

证券研究报告

公司研究——年报点评

瑞茂通 (600180.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.11.05

左前明 煤炭行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《瑞茂通 (600180.SH) 季报点评: 业绩增速放缓, 现金流好转》2018.11.05

《瑞茂通 (600180.SH) 年报点评: 公司业绩借势腾飞, 产融结合能力增强》2018.04.25

《瑞茂通 (600180.SH) 季报点评: 公司业绩稳健增长, 产融结合逐步深化》2017.11.02

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

金融环境紧缩致使业务受限, 与上游龙头合作有望拓展发展空间

2019年04月30日

事件: 4月27日公司发布2018年年报, 报告期内公司实现营业收入380.96亿元, 同比增长1.60%; 利润总额5.49亿, 同比降40.03%; 归母净利4.75亿元, 同比降33.51%; 扣非后归母净利3.37亿元, 同比降49.98%; 经营活动产生的现金流净额39.30亿元, 同比增290.43%; 基本每股收益0.47元。每10股派发现金人民币0.468元(含税), 对应4月29日收盘价的股息率0.49%。

4月27日公司发布2019年一季报, 报告期内公司实现营业收入72.86亿元, 同比降35.35%, 环比降25.91%; 利润总额2.86亿, 同比降10.582%, 环比增156.54%; 归母净利2.38亿元, 同比降8.76%, 环比增143.30%; 扣非后归母净利1.99亿元, 同比降43.61%, 环比增356.84%; 经营活动产生的现金流净额14.97亿元, 同比增389.36%, 环比增71.82%; 基本每股收益0.23元。

点评:

- **2018年公司调整业务结构以应对金融监管趋紧导致的市场资金面紧缩。**2018年金融监管政策趋紧导致市场资金面紧缩, 公司作为资金需求量较大的大宗商品贸易公司, 积极调整业务结构以稳定增长、回笼资金偿还债务。2018年公司煤炭业务收入292.3亿元, 同比增43.81亿元(17.63%), 煤炭业务收入占大宗商品供应链管理业务收入的比例由2017年的68.30%提升约10.08个pct至78.38%, 应收保理余额由2017年底的85.32亿元下降16.42亿元(-16.42%)至68.9亿元。公司业务向盈利能力较强、稳定性较高的煤炭供应链管理业务集中, 保理和非煤大宗业务有所收缩。同时煤炭业务内部也有一些调整, 2018年公司累计发运煤炭6000万吨, 较2017年的5367万吨增长633万吨(8.49%); 其中自营业务发运煤炭4012.23万吨, 较2017年的3188.53万吨提升823.7万吨(25.83%), 自营煤炭业务量占比由2017年的59.41%提升7.46个pct至66.87%, 煤炭业务也向资金使用效率更高的自营业务集中。
- **2018年公司煤炭供应链管理与平台业务盈利能力提升。**煤炭供应链管理与平台业务毛利19.73亿元, 同比增5.77亿元(41.33%), 若考虑期货对冲产生的损益, 则煤炭供应链管理与平台业务2018年实现毛利21.81亿元, 同比增6.77亿元(45.01%), 同时再考虑公司煤炭进口业务量的增长以及海运费单价上涨带来销售费用同比增长4.13亿元, 公司2018年煤炭供应链管理与平台业务毛利17.68亿元, 同比增2.64亿元(17.55%), 折合发运吨煤毛利29.47元/吨, 同比增0.91元/吨(3.19%); 煤炭供应链管理与平台业务盈利总额和单位盈利能力均有提升。
- **非煤大宗和供应链金融业务收缩使得公司盈利同比下滑。**2018年公司非煤大宗业务实现毛利2.40亿元, 同比降0.69亿

元 (-22.33%); 供应链金融业务实现毛利 7.84 亿元, 同比降 2.99 亿元 (-27.61%)。非煤大宗业务和供应链金融业务的收缩是导致公司盈利下滑的主要原因。

- **2018 年公司债务收缩, 2019 年一季度重回扩张。**2018 年底公司负债总额 148.88 亿元, 资产负债率 72.27%, 分别较 2017 年降低 10.38 亿元和 2.99 个 pct; 其中有息负债和有息负债率分别较 2017 年底降低了 25.02 亿元和 11.10 个 pct 至 56.18 亿元和 27.27。2019 年一季度公司负债重回扩张, 一季度末负债总额 157.59 亿元, 资产负债率 72.76%, 负债的扩张有望驱动公司盈利恢复。
- **与上游龙头煤炭生产企业建立合作, 公司核心竞争力有望提升。**2019 年一季度, 公司分别与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司和陕西煤业股份有限公司签订设立合资公司的合作意向协议, 公司未来与产业上游大型国有煤炭生产企业建立深度合作关系, 有利于提升公司的资源获取能力等核心竞争力。
- **盈利预测及评级:** 随着下游对煤炭质量要求以及公司供应链管理平台效率、融资和风控能力的提升, 未来基于煤炭供应链条上的洗选加工、仓储配煤、金融服务将进一步彰显煤炭供应链的增值能力, 公司的盈利能力或将进一步改善。我们预计 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.67、0.79、0.89 元, 当前股价 9.56 元 (2019 年 4 月 29 日收盘价), 对应 19-21 年 PE 分别为 14X、12X、11X, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 金融环境持续紧缩; 合资公司设立不及预期; 汇率波动风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	37,497.48	38,095.79	44,213.28	50,845.27	57,915.76
增长率 YoY %	76.60%	1.60%	16.06%	15.00%	13.91%
归属母公司净利润(百万元)	715.12	475.47	686.10	799.54	903.79
增长率 YoY%	34.69%	-33.51%	44.30%	16.53%	13.04%
毛利率%	7.43%	7.87%	7.31%	7.34%	7.39%
净资产收益率 ROE%	14.51%	8.69%	11.38%	11.85%	11.90%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.47	0.67	0.79	0.89
市盈率 P/E(倍)	14	20	14	12	11
市净率 P/B(倍)	1.86	1.70	1.53	1.36	1.21

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	19,869.14	18,484.94	20,154.42	22,046.95	24,104.39
货币资金	3,310.26	4,395.20	5,014.52	5,784.19	6,645.39
应收票据	171.79	73.47	85.26	98.05	111.69
应收账款	4,119.30	4,163.05	4,831.56	5,556.30	6,328.95
预付账款	1,224.61	1,247.15	1,456.26	1,674.13	1,905.91
存货	1,428.85	958.66	1,119.40	1,286.88	1,465.05
其他	9,614.32	7,647.40	7,647.40	7,647.40	7,647.40
非流动资产	1,290.65	2,114.38	2,126.98	2,126.24	2,134.93
长期股权投资	953.94	1,796.96	1,796.96	1,796.96	1,796.96
固定资产(合计)	13.65	13.72	14.19	15.13	16.03
无形资产	13.88	16.97	20.46	21.50	22.90
其他	309.18	286.74	295.37	292.65	299.05
资产总计	21,159.78	20,599.32	22,281.39	24,173.19	26,239.33
流动负债	12,583.47	13,914.93	14,957.65	16,048.95	17,210.20
短期借款	3,604.11	4,072.29	4,072.29	4,072.29	4,072.29
应付票据	505.57	2,053.16	2,397.41	2,756.09	3,137.67
应付账款	3,170.42	3,475.92	4,058.73	4,665.96	5,311.96
其他	5,303.38	4,313.56	4,429.22	4,554.60	4,688.28
非流动负债	3,342.27	972.66	972.66	972.66	972.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,342.27	972.66	972.66	972.66	972.66
负债合计	15,925.75	14,887.59	15,930.30	17,021.60	18,182.86
少数股东权益	3.35	3.92	4.74	5.70	6.79
归属母公司股东权益	5,230.69	5,707.81	6,346.35	7,145.88	8,049.68
负债和股东权益	21,159.78	20,599.32	22,281.39	24,173.19	26,239.33

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	37,497.48	38,095.79	44,213.28	50,845.27	57,915.76
同比(%)	76.60%	1.60%	16.06%	15.00%	13.91%
归属母公司净利润	715.12	475.47	686.10	799.54	903.79
同比(%)	34.69%	-33.51%	44.30%	16.53%	13.04%
毛利率(%)	7.43%	7.87%	7.31%	7.34%	7.39%
ROE%	14.51%	8.69%	11.38%	11.85%	11.90%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.47	0.67	0.79	0.89
P/E	14	20	14	12	11
P/B	1.86	1.70	1.53	1.36	1.21
EV/EBITDA	11.33	14.31	12.38	11.03	10.00

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	37,497.48	38,095.79	44,213.28	50,845.27	57,915.76
营业成本	34,709.60	35,098.46	40,983.41	47,115.03	53,638.08
营业税金及附加	38.26	41.98	48.73	56.04	63.83
销售费用	1,222.05	1,634.87	1,897.40	2,182.01	2,485.44
管理费用	251.03	277.68	322.26	370.60	422.14
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	625.14	680.34	287.40	277.43	275.73
减值损失合计	-82.66	29.62	33.76	-11.05	25.56
投资净收益	252.27	115.08	235.55	200.97	183.87
其他	-72.28	114.31	21.01	8.55	14.78
营业利润	914.04	562.24	896.88	1,064.72	1,203.63
营业外收支	1.82	-13.02	19.02	2.61	2.87
利润总额	915.86	549.23	915.90	1,067.33	1,206.50
所得税	200.56	73.19	228.98	266.83	301.63
净利润	715.30	476.04	686.93	800.50	904.88
少数股东损益	0.18	0.57	0.82	0.96	1.09
归属母公司净利润	715.12	475.47	686.10	799.54	903.79
EBITDA	1,563.87	1,070.51	1,237.87	1,389.44	1,532.23
EPS(当年)(元)	0.70	0.47	0.67	0.79	0.89

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-2,063.92	3,930.39	757.47	892.83	1,005.37
净利润	715.30	476.04	686.93	800.50	904.88
折旧摊销	11.94	12.42	11.16	13.17	15.86
财务费用	636.07	508.87	310.80	308.94	309.87
投资损失	-252.27	-115.08	-235.55	-200.97	-183.87
营运资金变动	-3,207.25	3,103.41	-41.20	-20.53	-60.54
其它	32.29	-55.26	25.32	-8.28	19.17
投资活动现金流	773.54	-257.31	220.23	185.78	165.70
资本支出	-5.25	-29.64	-15.32	-15.19	-18.16
长期投资	873.95	284.73	235.55	200.97	183.87
其他	-95.16	-512.41	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,197.09	-3,693.29	-358.38	-308.94	-309.87
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-776.74	-2,305.64	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	602.95	697.78	358.38	308.94	309.87
现金流净增加额	-113.05	18.62	619.32	769.66	861.20

研究团队简介

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。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@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。