



新领域新订单，下半年业绩突增

投资要点

- **事件:** 2017年8月9日，我们对公司进行了调研。公司是一家智能物流系统集成商，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。公司已在烟草行业浸润多年，目前积极拓展包括锂电池新能源在内的诸多领域。公司半年报发布，2017年上半年公司营业收入1.7亿元，同比下降3.0%，归母净利润2170.9万元，同比下降31.2%，扣非归母净利润1434.8万元，同比下降50.4%。公司业绩有望触底反弹。
- **业务订单按时完成，利润预期大幅增长。** 烟草业项目期一般在6-12个月，因此公司在手新订单无法立刻确认收入。目前公司尚有未确认收入订单10.3亿元。在手订单中，正在实施的有6.2亿元，这些项目今年基本能够实施完成并确认收入，主要集中在第三季度和第四季度。如果项目按时完成，下半年将会给公司带来6.2个亿的营业收入，同比增长181.82%。
- **延伸产业链，拓宽新领域。** 公司业绩增长来源于三方面：(1) 公司未来希望将产业链适当拉长，包括从生产配套物流往生产线改造方向延伸，及其他方面的延伸；(2) 公司正努力拓展更多客户领域，在抓住重点热门领域的同时，开拓一些可持续发展的领域。(3) 公司的团队正处于不断扩充状态，一方面提高自身产能，一方面通过扩充营销团队，进入新的客户领域。
- **挖掘烟草业新需求，继续进军锂电池等新领域。** 公司在烟草行业有近20年的基础，公司烟草行业订单较稳定且毛利率比其他行业稍高，主要是因为烟草行业对技术要求较高，而且公司经验丰富，能降低成本。公司针对烟草行业正在挖掘新的需求，比如对原有技术的提升，原有设备、生产线的改造，例如新增监控设备数据等。近两年，公司在锂电行业不断取得订单，3C行业也将是公司未来重点拓展的业务领域，公司于2017年6月28日收购旭龙昇后，双方将有望共享下游客户、上游供应商等多方面资源，提升公司在这两个下游行业的竞争力和拿单能力。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到2017年公司业绩释放可能超预期，略微调高盈利预测。预计公司2017-2019年归母净利润年复合增速为49.5%，对应的EPS分别为0.66元、0.86元、1.19元。鉴于公司未来3年业绩保持较高增速，结合计算机行业PE(TTM)均值56倍，给予公司2017年45倍PE，对应目标价29.7元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 应收账款回收期过长的坏账风险，订单或延迟确认的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	398.64	825.40	1222.16	1819.39
增长率	-21.41%	107.06%	48.07%	48.87%
归属母公司净利润(百万元)	54.64	101.25	133.02	182.56
增长率	-12.30%	85.30%	31.38%	37.24%
每股收益EPS(元)	0.35	0.66	0.86	1.19
净资产收益率ROE	7.46%	12.15%	13.76%	15.89%
PE	74	40	30	22
PB	5.49	4.82	4.16	3.50

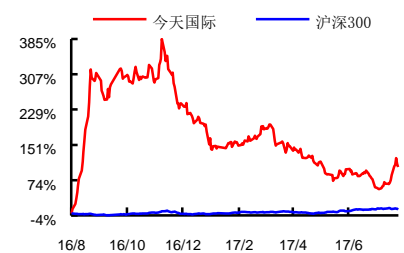
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.54
流通A股(亿股)	0.38
52周内股价区间(元)	19.87-113.99
总市值(亿元)	40.20
总资产(亿元)	11.63
每股净资产(元)	4.57

相关研究

1. 今天国际(300532): 在手订单充足, 业绩预计将触底反弹 (2017-08-01)

目 录

1 公司概况：领跑智能物流	1
2 行业分析：巩固烟草业，开拓新领域	2
2.1 烟草业：稳中求发展，发掘新需求	3
2.2 锂电池：大力拓展新能源，订单有望高增长	4
2.3 多行业应用扩张，规模化经营	5
3 公司分析：业绩有望维持高增速	8
3.1 服务定制化，追求高毛利	8
3.2 在手订单增加，将实现预期业绩	8
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速	1
图 5：智能物流产业链	3
图 6：2013 年我国智能物流下游行业分布	3
图 7：2010-2015 年锂离子电池产量	4
图 8：自动物流系统构成及工艺流程图	6
图 9：中国物流自动化系统市场规模与增速	7
图 10：2012-2016 年各业务毛利率变化	8
图 11：项目实行时间	9
图 12：项目回收期	9

表 目 录

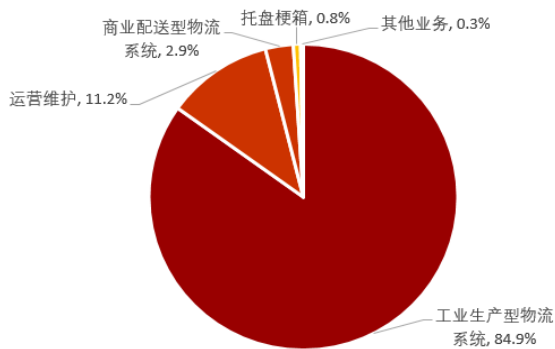
表 1：智慧物流和智能制造系统组成	2
表 2：物流系统组成	2
表 3：公司已签订的重大销售项目	3
表 4：2015 年度中国动力锂离子电池前 20 强企业	5
表 5：2017 年上半年公司订单分布情况	6
表 6：2016 年业务订单情况	9
表 7：分业务收入及毛利率	10
附表：财务预测与估值	11

1 公司概况：领跑智能物流

今天国际是一家自动化物流系统综合解决方案提供商，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。目前，公司业务已经遍及全国各地，赢得了广大客户的信赖与认可。公司充分利用产业链上游的优质资源和依靠自身的研发设计能力为客户提供优质的自动化物流系统综合解决方案。同时，在长期的发展过程中积累了丰富的行业经验，先后参与了一系列规模大、复杂程度高、具有重大影响力的自动化物流系统项目，形成了一整套完整的标准体系。今天国际于 2016 年 8 月 8 日成功上市。

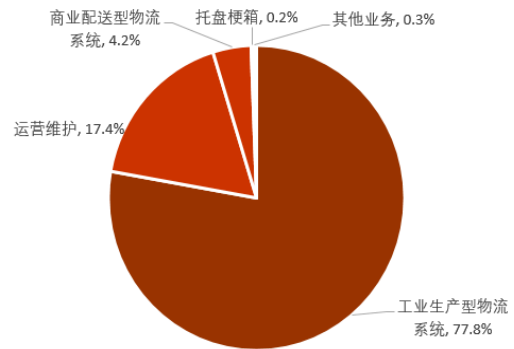
公司主营业务以工业生产型物流为主，毛利占比达 77.8%。除托盘梗箱外，其余业务毛利率均达到 30% 以上。公司 2016 年实现营收 3.98 亿，同比下降 21.4%。利润总额 54.6 百万元，同比下降 12.3%，其中扣非净利润达 49.3 百万元，同比下降 17.31%。公司第一季度实现营业收入 5,367.17 万元，较上年同期下降 9.49%，综合毛利率 46.18%，较上年同期有所上升。公司营业收入不受季节性影响，但是各个季度之间波动较大；因为收入确认时点的特殊性导致公司利润存在一定波动，主要由于在未完成订单时，公司不能确认任何收入，只有在初验完成时一次性确认收入。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



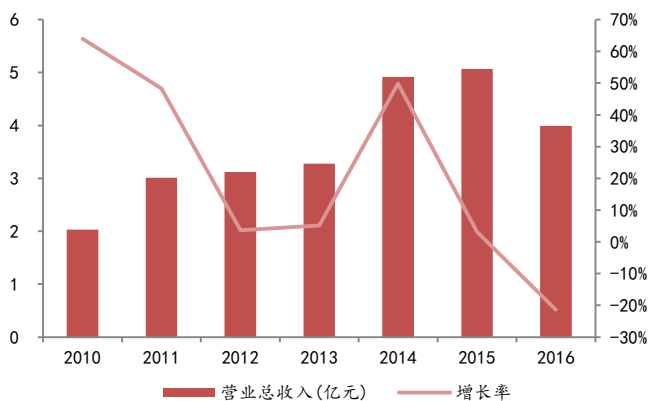
数据来源：公司公告，西南证券

图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



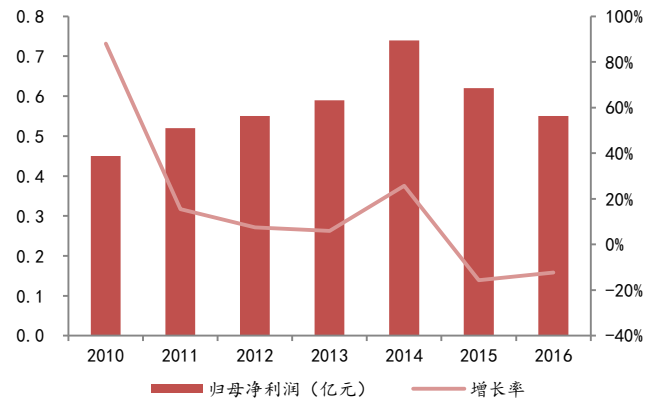
数据来源：公司公告，西南证券

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

2 行业分析：巩固烟草业，开拓新领域

公司的智慧物流和智能制造系统，为生产制造、流通配送企业提供自动化生产线及物流系统的规划设计、系统集成、软件开发、设备定制、电控系统开发、现场安装调试、客户培训和售后服务等一体化业务，使客户实现产品生产、物料出入库、存储、搬运输送、分拣与拣选、配送等过程的自动化、信息化和智能化，提高效率、降低成本、提升管理水平，为企业实现智慧物流和智能制造打下坚实的基础。

智慧物流和智能制造系统通常由自动化生产线、自动化仓库系统、自动化搬运与输送系统、自动化分拣与拣选系统及其电气控制和信息管理系统等部分组成。

表 1：智慧物流和智能制造系统组成

系统	主要任务
自动化生产系统	各类专机生产设备和生产管理系统
自动化仓库系统	货架、堆垛机以及密集存储的自动子母车等自动化存储设备
自动化搬运与输送系统	各式输送机、无人搬运小车、轨道穿梭车、机器人和其它自动搬运设备
自动化分拣与拣选系统	各类自动化分拣设备、手持终端拣选和电子标签拣选等
电气控制和信息管理系统	物流管理软件、仓库管理软件、仓库控制软件、智能分拣和拣选软件等

数据来源：公司年报，西南证券

公司的物流系统，包括物流装备和软件控制，不是单独的计算机系统或机械制造。公司更注重核心软件系统的研发，单一机械装备，公司主要负责设计和控制系统，外协生产。

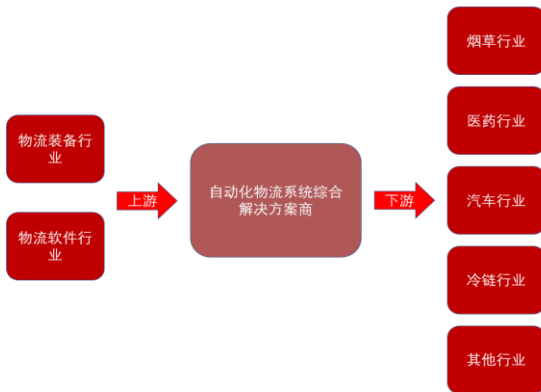
表 2：物流系统组成

系统	组成部分	来源
设备	货架	供应商众多
	堆垛机系统	高端供应商以德国供应商为主，中高端产品今天国际自己设计、外包生产，低端产品主要采购自国内供应商
	输送机系统	控制系统公司自己负责研发生产，外包硬件加工或采购自德马科技等其他公司
	分拣系统	采购自国外
	自动搬运系统	公司可自主研发设计 AGV 小车，AGV 较少单独出售，一般配套物流系统出售
软件	物流管理软件、仓库管理软件、仓库控制软件、智能分拣和拣选软件等	自主研发

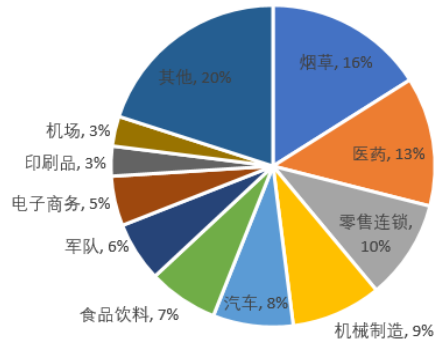
数据来源：公司年报，西南证券整理

随着人力成本增加和土地资源缺乏以及企业信息化管理需求的上升，高效快捷的生产和物流系统已经成为企业的核心竞争力之一。自动化生产线和自动化物流系统可以减少人力及人员作业强度、提高效率和良品率、节约仓库占地面积、减少物流配送过程中的破损，其信息管理系统实时监控生产和物流作业过程并与企业其他管理系统无缝对接，系统之间自动进行信息接收与传递，使企业实现信息流、物流和资金流一体化，提升企业信息化管理水平。同时，自动化物流系统还能提高企业仓储管理能力和物流输送效率，保证物流输送的及时性和准确性，进而提升企业的生产和配送效率。

公司产品已应用于烟草、新能源、冷链、石化、日化、医药保健品、高铁、机场、航空军工、电力、家具、连锁零售、电子以及食品饮料等众多行业，发展潜力和市场规模较大，应用前景广阔。

图 5：智能物流产业链


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：2013 年我国智能物流下游行业分布


数据来源：中国物流技术协会信息中心，西南证券整理

在智能物流的下游应用市场中，烟草行业占比最大(16%)，这也是今天国际最早涉足和最具竞争力的行业，公司在保持烟草行业优势地位的基础上，还同时开拓新能源领域，进入高铁、航空军工、日化等新的行业领域，积极获取更多的智能物流系统合同，增强公司盈利能力。

2.1 烟草业：稳中求发展，发掘新需求

公司在烟草行业有近 20 年的基础，公司烟草行业毛利率会比其他行业稍高。公司烟草行业的毛利率较高，主要是因为烟草行业对技术要求较高，而且公司经验丰富，能降低成本。公司在烟草行业的订单较稳定，公司针对烟草行业正在挖掘新的需求，比如对原有技术的提升，原有设备、生产线的改造，例如新增监控设备数据等。凭借在自动化物流系统领域综合实力的不断提升，公司获邀成为全国烟草标准化技术委员会物流分技术委员会委员，参与制订了烟草行业一系列物流标准，推动了该领域的物流标准化和考核指标建设。

2014 年、2015 年、2016 年、2017 年 1-3 月，公司营业收入中最终客户属于烟草行业的占比分别为 96.31%、34.01%、69.37%、46.46%，来自烟草行业的收入占比较高。

由于烟草行业属于国家规划内的投资行业，五年一个周期，第一年和第五年的订单较少，2016 年度正处于十三五计划的第一个年度，也导致公司烟草行业的订单较以前年度有所下降。虽然来自烟草行业的收入占比呈显著下降趋势，但烟草行业仍然是公司产品最主要的应用行业。

表 3：公司已签订的重大销售项目

客户名称	项目名称	合同金额 (万元)	项目目前实施进度
湖北中烟工业有限责任公司	湖北中烟工业有限责任公司武汉卷烟厂易地技术改造项目卷包生产物流系统	17,505.58	设备采购
四川中烟工业有限责任公司	四川中烟工业有限责任公司什邡分厂易地技术改造生产物流系统总体集成项目	13,320.00	细化设计

客户名称	项目名称	合同金额 (万元)	项目目前实施进度
安徽中烟工业有限责任公司	蚌埠卷烟厂“黄山”品牌专线暨蚌埠卷烟厂易地搬迁技术改造项目“片烟配方、成品、辅料平衡物流系统”	10,463.67	设备采购
安徽中烟工业有限责任公司	蚌埠卷烟厂“黄山”品牌专线暨蚌埠卷烟厂易地搬迁技术改造项目“烟丝箱式储存自动化物流系统”	7,184.08	设备采购
合计		48,473.34	

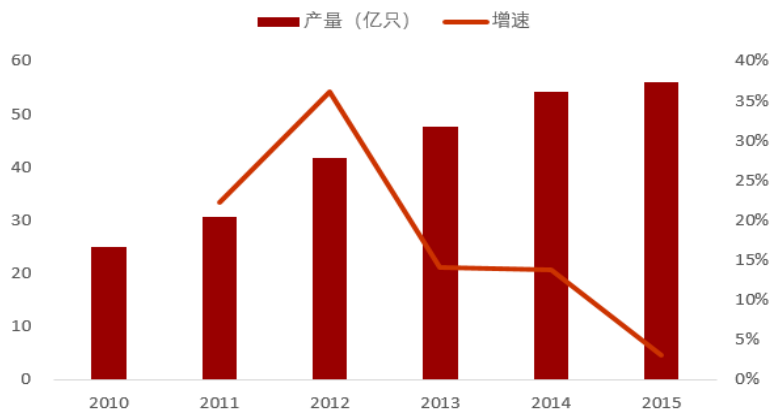
数据来源：公司年报，西南证券整理

2016 年年报烟草行业领域实现订单金额 37,365.60 万元，同比增长 6.67%；实现营业收入 27,652.01 万元，同比增长 56.66%。安徽中烟、陕西中烟、江西中烟、广西中烟等实现持续销售；浙江中烟、河北白沙烟草等实现首次销售。

2.2 锂电池：大力拓展新能源，订单有望高增长

公司的产品是智能化的，公司系统会根据客户需要对客户的产量数据进行统计分析，并根据市场情况对生产线数据进行调整，实现大数据运算。公司正在进行智慧物流加智能制造的整合，产品正在往生产线方向发展，未来市场空间很大。公司的智能制造主要在锂电池的制造领域。

图 7：2010-2015 年锂离子电池产量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

报告期公司在新能源行业领域继续加大拓展力度，新增订单金额 15,294.94 万元，同比增长 120.56%。公司今年毛利率预计为 30% 以上，超往年平均水平。变动的主要原因是，一方面客户愿意支付更高价格获得质量保证；一方面公司在锂电池行业经验的累计，能够更好的把控各方面成本。

同时，公司在保证利润率的情况下，逐渐筛选重点客户。公司在锂电行业的主要客户包括 CATL、珠海银隆、比亚迪等。新增项目最终用户为河北银隆、中天储能、亿纬锂能、微宏动力等行业优质客户，同时宁德时代新能源实现持续销售，公司在新能源行业领域竞争优势逐步显现。目前在动力锂电池行业中，客户大部分是排名前十。

表 4: 2015 年度中国动力锂离子电池前 20 强企业

排名	公司名称	动力电池配套量 (GWh)	与今天国际关系
1	惠州比亚迪电池有限公司	3.00	已有合作项目
2	宁德时代新能源科技有限公司	2.43	已有合作项目
3	天津力神电池股份有限公司	1.19	
4	合肥国轩高科技有限公司	1.16	
5	深圳市沃特玛电池有限公司	1.06	
6	万向电动汽车有限公司 (含 A123)	0.65	万向财务持股
7	中航锂电 (洛阳) 有限公司	0.59	
8	波士顿电池 (Boston-Power Inc.)	0.44	
9	山东威能环保电源有限公司	0.33	
10	珠海银隆新能源有限公司	0.31	已有合作项目
11	深圳市比克电池有限公司	0.23	
12	中信国安盟固利动力科技有限公司	0.21	
13	山东恒宇新能源有限公司	0.18	
14	山西省福斯特新能源集团有限公司	0.178	
15	微宏动力系统 (湖州) 有限公司	0.172	新增合作项目
16	中聚 (天津) 新能源投资有限公司	0.14	
17	浙江谷神能源科技股份有限公司	0.13	
18	三星环新 (西安) 动力电池有限公司	0.126	
19	哈尔滨光宇电源股份有限公司	0.123	
20	LG 化学	0.11	

数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 西南证券整理

公司收购了深圳市旭龙昇电子有限公司 33% 的股权, 收购旭龙昇后, 双方将有望共享下游客户、上游供应商等多方面资源, 提高上市公司在这两个下游行业的竞争力和拿单能力。深圳旭龙昇是一家从事 3D 玻璃、触摸屏、锂电池自动化生产设备、原材料及整合服务的企业, 为客户提供设备导入、产线规划、安装调试、售后服务等系统化服务。此次收购中, 旭龙昇的承诺业绩为 17/18/19 年的扣非净利润分别达到 800 万、1200 万、1800 万, 投资收益将对今天国际的业绩产生积极影响。

2.3 多行业应用扩张, 规模化经营

近年来公司加大了对下游应用的拓展力度, 非烟草行业订单规模逐步增加, 同时由于不同行业自动化物流具有技术的通用性, 未来在多行业的扩张可期。自动化物流系统可广泛应用于烟草、冷链、新能源、医药、机械制造、机场、连锁零售、电商以及食品饮料等众多行业, 下游产业涉及领域广, 发展潜力和市场规模较大。未来公司业务拓展的重点领域是自动化比较集中的烟草、新能源、医药、3C、汽车、冷链等行业。

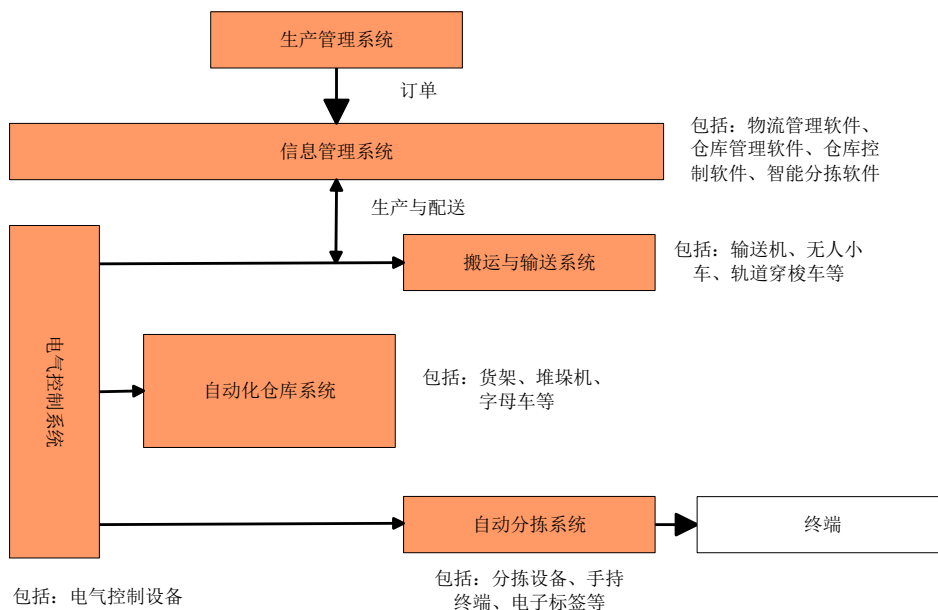
从 2017 年上半年订单看, 公司现有订单的覆盖行业有 12 个, 其中烟草和新能源占比较大, 分别占比 55.4% 和 34.4%, 在食品、3C 领域逐渐斩获可观规模的自动化物流订单, 金额占比分别为 3.0%、2.0%。公司依托丰富的自动化物流的项目经验、设计规划优势、品牌等优势, 未来或将获取多行业的自动化物流订单。

表 5: 2017 年上半年公司订单分布情况

排序	应用行业	2017H1 新增订单 (含税) 百万元	2017H1 完成订单 (不含税) 百万元	尚未确认收入订单 (含税) 百万元	未确认订单 分行业占比
1	新能源	220.0	76.3	234.0	22.7%
2	烟草	102.3	31.3	719.8	69.7%
3	粮油食品	13.6	0.77	31.6	3.1%
4	文具	0.79	0.4	0.4	0.0%
5	家具	0.55	15.3	0.55	0.1%
6	日用化工	-	14.5	-	0.0%
7	高铁	-	12.8	-	0.0%
8	医疗	-	-	11.2	1.1%
9	电力	-	-	3.6	0.3%
10	电子	-	-	31	3.0%
11	石油石化	-	17.9	-	0.0%
12	其他	0.22	0.62	0.55	0.1%
13	合计	337.5	169.9	1032.6	100%

数据来源: 公司公告, 西南证券

自动化物流系统应用广泛, 通用性强利于业务拓展。自动物流系统能提高仓库的容积率, 减少人工成本和土地成本, 提升管理效率, 随着人工与土地成本的上升, 未来自动物流行业发展空间广阔。目前绝大部分行业的自动物流系统都包含自动仓储系统、搬运系统、分拣系统以及信息管理系统, 通过订单、物料、半成品、成品等信息流在信息管理系统中传播, 实物则通过电气设备辅助流转。总体而言系统设备功能方面的通用性强, 而安装过程随场地等因素影响定制化程度较高。

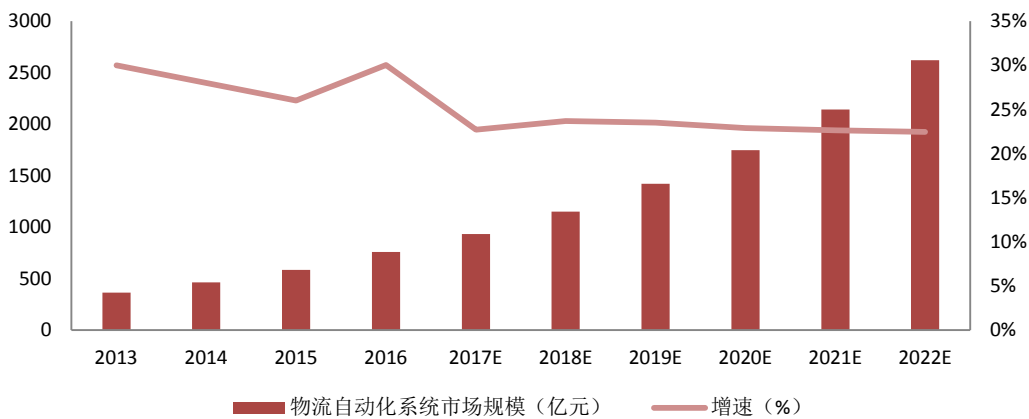
图 8: 自动物流系统构成及工艺流程图


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司产品应用范围广泛，市场前景远大。普洛斯是我国最大的现代仓储开发商，占有市场份额超 50%，据普洛斯 2016 年年报统计，仓储租户细分行业主要为零售、消费、物流、电子产品、汽车零部件企业，中国的前五大租户为京东、唯品会、亚马逊、百世物流、德邦物流。从普洛斯公司现有的租户占比来看，3C、医药、汽车等领域目前租户占比较少，未来的增长空间较大。目前我国人均仓储面积为 0.52 平方米，仅为美国的 1/14，其中仅 6% 为现代物流设施，我国现代物流行业还有很大的发展空间。公司未来产品标准化后利于拓展其他应用领域，其中重点是自动化比较集中的烟草、新能源、医药、3C、汽车、冷链等行业。

行业高速增长，市场空间广阔。据中国物流技术协会信息中心统计，中国物流自动化系统到 2022 年市场规模超 2500 亿元，年均复合增速 23%。受益于行业的快速增长以及公司自身的项目经验优势，未来获取订单数量将持续放量。其中锂电池、冷链、3C 制造等领域自动物流系统的需求较高，有望成为公司新的增长引擎。

图 9：中国物流自动化系统市场规模与增速



数据来源：中国物流技术协会信息中心，西南证券整理

冷链行业最近几年发展迅猛，有望成为公司业务增长的另一个引擎，我国 2008-2014 年冷库储存容量复合增长率为 35%，但我国人均冷库面积仍比较小，2014 年人均冷库面积是 0.058 立方米/人，同期美国是 0.357 立方米/人，发展空间较大，2015 年冷链市场规模为 1583 亿元，预计到 2020 年将达到 3479 亿元，年均复合增速为 17.1%。公司已承建的华美冷库是行业标杆项目，利于未来公司在该领域获取订单。

未来随着公司规模扩大，订单持续增加，规模效应逐渐显现，收入将趋于平稳。公司技术通用性强，未来重点拓展锂电池、冷链物流、3C 制造等行业的智能物流业务，随着实施的项目增多，规模效应将得到体现，收入将趋于均衡，单个大客户订单对公司收入的冲击将减小。

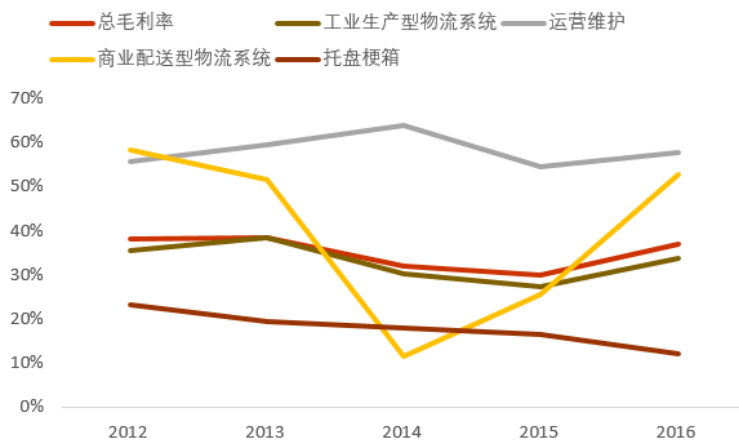
3 公司分析：业绩有望维持高增速

3.1 服务定制化，追求高毛利

公司具有完善的售后服务体系和快速的反应机制。公司建立了完善的售后服务体系，与客户常年保持密切沟通，通过定期巡访、技术交流会和运维管理交流会等形式跟踪客户的使用体验，与客户探讨如何进一步为客户提供升级、改造等技术方案，使客户可以较低的成本实现系统的升级、改造，达到充分挖掘客户需求，获得业务机会。公司良好的本地化客户服务机制保证了公司能够对客户需求做出快速反应，充分引导和挖掘客户需求，为客户量身定制系统解决方案。

公司产品是非标产品，存在单机、局部的标准化，但整体流程、技术、效率搭配方面是定制化的。公司是完全按照客户要求，进行定制化服务。公司产品以集成为主，有一些单机自己设计，外协生产，自主设计控制系统。由于自主程度高，公司的主营业务毛利率均相对较高。

图 10：2012-2016 年各业务毛利率变化



数据来源：wind，西南证券整理

3.2 在手订单增加，将实现预期业绩

2016 年公司业绩下滑，主要原因是因为收入确认时点的特殊性导致公司利润存在一定波动，主要由于在未完成订单时，公司不能确认任何收入，只有在初验完成时一次性确认收入；也存在由于公司承接的项目只是大项目中的一部分，配套系统未完成时，公司也不能确认收入的情况，导致公司利润存在无规律性的波动。

一般情况，锂电池行业的项目周期是 3-6 个月，烟草行业的项目周期是 6-12 个月，也不排除个别项目延期的情况。烟草行业一般需要 6 个月设备准备时间，3 个月现场实施时间，1-3 个月试运行时间。烟草行业的在手订单不一定在当年完全转成收入。签订合同时，客户通常支付合同金额 15%-30% 的款项；主要设备到货时，客户通常支付合同金额 40%-50% 的款项；项目初验时，客户通常支付合同金额 10%-25% 的款项；项目终验后，客户通常支付合同金额 20% 的款项；质保期满后支付合同金额 5%-10% 的款项。

图 11: 项目实行时间


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 项目回收期


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2016 年公司新增订单 6.13 亿, 同比增长 34.81%, 其中烟草行业订单 3.7 亿, 同比增长 6.67%, 新能源新增订单 1.5 个亿, 同比增长 120.56%。截止 2016 年底, 公司尚未确认收入的订单累计 8.93 亿元, 是 2016 年营业收入的 2.2 倍, 充足的在手订单将对公司 2017 年的业绩形成有力支撑。目前正在实施的有 6.2 亿, 什邡项目 1.3 个亿订单今年预计无法完成, 其他项目今年基本能够实施完成并确认收入, 时间上主要集中在第三季度和第四季度。今年上半年主要就是一些零星小项目的验收, 大型项目主要在下半年。

表 6: 2016 年业务订单情况

序号	应用行业	2016 年新增订单 (含税)	2016 年完成订单 (不含税)	尚未确认收入订单 (含税)
1	烟草	37,365.60	27,652.01	65,801.92
2	新能源	15,294.94	7,123.05	10,254.99
3	粮油食品	1,889.56	914.47	1,889.56
4	家具	1,788.00	--	1,788.00
5	日用化工	1,696.00	--	1,696.00
6	高铁	1,498.00	--	1,498.00
7	医药保健品	1,115.42	--	1,115.42
8	航空	598.56	1,425.46	--
9	军工	--	1,106.90	--
10	电力	24.20	852.99	24.20
11	电子商务	--	194.64	--
12	政府部门	--	594.24	--
13	电子	--	--	3,100.00
14	石油化工	--	--	2,091.05
15	合计	61,270.28	39,863.76	89,259.14

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司在手订单充足, 假设 2016 年和 2017 年 H1 的订单全部释放, 今年预计超过 8 亿订单额实施完成并确认收入, 2018 年和 2019 年业务拓展稳健, 订单额保持 50% 的增速; 由于公司订单数量增多, 毛利率维持 35% 不变;

假设 2: 运营维护依托在手项目, 公司订单充足且持续增长带动运营维护业务保持较快增速, 假设未来三年业务量增速维持在 40%, 毛利率维持在 60%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
工业生产型物流系统	收入	338.34	744.34	1116.52	1674.77
	Yoy	-19.1%	120.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	33.82%	35.00%	35.00%	35.00%
运营维护	收入	44.5	62.3	87.22	122.11
	Yoy	-13.6%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	57.66%	60.00%	60.00%	60.00%
商业配送型物流系统	收入	11.62	13.363	15.23	17.21
	Yoy	-64.0%	15.0%	14.0%	13.0%
	毛利率	52.67%	35.57%	35.57%	35.57%
托盘棧箱	收入	3.02	3.473	3.99	4.59
	Yoy	-31.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	11.92%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	1.16	1.92	3.19	5.30
	Yoy	13.7%	65.7%	66.0%	66.0%
	毛利率	44.83%	10.00%	12.00%	14.00%
合计	收入	398.64	825.40	1,222.16	1,819.39
	Yoy	-21.41%	107.06%	48.07%	48.87%
	毛利率	36.89%	36.75%	36.45%	36.41%

数据来源: 公司公告, 西南证券

考虑到 2017 年公司业绩释放可能超预期, 略微调高盈利预测。预计公司 2017-2019 年归母净利润年复合增速为 49.5%, 对应的 EPS 分别为 0.66 元、0.86 元、1.19 元。鉴于公司未来 3 年业绩保持较高增速, 结合计算机行业 PE (TTM) 均值 56 倍, 给予公司 2017 年 45 倍 PE, 对应目标价 29.7 元, 维持“买入”评级。

5 风险提示

- 应收账款回收期过长的坏账风险;
- 订单或延迟确认的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	398.64	825.40	1222.16	1819.39	净利润	54.64	101.25	133.02	182.56
营业成本	251.57	522.04	776.64	1157.00	折旧与摊销	5.52	6.41	6.41	6.41
营业税金及附加	3.71	8.06	11.61	17.39	财务费用	-0.54	2.20	10.25	21.50
销售费用	26.17	56.13	88.00	132.82	资产减值损失	7.29	8.00	9.00	10.00
管理费用	55.52	123.81	183.32	280.19	经营营运资本变动	-234.79	-275.94	-381.78	-543.43
财务费用	-0.54	2.20	10.25	21.50	其他	166.33	8.98	-5.56	-3.33
资产减值损失	7.29	8.00	9.00	10.00	经营活动现金流净额	-1.55	-149.11	-228.66	-326.29
投资收益	1.24	4.21	3.00	3.00	资本支出	-59.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-172.96	-4.53	-5.74	-5.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-232.57	-4.53	-5.74	-5.74
营业利润	56.16	109.38	146.34	203.51	短期借款	0.00	0.00	260.55	408.54
其他非经营损益	7.21	7.40	6.85	7.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.37	116.78	153.19	210.59	股权融资	310.10	0.00	0.00	0.00
所得税	8.73	15.54	20.17	28.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	54.64	101.25	133.02	182.56	其他	-1.98	-7.45	-5.54	-16.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	308.12	-7.45	255.02	391.75
归属母公司股东净利润	54.64	101.25	133.02	182.56	现金流量净额	74.38	-161.09	20.62	59.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	262.69	101.60	122.22	181.94	成长能力				
应收和预付款项	481.32	806.97	1263.88	1931.32	销售收入增长率	-21.41%	107.06%	48.07%	48.87%
存货	51.48	123.17	176.46	261.90	营业利润增长率	-15.08%	94.77%	33.79%	39.06%
其他流动资产	200.21	414.54	613.80	913.74	净利润增长率	-12.30%	85.30%	31.38%	37.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.40%	92.98%	38.14%	41.97%
投资性房地产	17.15	17.15	17.15	17.15	获利能力				
固定资产和在建工程	113.53	109.69	105.86	102.02	毛利率	36.89%	36.75%	36.45%	36.41%
无形资产和开发支出	16.55	13.98	11.42	8.86	三费率	20.36%	22.07%	23.04%	23.88%
其他非流动资产	17.86	26.59	35.31	44.04	净利率	13.71%	12.27%	10.88%	10.03%
资产总计	1160.78	1613.69	2346.10	3460.97	ROE	7.46%	12.15%	13.76%	15.89%
短期借款	0.00	0.00	260.55	669.10	ROA	4.71%	6.27%	5.67%	5.27%
应付和预收款项	299.58	604.98	890.60	1337.22	ROIC	12.36%	14.49%	13.42%	12.95%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	EBITDA/销售收入	15.34%	14.30%	13.34%	12.72%
其他负债	88.89	135.12	188.32	265.49	营运能力				
负债合计	428.47	780.10	1379.48	2311.80	总资产周转率	0.41	0.59	0.62	0.63
股本	84.00	154.03	154.03	154.03	固定资产周转率	25.64	53.11	104.39	231.08
资本公积	358.54	288.51	288.51	288.51	应收账款周转率	1.08	1.57	1.45	1.41
留存收益	289.81	391.06	524.08	706.64	存货周转率	3.62	5.98	5.18	5.28
归属母公司股东权益	732.31	833.59	966.62	1149.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.26%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	732.31	833.59	966.62	1149.18	资产负债率	36.91%	48.34%	58.80%	66.80%
负债和股东权益合计	1160.78	1613.69	2346.10	3460.97	带息债务/总负债	9.34%	5.13%	21.79%	30.67%
					流动比率	2.79	2.05	1.68	1.48
					速动比率	2.64	1.88	1.54	1.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.66	0.86	1.19
					每股净资产	4.75	5.41	6.28	7.46
					每股经营现金	-0.01	-0.97	-1.48	-2.12
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	61.15	118.00	163.00	231.42					
PE	73.58	39.71	30.22	22.02					
PB	5.49	4.82	4.16	3.50					
PS	10.08	4.87	3.29	2.21					
EV/EBITDA	31.25	32.89	25.23	19.24					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn