



## 做好自身准备, 静待行业东风

### 投资要点

- **事件:** 日前, 我们与东杰智能董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **从行业面来看, 我们看好智能物流行业未来的大发展:** (1) 近年我国物流仓储业的固定资产投资完成额增速均保持在 20% 以上, 到 2015 Q3 的总体量达到了 4675 亿元, 预计未来还有 8-10 年的成长期; (2) 目前我国仓储费用占 GDP 的比重长期维持在 6% 左右, 距离美日等发达国家 3% 左右的水平还有较大差距, 作为制造端和消费端的结点, 物流仓储成本的控制对转型升级十分重要; (3) 发达国家的仓储自动化率可以达到 80% 以上, 而在国内只有 20% 左右。随着土地、劳动力成本的上升和人口红利的消失, 机械化、自动化、标准化、智能化将成为物流行业的必然发展趋势, 从而从根本上降低我国的仓储成本。
- **以智能物流仓储系统为基础, 公司积极进军电商物流仓储领域:** 据草根调研, 目前电商物流仓储大部分还处于人工手拣阶段, 在电商大发展的背景下, 物流仓储作为电商企业的核心, 改造升级需求潜力巨大。公司近年积极进军电商物流仓储领域, 在电商仓储升级前沿的上海设立子公司, 在深圳设立软件开发子公司, 2015 年已拿下酒仙网、唯品会等的分拣线订单。随着市场进一步开拓, 系统集成能力得到认可, AGV、软件等实力进一步增强, 公司有望拿到更大订单。公司自身准备已好, 需等待电商仓储改造升级东风, 形成新的利润增长点。此外, 公司的智能物流仓储在食品、医药领域已经有了一定基础, 预计未来将保持稳定增长。
- **立体停车库为公司储备产品, 静待行业快速发展:** 目前, 市场对于立体停车库的需求主要集中在个体企业的购买行为, 随着我国机动车保有量的持续上升、城市土地稀缺性的进一步凸显, 再加上政策引导逐步完善, 行业有望快速发展。公司立体停车库产品成熟, 智能化程度较高, 且已有应用实例, 准备已经做好, 静待行业爆发。
- **估值与评级:** 我们看好物流行业, 特别是电商物流仓储大发展, 但公司业务爆发与行业需求放量密切相关, 需要长期跟踪。我们估计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.44 元、0.52 元和 0.62 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 电商仓储发展低于预期, 公司电商市场开拓不达预期的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	396.11	340.99	387.09	451.78
增长率	2.48%	-13.92%	13.52%	16.71%
归属母公司净利润(百万元)	54.11	46.19	53.90	64.95
增长率	1.77%	-14.62%	16.67%	20.52%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.44	0.52	0.62
净资产收益率 ROE	14.29%	11.18%	11.76%	12.67%
PE	102	119	102	85
PB	14.55	13.33	12.02	10.75

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

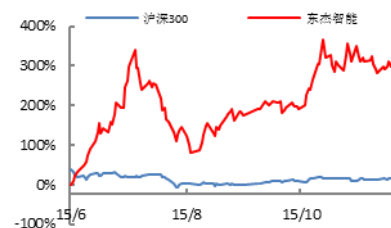
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜

电话: 010-57631198

邮箱: liuyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.39
流通 A 股(亿股)	0.35
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	73.46
总资产(亿元)	10.02
每股净资产(元)	4.86

### 相关研究

1. 东杰智能(300486): 智能物流装备领先企业, 有望借工业 4.0 腾飞 (2015-06-16)

## 目 录

<b>1 公司概况：国内智能物流装备领先企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 需求分化，精选下游是公司发展关键</b> .....	<b>2</b>
2.1 乘行业东风，公司积极进军电商物流仓储.....	2
2.2 传统行业增速放缓，维持稳定是公司发展关键.....	5
2.3 储备业务立体停车库有待行业发展完善.....	6
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2015 Q2 主营业务结构情况 .....	1
图 2: 公司 2015 Q2 年主营业务毛利情况 .....	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速 .....	1
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速 .....	1
图 5: 我国仓储业固定资产投资完成情况 .....	2
图 6: 各国仓储费用占 GDP 比值比较 .....	2
图 7: 我国电子商务近年采销情况 .....	3
图 8: 我国电商规模统计（当季值，万亿元） .....	3
图 9: 我国汽车行业固定资产投资完成情况 .....	5
图 10: 公司智能物流输送系统收入情况 .....	5
图 11: 公司智能物流输送系统毛利润情况 .....	5

## 表 目 录

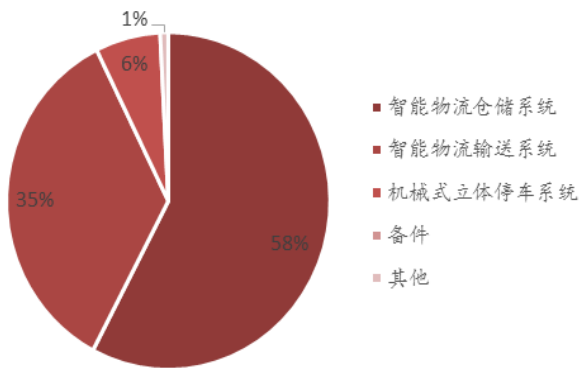
表 1: 主流电商物流方面相关规划 .....	3
表 2: 公司在研项目情况 .....	4
表 3: 截至 2014 年底公司汽车行业重要销售合同 .....	5
表 4: 截至 2014 年底公司仓储系统重要合同情况 .....	6
表 5: 截至 2014 年底公司立体停车库重要合同情况 .....	7
表 6: 分业务收入及毛利率 .....	7
表 7: 可比公司估值情况 .....	8
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 1 公司概况：国内智能物流装备领先企业

公司主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和机械式立体停车系统三大部分。通过多年的努力，公司基本确立了智能物流行业内国内企业第二的地位，在行业内具有技术和人力成本等方面的优势。公司产品和服务的主要消费群体为汽车、工程机械、医药、冶金、食品饮料、化工等行业企业。

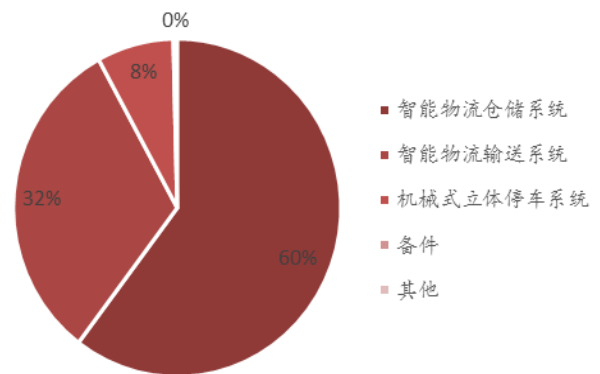
**公司主营业务结构：**公司收入主要来自智能物流仓储系统和输送系统，分别占比 58% 及 35%；智能物流仓储系统贡献 60% 毛利润，智能物流输送系统贡献 32% 毛利润。此外公司还有机械式立体停车库等业务，目前占比较小。与 2014 年相比，2015 Q2 公司收入结构发生了较大变化，主要是由于汽车行业低迷导致的输送系统收入下降所致，

图 1：公司 2015 Q2 主营业务结构情况



数据来源：WIND，西南证券整理

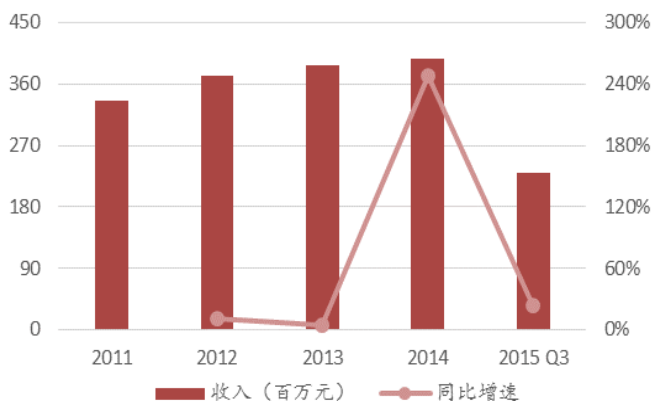
图 2：公司 2015 Q2 年主营业务毛利情况



数据来源：WIND，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司营业收入和净利润一直保持稳定略有增长，2015 年预计出现一定下滑，主要是因为公司主营智能物流输送系统 80%-90% 的下游客户在汽车行业，受传统汽车行业前期低迷影响，该块业务出现了较大下滑。对此，公司也是采取了积极的应对措施，目前重点开发新兴电商下游市场，同时也加强了相关软件开发和 AGV 智能搬运机器人等业务的延伸拓展，寻求新的利润增长点。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来净利润及增速



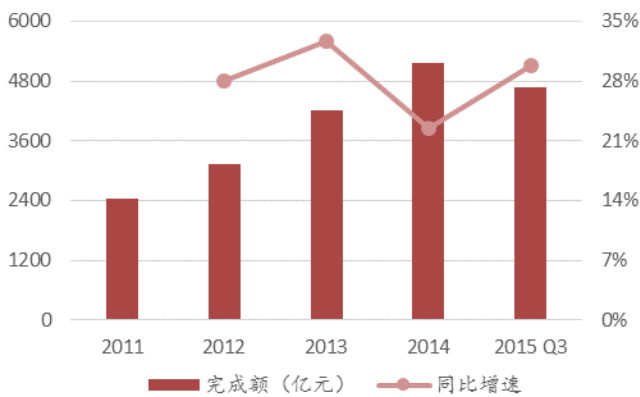
数据来源：WIND，西南证券整理

## 2 需求分化，精选下游是公司发展关键

据统计，过去4年来，我国物流仓储业的固定资产投资完成额增速均保持在20%以上，到2015 Q3的总体量达到了4675亿元。预计中国物流技术装备行业发展速度将继续保持世界领先，行业的发展战略机遇期至少还有8-10年。

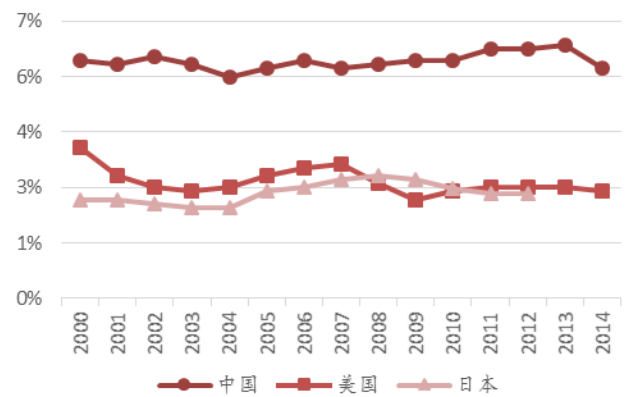
作为制造端和消费端的衔接，物流仓储是整个社会运营的一个重要关节，降低物流成本，提高物流效率对于全社会的产业转型升级来说十分重要。然而，目前我国仓储费用占GDP的比重长期维持在6%以上没有明显改善，距离美日等发达国家3%左右的水平还有较大差距，主要原因之一就是国内外物流行业自动化智能化水平的差异较大，例如，发达国家的仓储自动化率可以达到80%以上，而在国内只有20%左右。随着土地、劳动力成本的上升和人口红利的消失，机械化、自动化、标准化、智能化将成为物流行业的必然发展趋势，从而从根本上降低我国的仓储成本。

图 5: 我国仓储业固定资产投资完成情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 6: 各国仓储费用占 GDP 比值比较



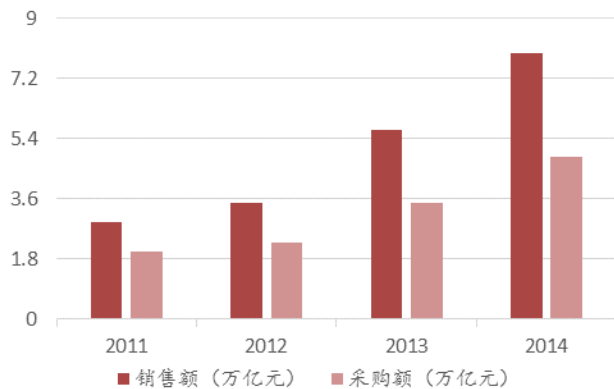
数据来源: WIND, 西南证券整理

目前，国内仓储物流自动化程度较高的行业主要集中在汽车、医药和烟草等行业，其中汽车行业为公司智能物流输送系统的主要下游，但近年来增速开始出现下滑。相反的，一些流通性的新兴行业比如电商、冷链等行业的迅速崛起又为智能物流系统带来了新的快速增长的需求。由此，根据行业特征和自身优势精选重点下游成为公司发展的关键之一。

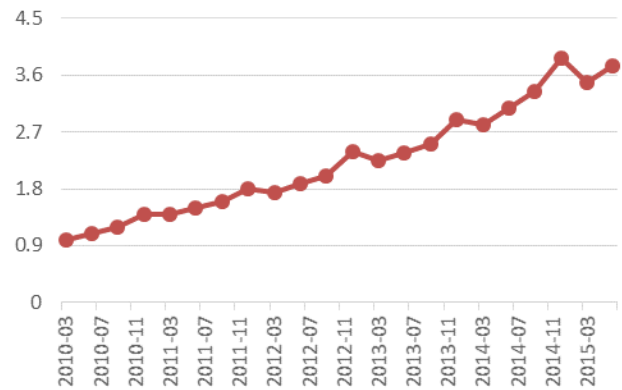
### 2.1 乘行业东风，公司积极进军电商物流仓储

在电商物流领域，根据企业的营业模式不同，其对物流设备的需求也是不同的。例如顺丰、申通等快递类公司，其主要需求在于包裹的分拣和传输，目前分拣等环节大部分还是由人工完成，未来智能化空间很大。又例如京东、苏宁等有自营业务的电商平台，其有大量的仓储需求，同时进库、出库也有分拣的需求。

据统计，2014年我国电子商务的销售额达到了近8万亿元，与2013年相比增速达到了40.6%，同时3年的复合增速也在40%以上，发展十分迅速。为了提升用户体验，提高发货速度，各大电商都把先进物流的建设作为自己的核心竞争力来发展。由此，公司根据多年在智能物流输送、仓储方面的积累，积极向电商物流进军。

**图 7: 我国电子商务近年采销情况**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 8: 我国电商规模统计 (当季值, 万亿元)**


数据来源: 艾瑞咨询, WIND, 西南证券整理

电商智能物流仓储建设正值增长期, 各个主流电商都基本建立了各自的物流网络和智能仓储试点, 未来大概率会将这种有效降低成本的模式复制到全国的网点, 带来巨大市场空间。

**表 1: 主流电商物流方面相关规划**

企业	现状及规划
阿里巴巴	2011 年计划将与其金融合作伙伴投资 200 亿-300 亿元逐步在全国建立起一个立体式的仓储网络体系; 2013 年计划建立中国智能物流骨干网, 实现 24 小时货物达到, 首期投资 1000 亿元、第二期投资 2000 亿元, 计划在 5 至 8 年内打造出一个能支撑日均 300 亿元网络零售额的物流平台。
京东商城	目前拥有 6 大区域物流中心, 80 个单体库房, 日均 100 万单处理能力。计划投资 200-300 亿元, 建立“亚洲一号”物流中心。京东正在与西门子合作, 开发双插臂、双向、最高速的托盘自动化管理系统, 中型体积的电子电器类货品将全部实现无人拣选, 每件都存在一个格子里, 自动进出。
苏宁易购	目前 16 个基地和 2 个自动化仓库已经投入使用。预计到 2015 年全部完成物流云部署项目, 实现 60 个物流基地和 12 个自动化仓储的全国布局。
一号店	拥有北京、上海、广州、武汉及成都五大仓储中心, 仓库面积近 28 万平米; 40 个城市 200 个自配送中心; 70% 左右的业务订单由自建配送系统完成; 提供“半日达”、“定时达”、“一日三送”等特殊服务模式, 提高物流竞争力。2013 年 12 月, 在广东投资建设洪梅物流仓储中心, 洪梅仓建成将成为华南地区最大的自动化的 B2C 电商仓库。将直接辐射深圳、珠海、中山、江门等广东重点城市, 顾客收到货的时间缩短 10% 以上。
唯品会	已成立全资控股的品骏物流公司, 快递员已有 1.5 万人, 实现全国无盲点覆盖。品骏快递承载唯品会 80% 的订单, 这部分订单占品骏总配送量的 70%, 品骏同时为导购、电视购物、品牌商等第三方提供物流配送服务, 这部分业务占品骏的 30%。
易讯网	计划在未来 3-4 年将建 4-5 个大约 20 万平方米的仓库, 在全国建至少 80 万平米的仓储中心。

数据来源: 相关网站, 西南证券整理

2015 年 8 月, 公司公告称将“年产 100 台/套工业自动化智能物流装备扩建项目”实施地点由原先的太原经济技术开发区唐槐路 84 号变更为上海市, 在进军电商物流的道路上迈出了重要的一步。此后, 公司又在上海设立了控股子公司, 进一步加强在上海地区的管理和发展。公司选择上海作为进军电商下游的基地主要出于几点考虑: (1) 上海是众多电商华东地区的物流系统中心, 地理位置和战略地位重要; (2) 上海相对来说经济发达、开放程度高, 电商更倾向于在此试点仓储物流的智能化建设改造; (3) 上海更容易招募优秀人才。此外, 公司 2015 年 11 月底在深圳成立了控股子公司, 进一步加强在软件方面的研发力度, 在智能物流输送和仓储系统的集成、系统控制、数据搜集处理、AGV 机器人的控制等方面进一步优化, 在工业 4.0 大趋势下形成核心优势。

电商智能物流仓储的技术壁垒并不算特别高，但对供应商的品牌和已有的项目经历比较看重。目前外商在国内的电商物流领域还是处于比较强势地位的，国内诸如北京起重运输机械研究院、昆船物流信息技术公司等集成商也开始向这方面发力，公司在行业经验、尤其是集成类大项目经验较少的情况下，开拓市场还是需要花些功夫，同时注意策略。2015 年公司在电商领域的订单量并不大（不到 1 个亿），有代表性的订单包括酒仙网华南自动化储运中心建设项目分拣线订单（合同金额为 1400 万元），最近在唯品会重庆仓库的分拣线系统方面也有所收获。随着公司在市场的进一步深入，技术研发带来的集成能力进一步增强，电商物流仓储有望成为公司利润新的增长点，可以保持持续关注。

**表 2: 公司在研项目情况**

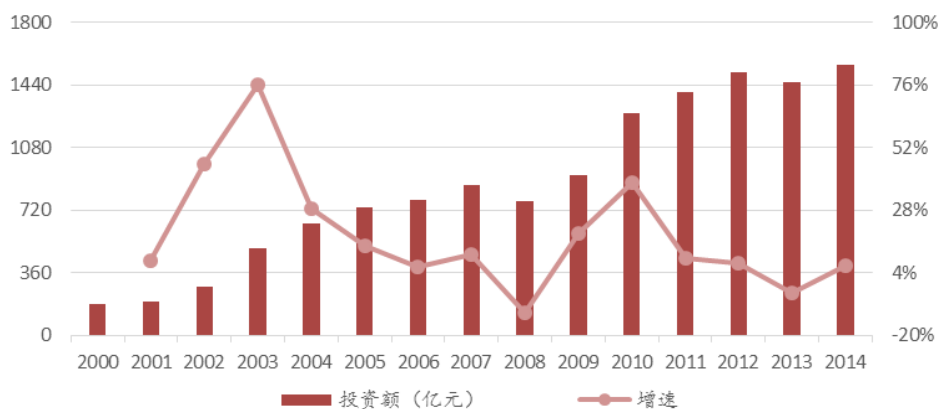
研发项目名称	拟达到的目标
激光导航 AGV 开发系统	针对汽车、立体仓储、物流配送等高智能化、高精度的、高产能的需要，开发激光导航式 AGV 系统。
摩擦驱动式滑橇输送系统	采用摩擦驱动力对支撑工件的橇体进行连续、平稳的输送，实现高效、节能、无污染。
夹抱式箱式货叉	采用同步齿形带传动的夹抱式箱式货叉，该货叉又可以根据物流箱的尺寸在一定范围之内自动调整宽度，货叉上的物流箱可以通过货叉自带的输送机调整位置。
交叉带式分拣输送机	是一种由若干小载货单元组成的带式输送机，每个小输送单元相互连接，其上还另外设置有垂直于输送方向的输送带。在货物在输送机的带动下高速运行，当到达分拣工位后，小输送单元的输送带高速转动，将货物甩出输送机，实现货物快速分拣。
多层沉箱式停车设备	配置平稳的升降装置、智能化控制系统、系统安全保护、车辆引导系统等，设备采用整体安装于地面以下的方式，其容车密度大，不占用地面以上空间，不影响周边楼房采光等。
摩擦滑橇系统用高速移行机	一种通过伺服控制的并能可靠高速运行和定位的移行机系统，解决滑橇输送系统中移行机远距离输送节拍不满足的缺陷。
双举升合装 AGV	该 AGV 是一种用于汽车总装线上车身与动力总成悬挂系统合装的 AGV，该 AGV 通过激光定位能准确的与它上方的车体输送线同步运行，方便工人装配。它配备有两套举升机构，并且这两套举升机构能根据汽车轴距的不同，适当的调整它们之间的距离、高度等。
AGV 差速驱动机构	该设备是一台 AGV 的最核心的部件，通过电机带动一套差速机构，实现了 AGV 的直线运行和转弯的动作，并随着 AGV 接收到的位置信号和程序设定好的行走路线，它可以自动调整运行速度和方向，以保持 AGV 按照设定的路线行驶。
平面移动式自动化立体车库	开发了一种可以通过夹抱汽车轮胎来移动汽车的智能小车，配有智能小车移行输送机、旋转升降机等设备，安全快速的将汽车送入车库。
直线驱动的摆杆输送机	该输送机不同于以前的角驱动，采用了新式直线驱动方式，并将承载摆杆悬挂在轨道下方，便于系统布置，减少了回转链轮，降低了系统成本。
OMH-AVI 自动车体识别跟踪系统	主要用与生产商提高自动化水平，实时跟踪车体的信息及位置情况，以及与上位 ERP 系统进行数据交换及共享，并提供相应的管理和信息查询，实现以下功能:1.生产监视 2.数据采集 3.工艺管理 4.品质管理 5.报表管理 6.生产排程 7.基础资料 8.OEE 指标分析 9.薪资管理 10.数据共享 11.任务派工 12.能力平衡分析。
OMH 供应链云平台	对供应链上的信息流，资金流和物流进行统一综合管控，节约物流成本，降低存货水平，降低采购成本，促进供应商管理，减少循环周期，收入和利润增加，以企业供应链业务为核心,物流业务为驱动,围绕终端用户业务需求对供应链上的信息流,资金流和物流进行统一综合管控,使整个供应链产生最大价值。功能包含销售管理，采购管理，仓储管理，分拣管理，配送管理以及这些供应链环节所涵盖的人员管理，绩效管理，服务管理等管控功能。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 传统行业增速放缓，维持稳定是公司发展关键

目前为止，公司智能物流输送系统 80%-90% 的客户来自汽车行业。近年来，汽车行业总体增速有所下降，下游客户更倾向于选择汽车生产线整体集成能力较强的国际企业，以节省成本提高效率，由此导致公司智能物流输送系统 2013 年和 2014 年业务收入分别较上年下降 18.25% 和 1.99%。长远来看，虽然汽车行业整体增速将放缓，但细分领域如二、三线城市以及新能源汽车还会有较大发展空间，从而带来一定新建项目需求和设备维护更新需求。

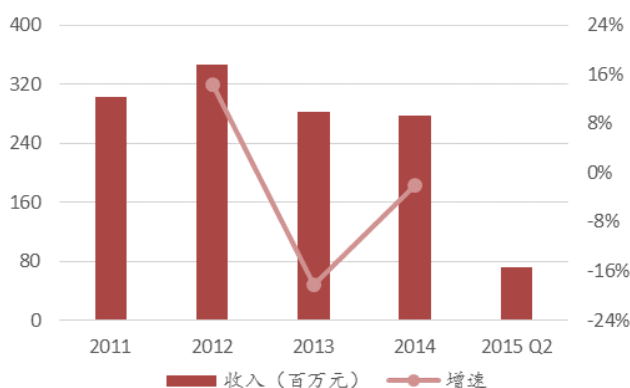
图 9: 我国汽车行业固定资产投资完成情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

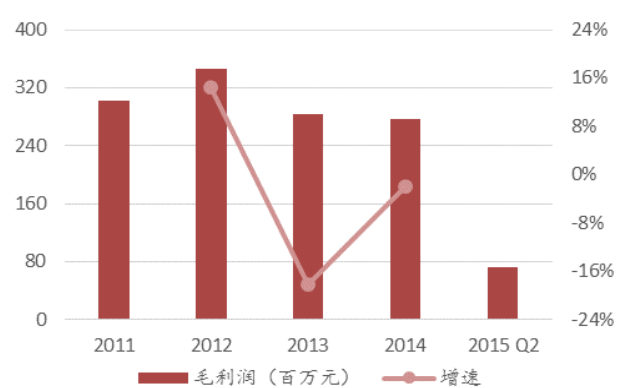
汽车行业对于公司产品的主要需求在于输送系统，对仓储系统需求较少，且在输送系统方面国内企业竞争也比较充分，公司稳坐该领域国内第二把交椅，主要的竞争对手包括天奇股份、华昌达等，未来有望维持市场份额的稳定。同时，公司智能物流仓储业务的快速发展也会减少其对于输送系统业务的依赖，使得盈利结构发生改变。

图 10: 公司智能物流输送系统收入情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 11: 公司智能物流输送系统毛利润情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

表 3: 截至 2014 年底公司汽车行业重要销售合同

签署日期	甲方单位	货物名称	金额 (含税, 万元)
2010.10	浙江青年莲花汽车有限公司	涂装车间滑撬输送系统工程	2272
2013.11	山西新能源汽车工业有限公司	吉利晋中焊装 WBS 输送线	1248



签署日期	甲方单位	货物名称	金额 (含税, 万元)
2013.12	安徽长丰扬子汽车制造有限责任公司	涂装车间电气自动化控制设备	1260
2014.03	江铃重型汽车有限公司	涂装项目滑撬输送及 PBS 积放链系统	1138
2014.10	北京新能源汽车股份有限公司青岛分公司	总装输送线系统	1989
2014.11	江西蓝途汽车有限公司	总装输送线系统	3750

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在智能物流仓储系统业务方面, 公司早在 2008 年就有所布局, 但直到 2013 年左右才有较大突破。目前, 公司该业务的下游客户大概率还是集中在医药、食品等领域。以医药行业为例, 其仓储的建设及自动化率处于各个行业中的较高水平, 主要是由于 GMP 硬性要求带来的设备高标准所致。目前公司在该领域的主要竞争对手包括北起、昆船等。北起隶属于中国机械集团, 在医药行业积累比较深厚, 医药工业和医药商业两块都做过很多项目, 其他项目大多集中在快消、食品行业; 昆船隶属于中船重工集团, 主要的业务领域包括烟草行业、电力行业、医药行业等。与这二者相比, 公司业务面更专一一些, 同时身为民企经营也更灵活, 据公司称, 近两年在医药、食品领域公司已经逐渐赶超上述两大国企了。

我们判断, 在公司软件研发取得较大突破、电商领域开拓取得明显成效以及整个电商行业大量升级智能物流仓储之前, 医药和食品行业业务还将是公司业务主要支撑点。

**表 4: 截至 2014 年底公司仓储系统重要合同情况**

签署日期	甲方单位	项目名称	金额 (含税, 万元)	行业
2013.05	山西杏花村汾酒厂股份有限公司	山西杏花村汾酒厂保健酒扩建项目自动化立体仓储	10358	食品饮料
2013.11	汤臣倍健股份有限公司	汤臣倍健立体仓库	1329	医药
2014.01	上海开能环保设备股份有限公司	上海开能自动化立体仓库	1970	其他
2014.03	华润三九 (枣庄) 药业有限公司	华润三九药业立库	1895	医药
2014.06	山东瑞阳制药有限公司	瑞阳高架立体库	1328	医药
2014.10	甘肃宏达铝型材有限公司	甘肃宏达立库	3708	其他

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.3 储备业务立体停车库有待行业发展完善

2014 年, 全国汽车产销量双双突破 2300 万辆, 保有量已经超过 1.5 亿辆, 其中私人汽车超过 1.25 亿辆, 私人轿车则已超过 7500 万辆。汽车量的上升给城市停车带来了巨大的压力。以北京市为例, 2014 年北京汽车保有量 537.1 万辆, 现有备案停车位不足 170 万个, 缺口巨大。由此, 2014 年, 北京市交通委牵头、联合多部委先后出台《关于规范机械式和简易自走式立体停车设备设置的意见》和《关于鼓励社会资本参与机动车停车设施建设的意见》, 对机械式停车库的建设采取简化手续、规范流程的做法, 鼓励单位和个人通过租赁、合作、BOT (建设-经营-移交) 等方式, 投资、建设和经营停车设施。同时交通委出台《关于鼓励老旧居住区挖潜建设立体停车设施的意见》, 将立体停车位 2000 元/个奖励标准提升为 5000 元/个。2015 年 12 月, 发改委又发布了《关于进一步完善机动车停放服务收费政策的指导意见》, 称我国将加快推行机动车停放差别化收费政策, 社会资本全额投资新建停车设施服务收费标准由经营者依法根据市场供求和竞争状况自主制定。

除了智能物流相关产品外, 公司还有立体停车库产品, 2014 年开始给公司贡献收入, 体量在 1300 万元左右, 但我们分析公司短期内并不会把重点放在这方面。目前来看, 公司

该领域的客户多为单个企业，市场还没有形成大趋势。我们认为，未来随着城市用地的稀缺性进一步体现、汽车保有量持续增加、再加上政府政策的逐步完善和引导，该行业有可能出现爆发式的增长，公司也有望从中受益。

**表 5: 截至 2014 年底公司立体停车库重要合同情况**

签署日期	甲方单位	项目名称	金额 (含税, 万元)
2014.06	辰兴房地产发展股份有限公司	优山美郡地下二层升降横移式立体停车库 (北区)	2957
2014.06	辰兴房地产发展股份有限公司	优山美郡地下二层升降横移式立体停车库 (南区)	1453

数据来源: 公司工作, 西南证券整理

### 3 盈利预测与投资建议

在智能物流仓储业务方面，公司短期内的主要增长将集中在已有积累的医药、食品领域，随着公司产品实力完善和电商行业改造升级到来，有望快速增长，预计 2015-2017 收入增速分别为 40%、25% 和 30%。

在智能输送系统方面，受汽车行业增速放缓影响，公司业务出现下滑，预计 2015-2017 收入增速分别为 -35%、5% 和 5%。

立体停车库业务和备件业务维持稳定。

**表 6: 分业务收入及毛利率**

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>				
收入	396	341	387	452
增速		-14%	14%	17%
毛利率	30%	29%	29%	30%
<b>智能物流仓储系统</b>				
收入	103	145	181	235
增速		40%	25%	30%
毛利率	33%	33%	33%	33%
<b>智能物流输送系统</b>				
收入	277	180	189	199
增速		-35%	5%	5%
毛利率	30%	28%	28%	28%
<b>机械式立体停车系统</b>				
收入	13	14	15	15
增速		3%	5%	5%
毛利率	4%	5%	5%	5%
<b>其他</b>				
收入	2	2	2	3
增速		10%	10%	10%
毛利率	1%	1%	1%	1%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.44 元、0.52 元、0.62 元，对应 PE 119 倍、102 倍和 85 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 7: 可比公司估值情况**

公司	股票代码	最新价	EPS					PE			
		2015/12/22	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	
天奇股份	002009.SZ	19.79	0.30	0.36	0.57	0.70	65.97	54.97	34.72	28.27	
永利股份	300230.SZ	36.29	0.35	0.58	0.81	1.17	103.69	62.57	44.80	31.02	
软控股份	002073.SZ	17.08	0.26	0.34	0.45	0.61	65.69	50.24	37.96	28.00	
山东威达	002026.SZ	15.7	0.28	0.23	0.29	0.30	56.07	68.26	54.14	52.33	
均值							73.40	59.49	43.31	35.28	
机械设备 (申万) 行业中值							98.46	49.36	36.75	28.62	

数据来源: WIND 一致预期, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	396.11	340.99	387.09	451.78	净利润	54.11	46.19	53.90	64.95
营业成本	274.80	242.79	273.64	317.73	折旧与摊销	7.74	16.28	16.28	16.28
营业税金及附加	4.64	4.28	4.93	5.65	财务费用	0.09	-0.22	-0.25	-0.29
销售费用	10.97	9.21	10.45	11.29	资产减值损失	5.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.88	33.00	37.53	43.86	经营营运资本变动	-50.17	29.78	-18.77	-23.29
财务费用	0.09	-0.22	-0.25	-0.29	其他	-10.49	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.61	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	6.89	92.03	51.15	57.65
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.21	-30.00	-50.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-11.71	-30.00	-50.00	-20.00
<b>营业利润</b>	61.11	51.93	60.79	73.53	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.34	1.21	1.20	1.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	62.46	53.14	61.99	74.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.35	6.94	8.10	9.80	支付股利	-10.41	-10.60	-9.05	-10.56
净利润	54.11	46.19	53.90	64.95	其他	-0.99	-0.81	0.25	0.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-11.40	-11.41	-8.80	-10.27
归属母公司股东净利润	54.11	46.19	53.90	64.95	<b>现金流量净额</b>	-16.23	50.62	-7.65	27.39
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	84.84	135.46	127.81	155.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	289.81	234.06	268.35	314.86	销售收入增长率	2.48%	-13.92%	13.52%	16.71%
存货	136.47	120.58	135.89	157.79	营业利润增长率	2.20%	-15.02%	17.06%	20.96%
其他流动资产	9.08	7.82	8.87	10.36	净利润增长率	1.77%	-14.62%	16.67%	20.52%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.08%	-1.39%	12.99%	16.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	94.90	112.33	149.76	157.19	毛利率	30.63%	28.80%	29.31%	29.67%
无形资产和开发支出	32.21	28.53	24.85	21.18	三费率	12.61%	12.31%	12.33%	12.14%
其他非流动资产	27.85	27.82	27.79	27.76	净利率	13.66%	13.55%	13.92%	14.38%
<b>资产总计</b>	675.16	666.59	743.33	844.33	ROE	14.29%	11.18%	11.76%	12.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	6.93%	7.25%	7.69%
应付和预收款项	284.70	241.74	273.46	319.83	ROIC	19.03%	15.23%	16.82%	17.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.41%	19.94%	19.85%	19.81%
其他负债	11.74	11.56	11.73	11.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	296.43	253.30	285.19	331.80	总资产周转率	0.62	0.51	0.55	0.57
股本	104.14	138.86	138.86	138.86	固定资产周转率	4.33	3.95	5.24	7.37
资本公积	42.86	42.86	42.86	42.86	应收账款周转率	1.91	1.66	1.98	1.98
留存收益	230.70	266.29	311.14	365.53	存货周转率	2.21	1.89	2.13	2.16
归属母公司股东权益	378.73	413.29	458.14	512.53	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	76.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	378.73	413.29	458.14	512.53	资产负债率	43.91%	38.00%	38.37%	39.30%
负债和股东权益合计	675.16	666.59	743.33	844.33	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.82	2.05	1.97	1.98
					速动比率	1.34	1.55	1.47	1.49
					股利支付率	19.25%	22.94%	16.79%	16.25%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	68.95	67.99	76.82	89.52	每股收益	0.52	0.44	0.52	0.62
PE	101.82	119.26	102.22	84.82	每股净资产	3.64	3.97	4.40	4.92
PB	14.55	13.33	12.02	10.75	每股经营现金	0.07	0.00	0.00	0.00
PS	13.91	16.16	14.23	12.19	每股股利	0.10	0.10	0.09	0.10
EV/EBITDA	78.27	78.63	69.69	59.50					
股息率	0.19%	0.19%	0.16%	0.19%					

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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn