

## 中小市值供应链金融系列之一瑞茂通

——瑞茂通（600180）：大宗商品供应链全服务商

2017年06月01日

强烈推荐/首次

瑞茂通

### 报告摘要：

**煤炭供应链服务领先厂商。**公司从2000年进入煤炭供应链行业，2013年公司业务模式转型从传统的供应链管理业务进入供应链金融服务，实现全流程覆盖的供应链管理服务的商业模式。公司2016年全年实现营业收入212亿元，同比增长126%，归属上市公司股东净利润增长29%。

**煤炭供给侧改革，打开产业链盈利持续增长空间。**2016年公司累计煤炭发运约4275万吨，同比增长52%。煤炭行业价格提升带来公司供应链管理收入的增长。公司正将供应链管理业务扩展到煤炭外的其他大宗商品。

◆2017年上半年煤炭价格受需求不振影响，出现下降趋势，但公司拥有煤炭资源优质客户，预计供应链管理收入未来能保持稳定增长。从长期趋势看，煤炭行业供给侧改革持续会有利于产业链整体盈利水平的提升。

**供应链金融服务盈利占比提升。**公司旗下垂直电商平台易煤网在2015年上线。2016年末公司应收保理款67.65亿元，实现营业收入7.27亿元，净利润2.71亿，供应链金融业务盈利水平较高。

◆2016年公司围绕供应链金融三方面：交易的公平、交易的低成本和交易的安全，对电商平台业务升级。通过提供更全面、安全的服务来巩固客户关系，加速业务渗透。我们认为供应链金融还有很大渗透空间。

**公司盈利预测及投资评级。**公司目前在大宗商品市场扩展供应链管理业务，在供应链金融业务领域稳步提升渗透率，形成业绩增长双核驱动。

◆预计公司2017年-2019年每股收益分别为0.69元、0.88元和1.04元，采用分部估值法，公司合理市值143亿元，给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：价格波动剧烈风险；运输成本上升风险；供应链金融坏账风险。

### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9405	21233	23818	26467	28963
增长率（%）	12.78%	125.77%	12.17%	11.12%	9.43%
净利润（百万元）	425.80	527.17	697.70	891.91	1059.80
增长率（%）	-15.11%	23.81%	32.35%	27.83%	18.82%
净资产收益率（%）	10.36%	11.48%	13.27%	14.72%	15.11%
每股收益（元）	0.45	0.52	0.69	0.88	1.04
PE	28.92	24.97	19.00	14.86	12.51
PB	3.21	2.87	2.52	2.19	1.89

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051407000

林阳

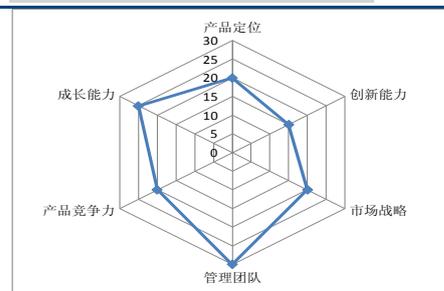
021-65465035

liny ang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051012000

### 六位评价体系之服务业、制造业图



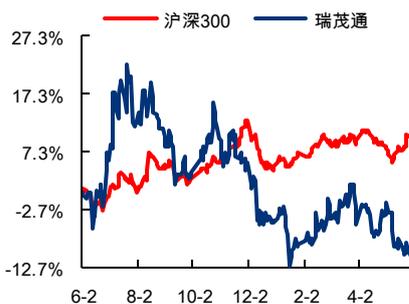
### 所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：供应链金融

### 核心护城河、商业模式概括

- 优质的客户资源
- 供应链全面服务模式
- 领先的线上交易平台

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 煤炭供应链领先服务商 .....	4
2. 煤炭行业供给侧改革驱动产业链盈利增长 .....	5
2.1 煤炭产能供给侧改革持续 .....	6
2.2 煤炭价格短期承压，但不改收入增长趋势 .....	8
3. 供应链金融业务贡献盈利将加速 .....	9
3.1 煤炭供应链金融服务逐步完善 .....	9
3.2 供应链金融利润为盈利调节器 .....	12
4. 盈利预测及估值 .....	14
4.1 主营业务假设 .....	14
4.2 公司盈利预测 .....	15
4.3 公司估值和投资评级 .....	15
5. 风险提示 .....	16

## 表格目录

表 1:易煤网供应链金融产品介绍 .....	10
表 2:瑞茂通经营数据预测表 .....	14
表 3:瑞茅台盈利预测数据表 .....	15
表 4:瑞茂通盈利预测拆分表 .....	15
表 5:瑞茂通传统业务可比估值表 .....	16
表 6: 公司盈利预测表 .....	17

## 插图目录

图 1:瑞茂通供应链管理服务流程图 .....	4
图 2:2016 年公司大宗商品收入结构（单位：亿元） .....	4
图 3:瑞茂通业务国内覆盖区域 .....	4
图 4:瑞茂通海外业务覆盖区域 .....	4
图 5:公司煤炭发运量情况 .....	5
图 6:中国煤炭行业景气度指数 .....	5
图 7:煤炭物流流程图 .....	6
图 8:全国煤炭价格指数曲线 .....	6

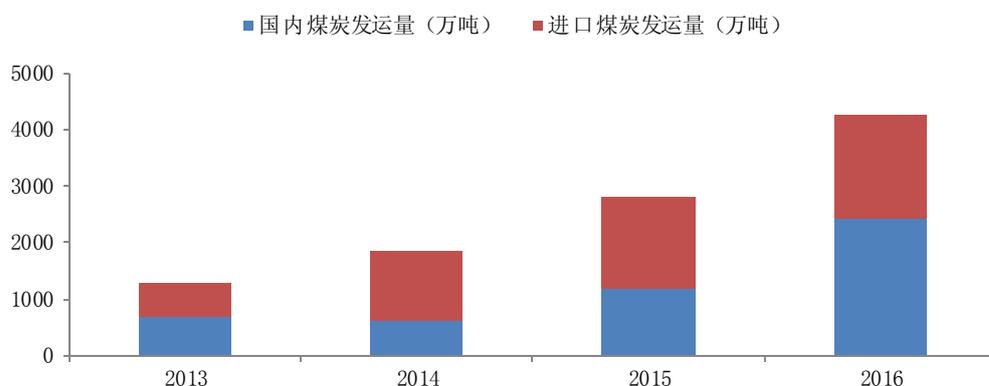
图 9:中国历年原煤产量图 .....	7
图 10:公司部分优质煤炭资源合作公司 .....	8
图 11:中国沿海煤炭运价综合指数 .....	8
图 12:公司供应链管理业务收入和毛利率情况 .....	9
图 13:易煤网生态圈 .....	9
图 14:煤易融流程图 .....	10
图 15:煤易贷流程图 .....	11
图 16:煤易购流程图 .....	12
图 17:公司供应链金融业务收入和毛利率情况 .....	12
图 18:长江口 5000K 平仓价格指数 .....	13
图 19:长江口 5500K 平仓价格指数 .....	13



## 2. 煤炭行业供给侧改革驱动产业链盈利增长

2016 年公司累计煤炭发运约 4275 万吨, 同比增长 52%, 其中国内煤炭发运量 2416 万吨, 同比增长 103%, 进口煤炭业务发运量同比增长 15%。国内煤炭发运仍占据煤炭供应链服务的最大份额。

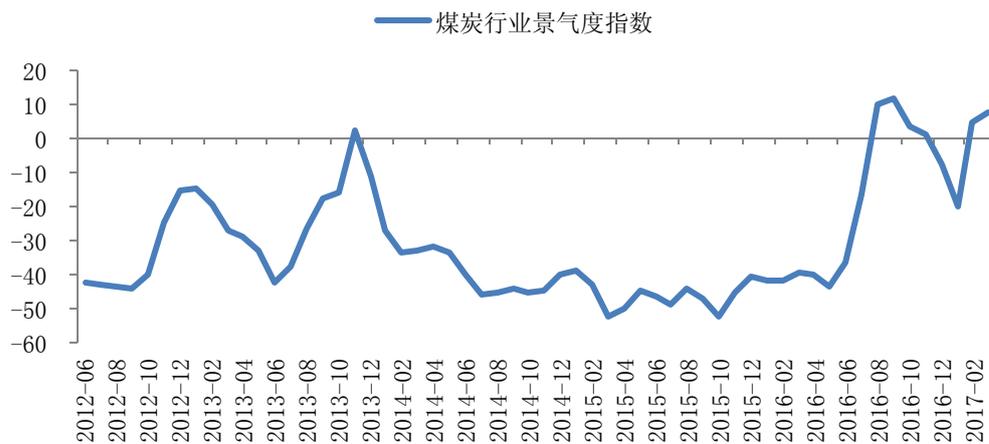
图 5: 公司煤炭发运量情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司 2012 年煤炭发运量为 1300 万吨, 过去 3 年煤炭发运量的复合增长率达到 48.71%。对比 2012 年至 2016 年煤炭行业的景气度指数, 在 2013 年至 2015 年并不是煤炭行业高景气度周期, 公司煤炭供应链业务仍然能保持高速增长, 公司在煤炭供应链业务的扩张能力得到体现。

图 6: 中国煤炭行业景气度指数

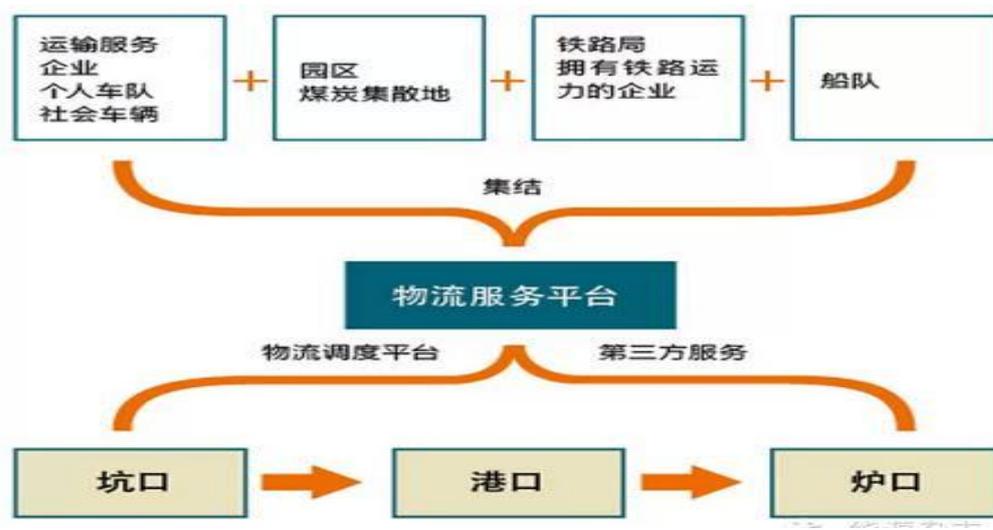


资料来源: 中国煤炭工业协会, 东兴证券研究所

## 2.1 煤炭产能供给侧改革持续

我国煤炭集中产地在西北地区，而东南部地区人口密度大，对煤炭需求较高，从产地到消费地区有较长的运距。2016年煤炭消费量占能源消费总量的比例为62%，煤炭仍然是目前中国主要能源来源。在煤炭企业物流成本中，运输成本占比接近或超过50%，仓储成本占比约27%。

图 7:煤炭物流流程图



资料来源：能源杂志、东兴证券研究所

煤炭行业是典型的周期性行业，煤炭价格波动有显著周期性特点，2012年以后煤炭价格处在持续的下行周期中，到2016年三季度开始煤炭价格开始出现强烈反弹。我们认为本轮煤炭价格的回升动力来自煤炭产能的供给侧改革造成的产能下降。

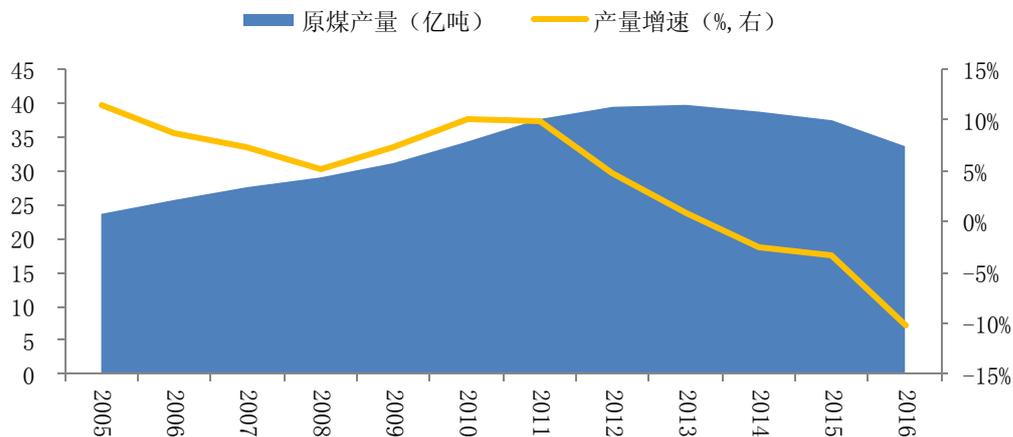
图 8:全国煤炭价格指数曲线



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2016年全国原煤产量33.64亿吨,同比下降了10.22%,下降速度相比2014年和2015年有显著加速趋势。2016年全年煤炭消费量下降4.7%,产量下降速度超过消费量下降速度,导致了2016年下半年开始的煤炭价格的上涨。

图 9:中国历年原煤产量图



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2017年5月,发改委和工信部等部门联合发布《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》。根据《意见》提出的方案,2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上,实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

虽然按照行业的远期规划到2020年、2030年煤炭消费比重要下降到60%和49%,但煤炭能源的主题地位仍不会变化。我们认为随着煤炭行业供给侧改革的深入,煤炭产业链整体盈利能力将持续提升。

图 10:公司部分优质煤炭资源合作公司



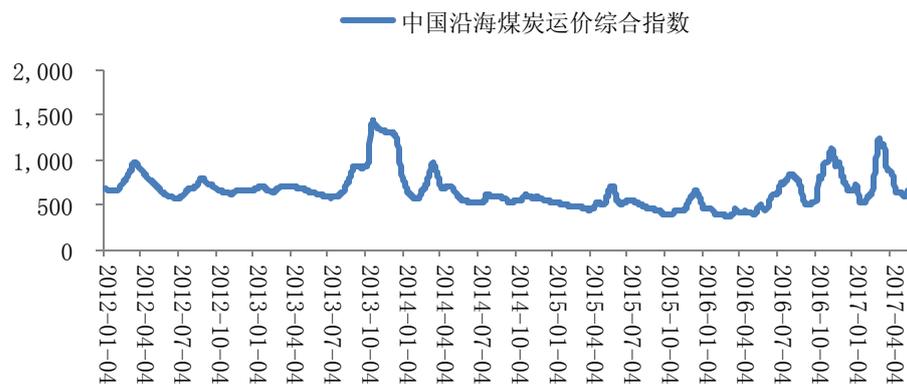
资料来源: 易煤网、东兴证券研究所

煤炭行业供给侧改革带来的直接影响就是行业产能的适度集中, 对于煤炭物流运输行业来说, 拥有优质客户资源和稳定的客户关系将是保证煤炭发运量增长的基础。2016 年公司已拥有煤矿专区定点大型煤炭生产企业客户 10 家。

## 2.2 煤炭价格短期承压, 但不改收入增长趋势

公司煤炭供应链管理业务收入和煤炭行业景气度正相关。从煤炭运输价格的周期看, 大的波动周期基本和煤炭价格周期一致 (煤炭行业景气上行, 煤炭需求旺盛, 带来运输需求提升)。进入 2017 年煤炭价格呈现了下降的趋势, 主要受下游需求影响。

图 11:中国沿海煤炭运价综合指数

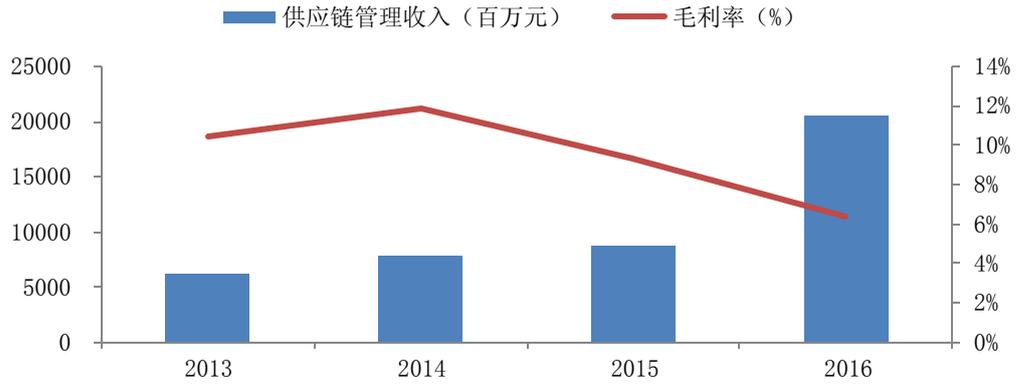


资料来源: 上海航运交易所、东兴证券研究所

煤炭价格的下降也带来了 2014 年一季度煤炭运输价格指数的下降, 但公司一季度营业收入 52.33 亿元, 同比增长 128.42%。虽然公司一季度收入延续了 2016 年二季度以来的高增长趋势。但随着煤炭价格下降的持续, 预计下半年供应链管理业务将体现价格下行的趋势。但从长期趋势看随着客户优质资源的掌控和大宗商品品类的扩张以

及煤炭供给侧改革成果的兑现, 公司供应链管理收入有望保持稳定持续增长。

图 12: 公司供应链管理业务收入和毛利率情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

### 3. 供应链金融业务贡献盈利将加速

#### 3.1 煤炭供应链金融服务逐步完善

公司拥有一张商业保理牌照和三张融资租赁牌照, 公司以大宗商品贸易为基础, 为煤炭等相关产业链客户提供商业保理、融资租赁等供应链金融服务。公司旗下的垂直电商平台易煤网在 2015 年上线。公司上线电商平台的目的是为了为了更好的整合产业链上下游资源, 使得客户交易、物流仓储、支付、结算和融资等需求更高效透明。

图 13: 易煤网生态圈



资料来源：易煤网、东兴证券研究所

易煤网生态模式覆盖煤炭产业链上三大核心要素：

- ◆ 煤炭资源方：通过“易煤商城”和“团购”对接多家大型煤炭供给厂商，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；
- ◆ 煤炭需求方：开发“阳光招标系统”直接服务终端需求用户，例如为多家大型电厂、钢厂实现阳光招标采购；
- ◆ 资金供给方：对接多家银行，开展战略合作，基于易煤网线上交易业务开发独立支付系统，未来有可能对资金闭环运作。

2015年易煤网注册用户近1400家，实现交易用户600余家。2015年公司应收账款余额61.01亿元，同比增长52.6%，实现营业收入7.14亿元，净利润3.19亿元，同比增长54.49%。2016年末公司应收保理款67.65亿元，实现营业收入7.27亿元，净利润2.71亿。

表 1:易煤网供应链金融产品介绍

产品名称	产品核心	适用对象	产品特点	融资成本	融资期限
煤易融	应收账款类融资	煤炭供应商	成本低、流程简便	12%	45-60天
煤易贷	货权类融资	拥有货权的中上游企业	量身定做、第三方资管	12%	30-45天
煤易购	采购订单类融资	煤炭贸易商	无抵押、无担保、放款快速	12%	30-45天

资料来源：易煤网、东兴证券研究所

煤炭行业处于买方市场，中上游的煤炭供应商的回款速度较慢，对资金占用严重，而中小供应商在银行等传统渠道申请规模较大的融资也比较困难。易煤网依托线下成熟供应链金融业务，开发了“煤易购”、“煤易贷”、“煤易融”等标准化供应链金融产品。

煤易融针对上游煤矿和贸易商的资金快速回笼需求以及下游的煤炭消费企业的账期延长的需求而提供金融产品工具，解决客户交易账期资金占用的问题。

图 14:煤易融流程图

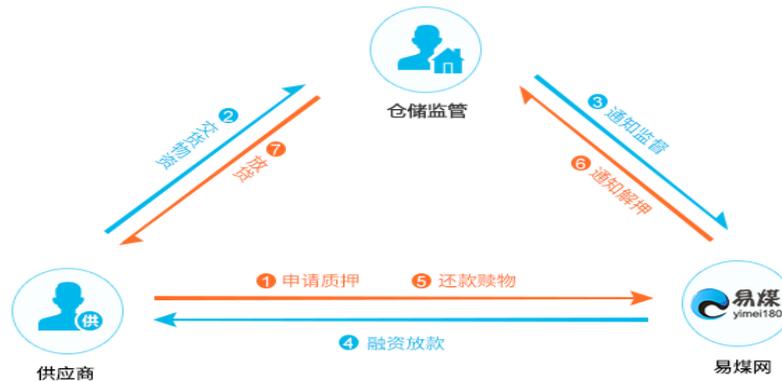


资料来源：易煤网、东兴证券研究所

煤易融产品类型有两种：

- ◆ 应收账款买断——客户转让其应收账款给“煤易融”指定的保理商；
- ◆ 应收账款质押——客户将其合法拥有的应收账款权质押给定向金融机构。

图 15:煤易贷流程图



资料来源：易煤网、东兴证券研究所

煤易贷针对中小煤炭企业，解决中小煤炭企业短期资金周转问题。煤易贷建立了可靠的第三方监管渠道和及时的资金融通渠道。客户可以质押合法拥有煤炭的现货货权，按照市场估值后，委托第三代仓储机构对货物在确定的最低价值范围内进行监管。

图 16:煤易购流程图



资料来源：易煤网、东兴证券研究所

煤易购是针对贸易商采购设计的订单融资产品，无抵押、无担保灵活快速放款。针对具有稳定、成熟渠道销售的贸易商给予采购订单，在贸易商支付一定比例保证金后，将贷款全额支付给资源方，贸易商再向易煤网付款赎货销售给下游企业。易煤网提供的供应链金融产品基本覆盖了煤炭产业链各个环节的需求。

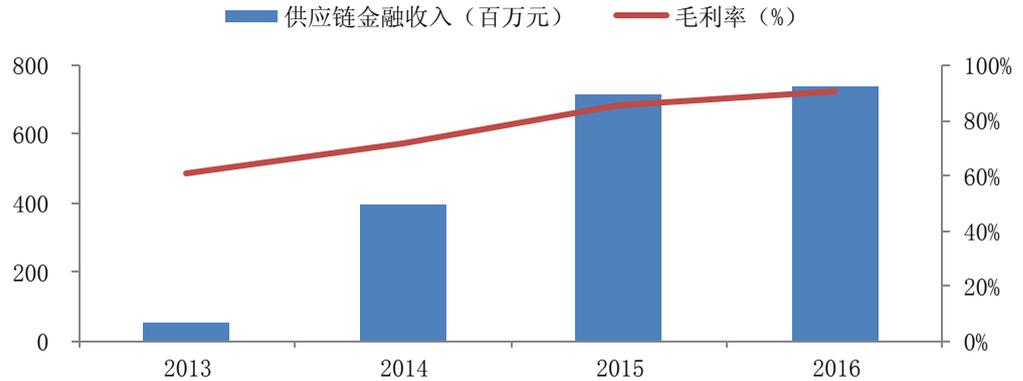
### 3.2 供应链金融利润为盈利调节器

公司供应链金融业务收入占比虽然不高，但盈利贡献已经超过传统煤炭供应链管理业务，2015年、2016年供应链金融业务贡献净利润占比74.88%和51.42%。

2016年供应链金融净利润占比的下降是因为供应链管理利润的快速回升，供应链金融利润本身下降幅度约15%。从近两年供应链管理和供应链金融利润增速看存在一定反向关系，内涵的逻辑可能是：

- ◆ 当煤炭行业景气周期上升，产业链现金流情况改善，银行对煤炭行业信用评级上调，对供应链金融服务需求降低，供应链金融盈利水平下降；
- ◆ 当煤炭行业景气周期下降，产业链现金流收紧，银行对煤炭行业信用评级下调，融资需求上升，供应链金融盈利水平上升。

图 17:公司供应链金融业务收入和毛利率情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

短期来看，公司的煤炭供应链金融服务利润可能对冲供应链管理业务的利润下降趋势。但从长期趋势来看，两种业务的利润增长趋势应该是保持一致。目前大宗商品行对供应链金融的使用更多情况是短期融资工具，而非常态化融资手段。

我们认为随着供应链金融工具渗透率的提升，对供应链金融的使用将更加频繁。当大宗商品行业对供应链金融工具使用更加常态化，供应链金融盈利增长趋势将逐步和行业利润趋势统一。

要让客户对供应链金融服务产生粘性我们认为要抓住三点核心：交易的公平、交易的低成本和交易的安全。公司在 2016 年也从这三方面着手对电商平台实现了全面升级改造。

◆ 提升行业影响力——交易的公平（信息对称）

易煤网于 2016 年推出“长江口动力煤价格指数”，在长江主要煤运港口实盘成交数据的基础上编制而成，指数可以反映长江口动力煤交易价格水平以及变动趋势。在 2016 年 7 月该指数纳入中国煤炭价格指数制备体系。推出价格指数的意义一方面可以为供应链金融服务提供估值参考标准，另一方面也对供应链金融服务客户提供融资参考依据。

图 18: 长江口 5000K 平仓价格指数

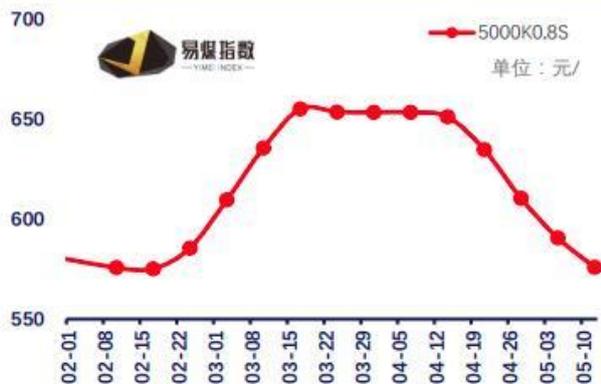
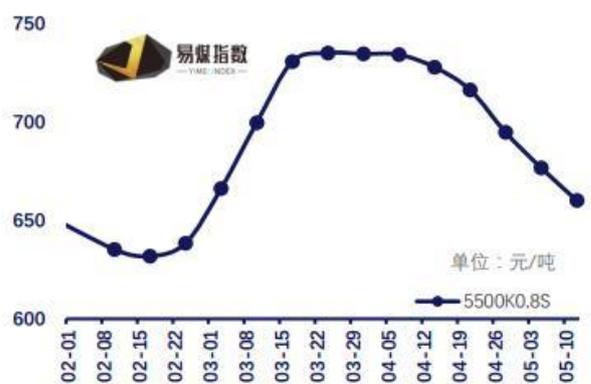


图 19: 长江口 5500K 平仓价格指数



资料来源：易煤网、东兴证券研究所

资料来源：易煤网、东兴证券研究所

#### ◆ 提升核心客户服务能力——交易的低成本（打通产业链上下游）

通过易煤网加强对煤矿专区、阳光采购平台两个板块的完善，解决客户购销的核心诉求。公司目前合作的煤矿专区定点大型煤炭生产企业 10 家，阳光采购平台大型电力企业 25 家。

#### 提升供应链金融风控服务能力——交易的安全（强化风控）

易煤网整合强化了风险控制体系，与多家银行合作开发账户交易管理系统，实现对平台交易资金流闭环监控，提升了平台风险控制能力。

对比公司供应链管理业务规模，我们认为公司供应链金融业务的渗透率还很低，未来还有很大渗透空间。公司在煤炭供应链管理业务基础上已经开始向棉花等其他大宗商品供应链管理扩张，而煤炭供应链金融平台也有望复制到其他大宗商品供应链服务领域。

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 主营业务假设

公司 2016 年受益煤炭市场阶段复苏，煤炭发运量同比增长速度较快，2017 年上半年煤炭价格呈现下降趋势，预计未来三年煤炭发运量平稳增长。假设 2017 年至 2019 年公司煤炭发运量每年增速分别为 14.04%、16.41%和 15.86%。

煤炭业务占公司供应链管理收入比例较大，2016 年收入大幅增长受益煤炭行业复苏。2017 年煤炭价格下跌，假设 2017 年公司供应链管理收入增速略低于煤炭发运量增速。假设公司 2017 年至 2019 年供应链管理收入增速分别为：11.75%、10.59%和 8.91%。毛利率分别为 7.30%、7.79%和 7.69%。

假设公司供应链金融收入增速在 2017 年至 2019 年分别为 23.82%、24.41%和 21.01%，在煤炭价格下跌的趋势中，我们判断煤炭供应链金融业务增长将加速。假设公司 2017 年至 2019 年煤炭供应链金融业务毛利率分别为 85%、85%和 83%。

2015 年公司供应链金融净利率为 44.71%，2016 年供应链金融净利率为 36.63%，假设 2017 年至 2019 年供应链金融业务净利率分别为 39%。

表 2:瑞茂通经营数据预测表

	2016	2017E	2018E	2019E
煤炭发运量（万吨）	4275	4875	5675	6575
发运量增速（%）	52.24%	14.04%	16.41%	15.86%

供应链管理收入 (亿元)	204.94	229.03	253.28	275.84
收入增速 (%)	135.79%	11.75%	10.59%	8.91%
供应链管理毛利率 (%)	6.35%	7.30%	7.79%	7.69%
供应链金融收入 (亿元)	7.40	9.16	11.40	13.79
收入增速 (%)	3.70%	23.81%	24.41%	21.01%
供应链金融毛利率 (%)	90.88%	85.00%	85.00%	83.00%
营业收入 (亿元)	212.34	238.19	264.68	289.63
营业成本 (亿元)	192.61	213.68	235.26	256.97
营业毛利率 (%)	9.29%	10.29%	11.11%	11.28%

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 4.2 公司盈利预测

虽然 2017 年上半年煤炭价格下跌, 但预计 2017 年至 2019 年公司收入增长稳定, 预计公司 2017 年至 2019 年收入分别为 238 亿元、264 亿元和 289 亿元。2017 年至 2019 年归属公司股东净利润分别为 6.98 亿元、8.92 亿元和 10.60 亿元, 分别同比增长 32.25%、27.83%和 18.82%, 对应 EPS 分别为 0.69 元、0.88 元和 1.04 元。

表 3: 瑞茅台盈利预测数据表

	2016	2017	2018	2019
营业收入 (亿元)	212.34	238.19	264.68	289.63
增速 (%)	125.77%	12.17%	11.12%	9.43%
归属公司股东净利润 (亿元)	5.27	6.98	8.92	10.60
增长率 (%)	23.81%	32.25%	27.83%	18.82%
ROE (%)	11.48%	13.27%	14.72%	15.11%
EPS (元)	0.52	0.69	0.88	1.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 4.3 公司估值和投资评级

预测公司供应链金融业务 2017 年至 2019 年贡献 EPS 分别为 0.37 元、0.46 元和 0.55 元。预测公司供应链管理业务 2017 年至 2019 年贡献 EPS 分别为 0.32 元、0.43 元和 0.49 元。考虑公司两大盈利贡献业务模式盈利能力有较大差异, 采用分部估值法对公司估值。

表 4: 瑞茂通盈利预测拆分表

项目（单位：元）	2017E	2018E	2019E
供应链金融 EPS	0.37	0.46	0.55
供应链管理 EPS	0.32	0.43	0.49

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司传统供应链管理业务我们采取可比公司估值法，选择物流行业上市公司作为可比公司。可比上市公司 2017 年平均 PE 估值为 31 倍。我们认为公司传统供应链管理业务虽然净利率不高，但收入成长稳定，并且业务品类从煤炭开始向其他大宗商品扩展，给予公司 2017 年供应链管理业务 PE 估值倍数为 45 倍，对应公司供应链管理业务估值为 14.4 亿。

表 5:瑞茂通传统业务可比估值表

公司名称	EPS			PE			PB
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
普路通	0.51	0.70	0.88	30.5	22.04	17.56	3.15
华鹏飞	0.25	0.36	0.41	43.0	29.90	26.20	3.46
澳洋顺昌	0.21	0.43	0.58	42.9	20.74	15.49	1.87
万林股份	0.17	0.28	0.35	71.1	44.56	34.81	4.80
欧浦智网	0.34	0.46	0.58	56.3	41.54	32.43	2.33
平均	0.29	0.44	0.56	48.76	31.76	25.30	3.13

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们使用 PS 估值法对公司供应链金融业务估值，我们认为公司供应链金融业务 2017 年合理 PS 估值水平在 14 倍，对应业务整体估值 128.24 亿元。综合传统业务估值 14.4 亿，公司合理估值为 142.64 亿，给予公司“强烈推荐”投资评级。

## 5. 风险提示

- ◆ 大宗商品价格剧烈波动的风险
- ◆ 石油等运输成本上升的风险
- ◆ 供应链融资业务发生坏账的风险

**表 6: 公司盈利预测表**

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	10322	15039	15786	17167	18282	<b>营业收入</b>	9405	21234	23819	26468	28963
货币资金	1683	3545	3573	4235	4634	<b>营业成本</b>	7987	19261	21368	23526	25697
应收账款	919	3106	3589	3988	4364	营业税金及附加	57	14	18	20	22
其他应收款	181	101	113	126	138	营业费用	583	879	943	1027	1102
预付款项	305	421	634	870	1127	管理费用	153	222	248	273	295
存货	262	386	439	483	528	财务费用	270	493	307	436	438
其他流动资产	6833	425	425	425	425	资产减值损失	17.09	105.34	10.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	1148	1336	1109	1150	1140	公允价值变动收益	15.52	40.95	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	994	892	892	892	892	投资净收益	57.11	339.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	25.78	19.97	42.28	72.91	101.81	<b>营业利润</b>	411	640	925	1184	1408
无形资产	3	14	13	11	10	营业外收入	145.26	81.39	50.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.28	13.13	45.00	25.00	25.00
<b>资产总计</b>	11470	16375	16895	18318	19422	<b>利润总额</b>	555	708	930	1189	1413
<b>流动负债合计</b>	7336	7313	11639	12259	12409	所得税	129	181	233	297	353
短期借款	1321	3392	7688	8077	7925	<b>净利润</b>	426	527	698	892	1060
应付账款	518	988	1112	1225	1408	少数股东损益	-2	-4	0	0	0
预收款项	159	156	156	156	156	归属母公司净利润	428	531	698	892	1060
一年内到期的非	834	0	0	0	0	EBITDA	692	1155	1238	1629	1856
<b>非流动负债合计</b>	1	4433	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.45	0.52	0.69	0.88	1.04
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	4431	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	7338	11746	11639	12259	12409	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5	3	3	3	3	营业收入增长	12.78%	125.77%	12.17%	11.12%	9.43%
实收资本(或股	1017	1016	1016	1016	1016	营业利润增长	-11.51%	55.77%	44.57%	27.99%	18.90%
资本公积	1492	1514	1514	1514	1514	归属于母公司净利	31.41%	27.83%	31.41%	27.83%	18.82%
未分配利润	1534	2005	2458	3038	3727	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	4127	4626	5257	6060	7013	毛利率(%)	15.08%	9.29%	10.29%	11.11%	11.28%
<b>负债和所有者权</b>	11470	16375	16895	18318	19422	净利率(%)	4.53%	2.48%	2.93%	3.37%	3.66%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.36%	11.48%	13.27%	14.72%	15.11%
<b>经营活动现金流</b>	374	-4094	289	850	1097	<b>偿债能力</b>					
净利润	426	527	698	892	1060	资产负债率(%)	64%	72%	69%	67%	
折旧摊销	11.12	22.23	0.00	7.62	9.35	流动比率	1.41	2.06	1.36	1.40	1.47
财务费用	270	493	307	436	438	速动比率	1.37	2.00	1.32	1.36	1.43
应收账款减少	0	0	-483	-399	-376	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.97	1.53	1.43	1.50	1.53
<b>投资活动现金流</b>	-732	430	282	-52	-2	应收账款周转率	12	11	7	7	7
公允价值变动收	16	41	0	0	0	应付账款周转率	17.76	28.19	22.68	22.65	22.00
长期股权投资减	0	0	275	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	57	339	0	0	0	每股收益(最新摊	0.45	0.52	0.69	0.88	1.04
<b>筹资活动现金流</b>	217	4765	-543	-136	-695	每股净现金流(最新	-0.14	1.08	0.03	0.65	0.39
应付债券增加	0	0	-4431	0	0	每股净资产(最新摊	4.06	4.55	5.17	5.96	6.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	139	-1	0	0	0	P/E	28.92	24.97	19.00	14.86	12.51
资本公积增加	1410	22	0	0	0	P/B	3.21	2.87	2.52	2.19	1.89
<b>现金净增加额</b>	-141	1100	28	662	399	EV/EBITDA	19.86	15.18	14.03	10.50	8.91

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8年食品饮料行业研究经验。2016年进入中小市值研究领域。

### 林阳

中国社科院经济学硕士，中小市值首席分析师，研究所上海团队负责人。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。