



## 业务平台全面扩张 经营逆势保持稳定

——怡亚通（002183）2011 年中报点评

2011 年 8 月 19 日

推荐/维持

怡亚通

财报点评

|         |                        |                             |  |
|---------|------------------------|-----------------------------|--|
| 刘家伟     | 执业证书编号: S1480510120001 |                             |  |
| 联系人: 苏魁 | 电话: 010-66554014       | msn: sk_on_line@hotmail.com |  |

### 事件:

公司 8 月 19 日发布 2011 年中期报告: 实现营业收入 35.23 亿元, 同比增长 35.70%; 归属上市公司净利润为 0.85 亿元, 同比增长 3.89%; 实现基本每股收益为 0.10 元。

表 1: 公司分季度财务指标

| 指标           | 09Q4    | 10Q1     | 10Q2     | 10Q3     | 10Q4     | 11Q1     | 11Q2     |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)   | 909.94  | 1,053.66 | 1,539.44 | 1,638.92 | 1,808.69 | 1,548.57 | 1,967.10 |
| YOY (%)      | -35.38% | 133.72%  | 174.02%  | 125.61%  | 98.77%   | 46.97%   | 27.78%   |
| 毛利率 (%)      | 3.91    | 9.13     | 5.28     | 8.58     | 7.32     | 8.61     | 8.35     |
| 期间费用率        | 6.27    | 6.58     | 4.90     | 3.21     | 3.11     | 4.64     | 2.86     |
| 销售净利率 (%)    | 3.05    | 3.70     | 2.89     | 2.30     | 2.00     | 2.46     | 2.00     |
| 营业利润率        | 0.73    | 4.11     | 3.47     | 1.68     | 2.27     | 2.65     | 2.85     |
| 净利润 (百万元)    | 17.33   | 38.95    | 36.02    | 22.22    | 23.65    | 38.16    | 39.31    |
| YOY (%)      | -31.49% | 141.52%  | 34.39%   | 8.18%    | 36.49%   | -2.04%   | 9.13%    |
| 每股盈利 (季度, 元) | 0.04    | 0.11     | 0.08     | 0.05     | 0.04     | 0.08     | 0.05     |
| 资产负债率 (%)    | 85.19   | 87.09    | 87.70    | 88.12    | 88.44    | 88.44    | 90.86    |
| 净资产收益率 (%)   | 6.06    | 2.96     | 5.92     | 8.09     | 9.44     | 3.11     | 2.82     |
| 总资产收益率 (%)   | 0.21    | 0.38     | 0.31     | 0.18     | 0.19     | 0.29     | 0.26     |

资料来源: 东兴证券研究所

### 评论:

#### 积极因素:

- 在市场景气度没有明显回升情况下, 公司供应链服务业务量及毛利率均有增长。公司 2011 年上半年供应链服务业务量为 160.92 亿元, 同比增加 5.38%, 其中广度业务服务业务量稳定毛利率微增, 深度业务服务业务量大幅 95%, 毛利率也从 3.40% 提升至 4.75%, 仅产品整合业务营业收入下降 10%。考虑 2011 年整体的市场环境及物流增值服务毛利普遍下降的趋势, 公司在毛利上升的情况下保持业务量稳定增长体现了其经营的稳健性。
- 深度业务链布局显成效, 营业收入大幅增长。公司布局供应链业务平台已有 2 年多时间, 目前早期设立的网点已开始盈利, 新设立的网点也趋于持平或略有亏损的情况。2011 年 6 月份仅半个月的时间业务量就突破了 2 亿元人民币, 发展前景看好。报告期内, 深度供应链业务的业务量较去年同期增长了 95.2%, 实

现营业收入20.3亿元，毛利0.96亿元。

- **小额信贷业务在供应链金融领域取得突破。**由于公司在供应链服务上的专业性以及丰富的客户资源，子公司宇商小额贷款公司开展供应链金融业务具有先天优势，因此发展迅速且客户开发情况较为顺利。截至2011年6月30日，宇商小额贷款公司的利息及手续费收入达到1,949万元，实现净利润1,334万元，净利润率为68.41%。

#### 消极因素：

- **销售费用管理费用增长超业务增速，主要原因在于业务扩张。**公司主营业务量上半年仅增长5.38%，但是同期销售费用管理费用分别增长了16%和49%，主要原因在于市场推广费用增加以及380平台等业务扩张新增了大量人力成本和办公费用。尽管短期这些费用增加不能带来回报，但是这些投入具有长期价值。
- **产品整合业务业务量小幅下滑。**因市场环境不景气、相关行业调整等诸多因素，公司传统业务虚拟生产（又称产品整合）业务量有一定程度下滑。2010年上半年产品整合业务的业务量为10.87亿元，同比下降11.32%。由于该板块占公司业务量比例小于10%且毛利不高，对公司业绩整体影响不大。
- **伟仕控股股价变化，公司可供出售金融资产发生减值。**公司持有的伟仕控股159,159,999股普通股，受香港股市波动影响，相比2010年末，公司持有的该股票减值0.81亿元，由于可供出售金融资产尚未出售，该项损失未在利润表中体现。

#### 业务展望：

- **380平台建设顺利进行中，渠道建设为公司创造新机遇。**怡亚通尽管以整合渠道著称，但是在向下延伸的同时需要通过各级代理商。为了全面降低渠道成本，公司拟在全国380个城市建立一直供平台，年内预计完成100个以上。如渠道建设完毕，公司无论在拓展业务还是在降低成本上都将占据优势。
- **宇商连锁：利用供应链专业优势整合平台。**宇商连锁是公司通过整合宇商网、宇商爱购、B2C线上商城、连锁加盟门店及集团客户等销售渠道建立的新平台。公司利用其供应链服务优势为宇商连锁提供高效的VMI城市网络及快捷的商品配送，销售产品涉及家电、快消等多个领域。该业务于2011年3月份正式开始筹建，现正处于初步实践阶段，尚未产生业绩。

#### 盈利预测与投资建议：

- 公司主营业务供应链服务业务增长保持稳定，380平台和宇商连锁均在顺利建设中，但短期难以在利润贡献上体现其价值。综合分析公司各项业务，预计2011-2012年EPS约0.23元和0.31元，动态PE33倍和24倍左右；考虑公司建设中的项目未来有良好的预期，给予6个月目标价8.4元预期，对应40倍PE，与当前价位相比还有15%提升空间，故维持推荐评级。

**风险提示:**

- 公司380平台项目和宇商连锁项目均处于建设初期，需要持续投资且短期难以为公司创造盈利，需关注其项目风险。

**表 2: 怡亚通未来两年盈利预测**

| 万元          | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E     |
|-------------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入        | 264,901 | 604,071 | 755,089 | 1,019,370 |
| (+/-)%      | -7.80%  | 128.04% | 25.00%  | 35.00%    |
| 营业利润 (EBIT) | 8,709   | 22,659  | 30,204  | 40,775    |
| (+/-)%      | -66.03% | 160.19% | 33.30%  | 35.00%    |
| 净利润         | 8,080   | 12,085  | 18,877  | 25,484    |
| (+/-)%      | -46.65% | 49.56%  | 56.20%  | 35.00%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.21    | 0.24    | 0.23    | 0.31      |

资料来源: 东兴证券研究所

**分析师简介****刘家伟**

经济学博士, 食品饮料行业首席分析师, 消费品及服务行业研究小组负责人, 2007 年加盟东兴证券研究所。

**联系人简介****苏魁**

同济大学工学硕士, 清华大学工商管理硕士, 3 年公路规划设计院工作经验, 2011 年加盟东兴证券研究所, 从事交通运输行业研究。

**分析师承诺**

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。