

评级: 买入(首次)

市场价格: 11.23

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

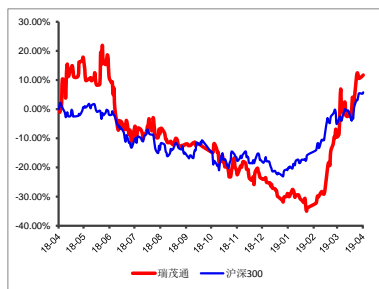
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,016.5
流通股本(百万股)	1,016.5
市价(元)	11.23
市值(百万元)	11,415.0
流通市值(百万元)	11,415.0

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,234	37,497	39,135	41,299	43,854
增长率 yoy%	125.77%	76.60%	4.37%	5.53%	6.19%
净利润	531	715	747	903	1,013
增长率 yoy%	24.17%	34.69%	4.46%	20.87%	12.18%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.73	0.89	1.00
每股现金流量	-4.03	-2.03	0.23	1.18	0.38
净资产收益率	11.48%	13.67%	12.61%	13.40%	13.24%
P/E	21.50	15.96	15.28	12.64	11.27
PEG	1.09	1.30	0.74	0.64	0.92
P/B	2.47	2.18	1.93	1.69	1.49

备注:

投资要点

- **深耕大宗商品供应链领域，煤炭发运量持续增长。**瑞茂通深耕煤炭供应链领域长达 20 年时间，通过“以销订购”及期现结合等方法，实现了业务平稳快速发展。近几年围绕煤炭核心业务，开拓布局了非煤大宗商品供应链和供应链金融等业务。2012-2017 年，煤炭发运量从 871 万吨上升至 5367 万吨，年均复合增速高达 44%，公司收入实现年均复合增速 48%，归母净利润年均复合增速 12%。
- **煤炭供应链业务仍有较大发展空间，公司强化对优质资源掌控。**供给侧结构性改革下，行业供需区域性矛盾将逐渐加剧，供应链管理仍有较大发展空间。随着煤价中高位震荡，煤炭供应链业务的发展壮大更依赖于发运量的增长。2019 年以来，公司先后公布与陕西煤业、晋煤集团等展开供应链领域的合作，这都将有利于公司强化对优质资源的掌控能力，促进公司煤炭发运量的增长。
- **非煤大宗商品供应链处于孵化期，增长速度快。**2015 年起公司开始进军非煤大宗商品供应链领域，主要产品为油品、铁矿石、棉花等，目前业务整体处于孵化期，利润贡献的能力有待增强。2018 年全社会信用收缩，公司非煤大宗贸易业务主要做油品领域，虽然整体收入规模下降，但经营效率有提升。
- **供应链金融业务贡献稳定业绩，易煤网打造成线上线下融合。**公司供应链金融服务主要从事的是线下保理业务，赚的是保理手续费与融资成本之间的利息差。2013 年以来，公司保理合同项下受让应收款项持续增长，给公司贡献了可观的利润。2015 年上线的易煤网是国内较早借助互联网思维探索煤炭全产业链优化升级的企业，通过实现煤炭供应链的“信息流、商流、物流、资金流”数据化、可视化，提高融资效率，助推煤炭产业链优化升级。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 391.4/413.0/438.5 亿元，同比增长 4.4%、5.5%、6.2%，实现归属于母公司股东的净利润分别为 7.47/9.03/10.1 亿元，同比增长 4.5%、20.9%、12.2%，折合 EPS 分别是 0.73/0.89/1.00 元/股，当前股价（11.23 元/股）对应 PE 分别为 15.3/12.6/11.3 倍，首次覆盖，给予公司“买入”推荐评级。
- **风险提示：**（1）经济增速放缓风险；（2）行政性干预手段不确定性风险；（3）合作业务进展不及预期风险；（4）期货价格波动及汇兑损益等风险。

内容目录

公司简介：深耕大宗商品供应链领域，煤炭贸易为核心业务	4
煤炭供应链：煤炭发运量持续增长，公司强化对优质资源掌控	5
煤炭发运量持续增长，近 4 年吨煤毛利维持在 20-30 元/吨的区间	5
行业供需区域性矛盾将逐渐加剧，公司强化对优质资源的掌控	9
非煤大宗商品供应链：处于孵化期，增长速度快	11
供应链金融：业绩贡献稳定，易煤网打造成线上线下融合	13
投资建议：深耕煤炭供应链，成长有空间	16
风险提示	18

图表目录

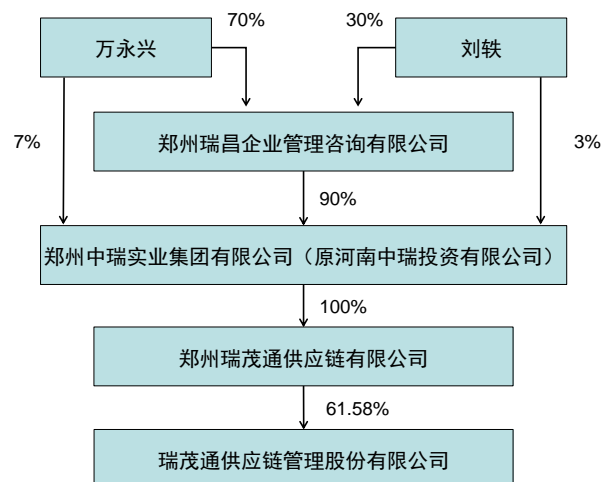
图表 1：截至 2018 年底公司股权结构图	4
图表 2：瑞茂通三大业务结构示意图	4
图表 3：2012-2018 年公司收入规模持续扩大	5
图表 4：2012-2018 年公司净利润的增长稳中有进	5
图表 5：2018H 公司收入业务结构	5
图表 6：2018H 公司毛利业务结构	5
图表 7：2018 年煤炭行业的需求结构	6
图表 8：煤炭供应链业务流程图	6
图表 9：历年来煤炭供应链业务拆分	6
图表 10：公司国内业务区域	7
图表 11：公司国际业务区域	7
图表 12：2015 年以来煤炭供应链毛利率有所下滑	8
图表 13：2015-2018 年吨煤毛利维持在 20-30 元/吨	8
图表 14：煤炭供应链公司煤炭贸易量比较	9
图表 15：煤炭供应链公司煤炭毛利率比较	9
图表 16：产煤省近三年产量变化情况	10
图表 17：各省份煤炭供需缺口测算（单位：亿吨）	10
图表 18：2018 年煤炭铁路运量继续上升	11
图表 19：“西煤东运、北煤南运”的主要通道	11
图表 20：铁矿石供应链业务流程图	12

图表 21: 棉花供应链业务流程图.....	- 12 -
图表 22: 历年来非煤大宗供应链业务拆分.....	- 12 -
图表 23: 商业保理业务流程.....	- 13 -
图表 24: 保理业务盈利来源测算.....	- 13 -
图表 25: 2013 年以来公司保理合同项下受让应收款项情况.....	- 14 -
图表 26: 历年来供应链金融业务拆分.....	- 14 -
图表 27: 天津保理连续多年成为公司第一大利润来源.....	- 14 -
图表 28: 易煤网“煤易融”经营模式.....	- 15 -
图表 29: 易煤网“煤易贷”经营模式.....	- 15 -
图表 30: 易煤网“煤易购”经营模式.....	- 16 -
图表 31: 瑞茂通主要业务结构拆分与预测.....	- 17 -
图表 32: 三张报表摘要.....	- 19 -

公司简介：深耕大宗商品供应链领域，煤炭贸易为核心业务

- **控股股东是郑州瑞茂通，实控人是万永兴。**瑞茂通供应链管理股份有限公司于 2011 年通过借壳山东的九发股份登录 A 股，2013 年 1 月更为现名并至今。截至 2018 年底，郑州瑞茂通供应链有限公司持有公司 61.58% 的股份，为公司控股股东；万永兴为公司实际控制人。
- **深耕煤炭供应链领域长达 20 年，主要业务包括：煤炭供应链业务、非煤大宗商品供应链业务和供应链金融服务等。**公司于 2000 年开始进入大宗商品供应链领域，入行已达 20 年时间之久。公司业务以煤炭为核心，拓展了石油化工产品、铁矿石、棉花、焦煤、焦炭等大宗商品产业链条，向产业客户提供购销、仓储物流、供应链金融等多样化、全方位供应链服务。概括而言，公司围绕核心业务煤炭供应链管理，积极开拓了非煤大宗商品供应链业务和供应链金融业务，三块业务共同构成了公司发展的基石。

图表 1：截至 2018 年底公司股权结构图



来源：wind、中泰证券研究所

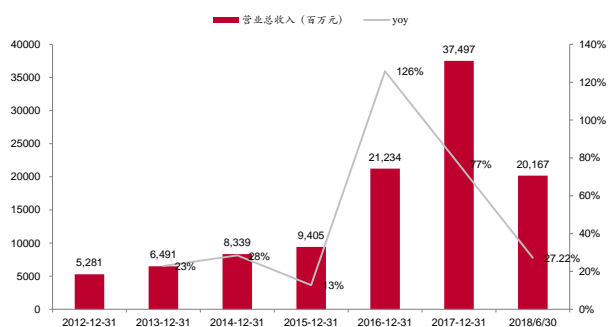
图表 2：瑞茂通三大业务结构示意图



来源：wind、中泰证券研究所

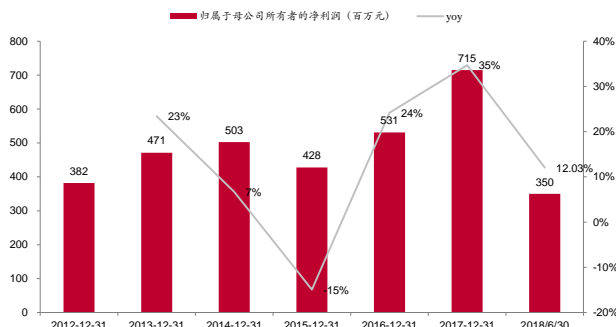
- **2012-2017 年，公司收入年均复合增速为 48%，利润年均复合增速 12%。**2012 年以来，受益于公司煤炭发运量的持续上升、非煤大宗商品业务的开展以及供应链金融服务的稳步发展，公司营收规模持续扩大，净利润的增长也是稳中有进。2012-2017 年，公司营业总收入从 52.8 亿元涨至 375 亿元，5 年年均复合增速 48%，归属于上市公司股东净利润从 3.82 亿元涨至 7.15 亿元，年均复合增速 13%。2018 上半年，公司实现收入 201.7 亿元，同比增长 27.2%，实现归属于上市公司股东净利润 3.50 亿元，同比增加 12.03%。
- **2018 年中报显示，公司营业总收入中，煤炭贸易占比 78%、非煤大宗贸易占比 20%、供应链金融占比 2%；**同期，公司实现毛利总额 14.13 亿元(毛利率 7.01%)，其中煤炭贸易占比 50%、非煤大宗贸易占比 19%、供应链金融占比 21%、其他占比 11%。**整体而言，煤炭贸易及非煤大宗贸易是公司主要的收入来源，煤炭贸易、非煤大宗贸易以及供应链金融是公司主要的利润来源。**

图表 3: 2012-2018 年公司收入规模持续扩大



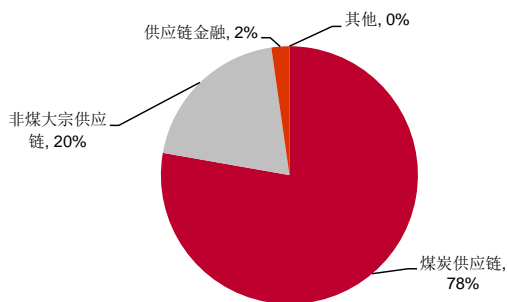
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 2012-2018 年公司净利润的增长稳中有进



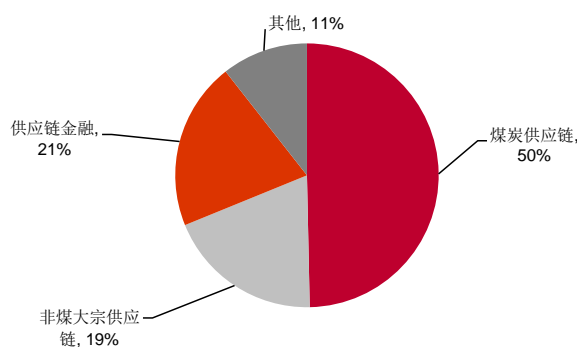
来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2018H 公司收入业务结构



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 2018H 公司毛利业务结构



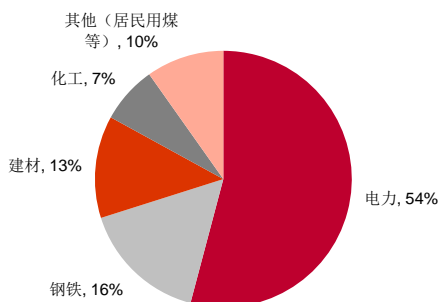
来源: wind、中泰证券研究所

煤炭供应链: 煤炭发运量持续增长, 公司强化对优质资源掌控

煤炭发运量持续增长, 近 4 年吨煤毛利维持在 20-30 元/吨的区间

- **煤炭供应链业务符合产业发展趋势。**煤炭下游消费企业对煤炭质量的要求不一, 煤矿所产煤一般需要通过掺配、洗选、洁净等加工后才能符合他们的需求; 其次, 我国煤炭资源分布存在较大的区域差异, 需要通过长距离的铁路、水运、公路等运输才能实现区域间的平衡; 与此同时, 社会化分工的细化使得产业链各环节都要过渡到专业化运营阶段。基于上述因素, 煤炭供应链管理业务应运而生。
- **煤炭供应链业务对接资源供给方和需求方。**公司从事的煤炭供应链业务, 一方面通过保值代销、包销等方式, 为大宗商品生产企业扩宽销售渠道, 提供一揽子销售解决方案服务; 另一方面通过“采购、加工、仓储、配送、分销”等环节, 为终端用户提供全链条、一站式的大宗商品供应链管理服务。
- **煤炭下游主要面向四大类型客户, 分别是电厂、钢厂、建材企业和化工**

企业等。根据中煤协统计，2018年煤炭消费总量约38.8亿吨，同比增加1%。其中，电力耗煤约21亿吨，钢铁耗煤6.2亿吨，建材耗煤5.0亿吨，化工耗煤2.8亿吨，其他行业耗煤约3.8亿吨，4大行业消费量占比分别为54%、16%、13%和7%，合计为90%。

图表 7: 2018 年煤炭行业的需求结构


来源：中煤协、中泰证券研究所

图表 8: 煤炭供应链业务流程图


来源：公司官网、中泰证券研究所

- **2012-2017 年，公司煤炭发运量年均复合增速高达 44%。**公司上市以来，通过大力度整合国内煤炭资源与开拓海外资源，煤炭发运量实现了快速增长。2012-2017 年，公司煤炭发运量从 871 万吨上升至 5367 万吨，年均复合增速高达 44%。2018 年延续增长势头，上半年煤炭发运量 3183 万吨，同比增长 52.8%。
- **2017 年公司煤炭资源 65%来自国内，35%来自海外。**2010 年开始，公司开始开拓海外资源，采购地主要包括印尼、菲律宾、澳大利亚、南非、俄罗斯等国家，初步完成全球化煤炭供应链网络的构建。目前，公司煤炭资源采购一部分来自国内，另一部分来自国外，2017 年公司煤炭发运量 5367 万吨，其中国内 3503 万吨，占比 65%，国外 1864 万吨，占比 35%。

图表 9: 历年来煤炭供应链业务拆分

1、煤炭贸易业务	2012	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H
煤炭发运量 (万吨)	871	1,360	1,849	2,808	1,684	4,275	2,084	5,367	3,183
yoy	77.4%	56.1%	36.0%	51.9%		52.2%	23.7%	25.5%	52.8%
其中：国内煤炭	592	700	627	1191		2416		3503	
其中：国外煤炭	279	660	1222	1617		1859		1864	
单位价格 (元/吨)	606	451	430	310	432	325	446	463	493
yoy		-25.6%	-4.8%	-28.0%		5.1%	3.3%	42.4%	10.4%
秦港Q5500动力末煤平仓价 (元/吨)	701	589	517	411	380	475	611	638	663
yoy		-16.0%	-12.2%	-20.5%		15.5%	60.9%	34.4%	8.5%
销售收入 (百万元)	5,281	6,139	7,944	8,692	7,273	13,903	9,298	24,849	15,683
yoy		16.2%	29.4%	9.4%		60.0%	27.8%	78.7%	68.7%
单位成本 (元/吨)	521	404	379	281	409	298	415	437	471
yoy		-22.4%	-6.4%	-25.9%		6.3%	1.7%	46.4%	13.3%
销售成本 (百万元)	4,542	5,500	7,002	7,881	6,880	12,757	8,656	23,453	14,982
yoy		21.1%	27.3%	12.5%		61.9%	25.8%	83.8%	73.1%
毛利率	14.0%	10.4%	11.9%	9.3%	5.4%	8.2%	6.9%	5.6%	4.5%
毛利 (百万元)	739	639	942	811	393	1,146	643	1,396	702
吨煤毛利 (元/吨)	85	47	51	29	23	27	31	26	22

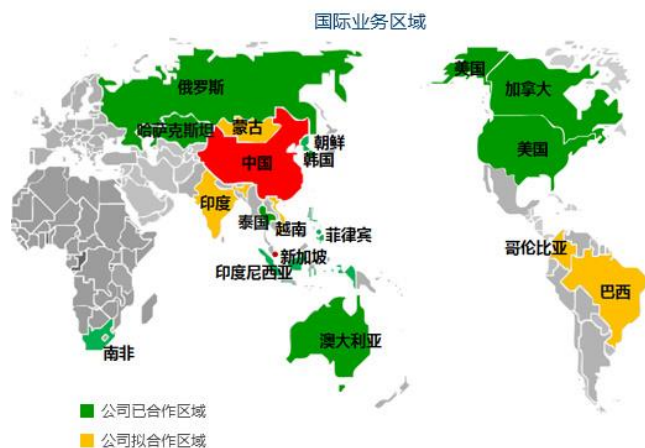
来源：中泰证券研究所

图表 10: 公司国内业务区域



来源：公司官网、中泰证券研究所

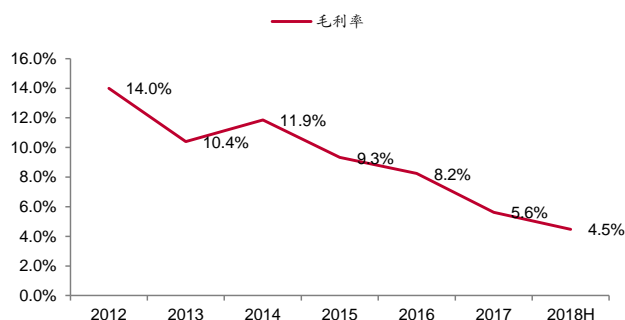
图表 11: 公司国际业务区域



来源：公司官网、中泰证券研究所

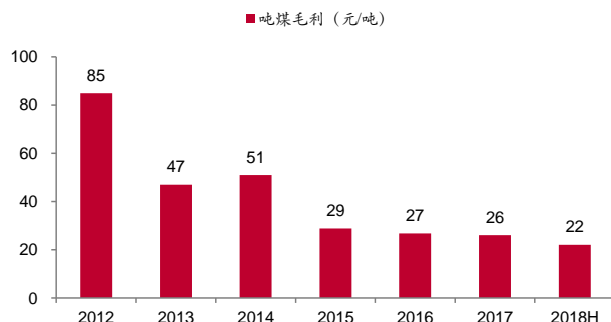
- **煤炭采购方面：**国内采购方面，公司采取“以销定购”的模式，根据与下游客户签订的购销合同要求，挑选合适的供应商及煤种进行采购，经掺配、加工、各项指标达到客户要求后，送到客户指定地点。国际采购方面，公司对煤炭等相关业务实施套期保值，降低价格波动带来的风险，同时采取锁定汇率措施，降低汇率波动风险。
- **单位煤炭采购成本的变化，基本上跟随市场煤价格变化趋势。**2012-2015 年经历了持续下跌过程，2016 年-至今经历着快速回升然后中高位震荡的过程。2018 年中报显示，单位采购成本为 471 元/吨，同比上升 13.3%，主要系国内煤价上涨所致。
- **煤炭销售方面：**公司煤炭销售主要面向国内，已形成了覆盖华东、华南等沿海经济较发达地区的系统性销售网络。从销售均价来看，其变化基本上与市场煤价格走势较为一致。2018 年中报显示，贸易煤销售均价 493 元/吨，同比上升 10.4%，主要系国内煤价上涨所致。
- **2015 年以来公司煤炭发运量增速较快，吨煤毛利维持在 20-30 元/吨的区间内。**2015 年以来，公司经营模式发生了一定变化，原先从矿山到电厂的全链条业务都由公司本身经营，而 2015 年以后，公司还着力打造平台模式，通过和上游部分贸易商直接对接合作，公司负责与下游客户对接，通过这种平台模式公司实现了发运量的快速增加。这种模式有利于扩大经营规模，但也是公司毛利率下滑的一个重要因素，2012 年煤炭供应链业务毛利率为 14%，而 2017 年仅为 5.6%，但从吨煤毛利来看，2015-2018 年基本都维持在 20-30 元/吨的区间内。

图表 12: 2015 年以来煤炭供应链毛利率有所下滑



来源: wind、中泰证券研究所

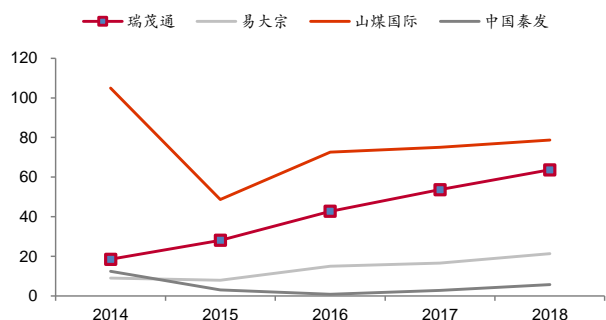
图表 13: 2015-2018 年吨煤毛利维持在 20-30 元/吨



来源: wind、中泰证券研究所

- **同行内比较:** 通过与易大宗、山煤国际、中国秦发等主流煤炭贸易商比较, 我们发现瑞茂通煤炭发运量增速更快, 成长能力更强, 已和易大宗、中国秦发等拉开距离, 毛利率水平处于行业内中高位水平, 相对比较平稳, 管理水平也比较高。
- **易大宗。** 易大宗是港股上市公司 (1733.HK), 主要从事供应链贸易、供应链物流、供应链金融和供应链智能平台四大板块业务, 其中煤炭供应链贸易为核心业务, 其 2018 年收入占公司总收入比重为 85% 以上。公司核心竞争力在于澳洲、蒙古焦煤进口的供应链服务上, 经营品种主要为焦煤而非动力煤, 2018 年煤炭贸易量 2130 万吨, 公司毛利率为 4.9%。
- **山煤国际。** 公司是 A 股上市公司 (600546.SH), 也是山西省最大的国有煤炭贸易公司, 从事煤炭贸易业务三十余年, 煤炭贸易业务的产品主要集中在山西, 包括动力煤、炼焦煤、无烟煤等, 拥有发运能力逾亿吨, 年港口中转能力约五千万吨, 依托年运输能力上千万吨的自有船队。目前, 公司煤炭开采和煤炭贸易双主业驱动发展, 虽然贸易业务收入占比高, 但公司利润主要来自开采业务, 2018 年煤炭贸易量 7867 万吨, 贸易业务毛利率为 1.94%。
- **中国秦发。** 是国内领先的非国有动力煤供应商, 经营一体化煤炭供应链, 包括采掘、煤炭购销、选煤、存储、配煤及航运运输业务等。截至 2018 年底, 公司在山西朔州和忻州拥有 5 座矿井 (产能 510 万吨/年)。2018 年煤炭经营及贸易量 1016.7 万吨 (自产商品煤 446.9 万吨, 贸易量约 570 万吨), 实现毛利率 10.08%。

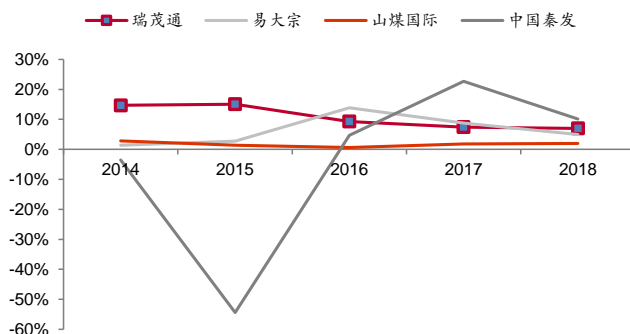
图表 14: 煤炭供应链公司煤炭贸易量比较



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 瑞茂通 2018 年度数据近似采用 2 倍上半年数据

图表 15: 煤炭供应链公司煤炭毛利率比较



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 瑞茂通 2018 年度数据近似采用上半年数据

行业供需区域性矛盾将逐渐加剧，公司强化对优质资源的掌控

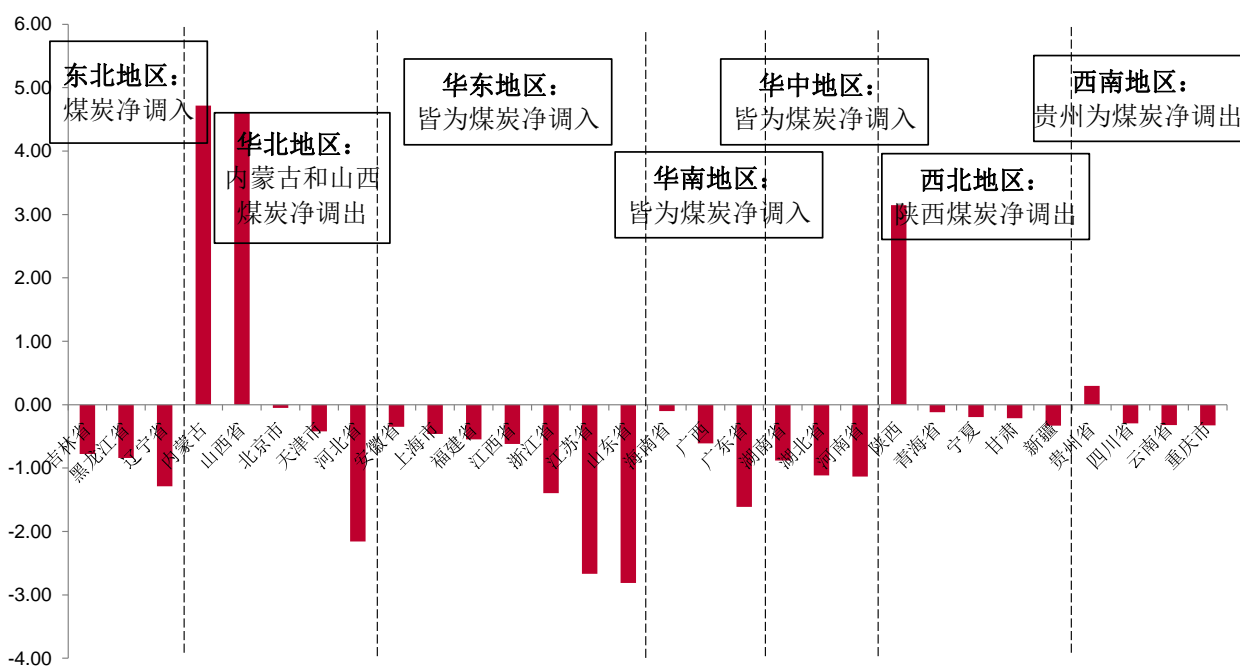
- 供给侧结构性改革下，行业供需区域性矛盾预计将逐渐加剧。**对比近三年各省、自治区的原煤产量数据，我们发现西南、华东、华中和东北等以小煤矿居多的区域，由于煤炭产能淘汰比率高，煤炭产量持续下滑，而“三西”地区，由于行业优质产能进一步向其集中，西北和华北地区煤炭产量持续增加。2018 年，西南、华东、华中和东北等四个区域原煤产量都在 2017 年同比下滑的基础上继续下滑，同比分别下降 3566 万吨、1194 万吨、970 万吨和 1 万吨，这就意味着上述地区未来煤炭调入需求会持续增长，区域间供需错配矛盾进一步加剧。

图表 16: 产煤省近三年产量变化情况

地区	地区	2018年原煤产量 (万吨)	2017年原煤产量 (万吨)	2016年原煤产量 (万吨)	2018年同比变化 (万吨)	2017年同比变化 (万吨)
东北	黑龙江省	5792	5440	5615	-1	-519
	辽宁省	3376	3611	4089		
	吉林省	1518	1635	1643		
华北	内蒙古	92598	87857	83828	8098	6669
	山西	89340	85399	81642		
	河北省	5505	6011	6520		
	北京	176	255	318		
华东	山东省	12169	12946	12814	-1194	-658
	安徽省	11529	11724	12219		
	江苏省	1246	1279	1371		
	福建省	918	1107	1344		
华中	河南省	11367	11688	11905	-970	-1605
	湖南省	1693	1861	2626		
	江西省	531	782	1434		
	湖北省	82	312	525		
西北	陕西	62325	56960	51151	7679	6436
	新疆自治区	19037	16707	15670		
	宁夏自治区	7416	7353	6723		
	甘肃省	3575	3712	4237		
西南	青海省	773	716	775	-3566	-1980
	贵州省	13917	16551	16620		
	四川省	3516	4660	5921		
	云南省	4535	4393	4252		
	重庆市	1187	1172	2420		
	广西自治区	471	415	400		

来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 各省份煤炭供需缺口测算 (单位: 亿吨)

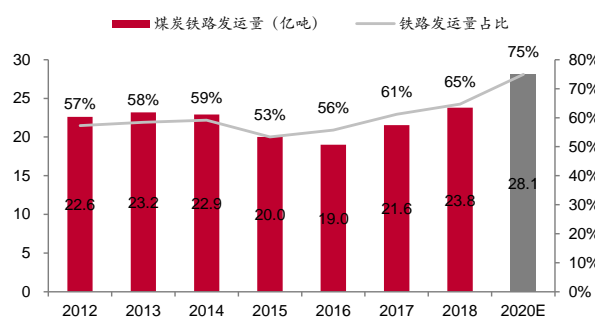


来源: wind、中泰证券研究所

备注: 供需缺口=产量-消费量, 采用 2016 年数据。

- 正是由于资源禀赋分布的不均匀性，我国煤炭运输格局呈现“西煤东运、北煤南运”特征。2018年我国铁路运输煤炭量23.8亿吨，占国内煤炭产量比重为65%，随着煤炭生产中心西移，供需错配加剧，以及“公转铁”政策推进，铁路运煤量未来几年继续看涨，根据中铁总发布的《2018~2020年货运增量行动方案》，到2020年铁路煤炭运量要达到28.1亿吨，铁路发运量煤炭产量比重75%。
- 在主要煤炭铁路运输线中，以大秦、朔黄、张唐（蒙冀线）和晋中南（瓦日线）四条铁路最为重要，一方面上述四条铁路合计运能达12亿吨，具备规模效应；另一方面，四大铁路均直达东部沿海港口（秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港、日照港），可直接在港口下水送至东南沿海消费省。

图表 18: 2018 年煤炭铁路运量继续上升



来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: “西煤东运、北煤南运”的主要通道



来源: 中原期货年报、中泰证券研究所

- 随着煤价中高位震荡，煤炭供应链业务的发展壮大更依赖于发运量的增长。我们认为煤炭行业已经进入供需皆低增长的状态，供需有望逐渐平衡，煤炭价格将中高位震荡，煤炭供应链业务的发展壮大更依赖于发运量的增长。2019年3月8日公司发布公告，公司与陕西煤业签订设立以大宗商品供应链管理为主要业务的合资公司；3月19日，公司与山西晋煤集团签订合作意向书，采取包括但不限于共同设立合资公司等形式开展合作。陕西煤业和晋煤集团是行业内龙头企业，这一系列举措都将有利于强化对优质资源的掌控能力，促进公司煤炭发运量的增长。

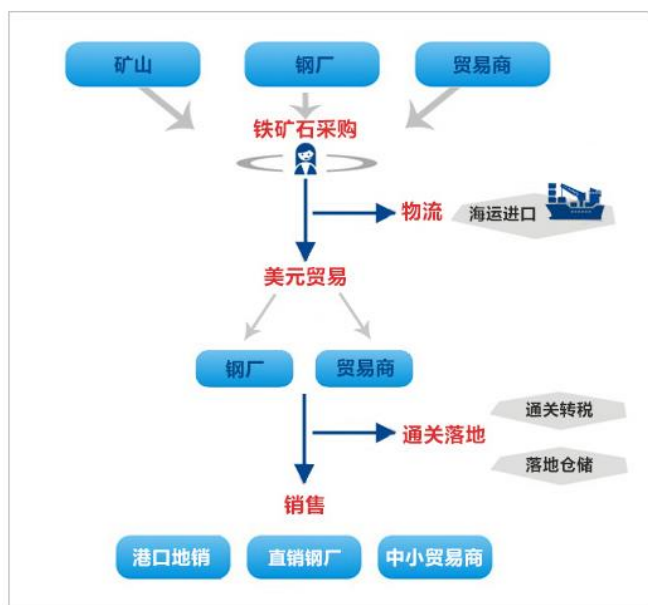
非煤大宗商品供应链：处于孵化期，增长速度快

- **2015年开始进军非煤大宗商品供应链领域。**为了拓展公司业务，强化公司供应链经营的优势，2015年10月，公司成立冶金事业部、纺织品事业部，正式涉足非煤炭大宗商品领域，主要经营的商品包括油品、铁矿石和棉花等，近三年收入规模增速较快。
- **油品供应链管理业务：**采取“以销定采”的采购经营模式，主要品种为燃料油和沥青，多为转口贸易，即供给端和销售端都在海外，中间没有仓储环节。上游企业为油品批发商，下游为国内地方炼油厂在境外负责采购的分支机构、中石油和中石化的境外公司等，公司为供需双方提供贸易服务，并赚取贸易差价。2017年，公司油品供应链管理业务收入

79.22 亿元，同比增长 193.52%，占非煤大宗贸易收入比重为 69%，由于只是纯贸易类业务，毛利率偏低。

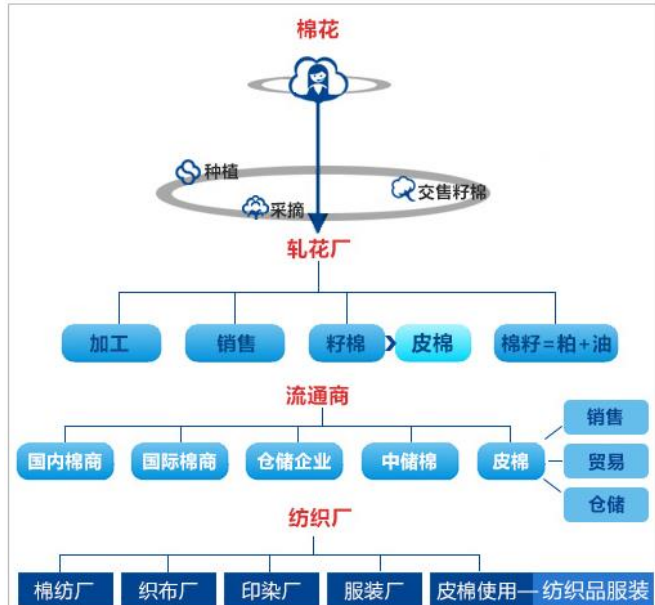
- 铁矿石供应链管理业务：**采取“以销定购”的模式，公司先与供应商达成初步采购意向，然后寻找下游客户，待下游客户确定后，公司与供应商签订正式《采购合同》，并几乎同时与客户签订正式《销售合同》，公司以获取购销差价，价格基于交易当期普氏指数月均值确定。目前公司铁矿石供应链采购均来自海外，且主要分为进口贸易和转口贸易。2017 年，铁矿石供应链管理业务收入 15.27 亿元，同比增长 2.14%，占非煤大宗贸易收入比重为 13.2%，该项业务毛利率也偏低。
- 棉花供应链管理业务：**2017 年，公司棉花供应链管理业务收入 10.43 亿元，同比增长 198.85%，占非煤大宗贸易收入比重为 9%，该项业务毛利率也偏低。

图表 20: 铁矿石供应链业务流程图



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 21: 棉花供应链业务流程图



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 2018 年全社会信用收缩，资金紧张，公司非煤大宗贸易业务主要做油品领域，铁矿石和棉花业务量偏小，虽然收入规模下降，但经营效率有提升。2018 上半年，公司非煤大宗贸易业务实现收入 40.3 亿元，同比下降 34%，但毛利率为 6.7%，同比增加 7.4 个百分点，毛利额为 2.71 亿元，同比扭亏为盈。**

图表 22: 历年来非煤大宗供应链业务拆分

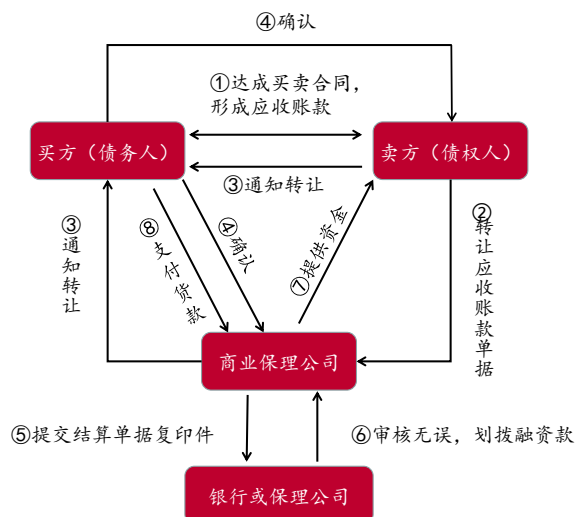
2、非煤大宗贸易	2016A	2017H	2017A	2018H
销售收入(百万元)	6,591	6,094	11,533	4,030
yoy			75.0%	-34%
销售成本(百万元)	6,436	6,132	11,224	3,759
yoy			74.4%	-39%
毛利率	2.4%	-0.6%	2.7%	6.7%
毛利(百万元)	155	-39	309	271

来源：中泰证券研究所

供应链金融：业绩贡献稳定，易煤网打造成线上线下融合

- 公司供应链金融业务主要从事的是线下**保理业务**，经营主体是2013年5月注册成立的**天津瑞茂通商业保理有限公司**。所谓保理，指的是卖方将其与买方订立的货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给保理商（提供保理服务的金融机构），由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、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。保理商主要赚的是保理手续费与融资成本之间的利息差。
- 公司融资方式除传统银行授信、非公开发行债券融资外，还积极探索ABS（资产支持证券）、ABN（资产支持票据）等供应链融资新模式，以获得充足的外部资金。保理手续费年化利率大概为12%-14%，根据公司发行的债券利率来看，融资成本大概为6%-8%，**公司保理业务利息差大约为6%左右**。

图表 23：商业保理业务流程



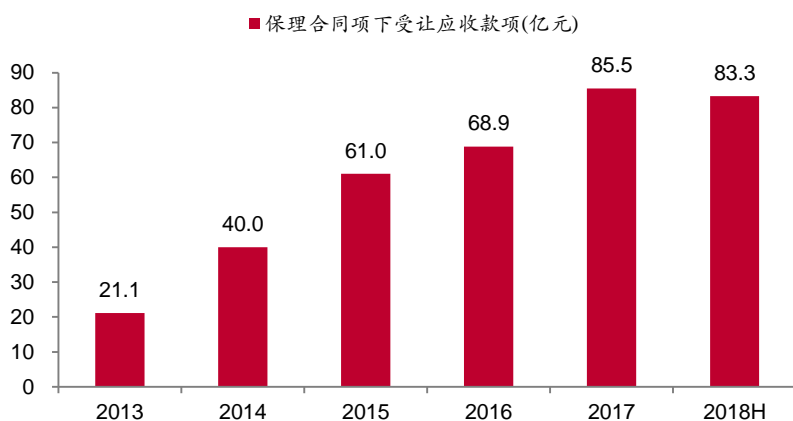
来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：保理业务盈利来源测算

名称	利率
保理手续费	12%-14%
对外融资成本	6%-8%
利息差	约6%

来源：wind、中泰证券研究所

- 根据《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”，因此按照规定保理公司最大经营杠杆为10倍。目前，公司的保理子公司天津保理有9亿资本金，所以**最大商业保理规模可以达到90亿元**。
- 2013年以来，公司保理合同项下受让应收款项(亿元)持续增长，给公司贡献了可观的利润。2017年公司保理业务客户数量增至56家，业务规模的扩大，既有单体客户需求增加，也有新增加的客户，导致规模比2016年有所增长。截止2017年12月31日，应收保理款余额为85.32亿元、计提坏账金额为1,626.75万元，坏账率为0.2%，应收保理款金额占资产总额的比例为40.32%。
- 从披露的子公司经营情况来看，天津保理公司**2017年净利润达到4.97亿元**，占到公司净利润的**69%**，持续为公司贡献稳定的利润。

图表 25: 2013 年以来公司保理合同项下受让应收款项情况


来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 历年来供应链金融业务拆分

3、供应链金融业务	2013	2014	2015	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H
销售收入 (百万元)	56	395	714	356	740	461	1,115	454
yoy		603.7%	80.6%		3.7%	29.4%	50.7%	-1.5%
销售成本 (百万元)	22	112	106	39	67	70	32	163
yoy		405.5%	-5.1%		-36.2%	79.3%	-52.5%	132.5%
毛利率	61%	72%	85%	89%	91%	85%	97%	64%
毛利 (百万元)	34	283	608	317	672	391	1,083	291

来源: wind、中泰证券研究所

图表 27: 天津保理连续多年成为公司第一大利润来源

公司名称	业务性质	持股比例 (%)	2017年 净利润 (亿元)	2016年 净利润 (亿元)	2015年 净利润 (亿元)
前海瑞茂通	供应链管理	100%	1.08	0.63	-
那曲瑞昌	供应链管理	100%	1.1	1.37	0.44
天津保理	商业保理	100%	4.97	2.71	3.19
公司净利润 (亿元)			7.2	5.3	4.3
保理占比			69%	51%	75%

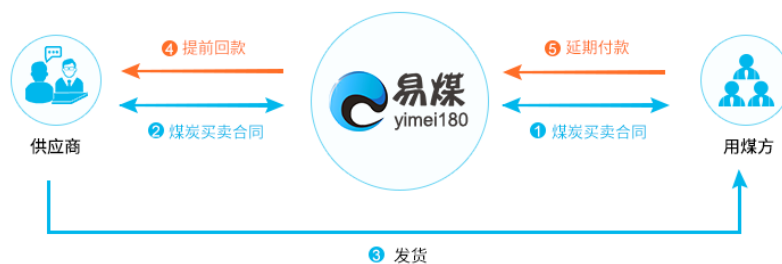
来源: wind、中泰证券研究所

- **易煤网:** 是瑞茂通与阿里巴巴旗下恒生电子股份有限公司合资成立的煤炭供应链领域垂直电商平台, 于 2015 年 4 月 24 日正式上线, 是国内较早借助互联网思维、金融思维探索煤炭全产业链优化升级的企业。目前, 易煤网构建了六维 (交易撮合、易煤商城、团购业务、煤矿专区、阳光采购、金融服务) 于一体的业务模式, 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, 整合了产业链物流、仓储、监管、检测等众多第三方服务机构, 构建了特有的平台生态圈。通过实现煤炭供应链的“信息流、商流、物流、资金流”标准化、数据化、可视化, 提高融资效率, 助推煤炭产业链优化升级。
- 截至 2017 年末, 网站注册用户超过 5000 家, 网站交易量 13338.0 万吨, 交易额 522.2 亿元, 阳光采购终端 46 个, 累计实现招标吨数 3156.8 万吨。易煤网于 2016 年初正式推出“长江口动力煤价格指数”

(YRSPI, YimeiYangtzeRiver-Estuary Steam-Coal Price Index) 一举填补国内煤炭行业在华东沿江、沿海消费地煤炭价格指数的空白，并于2016年7月19日，正式纳入中国煤炭价格指数指标体系。该指数的上线为长江口煤炭在线电子交易提供了标准化的定价支撑，也为行业供应链金融服务提供了估值参考标准，具有较强的市场影响力。

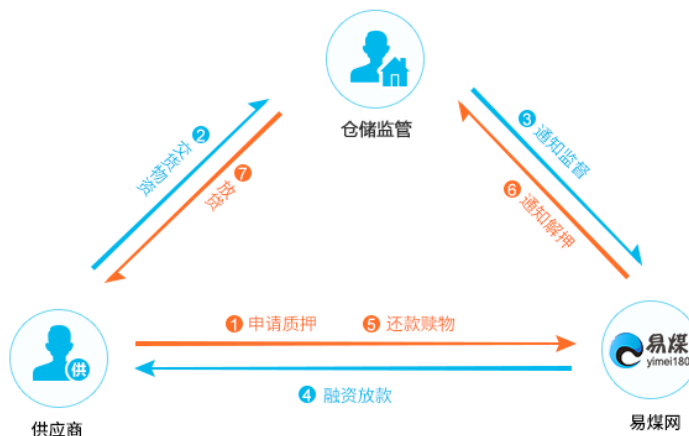
- 在产品方面，易煤网的主要产品有煤易融、煤易贷以及煤易购。
- “煤易融”是易煤网主推的供应链金融服务产品，实质为应收账款类融资，针对上游煤矿和贸易商的资金快速回笼需求及下游煤炭消费企业的延期付款需求提供全面的快捷金融产品工具。
- “煤易贷”实质为货权类融资，主要针对拥有货权的中上游企业，“煤易贷”拥有可靠的第三方监管渠道和及时的资金融通渠道，利用易煤网平台优势和机构资源，灵活运用货物质押和仓单质押等多种手段，为广大客户提供高效的短期资金周转方案。
- “煤易购”为具有稳定、成熟销售渠道的煤炭贸易商提供基于订单的采购融资服务，在贸易商支付一定比例的保证金之后，易煤网按照贸易商的指示全额付款给资源方提前锁定优质资源。在约定期限内，贸易商向易煤网付款赎货（可分批）销售给下游指定用煤企业，其无抵押、无担保、灵活便捷，有利于满足贸易商资金需求，助力做大业务规模。

图表 28: 易煤网“煤易融”经营模式



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 29: 易煤网“煤易贷”经营模式



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 30: 易煤网“煤易购”经营模式


来源：公司官网、中泰证券研究所

投资建议：深耕煤炭供应链，成长有空间

- **深耕大宗商品供应链领域，煤炭发运量持续增长。**瑞茂通深耕煤炭供应链领域长达 20 年时间，通过“以销订购”及期现结合等方法，实现了业务平稳快速发展。近几年围绕煤炭核心业务，开拓布局了非煤大宗商品供应链和供应链金融等业务。2012-2017 年，煤炭发运量从 871 万吨上升至 5367 万吨，年均复合增速高达 44%，公司收入实现年均复合增速 48%，归母净利润年均复合增速 12%。
- **煤炭供应链业务仍有较大发展空间，公司强化对优质资源掌控。**供给侧结构性改革下，行业供需区域性矛盾将逐渐加剧，供应链管理仍有较大发展空间。随着煤价中高位震荡，煤炭供应链业务的发展壮大更依赖于发运量的增长。2019 年以来，公司先后公布与陕西煤业、晋煤集团等展开供应链领域的合作，这都将有利于公司强化对优质资源的掌控能力，促进公司煤炭发运量的增长。
- **非煤大宗商品供应链处于孵化期，增长速度快。**2015 年起公司开始进军非煤大宗商品供应链领域，主要产品为油品、铁矿石、棉花等，目前业务整体处于孵化期，利润贡献的能力有待增强。2018 年全社会信用收缩，公司非煤大宗贸易业务主要做油品领域，虽然整体收入规模下降，但经营效率有提升。
- **供应链金融业务贡献稳定业绩，易煤网打造成线上线下融合。**公司供应链金融服务主要从事的是线下保理业务，赚的是保理手续费与融资成本之间的利息差。2013 年以来，公司保理合同项下受让应收款项持续增长，给公司贡献了可观的利润。2015 年上线的易煤网是国内较早借助互联网思维探索煤炭全产业链优化升级的企业，通过实现煤炭供应链的“信息流、商流、物流、资金流”数据化、可视化，提高融资效率，助推煤炭全产业链优化升级。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2018-2020 年实现营业收入 391.4/413.0/438.5 亿元，同比增长 4.4%、5.5%、6.2%，实现归属于母公司股东的净利润分别为 7.47/9.03/10.1 亿元，同比增长 4.5%、20.9%、12.2%，折合 EPS 分别是 0.73/0.89/1.00 元/股，当前股价（11.23 元/股）对应 PE 分别为 15.3/12.6/11.3 倍，首次覆盖，给予公司“买入”推荐评级。

图表 31: 瑞茂通主要业务结构拆分与预测

	2012	2013	2014	2015	2016A	2017H	2017A	2018H	2018E	2019E	2020E
1、煤炭贸易业务											
煤炭发运量(万吨)	871	1,360	1,849	2,808	4,275	2,084	5,367	3,183	5960	6558	7161
yoy	77.4%	56.1%	36.0%	51.9%	52.2%	23.7%	25.5%	52.8%	11.1%	10.0%	9.2%
其中: 国内煤炭	592	700	627	1191	2416		3503		4003	4503	5003
其中: 国外煤炭	279	660	1222	1617	1859		1864		1957	2055	2158
单位价格(元/吨)	606	451	430	310	325	446	463	493	477	457	445
yoy		-25.6%	-4.8%	-28.0%	5.1%	3.3%	42.4%	10.4%	3.0%	-4.2%	-2.5%
秦港Q5500动力末煤平仓价(元/吨)	701	589	517	411	475	611	638	663	647	615	600
yoy		-16.0%	-12.2%	-20.5%	15.5%	60.9%	34.4%	8.5%	1.3%	-4.9%	-2.4%
销售收入(百万元)	5,281	6,139	7,944	8,692	13,903	9,298	24,849	15,683	28,424	29,961	31,897
yoy		16.2%	29.4%	9.4%	60.0%	27.8%	78.7%	68.7%	14.4%	5.4%	6.5%
单位成本(元/吨)	521	404	379	281	298	415	437	471	454	436	425
yoy		-22.4%	-6.4%	-25.9%	6.3%	1.7%	46.4%	13.3%	4.0%	-4.0%	-2.5%
销售成本(百万元)	4,542	5,500	7,002	7,881	12,757	8,656	23,453	14,982	27,087	28,612	30,461
yoy		21.1%	27.3%	12.5%	61.9%	25.8%	83.8%	73.1%	15.5%	5.6%	6.5%
毛利率	14.0%	10.4%	11.9%	9.3%	8.2%	6.9%	5.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.5%
毛利(百万元)	739	639	942	811	1,146	643	1,396	702	1,337	1,349	1,437
吨煤毛利(元/吨)	85	47	51	29	27	31	26	22	22	21	20
2、非煤大宗贸易											
销售收入(百万元)					6,591	6,094	11,533	4,030	9,803	10,293	10,808
yoy							75.0%	-34%	-15%	5%	5%
销售成本(百万元)					6,436	6,132	11,224	3,759	9,204	9,664	10,147
yoy							74.4%	-39%	-18%	5%	5%
毛利率					2.4%	-0.6%	2.7%	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%
毛利(百万元)					155	-39	309	271	599	629	661
3、供应链金融业务											
销售收入(百万元)		56	395	714	740	461	1,115	454	908	1,044	1,148
yoy			603.7%	80.6%	3.7%	29.4%	50.7%	-1.5%	-18.6%	15%	10%
销售成本(百万元)		22	112	106	67	70	32	163	327	262	282
yoy			405.5%	-5.1%	-36.2%	79.3%	-52.5%	132.5%	921%	-20%	8%
毛利率		61%	72%	85%	91%	85%	97%	64%	64%	75%	75%
毛利(百万元)		34	283	608	672	391	1,083	291	581	783	866
4、其他业务											
销售收入(百万元)	-	295.91	0.10	-	-0.49	0.00	0.00	0.00	0	0	0
销售成本(百万元)	-	-0.00	-0.01	0.00	0.07	-55.10	0.00	-149.68	-299	-299	-299
毛利(百万元)	0	296	0	0	-1	55	0	150	299	299	299
销售收入合计(百万元)	5,281	6,491	8,339	9,405	21,234	15,853	37,497	20,167	39,135	41,299	43,854
yoy		22.9%	28.5%	12.8%	125.8%	107.8%	76.6%	27.2%	4%	6%	6%
销售成本合计(百万元)	4,542	5,522	7,114	7,987	19,261	14,803	34,710	18,755	36,319	38,238	40,591
yoy		21.6%	28.8%	12.3%	141.2%	114.0%	80.2%	26.7%	5%	5%	6%
毛利合计(百万元)	739	969	1,226	1,418	1,973	1,049	2,788	1,413	2,816	3,060	3,263
yoy		31.0%	26.5%	15.7%	39.1%	47.7%	41.3%	34.6%	1%	9%	7%
毛利率	14.00%	14.92%	14.70%	15.08%	9.29%	6.62%	7.43%	7.01%	7.20%	7.41%	7.44%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: 供应链领域可比上市公司估值情况

简称	总市值 (亿元)	归属于母公司股东净利润 (亿元)			PE估值			PB估值
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
易见股份	193	9.3	10.1	11.1	20.7	19.1	17.4	2.8
怡亚通	137	6.8	8.0	0.0	20.3	17.3	-	2.3
厦门象屿	112	10.7	13.5	17.3	10.5	8.3	6.5	1.2
澳洋顺昌	52	2.3	2.8	3.5	22.8	18.5	14.7	2.0
普路通	47	1.9	2.5	0.0	24.3	19.1	-	3.5
平均值					19.7	16.5	12.9	2.3
瑞茂通	114	7.47	9.03	10.1	15.3	12.7	11.3	2.0

来源: wind、中泰证券研究所

备注: (1) 上市公司盈利预测来自 wind 一致预期, 瑞茂通来自中泰证券预测; (2) 日期为 2019 年 4 月 9 日

风险提示

- **(1) 经济增速放缓风险。**可能造成下游钢铁、电力等需求不及预期风险, 影响公司销售量和销售价格, 从而造成业绩波动。
- **(2) 行政性干预手段不确定性风险。**供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素, 但为了保供应稳价格, 可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。
- **(3) 合作业务进展不及预期风险。**公司通过与陕煤、晋煤等合作, 进一步加强了上游资源的掌控能力, 但具体合作方式和进度有待进一步观察。
- **(4) 期货价格波动及汇兑损益等风险。**公司对煤炭等相关业务实施套期保值, 降低价格波动带来的风险, 同时采取锁定汇率措施, 降低汇率波动风险, 但具体操作过程中仍存在一定的风险。

图表 33: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	21,234	37,497	39,135	41,299	43,854	货币资金	3,545	3,310	3,455	4,260	3,992
增长率	125.8%	76.6%	4.4%	5.5%	6.2%	应收款项	3,427	4,774	3,357	4,794	3,429
营业成本	-19,261	-34,710	-36,319	-38,238	-40,591	存货	386	1,429	375	1,429	391
%销售收入	90.7%	92.6%	92.8%	92.6%	92.6%	其他流动资产	7,681	10,356	9,998	11,290	10,992
毛利	1,973	2,788	2,816	3,060	3,263	流动资产	15,039	19,869	17,185	21,773	18,803
%销售收入	9.3%	7.4%	7.2%	7.4%	7.4%	%总资产	91.8%	93.9%	93.0%	94.4%	93.5%
营业税金及附加	-14	-38	-39	-41	-44	长期投资	1,167	1,222	1,272	1,322	1,372
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	20	14	14	13	19
营业费用	-879	-1,222	-1,174	-1,239	-1,316	%总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	4.1%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	14	16	17	16	16
管理费用	-222	-251	-254	-268	-285	非流动资产	1,336	1,291	1,290	1,293	1,303
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	8.2%	6.1%	7.0%	5.6%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	858	1,277	1,349	1,512	1,618	资产总计	16,375	21,160	18,476	23,066	20,106
%销售收入	4.0%	3.4%	3.4%	3.7%	3.7%	短期借款	3,392	3,604	4,208	4,500	4,500
财务费用	-493	-625	-656	-624	-592	应付款项	3,415	7,077	3,351	7,080	3,439
%销售收入	2.3%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	其他流动负债	506	1,903	1,814	1,729	1,649
资产减值损失	105	-83	-1	0	0	流动负债	7,313	12,583	9,373	13,309	9,588
公允价值变动收益	41	-144	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	339	252	250	250	250	其他长期负债	4,433	3,342	3,175	3,016	2,866
%税前利润	36.9%	37.2%	26.8%	22.1%	19.7%	负债	11,746	15,926	12,548	16,326	12,454
营业利润	851	677	941	1,138	1,276	普通股股东权益	4,626	5,231	5,925	6,737	7,649
营业利润率	4.0%	1.8%	2.4%	2.8%	2.9%	少数股东权益	3	3	3	3	3
营业外收支	68	2	-10	-10	-10	负债股东权益合计	16,375	21,160	18,476	23,066	20,106
税前利润	919	679	932	1,129	1,266	比率分析					
利润率	4.3%	1.8%	2.4%	2.7%	2.9%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
所得税	-181	-201	-187	-226	-253	每股指标					
所得税率	19.7%	29.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益 (元)	0.52	0.70	0.73	0.89	1.00
净利润	527	715	747	903	1,013	每股净资产 (元)	4.55	5.15	5.83	6.63	7.52
少数股东损益	-4	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-4.03	-2.03	0.23	1.18	0.38
归属于母公司的净利润	531	715	747	903	1,013	每股股利 (元)	0.05	0.05	0.07	0.09	0.10
净利率	2.5%	1.9%	1.9%	2.2%	2.3%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	11.48%	13.67%	12.61%	13.40%	13.24%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	3.22%	3.38%	4.04%	3.91%	5.04%
净利润	527	715	747	903	1,013	投入资本收益率	18.99%	14.25%	13.35%	13.40%	14.09%
加: 折旧和摊销	10	12	12	13	6	增长率					
资产减值准备	105	-83	0	0	0	营业总收入增长率	125.77%	76.60%	4.37%	5.53%	6.19%
公允价值变动损失	-41	144	0	0	0	EBIT增长率	66.36%	29.56%	9.02%	10.13%	6.03%
财务费用	290	636	656	624	592	净利润增长率	24.17%	34.69%	4.46%	20.87%	12.18%
投资收益	-339	-252	-250	-250	-250	总资产增长率	42.76%	29.22%	-12.69%	24.85%	-12.83%
少数股东损益	-4	0	0	0	0	资产管理能力					
营运资金的变动	-4,764	-4,873	-933	-92	-976	应收账款周转天数	36.5	37.5	35.6	33.8	32.1
经营活动现金净流	-4,094	-2,064	232	1,198	386	存货周转天数	5.5	8.7	8.3	7.9	7.5
固定资本投资	6	6	-10	-10	-10	应付账款周转天数	14.1	21.6	20.5	19.5	18.5
投资活动现金净流	430	774	238	238	238	固定资产周转天数	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
股利分配	-53	-53	-75	-90	-101	偿债能力					
其他	4,818	1,250	-251	-540	-791	净负债/股东权益	97.48%	86.76%	69.50%	66.33%	50.62%
筹资活动现金净流	4,765	1,197	-325	-630	-892	EBIT利息保障倍数	2.3	2.3	2.4	2.8	3.2
现金净流量	1,100	-93	145	805	-268	资产负债率	71.73%	75.26%	67.91%	70.78%	61.94%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。