



Research and
Development Center

扩海外、拓大宗，产融与期现结合的供应链管理龙头

—— 瑞茂通（600180.SH）深度报告

2017年06月21日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师

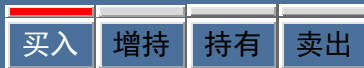
左前明 研究助理

王见鹿 研究助理

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

瑞茂通 (600180.SH)



首次评级

瑞茂通相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2017.6.20)

收盘价(元)	12.86
52周内股价波动区间(元)	17.81-11.96
最近一月涨跌幅(%)	-0.54
总股本(亿股)	10.16
流通A股比例(%)	86.73
总市值(亿元)	130.72

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 83326789
邮箱：guojingpu@cindasc.com

左前明 研究助理
联系电话：+86 10 83326795
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

王见鹿 研究助理
联系电话：+86 10 83326791
邮箱：wangjianlu@cindasc.com

相关研究
《供给改革超预期，需求拉动仍可期》2016.6.27
《煤炭供应链管理行业研究》2016.11.03

扩海外、拓大宗，产融与期现结合的供应链管理龙头

2017年06月21日

本期内容提要：

- ◆ **瑞茂通处于行业龙头地位，战略布局超前。**受煤炭行业下行影响，近年传统煤炭供应链公司逐步被清出市场，行业集中度提升，利好龙头企业发展。瑞茂通深耕煤炭供应链领域多年，对行业理解深刻，资源积累丰富，发展态势良好。目前公司线下交易规模快速上升，实施全球化战略扩大公司购销渠道，降低营运成本，增强稳定性，2016年煤炭发运量约4275万吨，近三年复合增长率46.49%，持续保持高速增长的态势。公司资产结构合理，资金利用率高，营业利润处于行业领先水平。公司紧抓资金、渠道等优势，创新管理模式，积极拓展大宗商品业务品类，大力发展供应链管理+供应链平台+供应链金融的复合发展模式，战略布局超前。
- ◆ **煤炭供需错配，刚性贸易量巨大，供应链管理市场空间广阔。**到“十三五”末煤炭消费量保持40亿吨左右的规模，且供需结构错配，生产区和消费区逆向分布，目前瑞茂通年度煤炭发运量的仅占每年煤炭消费量的1%，市场潜力巨大。随着下游对煤炭质量要求提升、供应链金融业务发展，未来基于煤炭供应链条上的洗选加工、仓储配煤、金融服务将进一步拓展供应链管理的业务模式，煤炭供应链的增值能力进一步显现，市场空间广阔。
- ◆ **金融业务盈利能力亮眼，业绩贡献颇具想象空间。**2016年公司金融业务实现营收7.27亿元，净利润2.71亿元，毛利率由2013年的60.67%提高到2016年的90.78%，盈利能力亮眼。煤炭行业作为高资金运作行业，兼具销售运输周期较长的固有特性，造成资金周转缓慢，应收账款积压严重。2016年全国规模以上煤炭企业应收账款净额高达3120.7亿元，上下游资金需求量大。巨大的市场空间加之高盈利能力，供应链金融业务或将有力推动公司业绩增长。
- ◆ **易煤网资产聚集能力渐显，聚焦风控建设，提升板块协同效益。**截止2017年5月底，易煤网累计实现煤炭交易量12,286万吨。累计成交金额491.8亿元，注册用户6000-7000家，月平均流量超过450万吨，月均交易量达到18亿元，资产聚集能力初现。同时易煤网聚焦风控能力建设，加强对资产风险定价和风险处置能力的管理，通过金融风控服务输出实现资金端和资产端的高效对接，实现公司三大板块业务的协同发展，提升变现能力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**按照公司现有股本，我们预计公司17年、18年、19年EPS分别为0.80、1.02、1.27元，对应2017年6月20日收盘价（12.86元）的PE分别为16、13、10倍。考虑公司海外市场与大宗商品的前瞻布局，以及公司未来在供应链管理与供应链金融领域的成长空间，我们给予公司2017年的30倍的PE，以公司2017年EPS 0.80元计算，对应目标价为24.0元。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**煤炭供需形势发生变化的风险；煤炭价格、煤炭运费波动风险；相关政策调整使得煤炭进出口税收发生变化的风险；汇率波动风险。

公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,405.04	21,233.55	25,406.26	30,446.82	36,536.19
增长率 YoY%	12.78%	125.77%	19.65%	19.84%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	427.57	530.93	811.40	1,041.68	1,286.11
增长率 YoY%	-14.93%	24.17%	52.83%	28.38%	23.46%
毛利率%	15.08%	9.29%	9.66%	10.04%	10.04%
净资产收益率 ROE%	13.60%	12.13%	16.13%	17.48%	18.06%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.52	0.80	1.02	1.27
市盈率 P/E(倍)	30	25	16	13	10
市净率 P/B(倍)	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 06 月 20 日收盘价

目录

公司分析:	1
一、公司概况	1
二、深耕煤炭供应链管理, 转型一体化增值服务创新模式	1
三、瑞茂通差异化显著, 核心竞争力突出	3
四、瑞茂通业务模式丰富, 协同效益明显	6
五、瑞茂通的行业地位及竞争力	16
六、公司战略前瞻, 发展前景广阔	19
行业分析	20
一、煤炭市场供需紧平衡, 煤炭行业景气度提升	20
二、煤炭生产消费区域结构逆向分布, 煤炭贸易市场空间广阔	24
三、煤炭贸易物流设施逐步扩大与改善	27
四、煤炭供应链业务模式发展空间可观	31
五、政策层面利好供应链管理业务发展	33
六、行业市场潜力巨大	33
盈利预测、估值与投资评级	34
盈利预测及假设	34
估值与投资评级	35
风险因素	35

表目录

表 1 瑞茂通保理业务年化手续费及融资成本 (%)	8
表 3 瑞茂通融资租赁公司	10
表 4 各煤炭电商情况对比	11
表 5 市场上现存大宗交易平台一览	12
表 6 找煤网和易煤网主要不同点一览	13
表 7 易煤网控股公司和略电商的股权结构 (%)	14
表 8 网金社股权结构及股东介绍 (%)	14
表 9 易煤网网站各版块内容介绍	15
表 10 主要竞争对手 2016 年经营情况比较	17
表 11 公司综合毛利率显著高于竞争对手	17
表 12 2016 年全国煤炭主产地产销情况 (单位: 亿吨)	25
表 13 2016 年北方 11 个运煤港口煤炭发运量 (万吨)	30
表 14 下水煤中转港基本情况 (亿吨)	30
表 15 煤炭供应链模式一览	32
表 16 公司各项业务收入和毛利率预测	34
表 17 可比公司盈利及估值对比	35

图目录

图 1 瑞茂通发展历程	1
图 2 瑞茂通所处煤炭产业链	2
图 3 瑞茂通公司煤炭发运量统计表	3
图 4 2012-2016 年各竞争公司国外进出口煤业务情况	3
图 5 营业收入大幅提升	6
图 6 毛利率有所下滑	6
图 7 公司产品毛利构成	6
图 8 公司营业收入构成 (亿元)	6
图 9 公司近年资产周转率与费用率变动	7
图 10 公司今年流动比率与资产负债率变动	7
图 11 商业保理业务流程	8
图 12 公司保理合同项下受让的应收账款余额 (亿元)	8
图 13 公司商业保理业务营业收入及毛利率 (亿元)	8
图 14 “煤易购”业务信息流及物流	13
图 15 “煤易贷”业务信息流及物流	13
图 16 “煤易融”业务信息流及物流	14
图 17 易大宗业绩止跌回暖	18
图 18 易大宗营收结构情况	18
图 19 易大宗毛利率从低位逐渐提升	18
图 20 易大宗销售网络布局海内外	18
图 21 中国泰发利润持续走低	18
图 22 中国泰发营收严重亏损	18
图 23 中国泰发各业务营收结构	19
图 24 中国泰发毛利率持续走低	19
图 25 瑞茂通战略规划实施路径	19
图 26 2016 年原煤产量同比下滑	21
图 27 2016 年原煤消费量持续下滑	21
图 28 我国重要港口煤炭库存量下滑趋势	22
图 29 2016 年底国有重点煤矿库存下降	22
图 30 重点电厂煤炭库存持续走低	23
图 31 重点电厂煤炭库存量: 直供总计呈下滑趋势	23
图 32 中国煤炭开采行业景气指数	23
图 33 2016 年全国各省煤炭产量 (万吨)	26
图 34 2016 年全国各省电力消费量 (亿千瓦时)	26
图 35 煤炭流向示意图	26
图 36 全国煤炭铁路总运量: 国有重点煤矿 (亿吨)	28
图 37 全国煤炭铁路日均装车量 (车/天)	28
图 38 国家铁路货运周转量: 煤 (百万吨公里)	28
图 39 国家铁路平均运距: 煤 (公里)	28

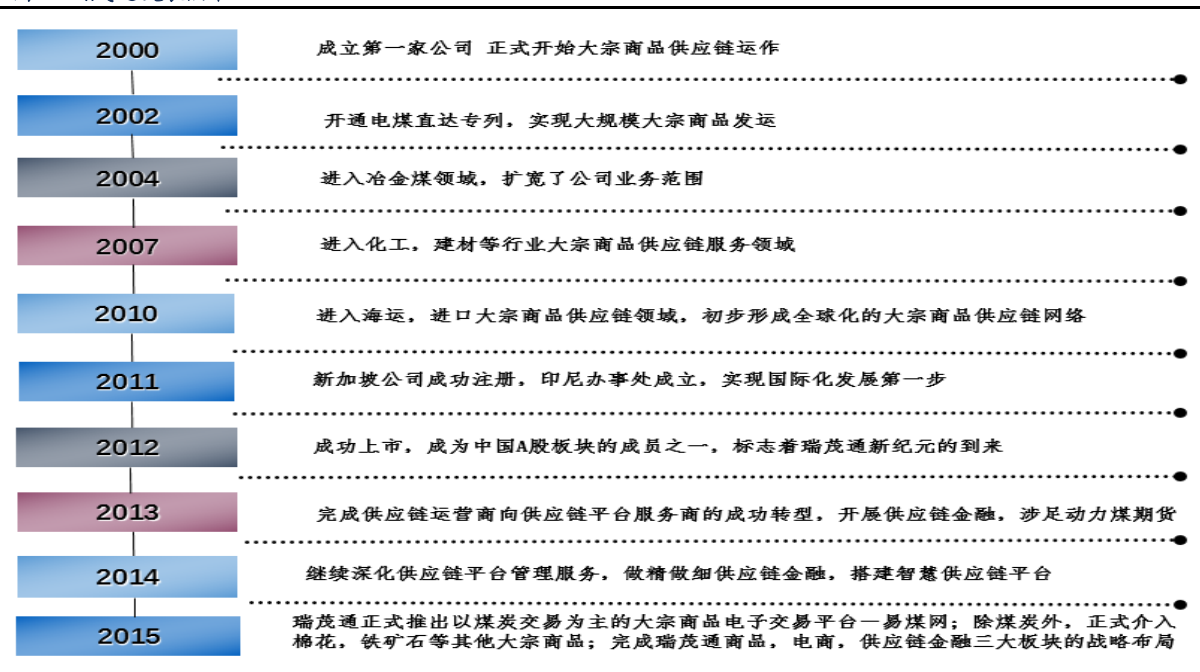
公司分析：

一、公司概况

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。主营产品有煤炭、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和供应链平台服务，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 1 瑞茂通发展历程

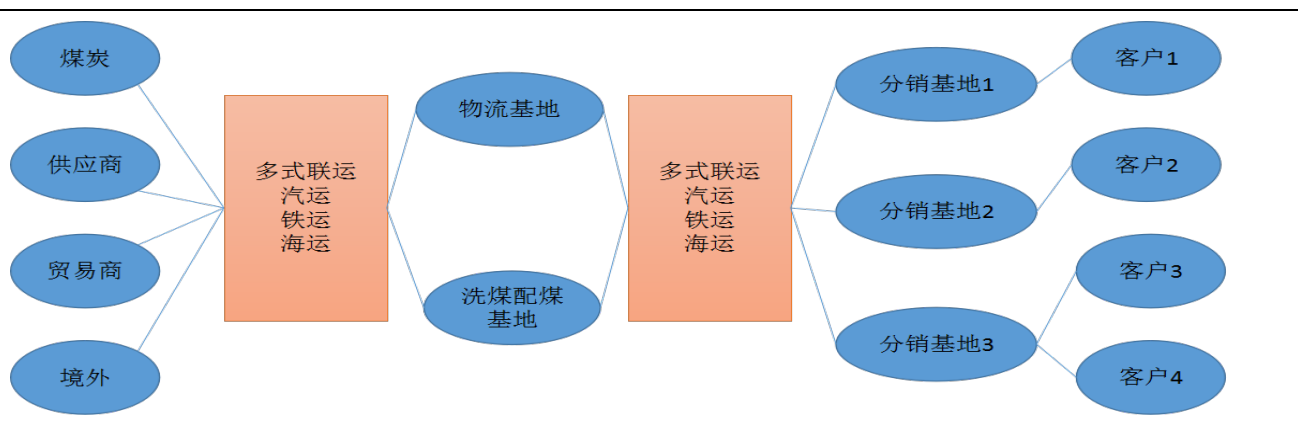


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

二、深耕煤炭供应链管理，转型一体化增值服务创新模式

按其主营业务所涉及的商品种类来看，瑞茂通所属产业链主要是煤炭产业链、铁矿石产业链及棉花产业链。其中前者占上市公司主营业务收入的比例为 70%-80%，后两者合计达 20%-30%。传统的煤炭产业链上游为煤炭资源方，包括境内、外的煤矿主及煤炭供应商；中游为贸易商、洗煤配煤基地和仓储物流方；下游为小分销商及终端客户，主要分为电厂、冶金厂、化工企业和建材企业等。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。

图 2 瑞茂通所处煤炭产业链



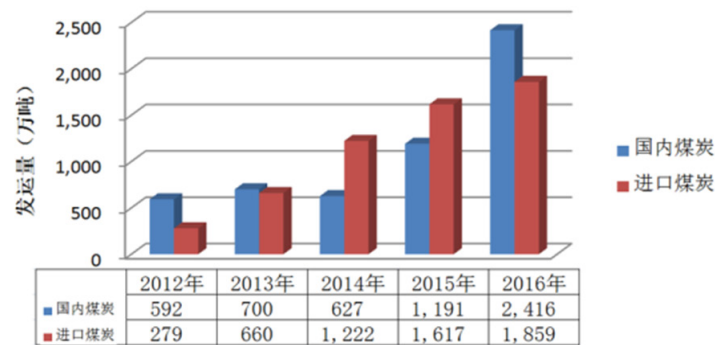
资料来源：信达证券研发中心整理

（一）“买方”市场下，瑞茂通迅速整合上游资源

2012 年以来，我国煤炭产业长期处于产能过剩的阶段，上游资源商和供应商的议价能力相对较弱；瑞茂通通过保值代销、包销等模式，为大宗商品生产企业扩宽销售渠道，解决了上游企业“销货难、流动性差”的痛点，从而吸引了一批优秀供应商成为其服务客户，迅速掌控了国内及国际的核心煤炭资源：

瑞茂通在山西、陕西、内蒙古、新疆、宁夏等产煤大省均设有子公司专项负责该地区煤炭采购运输等业务，主要采购地山西省占国内采购量的 70% 左右，其次是陕西省，约占国内采购量的 8% 左右。另外，瑞茂通通过易煤网平台的煤矿专区板块和神华集团、中国中煤集团、山煤集团、潞安集团、伊泰集团、蒙泰集团等国内主要煤炭企业均建立了战略合作关系。

为克服单一地区采购带来的系统性风险，从 2010 年开始瑞茂通实施国际采购，目前采购地主要有印度尼西亚、菲律宾、美国、朝鲜、蒙古和俄罗斯等国，初步构建全球化资源采购、销售渠道。2016 年海外煤炭进口量 1859 万吨，占瑞茂通总运输量的 43.49%。

图3 瑞茂通公司煤炭发运量统计表


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

在采购集中度方面，2016年度，前五名供应商采购额512,822.45万元，占年度采购总额27.12%；客户较为分散，采购集中度相对较低。

（二）服务核心客户，与下游大型企业共同成长

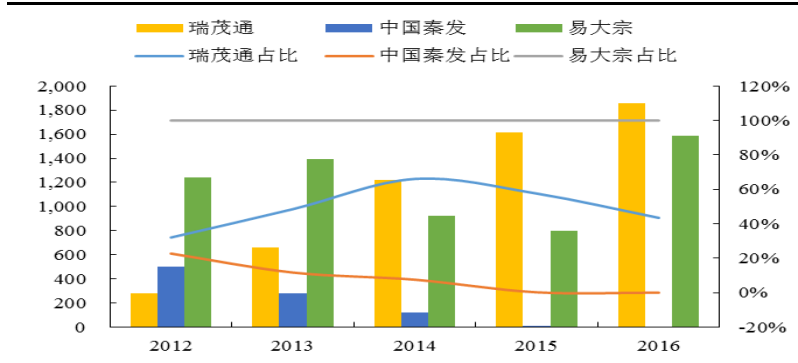
瑞茂通主要通过“采购、加工、仓储、配送、分销”，为下游客户提供多种、全链条、一站式的大宗商品供应链管理服务。瑞茂通通过为各类煤炭需求方在规定的地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，获得了优质核心客户的青睐。其客户主要为电力、冶金、化工、建材等行业内的大型企业，尤其是在其销售占比高达70%的电力领域，公司与以华能集团为首的五大电力集团均有广泛的合作。这些客户往往所处行业发展稳定、采购能力强、信用好，瑞茂通因此也规避了传统贸易企业常见的下游客户违约风险，确保了其自身的资金使用效率。在客户集中度方面，2016年度公司前五大下游客户销售额414,238.64万元，占年度销售总额19.51%，客户分散度较高。

三、瑞茂通差异化显著，核心竞争力突出

（一）覆盖全球的煤炭供应链网络

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。2014年公司进口煤炭业务量1222万吨，占公司煤炭业务总量的66.09%；2015年进口煤炭业务量1617万吨，占公司煤炭业务总量的57.59%，同比增长32.32%；2016年进口煤炭业务量1859万吨，占公司煤炭业务总量的43.49%，同比增长14.97%。全球化战略拓宽了公司购销渠道，提高了公司的采购效率，降低采购成本，利于公司未来规模的发展壮大。

图4 2012-2016年各竞争公司国外进出口煤业务情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

（二）强大的供应链一体化综合平台服务能力

公司始终坚持以客户为中心，以市场需求为原动力，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。

（三）供应链金融平台的支撑

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探索的重要成果。公司具有强大的线下分销能力，并拥有瑞茂通资产管理公司、瑞茂通仓储管理公司，实现对业务的全面监控和管理，形成了瑞茂通供应链金融的一套特有风控体系。

（四）搭建强大的电子商务平台，构建完整的煤炭供应链生态圈

公司充分运用互联网思维，积极探索并建设全球化大型煤炭电子商务平台——易煤网。易煤网集交易、供应链金融服务、资源分销、阳光采购等多种运营模式于一体，依托丰富的煤炭供应链管理经验和强大的线上线下供应链金融风控系统，实现货流和资金流的高效流转，降低行业融资风险，提高融资效率，从而构建全产业链的良性发展平台。

（五）煤炭贸易运输线路广泛

煤炭运输方式主要为火运、水运、汽运，其中以火运和水运为主。对于物流过程中的风险：首先需要强调的是，不管通过何种方式运输，在货物装车或船前后，都是会先进行煤质的化验，选定的化验机构也是资质良好的第三方化验机构，确定前后

煤质是否出现大的偏差。公司属于轻资产公司，仓储服务、洗选配煤、铁路运输及码头等均是公司租赁使用，目前这些资源在社会上是非常充足的，此类的收费均包含在贸易差价里面。

1、铁路运输方面：

第一个流向，主要包括山西煤运输到河南的各大电厂及江苏部分地区，该流向经由的主要铁路线有太焦线，北、南同蒲线等。

第二个流向，主要包括内蒙、山西、陕西等地的煤炭运输到北方港口，主要经由神朔—朔黄沿线或大秦线。

第三个流向，主要包括陕西、山西等地的煤炭运输到两湖及两广地区，主要经由太焦线，同蒲线后通过南方的支线铁路转运到终端。

煤炭是通过在煤矿专有线或铁路站台装车直接运输到终端电厂的，铁路运输要严格按照铁路局的调度和安排运输，煤炭转运的安全性得到保障。

2、水运、海运方面：

第一个流向，一部分进口煤或在国内北方港口采购的煤炭，主要运输到国内各大煤炭消费港口，沿海煤港主要包括广州港、防城港、上海港、宁波港等，最终通过在港口地销或者再通过铁路和汽运转运至终端电厂实现销售。

第二个流向，另外一部分通过直接海进江或过驳换船后运输至长江等沿江电厂码头，如常州，江阴，铜陵，益阳周边的电厂。

第三个流向，内河运输方面，主要是指在京杭运河段内的煤炭运输，采购煤炭的港口有嘉祥港，徐州万寨港等，销售的港口有溧阳等。

瑞茂通海运或内河运输的煤炭大部分通过海运直接运送到国内各大港口或电厂码头，部分煤炭直接地销，或过驳进入内河（长江，珠江等）运输至沿江需煤电厂码头，或直接在京杭运河航线内装运。

3、汽车运输方面：

汽车运输方式在公司运输方式中所占比重较少，与其他运输方式相比，瑞茂通通常会选择规范的运输公司进行合作，一般会在装车后通过一些标示（如封条等）以此确认煤炭是否在运输过程中是否有调换迹象，会委派员工进行盯装车，接卸车，做好化验等。

4、仓储物流、洗选配煤等的质量管控方面：

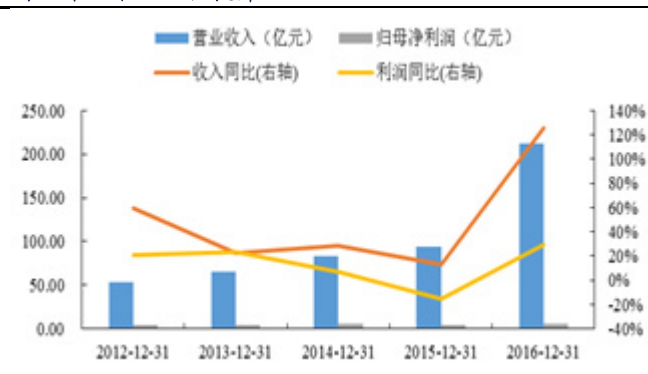
1) 公司专门租赁大型港口码头，现场驻有公司质检员工，定期对发运煤炭进行采样质量抽检；2) 公司租赁的码头港口作为其中的监管方，进出煤炭有严格的管理规定和流程，所有地点均有监控设备；3) 物流方面，煤炭作为大宗商品，运输设备一般是直接从拉运地点直达交易地点。

四、瑞茂通业务模式丰富，协同效益明显

(一) 主营业务经营情况

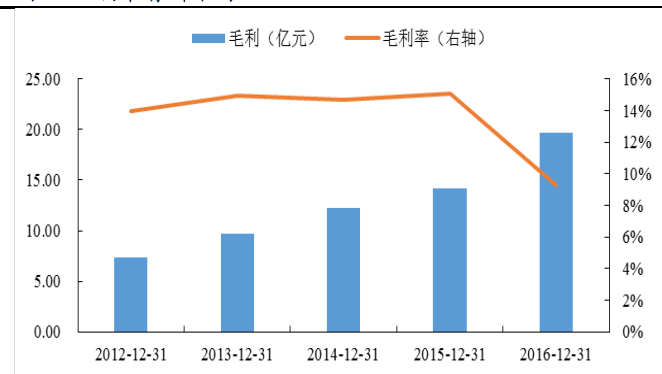
2016年，随着国家供给侧结构性改革的深入推进，以及世界经济复苏缓慢，全国煤炭市场供需严重失衡的局面有所缓解，煤炭价格也企稳回升，基本恢复到2014年年初的水平，2016年下半年中国沿海煤炭运价的主要指数同比2015年均有50%以上的提升。公司受益行业景气度回温，2016年主营收入212.34亿元，同比增幅125.77%，归母净利润5.31亿元，同比增加29.11%，公司毛利率为9.29%，公司主业煤炭供应链管理决定了毛利率的低水平，2012年至2015年公司的毛利率基本保持稳定水平，2016年公司积极拓展煤炭以外的其他品种大宗商品供应链管理业务，如棉花、石油、沥青、铁矿石等，利润率平均为4%-6%，拉低了公司整体的毛利率水平。

图5 营业收入大幅提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

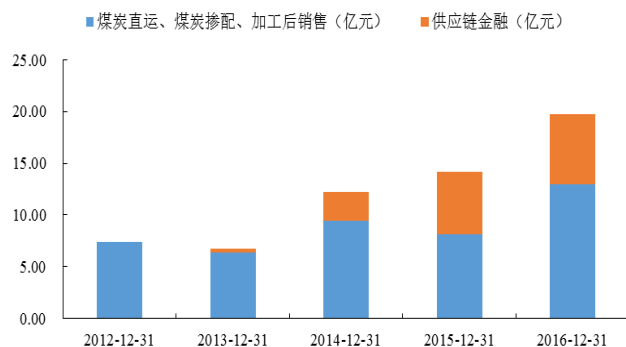
图6 毛利率有所下滑



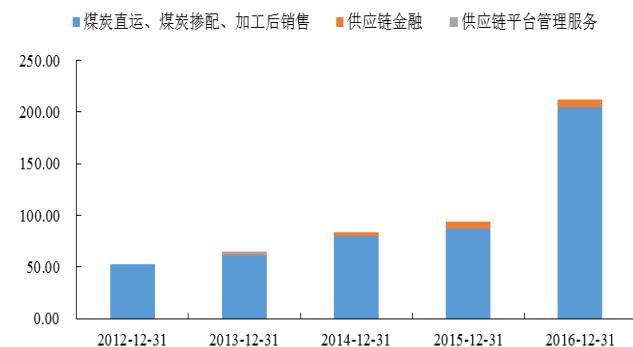
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图7 公司产品毛利构成

图8 公司营业收入构成 (亿元)



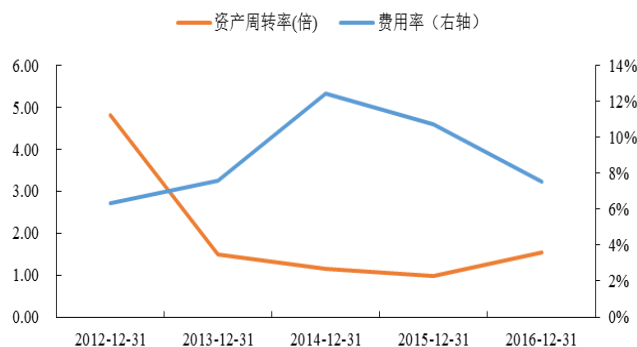
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

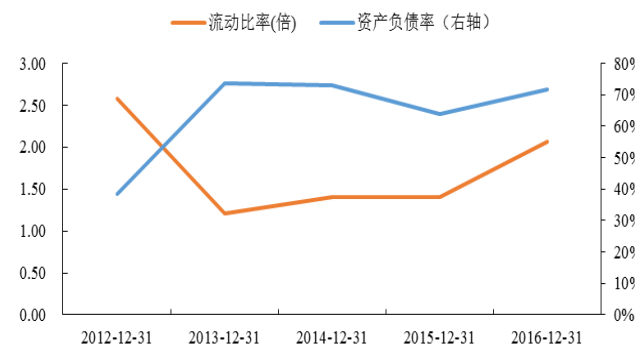
2012-2015年, 公司资产周转率呈下降趋势, 最低降至2015年的0.97倍, 2016年公司运营能力有所提升, 资产周转率上升到1.53倍。从费用率的变化趋势可以看出, 14-16年的费用率在逐步下降, 公司运营效率也在逐步提升。近年来公司的资产负债率水平相对较稳定, 2016年的资产负债率达到71.73%, 处于较高水平。这与公司的主营业务和发展战略有关, 公司的主营的大宗商品贸易和大力发展的供应链金融业务均需要大量资金, 公司需要提高负债去支持这两个板块业务的发展。13年以来公司的流动比率稳中有升, 16年达到2.06倍, 公司的短期偿债能力良好。

图9 公司近年资产周转率与费用率变动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图10 公司今年流动比率与资产负债率变动



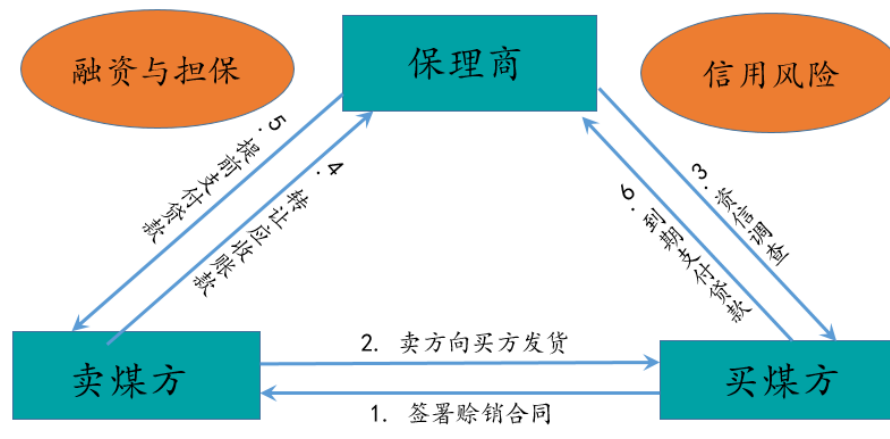
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 供应链金融板块线下业务快速发展

1、保理业务规模与盈利能力状况

公司当前最主要的供应链金融业务是其线下的保理业务。公司从2013年5月注册成立天津瑞茂通商业保理有限公司开展保理业务。所谓保理，是指在满足一定条件的情况下，企业通过将其合法拥有的、由赊销形成的未到期应收账款转让给保理公司，由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。

图 11 商业保理业务流程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 1 瑞茂通保理业务年化手续费及融资成本（%）

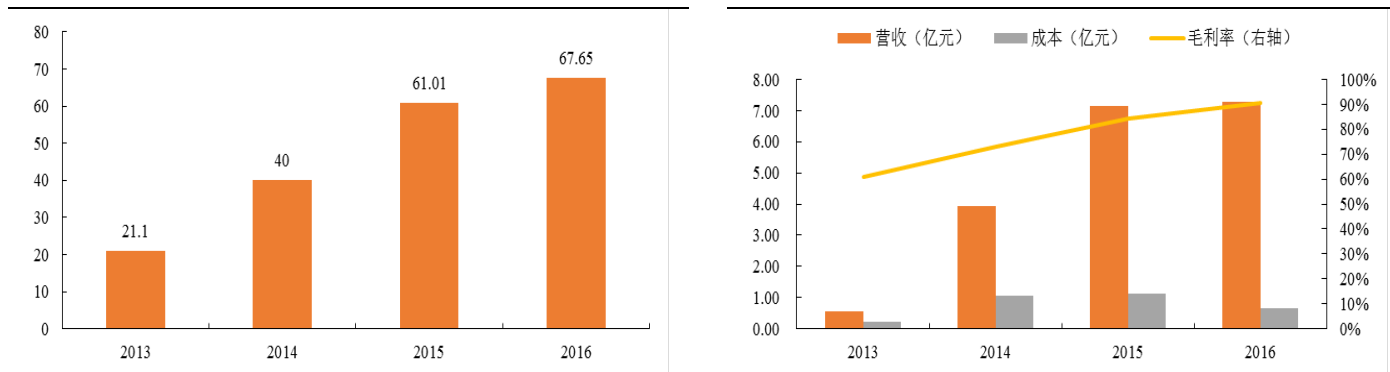
保理业务盈利来源	费率
保理手续费	12%-15%
对外融资成本	6%-7%
利息差	5%-9%

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

近3年间，整个煤炭行业对供应链金融特别是商业保理业务需求很大，因而保理业务迅速发展。2013年至2016年瑞茂通公司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67.65亿元，年复合增速高达47%。

图 12 公司保理合同项下受让的应收账款余额（亿元）

图 13 公司商业保理业务营业收入及毛利率（亿元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2016年, 公司保理业务实现营业收入 7.27 亿元, 净利润 2.71 亿元。同时, 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 2016 年的 90.78%, 大幅提高 33 个百分点。保理公司运营至今, 尚未发生坏账风险。

2、公司不断拓展融资渠道, 为金融服务提供稳定的资金保障

虽然保理业务市场空间很大, 但也存在杠杆率受限制的短板。根据商务部发布的《商业保理企业管理办法》, “商业保理企业风险资产与或有负债之和与风险系数的乘积不得超过 10 倍, 再保理企业不得超过 15 倍”, 在商业保理企业不良应收账款率不超过 5% 的, 风险系数按 1 计算, 因此保理公司最大允许有 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。

首先, 瑞茂通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。如 2014 年初, 公司即通过下属全资子公司江苏晋和电力燃料有限公司入股新余农村商业银行股份有限公司, 持股 9.79%, 成为后者第一大股东, 通过此次交易, 进一步拓宽了公司的融资渠道。

其次, 公司积极以再保理的模式对外出售应收账款资产包, 实现了保理业务资金的快速回流。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。

表 2 天津瑞茂通商业保理有限公司发展历程

日期	增资情况
2013 年 5 月	天津瑞茂通商业保理有限公司成立, 注册资金 5000 万
2013 年 7 月	增资 1 亿元, 注册资金 1.5 亿元

2013年10月	增资5000万元，注册资金2亿元
2014年1月	增资1亿元，注册资金3亿元
2014年12月	增资2亿元，注册资金5亿元
2015年8月	增资4亿元，注册资金9亿元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

但需要注意的是，当前国内金融机构对保理公司的融资尚未完全脱离传统的银行信贷审核体系，即公司的应收账款资产包对金融机构出让的总额度并不单单取决于其资产包质量，而是一定程度上受保理公司在各金融机构的信贷额度限制。正因如此，保理公司的规模无法在短期内迅速扩大，也就意味着瑞茂通需要寻找其他适合开展煤炭供应链金融的盈利模式。

3、探索融资租赁业务，帮助上下游企业实现轻资产运营

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。

表3 瑞茂通融资租赁公司

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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(三) 新设立易煤网，以专业优势切入垂直电商领域

瑞茂通于2015年3月上线了旗下的易煤网煤炭贸易平台。在上线后不足两年的时间里，得益于瑞茂通资金、渠道优势及合作方阿里巴巴旗下恒生电子强大的技术和资金支持。截止2017年5月底，易煤网累计实现煤炭交易量12,286万吨，其中自营贸易占比约20%，撮合交易占比约80%。累计成交金额491.8亿元，注册用户6000-7000家，月平均流量超过450万吨，月均交易量达到18亿元，资产聚集能力初现。易煤网从2015年开始年均运营费用约2000万元，我们预计今年可实现盈亏平衡，当前易煤网的盈利模式主要是供应链金融服务的手续费以及金融风控服务输出的服务费。

1、煤炭电商平台领域

煤炭电商尚处于起步阶段，线上煤炭交易规模相对全国煤炭消费量较小，盈利模式处于探索阶段。据我们不完全统计，我国煤炭电商的数量高达80余个，仅上市公司中设有煤炭电商平台的企业就包括瑞茂通旗下易煤网，中国秦发下属珠海横琴煤炭交易中心，易大宗同时设立易焦煤和沙葱平台。

表 4 各煤炭电商情况对比

维度	瑞茂通——易煤网	中国秦发——珠海横琴煤炭交易中心
上线时间	2015 年 3 月	2014 年 2 月
发展模式及优势	合作阿里旗下恒生电子，借助互联网思维、创新金融思维，扩大易煤指数影响力，探索煤炭全产业链优化升级，整合产业链物流、仓储、监管、检测等众多第四方服务机构，致力于打造全国最专业的煤炭全产业链电子商务平台。	以煤炭交易平台为载体、以信息服务为基础、以物流服务为支撑、以金融服务为核心综合发展煤炭电商平台，交易中心具备独特的区位和政策优势，依靠珠海港、广州港、防城港等便利条件和纵横交错的铁路公路网、接驳线路等物流体系支撑，形成辐射整个华南区域的延伸布局。
网站服务板块	构建六维板块，交易撮合、易煤商城、团购业务、煤矿专区、阳光采购、金融服务，提供现货交易、融资保理、行业资讯、仓储物流等个性化服务。	集团力争将全国 100 亿吨每年的交易量全部或部分转为线上交易，打造有特色有核心竞争力的煤炭电商平台。
	易大宗——易焦煤	易大宗——沙葱平台
上线时间	2016 年 4 月	2016 年 1 月
发展模式及优势	国内首家垂直于焦煤业务的综合性服务平台。易大宗每年 1000 万吨左右的海运焦煤及蒙古焦煤贸易量将上线该平台。在中蒙、中俄边境口岸、东部港口城市的基础设施包括铁路物流园、铁路线、洗煤设施、海关监管区等对客户实现一站式服务。团队大宗商品融资服务保证平台交易业务配套融资服务的能力。	以物流、仓储、金融、报关、质检等服务为主的一站式服务平台，是一个多层次、高效率的综合物流服务网络。该平台遵循了互联网+物流及 O2O 延伸的理念及方式，为大宗贸易的物流运输增加了新的交易模式，利用网络化、信息化、标准化模式，使得供需双方在运输环节上的交易更便利、更安全、更省钱。
网站服务板块	平台将以覆盖全贸易流程的方式，为实体贸易企业提供在线交易、物流配送、物流管理、货物融资、货物仓储、资金结算、货物交割等业务。包含传统大宗电商平台中的挂牌、签约、交易，同时还在交易磋商、招投标、物流、金融等业务中进行深入研发，结合线下客户实际需求，行程了便捷性、有特色、符合实际线下业务需求的电商模式。	1、物流服务板块，将货主，运输公司，司机三者紧密联系。2、仓储服务板块，为货主与保管方提供信息交易平台，实时发布招租与求租信息，真实展示仓储地全面信息。3、沙葱金融板块，沙葱快运仓储中的运营数据利于借款人顺利获批。4、质检服务，现可在甘其毛道口岸、策克口岸、乌拉特中旗、集宁、北京、龙口、营口七个地区提供服务，每个地区均可做动力煤、焦煤等煤种的基本指标分析。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

市场上普遍认为将传统贸易互联网化，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，还可以通过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。

但是现实却不如理想那般丰满。从 2014 年的电商热发展至今，大部分煤炭电商平台经营的并不理想，2015 年注册的 80 多家煤炭电商，现在运行的还剩下 10 余家，能实现盈利的更是屈指可数。主要原因是当前煤炭的困境是供大于求，而煤炭电商平台无法真正的刺激需求，对煤炭行业脱困没有起到实质性的作用。平台的功能更多的是信息和数据的发布，并非真正意义上的煤炭交易平台，而且与传统的消费品不同，煤炭属于大宗商品，具有资金量大、产业集中度高，上下游企业相对固定等特点，其他行业电商的经验在煤炭行业没有办法复制，也难以通过‘互联网+’打开煤炭销售市场。

统计来看，煤炭电商交易平台大致有三种，一是大型煤企依托自身建设的电商平台，主要有神华集团、中煤集团、中国平煤

神马集团等；二是各地成立的区域性煤炭交易中心，著名的包括太原煤交中心、横琴煤交中心等；三是以煤炭贸易公司为背景组建的第三方交易平台，比如瑞茂通、找煤网等。

表 5 市场上现存大宗交易平台一览

平台分类	电商平台	企业分类	发起人	服务产品
开放性	横琴煤炭交易中心	贸易企业	秦发集团	煤炭
	易煤网	贸易企业	瑞贸通	煤炭
	秦皇岛煤炭交易网	物流企业	秦皇岛港股份	煤炭
	华南煤炭交易中心	物流企业	广州港集团	煤炭
	MPP 煤焦交易撮合网	资讯网站	中国煤炭资源网	煤炭
半开放性	中煤远大	生产企业	中煤集团	煤炭, 煤化
	陕西煤炭交易中心	生产企业	陕西煤业化工集团	煤炭
	山东煤炭交易中心	生产企业	兖州煤业	煤炭
	西部红果煤炭交易网	生产企业	盘江股份	煤炭
	江西煤炭电子交易中心	贸易企业	泛亚, 安源煤业	煤炭
	太原煤炭交易中心	行政机关	山西正厅级事业单位	煤炭
	东方煤炭交易中心	资讯网站	上海钢联, 淮北矿业	煤炭
自用平台	神华煤炭交易网	资讯网站	神华集团	煤炭, 煤化

资料来源: 信达证券研发中心整理

交易中心平台往往激励不足，活力相对缺失。以太原市煤炭交易中心的电子交易平台为例，该平台成立于 2012 年，如果企业把煤炭运出山西或内蒙古，就必须到交易中心办理手续，因此平台实际上具有行政垄断性质，因此其运量能够得到有效保证，2014 年太原煤交中心实现现货交易量 13 亿吨。但也是因为过度依赖行政资源垄断，整体竞争力不强，管理层动力相对不足，更多的流量只是借道，而非能形成真实的流量或数据，无法对未来业务的拓展提供帮助。

相比于前两种模式，第三方平台拥有天然的优势：管理层激励/动力强，更加面向/贴近市场，能够根据市场需求及时做出调整。但是第三方平台也存在一些缺陷，最主要的是对于上下游的控制力不足，同时缺少行政力量的帮助，容易造成空有优质平台而难以吸收用户，因此对于第三方平台而言，最核心的竞争力在于获取优质的上下游用户，同时将用户引导至线上。

易煤网主要竞争对手为找煤网，二者业务颇具相似性，均配备煤炭商场、煤矿专区、采购信息、物流专区、金融服务、采购信息等板块，提供资讯、交易、物流、金融一体化服务。但易煤网在以下两点有较突出的竞争优势：

其一，在撮合交易方面，易煤网增加团购业务，采取定期集合低价购煤方式降低下游会员企业采购成本，进一步促进交易，增加企业客户的平台使用频率。

其二，在金融服务方面，找煤网仅作中介方促进资金需求方和提供方匹配，自身尚在 B 轮融资阶段，无法直接提供资金。而易煤网已在进行融资服务，而且有上市公司做背景，融资能力较强，融资成本低，可以直接作为资金提供方，增加公司金融业务收益。

表 6 找煤网和易煤网主要不同点一览

不同点	易煤网	找煤网
撮合交易方面	除平台服务外还赠团购服务	仅平台服务
金融服务方面	自有资金提供融资服务	仅作中介方撮合匹配

资料来源：信达证券研发中心整理

2、易煤网是公司供应链业务线上化、批量化的自然延伸

瑞茂通及其控股公司从 2000 年起开始就从事煤炭供应链管理业务，至今已拥有 15 年煤炭产业经验，衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，可提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务。因此，其直属的易煤网的获客成本相对其他平台更为低廉，平台的运营更类似于公司供应链管理业务线上化、批量化的自然延伸。

易煤网当前的流量水平亦证明了我们的观点。15 年 3 月上线以来，在全员努力下线上成交额与成交量快速增长，不断超市场预期。易煤网上线仅仅 18 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，煤炭交易量超过 4400 万吨，交易金额超过 130 亿元，已占到全国煤炭生产量的 1%，在三方平台中流量排名第一。截止 2017 年 5 月底，易煤网累计实现煤炭交易量 12,286 万吨，累计成交金额 491.8 亿元，注册用户 6000-7000 家，月平均流量超过 450 万吨，月均交易量达到 18 亿元。

3、打造高效的线上融资业务吸引用户，以供应链金融为支点撬动平台交易规模

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”和“煤易融”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。

图 14 “煤易购”业务信息流及物流



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15 “煤易贷”业务信息流及物流



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16 “煤易融”业务信息流及物流



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

电商平台的供应链融资业务虽然和公司线下的业务流程相仿，但在融资需求频率和信息数据方面都比后者高频和复杂得多。因此，公司积极引入了阿里系的恒生电子参股，补齐自身短板。

2015 年 8 月阿里系恒生电子以增资 1765 万元人民币的方式对易煤网的实施公司和略电商进行投资，其中 882.36 万元计入和略电商注册资本，其余部分计入资本公积金。2015 年 12 月，恒生电子又将所持 3.75% 股权转让给战略合作伙伴恒星汇（该企业主要和恒生电子共同参与对互联网金融生态圈的投资）。现和略电商注册资本增至 5882.36 万元，其中瑞茂通通过子公司江苏晋和控股 85%，恒生电子持股 11.25%，恒星汇持股 3.75%。

表 7 易煤网控股公司和略电商的股权结构（%）

股东姓名/名称	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）	股权比例
江苏晋和电力燃料有限公司	5000	5000	85%
恒生电子股份有限公司	661.77	661.77	11.25%
宁波恒星汇股权投资合伙企业（有限合伙）	220.59	220.59	3.75%
总计	5882.36	5882.36	100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

本次增资扩股引入恒生电子，也换取了易煤网与恒生电子通过 Homs 系统进行战略合作，一方面 Homs 系统与易煤网供应链金融服务系统实现对接，易煤网通过 Homs 系统进行场外配资，可以有效地引入外部资金，为易煤网供应链金融业务进一步发展的资金流提供了有力保障。另一方面随着易煤网在线支付系统的上线及发展，易煤网有望直接接管在线交易资金，并通过 Homs 分仓系统对煤炭企业资金需求方进行在线融资管理，可大大增强供应链金融服务的风控能力。

另外，恒生电子参股中国第一家互联网 P2P 融资平台“网金社”，易煤网有望通过 Homs 系统与网金社对接，进一步扩大融资渠道。

表 8 网金社股权结构及股东介绍（%）

股东	持股比例	公司介绍
中投保	31%	中投保公司于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立，现为国家开发投资公司成员企业，是国内成立时间最早、业务规模最大、产品种类和风控经验最为丰富的全国性专业担保机构。
蚂蚁金服	25%	蚂蚁金服正式成立于2014年10月，专注于服务小微企业与普通消费者。旗下品牌有：支付宝、支付宝钱包、余额宝、招财宝、蚂蚁微贷、芝麻信用、网商银行等。
恒生电子	21.75%	恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，2003年在A股上市，2008年开始成为国内唯一入选Fintech全球金融IT百强的软件企业，在证券、基金、保险、信托、银行等市场信息系统占有率领先。
云汉投资	14.50%	云汉投资系恒生电子核心团队对创新业务项目的投资主体。
盈丰时代	7.75%	盈丰时代系中投保核心团队对创新业务项目的投资主体

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

网金社未来发展对标陆金所，前景不容小觑。通过网金社能有效打通外部资金的接入口，将为易煤网的供应链金融服务提供足够的资金来源保障。透过恒生电子，未来还有望与阿里巴巴在电子商务、互联网金融、移动支付等多领域展开合作，提升易煤网的综合竞争力。

4、撮合业务对上下游企业有一定吸引力

除了供应链金融业务外，易煤网亦通过“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”和“阳光招标”直接为用户提供一手资源，减少中间环节，降低采购成本，提高资源供给质量。目前，易煤网已为包括河南电力、中电投、华润电力、长安益阳、江苏永钢等多家大型电厂、钢厂实现了线上阳光招标采购。

表9 易煤网网站各版块内容介绍

业务名称	显示内容	服务对象	业务简介
易煤商城	煤炭商品的品质、交货地、交货方式、价格、可供吨数	中下游采购商	基于互联网平台的煤炭 B2B
交易撮合	-	上、下游煤炭商	通过煤炭商场、阳光采购、报价区等易煤网子版块为上下游企业提供直接交易平台
团购业务	团购煤炭具体信息	易煤网资质认证的采购商	集合众多采购商大批量低价采购
金融业务	“煤易购”、“煤易贷”、“煤易融”	有融资需求的煤炭企业	通过应收账款保理、货权质押等方式提供流动资金

资料来源：易煤网，信达证券研发中心

公司在2016年统计数据显示，易煤网交易量中自营占比20%左右，撮合占比80%左右，大多数业务流量来源于用户间的直接交易，可见其推出的各类撮合业务迎合了用户的贸易需求。

5、煤炭垂直电商模式尚存不确定性，但互联网电商化是公司规模扩张的重要一步

将传统的以业务员为主导的煤炭贸易完全转移至线上平台，对于产业链上下游的各类企业都是固有交易模式的彻底改变，如果不是新的交易模式有明显的成本和管理优势，使得企业自身思变，线下交易转化至线上是非常困难的。我们因此判断在2-3年内，垂直电商类平台仍无法成为煤炭贸易的主流贸易方。

除上述瓶颈之外，大宗商品电商还面临着企业客户较多、单笔金额过大，贸易资金难以沉淀的问题。有别于2C端的综合类电商可以通过用户交易账户的资金沉淀而开展其他利润可观的消费金融业务，煤炭交易属于大宗商品交易，一般都是企业客户通过公司银行账户进行交易，且涉及资金数额单笔过大，用户在交易完成后不会再将资金留存在平台商处。这使得易煤网希望依托打造支付系统而获得沉淀资金，进而流量变现的愿景变得极难实现。

煤炭电商平台优势之一在于信息传递和数据收集。通过互联网技术，能够有效的向买家卖家传达行业的最新动态，包括政策、价格等的变化；同时，通过线上实时的竞标、拍卖或展示等方式，提升供需双方的成交可能性，减少信息的不对称；此外，还能够通过平台实现数据收集、指数搭建，为大数据分析做储备。

其次，电商平台的批量化供应链金融业务倒逼融资方在平台进行交易信息的数据留存，并向平台公布其财务信息，甚至开放其财务系统接口。通过数据分析能够有效的掌握煤矿企业和煤炭需求企业的交易情况，进而可以了解到公司的经营、财务等情况，减少公司供应链金融的融资风险。

公司认为成本和销售是当前煤炭产业链的普遍痛点，而通过易煤网积聚的交易量达到一定的规模，则平台便可以利用规模优势帮助其用户降成本、促销售。例如电厂采购1万吨煤炭和100万吨煤炭的价格就会不同，同样，物流环节和仓储环节成本，也都和经营规模呈反比。一旦煤炭贸易的大部分企业意识到线上贸易的优越性，则公司凭借其前期积淀，将有望迅速占领市场份额。

（四）供应链金融板块的风控措施

瑞茂通的供应链金融业务基于真实交易对手产生的真实交易数据，加之其70%的下游客户为电厂，现金流稳定，且大部分为国企，其应收账款安全性很高。相较于其他非垂直领域的供应链金融企业，瑞茂通多年的产业经验使公司更了解融资方，也更能在可能发生风险时做到预警，“保证金+分批现款现货”的交易模式也能更好的把控风险。这也就是瑞茂通供应链金融业务运营至今尚未发生坏账的主要原因。

但是上述风控措施对于公司未来可能面临的多笔、大额、高频的融资需求是远远不够的，只有公司通过电子商务平台会记录企业历史的交易记录、资金流水、资质水平等多种信息，对企业的信用进行充分调研和分析后，其业务风险才会更加可控。

五、瑞茂通的行业地位及竞争力

(一) 传统煤炭贸易领域

在传统煤炭贸易领域，公司主要竞争对手为国内煤炭供应链公司，主要包括中国秦发、易大宗、山煤国际等。

表 10 主要竞争对手 2016 年经营情况比较

维度	瑞茂通	易大宗	中国秦发	山煤国际	
基本情况	公司于 2010 年正式开始大宗商品供应链业务运作，利用供应链平台有效整合各方优势资源，通过提供采购加工服务、物流配送资源分销服务、交易撮合信息咨询服务、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。	公司于 2007 年成立，主要从事焦煤及其他产品的加工买卖及物流服务，是一家集采购、运输、仓储、加工及销售为一体的现代化大型企业，是最早大规模向中国输送蒙古焦煤的企业之一。	公司于 1996 年成立，主要从事煤炭经营业务，包括煤炭购销、选煤、储存、配煤、航运及运输，公司的业务经营策略性地位于香港、大同、阳原、秦皇岛、珠海及广州，2009 年开始从事国际煤炭业务。	公司于 1980 年成立，拥有中国煤炭出口专营权(全国仅四家企业拥有)、中国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，现已形成覆盖各煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的相对独立完善的煤炭内外贸生产和销售体系。	
规模指标	主营业务收入(亿元)	212.34	120.77	7.16	491.6
	归母净利润(亿元)	5.31	28.74	-3.31	3.08
盈利能力	营业利润率(%)	3.01	8.56	-31.08	2.45
	归母净利/主营收入(%)	2.50	23.80	-46.23	0.63
营运能力	应收周转率(%)	10.55	23.09	1.47	8.23
	存货周转率(%)	16.39	30.29	9.87	18.89
资本结构	资产负债率(%)	59.45	52.74	186.91	83.42
	流动负债/负债合计(%)	62.26	90.96	96.51	83.77
偿债能力	速动比率(%)	2.00	1.28	0.07	0.61
	长期债务/营运资金(%)	0.57	0.16	-0.04	-

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 盈利能力高于竞争对手

公司资产质量良好，资产结构合理，资产利用效率较高，体现了公司卓越的经营管理能力。具体盈利指标上，公司在 2013 到 2015 年综合毛利率分别为 14.92%、14.70%、15.08%，高于竞争对手盈利情况。公司营业利润率明显优于其他公司。2016 年在同行业中盈利能力略有下滑，仍处于行业前列。

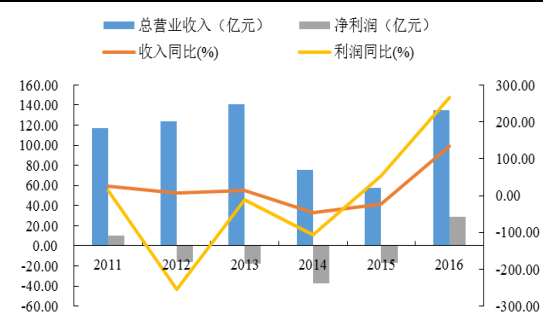
表 11 公司综合毛利率显著高于竞争对手

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016
------	------	------	------	------	------

瑞茂通	14.00%	14.92%	14.70%	15.08%	9.29%
易大宗	-3.38%	-3.30%	1.35%	2.76%	13.87%
中国秦发	13.65%	9.82%	-2.93%	-49.13%	5.10%
山煤国际	5.84%	5.09%	4.97%	5.97%	7.64%

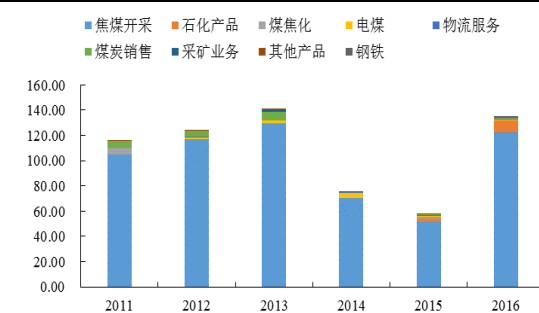
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17 易大宗业绩止跌回暖



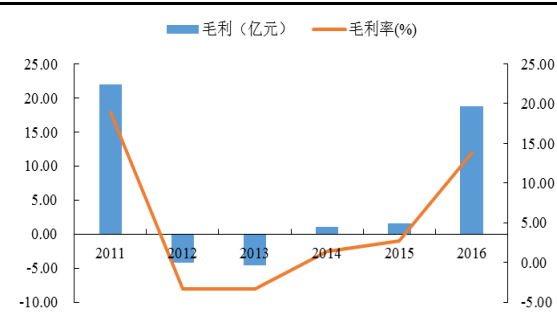
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18 易大宗营收结构情况



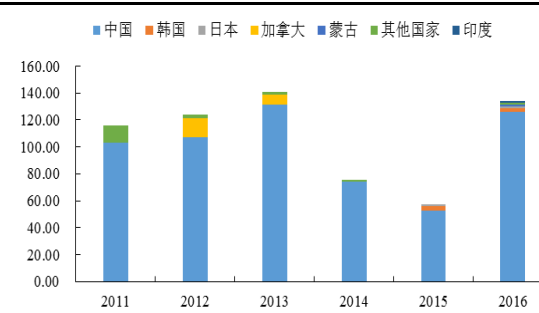
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19 易大宗毛利率从低位逐渐提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

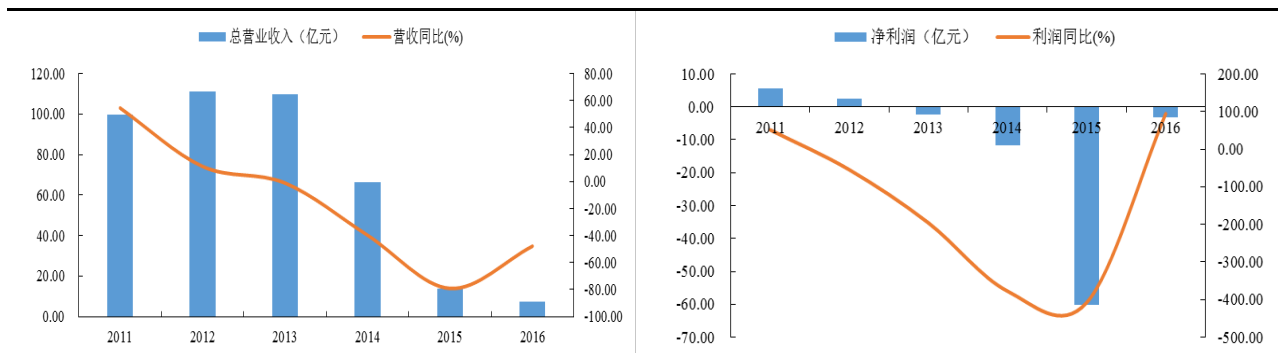
图 20 易大宗销售网络布局海内外



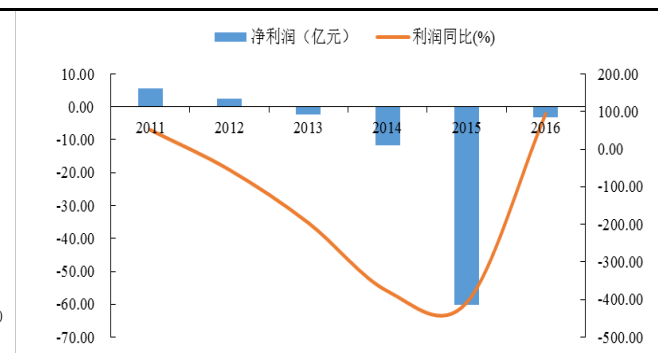
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21 中国秦发利润持续走低

图 22 中国秦发营收严重亏损

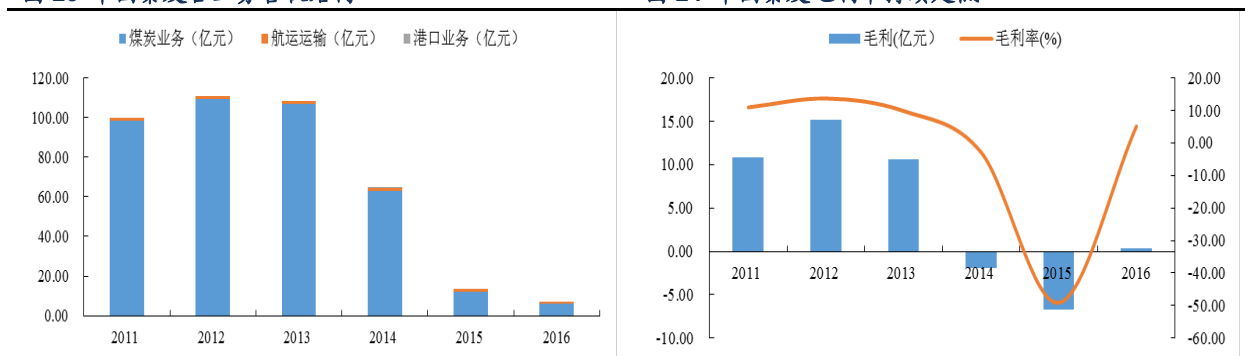


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



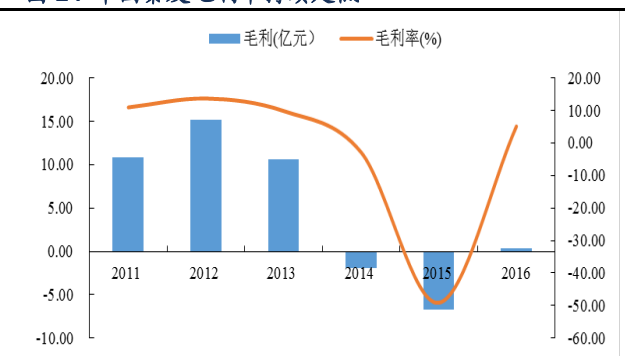
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23 中国秦发各业务营收结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24 中国秦发毛利率持续走低



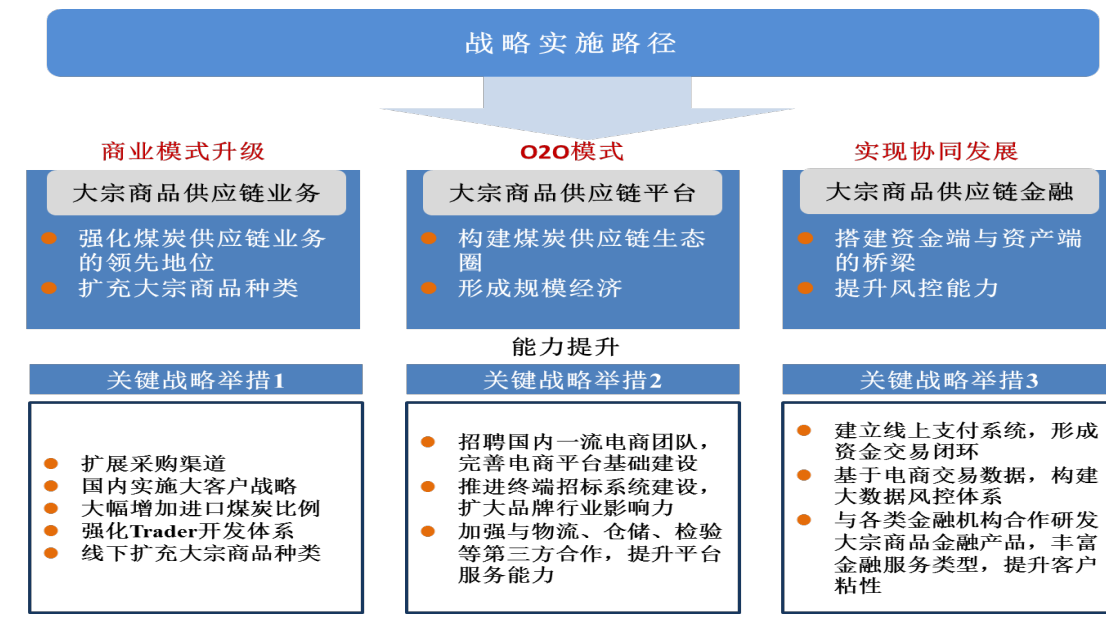
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

六、公司战略前瞻，发展前景广阔

(一) 公司的发展战略规划

公司明确发展战略，以煤炭为先导，积极涉足其他大宗商品，通过资本运作，借助互联网、金融等手段，创新经营模式，积极寻求产业链和金融上的投资机会，实现产业与金融的高度融合，成为具有国际竞争力的大宗商品供应链管理专家。

图 25 瑞茂通战略规划实施路径



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

（二）公司的发展前景

受限于煤炭行业发展严重受阻行业下行影响，传统煤炭供应链公司企业经历行业洗牌，部分小规模企业清出煤炭供应退出市场，行业集中度进一步提升，利好行业龙头发展。瑞茂通作为传统煤贸商，深耕煤炭贸易市场多年，对煤炭供应链理解深刻。公司紧抓资金、渠道优势，由传统煤炭贸易商转型供应链管理+供应链平台+供应链金融的复合发展模式。从目前来看，公司线下交易规模呈快速上升趋势，全球化战略布局将进一步扩大公司购销渠道，降低营运成本，增强公司稳定性；公司资产结构合理，资金利用率较高，营业利润处于行业中上水平；公司旗下煤炭电商平台发展不断成熟且线上交易增速迅猛，未来随着规模效应的扩大，公司议价能力提升，将利于公司进一步发展。供应链金融业务解决客户资金需求，提高用户粘性，同时可获取用户的财务数据和交易数据，进一步提升对产业链上下游运营状况和需求的把控能力，同时供应链金融高毛利率弥补了传统贸易模式下毛利率底下的不足，是公司发展的重要驱动力。

行业分析

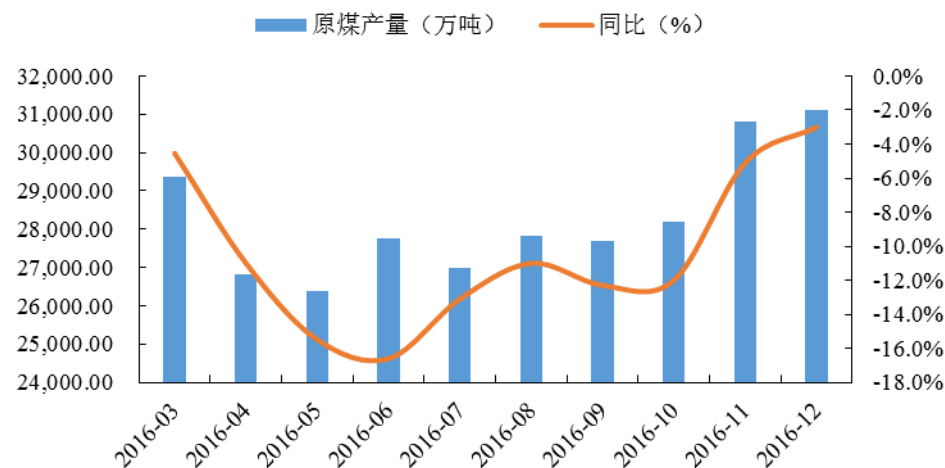
一、煤炭市场供需紧平衡，煤炭行业景气度提升

（一）煤炭现货供应紧张

2016年，全国规模以上煤炭企业累计生产原煤33.64亿吨，同比下降9.4%，2016年下半年以来，各煤种价格涨势连连，部分地区甚至出现“煤荒”现象，对下游电力、钢铁、化工等行业造成较大压力。从煤炭供给情况来看，煤企增产意愿不高，先进产能释放不及预期，此外受公路运费上涨，铁路运力和船舶拉运受阻影响，企业坑口库存及港口库存小幅上扬，下游电厂日耗受气温影响提升较快，现货供应仍然较为紧张。

为修复煤炭供需平衡结构，控制煤价在合理范围，国家在2016年底弹性执行“276工作日”制度，不断实施煤炭微调政策，推广长协价稳定煤炭市场预期，稳步推进供给侧改革。此外，先进产能释放导致行业集中度提高，非法产能受到严厉打压，供应紧平衡，同时受到环保影响，替代能源挤压煤炭消费，煤炭市场可能长期处于供应总量收紧、结构性过剩的状态。

图 26 2016 年原煤产量同比下滑

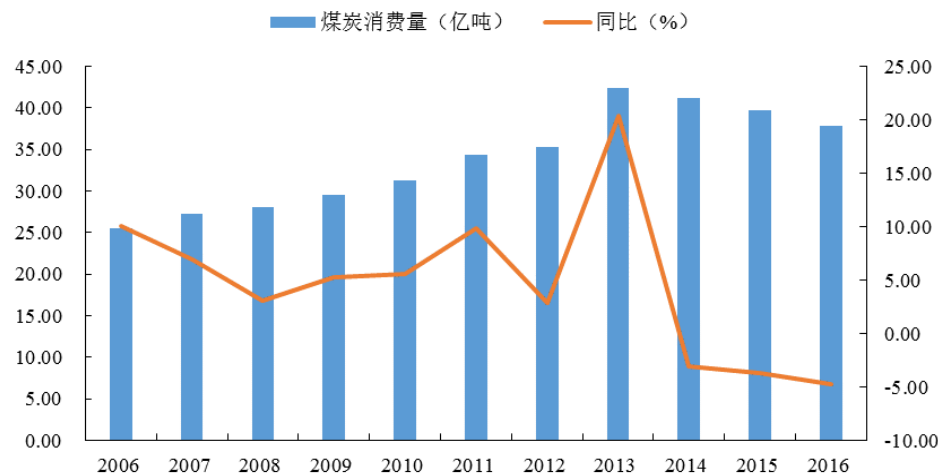


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 煤炭消费增速呈下降态势

伴随我国经济发展进入“新常态”，煤炭下游电厂、建材等行业增速放缓，对煤炭需求呈下降态势，煤炭消费量持续下滑。2014-2015年，煤炭消费量分别下降3.02%、3.67%，2016年我国煤炭消费总量37.8亿吨，同比下滑4.70%，消费需求下降呈扩大趋势。

图 27 2016 年原煤消费量持续下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(三) 限产政策引发煤炭库存收缩

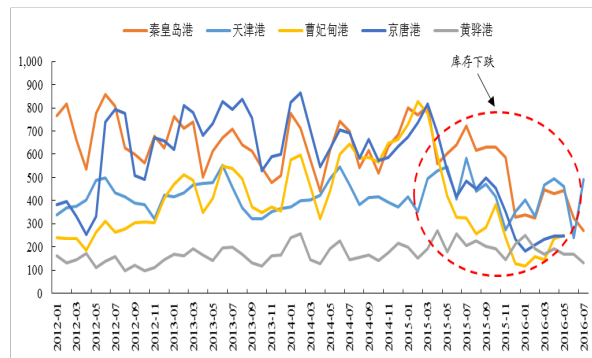
国有重点煤矿煤炭库存不断收缩。受国家煤炭行业限产政策影响，我国华北、东北、华东等地区煤炭库存量自 2015 年底开始下滑，其中以华北地区库存下降速度最快，2016 年同比月均降幅在 16% 以上，全年煤炭库存量 1.3 亿吨，同比下降 39.38%。

重要港口煤炭库存量下滑，我国北方七港及曹妃甸港、京唐港煤炭库存量出现下滑态势，2015 年底库存量达最低水平。2016 年 7 月秦皇岛港煤炭库存量 270.50 万吨，同比下降 62.61%，曹妃甸港煤炭库存量 178.0 万吨，同比下降 45.40%，京唐港煤炭库存量 275.20 万吨，同比下降 43.25%。第四季度煤电合同谈判临近及火电厂、煤贸商采购积极性较高，港口煤炭库存量均处于近年来偏低水平。

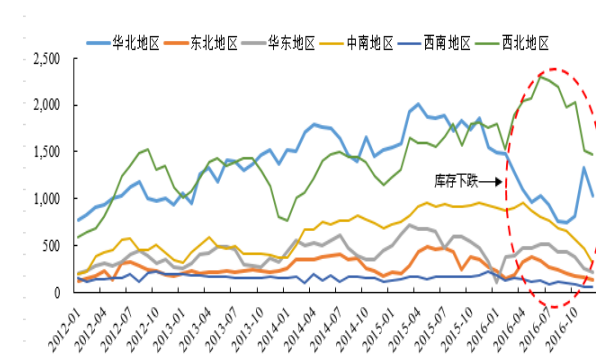
重点电厂煤炭库存持续低位徘徊，电力行业对煤炭的需求量约占煤炭总消费量的 50%，对煤炭开采行业需求影响较大。2016 年全社会用电量为 5.92 万亿千瓦时，同比仅增长 5.01%。2016 年火电完成发电量 4.4 万亿千瓦时，同比增加 2.6%。**从电力行业存煤量分析，**2016 年 12 月末，全国重点电厂存煤 6546 万吨，可用 15 天；**从电力行业耗煤量分析，**2015 年全国重点电厂耗煤量 11.34 亿吨，同比下降 8.79%；2016 年上半年全国重点电厂耗煤量 5.47 亿吨，同比下降 3.21%。目前，煤炭产量进一步下滑，煤炭供应量收紧，煤炭价格出现持续性大幅上升，加之第四季度用煤旺季，煤炭下游补库存情绪强烈。

图 28 我国重要港口煤炭库存量下滑趋势

图 29 2016 年底国有重点煤矿库存下降



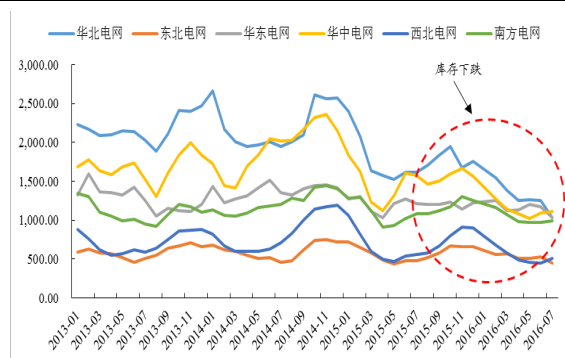
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



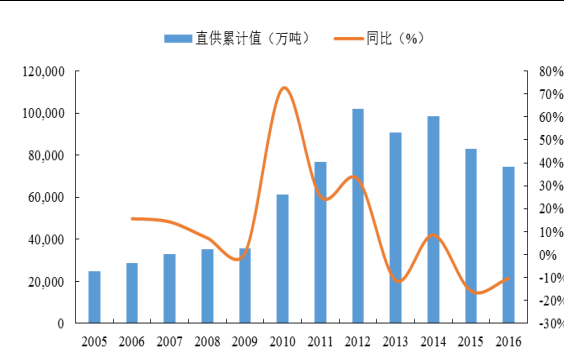
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30 重点电厂煤炭库存持续走低

图 31 重点电厂煤炭库存量:直供总计呈下滑趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

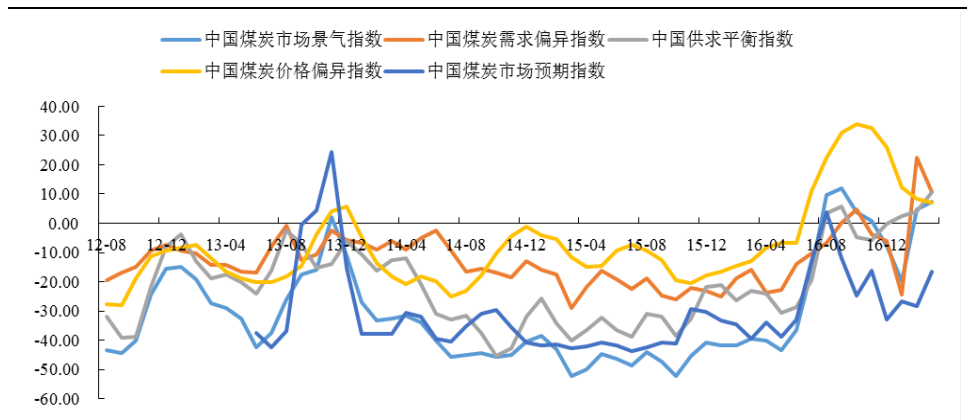


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(四) 煤炭开采景气度连续下降四年后首次回升

2014 年以来煤炭市场景气指数震荡下调, 至 2015 年 10 月煤炭市场景气指数已降至-52.1, 处于过冷状态; 供求平衡指数显示煤炭开采行业处于严重过剩状态; 需求偏离指数显示行业处于需求萎缩状态。2016 年上半年开始, 煤炭产量缩减, 煤炭价格上升, 2017 年 3 月, 煤炭市场景气指数已经回升到 7.5, 供求平衡指数显示煤炭开采行业产能过剩得到暂时缓解; 需求偏离指数显示行业处于需求平稳状态。

图 32 中国煤炭开采行业景气指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、煤炭生产消费区域结构逆向分布，煤炭贸易市场空间广阔

(一) 煤炭资源储量“西多东少，北富南贫”

煤炭资源储量方面，2014 年我国煤炭资源基础储量 2399.93 亿吨，探明储量 15317.00 亿吨，煤炭资源储量丰富。但是，我国煤炭资源赋存非常不均衡，总体来说西多东少，北富南贫。东西方向来看，以大兴安岭-太行山-雪峰山为界，界限以西区域煤炭资源储量占全国煤炭总量的 90%左右，界限以南区域煤炭资源储量仅占全国煤炭资源总量的 10%左右。南北方向来看，以昆仑山-秦岭-大别山一线为界，界限以北地区煤炭赋存量占全国煤炭资源总量的 90%以上，其中，太行山与贺兰山之间的煤炭资源赋存量占北方区域的 65%左右；界限以南区域煤炭资源仅占全国资源总量的 10%左右，其中南部区域的煤炭资源主要分布在云南、贵州、四川及重庆地区。我国煤炭资源赋存区域和煤炭消费区域逆向分布，从而出现了“西煤东调”和“北煤南运”的运输格局。

区域布局逐渐调整。我国煤炭资源西多东少、北多南少，西部地区占全国煤炭资源总量的 80%，十余年来新增查明资源储量几乎全在西部主要产煤省。除西南地区外，西部大部分区域资源赋存条件较好、发展潜力大，是未来煤炭生产开发和外运的重点。“十二五”时期，我国东部地区煤炭产量有所缩减，中部地区煤炭产量有所增加，西部地区继续保持较大幅度增长。

(二) 煤炭生产区、消费区逆向分布

2014 年我国煤炭产量开始出现下滑，2014 年、2015 年、2016 年煤炭产量同比分别下滑 2.53%、3.20%、9.40%，产量下滑比例呈扩大趋势。主要原因在于国家限制煤炭消费改善大气污染、经济结构调整火电负增长及受到进口煤及新能源冲击叠加煤炭产能过剩，导致煤炭供需失调，煤价大幅下跌，煤企减少煤炭产量。2016 年全国煤炭销量 32.7 亿吨，同比下降 6.9%。

2016年煤炭产量前五的省份分别为山西、内蒙古、陕西、贵州及新疆，合计产量26.92亿吨，占全国原煤产量74.05%。我国煤炭主产地集中在中西部，我国东南部沿海煤炭消费地区包括浙江、海南等地，主要通过江苏、山东、山西、安徽等地通过铁路联合沿海运输的方式输送煤炭；我国南部煤炭消费地区广东、福建、广西等地，由山西、河南经湖南中转输送煤炭；在我国东部煤炭消费地山东、江苏、湖北、湖南等，由陕西、山西、河南经由河南运输到各需煤地。

东部（含东北）产煤省区（北京、河北、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、福建和山东）是我国煤炭资源开发较早地区，随着开采强度增加，矿区资源逐渐枯竭，煤炭产量比重继续下降，2016年下降至10.03%左右。

中部产煤六省（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）煤炭产量在全国煤炭产量中所占比重基本稳定，有所增加。2016年占全国比例的约32.84%左右。

西部产煤省区（内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、宁夏回族自治区、陕西省、甘肃省、青海省、贵州省、云南省、四川省和重庆市），在我国煤炭生产布局规划引导下，已经成为我国煤炭资源开发的重点地区，2016年西部地区煤炭产量占全国的57.13%左右。

表 12 2016 年全国煤炭主地产销情况（单位：亿吨）

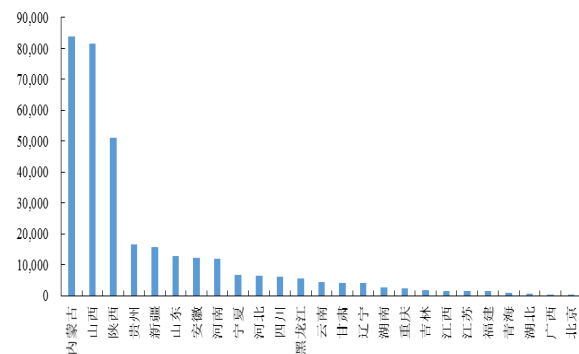
序号	省份	原煤产量	同比 (%)	国有重点煤矿销量	同比 (%)	煤炭运输情况	主要销售区域
1	山西	8.16	-14.40	2.41	-27.56	铁路及水路联运外销煤炭 3.54 亿吨，同比下降 24.89%；公路外销煤炭 3298 万吨，同比下降 43.31%	主要销往华东、华北及中南区域，其中销往华东区域煤量最高，占比达 45%；上述三区域占全部外销量 97%
2	内蒙古	8.38	-8.1	1.42	-4.83		
3	陕西	5.12	-2.80	1.16	3.50	铁路煤炭运输 8547.9 万吨，同比减少 4.4%	
4	贵州	1.66	-2.3	0.18	0.98		
5	新疆	1.58	1.2	0.45	11.51		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

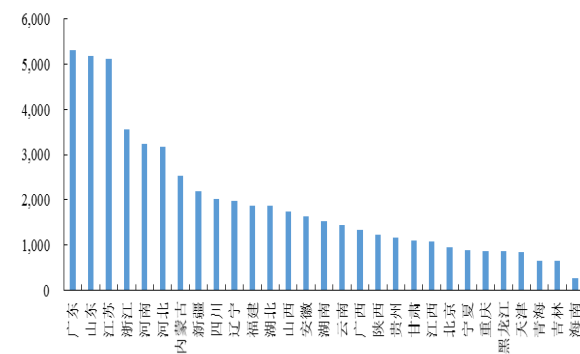
（三）我国煤炭运输格局“北煤南运”，“西煤东调”已形成

近年来，我国煤炭需求增速放缓，但考虑到煤炭生产和消费地非常逆向分布，国内煤炭贸易的需求十分强烈。目前，我国煤炭主产地主要集中在山西、陕西和内蒙古地区西部地区，2016年，我国累计原煤产量达33.64亿吨，同比减少3.21亿吨，降幅达9.4%，产量最大的地区依旧是以山西为首的华北地区、以陕西为首的西北地区和内蒙古地区，产量分别达到81641.5万吨、51151.4万吨与83827.9万吨，占到总量的64.4%。

从需求来看，2016年电力行业煤炭消费量18.75亿吨，占比50%，而国内江浙、河北、山东、河南等地是电力消耗的主要区域，由于国内煤炭地域供需结构的逆向分布，煤炭运输呈现“北煤南运”和“西煤东运”的特点。

图 33 2016 年全国各省煤炭产量 (万吨)


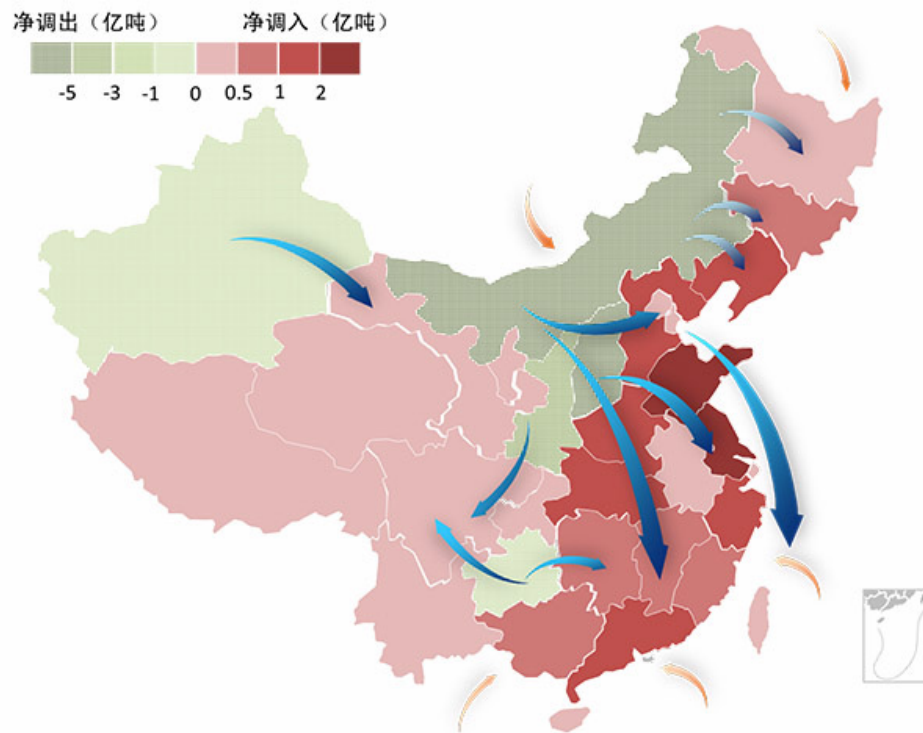
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34 2016 年全国各省电力消费量 (亿千瓦时)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

按照《煤炭工业发展“十三五”规划》，预计到2020年，全国煤炭产量39亿吨。东部地区煤炭产量1.7亿吨，占全国的4.4%，其中北京退出煤炭生产，河北、江苏、福建、山东煤炭产量下降；东部地区煤炭消费量12.7亿吨，占全国的30.8%；净调入煤炭11亿吨。东北地区煤炭产量1.2亿吨，占全国的3.1%，其中黑龙江产量基本维持现有规模，辽宁、吉林产量下降；东北地区煤炭消费量3.6亿吨，占全国的8.6%；净调入煤炭2.4亿吨。中部地区煤炭产量13亿吨，占全国的33.3%，其中山西、安徽、河南基本保持稳定，江西、湖北、湖南产量下降；中部地区煤炭消费量10.6亿吨，占全国的25.5%；净调出煤炭2.4亿吨。西部地区煤炭产量23.1亿吨，占全国的59.2%，其中内蒙古、陕西、新疆产量增幅较大，贵州、云南、甘肃、宁夏、青海产量适度增加，重庆、四川、广西产量下降；西部地区煤炭消费量14.5亿吨，占全国的35.1%；净调出煤炭8.6亿吨。

图 35 煤炭流向示意图



资料来源：煤炭工业“十三五”规划，信达证券研发中心

三、煤炭贸易物流设施逐步扩大与改善

中央、地方和企业加大煤炭物流基础设施投资力度，以铁路和铁海联运为主的西煤东调、北煤南运通道不断完善，以集散、储配等功能为主的煤炭物流园区快速发展。2016年，全国铁路煤炭发运量19亿吨，同比下降4.7%；主要港口煤炭发运6.44亿吨，同比下降0.08%；全国港口拥有生产用码头泊位30388个，比上年减少871个。其中，沿海港口生产用码头泊位5887个，减少12个；内河港口生产用码头泊位24501个，减少859个。全国港口拥有万吨级及以上泊位2317个，比上年末增加96个。其中，沿海港口万吨级及以上泊位1894个，增加87个；内河港口万吨级及以上泊位423个，增加9个。全国公路总里程469.63万公里，比上年增加11.90万公里。公路密度48.92公里/百平方公里，增加1.24公里/百平方公里。全国内河航道通航里程12.71万公里，比上年增加0.01万公里。等级航道6.64万公里，占总里程52.3%，提高0.1个百分点。其中三级及以上航道1.21万公里，占总里程9.5%，提高0.4个百分点。

（一）我国煤炭的主要运输方式

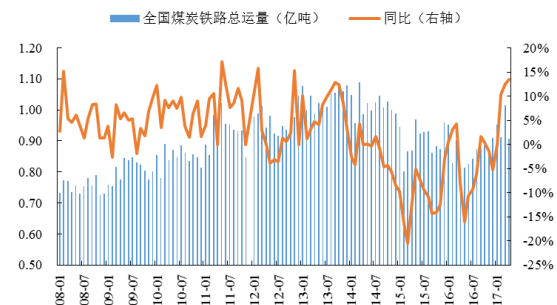
我国煤炭运输方式主要包括铁路运输、水路运输和公路运输，其中以铁路直达和铁路联合沿海水运为主，以公路和内河水运为补充。

在铁路运输、水路运输和公路运输的三种煤炭运输方式中，铁路运输是我国煤炭运输的主要方式，水路运输具有运量大、成本低的优势，煤炭水路运输包括内河运输和海路运输，海路运输流程包括：“三西”地区生产煤炭通过铁路或公路转运到北方沿海中转港口，接着由中转港运输到渤海湾、上海、浙江、广州等地区及销往国外，结合我国南北运煤铁路通道，基本形成“秦皇岛港、天津港、黄骅港、京唐港、曹妃甸港、唐山港”为主、“日照港、青岛港、锦州港、连云港、营口港”为辅助的北煤下水 11 港的运输体系。与北煤下水 11 港相呼应的是浙江、广东等沿海用煤集中地区的钢铁厂、电厂等企业建造的的专用码头和公用码头组成的煤炭接卸港。主要接卸港包括宁波港、广州港以及上海港占接卸量的 50%以上。

我国东南沿海煤炭主要消费省区调入煤炭主要来自“三西”以及内蒙古等北方自产煤以及外来进口煤，主要运输方式包括沿海铁路水运联合，辅以铁路直达、内河航运及公路运输。

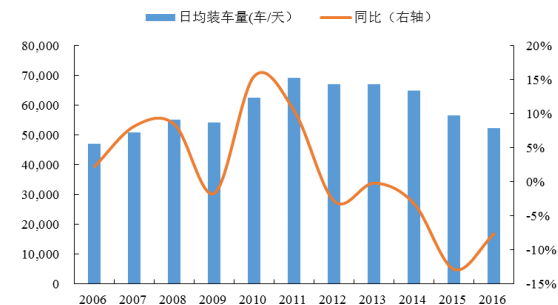
我国铁路煤运量占煤运总量的 60%左右，煤炭运输量占铁路货运总量的 40%左右。2016 年，铁路累计完成货运量 33.32 亿吨，同比下降 0.8%，其中，煤炭发运量 19 亿吨，占铁路货运总量的 57.02%，同比下降 1 亿吨，同比跌幅达 5%

图 36 全国煤炭铁路总运量:国有重点煤矿(亿吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

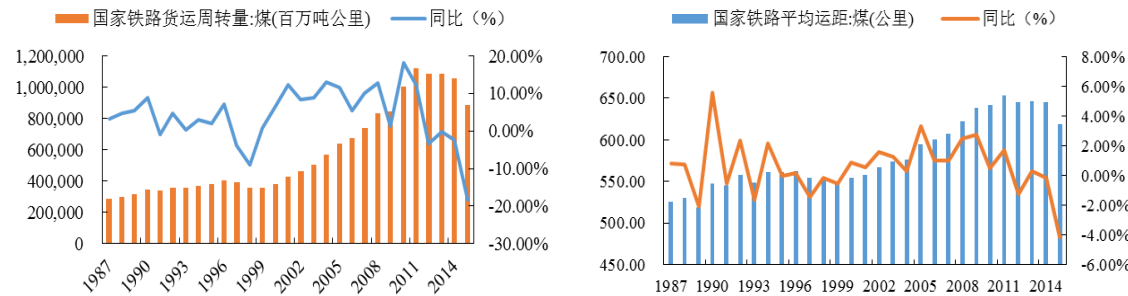
图 37 全国煤炭铁路日均装车量(车/天)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 38 国家铁路货运周转量:煤(百万吨公里)

图 39 国家铁路平均运距:煤(公里)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 我国煤炭运输格局分析

1、我国三大运煤通道

我国第一大运煤通道，大秦铁路及与之配套的港口秦皇岛港，构成了我国“煤运第一大通道”，大同、平朔、准格尔、伊泰、东胜、宁夏等区域主要通过此通道外运动力煤。2014年，宁夏、内蒙古西部地区运输煤炭资源量约占大秦线外运煤炭的35%左右，山西等地运输煤炭资源量约占大秦线外运煤炭的65%左右。通过大秦线发运的煤炭，少部分供应大秦线沿线江苏、浙江的电厂，绝大部分煤炭在秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港等港口下水转运到东北、华南等地区，部分煤炭通过长江流域运输到我国中南部沿江电厂，同时，少部分煤炭通过海运出口。近几年，煤炭需求放缓，煤炭产能严重过剩，煤炭价格持续下跌，大秦线发运量出现直线下降趋势，2016年大秦线累计完成货物运量3.51亿吨，同比减少0.46亿吨；日均发运货物运量仅96万吨，基本与往年检修期间日均运量90-95万吨持平。

我国第二大运煤通道，神朔黄铁路，包括支线黄万铁路以及与之配套的天津港、黄骅港，我国内蒙古鄂尔多斯市以及陕西省神木、谷府地区主要通过此通道运输煤炭资源。神朔黄铁路连接神朔线神池南站和黄骅港，隶属神华集团，近期年运输能力为3.5亿吨，远期年运输能力为4.5亿吨，受煤炭需求放缓影响以及支线和港口运力限制，一直未能满负荷运行。2015年神朔黄铁路运输货物2.17亿吨，同比下降3900万吨。随着巴准铁路、准池铁路、黄骅港码头运输能力的逐渐提高，神朔黄铁路运输能力仍保持较高上升空间。

我国第三大运煤通道，蒙冀铁路线作为我国第三大运煤通道，西起产煤集中地内蒙古鄂尔多斯市，东达曹妃甸港，全长约1000公里，年运输能力为2亿吨。蒙冀线的开通使曹妃甸成为国内连接大秦铁路线和蒙冀铁路线的煤炭下水港，改变了我国北方港口的煤炭运输格局，内蒙古地区下水煤运输的渠道得以扩大。2015年底蒙冀铁路正式运营之后直接连通内蒙古东西部产煤地和曹妃甸港，蒙冀铁路线成为我国第三大运煤通道。

综上所述，以“三西”主产煤地为主要核心区域构建的大秦铁路线、神朔黄铁路和蒙冀铁路线，拓宽了我国“北煤南运”，

“西煤东调”的运输渠道，奠定了我国煤炭运输的基本格局。

2、下水煤运输情况

2016年，北方11个运煤港口总计发运煤炭7.02亿吨，相比去年同期增加207.2万吨，同比上涨0.3个百分点。包括秦皇岛港、京唐港、国投京唐港、天津港、黄骅港以及曹妃甸港在内的环渤海六大港口，煤炭设计运输能力7.43亿吨，受煤炭行业景气度下行影响，环渤海六大港口的实际下水量仅5.70亿吨，占“北煤南运”的92.68%。其中，黄骅港、天津港分别完成煤炭吞吐量17,361.10、10,921.10万吨，相较其去年同期增加5624.4和1461.7万吨，同比增长分别达到47.92%和15.45%，相较于黄骅港、天津港的大幅上涨，国投京唐港呈小幅上涨态势，国投曹妃甸、秦皇岛港运量则出现大幅下滑，国投曹妃甸、秦皇岛运煤量合计下降7070.5万吨，下降幅度较大。

表 13 2016 年北方 11 个运煤港口煤炭发运量 (万吨)

项目港口	煤炭发运量	同比增幅 (%)	项目港口	煤炭内贸发运量	同比增幅 (%)
合计	70,226.30	0.30	合计	68,963.30	-0.68
秦皇岛港	15,911.20	-27.71	秦皇岛港	15,854.90	-7.1
天津港	10,921.10	15.45	天津港	10,488.00	13.45
唐山港	12,850.20	-4.99	唐山港	12,738.80	-5.40
其中:曹妃甸	3,869.40	-20.08	其中:曹妃甸港	4,213.70	-12.97
京唐	8,980.70	3.43	京唐港	8,525.10	-1.15
黄骅港	17,361.10	47.92	黄骅港	17,361.10	47.92
青岛港	1,046.50	-12.38	青岛港	940.90	-13.94
日照港	1,304.00	35.59	日照港	1,244.10	40.77
连云港港	464.20	-1.34	连云港港	440.90	-5.41
营口港	458.50	-19.48	营口港	458.50	-19.48
锦州港	769.20	-34.65	锦州港	763.20	-35.16
烟台港	159.60	-31.47	烟台港	147.80	-29.04

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3、下水煤中转港分析

沿海水路的煤炭运输方式具有运量大、成本低、能耗小，可直达用煤企业自建或者公用的专用码头等优势，沿海水路运输方式是我国东南沿海地区煤炭消费大省的主要煤炭运输方式。

表 14 下水煤中转港基本情况 (亿吨)

港口	运能	主要煤源	集煤通道
秦皇岛港	2.4	中煤、同煤、神华、伊泰等大型煤企主力煤炭	京包—大秦线，巴淮—大秦线

黄骅港	1.83	神木、东胜和榆林矿区的动力煤和无烟煤	准池线—朔黄线—黄骅港
曹妃甸港	1.5	晋煤、蒙西散户货源较多	大秦线+迁曹县，京包线—蒙冀线—曹妃甸港，汽运
京唐港	0.75	同煤、中煤和山西地方煤企	大秦线及配套支线
天津港	0.85	神华、内蒙煤、山西煤企散户	大同—丰沙大线—京沪线—天津铁路枢纽，大同—大秦线—津蓟线—天津铁路枢纽，朔黄线—京九线—津霸联络线—天津铁路枢纽，朔黄线—黄万线—王家码头站—李港线—东大沽站，汽运补充
日照港	-	乡宁和晋城矿区的无烟煤和经侯西铁路转运韩城、澄合和蒲白的动力煤，吕梁、临汾、运城地区炼焦煤	兖石铁路向西连接新菏兖线、新月线侯月线，山西中南部铁路
连云港	-	东北地区煤炭	陇海线
青岛港	-	山东煤炭	胶济线
锦州港	0.7	蒙东	京哈铁路接轨锦承、大郑、沟海、高新、魏塔等多条铁路，汽运补充

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2012年年底开始，煤炭需求持续低迷，各种煤炭运输公司对货物运输资源出现激烈竞争态势。

2015年年底，随着蒙冀铁路全线通车，加之呼局针对蒙冀线出台各项优惠措施，在呼市南部、万水泉、新街发站承包装车，免费提供装车，同时免除部分辅助费用，使得呼市南部、万水泉、新街发站通过蒙冀线发运到曹妃甸港的运输费用相比较于大准、巴准—大秦线的费用基本相当，冀铁路线分流大秦线蒙西货源，铁路运输竞争较为激烈。

（三）煤炭物流技术装备得到快速发展

随着科学技术的进步，我国煤炭物流产业的发展得到不断的增强，封闭式集中仓储技术、煤质在线综合检测系统、自动化控制设备、先进的动态储配系统、数字化配煤系统技术由实验室阶段逐渐走向工业化应用道路；重载专用车辆、不摘钩连续翻卸作业以及快速定量装车系统等先进物流装备在煤炭物流领域得到充分应用，大幅提高了我国铁路运输能力以及运输效率。依托现代信息技术，创新交易模式，一批煤炭电子交易平台陆续建成。焦炭、焦煤、动力煤等期货品种相继上市交易。一些企业建立了煤炭物流管理信息系统，实现物流信息共享、快速响应。

四、煤炭供应链业务模式发展空间可观

（一）现有煤炭供应链体系业务包括三种模式

- 1、基础物流配送模式主要是单纯的煤炭运送，该模式服务方式比较简单，主要是煤炭供应链公司根据煤炭供应商或采购商的要求将煤炭直接运送至指定地点，赚取运输费用，毛利率也相对较低。
- 2、煤炭代购代销模式主要涉及煤炭的贸易方面，主要是煤炭供应链公司在“三西”、内蒙等产煤大省采购煤炭，销往浙江等沿海地区，赚取贸易产生的差价，相对于基础物流配送该模式相对复杂，但公司利润主要受煤炭价格影响较大。

3、现阶段由单纯的煤炭贸易或者煤炭代购代销模式转型煤炭供应链管理服务商，煤炭买卖、洗选、配送一体化服务模式，包括煤炭采购至煤炭消费之间的全部环节，从事流通贸易的同时提供专业化的煤炭洗选加工和数字化配煤等一条龙服务，并以准确、高效、全过程的煤炭供应链服务作为企业创价的主要基点。主要分为上游的煤炭采购、洗选加工、仓储配煤、下游的煤炭销售等几个环节，通过以低廉的煤炭价格采购原煤，自行对煤炭附值加工最后高价，然后将高值商品煤出售赚取较高毛利，该模式对供应链管理要求较高，目前为瑞茂通、中国秦发、易大宗等大型煤炭供应链企业采用。

表 15 煤炭供应链模式一览

模式	提供服务	盈利方式	毛利率	公司类型
基础物流配送	煤炭运输	运费	低	地区性铁路公司
代购代销	煤炭买卖	买卖差价	受煤价影响	小型贸易商
买卖加工配送一体化	采购、加工、仓储配送、销售	煤炭增值、低买高卖	高	大型供应链商

资料来源：Wind，信达证券研发中心

在前两种煤炭供应链管理模式下，公司的盈利模式相对来说较为简单，目前，煤炭行业整体处于低谷状态，前两种模式经营粗放，效率较为低下，抗风险能力较差，煤炭价格的大幅波动严重影响公司的经营业绩，因而较多的公司转型煤炭供应链管理综合化服务，打破了传统依靠运输赚取利润的行业发展模式，提高煤炭服务的附加值创造更大的利润空间。在新模式下，煤炭供应链管理公司将发挥更加重要的作用，由原来简单的渠道转变成一站式服务平台，并且将会主导煤炭供应链管理业务体系。在新的经营模式下，公司盈利由原来的运输费用升级为运输费叠加增值服务费：运输费用毛利率基本保持原来的 7% 左右，附加增值服务费毛利率则高达 20% 左右，参考煤炭供应链管理综合服务商财务数据，综合服务的毛利率为 12% 左右。

（二）煤炭供应链综合管理包括线上线下两部分的协同作用

与传统零售电商服务平台相比较，煤炭资源作为大宗商品具备运输成本比较高、成交量规模较大的特点，因而对平台线上线下的协同服务要求较高，与时下的线上煤炭电商平台或者线下的煤炭交易中心、煤炭洗选加工企业及煤炭贸易物流公司相比较，煤炭供应链管理服务商更加重视互联网及信息管理的应用，煤炭供应链管理服务商应该分为线上线下两个服务平台，集产品流、信息流、及资金流于一体以发挥最大化的协同作用，进而实现线上线下业务的全面整合发展。

（三）煤炭供应链管理的发展现状

纵观我国煤炭供应链管理企业，从各大公司的主要服务模式及服务类型来看，我国大部分公司尚处于由基础物流配送阶段向转型煤炭供应链管理服务商发展的过渡阶段，大部分企业刚刚开始布局线上及线下业务，线下线上的协同发展效果还未显现，严格来说，此类发展模式的企业并不属于煤炭供应链管理服务商。目前的大部分企业逐渐从传统的煤炭贸易商转型，开拓线上煤炭电商销售渠道，包括瑞茂通、易大宗、中国秦发等在内的公司均开始建设煤炭电商平台，但大多数公司仅仅是将原有线下业务搬运到线上交易，实际上培养企业从线下交易转移到线上交易尚需要适应和思维方式的转变。目前，各大公司

基本均以供应链综合服务以及供应链金融服务为核心优势，但截止到目前来看，两者之间的协同作用较小，未来的发展尚需进一步的探索，且供应链综合服务的业务搬运到线上交易，在整个服务链的互联网模式及信息流的整合方面尚存在很多不足之处，平台的服务效率较低，规模效应带来的降低中间费用的效果不显著，在风险控制等方面尚存在依据经验而行，没有形成完整的风控模式。

五、政策层面利好供应链管理业务发展

2014年1月，国家发展改革委、国家能源局发布《煤炭物流发展规划》，这是我国首部煤炭物流专项规划，规划期为2013年至2020年。《煤炭物流发展规划》提出六项主要任务，“完善煤炭物流通道；健全煤炭储备体系；培育大型煤炭物流企业；完善煤炭市场体系；推广应用先进物流技术；推进煤炭物流国际合作。”“规划”明确了我国煤炭物流建设的五项突出问题，“基础设施建设滞后；市场主体服务水平低；煤炭物流成本较高；整体技术水平较低；物流人才匮乏”。

“规划”根据我国煤炭生产开发和消费布局，结合区域发展规划，完善煤炭运输通道，建设一批煤炭物流节点，形成“九纵六横”的煤炭物流网络。

“规划”提出目标，到2020年，煤炭物流整体运行效率明显提高，社会化、专业化和信息化水平显著提升，基本形成物流网络配套衔接、技术装备先进适用、物流服务绿色高效的现代煤炭物流体系。加强铁路煤运通道建设，年运输能力达到30亿吨；结合国家煤炭应急储备建设布局，重点建设11个大型煤炭储配基地和30个年流通规模2000万吨级物流园区；培育一批大型现代煤炭物流企业，其中年综合物流营业收入达到500亿元的企业10个；建设若干个煤炭交易市场。

“规划”提出“九纵六横”的运输骨干网，构筑中国六大煤炭物流通道：一是晋陕蒙宁甘煤炭外运通道，由北通路（大秦、朔黄、蒙冀、丰沙大、集通、京原）、中通路（石太、邯长、山西中南部、和邢）和南通路（侯月、陇海、宁西）三大横向通路和焦柳、京九、京广、蒙西至华中、包西五大纵向通路组成，满足京津冀、华东、华中和东北地区煤炭需求；二是内蒙古东部煤炭外运通道，主要为锡乌横向通路，满足东北地区煤炭需求；三是云贵煤炭外运通道，主要包括沪昆横向通路、南昆纵向通路，满足湘粤桂地区煤炭需求；四是新疆煤炭外运通道，主要包括兰新、兰渝纵向通路，适应新疆煤炭外运需求；五是水运通道，由长江横向通道、沿海纵向通道、京杭运河纵向通道组成，满足华东、华中、华南地区煤炭需求；六是进出口通道，由沿海港口和沿边陆路口岸组成，适应煤炭进出口需要。

九大纵道集中解决“北煤南运”的物流通道，六大横道集中解决“西煤东运”的物流通道。国家在规划完善此类煤炭物流通道中，仅仅提出铁路通道以及水运通道，其目的是显而易见的，“规划”力图优化调整运力结构，一是鼓励铁路运输的进一步扩大同时盘活已有铁路设施；二是完善水运运输能力，加强沿海、沿江（河）港口的建设，推行水铁联运。

六、行业市场潜力巨大

（一）煤炭消费量稳定，优势企业逆势扩张

2016 年国内市场煤炭消费量 37.79 亿吨，而上市公司瑞茂通、中国秦发和易大总合计的煤炭业务量仅为 4003.1 万吨，优势企业市场占比仅为 1%。

我们预计未来 5 年国内市场煤炭消费量保持在 40 亿吨左右，如果上述三家公司保持合计约 40% 的复合增速，5 年后公司煤炭发运量达到 2.15 亿吨，也仅占 5% 的市场空间，可见行业龙头可以拓展的市场空间仍十分巨大。

（二）煤炭供应链金融领域市场空间大，机会与风险共存

煤炭行业上下游资金需求量较大。一方面，煤炭行业本身属于高资金运作行业，且由于煤炭销售运输周期较长，资金周转缓慢，应收账款积压严重，2016 年全国规模以上煤炭企业应收账款净额高达 3120.7 亿元，假设以 2017 年 5 月煤炭均价 555 元/吨计算，尚未回收资金的煤炭总量超过 5.6 亿吨。

另一方面，近几年煤炭价格持续下滑，导致煤炭买家的违约率不断提升，导致煤炭生产企业坏账提升的同时，也导致银行对煤炭行业信用体系的下调。除神华等大型企业外，大多数煤炭企业很难通过银行、债券市场获得融资。相对高的风险也使得煤炭企业愿意为融资付出更高的成本。

我国规模以上煤炭开采和洗选业应收账款规模从 2011 年底时的 2196 亿元增长到 2015 年底时的 3783 亿元，近 5 年复合增速达 14.6%，增速逐步放缓。2016 年应收账款同比增速自 2005 年来首次进入负值区间，同比下降 23.36%，行业应收账款及产成品存货情况得到改善预计未来 3 年煤炭行业应收账款规模将保持在 3500 亿元左右区间。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司借助十多年来在煤炭贸易领域的积累，充分利用互联网技术与思维，由传统煤炭贸易商转型供应链管理+供应链平台+供应链金融的复合发展模式。在不考虑公司增发的前提下，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：

1、供应链管理：煤炭的供求关系决定市场可能长期处于供应总量收紧、结构性过剩的状态，但公司积极拓展棉花等其他大宗商品供应链管理业务，17-19 年供应链管理板块收入仍可保持较高速增长，预计增速在 20% 左右。供应链管理的业务模式以及公司在供应链管理中的增值能力决定板块的毛利率，考虑到近几年拓展其他大宗商品供应链管理业务，我们预计 17-19 年供应链管理业务毛利率分别为 7%、7.5%、7.5%。

2、供应链金融：参考近三年供应链金融业务的增长率，综合考虑市场需求、供应链金融在公司战略中的地位以及公司融资能力、风控能力的动态发展，我们预计公司的供应链金融板块 17-19 年增长率分别为 10%、15%、20%，毛利率水平稳定在 90%。

表 16 公司各项业务收入和毛利率预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
--------	------	------	-------	-------	-------

供应链管理					
收入	8,691.52	20,493.64	24,592.36	29,510.84	35,413.01
成本	7,880.94	19,193.18	22,870.90	27,297.52	32,757.03
毛利率(%)	9.33%	6.35%	7.00%	7.50%	7.50%
增长率	9.40%	135.79%	20.00%	20.00%	20.00%
供应链金融					
收入	713.52	739.91	813.90	935.98	1,123.18
成本	105.84	67.48	81.39	93.60	112.32
毛利率(%)	85.17%	90.88%	90.00%	90.00%	90.00%
增长率	80.64%	3.70%	10.00%	15.00%	20.00%
营业总收入	9,405.04	21,233.55	25,406.26	30,446.82	36,536.19
营业总成本	7,986.78	19,260.66	22,952.29	27,391.12	32,869.35
毛利率(%)	15.08%	9.29%	9.66%	10.04%	10.04%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

按照公司现有股本,我们预计公司 17、18、19 年 EPS 分别为 0.80、1.02、1.27 元,对应 2017 年 6 月 20 日收盘价(12.86 元)的 PE 分别为 16、13、10 倍。

我们选择上市公司中经营类似业务的欧普智网和易见股份进行对比分析,采用市盈率法对公司进行估值,考虑公司海外市场与大宗商品的前瞻布局,以及公司未来在供应链管理与供应链金融领域的成长空间,我们给予公司 2017 年的 30 倍的 PE,以公司 2017 年 EPS 0.8 元计算,对应目标价为 24.0 元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 17 可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价(元)	市值	PE(倍)			EPS(元)			PB(倍)
			(亿元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
002711	欧普智网	18.93	124.95	55.68	41.15	32.64	0.34	0.46	0.58	6.43
600093	易见股份	13.12	147.27	24.30	17.73	14.58	0.54	0.74	0.9	2.64
	平均			39.99	29.44	23.61				4.54
600180	瑞茂通	12.86	130.72	24.73	16.11	12.55	0.52	0.80	1.02	2.81

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 瑞茂通为信达预测, 其余为 Wind 一致预期

风险因素

煤炭供需形势发生变化的风险; 煤炭价格、煤炭运费波动风险; 相关政策调整使得煤炭进出口税收发生变化的风险; 汇率波动风险

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,322.45	15,038.59	16,376.64	17,936.23	19,860.08
货币资金	1,682.74	3,544.71	4,074.49	4,658.55	5,399.05
应收票据	98.99	219.98	263.21	315.43	378.52
应收帐款	918.54	3,106.13	3,716.54	4,453.89	5,344.67
预付账款	305.27	420.72	501.36	598.32	717.98
存货	261.83	386.13	460.14	549.13	658.95
其他	7,055.08	7,360.91	7,360.91	7,360.91	7,360.91
非流动资产	1,147.83	1,336.12	1,256.57	1,276.51	1,300.28
长期投资	994.22	892.48	892.48	892.48	892.48
固定资产	25.78	19.97	18.71	18.25	17.70
无形资产	3.20	13.98	20.04	26.44	33.94
其他	124.63	409.70	325.34	339.35	356.16
资产总计	11,470.28	16,374.71	17,633.21	19,212.74	21,160.36
流动负债	7,336.27	7,313.06	7,761.86	8,301.91	8,966.12
短期借款	1,320.62	3,391.93	3,391.93	3,391.93	3,391.93
应付账款	518.40	988.02	1,177.39	1,405.09	1,686.11
其他	5,497.25	2,933.11	3,192.54	3,504.88	3,888.07
非流动负债	1.48	4,432.63	4,432.63	4,432.63	4,432.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.48	4,432.63	4,432.63	4,432.63	4,432.63
负债合计	7,337.75	11,745.69	12,194.49	12,734.53	13,398.75
少数股东权益	5.50	3.17	1.46	-0.73	-3.43
归属母公司股东权益	4,127.04	4,625.85	5,437.25	6,478.93	7,765.04
负债和股东权益	11,470.28	16,374.71	17,633.21	19,212.74	21,160.36

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,405.04	21,233.55	25,406.26	30,446.82	36,536.19
同比(%)	12.78%	125.77%	19.65%	19.84%	20.00%
归属母公司净利润	427.57	530.93	811.40	1,041.68	1,286.11
同比(%)	-14.93%	24.17%	52.83%	28.38%	23.46%
毛利率(%)	15.08%	9.29%	9.66%	10.04%	10.04%
ROE(%)	13.60%	12.13%	16.13%	17.48%	18.06%
EPS(元)	0.42	0.52	0.80	1.02	1.27
P/E	30	25	16	13	10
P/B	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.34	20.67	14.55	12.02	10.14

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,405.04	21,233.55	25,406.26	30,446.82	36,536.19
营业成本	7,986.78	19,260.66	22,952.29	27,391.12	32,869.35
营业税金及附加	56.68	14.17	16.95	20.32	24.38
营业费用	582.93	878.54	1,051.18	1,259.74	1,511.68
管理费用	153.37	222.46	266.18	318.99	382.79
财务费用	269.94	492.59	339.25	333.91	329.57
资产减值损失	17.09	105.34	46.86	56.15	67.38
公允价值变动收益	15.52	40.95	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.11	339.29	235.63	210.67	261.86
营业利润	410.87	640.02	969.18	1,277.26	1,612.89
营业外收入	145.26	81.39	115.70	114.01	103.59
营业外支出	1.28	13.13	5.28	5.28	5.28
利润总额	554.85	708.27	1,079.60	1,385.99	1,711.21
所得税	129.05	181.10	269.90	346.50	427.80
净利润	425.80	527.17	809.70	1,039.49	1,283.41
少数股东损益	-1.77	-3.76	-1.71	-2.19	-2.70
归属母公司净利润	427.57	530.93	811.40	1,041.68	1,286.11
EBITDA	828.31	1,008.51	1,432.46	1,734.54	2,056.29
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.52	0.80	1.02	1.27

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	374.32	-4,094.04	652.05	728.13	830.93
净利润	425.80	527.17	809.70	1,039.49	1,283.41
折旧摊销	11.56	10.07	9.64	11.47	13.83
财务费用	261.90	290.17	343.22	337.08	331.25
投资损失	-57.11	-339.29	-235.63	-210.67	-261.86
营运资金变动	-284.19	-4,650.34	-406.34	-491.63	-586.52
其它	16.36	68.17	131.46	42.40	50.82
投资活动现金流	-732.09	429.53	220.95	193.01	240.83
资本支出	-13.19	-14.44	-14.68	-17.66	-21.04
长期投资	60.27	1,140.60	235.63	210.67	261.86
其他	-779.17	-696.63	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	216.94	4,764.71	-220.48	-220.48	-220.48
吸收投资	1,558.99	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	318.63	2,081.48	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	237.90	183.75	220.48	220.48	220.48
现金净增加额	-116.82	1,054.68	529.77	584.06	740.50

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。

王见鹿，英国华威大学经济、政治与国际关系学毕业，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事能源及消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。