产意愿不足。

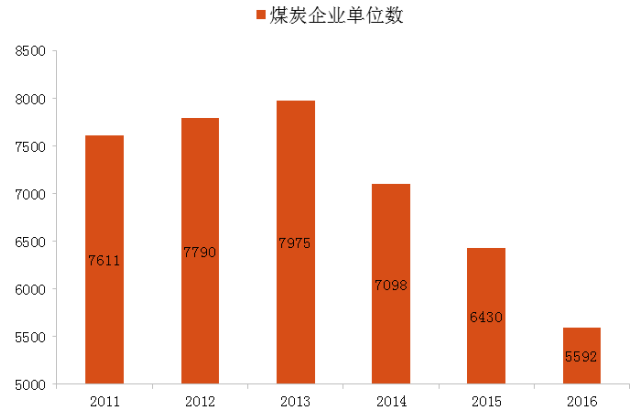
另外 2017 年一季度电厂库存量相对于 2016 年已经回到高位，276 个工作日制度取消等政策引导下，供给量相对增加。从全年来看，动力煤供需格局处于弱平衡，未来煤炭市场向下有望理性回归。

图 14：煤炭开采和洗选业固定资产投资和行业集中度



资料来源：wind，天风证券研究所宏观组

图 15：煤炭企业个数减少



资料来源：wind，天风证券研究所

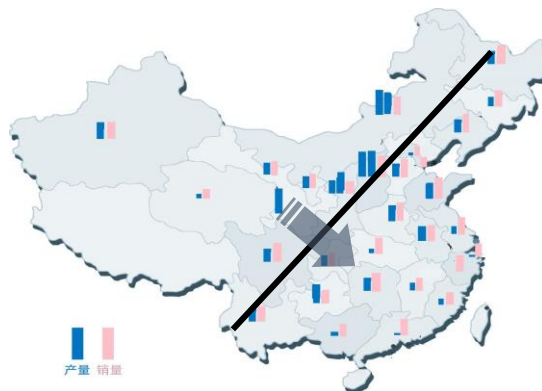
2.2. 北煤南运、西煤东运，支撑煤炭供应链巨大的市场空间

我国煤炭主要商品化产区集中在以三西（山西、陕西、蒙西）为中心的北方地区，以山东、两淮为中心的华东产区，以贵州为中心的西南产区以及东北产区和西北产区。煤炭的消费地大都集中在经济较为发达的东部沿海和南方地区，除了东北产区的煤炭自给自足外，其他产区的煤炭都要进行外运。

煤炭生产和消费在空间上的错位性分布，致使煤炭资源流动成为一种广域性、大规模并且具有广泛经济社会效应的空间现象，从而形成了“北煤南运、西煤东运”的运输格局，并且这种格局将长期存在。**生产商与消费商的割裂将支撑供应链巨大市场空间，未来 5 年，上游煤炭生产环节产能趋于稳健，下游煤炭需求也将逐步释放，贸易商将在北煤南运、西煤东运的体系下扮演更重要的角色。**原因有二：

- 1) 上游煤矿集中度远低于下游电厂，煤炭产能过剩使得上游兑价能力进一步降低，这时候下游电厂要先货后款，上游为了提前回笼资金则依赖具有资金实力的中间贸易商进行垫资。
- 2) 原煤出矿后往往要经过混洗选、掺配、风干等各种操作才能符合下游厂商需求，煤品非标准化使得专业性的贸易商脱颖而出。

图 16：中国煤炭生产与消费区域对比图



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 行业竞争从无序到有序，未来市场份额有望向龙头企业集中

■ 市场参与者分布散乱

煤炭贸易行业上下游企业分散，2013 年修订的《煤炭法》取消煤炭经营许可证，进一步降低了行业进入门槛，导致流通行业分布散乱，企业数量多且规模小，个体贸易商与供应链企业并存。

■ 盈利模式单一

大量小规模煤炭贸易企业盈利模式单一，业务重心仅集中在煤炭贸易层面，通过传统的煤炭贸易价差来获取利润。业务经营手段简单、管理方式粗放，造成整个煤炭流通过程信息滞后、煤炭流通效率低下。市场中缺乏能够提供大规模、长距离、多用户的综合服务能力。

■ 市场集中度低

目前来看，瑞茂通作为国内煤炭供应链第一梯队，市场占有率仅 1.6%，行业集中度低。

表 4：煤炭发运量对比情况（万吨）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
中国秦发	2,403.4	15,935.0	-	-
永辉控股	1,465.0	925.6	-	-
瑞茂通	1,359.9	1,849.0	2,808.0	4,275.0
国内煤炭消费总量	247,500.0	240,322.5	275,200.0	262,265.6

资料来源：瑞茂通债券募集说明书，天风证券研究所

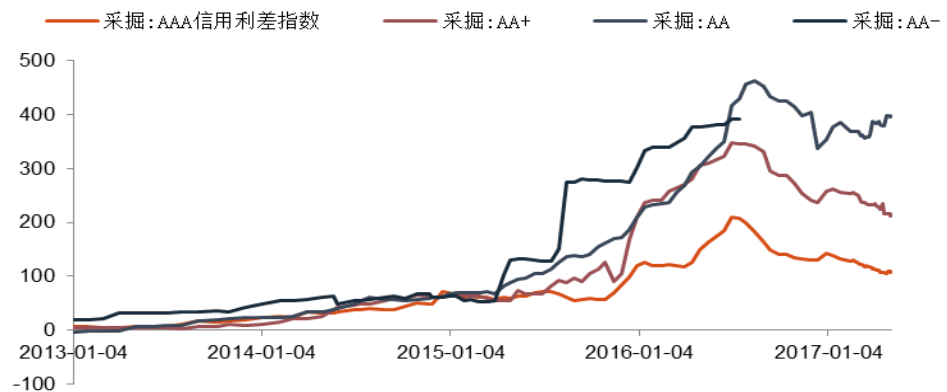
当前经济增速放缓和煤炭价格低迷的环境，对煤炭供应链企业的管理能力、资源掌控和运输调配能力提出更高要求，煤炭供应链管理带来的成本节约效益更加突出。在国有大型煤炭物流企业、大中型民营供应链管理企业和众多小型煤炭贸易企业的竞争中，未来高效率、低成本、市场反应能力强的企业将在竞争中处于优势，市场份额有望向龙头企业集中，平台模式将有望出现。

2.4. 煤炭行业最坏的时候已经过去，供应链企业迎来小时代

■ 煤炭行业最坏的时候已经过去

煤炭行业在产能出清过程中，小煤矿关停并转，部分煤炭企业破产重组退出市场，行业集中度进一步提高。因此在经历上一轮洗礼后，目前剩下的煤炭企业都是市场经济优胜劣汰或是行政指导下的选择，这部分企业包括央企、地方国企以及优质民营企业。站在目前的时点看煤炭行业，市场处于历史底部。

图 17：煤炭行业信用风险利差收窄



资料来源：wind，天风证券研究所

■ 供应链企业迎来最好的机会

我们不知道煤炭行业还需要多久才能再次回到历史顶部，但是煤炭供给侧改革还将持续，曲折中前进，不会回头，在这底部向上的过程中，现存的煤炭企业大部分信用风险较低，**最坏的时候已经过去，当企业意识到要考虑生产效益、服务效率、工作效能的时候就是供应链企业最好的机会。**煤炭供应链企业将可能成为供给侧改革下的一只弹性品种。

3. 看当下，公司借力 O2O 从煤炭垂直链走向大宗生态圈

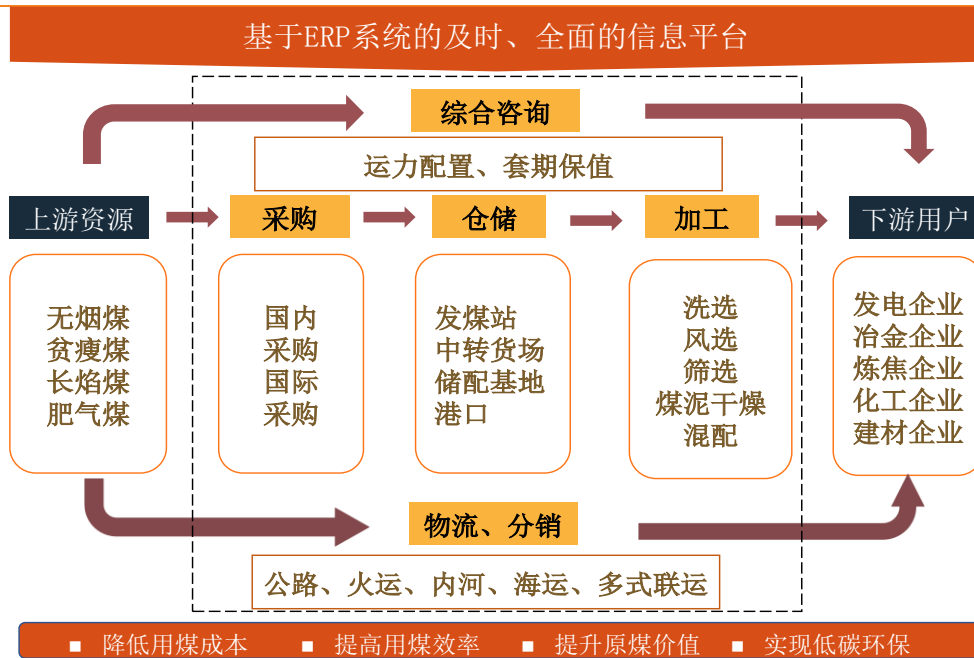
瑞茂通公司发展史是过去十余年围绕煤炭产业变革的供应链服务商进化史，在发展过程契合煤炭产业变革趋势，转型成为大宗商品供应链服务商，从建立煤炭垂直链到走向大宗生态圈。那么企业的商业模式是什么？商品、金融、电商板块到底有哪方面竞争优势？各板块的驱动因素是什么？

3.1. 产业端：深耕供应链确立行业先发优势

3.1.1. 商业模式：轻重结合，以客户为导向，获取服务收益

煤炭供应链管理业务通过衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，即将**煤源采购、煤炭仓储、原煤掺配、煤炭配送、煤炭分销**等服务功能加以整合，以及配套**运力配置、套期保值**等综合**咨询**，为各类煤炭需求方在规定时间内、地点，提供满足其要求的煤炭资源，降低终端用户用煤成本和煤炭管理成本，获取服务收益。

图 18：公司供应链管理业务主要环节示意图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

针对不同行业特定客户，瑞茂通煤炭供应链管理业务可具体分为轻的煤炭直发、加权结算类业务和重的煤炭转运、加工类业务。

煤炭直发、加权结算类业务:采用铁路运输或汽车运输的方式直接由煤矿运送至终端用处。主要针对电力行业，包含内贸煤和进口煤。通常内贸毛利率为 5%左右，而**进口煤炭海运费包含在采购成本**，未在销售费用中单独核算，故进口煤毛利率较低一般 1-2%。

煤炭转运、加工类业务:针对于冶金、建材、化工行业企业及部分电力行业企业，毛利率较高，通常为 20-30%。另外公司在**贸易过程通过给上下游垫资参与应收账款管理活动收取一定费用**，因此煤炭转运、加工类业务毛利较高。

表 5：瑞茂通供应链业务模式比较

	采购	仓储	加工	物流	分销	附加值	适用	适用行业
煤炭直发、加权结算类业务	✓			✓		低	内贸煤/进口煤	电力
煤炭转运、加工类业务	✓	✓	✓	✓	✓	高	内贸煤	冶金、建材、化工、部分电力

资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：公司年报，天风证券研究所

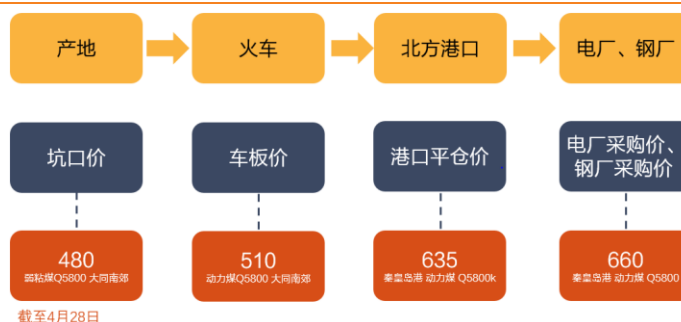
资料来源：公司年报，天风证券研究所

■ 深度介入煤炭供应链各环节

煤炭行业具有资源分布不均、行业市场空间大、产业供应链条长、产品非标化等特点。

从煤炭产业增值链看，Q5800 动力煤坑口价 480 元/吨、车板价 510 元/吨、港口平仓价 635 元/吨再到最终采购价 660 元/吨，不同物流节点对应煤炭价格存在巨大价差空间，该价差一方面是由国内煤炭产销南北格局分布下的煤炭商品物流过程所引起，另外一方面因为下游客户对煤炭种类需求不同，煤炭供应链企业需要根据客户不同煤种、热值、含硫量等进行混掺配煤提供增值服务，产业增值链空间巨大。

图 23：煤炭产业链增值链条



资料来源：wind，天风证券研究所

供应链关键节点资源分布：公司通过整合上下游优势资源，目前在仓储、加工、铁路环节均与合作方形成长期合作关系，加工资源主要通过外包，仓储、发运资源主要通过租赁。在山西、内蒙古、河南铁路发运站均签署长期租约，在靠近销售地江苏以及采购地山西的洗煤厂签订长期包干合约，铁路方面太焦线、候月线、陇海线均租有铁路运力。公司目前以租赁形式与上述物流节点服务商合作，通过长期合作形成供应链服务网络。

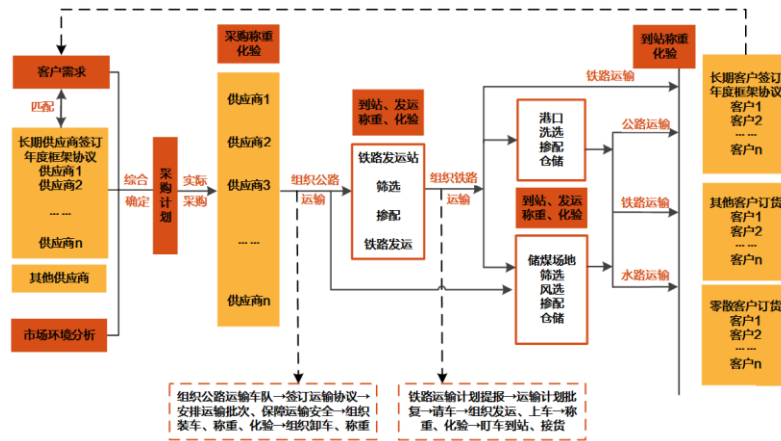
表 6：公司在煤炭产业链上资源分布

	资源 1	资源 2	资源 3	方式
仓储	山西发运站	内蒙古发运站	河南发运站	长期租约
加工	万家寨洗煤厂	晋源洗煤厂	瑞港加工厂	包干合约
铁路	太焦线	候月线	陇海线	租用铁皮
铁路发运站	襄垣煤炭集运站	东田良煤炭集运站		长期租赁

资料来源：公司年报，天风证券研究所

供应链服务环节一体化：公司通过提供采购服务（国际、国内资源）、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体系。

图 24：公司煤炭转运、加工类业务示意图

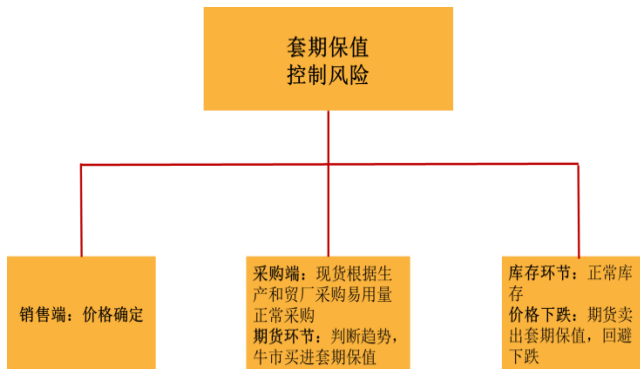


资料来源：公司年报，天风证券研究所

■ 套期保值对冲交易风险

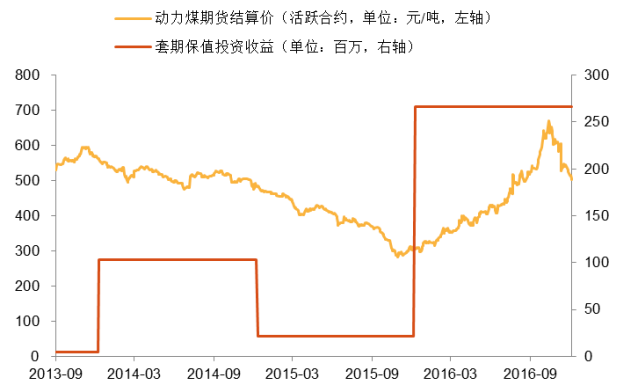
公司从 2014 年开始期货和纸货套期保值等相关衍生工具业务，**主要是利用风险对冲机制以减小煤炭价格波动带来的贸易风险**，业务优势主要体现在 1) **煤炭产业经验**：公司在煤炭行业内深耕十余年，与国内大型煤炭企业、下游客户均建立良好合作关系，可充分判断煤炭期货市场趋势性机会；2) **指定交割仓库**：是国内首家也是唯一一家成功获批动力煤期货指定交割厂库的煤炭供应链管理企业；3) **人才梯队**：目前公司拥有国内外一流的期货、纸货团队，并设立研究小组，与郑州商品交易所开展人才培养合作。目前来看，公司每年套期保值投资收益量与市场动力煤期货结算价格相关，总体来看，公司历年计入非经常性损益的期货/纸货套期保值收益业务做的尚可，盈利每年有波动，但是在做好对冲风控的形式下不会放大错，并非投机性行为。

图 25：套期保值业务简析



资料来源：互联网，天风证券研究所

图 26：动力煤期货结算价和公司套期保值投资收益对比

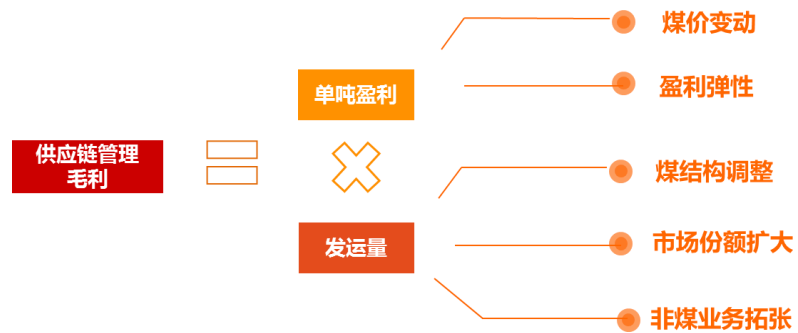


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.3. 驱动因素：量靠外延增长，单吨盈利周期性波动

公司供应链管理业务盈利驱动因素主要来自于发运量以及单吨盈利，其中单吨盈利与市场煤炭价格变动以及单吨盈利相对于煤价的弹性有关，而煤炭行业具有一定周期性，因此公司单吨盈利周期性波动，而发运量来自于公司煤炭结构的调整、市场份额扩大以及非煤业务扩张。

图 27：供应链管理业务驱动因素拆解

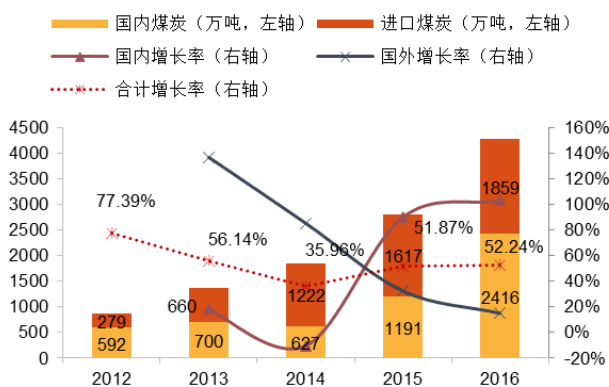


资料来源：wind，天风证券研究所

量：2012-2016 年公司发运量从 871 万吨增长至 4275 万吨，年平均增速 48.8%，其中进口煤业务 13-14 年增长较快，15-16 年因进口煤价格优势不再，因此减少其采购力度实现发运量 1859 万吨，国内煤 2016 年实现发运 2416 万吨，占比 56.5%。另外一方面，公司市占率由 2015 年 1%（估计值）上升至 1.6%（估计值）。

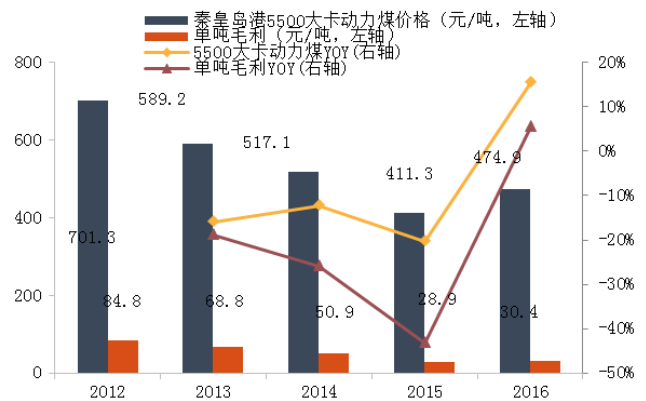
价：公司单吨盈利从 2012 年 84.8 元/吨下降 2015 年 28.9 元/吨，2016 年上涨至 30.4 元/吨。其中动力煤增速和单吨盈利增速保持一致，因此我们认为公司单吨盈利与 5500 大卡动力煤价格呈趋势性变动。其中非煤业务也是计入供应链管理业务收入，本节计算单吨盈利时未与煤业务做区分。

图 28：2012-2016 年公司国内煤及进口煤炭发运量及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2012-2016 年公司采购煤炭量及单位采购价格



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 金融端：多牌照布局打通资金链构筑行业护城河

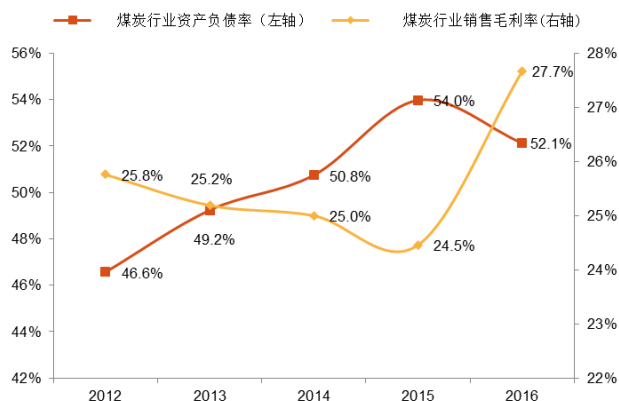
瑞茂通开展供应链金融服务是对现有煤炭供应链管理服务的延伸。目前，公司以应收账款保理业务为切入点，布局供应链金融业务，深度挖掘煤炭供应链各环节的客户需求，利用多种金融牌照与工具，创新金融产品，降低交易成本，共享全链条的价值增值。

3.2.1. 商业模式：煤炭产业链上的金融服务商

■ 煤炭需求催生金融需求

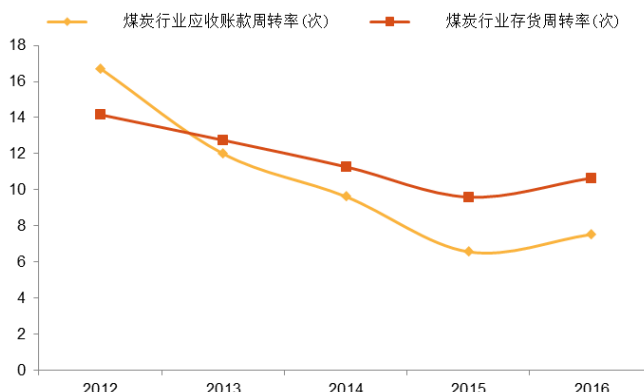
2012-2015 年煤炭行业整体销售毛利率下行，行业资产负债率增加，代表资产管理效率的指标应收账款周转次数及存货周转次数均下降，行业层面煤炭企业中小产能、落后产能目前面临整合淘汰的局面，恶化的经营环境和日趋收紧的金融政策催生供应链金融需求。

图 30：煤炭行业资产负债率及销售毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

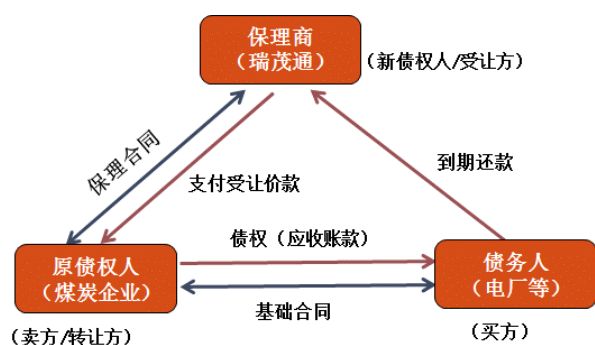
图 31：煤炭行业应收账款和存货周转次数



资料来源：wind，天风证券研究所

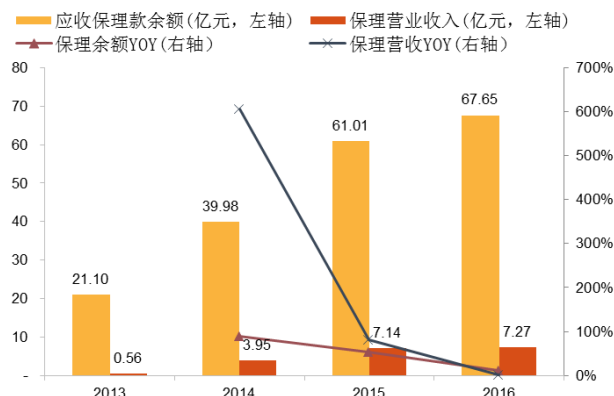
2013 年公司开展供应链金融业务，主要合作方式是公司选择在煤炭供应链领域有过多年合作基础的优质客户。根据公司上游煤矿和煤炭中间贸易商对下游客户的应收账款开展保理业务，期限一般在 3-12 个月，保理客户对下游企业应收账款的平均回款期约为 3-6 个月。在通过公司对客户的资信评估后，向其收取利息、业务手续费等。

图 32：商业保理业务模式介绍



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 33：2013-2016 年公司保理应收账款余额及保理业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

2013 年-2016 年公司保理应收账款余额从 21.1 亿增长至 67.65 亿，复合增速 43.19%，但是 2016 年应收保理款余额增速有所放缓，主要是整体煤炭行业信用风险较高，公司严控风险。

■ 多牌照布局供应链金融生态

保理：设立天津瑞茂通商业保理公司，2016 年公司应收保理款 67.65 亿元，实现营业收入 7.27 亿元，净利润 2.71 亿元。保理收入目前为公司供应链金融主要构成。

融资租赁：2014 年，公司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，注册资本分别为 20,000、17,000 以及 10,000 万元。

商业银行：参股浙江新余农商行，2013 年 12 月以 2.875 亿元参与新余农村商业银行股份有限公司，占 9.79% 股权。作为第一大股东，布局地方农商行，可拓展融资渠道。

P2P：参股领先创融，以 7705 万元参股领先创融 20% 股权，旗下中瑞财富是专注于大宗商品供应链金融领域 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。

图 34：公司多金融牌照布局



资料来源：公司网站，天风证券研究所

3.2.2. 竞争优势：打通资本链条，构筑行业优势护城河

■ 行业深耕形成资产端获客能力:

公司在煤炭产业链中具备强大的供应链管理能力和向上衔接煤炭生产企业、制造商以及小型贸易商，向下衔接批发企业和终端用户，同时连接物流企业，掌握上下游企业的信息流、资金流和物流情况，快速发现需求、识别业务机会，提供资金支持，因此公司竞争优势在于能够围绕生态供应链各关键节点快速获客，利用丰富的供应链优势和风控经验，挖掘更多的低风险的优质供应链金融资产。

■ 多渠道融资拓展资金端优势:

资金实力是公司不可或缺的竞争武器。公司下游客户通常在取得煤炭货品后需通过内部资金的审批流程才能支付给煤炭企业货物款项，相应账期会比较长。公司目前融资渠道多元，融资方式创新，融资结构优化。通过发行公司债券（2016 年全年共发行 43 亿）和私募 ABS 等创新融资业务加大融资力度。

表 7：瑞茂通发行债券及定增情况

	金额	利率	期限	发行时间
瑞茂通 2016 年公开公司债券（第一期）	7 亿	6.50%	3 年	2016.3
瑞茂通 2016 年公开公司债券（第二期）	6 亿	6.45%	3 年	2016.6
瑞茂通 2016 年非公开公司债券	10 亿	7.50%	2 年	2016.3
瑞茂通 2016 年非公开公司债券（第一期）	10 亿	7.00%	3 年	2016.10
瑞茂通 2016 年非公开公司债券（第二期）	10 亿	6.50%	3 年	2016.10
瑞茂通 2015 年定向增发	15 亿			2015.7

资料来源：wind，天风证券研究所

■ 风控构筑优势行业护城河:

瑞茂通金融客户均为供应链管理合作多年老客户，公司通过掌握上下游企业的信息流、资金流和物流情况，因此风险识别、风险防范、风险控制都能够构成其核心竞争力，同时公司拥有瑞茂通资产管理公司、瑞茂通仓储管理公司，打造物流端的 WMS 系统、现金流的 SCF 系统，能够实现对业务的全面监控和管理，形成瑞茂通供应链金融的可视化风控体系。

瑞茂通供应链金融业务与常见的保理公司开展商业保理业务并无区别，但是基于公司产业端在煤炭行业上下游的多年从业经验、核心风险识别能力，以及出现逾期后公司能够及时收回货物进行销货风险处置的能力，因此其构筑的行业优势壁垒是公司商品+金融板块中的协同发展能力，在本来无竞争壁垒的供应链行业中形成护城河。

3.2.3. 驱动因素：利差、杠杆率和减值准备

商业保理是类银行信贷的操作模式，因此其驱动因素取决于利差、杠杆率和减值准备。

利差：资金利差=资金收益-资金成本，其中，**资金收益：**合作客户包括煤炭生产企业、制造商以及小型贸易商、批发企业、物流企业，通常综合费率在 7.5%-18%；**资金成本：**平均 6-7%的融资成本通过股东借款、银行借款、发行债券等筹措资金。

杠杆率：天津瑞茂通注册资本 9 亿，商业保理公司理论杠杆率是 10 倍，因此其理论总资产最多不超过 90 亿，而公司同时拥有融资租赁牌照、小额贷款牌照。因此短期看杠杆率不会成为制约因素。

减值准备：对保理经营活动中可能已经构成的风险和损失作出减值准备。一般而言在资金利差以及应收账款额恒定的情况下减值准备构成影响毛利的较大因素。减值准备跟市场信用风险以及公司五级风险分类标准有关，进一步跟煤炭市场供需及价格相关。

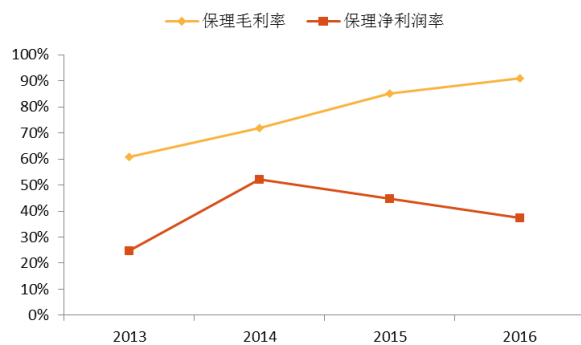
图 35：供应链金融业务驱动因素拆解



资料来源：wind，天风证券研究所

2015 年-2016 年公司保理业务毛利率和净利率分别呈现向上和向下的走势，其中保理毛利率由 85.2%上升至 90.9%，净利率由 44.7%下降至 37.28%，主要原因在于资产减值准备对净利率的影响。

图 36：2013-2016 年公司保理毛利率及净利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 电商：互联网+煤炭=易煤网，打通 O2O

易煤网于 2015 年 4 月 24 日正式上线，是由瑞茂通旗下和略电子商务（上海）有限公司基于全球资源和市场，建立的以煤炭交易为主的大宗商品电子交易平台，是国内探索煤炭全产业链优化升级的煤炭电子商务企业。

3.3.1. 商业模式：煤炭触网，平台经济

易煤网作为瑞茂通由煤炭走向+互联网的平台，构建了易煤商城、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。

图 37：易煤商城功能及价值

现可期。

3.4. “商品+电商+金融”三者互联，平台模式引领行业革新

传统的煤炭供应链呈哑铃形，煤炭生产企业和消费企业以大型企业为主在两端，中间有众多小而散的煤炭贸易商。未来煤炭电商的发展将使煤炭供应链变成纺锤形，平台将集聚起来的资源，使中间环节效率更高，松散的中间环节被淘汰，更为集中的平台变多，生产企业和消费企业则会变少。

公司打造的“易煤网”平台上通过嫁接瑞茂通所有线下资源，包括广义的供应链管理和金融服务，线下和线上互相倒流。另外金融业务为供应链管理业务提供行业优势护城河，而供应链管理业务又能反哺给金融板块创造业务机会以及风险控制。因此商品+电商+金融是一个有机整体，三者互联、有机结合，带动公司从煤炭垂直链走向大宗生态圈。

4. 观未来，业绩成长依靠公司业务量驱动

我们认为公司供应链管理业务板块的核心驱动因素在于量和价。业绩增长取决于业务量扩大，单吨盈利与煤炭行业周期性波动相关，公司过去两年的业绩显示业务规模扩张可有效覆盖单吨盈利的下降。供应链金融业务板块的驱动因素在于利差、杠杆率和减值准备，减值准备与煤炭行业周期相关。因此，瑞茂通业绩业务增量来自哪里？是否会有外延空间？

4.1. 做深：自营业务或合资借力，平台业务依赖 O2O 倒流

■ 自营业务：独乐乐不如众乐乐

煤炭市场年均消费量超过 30 亿，瑞茂通市场占有率仅为 1.6%，但是公司的经营模式决定了占据更多市场份额需要消耗大量现金流，而公司轻资产的属性其融资能力将有限。因此从自营业务内生增长来看，公司或可与上下游企业合资成立项目公司的形式进行资本运营。

上游煤矿：供应链企业可与地方国有煤炭企业在子公司和项目层次上进行资本合作，合资合作可以跨地区、跨行业、跨所有制。国有煤炭企业集团以资源优势吸引供应链企业投资，供应链企业则在煤炭市场流通交易环节更具有优势。因此锁定上游资源以及中游渠道的合作方式将最大限度发挥供应链的功能，减少煤价波动的影响。

下游电厂：国有电力企业在项目公司或者子公司引进战略投资者合资合作，是实施资本运营的又一途径。供应链企业原本是电力企业的采购部门，两者形成资本纽带，将更好的提高供应链企业的积极性，减少中间采购环节，通过将本增效，提高国有资本贡献率。

可比案例：2014 年飞马国际与 TCL 集团、惠州冠联投资共同出资人民币 10,000 万元在深圳市前海深港现代服务业合作区设立合资供应链公司，打造 IT、电子行业专业综合供应链服务平台。

■ 平台业务：规模经济打造定制化专家平台

公司通过触网打造平台经济，带领行业革新，打造定制化专家平台。易煤网作为公司煤炭互联网的窗口将有力推动公司向平台 B2B 模式发展，公司通过介入供应链多个节点，建立物流体系，建立信息的互通互联打造 O2O 的闭环以时间换空间。未来公司的线上战略可能更多是为产业中的中小型贸易商服务，因此平台、体系、生态建立起来后，O2O 流量倒流，将支撑瑞茂通业绩增量。

4.2. 做多：供应链模式复制+阿米巴合伙人制度，外延扩张有望打开

■ 煤炭去产能，非煤拓张可对冲行业风险

2015-2016 年煤炭行业整体处于供给侧改革去产能的阶段，大量中小型煤炭生厂商破产倒闭，行业处于挤泡沫的过程，单一的煤炭贸易模式利差空间收窄，挣钱效应难持续，拓展非煤业务有助于对冲行业系统性风险。

■ 大宗供应链业务模式成熟可复制

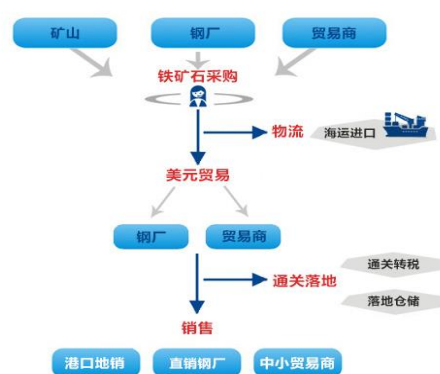
大宗商品供应链模式的存在需要满足 1) 产品非标准化；2) 物流专业化，3) 核心企业市场化，4) 客户分散化。例如煤炭卡数不同热值不一，且需要经过一定配比，因此产品非标准化；煤炭产地三西一蒙，消费地在东部沿海，物理上的距离为物流创造了条件；核心企业市场化，过去十年煤炭生产商即央企、国企、民企均有生存空间；客户分散化，煤炭下游包括火电、钢铁、建材、化工，行业和客户均分散。因此基于对煤炭供应链行业的深入实践，瑞茂通在铁矿石、棉花等大宗商品供应链的模式有望规模化复制。

图 38：棉花供应链服务模式



资料来源：公司网站，天风证券研究所

图 39：铁矿石供应链服务模式



资料来源：公司网站，天风证券研究所

■ 阿米巴合伙人模式

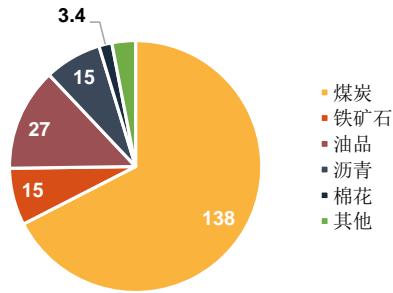
阿米巴经营模式是将整个公司分割成许多被称为阿米巴的小型组织，每个小型组织都作为一个独立的利润中心，按照小企业、小商店的方式进行独立经营，通过变革利润分配机制，让创造财富的人分享财富，锁定个人利益、团队利益与公司利益，充分激发业务团队的工作积极性。

■ 公司搭台经营者唱戏

公司通过搭建平台、提供资金支持、辅助以统一的中后台管理为前台的发展提供有效的支撑，同时加大引进专业的商品人才、风控人才、管理人才。公司内部阿米巴合伙人由煤炭板块逐渐铺开，非煤业务经营单元多点开花。

2015 年公司实现铁矿石和棉花业务 8000 万元。2016 公司经营的大宗商品品类已覆盖至煤炭、铁矿石、棉花、油品、沥青、化工品等诸多品类，且各品类大宗商品发运规模和营业收入均有了显著提升，其中非煤炭品类业务占比已经达到 32.6%，油品 27 亿，沥青 15 亿，铁矿石 15 亿，棉花 3.4 亿。非煤业务包括铁矿石、棉花、油品等每个子行业均有可匹配煤炭行业的市场空间，供应链管理外延扩张，瑞茂通供应链行业天花板有望打开，未来可期。

图 40：瑞茂通大宗商品收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们认为随着公司煤炭业务市场占有率的提升、互联网端煤炭流量 O2O 倒流、非煤大宗业务的增加以及保理业务平稳增长，公司未来业绩将有望显著增长。预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.69、0.82 与 0.99 元，17 年预测业绩对应当前 PE 仅 18.3 倍。公司经营基本面良好，“商品+电商+金融”模式驱动业绩增长，叠加低估值与未来外延扩张，给予增持评级，目标价 15.6 元。

5.2. 可比公司估值

表 8：可比公司估值（2017-5-31）

公司名称	代码	估值方法	股价	PE(TTM)	PB(LF)	EPS(17E)	EPS(18E)	EPS(19E)
瑞茂通	600180.SH	我们测算	12.63	19.6	2.6	0.69	0.82	0.99
欧浦智网	002711.SZ	Wind 预期	18.68	56.2	7.8	0.46	0.58	0.58
飞马国际	002210.SZ	Wind 预期	17.82	11.2	4.3	0.22	0.26	0.30
怡亚通	002183.SZ	Wind 预期	8.27	32.8	3.1	0.53	0.66	0.48
普路通	002769.SZ	Wind 预期	14.08	31.2	4.2	0.70	0.88	0.84
易见股份	600093.SH	Wind 预期	12.84	20.6	2.3	0.74	0.90	1.13
建发股份	600153.SH	Wind 预期	11.58	11.1	1.5	1.18	1.32	1.48
象屿股份	600057.SH	Wind 预期	9.87	23.7	1.5	0.51	0.68	0.86

资料来源：wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

煤炭需求大幅下滑；非煤业务拓展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,682.74	3,544.71	11,926.79	6,089.16	11,354.65
应收账款	1,099.15	3,207.21	2,249.27	4,089.56	3,191.20
预付账款	305.27	420.72	1,484.01	253.03	1,686.07
存货	261.83	386.13	1,830.23	485.09	1,776.13
其他	6,973.46	7,479.81	6,483.87	6,846.01	7,242.55
流动资产合计	10,322.45	15,038.59	23,974.18	17,762.85	25,250.59
长期股权投资	994.22	892.48	1,576.04	2,062.59	2,439.24
固定资产	25.78	19.97	111.40	207.21	297.06
在建工程	0.00	0.00	6.13	8.23	11.78
无形资产	3.20	13.98	147.88	736.00	2,726.20
其他	124.63	313.67	151.10	194.09	217.79
非流动资产合计	1,147.83	1,240.09	1,992.54	3,208.12	5,692.06
资产总计	11,470.28	16,374.71	25,998.73	21,013.65	30,999.55
短期借款	1,320.62	3,391.93	501.33	2,455.57	501.33
应付账款	2,420.76	2,283.96	10,309.64	3,036.27	10,445.53
其他	3,594.89	1,637.17	6,516.18	3,241.63	6,539.39
流动负债合计	7,336.27	7,313.06	17,327.14	8,733.47	17,486.25
长期借款	0.00	0.00	1,821.30	2,236.92	1,832.36
应付债券	0.00	4,430.56	1,754.75	2,061.77	2,749.03
其他	1.48	2.07	1.26	1.60	1.64
非流动负债合计	1.48	4,432.63	3,577.32	4,300.29	4,583.03
负债合计	7,337.75	11,745.69	20,904.46	13,033.76	22,069.28
少数股东权益	5.50	3.17	0.97	(1.23)	(3.43)
股本	1,017.41	1,016.48	1,016.48	1,016.48	1,016.48
资本公积	1,492.34	1,513.91	1,367.51	3,488.33	3,508.65
留存收益	3,120.03	3,612.42	4,076.82	6,964.64	7,917.23
其他	(1,502.74)	(1,516.96)	(1,367.51)	(3,488.33)	(3,508.65)
股东权益合计	4,132.53	4,629.02	5,094.27	7,979.89	8,930.27
负债和股东权益总	11,470.28	16,374.71	25,998.73	21,013.65	30,999.55

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	425.80	527.17	704.00	831.42	1,002.40
折旧摊销	11.56	10.07	23.14	65.01	170.32
财务费用	261.90	290.17	547.35	669.81	733.50
投资损失	(57.11)	(339.29)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(3,010.34)	(4,763.52)	12,059.95	(10,238.88)	8,637.16
其它	2,742.51	181.36	27.80	37.80	27.80
经营活动现金流	374.32	(4,094.04)	13,162.24	(8,834.85)	10,371.18
资本支出	35.32	(88.17)	938.96	1,237.26	2,630.52
长期投资	26.23	(101.74)	683.56	486.55	376.65
其他	(793.65)	619.45	(2,151.81)	(2,882.78)	(5,503.48)
投资活动现金流	(732.09)	429.53	(529.29)	(1,158.97)	(2,496.31)
债权融资	2,155.02	7,822.50	4,355.52	7,125.11	5,299.05
股权融资	1,270.42	(464.59)	(690.70)	1,451.02	(713.19)
其他	(3,208.51)	(2,593.19)	(7,915.69)	(4,419.94)	(7,195.23)
筹资活动现金流	216.94	4,764.71	(4,250.87)	4,156.18	(2,609.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(140.83)	1,100.21	8,382.08	(5,837.64)	5,265.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,405.0	21,233.5	25,458.1	30,445.8	34,928.5
营业成本	7,986.8	19,260.7	22,957.5	27,538.6	31,660.9
营业税金及附加	56.68	14.17	17.82	18.27	24.45
营业费用	582.93	878.54	1,031.05	1,150.85	1,170.11
管理费用	153.37	222.46	264.76	319.68	363.26
财务费用	269.94	492.59	547.35	669.81	733.50
资产减值损失	17.09	105.34	40.00	30.00	20.00
公允价值变动收益	15.52	40.95	30.00	40.00	30.00
投资净收益	57.11	339.29	200.00	200.00	200.00
其他	(145.25)	(760.48)	(460.00)	(480.00)	(460.00)
营业利润	410.87	640.02	829.60	958.61	1,186.25
营业外收入	145.26	81.39	90.00	100.00	90.00
营业外支出	1.28	13.13	5.09	5.50	6.00
利润总额	554.85	708.27	914.51	1,053.11	1,270.25
所得税	129.05	181.10	212.72	223.89	270.06
净利润	425.80	527.17	701.80	829.22	1,000.20
少数股东损益	(1.77)	(3.76)	(2.20)	(2.20)	(2.20)
归属于母公司净利润	427.57	530.93	704.00	831.42	1,002.40
每股收益(元)	0.42	0.52	0.69	0.82	0.99

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.78%	125.77%	19.90%	19.59%	14.72%
营业利润	-11.51%	55.77%	29.62%	15.55%	23.75%
归属于母公司净利润	-14.93%	24.17%	32.60%	18.10%	20.57%
获利能力					
毛利率	15.08%	9.29%	9.82%	9.55%	9.36%
净利率	4.55%	2.50%	2.77%	2.73%	2.87%
ROE	10.36%	11.48%	13.82%	10.42%	11.22%
ROIC	17.75%	18.99%	12.53%	-47.56%	17.31%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	63.97%	71.73%	80.41%	62.03%	71.19%
净负债率	69.31%	75.61%	7.43%	57.92%	-2.02%
流动比率	1.41	2.06	1.38	2.03	1.44
速动比率	1.37	2.00	1.28	1.98	1.34

营运能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应收账款周转率	9.64	9.86	9.33	9.61	9.59
存货周转率	19.30	65.54	22.97	26.30	30.89
总资产周转率	0.97	1.53	1.20	1.30	1.34

每股指标(元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.42	0.52	0.69	0.82	0.99
每股经营现金流	0.37	-4.03	12.95	-8.69	10.20
每股净资产	4.06	4.55	5.01	7.85	8.79
估值比率					
市盈率	30.31	24.41	18.41	15.59	12.93
市净率	3.14	2.80	2.54	1.62	1.45
EV/EBITDA	33.07	15.39	3.69	8.10	3.15
EV/EBIT	33.45	15.51	3.76	8.42	3.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com