

怡亚通 (002183.SZ) 垂直服务行业

评级: 买入 维持评级

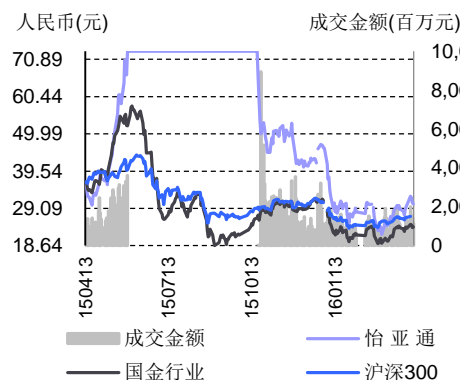
公司点评

市场价格 (人民币): 30.34 元
目标价格 (人民币): 48.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,000.69
总市值(百万元)	31,480.29
年内股价最高最低(元)	73.15/21.79
沪深 300 指数	3264.49
深证成指	10640.27



相关报告

- 《高增长将持续, 业绩有目共睹-怡亚通公司深度研究》, 2016.3.18
- 《垂直物流分销平台, 解决流通两大顽疾-怡亚通公司研究》, 2016.1.20

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

定增降低经营风险, 彰显长期发展信心

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.203	0.313	0.493	0.895	1.246
每股净资产(元)	2.71	3.18	3.30	7.79	8.79
每股经营性现金流(元)	-2.76	-3.29	-2.92	-2.38	-2.43
市盈率(倍)	136.34	88.47	61.59	33.90	24.34
行业优化市盈率(倍)	124.17	169.48	200.04	200.04	200.04
净利润增长率(%)	59.61%	55.92%	63.67%	81.67%	39.27%
净资产收益率(%)	7.49%	9.86%	15.51%	9.18%	11.34%
总股本(百万股)	986.13	997.78	1,037.58	1,037.58	1,037.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

怡亚通于 2016 年 4 月 9 日发布公告, 拟向周国辉在内的不超过 10 名特定对象非公开发行股票合计不超过 3 亿股, 募集资金总额不超过 60 亿元, 用于怡亚通供应链商业生态圈的建设。

经营分析

- **传统分销渠道具备巨大整合空间, 线上线下融合打造 O2O 供应链商业生态圈:** 公司致力于整合传统分销渠道中间环节, 仅考虑快速消费品细分市场, 渠道加价空间近 2 万亿元。怡亚通通过线下 380 平台整合品牌各层级分销渠道资源, 以达到效率提升及成本节约。以 380 平台为载体, 同时线上搭建宇商网, 星链互联网平台等线上业务, 连接上游品牌商及下游零售门店, 最终打造 O2O 供应链商业生态圈。
- **380 平台持续放量, 高成长可期:** 公司 2015 年营业收入达到 400 亿, 同比上升 16%。归属母公司净利润 5.11 亿, 同比上升 64%。主要利润增长来源于 380 平台收入的高速增长。同时公司目前 380 平台已在 250 个城市建立了分销平台, 服务超过 100 万个终端门店, 业务量超过 200 亿元人民币, 已达到行业规模第一。公司未来欲覆盖 500 万家门店, 逐步向线上延伸, 大力推进供应链金融, O2O 终端营销及 O2O 增值服务。预计公司未来 380 平台可达千亿销售规模, 供应链金融业务、零售终端营销业务的确定性高, 对公司营收和利润增长将起到锦上添花的作用。
- **非公开发行预案出台, 彰显对公司发展的信心:** 此次募集资金将有 20 亿用于 380 平台的建设, 约 20 亿用于互联网平台的建设。本次非公开发行主要认购人为公司控股股东周国辉及其他投资机构, 体现了公司股东及投资人对公司经营模式长期价值的认可。同时缓解了公司负债比例较高的风险, 公司截至 2015 年 9 月, 资产负债率高达 79%, 此次资金注入将降低公司财务风险, 增强资本实力。同时在连续 3 年经营性现金流净额为负的情况下, 保证了现金流平衡, 以防御资金周转速度下降带来的风险。

盈利调整

- 我们预计公司 2015-18 年 EPS 为 0.49/0.9/1.25 元每股。

投资建议

- 怡亚通商业模式独具颠覆性, 业绩兑现确定性强。2015 年业绩高速增长, 380 平台持续放量, 未来成长可期。非公开发行预案彰显公司董事对公司长

期发展信心，同时降低公司财务及经营风险。给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	7,555	11,623	22,142	40,034	55,408	71,442	货币资金	4,820	4,228	7,516	4,000	3,000	2,000
增长率		53.9%	90.5%	80.8%	38.4%	28.9%	应收款项	2,170	4,005	5,607	8,939	12,371	15,952
主营业务成本	-6,661	-10,539	-20,383	-37,119	-51,326	-66,376	存货	951	1,972	3,352	4,846	6,701	8,666
%销售收入	88.2%	90.7%	92.1%	92.7%	92.6%	92.9%	其他流动资产	738	1,326	1,379	2,347	3,182	4,065
毛利	894	1,084	1,759	2,915	4,082	5,066	流动资产	8,679	11,532	17,854	20,132	25,254	30,683
%销售收入	11.8%	9.3%	7.9%	7.3%	7.4%	7.1%	%总资产	82.9%	79.4%	81.7%	85.5%	88.2%	90.2%
营业税金及附加	-24	-32	-54	-98	-135	-175	长期投资	226	1,531	2,017	2,017	2,017	2,017
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	889	519	515	473	431	388
营业费用	-72	-74	-104	-188	-260	-335	%总资产	8.5%	3.6%	2.4%	2.0%	1.5%	1.1%
%销售收入	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	242	147	166	95	98	101
管理费用	-531	-598	-880	-1,441	-1,995	-2,572	非流动资产	1,786	2,989	3,999	3,410	3,371	3,332
%销售收入	7.0%	5.1%	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	%总资产	17.1%	20.6%	18.3%	14.5%	11.8%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	266	380	721	1,188	1,691	1,984	资产总计	10,465	14,521	21,853	23,543	28,625	34,015
%销售收入	3.5%	3.3%	3.3%	3.0%	3.1%	2.8%	短期借款	5,897	7,786	14,157	14,119	10,870	13,363
财务费用	-130	-108	-423	-587	-551	-371	应付款项	1,982	2,555	1,893	3,714	5,136	6,639
%销售收入	1.7%	0.9%	1.9%	1.5%	1.0%	0.5%	其他流动负债	157	190	381	398	494	593
资产减值损失	-16	-20	-37	-1	0	0	流动负债	8,036	10,531	16,431	18,231	16,500	20,596
公允价值变动收益	28	-25	69	0	0	0	长期贷款	385	891	203	113	113	113
投资收益	0	42	62	62	62	62	其他长期负债	516	132	1,314	1,167	1,167	1,167
%税前利润	0.2%	15.8%	14.7%	9.3%	5.1%	3.7%	负债	8,937	11,554	17,948	19,511	17,780	21,876
营业利润	149	268	392	662	1,202	1,674	普通股股东权益	1,483	2,674	3,168	3,295	10,110	11,403
营业利润率	2.0%	2.3%	1.8%	1.7%	2.2%	2.3%	少数股东权益	45	292	736	736	736	736
营业外收支	10	-5	27	0	0	0	负债股东权益合计	10,465	14,521	21,853	23,543	28,625	34,015
税前利润	158	263	419	662	1,202	1,674	比率分析						
利润率	2.1%	2.3%	1.9%	1.7%	2.2%	2.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-28	-55	-95	-151	-274	-381	每股指标						
所得税率	18.0%	20.9%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	每股收益	0.150	0.203	0.313	0.493	0.895	1.246
净利润	130	208	324	511	929	1,293	每股净资产	1.778	2.711	3.175	3.302	7.790	8.786
少数股东损益	5	8	12	0	0	0	每股经营现金净流	0.321	-2.757	-3.288	-2.919	-2.377	-2.434
归属于母公司的净利润	125	200	312	511	929	1,293	每股股利	0.050	0.070	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%	1.7%	1.8%	回报率						
							净资产收益率	8.46%	7.49%	9.86%	15.51%	9.18%	11.34%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.20%	1.38%	1.43%	2.17%	3.24%	3.80%
							投入资本收益率	2.63%	2.55%	2.85%	4.72%	5.68%	5.72%
净利润	130	208	324	511	929	1,293	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	8.31%	53.85%	90.50%	80.81%	38.40%	28.94%
非现金支出	61	70	87	50	49	49	EBIT增长率	184.13%	42.56%	89.82%	64.74%	42.42%	17.31%
非经营收益	87	102	337	464	542	325	净利润增长率	39.58%	59.61%	55.92%	63.67%	81.67%	39.27%
营运资金变动	-10	-3,098	-4,028	-3,937	-4,604	-4,826	总资产增长率	-18.62%	38.76%	50.49%	7.73%	21.59%	18.83%
经营活动现金净流	268	-2,719	-3,280	-2,913	-3,085	-3,158	资产管理能力						
资本开支	-287	-145	-181	540	-10	-10	应收账款周转天数	96.4	88.7	71.8	71.8	71.8	71.8
投资	0	-55	-23	0	0	0	存货周转天数	54.8	50.6	47.7	47.7	47.7	47.7
其他	128	251	151	62	62	62	应付账款周转天数	23.6	19.6	8.0	8.0	8.0	8.0
投资活动现金净流	-159	50	-53	602	52	52	固定资产周转天数	22.7	3.8	8.5	4.3	2.8	2.0
股权募资	17	832	390	0	5,886	0	偿债能力						
债权募资	-2,310	1,619	6,679	-148	-3,249	2,493	净负债/股东权益	126.91%	149.08%	204.31%	281.91%	84.05%	103.87%
其他	2,535	-367	-446	-1,057	-603	-386	EBIT利息保障倍数	2.0	3.5	1.7	2.0	3.1	5.3
筹资活动现金净流	243	2,084	6,623	-1,205	2,033	2,107	资产负债率	85.40%	79.57%	82.13%	82.88%	62.11%	64.31%
现金净流量	352	-584	3,289	-3,516	-1,000	-1,000							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-13	增持	7.69	N/A
2	2016-01-20	买入	31.16	60.00~72.00
3	2016-03-18	买入	27.69	48.00~50.00

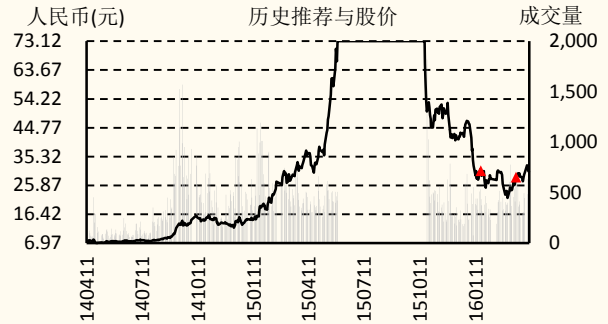
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD