

怡亚通 (002183.SZ) 垂直服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

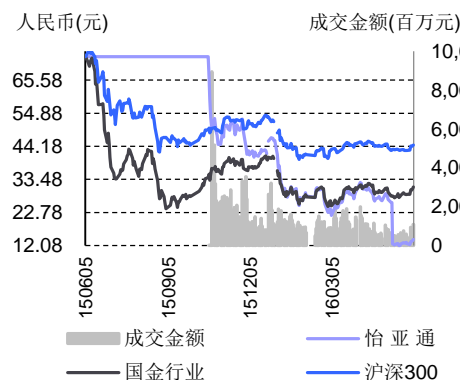
市场价格(人民币): 14.05元

业绩增长具有确定性, 资金压力逐步释放

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)	2,097.72
总市值(百万元)	29,491.39
年内股价最高最低(元)	73.15/12.08
沪深300指数	3189.33
深证成指	10344.91



相关报告

- 《380平台持续增长, 大股东参与定增彰显信心-怡亚通公司点...》, 2016.5.2
- 《380平台持续高增长, 规模扩大提升话语权-怡亚通年报点评》, 2016.4.26
- 《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

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	0.471	0.419	0.553	0.695
每股净资产(元)	3.18	4.82	4.86	5.25	5.75
每股经营性现金流(元)	-3.29	-1.73	0.12	0.04	-0.03
市盈率(倍)	47.48	97.87	33.53	25.42	20.22
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%	78.61%	31.88%	25.73%
净资产收益率(%)	9.86%	9.76%	7.54%	9.22%	10.57%
总股本(百万股)	997.78	1,046.39	2,099.03	2,099.03	2,099.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

怡亚通 16 年业绩增长具有确定性, 现估值处于低位, 维持公司“买入”评级。

经营分析

- **线上线下携手并进, 供应链生态圈规模初现:** 公司致力于构建一体化分销商业模式-深度 380 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。(1) 380 平台现合资公司总数超 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。16 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。(2) 供应链金融方面, 公司将以 380 网下终端为客户、以银行为放贷主体、怡亚通提供管理服务的互联网金融平台。有公司风控平台及银行征信系统双层把关, 一旦规模形成, 利润空间巨大。宇商理财 APP 上线至今 3 个月, 注册用户已达到 7 万, 募集资金约 3 亿元。
- **深度供应链持续高速扩张, 16 年业绩确定性增长:** 公司 380 平台合资公司从 15 年下半年开始加速扩展, 由于合资公司在成立几个月后才开始贡献利润, 所以在 15 年末新增的合资公司(15 年 9-12 月新增 61 家)将在 16 年开始盈利。同时截止 5 月末, 公司本年已公告再投资设立及并购的合资公司达到 77 家, 扩张速度明显快于去年同期的 44 家。2015 年公司归属母公司净利润达到 4 亿元, 同比增长 18.14%。预计 16 年增长速度将大幅提升, 达到 50%左右, 归属母公司净利润达到 8-9 亿元。
- **定增预计将于下半年完成, 资金压力逐步缓解:** 通过定增及提高上下游议价能力, 公司资金压力正在被逐步释放。(1) 公司于今年 4 月发布定增预案, 拟非公开发行不超过 3 亿股, 募集资金不超过 60 亿元, 定增预计将于今年下半年完成。定增使公司在低融资成本的情况下缓解财务及经营风险, 使资产负债率保持在正常水平, 同时保证现金流平衡。(2) 公司随着业务规模的扩大, 对于下游客户的话语权也在逐步增强, 现金流出幅度收窄。根据公司财报披露数据, 公司应收账款周转天数在逐步下降, 从 14 年 71 天下降至 15 年 60 天到 16 年 1 季度的 58 天。

投资建议

- 预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.42 元、0.55 元、0.70 元。公司商业模式独具颠覆性，16 年业绩增长具有确定性。目前股价对应公司 2016-18 年 PE 为 34X、25X 及 20X，处于低位，维持公司“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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	11,623	22,142	39,939	55,848	70,189	85,370	货币资金	4,228	7,516	8,996	10,500	9,000	8,000
增长率		90.5%	80.4%	39.8%	25.7%	21.6%	应收款项	4,005	5,607	9,200	10,412	12,705	14,759
主营业务成本	-10,539	-20,383	-37,121	-51,637	-65,228	-79,380	存货	1,972	3,352	5,687	7,074	8,042	9,787
%销售收入	90.7%	92.1%	92.9%	92.5%	92.9%	93.0%	其他流动资产	1,326	1,379	2,151	3,027	3,774	4,553
毛利	1,084	1,759	2,818	4,211	4,961	5,990	流动资产	11,532	17,854	26,034	31,013	33,521	37,098
%销售收入	9.3%	7.9%	7.1%	7.5%	7.1%	7.0%	%总资产	79.4%	81.7%	79.3%	82.9%	83.9%	85.2%
营业税金及附加	-32	-54	-85	-123	-154	-188	长期投资	1,531	2,017	2,633	2,633	2,633	2,633
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	519	515	729	815	889	950
营业费用	-74	-104	-174	-251	-316	-384	%总资产	3.6%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	147	166	1,414	1,404	1,376	1,349
管理费用	-598	-880	-1,307	-1,955	-2,457	-2,988	非流动资产	2,989	3,999	6,780	6,382	6,428	6,463
%销售收入	5.1%	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	20.6%	18.3%	20.7%	17.1%	16.1%	14.8%
息税前利润 (EBIT)	380	721	1,252	1,882	2,034	2,430	资产总计	14,521	21,853	32,813	37,395	39,950	43,561
%销售收入	3.3%	3.3%	3.1%	3.4%	2.9%	2.8%	短期借款	7,786	14,157	17,753	13,568	12,976	13,051
财务费用	-108	-423	-818	-775	-633	-649	应付款项	2,555	1,893	5,929	7,662	9,674	11,773
%销售收入	0.9%	1.9%	2.0%	1.4%	0.9%	0.8%	其他流动负债	190	381	440	772	871	976
资产减值损失	-20	-37	-89	-92	-20	-17	流动负债	10,531	16,431	24,122	22,002	23,522	25,799
公允价值变动收益	-25	69	126	50	50	50	长期贷款	891	203	734	834	934	1,034
投资收益	42	62	79	70	70	70	其他长期负债	132	1,314	1,338	1,311	1,311	1,311
%税前利润	15.8%	14.7%	14.3%	6.1%	4.6%	3.7%	负债	11,554	17,948	26,195	24,147	25,766	28,144
营业利润	268	392	550	1,135	1,501	1,884	普通股股东权益	2,674	3,168	5,044	11,664	12,584	13,802
营业利润率	2.3%	1.8%	1.4%	2.0%	2.1%	2.2%	少数股东权益	292	736	1,575	1,585	1,600	1,615
营业外收支	-5	27	4	5	5	5	负债股东权益合计	14,521	21,853	32,813	37,395	39,950	43,561
税前利润	263	419	554	1,140	1,506	1,889	比率分析						
利润率	2.3%	1.9%	1.4%	2.0%	2.1%	2.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-55	-95	-86	-251	-331	-416	每股指标						
所得税率	20.9%	22.8%	15.4%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.203	0.313	0.471	0.419	0.553	0.695
净利润	208	324	469	890	1,175	1,473	每股净资产	2.711	3.175	4.821	4.862	5.245	5.753
少数股东损益	8	12	-24	10	15	15	每股经营现金净流	-2.757	-3.288	-1.725	0.123	0.042	-0.031
归属于母公司的净利润	200	312	492	880	1,160	1,458	每股股利	0.050	0.070	0.250	0.100	0.100	0.100
净利率	1.7%	1.4%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.49%	9.86%	9.76%	7.54%	9.22%	10.57%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.38%	1.43%	1.50%	2.35%	2.90%	3.35%
净利润	208	324	469	890	1,175	1,473	投入资本收益率	2.55%	2.85%	4.01%	5.07%	5.40%	6.15%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	70	87	172	195	134	142	主营业务收入增长率	53.85%	90.50%	80.38%	39.84%	25.68%	21.63%
非经营收益	102	337	537	905	709	700	EBIT 增长率	42.56%	89.82%	73.69%	50.33%	8.03%	19.49%
营运资金变动	-3,098	-4,028	-2,984	-1,695	-1,917	-2,391	净利润增长率	59.61%	55.92%	57.69%	78.61%	31.88%	25.73%
经营活动现金净流	-2,719	-3,280	-1,805	294	101	-75	总资产增长率	38.76%	50.49%	50.16%	13.96%	6.83%	9.04%
资本开支	-145	-181	-1,522	220	-155	-155	资产管理能力						
投资	-55	-23	-506	0	0	0	应收账款周转天数	88.7	71.8	60.7	60.0	58.0	55.0
其他	251	151	314	120	120	120	存货周转天数	50.6	47.7	44.4	50.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	50	-53	-1,714	340	-35	-35	应付账款周转天数	19.6	8.0	7.8	8.0	8.0	8.0
股权募资	832	390	2,156	6,000	0	0	固定资产周转天数	3.8	8.5	6.7	5.3	4.6	4.1
债权募资	1,619	6,679	3,873	-4,129	-492	175	偿债能力						
其他	-367	-446	-1,030	-1,001	-1,074	-1,065	净负债/股东权益	149.08%	204.31%	160.20%	37.85%	42.46%	46.69%
筹资活动现金净流	2,084	6,623	4,999	870	-1,566	-890	EBIT 利息保障倍数	3.5	1.7	1.5	2.4	3.2	3.7
现金净流量	-584	3,289	1,480	1,504	-1,500	-1,000	资产负债率	79.57%	82.13%	79.83%	64.57%	64.50%	64.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

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

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。

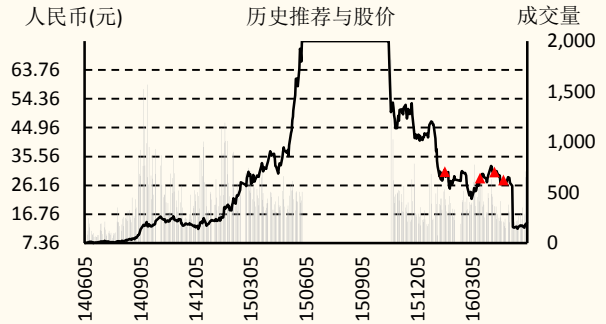
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2016-04-26	买入	27.53	N/A
5	2016-05-02	买入	26.59	N/A

来源：国金证券研究所



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