

# 模式独特，潜力巨大

## ——怡亚通（002183）调研快报

2010年6月27日

推荐/首次

物流业

调研快报

周宁	交通运输行业分析师 S1480109050644
	010-6650 7318 zhouning@dxzq.net.cn

### 事件：

近日，我们拜访了公司，主要就公司业务模式和经营状况进行了沟通。

### 评论：

由于公司业务独特及复杂性，在进一步深度报告前，我们先就此次调研涉及的问题及增进的认识做作如下阐述：

#### 1、一站式供应链物流服务商，业务模式领先

公司定位于“一站式供应链物流服务商”，承接企业非核心业务（指市场研发、市场以外的业务）的外包，包括物流外包、商务外包、结算外包、信息系统及数据外包，把企业若干供应链管理服务环节（原由多个外包公司完成），转为由怡亚通统一承接完成，通过内部、外部联合整合，实现资源共享，提高企业供应链管理效率。在一定程度上实现了公司物流、商流、资金流和信息流的统一，该种业务模式目前处于较为领先的模式。

怡亚通的模式不同于一般的物流公司，传统的物流服务是苦力型服务，流大汗、扛箱子、跑运输。怡亚通做的是以智力型和资源整合为基础的集成化服务。它打造了一个大超市，企业可以随意选购它需要的供应链服务。怡亚通也不像一家典型的供应链服务提供商，怡亚通本身没有一辆运输车辆，所有的实物流程都是外包给物流公司。

公司的一站式服务对客户的好处在于管理优化、效率提升、成本下降，在成本和竞争压力下，制造业企业剥离非核心业务专注核心业务发展的趋势为公司发展一站式供应链服务提供了巨大的发展空间和机遇。

#### 2、三大战略发展方向：B2X 沃尔玛、虚拟富士康、B2X 连锁加盟

**业务方面**，公司主要从事采购/分销执行、虚拟生产和卖场物流业务。怡亚通目前的战略发展方向我们可以理解为三个：B2X 沃尔玛、虚拟富士康、B2X 连锁加盟。

**关于 B2B 沃尔玛**，即怡亚通利用电子商务网络平台及地面网络平台搭建一个企业对企业的供应链平台，这个平台是基本可以适用于任何企业、任何行业的供应链需求，这个平台的建立的用处就是用来协助企业和企业之间做贸易融通的。公司依托于三张网打造 B2B 供应链平台：

第一张在地面，以某个城市、某个区域为单元成立供应链整合中心，覆盖全国甚至全球，这些中心承载着进出口通关、物流及流通加工、仓储等供应链服务功能。公司目前在全国 380 个城市建立了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。

第二张网，以不同行业为单元，成立不同事业部、子公司。08年已进入的行业有IT、电子、医疗器械、通讯、家电、快消、建材、医药、机械、汽配等行业，2009年公司还进入了快消品、移动产品、纸业、工业原材料、汽配、服装、钟表等行业，并形成一定的规模。如2008年7月，公司与藏酒阁共同出资300万元，注册成立了深圳怡亚通酿酒供应链管理有限公司，怡亚通占股权的70%，包括管理团队占30%，提供红酒行业供应链服务。

第三张网，即宇商网，为全球企业提供一个B2B电子交易平台。宇商网被定位为“中国第一家供应链整合交易服务网”，其汇集供应链联盟社区、电子商务交易中心、企业在线支付与资金配套服务，以及包括运输、仓储、物流增值等线下供应链整合服务为一体的供应链交易解决方案，帮助客户创建或加入供应链联盟圈，打到商机，实现安全交易，致力于为IT、通讯、医疗、化工、酒饮、消费品、服装等企业提供安全便捷的网上交易服务，并提供融合信息流、资金流、物流和商流为一体的一站式网上供应链服务，是怡亚通目前全力打造的全网网上交易服务平台。这三张网彼此交织，互相服务。

公司依托于三大网络，前期进行布局，在网络逐渐完善中，拓展市场范围，可复制性极强，一旦网络完善，公司业务有望迅速增长。

关于虚拟富士康，即公司接到客户如诺基亚的订单，然后找合格的工厂生产，工厂生产完成后交给怡亚通的客户销售。类似于做代工的世界500强——富士康自己没有任何品牌，不做任何销售，只给别人做加工。其与富士康的本质区别就是自己没有工厂，故此业务可理解为虚拟的富士康。

公司的发展虚拟生产业务的整合性更强，是公司最近几年培育的新业务，目前处于盈利能力快速上升期；考虑到公司主要服务对象为IT和通讯行业，该业务将是公司未来成长最具前景的业务点，是怡亚通的重要战略方向之一。

关于B2X连锁加盟，即公司的BtoX连锁加盟供应链平台业务。该业务是公司下一个重点发展的业务，供给计划通过整合供应链中下游的各种优势资源，利用强大的渠道整合能力为上游企业（包括公司虚拟生产所涉及的产品）提供面向终端及消费者的全方位知晓服务，建立全国性连锁加盟平台，并依托于先进的供应链管理水平和提供面向BtoX（BtoB+BtoC）连锁加盟体系各环节的采购、销售、售后服务、系统管理等一站式供应链服务。

今年初，由怡亚通旗下子公司长怡科技与台湾大同集团成立的合资公司乐番薯经营的第一家名为“万电3C+1C”的门店，在深圳华强北商业区开张。乐番薯计划以“3C+1C”连锁店的模式，销售平板电视、小家电以及消费品等产品，而怡亚通则为所有的连锁加盟店提供一站式供应链服务。公司计划，在5年内开10000家连锁店，以加盟方式进行扩张。（所谓“3C产品”，就是计算机（Computer）、通信（Communication）和消费类电子产品（Consumer Electronics）三者结合，亦称“信息家电”；1C，即消费品（Consumer goods））

乐番薯的经营加盟店的盈利模式有二：一是加盟费，不挣零售的钱，零售的钱由加盟商来赚取，但加盟商要交加盟费；二是商品供应链服务费，加盟店使用公司的系统，根据订单公司进行采购，然后在货物里加3%—5%的服务费，公司从中赚取供应链的利润。

除了加盟费以及服务费之外，乐番薯计划对公司的好处在于销售终端网络对公司虚拟生产产品的输出。由于公司在此前就通过虚拟生产的方式，介入到生产领域，可以设想，一旦乐番薯的加盟终端形成一个庞大的零售终端网络，那么不论是大同还是怡亚通都可以实现产品的输出。

BtoX连锁加盟模式的开展对公司业务的开展可谓又一次重大模式的创新，乐番薯值得重点关注。

### 3、快消产品供应链将是公司继 IT、通讯产品后将重点发展的业务方向

公司从 09 年进入快速消费品市场供应链服务，公司十分看好快消业务，今年快消业务发展势头非常不错，合作产品及品牌筛选标准：行业前三名+地区前三名，代表性合作企业有青啤、中粮等。

青啤：开始将区域供应链交付公司，运输外包，目前在长沙、重庆、南宁等地开展，按业务量规模收费，对青岛啤酒的帮助在于渠道管理、效率提升。各区域有选择地选择合作品牌，如这个地区做青啤、在另一个地方可能做哈啤（比方）。

在一些地区先做一个产品或品牌，逐渐复制到其他产品，互用网络平台，快消业务前景非常可观。

### 4、公司外汇风险可控

市场存在对公司认识的误区。从账面上来看，汇兑收益、公允价值变动和投资损失三项占公司利润总额的比重持续高于 20%，部分年份成为利润贡献的主要来源，市场有观点认为公司是“炒汇公司”，存在巨大风险等认识。

公司的金融衍生和汇兑收益业务，更多的是依托于其物流业务，而该部分收益的贡献是物流金融业务中必不可少的来源。由于公司巨额外汇往来资金，在进行操作时一般是将人民币存款质押给银行，用于短期银行美元外汇借款，然后利用少量人民币存款作为保证金进行远期外汇交易。只要市场上出现利差与息差不等的失衡情况，公司就可以利用其来进行无风险套利交易。

从账面看，公司存在巨额外汇贷款，但公司外汇风险基本锁定，不存在外汇风险，人民币升值对公司没有实质影响，只是会影响公司在不同会计期间的利润确认问题。

### 5、外部扩展受阻，伟仕公司股权可能将被出售

关于伟仕公司股权，公司可能会将这部分股权处置。由于香港股票市场发生重大变化，从保证股东利益及公司利益最大化的角度考虑，公司收购伟仕控股的计划不能成行，公司今年 5 月份董事会及 6 月份股东大会已决议：先行终止本次重大资产重组，并报经相关监管部门审核批准。公司待本次重大资产重组终止后，将视监管政策、市场情况的变化以及相关法律法规的要求再行考虑并提请股东大会审议出售伟仕控股股份的事宜。

按照当前伟仕控股股价 2.66 元水平，公司投资收益约 2.45 亿港元，折合人民币 2.13 亿元。

### 6、小非退出问题：短期不利股价，长期对公司发展利好

公司战略投资者 SAIF II MAURITIUS (CHINA INVESTMENTS) LIMITED 持有公司 6186 万股，占公司总股本约 16.69%，为外资法人股，2010 年 2 月 12 日解禁，目前占流通股本 39.09%。目前 SAIF II MAURITIUS (CHINA INVESTMENTS) LIMITED 有退出公司的计划，从解禁压力来看，不利于公司股价，但从公司发展来看，由于 SAIF II MAURITIUS (CHINA INVESTMENTS) LIMITED 系外资法人，公司亦被认为外资公司，以至于公司再融资、股权激励等计划的实施在制度上受阻，若 SAIF II MAURITIUS (CHINA INVESTMENTS) LIMITED 退出，有利于公司业务及战略的发展。

### 7、公司人才平台具有足够的吸引力

公司制定有较为完善的薪酬激励制度，公司目前实现了部分管理层持股，股权激励的计划一直在推进，并制定有“创星计划”，即要把具有高成长性的行业事业部变为怡亚通的控股子公司，并向管理层出让 30% 的股份，在企业运作成熟后，拆分上市。总体而言，公司为优秀人才提供了充分的发展空间和机遇。

## 8、看好公司长期发展

总体而言，公司发展前景宽广、核心竞争力突出、成长空间巨大、风险可控，我们看好公司的长期发展，在深度报告前，暂不给予盈利预测。基于对公司发展潜力的看好，首次给予公司“推荐”评级。

## 分析师简介

### 周 宁

管理学硕士，从事交通运输行业研究，已通过 CFA（特许金融分析师）三级考试，2008 年 7 月加盟东兴证券研究所。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。