

行业领先企业, 逐浪智能物流大发展

- **事件:** 公司发布股权激励草案, 向公司高管及核心技术人员授予 280 万限制性股票, 授予价格 16.95 元。
- **点评: 1、** 尽管上市前公司有做员工持股, 但此前公司部分核心高管及技术人员并没有公司股份, 此次股权激励将平衡公司核心员工利益, 增强凝聚力和向心力。此次股权激励草案解锁条件为 2016-2018 年营业收入分别较 2015 年增长 20%、30% 以及 40%。目前公司在手订单约 5 亿元左右, 按照项目平均 1 年左右的确认周期, 再加上股权激励实施后对公司上下的激励以及电商物流行业的逐渐发展, 我们认为公司业绩有达到解锁条件的基础。公司目前产品主要分为智能物流仓储系统和输送系统, 前者对应下游为食品、医药及电商领域, 后者对应下游主要在汽车行业; 受行业充分竞争影响, 公司输送系统产品毛利率可能收窄, 而随着公司软硬件实力的进一步增强, 智能物流仓储产品毛利率有望维持稳定。考虑到股权激励成本的摊销, 我们认为, 公司净利润增速可能低于营收增速。
- **2、** 我们判断, 未来短期内公司的收入增长还将是来自于汽车、食品、医药领域; 中长期我们看好公司在电商智能物流领域的发展。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。
- **业绩预测与估值:** 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。根据公司的业绩预告及股权激励解锁条件, 并考虑到股权激励成本的摊销, 我们下调了对公司的盈利预测, 我们保守估计, 公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元和 0.57 元, 对应 PE 为 108 倍、98 倍和 67 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车行业下游需求进一步下滑的风险, 电商仓储发展低于预期的风险, 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	279.11	380.16	451.95
增长率	2.48%	-29.54%	36.20%	18.88%
归属母公司净利润(百万元)	54.11	36.73	43.07	59.05
增长率	1.77%	-32.11%	17.24%	37.10%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.35	0.41	0.57
净资产收益率 ROE	14.29%	9.10%	9.79%	12.04%
PE	74	108	93	67
PB	10.52	9.87	9.06	8.13

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

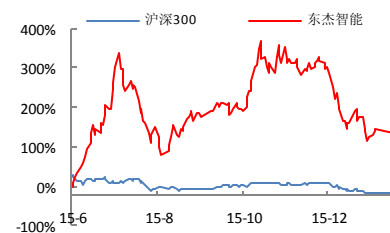
邮箱: pll@swsc.com.cn

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)	53.14
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): 做好自身准备, 静待行业东风 (2015-12-23)
2. 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)

1 本次股权激励概况

拟向激励对象授予 280 万股限制性股票，授予价格 16.95 元，限制性股票数量约占本计划签署时公司股本总额 1.39 亿股的 2.0164%。

表 1: 本次拟授予对象及拟分配情况

姓名	本次获授的限制性股票 (万股)	占本次授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
李祥山	77	27.50%	0.55%
贾俊亭	10	3.57%	0.07%
张新海	50	17.86%	0.36%
武同铭	50	17.86%	0.36%
朱忠义	10	3.57%	0.07%
其他管理人员、核心技术人员	55	19.64%	0.40%
预留部分	28	10%	0.20%
总计	280	100%	2.02%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 本计划首次授予的限制性股票解锁安排

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	自授予日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	40%
第二次解锁	自授予日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%
第三次解锁	自授予日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

假定授予日为 2016 年 3 月 20 日 (价格为每股 33.89 元), 据测算, 本计划的股份支付费用总额约为 1943.98 万元, 成本在经常性损益中列支, 将对本计划有效期内公司各年度净利润有所影响, 但是不会直接减少公司净资产, 也不会影响公司现金流。

表 3: 股权激励成本摊销测算 (单位: 万元)

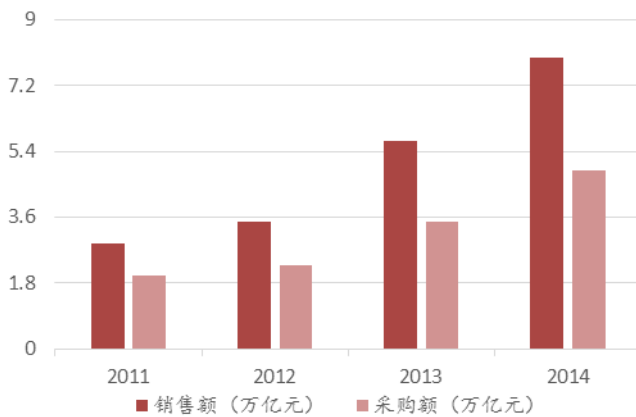
授予的限制性股票	需摊销的总费用	2016	2017	2018	2019
252	1944	1200	636	100	7

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

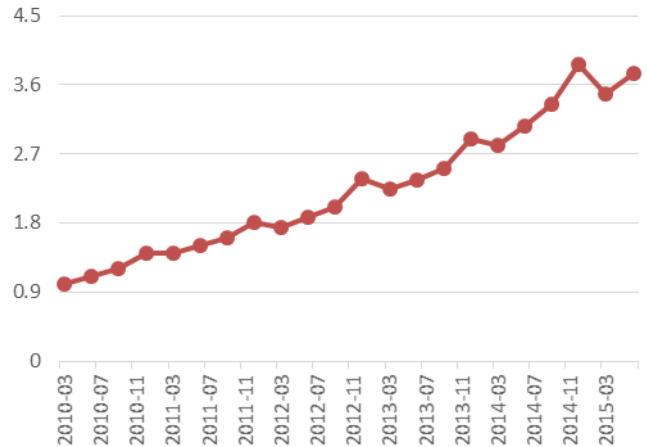
2 下游行业需求呈结构化发展

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, 结构性机会存在于新能源汽车及存量维护市场; 医药和烟草行业自动化程度相对较高, 在电商智能物流趋势启动之前仍将是公司业绩的主要支撑点和增长动力。

同时，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。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），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。

图 1: 我国电子商务近年采销情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 2: 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

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，同时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 2%、80%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 -43%、10%和 8%。

立体停车库业务和备件业务维持稳定。

表 4: 分业务盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	396	279	380	452
增速		-30%	36%	19%
毛利率	30%	28%	29%	30%
智能物流仓储系统				
收入	103	105	190	247
增速		2%	80%	30%
毛利率	33%	33%	33%	33%
智能物流输送系统				
收入	277	158	174	188

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
增速		-43%	10%	8%
毛利率	30%	28%	28%	28%
机械式立体停车系统				
收入	13	13	14	15
增速		0%	5%	5%
毛利率	4%	5%	5%	5%
其他				
收入	2	2	2	3
增速		10%	10%	10%
毛利率	1%	1%	1%	1%

数据来源: 西南证券整理

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。根据公司的业绩预告及股权激励解锁条件,并考虑到股权激励成本的摊销,我们下调了对公司的盈利预测,我们保守估计,公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元和 0.57 元,对应 PE 为 108 倍、98 倍和 67 倍,维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	396.11	279.11	380.16	451.95	净利润	54.11	36.73	43.07	59.05
营业成本	274.80	199.92	268.11	317.17	折旧与摊销	7.74	16.28	16.28	16.28
营业税金及附加	4.64	3.51	4.84	5.65	财务费用	0.09	-0.18	-0.25	-0.29
销售费用	10.97	7.82	10.26	12.20	资产减值损失	5.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.88	27.01	36.85	43.88	经营营运资本变动	-50.17	51.34	-37.81	-25.82
财务费用	0.09	-0.18	-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	经营活动现金流净额	6.89	104.17	21.29	49.21
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	-12.00	-6.60	投资活动现金流净额	-11.71	-30.00	-50.00	-20.00
营业利润	61.11	41.05	48.34	66.73	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
利润总额	62.46	42.26	49.54	67.96	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.35	5.52	6.47	8.91	支付股利	-10.41	-10.60	-7.20	-8.44
净利润	54.11	36.73	43.07	59.05	其他	-0.99	-0.85	0.25	0.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-11.40	-11.45	-6.95	-8.14
归属母公司股东净利润	54.11	36.73	43.07	59.05	现金流量净额	-16.23	62.73	-35.66	21.07
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	84.84	147.56	111.90	132.97	成长能力				
应收和预付款项	289.81	191.66	263.51	314.93	销售收入增长率	2.48%	-29.54%	36.20%	18.88%
存货	136.47	99.28	133.15	157.52	营业利润增长率	2.20%	-32.83%	17.75%	38.06%
其他流动资产	9.08	6.40	8.71	10.36	净利润增长率	1.77%	-32.11%	17.24%	37.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.08%	-17.12%	12.63%	28.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	94.90	112.33	149.76	157.19	毛利率	30.63%	28.38%	29.47%	29.82%
无形资产和开发支出	32.21	28.53	24.85	21.18	三费率	12.61%	12.41%	12.33%	12.34%
其他非流动资产	27.85	27.82	27.79	27.76	净利率	13.66%	13.16%	11.33%	13.06%
资产总计	675.16	613.59	719.68	821.90	ROE	14.29%	9.10%	9.79%	12.04%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	5.99%	5.98%	7.18%
应付和预收款项	284.70	198.42	268.28	319.63	ROIC	19.03%	12.63%	14.05%	16.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.41%	20.47%	16.93%	18.30%
其他负债	11.74	11.34	11.70	11.96	营运能力				
负债合计	296.43	209.76	279.98	331.59	总资产周转率	0.62	0.43	0.57	0.59
股本	104.14	138.86	138.86	138.86	固定资产周转率	4.33	3.23	5.15	7.37
资本公积	42.86	42.86	42.86	42.86	应收账款周转率	1.91	1.48	2.14	2.00
留存收益	230.70	256.83	292.70	343.31	存货周转率	2.21	1.70	2.31	2.18
归属母公司股东权益	378.73	403.83	439.70	490.31	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	资本结构				
股东权益合计	378.73	403.83	439.70	490.31	资产负债率	43.91%	34.19%	38.90%	40.34%
负债和股东权益合计	675.16	613.59	719.68	821.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.82	2.23	1.92	1.92
					速动比率	1.34	1.73	1.42	1.43
					股利支付率	19.25%	28.85%	16.71%	14.29%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.35	0.41	0.57
					每股净资产	3.64	3.88	4.22	4.71
					每股经营现金	0.07	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.10	0.10	0.07	0.08
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	68.95	57.15	64.37	82.72					
PE	73.66	108.49	92.54	67.50					
PB	10.52	9.87	9.06	8.13					
PS	10.06	14.28	10.48	8.82					
EV/EBITDA	56.17	66.68	59.75	46.24					
股息率	0.26%	0.27%	0.18%	0.21%					

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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn