



交通运输-物流

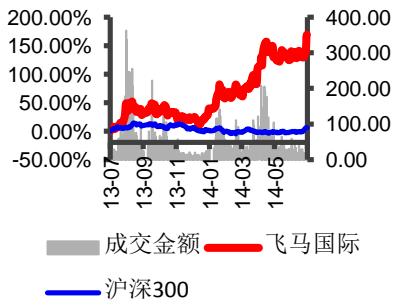
报告原因：中报点评

2014 年 7 月 31 日

市场数据：2014 年 7 月 30 日

收盘价（元）	14.99
一年内最高/最低（元）	15.32/5.36
市净率	7.59
市盈率(TTM)	41.5
流通 A 股市值（百万元）	381

公司股价与上证综指一年走势对比



分析师：孟令茹

执业证书编号：S0760511010011

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

飞马国际 002210

财务费用下降及公允价值变动损益增加致公司
业绩大幅增长

评级：增持

公司研究/一般报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主业毛利率	净资产收益率	市盈率
2012A	14,652	1.46	82.11	0.07	0.21	0.02	14.49	14,652.87
2013A	29,8508	1.04	110.73	0.35	0.28	0.01	15.65	29,850.48
2014E	39,3937	0.32	168.72	0.52	0.42	0.01	0.19	39,393.67
2015E	53,1743	0.35	203.30	0.20	0.51	0.01	0.19	53,174.73

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：今日公司公布 2014 年中期财报，同比看，2014 年上半年营收增长 47.73%至 146.35 亿元，综合毛利率回落 0.45 个百分点至 0.62%，归属于上市公司股东的净利润增长 48.55%至 8878.19 万元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润下降 1.73%至 6702.13 万元；每股收益为 0.22 元；同时公司公布前三季度盈利预测，预计 2014 年前三季度归属于上市公司股东的净利润增长 20%-60%。

投资要点：

- **资源行业供应链业务的大力拓展提升公司营收增速，但综合毛利率及综合毛利润持续下降显示着公司主业的低盈利特性。**2014 年上半年公司供应链服务收入占比由 2013 年的 99.92%提升至 2014 年上半年的 99.93%，但业务的低盈利性质加上人工成本、运营成本等上升因素，使主业毛利率由 2013 年的 0.61%下降至 2014 年上半年的 0.58%，拖累公司综合毛利下降 0.04 个百分点至 0.62%和综合毛利润下降 13.84%至 9097 万元。
- **依托供应链业务开展外汇业务致财务费用大幅减少及公允价值变动损益大幅增长是公司实现营业利润及净利润大幅增长的重要因素。**公司依托供应链开展外汇业务并获取一揽子收益，上半年公司实现利息收入 1.28 亿元，冲抵当期利息支出、汇兑损失和银行手续费等项目后，财务费用为 -2855.96 万元，较去年同期的 -23 万元大幅下降，对营业利润净增量贡献度为 40.87%；公允价值变动损益实现 2490 万元，对公司营业利润净增量贡献度为 35.94%。此外，公司销售费用率及管理费用率自 2013 年以来维持着小幅走低态势显示公司费用管控能力的增强，对公司营业利润增长形成正面影响。2014 年上半年公司营业利润同比增长 53%，净利润同比增长 48%。
- **公司拥有自贸区投资主题。**为进一步完善公司资源能源行业供应链运营网络，利用上海自贸区相关政策、管理、信息、金融等便利条件更

好配合公司相关业务拓展，提高公司业务的运营效率，上半年公司以自有资金出资 1000 万元，占注册资本的 100%，现设立子公司的相关工商手续已办理完毕，注册资本金尚未投入，上海自贸区子公司的设立使公司拥有了自贸区投资主题。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2014–2015 年每股收益分别为 0.42 元、0.51 元，对应 PE 分别为 35 和 25 倍。尽管公司主业盈利较低且毛利率呈下滑走势，但是主业扩张态势明显，预计依托供应链业务开展的外汇业务对公司业绩稳定增长形成支撑，首次给予公司“增持”评级。
- **投资风险。**依托供应链业务的外汇业务收益不确定性较强。

表1. 盈利预测表 单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	5,960.16	14,652.87	29,850.48	39,393.67	53,174.73
营业收入	5,960.16	14,652.87	29,850.48	39,393.67	53,174.73
同比增速: %	106.45%	145.85%	103.72%	31.97%	34.98%
二、营业总成本	5,794.98	14,550.95	29,658.57	39,203.46	52,943.32
营业成本	5,628.59	14,373.60	29,653.49	39,177.00	52,908.85
综合毛利率: %	5.56%	1.91%	0.66%	0.55%	0.50%
营业税金及附加	7.77	5.08	4.24	4.56	6.16
销售费用	40.60	26.36	20.01	27.58	31.90
管理费用	50.92	50.29	68.41	27.58	31.90
财务费用	17.57	95.82	-76.93	-31.20	-35.50
资产减值损失	49.53	-0.20	-10.65	-2.05	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-33.35	37.01	-13.69	27.00	31.00
投资净收益	-8.71	-29.71	-47.41	-6.00	2.00
四、营业利润	123.11	109.22	130.82	211.21	264.41
同比增长: %	86.79%	-11.29%	19.78%	61.45%	25.19%
加: 营业外收入	6.76	3.75	4.81	0	0
减: 营业外支出	16.61	0.48	0.57	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	0.32	0.45	0.00		
五、利润总额	113.27	112.49	135.06	211.21	264.41
减: 所得税	36.69	30.21	24.19	42.24	60.81
六、净利润	76.58	82.28	110.86	168.97	203.59
减: 少数股东损益	-0.18	0.17	0.14	0.25	0.30
归属于母公司所有者的净利润	76.76	82.11	110.73	168.72	203.30
同比增速: %	49.96%	6.97%	34.85%	52.38%	20.49%
加: 其他综合收益	0.62	-2.16	10.62		
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.25	0.21	0.28	0.42	0.51
(二) 稀释每股收益(元)	0.25	0.21	0.28	0.42	0.51

资料来源: wind 山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。