

怡亚通 (002183.SZ) 垂直服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

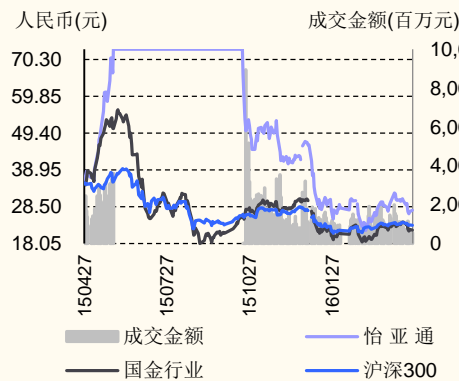
市场价格(人民币): 27.53元

380平台持续高增长, 规模扩大提升话语权

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)	28,564.68
年内股价最高最低(元)	73.15/21.79
沪深300指数	3162.03
深证成指	10106.79



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.313	0.475	0.827	1.128	1.313
每股净资产(元)	3.18	4.82	8.62	9.29	10.11
每股经营性现金流(元)	-3.29	-1.73	-0.79	-1.10	-1.02
市盈率(倍)	47.48	97.05	33.30	24.41	20.96
行业优化市盈率(倍)	169.48	200.04	155.39	155.39	155.39
净利润增长率(%)	55.92%	57.69%	74.21%	36.40%	16.45%
净资产收益率(%)	9.86%	9.76%	7.39%	9.35%	10.01%
总股本(百万股)	997.78	1,037.58	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 2015 年实现营业收入 399.4 亿, 同比上涨 18.14%。归属母公司净利润达到 4.92 亿, 同比增长 57.69%, 实现每股收益 0.48 元。公司拟每 10 股派送现金红利 2.5 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

经营分析

■ **380 平台规模全行第一, 供应链金融业务价值显现:** 2015 年公司深度业务营业收入达到 254.2 亿元, 同比增长 26%, 约 50 亿的营业收入增长来源于 380 分销平台业务的发展。380 平台 2015 年新增合资公司近 100 家, 致使 2015 年服务平台公司总数超 200 家, 并且与超过 1000 个快消及家电品牌达成战略合作, 业务覆盖 30 个省的 250 个城市, 业务规模全行业第一。同时供应链金融业务也在珠宝, 通讯, 房地产等领域迅速渗透, 使得该业务实现毛利约 2.36 亿, 同比上涨 59.27%。广度供应链业务小幅增长, 收入达到 132.4 亿, 毛利为 8.1 亿, 同比增加 2.51%。业绩提升主要来源于公司积极的市场拓展, 成功导入微软, 飞利浦, 村田等新客户。

■ **下游话语权提升, 现金流出收窄:** 由于深度供应链业务需要先行支付货款向上游购买存货, 所以公司在业务扩张的过程中需要占用大量现金。本期深度业务量大幅上涨, 相应的应收账款及存货上升, 同比增长 64% 及 70%, 与业务扩张速度基本一致。同时公司本期通过加大票据结算及对应应收账款回款管理, 使经营性现金流金额达到 -18 亿, 较上期大幅减少, 说明公司随着深度业务的规模扩大, 对下游客户的话语权也在逐步增强。

■ **线上线下携手并进, 供应链生态圈规模初现:** 公司 2015 年致力于扩张 380 分销平台及打造线上 O2O 分销平台(宇商网), 零售平台(星链), 金融服务平台, 互动营销服务平台及增值服务平台, 从线下到线上全面打造流通行业供应链生态圈。2016 年公司计划进一步推进 380 平台扩张, 目标新增整合标的超过 100 家, 争取三年完成全国覆盖, 同时规划 5 年内完成 O2O 生态战略阶段性目标。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。

■ **定增预案彰显公司信心, 带来成长新动力:** 公司 2016 年 4 月 5 日发布定增预案, 拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票合计不超过 3 亿股, 募集

相关报告

- 《定增降低经营风险, 彰显长期发展信心-怡亚通公司点评》, 2016.4.11
- 《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

资金总额不超过 60 亿元。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，14 亿用于补充流动资金。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 年底，资产负债率高达 80%，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 2016-18 年 EPS 为 0.83/1.13/1.31 元/股。

投资建议

- 2015 年公司业绩高速增长，380 平台持续放量，线上平台逐步成形，未来利润增长可期。规模持续扩张，下游话语权增强，现金流出收窄。同时定增预案彰显公司董事对公司长期发展信心，及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)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	11,623	22,142	39,939	55,848	70,189	85,370
增长率		90.5%	80.4%	39.8%	25.7%	21.6%
主营业务成本	-10,539	-20,383	-37,121	-51,637	-65,228	-79,380
%销售收入	90.7%	92.1%	92.9%	92.5%	92.9%	93.0%
毛利	1,084	1,759	2,818	4,211	4,961	5,990
%销售收入	9.3%	7.9%	7.1%	7.5%	7.1%	7.0%
营业税金及附加	-32	-54	-85	-123	-154	-188
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-74	-104	-174	-251	-316	-384
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-598	-880	-1,307	-1,955	-2,457	-2,988
%销售收入	5.1%	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	380	721	1,252	1,882	2,034	2,430
%销售收入	3.3%	3.3%	3.1%	3.4%	2.9%	2.8%
财务费用	-108	-423	-818	-787	-612	-760
%销售收入	0.9%	1.9%	2.0%	1.4%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-20	-37	-89	-108	-28	-29
公允价值变动收益	-25	69	126	50	50	50
投资收益	42	62	79	70	70	70
%税前利润	15.8%	14.7%	14.3%	6.3%	4.6%	4.0%
营业利润	268	392	550	1,108	1,514	1,761
营业利润率	2.3%	1.8%	1.4%	2.0%	2.2%	2.1%
营业外收支	-5	27	4	5	5	5
税前利润	263	419	554	1,113	1,519	1,766
利润率	2.3%	1.9%	1.4%	2.0%	2.2%	2.1%
所得税	-55	-95	-86	-245	-334	-389
所得税率	20.9%	22.8%	15.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	208	324	469	868	1,185	1,378
少数股东损益	8	12	-24	10	15	15
归属于母公司的净利润	200	312	492	858	1,170	1,363
净利率	1.7%	1.4%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	208	324	469	868	1,185	1,378
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	70	87	172	437	336	323
非经营收益	102	337	537	860	580	717
营运资金变动	-3,098	-4,028	-2,984	-3,225	-3,588	-3,786
经营活动现金净流	-2,719	-3,280	-1,805	-1,060	-1,487	-1,367
资本开支	-145	-181	-1,522	286	-245	-245
投资	-55	-23	-506	0	0	0
其他	251	151	314	120	120	120
投资活动现金净流	50	-53	-1,714	406	-125	-125
股权募资	832	390	2,156	6,000	0	0
债权募资	1,619	6,679	3,873	-8,386	1,586	2,604
其他	-367	-446	-1,030	-957	-974	-1,112
筹资活动现金净流	2,084	6,623	4,999	-3,342	612	1,492
现金净流量	-584	3,289	1,480	-3,996	-1,000	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,228	7,516	8,996	5,000	4,000	4,000
应收款项	4,005	5,607	9,200	11,927	14,990	18,232
存货	1,972	3,352	5,687	7,074	8,935	10,874
其他流动资产	1,326	1,379	2,151	3,027	3,774	4,553
流动资产	11,532	17,854	26,034	27,028	31,699	37,659
%总资产	79.4%	81.7%	79.3%	81.6%	84.0%	86.3%
长期投资	1,531	2,017	2,633	2,633	2,633	2,633
固定资产	519	515	729	815	889	950
%总资产	3.6%	2.4%	2.2%	2.5%	2.4%	2.2%
无形资产	147	166	1,414	1,111	979	873
非流动资产	2,989	3,999	6,780	6,089	6,031	5,987
%总资产	20.6%	18.3%	20.7%	18.4%	16.0%	13.7%
资产总计	14,521	21,853	32,813	33,117	37,730	43,645
短期借款	7,786	14,157	17,753	9,412	10,997	13,600
应付款项	2,555	1,893	5,929	7,662	9,674	11,773
其他流动负债	190	381	440	802	901	1,005
流动负债	10,531	16,431	24,122	17,875	21,572	26,378
长期贷款	891	203	734	734	734	735
其他长期负债	132	1,314	1,338	1,311	1,311	1,311
负债	11,554	17,948	26,195	19,920	23,617	28,424
普通股股东权益	2,674	3,168	5,044	11,613	12,513	13,607
少数股东权益	292	736	1,575	1,585	1,600	1,615
负债股东权益合计	14,521	21,853	32,813	33,117	37,730	43,645

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.203	0.313	0.475	0.827	1.128	1.313
每股净资产	2.711	3.175	4.821	8.625	9.294	10.106
每股经营现金净流	-2.757	-3.288	-1.725	-0.787	-1.104	-1.016
每股股利	0.050	0.070	0.250	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	7.49%	9.86%	9.76%	7.39%	9.35%	10.01%
总资产收益率	1.38%	1.43%	1.50%	2.59%	3.10%	3.12%
投入资本收益率	2.55%	2.85%	4.01%	5.96%	5.84%	6.14%
增长率						
主营业务收入增长率	53.85%	90.50%	80.38%	39.84%	25.68%	21.63%
EBIT增长率	42.56%	89.82%	73.69%	50.33%	8.03%	19.49%
净利润增长率	59.61%	55.92%	57.69%	74.21%	36.40%	16.45%
总资产增长率	38.76%	50.49%	50.16%	0.93%	13.93%	15.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.7	71.8	60.7	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	50.6	47.7	44.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	19.6	8.0	7.8	8.0	8.0	8.0
固定资产周转天数	3.8	8.5	6.7	5.3	4.6	4.1
偿债能力						
净负债/股东权益	149.08%	204.31%	160.20%	47.42%	62.67%	75.21%
EBIT利息保障倍数	3.5	1.7	1.5	2.4	3.3	3.2
资产负债率	79.57%	82.13%	79.83%	60.15%	62.59%	65.12%

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	2016-01-20	买入	31.16	60.00~72.00
2	2016-03-18	买入	27.69	48.00~50.00
3	2016-04-11	买入	30.34	48.00~50.00

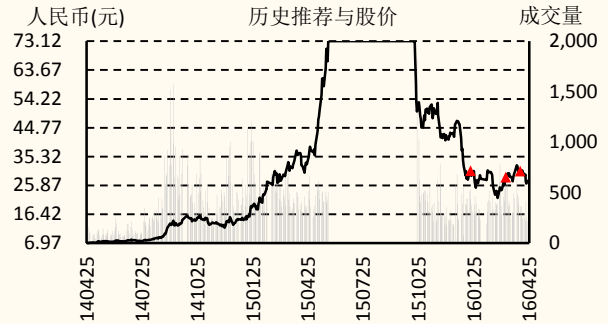
来源：国金证券研究所

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