

巨星科技 (002444) \机械\设备

——牵手美国史泰博，全球智能仓储物流系统市场潜力巨大

事件：

公司于5月26日晚间发布《关于和美国史泰博签订机器人服务协议》公告。公司全资子公司Great Star Industrial USA, LLC（美国巨星）与Staples Contract & Commercial, Inc.（史泰博）于近日签订了《机器人服务协议》，美国巨星将为史泰博仓库提供全新机器人系统。

投资要点：

➢ **史泰博为美国办公零售龙头，全球拥有超过2,100家超市与仓储中心**
史泰博成立于1986年，作为全球著名的办公解决方案供应商，成立30年来始终专注于办公用品的零售与分销，其2016年营业收入约为182.47亿美元，与欧迪办公（Office Depot）同为美国办公用品零售商两大巨头。公司在全球拥有超过2,100家办公用品超市与仓储分销中心，业务涵盖约22个国家与地区，仅北美地区拥有的大型仓库数量即达50余座。史泰博拥有全球办公用品领域最为专业的B2B电商平台，对于仓储系统智能化领域的需求巨大。国内方面，截止至2017年年初，公司已在全国布局物流配送中心达8座、仓储中心约10万平方米。

➢ 奥兰多项目已开始运作，合同金额120万美元

根据协议，美国巨星主要为史泰博分布于全球的仓储中心提供仓储系统智能化服务，包括智能移动机器人、模块化存储提取系统与货架等，合同期长达5年。目前，双方已就奥兰多项目的首份工作说明书签署了相关合同，合同金额为120万美元。通常来说，单座仓储中心配置的移动机器人价值量约为400万美元~600万美元，此次120万美元的合同仅包含单个仓库仓储系统智能化的部分内容，预计随着双方合作的逐步深入，后期订单的价值量将得到显著提升。考虑到史泰博在全球拥有的2,100余家超市与仓储中心，按单座仓储中心智能化系统改造价值量500万美元计算，假设美国巨星每年完成约5~6座仓库的智能化改造，则预计届时每年将为公司带来2,500万美元~3,000万美元的营业收入。

➢ 国自机器人掌握AGV核心技术，与史泰博合作有望打开全球市场

国自机器人成立于2011年，成立至今一直致力于移动机器人的研发与销售，已掌握包括基于多传感器融合的环境学习与精确定位技术、动态路径规划与精确轨迹跟踪技术等在内的诸多国际领先的移动机器人核心技术，综合实力位居国内AGV行业第一梯队。此次美国巨星联合国自机器人与史泰博就仓储系统智能化展开合作，是公司将自身智能仓储业务全面推向海外市场的重要尝试，有望帮助其在较短时间内迅速成长为全球范围内领先的物流智能化、仓储智能化方案解决商与设备供应商。事实上，在与美国

投资建议：**推荐**
上次建议：**推荐**
当前价格：14.91元
目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,075/1,012
流通A股市值（百万元）	15,087
每股净资产（元）	5.34
资产负债率（%）	18.90
一年内最高/最低（元）	21.58/13.80

一年内股价相对走势



马松 分析师
执业证书编号：S0590515090002
电话：0510-85613713
邮箱：mas@glsc.com.cn

夏纾雨
电话：0510-85607670
邮箱：xiasy@glsc.com.cn

相关报告

- 《巨星科技 (002444) \机械\设备行业》
《收购 Arrow 100% 股权，手工工具产品线得到拓
- 《巨星科技 (002444) \机械\设备行业》
《投资收益有所下降，关注智能装备业绩增长》
- 《巨星科技 (002444) \机械\设备行业》
《参股微纳科技，智能装备产业链技术获融合》

巨星成功牵手之前，史泰博曾是亚马逊机器人（Amazon Robotics）前身Kiva的重要客户，亚马逊成功收购Kiva间接为全球智能仓储物流系统市场提供了潜在的商机。就国内看，根据GGII的测算，2015年我国智能仓储物流系统市场规模为600亿元，预计至2018年将增长至1,000亿元，年均增速超过20%。2016年，国自机器人实现营业收入1.49亿元，同比增长59.40%，随着与包括史泰博等海内外大客户合作的持续深入，公司未来营收规模的高增长值得期待。

➤ **维持“推荐”评级**

此次与美国史泰博的合作战略意义重大，有望帮助公司加速布局全球智能仓储物流系统市场。预计2017年~2019年EPS分别为0.69元、0.85元以及0.96元，对应当前股价市盈率分别为21.69倍、17.58倍以及15.57倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

与美国史泰博合作进度不达预期；人民币大幅升值；原材料价格大幅上涨。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,176.48	3,603.32	4,158.62	5,192.57	5,785.58
增长率（%）	10.83%	13.44%	15.41%	24.86%	11.42%
EBITDA（百万元）	678.22	878.93	975.87	1,190.89	1,331.52
净利润（百万元）	479.87	621.64	739.22	911.91	1,029.43
增长率（%）	-1.23%	29.54%	18.91%	23.36%	12.89%
EPS（元/股）	0.45	0.58	0.69	0.85	0.96
市盈率（P/E）	33.41	25.79	21.69	17.58	15.57
市净率（P/B）	3.99	2.85	2.61	2.36	2.14
EV/EBITDA	20.72	15.49	13.52	10.59	9.03

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,810.8	2,574.3	2,710.8	3,410.2	4,071.1	营业收入	3,176.4	3,603.3	4,158.6	5,192.5	5,785.5
应收账款+票据	654.56	843.76	874.52	896.09	934.12	营业成本	2,314.7	2,429.8	2,812.2	3,520.2	3,931.4
预付账款	28.04	31.16	35.02	43.21	44.15	营业税金及附加	7.08	12.61	14.56	18.17	20.25
存货	258.43	476.14	493.61	526.74	565.32	营业费用	145.22	180.41	207.93	254.44	277.71
其他	148.31	525.56	525.56	525.56	525.56	管理费用	218.46	264.60	291.10	353.09	376.06
流动资产合计	2,994.7	4,513.4	4,702.0	5,464.2	6,202.7	财务费用	-55.71	-131.79	-93.03	-107.39	-129.58
长期股权投资	1,129.8	757.40	797.40	842.40	892.40	资产减值损失	-3.81	29.17	10.00	12.00	15.00
固定资产	713.66	719.18	648.14	619.38	584.30	公允价值变动收	-16.19	28.12	20.00	20.00	20.00
在建工程	3.41	2.38	50.00	50.00	50.00	投资净收益	64.93	37.68	40.00	45.00	50.00
无形资产	122.79	123.40	120.53	117.66	114.79	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	456.55	817.75	817.55	817.36	817.16	营业利润	599.24	884.29	975.77	1,207.0	1,364.7
非流动资产合计	2,426.2	2,420.1	2,433.6	2,446.8	2,458.6	营业外净收益	19.33	-37.72	5.85	5.85	5.85
资产总计	5,420.9	6,933.5	7,135.6	7,911.0	8,661.4	利润总额	618.58	846.58	981.62	1,212.8	1,370.5
短期借款	549.66	351.85	0.00	0.00	0.00	所得税	137.37	214.74	230.41	286.97	325.14
应付账款+票据	372.96	587.90	608.82	719.57	736.51	净利润	481.20	631.84	751.22	925.91	1,045.4
其他	192.97	253.82	257.39	269.73	266.51	少数股东损益	1.33	10.20	12.00	14.00	16.00
流动负债合计	1,115.5	1,193.5	866.20	989.30	1,003.0	归属于母公司净	479.87	621.64	739.22	911.91	1,029.4
长期带息负债	188.96	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	188.96	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	1,304.5	1,193.5	866.20	989.30	1,003.0						
少数股东权益	93.80	114.04	126.04	140.04	156.04						
股本	1,014.0	1,075.2	1,075.2	1,075.2	1,075.2						
资本公积	973.72	1,990.3	1,990.3	1,990.3	1,990.3						
留存收益	2,034.9	2,560.3	3,077.7	3,716.1	4,436.7						
股东权益合计	4,116.4	5,739.9	6,269.4	6,921.7	7,658.3						
负债和股东权益总	5,420.9	6,933.5	7,135.6	7,911.0	8,661.4						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	425.41	607.27	686.83	856.52	971.04
折旧摊销	57.71	69.58	66.49	69.82	73.16
财务费用	-33.03	-85.49	-72.24	-91.82	-112.22
存货减少	-25.11	-209.38	-17.47	-33.13	-38.57
营运资金变动	85.26	190.29	-10.14	93.33	-25.25
其它	-64.83	-59.16	10.00	12.00	15.00
经营活动现金流	445.41	513.11	663.47	906.73	883.16
资本支出	106.59	105.82	50.00	50.00	50.00
长期投资	3,345.2	1,772.5	0.00	0.00	0.00
其他	3,853.5	1,527.2	24.39	24.39	24.39
投资活动现金流	401.72	-351.08	-25.61	-25.61	-25.61
债权融资	-98.67	-329.90	-351.85	0.00	0.00
股权融资	0.00	1,025.9	0.00	0.00	0.00
其他	-121.45	31.37	-149.52	-181.76	-196.61
筹资活动现金流	-220.12	727.37	-501.37	-181.76	-196.61
现金净增加额	618.99	902.78	136.48	699.37	660.94

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.83%	13.44%	15.41%	24.86%	11.42%
EBIT	-2.44%	30.43%	12.36%	23.28%	12.25%
EBITDA	0.01%	29.59%	11.03%	22.03%	11.81%
归属于母公司净	13.62%	29.54%	18.91%	23.36%	12.89%
获利能力					
毛利率	27.13%	32.57%	32.37%	32.21%	32.05%
净利率	15.15%	17.53%	18.06%	17.83%	18.07%
ROE	11.93%	11.05%	12.03%	13.45%	13.72%
ROIC	15.11%	19.41%	20.99%	25.22%	27.90%
偿债能力					
资产负债	24.06%	17.21%	12.14%	12.51%	11.58%
流动比率	2.68	3.78	5.43	5.52	6.18
速动比率	2.32	2.94	4.25	4.46	5.10
营运能力					
应收账款周转率	5.28	4.60	5.10	6.23	6.66
存货周转率	8.96	5.10	5.70	6.68	6.95
总资产周转率	0.59	0.52	0.58	0.66	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.58	0.69	0.85	0.96
每股经营现金流	0.41	0.48	0.62	0.84	0.82
每股净资产	3.74	5.23	5.71	6.31	6.98
估值比率					
市盈率	33.41	25.79	21.69	17.58	15.57
市净率	3.99	2.85	2.61	2.36	2.14
EV/EBITDA	20.72	15.49	13.52	10.59	9.03
EV/EBIT	22.65	16.82	14.50	11.25	9.55

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

