

2012-7-31

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

飞马国际 (002210)

煤炭低迷影响业务，未来寄望平台建设

分析师：韩轶超

☎ (8621)68751781
✉ hanyc@cjsc.com.cn
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

《煤炭业务承压，环比改善空间可期》2012/4/24

《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

报告要点

■ 事件描述

飞马国际(002210)公告 2012 年半年度报告,报告期内公司实现营业收入 38.46 亿元,同比增长 7.76%, 环比去年下半年增长 60.83%; 其中第二季度实现营业收入 16.87 亿元, 同比增长 9.47%, 环比上季度减少 21.89%。报告期内公司营业成本支出为 36.95 亿元, 同比增长 7.53%, 环比去年下半年增长 68.6%; 其中第二季度支出营业成本为 16.04 亿元, 同比增长 8.27%, 环比上季度减少 23.28%。报告期内公司实现归属母公司净利润为 4801.63 万元, 实现 EPS 为 0.121 元, 同比增长 10.12%; 其中第二季度实现归属母公司净利润为 2039.58 万元, 实现 EPS 为 0.051 元, 同比增长 22.97%。

■ 事件评论

受累煤炭贸易低迷，营收增速缓中企稳：由于受宏观经济及市场环境的不利影响今年秦皇岛煤价及坑口煤价价差持续收窄，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。虽然公司业务增速放缓，但是，从我们测算的公司市场份额来看，2012 年上半年公司的煤炭贸易占全国煤炭销量的 1.67%，公司在全国市场中份额还是稳中有升。

煤炭贸易低迷侵蚀公司主业毛利率：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，这一定程度上会侵蚀公司毛利率，而第 2 季度的煤炭贸易价差的相对回暖也使公司第 2 季度单季度毛利率有所改善。

业务开展推高财务费用，三费增幅收窄：报告期内，财务费用比去年同期增加了 44.03%，与此同时，公司销售费用、管理费用比去年同期分别下降了 18.68%、3.82%，显示出公司三费控制能力有所好转。

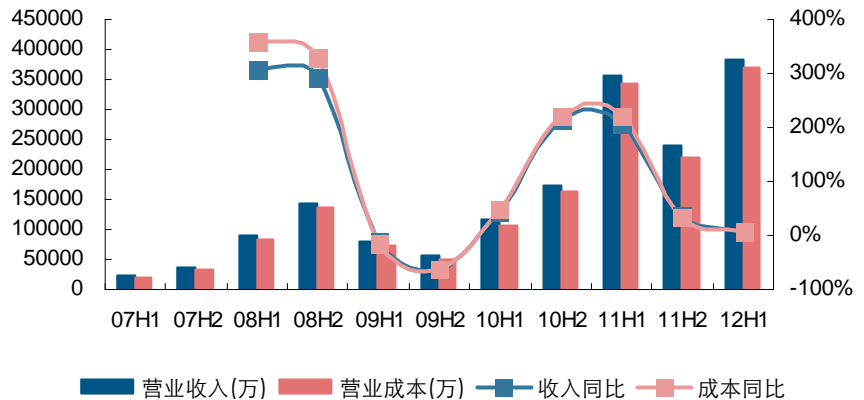
下半年煤炭或继续低迷，贸易业务稳健推进仍值期待，维持“谨慎推荐”：根据我们公司煤炭组的观点，下半年的煤炭行情持续低迷或是大概率的事件，这将一定程度影响公司的盈利能力和业务扩张。煤炭贸易业务上下游均是强势客户，构建煤炭贸易平台是一项长期的工程，但是持续增长的贸易规模将逐渐成为公司护城河，公司最近几年电力煤贸易在全国市场的占比稳中有升，贸易规模的扩大和多元化将为公司提供越来越强的抵抗风险的能力，同时由于公司去年转销存货跌价两千万，将未来公司未来业绩提供一定保障。预计 2012 年至 14 年 EPS 分别为 0.34 元，0.42 元和 0.57 元，维持“谨慎推荐”。

受累煤炭贸易低迷，营收增速缓中企稳

2012 年上半年公司实现营业收入 38.46 亿元，同比增长 7.76%，环比去年下半年增长 60.83%；其中第二季度实现营收 16.87 亿元，同比增长 9.47%，环比上季度减少 21.89%。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。由于受宏观经济及市场环境的不利影响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。

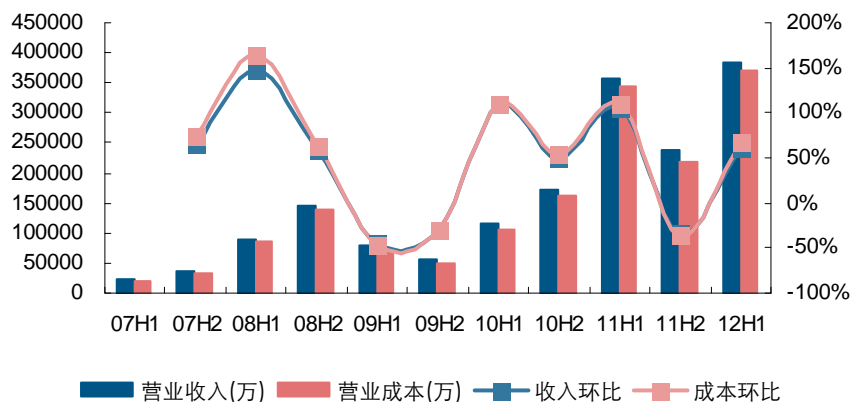
虽然公司业务增速放缓，但是，从我们测算的公司市场份额来看，2012 年上半年公司的煤炭贸易占全国煤炭销量的 1.67%，而前两年这一比例分别为 0.49%、1.16%。虽然需求不振导致，全国煤炭贸易低迷，但公司在全国市场中份额还存在小幅增长。

图 1：公司业务扩张速度放缓



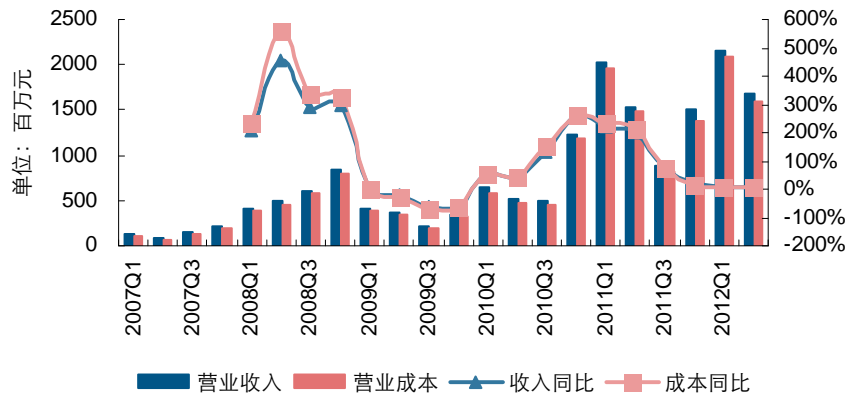
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 2：公司半年度收入成本



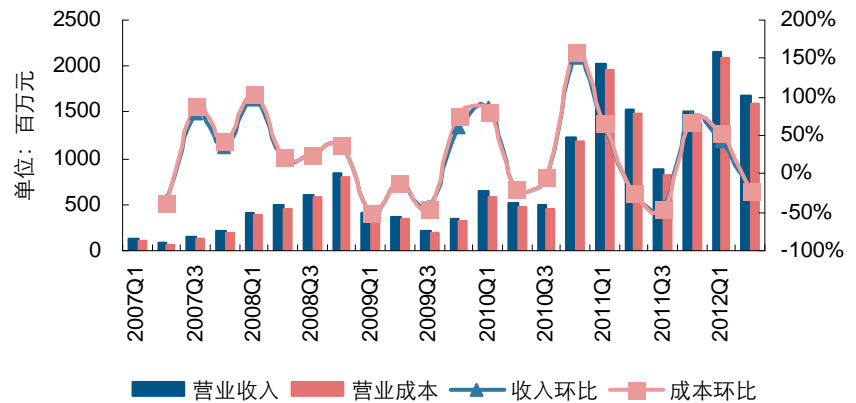
资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司第 2 季度营收增速企稳



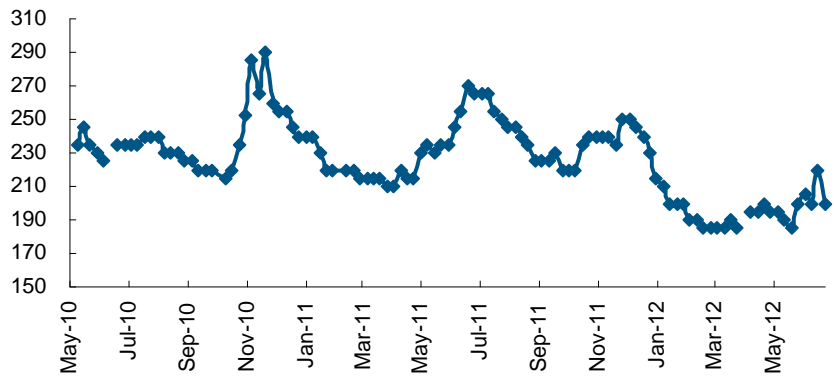
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 飞马国际季度收入成本环比情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 秦皇岛煤炭价差持续收窄



资料来源: Wind, 长江证券研究部

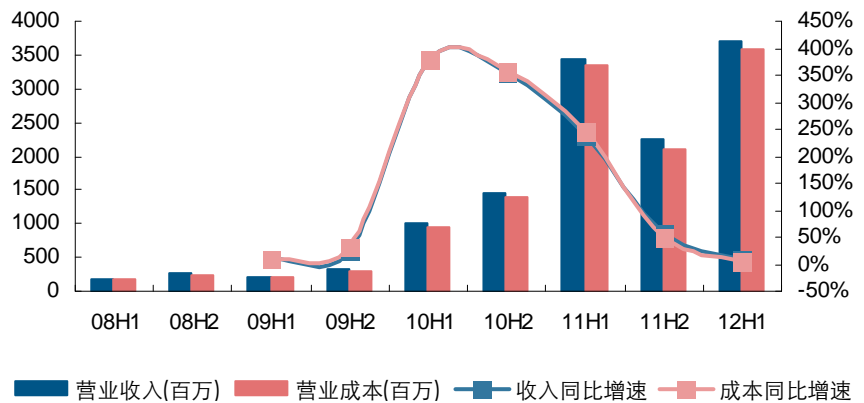
表 1: 飞马国际煤炭贸易市场份额测算

| | |
|----------------------|-------------|
| 2012 上半年电厂煤炭采购平均价格 | 760.75 元/吨 |
| 2012 上半年飞马国际煤炭贸易执行收入 | 36.90 亿元 |
| 2012 上半年飞马国际煤炭贸易量约为 | 485.05 万吨 |
| 2012 上半年我国电力煤炭销量为 | 28994.00 万吨 |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

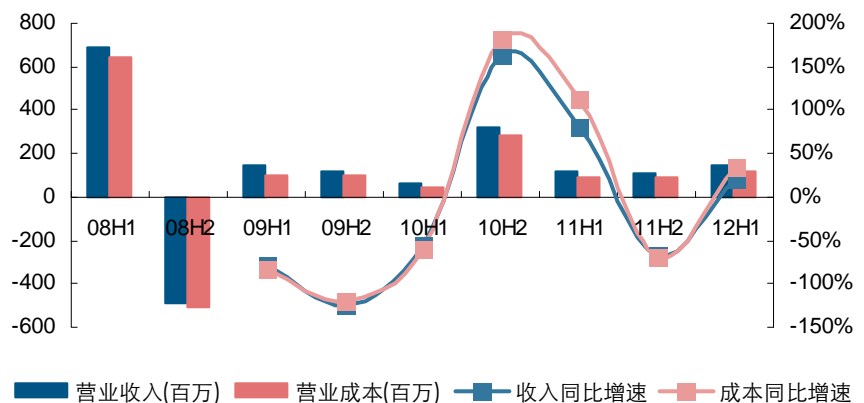
分业务来看, 公司贸易执行服务收入比去年同期增加了 7.48%, 其中, 能源资源行业供应链业务服务收入在公司中所占的营收比重越来越大, 虽然受宏观经济及市场环境的不利影响, 今年上半年营收仍比去年同期增加了 8.52%。综合物流服务收入比去年同期增加了 20.33%, 是公司基于桩基型供应链业务的发展方向, 对业务的种类、客户等进行了更精细的细分, 而且随着与客户合作的深入, 业务节点和链条的延伸, 由单一节点服务延伸为多节点服务。

图 6: 主要业务能源贸易执行的增速下滑是公司扩张减缓的主因



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 报告期内综合物流业务表现有所改善



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 飞马国际利润简表

| 单位: 百万元 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 | 2011Q4 | 2012Q1 | 2012Q2 |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2028.29 | 1540.63 | 877.75 | 1513.49 | 2159.23 | 1686.57 |
| 毛利率 | 3.61% | 3.82% | 6.99% | 9.12% | 4.88% | 3.91% |
| 营业利润 | 38.27 | 22.20 | 4.12 | 58.51 | 37.55 | 34.07 |
| 三项费用率 | 1.60% | 3.55% | 6.60% | -2.38% | 1.67% | 3.57% |
| 销售费用 | 10.58 | 16.08 | 14.34 | -0.40 | 11.57 | 10.11 |
| 管理费用 | 13.22 | 13.28 | 10.93 | 13.50 | 11.54 | 13.95 |
| 财务费用 | 8.71 | 25.30 | 32.70 | -49.14 | 12.87 | 36.12 |
| 期间费用 | 32.51 | 54.66 | 57.97 | -36.04 | 35.98 | 60.18 |
| 营业税金及附加 | 9.87 | 3.98 | 1.78 | 2.13 | 2.05 | 0.49 |
| 资产减值损失 | 0.00 | -3.23 | 3.01 | 49.76 | -1.22 | -15.25 |
| 营业利润 | 38.27 | 22.20 | 4.12 | 58.51 | 37.55 | 34.07 |
| 利润总额 | 36.80 | 20.38 | 4.43 | 51.66 | 37.80 | 33.81 |
| 所得税费用 | 9.87 | 3.98 | -2.59 | 25.43 | 10.17 | 13.40 |
| 归属于母公司净利润 | 27.02 | 16.59 | 6.76 | 26.40 | 27.62 | 20.40 |
| 净利率 | 1.33% | 1.08% | 0.77% | 1.74% | 1.28% | 1.21% |
| 股本: 亿 | 3.978 | 3.978 | 3.978 | 3.978 | 3.978 | 3.978 |
| 每股收益 (元) | 0.0679 | 0.0417 | 0.0170 | 0.0863 | 0.0694 | 0.0513 |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

煤炭贸易低迷侵蚀公司主业毛利率

报告期内公司营业成本支出为 36.95 亿元, 同比增长 7.53%, 环比去年下半年增长 68.6%; 其中第二季度支出营业成本为 16.04 亿元, 同比增长 8.27%, 环比上季度减少 23.28%。报告期内, 公司主营业务共实现毛利 15 亿元, 比去年同期增加 13.77%, 综合毛利率为 3.91%, 比去年同期增加了 0.21%; 其中第 2 季度单季度实现毛利 8.2 亿元, 毛利率为 4.88%, 比去年同比增加 1.06 个百分点。

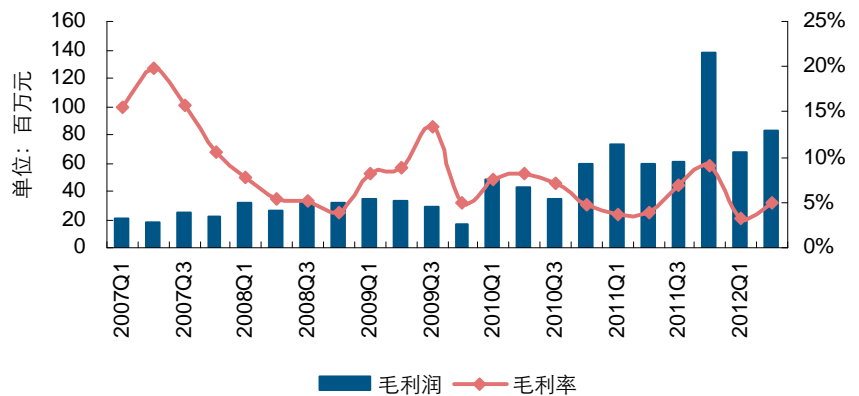
由于公司占收入主体的煤炭业务是以买断形式完成的, 而货物的价值也包含在收入和成本中, 放大了毛利率的计算基数。今年一季度煤炭贸易价差持续收窄, 在相同的收入情况下, 价差收窄意味着公司毛利润空间缩小, 我们认为, 这一定程度上会侵蚀公司毛利率, 而第 2 季度的煤炭贸易价差的相对回暖也使公司第 2 季度单季度毛利率有所改善。

图 8: 今年上半年毛利率受到侵蚀



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 第 2 季度毛利率相对有所改善



资料来源: Wind, 长江证券研究部

业务开展推高财务费用，三费增幅收窄

报告期内，财务费用比去年同期增加了 44.03%。财务费用增长的主要原因是公司业务规模扩大、业务增长，业务所需流动资金贷款增加以及使用票据结算增加所致。与此同时，公司销售费用、管理费用比去年同期分别下降了 18.68%、3.82%，显示出公司三费控制能力有所好转。

报告期内公司实现归属母公司净利润为 4801.63 万元，实现 EPS 为 0.121 元，同比增长 10.12%；其中第二季度实现归属母公司净利润为 2039.58 万元，实现 EPS 为 0.051 元，同比增长 22.97%。

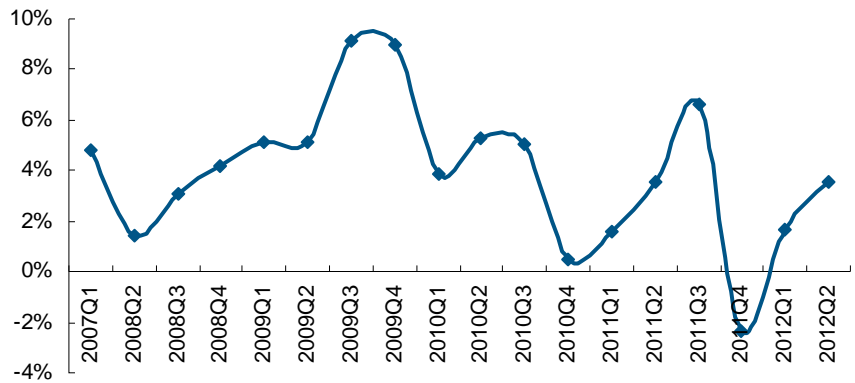
表 3: 公司三费一览

| 季度费用统计 | 销售费用率 | | 管理费用率 | | 财务费用率 | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 飞马国际 | 行业均值 | 飞马国际 | 行业均值 | 飞马国际 | 行业均值 |
| 2008Q1 | 0.45% | 1.05% | 2.22% | 4.12% | 1.03% | 1.71% |

| | | | | | | |
|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 2008Q2 | 0.19% | 0.97% | 0.62% | 3.77% | 0.63% | -0.99% |
| 2008Q3 | 0.52% | 0.98% | 1.61% | 3.64% | 0.96% | -0.56% |
| 2008Q4 | 1.44% | 1.17% | 2.00% | 3.67% | 0.78% | 0.02% |
| 2009Q1 | 1.72% | 2.04% | 1.94% | 4.84% | 1.44% | 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% | 1.75% | 0.53% | 1.53% | 0.60% | 0.83% |
| 2012Q2 | 0.60% | - | 0.83% | - | 2.14% | - |

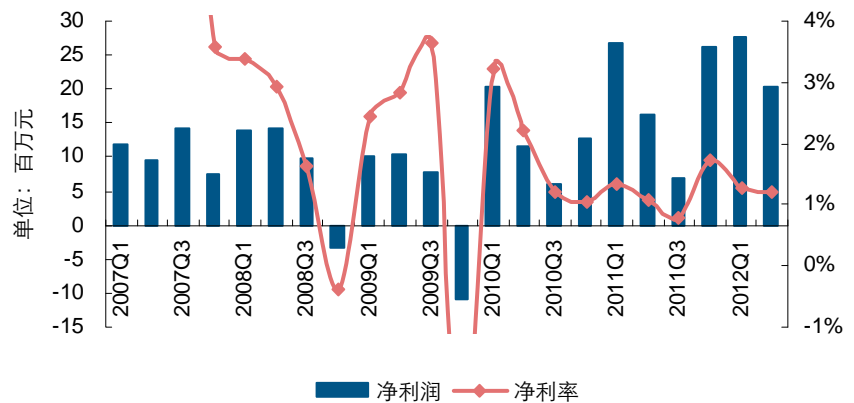
资料来源：长江证券研究部

图 10: 公司三费控制相对得力



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 11: 飞马国际净利润和净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

下半年煤炭或继续低迷, 贸易业务稳健推进仍值得期待, 维持“谨慎推荐”

根据我们公司煤炭组的观点, 下半年的煤炭行情持续低迷或是大概率的事件, 这将一定程度影响公司的盈利能力和业务扩张。从基本面上来看, 煤炭贸易业务上下游均是强势客户, 构建煤炭贸易平台是一项长期的工程, 但是持续增长的贸易规模将逐渐成为公司护城河, 公司最近几年电力煤贸易在全国市场的占比稳中有升, 贸易规模的扩大和多元化将为公司提供越来越强的抵抗风险的能力, 同时由于公司去年转销存货跌价 2 千余万元, 这将公司今年业绩提供一些保障。预计 2012 年至 14 年 EPS 分别为 0.34 元, 0.42 元和 0.57 元, 维持“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 | 10494 | 15599 | 21732 | 货币资金 | 3629 | 1049 | 1560 | 2173 |
| 营业成本 | 5629 | 10103 | 15092 | 21062 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 332 | 390 | 507 | 670 | 应收账款 | 1620 | 2836 | 4223 | 5888 |
| %营业收入 | 5.6% | 3.7% | 3.2% | 3.1% | 存货 | 413 | 636 | 950 | 1325 |
| 营业税金及附加 | 8 | 14 | 20 | 28 | 预付账款 | 1416 | 2543 | 3798 | 5301 |
| %营业收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 其他流动资产 | 34 | 38 | 56 | 78 |
| 销售费用 | 41 | 94 | 140 | 196 | 流动资产合计 | 7298 | 7427 | 11071 | 15439 |
| %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 | 94 | 140 | 196 | 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% | 0.2% | 0.1% | 固定资产合计 | 36 | 41 | 45 | 39 |
| 资产减值损失 | 50 | 14 | 0 | 2 | 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 | 0 |
| 营业利润 | 123 | 139 | 180 | 233 | 其他非流动资产 | -140 | -140 | -140 | -140 |
| %营业收入 | 2.1% | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 资产总计 | 7492 | 7602 | 11246 | 15607 |
| 营业外收支 | -10 | 0 | 0 | 0 | 短期贷款 | 3105 | 153 | 289 | 449 |
| 利润总额 | 113 | 139 | 180 | 233 | 应付款项 | 3387 | 6019 | 8992 | 12548 |
| %营业收入 | 1.9% | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 预收账款 | 289 | 504 | 749 | 1043 |
| 所得税费用 | 37 | 35 | 45 | 58 | 应付职工薪酬 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 77 | 105 | 135 | 174 | 应交税费 | 66 | 46 | 62 | 81 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 76.8 | 104.6 | 135.3 | 174.4 | 其他流动负债 | 97 | 175 | 261 | 364 |
| EPS (元/股) | 0.25 | 0.34 | 0.44 | 0.57 | 流动负债合计 | 6945 | 6897 | 10352 | 14486 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期借款 | 0 | 20 | 40 | 60 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流净额 | 832 | 395 | 390 | 449 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 取得投资收益收回现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 6945 | 6917 | 10392 | 14546 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 542 | 647 | 782 | 956 |
| 固定资产投资 | -58 | -10 | -10 | 0 | 少数股东权益 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | -9 | 0 | 0 | 0 | 股东权益 | 547 | 652 | 787 | 961 |
| 投资活动现金流净额 | -67 | -10 | -10 | 0 | 负债及股东权益 | 7492 | 7568 | 11179 | 15507 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | 0.251 | 0.342 | 0.442 | 0.570 |
| 银行贷款增加(减少) | 892 | -2931 | 156 | 180 | BVPS | 1.77 | 2.11 | 2.56 | 3.13 |
| 筹资成本 | 126 | -34 | -25 | -16 | PE | 19.33 | 14.19 | 10.97 | 8.51 |
| 其他 | -1730 | 0 | 0 | 0 | PEG | 0.61 | 0.45 | 0.35 | 0.27 |
| 筹资活动现金流净额 | -712 | -2965 | 131 | 164 | PB | 2.74 | 2.30 | 1.90 | 1.55 |
| 现金净流量 | 53 | -2580 | 511 | 613 | EV/EBITDA | 6.18 | 3.40 | 1.20 | -0.71 |
| | | | | | ROE | 14.2% | 16.2% | 17.3% | 18.2% |

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。