

# 瑞茂通 (600180)

证券研究报告

2017年08月28日

## 煤炭供给侧改革下的弹性品种，中期业绩符合预期

### 事件

瑞茂通发布 2017 中期业绩报告，上半年实现营业收入 158.53 亿元，同比增长 107.79%；毛利 10.49 亿，同比增长 47.7%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比增长 69.87%；实现扣非后归母净利 1.01 亿元，同比下降 19.2%；基本每股收益为 0.31 元，同比增长 70.10%。

### 煤炭量价齐升+非煤大幅扩张+金融稳步增长助力业务扩张

瑞茂通 2017H1 收入的大幅增加来自于煤炭业务量价齐升、非煤业务量的大幅扩张以及供应链金融业务稳步增长，而煤炭、金融业务毛利率的下滑以及非煤业务略亏损使得公司毛利的增长 47.7%并不及营业收入的整体增长 107.8%。**从量**，大宗商品发运量 2452 万吨，煤炭发运量 2084 万吨，同比增长 23.75%，非煤大宗发运量合计 368 万吨，同比增长 168.2%。**从价**，秦皇岛港动力煤 Q5500K 价格数据上半年平均值为 611.2 元/吨，同比增长 60.9%。**分季度看**，Q2 环比 Q1 增量不增利，主要原因系传统淡季煤炭价格稳中有降。成本端，与套期保值相关的投资收益和公允价值变动有较大同比增幅。

### 易煤网向“交易系统+风控输出+定价平台”转型

易煤网作为煤炭垂直电商领域的领军 B2C 平台，目前已累计实现煤炭交易突破亿吨。公司对易煤网的定位已从单纯交易平台向交易系统+风控输出+指数定价平台转换。

### 境内外发债+产业基金，资金弹药储备充足

公司供应链服务业务实际属于类资金批发业务。公司上半年先后启动公开发行公司债、参与设立产业基金、境外发债，目前资金弹药储备充足，有利于业务规模扩张。

### 投资建议

我们认为公司业绩受益于煤炭供给侧改革，随着公司煤炭业务量价齐升、非煤大宗业务大幅扩张+供应链金融稳步增长，未来业绩将有望显著增长。且易煤网由单纯 B2C 电商平台向“交易系统+风控输出+定价平台”转换，线上线下导流一方面有望重塑煤炭电商产业链格局，另外一方面将增厚公司业绩。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 19.7 倍。上调为买入评级，目标价 17 元。

**风险提示：**煤炭需求大幅下滑；非煤业务拓展不及预期

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	13.60 元
目标价格	17 元
上次目标价	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)	13,824.09
流通 A 股市值(百万元)	11,990.02
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	74.58
一年内最高/最低(元)	16.87/11.96

### 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

- 1 《瑞茂通-首次覆盖报告:深耕供应链，借力 O2O，17 年属于供应链的小时代》 2017-06-01

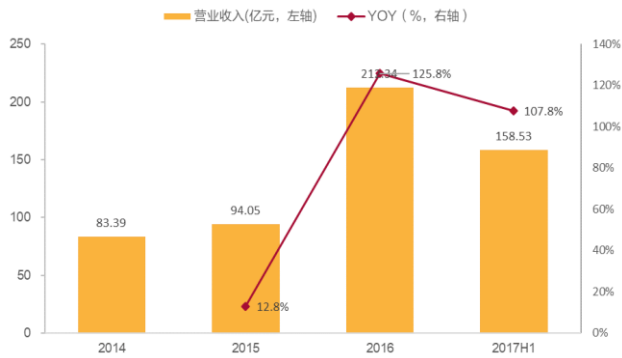
财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,405.04	21,233.55	25,458.06	30,445.79	34,928.51
增长率(%)	12.78	125.77	19.90	19.59	14.72
EBITDA(百万元)	688.76	1,141.80	1,400.09	1,693.42	2,090.07
净利润(百万元)	427.57	530.93	704.00	831.42	1,002.40
增长率(%)	(14.93)	24.17	32.60	18.10	20.57
EPS(元/股)	0.42	0.52	0.69	0.82	0.99
市盈率(P/E)	32.33	26.04	19.64	16.63	13.79
市净率(P/B)	3.35	2.99	2.73	1.74	1.57
市销率(P/S)	1.47	0.65	0.54	0.45	0.40
EV/EBITDA	33.07	15.39	4.33	8.64	3.61

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

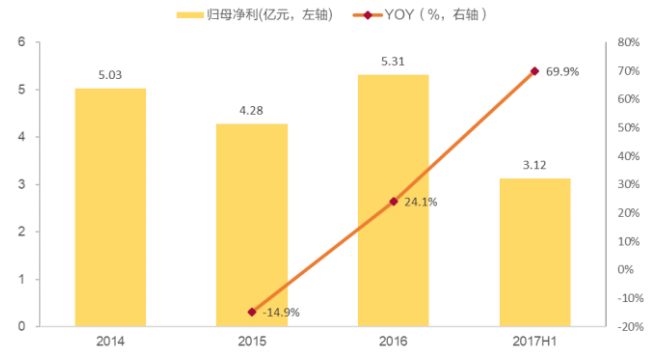
瑞茂通发布 2017 中期业绩报告，上半年实现营业收入 158.53 亿元，同比增长 107.79%；毛利 10.49 亿，同比增长 47.7%；实现归母净利 3.12 亿元，同比增长 69.87%；实现扣非后归母净利 1.01 亿元，同比下降 19.2%；基本每股收益为 0.31 元，同比增长 70.10%。

图 1：瑞茂通收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：瑞茂通归母净利及同比增速



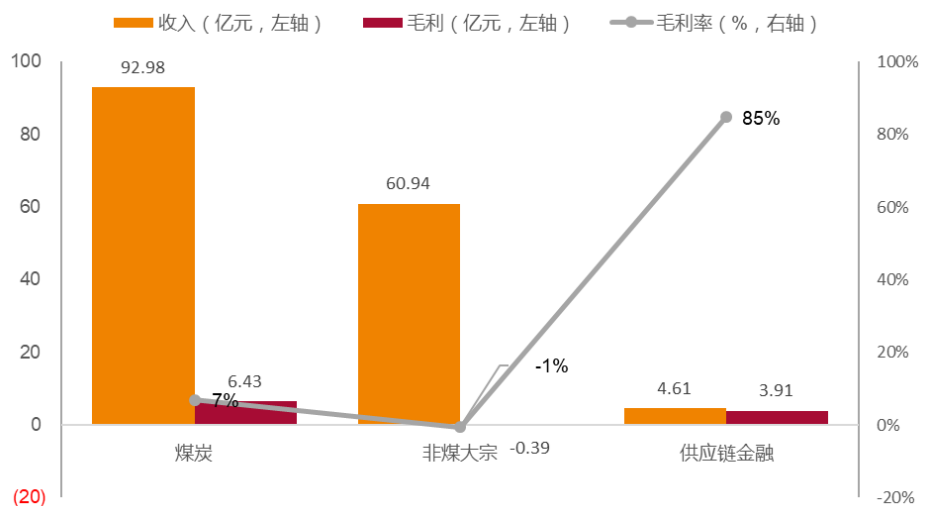
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 煤炭量价齐升+非煤大幅扩张+金融稳步增长助力业务扩张

**分业务收入及毛利：**2017H1 公司煤炭供应链收入 92.98 亿元，占比 58.65%，毛利 6.43 亿元，占比 61.23%，整体毛利率 6.62%，同比下降 2.69 个 pct；非煤大宗供应链收入为 60.94 亿元，占比 38.44%，毛利 -0.39 亿，供应链板块整体毛利率同比减少 1.5 个 pct；供应链金融收入 4.61 亿元，占比 2.91%，毛利 3.91 亿元，占比 37.22%，毛利率 85%，同比减少 4.2 个 pct。

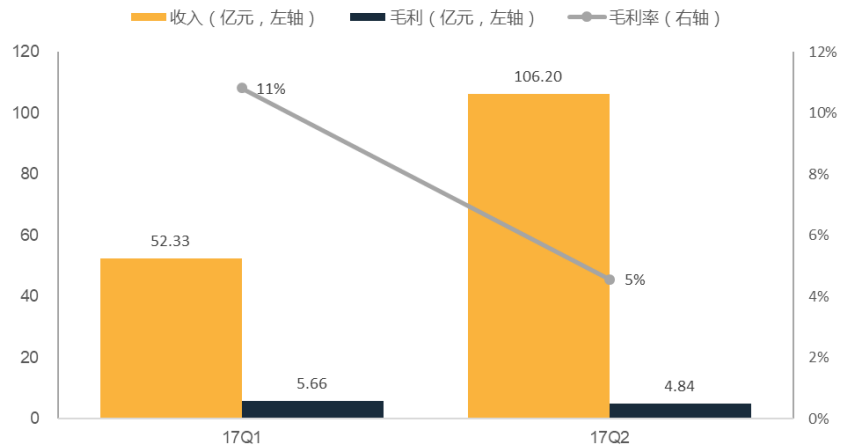
图 3：2017H1 分业务收入、毛利、毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

**分季度收入及毛利：**公司 2017Q1/Q2 营业收入分别实现 52.3、106.2 亿元，环比增长 102.9%；营业成本 46.7、101.4 亿元，环比增长 117.2%；毛利分别实现 5.7、4.8 亿元，环比减少 14.5%；毛利率分别为 11%、5%，环比减少 6.26 个 pct。

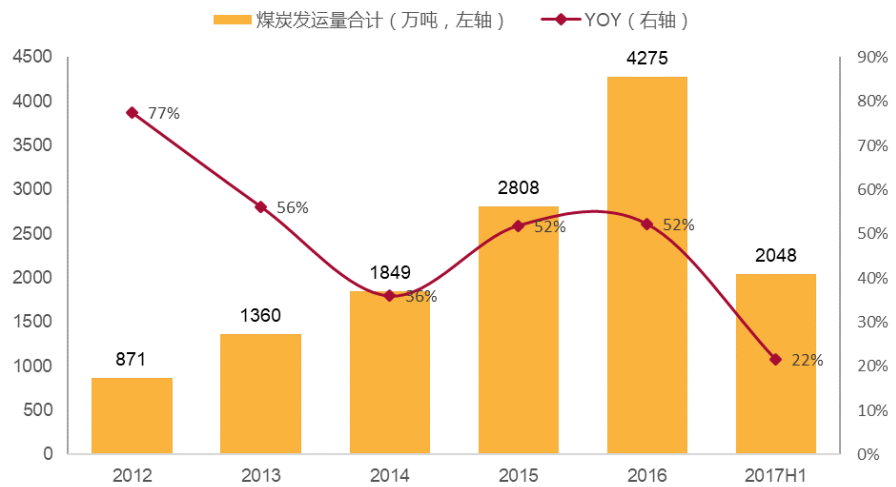
图 4：2017 上半年分季度收入、毛利、毛利率比较



资料来源：wind，天风证券研究所

**量：**2017H1 公司实现大宗商品发运量 2452 万吨，煤炭发运量 2084 万吨（其中平台业务 1000 万吨），同比增长 23.75%，非煤大宗（棉花、石油、铁矿石等）发运量合计 368 万吨，同比增长 168.2%（2016H1 发运铁矿石 134.96 万吨、棉花 2.27 万吨）。

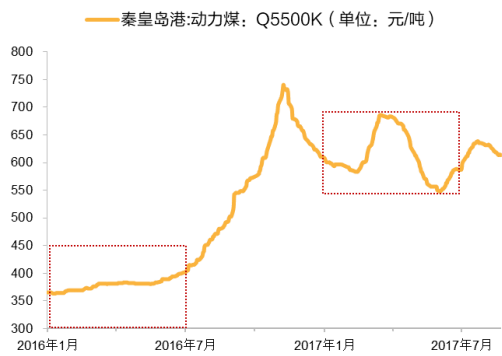
图 5：2012-2017H1 煤炭发运量合计及 YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

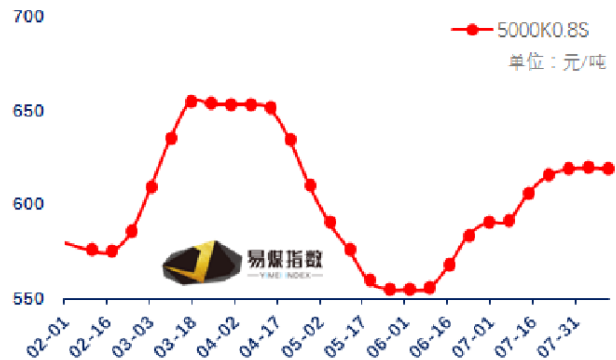
**价：**2017H1 煤炭行业供给侧改革循序渐进，但煤炭产能同比有所回升，加上受制于环保政策要求及二季度传统淡季等因素影响，上半年国内煤炭价格呈现稳中有降的态势，但整体相比 2016H1 有较大幅度增长。根据秦皇岛港动力煤 Q5500K 价格数据，2017H1 平均值为 611.2 元/吨，同比增长 60.9%。

图 6：秦皇岛港动力煤 Q5500K 价格



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：易煤指数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**成本端：**三费中财务费用 (+26.87%YOY) 和管理费用 (+22.11%YOY) 保持稳定增长，销售费用 (+114.07%YOY) 大幅度增加，主要原因系港建费用、运杂费、装卸堆存费等费用增加。与套期保值相关的非经常性损益 2.56 亿，同比增加 282.1%，占归母净利润 81.9%，其中期货/纸货投资收益 2.27 亿和公允价值变动 0.28 亿。

**综合分析：**瑞茂通 2017H1 收入的大幅增加来自于煤炭业务量价齐升、非煤业务量的大幅扩张以及供应链金融业务稳步增长，而煤炭、金融业务毛利率的下滑以及非煤业务亏损使得公司毛利的增长 47.7% 并不及营业收入的整体增长 107.8%。分季度看，Q2 环比 Q1 增量不增利，主要原因系传统淡季煤炭价格稳中有降。成本端，与套期保值相关的投资收益和公允价值变动有较大同比增幅。

## 2.2. 易煤网向“交易系统+风控输出+定价平台”转换

易煤网作为煤炭垂直电商领域的领军 B2C 平台，目前已累计实现煤炭交易破亿吨。公司对易煤网的定位已从单纯交易平台向交易系统+风控输出+指数定价平台转换。

- 1) **指数定价：**17H1 公司新增易煤指数覆盖商品品类，且将南北方主要港口煤炭价格纳入指数编制参考指标。一方面提升易煤指数行业影响力，另一方面可指导推进供应链金融产品定价；
- 2) **交易系统：**通过更新系统，完善交易流程，推行线上电子签章，提高交易效率；
- 3) **风控输出：**围绕客户需求打造供应链金融风控系统，实现业务流程监控的线上化、可视化，为资金方和融资方做好嫁接，将资金风险最小化，同时进一步完善账户交易管理系统。

## 2.3. 境内外发债+产业基金，资金弹药储备充足

公司供应链服务业务实际属于类资金批发业务。截止 2017 年 6 月末资产负债率达到 74.6%，同比增加 3.25 个 pct；负债结构有所改善，长期负债占比 30.9%，同比增加 8.9 个 pct。公司上半年先后启动公开发行公司债、参与设立产业基金、境外发债，目前资金弹药储备充足，有利于业务规模扩张。

**公司债：**2017 年 6 月公司取得上交所出具的面向合格投资者非公开发行总额不超过 20 亿元的公司债券的无异议函。

**产业基金：**2017 年 6 月公司与中原航港基金合作设立中原航港基金·瑞茂通供应链产业发展基金，用以收购瑞茂通全资子公司对下游客户所形成的应收账款，基金规模为 1.75 亿元。

**美元债：**2017 年 7 月公司通过境外子公司英属维尔京群岛子公司 China Coal Solution(BVI) Limited 发行境外发债，总体额度为 6 亿美元。

## 2.4. 业务展望

煤炭供给侧改革还将持续，曲折中前进，利于煤炭整体产业链复苏。通常情况下煤价处于上行区间对公司更为有利，而当前煤炭市场价格已经企稳回升。下半年公司将主要开拓下水煤，且已经在北方四港、长江口沿线、东南沿海等核心煤炭转运交易港口部署人员团队，积极开展国内煤炭下水业务及国外进口煤炭转运结算业务，以拓展主业。而对于非煤大宗业务，目前尚处于发展培育初期，后期公司将选择健康规模、经营风险可控、盈利能力稳定的核心大宗商品品类拓展。

## 3. 投资建议

我们认为公司业绩受益于煤炭供给侧改革，随着公司煤炭业务量价齐升、非煤大宗业务大幅扩张+供应链金融稳步增长，未来业绩将有望显著增长。且易煤网由单纯 B2C 电商平台向“交易系统+风控输出+定价平台”转换，线上线下导流一方面有望重塑煤炭电商产业链格局，另外一方面将增厚公司业绩。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 19.7 倍。上调为买入评级，目标价 17 元。

## 4. 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	11,903.30	6,089.16	11,246.43
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
<b>流动资产合计</b>	<b>10,322.45</b>	<b>15,038.59</b>	<b>23,950.68</b>	<b>17,762.85</b>	<b>25,142.36</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,147.83</b>	<b>1,240.09</b>	<b>1,992.54</b>	<b>3,208.12</b>	<b>5,692.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,470.28</b>	<b>16,374.71</b>	<b>25,975.23</b>	<b>21,013.65</b>	<b>30,891.33</b>
短期借款	1,320.62	3,391.93	501.33	2,501.97	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
<b>流动负债合计</b>	<b>7,336.27</b>	<b>7,313.06</b>	<b>17,327.14</b>	<b>8,779.87</b>	<b>17,486.25</b>
长期借款	0.00	0.00	1,821.30	2,239.27	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.48</b>	<b>4,432.63</b>	<b>3,577.32</b>	<b>4,302.64</b>	<b>4,583.03</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,337.75</b>	<b>11,745.69</b>	<b>20,904.46</b>	<b>13,082.51</b>	<b>22,069.28</b>
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	3,500.08	3,520.40
留存收益	3,120.03	3,612.42	4,053.33	6,915.89	7,809.00
其他	(1,502.74)	(1,516.96)	(1,367.51)	(3,500.08)	(3,520.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,132.53</b>	<b>4,629.02</b>	<b>5,070.77</b>	<b>7,931.14</b>	<b>8,822.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,470.28</b>	<b>16,374.71</b>	<b>25,975.23</b>	<b>21,013.65</b>	<b>30,891.33</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>374.32</b>	<b>(4,094.04)</b>	<b>13,162.24</b>	<b>(8,834.85)</b>	<b>10,371.18</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(732.09)</b>	<b>429.53</b>	<b>(529.29)</b>	<b>(1,158.97)</b>	<b>(2,496.31)</b>
债权融资	2,155.02	7,822.50	4,355.52	7,173.85	5,299.05
股权融资	1,270.42	(464.59)	(690.70)	1,462.77	(713.19)
其他	(3,208.51)	(2,593.19)	(7,939.19)	(4,456.94)	(7,303.46)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>216.94</b>	<b>4,764.71</b>	<b>(4,274.37)</b>	<b>4,179.68</b>	<b>(2,717.60)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(140.83)</b>	<b>1,100.21</b>	<b>8,358.58</b>	<b>(5,814.14)</b>	<b>5,157.27</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>9,405.0</b>	<b>21,233.5</b>	<b>25,458.1</b>	<b>30,445.8</b>	<b>34,928.5</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>410.87</b>	<b>640.02</b>	<b>829.60</b>	<b>958.61</b>	<b>1,186.25</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>554.85</b>	<b>708.27</b>	<b>914.51</b>	<b>1,053.11</b>	<b>1,270.25</b>
所得税	129.05	181.10	212.72	223.89	270.06
<b>净利润</b>	<b>425.80</b>	<b>527.17</b>	<b>701.80</b>	<b>829.22</b>	<b>1,000.20</b>
少数股东损益	(1.77)	(3.76)	(2.20)	(2.20)	(2.20)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>427.57</b>	<b>530.93</b>	<b>704.00</b>	<b>831.42</b>	<b>1,002.40</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%	13.89%	10.48%	11.36%
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%	80.48%	62.26%	71.44%
净负债率	69.31%	75.61%	7.46%	58.57%	-2.05%
流动比率	1.41	2.06	1.38	2.02	1.44
速动比率	1.37	2.00	1.28	1.97	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	1.35

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	4.99	7.80	8.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.33	26.04	19.64	16.63	13.79
市净率	3.35	2.99	2.73	1.74	1.57
EV/EBITDA	33.07	15.39	4.33	8.64	3.61
EV/EBIT	33.45	15.51	4.40	8.98	3.93

### 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