



利润维持增长 煤炭供应链是下阶段看点

——飞马国际（002210）三季度财报点评

2011年10月24日

推荐/首次

飞马国际

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：苏魁 电话：010-66554014

msn: sk_on_line@hotmail.com

事件：

飞马国际公布2011年三季报，公司2011年1-9月实现营业收入44.67亿元，同比增长169.82%；归属上市公司股东净利润5036.10万元，同比增长31.88%；基本每股收益0.165元。三季度公司实现营业收入8.78亿元，同比增长78.09%；归属上市公司股东净利润675.89万元，同比增长6.39%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入(百万元)	637.56	517.57	492.88	1238.95	2028.29	1540.63	877.75
增长率(%)	51.79%	38.94%	132.22%	263.46%	218.13%	197.66%	78.09%
毛利率(%)	7.57%	8.17%	7.11%	4.81%	3.61%	3.82%	6.99%
期间费用率(%)	3.87%	5.28%	5.03%	0.52%	1.60%	3.55%	6.60%
营业利润率(%)	3.93%	3.17%	1.23%	1.48%	1.89%	1.44%	0.47%
净利润(百万元)	20.48	11.52	5.97	12.76	26.93	16.40	7.01
增长率(%)	100.69%	9.51%	-22.49%	-216.26%	31.47%	42.29%	17.48%
每股盈利(季度,元)	0.100	0.037	0.021	0.042	0.088	0.054	0.022
资产负债率(%)	87.19%	86.31%	86.26%	89.78%	90.57%	91.28%	92.87%
净资产收益率(%)	4.46%	2.50%	1.28%	2.66%	5.33%	3.20%	1.35%
总资产收益率(%)	0.57%	0.34%	0.18%	0.27%	0.50%	0.28%	0.10%

评论：

积极因素：

- ▶ **前三季度公司主营业务保持稳定增长。**公司前三季度营业收入增速同比分别为218.13%、197.66%和78.09%；净利润增速分别为26.93%、16.40%和7.01%，整体保持高增速，营业收入增加主要为煤炭供应链业务的发展所致。
- ▶ **黄江塑胶物流园区利润贡献稳定。**黄江塑胶物流园区经过多年培育，吸引商家包括中石油、中石化、台塑、LG、陶氏、奇美等行业知名品牌，已经形成较好的品牌优势商业氛围。塑胶物流园区商铺出租率高，经营稳定，近年来收入水平维持在30亿元以上。
- ▶ **公司第三季度成功独家为深圳大运会提供物流服务。**公司成功为第26届深圳大运会提供包括通关、仓储、配送、运输、快递等在内的物流服务，为大运会独家物流服务商，通过此次盛会，公司形象得到全面提升。

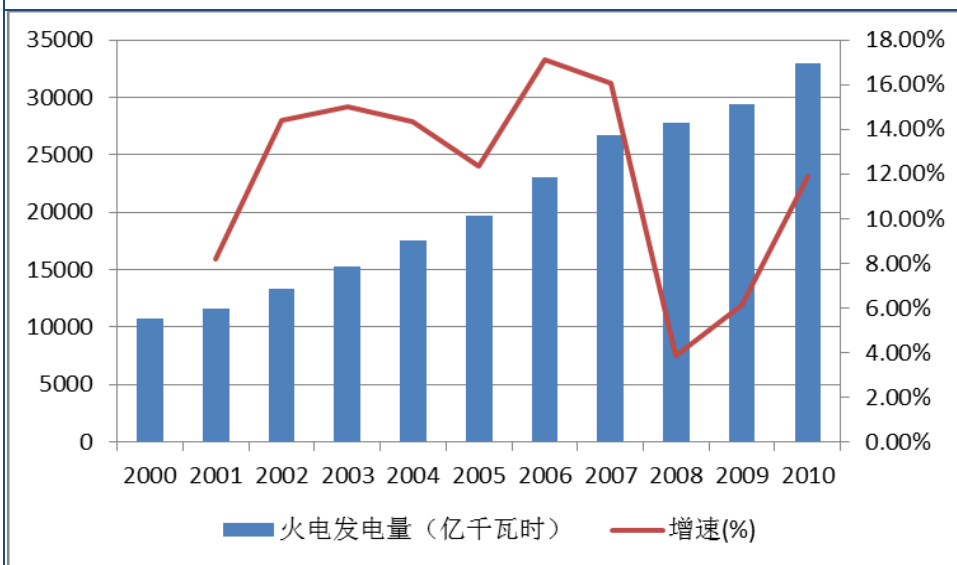
消极因素:

- **综合物流业务竞争激烈，毛利率持续走低。**综合物流服务对公司利润贡献占30%以上，但服务所涉及的货代、报关、配送等业务均属于充分竞争行业，利润率持续走低。从公司历史上看，仅09年由于经济危机恢复利润率同比08年微涨，其他历年毛利率呈持续下降趋势。

业务展望:

- **公司未来业务发展方向进入煤炭供应链服务领域。**公司自2008年起开始调研进入煤炭供应链事宜，2010年度取得19亿元的煤炭供应链服务收入。公司主要从事电煤的贸易执行工作，上游对应煤炭供应企业，下游为火力发电厂，上下游均处于强势地位，供应链贸易执行服务可从中协调供应关系获取服务利润。目前公司业务更接近煤炭贸易商的地位，实现服务费模式还需进一步的市场培育。考虑到火电发电量持续保持增长，电煤需求量持续增加，预期未来公司在该板块业务会有所突破。

图 1: 历年火力发电量及增速



资料来源：网上资料，东兴证券

盈利预测与投资建议:

- 我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为0.24元、0.31元和0.42元，对应的动态市盈率分别为30倍，24倍和17倍。公司业务近年来保持高增速，目前着力打造的煤炭供应链业务具发展前景。我们给予公司2012年EPS30倍PE估值，未来6个月目标价9.3元，首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示:

- 公司从事的供应链服务受所服务对象行业整体波动较大，如石化行业和煤炭行业需求发生变化，公司的经营情况将会受到较大影响。

表 2: 飞马国际 2011-2013 年盈利预测

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	288,697	638,020	861,326	1,119,724
(+/-)%	114.54%	121.00%	35.00%	30.00%
经营利润 (EBIT)	9,599	15,568	20,672	27,433
(+/-)%	115.31%	62.18%	32.79%	32.71%
净利润	5,073	7,337	9,475	12,877
(+/-)%	190.59%	44.62%	29.13%	35.91%
每股净收益 (元)	0.1673	0.24	0.31	0.42

资料来源: 东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士, 食品饮料行业首席分析师, 消费品及服务业行业研究小组负责人, 2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士, 清华大学工商管理硕士, 3 年公路规划设计院工作经验, 2011 年加盟东兴证券研究所, 从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。