

瑞茂通 (600180)

证券研究报告

2018年08月29日

大宗能源商品供应链综合服务商，中期业绩符合预期

事件

瑞茂通发布 2018 中期业绩报告，上半年实现营业收入 201.67 亿元，同比增长 27.22%；毛利 14.13 亿，同比增长 34.7%；实现归母净利 3.50 亿元，同比增长 12.03%；实现扣非后归母净利 4.18 亿元，同比增长 313.4%；基本每股收益为 0.34 元。

煤炭板块量增+非煤扭亏+金融稳定增长

分业务收入及毛利：2018H1 公司煤炭供应链收入 156.8 亿元，毛利 7.0 亿元，毛利率 4.5%，同比下降 2.12 个 pct；非煤大宗收入为 40.3 亿元，毛利 2.7 亿，毛利率 6.7%，同比转正；供应链金融收入 4.5 亿元，毛利 2.9 亿元，毛利率 64.0%，同比减少 21 个 pct。**分季度收入及毛利：**公司 2018Q1/Q2 营业收入分别实现 112.69、88.99 亿元，环比下滑 21.0%；毛利分别实现 9.16、4.97 亿元，环比减少 45.7%；毛利率分别为 8.1%、5.6%，环比减少 2.5 个 pct。**成本端：**三费中财务费用 (+44.01%YOY) 因融资成本上升大幅增长，管理费用 (-8.56%YOY) 和销售费用 (-12.35%YOY) 下降，前者系股份支付相关费用减少，后者因承接进口船运业务抵消销售费用。其中期货/纸货投资收益-1.65 亿和公允价值变动 1.15 亿。

瑞茂通 2018H1 收入增加来自于煤炭业务量增价稳、非煤以及供应链金融业务保持稳定，而非煤业务的毛利率转正叠加煤炭、金融毛利率的略有下滑，使得公司毛利的增长 34.7% 高于营业收入的整体增长 27.2%。分季度看，Q2 环比 Q1 营收及毛利率均有所下滑，主要原因为 Q2 煤炭价格下滑。除此之外，与套期保值相关的投资收益和公允价值变动波动较大。

未来展望

煤炭业务，煤炭供给侧改革还将持续，公司通过加大对上下游的维护与开发，以煤炭长协购销的形式建立长期合作关系，运用动力煤期货、纸货及外汇金融衍生品对冲现货价格波动风险。非煤业务，上半年已经盈利转正，公司精选经营风险可控、盈利能力稳定的非煤业务有望成为公司另一盈利增长极。易煤电商平台围绕“资讯、交易、金融”积聚流量，未来有望线上线下相互倒流。

投资建议

我们认为公司作为大宗能源商品供应链综合服务商，未来空间广阔。当前公司业绩增长的动力来源于煤炭板块复苏+非煤扭亏+金融稳定增长。易煤电商平台 O2O 导流，未来有望重塑煤炭电商产业链格局且增厚公司业绩。预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 0.82、0.99 元与 1.15 元。维持买入评级。

风险提示：煤炭需求大幅下滑；非煤业务拓展不及预期及大股东股权质押风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,233.55	37,497.48	44,941.23	51,618.31	58,070.82
增长率(%)	125.77	76.60	19.85	14.86	12.50
EBITDA(百万元)	1,141.80	1,476.70	1,905.20	2,308.62	2,671.53
净利润(百万元)	530.93	715.12	831.35	1,002.41	1,168.51
增长率(%)	24.17	34.69	16.25	20.58	16.57
EPS(元/股)	0.52	0.70	0.82	0.99	1.15
市盈率(P/E)	17.35	12.88	11.08	9.19	7.88
市净率(P/B)	1.99	1.76	1.55	0.83	0.76
市销率(P/S)	0.43	0.25	0.20	0.18	0.16
EV/EBITDA	15.39	10.12	0.89	4.05	1.40

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	买入 (维持评级)
当前价格	9.06 元
目标价格	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)	882.55
A 股总市值(百万元)	9,209.29
流通 A 股市值(百万元)	7,995.89
每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	71.55
一年内最高/最低(元)	14.51/8.66

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

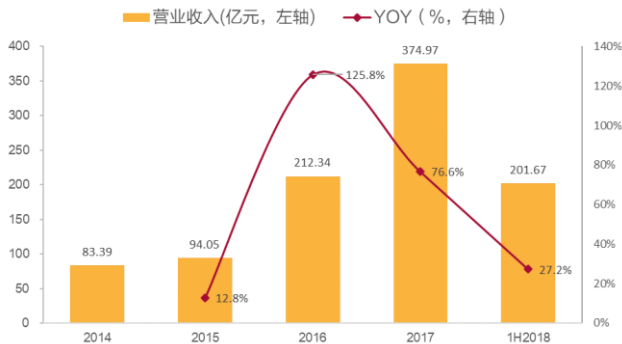
相关报告

- 1 《瑞茂通-年报点评报告:17 业绩亮眼，同比+35%，看好“易煤网”电商平台》2018-04-20
- 2 《瑞茂通-季报点评:前三季度业绩稳健增长，未来看点在于平台化转型》2017-10-29
- 3 《瑞茂通-半年报点评:煤炭供给侧改革下的弹性品种，中期业绩符合预期》2017-08-28

1. 事件

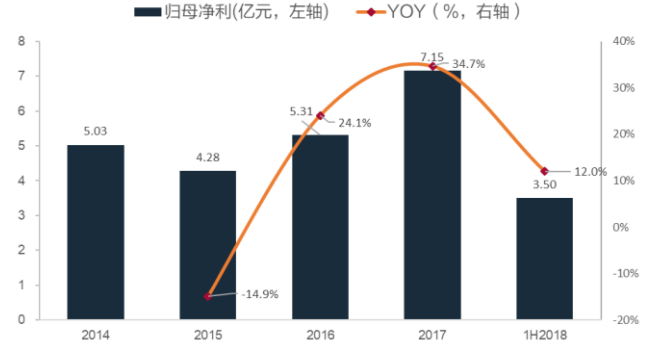
瑞茂通发布 2018 中期业绩报告，上半年实现营业收入 201.67 亿元，同比增长 27.22%；毛利 14.13 亿，同比增长 34.7%；实现归母净利 3.50 亿元，同比增长 12.03%；实现扣非后归母净利 4.18 亿元，同比增长 313.4%；基本每股收益为 0.34 元。

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：瑞茂通归母净利润及同比增速



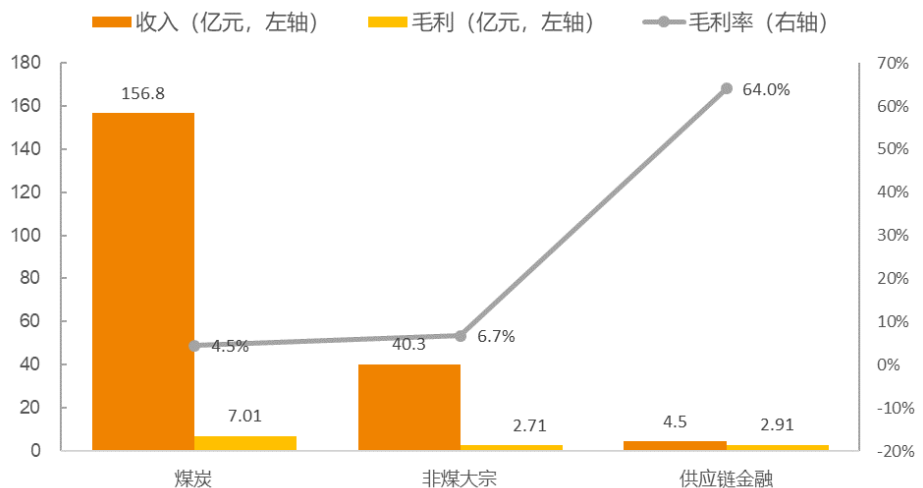
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 煤炭板块量增+非煤扭亏+金融稳定增长

分业务收入及毛利：2018H1 公司煤炭供应链收入 156.8 亿元，占比 77.8%，毛利 7.0 亿元，占比 55.5%，毛利率 4.5%，同比下降 2.12 个 pct；非煤大宗供应链收入为 40.3 亿元，占比 20.0%，毛利 2.7 亿，毛利率 6.7%，同比转正；供应链金融收入 4.5 亿元，占比 2.3%，毛利 2.9 亿元，占比 23.0%，毛利率 64.0%，同比减少 21 个 pct。

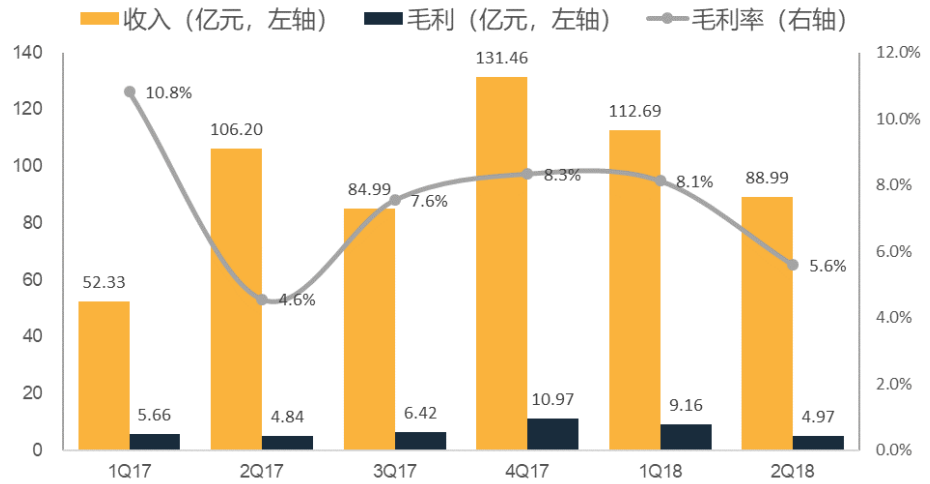
图 3：2018H1 分业务收入、毛利、毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

分季度收入及毛利：公司 2018Q1/Q2 营业收入分别实现 112.69、88.99 亿元，环比下滑 21.0%；毛利分别实现 9.16、4.97 亿元，环比减少 45.7%；毛利率分别为 8.1%、5.6%，环比减少 2.5 个 pct。

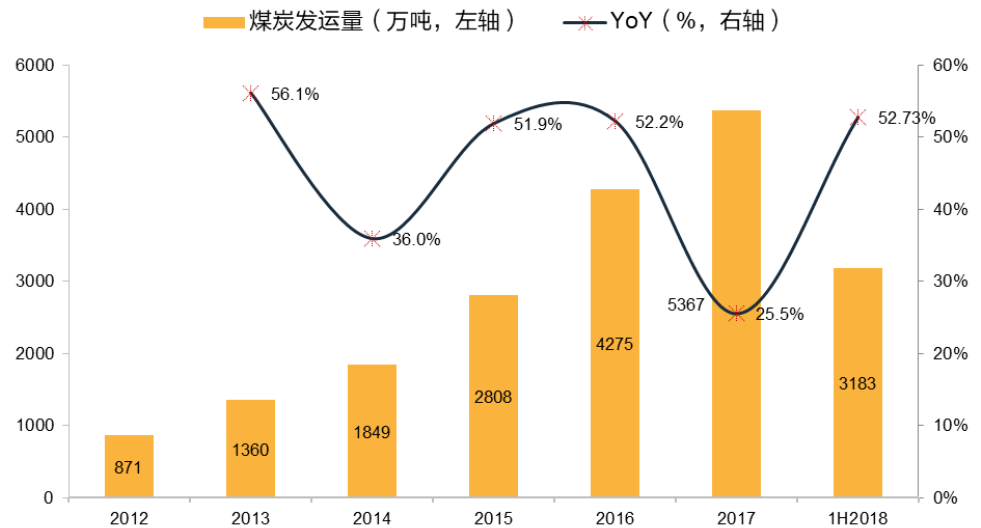
图 4：2017 年至 2018 上半年分季度收入、毛利、毛利率比较



资料来源: wind, 天风证券研究所

量: 2018H1 公司实现煤炭发运量 2084 万吨, 同比增长 52.73%。

图 5: 2012-2018H1 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: 2018H1 煤炭行业供给侧改革继续推进, 动力煤价格整体呈现先涨后跌, 再企稳的态势;

图 6: 动力煤-秦皇岛港 5500 大卡价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

成本端：三费中财务费用(+44.01%YOY)因融资成本上升大幅增长，管理费用(-8.56%YOY)和销售费用(-12.35%YOY)下降，前者系股份支付相关费用减少，后者因承接进口船运业务抵消销售费用。其中期货/纸货投资收益-1.65 亿和公允价值变动 1.15 亿。

综合分析：瑞茂通 2018H1 业绩的大幅增加来自于煤炭业务量增价稳、非煤以及供应链金融业务保持稳定，而非煤业务的毛利率转正叠加煤炭、金融毛利率的略有下滑，使得公司毛利的增长 34.7%高于营业收入的整体增长 27.2%。分季度看，Q2 环比 Q1 营收及毛利率均有所下滑，主要原因为 Q2 煤炭价格下滑。除此之外，与套期保值相关的投资收益和公允价值变动波动较大。

2.2. 业务展望

煤炭业务，煤炭供给侧改革还将持续，公司通过加大对上下游的维护与开发，以煤炭长协购销的形式建立长期合作关系，运用动力煤期货、纸货及外汇金融衍生品对冲现货价格波动风险。非煤业务，上半年已经盈利转正，公司精选经营风险可控、盈利能力稳定的非煤业务有望成为公司另一盈利增长极。易煤电商平台围绕“资讯、交易、金融”积聚流量，未来有望线上线下相互倒流。

3. 投资建议

我们认为公司作为大宗能源商品供应链综合服务商，未来空间广阔。当前公司业绩增长的动力来源于煤炭板块复苏+非煤扭亏+金融稳定增长。易煤电商平台 O2O 导流，未来有望重塑煤炭电商产业链格局且增厚公司业绩。预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 0.82、0.99 元与 1.15 元。维持买入评级。

4. 风险提示

煤炭需求大幅下滑；非煤业务拓展不及预期大股东股权质押风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,544.71	3,310.26	12,740.10	10,323.66	11,614.16
应收账款	3,207.21	4,601.85	4,663.91	5,956.38	6,048.35
预付账款	420.72	1,224.61	893.61	1,266.33	1,304.33
存货	386.13	1,428.85	1,438.02	1,022.02	2,071.53
其他	7,479.81	9,303.56	8,142.21	8,314.26	8,734.17
流动资产合计	15,038.59	19,869.14	27,877.85	26,882.65	29,772.54
长期股权投资	892.48	953.94	1,637.50	2,124.05	2,500.70
固定资产	19.97	13.65	105.81	202.34	292.91
在建工程	0.00	0.00	6.13	8.23	11.78
无形资产	13.98	16.48	150.28	738.29	2,728.39
其他	313.67	306.58	245.39	285.80	276.72
非流动资产合计	1,240.09	1,290.65	2,145.10	3,358.72	5,810.49
资产总计	16,374.71	21,159.78	30,054.96	30,284.05	35,607.93
短期借款	3,391.93	3,604.11	501.33	4,158.12	774.09
应付账款	2,283.96	6,182.67	9,659.28	4,146.01	12,224.56
其他	1,637.17	2,796.69	9,530.11	4,784.16	5,523.48
流动负债合计	7,313.06	12,583.47	19,690.72	13,088.29	18,522.13
长期借款	0.00	0.00	1,821.30	2,660.00	1,832.36
应付债券	4,430.56	3,335.40	2,588.65	3,451.54	3,125.20
其他	2.07	6.87	3.47	4.14	4.83
非流动负债合计	4,432.63	3,342.27	4,413.43	6,115.68	4,962.38
负债合计	11,745.69	15,925.75	24,104.14	19,203.97	23,484.51
少数股东权益	3.17	3.35	1.15	(1.05)	(2.25)
股本	1,016.48	1,016.48	1,016.48	1,016.48	1,016.48
资本公积	1,513.91	1,478.33	1,427.64	5,657.04	5,650.01
留存收益	3,612.42	4,235.74	4,933.19	10,064.66	11,109.19
其他	(1,516.96)	(1,499.86)	(1,427.64)	(5,657.04)	(5,650.01)
股东权益合计	4,629.02	5,234.04	5,950.82	11,080.08	12,123.42
负债和股东权益总	16,374.71	21,159.78	30,054.96	30,284.05	35,607.93

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	527.17	715.30	831.35	1,002.41	1,168.51
折旧摊销	10.07	11.94	22.52	64.39	169.70
财务费用	290.17	636.07	898.82	1,032.37	1,103.35
投资损失	(339.29)	(252.27)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(4,763.52)	(4,872.91)	12,150.29	(11,562.37)	7,027.17
其它	181.36	1,697.95	37.80	27.80	28.80
经营活动现金流	(4,094.04)	(2,063.92)	13,740.79	(9,635.40)	9,297.53
资本支出	(88.17)	62.15	941.56	1,236.94	2,629.87
长期投资	(101.74)	61.46	683.56	486.55	376.65
其他	619.45	649.93	(2,470.47)	(2,891.55)	(5,435.63)
投资活动现金流	429.53	773.54	(845.35)	(1,168.07)	(2,429.11)
债权融资	7,822.50	7,995.97	5,541.57	10,831.90	6,481.31
股权融资	(464.59)	(679.20)	(927.98)	3,197.03	(1,110.37)
其他	(2,593.19)	(6,119.68)	(8,079.18)	(5,641.91)	(10,948.86)
筹资活动现金流	4,764.71	1,197.09	(3,465.60)	8,387.03	(5,577.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,100.21	(93.30)	9,429.84	(2,416.44)	1,290.50

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	21,233.5	37,497.5	44,941.2	51,618.3	58,070.8
营业成本	19,260.7	34,709.6	41,354.1	47,534.8	53,531.6
营业税金及附加	14.17	38.26	26.96	36.13	40.65
营业费用	878.54	1,222.05	1,438.12	1,548.55	1,625.98
管理费用	222.46	251.03	449.41	464.56	580.71
财务费用	492.59	625.14	898.82	1,032.37	1,103.35
资产减值损失	105.34	(82.66)	30.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	40.95	(144.08)	40.00	30.00	30.00
投资净收益	339.29	252.27	200.00	200.00	200.00
其他	(760.48)	(288.18)	(480.00)	(460.00)	(460.00)
营业利润	640.02	914.04	983.86	1,211.87	1,398.49
营业外收入	81.39	13.25	75.42	70.10	90.00
营业外支出	13.13	11.43	6.25	11.70	6.00
利润总额	708.27	915.86	1,053.03	1,270.27	1,482.49
所得税	181.10	200.56	223.87	270.06	315.18
净利润	527.17	715.30	829.15	1,000.21	1,167.31
少数股东损益	(3.76)	0.18	(2.20)	(2.20)	(1.20)
归属于母公司净利润	530.93	715.12	831.35	1,002.41	1,168.51
每股收益(元)	0.52	0.70	0.82	0.99	1.15

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	125.77%	76.60%	19.85%	14.86%	12.50%
营业利润	55.77%	42.81%	7.64%	23.17%	15.40%
归属于母公司净利润	24.17%	34.69%	16.25%	20.58%	16.57%
获利能力					
毛利率	9.29%	7.43%	7.98%	7.91%	7.82%
净利率	2.50%	1.91%	1.85%	1.94%	2.01%
ROE	11.48%	13.67%	13.97%	9.05%	9.64%
ROIC	18.99%	14.25%	15.47%	-112.60%	17.57%
偿债能力					
资产负债率	71.73%	75.26%	80.20%	63.41%	65.95%
净负债率	75.61%	7.23%	77.63%	52.55%	-16.10%
流动比率	2.06	1.58	1.42	2.05	1.61
速动比率	2.00	1.47	1.34	1.98	1.50
营运能力					
应收账款周转率	9.86	9.60	9.70	9.72	9.67
存货周转率	65.54	41.32	31.35	41.97	37.54
总资产周转率	1.53	2.00	1.76	1.71	1.76
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.70	0.82	0.99	1.15
每股经营现金流	-4.03	-2.03	13.52	-9.48	9.15
每股净资产	4.55	5.15	5.85	10.90	11.93
估值比率					
市盈率	17.35	12.88	11.08	9.19	7.88
市净率	1.99	1.76	1.55	0.83	0.76
EV/EBITDA	15.39	10.12	0.89	4.05	1.40
EV/EBIT	15.51	10.19	0.90	4.16	1.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com