

怡亚通 (002183.SZ)

谨慎推荐

分析师: 陈雷 电话: (8610) 6656 8162

邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629

联系人: 卞晓宁 电话: (8610) 6656 8482

邮箱: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

公司5月29日发布公告,拟以全资子公司联怡(香港)有限公司名义与威特集团或其股东李学海先生于香港合作成立合资公司,共同发展威特集团其中的服装业务。同时公司拟向全资子公司深圳市怡亚通物流有限公司增加投资额人民币1亿元。

2. 我们的分析与判断

(1) **公司业务结构趋于多元化。**IT业务是公司的传统业务。随着公司积极拓展业务范围,IT业务量占比已由2009年的79.85%下降为2010年的68.12%,营业收入比例仅为12.74%。而公司着力培育的其他业务增长迅速,例如2010年快消品业务量增速达到586.47%,营业收入增速超过253倍。快消品、通讯和家电业务是公司2010年营业收入实现128.53%增长的主要推动因素。

目前公司服装供应链业务规模较小。借助与威特集团的合作,公司将充分利用自身的网络和威特集团的经验,有望形成从品牌、设计、销售到采购、生产、配送的完整的供应链体系。提升供应链管理将迅速缩短企业市场反应时间并有效降低企业物流成本,香港利丰集团的成功证明供应链管理在服装行业有广阔的发展空间,因此服装业务有望成为公司规模增长的新动力。

(2) **公司战略重点是以网络促规模。**公司非公开发行募集资金将投资于深度分销380整合平台扩建项目和补充流动资金,计划在全国300多个城市建设分销及分销执行平台及网络,这种区域布局与业务延伸的叠加将加速公司的规模扩张。规模化经营不仅可以提高公司对厂商的议价能力,而且可以有效降低业务风险。我们预计2011年公司业务量增速为25-30%,其中深度业务增速将保持在60%以上。

(3) **公司业绩释放需以规模促整合。**公司净利润增速低于营业收入增速主要原因是综合毛利率下降和期间费用上升。市场竞争加剧和业务结构变化造成2010年公司三大供应链服务业务毛利率同比都出现下滑,而持续投入引起期间费用率居高不下。我们认为公司由规模扩张期进入业绩释放期将取决于以下因素(1)公司网络布局初步形成,资金投入增速放缓;(2)规模优势开始显现,综合毛利率,特别是深度业务的盈利能力开始稳步向上;(3)在规模基础上进行业务整合和结构优化。

3. 投资建议

在不考虑伟仕资产出售和定向增发的情况下,我们预计2011-2013年公司营业收入和归属于母公司净利润年复合增长率分别为48.71%和43.62%。消费者对物流成本推高终端价格的探究和生产商对分销体系扁平化的要求将推动国内物流供应链行业变革并将对生产、分销和零售格局产生重要影响。我们认为公司目前还处于新业务的培育期和扩张期,经营业绩的充分释放还需要时间。我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 怡亚通 (002183.SZ) 财务报表预测

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	6072	7765	7044	7739	11683	营业收入	2649	6054	8804	12898	19472
应收票据	185	175	255	373	563	营业成本	2368	5590	8145	11986	18191
应收账款	1571	2578	4824	7068	10669	营业税金及附加	9	14	18	26	39
预付款项	161	455	883	1514	2471	销售费用	16	51	75	97	127
其他应收款	54	156	227	333	503	管理费用	216	365	537	748	1032
存货	461	654	953	1403	2129	财务费用	15	-162	-150	-170	-230
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	6	0	0	0
长期股权投资	0	1	1	1	1	公允价值变动收益	-48	-28	50	60	80
固定资产	210	221	187	207	220	投资收益	111	5	-30	10	20
在建工程	28	89	46	38	34	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	77	166	200	281	413
无形资产	86	150	39	34	28	营业外收支净额	9	2	0	0	0
长期待摊费用	4	8	3	3	2	税前利润	86	167	200	281	413
资产总计	9184	12861	14772	19021	28613	减: 所得税	5	47	20	28	41
短期借款	6260	8876	9499	11771	18265	净利润	81	121	180	253	372
应付票据	939	1296	1888	2778	4216	归属于母公司的净利润	77	131	180	253	372
应付账款	193	445	639	940	1427	少数股东损益	4	-10	0	0	0
预收款项	287	536	899	1430	2233	基本每股收益	0.21	0.24	0.22	0.30	0.45
应付职工薪酬	14	19	19	19	19	稀释每股收益	0.21	0.24	0.22	0.30	0.45
应交税费	43	4	4	4	4	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	32	37	37	37	37	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	-7.8%	128.5%	45.4%	46.5%	51.0%
长期借款	9	6	6	6	6	EBIT 增长率	54.6%	-15.1%	-10.2%	36.9%	100.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-48.9%	70.6%	37.3%	40.5%	46.8%
负债合计	7824	11374	13080	17075	26296	盈利性					
股东权益合计	1360	1487	1693	1946	2317	销售毛利率	10.6%	7.7%	7.5%	7.1%	6.6%
现金流量表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.9%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%
净利润	81	121	180	253	372	ROE	5.8%	9.0%	10.9%	13.3%	16.3%
折旧与摊销	16	19	22	24	26	ROIC	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
经营活动现金流	32	-739	-1847	-1787	-2850	估值倍数					
投资活动现金流	-233	-71	-60	-20	-10	PE	32.1	28.2	30.8	21.9	14.9
融资活动现金流	3454	2503	1186	2502	6804	P/S	0.9	0.6	0.6	0.4	0.3
现金净变动	3253	1693	-721	695	3944	P/B	1.8	2.5	3.3	2.9	2.4
期初现金余额	2819	6072	7765	7044	7739	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	6072	7765	7044	7739	11683	EV/EBITDA	49.0	92.0	154.5	146.9	111.5

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908