

类型：首次覆盖

评级：谨慎推荐

当前价格：6.09
(2021.12.14)

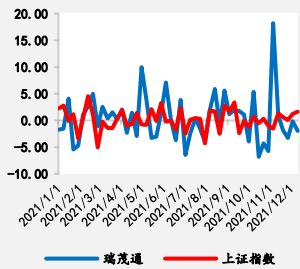
瑞茂通 (600180.SH)

发布时间：2021-12-14

证券研究报告·公司深度报告

“双轮驱动”模式成型 业务扩张蓄势待发

历史股价走势图



数据来源：wind 大同证券研究发展部

公司基本数据 (12-14)

52 周内股价区间：4.75-6.61

总市值 (亿元)：61.19

流通市值 (亿元)：61.19

总股本 (亿股)：10.16

流通 A 股 (亿股)：10.16

数据来源：wind 大同证券研究发展部

分析师介绍

分析师：段进才

执业证书编号：S0770519080003

电话：15634992251

E-mail：duanjc@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路 111 号山

西世贸中心 A 座 F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

投资要点：

顺应行业发展趋势，战略发展方向明晰。大宗商品市场产销维持高位，供应链管理发展空间增大。瑞茂通深耕煤炭供应链 20 余年，顺应行业发展趋势，加强以煤炭为主的大宗商品供应链服务专业化水平；搭建智能化供应链互联网产业平台；响应“一带一路”政策，增强国际化发展。

“双轮驱动”模式成型，线上线下齐发力各项业务高速发展。瑞茂通当前业务模式已经实现以煤炭供应链管理为主的线下自营业务，和以易煤网为主的产业互联网平台产业的“双轮驱动”发展方式，公司以产业互联网平台加强了同产业链上下游企业之间的黏性，推高煤炭供应链管理规模，规模扩大后的煤炭贸易业务再度带来更多优质的上下游企业，促进产业互联网平台业务的成长。

年内业绩表现亮眼，扩品类降低主营周期性风险。瑞茂通 2021 年前三季度营收涨超 25%，净利润涨超 200%，业务规模大增下，借助煤炭供应链成熟的线上线下产业协同模式，积极扩张自身大宗商品的品类，搭建多品类大宗商品互联网产业平台，有效的降低了煤炭业务带来的周期性风险，为自身业务开拓出了新的利润增长点。

盈利预测：预计 2021-2023 年，公司实现收入 420.05、492.22、578.85 亿元，同比增长 14.58%/17.18%/17.60%。对应 EPS 分别为 0.88/1.03/1.21 元，我们给予公司 2021 年对应目标价 7.33 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：国际环境不确定性增强，业务扩展不及预期

财务摘要

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	36664.92	42004.95239	49222.22004	57884.82206
增长率 (%)	-8.92%	14.58%	17.18%	17.60%
归母净利润	156.82	898.28	1048.27	1228.30
增长率 (%)	-62.06%	472.81%	16.70%	17.17%
每股收益 (EPS)	0.154	0.884	1.031	1.208
净资产收益率 (ROE)	2.56%	13.41%	14.20%	15.02%
市盈率 (P/E)	10.29	8.33	7.26	7.69

目 录

一、二十余年深耕行业 成就煤炭供应链龙头	4
(一) 业务发展体系搭建完善 扩张上下游资源蓄势待发	4
(二) 股权结构稳定 高管团队呈现高素质、年轻化特点	5
(三) 资本实力雄厚 头部集团地位稳固	7
二、行业集中度提升趋势明显 头部企业成长空间扩大	8
(一) 大宗商品市场产销维持高位 供应链管理发展空间增大	8
(二) 行业发展四大方向明晰 顺应市场发展趋势成为企业成长关键	9
(三) 煤炭贸易呈区域分化 公司市占率涨幅迅猛	10
(四) 行业整体向多品类大宗贸易进军 “产业+平台”拓宽经营渠道	12
三、“双轮驱动”模式成型 战略发展方向明晰	12
(一) 聚焦煤炭供应链 走出“深耕+创新”专业化新思路	13
(二) 成功转型供应链平台服务商 打造多品类产业化数字平台	15
(三) 拓品类+收规模 有效规避业务风险	17
(四) 积极响应国家政策 整合行业资源	19
四、年内业绩表现亮眼 业务规模稳定有望更进一步	21
五、盈利预测与估值	23
六、投资建议	25
(一) 投资建议：看好行业 持有个股	25
(二) 风险提示	26

图 表

图表 1 瑞茂通发展历程	5
图表 2 瑞茂通股权结构	6
图表 3 高管团队情况	6
图表 4 公司财务情况概览	7
图表 5 2020 年中国大宗商品销售、供应指数	9
图表 6 物流行业发展情况	9
图表 7 各地区原煤产量占比 (%)	11
图表 8 全国煤炭消费趋势	11
图表 9 瑞茂通煤炭供应链管理业务市占率	11
图表 10 同“三西”煤企混改情况	12
图表 11 公司营收结构	14
图表 12 2021H1 公司营收结构	14
图表 13 公司毛利、毛利率	15
图表 14 公司毛利结构	15
图表 15 可比公司销售毛利率比较	15
图表 16 产业互联网平台	16
图表 17 平台搭建板块	17
图表 18 非煤大宗供应链服务营收及占比	18
图表 19 保理业务收入及占比	19
图表 20 应收保理款余额 (亿元)	19
图表 21 小额贷款营业收入 (百万)	19
图表 22 同“三西”煤企混改情况	20
图表 23 供应链管理类子公司家数及占比	21
图表 24 瑞茂通煤炭供应链管理业务市占率	21
图表 25 公司营收情况	22
图表 26 公司净利润情况	22
图表 27 行业营收、净利润	23
图表 28 公司营收预测	24
图表 29 可比公司估值、预测	25

一、二十余年深耕行业 成就煤炭供应链龙头

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”）是一家主板上市公司，公司主营大宗商品供应链服务和其他（包含：供应链金融、产业互联网平台业务等）。其中，大宗商品供应链服务主要以煤炭供应链为基础，通过整合上游煤炭供给企业的煤炭资源，进行采购分销、仓储运输等服务，向下游需求企业销售，行业处于产业链中游位置。公司深耕煤炭供应链管理业务二十余年，成就煤炭供应链龙头地位，近年来扩展了多品类大宗商品供应链服务，同时，拥有垂直互联网产业平台“易煤网”。

（一）业务发展体系搭建完善 扩张上下游资源蓄势待发

公司于2000年成立之后，积极探寻创新发展方向，2012年借壳九发集团上市，之后，在资本实力得到补充后，2013年，成功搭建供应链管理一体化综合服务平台，转型为平台综合服务商，完善了公司煤炭供应链生态圈。

2013年，公司供应链管理一体化综合服务平台初步搭建成功，由供应链管理业务切入供应链金融业务；同年，初步尝试混改合作，成立了郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司。

2014年，公司获批开展动力煤期货方面业务，现期货结合，为公司煤炭供应链业务保驾护航；确立了“借助互联网思维”的发展战略，9月，在上海成立和略电子商务（上海）有限公司；11月，成功注册易煤网，成为最早探索产业互联网的供应链企业之一。

2015年，易煤网正式推出，公司以线下煤炭产业、线上产业互联网平台进行融合的煤炭供应链生态圈体系初步搭建完成。同时，正式涉足非煤大宗商品领域。

2017年，初步构建全球化煤炭供应链网络。2019年大力推行混改，加深同上游大型煤炭国有企业的合作，分别与“陕煤”、“晋煤”和“平煤”设立合资公司，进一步扩大公司上游资源。

2020年，打开西藏市场，实现全国业务全覆盖，再度扩充上下

游业务资源，为公司掌握更大的市场份额再添助力。

图表 1 瑞茂通发展历程

日期	发展历程
2000	公司成立
2012	借壳九发集团，正式在上交所上市
2013	供应链管理一体化综合服务平台初步搭建成功，由供应链管理业务切入供应链金融业务； 初步尝试混改合作，成立了郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司
2014	公司首次实现境外销售； 获批动力煤期货交割厂库，成为国内首家也是唯一一家获批厂库资质的专业化煤炭供应链企业； 9 月和略电子商务（上海）有限公司在上海成立，11 月易煤网注册成功
2015	成功推出线上线下相结合的垂直电商平台——易煤网； 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
2017	初步构建全球化煤炭供应链网络，首次入围中国 500 强
2018	荣获全国煤炭行业最高等级，AAA 级信用企业称号
2019	推行混改合资战略，分别同“平煤”、“陕煤”和“晋煤”设立合资公司
2020	打开西藏市场，实现全国业务全覆盖

数据来源：公司公告、公司官网 大同证券研究发展部

（二）股权结构稳定 高管团队呈现高素质、年轻化特点

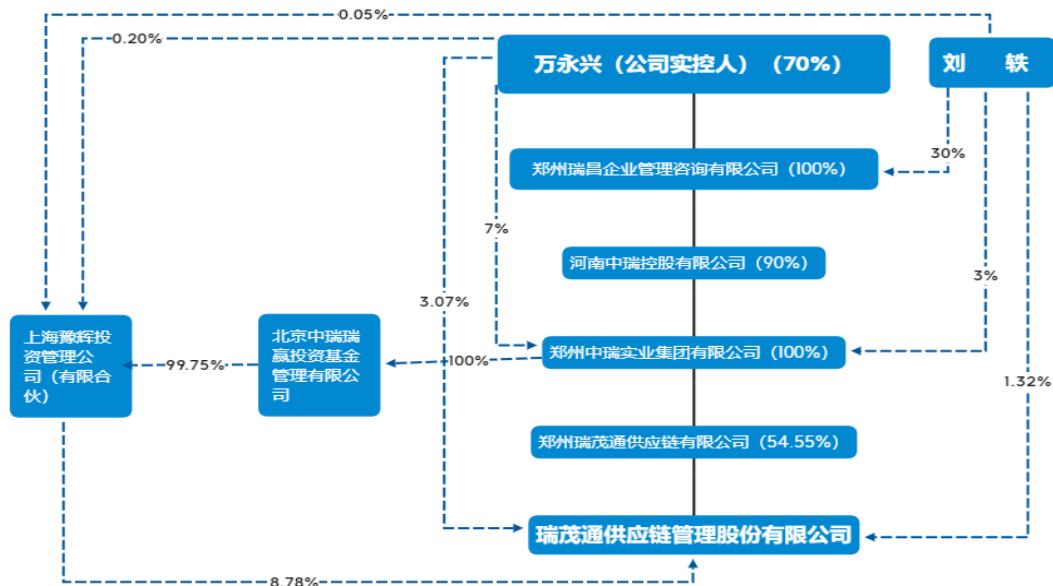
2008 年 9 月，烟台市中级人民法院裁定山东九发食用菌股份有限公司（以下简称“九发股份”）破产，2011 年，九发股份与郑州瑞茂通供应链有限公司签订《债务代偿协议》、《发行股份购买资产协议》。后郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）以旗下全资子公司徐州市怡丰贸易有限公司、邳州市丰源电力燃料有限公司、江苏晋和电力燃料有限公司合计 88.955% 的股权购买了九发股份 71% 的股权，成为九发股份的控股公司，九发股份正式成为中瑞系集团中的一员。2012 年，九发股份正式更名为“瑞茂通供应链股份有限公司”，截至 2020 年末，郑州瑞茂通持有上市公司 54.55% 的股份，万永兴为公司实控人，公司股权结构相对稳定。

高管团队呈现高素质、年轻化特点，13 位高管中有 8 名硕士学

历；另外，共 10 位高管为 1980 年之后出生。高素质、年轻化的高管团队思维更加灵活，专业能力更加强健，更能成为正在高速发展的瑞茂通稳坐煤炭供应链龙头的有力支撑。

另外，瑞茂通高管团队成员还体现出本土化特点，15 位高管中，多数是中瑞系集团培养的人才，随着集团一起成长，最终成为了执掌瑞茂通前进方向的管理层人员。这些人更加了解熟悉瑞茂通整体的发展方向和战略布局，更能适应瑞茂通的战略打法，同时在成长的过程中，对于行业也更加熟悉，这将对未来瑞茂通的发展有极大的帮助。

图表 2 瑞茂通股权结构



数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

图表 3 高管团队情况

姓名	当前职务	学历	出生年份	职业履历
李群立	董事长、董事	硕士	1982	2005 年入职中瑞系，2012 年任职瑞茂通
路明多	董事、总经理	硕士	1982	2008 年入职中瑞系，2014 年入职瑞茂通
李富根	董事	硕士	1981	2007-2016 入职国家发改委，2016.6-2019.3 入职中国华融，2019 年入职中瑞，2021 年入职瑞

瑞茂通				
王兴运	董事、副总经理	本科	1981	2015 年入职瑞茂通
周晖	独立董事	硕士	1963	2006 年-2018 年入职华能国际
章显明	独立董事	硕士	1959	高级经济师，2020 年担任瑞茂通 独立董事
耿红梅	监事会主席、监事	硕士	1980	2002 年入职中瑞系，2021 年入职 瑞茂通
郭艳丽	监事	本科	1982	2019 年入职瑞茂通
刘春燕	职工监事	本科	1986	2010 年入职瑞茂通
胡磊	副总经理	硕士	1992	2016 年入职瑞茂通
周永勇	副总经理	本科	1989	2017 年入职瑞茂通
刘建辉	副总经理、财务总监	本科	1973	2008-2014 入职会计师事务所， 2014 年入职瑞茂通
张菊芳	副总经理、董事会 秘书	硕士	1981	2009 年入职中瑞系，2012 年入职 瑞茂通

数据来源：wind 大同证券研究发展部

（三）资本实力雄厚 头部集团地位稳固

瑞茂通整体资本实力较为雄厚，截至 2021 年第三季度，总资产达到 307.40 亿元，较去年同期增长 15.61%，净资产达到 65.51 亿元，较去年同期增长 7.67%；实现营业收入 336.65 亿元，同比增长 27.41%；实现净利润 5.54 亿元，同比上涨 266.16%。2021 年大宗商品，尤其是煤炭行业受国内外供需情况影响，波动性较大，瑞茂通凭借其强大的资本实力与业务能力，在市场形式不稳定的情况下，仍实现了稳定的营收，稳固了其行业头部集团的地位。

另外，瑞茂通 2021 年前三季度实现经营活动净现金流 1.04 亿元，投资活动净现金流-0.60 亿元，筹资获得净现金流 1.04 亿元。这表明瑞茂通当前主业能力强劲，且正在融资进行投资，正处于高速增长阶段。

图表 4 公司财务情况概览

财务指标 (亿元)	2021Q1-3	同比增速	2021H1	同比增速
总资产	307.40	15.61%	318.19	17.36%
净资产	65.51	7.67%	63.25	2.31%

营业收入	336.65	27.41%	228.6	33.26%
净利润	5.54	266.16%	2.99	103.00%
经营活动净现金流	1.04	--	4.04	--
投资活动净现金流	-0.60	--	-0.53	--
筹资活动净现金流	1.04	--	-30.86	--

数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

二、行业集中度提升趋势明显 头部企业成长空间扩大

瑞茂通处于大宗商品供应链这一细分行业中，主营煤炭供应链管理业务。2019年以来，煤炭、黑色等大宗商品行业逐步进入供给侧改革阶段，在国家能源政策的调控下，大宗商品（尤其是煤炭）供应链上游供应端资源逐渐向头部集团聚集，行业集中度增大，产业发展逐渐由高增速转向高质量。大宗商品供应链的供给端企业的竞争格局发生变化后，将降低产业链中游企业整合资源的成本，同时煤炭等大宗商品受政策调控，价格波动降低，将会对中游供应链管理行业释放更多利润空间。另外，上游企业的集中度提升后对中游企业专业化、规模化的需求，也将倒逼中游供应链行业集中度提升，瑞茂通所处的行业头部集团依托其雄厚的资本实力、稳定的上下游资源、成熟的产业链模式，在未来的行业竞争中将获取更大的优势，企业成长空间进一步扩大。

（一）大宗商品市场产销维持高位 供应链管理发展空间增大

当前我国已然成为全球制造业第一大国，随着近年来制造业发展逐步平稳，我国大宗商品供应量和消费量在一定时期内将处于相对平稳的高位，2020 年仅一季度受疫情影响，产生小幅波动，之后始终保持平稳状态，平均销售指数为 101.72%，平均供应指数为 103.94%（依据中国物流与采购联合会月度大宗商品销售指数和供应指数测算得出）。在大宗商品盈利空间保持高位平稳下，上游生产制造企业竞争越加剧烈，将采购分销、库存管理、运输配送等供应链环节外包至外部中游供应链服务商，已经成为上游企业降低成本的有效方法。

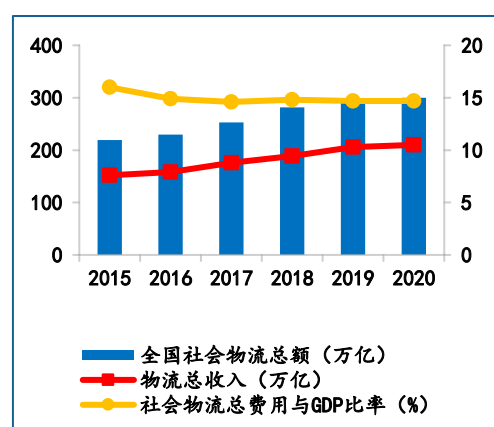
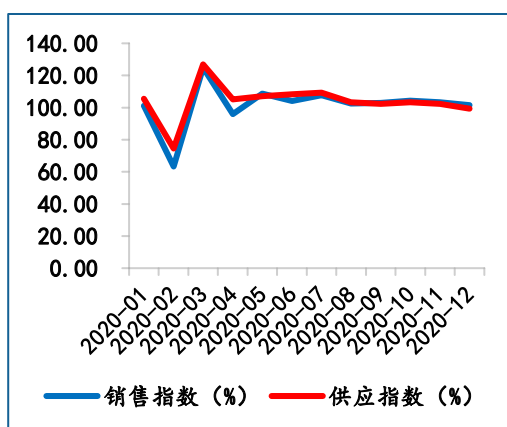
另外，物流行业近年来发展迅猛，2020 年全国社会物流总额超

过 300 万亿，物流总收入达到 10.5 万亿，较去年同期上涨 1.94%，收入空间进一步扩大的同时，成本也在逐年下降，社会物流总费用与 GDP 占比由 2015 年的 16% 降至 2020 年的 14.7%。

在上游大宗商品生产企业竞争加剧，下游制造业需求持续维持高位的情况下，中游供应链行业未来发展空间进一步拓宽，同时由于大宗商品供应链业务中涵盖部分物流运输，随着物流成本的进一步下降，行业利润空间有望再度提升。

图表 5 2020 年中国大宗商品销售、供应指数

图表 6 物流行业发展情况



数据来源：wind、中国物流与采购联合会 大同证券研究发展部

数据来源：中国物流与采购联合会 大同证券研究发展部

（二）行业发展四大方向明晰 顺应市场发展趋势成为企业成长关键

我们认为大宗商品供应链行业未来将呈现四个发展方向：

业务专业化：在上游企业集中度增强的情况下，将对中游供应链服务商的采购分销、库存管理、运输配送等能力提出更高要求，这将促使行业由之前的高速增长阶段转向高质量增长阶段。

经营平台化：行业盈利模式逐渐由传统的商品买卖价差转向供应链管理服务等增值服务收益方向，经营方式逐渐由自营模式向平台模式转变。

市场国际化：随着“一带一路”政策的提出，大宗商品对外贸易逐步增加，海外市场的拓展将会进一步增加行业发展空间，但同时对行业中企业的国际化业务能力提出了新的要求。

模式智能化：大数据、物联网、云计算等的快速发展推高了供应链数智化模式创新，互联网+的使用能够有效的提升行业业务运营效率，精准匹配上下游资源，未来将成为供应链业务主要发展方向。

我们认为，当前大宗商品贸易行业的发展趋势已经基本明确，行业中的企业，谁能紧跟或抓紧行业发展方向，谁将获得更广阔的未来发展空间。

瑞茂通作为大宗商品供应链行业头部集团企业（煤炭大宗贸易的龙头），其战略理念、发展方向以及对应的战术打法均和行业发展趋势高度契合，未来公司有望跟随行业发展继续做大做强。

（三）煤炭贸易呈区域分化 公司市占率涨幅迅猛

瑞茂通主营煤炭供应链业务，近年来，我国煤炭市场经过供给侧改革之后，煤炭的供需呈现出地区分化状态，煤炭供给集中向“晋陕蒙”地区，需求却多集中于中部和东部地区。2020年晋陕蒙三省原煤产量占全国总产量的71.40%，占比较上年再度提高约0.9个百分点。

另外，煤炭消费市场在2013年后涨幅趋于平缓，截至2020年末，煤炭消费量为40.43亿吨，较去年仅增加0.24亿吨，占总能源消耗量的56.80%，相较去年减少0.9个百分点。2021年，受国际能源危机、新冠疫情反复等影响，市场需求空间再度打开，煤炭价格波动加剧，走向高位。

短期来看，煤炭供应链下游行业的煤炭需求大增，将为中游供应链行业带来更多的获利空间，行业将再度迎来黄金发展期。但中期来看，随着碳达峰政策的推行，煤炭的需求量与供应量在未来一定时间内将以加速度逐步减少的速度增加，煤炭市场供需情况仍将维持缓幅增长。从长期来看，在新能源技术和服务能力的快速提升的背景下，叠加国内严格的碳中和政策背景，煤炭供需市场将在渡过饱和期之后开始下滑，煤炭供需市场也将从相对饱和的成熟期经历能源转换之后进入到衰退期，转型发展将成为煤炭贸易下游企业发展主基调。

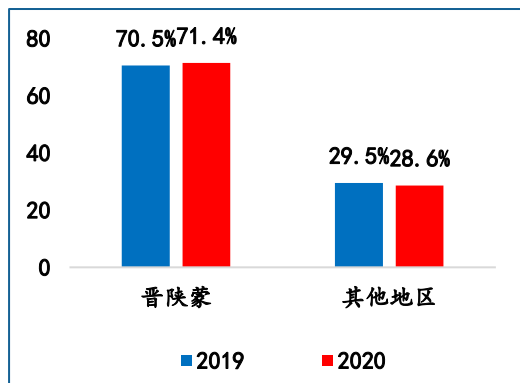
因此我们认为，瑞茂通在中短期内依然存在十分强劲的发展动

能，在中长期角度，瑞茂通也通过目前的积极筹划，战略引导，战略动作在对未来布局，为公司的长期发展奠定基础。

瑞茂通深耕煤炭供应链行业二十余年，拥有成熟的产业链体系，稳定的上下游资源，近年来煤炭贸易市占率大幅提升，由2012年的0.25%迅速攀升至2019年的1.67%，2020年受疫情影响虽有所下降，但仍保持高位，达到1.59%，近五年复合增长率达到7.45%。

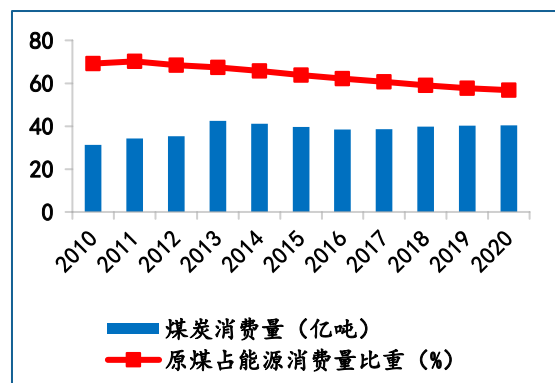
较高的市占率能够保证瑞茂通在煤炭行业震荡的情况下保证自身的营收，降低一定的风险；同时，也能在未来行业集中度增大的情况下拥有更多竞争优势，支撑自身稳坐煤炭供应链管理龙头的地位。

图表 7 各地区原煤产量占比 (%)



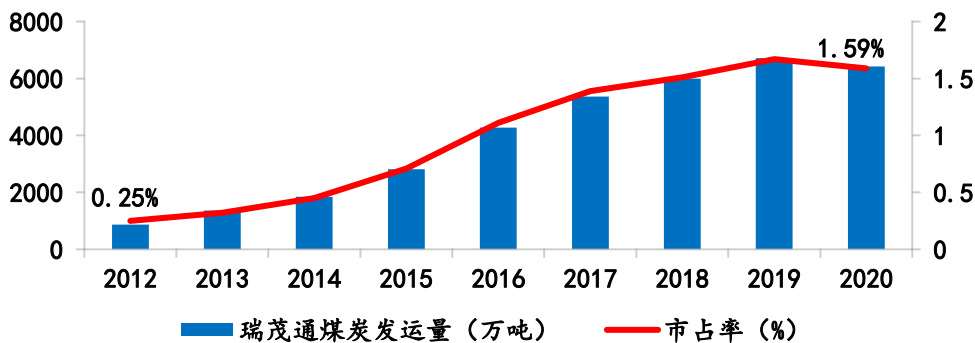
数据来源: wind 大同证券研究发展部

图表 8 全国煤炭消费趋势



数据来源: wind 大同证券研究发展部

图表 9 瑞茂通煤炭供应链管理业务市占率



数据来源: wind 大同证券研究发展部

(四)行业整体向多品类大宗贸易进军“产业+平台” 拓宽经营渠道

大宗商品供应链行业受大宗商品周期性影响较大，常会出现因大宗商品价格的波动产生的毛利空间被压缩的情况，尤其以单一品类大宗商品贸易供应链为主营业务的企业，其承受的大宗商品周期性风险相对更大，因此，行业内多数企业都在积极进行转型发展，其中多数转变方向为扩充产业链，提升自身大宗商品贸易品类，部分企业也会辅以金融服务、实体行业或房地产等为转型方向。

瑞茂通创新转型的时间较早，所取得的成就也较为成功。2013年依托煤炭供应链管理业务的成熟，搭建了供应链管理一体化综合服务平台；2015年正式涉足其他大宗商品贸易，实现产业链多元化发展，拓宽了自身经营范围。较早的产业布局为瑞茂通之后转型发展，扩大经营规模起到了支撑作用。

图表 10 同“三西”煤企混改情况

企业名称	转型方向	企业名称	转型方向
建发股份	房地产	瑞茂通	产业链拓宽+平台化
物产中大	金融+高端实业	淮河能源	电力
厦门象屿	产业链拓宽	玉龙股份	变更国资+拓展上游金矿业务
厦门国贸	房地产+金融	中储股份	产业链拓宽
浙商中拓	产业链拓宽	福然德	
远大控股		嘉友国际	

数据来源：wind 大同证券研究发展部

三、“双轮驱动”模式成型 战略发展方向明晰

瑞茂通当前“双轮驱动”业务模式已经成型，实现以线下煤炭供应链管理业务，线上产业互联网平台业务协同的发展方式。公司将平台与自营相结合，以产业互联网平台加强了同产业链上下游企业之间的黏性，推高煤炭供应链管理规模，规模扩大后的煤炭贸易业务带来更多优质的上下游企业，促进产业互联网平台业务的成长。以此形成产业链的闭环发展模式，进而带动各项业务进入高速发展期。

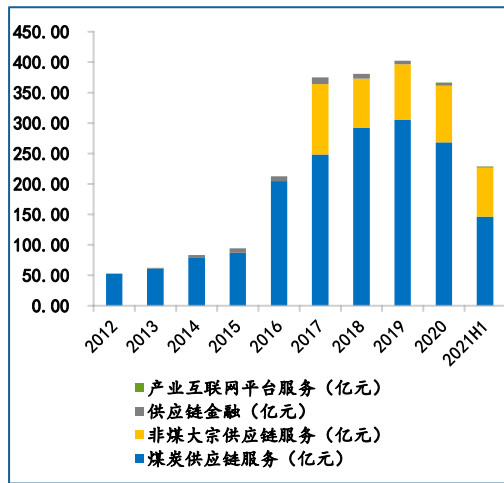
公司战略发展方向明晰：深耕主营煤炭供应链业务，加强业务能力专业化水平；坚定互联网思维，顺应行业发展趋势，走出智能化、平台化发展思路；扩大大宗商品贸易品类，缩减供应链金融规模，积极寻找产业链转型方向，提升风险抵抗能力；顺应“一带一路”政策下国际化趋势，大力开发国际业务。

（一）聚焦煤炭供应链 走出“深耕+创新”专业化新思路

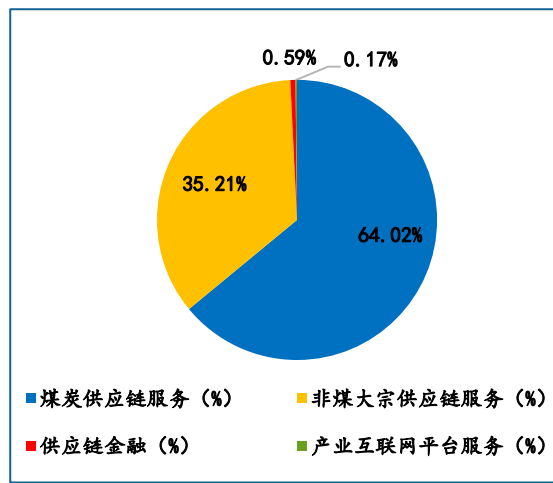
收缩供应链金融业务，聚焦煤炭供应链产业。受国家政策影响，2017年后信用政策趋紧，融资成本增加，瑞茂通果断收缩供应链金融业务，控制风险，稳定业务发展。截至2020年底，公司供应链金融业务营收已由2017年的11.15亿元逐渐降至4.60亿元，占公司总营收的1.25%，2021年上半年，供应链金融业务营收进一步下降，仅占公司总营收的0.59%。公司将重心聚焦于煤炭供应链上，通过互联网+的思路，打造线上平台化，线下自营化的双轮驱动模式。

在大宗商品供应链产业方面，2018年，公司对业务结构进行了优化，更专注于煤炭供应链业务，保障了公司业务的稳定性。在煤炭供应链产业体系逐渐完善，线上平台搭建运营日益专业化、规范化后，以煤炭供应链体系为模板，逐步扩大非煤大宗供应链业务规模。截至2020年，公司实现煤炭供应链业务营收268.33亿元，占公司总营收73.19%，2021年上半年有所下降，营收占比为64.02%；非煤大宗供应链营收2020年达到92.99亿元，营收占比为25.36%，这一比重在2021年上半年进一步扩大，达到35.21%。

公司在近年来始终坚定以煤炭为主要抓手，同时辅以产业互联网平台做支撑，构建了以线下产业为主体，线上平台做支撑的“双轮驱动”发展模式。在做精做细煤炭业务领域之后，逐步扩充自身大宗商品业务品类，打造多元化业务模式，真正走出了“深耕+创新”的专业化道路。

图表 11 公司营收结构


数据来源: wind 大同证券研究发展部

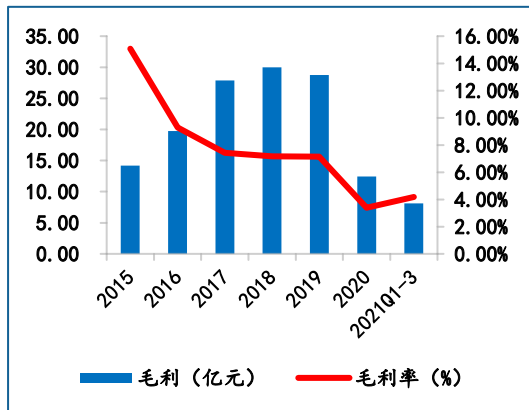
图表 12 2021H1 公司营收结构


数据来源: wind 大同证券研究发展部

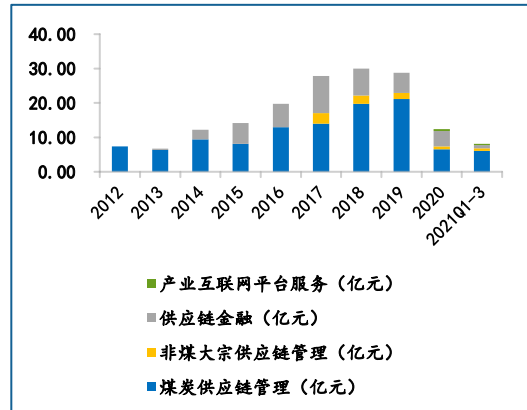
煤炭行情波动较大，毛利空间压缩但仍居行业前列。公司 2020 年毛利大幅下降，仅为 12.44 亿元，毛利率由 2019 年的 7.15% 下降至 3.39%；2021 年前三季度实现毛利 8.11 亿元，毛利率有所回升，达到 4.17%，仍未有太大涨幅。

从公司毛利结构来看，公司毛利来源主要为煤炭供应链管理业务，2021 年前三季度占比达 75%。但受近两年疫情影响、气候多变、国内外供需错配等影响，行情波动较大。煤炭供应链服务企业在采购煤炭至卖出煤炭的一定时间差中，面对波动剧烈的煤炭行情，其业务盈利能力受到影响，毛利空间也因此遭到压缩。

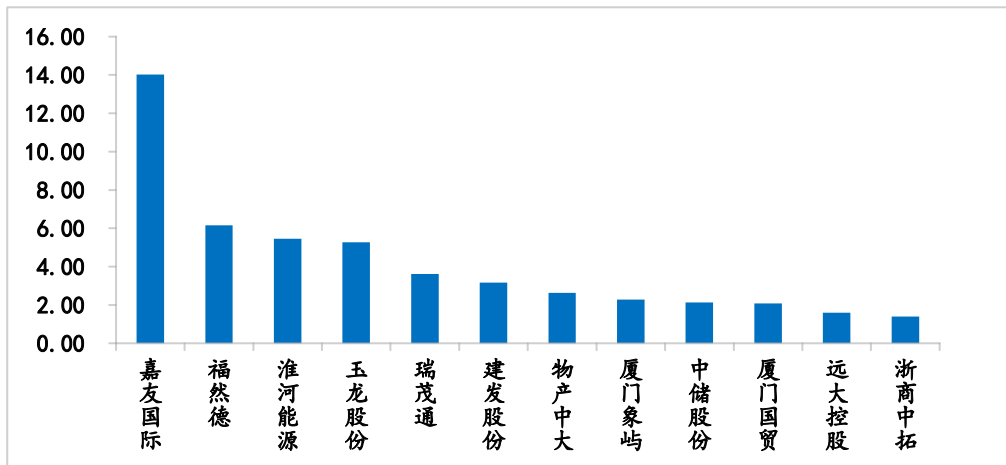
虽然公司毛利空间承压较大，毛利率处于历史较低水平，但公司运用期货、纸货等相关金融衍生品工具，对煤炭等大宗商品等现货业务套期保值进行风险对冲，仍使得公司业务在剧烈波动的行情下能够相对保持较高的收益，相对于同行业其他可比公司来说，瑞茂通的销售毛利率仍处于相对靠前的集团。

图表 13 公司毛利、毛利率


数据来源: wind 大同证券研究发展部

图表 14 公司毛利结构


数据来源: wind 大同证券研究发展部

图表 15 可比公司销售毛利率比较


数据来源: wind 大同证券研究发展部

(二) 成功转型供应链平台服务商 打造多品类产业化数字平台

瑞茂通于 2013 年就初步搭建成功了供应链管理一体化综合服务平台, 开始向供应链平台服务商转型。之后在 2014 年, 确立了“借助互联网思维”的发展战略, 9 月, 在上海成立和略电子商务有限公司; 11 月, 成功注册易煤网, 2015 年易煤网正式上线运行, 成为最早探索产业互联网的供应链企业之一。

易煤网当前主要以资讯服务、交易服务、仓储物流服务和检测服务等为主, 盈利方式主要依靠收取服务费的方式。公司依托易煤网, 借力大数据、云计算、物联网等科技手段, 成功搭建了集煤炭

资源生产方、贸易商、物流方、仓储加工企业、检测机构以及消费终端于一体的线上、线下相结合的大宗商品生态服务平台。真正实现了供应链业务线上平台化、线下自营化的双轮驱动模式。

瑞茂通在搭建完善煤炭供应链平台生态的情况下，将继续扩展开发其他大宗商品产业互联网平台，做到多元化、专业化、标准化发展，有效提升各业务发展效率，提升业务标准化程度，降低业务发展风险，向着多品类产业化数字平台积极转型。

2020年6月，国家发改委价格监测中心授予易煤网“全国价格监测定点单位”，标志着易煤网正式纳入全国价格监测体系，这对于瑞茂通煤炭供应链业务来说，将再度起到标准化产业体系，降低风险的作用。

图表 16 产业互联网平台



数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

在易煤网取得了亮眼成绩的情况下，瑞茂通依托成熟的线上平台，坚持“借助互联网思维”的战略方式，着手准备了油品平台、农产品平台和建材平台的构建方向，以实现非煤大宗商品线上平台化，线下自营化的双轮驱动模式。

图表 17 平台搭建板块


数据来源：公司官网 大同证券研究发展部

(三) 拓品类+收规模 有效规避业务风险

瑞茂通近年来积极拓宽自身大宗商品业务范围，展业多品类大宗商品供应链服务，降低主营煤炭供应链服务的周期性风险，同时涉足期货行业进行套期保值、基差交易等进行期现货对冲，有效抵御大宗商品价格波动风险。金融服务方面，受近年信用市场监管趋严影响，小微企业融资缺乏完善的管理机制，财务报表规范性差等问题带来的融资风险扩大，公司于 2017 年开始收缩供应链金融业务，以进一步规避业务可能带来的信用风险。

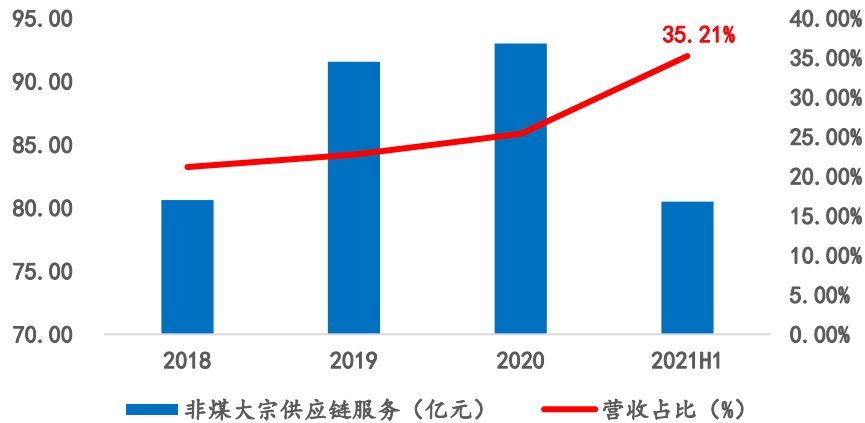
扩展大宗贸易品类 配合期货业务抵御周期风险

瑞茂通于 2015 年成立冶金事业部、纺织品事业，正式涉足非煤大宗商品供应链业务，2017 年后，缩减了非煤大宗供应链业务规模，专注于煤炭供应链产业线上线下的体系搭建，在煤炭供应链业务体系搭建完善后，借助其成熟化的经验模式，再度发力非煤大宗业务，以石油化工产品、焦煤、焦炭等能源商品为主，扩展大宗商品供应链业务范围，以现货为基础，辅以期货等衍生品业务进行套期保值、基差交易等对冲操作，2014 年公司获批动力煤期货交割厂库，成为国内首家也是唯一一家获批厂库资质的专业化煤炭供应链企业。期货业务的发展为公司上下游产业链客户降低了操作风险，也为公司进一步降低了大宗商品周期性波动带来的风险。

公司非煤大宗商品供应链业务自 2018 年起规模逐年上涨，2020 年实现营收 92.99 亿元，占总营收比重达到 25.36%；2021 年上半年实现营收 80.50 亿元，营收占比达到 35.21%。

公司在以石油化工、农产品等大宗商品为主要发展目标的同时，也着力扩展自身大宗商品产业链版图，2020年达成首单进口河沙业务、首单液化石油气（LPG）合约。多元化的业务体系扩大了公司整体的业务规模，提升了自身业务发展空间，为公司带来了新的利润来源和增长点。

图表 18 非煤大宗供应链服务营收及占比



数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

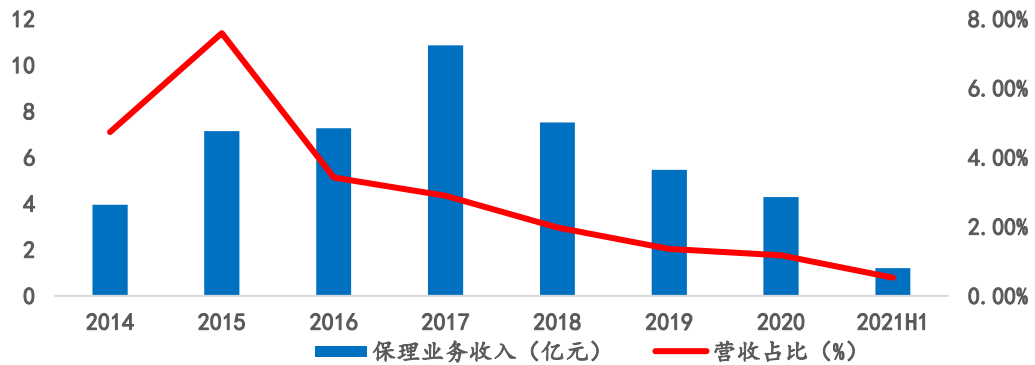
缩减供应链金融业务规模 释放业务信用风险

瑞茂通供应链金融服务包含对上游企业服务的保理业务和对下游企业融资服务的小额贷款业务。

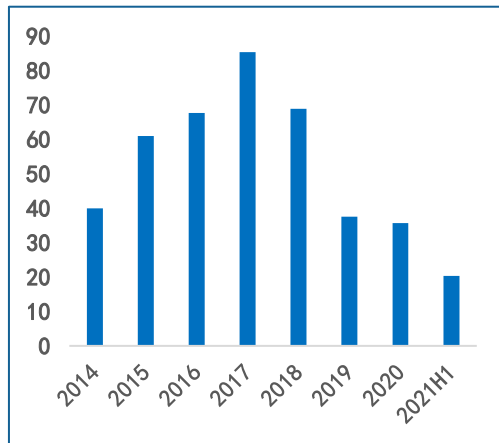
近年来，公司持续收缩保理业务规模。截至 2020 年，公司保理业务规模下滑至 35.65 亿元，实现营收 4.28 亿元，占比公司总营收 1.17%。2021 年上半年业务规模稍有反弹，达到 20.37 亿元，但收入进一步下滑，仅为 1.2 亿元。

小额贷款业务方面，收入也持续下降，截至 2021 年上半年，小额贷款仅实现收入 0.16 亿元。

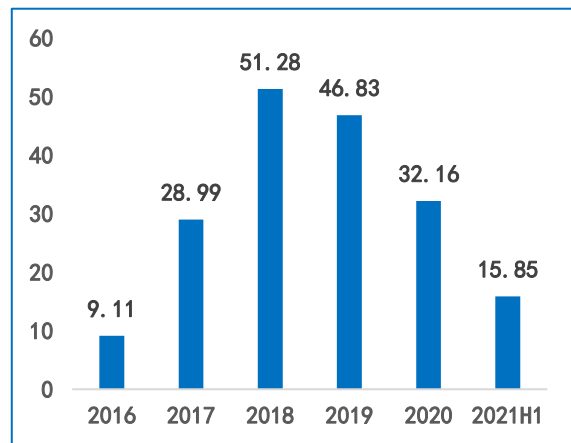
总体来说，公司在近年来受市场政策影响，持续收缩商业保理业务和小额贷款。

图表 19 保理业务收入及占比


数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

图表 20 应收保理款余额 (亿元)


数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

图表 21 小额贷款营业收入 (百万)


数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

(四) 积极响应国家政策 整合行业资源

瑞茂通近年来积极响应国家“混改”、“一带一路”政策，实现了业务的全国化布局和国际布局，在当前大宗商品上下游企业分布逐渐两极化、产业链两端逐渐集中化的情况下，通过整合行业资源，实现了业务的稳定发展。

联合“三西”产煤企业 整合煤炭贸易上游供应端资源

2019年，瑞茂通联合晋陕蒙“三西”头部国有煤企：平煤、陕煤、晋煤三大集团，通过混改的方式成立了合资公司，首先于2月份，通过转让合资公司河南平瑞供应链管理有限公司股权的方式，将原北京中瑞瑞兴的49%的股权转让给了瑞茂通旗下全资子公司，深圳前海瑞茂通；之后，于8月通过货币出资方式，同陕煤集团共

同成立合资子公司陕西陕煤供应链管理有限公司；通过战投增资的方式入股山西晋煤国贸（日照）有限公司。

公司同三大煤企的联合，进一步加深了同“三西”产煤大省的头部的国有煤企的合作，对上游资源进行了有效的整合，加强对煤炭主要产能大省的资源控制，为公司接下来扩大下游市占率提供了强有力的支撑。

图表 22 同“三西”煤企混改情况

日期	合资公司	股权占比	具体情况
2019.2	河南平瑞供应链管理有限公司	49%	参股公司为瑞茂通全资子公司
2019.8	陕西陕煤供应链管理有限公司	49%	货币出资，出资公司为瑞茂通自身
2019.8	山西晋煤国贸（日照）有限公司	50%	合作方式为引入战投增资，增资企业为瑞茂通全资子公司

数据来源：wind 大同证券研究发展部

混改模式显成效 子公司分布全国

瑞茂通近年来大力布局供应链管理业务，在 2020 年打开西藏市场，实现了供应链业务的全国覆盖。同时，公司积极响应国家混改号召，在全国寻找具备区位优势、政策优势及资源优势的地方政府、国有企业，深挖区域业务。截至 2021 年，共在全国设立 52 家合资、全资供应链管理类子公司，以子公司为触角，深挖区域业务，做到业务更精细化、地域化，同时，更增强了公司对于上下游资源的整合效率和把控能力，做到了效率化、专业化、一体化的业务链发展。

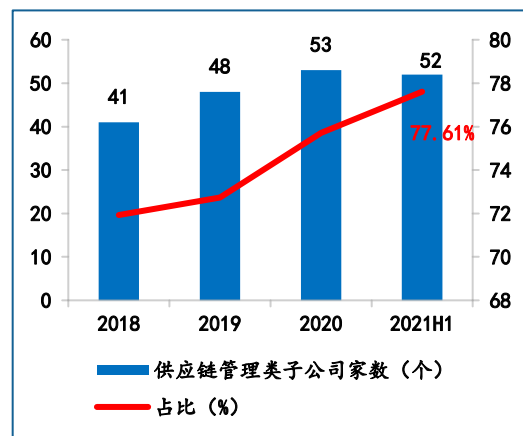
随着整个煤炭消费行业的饱和趋势，以及煤炭供给侧改革推进下，产业链上下两端集中度的提高也会倒逼中游行业提升集中度，作为行业龙头的瑞茂通掌握有相对集中的上下游资源，具备更加成熟的产业链体系，未来仍有极大的发展空间。同时，混改经营也促使瑞茂通与上下游企业的联系更为紧密，更有助于公司对整个供应链业务上下游资源的把控、整合，从而再度实现业务规模的扩张。

响应“一带一路”号召 加速国际化产业布局

瑞茂通积极响应国家“一带一路”号召，加速大宗商品国际化

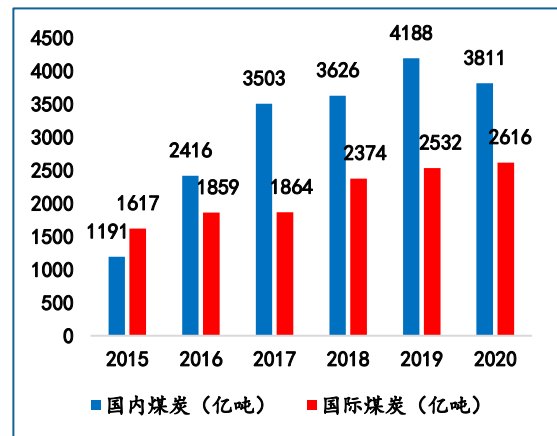
布局，业务扩展至俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、文莱、越南、巴基斯坦、印度、韩国、澳大利亚、南非等国家及中国台湾地区。在煤炭供应链方面，公司加强与国企在国际大宗商品进口、代理采购等相关业务的合作，同时，由于煤炭供应链业务模式带来的信用风险，公司制定并执行了适当的外汇衍生品避险策略。2020年，虽由于疫情等缘故，公司实现国内煤炭业务发运约3,811万吨，同比下降9.00%；但国际煤炭业务发运约2,616万吨，同比增长3.32%，进口焦煤业务实现从“0”到“1”的开拓，全年实现发运约75万吨。

图表 23 供应链管理类子公司家数及占比



数据来源: wind 大同证券研究发展部

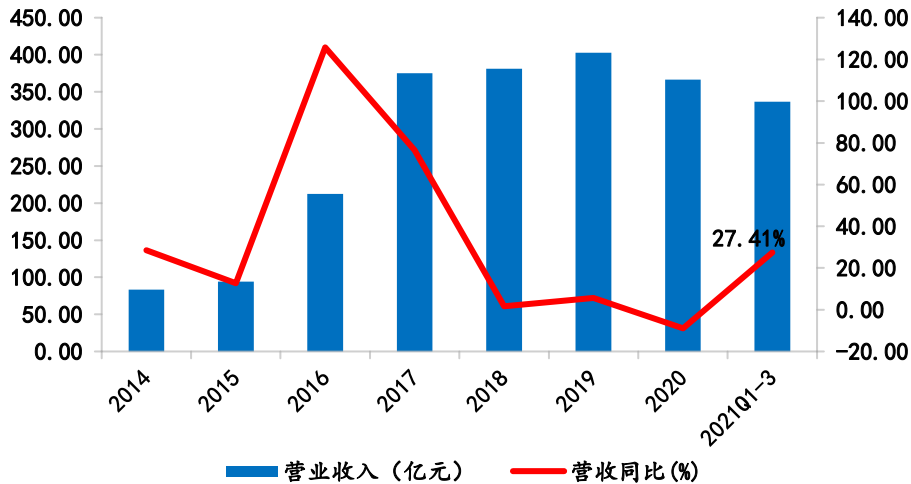
图表 24 瑞茂通煤炭供应链管理业务市占率



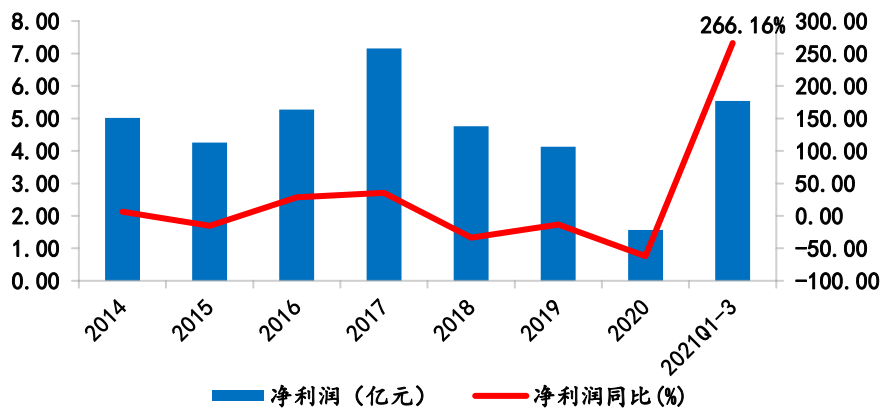
数据来源: 公司公告 大同证券研究发展部

四、年内业绩表现亮眼 业务规模稳定有望更进一步

公司营收在经历了2016年的大涨之后，持续保持在350亿元-400亿元的高位，盈利能力十分稳定，2020年在遭遇疫情冲击后，仍能保持有较稳定的营收，实现营业收入366.65亿元，同比增速-8.92%，仅有小幅回落。2021年，受煤炭行业供需影响，煤炭贸易出现回暖，公司2021年前三季度营业收入大幅上涨，达到336.65亿元，同比增幅27.41%。净利润也一改之前的持续下跌的情况，涨超200%，公司2021年前三季度实现净利润5.54亿元，同比增速266.16%。

图表 25 公司营收情况


数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

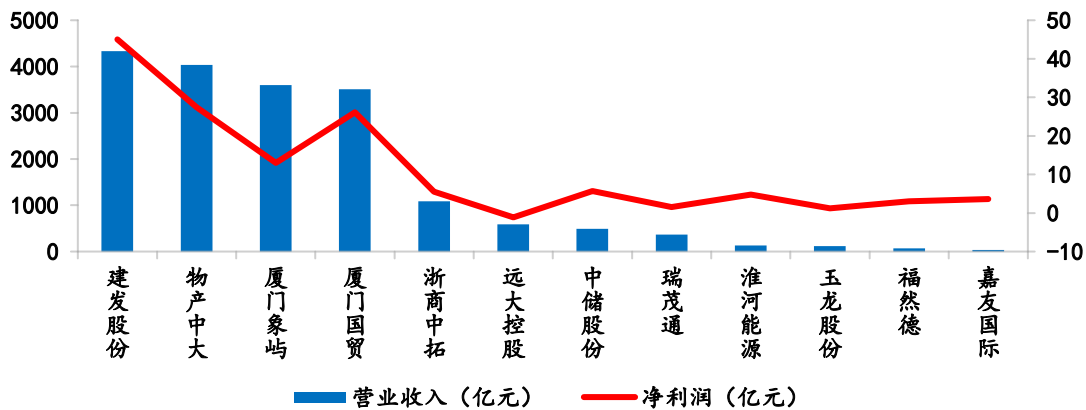
图表 26 公司净利润情况


数据来源：公司公告 大同证券研究发展部

瑞茂通始终处于大宗贸易供应链管理行业头部集团地位，2020年营业收入在可比 12 家大宗贸易供应链企业中排在四大龙头之后的头部梯队，同远大控股、中储股份、淮河能源、玉龙股份均属于营收百亿之上的梯队。面对上下游日益集中的情况，市场对中游供应链公司的采购能力、运输能力、分销能力都提出了更高的要求，这也更使得中游公司的规模化、专业化能力受到了考验。瑞茂通作为深耕煤炭供应链管理 20 余年的企业，有着极高的专业化程度，同时始终积极创新，借助互联网思维，转型供应链平台服务商，通过线上线下的协同发力，在增强自身产业链客户黏性的同时，积极扩大自身业务规模，勇于开拓多品类大宗商品业务，在专业化、规

模化上，都有着充分的竞争优势。

图表 27 行业营收、净利润



数据来源: wind 大同证券研究发展部

五、盈利预测与估值

公司共包含三大块业务：煤炭供应链、非煤供应链以及保理业务。我们将三大业务收入单独分开预测：

1. 煤炭供应链收入预测：

煤炭供应链收入=整个市场煤炭消费量*公司的市场份额*公司运送单价

整个市场煤炭消费量预测：增长平稳，增速下降。煤炭下游需求主要来自于电力、钢铁、建材、化工等 4 个行业，其中，电力需求占煤炭消费量的 54%左右。所以我们认为：煤炭消费增速等于火电增速，而火电增速又可以采用电力增速及火电在整体发电量中的占比来计算。根据全球能源互联网发展合作组织的研报《中国“十四五”电力发展规划研究》显示，十四五期间，综合考虑我国人口增长轨迹、经济增长阶段、产业结构调整、新冠疫情等因素的影响，保守估计我国年均经济增速为 5.5%，用电总量年均增速为 4.4%，增速相比十三五时期下降 1.1%。按照党中央 2030 年碳达峰，2060 年碳中和的目标要求，清洁能源发电成为必然趋势，火电占整个发电量的占比近 5 年基本均以 1.1%的速度下降，所以，预计 2021-2025 年煤炭消费量将达到：40.68 亿吨、40.94 亿吨、41.21 亿吨、41.48 亿吨、41.77 亿吨。

公司市占率预测：按照近5年市占率的年均复合增速（7.45%）估计，预计到2025年公司市占率将达到2.28%。

公司运送单价预测：由煤炭行业未来供给状况推断煤炭贸易单价，煤炭企业基本都向以销定产的方向转变，预计未来供求相对平衡，煤炭贸易单价将保持相对稳定，同时，叠加动力煤期货价格近5年的走势，可得：公司贸易单价的复合增速为：5.18%。以此计算2021-2025年公司煤炭贸易单价分别为：439.12元/吨、461.85元/吨、485.76元/吨、510.91元/吨、537.36元/吨。

综上，推断2021-2025年公司煤炭供应链的收入为：305.19亿元、347.11亿元、394.85亿元、449.24亿元、511.23亿元。

2、非煤炭供应链收入预测：

非煤炭供应链收入主要按照其在总营业收入中的比重及占比增速来进行预测。根据公司2018-2021年非煤供应链收入计算，收入占比的年均复合增速的均值为7.82%，因此，2021-2025年非煤供应链收入为：114.85亿元、145.11亿元、184亿元、234.25亿元、299.64亿元。

3、保理业务收入预测：

由于保理业务供需两端的边际变化，叠加政策强监管，我们认为，公司未来保理业务收入将逐步缩小。据此，预计2021-2025年保理业务收入为：4.28亿元、1.5亿元、0亿元、0亿元、0亿元。

综上所述，可以预计公司未来总营收为：420.05亿元、492.22亿元、578.85亿元、683.5亿元、810.86亿元，对应的增速为：14.58%/17.18%/17.60%/18.08%/18.63%。

图表 28 公司营收预测

		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
第一 大业务	煤炭消费量（亿吨）	40.43	40.68	40.94	41.21	41.48	41.77
	公司市占率	1.59%	1.71%	1.84%	1.97%	2.12%	2.28%
	公司煤炭贸易单价（元/吨）	417.51	439.12	461.85	485.76	510.91	537.36
	煤炭供应链收入（亿元）	268.39	305.19	347.11	394.85	449.24	511.23
	增速（%）		13.71%	13.73%	13.75%	13.78%	13.80%
第二 大业务	非煤供应链收入（亿元）	92.99	114.85	145.11	184.00	234.25	299.64
	增速（%）		23.51%	26.35%	26.8%	27.31%	27.91%
第三	保理业务收入（亿元）	4.60	4.28	1.50	0.00	0.00	0.00

大业务	增速 (%)		-6.96%	-64.95%	-1	0	0
	总收入 (亿元)	366.60	420.05	492.22	578.85	683.50	810.86
	增速 (%)		14.58%	17.18%	17.60%	18.08%	18.63%

资料来源：大同证券研究发展部

基于对公司业务的深入分析，我们选取厦门象屿、远大控股、物产中大、淮河能源、玉龙股份 5 家经营煤炭贸易或大宗供应链业务的上市公司作为可比公司，认为公司 2021 年合理估值水平为 8.3 倍 PE，对应股价 7.33 元。

图表 29 可比公司估值、预测

代码	名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS-2021E	PE-2021E
600057.SH	厦门象屿	7.71	166.34	0.99	7.80
000626.SZ	远大控股	20.60	104.84		
600704.SH	物产中大	6.05	314.36	0.68	8.90
600575.SH	淮河能源	2.27	88.22		
601028.SH	玉龙股份	16.69	130.69		
603871.SH	嘉友国际	21.00	59.93	1.29	16.30
	行业均值	10.66	160.89		
600180.SH	瑞茂通	6.05	61.49	0.88	8.30

资料来源：大同证券研究发展部

备注：(1) 上市公司盈利预测来自 wind 一致预期，瑞茂通来自大同证券预测；(2) 日期为 2021 年 12 月 6 日

六、投资建议

(一) 投资建议：看好行业 持有个股

供应链管理行业作为中游行业，受上下游两端集中度增强影响，未来行业集中度将逐渐提高，行业龙头在具备专业优势、规模优势的情况下，或将迎来发展黄金期。

瑞茂通作为深耕煤炭供应链管理业务 20 余年的细分领域龙头企业，具备有成熟化的产业链体系，通过混改、合资等方式，联合上下游企业，整合了上下游资源。坚持“借助互联网思维”的战略打法，构建了专业化的产业互联网平台，做到线上平台化、线下自营化的“双轮驱动”发展。

瑞茂通煤炭供应链管理业务快速发展的同时，大力扩张非煤大宗商品供应链品类，有效抵御了主营煤炭大宗商品周期性风险，为公司业务进一步发展起到了支持作用。同时，在监管力度趋严的情况下，持续收缩供应链金融业务规模，进一步降低公司业务发展风险。

（二）风险提示

市场风险：国际环境对于大宗商品价格影响；

政策风险：疫情反复致煤炭等大宗商品进出口贸易受政策把控；

经营风险：大股东质押风险，非煤大宗业务扩展不及预期。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具有一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

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。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。

-
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
 - 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。