

物流 II

怡亚通 (002183. SZ) / 12.26 元

传统与新兴物流业务的先行者

事项

2011 年 1 月 6 日，我们就公司发展情况进行了调研。

主要观点

- **优质的客户资源。**公司客户多为行业内优势企业。既包括通用、飞利浦、戴尔、松下等世界 500 强企业，也包括清华同方、海尔、康佳和 TCL 等国内大型企业。优质的客户资源能加强公司影响力并降低公司业务风险。
- **日益完善的物流网络。**物流节点是物流企业获得发展的基石。公司的“380 计划”在五年时间内将在全国超过 380 个城市建立供应链服务平台。目前，公司已经在全国建立了包括深圳、香港、大连、青岛、兰州等 55 个城市服务平台。此外，公司在新加坡、马来西亚、德国、印度、纽约和亚特兰大已建成海外服务平台，未来将建立更多的全球服务网点。
- **专业的服务团队。**公司汇集了 IT、通讯、医疗等行业很多专业人员，具备多年的行业从业经验，能够依据其专业知识和良好的客户资源，根据企业需求定制出最适合的服务解决方案。
- **强大的品牌影响力。**在缺乏规范环境的行业发展初级阶段，物流企业信誉对企业业务开展有着不可忽视的影响力。怡亚通作为行业先行者，经过十几年的发展，在服务的各种行业尤其是 IT 行业，已经树立起了良好的口碑和品牌影响力，并获得了所服务行业企业的高度认可。
- **供应链服务产品领域前景广阔。**除了传统的 IT、电子、通讯、医疗器械等行业，公司 2008 年开始进入红酒、3C 行业，2009 年进入了快消品、汽配、服装、钟表等行业，并形成一定的规模。快消品具有扩张成本低、需求强等特点，该领域作为公司重点拓展领域之一，具有广阔前景。
- **供应链信息系统建设和管理的前瞻性不足。**信息系统的应用对提高供应链企业运营效率、降低成本和提高服务质量上起着重要作用。作为行业先行者，怡亚通现有信息系统在实现与客户和供应商的对接上存在不足。此外，信息系统能否获得改进以支撑企业快速发展也是管理者面临的难题。
- **迅速扩张过程带来的成本压力和风险控制压力较大。**公司在不断创新和迅速扩展过程中，需要大量的资金和法律合规支撑，会为公司带来较大的资金和风控压力。
- **估值：**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元、0.50 元；对应 PE 为 60、42、34 倍。首次关注，暂不评级。

风险提示：高资产负债率；应收帐款风险；迅速扩张的管理风险和成本压力

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟 周玉华
Tel: 0755-82828557
Email: zhouyuhua@hcqz.com

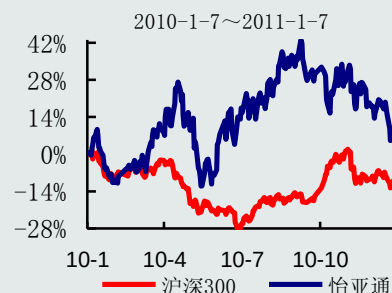
投资评级

投资评级：不评级
评级变动：不评级

公司基本数据

总股本(万股)	55608
流通 A 股/B 股(万股)	55608/0
资产负债率(%)	85.19
每股净资产(元)	3.58
市盈率(倍)	88.66
市净率(倍)	3.42
12 个月内最高/最低价	21.8/8.99

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、 公司主营业务情况-强有力的四架马车

公司为企业提供除核心产品研发和市场以外的其它供应链环节的服务，并根据客户需求提供包括代理采购、产品营销支持、进出口通关、供应商库存管理、物流加工、供应链结算配套服务等一系列的供应链服务。公司业务按涉及供应链的层次具体可分为广度供应链业务、深度供应链业务、产品整合业务和其他业务等四大服务。

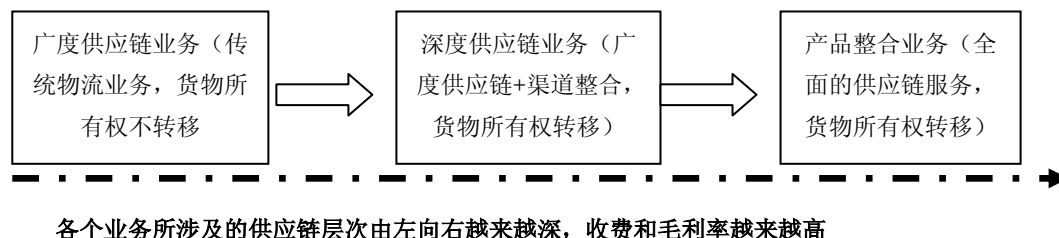
广度供应链业务与传统的物流业务较为相似，主要为公司提供订单管理、物流管理和结算管理等，具体包括采购执行和分销执行，该业务主要应用于生产型企业，公司业务收入主要是根据提供的业务量收取服务费，而与被客户公司的经营状况无关。

深度供应链业务是指公司从供应商采购货物后，将货物按客户的需求，配送到卖场、超市、门店等。深度供应链业务是在广度供应链的基础上，加入了渠道整合。在深度供应链业务中，公司对于货物在销售至卖场、超市、门店之前拥有所有权。因此在会计核算上，深度供应链与广度供应链存在区别，深度业务的营业收入即为客户提供的销售收入，而成本除了广度供应链的成本，还包括采购货物的成本。

产品整合业务即虚拟生产业务，是指在广度供应链的基础上，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。与广度供应链不同的是公司在货物交还客户之前，对货物拥有所有权。

其他业务目前包括网上供应链服务和供应链金融服务，该两项服务同属于供应链应用的新兴领域，在公司处于起步初期。网上供应链服务由宇商网提供，供应链金融服务由深圳市宇商小额贷款有限公司提供。

图表 1 怡亚通主营业务板块之间的关系



资料来源：华创证券研究所

二、 公司的竞争优势

1、独特的商业模式

不同于传统的物流企业，怡亚通是将传统的物流产业与新兴的虚拟生产相结合，既避免了传统物流企业重资产的情况，又可以为供应商和客户提供一个良好的平台，充分整合供应链的各个环节，为供应商和客户节约成本和资源。其独特的收费模式—依靠业务量收取费用，避免了传统物流企业利润和毛利率较低的情况。除此之外，公司的商业模式可以容易地不同领域和行业复制，为公司提供了无限的发展机会。

2、优质的客户资源

作为行业内起步较早的公司之一，公司依据强大的管理团队，逐渐培养了一批优质客户，既包括通用、飞利浦、思科、戴尔、柯达、松下等世界500强企业，也包括清华同方、方正、

海尔、康佳和TCL等中国大型企业。通过长期的合作，公司已与这些客户建立了良好的关系。公司优质的客户既降低了业务风险，又进一步加强了企业的品牌影响力。同时，公司正在不断开发新的大客户，如中粮集团、可口可乐、娃哈哈、青岛啤酒、壳牌、道达尔、昆仑等。

3、日益完善的物流网络

物流节点是物流企业获得发展的基石。公司的“380 计划”在五年时间内在全国超过 380 个城市建立供应链服务平台。该计划以一线城市为核心，逐渐辐射拓展到二、三线城市，并准备广泛开展加盟店和代理商。公司网络将覆盖全国主要的一线和二线城市，为客户提供联动及深度分销配送服务。目前，公司已经在全国建立了包括深圳、香港、大连、青岛、兰州等 55 个城市服务平台。此外，公司在新加坡、马来西亚、德国、印度、纽约和亚特兰大已建成海外服务平台，未来将建立更多的全球服务网点。

4、强大的品牌影响力

目前，国内供应链企业发展的障碍之一就是缺乏诚信体制，企业诚信体制的不完善，使很多公司尤其是一些特别注重产品和服务质量的公司不敢将公司的物流外包给专业的物流公司，而是选择在公司内部开设专门的物流部门，这也在一定程度上限制了国内物流业的发展。在这样的企业环境下，物流企业的专业性和信誉愈发重要。而怡亚通作为行业内的优势企业，经过十几年的发展，在提供服务的各种行业尤其是 IT 行业，已经树立起了良好的品牌影响力，并获得了服务行业企业的高度认可。公司依靠长期物流服务积累起来的品牌影响力和良好信誉形成了公司的核心竞争力之一。

5、供应链服务产品领域前景广阔

除了传统的IT、电子、通讯、医疗器械等行业，公司2008 年开始进入红酒、3C 行业，2009 年进入了快消品、汽配、服装、钟表等行业，并形成一定的规模。相比较而言，快消品具有扩张成本低、需求强等特点，所以公司将该领域作为重点拓展领域之一。

6、专业的服务团队

公司汇集了IT、通讯、平板、医疗、安防、葡萄酒等行业很多专业人员，具备多年的行业从业经验，能够依据其专业知识和良好的客户资源，根据企业需求定制出最适合的服务解决方案。

三、 公司的发展不足

1、供应链信息系统建设和管理的前瞻性不足

信息系统的应用对提高供应链企业运营效率、降低成本和提高服务质量上起着重要作用。作为行业先行者，怡亚通现有信息系统在实现与客户和供应商的对接上存在不足。此外，信息系统能否获得改进以支撑企业快速发展也是管理者面临的难题。

2、迅速扩张过程带来的成本压力和风险控制压力较大

公司在不断创新和迅速扩展过程中，需要大量的资金和法律合规支撑，会为公司带来较大的资金和风控压力。

四、 公司未来发展战略-稳中求进

随着公司新建物流网络的不断布局和新产品线的拓展，公司未来的发展战略将主要定位于稳稳中求进。在扩张和拓展的同时，公司对利润贡献较大的广度供应链和金融衍生品交易服务

方面也会加大投入力度，以保证公司整理的盈利能力和稳定发展。

五、 估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元、0.50 元；对应 PE 为 60、42、34 倍。
首次关注，暂不评级。

六、 风险提示

- 1、高资产负债率；
- 2、应收账款风险；
- 3、迅速扩展带来的管理风险和成本压力。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8579	12245	15631	20880
现金	6072	7500	9251	11738
应收账款	1571	2400	3000	4000
其它应收款	54	320	335	607
预付账款	161	460	600	950
存货	461	1000	1500	2200
其他	260	565	945	1385
非流动资产	605	660	694	734
长期投资	0	0	0	0
固定资产	210	191	172	153
无形资产	86	113	139	166
其他	309	356	383	415
资产总计	9184	12905	16325	21615
流动负债	7808	11412	14686	19805
短期借款	6260	8591	10800	14600
应付账款	193	1000	1300	1500
其他	1355	1821	2586	3705
非流动负债	16	25	21	24
长期借款	9	10	11	12
其他	7	15	10	12
负债合计	7824	11437	14707	19829
少数股东权益	34	19	23	27
股本	371	556	556	556
资本公积金	706	520	520	520
留存收益	251	374	520	684
归属母公司股东权益	1327	1449	1596	1760
负债和股东权益	9184	12905	16325	21615

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-11	-647	-99	-815
净利润	81	145	232	284
折旧摊销	15	21	23	23
财务费用	15	284	380	506
投资损失	-111	-120	-150	-180
营运资金变动	-55	-974	-563	-1431
其它	44	-2	-20	-18
投资活动现金流	-3	-13	91	120
资本支出	153	0	0	0
长期投资	23	35	10	10
其他	173	22	101	130
筹资活动现金流	283	2088	1759	3183
短期借款	3439	2331	2209	3800
长期借款	9	1	1	1
普通股增加	124	185	0	0
资本公积增加	-4	-185	0	0
其他	-3285	-244	-451	-618
现金净增加额	267	1428	1751	2487

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2649	5960	10872	18264
营业成本	2368	5263	9794	16876
营业税金及附加	9	11	15	20
营业费用	16	46	75	108
管理费用	216	300	480	600
财务费用	15	284	380	506
资产减值损失	10	11	11	11
公允价值变动收益	-48	10	15	20
投资净收益	111	120	150	180
营业利润	77	175	282	343
营业外收入	13	10	12	15
营业外支出	4	7	7	7
利润总额	86	178	287	351
所得税	5	34	54	67
净利润	81	145	232	284
少数股东损益	4	-15	4	4
归属母公司净利润	77	160	228	280
EBITDA	108	480	684	872
EPS（元）	0.21	0.29	0.41	0.50

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-7.8%	125.0%	82.4%	68.0%
营业利润	-56.6%	128.7%	60.5%	21.7%
归属母公司净利润	-48.9%	107.5%	43.0%	22.8%
获利能力				
毛利率	10.6%	11.7%	9.9%	7.6%
净利率	2.9%	2.7%	2.1%	1.5%
ROE	5.8%	11.0%	14.3%	15.9%
ROIC	6.9%	16.6%	19.0%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	85.2%	88.6%	90.1%	91.7%
净负债比率	80.14%	75.22%	73.52%	73.70%
流动比率	1.10	1.07	1.06	1.05
速动比率	1.04	0.99	0.96	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.54	0.74	0.96
应收账款周转率	2	3	4	5
应付账款周转率	15.80	8.82	8.52	12.05
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.29	0.41	0.50
每股经营现金	-0.02	-1.16	-0.18	-1.47
每股净资产	2.39	2.61	2.87	3.16
估值比率				
P/E	83.31	60.23	42.13	34.32
P/B	4.83	6.63	6.02	5.46
EV/EBITDA	89	20	14	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801