

毛利率持续走低，三季度增速放缓

民生精品---简评报告/交通运输业

2011年10月24日

一、事件概述

飞马国际公布2011年三季报，公司2011年1至9月实现营业收入44.47亿元，同比增长169.82%；归属上市公司净利润5036.1万元，同比增长31.88%；实现每股收益0.165元。预计公司2011年归属于上市公司股东净利润同比增长30%-50%。

二、分析与判断

煤炭运输存在缺口，“十二五”期间煤炭供应链管理空间巨大

“十二五”期间，我国电力供应总体偏紧，明后两年发生系统性电荒的可能性很大，电煤将进入主动补库存周期，中短期必将加大对电煤的需求。目前铁路仅能满足60%的下游需求。在铁路运力瓶颈短时间内难以大幅打开的背景下，下游煤炭的需求空间巨大，我们看好煤炭供应链管理的成长空间。

公司积极布局产业链上中游，铁路资源将是公司发生质变的最重要因素

公司上游以满都拉、二连浩特为蒙古煤炭中心集散地、张家口为“三西”煤炭中心集散地，中游以天津和秦皇岛为煤炭运输枢纽，下游以大唐南京电厂等为主要客户。公司煤炭供应链中缺乏铁路资源，议价能力受限。我们认为，获取铁路资源将是公司议价能力提高、业绩增长的最重要因素。

油价回落和公路过路费下调将有望降低公司四季度成本支出

每年四季度电厂将处于阶段性去库存阶段，与此同时公路运量将开始上升，两者存在较为明显的负相关关系。飞马国际主要运输方式为公路运输，因此四季度将是公司的业务高峰期。油价会略和公路过路费的下调将降低公司部分运输成本。

毛利率持续走低成为业绩瓶颈，公司尚处于煤炭物流产业链布局阶段

今年前三季度公司营业成本同比增长179.37%，高于营业收入169.82%的增速，原因是公司能源业务毛利率持续走低。公司目前的能源贸易执行业务仍处于“跑马圈地”的业务前段模式，利润增速明显慢于收入增长。预计2011年实现营业收入约72亿元，归属母公司股东净利润0.78亿元。

三、盈利预测与投资建议

油价回落和公路过路费下调，公司成本支出在四季度有望回落。预计未来三年全面摊薄EPS分别为0.25元、0.34元和0.42元，对应市盈率分别为31.96倍、23.68倍和19.52。给予“谨慎推荐”评级，6个月目标价为8.5元。

四、风险提示

(1) 大盘系统性风险；(2) 燃油成本大幅上涨；(3) 财务风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,887	7,217	9,361	11,243
增长率(%)	114.54%	150.00%	29.7%	20.10%
归属母公司股东净利润(百万元)	51	78	105	127
增长率(%)	194.64%	51.68%	34.97%	21.32%
每股收益(元)	0.17	0.25	0.34	0.42
PE	47.53	31.96	23.68	19.52
PB	/	4.45	3.75	3.14

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

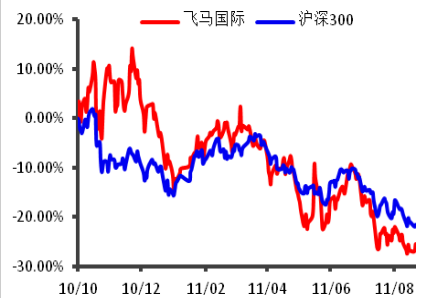
维持评级

合理估值： 8.5 元

交易数据(2011-10-24)

收盘价	7.48
近12个月最高/最低	8.74/6.77
总股本(百万股)	1000.00
流通股本(百万股)	200.00
流通股比例	20.00%
总市值(亿元)	74.80
流通市值(亿元)	14.96

该股与沪深300走势比较



分析师

策略分析师：张琢
 执业证号：S0100210110002
 电话：(8610)8512 7665
 邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：孙洪湛
 电话：(8610)8512 7513
 Email：sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰
 电话：(8610)8512 7513
 Email：yujie@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,887	7,217	9,361	11,243
减：营业成本	2,702	6,916	9,012	10,806
营业税金及附加	8	11	16	21
销售费用	31	69	96	121
管理费用	49	61	84	107
财务费用	2	70	23	23
资产减值损失	11	3	4	5
加：投资收益	(5)	13	4	2
二、营业利润	66	101	130	162
加：营业外收支净额	1	(4)	2	0
三、利润总额	67	97	132	162
减：所得税费用	16	19	27	35
四、净利润	51	78	105	127
归属于母公司的利润	51	78	105	127
五、基本每股收益 (元)	0.17	0.25	0.34	0.42

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	61.93	61.49	78.91	73.16
成长能力:				
营业收入同比	114.54%	150.00%	29.70%	20.10%
营业利润同比	309.3%	52.9%	29.4%	24.5%
净利润同比	190.59%	53.34%	34.96%	21.1%
营运能力:				
应收账款周转率	4.59	8.04	8.78	7.80
存货周转率	21.21	25.29	18.47	17.39
总资产周转率	0.76	1.27	1.37	1.46
盈利能力与收益质量:				
毛利率	6.4%	4.2%	3.7%	3.9%
净利率	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%
总资产净利率 ROA	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%
净资产收益率 ROE	11.1%	15.0%	17.2%	17.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.10	0.74	0.69	0.71
资产负债率	89.8%	134.7%	143.8%	140.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.17	0.25	0.34	0.42
每股经营现金流量	(0.25)	4.66	1.92	1.09
每股净资产	1.57	1.82	2.16	2.58

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,985	1,219	0	0
应收票据	14	99	140	180
应收账款	973	823	1,311	1,574
预付账款	1,060	2,887	3,575	4,306
其他应收款	280	1,148	1,249	1,460
存货	170	401	613	680
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	4,498	6,576	6,887	8,199
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	38	102	135	127
在建工程	0	0	0	0
无形资产	8	7	6	5
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	189	109	141	133
资产总计	4,687	6,685	7,028	8,332
短期借款	2,066	2,766	1,885	1,977
应付票据	1,497	5,671	7,390	8,861
应付账款	375	207	270	324
预收账款	63	249	421	382
其他应付款	13	15	16	17
应交税费	23	(28)	(2)	(2)
其他流动负债	17,361	0	0	0
流动负债合计	4,082	8,881	9,980	11,559
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	126	126	126	126
非流动负债合计	126	126	126	126
负债合计	4,208	9,007	10,106	11,685
股本	306	306	306	306
资本公积	51	51	51	51
留存收益	117	195	300	427
少数股东权益	5	6	6	6
所有者权益合计	479	557	662	789
负债和股东权益合计	4,687	9,564	10,768	12,474

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(76)	1,426	586	335
投资活动现金流量	(36)	(56)	(36)	2
筹资活动现金流量	45	630	796	636
现金及等价物净增加	(35)	2,000	1,346	973

分析师与行业专家简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑭	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127728	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。