

公司研究/年报点评

2017年04月30日

交通运输/物流 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 8.8  
合理价格区间(元): 10.5-12

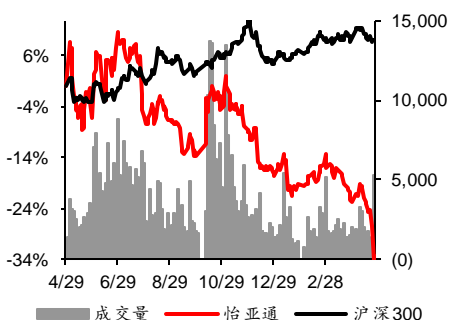
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**郑路** 021-28972077  
联系人 zhengl@htsc.com

相关研究

- 1 《怡亚通(002183):规模扩张带来营运改善,龙头地位稳固》2016.08
- 2 《怡亚通(002183):平台如期扩张,优质渠道价值渐显》2016.05
- 3 《怡亚通(002183):定增破局,行业龙头加速前行》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

## 扩张暂缓, 管理改善可期

### 怡亚通(002183)

**2016 收入+46.1%, 归母净利+5.3%, 1Q17 收入+15.0%, 利润+13.3%**

公司公布 2016 年年报及 1Q17 季报。公司 2016 年营业收入同比增长 46.1% 至 579.14 亿元, 归母净利润同比增长 5.34% 至 5.19 亿元, 扣非后归母净利润 4.96 亿元, 同比增长 28.78%, 业绩增速低于预期。4Q16 单季, 公司营业收入同比增长 66.76%, 归母净利润同比减少 53.09%。根据同时公布的一季报, 1Q17 公司营业收入同比增长 15.04%, 归母净利润同比增长 13.34%, 业务扩张增速放缓, 收入利润增长低于预期。

#### 深度业务扩张提供收入和毛利主要增量

2016 年各业务板块中, 深度业务是公司营业收入增长和毛利主要来源, 深度业务收入增长 55.9% 至 396.3 亿元, 毛利同比增长 64.6% 至 28.5 亿元, 酒饮、家电、食品和母婴类产品贡献了主要增量。广度业务收入增长 28.1% 至 169.6 亿元, 毛利 8.9 亿元, 同比增长 9.6%, 内部业务结构调整, 减少低盈利的纯代理项目, 导入大型新项目, 全年业务量同比下降 9.7%, 其中 IT、通信和家电业务收入贡献了主要收入增量。全球采购毛利同比增长 79.3% 至 0.73 亿元, 供应链金融业务保持健康稳定发展, 收入同比增长 26.6%, 毛利 2.6 亿元, 同比增长 8.4%。

#### 扩张放缓不改模式稀缺性, 价值有待运营改善支持

公司 1Q17 收入和利润增速有所下滑, 主要因为此前收购和运营大量经销商消耗较多资金, 而融资受市场影响进度低于预期, 业务扩张进度放缓。未来伴随扩张, 经营现金流压力依然存在, 控制规模利于公司对已收购经销商进行精细化管理和整合。公司是国内稀缺的供应链商业平台企业, 未来有望通过 O2O 供应链商业生态圈, 建立覆盖广泛的商业生态联盟, 提升商品流通效率, 降低企业成本, 具备坚固的护城河, 随着扩张放缓公司有更多精力进行运营改善, 公司价值将得到确认和有效支撑。

#### 期待经营改善, “增持”评级

公司目前增速有所放缓, 但其庞大和独特的经销体系和商业生态具备较强护城河和发展空间, 期待公司对其现有体系进行精细化管理并体现在收入、盈利和经营指标的改善。预计 2017-2019 年归母净利润为 6.39/7.07/10.17 亿元, 按照最新股本摊薄对应的 EPS 分别为 0.30/0.34/0.48 元。此前公司急速扩张期支撑较高估值, 但未来增速将放缓, 因此降低 17 年 PE 估值至公司开展深度业务前的 35X-40X, 依照 17 年预期盈利确定目标价为 10.5-12 元, 且因业绩增速与估值均降低, 目标价下调, 对应下降其评级至“增持”。

风险提示: 资金压力较大, 深度业务整合不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,118
流通 A 股(百万股)	2,116
52 周内股价区间(元)	8.70-28.89
总市值(百万元)	18,642
总资产(百万元)	43,918
每股净资产(元)	2.68

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	39,939	58,291	69,143	81,904	93,155
+/-%	18.14	45.95	18.62	18.46	13.74
归属母公司净利润(百万元)	492.43	518.75	639.48	706.52	1,017
+/-%	57.69	5.34	23.27	10.48	43.89
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.25	0.30	0.34	0.48
PE (倍)	37.38	35.49	28.79	26.06	18.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1: 广度业务收入(亿元)及增速(\*贡献率指该行业收入增长对广度业务收入增长的贡献)**

行业	2016年	2015年	2016年增速	增长贡献率*
IT、通信	133.2	115.3	15.5%	48.0%
家电	15.9	2.0	710.4%	37.4%
医疗	8.2	4.3	91.5%	10.5%
化工	4.7	4.0	18.2%	1.9%
其他	7.6	6.8	11.6%	2.1%
合计	169.6	132.4	28.1%	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

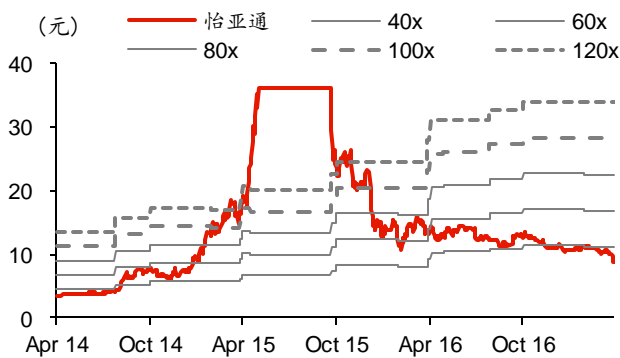
**图表2: 深度业务收入(亿元)及增速(\*贡献率指该行业收入增长对深度业务收入增长的贡献)**

行业	2016年	2015年	2016年增速	增长贡献率*
IT、通信	332,209.6	324,376.6	2.4%	0.6%
家电	349,437.0	98,257.5	255.6%	17.7%
酒业行业	844,621.8	462,176.7	82.7%	26.9%
食品行业	815,709.7	577,688.9	41.2%	16.7%
日化行业	646,794.4	504,413.9	28.2%	10.0%
母婴行业	608,509.3	368,651.9	65.1%	16.9%
其他快消品	17,611.1	13,203.6	33.4%	0.3%
化工	319,663.8	151,139.8	111.5%	11.9%
贵金属	0.0	17,764.1	-100.0%	-1.2%
纺织品	28,614.1	24,364.6	17.4%	0.3%
合计	3,963,170.8	2,542,037.6	55.9%	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

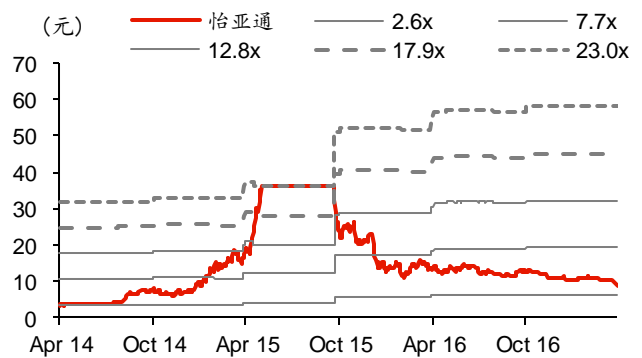
**PE/PB - Bands**

**图表3: 怡亚通历史PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表4: 怡亚通历史PB-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26,034	34,002	40,855	48,476	55,250
现金	8,996	7,899	10,371	12,286	13,973
应收账款	8,272	11,977	13,760	16,310	18,560
其他应收账款	563.48	1,063	1,119	1,406	1,555
预付账款	1,933	3,788	4,690	5,696	6,469
存货	5,686	7,823	9,575	11,140	12,759
其他流动资产	583.53	1,453	1,339	1,638	1,934
非流动资产	6,780	8,380	7,176	7,355	7,408
长期投资	1,008	1,150	1,150	1,150	1,150
固定资产投资	729.43	1,585	1,701	1,705	1,702
无形资产	1,276	1,385	1,361	1,329	1,301
其他非流动资产	3,766	4,259	2,963	3,171	3,255
资产总计	32,813	42,382	48,031	55,832	62,658
流动负债	24,122	31,650	36,689	40,154	45,810
短期借款	17,666	17,612	30,233	32,758	35,591
应付账款	1,281	1,774	1,606	2,279	4,313
其他流动负债	5,176	12,264	4,850	5,118	5,907
非流动负债	2,072	2,951	1,749	5,299	5,349
长期借款	733.80	487.60	587.60	637.60	687.60
其他非流动负债	1,338	2,463	1,162	4,662	4,662
负债合计	26,195	34,600	38,439	45,453	51,159
少数股东权益	1,575	2,292	2,304	2,318	2,337
股本	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109
资本公积	2,211	1,248	1,248	1,248	1,248
留存公积	1,367	1,623	2,772	3,478	4,495
归属母公司股	5,044	5,489	6,188	6,961	8,062
负债和股东权益	32,813	42,382	46,931	54,732	61,558

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(1,805)	(4,147)	(7,804)	(2,189)	914.24
净利润	468.92	535.15	651.60	719.90	1,036
折旧摊销	82.86	148.36	146.55	163.64	166.22
财务费用	818.29	1,244	1,490	1,942	2,099
投资损失	(79.46)	(116.01)	(127.62)	(102.09)	(122.51)
营运资金变动	(3,017)	(5,901)	(11,184)	(4,738)	(2,231)
其他经营现金	(79.19)	(56.63)	1,220	(174.36)	(34.12)
投资活动现金	(1,714)	(541.76)	(103.04)	(29.57)	(9.93)
资本支出	1,522	699.22	200.00	100.00	100.00
长期投资	(506.33)	(34.07)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(697.67)	123.39	96.96	70.43	90.07
筹资活动现金	5,601	4,119	10,379	4,133	783.28
短期借款	4,283	(53.87)	12,621	2,524	2,833
长期借款	530.80	(246.20)	100.00	50.00	50.00
普通股增加	1,111	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,349	(962.60)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,673)	5,381	(2,343)	1,558	(2,100)
现金净增加额	2,086	(552.40)	2,472	1,914	1,688

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	39,939	58,291	69,143	81,904	93,155
营业成本	37,060	54,104	64,251	75,952	86,254
营业税金及附加	84.57	77.08	91.43	108.31	123.18
营业费用	173.52	357.46	553.15	655.23	745.24
管理费用	1,307	1,892	2,074	2,457	2,795
财务费用	818.29	1,244	1,490	1,942	2,099
资产减值损失	89.43	81.63	76.72	80.48	79.42
公允价值变动收益	126.32	100.44	59.65	65.97	84.24
投资净收益	79.46	116.01	127.62	102.09	122.51
营业利润	550.25	630.57	793.83	877.71	1,265
营业外收入	17.81	47.40	24.98	27.41	30.13
营业外支出	13.59	14.72	11.25	12.90	11.65
利润总额	554.46	663.25	807.56	892.22	1,284
所得税	85.54	128.10	155.97	172.32	247.95
净利润	468.92	535.15	651.60	719.90	1,036
少数股东损益	(23.51)	16.40	12.11	13.38	19.26
归属母公司净利润	492.43	518.75	639.48	706.52	1,017
EBITDA	1,451	2,022	2,430	2,983	3,531
EPS(元)	0.23	0.25	0.30	0.34	0.48

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	18.14	45.95	18.62	18.46	13.74
营业利润	40.34	14.60	25.89	10.57	44.16
归属母公司净利润	57.69	5.34	23.27	10.48	43.89
获利能力(%)					
毛利率	7.21	7.18	7.08	7.27	7.41
净利率	1.23	0.89	0.92	0.86	1.09
ROE	9.76	9.45	10.33	10.15	12.61
ROIC	8.84	9.33	6.74	7.11	7.94
偿债能力					
资产负债率(%)	79.83	81.64	81.90	83.05	83.11
净负债比率(%)	70.58	54.37	80.18	73.47	70.91
流动比率	1.08	1.07	1.11	1.21	1.21
速动比率	0.84	0.83	0.85	0.93	0.93
营运能力					
总资产周转率	1.46	1.55	1.53	1.58	1.57
应收账款周转率	5.95	5.73	5.36	5.42	5.32
应付账款周转率	46.92	35.43	38.02	39.10	26.17
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.30	0.34	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.86)	(1.97)	(3.70)	(1.04)	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.60	2.93	3.30	3.82
估值比率					
PE(倍)	37.38	35.49	28.79	26.06	18.11
PB(倍)	3.65	3.35	2.97	2.64	2.28
EV_EBITDA(倍)	21.70	15.57	12.96	10.56	8.92

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com