

分析师： 韩轶超 (8621)68751781 hanyc@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490512020001  
联系人： 张明洪 (8621)68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

## 煤炭贸易业务带动，短期业绩高增长可期

### 事件描述

飞马国际今日发布 2011 年度业绩报告，报告期内公司实现营业总收入 59.6 亿元，同比增长 106.45%；其中，第四季度单季度实现营业总收入 15.13 亿元，同比增长 22.16%，环比第三季度增长 72.43%。

报告期内公司营业成本共计 56.29 亿元，同比增长 108.23%；其中，第四季度营业成本共计 13.75 亿，同比增长 16.63%，环比第三季度增长 68.74%。

公司全年实现归属于母公司净利润 7657.85 万元，去年同期为 5073.43 万元，同比增长 49.96%；实现 EPS 为 0.25 元。其中，第四季度公司实现归属于母公司净利润 2639.7 万元，同比增长 103.08%，环比第三季度增长 290.55%，单季度实现 EPS 为 0.09 元。

我们认为，

- 1) 全年营收完成目标的 60%，受整体电力行业煤炭销售下滑影响，同比增速逐季度下降；
- 2) 煤炭业务下半年增势有所放缓，综合物流及物流园业务出现萎缩，募投项目前景依然不明；
- 3) 下半年毛利率有大幅度提升，全年毛利率水平较去年下降 14%，净利率水平处于正常范围；
- 4) 资产减值损失减少营业利润 4953 万，12 年转销时将提升毛利 2040 万；
- 5) 外汇金融工具公允价值变动及确认的投资损失侵蚀利润，业务稳定性风险突出；
- 6) 煤炭业务依然处于扩张初期，跌价准备结转增厚毛利，上调“谨慎推荐”评级

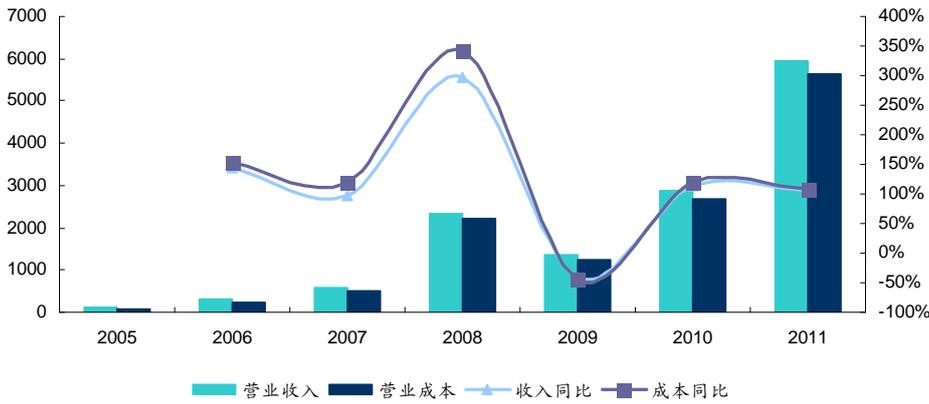
公司 2011 年营业收入增长较快，主要由煤炭贸易业务带动。我们认为公司目前依然处于煤炭贸易业务的初期，虽然从基本面上来看，煤炭贸易业务上下游均是强势客户，长期发展并形成大型平台的可能性依旧需要考量，但是从短期来看，业务需求旺盛，引致业绩实现能力依然可期。预计 2012 年至 14 年 EPS 分别为 0.36 元，0.49 元及 0.67 元，上调评级至“谨慎推荐”。

### 事件评论

### 第一，全年营收完成目标的 60%，受整体电力行业煤炭销售下滑影响，同比增速逐季度下降

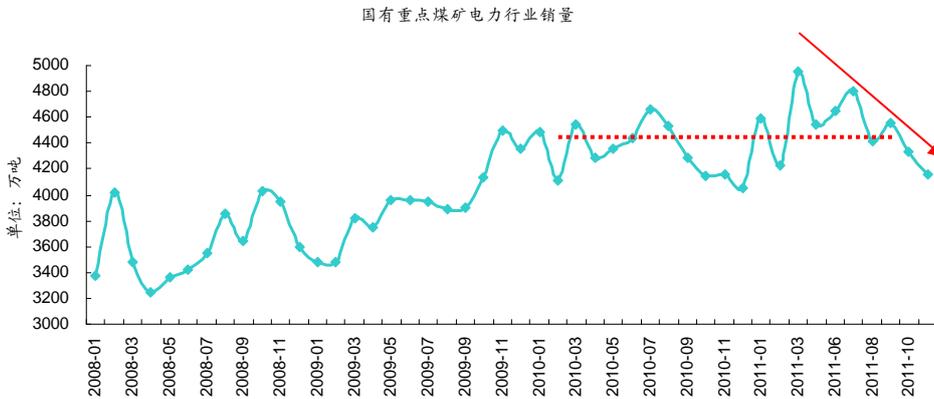
2011 年公司共实现营业收入 59.6 亿元，完成公司先前预期全年 100 亿目标的 60%，符合市场之前比较一致的判断。从增速来看，今年营业收入同比增速为 106.45%，较去年同期 115% 的增速水平略降。以公司占比超 90% 的能源业务来看，今年全年煤炭电力行业销售情况显示，全年销售总量与去年基本持平，增量较小。这或许是公司今年 100 亿目标没有完成的因素之一。

图 1：全年营收增速略低于去年



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：全年电力行业煤炭销售量没有出现明显增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

从分季度的情况来看，公司今年全年营收增速呈现逐季度下降的趋势，这一趋势也基本符合全年电力行业煤炭销量，我们认为这部分体现了公司的业务开展难度。由于去年公司四季度开始正式开展煤炭贸易业务，导致基数较高，所以今年四季度公司营收增速同比仅 22%，远低于前 3 季度 169% 的平均增速。

图 3: 营收增速逐季度回落

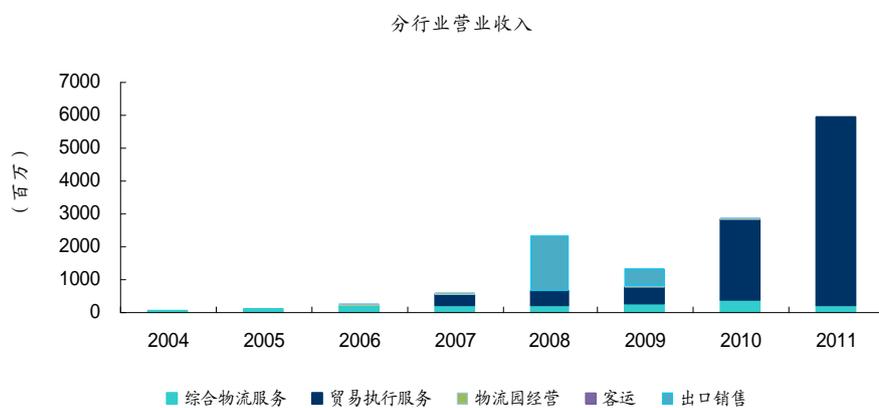


资料来源: Wind, 长江证券研究部

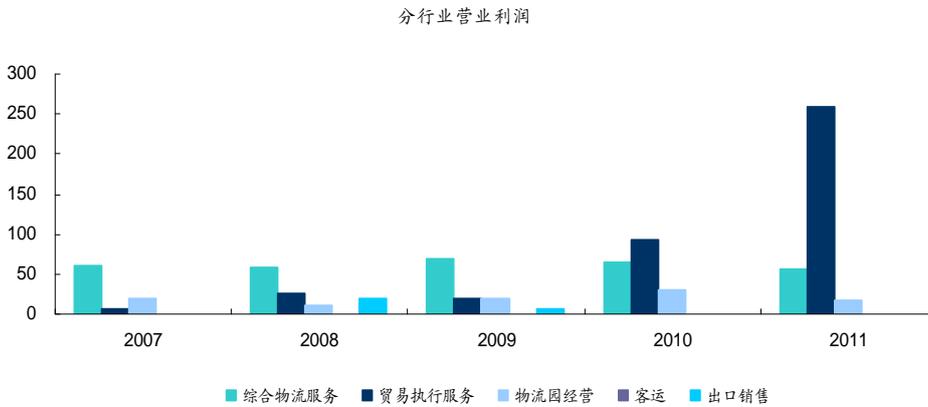
## 第二, 煤炭业务下半年增势放缓, 综合物流及物流园业务出现萎缩, 募投项目前景依然不明

分业务情况来看, 今年公司整体营收维持上升趋势仅仅依靠贸易执行业务, 综合物流及物流园项目均出现不同程度的萎缩。

图 4: 除贸易执行业务保持增长, 综合物流及物流园业务营收均出现同比下滑

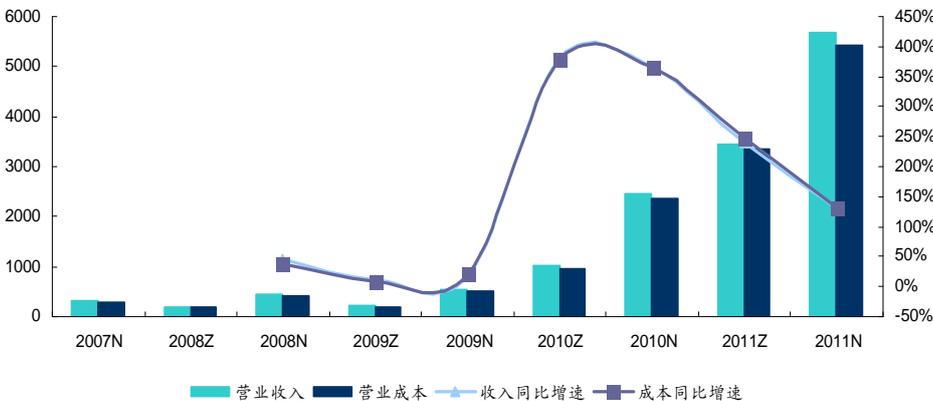


资料来源: Wind, 长江证券研究部

**图 5: 综合物流及物流园业务毛利润均出现萎缩**


资料来源: Wind, 长江证券研究部

而煤炭贸易业务, 营收增速快速下滑, 且据我们的测算, 在下半年也呈现出一定程度上的竞争压力, 市场份额出现萎缩。综合物流业务及物流园业务均出现不同程度的萎缩, 也使得公司募集资金一直处于未使用状态, 业务扩张减缓。

**图 6: 贸易执行业务增速快速回落**


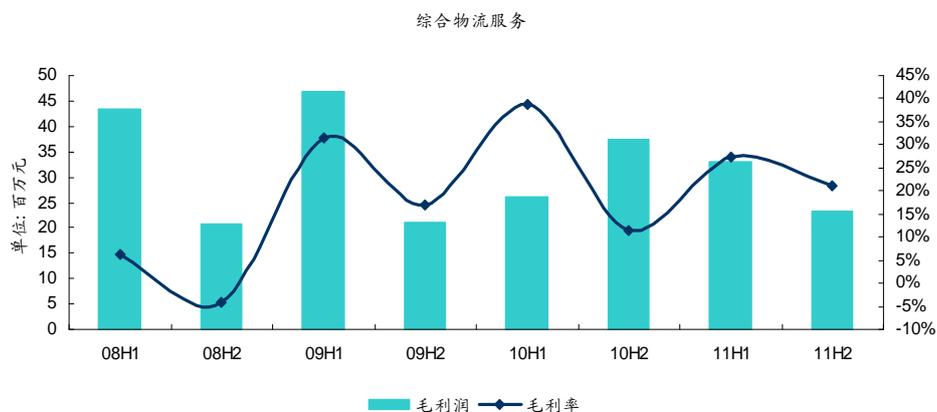
资料来源: Wind, 长江证券研究部

**表 1: 下半年煤炭市场份额较上半年明显下降, 使全年市场份额有所下降**

	2010 全年	2011 上半	2011 全年
飞马国际煤炭贸易执行收入 (亿元)	19.02	32.56	54.12
电厂煤炭采购平均价格(元/吨)	739.42	801.49	823.62
飞马国际煤炭供应链销售量 (万吨)	257.23	406.24	657.10
我国电力煤炭销量 (万吨)	52051.00	27546.60	56436.00
飞马国际煤炭供应链销售额占全国销量百分比	0.49%	1.47%	1.16%

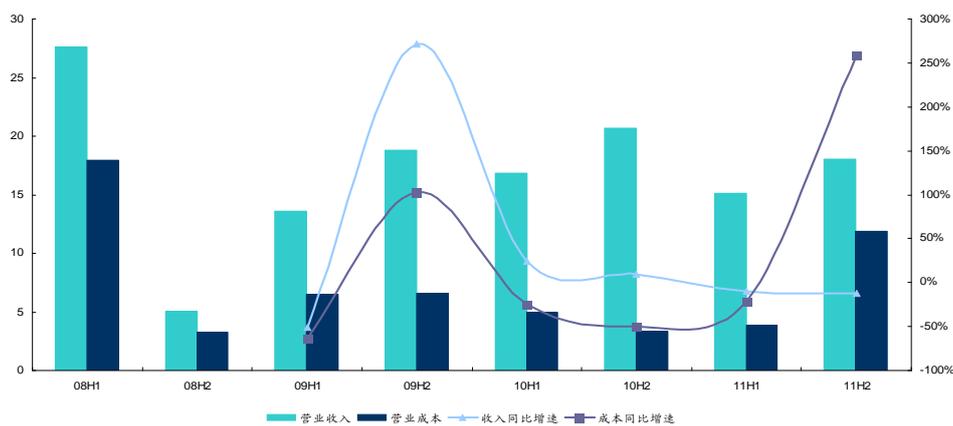
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 综合物流业务萎缩



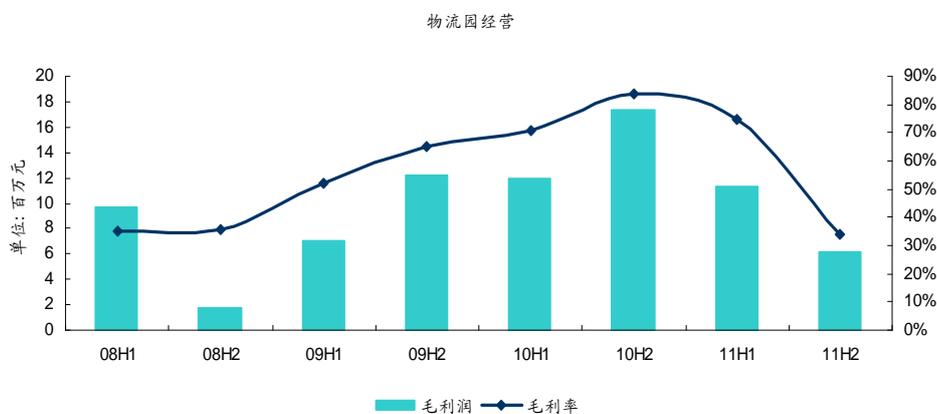
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 物流园营收同比负增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 物流园毛利率出现较大幅度下滑



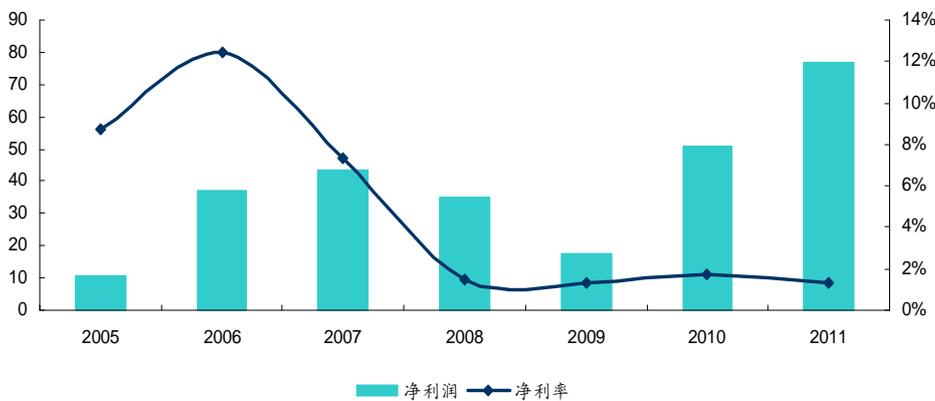
资料来源: Wind, 长江证券研究部

### 第三，下半年毛利率有大幅度提升，全年毛利率水平较去年下降 14%，净利率水平处于正常范围

2011 年，公司全年毛利率水平为 5.56%，较 2009 及 2010 年度分别减少 2.81% 及 0.86%。值得注意的是，2011 年下半年，公司的毛利率水平出现大幅度的上升，第三及第四季度的毛利率分别为 6.99% 及 9.12%，明显高于上半年平均 3.7% 左右的毛利率水平。

由于煤炭贸易业务的成本结算混乱问题（费用和成本时常互相转换），我们比较公司 2011 年营业利润率发现营业利润率的增幅明显缩小，且净利润处于正常范围内，毛利率水平的提升并没有带来公司实际的盈利水平的增长。所以我们认为毛利率的提升不构成公司业务的实质提升。

图 10：全年毛利率水平有所下滑



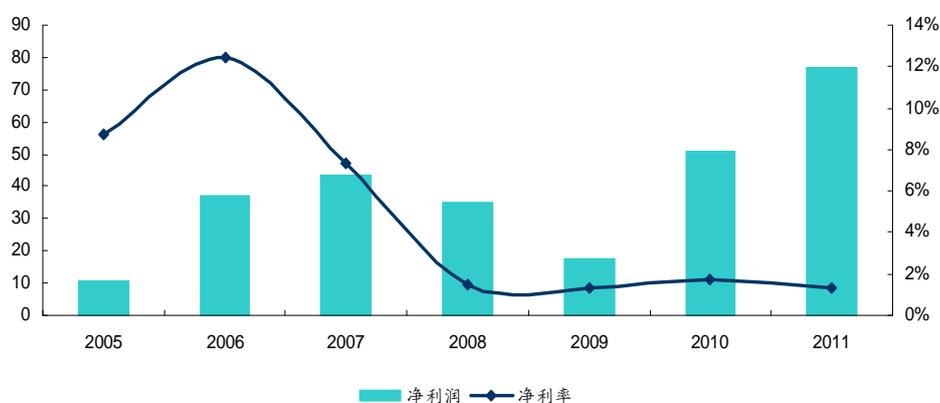
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：下半年毛利率水平明显提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 12: 净利率水平处于正常范围



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 下半年营业利润率有所上升, 但净利率水平处于正常区间

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011H2
营业收入	637.56	517.57	492.88	1238.95	2028.29	1540.63	877.75	1513.49	2391.24
毛利率	7.57%	8.17%	7.11%	4.81%	3.61%	3.82%	6.99%	9.12%	8.34%
营业利润	25.08	16.39	6.07	18.38	38.27	22.20	4.12	58.51	62.64
三项费用率	3.87%	5.28%	5.03%	0.52%	1.60%	3.55%	6.60%	-2.38%	4.22%
销售费用	7.19	7.35	10.10	6.74	10.58	16.08	14.34	-0.40	13.94
管理费用	11.93	12.83	14.13	10.56	13.22	13.28	10.93	13.50	24.43
财务费用	5.54	7.16	0.56	-10.85	8.71	25.30	32.70	-49.14	-16.44
期间费用	24.66	27.34	24.79	6.45	32.51	54.66	57.97	-36.04	21.92
营业税金及附加	4.67	5.94	0.45	5.41	9.87	3.98	1.78	2.13	3.91
资产减值损失	0.00	0.00	1.60	10.94	0.00	-3.23	3.01	49.76	52.77
营业利润	25.08	16.39	6.07	18.38	38.27	22.20	4.12	58.51	62.64
营业利润率	3.93%	3.17%	1.23%	1.48%	1.89%	1.44%	0.47%	3.87%	2.62%
利润总额	25.16	17.46	6.43	18.16	36.80	20.38	4.43	51.66	56.09
所得税费用	4.67	5.94	0.45	5.41	9.87	3.98	-2.59	25.43	22.84
归属于母公司净利润	20.40	11.44	6.35	13.00	27.02	16.59	6.76	26.40	33.16
净利率	3.20%	2.21%	1.29%	1.05%	1.33%	1.08%	0.77%	1.74%	1.39%
股本 (百万)	204	204	306	306	306	306	306	306	306
每股收益 (元)	0.0700	0.1040	0.1248	0.1700	0.0883	0.0542	0.0221	0.0863	0.1084

资料来源: Wind, 长江证券研究部

#### 第四, 资产减值损失减少营业利润 4953 万, 12 年转销时将提升毛利 2040 万

公司今年计提坏账及存货跌价损失合计 4953 万, 减少年度利润及年末所有者权益 4953 万元。其中特别值得注意的是, 存货跌价损失的计提是暂时的, 货物销售时将转销减少 2012 年营业成本 2040 万元, 间接增加 2012 年度的毛利 2040 万元。具体过程如下:

✓ 2011 年度会计处理:

Dr: 资产减值损失 - 存货跌价 20,404,296.40

Cr: 存货跌价准备 20,404,296.40

✓ 2012 年度销售发生后的会计处理;

Dr: 现金收入 or 应收账款 XXX

Cr: 主营业务收入 XXX

Cr: 应缴税金 - 增值税 XXX

Dr: 主营业务成本 (存货跌价准备前的账面值) XXX

Cr: 库存 XXX

Dr: 存货跌价准备 20,404,296.40

**Cr: 主营业务成本 20,404,296.40**

**表 3: 资产减值损失明细**

项目	本年金额	上年金额
坏账损失	29,130,400.37	10,070,581.27
存货跌价损失	20,404,296.40	1,288,888.90
合计	49,534,696.77	11,359,470.17

资料来源: Wind, 长江证券研究部

**表 4: 存货跌价准备**

存货种类	年初余额	本年计提额	本年减少额		年末余额
			转回	转销	
库存商品	1,288,888.90	20,404,296.40	-	1,288,888.90	20,404,296.40
合计	1,288,888.90	20,404,296.40	-	1,288,888.90	20,404,296.40

资料来源: Wind, 长江证券研究部

### 第五, 外汇金融工具公允价值变动及确认的投资损失侵蚀利润, 业务稳定性风险突出

公司 2011 年度公允价值变动及投资收益合计, 较 2010 年度增长 158%, 减少营业利润 2577.87 万。公允价值变动损益是公司及子公司合冠国际、上海合冠持有 DF 及 NDF 远期外汇合约, 根据期末合约公允价值确认的公允价值变动损失 42,087,960.38 元, 因上期末持有 DF 及 NDF 远期外汇合约本期到期, 转回以前年度确认公允价值变动损益 8,741,964.05 元。

我们认为, 随着公司营业额的不断增长, 未来公司的外汇金融工具使用量也将有所上升。未来公司所承担的外汇损失/收益将放大, 业务稳定性风险将被放大。

**表 5: 公允价值变动增幅较大**

产生公允价值变动收益的来源	本年金额	上年金额
交易性金融负债	-33,345,996.33	-11,746,433.47

其中：本年公允价值变动	-42,087,960.38	-14,544,491.91
因负债终止确认而转出至投资收益	8,741,964.05	2,798,058.44
合计	-33,345,996.33	-11,746,433.47
增长额度		21,599,562.86
增长幅度		183.88%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 6：投资损失增幅较大

项目	本金额	上年金额
处置交易性金融资产(负债)取得的投资收益	-8,713,438.35	-4,534,332.09
合计	-8,713,438.35	-4,534,332.09
增长额度		4,179,106.26
增长幅度		92.17%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 7：非经常新损益项目

非经常性损益项目	金额
非流动资产处置损益	-317,157.39
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	5,500,000.00
企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益	0
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-42,059,434.68
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-15,022,038.62
少数股东权益影响额	-37.94
所得税影响额	9,376,788.58
合计	-42,521,880.05

资料来源：Wind，长江证券研究部

## 第六，煤炭业务依然处于扩张初期，跌价准备结转增厚毛利，上调“谨慎推荐”评级

公司 2011 年营业收入增长较快，主要由煤炭贸易业务带动。我们认为公司目前依然处于煤炭贸易业务的初期，虽然从基本面上来看，煤炭贸易业务上下游均是强势客户，长期发展并形成大型平台的可能性依旧需要考量，但是从短期来看，业务需求旺盛，引致业绩实现能力依然可期。预计 2012 年至 14 年 EPS 分别为 0.36 元，0.49 元及 0.67 元，上调评级至“谨慎推荐”。

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5960	11063	17536	26175	货币资金	3629	1106	1754	2617
营业成本	5629	10654	16971	25376	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	332	409	564	798	应收账款	1620	2990	4748	7091
% 营业收入	5.6%	3.7%	3.2%	3.1%	存货	413	670	1068	1597
营业税金及附加	8	14	23	34	预付账款	1416	2681	4271	6386
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	34	40	63	94
销售费用	41	100	158	236	流动资产合计	7298	7831	12447	18598
% 营业收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	51	100	158	236	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	长期股权投资	142	142	142	142
财务费用	18	34	25	16	投资性房地产	122	122	122	122
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产合计	36	41	45	39
资产减值损失	50	15	1	3	无形资产	6	6	6	5
公允价值变动收益	-33	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-9	0	0	0	递延所得税资产	28	4	0	1
营业利润	123	146	200	274	其他非流动资产	-140	-140	-140	-140
% 营业收入	2.1%	1.3%	1.1%	1.0%	资产总计	7492	8006	12622	18766
营业外收支	-10	0	0	0	短期贷款	3105	185	394	684
利润总额	113	146	200	274	应付款项	3387	6347	10111	15118
% 营业收入	1.9%	1.3%	1.1%	1.0%	预收账款	289	531	842	1256
所得税费用	37	37	50	69	应付职工薪酬	3	0	0	0
净利润	77	110	150	206	应交税费	66	48	68	97
归属于母公司所有者的净利润	76.8	109.9	149.8	205.6	其他流动负债	97	184	293	439
					流动负债合计	6945	7296	11708	17594
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	20	40	60
EPS (元/股)	0.25	0.36	0.49	0.67	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	832	421	453	570	负债合计	6945	7316	11748	17654
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	542	652	802	1007
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	5	5	5	5
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	547	657	807	1012
固定资产投资	-58	-10	-10	0	负债及股东权益	7492	7973	12555	18666
其他	-9	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-67	-10	-10	0	EPS	0.251	0.359	0.490	0.672
债券融资	0	0	0	0	BVPS	1.77	2.13	2.62	3.29
股权融资	0	0	0	0	PE	28.66	20.02	14.69	10.70
银行贷款增加(减少)	892	-2900	229	310	PEG	0.74	0.51	0.38	0.28
筹资成本	126	-34	-25	-16	PB	4.06	3.38	2.74	2.18
其他	-1730	0	0	0	EV/EBITDA	10.80	6.98	3.81	1.10
筹资活动现金流净额	-712	-2934	204	294	ROE	14.2%	16.9%	18.7%	20.4%
现金净流量	53	-2523	647	864					

---

## 分析师介绍

韩轶超，上海交通大学经济学硕士、经济学学士毕业，从事航运港口行业研究。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究公路、铁路及物流行业。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

## 投资评级说明

<b>行业评级</b>	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
<b>公司评级</b>	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

---