

深度转型正突破，股权激励促增长

增持 首次

目标价格：8.10-9.20 元

投资要点：

公司是国内领先的综合供应链管理龙头，顺应快消品渠道变革趋势，公司打造 380 平台深耕渠道下沉，完成深度二次转型，今年开始逐步进入收获期，未来 380 业务将保持 60% 以上高增长。同时公司推出行权条件对应业绩高增速的股权激励计划，为业绩快速增长加码。

报告摘要：

- **渠道下沉是快消供应链发展趋势，公司深度业务顺应二次转型。**当前一、二线城市已成快消红海，下线城市新增长引擎开始逐步出现。未来在城镇化大潮和消费升级驱动下，下线城市消费能力和需求将迎来新的爆发，快消品渠道下沉至三、四线城市是大势所趋，公司深度 380 业务顺应这一契机，快速布局完成由广到深的二次转型。
- **380 平台深耕快消渠道下沉，承载深度分销一体化梦想。**380 平台以快消品渠道下沉趋势为切入点，扁平渠道，深度分销。2012 年 380 平台完成 120 平台建设，已成功导入世界 500 强客户 30 余家，覆盖零售终端 30 万个，实现业务量 28 亿，同比增长超过 30%，相对 10 年增长 2 倍。未来三年 380 平台网点将逐步扩张至 270 个，业务量将超过 100 亿。当前公司调整战略，积极提升已有网点盈利贡献，预计 13 年 380 平台实现盈亏平衡小有收获，14 年明显贡献利润，未来三年复合增速超 60%。
- **推出股权激励，为业绩快速增长加码：**公司在 380 平台逐步收获之时，适时推出股权激励计划，大范围激励尤其是 380 集群核心人员，为的是留住优秀人才，激发团队积极性，着眼公司长远发展，同时制定业绩复合增速超 30% 的行权条件，彰显公司对未来业绩快速增长信心。
- **预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.18, 0.23 和 0.30 元，同比增长 40%，31% 和 30.6%。**当前股价对应 40x13PE 和 31x14PE，估值偏高，但考虑到消费升级和快消渠道下沉加速推进下，公司 380 平台已形成突破之势，未来有望超预期爆发，同时股权激励将为公司业绩的快速增长加码，我们给予公司“增持”评级，目标价 8.1-9.2 元。

交运研究组

分析师：

瞿永忠(S1180513070005)

电话：18916019988

Email: quyongzhong@hysec.com

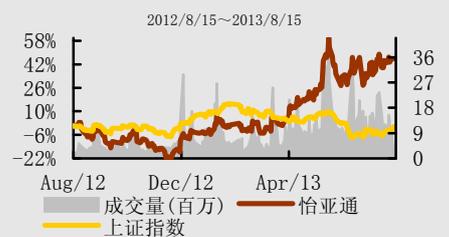
研究助理：

冯超

电话：18017006251

Email: fengchao1@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	6974.78	7483.8	9503.5	12782.2	17490.5
增长率(%)	15.46	7.3	25.8	34.5	36.8
归母净利润(百万)	135.01	124.0	173.5	227.2	296.8
增长率(%)	2.91	-7.06	0.40	0.31	0.31
每股收益	0.16	0.15	0.18	0.23	0.30
市盈率	27.50	31.50	40.3	30.8	23.6

目录

一、国内领先的一站式供应链管理专家.....	5
二、深度业务：顺应快消供应链变革，380 平台深耕渠道下沉.....	6
（一）、渠道下沉是快消供应链发展趋势.....	6
1、一、二线城市已成快消红海，下线城市新增长引擎出现.....	6
2、城镇化大潮和消费升级，下线城市空间广阔，快消渠道下沉是趋势.....	7
1）、“乡下”已经不是乡下，消费能力正快速崛起，消费理念正在剧烈变化.....	7
2）、城镇化和消费升级推动下，下线消费空间广阔，快消渠道下沉是必然.....	10
（二）、380 平台深耕渠道下沉，承载深度分销一体化梦想.....	11
1、380 平台以快消品渠道下沉趋势为切入点，扁平渠道，深度分销.....	11
2、深度二次扩张，380 平台初显成效.....	13
3、放缓扩张节奏，盈亏拐点将至.....	13
4、平台光环笼罩，但依然面临不少挑战.....	15
三、广度业务：红海限制成长空间，汇兑风险不可忽视.....	17
（一）、广度业务已成红海，竞争激烈，空间有限.....	17
（二）、经济波动影响大，汇兑风险不可忽视.....	19
四、产品整合逐步收缩，供应链金融待成长.....	20
（一）、产品整合业务未来可能收缩.....	20
（二）、供应链金融业务贡献仍较小，规模待成长.....	21
五、实施股票期权激励计划，为业绩快速增长加码.....	22
（一）、股票期权激励方案概况.....	22
（二）、有的放矢，激励计划重点针对 380 集群.....	22
（三）、行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来发展信心.....	24
六、重要假设和业务预测.....	25
1、重要假设.....	25
2、业务预测.....	25
七、盈利预测与投资建议.....	26
八、风险提示.....	26

插图

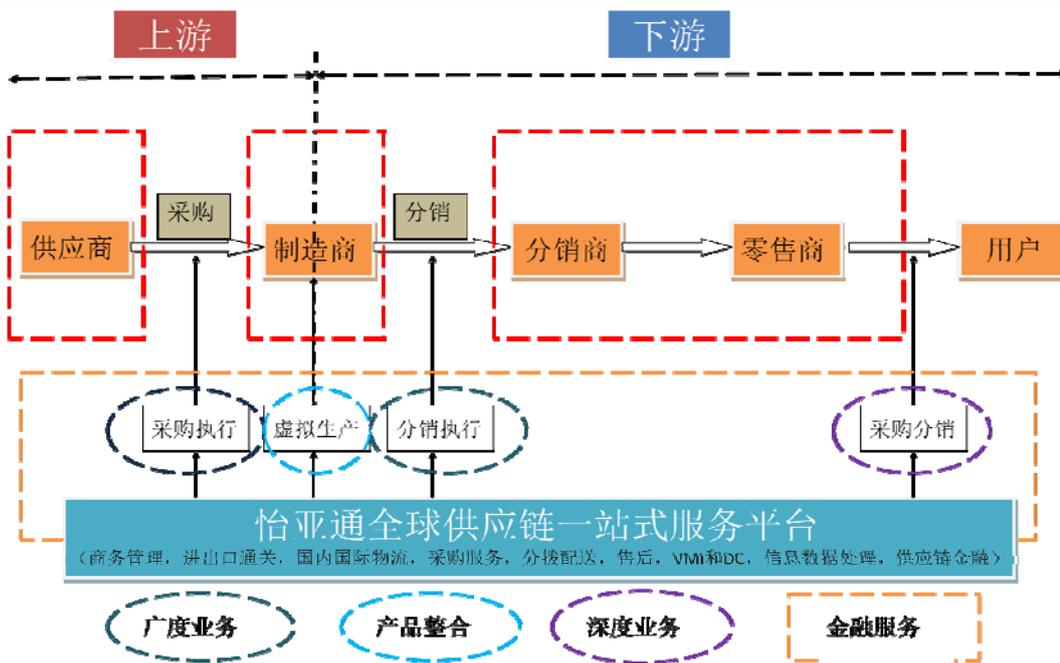
图 1: 怡亚通全球一站式供应链管理平台示意	5
图 2: 公司近年营收和毛利润增长趋势图	5
图 3: 公司 2012 年分业务营收和毛利润占比	5
图 4: 国内快消品销售额增速与 GDP 增速 (右轴)	6
图 5: 公司 2012 年分业务营收和毛利润占比	6
图 6: 覆盖上亿城市家庭快消企业消费者规模和增速	7
图 7: 覆盖上亿城市家庭快消企业渗透率和变化	7
图 8: 近年三、四线城市家庭收入增长情况 (元)	7
图 9: 11 年我国各级城市人均可支配收入及增速	8
图 10: 11 年我国各级城市人均消费支出及增速	8
图 11: 下线城市消费需求金字塔	8
图 12: 2012 年淘宝人均花费比较 (元)	9
图 13: 2012 年淘宝人均网购次数	9
图 14: 2012 年天猫雅诗兰黛消费对比 (元)	9
图 15: 2012 年手机淘宝使用比例情况	9
图 16: GDP 增长贡献中消费支出占比正在逐步提升	10
图 17: 第三产业中批发零售和餐饮业中占比还小	10
图 18: 中日两国城市化率比较	10
图 19: 12 年中日居民消费率和政府消费率比较	10
图 20: 怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比	11
图 21: 3 元的 500ml 可口可乐的成本结构	12
图 22: 36 元的 100ml 某品牌男士洗面奶成本结构	12
图 23: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意	12
图 24: 公司近年营收和毛利润增长趋势图	13
图 25: 公司 2012 年分业务营收和毛利润占比	13
图 26: 公司 380 业务平台前期投入成本结构 (万元)	14
图 27: 公司 380 业务平台推进规划 (亿元)	14
图 28: 主要行业 2012 年销售收入规模 (亿元)	14
图 29: 公司主要客户 12 年在华营收估计 (亿元)	14
图 30: 380 平台预计明年开始小幅贡献净利 (亿元)	15
图 31: 2013 年网购母婴市场规模将达 900 亿元	17
图 32: 网购母婴和家用百货产品占比越来越高	17
图 33: 公司广度业务模式图	18
图 34: 广度业务营收和毛利润及增速情况	19
图 35: 广度业务毛利率和业务综合费率	19
图 36: IT 制造业景气受经济影响较大	19
图 37: 主要品牌 PC 制造商 13 年下滑较为严重	19
图 38: 公司汇兑单独收益和人民币升值幅度 (万元)	20
图 39: 公司汇兑净收益和归属净利润比较 (万元)	20
图 40: 公司产品整合业务模式图	21
图 41: 产品整合业务营业利润及毛利率 (万元)	21
图 42: 公司供应链结算配套服务的流程	21

图 43: 公司供应链金融业务贡献及净利率 (万元)	21
图 44: 股权激励具体安排.....	22
图 45: 股权激励具体分配方案侧重 380 集群.....	23
图 46: 公司业务预测表.....	25
图 47: 可比上市公司估值.....	26
图 48: 三张表摘要.....	27

一、国内领先的一站式供应链管理专家

作为综合供应链领域的标杆和龙头企业，公司以大消费为战略转型方向，通过搭建生产型服务供应链(广度业务)、流通消费型服务供应链(深度业务)、产品整合虚拟生产供应链(产品整合业务)和全球采购中心为核心的一站式全球整合型供应链服务平台，打造一个集商流、物流、资金流和信息流四流合一的一站式供应链整合服务平台，专业承接企业非核心业务的外包，提升企业的效率和竞争力，实现企业实现利润最大化。

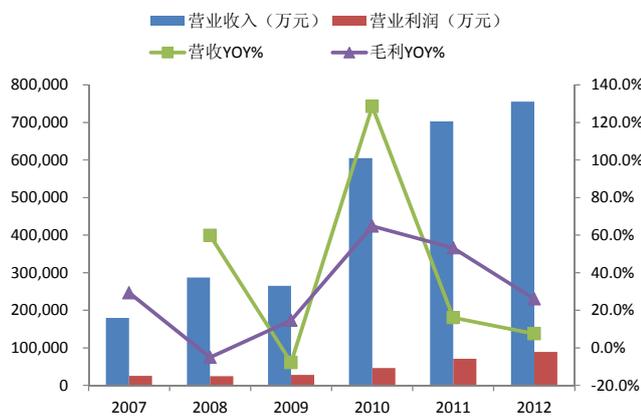
图 1: 怡亚通全球一站式供应链管理平台示意



资料来源: 宏源证券

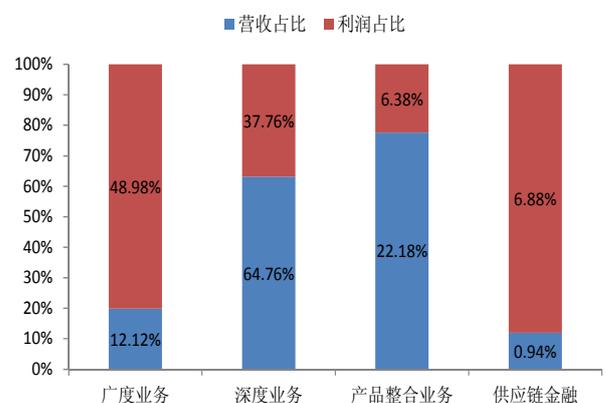
2012 年度公司业务量 3,603,034.78 万元，同比增长 4.42%；营收 755,470.07 万元，同比增长 7.54%；毛利润 15,845.98 万元，同比增长 7.49%。其中广度业务营收占比 12.1%，毛利润占比 49%，深度业务营收占比 65%，毛利润占比为 37.8%；产品整合业务营收占比 22.2%，毛利润占比为 6.4%，供应链金融业务收入占比仅为 1%，而毛利润占比为 6.9%。

图 2: 公司近年营收和毛利润增长趋势图



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 3: 公司 2012 年分业务营收和毛利润占比



资料来源: 上市公司, 宏源证券

二、深度业务：顺应快消供应链变革，380 平台深耕渠道下沉

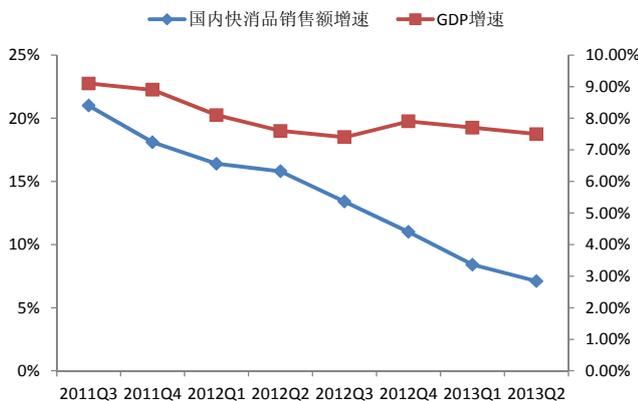
(一)、渠道下沉是快消供应链发展趋势

1、一、二线城市已成快消红海，下线城市新增长引擎出现

由外资为主导的快消巨头如宝洁，联合利华，欧莱雅等在中国加入 WTO 后，开始了大规模的扩张，均保持了较高的增长速度，然而 10 年之后，国内一、二线城市的快速消费品市场，分销渠道已经十分完善，各巨头的渗透率几乎已经没有可提升的空间，竞争剧烈程度也达到顶峰，已经成为快消品行业的红海，再加上国内经济增速下台阶，行业整体增速下滑，因而普遍面临增长瓶颈。

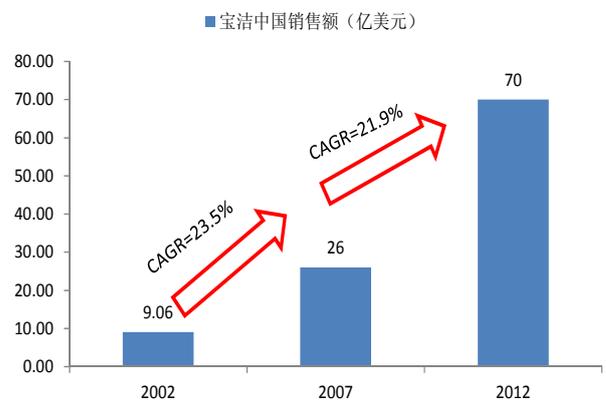
数据显示，宝洁在中国一、二线城市的渗透率达到 97%，联合利华也有 85% 的渗透率，随之而来的是增速的见顶。以宝洁为例，2002-2007 年宝洁中国的销售额从 9.1 亿美元左右增长至 26 亿美元，复合增速高达 23.5%，这一过程是一二线城市渗透率快速提升的阶段，从原有的 40%-50%，提升至 70%-80%，2012 年宝洁中国的销售额为 70 亿美元，复合增长放缓至 21%，而 2012 年同比仅增长 14% 左右，此阶段宝洁公司在一二线城市的渗透率已经提升至 90% 以上。

图 4：国内快消品销售额增速与 GDP 增速（右轴）



资料来源：Kantar Worldpanel，国家统计局，宏源证券

图 5：公司 2012 年分业务营收和毛利润占比

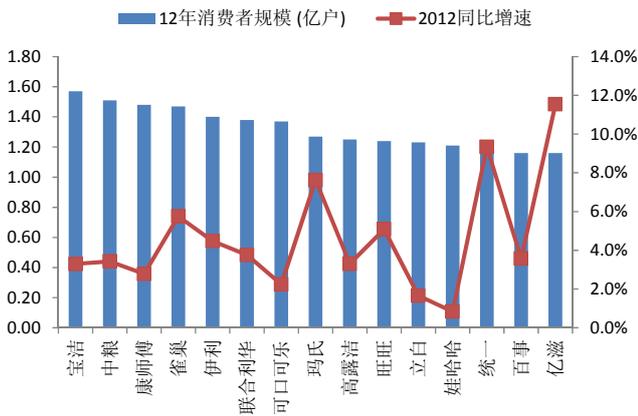


资料来源：上市公司，宏源证券

从各行业公布的数据来看，近年一线城市消费下滑明显，三四线城市消费表现出较大潜力，来自两个方面的数据都可以印证这一变化：

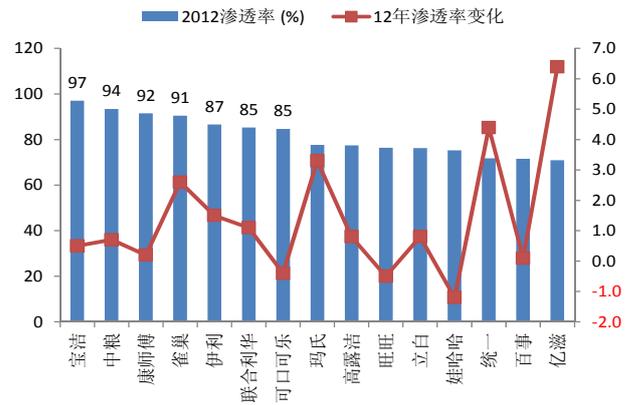
- 据权威快消行业研究机构 Kantar Worldpanel 统计，三四线城市将继续成为快速消费品增长的引擎，相比于现代渠道在四大重点城市 10% 的增长率，县级市现代渠道销售额在 2012 年增长了 15%。另外，2012 年整个中国城市快速消费品的增长中，中国的三四五线城市贡献了 66%。
- 快消品重要渠道之一是 KA 大卖场，中型超市等零售终端，全国性的连锁品牌主要有沃尔玛，家乐福等。根据中国连锁经营协会统计，2012 年零售连锁百强企业中：一二线城市放缓，三四线则快于一二线的发展。在百强企业中，在一二线和三四线企业中各选十家典型企业进行分析，比较发现：一二线十家企业的平均销售增幅为 6%，门店数量平均增幅为 2%；三四线十家企业分别为 18% 和 17%，均明显高于前者。2012 年百强新上榜企业 10 家，其中近半数为三四线企业。

图 6: 覆盖上亿城市家庭快消企业消费者规模和增速



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

图 7: 覆盖上亿城市家庭快消企业渗透率和变化



资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

2、城镇化大潮和消费升级，下线城市空间广阔，快消渠道下沉是趋势

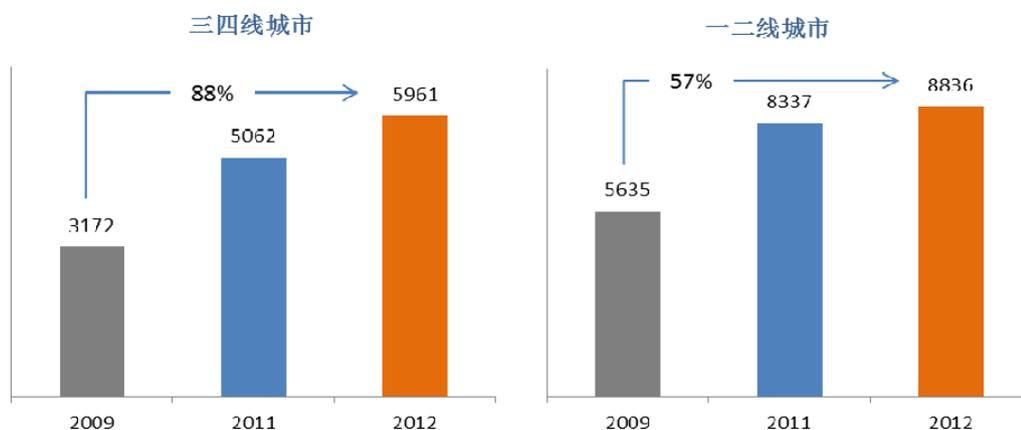
1)、“乡下”已经不是乡下，消费能力正快速崛起，消费理念正在剧烈变化

2012 年中国经济环境和快消品市场增长速度双双放缓，但是三、四线甚至五线的却仍然保持着高速增长，过去城里人眼中的“乡下”已经不再是乡下，种种数据表明，国内三、四线城市消费能力正在快速崛起，其消费理念和消费习惯也在加大对快消行业的影响，成为内需消费转型下的新引擎。

下线城市消费能力正在快速崛起

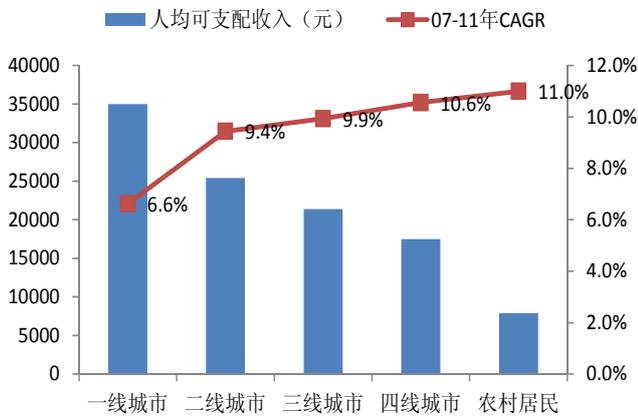
根据群邑中国纵深市场调查报告，15 到 45 岁的纵深市场消费者 2012 年平均家庭月收入增幅达到 88%，高于同期一二线城市 57% 的增幅，也高于同期 GDP 41% 的增长。其中 35-44 岁的中年人人均月收入增长最快，三年间收入几乎翻番，涨幅达 95%，而同期一二线城市中年人的人均月收入增长是 64%。从区域上来看，西南地区的家庭年收入在三年间增长了 128%，达到 6499 元，和东部发达地区(6837 元)的差距迅速缩小。三四线城市家庭的实际可支配收入可能与一二线城市差距日渐缩小，收入的快速增长使得三四线城市市民开始追求更高生活质量、更高品质的产品和品牌，消费能力正逐步开始释放。考虑到三四线城市房价及消费品价格水平相对较低，所以三四线城市消费者的实际购买力更可观。

图 8: 近年三、四线城市家庭收入增长情况 (元)



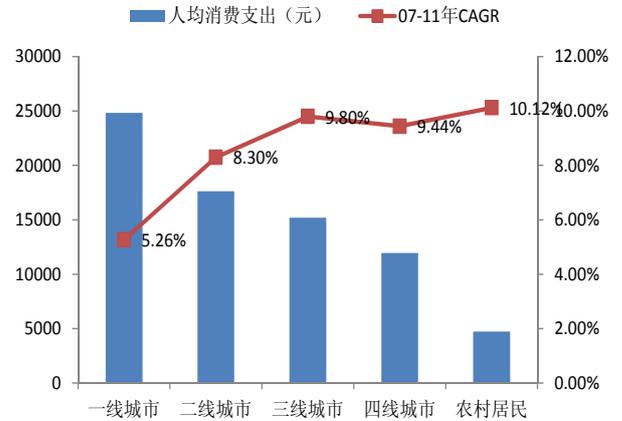
资料来源: 群邑中国纵深市场(三四线城市)研究报告(15-45 岁人群), 宏源证券

图 9: 11 年我国各级城市人均可支配收入及增速



资料来源: AC 尼尔森, 宏源证券

图 10: 11 年我国各级城市人均消费支出及增速

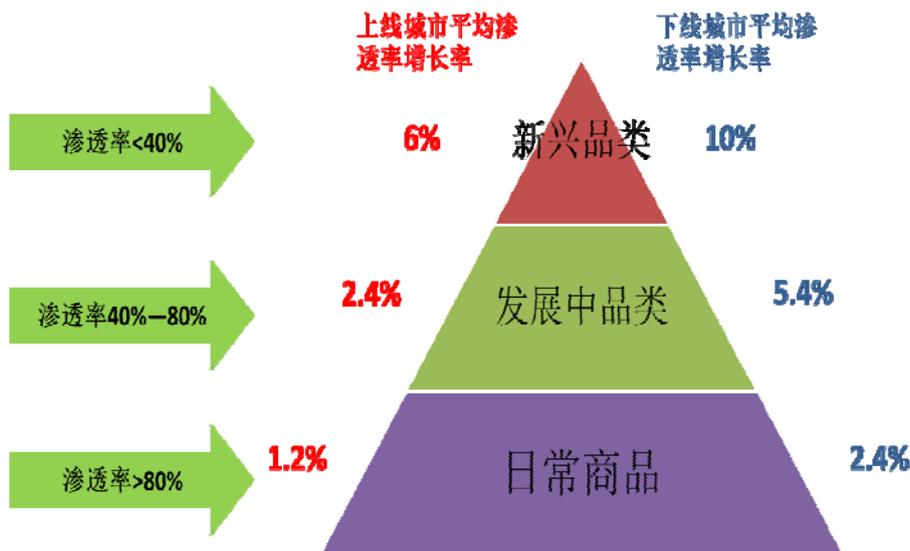


资料来源: AC 尼尔森, 宏源证券

下线城市消费理念正在发生剧烈变化

根据 Kantar Worldpanel 中国消费者指数研究, 从消费金额增速来看, 下线城市消费者对每个层级的品类需求增长都快过上线城市, 新兴品类的平均渗透率增长达到 10%, 高过上线城市的 6%, 其差距也高于日常商品和发展中品类。进一步探索需求发展的路径则会发现, 对于不同品类的尝新是下线城市的增长特点, 尤其是新兴品类数量的拓展更加显著, 在 44 个新兴品类中, 在过去一年中每户从 9 个增长到 9.6 个品类。(照渗透率 2*划分成为三个层级: 日常商品品类如食用油、大米等, 深度渗透全国 80% 以上的家户; 发展中品类如沐浴液、巧克力等, 渗透率在 40% 到 80% 之间; 新兴品类如咖啡、面膜等, 在一年中仅被不到 40% 的家户所购买)。

图 11: 下线城市消费需求金字塔



资料来源: Kantar Worldpanel 中国城市家庭样组, 2012 年 11 月 2 日滚动 52 周同比, 宏源证券

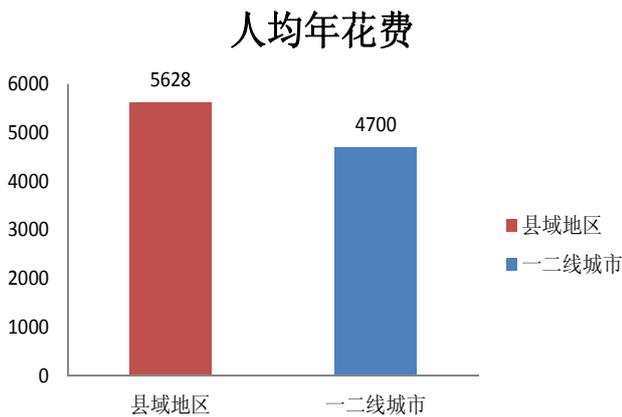
而根据最新的淘宝《县域网购发展报告》显示, 在 2006 个县域地区中, 2012 年共有超过 3000 万的人上淘宝购物, 去年仅淘宝购物就花费 1790 亿元。其中, 义乌年花费达 34 亿元, 位居县域地区之首。虽然目从成交规模和渗透情况来看, 目前县域地区的都要

远落后于一二线城市,但从单个人上来看,县域地区的人均网购力量却要高于一二线城市。从年人均花费上来看,福建清流县最高,2012年的人均花费达到了2万元;其次是西藏贡觉、江苏洪泽、黑龙江绥芬河、广东普宁、浙江的永康、文成和河北藁城,人均年花费都在1.1万以上,这些都是四线甚至五线城市,而且县域用户网购名品更疯狂。

《县域网购发展报告》抽取了天猫上的44个品牌数据,就有32个品牌的县域用户人均购买金额高于一二线城市。这其中,就包括了雅诗兰黛、耐克、优衣库、倩碧、vans等。以雅诗兰黛为例,这个即使是在一二线城市,也还永远只属于高档专柜的国际大牌,几乎没有进驻过县城。传统渠道的不足,导致大部分县里的人只能在电视里看到广告,却不能在身边的商场买到。淘宝数据显示,2012年县域地区的用户平均每个人花了765块钱在天猫上购买雅诗兰黛,而一二线用户,平均每个人只花了652块钱。这说明,县域用户对于国际大牌具有较强的消费能力。

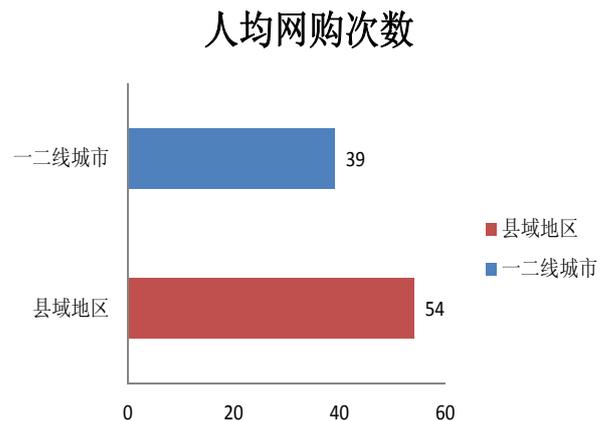
因此我们认为,如今的广大下线城市,再也不是传统观念中的乡村,而是有着巨大消费潜力和消费冲动的金矿,并且他们的消费理念并不落后,消费倾向也相当前卫,未来将是内需需求释放的核心。

图 12: 2012 年淘宝人均花费比较 (元)



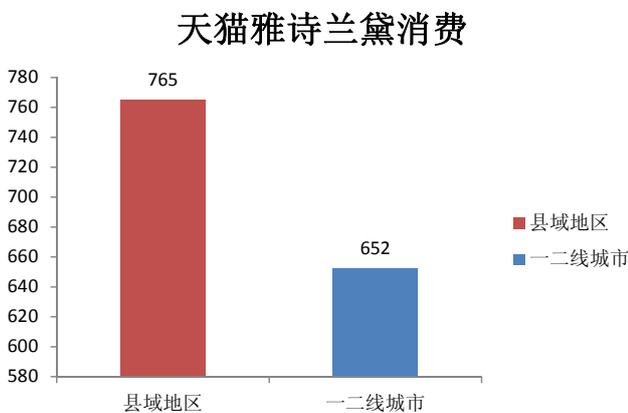
资料来源: 淘宝 2012 《县域网购发展报告》, 宏源证券

图 13: 2012 年淘宝人均网购次数



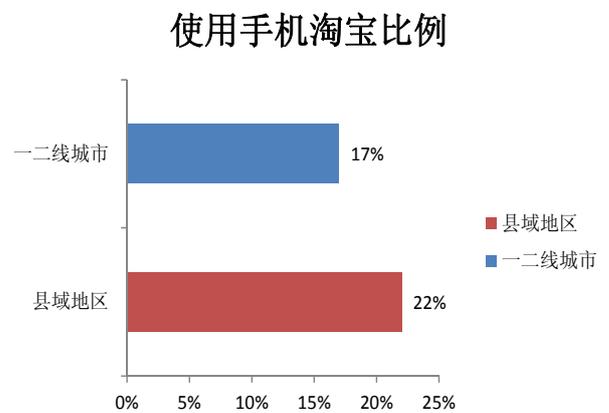
资料来源: 淘宝 2012 《县域网购发展报告》, 宏源证券

图 14: 2012 年天猫雅诗兰黛消费对比 (元)



资料来源: 淘宝 2012 《县域网购发展报告》, 宏源证券

图 15: 2012 年手机淘宝使用比例情况

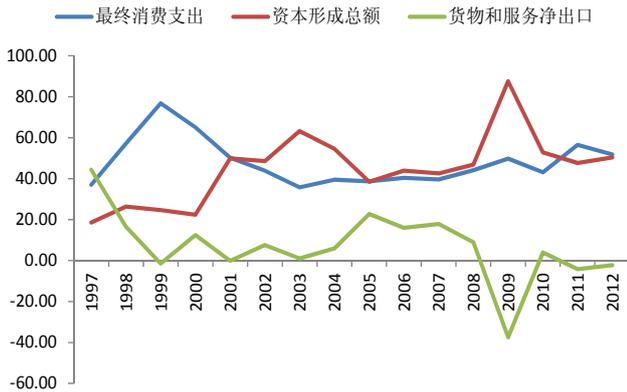


资料来源: 淘宝 2012 《县域网购发展报告》, 宏源证券

2)、城镇化和消费升级推动下，下线消费空间广阔，快消渠道下沉是必然

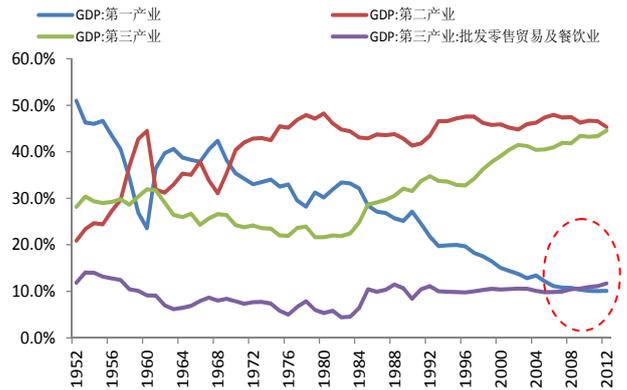
从上面我们可以看出，国内三四线城市的收入水平正在迎头赶上，过去几年虽然第三产业在 GDP 中的贡献越来越高，但主要由建筑相关行业贡献，消费相关行业尽管贡献有所提升，但提升幅度相对很小。当前我们国家人均 GDP 已经超过 4500 美元，已经逐步进入消费升级的收入水平，从日本城市化进程和居民消费率来看，我们认为未来新型城镇化和消费升级推动下，下线城市的消费需求将会极大释放，具有广阔空间。

图 16: GDP 增长贡献中消费支出占比正在逐步提升



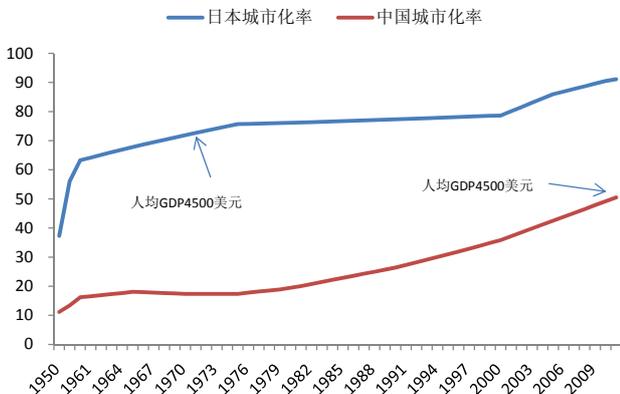
资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

图 17: 第三产业中批发零售和餐饮业中占比还小



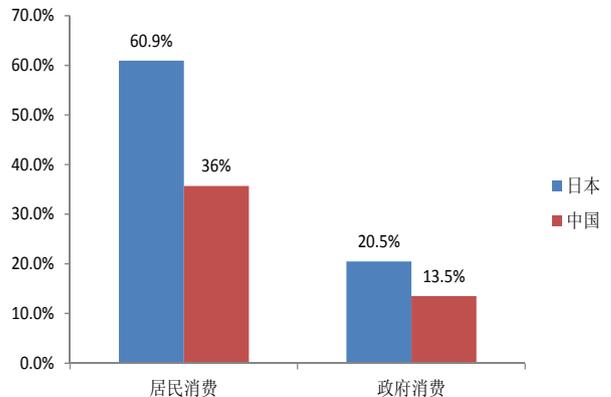
资料来源: Kantar Worldpanel 中国消费者指数, 宏源证券

图 18: 中日两国城市化率比较



资料来源: wind, 宏源证券

图 19: 12 年中日居民消费率和政府消费率比较



资料来源: wind, 宏源证券

快消渠道下沉至下线城市是必然:

首先从快消行业的特点来看，快消行业的特点是消费频率高，使用时限短，拥有广泛的消费群体，对于消费的便利性要求很高，销售渠道种类多而复杂。影响竞争成功因素主要之一便是通过具有高覆盖率和多种渠道并存的分销网络来接近消费者，达到高铺货率；宝洁中国过去 20 多年快速成长靠的是广告与渠道，即通过大量的广告与全国分销商的终端大规模网点覆盖来拉动销售。

其次从快消行业所依赖的重要渠道终端（大型连锁超市）来看，经营网络重点也已经开始逐步向三四线城市延展。主要原因在于：1、一、二线城市零售市场趋于饱和，单店销售增长难度加大，经营成本大幅上升，据流通协会统计，一、二线城市商业物业的租金五年来也上涨了 30%—50% 以上，并且培育期由原来的 1-2 年延长至 3-4 年，回报率越

来越低。2、三、四线城市需求潜力大，租金和人工成本相对较低，加之国家实施万村千乡市场工程以及一些地区相继出台有关优惠政策，政府寄望引进零售企业以解决就业、带来税收，提升市政形象，成本优势和政策支持更降低了企业渠道下沉的风险。因此大型零售企业向三、四线市场发展步伐明显加快，一些大型连锁企业纷纷向中小城市延展，

在中国连锁企业排名前十位的零售企业都迈出了进军三、四线城市的步伐。根据 2012 年的数据统计，沃尔玛去年新开 43 家门店中，布局一线城市仅有 9 家，其余分别位于浙江、江苏、安徽、河南、福建等二三线城市；乐购在去年新开的 16 家门店中，一线城市仅占到 4 家；家乐福也对外宣布，将加速进入中国西部市场；麦德龙则于今年年初提出加速扩张，年内中国地区至少新开 10 家门店。

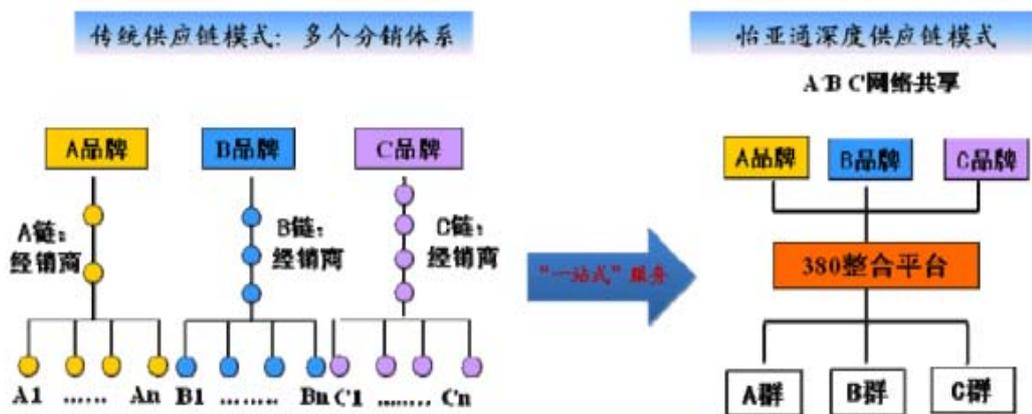
快消行业品牌也一直认真地思考他们的下线城市战略。以高端化妆品品牌兰蔻为例，2010 年在中国 46 个城市开设了专柜，到 2011 年是 56 个城市，而到 2012 年则上涨到 74 个城市，这其中有部分是在三线城市。全球最大的化妆品品牌欧莱雅中国 CEO 贝瀚青不但提出“加快进驻中国的 600 个城市，并将高端产品深入二三线城市”，而且明确要使出“5 年翻 5 倍”的“吃奶劲儿”。而宝洁在 2010 年至 2015 年增加 8 亿新消费者的目标，以瞄准中低消费者，也就是“一天消费 2 美元”的人群。这样的消费者并不在一级经销商遍布的北上广这样的大城市，而在包括四五线城市、乃至农村地区的“广阔市场”。

(二)、380 平台深耕渠道下沉，承载深度分销一体化梦想

1、380 平台以快消品渠道下沉趋势为切入点，扁平渠道，深度分销

公司 380 平台是在全国 380 个城市建立由厂商到各类经销商、卖场、终端零售店的分销及分销执行网络及平台，主要不仅能够帮助上游整合下游，扁平渠道，实现直供、直采，共享 380 平台资源，减少中间环节，提升流通效率，共享配送资源，降低物流成本，同时还能承载起多个行业、多家厂商的产品分销，从而共享渠道资源，提升销售规模，一站式服务，降低总流转及沟通成本。

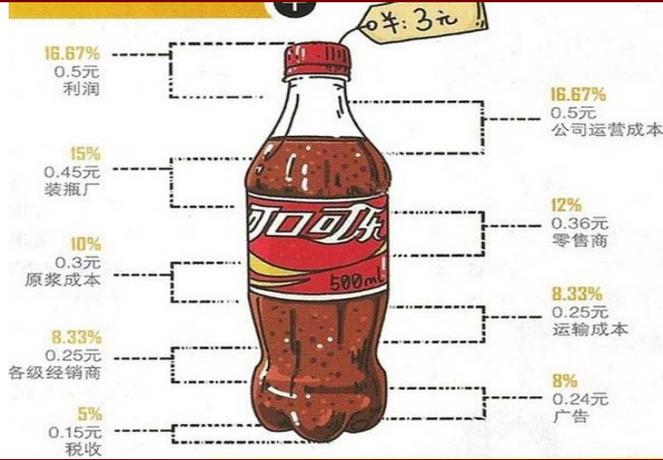
图 20: 怡亚通深度供应链模式与传统供应链模式对比



资料来源: 上市公司, 宏源证券

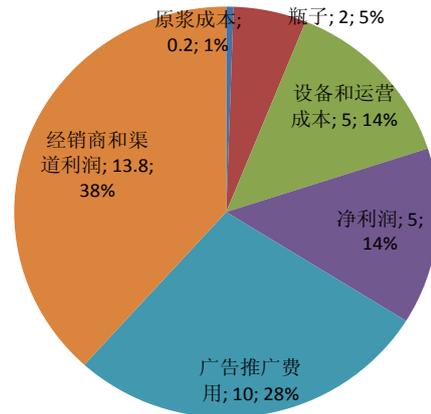
快消品渠道成本占据较大比重，可操作空间很大：以快速消费品为例，产品到达终端，中间需要经过省，市，地区各级经销商，每一级的分销要增加企业 5%-10% 的费用。我们从一瓶 3 元的 500ml 可口可乐的成本结构和一瓶 100ml 售价 36 元的男士洗面奶来看渠道空间的挖掘价值：其中可口可乐零售商+经销商+物流成本占比近 29%，而化妆品渠道的成本高达 38%，可见其空间之大。

图 21: 3 元的 500ml 可口可乐的成本结构



资料来源: 物流指南, 宏源证券

图 22: 36 元的 100ml 某品牌男士洗面奶成本结构

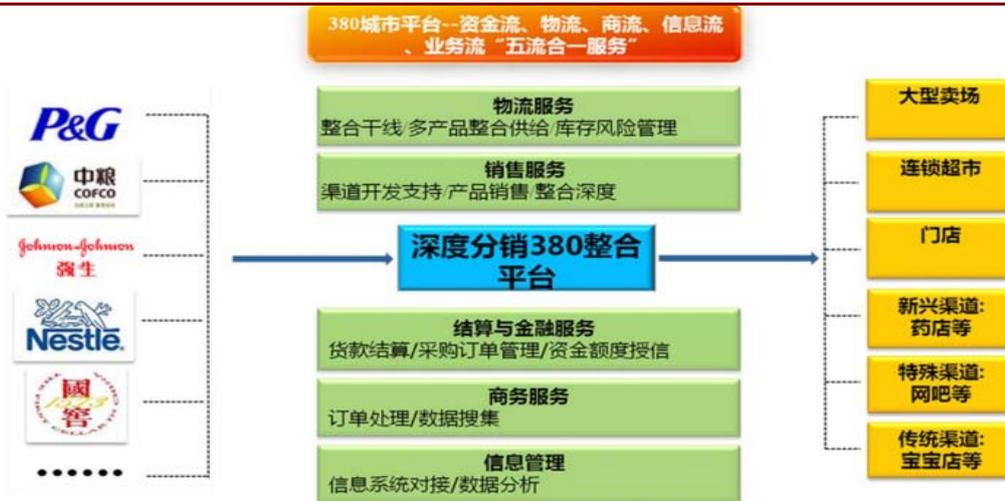


资料来源: 物流指南, 宏源证券

公司 380 深度分销平台立足快消品分销, 从原有的多行业聚焦在母婴、日化、食品、酒饮四个行业。2012 年, 公司对深度 380 进行了战略性调整, 用项目带动平台建设, 缩短投资周期, 以基础服务切入客户, 以战略合作、增值服务为终极服务目标。2012 年以来深度 380 业务加强跟卖场类客户的合作, 家乐福、沃尔玛、北京物美三大卖场销售额占整个卖场比例的 50% 以上份额 (卖场类垫货期限最多不超过 60 天), 卖场比重上升使对账结算环节效率提高、资金回笼速度加快。

沃尔玛案例: 比如沃尔玛的供应商有几千家之多, 以前都是跟沃尔玛直接交易结算等, 沃尔玛来管理, 现在这些供应商都可以交给公司的平台管理, 供货商送货到公司, 公司在沃尔玛的旁边建仓, 建 DC, 沃尔玛把区域的 DC 交给公司来做, 把所有的供应商合起来管理, 公司最终跟沃尔玛结算。

图 23: 怡亚通 380 深度分销整合平台示意



资料来源: 上市公司, 宏源证券

宝洁案例: 2010 年, 宝洁尝试着将贵州西北区域市场 (遵义市、六盘水市和毕节地区) 交由怡亚通服务, 希望借此能够快速扩大在该区域的市场规模。从确立合作到市场交接、第一单顺利出货, 整个过程仅用了一个月的时间。同时, 怡亚通组建了专业日化销售运作团队, 完成了销售渠道、策略的梳理和提升, 迅速实现市场增长。一年时间, 我们在当地实现销售增长 107%, 月销售量达到 650 万, 累计销售高达 7000 万。2012 年 2 月,

宝洁公司组织怡亚通、贵阳区域分销商三方进行深入沟通，最终决定交由怡亚通的服务范围，由整个贵州省级平台原来 5 个的基础上增加到 11 个，生意量在原来的基础上扩大 3 倍，同时加速了宝洁公司新分销商建立流程的推进。

2、深度二次扩张，380 平台初显成效

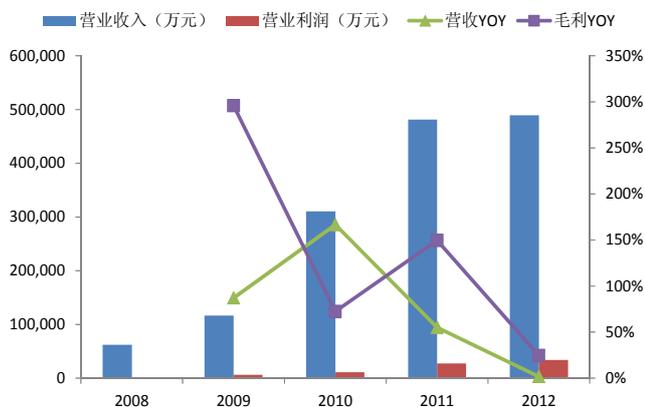
深度供应链业务是广度供应链业务的自然延伸，是公司创新型业务，也是公司二次扩张的主要方向。“380 计划”锁定的是中国 226 个地级市和长三角、珠三角、环渤海 150 余个经济发达的县级市，希望打造出一个覆盖近 10 亿有效消费人口的供应链平台。目前公司在全国 120 多个主要城市先后落地运作，并已成功导入世界 500 强客户 30 余家及国内行业知名品牌客户，其中：母婴行业有多美滋、惠氏、雅培、雀巢、美素、可瑞康等品牌；食品行业有雀巢、卡夫、中粮、益海嘉里、玛氏等品牌；日化行业有宝洁、联合利华、欧莱雅、曼秀雷敦、高露洁等品牌；酒饮行业有红牛、加多宝、泸州老窖、红花郎等行业知名品牌。服务涵盖 KA 大卖场、BC 中型超市、药店、母婴店、批发商及电商等在内的各类终端门店系统约 30 多万个。

深度业务中，拥有货物在销售至卖场、超市、门店之前的所有权，怡亚通向下游终端定价，在货值中加入一定比例的服务费作为销售价格。综合服务费率在 8%-10% 左右，其中：母婴 7%-16%，日化 6%-19%，食品 7%-13%，酒类 12%-30%。

2012 年公司深度业务营收为 489,206 万元，较上年同期增长 1.66%，占比 65%，综合毛利为 33,742 万元，较上年同期增长 24.53%，综合毛利率为 6.90%（服务费率其中：母婴 7%-16%，日化 6%-19%，食品 7%-13%，酒类 12%-30%，综合服务费率 9%-11%）毛利润占比为 37.8%；其中 380 平台业务营收 28 亿，同比增长超过 30%，相对 10 年增长约 2 倍，增长迅猛。

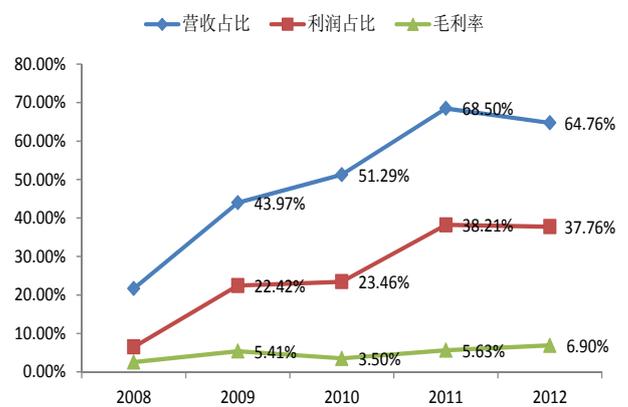
2012 年公司深度业务总同比增长幅度较小，减少基础类配送业务是部分原因，另外 12 年 IT 深度分销业务受电商的蓬勃兴起冲击，其连锁卖场的销售模式受到较大影响，2013 年公司将对 IT 深度分销业务结构进行调整，并新引进联想 ERAZER 笔记本分销业务（订单驱动，账期 30 天），预计可显著提升 IT 深度分销业务的规模。

图 24：公司近年营收和毛利润增长趋势图



资料来源：上市公司，宏源证券

图 25：公司 2012 年分业务营收和毛利润占比



资料来源：上市公司，宏源证券

3、放缓扩张节奏，盈亏拐点将至

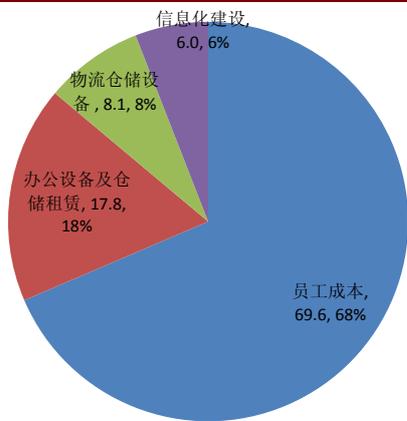
1)、节奏调整有利 380 平台良性发展

2012 年公司 380 平台业务及时进行战略调整，根据项目推进及已有网点建设情况，

一个网点从建设到成熟大概需要一年半左右，其中：导入期（3~6个月左右），培育成长期（6~12个月左右），成长成熟期（18个月或以上）。目前380平台业务拓展坚持以业务带平台、业务先行的原则，由于380平台前期平均投入100万左右一个，推进速度较快的话，可能会导致原有平台盈利还没出现，新平台又持续带来亏损。因此及时调整战略，放慢推进节奏，先提升已有网点的渗透水平和盈利能力，才能保证后续推进更加健康有序。

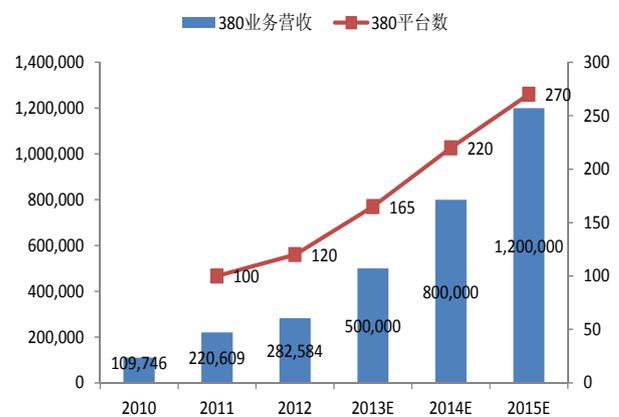
2012-2014年是深度380业务的成长期，2013年深度380业务预计将导入项目数450个，新成立分销平台45个（2013年底达到165个，比原计划少40个左右），实现营业收入50亿元（仅指深度380业务），2014年底预计平台建设数量将达220个，实现营业收入80亿元，2015-2017年为深度380业务的高速发展期，预计2017年底深度380平台的网络建设将基本完成。

图 26: 公司 380 业务平台前期投入成本结构 (万元)



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 27: 公司 380 业务平台推进规划 (亿元)

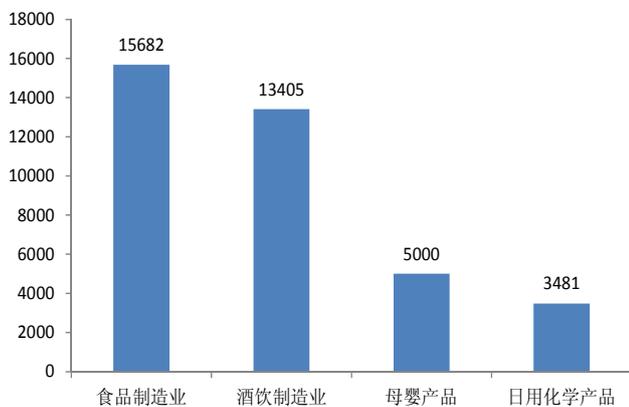


资料来源: 上市公司, 宏源证券

2)、业务需求空间不是问题，渗透率提升是基础

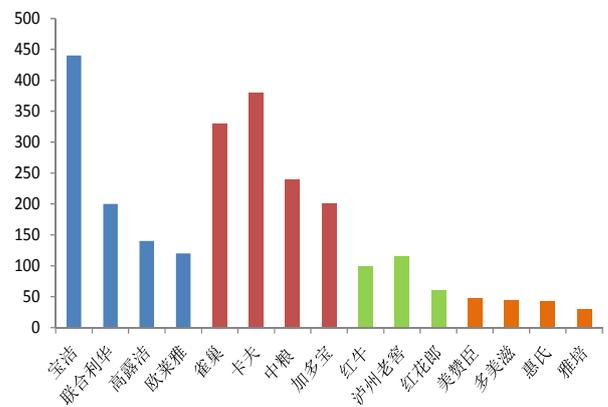
未来380业务需求的空间不是问题：2012年我国食品制造业全年销售收入达到了1.56万亿元，同比增长17.6%，其中零食规模约770亿元；酒饮制造业销售收入规模达到1.34万亿，同比增长17%；2012年我国母婴市场的容量大约在5,000亿左右，其中婴幼儿配方奶粉市场规模385亿元；2012年我国日化品销售额已经达到了3481亿元，同比增长11%。可以说，公司380业务的需求存在这极为广阔的空间。

图 28: 主要行业 2012 年销售收入规模 (亿元)



资料来源: wind, 宏源证券

图 29: 公司主要客户 12 年在华营收估计 (亿元)



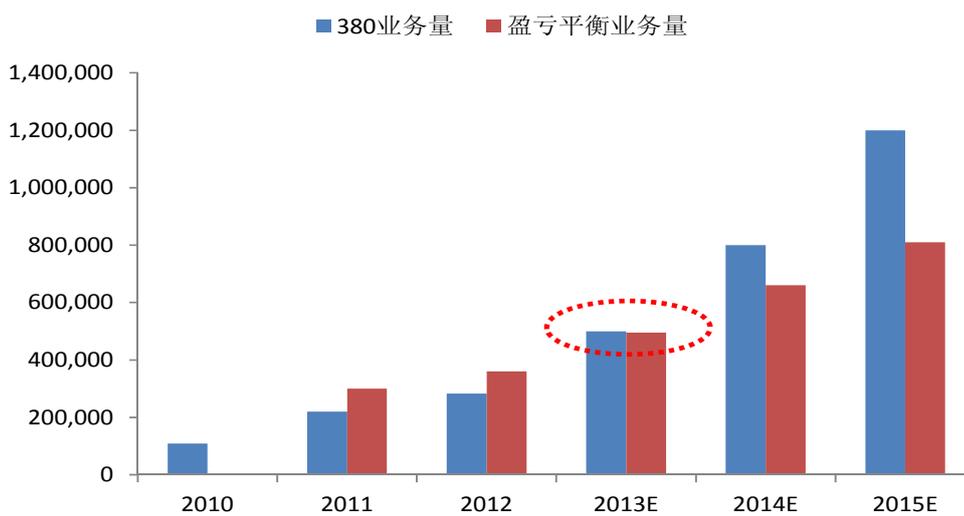
资料来源: 公开资料, 宏源证券

渗透率提升是基础：从公司核心客户需求来看，目前 380 核心合作伙伴是 37 家，占了业务量的 95%，世界 500 强 23 家。我们测算下来核心客户在国内的销售规模应该在 5000 亿之上，目前公司渗透率不到 1%。公司主要客户宝洁（国内市场 400 多个亿规模）服务三年，第一年 5-6 千万，第二年上半年 3000 万，下半年尝试又给了一个区域，11 年 1.5 个亿，12 年 2 个亿出头，13 年宝洁的业务量有望达到 14.5 个亿，渗透率提升至 3.6%，而这还只是在两个省就实现。

3)、全年预计仍在盈亏平衡点附近，明年有望正式贡献净利

今年有望盈亏平衡，明年有望正式贡献净利：根据测算，单点平均业务量每年保持在 3000-3500 万元，才能维持盈亏平衡，因此公司 2012 年 120 个网点来看，业务量达到 36-42 亿才能保证盈亏平衡，而 12 年实际业务量在 28 亿左右，考虑到可能有部分在 13 年结算，估计在 30 亿出头，12 年 380 业务应该是在盈亏平衡点以下。而 13 年来看，年底预计达到 165 个网点，业务量要达到 50-58 亿才能盈亏平衡，根据公司规划今年预计业务量在 50 亿左右，因此今年勉强能保持盈亏平衡。14 年业务量预计 80 亿，盈亏平衡点在 66-77 亿，因此如果进展顺利，380 平台明年有望正式小幅贡献净利，规模在 1400 万左右。

图 30: 380 平台预计明年开始小幅贡献净利 (亿元)



资料来源：上市公司，宏源证券

4、平台光环笼罩，但依然面临不少挑战

对于 380 平台而言，打造的是资源整合，深度分销的具备相当竞争力的商业模式，顺应快消供应链变革趋势，未来可便捷横向复制到其他行业，拥有极具爆发力的三四线蓝海市场需求，这些都犹如笼罩在 380 平台上巨大的光环，但我们认为，在 380 平台进一步纵深拓展将面临的挑战越来越大。

1)、越下沉，优势越明显，也越难下沉

越下沉，品牌制造商成本越高，越难处理和经销商关系：由于国际品牌在快速下沉的过程，均碰到一系列自身难以克服的障碍，而最关键的问题便是高昂的成本，比如某可乐品牌在下沉到东南部的县级市场时，发现单件成本比深圳大了近 400%。由于多元化社会结构导致商业环节非常多，导致流转成本非常高，多达七级分销系统，流转成本在有些领域比发达国家高出 70%。传统大公司在三、四线市场要么服务成本很高，要么服务跟不上。

以宝洁为例：核心竞争力主要集中在一二线城市，高喊渠道下沉口号已经多年，在三四线农村城市的巨大需求面前仍未取得理想的效果。在 2007 年“万村千乡工程”和 2009 年“China Three”项目的最近两次基层市场拓展中，宝洁曾要求全国近百个经销商在一年时间内覆盖 3 万个乡镇，但这一计划遭遇了水土不服。宝洁在和国内地区经销商合作时，给经销商的利润份额并不大，不具有太大的吸引力。特别在一个地区布局完成后，宝洁就抛弃原有经销商直接向沃尔玛等大型商超供货。拓展初期，靠经销商来快速打开市场，一旦成功后就拿掉经销商。所以经销商对宝洁的不满情绪一直都比较大大。

怡亚通三四线城市的一站式平台服务才是真正竞争力所在，优势才明显：在一二线城市，要么一级的经销商规模很大，与制造商结成战略伙伴关系，要么制造商直供 KA 卖场或者其他大型零售终端，怡亚通的平台发挥不出竞争优势，相对也较难从这部分市场获得更多的业务规模。**怡亚通真正具备竞争优势的地方还在于制造商需要依赖多级经销商，或者 KA 卖场和零售终端难以有效下沉至的三四线城市。**在三四线城市怡亚通同样可以和当地经销商合作，充分整合当地资源，化为 380 平台所用，达到平台规模化运作，资源共享并且高效利用，形成直供，获得成本领先优势，并能有效维护好和终端的关系，形成较强的竞争力。

同样，越下沉，公司面临的挑战也将越大，风险也会增加。首先，三四级市场地域辽阔，同时消费分散，不像中心城市那样消费集中。对任何企业来说，在如此辽阔的市场上单纯依靠自身的力量进行产品销售、推广根本就不现实。且不论这样做将耗费大量的人力、物力，大量增加成本，使企业不堪重负。而且，对任何企业来说，这样做都面临对现有组织、人员的大幅调整，操作难度非常大。**第二是与自身品牌与服务相匹配的专业人才，几乎都不愿意去广大的底层市场，导致管理与服务的效率与标准大幅度降低。**目前管理架构承载的 300 个亿规模。**第三是在物流、结算、信息化方面遇到盲区。**

2)、电商渠道快速崛起对未来成长不可小觑

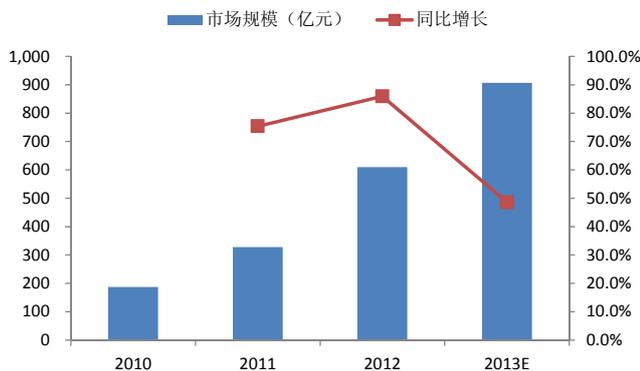
消费无差别的网络零售逐步在改变广大低线城市的商品流通体系：县域地区的消费者不必奔波到一二线城市购买商品，仅仅通过在线挑选、网上支付和物流快递，就能买到当地买不到的商品。网络零售带来的不仅是购物便捷，更是与一二线城市消费者的同等待遇和机会，是“消费无差别”。淘宝网数据显示，甘肃、青海和贵州等西部地区超过 2/3 的网络消费都是跨省区消费。从一二线城市和县域地区的网购发展来看，现有流通体系的落后在相当程度上限制和抑制了县域地区的网络消费。而随着互联网和物流基础设施的发展，将极大释放中国县域地区的网络消费潜力。

电子商务渠道正在抢夺快消品传统渠道更多的市场份额：在 2013 年上半年成为推动零售发展的渠道中，电商渠道在各个城市城别中变得越来越重要，尤其在四大重点城市(上海、北京、广州和成都)，电商渠道已经占据了整个快速消费品市场 3.7% 的销售额，其重要性超过了直销这一传统渠道。Kantar Worldpanel 发布的最新报告亦显示，2012 年，网购渠道家庭购买渗透率的显著增长，从 18% 上升到了 25%，同时消费者购买的品类数量也在增加。消费者在 2011 年通过网络平均购买 3 个品类，到 2012 年则增长到接近 4 个品类。Kantar Worldpanel 预测在接下来的三年中，在重点城市将有超过 60% 的家庭通过电商渠道购买快速消费品。电商在快消品市场的强势介入，将是今年超市业的最突出变化。这将使电子商务在快速消费品市场中变得举足轻重，任何一个生产商想要在中国取得成功都必须积极考虑如何开拓电子商务渠道。

以公司介入的母婴用品市场为例，母婴市场网购正在快速崛起：据艾瑞咨询统计，

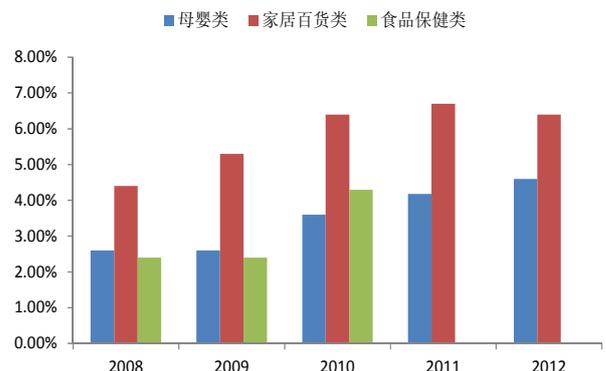
2012 全年网购母婴市场同比增长约 86.0%，达到 610 亿元，约占中国网络购物整体市场的 4.6%。2012 年 4 大全球知名奶粉品牌“美赞臣”、“多美滋”、“惠氏”、“雅培”已与苏宁易购达成入驻协议，其中美赞臣已于 7 月上线苏宁官方品牌旗舰店。而 2013 年 3 月天猫宣布将联合国乳制品巨头达能和雀巢，启动双方旗下 6 大品牌（达能集团可瑞康、诺优能、牛栏、多美滋（特配系列）；雀巢集团旗下雀巢超级能恩、惠氏（特配系列））在天猫上提供海外原产地直供销售。此外内地零售巨头屈臣氏宣布携手雅培、惠氏及美赞臣婴幼儿奶粉，在屈臣氏全线网店，包括天猫旗舰店、掌上网店及官网商城推出三大品牌奶粉直销业务。而 2012 年开始国美在线投入 10 亿资金打造母婴频道，希望借母婴网购需求的爆发来获得重新成长。

图 31: 2013 年网购母婴市场规模将达 900 亿元



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

图 32: 网购母婴和家用百货产品占比越来越高



资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

其他行业也正在逐步受到电商渠道冲击: 据中国电子商务研究中心数据显示, 2011 年酒类网购市场交易规模不到 20 亿元, 而 2012 年其交易规模则出现明显的大幅增长, 预计年底将达到 38 亿元, 到 2013 年则可能突破 60 亿。酒行业内甚至有观点称, 未来 10 年内 B2C 将占据传统酒类行业 50% 左右的市场份额。

我们认为, 未来越来越多的品牌会加大电商渠道的投入, 逐步扩大网上直供的规模, 传统渠道的业务量可能会随之减少, 尽管公司也是电商平台的供货商 (12 年近 1 个亿的量供货给天猫, 亚马逊, 唯品会等), 但公司的强项依然是在非电商渠道的深度分销, 介入客户电商渠道, 要么自己搭建电商平台 (目前是公司的短板), 要么服务于客户产品到第三方电商平台 (京东, 1 号店等) 的直供, 前者对公司管理和人才要求越来越高, 而后者则将更多的受到第三方平台的制约 (数据对接, 自建物流等等), 尤其是未来菜鸟平台逐步崛起, 如果不合作, 则可能构成越来越大的竞争, 如果合作, 怡亚通地位削弱, 利润率水平势必折扣, 因此, 我们认为电商渠道对传统渠道的冲击, 会给怡亚通 380 平台的成长带来不少挑战。

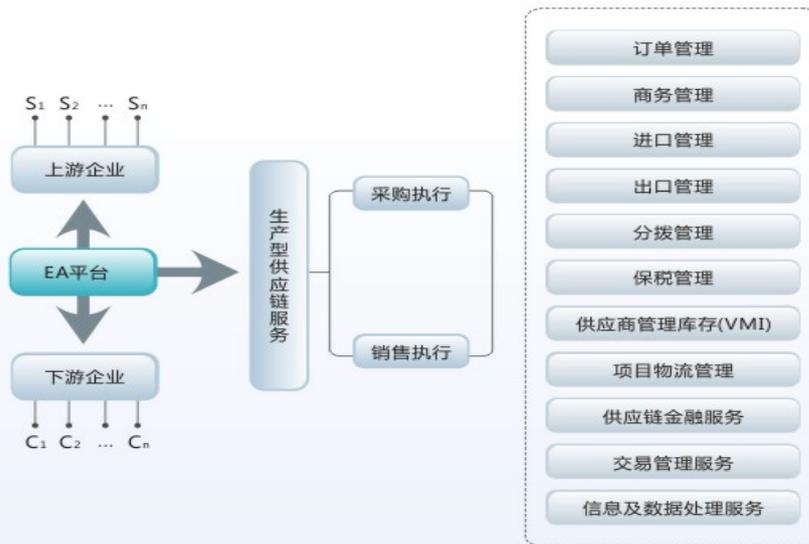
三、广度业务: 红海限制成长空间, 汇兑风险不可忽视

(一)、广度业务已成红海, 竞争激烈, 空间有限

1)、广度业务盈利依赖于业务量, 资金效率和成本以及人民币升值预期

公司的广度业务是指为生产型企业搭建采购与采购执行、销售与销售执行服务平台, 提供贯穿整个供应链的交易服务、国内物流、国际物流、通关、供应商管理库存 (VMI)、分拨配送、资金配套及信息处理等服务, 帮助企业实现全球采购与销售。

图 33: 公司广度业务模式图



资料来源: 上市公司, 宏源证券

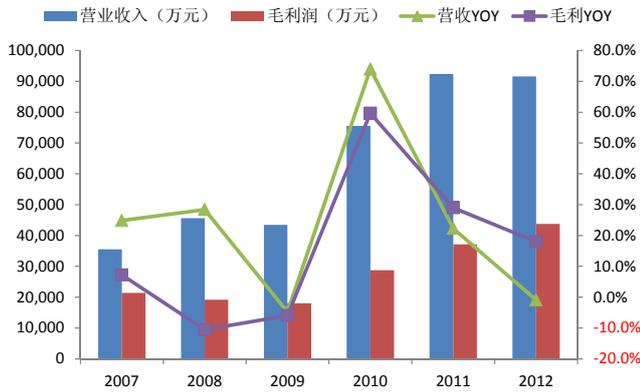
广度业务分为采购执行和分销执行, 采购执行业务中公司为客户提供面向上游多家供应商的、贯穿于采购过程的商务操作、物流运作、资金配套/ 结算、信息处理等服务; 而销售执行业务中, 公司为企业提供面向下游多家客户、贯穿于销售过程的商务操作、物流运作、资金配套/ 结算、信息处理等销售执行服务, 盈利模式是根据业务量一定比例收取服务费, 平均费率在 2%-3%, 由于在广度业务中涉及大量的供应链结算配套服务, 并且公司部分提供信用支持 (业务量的 20%-30%), 并且涉及大量的国际业务而采用美元远期外汇合约来对冲汇率风险, 因此广度业务盈利依赖于业务量, 资金效率和成本以及人民币升值预期。

2)、相关领域竞争已经十分激烈, 广度业务已成红海

广度供应链业务主要覆盖 IT、电子、通讯、医疗等主导行业, 12 年逐步介入代理费率较高的奢侈品、特种金属、汽车电子、仪器仪表等领域的业务, 但整体而言, 广度业务覆盖的主要行业, 制造商等外包意识相对其他行业已经比较成熟, 外包比例也比较高, 市场竞争十分激烈, 基本上已经进入竞争红海, 所以业务规模未来提升的空间也将有限。而且在广度业务过程中, 公司并不拥有货物的所有权, 按业务量收取服务费, 毛利率已经较高, 未来提升主要还是来自成本方面的管控 (2012 年在业务量增长 10% 的情况下, 1-12 月营业成本同比下降 13.57%), 传统的 IT 和通讯领域业务量占比较高, 新领域的业务量规模还不小, 新业务的高费率影响不大。

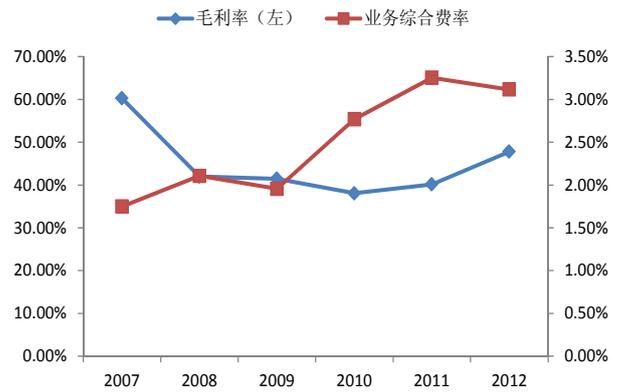
2012 年广度业务营业收入为 91,577 万元, 较去年同期下降 0.89%, 占比 12.1%, 毛利润 43,776.67 万元, 同比增长 18%, 综合毛利率为 47.85, 毛利润占比 49%。2012 年公司广度供应链业务综合毛利率达 47.80%, 同比增加 7.65 个百分点; 综合毛利率的显著提升主要与以下原因有关: 一方面公司当年加强了营运管理的优化以及成本费用的控制 (规范操作、加大托管外包、优化人员配置); 另一方面广度物流中心出于成本考虑对租用仓库进行了梳理和撤并, 将华东地区外租仓库移至上海供应链基地。同时根据服务行业和产品合理调整了仓储占用, 使得广度物流中心的仓储成本较去年同期下降约 5600 万。

图 34: 广度业务营收和毛利润及增速情况



资料来源: 上市公司, 宏源证券

图 35: 广度业务毛利率和业务综合费率



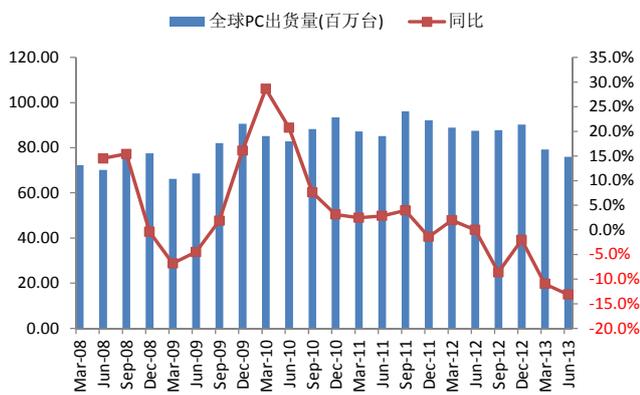
资料来源: 上市公司, 宏源证券

(二)、经济波动影响大, 汇兑风险不可忽视

1、广度业务主要服务行业受经济波动影响比较大

公司 2012 年的业务量仍然绝大部分由 IT、通信行业构成 (81.26%)，但这一行业的业务量增长相对缓慢，2012 年同比增长 2.67%，客户方面主要还是世界 500 强或跨国公司 (英迈、同方、宏基、惠普、GE、方正科技、东软、联想、IBM) 等，从广度业务营收增速和 PC 出货量增速趋势我们便可以看出来，广度业务受 IT 制造业影响大，从而经济波动的影响也就较大，我们认为短中期内全球和国内经济主要还是筑底，缓慢回升的过程，广度业务主要业务领域的景气度依然不会太乐观。

图 36: IT 制造业景气受经济影响较大



资料来源: Gartner, 宏源证券

图 37: 主要品牌 PC 制造商 13 年下滑较为严重

	2Q2013		2Q2012		季度同比 %
	出货量	市场份额 (%)	出货量	市场份额 (%)	
联想	1,267	16.70%	1,304	13.10%	-0.60%
惠普	1,240	16.30%	1,282	17.20%	-4.80%
戴尔	898	11.80%	935	11%	-3.90%
宏碁	630	8.30%	965	10.90%	-35.3%
华硕	459	6.00%	612	6.20%	-20.0%
其他	3,106	40.90%	3,650	41.70%	-14.9%
总计	7,600	100.0%	8,747	100%	-11.2%

资料来源: Gartner, 宏源证券

2、人民币汇率波动不确定性加大, 汇兑风险不可忽视

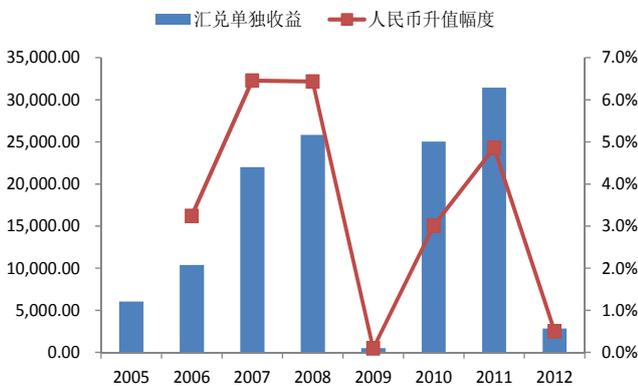
广度业务中，由于涉及大量的外币交易，一般企业为了避免购买外汇风险及降低购买外汇的成本，采取以等值的人民币作质押而向银行美元借款，同时企业会作一笔相对应的远期外汇合约，以锁定公司的外汇风险和降低购买外汇的成本，即 NDF 组合业务。

由于 NDF 组合在期初操作日就已将到期收益率确定，因此不存在风险，但必要条件是操作金额和操作日期的完全匹配，整体来看 NDF 组合收益来自于人民币的升值预期和升值幅度。此外如果公司要锁定收益规模，其衍生金融交易额与其业务量应该是相匹配的，但实际情况来看，公司的业务量与人民币质押存款、美元借款的变动并不一致，加上升值

幅度的不稳定，因此导致这部分收益规模波动较大，但整体而言，公司过去几年的盈利很大部分是由人民币稳定升值预期下汇兑相关收益来贡献。尽管 2013 年上半年，人民币升值幅度较大，但未来，由于汇改以及其美国经济复苏，QE 退出等综合因素的影响，人民币汇率预计双向波动的概率会加大，单边升值将逐步打破，未来如果公司不减少 NDF 组合交易的规模，做大做强主营业务的利润贡献，那么汇兑风险对业绩的波动将会加大，而不再只是稳定的贡献汇兑收益，2012 年的汇兑情况就是很好说明。

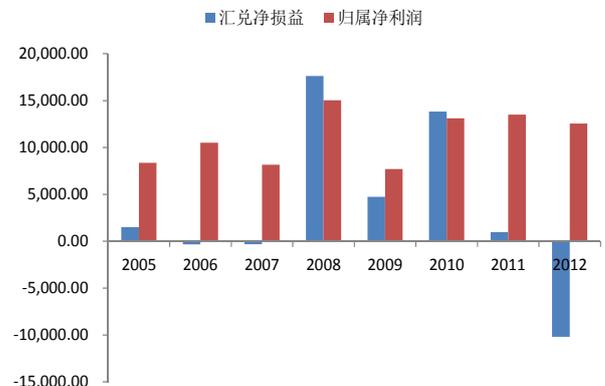
公司的 NDF 的最终净收益涉及财务费用、公允价值变动损益、投资收益等多个会计科目，由于公司几乎所有的远期外汇交易都是一年期，最终收益需要跨年度体现，公司各年间财务费用、投资收益、公允价值变动损益存在较大波动，因此汇兑相关的净收益年度波动幅度也较大，2010 年-2012 年三者合计数分别为 1.38 亿元、0.10 亿元和-1.02 亿元，尤其是 2012 年由于人民币升值幅度小，因此汇兑净收益反而吞噬部分主营利润，较大程度影响当期业绩。

图 38: 公司汇兑单独收益和人民币升值幅度 (万元)



资料来源: 上市公司, wind, 宏源证券

图 39: 公司汇兑净收益和归属净利润比较 (万元)



资料来源: 上市公司, 宏源证券

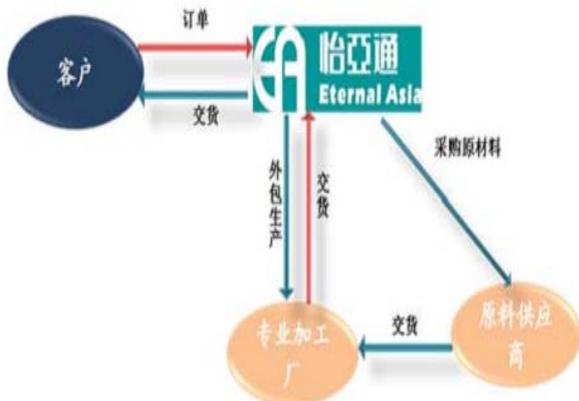
四、产品整合逐步收缩，供应链金融待成长

(一)、产品整合业务未来可能收缩

全球采购中心产品整合业务即虚拟生产业务: 以全球化视野，以产品整合为核心，建立标准化合作联盟体系，对供应链各环节进行优势整合，为客户提供产品研发、原材料采购、外包生产组织、物流配送、通关、市场营销等环节的供应链服务。依托全球化服务网络及专业的供应链服务，帮助全球商家实现全球范围的采购与销售，优化现有供应链结构，为客户提供产品定制，并可对产品进行 OEM/ODM 定制，提高产品品质及市场竞争力。公司产品整合业务基本是类利丰模式。定价时，在货值中加入一定比例的服务费作为销售价格，公司成本主要是原材料、设计、加工、物流等费用，因此毛利率也比较低，

产品整合业务实现营收 167,597 万元，较上年同期增长 35.3%，营收占比 22.2%，综合毛利为 5,704 万元，较上年同期增长 158.1%，综合毛利率为 3.40%，毛利润占比为 6.4%；综合毛利率上升的主要原因是兴怡(香港)有限公司业务量及业务毛利增长所致。2012 年公司对全球采购中心产品整合业务平台进行了业务体系优化，将一些无法与公司发展步伐相一致的分子公司关停并转。我们认为未来产品整合业务的主基调应该还是会收缩，确保留下优质网点全面的盈利。

图 40: 公司产品整合业务模式图



资料来源: 上市公司, wind, 宏源证券

图 41: 产品整合业务营业利润及毛利率 (万元)

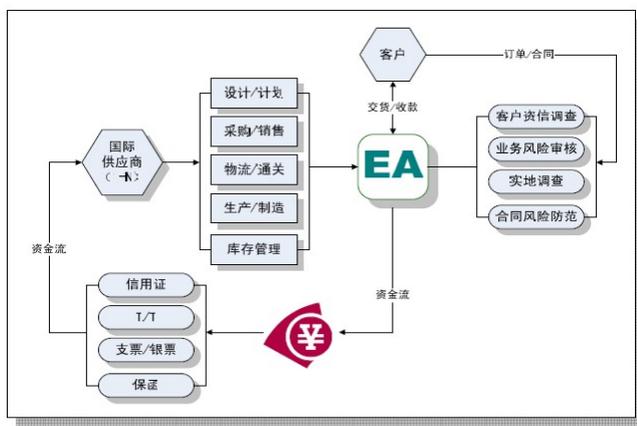


资料来源: 上市公司, 宏源证券

(二)、供应链金融业务贡献仍较小, 规模待成长

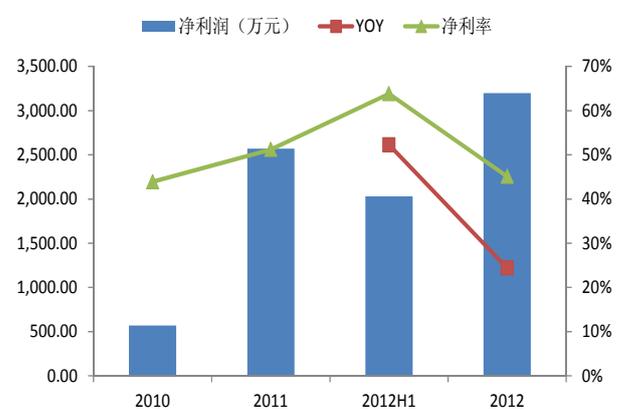
供应链金融服务是供应链业务的重要组成部分, 根据客户业务运作需求为客户量身提供完善的资金配套及供应链融资服务, 与供应链服务的其他环节互为补充, 相互促进, 共同推动怡亚通的发展, 其业务包括融资、租赁、供应链金融解决方案与咨询等。公司供应链金融业务主要以旗下的宇商小额贷款公司为平台执行, 2012 年分别成立了宇商资产管理公司和宇商融资租赁公司, 以细分金融服务领域为切入点。

图 42: 公司供应链结算配套服务的流程



资料来源: 上市公司, wind, 宏源证券

图 43: 公司供应链金融业务贡献及净利率 (万元)



资料来源: 上市公司, 宏源证券

风险控制较好, 但贡献仍较小, 规模有待成长: 宇商小额贷款的客户主要以珠三角、长三角为主, 主要对象为围绕公司供应链核心企业的上下游中小企业——包括供应商、分销商、生产商等, 棵树都是围绕核心企业的供应链上下游企业。贷款利率根据贷款的风险、历史合作情况适当调整, 但月息一般不低于 1.8%, 回款方式有分期等额还款、按月付息到期还本等多种灵活方式。小额贷款单笔的贷款均不超过 500 万人民币, 贷款期限最长不超过 1 年, 以 3 个月、6 个月居多。2012 年宇商小额贷款公司的利息及手续费收入为 7,090 万元, 毛利润贡献约 9%, 实现净利润 3,199 万元, 净利率为 45.12%, 但整体来看, 由于单笔放贷量较小, 风险控制严格, 因此规模成长有待于优质客户的持续开发, 未来成长速度肯定不会太快, 贡献预计将会稳步增长。

五、实施股票期权激励计划，为业绩快速增长加码

(一)、股票期权激励方案概况

2013年8月15日晚间公司公布股权激励计划草案，主要内容如下：

本次激励计划拟向激励对象授予股票期权总计 4,930 万份，约占本激励计划签署时公司股本总额 98,612.62 万股的 5.00%。其中，首次授予股票期权 4,461 万份，约占本激励计划签署时公司股本总额的 4.52%；预留 469 万份，占本激励计划拟授予权益数量的 9.51%，约占本计划签署时公司股本总额的 0.48%。

计划激励对象为目前公司的中层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工），涉及的激励对象共计 321 人。

激励计划有效期为自权益工具授予之日起计算，最长不超过 4 年。本计划授予的股票期权自本期激励计划授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权。每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在计划有效期内的可行权日按照预先确定的行权价格购买 1 股公司股票的权利。

激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 7.10 元，主要行权条件：在本激励计划有效期内，2013 年净利润不低于 1.75 亿元，2014 年净利润不低于 2.28 亿元，2015 年净利润不低于 2.96 亿元。（净利润指标以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据；若公司发生再融资行为，则新增加的净资产所对应的净利润额不计入当年净利润净增加额的计算。）

图 44：股权激励具体安排

行权期	行权价格	行权时间	行权业绩条件	预计对应业绩增速	可行权数量占获授
第一个行权期	7.1（元/股）	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2013 年净利润不低于 1.75 亿元	39.5%	40%
第二个行权期		自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2014 年净利润不低于 2.28 亿元	30.30%	30%
第三个行权期		自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2015 年净利润不低于 2.96 亿元	29.80%	30%

资料来源：上市公司，宏源证券

(二)、有的放矢，激励计划重点针对 380 集群

1、激励对象和范围较广，利于较大程度激发各业务集群核心骨干的积极性，提升团队凝聚力和战斗力

公司作为轻资产的真正的供应链一体化管理企业而言，人才是最重要的竞争资本，也是最为核心的业绩推动力量，尤其是 380 业务下沉对优秀业务人才和管理人才的要求更高。我们认为此次股权激励范围广，覆盖度高，首先便是为了留住优秀的人才，公司以往每年人才流失相对较多，此次激励计划将很好解决这一问题，其次有利于充分调动中层管

理人员及核心业务（技术）人员的积极性，充分挖掘和提升各业务集群核心团队的凝聚力和战斗力，为业绩的稳定增长保驾护航。

- 本计划激励对象为目前公司的中层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工）。涉及的激励对象共计 321 人，主要激励对象范围：1、职能类：职级 B-G 级岗位的管理人员、关键工作岗位、特殊贡献及 10 年以上工龄的员工；2、业务类：广度供应链、深度供应链、产品整合及创新供应链、供应链金融四大业务集群核心业务（技术）人员。3、其他公司核心业务（技术）人员、子公司主要管理人员及董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员。

2、侧重激励 380 集群，好钢用在刀刃上

我们认为 380 业务是公司未来发展最快，贡献最大的业务，也是对人才要求更高，人才创造效率最高的业务，此次股票期权总额的 40.4% 分配给深度 380 业务集群，剩余 50.1% 分配给其他部门，预留 9.5%，380 集群地位和公司对其重视程度可见一斑。我们认为人才和管理是 380 平台未来最重要的挑战，此次鼓励激励有利于解决人才这个问题，同时也可以借此来吸引更多的优秀人才，从而为深度 380 业务的爆发添砖加瓦。

图 45：股权激励具体分配方案侧重 380 集群

序号	姓名	职务	获授数量 (万份)	获授数量占目前公 司总股本的比例	获授数量占授予股 票期权总数的比例
1	严俊	深度 380 集群总裁	70	0.07%	1.42%
2	车癸龙	深度 380 集群副总裁	65	0.07%	1.32%
3	李国丞	集团首席人才兼深度 380 集群副总裁	65	0.07%	1.32%
4	杨尚农	创新业务集群副总裁	60	0.06%	1.22%
5	李金鹏	供应链金融集群副总裁	60	0.06%	1.22%
6	邵健瑜	深度 380 集群副总裁	60	0.06%	1.22%
7	阮成楠	供应链金融集群常务副 总裁	50	0.05%	1.01%
8	黄岸挺	供应链金融集群副总裁	50	0.05%	1.01%
9	胡峰屹	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
10	余小武	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
11	赵刚	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
12	陈有为	深度 380 集群副总裁	50	0.05%	1.01%
13	周丽红	总经理助理	40	0.04%	0.81%
14	业非	创新业务集群事业本部 总经理	40	0.04%	0.81%
15	丰伟	集团首席信息官(CIO)	40	0.04%	0.81%
16	陈凯	深度 380 集群事业部 总经理	40	0.04%	0.81%
17	李强	全球采购与产品整合集 群副总裁	35	0.04%	0.71%
18	余任飞	广度业务集群大区副总 经理	34	0.03%	0.69%
19	其他 303 名激励对象		3,552	3.60%	72.05%
20	321 名激励对象小计		4,461	4.52%	90.49%
21	预留部分小计		469	0.48%	9.51%
合计			4,930	5.00%	100.00%

资料来源：上市公司，宏源证券

(三)、行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来发展信心

行权条件对应业绩高增速，彰显管理层对未来快速发展的信心：在本激励计划有效期内，2013年净利润不低于1.75亿元，2014年净利润不低于2.28亿元，2015年净利润不低于2.96亿元。我们测算下来，对应13年-15年EPS分别为0.18,0.23和0.30元，对应分别增长39.5%，30.3%和29.8%。我们认为这一行权条件基本符合预期，随着380平台的突破放量和贡献业绩，公司将正式驶入快速增长的通道，行权条件对应的30%以上的业绩增速，彰显出公司管理层对未来发展的坚定信心。

六、重要假设和业务预测

1、重要假设

1、深度 380 业务：假设 13-15 年，380 平台数分别为 165,220 和 270 个，业务量分别为 50 亿，80 亿和 120 亿，毛利率 8% 左右，净利率 1%-2%。

2、深度非 380 业务：预计 13-15 年增速分别为 -5%，15% 和 30%，毛利率基本在 5%。

3、广度业务：13-15 年年均业务量增速为 5%，10% 和 12%，业务综合费率保持约 3%，毛利率约为 46%，45% 和 43%

4、产品整合业务：13-15 年年均业务量增速为 -10%，毛利率分别为 3.2%，3.1% 和 3%。

5、供应链金融业务：13-15 年营收分别增长 50%，40% 和 30%，毛利率约为 82%。

2、业务预测

图 46：公司业务预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (万元)								
广度业务 (委托分销采购)	45,608.06	43,430.27	75,544.87	92,402.43	91,577.00	92,582.94	101,841.24	114,062.18
YOY%	28.41%	-4.78%	73.95%	22.31%	-0.89%	1.10%	10.00%	12.00%
深度业务 (采购销售)	62,239.14	116,464.70	310,489.34	481,207.63	489,206.00	696,290.90	1,025,734.54	1,493,454.90
YOY%		87.12%	166.60%	54.98%	1.66%	42.33%	47.31%	45.60%
产品整合业务 (虚拟生产)	179,470.25	105,005.97	218,037.15	123,868.10	167,597.00	150,837.30	135,753.57	122,178.21
YOY%	24.48%	-41.49%	107.64%	-43.19%	35.30%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
供应链金融业务			1,297.99	5022.80	7,090.00	10,635.00	14,889.00	19,355.70
YOY%				286.97%	41.16%	50.00%	40.00%	30.00%
合计	287,317.45	264,900.95	605,369.35	702,501.0	755,470.00	950,346.14	1,278,218.34	1,749,050.99
营收YOY%	59.89%	-7.80%	128.53%	16.05%	7.54%	25.80%	34.50%	36.84%
营业成本 (万元)								
广度业务 (委托分销采购)	26,463.83	25,421.87	46,790.94	55,303.56	47,800.33	49,994.79	56,012.68	63,874.82
YOY%	87.53%	-3.94%	84.06%	18.19%	-13.57%	4.59%	12.04%	14.04%
深度业务 (采购销售)	60,648.43	110,167.20	299,627.74	454,111.51	455,464.00	646,476.36	950,447.81	1,382,782.15
YOY%		81.65%	171.98%	51.56%	0.30%	41.94%	47.02%	45.49%
产品整合业务 (虚拟生产)	175,705.97	101,221.40	212,595.46	121,657.63	161,893.00	146,010.51	131,545.21	118,512.87
YOY%	25.71%	-42.39%	110.03%	-42.78%	33.07%	-9.81%	-9.91%	-9.91%
供应链金融业务			58.19	511.46	942.93	1,914.30	2,680.02	3,484.03
YOY%				778.93%	84.36%	103.02%	40.00%	30.00%
合计	262,818.24	236,810.47	559,072.34	631,584.2	666,100.26	844,395.95	1,140,685.72	1,568,653.87
YOY%	70.80%	-9.90%	136.08%	12.97%	5.47%	26.77%	35.09%	37.52%
营业利润 (万元)								
广度业务 (委托分销采购)	19,144.23	18,008.40	28,753.93	37,098.87	43,776.67	42,588.15	45,828.56	50,187.36
YOY%	-10.56%	-5.93%	59.67%	29.02%	18.00%	-2.71%	7.61%	9.51%
深度业务 (采购销售)	1,590.71	6,297.50	10,861.60	27,096.12	33,742.00	49,814.55	75,286.73	110,672.74
YOY%		295.89%	72.47%	149.47%	24.53%	47.63%	51.13%	47.00%
产品整合业务 (虚拟生产)	3,764.28	3,784.58	5,441.68	2,210.47	5,704.00	4,826.79	4,208.36	3,665.35
YOY%	-14.69%	0.54%	43.79%	-59.38%	158.04%	-15.38%	-12.81%	-12.90%
供应链金融业务			1,239.80	4511.33	6,147.07	8,720.70	12,208.98	15,871.67
YOY%				263.88%	36.26%	41.87%	40.00%	30.00%
合计	24,499.21	28,090.48	46,297.01	70,916.8	89,369.74	105,950.19	137,532.62	180,397.13
毛利YOY%	-5.10%	14.66%	64.81%	53.18%	26.02%	18.55%	29.81%	31.17%
毛利率								
广度业务 (委托分销采购)	41.98%	41.47%	38.06%	40.15%	47.80%	46.00%	45.00%	44.00%
深度业务 (采购销售)	2.56%	5.41%	3.50%	5.63%	6.90%	7.15%	7.34%	7.41%
产品整合业务 (虚拟生产)	2.10%	3.60%	2.50%	1.78%	3.40%	3.20%	3.10%	3.00%
供应链金融业务			95.52%	89.82%	86.70%	82.00%	82.00%	82.00%
合计	8.53%	10.60%	7.65%	10.09%	11.83%	11.15%	10.76%	10.31%

资料来源：上市公司，宏源证券

七、盈利预测与投资建议

1、盈利预测:

预计 2013-2015 年公司将实现归属母公司股东净利润 1.74, 2.27 和 2.97 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 0.176, 0.23 和 0.30, 同比增长 39.9%, 30.93% 和 30.61%。

2、投资建议:

公司是国内领先的综合供应链管理龙头, 顺应快消品渠道变革趋势, 公司打造 380 平台深耕渠道下沉, 完成深度二次转型, 今年开始逐步进入收获期, 未来三年 380 业务将保持 60% 以上的高速增长。今天公司推出股权激励计划, 行权条件对应未来业绩 30% 以上的高增速, 并且重点激励 380 业务集群, 彰显公司对未来业绩快速增长的信心, 预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.18, 0.23 和 0.30 元, 同比增长 40%, 31% 和 30.6%。当前股价对应 40x13PE 和 31x14PE, 估值偏高, 但考虑到在消费升级和快消渠道下沉加速推进下, 公司 380 平台已形成突破之势, 未来有望超预期爆发, 同时股权激励将为公司业绩的快速增长加码, 我们给予公司“增持”评级”, 目标价 8.1-9.2 元。

图 47: 可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价 (元)	市盈率 TTM	市盈率 LYR	PB	12EPS
002183	怡亚通	2013/8/15	7.10	53.7	47.33	3.3	0.15
002210	飞马国际	2013/8/15	6.03	25.6	28.71	3.8	0.21
002245	澳洋顺昌	2013/8/15	6.23	24.1	21.91	3.2	0.28
002492	恒基达鑫	2013/8/15	12.02	26.2	22.50	1.7	0.53
300013	新宁物流	2013/8/15	17.01	116.7	170.10	4.6	0.10
300240	飞力达	2013/8/15	9.90	18.1	16.23	1.7	0.61
600153	建发股份	2013/8/15	7.00	7.2	7.29	1.6	0.96
600270	外运发展	2013/8/15	7.83	12.4	12.50	1.4	0.63
600676	交运股份	2013/8/15	4.54	13.9	14.19	1.3	0.32
600787	中储股份	2013/8/15	8.34	18.9	17.43	0.0	0.48
600794	保税科技	2013/8/15	7.58	21.4	19.95	4.2	0.76
300350	华鹏飞	2013/8/15	16.84	36.8	30.62	3.8	0.55
603128	华贸物流	2013/8/15	6.03	34.3	28.71	2.0	0.21
平均				31.5	33.7	2.5	

资料来源: 同花顺, 宏源证券

八、风险提示

- 1、380 平台推进大幅低于预期
- 2、人民币汇率波动大幅变化

图 48: 三张表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	6,054	7,025	7,555	9,503	12,782	17,491	货币资金	7,765	7,468	4,000	5,000	6,500	7,500
增长率	128.5%	16.0%	7.5%	25.8%	34.5%	36.8%	应收账款	2,909	2,360	2,974	3,728	5,009	6,855
主营业务成本	-5,590	-6,311	-6,661	-8,444	-11,407	-15,687	存货	654	1,048	912	1,157	1,563	2,149
%销售收入	92.3%	89.8%	88.2%	88.9%	89.2%	89.7%	其他流动资产	576	666	797	891	1,101	1,464
毛利	464	714	894	1,060	1,375	1,804	流动资产	11,904	11,542	8,684	10,776	14,173	17,968
%销售收入	7.7%	10.2%	11.8%	11.1%	10.8%	10.3%	%总资产	93.7%	91.9%	92.1%	94.8%	96.5%	94.8%
营业税金及附加	-14	-23	-24	-30	-41	-56	长期投资	311	125	125	125	125	125
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	310	606	458	309	249	717
营业费用	-51	-63	-73	-95	-121	-157	%总资产	2.4%	4.8%	4.9%	2.7%	1.7%	3.8%
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	无形资产	158	253	135	124	114	105
管理费用	-365	-484	-529	-665	-869	-1,128	非流动资产	799	1,016	747	587	517	976
%销售收入	6.0%	6.9%	7.0%	7.0%	6.8%	6.5%	%总资产	6.3%	8.1%	7.9%	5.2%	3.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	34	144	268	269	344	462	资产总计	12,703	12,558	9,431	11,363	14,689	18,944
%销售收入	0.6%	2.0%	3.5%	2.8%	2.7%	2.6%	短期借款	8,878	8,890	5,614	6,286	8,582	11,354
财务费用	162	193	-131	101	49	31	应付款项	2,313	1,830	2,033	2,575	3,476	4,777
%销售收入	-2.7%	-2.8%	1.7%	-1.1%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	166	137	71	104	118	102
资产减值损失	-6	-13	-16	-18	-16	-18	流动负债	11,358	10,856	7,719	8,964	12,177	16,233
公允价值变动收益	-28	-22	28	-22	0	0	长期贷款	6	140	115	115	115	115
投资收益	5	-162	0	-80	-50	-50	其他长期负债	9	508	500	500	500	500
%税前利润	2.8%	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	负债	11,374	11,504	8,334	9,580	12,792	16,848
营业利润	166	141	149	250	327	425	普通股股东权益	1,452	1,345	1,383	2,050	2,139	2,307
营业利润率	2.7%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	2.4%	少数股东权益	35	10	15	35	60	90
营业外收支	2	12	8	5	5	5	负债股东权益合计	12,861	12,860	9,732	11,664	14,991	19,246
税前利润	168	153	157	255	332	430	比率分析						
利润率	2.8%	2.2%	2.1%	2.7%	2.6%	2.5%	每股指标						
所得税	-47	-32	-28	-61	-80	-103	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
所得税率	27.7%	21.3%	18.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.237	0.168	0.149	0.176	0.230	0.301
净利润	121	120	129	194	252	327	每股净资产	2.611	1.613	1.658	2.078	2.169	2.340
少数股东损益	-10	-20	5	20	25	30	每股经营现金净流	-1.330	-0.213	-0.094	-0.083	-0.448	-0.743
归属于母公司的净	132	140	124	174	227	297	每股股利	0.110	0.080	0.100	0.120	0.140	0.130
净利率	2.2%	2.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.04%	10.04%	8.97%	8.47%	10.62%	12.86%
净利润	121	115	129	194	252	327	总资产收益率	1.02%	1.05%	1.27%	1.49%	1.52%	1.54%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	0.23%	0.99%	2.88%	2.27%	2.29%	2.45%
非现金支出	25	53	45	47	46	59	增长率						
非经营收益	-157	-56	278	248	276	401	主营业务收入增长率	128.53%	16.05%	7.54%	25.80%	34.50%	36.84%
营运资金变动	-734	-289	-531	-570	-1,017	-1,520	EBIT增长率	-16.60%	320.28%	93.10%	0.24%	27.90%	34.51%
经营活动现金净流	-745	-178	-78	-81	-442	-733	净利润增长率	70.61%	2.91%	-8.14%	39.92%	30.93%	30.61%
资本开支	-103	-345	244	135	45	-495	总资产增长率	40.03%	-0.01%	-26.66%	20.49%	29.28%	28.96%
投资	1	2	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	135	45	28	-102	-50	-50	应收账款周转天数	125.1	119.9	130.0	130.0	130.0	130.0
投资活动现金净流	32	-297	272	33	-5	-545	存货周转天数	36.4	49.2	50.0	50.0	50.0	50.0
股权募资	14	7	0	611	0	0	应付账款周转天数	20.8	22.2	22.0	22.0	22.0	22.0
债权募资	2,603	568	-3,344	671	2,296	2,772	固定资产周转天数	13.3	12.5	11.7	9.4	7.0	10.7
其他	-214	-396	-318	-234	-350	-494	偿债能力						
筹资活动现金净流	2,403	179	-3,662	1,048	1,947	2,278	净负债/股东权益	72.35%	151.60%	159.02%	90.90%	122%	186%
现金净流量	1,691	-296	-3,468	1,000	1,500	1,000	EBIT利息保障倍数	-0.2	-0.7	2.1	-2.7	-7.0	-14.9
							资产负债率	88.44%	89.46%	85.63%	82.13%	85.33%	87.54%

资料来源: 同花顺, 宏源证券

作者简介:

瞿永忠: 北京交通大学硕士, 10年交运从业经验, 3年交运行业研究经验, 宏源证券交运行业组长, 资深分析师。2011年新财富团队第四, 2012年金牛奖团队第五。重点覆盖交运策略、铁路运输、物流和铁路基建等行业。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。