

# 瑞茂通 (600180.SH)

## 供应链业务结构持续优化, 关注与煤炭国企合作经营进展

### ● 受供应链金融业务下滑等影响 2018 年业绩承压, 19Q1 环比明显改善

公司 2018 年实现归母净利润 4.75 亿元, 同比降 33.5% (2017 年为 7.15 亿元), 折合每股收益 0.47 元, 业绩同比下滑主要由于融资环境趋紧情况下公司供应链金融业务毛利同比下降约 3 亿元, 同时针对逾期应收账款、其他应收款、小额贷款等计提的资产减值损失同比增加约 1.1 亿元。而综合考虑现货和期货, 公司供应链管理业务 (煤炭+非煤大宗) 经营业绩同比仍有提升, 其中现货经营实现毛利同比增加约 1 亿元, 期货投资 (投资收益+公允价值变动损益) 同比增加约 1.3 亿元。

公司 19Q1 实现归母净利润 2.38 亿元, 同比减少 8.8%。受调整业务结构、缩减非煤业务规模等影响, 公司 19Q1 经营业务毛利同比下降 1.6 亿元, 期间费用同比增加 0.6 亿元, 投资收益+公允价值变动损益同比增加 1.4 亿元。此外, 环比 18Q4 (0.98 亿元), 公司 19Q1 业绩已有明显改善。

### ● 大宗商品供应链业务结构持续优化, 供应链金融业务规模开始回落

公司主营业务是以煤炭为主的供应链管理和供应链金融业务, 18 年煤炭供应链管理、非煤大宗、供应链金融业务实现收入 292.3、80.6 和 8.0 亿元 (占比为 76.7%、21.2%、2.1%), 而 17 年分别实现收入 248.5、115.3 和 11.2 亿元 (占比为 66.3%、30.8%和 3.0%)。根据公司年报, 公司主动缩减石油化工品、铁矿等非煤大宗商品业务规模, 集中优势资源保障盈利能力更强、业务稳定性更好的煤炭、焦煤焦炭等核心业务。

(1) **煤炭供应链管理**: 18 年实现毛利 19.7 亿元, 同比增 41.3%, 毛利率 6.8%, 同比增 1.1pct。公司 18 年累计发运煤炭 6000 万吨, 同比增 8.5%。其中, 18 年自营业务和平台业务发运量占比分别为 66.9%和 33.1%, 自营业务实现发运 4012.2 万吨, 同比增 7.5%, 而平台业务累计发运 1987.7 万吨, 同比降 7.7%, 主要由于自营业务的资金使用效率更高。

(2) **非煤大宗**: 18 年实现毛利 2.4 亿元, 同比降 22.2%, 毛利仅约 3.0%。18 年累积发运石油化工品 194.8 万吨, 同比降 35.1%。受业务结构调整影响, 19Q1 公司非煤业务规模仍在缩小。

(3) **供应链金融**: 18 年实现毛利 7.8 亿元, 同比降 3 亿元或 27.6%。截至 2018 年末, 公司应收保理款余额约 68.9 亿元, 同比减少 19.2%, 19Q1 应收保理款余额进一步降至约 66.4 亿元。

### ● 积极参与国企混改合作经营, 有望进一步打开供应链业务发展空间

根据公司公告, 年初以来, 公司与陕西煤业和晋煤集团达成了拟进行股权方面合作意向的意向协议。此外, 根据公司年报, 公司还与平煤神马集团合作重点开展焦煤焦炭业务。公司积极参与国企混改合作经营, 有望获得国有企业在资金、资源、产业链核心物流节点等方面的支持, 进一步打开供应链业务发展空间。

### ● 盈利预测与投资评级

公司是供应链行业龙头, 近年来公司煤炭供应链管理业务经营稳步提升, 我们看好公司与煤炭国企合作, 进一步拓展成长空间。此外, 随着融资环境改善, 公司供应链金融业务盈利也有望好转。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.66、0.81、0.98 元/股, 对应 19 年 PE 为 13.8 倍。我们认为公司竞争优势明显, 给予公司 2019 年 18 倍 PE, 对应合理价值 11.88 元/股, 给予“买入”评级。

● **风险提示**: 供应链生态平台发展不及预期; 供应链金融可能出现坏账的风险; 公司与煤企合作进展低于预期。

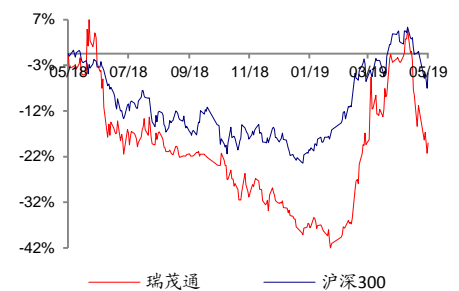
## 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	37,497	38,096	41,018	43,603	46,590
增长率 (%)	76.6	1.6	7.7	6.3	6.9
EBITDA (百万元)	1,288	1,055	1,294	1,336	1,451
净利润 (百万元)	715	475	674	821	995
增长率 (%)	34.7	-33.5	41.8	21.8	21.2
EPS (元/股)	0.70	0.47	0.66	0.81	0.98
市盈率 (P/E)	14.81	15.07	13.80	11.33	9.35
市净率 (P/B)	2.02	1.26	1.48	1.32	1.17
EV/EBITDA	11.96	7.95	7.39	6.48	5.12

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.15 元
合理价值	11.88 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-12

## 相对市场表现



分析师: 沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师: 安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师: 宋炜



SAC 执证号: S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

## 相关研究:

瑞茂通 (600180.SH): 联合	2019-03-22
大型动力煤、炼焦煤、无烟煤生产企业, 加快公司发展	
瑞茂通 (600180.SH): 拟与	2019-03-19
陕西煤业设立合资公司, 扩大供应链管理, 稳固供应链金融业务	

表 1: 公司分业务财务数据 (亿元, %)

	2017A	2018A	18A 同比	2018H1	2018H2	18H2 同比	18H2 环比
煤炭供应链管理收入	248.5	292.3	17.6%	156.8	135.5	-12.9%	-13.6%
煤炭供应链管理成本	234.5	272.6	16.2%	149.8	122.8	-17.0%	-18.1%
业务毛利	14.0	19.7	41.3%	7.0	12.7	68.7%	81.2%
业务毛利率	5.6%	6.8%	1.1%	4.5%	9.4%	4.5%	4.9%
非煤大宗收入	115.3	80.6	-30.1%	40.3	40.3	-25.9%	0.0%
非煤大宗成本	112.2	78.2	-30.3%	37.6	40.6	-20.2%	8.1%
业务毛利	3.1	2.4	-22.2%	2.7	-0.3	-	-
业务毛利率	2.7%	3.0%	0.3%	6.7%	-0.8%	-7.2%	-7.5%
供应链金融收入	11.1	8.0	-27.9%	4.5	3.5	-46.6%	-23.0%
供应链金融成本	0.3	0.2	-39.1%	1.6	-1.4	-	-
业务毛利	10.8	7.8	-27.6%	2.9	4.9	-28.7%	69.8%
业务毛利率	97.1%	97.6%	0.4%	64.0%	141.2%	35.3%	77.2%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>19,869</b>	<b>18,485</b>	<b>19,062</b>	<b>19,493</b>	<b>19,919</b>
货币资金	3,310	4,395	4,500	4,500	4,500
应收及预付	5,516	5,484	5,789	6,204	6,611
存货	1,429	959	932	924	917
其他流动资产	9,614	7,647	7,842	7,865	7,892
<b>非流动资产</b>	<b>1,291</b>	<b>2,114</b>	<b>2,099</b>	<b>2,102</b>	<b>2,101</b>
长期股权投资	954	1,797	1,797	1,797	1,797
固定资产	14	14	14	14	13
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	14	17	18	20	20
其他长期资产	309	287	270	272	271
<b>资产总计</b>	<b>21,160</b>	<b>20,599</b>	<b>21,161</b>	<b>21,595</b>	<b>22,020</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,583</b>	<b>13,915</b>	<b>13,880</b>	<b>14,520</b>	<b>14,020</b>
短期借款	3,604	4,072	3,551	3,612	2,382
应付及预收	4,064	6,147	6,795	7,250	7,735
其他流动负债	4,915	3,696	3,534	3,659	3,902
<b>非流动负债</b>	<b>3,342</b>	<b>973</b>	<b>989</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	3,335	971	989	21	21
其他非流动负债	7	2	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>15,926</b>	<b>14,888</b>	<b>14,869</b>	<b>14,542</b>	<b>14,041</b>
股本	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016
资本公积	1,478	1,479	1,479	1,479	1,479
留存收益	2,757	3,161	3,787	4,548	5,473
归属母公司股东权益	5,231	5,708	6,287	7,048	7,973
少数股东权益	3	4	5	5	6
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,160</b>	<b>20,599</b>	<b>21,161</b>	<b>21,595</b>	<b>22,020</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>37,497</b>	<b>38,096</b>	<b>41,018</b>	<b>43,603</b>	<b>46,590</b>
营业成本	34,710	35,098	37,778	40,146	42,891
营业税金及附加	38	42	44	47	50
销售费用	1,222	1,635	1,619	1,771	1,875
管理费用	251	278	291	312	332
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	624.17	680.34	657.64	560.87	498.95
资产减值损失	-82.66	29.62	1.84	2.31	2.17
公允价值变动收益	-144.08	92.72	40.00	40.00	40.00
投资净收益	252.27	115.08	138.10	165.72	198.86
<b>营业利润</b>	<b>914.15</b>	<b>562.24</b>	<b>804.56</b>	<b>969.20</b>	<b>1179.32</b>
营业外收支	1.71	-13.02	0.33	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>916</b>	<b>549</b>	<b>805</b>	<b>969</b>	<b>1,179</b>
所得税	201	73	130	148	183
<b>净利润</b>	<b>715</b>	<b>476</b>	<b>675</b>	<b>822</b>	<b>996</b>
少数股东损益	0	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>715</b>	<b>475</b>	<b>674</b>	<b>821</b>	<b>995</b>
EBITDA	1287.51	1055.22	1294.41	1335.58	1451.47
EPS (元)	0.70	0.47	0.66	0.81	0.98

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,064</b>	<b>3,930</b>	<b>1,121</b>	<b>971</b>	<b>1,206</b>
净利润	715	476	675	822	996
折旧摊销	12	12	8	9	10
营运资金变动	-3,244	3,103	360	146	301
其它	453	339	78	-5	-100
<b>投资活动现金流</b>	<b>774</b>	<b>-257</b>	<b>173</b>	<b>194</b>	<b>229</b>
资本支出	-5	-30	-5	-12	-9
投资变动	845	-482	0	0	0
其他	-66	254	178	206	239
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,197</b>	<b>-3,693</b>	<b>-1,189</b>	<b>-1,166</b>	<b>-1,436</b>
银行借款	-777	-2,306	-521	61	-1,229
股权融资	0	0	0	0	0
其他	1,974	-1,388	-668	-1,226	-206
<b>现金净增加额</b>	<b>-93</b>	<b>-20</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,521</b>	<b>1,408</b>	<b>4,395</b>	<b>4,500</b>	<b>4,500</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,408</b>	<b>1,426</b>	<b>4,500</b>	<b>4,500</b>	<b>4,500</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	76.6	1.6	7.7	6.3	6.9
营业利润增长	42.8	-38.5	43.1	20.5	21.7
归母净利润增长	34.7	-33.5	41.8	21.8	21.2
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.4	7.9	7.9	7.9	7.9
净利率	1.9	1.2	1.6	1.9	2.1
ROE	13.7	8.3	10.7	11.6	12.5
ROIC	10.2	13.5	17.1	18.3	20.8
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	75.3	72.3	70.3	67.3	63.8
净负债比率	38.4	27.3	22.5	17.9	11.9
流动比率	1.58	1.33	1.37	1.34	1.42
速动比率	1.37	1.17	1.21	1.18	1.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.00	1.82	1.96	2.04	2.14
应收账款周转率	9.85	8.93	9.22	9.12	9.15
存货周转率	38.25	29.40	40.56	43.45	46.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.70	0.47	0.66	0.81	0.98
每股经营现金流	-2.03	3.87	1.10	0.96	1.19
每股净资产	5.15	5.62	6.19	6.93	7.84
<b>估值比率</b>					
P/E	14.81	15.07	13.80	11.33	9.35
P/B	2.02	1.26	1.48	1.32	1.17
EV/EBITDA	11.96	7.95	7.39	6.48	5.12

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。
- 徐哲琪：研究助理，浙江大学会计学硕士，2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。