

公司研究/中报点评

2017年08月25日

交通运输/物流 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.06  
合理价格区间(元): 8.60-9.10

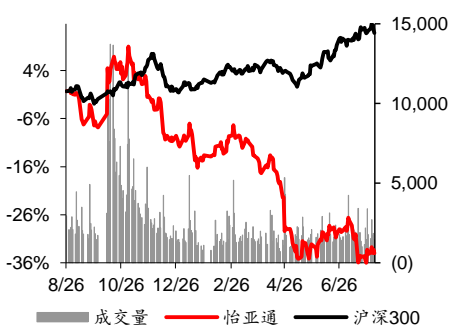
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

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

相关研究

- 1《怡亚通(002183,增持): 扩张暂缓, 管理改善可期》2017.04
- 2《怡亚通(002183):规模扩张带来营运改善, 龙头地位稳固》2016.08
- 3《怡亚通(002183):平台如期扩张, 优质渠道价值渐显》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

## 期待战略合作与管理改善

### 怡亚通(002183)

#### 1H17: 收入+14.4%, 归母净利润+6.6%, 略低于预期

怡亚通公布 1H17 业绩: 收入同比增长 14.4%至 301.6 亿元, 毛利润增长 30.3%, 毛利率提高 0.85pp 至 7.5%, 归母净利润同比增长 6.6%至 3.3 亿元。2Q 当季, 收入环比下滑 2.6%, 归母净利润环比下滑 22.3%。收入增长符合预期但盈利能力下降, 业绩略低于预期, 维持“增持”评级。

#### 380 和采购平台稳健增长, 贡献收入增量

公司核心业务板块 380 平台收入增长 20.2%至 183.7 亿元, 盈利能力有所改善, 毛利润同比增长 28.5%。全球采购平台业务收入增长 67.4%至 58.2 亿元, 在收入增长较快的情况下毛利润反而略有下降, 但与中检集团、优鲜沛的合作值得期待。380 平台和采购平台两项业务贡献了公司收入主要增量。此外, 公司广度平台业务收入下降 20.9%至 58.8 亿元, 毛利润下降 19.7%, 宇商金控收入增长 60.9%, 毛利润增长 52.6%, 物流平台收入同比增长 27.4%, 毛利略有下降。

#### 短期资金压力仍存, 管理改善有望带来利润弹性

1H17, 公司毛利润同比增长 30.3%, 但因销售费用/管理费用分别同比增长 33.9%/29.1%, 以及上半年外汇管制较为严格, 限制了一般贸易进口下套利, 公司净利润增速较低。同时, 公司经营现金流依然有较大流出, 达到 22.0 亿元, 营业周期由去年 113 年扩大至 126 天, 存货和应收账款周转率均有所下降, 公司仍然面临较大资金压力。我们认为公司业务模式具备稀缺性, 长期发展空间巨大, 但对管理能力和资金需求要求较高, 目前公司管理精细化的提升并未体现, 但若能够实现资金、存货的有效管理, 依靠其庞大的业务规模, 业绩弹性将较为可观。

#### 静待战略合作落地, 维持“增持”评级

考虑到 380 平台收入端增速良好, 管理可改进空间较大, 其他配套业务有望受益于 380 的持续扩张, 业绩增速将在下半年提升。公司目前因重大战略合作停牌, 期待战略合作落地后对公司业务版图的进一步补充, 提升公司盈利能力、管理能力并减轻其资金压力。因管理改善尚需时间兑现, 下调盈利预测至 6.03/6.62/9.96 亿元 (前值: 6.39/7.07/10.17 亿元), 战略合作对估值提升具有一定想象力, 因此维持“增持”评级, 下调目标价至 8.6-9.1 元。

风险提示: 战略合作失败, 资金压力较大, 存在现金流风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,119
流通 A 股 (百万股)	2,117
52 周内股价区间 (元)	7.82-13.42
总市值 (百万元)	17,082
总资产 (百万元)	43,420
每股净资产 (元)	2.67

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	65,743	73,535	83,384
+/-%	18.14	45.95	12.78	11.85	13.39
归属母公司净利润 (百万元)	492.43	518.75	591.56	649.22	977.33
+/-%	57.69	5.34	14.04	9.75	50.54
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.25	0.28	0.31	0.46
PE (倍)	35.50	33.70	29.55	26.93	17.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

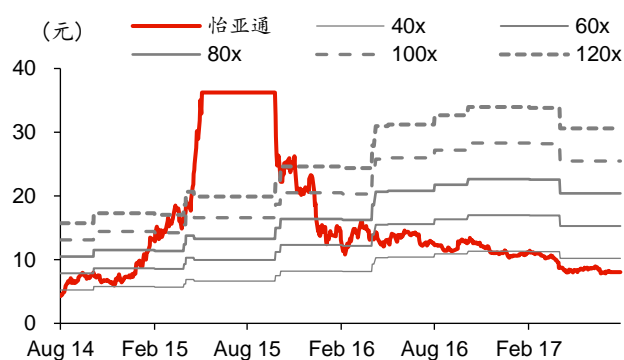
图表1：利润表摘要

单位：百万元	2017H1	同比	环比	2016H1	2017Q2 当季	2017Q1 当季
营业收入	30,443.0	14.8%	-2.6%	26528.2	15021.4	15421.6
营业成本	28,150.0	14.5%	-5.0%	24592.0	13717.1	14432.9
毛利	2,293.0	18.4%	31.9%	1936.1	1304.3	988.7
毛利率	7.53%	0.23%	2.27%	7.30%	8.68%	6.41%
营业税金及附加	34.1	-6.9%	9.6%	36.7	17.8	16.3
销售费用	245.4	33.9%	-47.4%	183.3	84.5	160.8
管理费用	1,002.8	29.1%	11.6%	776.7	528.8	474.0
财务费用	498.5	-16.8%	36.3%	598.9	287.6	211.0
资产减值损失	19.0	569.1%	223.6%	2.8	14.5	4.5
公允价值变动净收益	-57.2	-238.4%	41.1%	41.4	-33.5	-23.7
投资净收益	41.8	-26.6%	-87.0%	57.0	4.8	37.0
营业利润	391.9	2.6%	-20.3%	381.9	173.8	218.0
加：营业外收入	12.6	-24.7%	412.8%	16.8	10.6	2.1
减：营业外支出	3.3	172.1%	-62.6%	1.2	0.9	2.4
利润总额	401.2	0.9%	-15.7%	397.5	183.5	217.7
减：所得税	80.1	14.8%	-0.9%	69.8	39.9	40.2
净利润	321.1	-2.0%	-19.1%	327.7	143.6	177.5
归属母公司净利润	330.3	6.6%	-22.3%	309.9	144.4	185.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

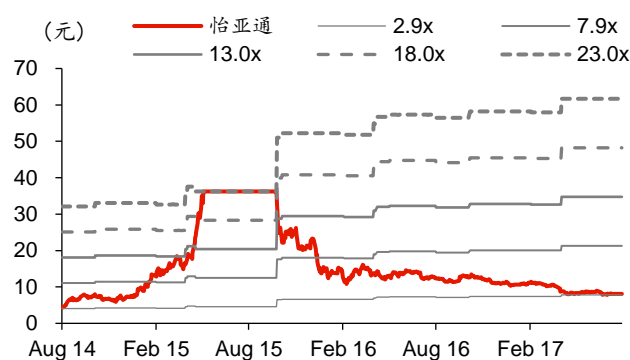
PE/PB - Bands

图表2：怡亚通历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：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	38,820	43,492	49,397
现金	8,996	7,899	9,861	11,030	12,508
应收账款	8,272	11,977	13,019	14,559	16,510
其他应收账款	563.48	1,063	1,066	1,270	1,394
预付账款	1,933	3,788	4,469	5,122	5,799
存货	5,686	7,823	9,123	10,024	11,437
其他流动资产	583.53	1,453	1,281	1,487	1,749
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	45,996	50,847	56,805
流动负债	24,122	31,650	34,871	35,638	40,676
短期借款	17,666	17,612	28,668	28,862	31,368
应付账款	1,281	1,774	1,531	2,049	3,866
其他流动负债	5,176	12,264	4,672	4,728	5,442
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	36,620	40,937	46,025
少数股东权益	1,575	2,292	2,304	2,316	2,334
股本	1,046	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	2,555	3,012	3,778
归属母公司股	5,044	5,489	5,972	6,495	7,345
负债和股东权益	32,813	42,382	44,896	49,747	55,705

### 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)	(6,626)	(571.77)	1,003
净利润	468.92	535.15	602.77	661.51	995.84
折旧摊销	82.86	148.36	146.55	163.64	166.22
财务费用	818.29	1,244	1,444	1,781	1,861
投资损失	(79.46)	(116.01)	(127.62)	(102.09)	(122.51)
营运资金变动	(3,017)	(5,901)	(9,823)	(2,927)	(1,891)
其他经营现金	(79.19)	(56.63)	1,131	(148.48)	(6.63)
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	8,691	1,770	484.33
短期借款	4,283	(53.87)	11,056	193.46	2,506
长期借款	530.80	(246.20)	100.00	50.00	50.00
普通股增加	48.62	1,062	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	(610.27)	4,319	(2,465)	1,527	(2,072)
现金净增加额	2,086	(552.40)	1,962	1,169	1,477

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	39,939	58,291	65,743	73,535	83,384
营业成本	37,060	54,104	61,222	68,292	77,323
营业税金及附加	84.57	77.08	86.93	97.24	110.26
营业费用	173.52	357.46	394.46	441.21	500.30
管理费用	1,307	1,892	1,972	2,206	2,502
财务费用	818.29	1,244	1,444	1,781	1,861
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	733.32	805.34	1,216
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	747.05	819.86	1,234
所得税	85.54	128.10	144.28	158.34	238.37
净利润	468.92	535.15	602.77	661.51	995.84
少数股东损益	(23.51)	16.40	11.21	12.30	18.51
归属母公司净利润	492.43	518.75	591.56	649.22	977.33
EBITDA	1,451	2,022	2,324	2,750	3,243
EPS (元)	0.47	0.25	0.28	0.31	0.46

### 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	12.78	11.85	13.39
营业利润	40.34	14.60	16.30	9.82	50.96
归属母公司净利润	57.69	5.34	14.04	9.75	50.54
获利能力 (%)					
毛利率	7.21	7.18	6.88	7.13	7.27
净利率	1.23	0.89	0.90	0.88	1.17
ROE	9.76	9.45	9.91	10.00	13.31
ROIC	8.84	9.33	6.74	7.22	8.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.83	81.64	81.57	82.29	82.62
净负债比率 (%)	70.58	54.37	79.89	72.06	69.65
流动比率	1.08	1.07	1.11	1.22	1.21
速动比率	0.84	0.83	0.85	0.94	0.93
营运能力					
总资产周转率	1.46	1.55	1.49	1.52	1.55
应收账款周转率	5.95	5.70	5.21	5.28	5.31
应付账款周转率	46.92	35.43	37.05	38.16	26.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.28	0.31	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.86)	(1.97)	(3.14)	(0.27)	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.60	2.83	3.08	3.48
估值比率					
PE (倍)	35.50	33.70	29.55	26.93	17.89
PB (倍)	3.47	3.18	2.93	2.69	2.38
EV_EBITDA (倍)	21.18	15.20	13.23	11.18	9.48

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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