

**投资评级：买入（维持）**

收盘价（元）	30.73
目标价（元）	49.39
上次目标价（元）	39.15

# 怡亚通商业模式透析

## ——分销商向平台商模式转型中

### 核心观点

- ◆ **380 平台实质为分销商联盟，其业务规模具十倍数量级增长潜质：**380 平台实质是由不同品牌、不同品类、于中国不同地区的具资金实力、配送实力和渠道渗透能力的品质经销商联盟。其业务规模具十倍数量级增长潜质，基于：（1）中国快消品市场容量为万亿级别；（2）与分销商的合作模式实现了双方的资源互补和利益共赢；（3）随规模扩张商业模式壁垒提升；（4）历史业绩证明，该等扩张模式可以快速复制。
- ◆ **380 平台得以快速扩张的理由——绑定产业链参与各方的利益：**加入 380 平台对参与各方的好处在于，（1）品牌商快速赢得市场份额，渠道管理效率提升；（2）分销商做大做强；（3）终端零售商——和乐店（加盟形式），几乎零成本的获得新增业务量。
- ◆ **商业模式创新及营运资本管理效率提升将明显缓解资金压力：**改善应收账款为 2015 年重点，将回款纳入业务员考核，目前应收账款天数快速下降中；大力拓展线上业务将带来惊喜，这意味着商业模式的转变，将从根本上改善现金流节奏。公司现有商业资源已囊括消费产业链各主要环节：品牌、渠道、物流和零售终端等，嫁接线上业务基础夯实。
- ◆ **重申买入的投资评级，目标价由 39.15 元上修至 49.39 元，目前股价隐含上涨空间 61%。**

**陈铮娴**

联系人 执业证书编号：S1100515020001  
8621-68416988-234  
chenzhengxian@cczq.com

### 川财证券研究所

成都：  
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，  
610041  
总机：(028) 86583000  
传真：(028) 86583002

### 财务和估值数据摘要（2014 年数据已更新）

	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入（百万元）	7,484	11,514	22,139	31,824	55,615
增速（%）	7.3	53.9	92.3	59.9	74.8
归属母公司股东净利润（百万元）	125	200	316	840	1,649
增速（%）	-7.1	59.6	57.8	137.9	96.4
总股本（百万）	834	986	986	986	986
EPS	0.127	0.203	0.320	0.851	1.672
PE	242.0	151.4	96.0	36.1	18.4

## 目 录

380 平台实质为分销商联盟，其业务规模具十倍数量级增长潜质 .....	4
380 平台的商业模式是对中国现有零售分销体系的变革——分销层级扁平化提升供应链效率 .....	5
380 平台得以快速扩张的理由——绑定产业链参与各方的利益 .....	7
商业模式创新及营运资本管理效率提升将明显缓解资金压力 .....	8
投资建议 .....	10
风险提示 .....	11

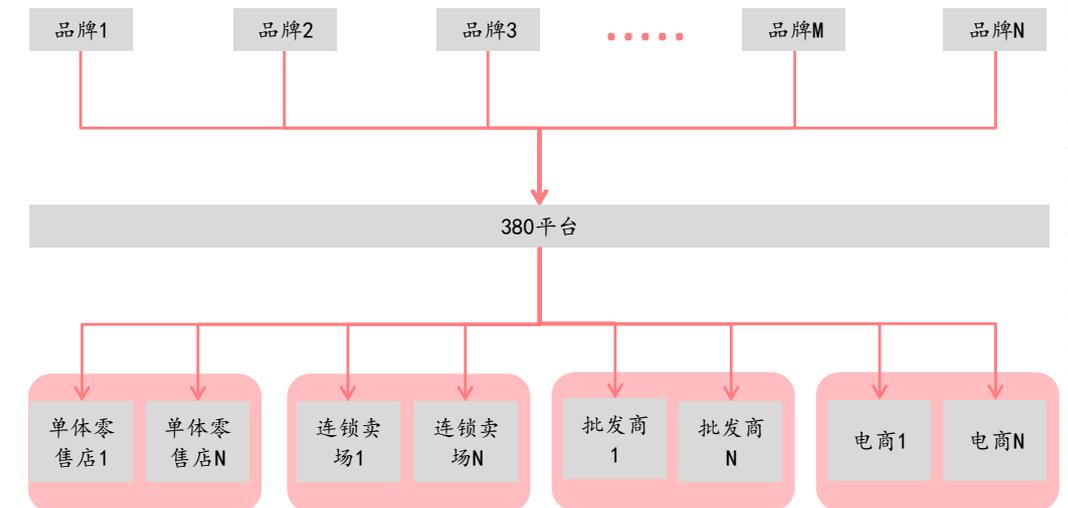
## 图表目录

图 1: 380 平台产业链简表——品牌商通过 380 平台将产品销往各类终端零售渠道	4
图 3: 部分快消品的加价率	6
图 4: 怡亚通 380 平台下扁平化的分销体系	7
图 6: 线上业务 (2C) 几乎没有应收账款的问题, 是个更好的商业模式	9
图 7: 几乎全线下业务的怡亚通现金周转天数为 105 天, 纯线上的京东和淘宝分别为 51 天和-218 天	9
图 9: 主要中概电子商务和互联网公司估值一览	11

## 380 平台实质为分销商联盟，其业务规模具十倍数量级增长潜质

我们理解，380 平台为怡亚通的业务基石，其实质是由不同品牌（主要为全球 500 强的快消品牌和本土知名品牌）、不同品类（食品饮料、日化和母婴等）、分布于中国不同地区（公司计划覆盖约 380 个城市，截止 2014 年底已进入约 200 个城市）的，在当地具资金实力、配送能力和渠道渗透能力的品质经销商的联盟。通过与该等分销商成立合资公司（怡亚通持股 60%，经销商持股 40%）的形式，由怡亚通输出管理（具体业务仍由原分销商把控）、提供供应链金融（采用担保等形式等）帮助分销商扩大经营规模，并在上市公司平台下以更优惠的条件与上下游（如品牌商、银行等）谈判，实现整合后分销商经营效率的提升。该等分销商原先拥有的下游客户资源，也将在 380 平台的基础上进行整合。最终实现上游品牌商通过 380 平台，将产品销往单体零售店、连锁卖场、下级批发商以及电商等终端零售渠道。

图 1：380 平台产业链简表——品牌商通过 380 平台将产品销往各类终端零售渠道



资料来源：川财证券研究所

我们认为 380 平台的业务规模具十倍数量级增长潜质，基于：（1）中国快消品市场容量为万亿级别；（2）与分销商的合作模式实现了双方的资源互补和利益共赢，合作粘性好；（3）随规模扩张，商业模式壁垒提升；（4）怡亚通历史业绩证明，该等扩张模式可以快速复制。

## 380 平台的商业模式是对中国现有零售分销体系的变革——分销层级扁平化提升供应链效率

电商的兴起，突破了传统零售业的多层级分销体系，本质上是将供应链缩短，使得产品由品牌商通过电商平台直接通达至终端消费者，节约的渠道费用部分让利给消费者，同时也在倒逼线下零售分销体系变革。该等土壤下，怡亚通顺势而为，引领趋势，其领导地位正在确立。

中国零售业传统的多层级分销体系简要介绍如下：

- **品牌商、各类渠道商（分销商、各级批发商、终端零售店等）以及消费者为产业链的主要环节，品牌商为产业链主导，品牌商的诉求很大程度上决定了各环节的利润分配。**譬如，成长阶段的区域性品牌为了打开某一市场，会选择增值型分销商，并让渡相当一部分利润作为分销商提供增值服务的回报。增值型分销商的重点为分销领域有限的产品，负责将产品引导至市场正确部位的终层参与者，市场拓展为其对品牌商提供的主要增值服务。分销商需要通过积极营销，寻找甚至创造对该产品的需求，期间需要投入大量的资源掌握产品的市场信息，相应能够获得较为丰厚的利润，如主攻调味品的上海荣进帮助“六月鲜”开拓了上海市场。
- **分销商为渠道的重要环节：**分销商的主要职能是承担某品牌/品类/产品指定地区的分销，其核心能力为资金实力、物流实力和渠道渗透能力。由于拥有产品资源（某一地区的分销权），在资金和配送能力足够的情况下，分销商有动力对终端客户直接渗透（将下级批发商的利润内化），因此下级批发商的存在不是必须的。
- **各级批发商：**负责寻找下游客户，主要承担垫资和配送职能，可替代性高。
- **终端零售商：**负责引流、提供良好购物体验，增加回头率。店址的选择，谙熟并匹配目标商圈消费者需求为其核心能力。

在传统的多层级分销体系下，产品经过层层加价，最终送至终端消费者手中，很多时候，约一半的产品价格用于支付渠道费用。我们选取食品饮料、日化、母婴和酒水的代表性产品为例，数据可见终端零售价对应一批价的加价率为 12%-78%。

怡亚通整合各地分销商，逐步实现分销层级的扁平化，其过程简要描述如下：

- 选择当地某品类中具品牌知名度和市场话语权的分销商。
- 怡亚通通过输出管理，提供供应链金融，支持该等分销商做大，并以此为基础

对当地其他有协同效应的分销商进行整合（或收购或谈条件使其退出）。

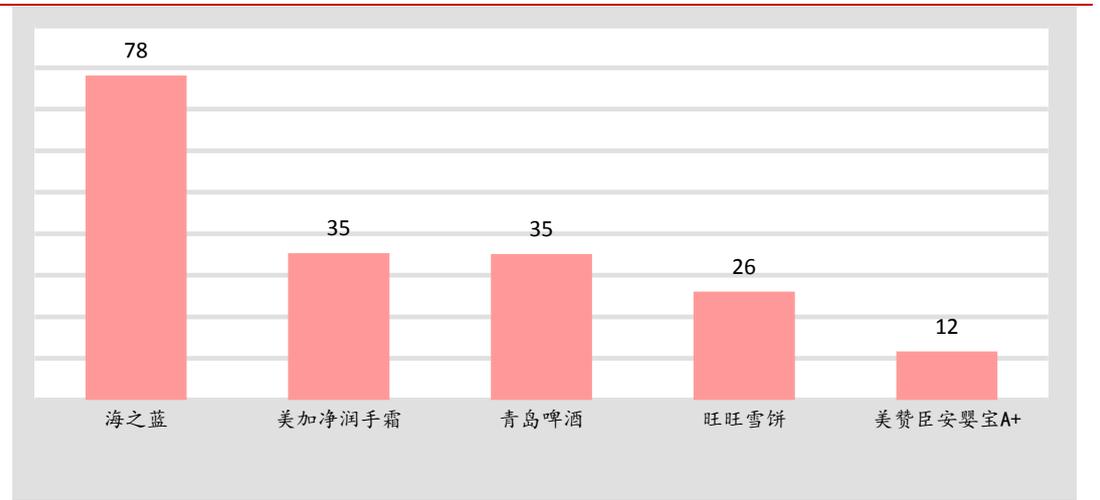
- 进一步整合该等分销商的下游渠道。

图 2： 中国零售业现有的分销体系——多层次分销体系

	职能	核心能力	集中度	替代性	替代性原因分析	利润率
品牌商	提供稳定、高品质的产品；品牌推广	品牌影响力、品牌忠诚度	低（快消品牌、品类众多）	较高	同一品类可有多个品牌	20%-65%
分销商	承担某品牌/品类/产品指定地区的分销（履行垫资、物流、渠道管理的职能）	资金实力、物流实力、渠道渗透能力	较低（不同品牌、品类在不同地区可设分销商）	较低	替换分销商的代价很可能是对应地区市场份额的丢失	5%-20%
一级批发商	垫资、物流、寻找下游客户	一定的资金实力和配送能力	低（完全竞争）	高	可由上级供应商直接渗透	3%-10%
二级批发商	垫资、物流、寻找下游客户	一定的资金实力和配送能力	低（完全竞争）	高	可由上级供应商直接渗透	3%-10%
终端零售商	引流、提供良好的购物体验、增加回头率	店址，请熟并匹配目标商圈消费者需求	低（完全竞争）	高	分散、完全竞争	3%-10%

资料来源：川财证券研究所

图 3： 部分快消品的加价率



说明：

1. 加价率= (终端零售价/一批价-1) \*100
2. 洋河海之蓝52度480毫升装；美加净滋养润手精华霜30克；青岛啤酒经典330毫升装；旺旺雪饼520克装；美赞臣安婴宝A+奶粉900克

资料来源：一批价来自阿里巴巴、终端零售价来自上海世纪联华、川财证券研究所

380 平台的模式亦得到品牌商的认可，相对于以前需要对接多个小规模分销商，品牌商渠道管理效率提升，有助于品牌商主攻品牌推广。业内访谈表明，分销商整合为趋势，在美国和日本等成熟市场，品牌商覆盖全国仅需个位数分销商。与此同时，中国民间的分销商整合一直在往前走，怡亚通通过收购分销商的扩张模式率先走出了拐点，且正在确立领导地位。

图 4：怡亚通 380 平台下扁平化的分销体系

	职能	核心能力	集中度	替代性	替代性原因分析	利润率
品牌商	提供稳定、高品质的产品；品牌推广	品牌影响力、品牌忠诚度	低（快消品品牌、品类众多）	较高	同一品类可有多个品牌	20%-65%
380 平台（分销商联盟）	承担某品牌/品类/产品指定地区的分销（履行整货、物流、渠道管理的职能）	资金实力、物流实力、渠道渗透能力	较低（不同品牌、品类在不同地区可设分销商）	较低	替换分销商的代价很可能是对应地区市场份额的丢失	5%-20%
终端零售商	引流、提供良好的购物体验、增加回头率	店址，语熟并匹配目标商圈消费者需求	低（完全竞争）	高	分散、完全竞争	3%-10%

资料来源：川财证券研究所

## 380 平台得以快速扩张的理由——绑定产业链参与各方的利益

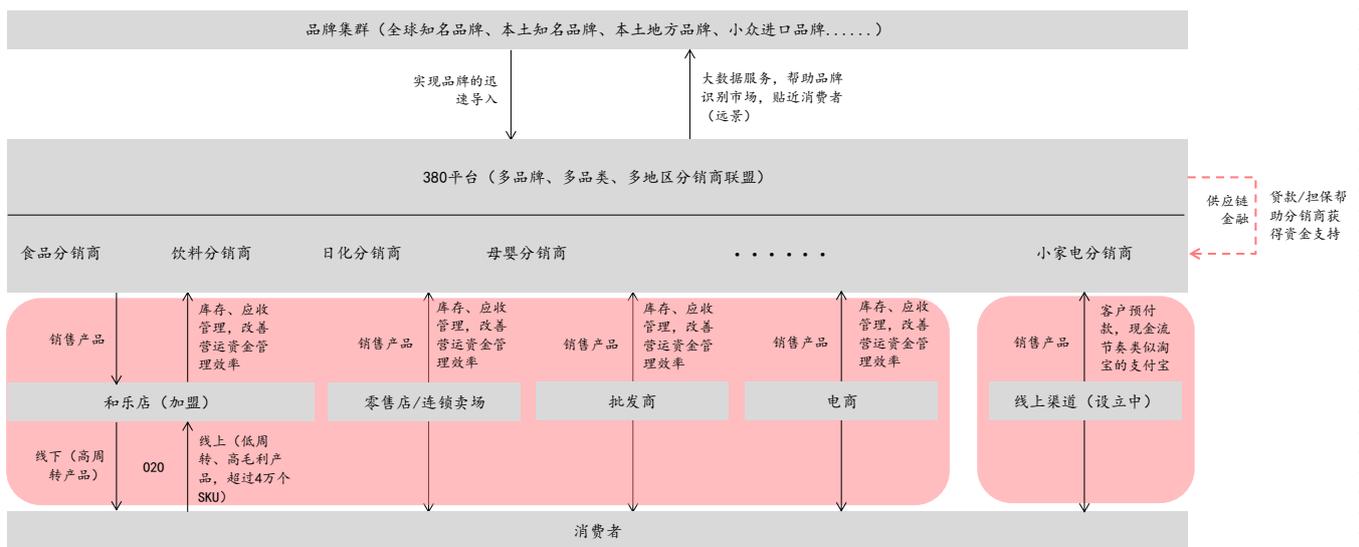
目前怡亚通的 380 平台快速扩张中，我们认为绑定产业链参与各方的利益，实现共赢，这是其得以快速扩张的理由，加入 380 平台给参与各方带来的利益分析如下：

- **品牌商快速赢得市场份额，渠道管理效率提升：**通过与 380 平台的合作，已具备一定渠道布局的品牌商可提升渠道管理效率（无需对接多个小规模、资质良莠不齐的分销商），主攻当地品牌推广（这是品牌商的核心职能）；区域性品牌可迅速完成全国布局；小众进口品牌则可在中国市场实现跨越式发展。
- **分销商做大做强：**分销商加入 380 平台后的改善在于，（1）资金瓶颈缓解：怡亚通提供供应链金融帮助分销商扩大经营规模（如由怡亚通为分销商担保获得银行贷款），增加品牌和品类，并整合当地其他分销商；（2）管理效率提升：譬如引入怡亚通定制的信息系统，帮助分销商更好管理库存和应收账款，采用更

为科学的考核系统（譬如将应收账款的回款情况纳入每位业务员的 KPI 考核，而非仅仅计算销售额，采用该等考核指标后公司应收账款周转天数改善明显，由 4Q13 的 88 天下降为 3Q14 的 65 天）；(3) 依托怡亚通上市公司的平台，以更优惠的条件与上下游谈判等。

- **终端零售商——和乐店（加盟形式），几乎零成本的获得新增业务量：**由怡亚通出资在和乐店搭建 O2O 设备，如 iPad、显示屏等，使光顾该店的客户能够在线购买怡亚通目前超过 4 万个 SKU 的产品（数量快速增加中），且该客户的 ID 号码无论在哪里购买怡亚通系统的产品（线上或其他和乐门店），该客户的消费额的 4% 为发展该客户的和乐店主的纯利。这种商业模式无论对于和乐店主还是怡亚通都是低成本的投入，但既可帮助和乐店主获得新增业务，也可改善怡亚通的应收账款和库存。

图 5： 380 平台快速扩张的理由——绑定产业链参与各方的利益



资料来源：川财证券研究所

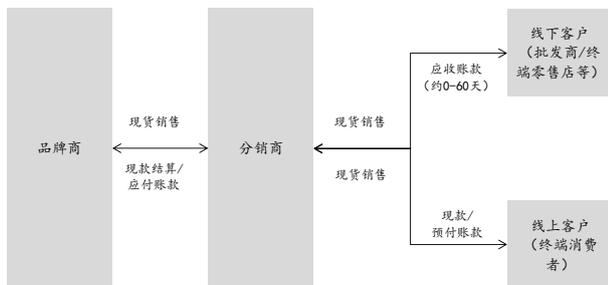
## 商业模式创新及营运资金管理效率提升 将明显缓解资金压力

380 平台的基本业务是分销，分销的商业模式是需要垫资应对规模增长（应收账款及补库存），过于保守的应收账款政策将使规模增长受阻，过于保守的库存将丢失部分旺季/热门销售（高温时节的冰镇饮料很难延迟消费）。

我们认为，如果怡亚通未来的增长主要来自线下业务，则营运资金管理尤为重要，3Q14 的应收账款周转天数为 65 天，仍有较大改善空间，如下措施将有助应收账款进一步改善：(1) 将回款纳入业务人员考核指标。(2) 渠道进一步扁平化，以更多的单体终端零售店替代各级批发商（单体终端零售店的议价能力相对较弱）。

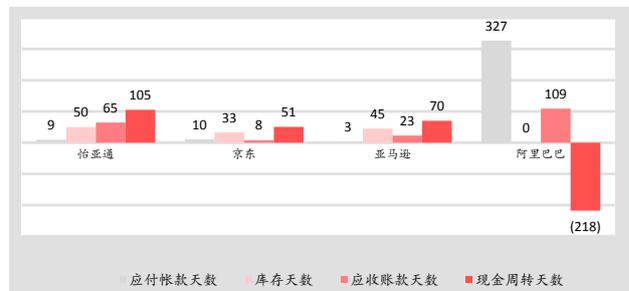
如果大力拓展线上业务，这意味着商业模式的转变，这将从根本上改善公司的现金流节奏，这时怡亚通只需垫资应对库存，无需顾及应收账款，甚至能拿到几天的预付款（类似沉淀在支付宝的资金）。我们认为怡亚通现有商业资源已囊括消费产业链各主要环节：品牌、渠道、物流、终端等布局等，嫁接线上业务的基础夯实。

图 6：线上业务（2C）几乎没有应收账款的问题，是个更好的商业模式



资料来源：川财证券研究所

图 7：几乎全线下业务的怡亚通现金周转天数为 105 天，纯线上的京东和淘宝分别为 51 天和 -218 天



资料来源：川财证券研究所

3Q14 公司的现金周转天数为 105 天，较 4Q13 下降 14 天，其中应收账款周转天数由 4Q13 的 88 天下降为 3Q14 的 65 天。2015 年怡亚通的经营重点之一为加强应收账款的回款，我们预计现金周转天数下滑趋势将延续。

情景分析可见，现金周转天数分别由 3Q14 的 105 天下降至不同区间，公司的营业收入从 2014 年的 211 亿升至 1,000 亿需要投入的资本将落在 141 亿至 -139 亿（营运资金效率改善释放了存量资金）之间。改善的营运资金管理效率及商业模式由分销商向平台商转变，将使规模扩张对资金需求的依赖性明显降低。根据我们的测算，在不同现金周转天数下，扣除资产负债率上行至 100%带来的债务资金增量，扣除 3 月过会的 12 亿定增额，资金缺口将落在 141 亿和 -139 亿之间，相对中性的情况将落在 23 亿左右。

因此我们认为，公司迫切的任务是在扩张的同时加快回款，而在现有业务基础上成功嫁接能直接 2C 的商业模式将使得现金流节奏有质的飞跃。

**图 8: 380 平台扩张资金需求情景分析**

		3Q14	情景分析 (Dn)						
			情形-3	情形-2	情形-1	情形0	情形1	情形2	情形3
库存天数	A	50	45	40	35	30	25	15	5
应收账款天数	B	65	55	45	35	25	15	5	0
应付帐款天数	C	9	10	11	12	13	14	15	16
现金周转天数	D=A+B-C	105	90	74	58	42	26	5	(11)
资产负债率 (百分比)	E	82							
资产负债率升至100%，债务增加提供的资金 (亿，以3Q14为基础计算)	F	35							
2015年3月过会的增发12亿	G		12	12	12	12	12	12	12
每获得1亿增量营业收入需要投入的资本 (百万)	H=100/(360/D)	29	25	21	16	12	7	1	(3)
在2013年基础上每对应1亿营业收入节约的存量资本 (百万)	I=100/(360/(Dn-D))		4	9	13	18	22	28	32
营业收入从2014年的211亿增加到10,00亿需要投入的资本 (亿)	J=((1000-211)*H+211*I)/100		188	144	99	55	11	(48)	(92)
<b>资金缺口 (亿)</b>	<b>K=H-F-G</b>		<b>141</b>	<b>97</b>	<b>52</b>	<b>8</b>	<b>(37)</b>	<b>(95)</b>	<b>(139)</b>

资料来源：川财证券研究所

## 投资建议

我们认为怡亚通目前正处于分销商模式的快速扩张期，随规模扩张壁垒正进一步巩固，而够量的规模是其向真正平台商（无论是线上还是线下业务）转型的基础。分销商扩张的模式仍需垫资，此时仍需资本市场一定的容忍度；怡亚通已具备了搭建真正平台商的主要产业链要素，如品牌、渠道、物流及终端零售点（布局中），管理层的经营思路亦积极指向平台型企业。由分销商向平台商成功的过度，在财报上将体现为改善的现金流节奏，增厚的 ROE，同时将带来估值体系的转换，并给予投资者丰厚的回报。

目标价部分，分别给予 380 业务 2015 年 PS1.5x（深度和广度业务亦归入 380 业务），对应市值 471 亿；供应链金融 2014 年 PB2.0x，对应市值 16 亿，加总得出公司目标市值 487 亿，对应目标价为 49.39 元，目前股价隐含上涨空间 61%，重申「买入」的投资评级。

**图 9：主要中概电子商务和互联网公司估值一览**

代码	公司	投资评级	股价 当地货币	市值 十亿, 美元	EPS (财报货币)				PE (X)				PS (X)				2013-2016F 股东净利润的 CAGR (%)	2014 PEG (X)	股息率 (%)
					2013	2014	2015F	2016F	2013	2014	2015F	2016F	2013	2014	2015F	2016F			
<b>A股电商</b>																			
002183.CH	怡亚通	买入	31.20	5.0	0.21	0.36	0.85	1.67	148.6	87.2	36.7	18.7	2.7	1.6	1.0	0.6	55.0	1.6	1.6
<b>美股中概电商</b>																			
BABA.US	阿里巴巴	未评级	83.75	206.4	3.57	13.52	17.38	23.22	145.8	38.5	30.0	22.4	37.2	16.9	12.5	9.6	93.1	0.4	0.0
JD.US	京东	未评级	29.71	41.1	(2.94)	0.42	2.02	3.90	N.M.	442.8	91.4	47.3	3.7	1.5	1.1	0.8	N.M.	N.M.	0.0
VIPS.US	唯品会	未评级	28.37	18.2	0.09	0.53	0.84	1.13	315.2	53.1	34.0	25.1	10.7	2.8	1.9	1.5	135.1	0.4	0.0
JMEI.US	聚美优品	未评级	16.54	2.4	0.19	0.55	0.88	1.16	87.1	30.3	18.9	14.2	4.9	2.4	1.8	1.4	92.8	0.3	0.0
DANG.US	当当网	未评级	8.45	0.7	(1.78)	1.28	2.89	5.73	N.M.	41.2	18.2	9.2	0.7	0.5	0.4	0.3	N.M.	N.M.	0.0
<b>美股中概电商平均</b>									<b>182.7</b>	<b>121.2</b>	<b>38.5</b>	<b>23.6</b>	<b>11.4</b>	<b>4.8</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	<b>107.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>
<b>全球其余主要电商</b>																			
AMZN.US	亚马逊	未评级	370.96	172.3	0.59	3.21	5.19	9.99	628.7	115.6	71.4	37.1	2.3	1.7	1.4	1.2	162.4	0.7	0.0
EBAY.US	电子湾	未评级	58.06	70.4	2.18	3.11	3.41	3.72	26.6	18.7	17.1	15.6	4.4	3.7	3.3	3.0	17.9	1.0	0.0
MELI.US	Mercadolibre	未评级	121.11	5.3	2.66	3.13	3.92	5.72	45.5	38.7	30.9	21.2	11.3	8.1	6.5	4.8	29.0	1.3	0.4
ZU.US	Zulily	未评级	13.11	1.6	0.00	0.22	0.38	0.71	N.M.	58.5	34.2	18.5	2.4	1.0	0.8	0.7	94.9	0.6	0.0
YOOX.EU	Yoox	未评级	21.78	1.5	0.20	0.30	0.42	0.50	108.9	73.1	52.1	43.3	3.0	2.2	1.8	1.6	35.7	2.0	0.0
<b>全球其余主要电商平均</b>									<b>202.5</b>	<b>60.9</b>	<b>41.2</b>	<b>27.1</b>	<b>4.7</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>68.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>
<b>美股及港股其余中概电商</b>																			
700.HK	腾讯	未评级	141.70	171.3	1.66	3.33	4.33	5.26	68.4	34.1	26.3	21.6	17.6	10.7	8.5	6.9	46.8	0.7	0.3
BIDU.US	百度	未评级	207.74	72.9	29.93	48.73	65.42	87.21	43.1	26.5	19.7	14.8	14.2	6.6	5.0	3.8	45.2	0.6	0.0
QIHU.US	奇虎360	未评级	52.12	6.6	0.78	3.45	4.74	6.02	66.8	15.1	11.0	8.7	9.8	3.3	2.5	2.0	103.2	0.1	0.0
CTRP.US	携程	未评级	59.77	8.1	1.10	0.86	1.79	2.89	54.3	69.4	33.4	20.7	9.1	4.9	3.7	2.8	38.4	1.8	0.0
WUBA.US	58同城	未评级	48.21	4.2	0.26	(1.48)	0.61	2.32	185.4	N.M.	79.0	20.8	29.0	8.9	5.7	3.8	121.1	N.M.	N.A.
SINA.US	新浪	未评级	32.75	2.2	0.66	0.70	1.65	2.08	49.6	46.9	19.9	15.8	3.3	2.6	2.2	2.3	49.8	0.9	0.0
JOBS.US	前程无忧	未评级	31.79	1.9	1.38	1.84	2.20	2.67	23.0	17.3	14.5	11.9	7.1	5.4	4.6	4.0	25.5	0.7	0.0
EDU.US	新东方教育	未评级	21.93	3.5	0.86	1.26	1.52	1.75	25.4	17.4	14.4	12.5	3.6	2.8	2.4	2.1	27.4	0.6	0.4
LONG.US	艺龙有限公司	未评级	17.60	0.6	(4.82)	(6.63)	(0.44)	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	3.8	3.1	4.5	2.7	N.M.	N.M.	N.A.
SFUN.US	搜房网	未评级	5.94	2.5	0.71	0.52	0.66	0.77	8.4	11.4	9.0	7.7	3.8	3.0	2.5	1.9	5.6	2.0	2.7
2280.HK	慧聪网	未评级	9.16	0.8	0.25	0.33	0.47	0.69	29.5	22.1	15.6	10.6	5.8	4.8	3.7	2.8	45.7	0.5	N.A.
RENN.US	人人公司	未评级	2.51	1.0	0.17	(0.24)	(0.22)	0.02	14.8	N.M.	N.M.	83.8	6.4	9.9	10.1	11.8	-47.8	N.M.	0.0
<b>美股及港股其余中概电商平均</b>									<b>51.7</b>	<b>28.9</b>	<b>24.3</b>	<b>20.8</b>	<b>9.5</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>41.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>

说明：为 2015 年 3 月 26 日盘中价

资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

## 风险提示

- 1) 营运资金改善不如预期；
- 2) 线上业务拓展不如预期。

**报表预测 (2014 年数据未更新)**

利润表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	7,484	11,514	19,900	31,824	55,615
减: 营业成本	6,652	10,520	18,341	29,606	52,276
营业税金及附加	24	32	56	90	156
营业费用	72	74	100	120	140
管理费用	531	598	750	685	733
财务费用	130	108	309	329	330
资产减值损失	16	20	10	12	14
加: 投资收益	0	42	0	0	0
公允价值变动损益	28	(25)	45	0	0
其他经营损益	61	90	40	45	50
营业利润	149	268	420	1,027	2,015
加: 其他非经营损益	10	(5)	3	(2)	(2)
利润总额	158	263	423	1,025	2,013
减: 所得税	28	55	57	154	302
净利润	130	208	366	871	1,711
减: 少数股东损益	5	8	13	32	62
归属母公司股东净利润	125	200	353	840	1,649

资产负债表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
货币资金	4,796	4,023	199	318	556
应收和预付款项	2,681	5,133	7,121	7,901	10,451
存货	951	1,971	2,614	3,965	6,490
其他流动资产	150	154	154	154	154
长期股权投资	0	360	360	360	360
投资性房地产	0	1,014	1,014	1,014	1,014
固定资产和在建工程	889	519	462	401	337
无形资产和开发支出	151	61	54	46	39
其他非流动资产	722	1,010	976	943	963
资产总计	10,341	14,245	12,954	15,103	20,365
短期借款	5,849	7,088	5,773	6,233	5,985
应付和预收款项	1,982	2,555	3,191	4,216	8,421
长期借款	885	891	0	0	0
其他负债	97	744	744	744	744
负债合计	8,813	11,278	9,708	11,193	15,150
股本	834	986	986	986	986
资本公积	200	1,103	1,103	1,103	1,103
留存收益	449	584	850	1,483	2,726
归属母公司股东权益	1,483	2,674	2,940	3,573	4,816
少数股东权益	45	292	306	337	399
股东权益合计	1,528	2,966	3,245	3,910	5,215
负债和股东权益合计	10,341	14,245	12,954	15,103	20,365

现金流量表 (人民币, 百万)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
经营性现金净流量	276	(2,740)	(1,220)	247	1,313
投资性现金净流量	(159)	46	18	(52)	(92)
筹资性现金净流量	252	2,858	(2,622)	(76)	(984)
现金流量净额	369	164	(3,824)	119	238

财务分析和估值指标	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>盈利能力</b>					
毛利率	11.12%	8.64%	7.84%	6.97%	6.00%
销售净利率	9.80%	6.78%	5.82%	3.56%	2.16%
ROE	3.75%	3.41%	3.78%	4.25%	4.21%
ROA	4.36%	3.84%	4.37%	4.69%	4.44%
ROIC	1.74%	1.80%	1.84%	2.74%	3.08%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	7.30%	53.86%	72.83%	59.92%	74.76%
净利润增长率	15.37%	39.75%	91.60%	80.11%	73.07%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	85.23%	79.18%	74.95%	74.11%	74.39%
流动比率	28.38%	44.07%	63.75%	62.12%	51.26%
速动比率	76.41%	70.75%	59.47%	55.68%	39.51%
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.72	0.81	1.54	2.11	2.73
存货周转率	15.91	94.10	44.07	81.44	170.12
<b>业绩和估值</b>					
EPS	0.127	0.203	0.358	0.851	1.672
BPS	1.504	2.711	2.981	3.623	4.884
PE	162.91	102.07	57.92	24.35	12.40
PB	13.79	7.65	6.95	5.72	4.24

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。

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“川财证券研究所”，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：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司