

2012-4-24

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

飞马国际 (002210)

煤炭业务承压，环比改善空间可期

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

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《煤炭贸易业务带动，短期业绩高增长可期》
2012/3/25

《煤炭执行业务受阻，第3季度营收增速环比大幅下滑》
2011/10/21

《能源业务利润率下滑致2季度业绩低于预期》
2011/7/29

报告要点

■ 事件描述

飞马国际(002210)公告2011年一季度报告，主要内容如下：

- 2012年第1季度公司实现营业收入21.59亿元，同比增长6.46%，环比2011年第四季度增长42.67%；第一季度支出营业成本20.91亿元，同比增长6.96%，环比2011年第4季度上升52.04%；一季度公司综合毛利率为3.15%，较上季度环比增加5.97个百分点，较去年同期下降0.45个百分点；公司实现归属母公司净利润2762.05万元，同比增长2.24%，环比2011年第4季度下降4.63%，实现EPS为0.0903元。

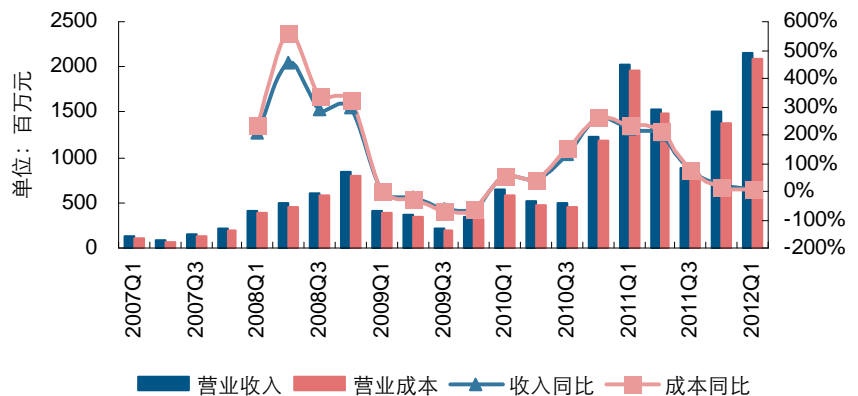
■ 事件评论

- 压力初现，煤炭业务增长放缓。公司的营收主要是以煤炭贸易为基础的煤炭供应链业务为主，收入占比在90%以上。我们认为今年营收增速大幅下滑或是因为煤炭贸易市场增速放缓导致的。今年秦皇岛煤价及坑口煤价（统一折算5800大卡）价差持续收窄，且较去年同期水平明显下降，影响客户的利润水平，降低客户从多渠道购煤的积极性，加大了公司扩展业务的难度。
- 成本增长较快，毛利率相比略有下跌。由于公司占收入主体的煤炭贸易是以买断形式完成的，而货物的价值也包含在收入和成本中，放大了毛利率的计算基数。今年一季度煤炭贸易价差持续收窄，在相同的收入情况下，价差收窄意味着公司毛利润空间缩小，我们认为，这一定程度上会影响公司毛利率。
- 三费控制得力，汇兑收益增厚业绩。公司今年第一季度期间费用率为1.67%，比去年同期减少0.07个百分点，公司三费控制得力。公司为规避汇率风险在贸易时运用远期外汇合约规避汇率变动风险，今年1季度公司交易性金融资产公允价值变动收益628.5万元，增厚业绩0.02元。
- 煤炭业务虽受阻，环比改善依然带来业绩增长驱动因素，维持“谨慎推荐”。煤炭贸易价差存在一定周期性，通常一、二季度的价差较低，而今年第一季度与往年同期相比也处于相对低点。我们认为，未来价差的环比改善将是拉动公司营收增速和改善毛利率的驱动因素，同时由于公司去年转销存货跌价2千余万元，这也将未来公司未来业绩提供一定保障。预计2012年至14年EPS分别为0.359、0.49和0.672元，维持评级“谨慎推荐”。

第一，压力初现，煤炭业务增长放缓

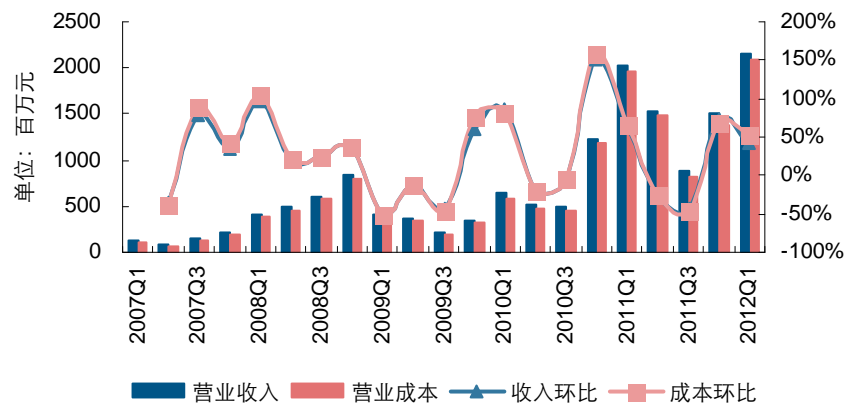
第 1 季度公司实现营业收入 21.59 亿元，同比增长 6.46%；营收增速相较于去年同期减少 211.68 个百分点，相较于上个季度减少 15.7 个百分点。公司的营收主要是以煤炭贸易为基础的煤炭供应链业务为主，收入占比在 90%以上，公司通过与客户签订框架协议以买断的方式进行。我们认为今年营收增速大幅下滑或是因为煤炭贸易市场增速放缓导致的。今年秦皇岛煤价及坑口煤价（统一折算 5800 大卡）价差持续收窄，且较去年同期水平明显下降，影响客户的利润水平，降低客户从多渠道购煤的积极性，加大了公司扩展业务的难度。

图 1：公司第 1 季度营收增速下滑明显



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 2：飞马国际收入成本环比情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3: 秦皇岛煤炭价差持续收窄



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 飞马国际利润简表

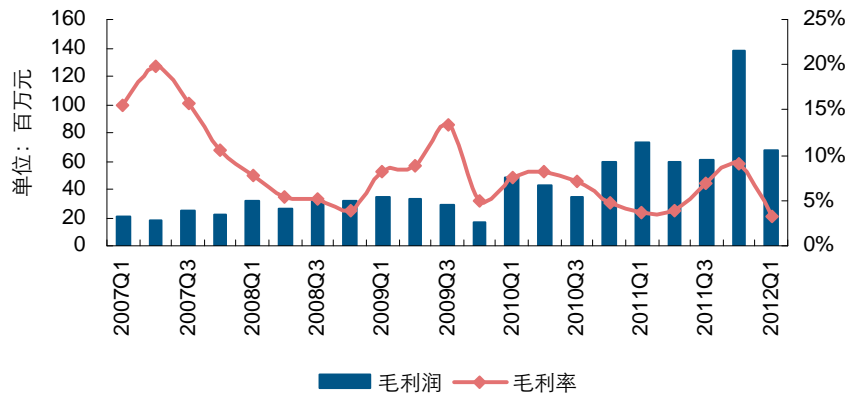
单位: 百万元	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
营业收入	637.56	517.57	492.88	1238.95	2028.29	1540.63	877.75	1513.49	2159.23
毛利率	7.57%	8.17%	7.11%	4.81%	3.61%	3.82%	6.99%	9.12%	3.15%
营业利润	25.08	16.39	6.07	18.38	38.27	22.20	4.12	58.51	37.55
三项费用率	3.87%	5.28%	5.03%	0.52%	1.60%	3.55%	6.60%	-2.38%	1.67%
销售费用	7.19	7.35	10.10	6.74	10.58	16.08	14.34	-0.40	11.57
管理费用	11.93	12.83	14.13	10.56	13.22	13.28	10.93	13.50	11.54
财务费用	5.54	7.16	0.56	-10.85	8.71	25.30	32.70	-49.14	12.87
期间费用	24.66	27.34	24.79	6.45	32.51	54.66	57.97	-36.04	35.98
营业税金及附加	4.67	5.94	0.45	5.41	9.87	3.98	1.78	2.13	2.05
资产减值损失	0.00	0.00	1.60	10.94	0.00	-3.23	3.01	49.76	-1.22
营业利润	25.08	16.39	6.07	18.38	38.27	22.20	4.12	58.51	37.55
利润总额	25.16	17.46	6.43	18.16	36.80	20.38	4.43	51.66	37.80
所得税费用	4.67	5.94	0.45	5.41	9.87	3.98	-2.59	25.43	10.17
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	27.62
净利率	3.20%	2.21%	1.29%	1.05%	1.33%	1.08%	0.77%	1.74%	1.28%
股本:亿	2.04	2.04	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06
每股收益(元)	0.0700	0.1040	0.1248	0.1700	0.0883	0.0542	0.0221	0.0863	0.0903

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二，成本增长较快，毛利率相比略有下跌

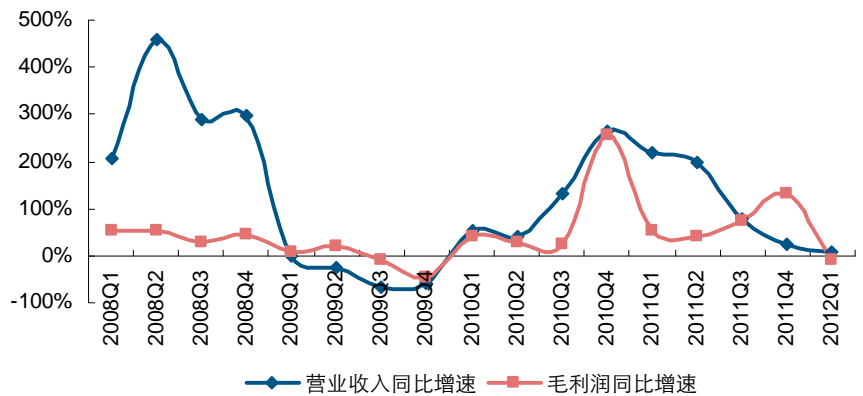
公司第一季度支出营业成本 20.91 亿元，同比增长 6.96%；综合毛利率为 3.15%，较去年同期下降 0.45 个百分点。由于公司占收入主体的煤炭业务是以买断形式完成的，而货物的价值也包含在收入和成本中，放大了毛利率的计算基数。今年一季度煤炭贸易价差持续收窄，在相同的收入情况下，价差收窄意味着公司毛利润空间缩小，我们认为，这一程度上会影响公司毛利率。

图 4: 飞马国际毛利润和毛利率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 飞马国际营收增速和毛利润增速比较



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三，三费控制得力，汇兑收益增厚业绩

公司今年第一季度期间费用率为 1.67%，比去年同期减少 0.07 个百分点，处于历史地位水平，公司三费控制较为得力。

公司实现归属母公司净利润 2762.05 万元，同比增长 2.24%，环比 2011 年第 4 季度下降 4.63%，实现 EPS 为 0.0903 元。公司为规避汇率风险在贸易时运用远期外汇合约规避汇率变动风险，存入足额远期外汇交易合约保证金人民币质押获取等额外币借款。主要影响财务费用、公允价值变动和投资收益三个科目，今年 1 季度公司交易性金融资产公允价值变动收益 628.5 万元，增厚业绩 0.02 元。

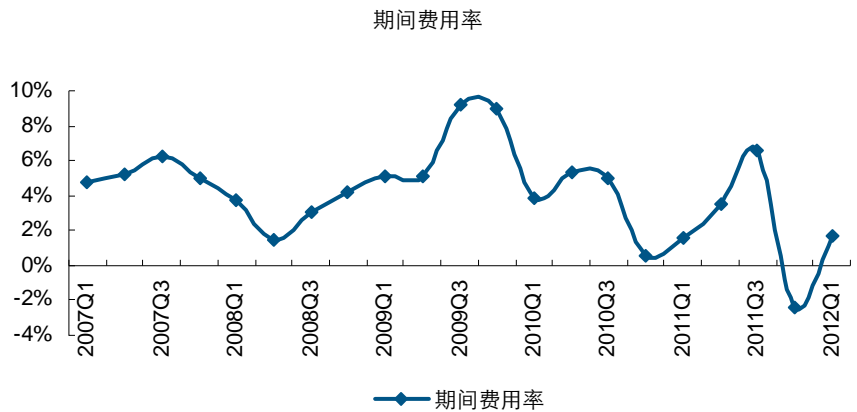
表 2: 公司三费一览

季度费用统计	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2009Q1	1.72%	2.04%	1.94%
2009Q2	1.44%	4.84%	1.44%
2009Q3	0.94%		

2009Q2	1.10%	1.68%	2.67%	4.85%	1.37%	0.90%
2009Q3	0.73%	1.49%	5.03%	4.65%	3.39%	0.67%
2009Q4	2.42%	1.45%	5.23%	4.68%	1.30%	0.68%
2010Q1	1.13%	1.29%	1.87%	4.20%	0.87%	0.22%
2010Q2	1.42%	1.13%	2.48%	3.87%	1.38%	0.19%
2010Q3	2.05%	0.98%	2.87%	3.66%	0.11%	-0.02%
2010Q4	0.54%	0.96%	0.85%	3.52%	-0.88%	-0.16%
2011Q1	0.52%	0.86%	0.65%	3.25%	0.43%	-0.07%
2011Q2	1.04%	0.96%	0.86%	3.25%	1.64%	-0.25%
2011Q3	1.63%	1.11%	1.24%	3.50%	3.73%	-0.10%
2011Q4	-0.03%	1.20%	0.89%	3.86%	-3.25%	-0.16%
2012Q1	0.54%	-	0.53%	-	0.60%	-

资料来源：长江证券研究部

图 6：公司三费控制得力



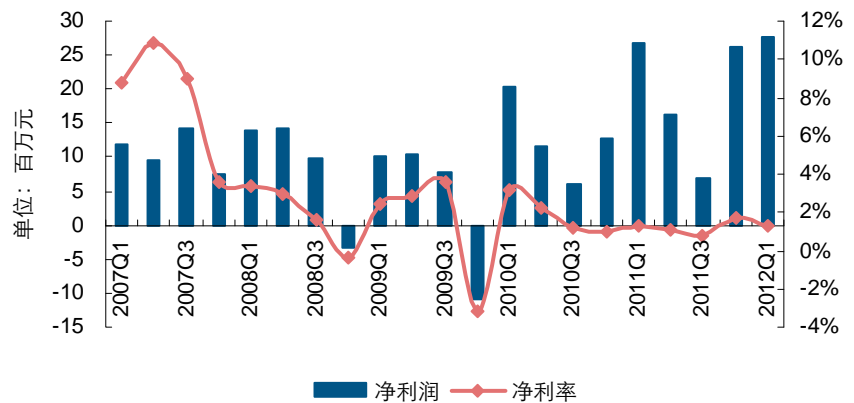
资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 3：公司非经常性损益一览

非经常性损益项目	年初至报告期末金额
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	6,285,734.90
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	250,512.24
少数股东权益影响额	-2.7
所得税影响额	-1,612,116.40
合计	4,924,128.04

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：飞马国际净利润和净利率



资料来源：Wind, 长江证券研究部

第四，煤炭业务虽受阻，环比改善依然带来业绩增长驱动力，维持“谨慎推荐”

港口及坑口的煤炭价差存在一定周期性，通常一、二季度的价差较低，三、四季度环比改善明显，而今年第一季度与往年同期相比也处于相对低点。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，但我们认为，未来价差的环比改善将是拉动公司营收增速和改善毛利率的驱动因素，同时由于公司去年转销存货跌价 2 千余万元，这也将未来公司未来业绩提供一定保障。预计 2012 年至 14 年 EPS 分别为 0.359、0.49 和 0.672 元，维持评级“谨慎推荐”。

风险提示：

- 公司从事远期外汇交易存在汇兑损失风险
- 煤炭贸易业务开展不顺利，季节性价差趋势不再，营收增速下滑

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
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	6945	7296	11708	17594
EPS (元/股)	0.25	0.36	0.49	0.67	长期借款	0	20	40	60
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
					负债合计	6945	7316	11748	17654
					归属于母公司所有者权益	542	652	802	1007
					少数股东权益	5	5	5	5
					股东权益	547	657	807	1012
					负债及股东权益	7492	7973	12555	18666
					基本指标				
					EPS	0.251	0.359	0.490	0.672
					BVPS	1.77	2.13	2.62	3.29
					PE	28.66	20.02	14.69	10.70
					PEG	0.74	0.51	0.38	0.28
					PB	4.06	3.38	2.74	2.18
					EV/EBITDA	10.80	6.98	3.81	1.10
					ROE	14.2%	16.9%	18.7%	20.4%

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

行业评级	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
公司评级	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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。