

加大投入，做“深”供应链管理服务

怡亚通（002183）

行业：交通运输业

2011. 4. 29

评级：谨慎推荐（维持）

当前价格：11.39 元/股

52 周股价走势图



分析师

广州证券研究所行业组

联系电话：020-87322668

联系电邮：yjs@gzs.com.cn

相关报告

《复苏中抓住新的增长点》20100706

《出售伟仕控股买权，攻守兼备》

20091229

《在危机中整合，蓄势待发》深度报告

20091026

广证研究

投资要点

● 2010 年公司供应链三大业务均快速增长，完成综合业务量 325.66 亿元（不同于收入，主要是由于其中广度业务收入只计服务费，而业务量按照货物总值计算），同比增长 33.41%。其中广度、深度和产品整合分别完成 272.81 亿元、31.05 亿元和 21.8 亿元，同比分别增长 22.91%、166.6%和 107.64%。其中深度业务（主要协助客户按要求配送至卖场、超市、门店等，提供相关的采购、销售、物流、资金服务）在开拓快消、家电等行业中经过 09 年的网络铺垫和持续的客户开拓，业务增速飞快。

● 公司实现营业收入 60.54 亿元，同比增长 128.53%。实现毛利 4.63 亿元，同比增长 64.81%。毛利增长低于收入增长主要是由于三项业务成本增速较快，考虑到深度业务尚在建设开发期，产品整合业务主要受海外环境影响，预计毛利率改善较小。但随着业务量的快速增长，整体毛利预计仍将持续较快增长。费用中，新平台的铺设和业务开发使得员工总数从 09 年的 1428 人增长到 10 年的 2550 人，人工成本增长将近 1 亿元。

● 公司在供应链管理服务中的资金收益主要来自本身业务规模的增长和人民币汇率波动带来的投资收益增值。2010 年宇商贷款业务实现收入 0.13 亿元，实现净利润 0.06 亿元。目前规模较小但成长可期。而金融业务收益主要来自锁定汇率后赚取的息差及人民币升值带来收益。考虑相关的汇兑收益、利息收益和支出、交割衍生品的投资收益和账面衍生品公允价值变动，2010 年，该项目为营业利润贡献约 1.38 亿元，占营业利润 83%。公司该业务的开展是和本身经营规模相匹配，根据实际贸易操作，因而风险可控。

● 2010 年公司实现营业利润 1.66 亿元，同比增长 116.05%，而主业盈利带来较高的所得税支出，最终归属母公司所有者净利润 1.31 亿元，同比增长 70.61%，EPS0.23 元。公司拟定以 2010 年总股本为基数，每 10 股派发现金股利 1.1 元（含税），同时拟以公积金转增股本，每 10 股转增 5 股。

● **2011 年 1 季度业绩平稳**，收入 15.49 亿，同比增长 46.97%，毛利率 8.61%，较去年 1 季度下降 0.52 个百分点但较去年 4 季度毛利率有所改善。期间销售、管理费用增幅和收入增长相近，实现营业利润 0.41 亿元，EPS0.08 元。公司预计上半年净利润增幅为 0-30%。

● **怡亚通公布非公开发行预案**。募资总额不超过 9.5 亿元，用于投资深度分销 380 整合平台扩建项目（预计 7.5 亿元）和补充流动资金（预计 2 亿元），发行对象不超过 10 名特定投资者，合计不超过 9000 万股。价格不低于 10.83 元/股。公司控股股东原持有 49.52% 的股本，经本次非公开发行后，控股股东持股比例为 42.62%，仍处于相对控股地位。

● 非公开发行预案中 380 整合平台是未来 2 年主要建设项目。计划 2013 年完成在全国建立约 30 个省级和 300 多个城市平台从而构建一体化、多功能的 BtoX 供应链服务网络协助上游厂家扁平渠道，降低物流和管理成本。公司建立的 380 整合平台属于深度分销业务，通过 09-10 年的前期培育，目前已在 97 个主要城市建立整合平台，成功导入包括宝洁、中粮等世界 500 强客户 30 余家 and 细分行业前 3 名客户 20 多家。目前，该平台主要对快速消费品、家电等提供服务，快消业务 10 年收入达 10.97 亿，占收入比重为 18.13%。公司非公开发行预案公布快消品目前月度业务量超过 1.8 亿元，换算全年将超过 20 亿元，增速斐然。通过该平台的建立，为公司在供应链管理服务中打通渠道，链接终端提供基础。

● **2011 年业务看点**：1) 伟仕股权出售。截至 2010 年底，公司尚有 1.59 亿股伟仕控股 (0856.HK) 的股权，成本 1.0723 港币/股，公司与 Potent Growth Limited 续签出售伟仕控股的期权合约，约定在 2011 年 11 月 26 日期间以 2.1 港币出售 1.5 亿股股权，截至 4 月 6 日，尚未出售相关股权。如果 2011 年能够完成出售，公司将获得投资收益约 1.3 亿元。2) 深度供应链的网络效应进一步增加，公司计划以项目带动平台建设，力争 2011 年共完成 120-140 个城市平台建设，即我们所说的 380 整合平台的部分，单个网点从建设到成熟大概需要一年半左右时间，预计 2010 年新建的 60 余个平台将在 2011 年贡献盈利；3) 人民币汇率波动带来金融投资收益，从目前来看，美国维持弱美元带来的低息效应和人民币被迫升值的趋势并未改变，公司外汇套保业务仍将收益。

● **评级**：2010 年是广度业务复苏，深度业务大幅开拓的一年，收入增速较快。而 2011 年在基数较大情况下，收入增速预计有所下降，三项业务贡献利润的增速也将有所下降。主要分析是：广度业务受 IT 等行业周期影响较大同时又是公司毛利的主要贡献（占毛利率 62%），预计增速有限。深度业务主要来自快消、家电等新客户的开拓和原有客户覆盖区域的增加，业务有望继续保持较高的增速，但同时由于尚处于建设期投入较大，业绩弹性较大。产品整合业务主要受海外影响。所以我们认为 2011 年若不考虑出售伟仕股权带来的投资收益影响，整体利润增速可能低于 2010 年增速。而 2012 年在深度业务的继续培育和网络的不断完善成熟下，业绩可能会高于预期。我们主要假定如下：

(1) 由于公司业绩弹性较大，我们暂预计 2011-2012 年主业毛利增速分别为 25.8% 和 35%。具体预测见附件。

(2) 对于资金收益部分由于汇率波动的不可控性，我们结合公司经营规模，假定 2011 年和 2012 年该部分收益同比分别增长 25% 和 20%。

经测算，2011 年预计 EPS0.27 元（暂不考虑增发除权，也不包含出售伟仕股权）或 0.46（暂不考虑增发除权，但假定出售全部伟仕股权），2011EPS 取中间值 0.36 元，2012 年 EPS 预计 0.36 元。公司实际业绩可能会超出预期。

对公司的认识，最核心的依然是公司供应链管理服务模式的独特性，公司供应链管理服务的目标就是协助客户扁平渠道，提高效率并通过一系列增值服务与客户共同成长，达到共赢局面。在大力搭建全国性的整合平台后，怡亚通将不仅仅拥有资金优势、操作系统优势，更拥有销售终端和全国性的网络平台优势。考虑到公司经营模式的独特性，目前股价较非公开发行价仅溢价约 5%，具有较强安全边际，维持“谨慎推荐”评级。

● **风险**：(1) 深度业务建设速度低于预期；在具体行业、关键客户开拓方面低于预期；

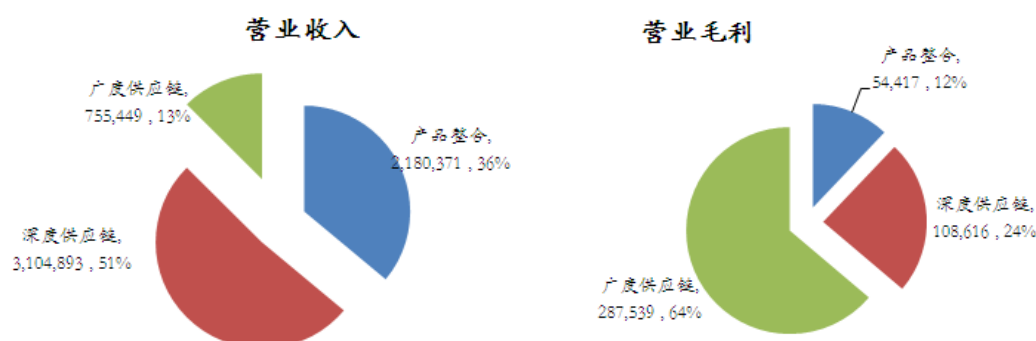
(2) 汇率波动幅度较小导致实际资金收益低于预期等;

表 1.怡亚通 2010 年报中主营业务构成

千元	2010	同比
产品整合业务		
业务量	2,180,371	107.64%
收入	2,180,371	107.64%
成本	2,125,955	110.03%
毛利率	2.5%	-1.10%
毛利	54,417	43.79%
应收账款	275,588	
应收账款周转率	11	
深度供应链业务		
业务量	3,104,893	166.60%
收入	3,104,893	166.60%
成本	2,996,277	171.98%
毛利率	3.5%	-1.91%
毛利	108,616	72.47%
应收账款	386,552	
应收账款周转率	11	
广度供应链业务		
业务量	27,281,074	22.91%
收入	755,449	73.95%
成本	467,909	84.06%
毛利率	38.06%	-3.41%
毛利	287,539	59.67%
应收账款	1,915,615	
应收账款周转率	17	
其他		
金融服务--宇商贷款收入	12,980	
成本	582	
毛利率	95.52%	
毛利	12,398	
合计		
综合业务量(单位,亿元)	32,566,339	33.4%
综合收入	6,053,693	128.5%
综合成本	5,590,723	136.1%
综合毛利	462,970	64.8%
综合毛利率	7.65%	-3.0%

资料来源：广州证券研究所根据公司年报数据整理

图 1： 怡亚通 2010 收入和毛利图示



资料来源：广州证券研究所根据公司数据整理

表 2： 财务预测主要假设

千元		2010	2011E	2012E	2013E
产品整合业务	收入	2,180,371	2,667,492	3,401,052	4,421,367
	同比	107.64%	22.34%	27.50%	30.00%
	毛利率	2.50%	2.55%	2.60%	2.60%
	毛利	54,416.83	68,021	88,427	114,956
	同比	43.79%	25.00%	30.00%	30.00%
深度供应链业务	收入	3,104,893	4,283,448	6,758,328	9,998,623
	同比	166.60%	37.96%	57.78%	47.95%
	毛利率	3.50%	3.55%	3.60%	3.65%
	毛利	108,616	152,062	243,300	364,950
	同比	72.47%	40.00%	60.00%	50.00%
广度供应链业务	收入	755,448.71	905,873.35	1,105,920.38	1,382,400.48
	同比	73.95%	19.91%	22.08%	25.00%
	毛利率	38.06%	38.09%	39.00%	39.00%
	毛利	287,539	345,047	431,309	539,136
	同比	59.67%	20.00%	25.00%	25.00%
金融服务-- 宇商贷款	金融服务--宇商贷款收入	12,979.90	18,270.72	25,851.12	36,191.57
	毛利率	95.52%	95.00%	94.00%	94.00%
	毛利	12,398	17,357	24,300	34,020
合计	综合收入	6,053,693	7,875,083	11,291,152	15,838,582
	同比	128.53%	30.09%	43.38%	40.27%
	综合毛利	462,970	582,488	787,336	1,053,062
	同比	64.81%	25.82%	35.17%	33.75%
其他费用	营业税金及附加	13,843	15,750	22,582	31,677
	销售费用	50,947	70,876	95,975	126,709
	管理费用	365,136	480,380	621,013	791,929
	财务费用+公允价值变动+投资收益	138,301	172,877	207,452	248,943
	(正为收益, 负为损失)				
	投资收益 (出售伟仕)		130,000		
	营业利润 (不包含出售伟仕)	165,733	188,359	255,218	351,689
	同比		13.65%	35.50%	37.80%
	营业利润 (包含出售伟仕)		318,359		

资料来源：广州证券研究所

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。