

物流 II
飞马国际 (002210.SZ) / 10.84 元
煤炭供应链前景广阔，大运会提升公司品牌
事 项

2011 年 3 月 31 日下午，我们对飞马国际就公司主营业务经营情况及未来发展策略进行调研。

主要观点

贸易执行、综合物流服务和塑胶物流园三大板块并驾齐驱。公司的主营业务为供应链管理服务，分为贸易执行、综合物流服务和物流园经营三大板块，涉及的行业包括能源、IT、电子和塑化等。2010 年，公司实现营业收入 28.87 亿元，同比增长 114.54%。其中，贸易执行收入占全部营业收入的比重为 85%。

华丽转身，煤炭供应链业务成为重要利润增长点。公司提供供应链服务的传统行业为 IT、电子和塑化。2009 年底，公司开始开展能源供应链业务，现阶段主要标的是煤炭。在 2010 年收入构成中，煤炭供应链（归属于贸易执行板块）实现营业收入 19.02 亿元，占到全部营业收入的 65.89%，毛利率为 4.48%，高于 IT、电子行业 1.42% 的水平。煤炭供应链业务已经成为公司新的利润增长点。

煤炭供应链市场前景广阔。公司是首家也是目前唯一一家专门入驻煤炭资源供应链业务的公司。目前我国 80% 左右的煤炭物流是由煤炭或需求企业自身承担，急需出现专业的供应链企业对其进行整合。依赖于我国煤炭业巨大的产需量，煤炭供应链市场份额巨大。公司目前已与大唐、华电、粤电力、河北钢铁、山煤、陕煤等大型煤炭资源生产和需求企业开展业务往来。值得注意的是，煤炭钢铁等资源属于大宗商品特性，因此对公司的现金流量提出较高要求。此外，公司的人才资源、业务拓展能力、在产业链中的议价能力都会得到考验。

综合物流服务业务稳步发展。公司的综合物流业务包括进出口通关物流、采购/销售执行、精益物流和保税物流等。2010 年，公司综合物流业务实现营业收入 3.92 亿元，占营业收入比重为 13.57%，毛利率为 16.28%。未来，公司综合物流业务将维持当前的经营状况，稳步发展。

暂缓投入资金，塑胶物流园维持稳定盈利水平。由于经营形势变化，行业竞争加剧，原定募投项目之一的黄江塑胶物流园项目现已暂缓，除运营所需流动资金外，公司暂不计划追加投资。2010 年，物流园实现营业收入 3750.48 万元，毛利率为 78.07%，前期投资成果渐现。未来该项业务将维持现有规模，毛利率也将保持稳定水平。

大运会独家物流供应商资格，显著提升公司品牌效应。公司经过激烈竞争，成为 2011 年深圳大运会独家物流供应商，将为大运会比赛项目所需设备提供物流服务。大运会独家物流供应商，将会加大公司品牌影响力，有利于未来业务拓展。

证券分析师： 高利

执业编号： S0360209120018

联系人： 陈娟 周玉华

Tel： 0755-82828557

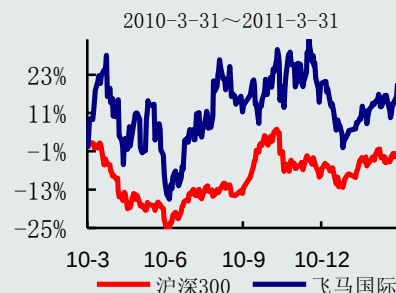
Email： zhoyuhua@hczq.com

投资评级
投资评级： 推荐

评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	30600
流通 A 股/B 股(万股)	28916/0
资产负债率(%)	89.78
每股净资产(元)	1.55
市盈率(倍)	64.80
市净率(倍)	6.99
12 个月内最高/最低价	17.68/7.09

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源： 港澳资讯

相关研究报告

未来战略-全力打造能源供应链网络。公司明确将能源供应链作为未来业务的重点方向，正在着手建立自己的车队，并计划投入 1.69 亿元用于西北地区煤炭供应链网络建设，预计工期为半年。项目完工后，公司将形成以满都拉、二连浩特、张家口、天津和秦皇岛为中心，覆盖内外蒙古、山西和陕西的煤炭供应链网络。依托于庞大的物流网络，能够更快捷整合周边煤炭资源，有效降低成本，形成独特的竞争优势和规模优势。如果公司业务进展顺利，预计煤炭供应链业务 2011 年将贡献 EPS 0.29 元/股。

投资建议与盈利预测：我们认为公司大力拓展的煤炭行业供应链业务存在巨大机遇，若业务进展顺利，公司业绩有望实现爆发式增长。公司年报提出 2011 年实现营业收入 100 亿元以上的目标，使我们更期待一季度的表现。考虑到业务拓展风险，我们给出未来三年 EPS 分别为：0.39 元、0.53 元和 0.73 元。对应动态 PE26.48 倍、19.52 倍和 14.37 倍。给予“推荐”评级。

风险提示 煤炭业务开展进程缓慢、煤炭供应链网络建设不能如期完成、高资产负债率带来的财务风险、宏观经济波动、汇率风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4498	8265	16469	19336
现金	1985	3252	8837	9567
应收账款	973	2890	4882	6443
其它应收款	280	680	1116	1473
预付账款	1060	1200	1300	1500
存货	170	180	200	220
其他	30	63	134	134
非流动资产	189	175	159	143
长期投资	0	0	0	0
固定资产	38	32	25	18
无形资产	8	9	12	13
其他	143	134	122	112
资产总计	4687	8440	16627	19479
流动负债	4082	7730	15784	18423
短期借款	2066	2100	7000	7000
应付账款	375	1105	1813	2393
其他	1641	4525	6971	9030
非流动负债	126	110	120	160
长期借款	0	-20	-30	-20
其他	126	130	150	180
负债合计	4208	7840	15904	18583
少数股东权益	5	5	5	5
股本	306	306	306	306
资本公积金	51	51	51	51
留存收益	117	238	362	535
归属母公司股东权益	474	594	719	891
负债和股东权益	4687	8440	16627	19479

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-76	1314	810	886
净利润	51	120	163	222
折旧摊销	10	9	9	10
财务费用	2	48	94	148
投资损失	5	1	1	1
营运资金变动	-175	1121	534	496
其它	31	15	9	9
投资活动现金流	-36	-15	-5	-5
资本支出	32	0	0	0
长期投资	0	6	-3	-0
其他	-4	-9	-8	-5
筹资活动现金流	45	-32	4780	-151
短期借款	457	34	4900	0
长期借款	-35	-20	-10	10
普通股增加	102	0	0	0
资本公积增加	-102	0	0	0
其他	-377	-46	-110	-161
现金净增加额	-35	1267	5585	730

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2887	8500	13948	18408
营业成本	2702	8015	13141	17283
营业税金及附加	8	26	43	59
营业费用	31	94	181	258
管理费用	49	145	258	350
财务费用	2	48	94	148
资产减值损失	11	6	6	8
公允价值变动收益	-12	-10	-10	-10
投资净收益	-5	-1	-1	-1
营业利润	66	155	213	292
营业外收入	2	6	5	4
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	67	161	218	296
所得税	16	40	54	74
净利润	51	120	163	222
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	51	121	164	222
EBITDA	78	212	316	450
EPS（元）	0.17	0.39	0.53	0.73

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	114.5%	194.4%	64.1%	32.0%
营业利润	309.3%	135.6%	37.4%	37.0%
归属母公司净利润	194.6%	135.5%	35.6%	35.9%
获利能力				
毛利率	6.4%	5.7%	5.8%	6.1%
净利率	1.8%	1.4%	1.2%	1.2%
ROE	10.8%	20.3%	22.8%	24.9%
ROIC	9.0%	-27.7%	-21.2%	-20.7%
偿债能力				
资产负债率	89.8%	92.9%	95.6%	95.4%
净负债比率	49.52%	26.76%	43.95%	37.68%
流动比率	1.10	1.07	1.04	1.05
速动比率	1.06	1.05	1.03	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.76	1.30	1.11	1.02
应收账款周转率	5	4	4	3
应付账款周转率	9.93	10.83	9.01	8.22
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.39	0.53	0.73
每股经营现金	-0.25	4.29	2.65	2.89
每股净资产	1.55	1.94	2.35	2.91
估值比率				
P/E	62.35	26.48	19.52	14.37
P/B	6.74	5.37	4.44	3.58
EV/EBITDA	42	16	10	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801