

买入 首次

股票价格

9月3日收盘价	15.00元
6个月内目标价	21.30元
59周内股价波动	8.99-15.38元

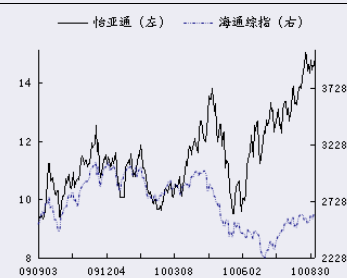
主要估值指标

	2009	2010E	2011E
市盈率	108.48	41.81	31.67
市净率	6.29	5.43	4.97
PEG	-2.22	0.26	0.99
EV/EBITDA	-2575.49	8.41	6.47

股本结构

总股本(万股)	55608.42
流通A股(万股)	23738.41
B股/H股(万股)	0/0

市场表现



资料来源：海通证券研究所

交通运输行业

钮宇鸣 核心分析师
SAC 执业证书: S0850203100053
电话: 021-23219420
Email: ymniu@htsec.com

钱列飞
SAC 执业证书: S0850210050004
电话: 021-23219104
Email: qianlf@htsec.com

怡亚通 (002183)

2010年9月6日

二次“深度扩张”与怡亚通的未来——奔跑着的火烈鸟

公司为客户提供一站式供应链管理服务。依托遍布全国的城市物流配送网络,公司广度供应链业务量 12 年来年复合增长达到 37%;目前公司正进入二次“深度”扩张期,380 个深度供应链平台的搭建将为公司供应链管理服务和盈利能力带来“质”的转变。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率(%)	84.31	-48.87	159.46	32.03	34.18
毛利率(%)	8.54	10.60	8.39	8.62	8.55
净资产收益率(%)	12.4	5.80	13.00	15.70	18.50
每股收益(元)	0.27	0.14	0.36	0.47	0.64

资料来源：海通证券研究所

- **关于利丰们的故事：香港利丰与供应链管理。**供应链管理商通过对供应链各环节间的“四流”进行设计、规划、控制和优化,为客户提供一条高效、快速反应或创新型的供应链条,为其获取成本降低利润提升的好处,并从中分享利润。利丰集团正是全球供应链管理翘楚。
- **怡亚通：中国内地供应链管理革新者和实践驱动者。**怡亚通为客户提供一站式供应链管理服务,主业涵盖客户供应链上核心业务外的所有其他业务,包括广度供应链业务、深度供应链业务、产品整合业务等。公司曾入选《福布斯》“中国顶尖企业榜”,及获评《21 世纪》“中国最佳商业模式”等。
- **公司商业和盈利模式。**公司为客户提供供应链管理服务,并从中收取服务费。广度供应链业务是供应链管理服务的基础,公司作为代理商,从事采购执行和分销执行业务,按业务量的一定比例收取服务费;深度供应链业务和产品整合业务是未来公司战略重点,公司作为直接供应商,拥有货物的所有权,并提供更多的增值服务,服务费率因此更高。对资金流的管理是公司目前利润的重要来源。
- **380 个深度供应链平台与怡亚通的二次深度扩张。**通过发展战略的不断突破,公司正在努力将中国市场变平,而已启动的 380 个深度供应链平台建设将是公司战略规划的重要一步,预计到今年年底,公司将建成 100-120 个城市平台。深度供应链平台建设将使公司迎来新一轮的深度扩张期。
- **盈利预测及估值分析。**预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元和 0.64 元。怡亚通作为目前国内唯一一家提供一站式供应链管理服务的上市公司,目前正处在“深度化”转型以及盈利质量上升期,商业和盈利模式值得长期期待,目前接近行业平均的估值水平存在明显低估,我们认为给予其较行业平均估值溢价 50% 相对合理,对应 2011 年 PE 水平为 45 倍,6 个月目标价 21.3 元之间,首次给予“买入”的投资评级。
- **主要不确定因素。**(1) 与计算机信息系统安全有关的风险;(2) 供应链结算配套风险;(3) 衍生金融交易风险。

目 录

投资要点	4
1. 关于利丰们的故事：香港利丰与供应链管理	5
1.1 什么是供应链和供应链管理？	5
1.2 从“1”到“N”的协同运作：实现整条供应链价值的帕累托最优	6
1.3 香港利丰集团：被收录进哈佛案例的全球供应链管理翘楚	6
1.4 供应链管理外包：企业获取竞争优势的战略选择	8
2. 怡亚通：中国内地供应链管理革新者和实践的驱动者	9
2.1 公司简述及历史沿革	9
2.2 公司主营业务简述	10
3. 中国内地供应链管理外包服务：初起步，大空间	11
3.1 我国供应链管理行业呈“四方鼎立”之态	11
3.2 经济结构转型和发展方式转变背景下，现代物流在我国潜力巨大	11
3.3 中国政府高度重视现代物流业的发展	12
4. 公司商业模式——推平世界，提供“一站式”供应链管理服务	13
4.1 怡亚通主营业务：由“广”入“深”，从“代理商”到“直接供应商”的转型	13
4.2 信息管理系统：公司供应链管理服务的核心物质基础	26
5. “资金流”管理与怡亚通的盈利模式	26
5.1 供应链结算配套服务：风险可控，盈利可观	26
5.2 怡亚通的衍生金融交易：到期收益率锁定，受益于人民币升值预期	27
6. 380个深度供应链平台与怡亚通的二次深度扩张	29
7. 风险因素	30
8. 盈利预测和投资建议	31
8.1 盈利预测	31
8.2 估值分析	32

图目录

图 1 供应链结构示意图.....	5
图 2 供应链管理示意图.....	5
图 3 某电子企业供应链整合管理的效果.....	6
图 4 利丰集团的三大核心业务.....	7
图 5 物流价值金字塔模型.....	8
图 6 怡亚通业务量规模变化(亿元人民币).....	9
图 7 实际控制人与公司的产权控制关系.....	10
图 8 怡亚通拥有 4 大运营中心和 32 个物流配送中心.....	10
图 9 我国物流需求系数在 2 至 3 之间.....	12
图 10 我国物流总费用占 GDP 之比曾缓慢下降趋势.....	12
图 11 供应链上不同节点企业的上下游示意图.....	14
图 12 一站式供应链管理商服务对象为由不同行业供应链织成的供应链网.....	14
图 13 怡亚通为客户提供其供应链上核心业务以外的所有非核心业务.....	15
图 14 制造商 M 的简化供应链: 采购+分销.....	15
图 15 怡亚通采购执行业务流程图(客户为制造商 M).....	16
图 16 怡亚通采购执行业务流程图(客户为经销商或零售商).....	18
图 17 怡亚通分销执行业务流程图(客户为制造商 M).....	18
图 18 怡亚通分销执行业务流程图(客户为供应商).....	19
图 19 2004 年以来公司广度供应链业务量和营业收入(百万元).....	20
图 20 怡亚通广度供应链服务领域部分客户/合作伙伴.....	20
图 21 上游供应商通过多级经销商供货的模式.....	21
图 22 上游供应商借助怡亚通深度供应链平台的分销模式.....	21
图 23 2008 年以来公司深度供应链业务量和营业收入(百万元).....	22
图 24 怡亚通虚拟生产服务流程图.....	22
图 25 2007 年以来公司产品整合业务量和营业收入(百万元).....	23

图 26 借助于怡亚通深度供应链平台的乐番薯模式.....	24
图 27 宇商网服务模型	25
图 28 怡亚通采购执行业务供应链结算配套服务流程图	27

表目录

表 1 我国现代物流及供应链管理行业呈现“四方鼎立”局面.....	11
表 2 怡亚通采购执行业务前后成本费用比较	16
表 3 “商盟通”与“诚信通”对比	26
表 4 美元远期外汇合约交易保证金（亿元）	29
表 5 怡亚通盈利预测表.....	32
表 6 A 股供应链管理相关上市公司业务比较	33
表 7 A 股相近行业公司相对估值表（截至 9 月 3 日）	33

投资要点

公司为客户提供一站式供应链管理服务。依托遍布全国的城市物流配送网络,公司广度供应链业务量 12 年来年复合增长达到 37%;目前公司正进入二次“深度扩张”期,380 个深度供应链平台的搭建将为公司供应链管理服务和盈利能力带来“质”的转变。

估值分析

预计 2010-2012 年,公司营业收入同比增速分别为 100.3%、68.6%和 73.5%,对应各年的 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元和 0.64 元。目前国内与供应链管理相关的 A 股上市公司主要有飞马国际、新宁物流、澳洋顺昌以及怡亚通等,行业内相关上市公司 2011 年平均合理估值约为 30 倍 PE。但我们认为,怡亚通作为国内唯一一家提供一站式供应链管理服务的上市公司,正处在“深度化”转型以及盈利质量上升期,商业和盈利模式值得长期期待,目前接近行业平均的估值水平存在明显低估,我们认为给予其较行业平均估值溢价 50%相对合理,对应 2011 年 PE 水平为 45 倍,6 个月目标价 21.3 元,首次给予“买入”的投资评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 广度供应链业务是公司供应链管理服务的基础,深度供应链和产品整合业务均是在前者功能上的衍生。随着原有的城市物流配送平台的更新改造、深度供应链平台的搭建,以及供应链服务模式的跨行业复制,我们认为这一块业务未来3年将维持30%至50%的增长;
- 深度供应链业务强调服务职能的集成化,相比广度供应链业务,我们认为其更注重“质”的提升。380个深度供应链平台推动了公司二次“深度扩张”,作为未来战略重点,预计未来3年年均增速将实现翻番;
- 怡亚通的产品整合业务依托于公司供应链管理服务经验,对产品的研发、原材料采购、生产制造、市场营销等供应链环节进行优势整合,该业务包含与产品有关的设计、采购、生产和运输等工作,将显著受益于未来的深度供应链平台建设,我们预计未来3年年均增速超过50%;
- 衍生金融交易由于实行双边锁定,因此可以实现到期收益率固定,这块收益是目前公司重要的盈利来源,由于仍是属于供应链管理中资金流管理的部分,与主业相关。衍生金融交易将受益于人民币升值预期,我们预计2011年贡献EPS为0.29元。

不确定因素

- **与计算机信息系统安全有关的风险。**公司目前已实现全面电子化,由于公司的电子商务平台对客户开放,而且整个信息系统复杂,节点多,故存在计算机软硬件发生故障,系统招到黑客攻击,信息资源安全受到威胁等风险;
- **供应链结算配套风险。**公司因垫付款项而产生的应收账款无法全部收回的信用风险;公司在办理结算配套服务过程中的管理风险和操作风险;
- **衍生金融交易风险。**公司衍生金融交易收益率锁定,但可能会因操作金额、日期不匹配等原因,导致风险的发生。

火烈鸟，因全身为火红色而得名。外形美丽，能够飞行，但事先得狂奔一阵以获得起飞时所需动力。

——题记

1. 关于利丰们的故事：香港利丰与供应链管理

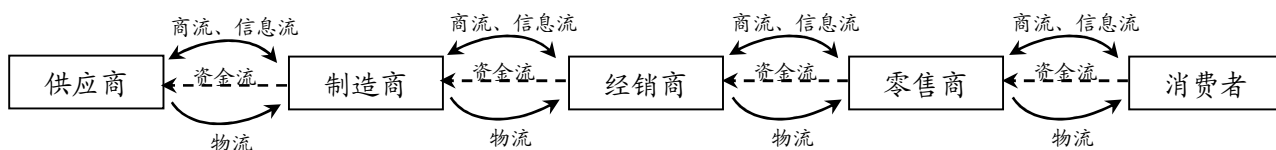
我们研究怡亚通前，不得不先把注意力放到利丰或利丰们身上，因为怡亚通的故事或未来发生在这样一个行业……

1.1 什么是供应链和供应链管理？

在《世界是平的》这本“全球化”教科书中，作者 Thomas L. Friedman 提出了“推平世界的十辆推土机”的观点，其中第七辆就是企业供应链。

供应链，在人类社会开始出现分工和交换时就已经存在，现代意义的供应链则更复杂，它是一个以消费者为核心和起点，将供应商、制造商、经销商、零售商和最终用户连成一体的一条链式结构，各环节由商流、物流、信息流和资金流（简称“四流”）建立起紧密但形式各异的关系（见图 1）。

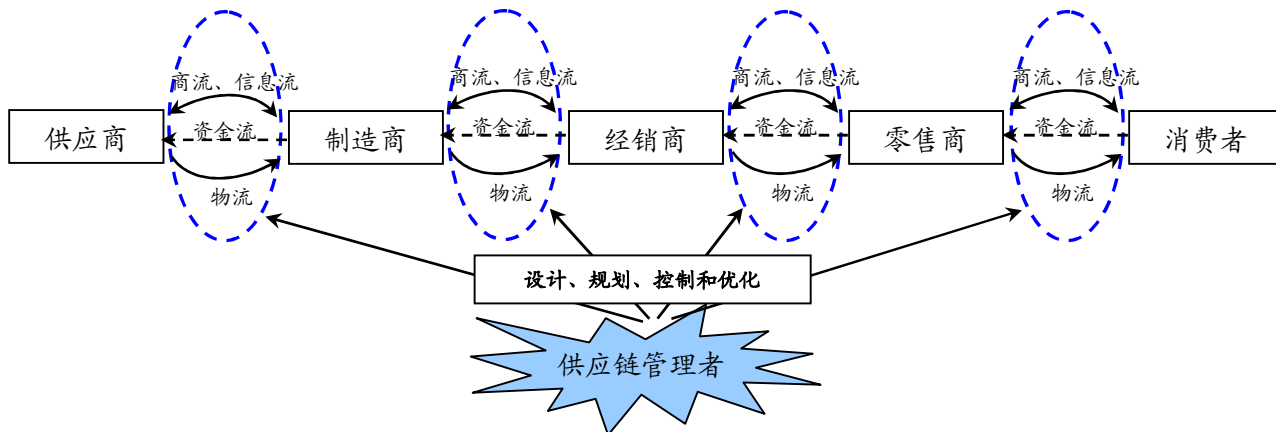
图 1 供应链结构示意图



资料来源：海通证券研究所

供应链管理，通过对各环节间的商流、物流、信息流、资金流进行设计、规划、控制和优化（见图 2），简化了中间环节，提高了上游对消费者需求的响应速度，使各节点企业同步协调运行，整个链条运行更顺畅和更具效率。而供应链管理商亦借助对“四流”的管理与企业供应链系统实现无缝连接，通过提供各式增值服务，与供应链各方结成利益共同体，分享成本下降带来的利润提升。

图 2 供应链管理示意图



资料来源：海通证券研究所

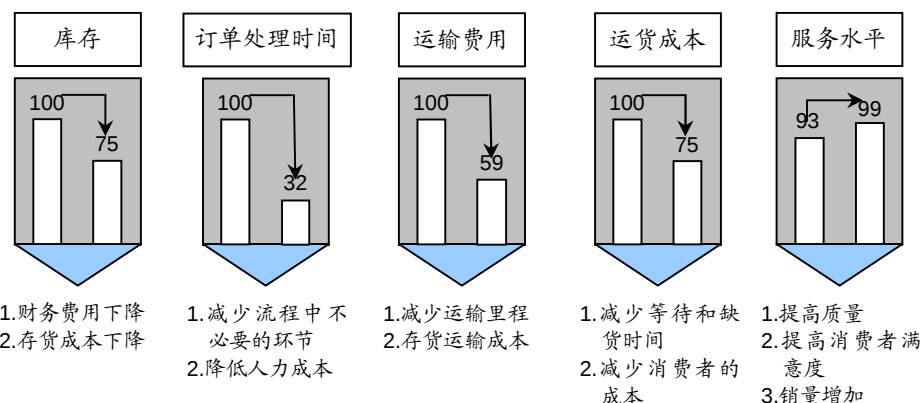
1.2 从“1”到“N”的协同运作：实现整条供应链价值的帕累托最优

市场竞争越来越激烈，企业面临着不断变化的市场需求及降低成本、缩短交货期、提高质量并改进服务的压力。原来各自为营的企业逐渐意识到，要在竞争激烈的市场中生存下来，必须与供应链上其它企业通过实现核心能力优势互补，建立合作联盟关系，并且在一种跨企业的集成管理模式下，使各个企业能够统一协调起来（即从“1”家企业单打独斗到“N”家企业的协同运作），从而才能更好的适应激烈的市场竞争，市场竞争已演变为供应链与供应链间的竞争。

由于资源有限，多数情况下不可能由供应链上某一家企业提供完整的供应链管理服务，企业为保持竞争力必须把精力投放到其自身的核心竞争力上（研发、市场），把非核心业务外包出去，外包服务商在服务专业性以及规模效应上的优势显现出来，由此，供应链管理外包服务模式应运而生，并具备了广阔的发展空间。

一站式供应链管理服务，就是围绕核心企业，从原材料采购，到制成中间及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中，将供应商、制造商、经销商、零售商，直到最终用户连成了一个整体，全方位地为链条上的“N”个企业提供服务，发挥“N”个企业的协同优势，使得整个链条运行更顺畅，效率更高，从而实现供应链价值最优化。

图3 某电子企业供应链整合管理的效果



资料来源：网络材料整理，海通证券研究所

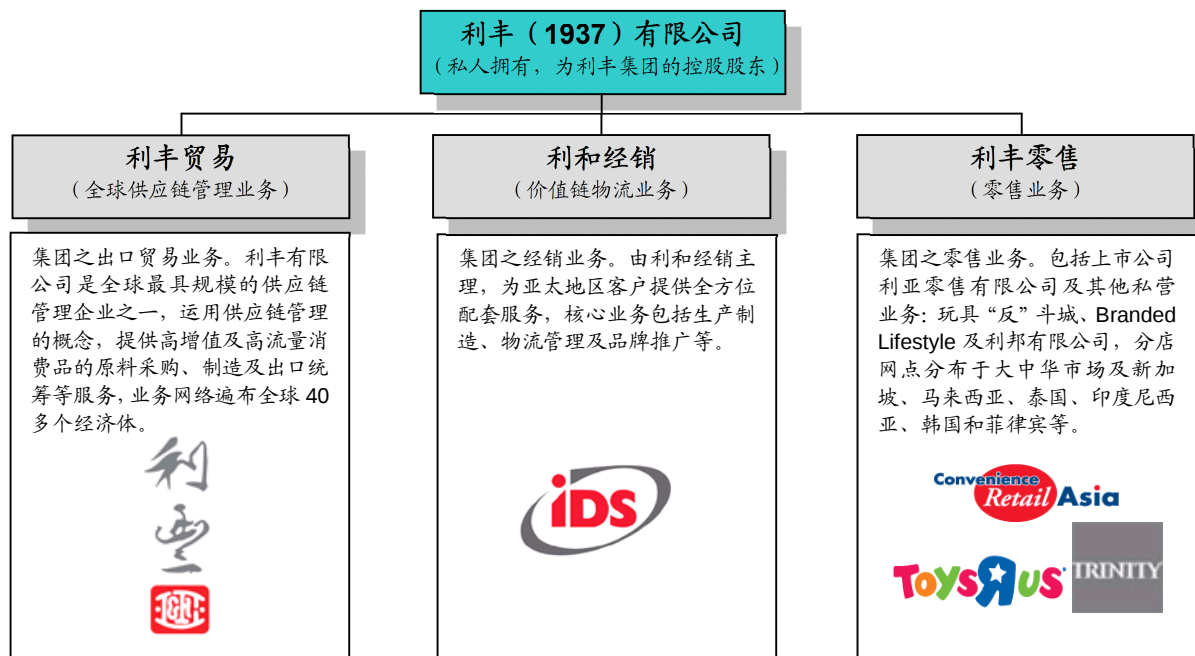
1.3 香港利丰集团：被收录进哈佛案例的全球供应链管理翘楚

利丰诞生于 1906 年，当时是中国第一家华资出口公司，而目前则是香港最大的出口贸易公司。该公司精于供应链管理，哈佛大学曾对利丰集团的业务模式作了一系列案例分析。

利丰贸易发展简史：利丰在成立之初只是一个采购代理，作为买卖双方的中介人；其后逐渐把简单的采购代理业务扩展到跨区域采购代理，在内地、台湾、韩国和新加坡等地开设办事处，为买家采购合适的零部件及产品；随后，公司借助多年积累的经验，开始替客户制定完整的生产计划，并在世界各地采购合适的零部件，寻找合适的制造商，并在产品生产过程中进行严谨的规划和监控以确保质量和及时交货，这就形成了一种无边界生产的模式；在无边界生产模式的基础上，利丰将其业务继续发展，形成虚拟生产的业务模式，并作为供应商直接与卖家签订该合同，从事一切从产品设计、采购、生产管理与控制等工作；在整体供应链管理阶段，利丰会为关键企业提供融资，并对整条供应链进行分解，对每个环节进行分析与计划，力求不断优化供应链的运作。

利丰集团目前的核心业务包括出口贸易、经销批发和零售，分别由利丰贸易（股票代码：0494）、利和经销（股票代码：2387）和利丰零售（旗下“利亚零售”股票代码：8052）3家公司经营。在过去的15年，利丰保持着超过20%的复合增速。

图4 利丰集团的三大核心业务



资料来源：《供应链管理：香港利丰集团的实践》

利丰贸易是亚洲同类型企业中规模最大的贸易公司之一。利丰贸易不仅为供应商和客户提供中介服务，还为欧美等客户提供整个出口贸易供应链内各种增值的多元化服务组合。利丰贸易的工作流程可归纳为分析顾客的需求，设计和开发产品，选择制造商和供应商，制定生产计划，采购原材料，监控生产过程和产品质量等方面。利丰贸易在供应链上的核心能力是其庞大的采购网络与全面的管理能力。2009年，利丰贸易实现营业收入1045亿港元，盈利33.69亿港元，同比增长39.11%。

利和经销是亚洲一家综合分销服务供应商，主要为有意进军亚洲市场的各种品牌提供由产品制造加工、物流以至营销的整个过程所需的综合分销服务。客户行业包括快消品、保健品、鞋类、服饰、洋酒等。目前客户包括雅培、家乐氏、李斯德林、强生、安利、白兰氏、屈臣氏、雀巢、宝洁、耐克、联合利华、雅芳、欧莱雅等不少国际知名品牌。2009年，利和经销实现营业收入18亿港元，盈利29.83百万美元，同比增长21.64%。

利丰零售是利丰集团在亚洲的供应链管理业务的第三环节，其三个核心项目分别为利亚零售、玩具“反”斗城及服装零售业。其中利亚零售是利丰零售旗下的创业板上市公司，主要经营OK便利店及圣安娜饼屋。利丰零售承接利丰贸易和利和经销的供应链管理活动，担当了供应链管理的下游角色。2009年，利丰零售旗下上市公司利亚零售实现营业收入33亿港元，盈利33.82百万港元，同比增长143.32%。

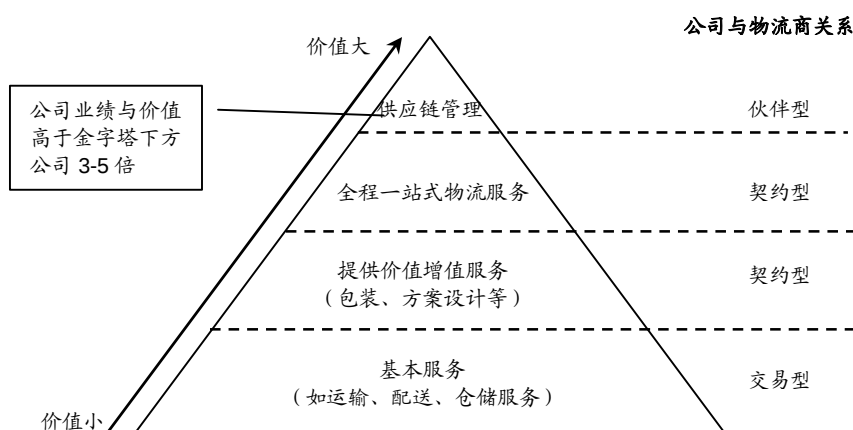
利丰集团的供应链管理致力于全球化的资源配置，多年来建立了与全球12000家供应商的网络关系，并一直在不断扩展。面对市场的快速变化，利丰不断革新，将自己从一个传统的中介贸易商演变为全球供应链管理的翘楚。公司在供应链管理链条上努力实践着在全球范围内选择最好的设计师、最好的供应商、最好的加工厂，以合适的价格按时向客户提供最好的产品的信条。

1.4 供应链管理外包：企业获取竞争优势的战略选择

据国外相关机构调查显示，一家企业的物流成本占到其销售收入的 7%至 16%，物流投资占企业净产值的 10%至 35%。通过降低物流成本为企业提供第三利润源已得到广泛认可，有愈来愈多的企业已将非核心业务的职能物流外包给专业的物流服务商，专注发展自身具备核心竞争力的业务。世界 500 强企业中多数保持强盛的关键是只专注于核心业务，即产品研发和市场销售，而将其他环节外包给专业的服务商。

下图是物流价值金字塔模型，共分为四个层级，位于顶端的是供应链管理，底端为基本服务，包括运输、配送、仓储等，供应链管理型企业创造得价值明显高于其他物流服务商。

图 5 物流价值金字塔模型



资料来源：中国物流与采购联合会，海通证券研究所

全面的供应链管理是现今企业实现和维持竞争优势的战略性选择。2001 年《财富》FORTUNE 杂志将供应链管理列为本世纪最重要的四大战略资源之一，认为供应链管理是世界 500 强企业保持强势竞争不可或缺的手段，无论是制造行业，商品分销或流通行业，供应链管理将帮助企业占据所在领域的制高点。

下面简单列举了两家知名企业如何实现其供应链效率的提升：

Dell 通过整合分散的零部件制造商和自己的组装业务，构建了虚拟的 BTO（以单定产），把库存周转降低到了几天，形成自己的竞争优势。**Dell** 保证供应链的合作伙伴能够实时的受到销售预测信息和实际的订单情况，保证每个生产商的生产和需求相一致。

Zara 公司是西班牙规模最大的服装生产企业之一，通过供应链重构，如今他们已经在零售店、公司总部以及集中化生产网络之间实现了销售数据的即时共享。该公司将供应链中大部分劳动密集型的环节外包给小型厂商。同时，**Zara** 对这些小型厂商也作出了特殊的安排，包括提供必要的信息技术手段和物流能力，以便他们与供应链其他伙伴展开协同运作。结果，从产品设计直至上柜面市，**Zara** 公司某产品交付周期，从原来的数月时间一下骤减至几个星期。

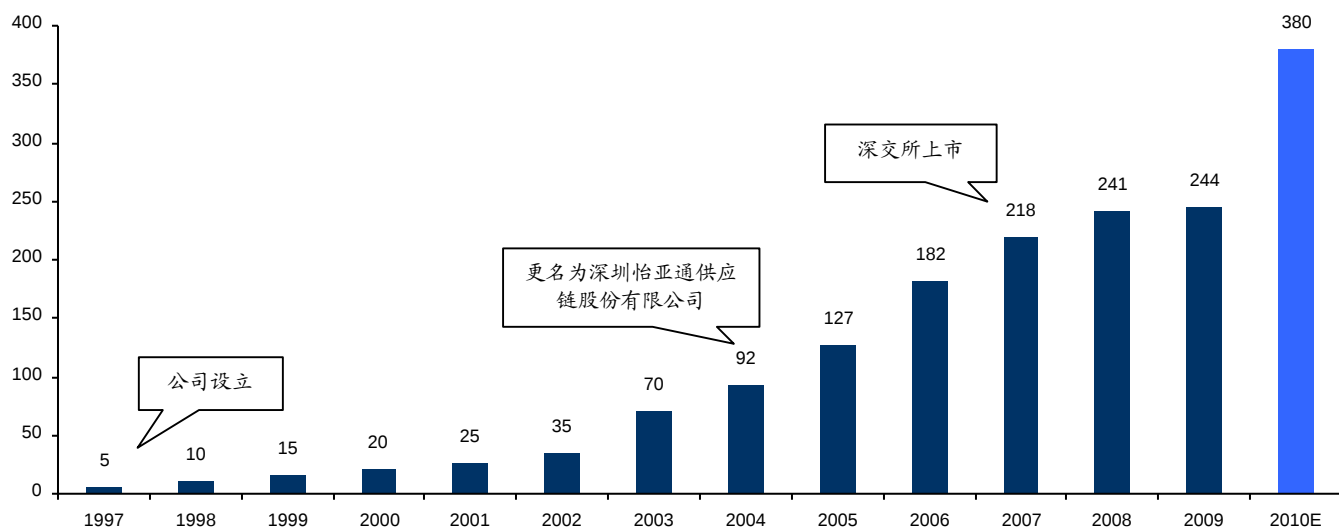
2. 怡亚通：中国内地供应链管理革新者和实践的驱动者

作为利丰们中的一员，怡亚通为客户提供一站式供应链管理服务，目前服务的 400 多家知名企业，世界 500 强企业有 30 余家。公司曾入选《福布斯》“中国顶尖企业榜”，及获评《21 世纪》“中国最佳商业模式”等。

2.1 公司简述及历史沿革

公司前身是怡亚通商贸有限公司，成立于 1997 年 11 月，成立之初主要为全国各地的电脑商提供采购、配货等服务，在中国内地开创了供应链管理的初步尝试。1999 年开始，怡亚通投入上亿元搭建基础物流平台；2004 年，怡亚通商贸整体变更为怡亚通股份公司；2005 年公司业务量首次突破 100 亿；2007 年突破 200 亿；2008、2009 年受金融危机影响，业务量增速有所放缓，但均超过了 240 亿元，公司在其公告中预计 2010 年业务量规模达到 380 亿元人民币。

图 6 怡亚通业务量规模变化（亿元人民币）

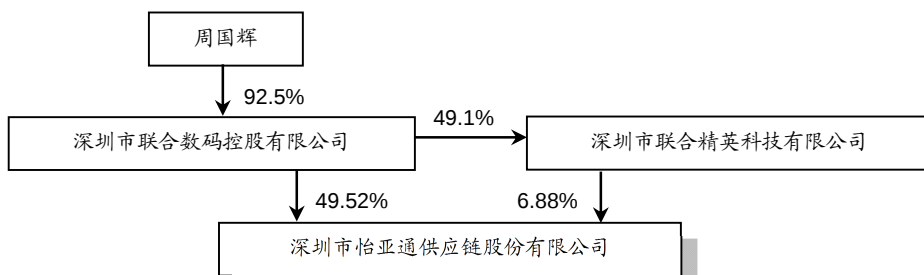


资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司控股股东为联合数码控股，直接持有公司股份 49.52%；实际控制人为周国辉先生，持有联合数码 92.5% 股份。周国辉先生为怡亚通的创始人，目前出任公司董事长和总经理。

公司第三大股东为深圳联合精英科技公司，目前持有公司 6.88% 的股权。根据 2007 年公司招股说明书介绍，联合精英科技主要从事实业投资，周国辉通过联合数码间接持有联合精英 49.1% 的股权，其他个人股东如李大壮（6%）、冯均鸿（6%）、陈伟民（6%）、戴熙原（6%）、梁欣（2.5%）等均为怡亚通现任高级管理人员。

图 7 实际控制人与公司的产权控制关系



资料来源：公司公告

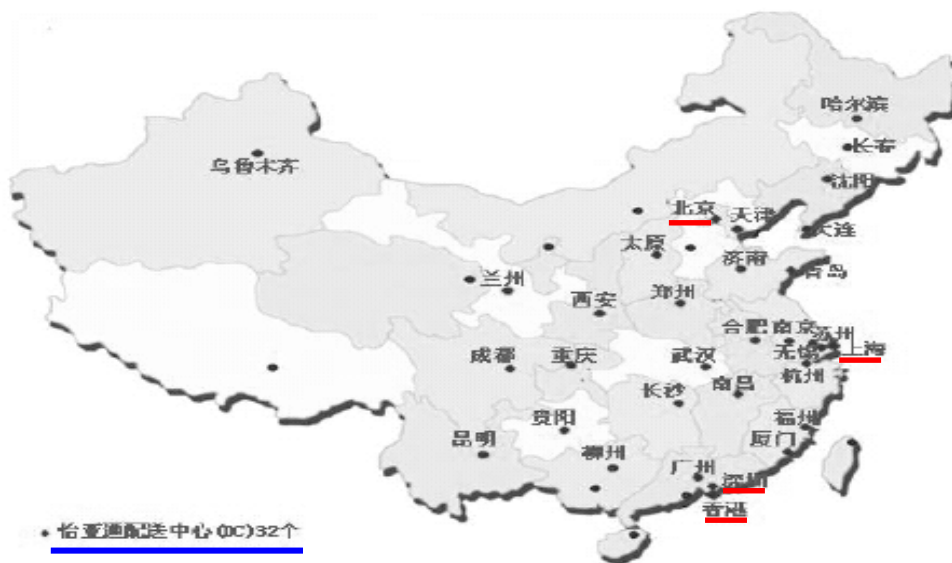
2.2 公司主营业务简述

怡亚通从 IT 采购起家，并在不断革新中实现了业务覆盖面的扩大。公司从最初的进口贸易，发展为可提供国际物流、保税物流、进出口通关、供应商库存管理（VMI）等一系列服务的一站式供应链管理商。2005 年开始，公司将 IT 领域的尝试逐渐扩展到医疗器械、化工、纺织品、快消品等，疆域不断拓宽。2007 年，公司引入虚拟生产业务，2008 年引入卖场业务，而 2009 年又在后者的基础上发展采购销售业务。

公司目前主营业务涵盖客户供应链上核心业务（研发、市场）以外的所有其他业务，包括：1、广度供应链业务（采购执行、分销执行）；2、深度供应链业务（采购销售）；3、产品整合业务（虚拟生产）。

作为一站式供应链管理服务商，公司目前在国内所有保税物流园区均设有经营网点，并拥有香港、深圳、上海、北京 4 大运营中心及 32 个城市物流配送中心，物流节点覆盖全国 380 个主要城市（包括香港）和东南亚、欧美等主要国家。未来公司将不断拓展业务边界，而强大的物流网络管理平台是公司保持核心竞争力的关键。

图 8 怡亚通拥有 4 大运营中心和 32 个物流配送中心



资料来源：公司公告

3. 中国内地供应链管理外包服务：初起步，大空间

供应链管理是现代物流服务的高级阶段，在全球范围均属于新兴产业。我国内地相关的理论和实践主要是向国外学习，目前尚处起步阶段，但发展空间巨大。

3.1 我国供应链管理行业呈“四方鼎立”之态

当前我国物流和供应链服务商多数仅能提供基础性服务，诸如运输和仓储等，这一块每年实现的收益占到了整个行业盈利的约 85%。而现代物流及供应链管理外包服务在国内还处于初级发展阶段，其中参与者主要是国外以及国内的新兴供应链外包服务公司，与传统的运输仓储企业以及企业内部的物流部门一起构成了我国供应链管理领域“四方鼎立”的局面。

表 1 我国现代物流及供应链管理行业呈现“四方鼎立”局面

	生产与流通企业内部物流部门	传统的运输与仓储企业	国外物流及供应链外包服务公司	新兴的物流及供应链外包服务公司
优势	1. 主要为内部客户服务，具有专长 2. 资产有限，但网络覆盖性良好	1. 大型国有企业，拥有全国性的网络和许多运输和仓储资产 2. 与中央与地方政府关系良好	1. 有很强的海外网络，与国际物流客户有良好关系 2. 丰富的行业知识和实际运营经验，先进的 IT 系统	1. 私有和合资企业，业务区域、服务和客户相对集中 2. 效率相对较高，增长极快
劣势	1. 难于吸引更多的外部客户 2. 战略和未来定位受到母公司的极大影响	1. 冗余人员比例很高，效率低 2. 注重内部的企业文化而不是以客户为导向	在中国缺少网络系统，中国的业务还很有限，且相对成本较高	1. 内部管理和体系是高速增长的主要障碍 2. 人才短缺成为主要障碍
目标	或加强或剥离物流部门	借助广泛的网络和资产优势加速物流增长；通过重组以增加功能，提高效率	通过收购或合作，加强在中国市场的地位	依靠引入战略合作伙伴或投资者保持高增长率

资料来源：怡亚通公告

3.2 经济结构转型和发展方式转变背景下，现代物流在我国潜力巨大

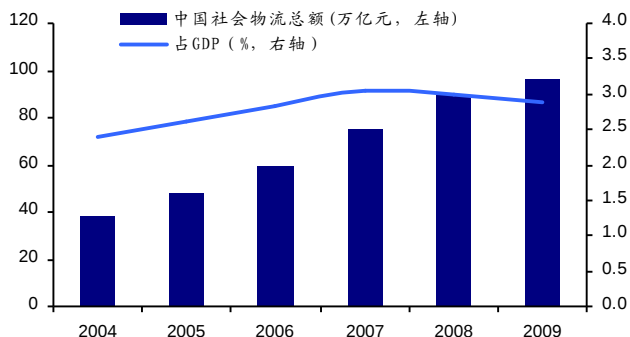
在国家极力倡导经济结构转型、经济发展方式转变的背景下，高企的物流成本越来越成为制约社会经济效益提升的因素，凸显短板效应，但同时也表明降低这一成本的潜力巨大。而供应链管理正是实现了物流环节（包括仓储、加工、配送等）的成本下降并以各种增值服务提升整条供应链的绩效。

2000 年以来，中国 GDP 增长了 3 倍多，社会经济发展对现代物流业的需求持续增大。2009 年 GDP 总量与物流总额相比的物流需求系数为 2.88，即每 1 个单位的 GDP 需要 2.88 个单位的物流量来支撑。

而另一方面，我国社会物流总费用占 GDP 的比重虽然一直在下降，但仍是目前发达国家的 2 倍，这种状况表明我国经济运行中的物流成本高昂。2009 年全国社会物流总费用 6.08 万亿元，同比增长 7.2%，与 GDP 的比率为 18.1%，同比持平。其中，运输费用 3.36 万亿元，同比增长 7%，占社会物流总费用的比重为 55.3%，同比下降 0.1 个百分点；保管费用 2 万亿元，同比增长 7.5%，占社会物流总费用的比重为 32.8%，同比提高 0.1 个百分点；管理费用 0.72 万亿元，同比增长 7.4%，占社会物流总费用的比重为 11.9%，同比持平。

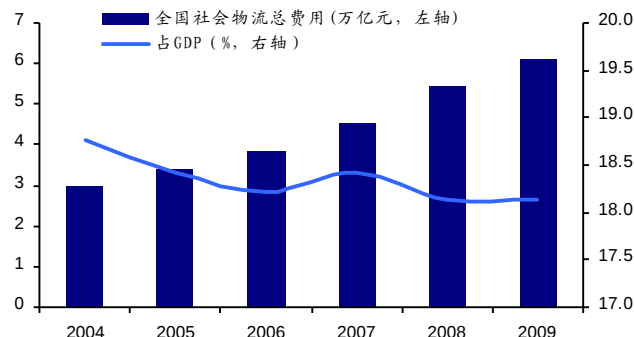
据相关机构统计,目前中国超过 90% 的外资企业有物流及供应链外包需求,国内也有越来越多的企业开始向物流及供应链外包发展。

图 9 我国物流需求系数在 2 至 3 之间



资料来源: 海通证券研究所

图 10 我国物流总费用占 GDP 之比曾缓慢下降趋势



资料来源: 海通证券研究所

3.3 中国政府高度重视现代物流业的发展

2004 年 8 月 1 日国务院发布 [《关于促进我国现代物流业发展的意见》](#), 提出加快发展现代物流业, 是我国应对经济全球化和加入世界贸易组织的迫切需要, 对于提高我国经济运行质量和效益, 优化资源配置, 改善投资环境, 增强综合国力和企业竞争力具有重要意义, 等等;

2005 年开始, 经国务院批准, 由国家发改委牵头建立了由商务、交通、财政、税务、公安等 15 个部门和单位组成的[全国现代物流工作部际联席会议制度](#), 职责主要是全面掌握全国现代物流发展情况, 分析发展中存在的问题; 综合协调涉及现代物流发展的政策、战略和规划; 统筹推进现代物流标准化、信息化、统计指标体系、人才培养等基础性工作; 指导各省、自治区、直辖市人民政府及其职能部门的现代物流工作; 协调解决涉及相关部门的有关问题, 促进部门协作配合, 实现信息共享, 建立长效机制, 全面推进现代物流工作, 等等;

2006 年通过的 [《十一五规划纲要》](#) 提出要大力发展主要面向生产者的服务业, 细化深化专业化分工, 降低社会交易成本, 提高资源配置效率; 其中第二节“大力发展现代物流业”提出要推广现代物流管理技术, 促进企业内部物流社会化, 实现企业物资采购、生产组织、产品销售和再生资源回收的系列化运作, 等等;

2007 年国务院发布 [《关于加快发展服务业的若干意见》](#), 指出要大力发展面向生产的服务业, 促进现代制造业与服务业有机融合、互动发展。细化深化专业分工, 鼓励生产制造企业改造现有业务流程, 推进业务外包, 加强核心竞争力。优先发展运输业, 提升物流的专业化、社会化服务水平, 大力发展第三方物流, 等等;

2009 年国务院办公厅下发了 [《关于促进服务外包产业发展的复函》](#), 批复了商务部会同有关部委共同制定的促进服务外包发展的政策措施, 批准北京、深圳等 20 个城市为中国服务外包示范城市, 并在 20 个试点城市实行一系列鼓励和支持措施, 加快我国服务外包产业发展, 等等;

2009 年中国人民银行、商务部、银监会、证监会、保监会发布 [《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》](#), 提出要全方位提升银行业支持服务外包产业发展的水平, 多渠道拓展服务外包企业直接融资途径, 等等;

2009 年 3 月，国务院又发布了《[物流业调整和振兴规划](#)》，提出物流业发展的指导思想、原则、目标；十项任务；九项重点工程；九项政策措施，等等；

深圳市政府 2007 年第 1 号文件《[关于加快我市高端服务业发展的若干意见](#)》，其中提出要大力扶持以供应链管理为核心的现代物流业的发展。包括支持现代物流企业拓展网络服务体系，发展骨干型物流企业，形成以第三方、第四方物流企业及供应链管理服务企业为主体的物流产业群，等等。

4. 公司商业模式——推平世界，提供“一站式”供应链管理

公司的一站式供应链管理服务，即在不断拓展及深化服务产品和服务内容（即纵向专业化）的基础上，结合先进的信息系统、专业的团队和完善的风险控制体系，对客户供应链环节尽可能的渗透，使客户能尽可能的把非核心竞争力供应链环节业务外包给公司（即横向一体化）。公司通过提供全面的供应链管理服务打破了企业间的固有界线，使链条上不同企业成为彼此依赖的业务单元。

4.1 怡亚通主营业务：由“广”入“深”，从“代理商”到“直接供应商”的转型

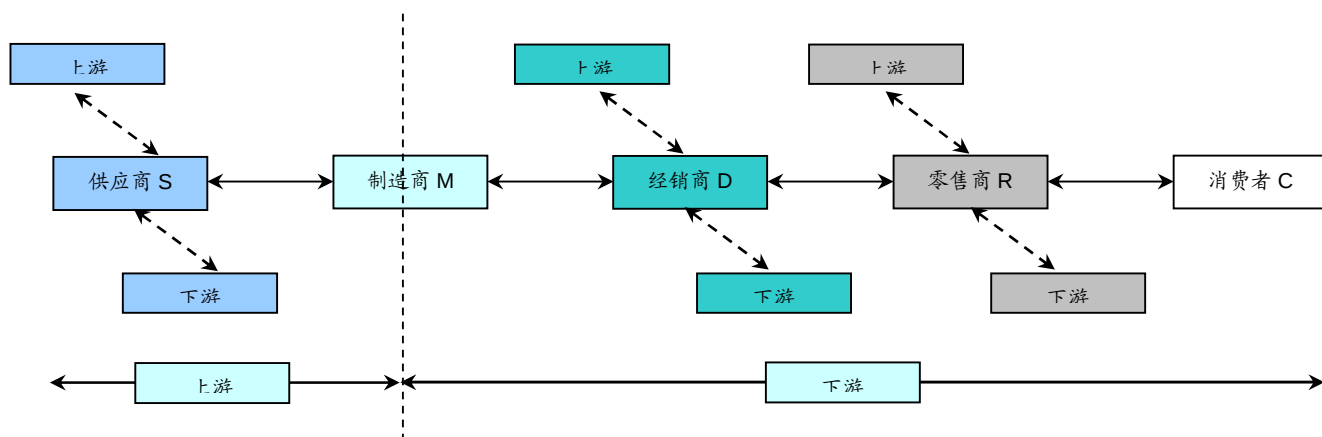
在讨论怡亚通的主业之前，我们有必要对供应链的涵义做进一步明确。简单来说，供应链是由商流、物流、资金流、信息流联结成的一条将供应商、制造商、经销商、零售商、最终用户连为一体的功能性网链结构。

从供应链管理者的角度来说，每条供应链都有一个核心企业（供应链管理的服务对象/客户），可能是制造商，也可能是商业企业（经销商、零售商）；而不同的行业，供应链也不同，譬如制造供应链、纺织供应链、IT 供应链、食品供应链等。但无论核心企业是谁，也不管是哪种行业供应链，一站式供应链管理商都需要解决这样一个核心问题：为核心企业打造一条高效、快速反应或创新型的供应链，为其获取成本降低利润提升的好处，并从中分享利润。怡亚通正是中国内地提供一站式供应链管理的革新者和实践驱动者。

图 11 是一条典型的[制造供应链](#)示意图，核心企业为制造商 M，其上游包括供应商 S，下游包括经销商 D、零售商 R 和消费者 C。对于这样一条供应链，供应链管理商通过整合外部资源，扁平制造商的采购和分销渠道、提供信用支持等服务降低其采购、分销成本，提高其资金回收效率以及对下游需求快速反应能力，等等。

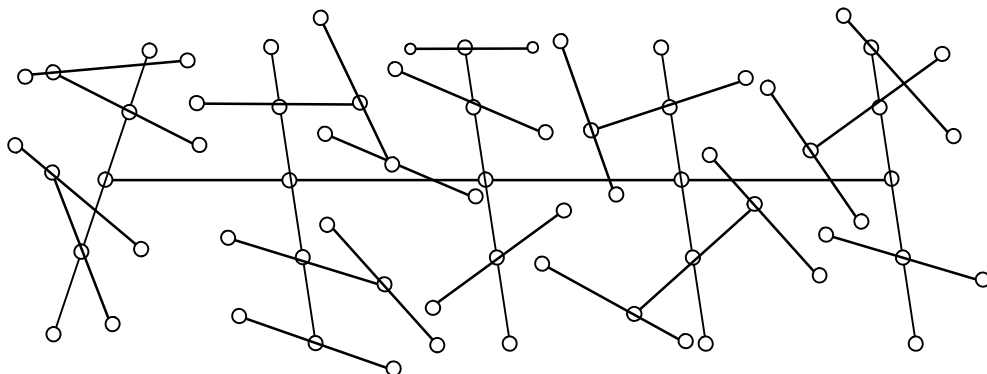
类似地，供应链管理商也可以向图 11 中的分别以供应商 S、经销商 D、零售商 R 等为核心企业的供应链提供服务。若核心企业是商业企业，则其上游变为了供应商、制造商，下游则成为零售商和消费者（特别指出，此时商业企业上下游并不一定只包含此前制造供应链中的各方，其上游可以扩展至制造商 N、P、V 等，其他各方亦如此）。全面供应链管理商在开展业务中，实质上是为数条不同类型供应链提供管理服务，如在图 11 的制造供应链中，怡亚通为制造商 M 提供采购执行业务（上游为供应商 S），亦可以为经销商、零售商提供类似服务。于是，一站式供应链管理商就不单单是为一条独立的供应链服务，服务对象为由众多不同类型（核心企业不同、行业不同）的供应链单元组成的网状结构（见图 12），供应链管理商的客户理论上可无限拓展的。

图 11 供应链上不同节点企业的上下游示意图



资料来源：海通证券研究所

图 12 一站式供应链管理商服务对象为由不同行业供应链织成的供应链网

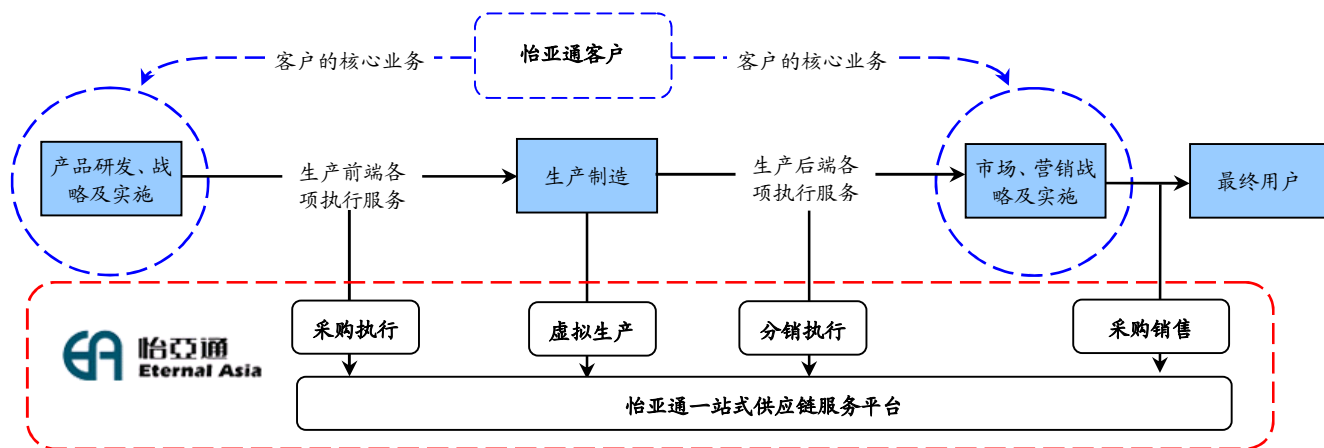


资料来源：海通证券研究所

以上述说明为前提，我们开始讨论怡亚通的主业。

下图为一条怡亚通提供供应链管理服务的**制造供应链**（当然我们已经知道也可以其他行业供应链），为突出公司主业，我们将先前讨论过的一条典型的制造供应链作了处理，它以制造商（生产制造）为核心，将生产活动进行了前伸和后移，我们将客户的核心竞争力在供应链上作了体现，包括生产前的产品研发和生产后的市场营销。其他非核心业务就构成了怡亚通的主业，包括生产前端的采购执行、虚拟生产、生产后端的分销执行以及采购销售业务等（见图中红色虚线框内部分）。

图 13 怡亚通为客户提供其供应链上核心业务以外的所有非核心业务



资料来源：海通证券研究所

我们按不同的标准区分，如按是否生产性业务，怡亚通主业可分为 非生产性供应链业务（采购执行、分销执行、采购销售业务）与 虚拟生产业务；按开展业务时怡亚通是否拥有物的所有权，分为 代理商（采购和分销执行业务）与 直接供应商（虚拟生产和采购销售业务），等等。

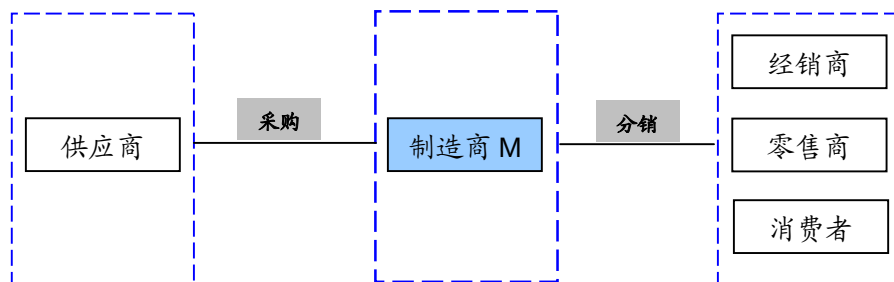
怡亚通按照三个维度来定义自己的服务内容，包括：1、广度供应链业务（采购执行、分销执行）；2、深度供应链业务（采购销售业务）；3、产品整合业务（虚拟生产业务）。

4.1.1 广度供应链——怡亚通的采购执行和分销执行业务

为讨论清晰，我们以虚拟的企业——“制造商 M”的视角来了解怡亚通的广度供应链业务。

对 M 而言，其所处的供应链条可简化为两段，即生产前的采购和生产后的分销（见图 14）。前者是供应商与 M 间发生物流、商流、资金流和信息流（即“四流”）过程；后者是制造商 M 与下游客户间发生的四流过程。总之，怡亚通的广度供应链业务就是通过设计、规划、控制和优化这条供应链采购和分销环节的“四流”来提供供应链管理服务。

图 14 制造商 M 的简化供应链：采购+分销



资料来源：海通证券研究所

A. 采购执行业务

业务简化流程:

M 与供应商签订采购合同 → M 与怡亚通签署采购（进口）确认单 → 怡亚通借助自身物流网络平台，从 1 个或多个供应商处进货，根据 M 的需要，怡亚通可提供信用支持 → 怡亚通提供产品包装、加工、库存管理等服务 → 怡亚通将货品配送给 M 或其指定处

图 15 怡亚通采购执行业务流程图（客户为制造商 M）



资料来源：海通证券研究所

怡亚通提供的增值服务（包括但不限于）：

（1）如果进行国际采购，怡亚通提供通关、进出口、国际或保税物流服务。采购执行业务直接减少了 M 的采购环节，利用怡亚通的经验和资源节省调研和采购成本；

（2）仓储及存货管理（VMI）以及信息系统服务。在仓储库存管理上，公司借助信息网络系统，使制造商 M 与其供应商实现信息共享，M 可根据需要实现原材料的实时采购，减小资金占用和库存风险，同时亦能快速响应市场需求；而供应商也能及时了解 M 的采购需求，合理安排供货。怡亚通会把低附加值的运输服务外包给第三方物流公司。

（3）供应链结算配套服务。怡亚通以电汇和信用证等结算方式帮助供应商实现资金的快速回笼，同时向 M 提供信用支持，节省其资金占用（接受 M 的分批提货付款或延期支付）。

受益于怡亚通的供应链管理服务，M 节省了花费在调研和采购上面的成本，而将主要精力集中在自己的核心业务上；借助于怡亚通的信息管理系统，使 M 与供应商间共享库存信息，实现库存动态管理并能迅速响应市场需求；M 获得信用支持服务，缓解资金压力，等等。

表 2 怡亚通采购执行业务前后成本费用比较

项目	传统采购模式	采用怡亚通采购执行模式
渠道物流费用	15%	3%
配送安装	25 天	10 天
人员支持	60 人	专业支持
资源投入	分散效率低	集中调配高响应

资料来源：怡亚通

怡亚通的盈利模式:

理论上讲，在采购执行业务环节，公司收入来自两个部分：（1）怡亚通对物流、信息流进行管理，为 M 节省了采购环节和成本支出、提供了增值服务，公司按照业务量

的一定比例收取服务费；（2）怡亚通作为供应链结算配套服务提供方，为 M 提供信用支持（即对资金流管理），收取相应的“费用”。怡亚通的成本主要是运输、仓储、人工、报关等费用。

因此，根据是否需为客户提供信用支持，怡亚通采购执行业务的盈利就有两种计算方式。第一种，客户全额支付人民币货款：若是国内供应商，则公司盈利来自向客户收取的服务费，由于业务的多样性及非标准化，怡亚通没有一个标准的费率水平。2009 年报中采购和分销执行的综合服务费率为 1.96%（营业收入/业务量）；若是国外供应商，如果公司直接将客户的人民币货款购入美元向供应商进行支付（购买现汇），则收益同样来自于向客户收取的服务费。如果怡亚通把客户的货款直接存入银行，借入等值美元支付供应商，同时签订美元远期外汇协议（或 NDF 合约），锁定未来购汇成本。这种情况下，怡亚通的收益则除了来自服务费外，还有一部分来自金融衍生品收益；第二种，客户要求怡亚通提供一定额度信用（如：业务量的 20%-30%）。从目前经营情况来看，由于实务操作过程中的复杂和多样性，无法对提供了信用支持的业务与其它业务进行有效分离，也即前述 2009 年 1.96% 的服务费率中已包含了对第二类客户的收费，但目前占比很小。我们认为，由于供应链结算配套服务潜在的高收益特征，随着宇商小额贷款公司在今年 1 月份的挂牌成立，公司未来的供应链结算配套服务将成为预期中的业绩亮点之一（我们将在第五部分讨论）。

我们注意到，在怡亚通提供信用支持（消化客户的应收、应付账款）时，表面上 1.96% 的服务费率要远低于 1 年期银行贷款利率 5.31%（公司资金是有成本的），但公司完全可通过资金的高周转来实现盈利（对于全额付款和提供信用支持，我们只需要讨论后者）。2009 年怡亚通广度供应链业务应收账款周转率为 20.06，也即每年约周转 20.06 次，将服务费率乘以年周转次数后与 1 年期银行贷款利率作比较，即使我们在不考虑优惠贷款利率的情况下，怡亚通广度供应链业务提供信用支持部分的年服务费收益率高达 34%。

结合上述讨论过程，我们认为影响怡亚通盈利水平的主要因素包括：（1）客户规模。客户数量与盈利水平呈正比。怡亚通的收入是根据业务量一定比例收取服务费，而非传统的经销商和采购商所采用的买卖差价模式，因此公司需要客户数量的增加或在现有客户身上不断挖掘其他服务模块的需求以获得收入增长；（2）人民币升值预期。人民币升值幅度越大，美元远期外汇合约交易产生的收益越多。（3）“息差”水平，即银行融资成本与服务费率的差额。主要取决于银行融资成本、服务费率以及应收账款周转率。在其他情况不变时，融资成本越低、服务费率越高、应收账款周转越快，则盈利越好。

对采购执行业务的补充：

上述是以制造商为核心的供应链管理服务的典型盈利模式。如图 16 所示，若供应链的核心企业为商业企业（经销商或零售商），则怡亚通将遵循类似的业务流程、供应链管理服务模式获取盈利。再次提示，一站式供应链管理商服务对象可扩展为由众多不同行业供应链单元组成的网状供应链（见图 12），供应链管理商的客户理论上是可以无限拓展的。

图 16 怡亚通采购执行业务流程图（客户为经销商或零售商）



资料来源：海通证券研究所

B. 分销执行业务

分销执行与采购执行均属于怡亚通的广度供应链业务，在我们“制造商 M”的例子中，处于 M 为核心的供应链两边。两者的共通之处在于，怡亚通不掌握业务中“物”的所有权，公司收入为服务费（业务量×服务费率）；通过消化客户的应收、应付账款提高客户资金的使用效率；两者差异在于，在采购执行中公司向下游（制造商 M）提供服务和信用支持（视客户需求），信用支持的规模反映在对 M 的应收账款中，而在分销执行中，公司向上游（制造商 M）提供服务和信用支持，怡亚通向 M 先行支付货款（资金是有成本的），信用规模反映在对 M 的预付账款中或对下游的应收账款中。

业务简化流程：

怡亚通接受 M 指令进货→怡亚通将产品运至自己仓库，以电汇或开立信用证等结算方式支付货款→怡亚通提供分拣、加工、库存管理等服务→下游 M 的大型直供客户、代理商或零售商与 M 签订采购合同→下游从怡亚通付款提货

图 17 怡亚通分销执行业务流程图（客户为制造商 M）



资料来源：海通证券研究所

怡亚通提供的增值服务（包括但不限于）：

（1）如果是国际分销，公司会提供进出口、通关服务、国际物流配送或保税物流。怡亚通的分销执行业务为 M 建立了更广泛的分销执行网络，全面提高直供能力，扁平了中间环节，M 将受益于分销层面的减少带来的成本节省；

（2）仓储及存货管理（VMI）及信息系统服务。在仓储库存管理环节，公司借助信息管理系统，实现动态缓冲库存并协助客户管理和维护日常营销运作，实现零库存，并

配合客户执行市场行动，并能快速响应市场需求。怡亚通会把低附加值的运输服务外包给第三方物流公司；

(3) 供应链结算配套服务。怡亚通帮助制造商 M 提前实现资金的快速回笼。

借助于怡亚通的供应链管理服务，M 增强了直供能力，并节省了因分销层面过多带来的大量成本，将主要精力集中在自己的核心业务上；借助于怡亚通的信息管理系统，M 与下游的直供客户/代理商/零售商间可共享库存信息，实现库存动态管理，减少“牛鞭效应”的发生；此外，怡亚通还能帮助实现 M 资金的快速回笼。

怡亚通的盈利模式：

在分销执行业务环节，怡亚通的收入来自于：对 M 分销环节物流、信息流、资金流进行管理，实现分销环节供应链的优化，为 M 节省成本支出，缩短响应市场的时间。公司按照业务量的一定比例收取服务费。怡亚通的成本主要是运输、仓储、人工、报关等费用。

与采购执行业务一样，表面上 1.96% 的服务费率要远低于 1 年期银行贷款利率 5.31%，但公司通过资金的高周转实现盈利。

我们认为影响怡亚通盈利水平的主要因素包括：(1) 客户规模。客户数量与盈利水平呈正比。怡亚通的收入是根据业务量一定比例收取服务费，而非传统的经销商和采购商所采用的买卖差价模式，因此公司需要客户数量的增加或在现有客户身上不断挖掘其他服务模块的需求以获得收入增长；(2) “息差”水平，即银行融资成本与服务费率的差额。主要取决于银行融资成本、服务费率以及应收账款周转率。在其他情况不变时，融资成本越低、服务费用越高、应收账款周转越快，则盈利越好。

分销执行业务的补充说明：

上述是以制造商为核心的供应链管理服务的典型盈利模式。如图 18 所示，若供应链的核心企业为供应商，则怡亚通将遵循类似的业务流程、供应链管理服务模式获取盈利。

图 18 怡亚通分销执行业务流程图（客户为供应商）



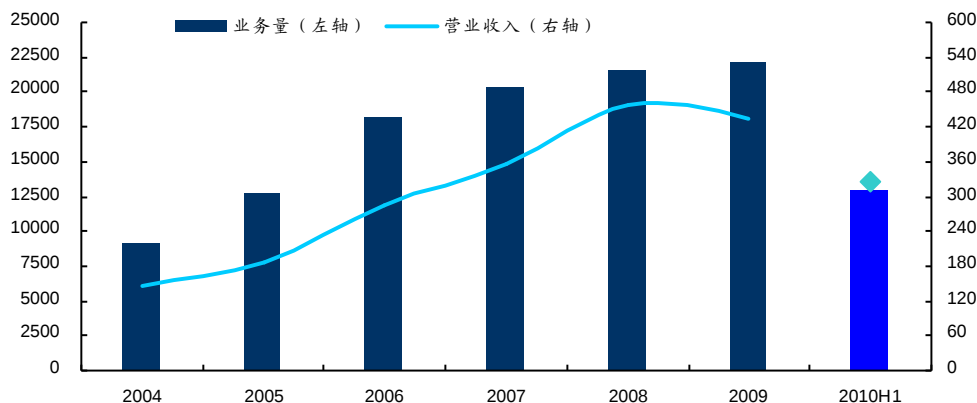
资料来源：海通证券研究所

在广度供应链业务（采购执行和分销执行）中，借助怡亚通在中间的融通，客户延长了用于采购的应付账款周期，并缩短产品分销给代理商的应收账款周期，从而缓解了公司运营资金的流动性压力，实现了对客户供应链环节“资金流”的管理。

2010 年上半年，公司广度供应链业务开始实施代理商制度，积极建设全国渠道销售平台，招募、支持和培训代理商，到 6 月底已开发代理商近百家。1-6 月份，公司广度供应链业务发生业务量 130 亿元，占公司总收入的 85.16%，同比增长 31.83%；营业收

入 3.26 亿元，占公司总收入的 12.56%，同比增长 109.66%；综合毛利率为 36.19%，毛利占 65.11%。

图 19 2004 年以来公司广度供应链业务量和营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 20 怡亚通广度供应链服务领域部分客户/合作伙伴



资料来源：公司网站

4.1.2 深度供应链——怡亚通的采购销售业务

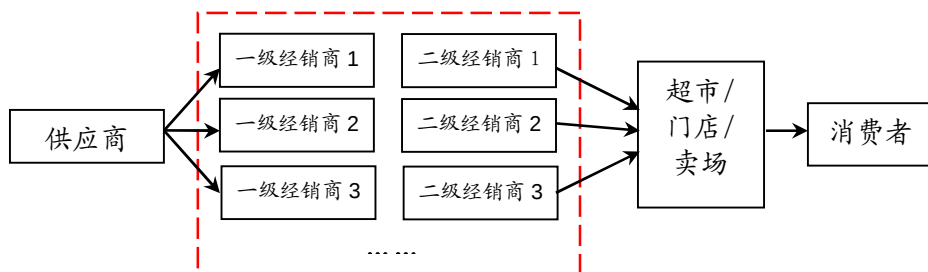
2009 年下半年开始，公司将业务重点转向 BtoX 深度供应链（由“广”入“深”），即采购销售业务。

怡亚通的采购销售业务是在 2008 年引入的卖场业务的基础上发展起来的。采购销售业务是指从供应商采购货物后，将货物直接分销至大型卖场、门店、超市，而省去中间的经销商环节。该业务通过整合供应链中下游的各种优势资源，为上游企业提供面向终端及消费者的全方位分销服务。目前，怡亚通已经建立了粮油、快速消费品、汽车后市场、IT、家电等深度供应链服务平台体系，并计划进一步拓宽服务领域。

举例来说明这种业务模式：百事可乐公司把产品运到某个城市怡亚通的仓库，然后由怡亚通直接配送到各个门店。这样一种合作模式里，百事可乐能把以往的多级分销体系压缩为一层，交付给怡亚通执行，而后者通过整合当地的仓储、物流实现直供目的，并维护终端卖场与厂家的关系。此外，公司搭建的快消平台可以采取统一仓库、统一配

送的方式。当不同货物要去同一方向时，百事可乐、蒙牛、雀巢等等的货统统可以装进去，节省了单位运输成本，并提升了响应市场的效率。

图 21 上游供应商通过多级经销商供货的模式



资料来源：海通证券研究所

图 22 上游供应商借助怡亚通深度供应链平台的分销模式



资料来源：海通证券研究所

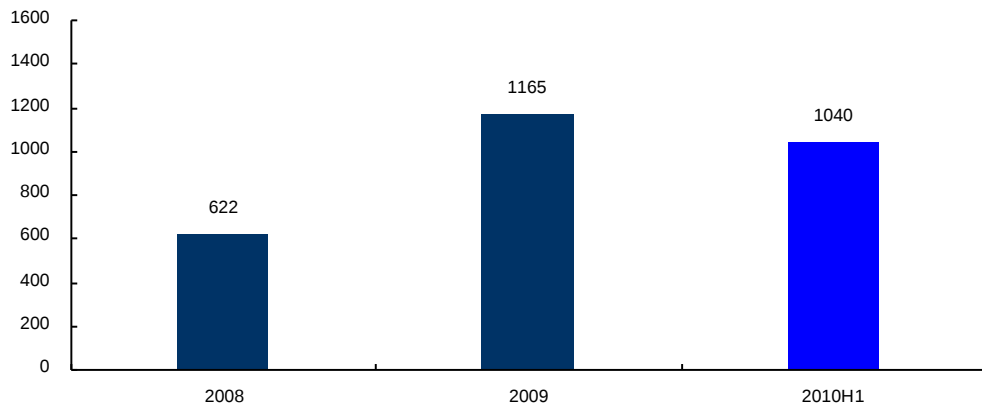
与广度供应链业务不同，在采购销售业务模式下：（1）怡亚通向下游定价，在货值中加入一定比例的服务费，并以销售价格的方式体现。而广度供应链中收入直接表现为业务量一定比例的“服务费”；（2）怡亚通可整合其自身拥有的下游优势资源，是直接供应商。而广度供应链中，怡亚通只是扮演“代理”的角色，起“执行”的作用，怡亚通不直接与下游签订合同；（3）怡亚通对于货物在销售至卖场、超市、门店之前拥有货物的所有权，因此对收入确认按销售商品的方式核算，成本确认按购买库存商品的方式核算，在会计体现上，毛利率低于广度供应链管理业务。

我们认为影响怡亚通深度供应链业务盈利水平的主要因素为客户规模与深度供应链平台建设。客户数量与盈利水平呈正比。怡亚通采购销售业务收入中计入服务费，公司需要客户数量的增加以获得收入增长；而深度平台布局与盈利水平亦呈正向关系。2009年公司涉足快消业务，并收购了多家以采购销售业务为主的公司，2010年公司计划建成100-120个B2X平台。

2010年上半年，公司深度供应链业务的业务量较上年同期增长了521%，已占整个公司的7%，导入了MRO、纸业、食品等项目。随着深度业务的不断扩张，在全国各地建立功能齐全的平台的需求也越来越强烈，在这种情况下，公司提出了“380计划”，即力争在3-5年内在全国380个城市设立集分销与深度分销、采购与深度采购功能于一体的城市平台。年初改造了2009年已建成的33个城市网点，上半年新建成了约30个网点。

1至6月份,公司深度供应链业务发生业务量(营业收入)10.4亿元,同比增长520.93%;综合毛利率为3.40%,同比提升0.57个百分点,毛利占19.51%。

图 23 2008 年以来公司深度供应链业务量和营业收入(百万元)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

4.1.3 产品整合供应链——怡亚通的虚拟生产业务

2007年公司开展虚拟生产服务。虚拟生产服务以采购(执行)和分销(执行)为基础再加上接受客户委托外包加工生产的环节,彻底实现由客户委托采购原材料、生产、配送成品到最终使用者的全面性供应链服务。

业务简化流程:

客户下订单→怡亚通整合相关资源(如原材料等)交由代工厂生产→借助怡亚通的物流网络向客户提供仓储、配送等

图 24 怡亚通虚拟生产服务流程图



资料来源:海通证券研究所

在虚拟生产中,怡亚通联合方案开发商根据客户订单进行OEM或ODM加工,帮助制造商实现规模效益。客户则可以避免在设备、技术、研究开发上的大额投资,专注于他们擅长的销售业务,虚拟生产是一个多方共赢的服务模式。在这个虚拟生产模型中,不仅分担了风险,各自还保持和加强了自己的核心竞争力。从产品的研究开发到投放市场,周期大大地缩短,而且顾客导向化程度更高。

与广度供应链业务不同,在虚拟生产业务模式下:(1)怡亚通直接充当客户供应商的角色,直接与客户签订采购合同。而在采购执行业务中,怡亚通是以代理人的身份

代表客户与供应商开展业务，不直接与客户签订合同；（2）怡亚通虽然同样没有自己的工厂，但通过将生产任务外包的形式参与了客户的整个生产流程；（3）怡亚通为客户提供更多的产品研发方面的增值服务；（4）虚拟生产因为涉及生产业务，其货物的流转周期比非生产性供应链管理业务的周期长，公司为规避风险，公司对物权实施控制，相应地对收入确认按销售商品的方式核算，成本确认按购买原材料方式核算，所以毛利率较采购执行和分销执行业务低很多。（5）广度供应链中收入直接表现为业务量一定比例的“服务费”。

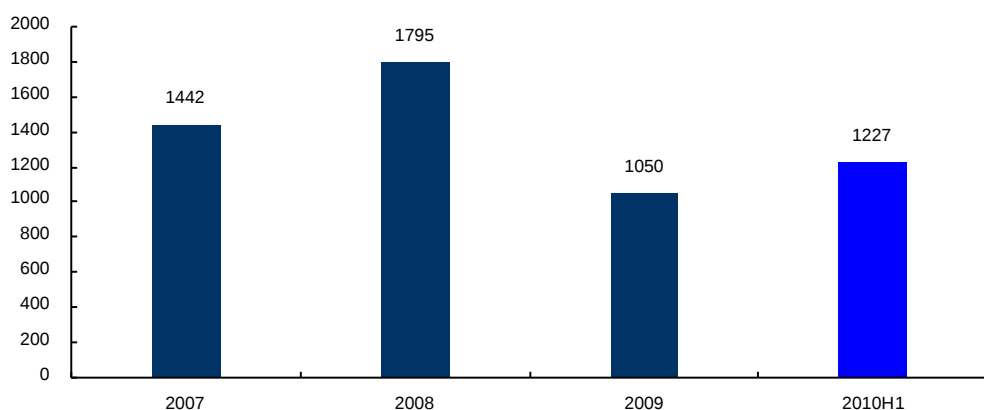
怡亚通的盈利模式：

在虚拟生产业务中，公司较广度供应链业务提供更多的增值服务，公司直接与客户签订采购合同，并负责统筹和密切参与整个生产流程。因此，公司的毛利率要比广度供应链业务高。公司收入主要来源于：从产品设计、原材料采购、生产、运输环节对物流、信息流、资金流进行管理，实现资源高效配置、节省各环节间成本。怡亚通定价时，在货值中加入一定比例的服务费（层层环节累加），并以销售价格的方式体现。怡亚通的成本主要是原材料、设计、加工、物流等费用。

我们认为影响怡亚通盈利水平的主要因素包括：（1）客户数量。客户规模与盈利水平呈正比。而影响客户规模的主要因素包括公司资源整合能力、专业知识和技能能否有效监督生产过程，实现及时、高质交付货物等。由于虚拟生产注重产品的设计和开发，所以虚拟生产企业需要对产品的知识和技术有比较深刻的理解；（2）产品范围。产品范围越大，盈利来源渠道越多。目前公司虚拟生产的产品包括平板电视、手机、红酒、安防、服装、钟表等。

2010年上半年，公司产品整合业务发生业务量（营业收入）12.26亿元，占公司总收入的8.03%，同比增长77.88%；综合毛利率为1.95%，同比下滑4.51个百分点，毛利占13.16%。上半年毛利下滑主要是营业成本大幅上涨了86.47%，同时由于通讯行业的竞争加剧，公司通讯产品整合业务的综合毛利大幅下降，其中新成立的兴怡公司经营的产品毛利率偏低，联怡時計和联怡服饰公司由于仍处于初期投入的开发阶段，毛利率亦相当低。

图 25 2007 年以来公司产品整合业务量和营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司从“广度”向“产品整合”“深度”的转型：根据上述讨论，公司主业涵盖客户供应链上所有的非核心业务，包括广度供应链业务（采购执行、分销执行）、深度供应链业务（采购销售）、产品整合业务（虚拟生产）等，其中，广度供应链相对粗放，容易被竞争者学习和模仿，导致公司该项业务在前两年开始出现瓶颈，2008、2009年公司广度供应链业务量同比增速分别仅达到6.6%和2.5%。2007年，公司开始思考转型，将重心逐步从“广度”转向“深度”和产品整合供应链业务。

2007 年公司借助平板事业部起步，开始产品整合业务（虚拟生产），当年便开始实现盈利，之后公司将这一模式向其他行业产品扩张，包括手机、红酒、安防、钟表、服装等。同时公司为保持核心竞争力，开始思考搭建全国甚至全球的供应链整合平台网络。2008 年起，公司在一些城市搭建供应链整合平台的尝试。这种供应链整合平台通过统一仓储、统一配送，可以使上游共享公司提供的平台，客户无需建自己的仓库、车队和经销商团队，实现成本的节省，同时还能共享彼此的下游客户，提高多方的竞争力，并做大怡亚通的业务规模。

公司计划在 3-5 年内在全国 380 个城市建立 380 个深度供应链平台，帮助上游企业把产品直供到所有门店，这种模式使竞争对手在短期内难以模仿。公司目前已在近 100 个城市建立了这样一种深度供应链整合平台。

4.1.4 乐番薯——建立在深度供应链平台上的 BtoC 模式

为充分发挥在供应链管理上的优势，公司将业务链条进行了延伸，介入零售终端。公司借助于深度供应链分销平台规划了“万电 3C+1C”（即家电、通讯、信息、快消品与机能性保健品及日用品）的连锁店模式，以实现对整个供应链条所有环节的控制。这种连锁店模式由子公司长怡科技与台湾大同集团的合资公司“乐番薯”经营。

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，而怡亚通则则为所有的连锁加盟店提供一站式供应链服务，乐番薯模式实际上实现了深度供应链平台与 BtoC 分销平台的整合。公司计划在 5 年内开 10000 家连锁店，以加盟方式进行扩张，采取“农村包围城市”的策略，开 100 平米到 300 平米之间的中型店。2010 年初，第一家门店（样板店）在深圳开张。

业务简单流程：

加盟商使用乐番薯信息管理系统→通过系统实时的库存信息，发现缺货→形成订单→借助怡亚通的深度供应链分拨平台配送。

图 26 借助于怡亚通深度供应链平台的乐番薯模式



资料来源：海通证券研究所

怡亚通的收入主要来自于：（1）按商品货值收取 3%-5% 的手续费（仅赚取供应链的利润，不赚零售的钱），并计入销售收入中；（2）收取加盟费。

如今怡亚通已经与百事可乐、宝洁、中粮、红牛、娃哈哈以及达能多美滋等品牌合作。由于中国市场辽阔，公司计划与拥有资源的经销商、渠道商等开展合作和“整合”。2010 年 3 月 18 日，怡亚通发布“创业伙伴海选”活动，拟在三年内，携手众多世界 500 强及国际国内著名企业，通过模式引导、市场开拓、资金支持、项目支持、产业整合、人才培养等措施，加大对十大重点产业、重点行业中渠道商的扶持。

“乐番薯”除了实现整合公司深度供应链平台和 BtoC 分销业务外，也将虚拟生产业务进行了深化。怡亚通通过对外部资源的整合，介入到供应链条上的生产领域，通过虚拟工厂的形式制造产品并将其配送给品牌商，而一旦品牌商的需求继续延伸到销售端，希望怡亚通能在生产交货之后，还能在通路上提供增值服务，于是，“万电 3C+1C”连锁店模式变实现了虚拟生产产品的输出，提供全供应链服务。

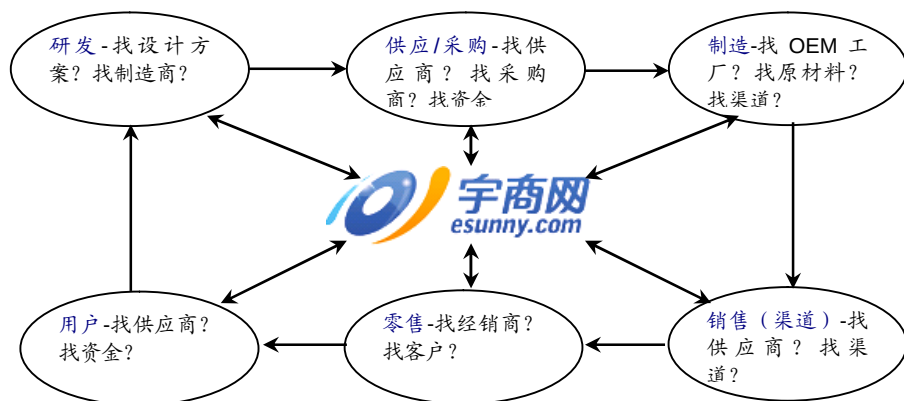
对怡亚通来说，随着上游的产品资源逐渐丰富，通过产品整合与市场整合输出到连锁店，怡亚通将能进一步发挥虚拟生产的销售力。

4.1.5 宇商网——承载怡亚通“天网”梦想的 Btob 模式

如果说覆盖全国的供应链物流网络是怡亚通发挥供应链管理优势的“地网”，公司还希望通过搭建一张“天网”来渗透到以“中小企业”为主要客户群（也将扩展对所有客户）的供应链管理服务中。2009 年 3 月公司注册成立宇商网（esunny.com），持股 70%。

对于大企业，其借助供应链管理商的服务更多地是希望打造一条高效、快速反应和创新型的供应链，以提升竞争力；对于中小企业而言，它们需要商机、资金以及把握大订单的机会，而宇商网则为这些企业搭建了一个平台，依托怡亚通的线下供应链管理优势，以供应链联盟为核心，为中小企业提供信息传递、网上物流、采购、销售、融资、在线招标等功能，实现规模效应，帮助中小企业做强做大，同时也能帮助其改变供应链管理思想。有很多中小企业通过这个平台可以放弃非核心业务，专注在最核心的业务上，全面提高了自身的核心竞争力。

图 27 宇商网服务模型



资料来源：海通证券研究所

以往，怡亚通在“地网”上与中小企业开展业务，相对来说盈利空间有限，因为中小企业订单小，公司对其风险防范更难把握。而通过宇商网，公司可以把众多的小订单汇集起来，实现规模效应。借助“宇商网”的平台，公司结合在地网上现有的优势行业，比如平板、手机、红酒、安防、办公用品等，根据不同的分类，相应建立不同的频道，把每个行业的上下游全部整合起来。天网需要地网的支持，地网将借助天网壮大。

宇商网的盈利模式：一是收取会员费，二是收取在线交易费，三是线下供应链服务收取服务费（这一点是特色），四是其他（当宇商网网上交易达到一定规模，使用客户交易沉淀资金获取收益）。

宇商网的会员费即“商盟通”销售，目前收费 2300 元/年（买 3 年送 1 年，分摊至

每年则为 1725 元)，提供推广、融资、增值、专享服务等，对比阿里巴巴的“诚信通”，虽然其普及版收费仅为 1688 元/年，但从提供服务的广度和深度来看，均不及商盟通。特别是商盟通依托于怡亚通的“地网”优势，为中小企业提供一站式的供应链管理服务，是其特色。

表 3 “商盟通”与“诚信通”对比

	宇商网（商盟通）- 年费：2300 元	阿里巴巴（诚信通，普及版）- 年费：1688 元
推广服务	1. 产品信息自动发布到上百家网站； 2. 主流电子商务网站求购信息免费查看； 3. 主流电子商务网站信息排名优化； 4. 搜索引擎信息排名优化	基本提供，但部分服务需额外付费。如，按点击付费的网络推广服务等
融资服务	宇商贷款，向中小企业提供小额贷款，最高可贷 500 万元。向会员提供绿色通道，申请优先受理，优先审批，最快 2 个工作日即可放款。	无
增值服务	一对一专人服务指导操作	无
专享服务	1. 搭建企业自己的商铺，独立域名，提供在线客户反馈、在线客户沟通、仓储物流、线下代销线下分销服务； 2. 宇商网联合第三方权威认证机构对企业资质进行严格审核； 3. 享受怡亚通的一站式供应链管理服务，服务费最低 7.5 折起	提供独立平台展示、第三方认证等服务，但仅提供基本的物流配送服务（阿里巴巴为企业推荐物流合作伙伴，货运运费 8 折起）

资料来源：宇商网，阿里巴巴，海通证券研究所

乐番薯和宇商网是公司实体物流网络的延伸，其最大特色来自于依托怡亚通一站式供应链管理服务，前景值得期待。但我们认为，目前公司正处于二次深度扩张期，依赖于深度供应链平台的乐番薯和宇商网目前仍将处于培育期。

4.2 信息管理系统：公司供应链管理服务的核心物质基础

信息系统是供应链管理商实现资源整合和提供有效服务的核心物质基础。怡亚通一站式供应链管理服务是建立在公司全国及全球网络及强大的信息系统下的各环节服务组合。

公司的信息管理系统可分为内联网和外联网两部分。内联网主要是联系了集团内部各个事业部、子公司等，实现订单、信息等的实时沟通，提供营运效率；而外联网是实现公司与外部客户的联系的平台，特别是为怡亚通的上下游提供了信息传递的平台，简化了订单在供应链条上传递的过程。

目前公司业务已全面实现电子化处理。公司与毕博公司（Bearing point）结合公司自身及客户业务特点，共同研发了 Eternal（怡亚通）信息系统。该系统集成了物流仓储管理、订单管理、通关管理、财务控制、数据分析、采购/分销管理和客户查询、实时跟踪等功能，可全面针对不同客户类型提供完整解决方案。

5. “资金流”管理与怡亚通的盈利模式

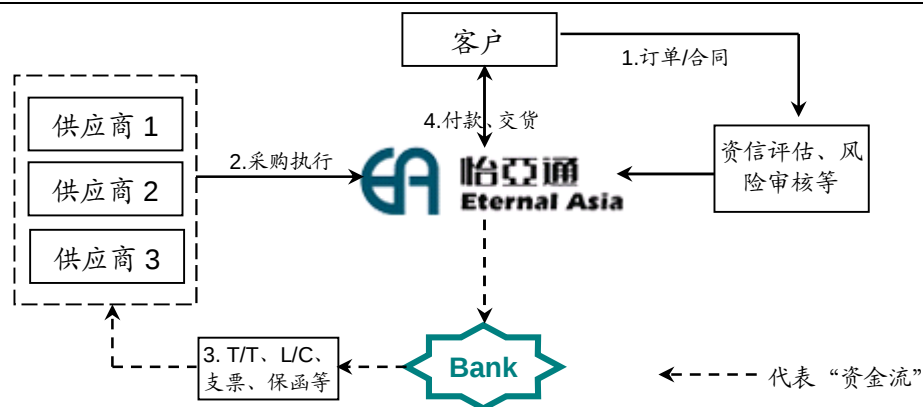
怡亚通的一站式供应链管理业务为客户提供供应链条上各环节间商流、物流、信息流、资金流的设计、规划、控制和优化服务，对“四流”的管理是公司盈利的来源，特别是“资金流”管理对公司盈利具有重要意义。

5.1 供应链结算配套服务：风险可控，盈利可观

怡亚通供应链结算配套服务在其商业模式中是不可或缺的，也是其竞争力之一。供应链结算配套服务主要是供应链管理服务环节的资金配套，包括在开展业务过程中消化客户应收、应付账款提供的信用支持以及向客户提供融资服务。前者由于实务操作过程中的复杂和多样性，我们无法对提供了信用支持的业务与其它业务进行有效分离，而且一般已经反映在综合费率中（如 2009 年广度供应链业务服务费率约为 1.96%），目前这一块业务在怡亚通业务中占比较小。而后者，即供应链配套融资服务，随着小额贷款业务的开展，未来将贡献可观的利润。

下图是怡亚通采购执行业务供应链结算配套服务流程图。在该流程中，公司向客户提供信用支持，但整个过程以“物”流为前提，公司参与到客户的供应链流程中，降低了信息不对称的风险，相对银行等金融机构具备信息优势。而且公司内部有专业人员对客户资信作评估和风险审核。特别是当下游是中小企业，在面对银行等金融机构较高的融资成本，甚至是无法从银行筹措资金的情况下，可以借助怡亚通的服务，相当于增强了客户的信用能力，提升了整个供应链的竞争力。

图 28 怡亚通采购执行业务供应链结算配套服务流程图



资料来源：海通证券研究所

公司在 2010 年 1 月 19 日成立了宇商小额贷款公司，注册资本为 1 亿元。截至 6 月底，小额贷款公司总资产 1.06 亿元，净资产 1.03 亿元，上半年实现营业收入 379 万元，净利润 297 万元，净利润率约为 78%。

小额贷款业务由于刚起步，并未有效融入公司的供应链管理业务中。为计算小额贷款业务未来可能的业绩贡献，我们仅按 2009 年业务量的 2% 作为模拟测算，并参考澳洋顺昌目前小额贷款业务利率（10%-20% 之间，其中优质客户约为 13%-15%），选择 15% 的利率计算，公司的融资成本为 1 年期银行贷款基准利率 5.31%，假设资金有效利用率为 90%（即可用于提供小额信贷的资金在 1 年中 90% 的时间被使用），则小额贷款服务的净利 4257.84 万元，按照截至 2010 年 6 月 30 日的股本测算，相当于增厚 EPS0.08 元。如果我们按照公司预计的 2010 年 380 亿的业务量的 2% 计算，则相当于潜在增厚 EPS 约 0.12 元。

我们认为，供应链结算配套服务未来的盈利贡献将随着公司业务量的扩张而增加，有望成为公司未来重要的盈利点。

5.2 怡亚通的衍生金融交易：到期收益率锁定，受益于人民币升值预期

怡亚通的金融衍生交易主要指 NDF 组合业务或远期外汇协议，前者即“人民币质押存款 + 美元贷款 + 人民币 NDF”，在国内上市公司中，深康佳、东陵粮油、广博股份、

万丰奥威、格力电器、东华能源等均有开展此项业务。我们认为，怡亚通的衍生金融交易是一种管理进出口贸易现金流的手段，本质上仍属于对“资金流”的管理。

我们以 NDF 组合业务展开讨论（远期外汇协议与其类似，但属境内市场）。NDF 是指无本金交割远期外汇（Non-Deliverable Forward），人民币 NDF 市场是离岸市场。其做法是交易双方在签订买卖契约时，不需交付资金凭证合约，到期时亦不需交割本金，只需就双方议定的汇率与到期时即期汇率间的差额进行清算并收付。因此，单纯的 NDF 具有较高的汇率风险。

对于怡亚通而言，公司提供供应链服务过程中，需要涉及大量的美元购汇和结汇。公司通过两种方式获取美元支付给供应商，第一种是直接以向客户收取的人民币购买美元现汇，第二种是使用 NDF 组合业务。后一种方法中，公司采取以向客户收取的人民币作质押向银行借入等值的美元，并支付客户的供应商，同时在境外作一笔相对应的 NDF 远期售汇业务（通常 1 年期），以锁定公司的外汇风险和降低购汇成本，NDF 组合业务在期初操作日就已将到期收益率确定，因此不存在风险。

在实际操作中，公司先将准备用来购买外汇支付进口货款的人民币资金质押在有关银行（人民币质押存款享受存款利率），然后向有关银行申请与人民币质押存款同期限等值的美元贷款（以当天汇率折算）用以支付货款，同时通过公司的国外分支机构做一笔对应的 NDF 远期售汇业务。

举例来说明 NDF 组合业务：

假设在广度供应链业务中，怡亚通向境内客户 M 提供采购执行服务，货值 1000 万美元。客户按当前（8 月 30 日）的汇价人民币兑美元 6.80 向怡亚通支付，合计 6800 万元人民币。怡亚通将其存入某境内银行做质押借入等值 1 年期美元，并向供应商进行支付。（目前某银行美元贷款利率为 2.6%，而国内 1 年期人民币存款利率为 2.25%）

8 月 30 日，NDF 人民币兑美元 1 年期售汇汇率约定为 6.50，怡亚通在香港的子公司同时做一笔对应的 NDF 远期售汇业务，名义本金为 $1000 \times (1+2.6\%)$ ，即美元贷款本息和。假定 1 年后即期市场人民币兑美元汇率为“T”。

怡亚通的盈利计算如下：

（1）以人民币质押借入美元

2011 年 8 月 30 日，人民币存款到期，获得本息共计 $1000 \times 6.80 \times (1+2.25\%)$ 万元人民币；美元贷款到期，折算成人民币，公司需支付 $1000 \times (1+2.6\%) \times T$ ，公司损益为 $1000 \times 6.80 \times (1+2.25\%) - 1000 \times (1+2.6\%) \times T$

（2）NDF 人民币兑美元 1 年期售汇合约

2011 年 8 月 30 日，公司取得境外银行售汇 $1000 \times (1+2.6\%) \times 6.5$ ，获利为 $1000 \times (1+2.6\%) \times (T - 6.5)$

根据上述分析，公司合计损益为 $1000 \times 6.80 \times (1+2.25\%) - 1000 \times (1+2.6\%) \times T + 1000 \times (1+2.6\%) \times (T - 6.5) = 1000 \times 6.80 \times (1+2.25\%) - 1000 \times 6.5 \times (1+2.6\%) = 1000 \times (6.80 - 6.50) + [1000 \times 6.80 \times 2.25\% - 1000 \times 6.50 \times 2.6\%] = 284$ 万元人民币，即公司 1 年期收益率为 4.18%。由于实务中外汇远期交易需要缴纳一定比例的保证金以及缴利息税等因素，因此实际收益率小于这一数字。对于怡亚通而言，目前到期收益率约在 1%-3% 之间。

因为美元贷款和人民币存款都是在操作当天确定了相关的利率水平，而 NDF 组合业务则在操作日当天锁定了质押时和一年期后人民币兑美元的汇率，因此，NDF 组合

业务的收益已经在操作日当天完全锁定，不管人民币兑美元的汇率在将来处于什么状况（在上例中即 T 是何值）。所以 NDF 组合业务可以做到无风险的获取确定预期收益，NDF 组合业务的收益为：本金 × 到期收益率。在上例中，到期收益率即为 4.18%，怡亚通实际的到期收益率预计在 1%-3% 之间。

我们注意到，NDF 组合业务的到期收益率取决于人民币存款利率、美元贷款利率、操作日市场汇率和 NDF 合约汇率四种因素，因上述四种因素是不断变化的，因此不同操作日 NDF 组合业务的收益率也是变化的。但在具体的某个操作日，上述四个因素是确定的，其到期收益率也是确定的。

公司开展 NDF 组合业务的可能风险存在于：（1）操作金额不匹配。要实现风险完全对冲，外汇贷款的“本息和”必须与 NDF 的签约金额一致。如果外汇贷款“本息和”与 NDF 签约金额不一致，产生的外汇差额将承担汇率变动风险，从而改变固定收益业务的性质；（2）日期不匹配。外汇贷款与 NDF 协议的期限与起止日期必须完全一致，这两个日期一致才能保证汇率风险的完全对冲；同样，协议的 NDF 开始日期必须与对外付汇日完全一致。

怡亚通的金融衍生品交易业务只限于以上市公司及其全资控股的联怡（香港）有限公司、联怡国际（香港）有限公司为主体进行操作，其他全资及控股子公司未获批准前一律不得从事。公司 2006-2009 年的金融衍生产品国际业务量分别为 2.13 亿美元、5.11 亿美元、4.5 亿美元、4.8 亿美元，公司预测 2010 年度金融衍生品对应的合约基础不超过 6 亿美元国际业务量，业务期间为整个业务年度。

表 4 美元远期外汇合约交易保证金（亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
广度供应链业务量	127.36	181.59	203.11	216.55	221.97	130.03
货币资金	26.19	19.63	48.88	28.19	60.72	74.20
其中：短期借款质押保证金	24.72	17.05	38.73	21.66	51.14	67.26
远期外汇交易保证金	0.35	0.23	1.68	0.33	0.48	0.52

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2010 年上半年公司短期借款质押保证金为 67.26 亿元，去年为 51.14 亿元，则上半年平均质押保证金为 59.2 亿元。如果我们据此为测算基础，按照约 2% 的锁定到期收益率，预计 2010 年公司金融衍生交易的利润为 1.18 亿元。上半年，公司半年报披露公允价值变动损益和投资收益合计约 6500 万元，考虑到人民币存款利息收入与美元贷款利息支出带来的净财务费用抵消以及其他一些冲抵因素，大致符合我们全年 1.18 亿元的测算，预计增厚 2010 年 EPS0.21 元。

6. 380 个深度供应链平台与怡亚通的二次深度扩张

作为全球供应链管理翘楚，利丰集团的供应链管理业务模式发展已经相对成熟，过去 15 年维持了 20% 以上的年复合增速。遍布全球的物流网络平台、12000 家的供应商资源是利丰的核心竞争力。利丰目前在全球 40 多个经济体中设有超过 80 个办事处。

怡亚通则搭建了遍布全国的物流网络，并多触角开展业务，跨行业复制其供应链管理思想。

（1）了解怡亚通的历史，我们发现，2003-2008 年是公司基础平台建设期，期间通过在全国各主要城市搭建物流平台，实现 12 年来广度供应链业务年复合增长超过 37%。特别是在 2007 年公司 A 股上市后，公司在美国的纽约、洛杉矶，德国的法兰克

福、汉堡、马来西亚的檳城、香港，建立共 6 个同时具备供应链之国际物流功能的服务平台，使怡亚通供应链海外平台网络基本覆盖北美洲、欧洲和亚洲，开始全球供应链网络物流平台布局。

(2) 从 2005 年开始，特别是 2008 年以来，公司将 IT 领域的尝试扩展到医疗器械、化工、纺织品、快消品等，并以不同行业为单元，成立不同事业部、子公司，大力推动服务模式跨行业复制。

通过发展战略的不断突破，公司正在努力将中国市场变平，而已启动的 380 个深度供应链平台将是公司战略规划中重要的一步。

广度供应链是供应链管理的基础，相对粗放，容易被竞争者学习和模仿，导致公司该项业务在前两年开始出现增长的瓶颈，2008、2009 年公司广度供应链业务量同比增速分别仅达到 6.6% 和 2.5%。于是，公司开始思考转型，希望在加强广度供应链业务的同时，寻找服务内容更“深”（注重更多的增值服务和供应链管理的集成化）的供应链服务模式。2007 年，公司引入虚拟生产业务，2008 年引入卖场业务，而 2009 年又在后者的基础上发展采购销售业务（即深度供应链业务）。公司在 2009 年度股东大会上，公司提出了“380 计划”，即力争在 3-5 年内在全国 380 个城市设立集分销与深度分销、采购与深度采购功能于一体的城市平台。

2010 年初公司改造了 2009 年已建成的 30 多个城市网点，上半年新建成了约 30 个网点。预计到今年年底，公司将建成 100-120 个城市平台。深度供应链平台建设将使公司迎来新一轮的深度扩张期。我们认为，深度供应链平台的建设有助于公司实现新一轮的快速增长：

(1) 不同于公司以往的城市物流配送中心，深度供应链平台扮演了“小怡亚通”的角色，功能更完善，集合了深度商务、物流、结算及电子商务，帮助企业扁平渠道，提供一站式的供应链管理服务；

(2) 由于深度供应链业务在功能上相对于广度供应链更强大，以往依赖于广度供应链业务实现增长的业务模式，将逐渐向深度转移，从“量”转向注重“质”的服务层面上来，盈利能力将更强；

(3) 作为公司为主要业绩增长点之一的虚拟生产，以及将公司供应链服务延伸至零售端的“乐番薯”模式的开展，都将依托于深度供应链平台，实现更快增长。

公司目前深度供应链业务以快消、汽车后、粮油业务为主要发展方向，深度供应链带来的业务量占 2010 年上半年业务量的 6.81%，同比增长了 6 倍多，相应的营业收入占主营业务收入总额的 40.05%，毛利占公司综合毛利总额的 19.51%。

7. 风险因素

(1) 与计算机信息系统安全有关的风险。计算机信息管理系统是供应链管理服务的核心物质基础，公司目前已实现全面电子化。由于公司的电子商务平台对客户开放，而且整个信息系统复杂，节点多，故存在计算机软硬件发生故障，系统遭到黑客攻击，信息资源安全受到威胁等风险；

(2) 供应链结算配套风险。公司因垫付款项而产生的应收账款无法全部收回的信用风险；公司在办理结算配套服务过程中的管理风险和操作风险；

(3) 衍生金融交易风险。衍生金融交易收益率锁定，但可能会因操作金额、日期

不匹配等原因，导致风险的发生。

8. 盈利预测和投资建议

8.1 盈利预测

我们认为，公司未来业绩增长驱动因素来自于：

(1) 广度供应链业务

广度供应链业务是公司供应链管理的基础，深度供应链和产品整合业务均是在前者功能上的衍生。随着原有的城市物流配送平台的更新改造、深度供应链平台的建设，以及供应链服务模式的跨行业复制，我们认为这一块业务未来 3 年将维持 20%-30% 的增长；

关于业务模式的跨行业复制，需特别说明的是，公司提供的“一站式供应链管理服务”模式由于对客户供应链有较强的渗透性和紧密性，使得怡亚通很容易通过现有行业向相关行业进行延伸和渗透。公司现有的客户，客户的客户（如他们的供应商等）则也很容易成本怡亚通的新客户，如我们先前讨论结果，供应链管理商的客户理论上是可以无限拓展的。。

(2) 深度供应链业务

深度供应链业务强调服务职能的集成化，相比广度供应链业务，我们认为其更注重“质”的提升。380 个深度供应链平台推动了公司二次“深度扩张”，作为未来战略重点，预计未来 3 年年均增速将实现翻番。

(3) 产品整合业务

怡亚通的产品整合业务依托于公司供应链管理服务经验，对产品的研发、原材料采购、生产制造、市场营销等供应链环节进行优势整合，该业务包含与产品有关的设计、采购、生产和运输等工作，将显著受益于未来的深度供应链平台建设，我们预计未来 3 年年均增速超过 50%。

(4) 关于“资金流”管理对公司业绩的影响

目前供应链结算配套服务目前对公司业绩影响较小，但随着小额贷款业务的深入开展以及公司业务规模扩张，结算配套服务有望成为未来重要的盈利增长点。我们之前作的简单测算显示，如果按照公司预计的 2010 年 380 亿的业务量的 2% 计算，则相当于可潜在增厚 EPS 约 0.12 元。

衍生金融交易由于实行双边锁定，因此可以实现到期收益率固定，这块收益是目前公司重要的盈利来源，由于仍是属于供应链管理中资金流管理的部分，与主业相关。衍生金融交易将受益于人民币升值预期，我们预计 2011 年贡献 EPS 为 0.29 元。

根据模型测算，预计 2010-2012 年，公司营业收入同比增速分别为 95.9%、68.0% 和 73.6%，对应各年的 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元和 0.64 元。

表 5 怡亚通盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (万元)	287317.45	264900.95	530508.60	894614.15	1551983.14
其中: 广度供应链业务	45608.06	43430.27	86567.25	112537.43	146298.65
同比增长 (%)	41.98	41.47	99.32	30.00	30.00
深度供应链业务	62239.14	116464.70	232929.40	465858.80	931717.60
同比增长 (%)		87.12	100.00	100.00	100.00
产品整合业务	179470.25	105005.97	210011.95	315017.92	472526.88
同比增长 (%)	24.48	-41.49	100.00	50.00	50.00
其他业务			1000	1200	1440
营业成本 (万元)	262790.33	236810.47	485993.62	817459.13	1419248.75
同比增长 (%)	70.78	-9.89	105.22	68.20	73.62
营业税金及附加 (万元)	850.18	929.95	1856.78	3131.15	5431.94
占营业收入比 (%)	0.30	0.35	0.35	0.35	0.35
销售费用 (万元)	1470.55	1629.52	4774.58	8051.53	13967.85
占营业收入比 (%)	0.51	0.62	0.90	0.90	0.90
管理费用 (万元)	19642.80	21568.88	31830.52	53676.85	93118.99
占营业收入比 (%)	6.84	8.14	6.00	6.00	6.00
财务费用 (万元)	-16707.26	1548.64	-7465.50	-6186.34	-9786.39
资产减值损失 (万元)	2520.24	1040.64	0.00	0.00	0.00
投资收益 (万元)	-5788.50	11088.34	11840.00	16000.00	18000.00
营业利润 (万元)	17668.87	7671.10	25358.61	34481.83	48002.00
同比增长 (%)	63.56	-56.58	230.57	35.98	39.21
营业外收入 (万元)	503.29	1326.99	1326.99	1326.99	1326.99
营业外支出 (万元)	260.42	389.09	389.09	389.09	389.09
利润总额 (万元)	17911.74	8609.00	26296.51	35419.73	48939.90
所得税费用 (万元)	2766.89	528.63	5259.30	7792.34	11745.58
占利润总额比 (%)	15.45	6.14	20.00	22.00	24.00
净利润 (万元)	15144.85	8080.37	21037.21	27627.39	37194.33
少数股东损益 (万元)	105.30	390.81	1085.85	1286.40	1850.48
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	15039.55	7689.56	19951.36	26341.00	35343.85
同比增长 (%)	84.31	-48.87	159.46	32.03	34.18
全面摊薄每股收益 (元)	0.27	0.14	0.36	0.47	0.64

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

8.2 估值分析

目前国内与供应链管理相关的 A 股上市公司主要有飞马国际、新宁物流、澳洋顺昌以及怡亚通等, 预计相关上市公司 2011 年业绩平均增速将超过 30%, 在国内商业环境改善以及政策鼓励和扶持的推动下, 未来 3 年能维持较快增长, 行业内相关上市公司 2011 年平均合理估值约为 30 倍 PE。但我们认为, 怡亚通作为目前国内唯一一家提供一站式供应链管理服务的上市公司 (见图 6), 正处在“深度化”转型以及盈利质量上升期, 商业和盈利模式值得长期期待, 目前股价 (9 月 3 日) 对应的 2011 年动态市盈率水平接近行业平均, 存在明显低估, 我们认为给予其较行业平均估值溢价 50%较为合理, 对应 2011 年 PE 水平为 45 倍, 6 个月目标价 21.3 元之间, 首次给予“买入”的投资评级。

表 6 A 股供应链管理相关上市公司业务比较

	怡亚通	飞马国际	新宁物流	澳洋顺昌
广度供应链业务	采购执行+分销执行	采购执行	保税仓储	无
深度供应链业务	采购销售	无	无	基材套裁配送
产品整合业务	虚拟生产	无	无	无

资料来源：海通证券研究所

表 7 A 股相近行业公司相对估值表（截至 9 月 3 日）

代码	股价（元）	EPS（元）			PE（x）		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
飞马国际	11.30	0.06	0.28	0.38	188.33	40.36	29.74
澳洋顺昌	14.09	0.20	0.46	0.61	70.45	30.63	23.10
新宁物流	15.78	0.29	0.28	0.35	54.41	55.47	45.03
均值	13.72	0.18	0.34	0.45	104.40	42.15	32.62
怡亚通	15.00	0.14	0.36	0.47	107.14	41.67	31.91

资料来源：WIND，海通证券研究所

附录：财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	108.48	41.81	31.67	23.60
P/B	6.29	5.43	4.97	4.37
P/S	3.15	1.57	0.93	0.54
EV/EBITDA	-2575.49	8.41	6.47	5.22

偿债能力指标 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率 (%)	5.73	5.89	8.75	13.57
借款/股东权益 (%)	4.61	3.97	5.82	9.16
已获利息倍数	-	-	-	-
流动比率	1.10	1.12	1.09	1.06
速动比率	1.04	0.80	0.76	0.75
现金比率	0.78	0.35	0.30	0.29

盈利能力指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	10.60	8.39	8.62	8.55
息税摊销折旧利润率	-0.13	25.45	24.08	23.08
净利润率	2.90	3.76	2.94	2.28
净资产收益率	5.80	13.00	15.70	18.50
资产回报率	0.84	1.82	1.55	1.22
投资回报率	1.01	2.54	2.23	1.76

经营效率指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	1.84	2.22	2.09	2.11
存货周转率	7.28	2.88	2.09	2.11
总资产周转率	0.37	0.53	0.64	0.67
固定资产周转率	13.29	22.83	40.72	75.09

盈利增长 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入增长率	-7.80	100.27	68.63	73.48
主营利润增长率	-56.58	230.57	35.98	39.21
EBIT 增长率	-127.68	-7215.30	60.50	66.91
EBITDA 增长率	-104.14	40821.91	59.58	66.27
净利润增长率	-48.87	159.46	32.03	34.18

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	264900.95	530508.60	894614.15	1551983.14
主营业务成本	236810.47	485993.62	817459.13	1419248.75
主营业务利润	28090.48	44514.98	77155.02	132734.39
营业费用	1629.52	4774.58	8051.53	13967.85
管理费用	21568.88	31830.52	53676.85	93118.99
利润总额	8609.00	26296.51	35419.73	48939.90
EBIT	-1868.60	132956.56	213393.45	356167.10
折旧摊销	1537.03	2065.10	2073.29	2093.35
EBITDA	-331.57	135021.66	215466.74	358260.45
投资收益	11088.34	11840.00	16000.00	18000.00
其他营业外收入	1326.9923	1326.9923	1326.9923	1326.9923
所得税	528.63	5259.30	7792.34	11745.58
少数股东损益	390.81	1085.85	1286.40	1850.48
净利润	7689.56	19951.36	26341.00	35343.85
毛利率 (%)	10.60	8.39	8.62	8.55
每股收益 (元)	0.21	0.36	0.47	0.64

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	607201.88	325985.80	447307.07	775991.57
应收款项	197116.19	416033.62	701513.12	1216698.66
存货	46147.31	291076.77	491873.06	851549.25
流动资产	857949.06	1036874.27	1645147.13	2849667.93
固定资产	23854.30	22611.31	21328.72	20005.75
总资产	918410.07	1095759.00	1702457.18	2905393.21
应付帐款	19322.94	38810.24	65583.07	113539.90
长期借款	900.05	900.05	900.05	900.05
长期负债	1621.43	1621.43	1621.43	1621.43
总负债	779822.93	928985.09	1513801.99	2682578.85
少数股东权益	3358.20	4276.08	5265.63	6642.50
股东权益	132678.43	153477.56	167816.35	191079.89
每股净资产 (元)	3.58	2.76	3.02	3.44

现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8080.37	21037.21	27627.39	37194.33
折旧摊销	1537.03	2065.10	2073.29	2093.35
营运资金变动	-11722.41	447488.55	464587.77	838079.17
经营活动现金流	-1113.02	-311540.05	-275696.45	-498867.96
固定资产投资	16310.03	488.83	498.60	508.58
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-270.70	15708.91	15501.40	17491.42
公司自由现金流	53.82	-339547.02	-296566.19	-565807.40
股权自由现金流	343596.22	-333574.62	89335.26	244940.06
债务变化	344995.95	0.00	381076.10	803309.80
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	28297.57	7721.42	375764.72	800397.84
现金净流量	26689.56	-288109.72	115569.66	319021.30

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船。

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：宁沪高速、楚天高速、皖通高速、福建高速、四川成渝、赣粤高速、五洲交通、澳洋顺昌、怡亚通

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
副所长 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：(021) 23219381
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com