

评级：买入 维持评级

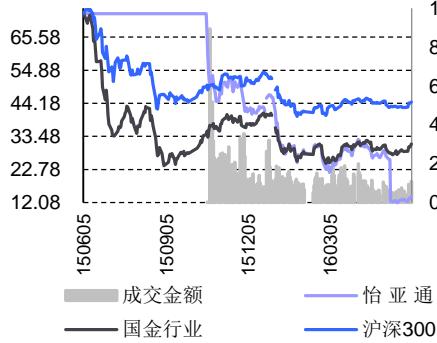
公司点评

市场价格（人民币）：14.05元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,097.72
总市值(百万元)	29,491.39
年内股价最高最低(元)	73.15/12.08
沪深300指数	3189.33
深证成指	10344.91
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**相关报告**

- 1.《380平台持续增长，大股东参与定增彰显信心-怡亚通公司点评》，2016.5.2
- 2.《380平台持续高增长，规模扩大提升话语权-怡亚通年报点评》，2016.4.26
- 3.《定增降低经营风险，彰显长期发展信心-怡亚通公司点评》，2016.4.11
- 4.《高增长将持续，业绩有目共睹-怡亚通公司深度研究》，2016.3.18
- 5.《垂直物流分销平台，解决流通两大顽疾-怡亚通公司研究》，2016.1.20

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.313	0.471	0.419	0.553	0.695
每股净资产(元)	3.18	4.82	4.86	5.25	5.75
每股经营性现金流(元)	-3.29	-1.73	0.12	0.04	-0.03
市盈率(倍)	47.48	97.87	33.53	25.42	20.22
行业优化市盈率(倍)	169.48	200.04	155.39	155.39	155.39
净利润增长率(%)	55.92%	57.69%	78.61%	31.88%	25.73%
净资产收益率(%)	9.86%	9.76%	7.54%	9.22%	10.57%
总股本(百万股)	997.78	1,046.39	2,099.03	2,099.03	2,099.03

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 怡亚通16年业绩增长具有确定性，现估值处于低位，维持公司“买入”评级。

经营分析

■ **线上线下携手并进，供应链生态圈规模初现：**公司致力于构建一体化分销商业模式-深度380平台及打造线上O2O分销平台（宇商网），零售平台（星链），金融服务平台，互动营销服务平台及增值服务平台，从线下到线上全面打造流通行业供应链生态圈。（1）380平台现合资公司总数超200家，并且与超过1000个快消及家电品牌达成战略合作，业务覆盖30个省的250个城市，业务规模全行业第一。16年公司计划进一步推进380平台扩张，目标新增整合标的超过100家，争取三年完成全国覆盖，同时规划5年内完成O2O生态战略阶段性目标。（2）供应链金融方面，公司将以380网下终端为客户、以银行为放贷主体、怡亚通提供管理服务的互联网金融平台。有公司风控平台及银行征信系统双层把关，一旦规模形成，利润空间巨大。宇商理财APP上线至今3个月，注册用户已达到7万，募集资金约3亿元。

深度供应链持续高速扩张，16年业绩确定性增长：公司380平台合资公司从15年下半年开始加速扩展，由于合资公司成立几个月后才开始贡献利润，所以在15年末新增的合资公司（15年9-12月新增61家）将在16年开始盈利。同时截止5月末，公司本年已公告再投资设立及并购的合资公司达到77家，扩张速度明显快于去年同期的44家。2015年公司归属母公司净利润达到4亿元，同比增长18.14%。预计16年增长速度将大幅提升，达到50%左右，归属母公司净利润达到8-9亿元。

■ **定增预计将于下半年完成，资金压力逐步缓解：**通过定增及提高上下游议价能力，公司资金压力正在被逐步释放。（1）公司于今年4月发布定增预案，拟非公开发行不超过3亿股，募集资金不超过60亿元，定增预计将于今年下半年完成。定增使公司在低融资成本的情况下缓解财务及经营风险，使资产负债率保持在正常水平，同时保证现金流平衡。（2）公司随着业务规模的扩大，对于下游客户的话语权也在逐步增强，现金流流出幅度收窄。根据公司财报披露数据，公司应收账款周转天数在逐步下降，从14年71天下降至15年60天到16年1季度的58天。

投资建议

苏宝亮 分析师SAC执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

- 预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.42 元、0.55 元、0.70 元。公司商业模式独具颠覆性，16 年业绩增长具有确定性。目前股价对公司 2016-18 年 PE 为 34X、25X 及 20X，处于低位，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
主营业务收入	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	货币资金	2013	2014	2015	2016E	2017E	
增长率	11,623	22,142	39,939	55,848	70,189	85,370	应收账款	4,228	7,516	8,996	10,500	9,000	
主营业务成本	90.5%	80.4%	39.8%	25.7%	21.6%		存货	4,005	5,607	9,200	10,412	12,705	
%销售收入	-10,539	-20,383	-37,121	-51,637	-65,228	-79,380	其他流动资产	1,972	3,352	5,687	7,074	8,042	
毛利	90.7%	92.1%	92.9%	92.5%	92.9%	93.0%	流动资产	1,326	1,379	2,151	3,027	3,774	
%销售收入	1,084	1,759	2,818	4,211	4,961	5,990	%总资产	11,532	17,854	26,034	31,013	33,521	
营业税金及附加	9.3%	7.9%	7.1%	7.5%	7.1%	7.0%	长期投资	79.4%	81.7%	79.3%	82.9%	83.9%	
%销售收入	-32	-54	-85	-123	-154	-188	固定资产	1,531	2,017	2,633	2,633	2,633	
营业费用	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产	519	515	729	815	889	
%销售收入	-74	-104	-174	-251	-316	-384	无形资产	3.6%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	
管理费用	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	非流动资产	147	166	1,414	1,404	1,376	
%销售收入	-598	-880	-1,307	-1,955	-2,457	-2,988	%总资产	2,989	3,999	6,780	6,382	6,463	
销售费用	5.1%	4.0%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	负债总计	20.6%	18.3%	20.7%	17.1%	16.1%	
%销售收入	息税前利润（EBIT）	380	721	1,252	1,882	2,034	14,521	21,853	32,813	37,395	39,950	43,561	
毛利	3.3%	3.3%	3.1%	3.4%	2.9%	2.8%	短期借款	7,786	14,157	17,753	13,568	12,976	13,051
%销售收入	9.3%	7.9%	7.1%	7.5%	7.1%	7.0%	应付账款	2,555	1,893	5,929	7,662	9,674	11,773
财务费用	108	-423	-818	-775	-633	-649	其他流动负债	190	381	440	772	871	976
%销售收入	0.9%	1.9%	2.0%	1.4%	0.9%	0.8%	流动负债	10,531	16,431	24,122	22,002	23,522	25,799
资产减值损失	-20	-37	-89	-92	-20	-17	长期贷款	891	203	734	834	934	1,034
公允价值变动收益	-25	69	126	50	50	50	其他长期负债	132	1,314	1,338	1,311	1,311	1,311
投资收益	42	62	79	70	70	70	负债总计	11,554	17,948	26,195	24,147	25,766	28,144
%销售收入	15.8%	14.7%	14.3%	6.1%	4.6%	3.7%	普通股股东权益	2,674	3,168	5,044	11,664	12,584	13,802
息税前利润	营业利润	268	392	550	1,135	1,501	少数股东权益	292	736	1,575	1,585	1,600	1,615
营业利润率	2.3%	1.8%	1.4%	2.0%	2.1%	2.2%	负债股东权益合计	14,521	21,853	32,813	37,395	39,950	43,561
营业外收支	-5	27	4	5	5	5							
税前利润	263	419	554	1,140	1,506	1,889							
利润率	2.3%	1.9%	1.4%	2.0%	2.1%	2.2%							
所得税	-55	-95	-86	-251	-331	-416							
所得税率	20.9%	22.8%	15.4%	22.0%	22.0%	22.0%							
净利润	208	324	469	890	1,175	1,473							
少数股东损益	8	12	-24	10	15	15							
归属于母公司的净利润	200	312	492	880	1,160	1,458							
净利率	1.7%	1.4%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	
净利润	208	324	469	890	1,175	1,473	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.203	0.313	0.471	0.419	0.553	
非现金支出	70	87	172	195	134	142	每股净资产	2.711	3.175	4.821	4.862	5.245	
非经营收益	102	337	537	905	709	700	每股经营现金流	-2.757	-3.288	-1.725	0.123	-0.042	
营运资金变动	-3,098	-4,028	-2,984	-1,695	-1,917	-2,391	每股股利	0.050	0.070	0.250	0.100	0.100	
经营活动现金净流	-2,719	-3,280	-1,805	294	101	-75							
资本开支	-145	-181	-1,522	220	-155	-155							
投资	-55	-23	-506	0	0	0							
其他	251	151	314	120	120	120							
投资活动现金净流	50	-53	-1,714	340	-35	-35							
股权筹资	832	390	2,156	6,000	0	0							
债权筹资	1,619	6,679	3,873	-4,129	-492	175							
其他	-367	-446	-1,030	-1,001	-1,074	-1,065							
筹资活动现金净流	2,084	6,623	4,999	870	-1,566	-890							
现金净流量	-584	3,289	1,480	1,504	-1,500	-1,000							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-20	买入	31.16	60.00~72.00
2	2016-03-18	买入	27.69	48.00~50.00
3	2016-04-11	买入	30.34	48.00~50.00
4	2016-04-26	买入	27.53	N/A
5	2016-05-02	买入	26.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD