

公司研究/首次覆盖

2017年08月11日

机械设备/通用机械 II

投资评级：增持（首次评级）

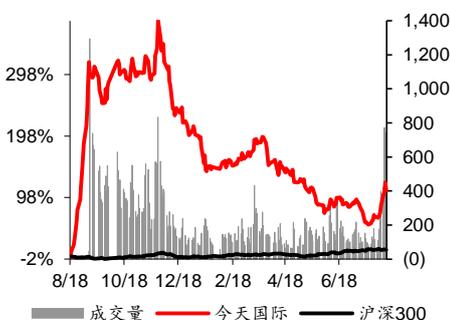
当前价格(元): 27.01
合理价格区间(元): 31.5~36

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

关东奇来 13621864087
联系人 guandongqilai@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

领先的锂电池物流自动化系统集成商

今天国际(300532)

锂电池物流自动化系统集成行业领跑者

2014年公司开始向新能源汽车领域拓展业务,完成比亚迪“自动检测及物流高温存储系统项目”,项目合同额超过1.5亿,具有较强的示范作用,为公司在业内打开知名度。目前公司锂电池行业客户已经拓展至CATL、珠海银隆、亿纬锂能等公司,丰富的大项目经验已经使得公司在锂电池行业处于领先地位。

2018~2020年锂电池行业物流自动化年均需求约40亿

从业务流程看,自动化系统由静置区域、输送设备区域、化成区域、分容区域、DCIR测试机和电源柜等设备区域组成。自动化设备完成静置区域托盘的自动仓储和管理,采集电池分容过程中的数据,并和MES数据库系统与测试机进行数据交互;物流设备通过配套管理系统实现同MES数据库系统对接,通过调度系统实现设备和上下游系统的集成。假设所有锂电池设备厂商都采用自动化物流系统,理论上2018~2020年锂电池行业物流自动化系统累计投资需求约为120亿,年均需求约40亿。

烟草行业进入成熟期,需求稳定利润好,是公司的现金牛业务

烟草物流自动化系统集成行业进入成熟期,未来5年行业年需求将维持在50亿左右,主要来自于:1)更新改造需求,2)我国烟草行业智能物流普及率约46%,仍有上升空间。公司与昆船国际是烟草行业的龙头企业,格局稳定,地位稳固。烟草行业利润高,付款条件好,是公司的现金牛业务。

技术领先,核心客户大项目示范效应显著

公司掌握规划设计、物流软件等方面核心技术。从软件开发商升级为综合解决方案提供商,今天国际占据产业价值链高利润环节。与国外企业相比,公司的优势在价格和本地化服务。烟草、锂电池、医药、机场等高端市场已经形成相对稳定的竞争格局,对于在行业内已经形成优势的企业而言,下游应用行业的变化并没有技术上的壁垒,丰富的项目经验是其竞争的核心优势所在。

募投项目利于公司进行横向与纵向的业务拓展,巩固核心技术

IPO募集资金投向:1)自动化物流装备总装基地建设:公司积极布局视觉识别、实时监控、移动拣选及智能导航搬运机器人领域,提升硬件设备生产能力。2)自动化物流系统产业化:产能取决于工程师团队,公司按照战略规划引进人才增强业务拓展能力,人员已从2016年初的300人增加到目前的400人;3)技术研发及产品体验中心建设:巩固技术优势与品牌形象。

首次覆盖给予增持评级

我们预计公司2017~2019年收入为7.76/9.7/12.6亿元,净利润为1.04/1.36/1.77亿元,PE为39/30/23倍。参考行业公司估值水平以及公司的业绩成长速度,给予公司2018年35-40倍PE,合理股价为31.5~36元。

风险提示:1)客户集中烟草行业风险;2)项目周期较长风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	154.03
流通A股(百万股)	37.80
52周内股价区间(元)	19.87-113.99
总市值(百万元)	4,160
总资产(百万元)	1,163
每股净资产(元)	4.57

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	507.24	398.64	775.90	971.10	1,262
+/-%	3.12	(21.41)	94.64	25.16	30.00
净利润(百万元)	62.30	54.64	104.11	135.73	177.47
+/-%	(15.61)	(12.30)	90.54	30.37	30.75
EPS(元)	0.41	0.36	0.69	0.90	1.17
PE(倍)	66.86	76.24	39.1	30.0	23.07

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

今天国际：领先的智慧物流系统综合解决方案提供商.....	4
在手订单充足，业绩有保障.....	4
锂电池市场开拓效果显著，订单翻倍成长.....	6
股权结构较为集中.....	6
锂电池物流自动化系统集成行业领跑者.....	8
物流自动化系统在锂电池行业的应用.....	8
2017~2020 年锂电池行业物流自动化需求 120 亿，年均 40 亿.....	9
绑定电芯龙头，锂电池行业需求开拓成绩斐然.....	9
烟草行业物流自动化龙头，行业标准制订者.....	10
烟草行业物流自动化进入成熟期，年均需求 50 亿.....	10
公司是烟草行业物流自动化系统集成双寡头之一.....	10
技术领先，大项目示范效应显著.....	11
今天国际具备软件开发与系统集成的核心技术优势，大项目经验丰富.....	11
募投项目：公司技术升级、业务横向纵向拓展.....	12
盈利预测和投资评级.....	14
核心假设.....	14
盈利预测及投资评级.....	14

图表目录

图表 1：今天国际主营业务以工业生产/商业配送两类物流系统为主导，通过运营维护服务提供长期支撑.....	4
图表 2：今天国际历年营业收入（左轴）与增速（右轴）变化情况.....	4
图表 3：今天国际历年归母净利润（左轴）与增速（右轴）变化情况.....	4
图表 4：今天国际综合毛利率与净利率变化情况.....	5
图表 5：今天国际各类主营业务毛利率变化情况.....	5
图表 6：上半年收入确认少，营业费用率大幅提升.....	5
图表 7：上半年收入确认少，管理费用率大幅提升.....	5
图表 8：应收账款规模增长较快，以 1 年内和 1-2 年账龄为主.....	6
图表 9：存货以工程成本和运营维护成本为主.....	6
图表 10：今天国际综合毛利率与净利率变化情况.....	6
图表 11：2017H1 新增订单行业分布.....	6
图表 12：公司股权结构.....	7
图表 13：锂电池行业物流自动化系统业务流程.....	8
图表 14：全自动系统结构图.....	8
图表 15：2017 年 7 月底前 10 大动力电池企业产能统计（GWh）.....	9
图表 16：公司在非烟草行业新领域客户开拓成绩斐然.....	9
图表 17：烟草行业物流自动化需求稳步增长.....	10

图表 18: 公司烟草行业的主要客户	10
图表 19: 自动化物流产业价值链	11
图表 20: 智能物流综合解决方案提供商大多由上游的设备商和软件开发商演变而来 ..	11
图表 21: 公司自主研发的主要核心技术和产品	12
图表 22: 国内外主要竞争对手及其业务分布情况	12
图表 23: 公司 IPO 募投项目	13
图表 24: 可比公司估值水平	14
图表 25: 今天国际历史 PE-Bands	14
图表 26: 今天国际历史 PB-Bands	14

今天国际：领先的智慧物流系统综合解决方案提供商

今天国际是智慧物流和智能制造系统综合解决方案提供商。公司基于规划集成和软件开发优势，为客户提供一体化的仓储、配送自动化物流系统及服务，使客户实现物料出入库、存储、搬运输送、分拣与拣选、配送等物流活动的自动化、信息化和智能化。

图表1：今天国际主营业务以工业生产/商业配送两类物流系统为主导，通过运营维护服务提供长期支撑

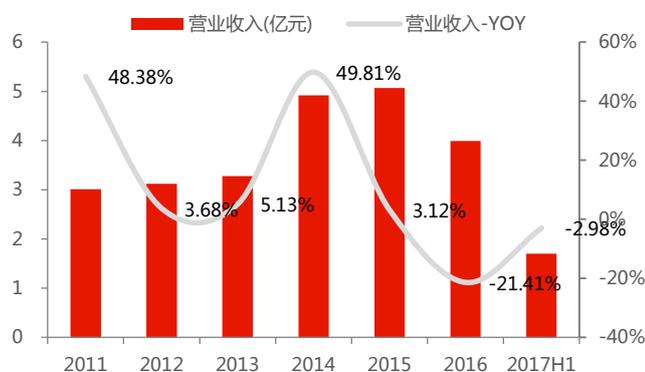
业务分类	业务定位	目标客户	业务经营范围
工业生产性物流系统	主导+优势地位	工业企业	提供原材料、半成品、成品以及零配件等货物存储、输送和管理
商业配送型物流系统	主导+积极扩张	商业企业	提供产品存储、分拣、配送和信息化管理
运营维护服务	长期增长驱动力	存量客户	为客户提供年度维保、系统改造升级、更换物流设备零配件以及培训等服务
托盘栈箱产品	配套业务	-	物流配套托盘栈箱设备

资料来源：Wind、华泰证券研究所

在手订单充足，业绩有保障

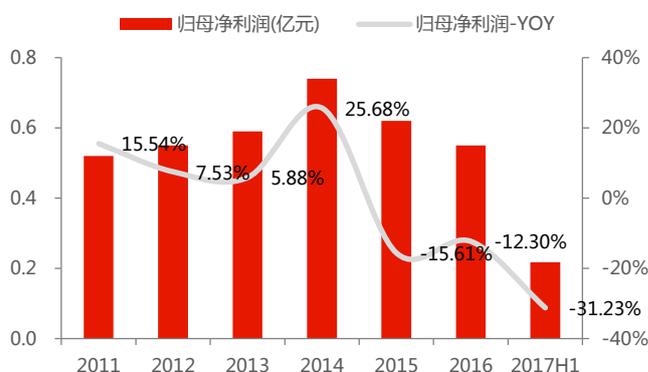
2017H1 锂电池行业收入占比上升至 45%，烟草行业收入占比下降至 18%。2016 年公司实现营业收入 3.99 亿元/-21%，归母净利润 5464 万元/-12.30%，扣非净利润 4933 万元/-17.31%。其中烟草行业收入占比 69%，锂电池新能源行业收入占比 18%。2017H1，公司收入 1.7 亿元，下滑 3%，净利润 2200 万，同比下滑 31%，主要由于上半年订单确认较少所致。其中，锂电池行业收入占 45%，烟草 18%，家居、日用化工、高铁各约 10%。

图表2：今天国际历年营业收入（左轴）与增速（右轴）变化情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：今天国际历年归母净利润（左轴）与增速（右轴）变化情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

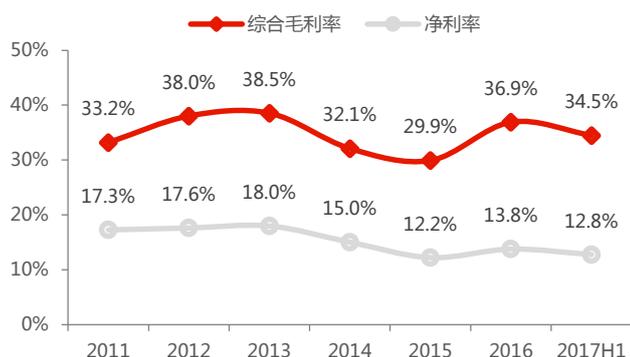
综合毛利率水平大幅提升。2015 年公司综合毛利率水平为历史最低，主要原因是 2014 年公司获得锂电池行业首单——BYD 坑梓工厂项目。出于战略性开拓锂电池市场的考虑，该项目金额较大但毛利率相对较低，拉低了 2015 年的毛利率水平。2015 年该项目执行完成。2017 年上半年公司综合毛利率为 34.5%，较 2016 年回落 2.4 个百分点，主要原因在于锂电池行业收入占比的增加，公司按照项目制进行核算，对毛利率有严格要求和把控，我们预计公司未来毛利率将维持在 30~35%之间。

费用率大幅提升主要原因是由于今年上半年订单确认较少导致收入规模小。2017 年上半年，公司管理费用率和营业费用率分别从 2016 年底的 13.9%、6.6%提升到了 18%和 8.2%。上半年公司管理费用和营业费用的绝对值分别比去年同期增加了 624 万和 328 万。

烟草大订单未确认，应收账款规模较大，账龄结构合理。2017年6月底公司应收账款为4.15亿元，与上年末相比基本持平。主要原因在于烟草大订单付款延迟的影响，烟草客户付款能力较强，对此我们并不担心应收款的回收问题。从应收账款的账龄结构看，1年内占比近90%，账龄在2年内以内应收帐款占比在98%左右，较为健康。

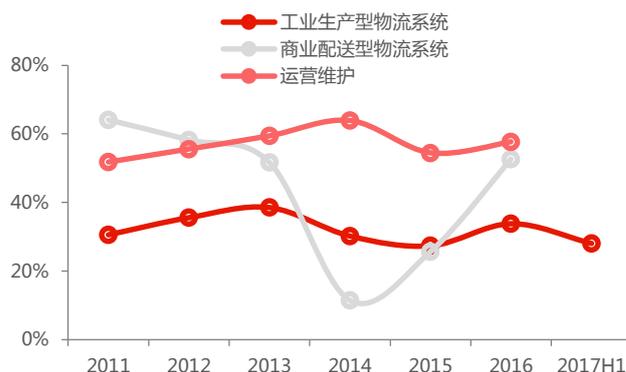
存货以工程成本和运营维护成本为主。2017年6月底公司存货总额为5547万元，其中工程成本和运营维护成本占比分别为68%和29.5%。工程成本为未确认收入的自动化物流系统项目所归集的各项支出，包括软硬件设备及项目人工成本等；运营维护成本是公司为客户有偿提供的后续专项运营维护（质保期届满后）所发生相关支出，包括外购的备品备件及项目人工成本等。

图表4：今天国际综合毛利率与净利率变化情况



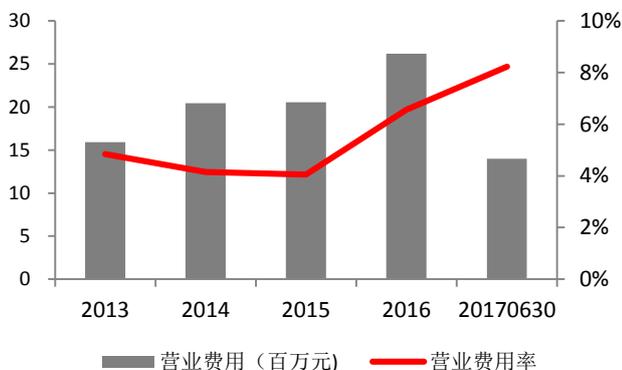
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：今天国际各类主营业务毛利率变化情况



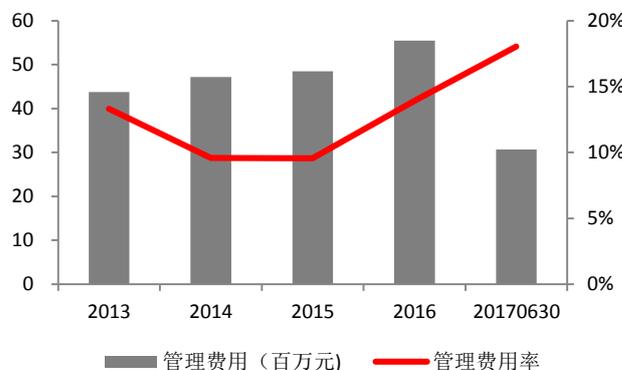
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：上半年收入确认少，营业费用率大幅提升



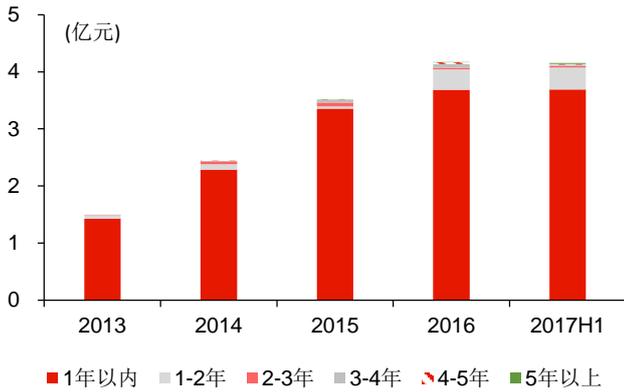
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：上半年收入确认少，管理费用率大幅提升



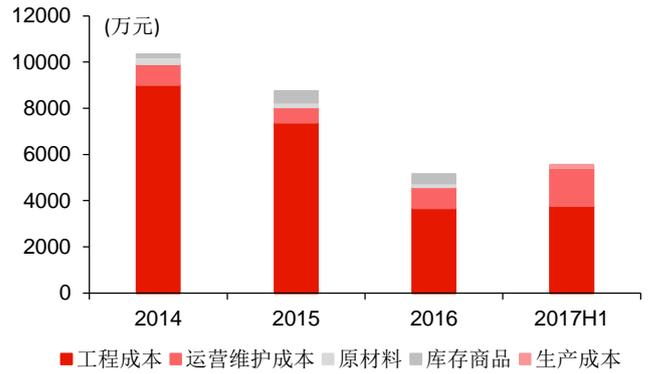
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8: 应收账款规模增长较快, 以1年内和1-2年账龄为主



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 存货以工程成本和运营维护成本为主

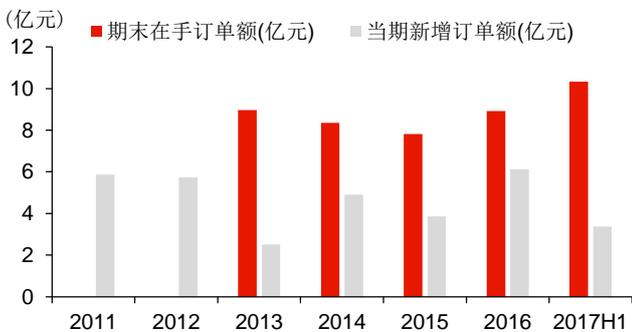


资料来源: Wind、华泰证券研究所

锂电池市场开拓效果显著, 订单翻倍成长

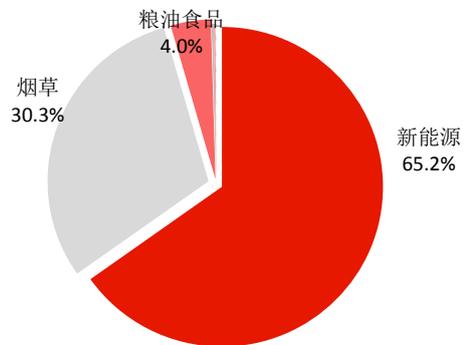
2017上半年新接锂电池订单2.2亿元(占上半年新接订单的65%), 累计在手订单10亿元。2017年上半年新增订单3.37亿元, 同比增长6.4%; 其中动力锂电池行业智能制造系统新增订单金额2.2亿元, 占比65.2%, 同比增长354.64%(2016年全年锂电池行业订单1.53亿元, 占比12%); 烟草行业智慧物流系统新增订单1.02亿元, 占比30.3%(2016年全年烟草行业订单3.74亿元, 占比74%); 其他行业订单1514万元, 占比4.5%。截至2017年6月30日持有的未确认订单金额为10.3亿元, 其中烟草行业智慧物流系统订单金额7.2亿元, 占比69.7%; 动力锂电池行业智能制造系统订单金额2.3亿元, 占比22.7%; 其他行业订单7882万元, 占比7.6%。

图表10: 今天国际综合毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表11: 2017H1 新增订单行业分布

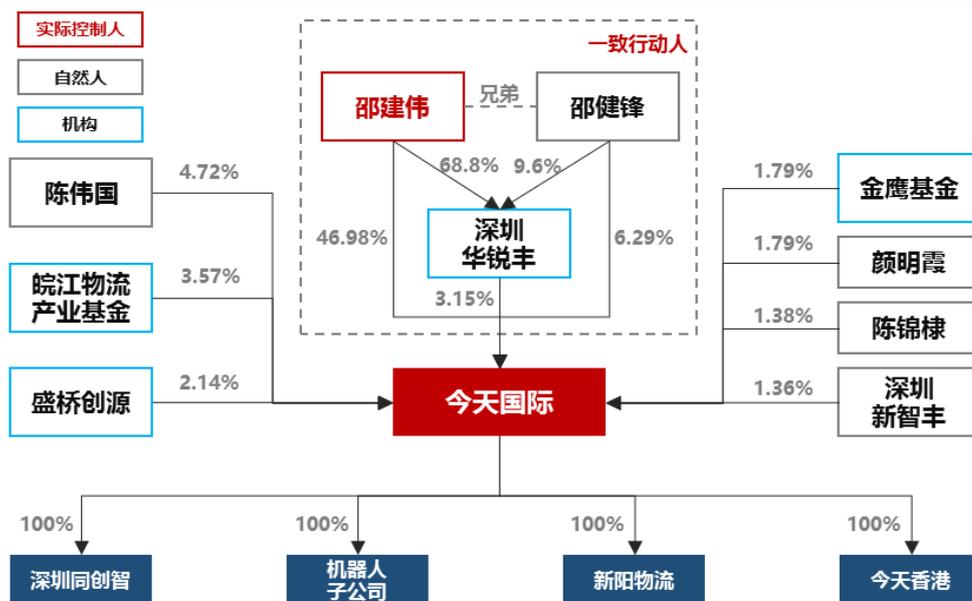


资料来源: Wind、华泰证券研究所

股权结构较为集中

实际控制人拥有对公司的掌控力。截止2017H1, 公司控股股东及实际控制人为邵健伟, 后者直接及间接合计持有68.65%的公司股权。公司下辖4个全资子公司, 新设立的机器人子公司用于构建机器人技术平台, 新阳物流从事托盘和梗箱的生产销售, 今天香港是公司海外业务拓展平台, 深圳同创智主要从事物流软件开发及技术服务。

图表12: 公司股权结构



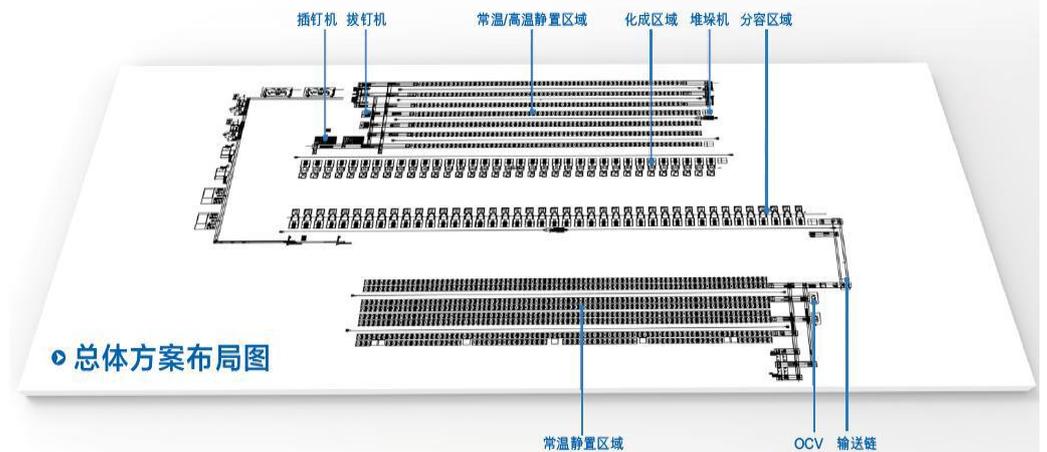
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

锂电池物流自动化系统集成行业领跑者

物流自动化系统在锂电池行业的应用

从业务流程看，自动化系统由常温静置区域、高温静置区域、输送设备区域、化成区域、分容区域、DCIR 测试机和电源柜等设备区域组成。静置区域的设备用于托盘的自动仓储和管理；化成区域和分容区域完成锂电池的化成、分容工序；DCIR 测试机完成生产中的电池性能测试；电源柜提供电池分容时所需要的电流、电压、容量控制，对电池分容过程进行过程监控和保护，采集电池分容过程中的数据，并和 MES（制造企业生产过程执行管理软件）数据库系统与测试机进行数据交互；物流传输及相关设备通过配套管理系统实现同 MES 数据库系统对接，通过调度系统实现设备和上下游系统的集成。各个区域系统通过相互配合实现与产能的匹配，进行锂电池的大批量生产。

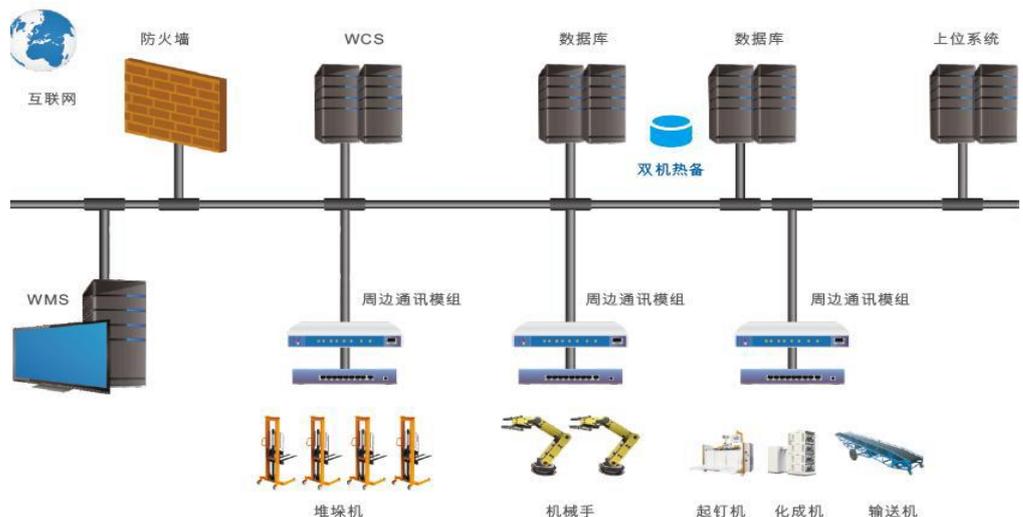
图表13：锂电池行业物流自动化系统业务流程



资料来源：先导股份公告、华泰证券研究所

从系统结构看，全自动化系统由数据库、上位系统、控制系统、周边通讯模组、WMS（仓库管理系统）和相关设备组成，系统采用回馈型充放电模块，实现物流、仓储、化成分容、检测于一体，实时智能监控现场工况，可适用于各类聚合物锂电池的大批量生产。

图表14：全自动化系统结构图



资料来源：先导股份公告、华泰证券研究所

2017~2020 年锂电池行业物流自动化需求 120 亿，年均 40 亿

锂电池全产业扩产，龙头扩张更快。第一电动车网统计了国内主流的 50 多家动力电池企业的相关产能状况，目前从各家规划量来看，2017 年底动力电池规划总产能将达 230.1GWh，比 2016 年底化学与物理协会披露的 101GWh 的产能增加 120GWh，增幅 127.8%。我们整理了十大厂商的产能及规划，预计 2017 年底行业十家主要电芯厂商总产能合计约为 101GWh，动力电池行业产能 CR10 提升至 50%，集中度进一步提升。根据各家产能规划，到 2020 年行业前十家产能约为 220 GWh，3 年复合增速 47%。

假设所有锂电池设备厂商都采用自动化物流系统，按照 1GWh 锂电池生产线设备投资额 4~6 亿元，其中物流自动化系统投资占比 8~12% 计算，理论上 2018~2020 年锂电池行业物流自动化系统累计投资需求约为 120 亿，年均需求约 40 亿。

图表15： 2017 年 7 月底前 10 大动力电池企业产能统计 (GWh)

电芯厂商	2014	2015	2016	2017E	2020E
CATL	0.5	4	8.5	15	50
比亚迪	1.6	3.6	7.6	20	34
国轩高科	0.6	2.4	5.5	8	23
力神	0.5	2	2.3	8.3	20
沃特玛	0.5	3	10	20.4	20.4
北京国能	0.5	1.5	5.5	7.5	20
中航锂电	0.4	0.9	0.9	5	14.5
亿纬锂能	0	0.7	1.5	9	9
珠海银隆			4.5	4.5	20
万向 A123	0.2	1	2	3	8
总计	5	19	48	101	219

资料来源：各公司网站、华泰证券研究所

绑定电芯龙头，锂电池行业需求开拓成绩斐然

公司与无锡中鼎为锂电池行业自动化物流系统集成领跑者，竞争优势相当明显。今天国际 2014 年开始加大在新能源汽车行业拓展力度，在动力电池生产及输送存储自动化系统领域具有先发优势，从 2014 年承接 BYD 坑梓工厂物流自动化系统项目起步，目前客户覆盖了国内大多数领先的动力电池制造商，截止到 2017 年中期，公司动力电池最大的客户为 CATL 和珠海银隆，客户数量也在不断拓展中。由于具备 BYD 和 CATL 的丰富项目经验，公司将充分受益锂电池行业产能扩张带来的红利。

图表16： 公司在非烟草行业新领域客户开拓成绩斐然



资料来源：公司网站、华泰证券研究所

烟草行业物流自动化龙头，行业标准制订者

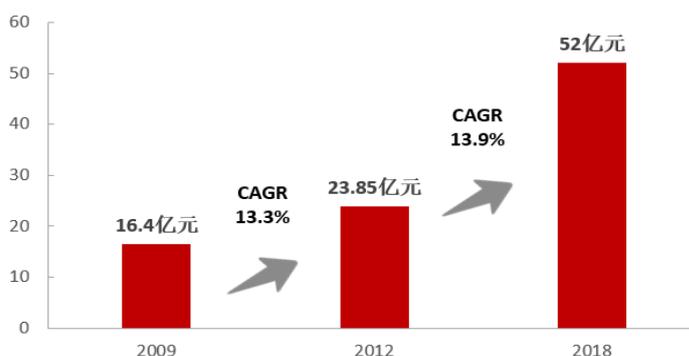
烟草行业物流自动化进入成熟期，年均需求 50 亿

烟草行业物流自动化需求保持稳定：2009~2012年国内烟草自动化物流系统市场规模从16.4亿元增长到23.85亿元，年复合增速10%，中国物流技术协会信息中心预测2018年市场规模达到52亿元，未来5年行业年需求将维持在50亿左右。行业进入成熟期，需求主要来自于：

1) 更新改造需求：烟草行业的自动化仓储物流系统建设在2000年前后开始进入快速发展期，目前已经建成的自动化仓储物流系统保有量较大，通常自动化物流系统的使用时间为8~10年，预计将来已建成的自动化仓储物流系统升级、改造业务需求将不断增长。

2) 《烟草行业“十三五”规划》中提到我国目前烟草行业智能物流普及率约46%，未来仍有上升空间：《烟草行业“十三五”规划（征求意见稿）》中提到“努力保持行业税利总额增长速度略高于全国国内生产总值、全国财政收入增长速度”，且要“加强工业智能制造和商业智能营销、智能物流建设”。

图表17：烟草行业物流自动化需求稳步增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司是烟草行业物流自动化系统集成双寡头之一

公司早期专注于烟草行业的研究开发，与中国中烟集团形成了长期稳定的合作关系。竞争格局上，公司与昆船在烟草行业具备垄断地位，竞争格局稳定。目前对烟草行业的工艺流程、物流特点、管理和运作模式等具有较深的理解，形成了规划设计、系统集成、软件开发等多方面的技术积累和丰富的项目经验。2013~2016年，公司营业收入中最终客户属于烟草行业的占比分别为90%、96%、34%及69%，在烟草行业自动化系统已经建立龙头优势，在积累了大量优质客户资源。公司同时参与制定国内烟草行业物流信息化建设标准。

图表18：公司烟草行业的主要客户

云南省烟草公司昭通市公司	贵州中烟工业有限责任公司	福建武夷烟叶有限公司
红云红河烟草（集团）有限责任公司乌兰浩特卷烟厂	陕西中烟工业有限责任公司	福建省龙岩金叶复烤有限责任公司
深圳烟草工业有限责任公司	厦门烟草工业有限责任公司	龙岩烟草工业有限责任公司
广西中烟工业有限责任公司	红塔烟草（集团）有限责任公司	河南中烟工业有限责任公司
四川烟草工业有限责任公司	山东中烟工业有限责任公司	重庆烟草工业有限责任公司
黑龙江烟草工业有限责任公司	湖北中烟工业有限责任公司	江苏省烟草公司
广东中烟工业有限责任公司	江西中烟工业有限责任公司	湖南省烟草公司邵阳市烟草公司
安徽省烟草公司阜阳市公司	安徽中烟工业有限责任公司	华环国际烟草有限公司

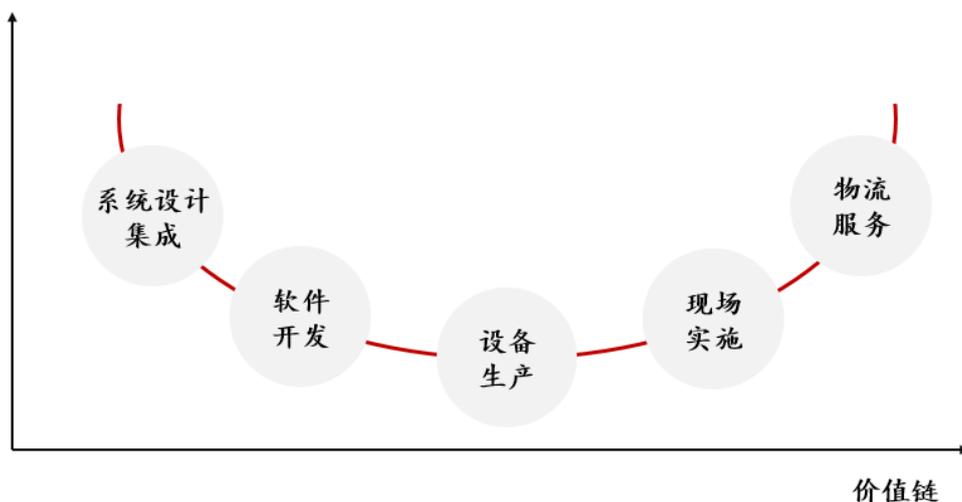
资料来源：公司网站、华泰证券研究所

技术领先，大项目示范效应显著

今天国际具备软件开发与系统集成的核心技术优势，大项目经验丰富

拥有核心技术与丰富经验的综合服务提供商在竞争中具有优势。资本往产业价值高地流动，从设备制造、软件开发，系统集成，到基于大数据的物流运营服务，最终实现供应链的整合是行业发展的方向。对于综合服务商来说，除了软硬件的实力之外，项目经验至关重要。

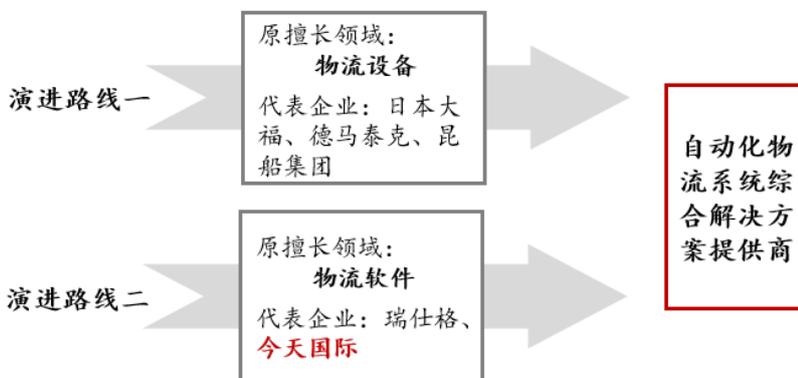
图表19：自动化物流产业价值链



资料来源：华泰证券研究所

从软件开发商升级综合解决方案提供商，今天国际占据产业价值链高利润环节。目前比较知名的自动化物流系统综合解决方案提供商分为两类：由物流设备厂商发展而来，优势是硬件技术强，以日本大福、德马泰克、昆船物流等为代表；由物流软件开发商发展而来，这类企业在软件技术开发上具有较强的竞争实力，以瑞仕格和今天国际为代表。今天国际专注于系统规划设计、软件开发和系统集成等，硬件设备主要通过外购，从上文的产业价值微笑曲线可以看出，公司的主要业务处于价值链的上方，即高毛利的环节。

图表20：智能物流综合解决方案提供商大多由上游的设备商和软件开发商演变而来



资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

公司掌握规划设计、物流软件等方面核心技术。经过多年积累，公司不仅掌握了成熟、公开的技术，还自己研发了十余项独有核心技术。公司目前为国家级“高新技术企业”、深圳市重点物流企业，拥有66项计算机软件著作权、52项专利权，其中公司WCS、SWMS、LMIS软件获得过“2009年度深圳市优秀软件产品”。

图表21： 公司自主研发的主要核心技术和产品

物流管理信息系统 (LMIS)	滤棒快速输送技术
智能仓库管理系统 (SWMS)	运输管理系统技术
仓库控制系统 (WCS)	物流数据接口系统 (DIS)
规划设计的方法与技术	物流数字分拣系统 (DPS)
集成设计方法与技术	物流管理综合平台
电气控制系统技术	

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

与国外企业相比，公司的优势在价格和本地化服务。国外自动化物流系统提供商在高端物流软硬件技术和行业经验方面具有优势。国内企业在与国外先进的自动化物流系统提供商竞争中不断发展，推出具有自主知识产权自动化物流产品，优势在于具备较强的本地化服务优势，在中低端项目领域具备较强的竞争力。

烟草、锂电池、医药、机场等高端市场已经形成相对稳定的竞争格局，对于在行业内已经形成优势的企业而言，下游应用行业的变化并没有技术上的壁垒，丰富的项目经验是其竞争的核心优势所在。烟草行业，今天国际、昆船物流具有较强的竞争优势；在锂电池行业，今天国际、无锡中鼎具有较强的竞争优势；医药行业，日本大福、日本冈村、国企北起院具有较强的竞争优势；机场方面，西门子、范德兰德、中集天达等国内外物流系统集成商具有较强优势。新兴行业中，智能制造、食品饮料、电商等新兴市场竞争激烈。

图表22： 国内外主要竞争对手及其业务分布情况

企业名称	企业基本情况	业务分布
日本大福	成立于1937年，注册地为日本，主要从事物流设备生产和物流系统相关咨询、方案设计。主要产品包括堆垛机、输送设备及托盘等。	制造业、汽车
德马泰克	成立于1819年，注册地为德国，主要从事物流设备的生产和提供物流系统解决方案，其主要物流设备包括堆垛机、输送机以及分拣机等。	医药、汽车
瑞仕格	成立于1898年，注册地为瑞士，主要从事提供物流系统解决方案、物流软件的开发和物流设备生产。其主要产品包括物流传输系统、自动导向运载车系统等	医药、食品饮料
昆船物流	成立于1998年，注册地为云南昆明，隶属于中国船舶重工集团公司，主要从事物流设备的生产和提供物流系统，其物流设备主要产品包括堆垛机、AGV及穿梭车、输送机等。	烟草
山东兰剑	成立于1993年，注册地为山东济南，主要从事物流领域的咨询、规划设计、软件开发、设备制造、项目监理、系统集成为一体的综合解决方案。	烟草
新松机器人	成立于2000年，注册地为辽宁沈阳，主要从事工业机器人、物流与仓储自动化成套装备生产。机器人产品线涵盖工业机器人、洁净（真空）机器人、移动机器人、特种机器人及智能服务机器人五大系列。	电力
太原刚玉	成立于1997年，注册地为山西太原，主要从自动化物流仓储设备研发和生产，设备产品包括激光导引AGV、EMS悬挂小车、堆垛机、输送机、环形穿梭车等众多物流输送及存储设备。	机械

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

募投项目：公司技术升级、业务横向纵向拓展

公司于2016年8月18日IPO募集资金3.6亿元，用于自动化物流系统产业化项目、技术研发及产品体验中心建设项目、及自动化物流装备总装基地建设项目。

自动化物流系统产业化项目：有助公司业务横向扩展。在通过引进人才、增加相应办公场所及办公设备、补充流动资金来增强公司的业务拓展能力。对公司而言，产能主要取决于人员配置情况，现阶段不存在产能瓶颈，技术人员扩招计划正按照公司的战略规划统一进行。公司2016年初约300人，现在已经近400人。业务开拓的领域除烟草生产制造领域外，还包括烟草原辅料、烟草流通领域、石油石化、医药、新能源、通讯、医药、汽车、机械制造、机场以及连锁零售等领域。

技术研发及产品体验中心建设项目：巩固技术优势与品牌形象。公司的产品体验中心将建设自动化物流实体体验及测试系统，技术支持与服务相配合，通过直观、互动、多样的方式提供优质技术支持与服务。主要研发课题为物流管理监控平台及物流管理云平台。有助于保持公司核心技术优势，且依托产品展示中心，可以巩固品牌形象。

自动化物流装备总装基地建设项目：提升硬件设备生产能力。公司积极布局视觉识别、实时监控、移动拣选及智能导航搬运机器人领域。主要是研发和集成应用视觉识别系统，实现生产环节工业机器人的视觉检测、视觉定位等功能。开发数据采集和监控平台，可实时采集物流机器人状态数据、各类传感器数据；还可对物流机器人数据进行智能分析、推理，实现物流机器人的远程故障诊断，并通过对储存在物流机器人信息数据库中的历史数据进行分析，实现对物流机器人系统的故障预警和远程维护。移动拣选机器人能够自动响应服务器发送的指令，运用3D图像识别技术，自主规划最优路线，并自主识别3D多维空间位置，完成作业任务。研发集激光与视觉一体的智能导航搬运机器人，可以实现复杂环境下的环境理解与路径规划，满足多种应用场景需求。

图表23： 公司 IPO 募投项目

投资项目	总投资(万元)	募资拟投入(万元)	完成日期
自动化物流系统产业化项目	22,501.11	19,254.77	2018年2月
技术研发及产品体验中心建设项目	9,151.04	7,629.26	已完成
自动化物流装备总装基地建设项目	4,705.33	3,952.48	已完成
合计	36,357.48	30,836.51	

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所；

盈利预测和投资评级

核心假设

收入: 截止2017年6月30日,公司在手订单10亿,其中2.3亿锂电池行业订单预计在年内全部交付确认,7亿烟草行业订单预计交付一半。未来三年锂电池产能持续扩张,公司目前在跟踪项目较多,尤其是锂电池行业的客户数量不断增加,我们预计公司2018~2019年锂电池行业订单将持续增加,根据行业产能扩展的进度,我们预计未来三年的收入增速分别为95%/25%/30%。

毛利率: 上半年公司毛利率维持高位,公司对单个项目进行核算,对毛利率有严格把控,2017~2019年公司毛利率水平将控制在35%左右。

费用: 随着公司收入规模的扩大,公司进行了大量人员扩张,今年上半年增加员工约100人,费用大幅增加。公司实施了股权激励,未来3年增加350万左右费用。

盈利预测及投资评级

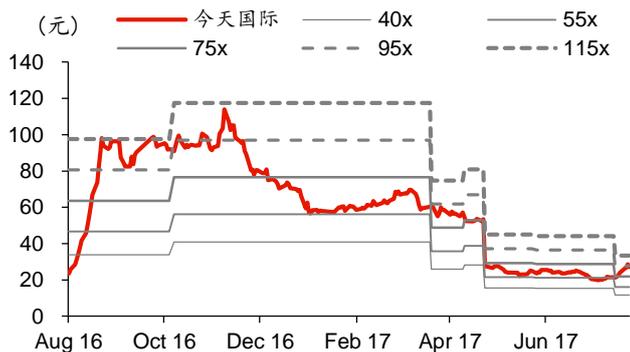
我们预计公司2017~2019年收入为7.76/9.7/12.6亿元,净利润为1.04/1.36/1.77亿元,PE为40/30.7/23.5倍。参考行业公司估值水平以及公司的业绩成长速度,给予公司2018年35-40倍PE,合理股价为31.5~36元。给予“增持”评级。

图表24: 可比公司估值水平

名称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	EPS 2017E	EPS 2018E	EPS 2019E	PE 2017E	PE 2018E	PE 2019E	PB 当前
300450 先导智能	267	10.35	0.87	1.32	1.87	2.91	49.6	35.0	22.5	7.2
300457 赢合科技	99.2	4.28	0.17	2.04	2.93	3.83	39.2	27.3	20.9	3.91
300648 星云股份	38.1	21.5	3.42	1.03	1.53	1.97	54.6	36.7	28.5	6.24
300532 今天国际	40.5	21.5	3.42	0.69	0.9	1.17	39.1	30.0	23.07	7.24

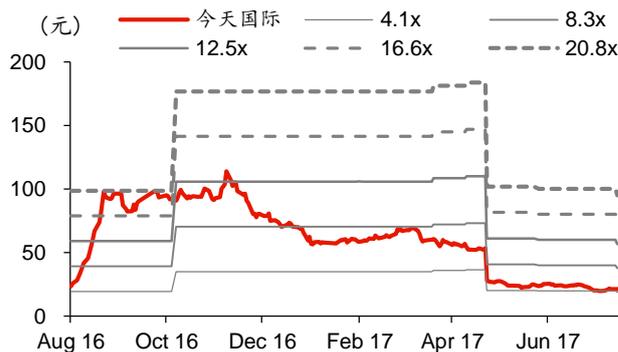
资料来源: Wind、华泰证券研究所、数据截止到2017年8月8日

图表25: 今天国际历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表26: 今天国际历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

锂电池行业招标进度低于预期,项目交付低于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	671.71	995.70	1,324	1,593	1,952
现金	189.66	262.69	226.17	244.43	235.30
应收账款	329.29	388.18	605.65	798.88	1,053
其他应收账款	31.90	33.98	60.36	77.96	100.30
预付账款	10.08	25.80	48.01	54.99	76.02
存货	87.50	51.48	111.88	137.07	179.48
其他流动资产	23.28	233.57	271.51	279.35	307.93
非流动资产	125.80	165.09	137.88	130.97	121.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	13.64	17.46	63.42	83.56	90.79
无形资产	18.45	16.55	12.33	8.14	3.94
其他非流动资产	93.71	131.08	62.13	39.27	26.99
资产总计	797.51	1,161	1,461	1,724	2,074
流动负债	364.12	357.50	609.98	829.96	1,128
短期借款	0.00	0.00	45.63	129.72	235.31
应付账款	136.50	124.29	234.22	300.98	387.88
其他流动负债	227.62	233.22	330.13	399.26	504.60
非流动负债	66.25	70.97	65.48	67.96	67.98
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
其他非流动负债	26.25	30.97	25.48	27.96	27.98
负债合计	430.38	428.47	675.45	897.92	1,196
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	63.00	84.00	151.20	151.20	151.20
资本公积	69.44	358.54	291.34	291.34	291.34
留存公积	235.17	289.81	343.48	383.18	435.46
归属母公司股	367.13	732.31	786.02	825.72	877.99
负债和股东权益	797.51	1,161	1,461	1,724	2,074

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	9.52	(1.55)	(51.40)	42.52	19.89
净利润	62.30	54.64	104.11	135.73	177.47
折旧摊销	5.64	5.52	4.39	6.16	7.07
财务费用	4.10	(0.54)	0.62	5.46	12.55
投资损失	0.00	(1.24)	(1.24)	(1.24)	(1.24)
营运资金变动	(65.62)	(67.17)	(173.59)	(119.97)	(195.26)
其他经营现金	3.11	7.23	14.31	16.37	19.30
投资活动现金	(35.05)	(232.57)	20.29	3.14	3.14
资本支出	35.05	33.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	200.00	(17.15)	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	1.36	3.14	3.14	3.14
筹资活动现金	18.21	308.12	(5.40)	(27.40)	(32.16)
短期借款	(38.12)	0.00	45.63	84.09	105.59
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	21.00	67.20	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	289.10	(67.20)	0.00	0.00
其他筹资现金	16.33	(1.98)	(51.03)	(111.49)	(137.75)
现金净增加额	(8.97)	74.38	(36.51)	18.26	(9.13)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	507.24	398.64	775.90	971.10	1,262
营业成本	355.45	251.57	512.09	640.93	833.20
营业税金及附加	4.61	3.71	7.23	9.05	11.76
营业费用	20.56	26.17	54.31	61.80	83.44
管理费用	48.52	55.52	80.00	96.00	115.20
财务费用	4.10	(0.54)	0.62	5.46	12.55
资产减值损失	7.87	7.29	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.24	1.24	1.24	1.24
营业利润	66.13	56.16	112.88	149.10	197.52
营业外收入	4.61	7.28	7.28	7.28	7.28
营业外支出	0.32	0.08	0.08	0.08	0.08
利润总额	70.43	63.37	120.09	156.31	204.72
所得税	8.12	8.73	15.98	20.58	27.25
净利润	62.30	54.64	104.11	135.73	177.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	62.30	54.64	104.11	135.73	177.47
EBITDA (倍)	75.87	61.15	117.89	160.73	217.14
EPS (元)	0.99	0.65	0.69	0.90	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.12	(21.41)	94.64	25.16	30.00
营业利润	(15.66)	(15.08)	101.00	32.09	32.47
归属母公司净利润	(15.61)	(12.30)	90.54	30.37	30.75
获利能力 (%)					
毛利率	29.93	36.89	34.00	34.00	34.00
净利率	12.28	13.71	13.42	13.98	14.06
ROE	16.97	7.46	13.25	16.44	20.21
ROIC	29.00	9.57	15.07	17.90	19.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.97	36.91	46.22	52.09	57.66
净负债比率 (%)	11.62	11.67	14.16	18.90	23.02
流动比率	1.84	2.79	2.17	1.92	1.73
速动比率	1.60	2.64	1.99	1.75	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.41	0.59	0.61	0.66
应收账款周转率	1.70	1.04	1.45	1.29	1.27
应付账款周转率	3.41	1.93	2.86	2.40	2.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.36	0.69	0.90	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	(0.01)	(0.34)	0.28	0.13
每股净资产(最新摊薄)	2.43	4.84	5.20	5.46	5.81
估值比率					
PE (倍)	66.86	76.24	39.1	30.0	23.07
PB (倍)	11.35	5.69	5.30	5.04	4.74
EV_EBITDA (倍)	52.80	65.51	33.98	24.92	18.45

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com