

湘财证券研究所

交通运输行业

金嘉欣 分析师

执业编号：S0500511010002

Tel：021-68634518-8056

E-mail：jjx3195@xcsc.com

刘正 分析师

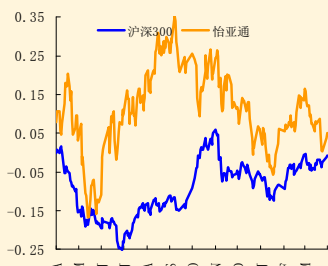
执业编号：S0500511010001

Tel：021-68634518-8056

E-mail：lz2941@xcsc.com

公司数据

当前价格	11.73
目标价格	
52周波动区间	20.49 8.99
流通A股（亿股）	5.56
总市值（亿元）	65.23
日均成交量（百万股）	3.88



公告内容：

怡亚通发布一季报显示公司报告期内实现营业总收入 15.57 亿元，较上年同期增长 47.72%；归属于上市公司股东净利润 4589 万元，同比增长 13.34%，基本每股收益 0.08 元。

核心观点：

□ 公司主业收入规模持续高速扩张，但短期内业绩难以体现

公司在持续推进“深度”供应链业务和产品整合业务的开拓，在快消品行业得到迅速发展，其 380 城市平台建设初见成效，公司近期拟非公开定向增发募集资金，以推进该战略的进一步推进。2010 年和 2011 年 1 季度，公司营收规模同比分别增长 128.53%和 47.72%，但受制于快速扩张，主业综合毛利水平相对较低，业绩未得到体现，公司 2010 年和 11 年 1 季度业绩主要仍然来源于汇兑收益带来的财务费用下降。

□ 公司盈利金融衍生品组合交易收益依赖性强加大整体业绩的不确定性

由于快速扩张，公司主业业绩一直未能有效释放，公司近年来盈利与财务费用、投资收益和公允价值变动息息相关，背后因素包含人民币、美元一年存贷利率，即期、1 年期远期汇率等，以上因素的变化加大公司金融衍生品组合交易收益的不确定性。

□ 投资建议及盈利预测

我们此前乐观预期公司金融衍生品组合交易收益与其主业具有一定正相关，并将伟仕控股投资收益进行估值，但考虑到以上收益本身和时点的不确定性，以及公司主业迅速扩张过程中，主业业绩释放相对缓慢，我们调整对公司业绩预估，我们预计公司 2011-2013 年主业规模保持 34%、29%和 20%的增长，预计同期每股收益为 0.33 元、0.54 元和 0.78 元，对应当前动态 PE 分别为 35 倍、22 倍和 15 倍，当前估值略高于可比物流行业均值，暂将公司评级调整至“中性”。

□ 风险提示：

金融衍生品组合交易收益低于预期；

公司快速扩张导致的高负债；

公司主营业务毛利水平较低，管理费用相对较高使得主业盈利相对

较弱，目前盈利水平对金融衍生品组合交易收益依赖程度较高；

公司金融衍生品组合交易时，日期和金额不能够与贸易订单匹配从而产生的敞口风险；

公司专业人力资源不能够满足快速扩张的需求。

表 1：公司主要财务数据及估值（截止到 2011 年 4 月 27 日）

	2010A	2011E	2012E	2012E
营业收入(百万元)	6,041	8,114	10,465	12,560
YOY%	128.04%	34.32%	28.98%	20.02%
净利润(百万元)	121	185	301	432
YOY%	14.29%	52.87%	62.97%	43.40%
EPS（元）	0.24	0.33	0.54	0.78
P/E（X）	49	35	22	15
P/B（X）	4.49	4.21	3.70	3.15

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2：公司财务数据及预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11904	11993	13270	14470	营业收入	6041	8114	10465	12560
现金	7765	6376	6788	6814	营业成本	5590	7290	9280	10950
应收账款	2578	3836	4374	5275	营业税金及附加	14	22	27	33
其他应收款	156	186	246	298	营业费用	51	62	83	98
预付账款	455	555	710	845	管理费用	365	490	633	759
存货	654	512	551	555	财务费用	-162	49	82	213
其他流动资产	296	527	600	682	资产减值损失	6	8	7	7
非流动资产	957	710	768	762	公允价值变动收益	-28	-35	-33	-33
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	5	58	31	44
固定资产	221	248	249	239	营业利润	166	215	353	510
无形资产	150	150	150	150	营业外收入	6	8	9	8
其他非流动资产	585	312	369	373	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	12861	12702	14038	15232	利润总额	167	220	358	514
流动负债	11358	11103	12226	13114	所得税	47	35	57	82
短期借款	8876	7555	7700	7906	净利润	121	185	301	432
应付账款	445	537	714	836	少数股东损益	-10	0	0	0
其他流动负债	2037	3010	3812	4372	归属母公司净利润	131	185	301	432
非流动负债	16	14	15	15	EBITDA	23	282	456	745
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.24	0.33	0.54	0.78
其他非流动负债	9	8	8	8					
负债合计	11374	11117	12241	13128	主要财务比率				
少数股东权益	35	35	35	35	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	556	556	556	556	成长能力				
资本公积	574	574	574	574	营业收入	128.0%	34.3%	29.0%	20.0%
留存收益	347	471	717	1058	营业利润	116.0%	30.0%	64.0%	44.4%
归属母公司股东权益	1452	1550	1761	2069	归属于母公司净利润	66.2%	40.8%	63.0%	43.4%
负债和股东权益	12861	12702	14038	15232	获利能力				
					毛利率(%)	7.5%	10.2%	11.3%	12.8%
现金流量表					净利率(%)	2.2%	2.3%	2.9%	3.4%
					ROE(%)	9.0%	11.9%	17.1%	20.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	0.1%	8.8%	15.3%	21.3%
经营活动现金流	-739	-49	397	77	偿债能力				
净利润	121	185	301	432	资产负债率(%)	88.4%	87.5%	87.2%	86.2%
折旧摊销	20	18	21	22	净负债比率(%)	78.12%	68.03%	62.97%	60.28%
财务费用	-162	49	82	213	流动比率	1.05	1.08	1.09	1.10
投资损失	-5	-58	-31	-44	速动比率	0.99	1.03	1.04	1.06
营运资金变动	-734	-405	116	-497	营运能力				
其他经营现金流	20	162	-91	-49	总资产周转率	0.55	0.63	0.78	0.86
投资活动现金流	29	139	6	44	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	103	0	0	0	应付账款周转率	17.53	14.85	14.83	14.13
长期投资	1	-67	26	-2	每股指标 (元)				
其他投资现金流	134	72	32	42	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.33	0.54	0.78
筹资活动现金流	506	-1479	9	-95	每股经营现金流(最新摊薄)	-1.33	-0.09	0.71	0.14
短期借款	2616	-1321	145	206	每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.79	3.17	3.72
长期借款	-3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	185	0	0	0	P/E	49.72	35.31	21.67	15.11
资本公积增加	-132	0	0	0	P/B	4.49	4.21	3.70	3.15
其他筹资现金流	-2161	-157	-136	-301	EV/EBITDA	317	26	16	10
现金净增加额	-206	-1389	412	25					

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。