

市占率加速键：国企混改+宽信用

——瑞茂通 (600180.SH) 投资价值分析报告

公司深度

◆深耕二十载成就煤炭供应链龙头

公司于2000年涉足中国煤炭供应链市场，实现了从“贸易商”到“供应链管理服务商”再到“数字供应链生态平台服务商”的转变。鉴于我国煤炭消费量已处于历史高位，煤炭贸易行业已从快速成长期转入成熟期，行业集中度提升将是未来发展趋势。2019年公司煤炭贸易量6720万吨，国内贸易量占比60%，较上年提升2个百分点，市占率为1.66%。公司虽然是煤炭贸易龙头企业，但市场份额提升空间依然巨大。2020Q1公司应收保理款余额已触底回升。

◆煤炭供应链有望进入新一轮发展期

煤矿供给侧改革以来，新增产能与能源消费地之间的物理距离在持续加大。2018年晋陕蒙、新疆总产能30.3/1.9亿吨，全国产能占比较上年提升3/2个百分点；东部五省、南方九省总产能5.9/4.0亿吨，下降2/2个百分点。市场对供应链企业的资源采购、物流仓储、加工掺配、分销渠道等综合能力提出了更高要求。2020年政府工作报告中提出要推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。信用政策、融资环境的改善有望使供应链金融业务得到修复。

◆携手大型煤炭企业，做强数字化平台

通过与“三西”大型煤炭企业的深度合作，有利于双方整合资源、渠道、市场优势。公司已与平煤集团、晋煤集团、陕西煤业等煤企成立合资公司，共同拓展煤炭运销业务，2019年分别实现煤炭发运量310.4/300/796万吨。未来随着煤炭贸易集中度的提升，公司易煤数字供应链平台的作用将日益凸显，将为上下游客户提供交易、物流、金融等多元化服务。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022净利润分别为4.7/5.5/6.2亿元，对应EPS分别为0.47/0.54/0.61元。当前股价对应PE分别为13/12/10。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司2020年15倍PE，对应目标价7.05元。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**海外疫情影响进口业务；大股东股权质押风险；信用政策与融资环境改善不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	38,096	40,257	43,455	46,890	50,636
营业收入增长率	1.60%	5.67%	7.95%	7.91%	7.99%
净利润(百万元)	475	413	473	547	618
净利润增长率	-33.51%	-13.06%	14.48%	15.66%	12.86%
EPS(元)	0.47	0.41	0.47	0.54	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.33%	6.70%	7.31%	8.04%	8.63%
P/E	13	15	13	12	10
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月16日

增持(首次)

当前价/目标价：6.23/7.05元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiangc@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：10.16

总市值(亿元)：63.33

一年最低/最高(元)：5.52/8.97

近3月换手率：15.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.05	-5.54	-25.39
绝对	3.65	2.15	-15.55

资料来源：Wind

关键假设

公司核心业务包括煤炭供应链服务与供应链金融。我国煤炭消费市场已经进入成熟期，公司作为煤炭供应链细分领域龙头当前市占率不到 2%，具有较大提升空间。通过搭建数字化平台、与核心产区煤企成立合资公司等方式，公司煤炭贸易规模有望持续提升，我们假设 2020-22 年贸易规模保持 8% 增长速度。在煤价波动幅度收窄和铁路发运量占比稳定的情况下，公司煤炭供应链服务毛利率趋于相对稳定，保持 6.9% 水平（未包含运杂费、港务费、装卸堆存费、检验鉴定费用）。

煤炭供应链业务规模取决于信用政策及融资环境，《2020 政府工作报告》明确提出未来将综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。2020Q1 公司保理规模已见底回升，我们假设 2020-22 年供应链金融收入增速分别为 10%/23%/38%。

我们区别于市场的观点

市场没有充分认识到当前煤炭供应链正在发生的两大变化：市场集中度提升与融资环境改善。

煤矿供给侧改革以来，新增产能与能源消费地之间的物理距离在持续加大，行业上下游企业不断趋于集中，产业链条呈现两端集中、中间分散的结构。公司聚焦煤炭供应链细分领域，深耕多年已建立了完善的煤炭贸易网络、数字化交易平台以及金融服务平台，作为细分市场龙头公司 2019 年市占率仅 1.66%。公司通过联合“三西”地区大型煤通过成立合资公司的方式，有望为市场率提升按下加速键。

信用政策、融资环境的改善有望使供应链金融业务规模重回增长。2019 年公司与中原银行股份有限公司签订了战略合作的意向协议，中原银行为瑞茂通提供人民币 100 亿元的意向性综合授信额度，郑州银行、温州银行等金融机构也相继给予授信支持。值得注意的是，2020Q1 公司应收保理款余额已触底回升。我们认为随着货币政策工具的积极推动，利率下行有助于公司保理业务修复。

股价上涨的催化因素

煤炭贸易量提升；贷款利率下行；保理规模增加。

估值与目标价

我们预计公司 2020-2022 净利润分别为 4.7/5.5/6.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.54/0.61 元。当前股价对应 PE 分别为 13/12/10。公司聚焦煤炭供应链细分领域，深耕多年已建立了完善的煤炭贸易网络、数字化交易平台以及金融服务平台。基于其细分市场的龙头地位以及与上游市场的深入合作，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价 7.05 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、 深耕二十载成就煤炭供应链龙头	5
1.1、 以煤炭供应链为支点，打造数字生态平台服务商	5
1.2、 煤炭贸易：消费高峰已过，市场集中度将持续提升	6
1.3、 煤炭金融：信用政策及融资环境决定规模	8
2、 煤炭供应链有望进入新一轮发展期	9
2.1、 产需逆向分布加剧，催生煤炭供应链服务需求	9
2.2、 2020 年信用政策有望使保理业务修复	11
3、 携手大型煤炭企业，做强数字化平台	13
3.1、 借力混改，搭建数字化供应链平台	13
3.2、 与核心产区煤企合作，为贸易量增长奠定基础	14
4、 盈利预测	16
5、 估值水平与投资评级	17
5.1、 相对估值	17
5.2、 绝对估值	17
5.3、 估值结论与投资评级	18
6、 风险提示	19

图表目录

图 1：公司股权结构（2019 年）	5
图 2：2019 营收 403 亿元，同比增长 5.7%	6
图 3：2019 归母净利润 4.1 亿元，同比下降 13.1%	6
图 4：公司营业收入结构	6
图 5：公司毛利结构	6
图 6：国内煤炭消费趋于稳定	7
图 7：公司市场份额逐年提升	7
图 8：公司供应链服务毛利率略高于其他企业	7
图 9：全国煤炭铁路-港口-消费地示意图（单位：亿吨）	9
图 10：运输环节占煤炭终端价格的 40%	10
图 11：东部、南方产能收缩，新增产能向晋陕蒙和新疆地区集中释放	10
图 12：供应链金融板块收入结构	11
图 13：保理业务收入结构	11
图 14：保理业务期限缩短	12
图 15：2020Q1 保理规模回升	12
图 16：公司保理规模与综合利率情况	12
图 17：2020Q1 贷款利率下降，规模增速回升	12
图 18：通过拓展上下游打造数字化供应链平台	14
图 19：2019 年陕西煤业商品煤产量、商品煤销量同比增加 6.3%/24.9%	15
图 20：蒙华铁路线路分布	15
表 1：传统银行与瑞茂通承担保理商的优劣势比较	8
表 2：2018 年 12 月底全国产能汇总（单位：亿吨）	10
表 3：保理业务行业收费标准	11
表 4：晋煤集团产量持续增长	14
表 5：公司主营业务盈利预测	16
表 6：可比公司盈利预测与估值	17
表 7：基本假设	17
表 8：FCFF 估值	18
表 9：敏感性分析	18
表 10：估值结果汇总	18

1、深耕二十载成就煤炭供应链龙头

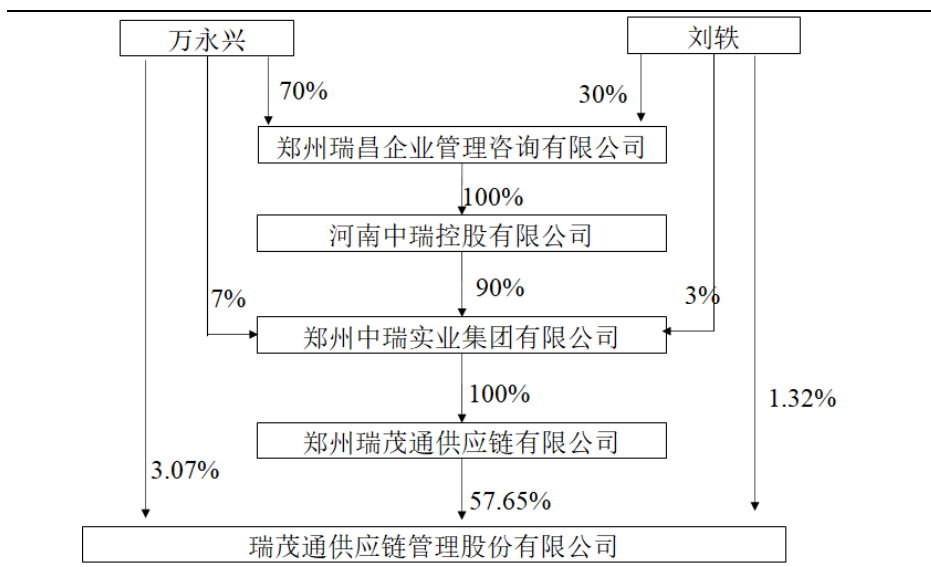
瑞茂通主营业务为煤炭供应链服务与供应链金融，并且拥有垂直电商平台易煤网。煤炭供应链服务市场集中度极低，公司作为龙头依然具巨大提升空间。供应链金融业务信用风险低，随着信用政策放宽其规模有望修复。

1.1、以煤炭供应链为支点，打造数字生态平台服务商

公司于 2000 年涉足中国煤炭供应链市场，持续深耕二十年，伴随着中国经济的快速发展和中国能源市场的快速增长，实现了从“贸易商”到“供应链管理服务商”再到“数字供应链生态平台服务商”的转变。公司积极探索区块链、大数据、云计算等信息技术，推动传统供应链业务的数字化改造和数字供应链平台建设，并以合资公司作为核心做市商，持续优化平台生态，打造集商流、物流、信息流和资金流于一体的垂直大宗商品数字供应链生态平台“易煤网”。

2012 年公司通过借壳登陆资本市场。2008 年烟台市中级人民法院裁定山东九发集团公司破产，其持有的九发股份部分股份被司法拍卖。2011 年郑州瑞茂通供应链管理股份有限公司与九发股份签订《债务代偿协议》、《发行股份购买资产协议》，将瑞茂通持有的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 29.9 亿元的股权中的 89% 注入九发股份，购买九发股份 71% 的股权，该项资产重组完成后，九发股份控股股东变更为郑州瑞茂通，九发股份更名为瑞茂通供应链股份有限公司。截至 2019 年末郑州瑞茂通持有上市公司 57.7% 的股份，公司实际控制人为万永兴先生。

图 1：公司股权结构（2019 年）



资料来源：公司公告

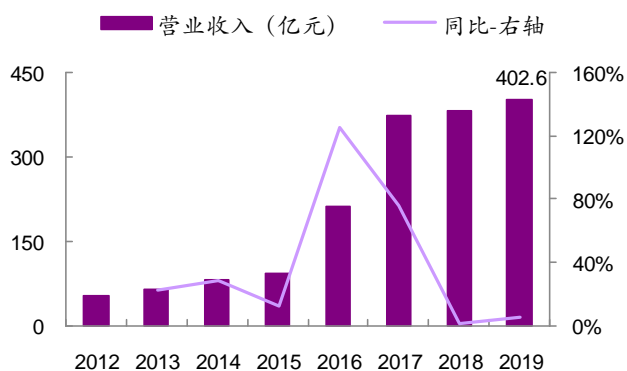
公司经营业务包括煤炭供应链管理服务、非煤供应链管理服务以及供应链金融服务。供应链管理服务主要由 China Coal Solution、郑州嘉瑞、江苏晋、深圳前海瑞茂等全资子公司负责。供应链金融服务主要以商业保理和小

额贷款（贷款对象均为供应链上的相关企业），该业务主要由新疆瑞泰、天津瑞茂通商等全资子公司负责。

2019年瑞茂通营业收入/归母净利润分别为402.6/4.1亿元，同比增速分别为5.7%/-13.1%。从业务结构来看，煤炭供应链服务是公司主要盈利来源，2019年营收/毛利分别占比为76%/78%。2013年公司积极搭建供应链一体化综合服务平台，并依托供应链管理优势发展供应链金融业务。2015年10月公司成立冶金事业部、纺织品事业部，开始涉足非煤炭大宗商品领域。

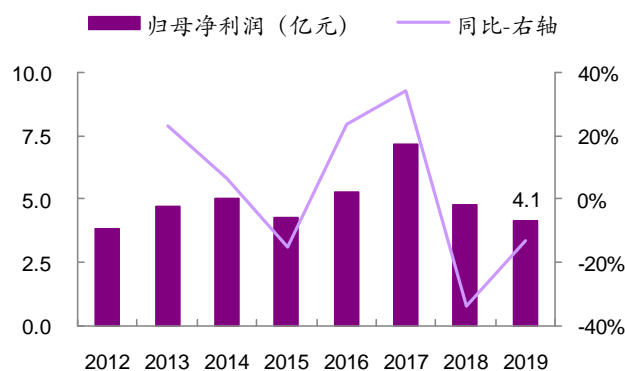
公司煤炭供应链服务毛利率略高于非煤供应链服务。由于煤炭供应链服务行业集中度低竞争激烈，2015-2017年该板块毛利率逐年下降。为了降低营运成本，公司不断地进行信息化、智能化建设，并搭建电商平台易煤网。2018年煤炭供应链服务毛利率开始回升。公司融资成本计入财务费用，导致供应链金融服务板块毛利率偏高。

图 2：2019 营收 403 亿元，同比增长 5.7%



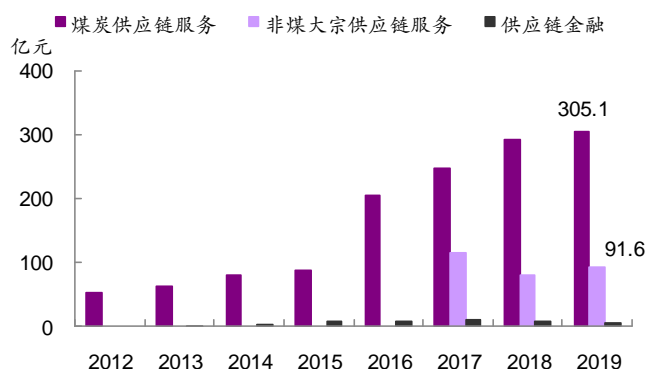
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2019 归母净利 4.1 亿元，同比下降 13.1%



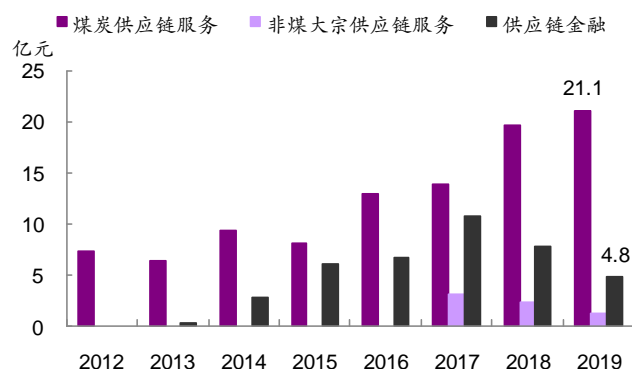
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司毛利结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

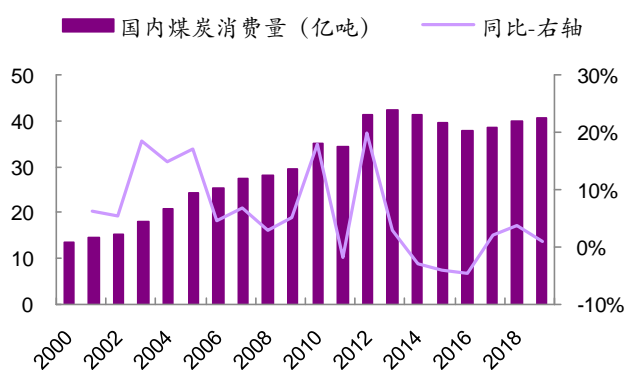
1.2、煤炭贸易：消费高峰已过，市场集中度将持续提升

煤炭供应链管理是处于煤炭开采与煤炭消费（主要是发电）的中间业务。公司采购上游煤企或贸易商产品，经过运输、仓储、配煤、物流、转运等多

个环节将煤炭销售给下游电厂等客户。目前该行业上下游企业分散，盈利模式较为单一，主要通过贸易价差来获取利润。鉴于我国煤炭消费量已处于历史高位，煤炭贸易行业已从快速成长期转入成熟期，行业集中度提升将是未来发展趋势。

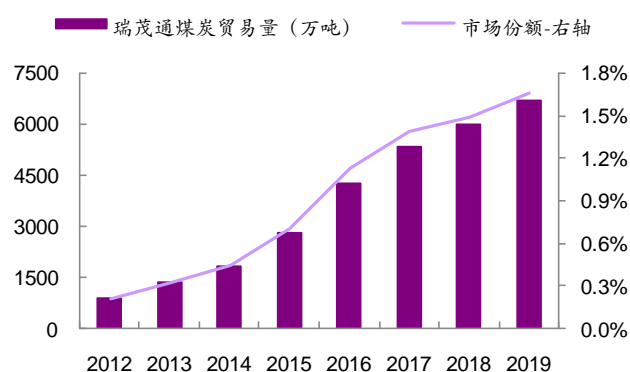
在煤价波动幅度收窄和铁路发运量占比稳定的情况下，公司煤炭供应链服务毛利率趋于相对稳定。煤炭供应链服务业务的盈利能力更取决于贸易规模与市场份额。过去 8 年以来瑞茂通煤炭贸易一直保持较高增速，2019 年公司煤炭贸易量 6720 万吨，国内贸易量占比 60% 较上年提升 2 个百分点，市场份额从 2012 年的 0.21% 攀升至 2019 年的 1.66%。公司虽然是煤炭贸易龙头企业，但市场份额提升空间依然巨大。

图 6：国内煤炭消费趋于稳定



资料来源：《中国煤炭市场发展报告（2019）》，光大证券研究所

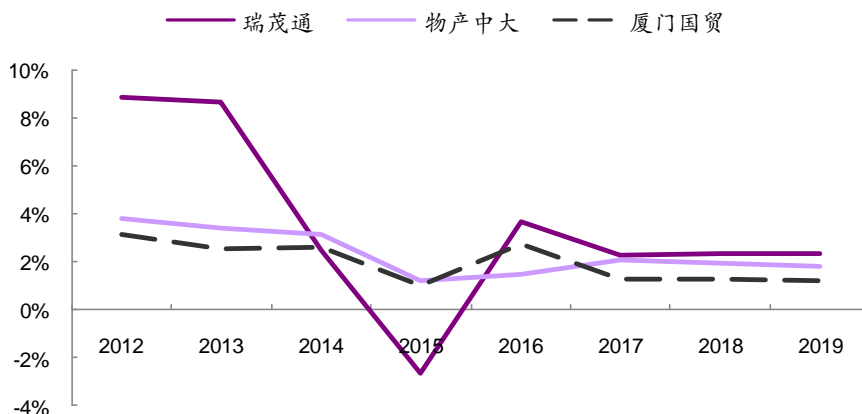
图 7：公司市场份额逐年提升



资料来源：《中国煤炭市场发展报告（2019）》，公司公告，光大证券研究所

鉴于各个公司煤炭供应链管理业务营业成本的统计口径不同，不能直接将瑞茂通的煤炭供应链业务的毛利率与其他公司比较。瑞茂通销售费用主要包含运杂费、港务费、装卸堆存费、检验鉴定费用等。可比公司销售费用主要包括营运费用、广告费用、折旧费用等。2019 年公司剔除煤炭供应链管理分部销售费用后的经营毛利率为 2.33%，略高于与行业内其他企业。

图 8：公司供应链服务毛利率略高于其他企业



资料来源：公司公告，光大证券研究所

从供应链服务毛利率历史变化来看，2016 年毛利率大幅回升，此后维持稳定。煤炭供应链服务企业在采购煤炭到将其卖出之间存在一定时间差，煤炭价格若是发生剧烈波动会大大影响业务盈利性，因此需要进行套期保值操作以降低波动。煤价上涨周期中单纯买入卖出赚取差价的贸易企业即使不用期现货对冲也能享受煤价上涨带来的收益，而煤价下跌周期中如果不及时进行套期保值，单纯买入卖出赚取差价的贸易企业将难以为继，情况严重的时候会起大额亏损。公司充分运用期货、纸货等相关金融衍生工具，对相关品种大宗商品现货业务开展套期保值、基差交易等对冲业务，有效规避大宗商品现货价格波动所带来的贸易风险，保障供应链业务的高速扩张。

1.3、煤炭金融：信用政策及融资环境决定规模

早在 2014 年瑞茂通就坚定践行产融结合的发展战略，开始了供应链金融领域布局。煤炭供应链管理业务是公司经营的基础和根本，而发展供应链金融不仅能够促进企业的转型升级，还能够更好地与供应链管理业务相协同，增强供应链管理业务的客户黏性。

瑞茂通所提供的供应链金融服务主要为商业保理和小额贷款（贷款对象为供应链条中的相关企业）。商业保理本质上属于应收账款融资模式，基本的业务流程是：保理公司根据保理客户拟转让应收账款情况决定是否核准应收账款的转让申请，同时结合保理客户未来业务发展情况，对客户保理业务申请核准保理额度。原则上，保理额度不超过客户拟转让应收账款最大金额，授信融资期限不超过十二个月，在授信期限内，客户循环使用授信额度。《保理合同》中约定保理公司向保理客户提供保理融资服务，保理客户同意以转让的应收账款对应的融资金额为计算基准向保理公司支付保理费用，费用包括保理费、业务手续费等。保理费中的利息在保理融资有效期内分期支付，并于每笔保理融资本金到期日前全部支付完毕。手续费应在融资金项发放后的当年会计年度由保理客户一次性支付给保理公司。公司目前开展的保理业务，全部为有追索权的保理业务。

一般情况下保理商可以是银行也可以是供应链环节中的企业（如瑞茂通），它们承担保理商有各自的优劣势。目前公司融资方式以传统银行授信和非公开发行债券融资为主，未来将积极探索 ABS、ABN 等供应链融资新模式。由于公司为民企，融资成本较国企相对较高，公司主体信用评级为 AA，而山煤国际和厦门国贸的最新主体信用评级分别 AA+/AAA。瑞茂通非公开发行债券一般为私募债，且主要采用累进利率，票面利率分布在 6.5%-8% 之间，而山煤国际和厦门国贸主要为一般定向工具，采用固定利率，票面利率一般低于瑞茂通。

表 1：传统银行与瑞茂通承担保理商的优劣势比较

	传统银行	瑞茂通
优势	资金成本低。	由于搭建了易煤网电商平台，再加上多年供应链管理业务的经验，积累了大量上下游客户的软信息。
劣势	由于没有参与供应链的业务环节，无法掌握上下游企业的“物流、商流、信息流、资金流”。	需要向银行和其他金融机构融资，民营企业融资成本偏高。

资料来源：光大证券研究所

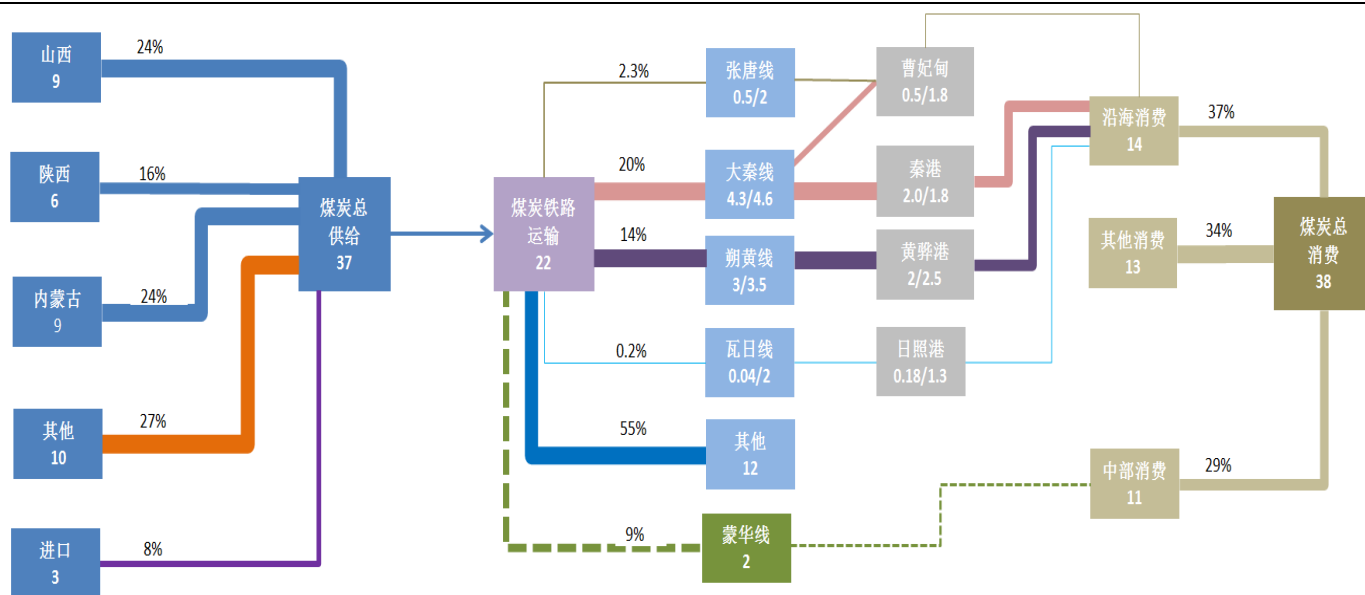
2、煤炭供应链有望进入新一轮发展期

煤炭供给侧改革后，行业上下游企业不断趋于集中，产业链条呈现两端集中、中间分散的结构。市场对供应链企业的资源采购、物流仓储、加工掺配、分销渠道等综合能力提出了更高要求。2020 年政府工作报告中提出要推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。信用政策、融资环境的改善有望使供应链金融业务规模重回增长。

2.1、产需逆向分布加剧，催生煤炭供应链服务需求

煤炭产需逆向分布，运输成本高。煤炭在我国一次能源中具有明显的经济性，由于单位热值低、供需市场逆向分布，运输成为煤炭价格体系的重要环节。煤炭资源主要分布于以山西、陕西、内蒙古为核心的“三西”地区，而消费地主要集中于中部、沿海地带。铁水联运是“西煤东运”最主要的运输方式，即由主产地“三西”经铁路发往环渤海主要港口，再由港口发往沿海或由内河到达中部省份。

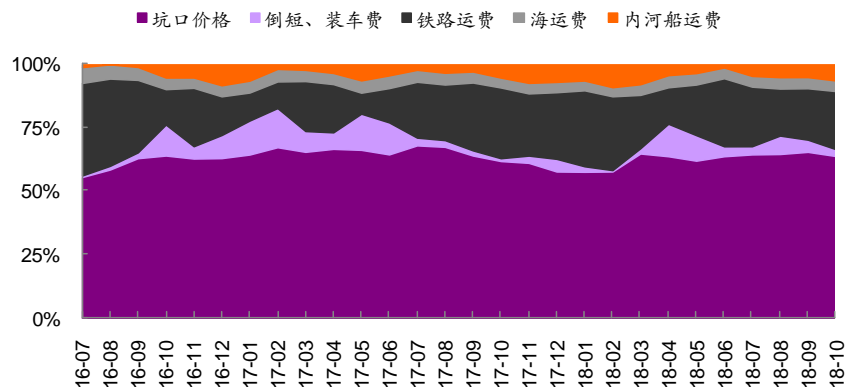
图 9：全国煤炭铁路-港口-消费地示意图（单位：亿吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：铁路及港口数值分别为 2017 年实际运量/吞吐量与设计运能、吞吐量。例如曹妃甸 2017 年实际吞吐量 0.5 亿吨，根据规划未来设计吞吐量 1.8 亿吨；张唐线 2017 年煤炭运量 0.5 亿吨，设计运力 2 亿吨。）

以山西 5500 大卡热值的动力煤为例，我们可以清晰地看到运输环节（包括：公路倒短、铁运、海运、内河运输）在终端价格中的权重：煤炭产品本身价格仅占终端价格的 60% 左右，第二大构成则是煤矿至港口段的铁路运输。基于资源禀赋条件，我国一次能源中煤炭具有极高的经济性。但容易被忽略的是，煤炭虽然价格低，但能源效率远不及石油与天然气。相同质量的煤炭热值仅为石油的 60%，低廉运输成本是煤炭“以量补质”的重要前提。

图 10: 运输环节占煤炭终端价格的 40%



资料来源: Wind, 光大证券研究所

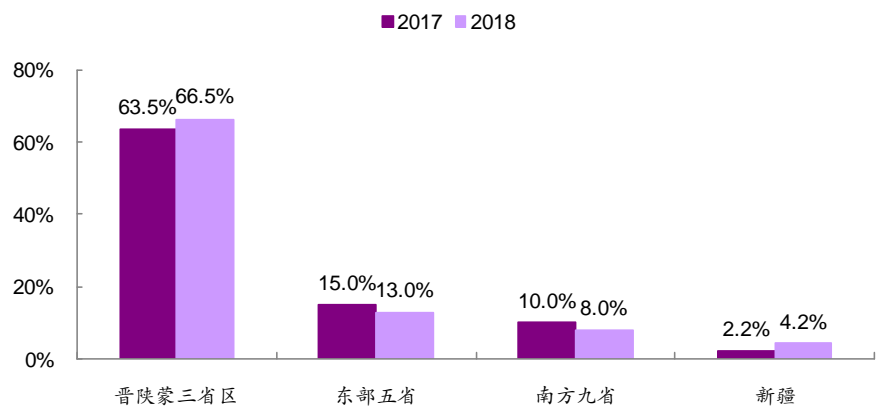
煤矿供给侧改革以来, 新增产能与能源消费地之间的物理距离在持续增大。东部、南方省份煤炭产能延续收缩趋势, 新增产能向资源赋存条件好、开采成本低、安全保障程度高的山西、陕西、内蒙古、新疆等地区集中释放。2018 年晋陕蒙、新疆总产能 30.3/1.9 亿吨, 全国产能占比较上年提升 3/2 个百分点; 东部五省、南方九省总产能 5.9/4.0 亿吨, 下降 2/2 个百分点。

表 2: 2018 年 12 月底全国产能汇总 (单位: 亿吨)

区域	生产矿	建设矿	总产能
全国	35.3	10.3	45.6
其中: 晋陕蒙三省区	22.6	7.7	30.3
东部五省	5.4	0.5	5.9
南方九省	3.2	0.8	4.0
东北三省	1.6	0.3	1.9
新疆	1.7	0.2	1.9

资料来源: 国家能源局, 光大证券研究所 (注: 东部五省包括河北、河南、山东、江苏、安徽; 南方九省包括福建、江西、湖北、湖南、广西、四川、重庆、云南、贵州)

图 11: 东部、南方产能收缩, 新增产能向晋陕蒙和新疆地区集中释放



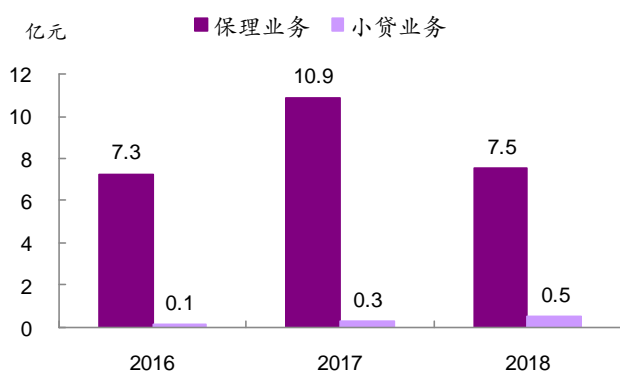
资料来源: 国家能源局, 光大证券研究所

随着煤炭行业上下游企业不断趋于集中，产业链条呈现两端集中、中间分散的结构。在此环境下，供应链环节交易透明度低、运营效率相对较低的矛盾开始凸显，鉴于资金驱动型的行业特征，中小贸易商资金不足、风控较弱、渠道不完整以及独立经营抗风险能力较弱等诸多问题逐步暴露。相较中小贸易商，公司供应链业务因拥有更强的资源采购、物流仓储、加工掺配、分销渠道、产融结合等多方面的优势，自身基本具备抵抗行业周期性波动风险的能力。

2.2、2020 年信用政策有望使保理业务修复

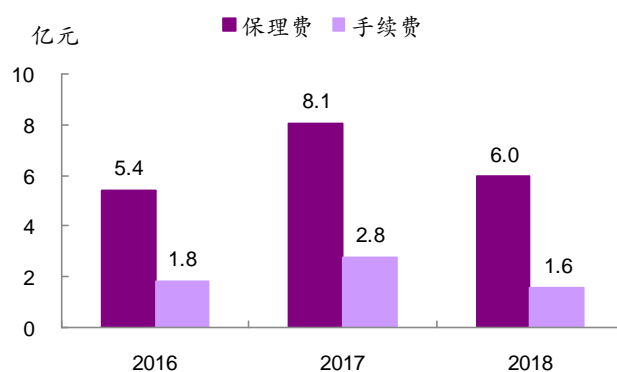
瑞茂通供应链金融板块的业务分为小额贷款和商业保理，其中小额贷款营收占比较小，对供应链金融板块影响有限。商业保理业务可以分成两部分收入，一部分为保理费，另一部分为手续费。其中手续费较为固定，一般按照保理次数和相应费率来进行收费。保理费取决于保理规模、保理综合利率和期限三个因素。

图 12：供应链金融板块收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 13：保理业务收入结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司保理业务综合利率区间在 8%-15% 之间，平均为 12% 左右。在公司开展业务过程中，主要参考天津市商业保理协会给予的指导标准，确保定价符合行业标准。

表 3：保理业务行业收费标准

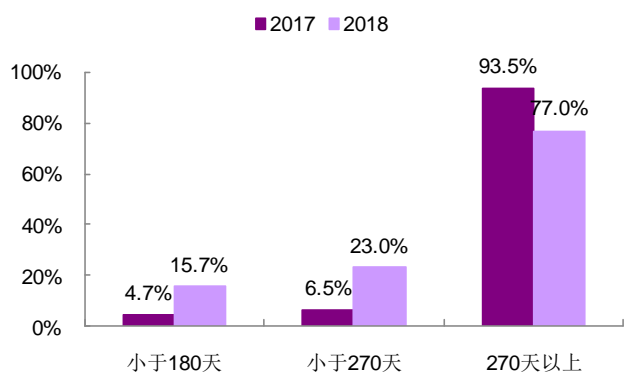
收费标准	频次	备注
4-18%/年	一次或分期	收费基准，保理费可以对保理客户提供融资金额为准；其他一次性规模，可以融资金额或标的资产规模或双方协商确定。
0.5-3%	一次	
0.5-3%	一次	
0.5-6%	一次	
1-3%	一次	
0.5-3%	一次	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司对保理业务的利率定价，由以下几个方面的因素决定：金融机构贷款利率水平、保理行业收费标准、供应链上客户承受能力。供应链金融收入下降主要由于保理业务收入减少，保理业务收入的下降主要受期限缩短影响：2017 年 180 天以内保理业务占比约 4.7%，2018 年上升到了 15.7%；2017 年 270 天以内（含 180 天以内）的保理业务占比约为 6.5%，而 2018

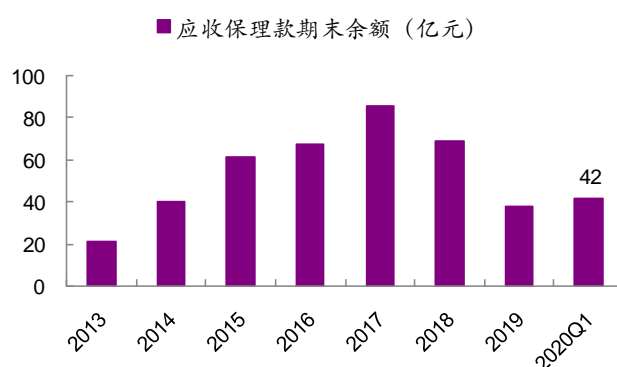
年达到了23%。期限短的保理业务一般不对客户收取手续费，从而导致手续费下滑。

图 14：保理业务期限缩短



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 15：2020Q1 保理规模回升



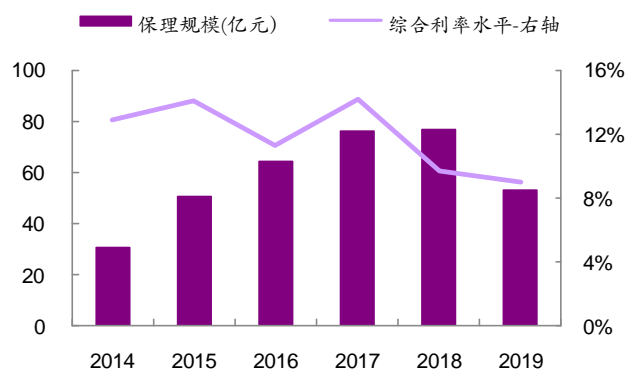
资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至2019年末公司应收保理款为37.6亿元，该指标自2017年与保理业务综合利率同步下降。保理业务期限收缩与2016年国内金融体系开启“去杠杆”有关。在“资管新规”和“去杠杆”等政策下，国内呈现信用偏紧的市场环境使公司保理业务发展受到阻碍。2019年6月，公司与中原银行股份有限公司签订了战略合作的意向协议，中原银行为瑞茂通提供人民币100亿元的意向性综合授信额度，用于探索并开展供应链金融业务，郑州银行、温州银行等金融机构也相继给予授信支持。

值得注意的是，2020Q1公司应收保理款余额已触底回升。《2020年政府工作报告》中提出，2020年稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

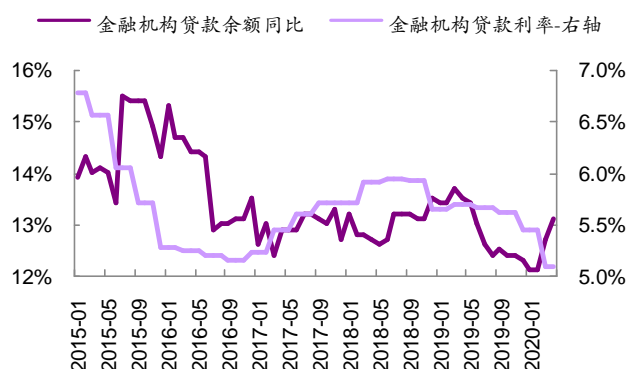
2020年4月国内金融机构贷款余额同比增速、平均贷款利率分别13.1%/5.1%，融资环境较2019年末有所改善。我们认为随着政策工具的积极推动，利率下行有助于公司保理业务修复。

图 16：公司保理规模与综合利率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 17：2020Q1 贷款利率下降，规模增速回升



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

3、携手大型煤炭企业，做强数字化平台

公司与“三西”大型煤炭企业积极深入合作，有利于双方整合资源、渠道、市场优势，实现利益最大化。未来随着煤炭贸易集中度的提升，公司易煤数字供应链平台的作用将日益凸显，将为上下游客户提供交易、物流、金融等多元化服务。

3.1、借力混改，搭建数字化供应链平台

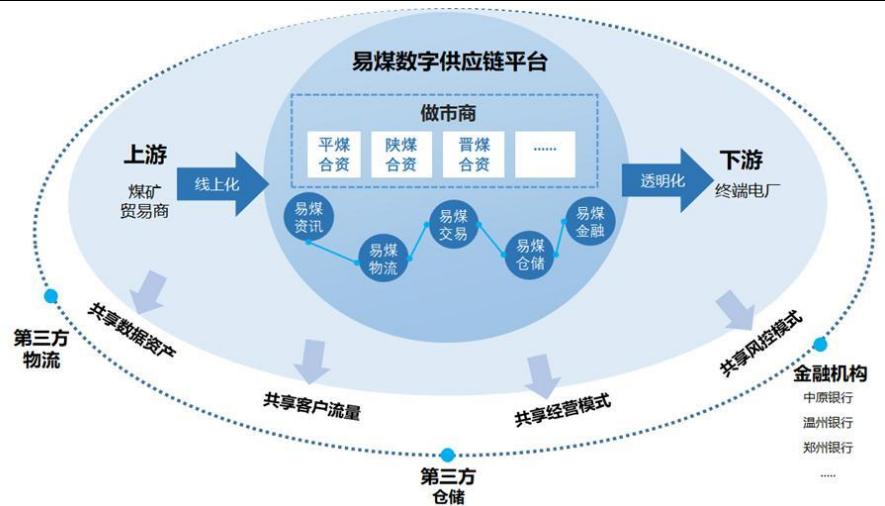
为响应国家混改号召、实现优势互补，2019年公司围绕煤炭产业链上下游继续寻找拥有区位优势、政策优势及资源优势的地方政府、大型国有企业及金融机构，通过与其成立合资公司，实现混改经营。公司向合资公司输出成熟的商业模式、灵活的管理机制以及健全的风控管理体系，搭配国有企业深厚的资源实力及产业核心物流节点把控能力，实现双方强强联合，极大地提升了双方核心竞争优势，共同拓展能源大宗商品供应链流通领域价值链业务：

(1) 平煤集团：公司与中国平煤集团实施混改合作，成立合资公司重点开展焦煤焦炭业务，为公司焦煤焦炭业务发展拓宽了发展渠道，注入了全新的发展动力。2019年公司共计实现焦煤焦炭发运 310.4 万吨，同比增长 250.4%。

(2) 陕西煤业：公司与陕西煤业合资成立了陕西陕煤供应链管理有限公司，合资公司注册资本达 40 亿元。随着浩吉、靖神铁路的开通，陕西地区优质煤炭资源在两湖一江地区将具有显著竞争优势，公司在两湖一江布局多年，拥有广阔的销售渠道，公司与陕西煤业强强联合、优势互补。2019年陕煤供应链全年实现煤炭发运 796.0 万吨。

(3) 晋煤集团：公司全资子公司郑州嘉瑞供应链管理有限公司以增资入股的方式成为晋煤集团旗下二级子公司晋瑞能源第二大股东。增资扩股后，晋瑞能源注册资本 10 亿元，通过与晋煤集团的合资经营，公司大大增强了对山西地区上游核心优质资源的掌控能力，完善了公司核心节点的线下布局。2019年公司为晋瑞能源带来增量煤炭发运业务近 300 万吨。

图 18：通过拓展上下游打造数字化供应链平台



资料来源：公司公告

3.2、与核心产区煤企合作，为贸易量增长奠定基础

煤炭行业供给侧改革以后，集中度的提升使得“三西地区”煤炭集团的行业地位大幅提升。对于供应链企业来说，与上述地区的重要煤炭开采企业进行长期合作，并获取优质煤炭资源有利于保障下游客户的稳定供应。2019年瑞茂通分别与晋煤集团、陕西煤业设立合资公司，共同经营煤炭供应链管理业务，帮助上游企业销售产品，优化渠道。

(1) 晋煤集团

晋煤集团所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是中国无烟煤储量最集中的地区，2018年占山西省无烟煤储量的65%，占中国无烟煤储量的26%。截至2018年底，集团煤炭资源储量27.6亿吨，其中可采储量13.9亿吨。从集团煤炭资源结构上看，无烟煤占本部煤炭资源储量的比例为83%。不断扩大的产量对运输提出了较为迫切的要求。晋煤集团煤炭主要是通过太焦线、侯月线两条铁路线外运。目前侯月线运力基本满足集团公司资源外运，太焦线运力则远远不能满足外运需求。由于集团公司铁路运力增长不足，只能用公路煤炭运输作为补充，合资公司有利于帮助晋煤集团解决产运矛盾。

表 4：晋煤集团产量持续增长

项目	2016	同比	2017	同比	2018	同比	2019Q1	同比
原煤产量 (万吨)	5684	1.08%	5854	2.99%	5910	9.57%	1308	11.99%
商品煤销量 (万吨)	5165	5.88%	5270	2.04%	5352	1.56%	1152	15.55%

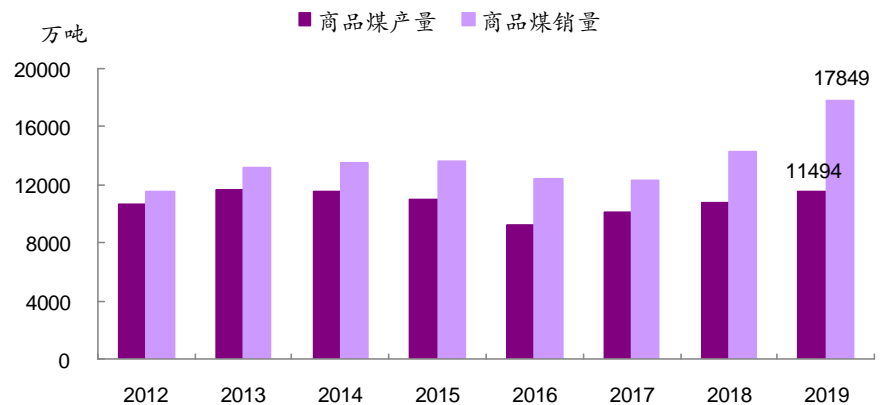
资料来源：晋煤集团债券募集说明书，光大证券研究所

(2) 陕西煤业

2019年陕西煤业商品煤产量、商品煤销量同比增加6.3%/24.9%。陕西煤业所属的小保当一号矿1500万吨/年，小保当二号矿1300万吨/年项目核准变更申请已获得国家发改委通过，小保当一号矿井及选煤厂项目已正式进入联合试运转。小保当二号矿及选煤厂完成了1300万吨/年建设规模的审计

审查，取得了开工备案批复。随着这些新增产能建成投产，需要寻找新的下游客户，因此同样需要寻求相关煤炭供应链企业提供销售方案。

图 19：2019 年陕西煤业商品煤产量、商品煤销量同比增加 6.3%/24.9%



资料来源：Wind，光大证券研究所

我国规模最大的运煤重载货运铁路——浩吉铁路(蒙华铁路)已经通车。浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯境内的浩勒报吉站，终点至位于江西的京九铁路吉安站。线路全长 1837 公里，途径 7 个省份，上接陕西能源“金三角”地带，下至中部两湖一江。

浩吉铁路规划运输能力为 2 亿吨/年以上，有利于开发蒙陕甘宁地区煤炭资源、保障鄂湘赣等华中地区能源供应。随着浩吉铁路的投入运行，国家北煤南运新的战略通道正式打通，将彻底改变过去中国煤炭资源由西至东，再经过海运江运才能到达华中、华南地区的状况。

图 20：蒙华铁路线路分布



资料来源：大公网

陕西省相较山西、内蒙煤炭主产地，距鄂湘赣以及川渝等主要消费市场具备运距优势。未来陕北矿区红柳林矿、张家峁矿、柠条塔矿三个千万吨级矿井以及小保当一、二号矿所生产的优质煤炭产品将逐步进入川渝、鄂湘赣等地区市场。借助合资公司完善的销售、运输渠道，有望打通“北煤南运”市场。

4、盈利预测

公司核心业务包括煤炭供应链服务与供应链金融。煤炭供应链服务本质属于煤炭贸易，其规模增长取决于需求增速及市场份额。我们认为我国煤炭消费市场已经进入成熟期，公司作为煤炭供应链细分领域龙头当前市占率不到 2%，具有较大提升空间。通过搭建数字化平台、与核心产区煤企成立合资公司等方式，公司煤炭贸易规模有望持续提升，我们假设 2020-22 年贸易规模保持 8% 增长速度。在煤价波动幅度收窄和铁路发运量占比稳定的情况下，公司煤炭供应链服务毛利率趋于相对稳定，保持 6.9% 水平（未包含运杂费、港务费、装卸堆存费、检验鉴定费）。

煤炭供应链业务规模取决于信用政策及融资环境，《2020 政府工作报告》明确提出未来将综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。2020Q1 公司保理规模已见底回升，我们假设 2020-22 年供应链金融收入增速分别为 10%/23%/38%。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 434.5/468.9/506.3 亿元，对应增速分别为 7.9%/7.9%/8.0%，综合毛利率分别为 7.1%/7.3%/7.7%。公司 2020-2022 净利润分别为 4.8/5.5/6.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.54/0.61 元。

表 5：公司主营业务盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	381.0	402.6	434.5	468.9	506.3
YoY%	1.6%	5.7%	7.9%	7.9%	8.0%
煤炭供应链服务	292.3	305.1	326.4	349.3	373.7
非煤大宗供应链服务	80.6	91.6	101.6	111.6	121.6
供应链金融	8.0	5.9	6.5	8.0	11.0
营业成本 (亿元)	351.0	373.8	403.6	434.7	467.3
煤炭供应链服务	272.6	284.0	303.9	325.2	348.0
非煤大宗供应链服务	78.2	89.7	99.6	109.4	119.2
供应链金融	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
毛利 (亿元)	30.0	28.8	30.9	34.2	39.0
煤炭供应链服务	19.7	19.5	21.5	22.3	23.5
非煤大宗供应链服务	2.4	1.8	2.0	2.2	2.4
供应链金融	7.8	5.8	6.4	7.9	10.8
毛利率 (%)	7.9%	7.1%	7.1%	7.3%	7.7%
煤炭供应链服务	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
非煤大宗供应链服务	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
供应链金融	97.6%	98.1%	98.1%	98.1%	98.1%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

公司聚焦煤炭供应链细分领域，深耕多年已建立了完善的煤炭贸易网络、数字化交易平台以及金融服务平台。以易煤网作为重要交易媒介，公司联合“三西”地区大型煤通过成立合资公司的方式，加大煤炭供应链领域的合作共同开发下游市场。从长远来看有利于公司市场集中度的回升。同时随着信用政策及融资环境的改善，供应链金融业务有望得到修复。我们选取山煤国际、厦门象屿、嘉友国际 3 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，2020 年平均 PE 为 14 倍。瑞茂通 2020 年 PE 为 13 倍，基于其细分市场的龙头地位以及与上游市场的深入合作，我们认为公司 2020 年合理估值水平为 15 倍 PE，对应股价 7.05 元。

表 6：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600546	山煤国际	10.94	0.59	0.57	0.67	18	19	16
600057	厦门象屿	5.83	0.51	0.58	0.68	11	10	9
603871	嘉友国际	21.33	1.56	1.65	2.10	14	13	10
行业均值						15	14	12
600180	瑞茂通	6.23	0.41	0.47	0.54	15	13	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：除瑞茂通外，其他公司数据为 wind 一致预期值，股价选自 2020-6-16 收盘价）

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-物流的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：公司享受国家所得税优惠政策按 15%进行企业所得税汇算，假设公司未来税率为 15%。

表 7：基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	1.08
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.87%
税率	15.00%
Kd	7.65%
Ve	6381.57
Vd	3030.34

目标资本结构	32.20%
WACC	7.80%

资料来源：光大证券研究所

表 8: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	5710.83	280.50%
第二阶段	(13463.58)	-661.28%
第三阶段 (终值)	9788.72	480.79%
企业价值 AEV	2035.98	100.00%
加: 非经营性净资产价值	8142.41	399.93%
减: 少数股东权益 (市值)	48.92	-2.40%
减: 债务价值	3030.34	-148.84%
总股本价值	7099.13	348.68%
股本 (百万股)	1016.48	
每股价值 (元)	6.98	
PE (隐含)	15.00	
PE (动态)	13.38	

资料来源：光大证券研究所

表 9: 敏感性分析

WACC	长期增长率(g)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.80%	7.44	8.51	9.80	11.39	13.41
7.30%	6.35	7.20	8.21	9.44	10.95
7.80%	5.49	6.18	6.98	7.94	9.11
8.30%	4.80	5.37	6.02	6.79	7.70
8.80%	4.26	4.73	5.26	5.88	6.61

资料来源：光大证券研究所

表 10: 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	6.98	4.26	-	13.41	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	8.97	7.01	-	12.85	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值结果，瑞茂通估值区间为 6.98-8.97 元。

5.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2020-2022 净利润分别为 4.7/5.5/6.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.54/0.61 元。当前股价对应 PE 分别为 13/12/10。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价 7.05 元。首次覆盖，基于其细分市场的龙头地位以及与上游市场的深入合作，给予“增持”评级。

6、风险提示

➤ 海外疫情影响进口业务

公司煤炭供应链服务包括海外煤炭进口贸易，主要从澳大利亚和印度尼西亚进口动力煤运至国内。受海外疫情影响，港口限制政策可能降低船舶通关效率从而影响进口贸易业务。

➤ 大股东股权质押风险

截至 2020 年 5 月 27 日，大股东股权质押率为 94%，占公司总股本的 54%，若市场发生大幅波动可能引起强制平仓风险。

➤ 信用政策与融资环境改善不及预期

若信用宽松、贷款利率下降幅度低于预期，将影响公司煤炭供应链金融规模修复的持续性。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,096	40,257	43,455	46,890	50,636
营业成本	35,098	37,379	40,362	43,472	46,734
折旧和摊销	9	7	13	32	52
税金及附加	42	32	35	38	41
销售费用	1,635	1,823	2,064	2,204	2,532
管理费用	278	317	339	263	420
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	680	506	484	709	634
投资收益	115	235	350	400	410
营业利润	562	465	566	653	736
利润总额	549	467	557	644	727
所得税	73	54	84	97	109
净利润	476	413	473	547	618
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	475	413	473	547	618
EPS(按最新股本计)	0.47	0.41	0.47	0.54	0.61

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,930	7,044	3,135	3,313	3,587
净利润	475	413	473	547	618
折旧摊销	9	7	13	32	52
净营运资金增加	-3,681	-6,572	-1,276	-1,055	-1,197
其他	7,127	13,196	3,924	3,789	4,115
投资活动产生现金流	-257	-4,371	144	125	160
净资本支出	-30	-21	-223	-250	-250
长期投资变化	1,797	6,372	0	0	0
其他资产变化	-2,025	-10,721	367	375	410
融资活动现金流	-3,693	-3,086	8,886	-2,064	-2,249
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,393	-2,458	9,534	-1,142	-1,341
无息负债变化	1,355	3,993	2,067	1,387	3,469
净现金流	19	-421	12,165	1,374	1,498

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	7.9%	7.1%	7.1%	7.3%	7.7%
EBITDA 率	2.7%	1.9%	1.6%	2.1%	2.0%
EBIT 率	2.7%	1.9%	1.6%	2.1%	1.9%
税前净利润率	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%
归母净利润率	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
ROA	2.3%	1.8%	1.4%	1.6%	1.6%
ROE(摊薄)	8.3%	6.7%	7.3%	8.0%	8.6%
经营性 ROIC	4.5%	4.9%	4.7%	7.0%	7.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	72%	73%	81%	81%	81%
流动比率	1.33	0.97	0.98	0.99	0.99
速动比率	1.26	0.91	0.95	0.95	0.96
归母权益/有息债务	1.02	1.96	0.51	0.59	0.70
有形资产/有息债务	3.67	7.17	2.71	3.03	3.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	20,599	22,614	34,525	35,104	37,576
货币资金	4,395	5,217	17,382	18,756	20,254
交易性金融资产	10	26	10	10	10
应收账款	4,163	3,986	4,346	3,751	3,038
应收票据	73	225	243	263	2,532
其他应收款(合计)	170	111	117	127	137
存货	959	882	807	1,087	935
其他流动资产	7,468	4,188	3,229	2,370	1,621
流动资产合计	18,485	15,876	27,534	27,867	30,138
其他权益工具	0	287	287	287	287
长期股权投资	1,797	6,372	6,372	6,372	6,372
固定资产	14	17	164	310	441
在建工程	0	0	21	24	25
无形资产	17	16	65	113	160
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	2,114	6,738	6,990	7,237	7,438
总负债	14,888	16,423	28,024	28,269	30,397
短期借款	4,072	2,847	12,380	11,238	9,897
应付账款	3,476	4,694	5,247	5,651	7,010
应付票据	2,053	5,224	5,651	6,303	7,945
预收账款	618	653	704	760	820
其他流动负债	443	728	1,144	1,590	2,077
流动负债合计	13,915	16,423	28,022	28,267	30,395
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	971	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	973	0	2	2	2
股东权益	5,712	6,191	6,501	6,835	7,179
股本	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016
公积金	1,626	1,713	1,761	1,815	1,877
未分配利润	3,015	3,242	3,543	3,823	4,105
归属母公司权益	5,708	6,167	6,476	6,811	7,155
少数股东权益	4	24	24	24	24

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.29%	4.53%	4.75%	4.70%	5.00%
管理费用率	0.73%	0.79%	0.78%	0.56%	0.83%
财务费用率	1.79%	1.26%	1.11%	1.51%	1.25%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	13%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.12	0.21	0.27	0.33
每股经营现金流	3.87	6.93	3.08	3.26	3.53
每股净资产	5.62	6.07	6.37	6.70	7.04
每股销售收入	37.48	39.60	42.75	46.13	49.81

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	13	15	13	12	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	19.9	18.4	17.8	11.6	10.1
股息率	0.8%	2.0%	3.4%	4.3%	5.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼