

东杰智能 (300486.SZ)

机械行业

评级: 买入 首次评级

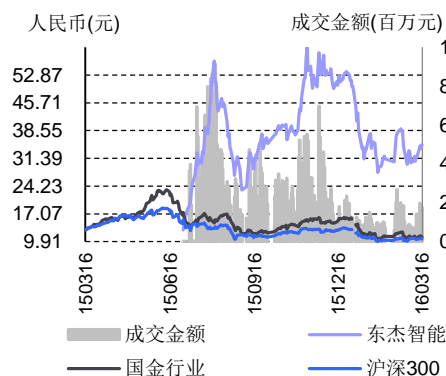
公司研究

市场价格 (人民币): 34.94 元  
 目标价格 (人民币): 54.00-54.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 34.72  
 总市值(百万元) 4,851.80  
 年内股价最高最低(元) 60.01/12.87  
 沪深 300 指数 3090.03



## 国内智能物流装备领域优质集成商

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.510	0.520	0.263	0.494	0.767
每股净资产(元)	3.21	3.64	3.89	4.45	5.37
每股经营性现金流(元)	0.13	0.07	0.34	0.30	0.33
市盈率(倍)	N/A	N/A	132.72	70.73	45.53
行业优化市盈率(倍)	31.31	38.70	57.61	57.61	57.61
净利润增长率(%)	6.51%	1.77%	-32.43%	87.63%	55.36%
净资产收益率(%)	15.92%	14.29%	9.03%	14.81%	19.06%
总股本(百万股)	104.14	104.14	138.86	138.86	138.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **智能物流装备制造行业领先:** 公司是国内最早从事智能物流成套装备设计生产的企业之一, 在国内智能物流装备制造和集成领域居于行业前列。下属三家全资子公司, 包括东杰软件、东杰装备和东方物流机电安装, 涵盖了智能物流装备的软件设计、硬件制造及设备安装等领域, 布局较为全面合理。重点开发电商、跨境电商和快递领域的物流系统集成总包和高速分拣项目。
- **重点布局电商、跨境电商及快递领域的智能仓储及分拣配送系统:** 高速分拣市场空间大, 国内行业处于起步阶段, 预计未来几年行业将呈现快速增长的趋势。公司智能仓储及配送系统适用于医药生产、快递配送、食品饮料等行业, 已经在医药和食品饮料等领域有了一定的客户积累。公司去年签订的电商订单包括酒仙网和唯品会等已完成验收交付, 主要是高速分拣设备和总包集成解决方案。
- **积极拓展智能车库市场:** 我国停车场建设的现状远不能适应汽车快速增长的需要, 集约化的立体停车设备具有较大发展空间。公司在机械立体车库方面已有成熟的技术储备, 现在借助行业蓬勃发展态势开始积极拓展市场。目前正在与地方政府接洽, 发展 PPP 合作模式、争做示范项目。
- **东杰智能近日发布股权激励方案:** 拟授予公司 14 名核心管理人员及技术团队人员 280 万股限制性股票, 价格 16.95 元/股。解锁条件包括: 2016 年-2018 年的营业收入同比增长率分别不低于 20%、40%和 60%。

## 盈利预测

- 预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 3.66 亿元、5.06 亿元、7.71 亿元, 分别同比增长-7.6%、38.3%、52.4%; 归母净利润分别为 3.7 千万元、6.9 千万元、1.1 亿元, 分别同比增长-32.43%、87.63%、55.36%; EPS 分别为 0.26/0.49/0.77 元, 对应 PE 分别为 132/70/45 倍。

## 投资建议

- 我们认为公司智能物流仓储设备市场广阔、发展迅速, 行业中兼具硬件制造以及软件开发能力的公司有望率先受益行业的快速发展, 抢占市场份额; 公司的自动化立体车库业务处于行业需求爆发期, 布局已久有望抢占一线城市政府项目。我们给予公司“买入”评级, 未来 6-12 个月目标价 54 元。

## 风险提示

- 电商仓储物流领域设备更新放缓、机械式立体车库建设运营风险。

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、智能物流装备制造领先企业 .....	3
1.1、公司简介 .....	3
1.2、核心人员股权激励 .....	4
1.3、经营分析 .....	4
2、多点布局支撑未来成长 .....	6
2.1、重点布局之一：快递和电商的智能物流高速分拣和配送 .....	6
2.2、重点布局之二：智能车库市场拓展 .....	7
2.3、重点布局之三：AGV 导向车与东杰软件 .....	9
3、盈利预测与投资建议 .....	10
3.1、盈利预测 .....	10
3.2、投资建议 .....	10
3.3、风险提示 .....	10

## 图表目录

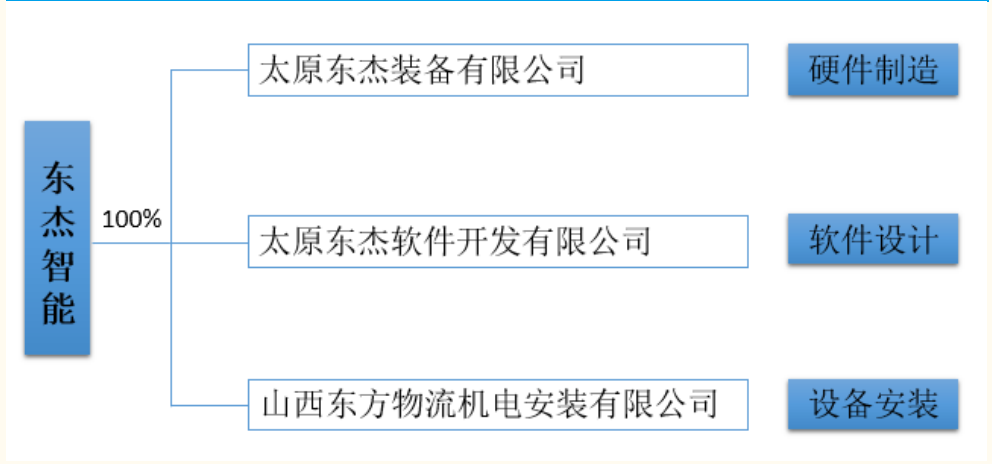
图表 1：东杰智能下属三家子公司 .....	3
图表 2：公司主要产品类型 .....	3
图表 3：产品下游应用领域 .....	3
图表 4：公司营业收入情况 .....	4
图表 5：公司净利润情况 .....	4
图表 6：公司分产品营业收入 .....	5
图表 7：2015 上半年分产品收入占比 .....	5
图表 8：各项产品毛利率情况 .....	5
图表 9：公司近年盈利能力情况 .....	5
图表 10：机械式立体停车设备鼓励政策 .....	9
图表 11：产品销售收入拆分 .....	11

## 1、智能物流装备制造领先企业

### 1.1、公司简介

- 公司成立于 1995 年，是国内最早从事智能物流成套装备设计生产的企业之一。主营业务集中于工厂物流与仓储自动化系统集成与设备制造领域，在国内智能物流装备制造和集成领域居于行业前列。作为供应链信息解决方案提供商、自动化物流系统集成商和制造商，下属三家全资子公司，包括东杰软件、东杰装备和东方物流机电安装，涵盖了智能物流装备的软件设计、硬件制造及设备安装几大领域，布局较为全面。其子公司东杰软件核心技术研发团队来自国内的物流自动化行业龙头今天国际，重点开发电子商务、跨境电商和快递领域的物流系统集成总包和高速分拣项目，拥有 10 多人的专家级研发团队。

图表 1：东杰智能下属三家子公司



来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司主营业务为智能物流装备的设计制造与销售安装，主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、机械式立体停车系统、AGV 工业机器人以及供应链软件开发。主要应用于制造业中物料、产品的控制输送，以及仓储物流领域货物的配送、分拣、储存。各类产品的主要应用领域有所差异，智能物流输送系统的下游行业主要为汽车、家电、机械等，智能物流仓储系统主要应用于医药、食品饮料、冷链物流、电子商务等领域；从近年的趋势看，后者的发展更为迅速、未来增长潜力更大。

图表 2：公司主要产品类型



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 3：产品下游应用领域

产品类型	产品特点	应用领域
智能物流仓储系统	综合了自动化控制、自动输送等，实现仓库内货物管理的自动化及智能化	医药 食品饮料 电子商务
智能物流输送系统	综合了电气控制、软件管理等，便于物料及产品高效加工、装配等工序	汽车 机械 家电
机械式立体停车系统	容车密度大，占地面积小，可适应各类空间和场地	机场车站 办公大楼 住宅小区
AGV工业机器人	采用条码、激光或GPS制导，适用于多种工作场合	仓库 车间 码头
物流装备配套等软件	为客户提供智能物流成套装备配套的全套系列软件及战略咨询	汽车 医药 酒类

来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2、核心人员股权激励

- 东杰智能近日发布股权激励方案：拟授予公司 14 名核心管理人员及技术团队人员 280 万股限制性股票，价格 16.95 元/股。解锁条件包括：2016 年-2018 年的营业收入同比增长率分别不低于 20%、40%和 60%。计划首次授予的限制性股票解锁安排为：

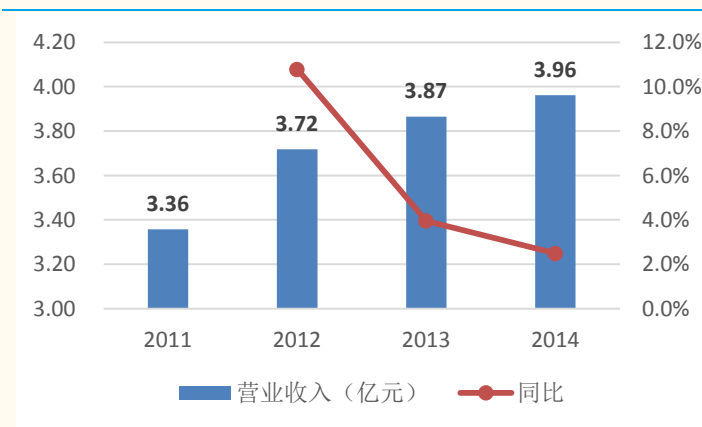
自授予日起满 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止，可解锁数量占限制性股票数量比例 40%；自授予日起满 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止，可解锁数量占限制性股票数量比例 30%；自授予日起满 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止，可解锁数量占限制性股票数量比例 30%。

按假定授予日为 2016 年 3 月 20 日（价格为每股 33.89 元）测算，计划的股份支付费用成本总额约为 1943.98 万元，将对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。

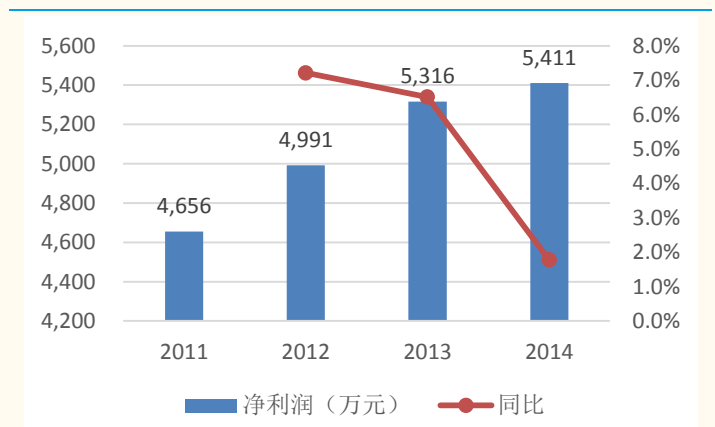
## 1.3、经营分析

- 公司营业收入和利润近三年来保持增长，但增速不高。2014 年公司实现营业收入 3.96 亿元，同比小幅增长 2.48%；实现净利润 5,411 万元，同比小幅增长 1.77%。

图表 4：公司营业收入情况



图表 5：公司净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

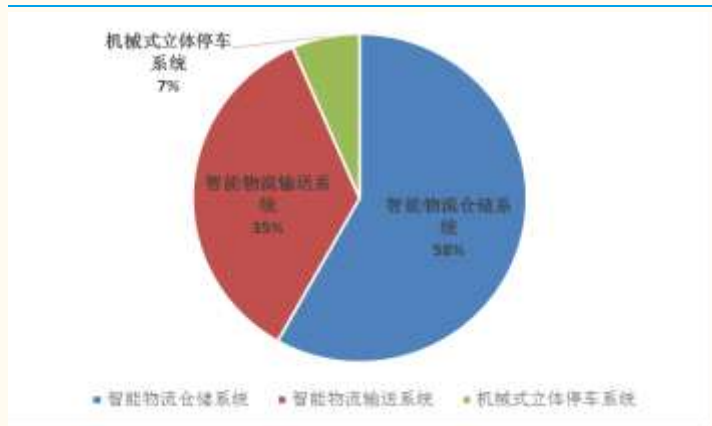
- 智能物流装备是公司收入主要来源，其中智能物流仓储系统收入占比逐年提升。公司近年营业收入中 90%以上来自智能物流装备产品的销售，2014 年之前智能物流输送系统产品收入占据营收大部分，但近年收入占比在不断下降。与此同时，智能物流仓储系统营业收入和占比均快速增长，2011 年营收虽然仅有 2,611 万、占比 7.8%，但截至 2015 上半年其营收达到了 1.19 亿、占比 58%。
- 公司收入结构产生变化的主要原因在于下游行业需求的改变。近年来我国固定资产投资增速放缓，人民消费升级。公司智能物流输送系统订单金额有所下降；另一方面，公司智能物流仓储系统产品主要应用于医药、食品饮料、电子商务等领域，行业需求较为强劲，订单数量和金额都有较快增长。

图表 6：公司分产品营业收入



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：2015 上半年分产品收入占比



来源：wind，国金证券研究所

- 产品毛利率基本稳定，盈利能力略有下滑。公司各产品毛利率近年基本稳定在 30%左右，机械式立体停车系统业务在 2014 年尚处于市场开拓期，因此当年毛利率不高，但随着生产规模逐步扩大毛利率也得到提升，至 2015 上半年已达到 36%。

图表 8：各项产品毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：公司近年盈利能力情况



来源：wind，国金证券研究所

- 2015 年收入利润双降，研发费用和薪酬激励大幅增长。根据 2015 年业绩快报，公司实现营业总收入 36,565.23 万元，比上年同期减少 7.69%；营业利润 2,666.78 万元，比上年同期减少 56.36%；公司利润总额 4,070.53 万元，比上年同期减少 34.82%；归属于上市公司股东的净利润 3,618.42 万元，比上年同期减少 33.12%。2015 年，受到宏观经济下行形势的困扰以及物流仓储项目确认周期等原因，导致去年收入有所降低；加之报告期内公司完成上市并大力投入组建核心软件团队设立子公司，因而职工薪酬、研发费用等大增，导致期间费用大幅上升，双向挤压使得公司营业利润同比出现大幅度下滑。由于公司报告期内收到政府补助而影响营业外收支净额增加 1,270 万元，公司利润总额及归母净利润下降幅度低于营业利润下降幅度。

## 2、多点布局支撑未来成长

### 2.1、重点布局之一：快递和电商的智能物流高速分拣和配送

- **高速分拣市场空间大。**我国正处在产业转型和消费的大变革时代，随着经济快速发展带动网购需求上升，淘宝、苏宁、京东等线上平台崛起带动我国电子商务和快递物流市场需求爆发。为了满足高效、快速、准确的快件配送需求，快递企业对自动化物流系统的需求日益凸显，行业的迅速发展使得智能化的物流和配送管理成为未来的发展趋势，而产业升级需要物流机械化、自动化、标准化、智能化的技术创新来支持，智能化分拣系统则是其中一个重要的环节。按照全国约 300 个地级市总投入规划，预计我国的物流设备总体市场规模在千亿级以上，而分拣设备市场规模也达 500 亿级。根据国务院 2015 年 5 月 8 日发布的《中国制造 2025》，将部署全面推进实施制造强国战略，发展中国版的工业 4.0，相关的自动化、智能化等板块发展潜力巨大。
- **2015 年底，申通快递 100% 股权作价 169 亿元借壳艾迪西在 A 股上市，成为国内民营快递公司第一股；2016 年，圆通快递宣布将借壳大杨创世，加快上市步伐，作价或超过 200 亿元。**随着申通、圆通的上市，预计国内第一第二梯队的快递企业未来 1-2 年都会通过主办或新三板上市，实现资本市场融资。行业迅速发展使得智能化物流和配送管理成未来发展趋势，转运配送涉及分拣和运输，需要自动化设备投入，市场总规模上千亿，资本实力集中度提升将形成新壁垒。申通所募集的配套资金多用于分拣中心建设、车辆购置、智能仓储设备以及自动化分拣设备的购置，将带来智能物流装备投资需求的预期升温。
- **国内自动化分拣尚处于起步阶段，预计未来几年行业将呈现快速增长的趋势。**在快递和网购订单量高速成长的今天，也产生了许多服务质量低下的副作用，而导入自动分拣机是解决问题的有效方式。目前我国快递分拣自动化程度较低，在劳动密集型的转运中心，与分拣作业直接相关的人力约为一半，分拣作业时间约占整个转运中心作业时间的 30%~40%，分拣的成本占转运中心总成本的 40%。使用自动化分拣线可使分拣人员减少 2/3，并且更加准确。
- **直营制的顺丰速运正在大力推广使用自动分拣技术。**顺丰速运于 2002 年顺利从加盟制转为直营制，通过不断制定技术标准，升级信息系统，为自动分拣系统的“网络分拣”提供了条件，目前在深圳、香港、上海等地引进国外先进设备，建设了 4 个自动分拣分拨中心。近几年，国内两家企业研发的自动分拣设备已经通过顺丰速运的严格测试，满足其分拨中心的业务处理要求。至此，顺丰开始批量采购性价比较高的国产自动分拣设备。而“三通一达”（申通、中通、圆通、韵达）等民营快递企业采用“直营+加盟”的经营模式，努力从“加盟”机制向“直营化”转变。在“直营+加盟”的过渡时期，各快递企业不断统一服务、作业、技术标准，加快信息化建设。由于标准化与信息化建设尚未完善，目前“三通一达”仍然沿用输送线+人工分拣模式。同时，多家快递公司正在积极探索引入适合分拨中心业务处理的自动化分拣系统。
- **此外，网购业务发展促进 B2C 区域性仓储配送的比例将大幅增长，同时促进仓储配送中心建设以及仓储配送一体化技术的发展。**大型仓储配送一体化经营模式的电商企业，例如京东、唯品会等，借助 B2C 信息化的优势，在引进国外先进分拣设备的基础上，也开始进行采用国内自动分拣设备的尝试。海澜之家计划投入 13 亿用于智能仓储建设；苏宁的首个配送中心投资 7 亿元，计划总共新建 25 个。
- **国外技术更为成熟，但国产化设备替代是未来趋势，总包集成能力是关键。**海外大型智能物流系统集成商往往拥有核心的产品优势（分拣速度、管理软件平台、出入库速度等），形成了强大的品牌效应和规模效应，全球前几大物流仓储系统供应商收入规模均超过了百亿元人民币。而在国内市场，大型电商及第三方物流高端市场基本被德马泰克、博曼、胜斐尔等外资品牌垄断。国内成熟的智能分拣系统提供商主要有中国邮政、昆船等，虽然

国内领先的物流系统品牌与外资相比技术方面仍有一定差距，但在软件开发上基本已能达到国外先进水平，在性价比以及本土化后市场服务上优势明显。根据初步统计，国际品牌平均单条智能分拣系统线的引入成本约在2,000万元左右，而国内品牌同类产品投入已可做到1/2以下的价格，因此在中低端市场上占有绝对先机，形成了外资和国产品牌分庭抗礼的竞争格局。从物流系统市场在各行业竞争角度来看，烟草、医药、电力系统、服装和食品等行业国内企业均具有一定的竞争优势，在汽车与机械制造行业国内外物流系统集成商各自为营，而在电商、机场等领域外资目前还是占据了明显优势。

- **公司重点布局电商、跨境电商及快递领域的智能仓储及分拣配送系统。**公司的智能仓储及配送系统适用于医药生产、快递配送、食品饮料等行业，已经在医药和食品饮料等领域有了一定的客户积累。公司去年签订的电商订单包括酒仙网和唯品会等已完成验收交付，主要是高速分拣设备和总包集成解决方案。交叉分拣线设备目前的性能最快可达到15000件/小时，接近国外顶尖水平。为了顺应快递行业的发展，公司还成立了专注于快递物流解决方案与智能设备制造的东杰智能上海研究院，整合资源为中国快递物流提供适合行业转型升级的总体解决方案的技术服务平台。东杰上海研究院的丘院长为原邮电部第三研究所副所长、中国邮政集团公司上海研究院技术顾问，是中国邮政首批为6个省会城市邮件处理中心引进交叉带分拣机项目负责人之一，我国“MPF混合邮件交叉带分拣机”倡导与总体设计成员，拥有丰富的快递行业经验及资源优势。为了缩短交货期，降低用户投资成本，公司将在太原工厂制造基础之上，积极在长江三角洲与具有长期生产分拣设备的工厂密切合作，建立规模化生产基地。
- **量身定制，满足不同细分市场不同需求。**快递、电商实现物流自动化、信息化的改造升级，将是一个漫长和充满挑战的过程。采用不同的经营模式、不同的作业方式，对自动分拣或半自动分拣也提出了不同的需求，必须量身定做解决方案。为了满足不同快递企业对物流解决方案的不同需求，东杰智能细分市场需求，研发了系列适用产品：
  - 1、针对高端市场，东杰智能开发了半自动、全自动供包台，采用伺服电机精准控制技术，解决了包件高速对中导入。
  - 2、针对输送线人工分拣升级智能分拣的快递企业，东杰智能提供了直接人工导入、自动扫描的交叉带分拣系统，以及在包件面单条码不标准条件下仍然可以采用分拣机实施作业的分拣系统，目前这一方案已在申通快递得到了成功应用。
  - 3、针对还未实现标准化、信息化的快递公司，东杰智能正积极与专注“面单信息前置处理”与“电子围栏信息后处理”的公司联合研究适合C2C/B2C快递作业处理的办法，并加快研究开发OBR+Video-Coding视频补码模式，期望在分拣包件的信息缺少情况下尽可能提高分拣效率。

对于仓储配送一体化系统，目前采用自动化设备只解决了订单商品完成包装成为包裹之后的配送分拣，而电商有一个迫切的需求，就是希望提高“1单多件”拣选、复核、包装环节的效率。对此，东杰智能也进行了研究开发，推进其在跨境电商仓储配送中心应用。

## 2.2、重点布局之二：智能车库市场拓展

- **公司正在积极拓展智能车库市场。**智能车库行业具备市场集中度较高、资质壁垒、商务壁垒、资金壁垒较高等特点。公司在机械立体车库方面已有成熟的技术储备，现在借助行业蓬勃发展态势开始积极拓展市场。公司积极布局各大城市智能停车库运营网点，目前正在与各地方政府接洽、发展PPP合作模式、争做一线城市示范项目。由政府无偿提供土地，通过银行、融资租赁公司集资；通过签订长期管理运营协议将投资变现，一般预期3-5年可设备回本，运营财务上具备可行性。新型全自动智能车库技术壁垒高，还可实现停车信息跟踪、预定停车位、预约取车、互联网管理软件系统联网、充电桩植入等应用，技术难度在于系统管理、软件开发，开发各种不同条件的软件管理系统，需要特种设备技术资质和各类安全资质。未

来随着各运营商在手项目资源的大数据不断完整，手机 APP 软件停车支付模式将获得大力推广应用，运营商的商业盈利效应将充分显现。

- **我国停车场建设的现状远不能适应汽车快速增长的需要。**据测算，目前我国大城市小汽车与停车位的平均比例约为 1:0.8，中小城市约为 1:0.5，而发达国家的水平约为 1:1.3，我国停车位缺口超过 5000 万个，北上广深目前的停车位缺口在 1000 万个以上，如果考虑未来路测停车将进一步的压缩，这个缺口将进一步扩大。综合考虑未来房地产配建；路测停车的压缩；中国汽车保有量进一步提高的趋势。按新增需求加上历史欠账，需要建设的停车泊位规模越来越大，停车难已成为一个社会问题，尤其发达城市中的高档楼盘和消费场所需求极其旺盛。按照日本 1965 年-1986 年的经验，停车场的供给保持连续 10 年的高增长是可期的。按照不欠新账、还清老账的思路，每年需新增停车位约 3000 万个，不同形式的停车位建设成本 5-20 万元不等，有的甚至更高，总投资规模约 3 万亿元。日本等发达国家立体停车设备已经占据了 70% 的绝对优势地位，国内目前比例仅为 2%-3%，单按此比例估算，机械式停车设备年均投资规模约 500 亿，未来规模还有望逐步上升。
- 整体上看，由于中国立体车库的需求目前主要以房地产配建为主，未来几年受房地产影响较大，行业增速大约维持在 12% 左右。但是专业停车场的机械车库需求会呈现快速增长，停车库的智能化、机械化率占比有望大幅提升。过去由于国家政策支持不够，车库投资主体不明确，部分公共场所停车免费，面临投资回收期长的问题，因此投入不足。立体车库/机械停车设备具有占地少、成本低、见效快等诸多优点，近年我国政府和行业主管部门推出了一系列产业政策对机械式停车设备行业进行扶持和鼓励。未来有望进一步出台产业推广扶持细则，促使基建设备企业最先受益。
- 假设未来十年内，会有 2000 万专业停车场的的需求，假设 2016 年会有 50 万个专业停车场的供给，则 2016-2025 年期间，专业停车场的供给将会以年均 23% 的速度增长。如果考率行业增速随着基数的提高而略有下降，则假设 2015-2020 增速为 37% 左右，2021-2025 年的增速为 20%。考虑到专业的停车场对经济效益更加敏感，假设 2016 年开始机械化率为 10%，之后缓慢增加，到 2025 年机械化率为 17%。



**图表 10：机械式立体停车设备鼓励政策**

时间	文件名称	发文单位	涉及内容概要
2008年	《关于推进城市道路交通管理畅通工程的意见》	公安部交管局 住建部城建司	提出“进一步完善城市综合交通体系规划及步行、自行车、停车系统等专项规划，加强对机动车停放、电动自行车管理、交通需求管理等交通政策问题的研究”
2010年	《关于城市停车设施规划建设及管理的指导意见》	住建部部 公安部 发改委	提出“要积极依靠科技进步，给合实际需求推广占地少、成本低、见效快的机械式停车设施建设，加大停车新技术的推广应用，提高土地使用效率及停车设施的利用率”
2011年	《关于深入实施城市道路交通管理畅通工程的指导意见》	公安部、教育部 住建部、交通部	提出“研究完善停车政策，将停车设施建设纳入城市基础开发项目，落实专项资金，加大规划和建设力度。鼓励停车产业发展，实施多元化的投资建设主体，大力发展地下和立体停车设施。在科学规划停车设施布局前提下，提高大型公共建筑、住宅小区等建设项目的停车场配建比例”
2013年	《产业结构调整指导目录（2013年修正）》	发改委	将城市立体停车场建设列为城市基础设施行业鼓励类项目；国家连续多次在《产业结构调整指导目录》中提出对该行业的鼓励和扶持。
2014年4月	《城市停车场建设专项债券发行指引》	发改委	发行城市停车场建设专项债券的城投类企业不受发债指标限制
2014年8月	《关于加强城市停车设施建设的指导意见》	发改委、财政部等 七部委	鼓励建设停车楼、地下停车场、机械式立体停车库等集约化的停车设施，对于国内停车装备制造企业要加大扶持、提升国产化水平

来源：国金证券研究所

### 2.3、重点布局之三：AGV 导向车与东杰软件

- **AGV 自动导向车：**AGV 自动导向车应用领域广泛，原用于工业、仓储物流、汽车等领域，现已逐步进入民用领域（如送餐机器人），目前没有行业天花板。公司长期看好其在服务机器人市场的发展，将作为未来积极拓展的方向。
- **SW 东杰软件：**软件开发是公司的优势之一，可以独立接受供应链软件订单和提供系统集成总包解决方案。东杰软件具有三级软件资质，拥有强大的软件技术团队。

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、盈利预测

- 预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 3.66 亿元、5.06 亿元、7.71 亿元，分别同比增长-7.6%、38.3%、52.4%；归母净利润分别为 3.7 千万元、6.9 千万元、1.1 亿元，分别同比增长-32.43%、87.63%、55.36%；EPS 分别为 0.26/0.49/0.77 元，对应 PE 分别为 132/70/45 倍。

#### 3.2、投资建议

我们认为公司智能物流仓储设备市场广阔、发展迅速，行业中兼具硬件制造以及软件开发能力的公司有望率先受益行业的快速发展，抢占市场份额；公司的自动化立体车库业务处于行业需求爆发期，布局已久有望抢占一线城市政府项目。我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 54 元。

#### 3.3、风险提示

电商仓储物流领域设备更新放缓、机械式立体车库建设运营风险。

图表 11: 产品销售收入拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>智能物流仓储系统</b>						
销售收入 (百万元)	15.78	99.25	103.32	86.00	115.00	175.00
增长率 (YOY)	-60.55%	528.96%	4.10%	-16.76%	33.72%	52.17%
毛利率	31.47%	33.25%	33.42%	33.50%	33.50%	33.50%
销售成本 (百万元)	10.81	66.25	68.79	57.19	76.48	116.38
增长率 (YOY)	-64.92%	512.62%	3.84%	-16.86%	33.72%	52.17%
毛利 (百万元)	4.97	33.00	34.53	28.81	38.53	58.63
增长率 (YOY)	-45.88%	564.54%	4.63%	-16.56%	33.72%	52.17%
占总销售额比重	4.24%	25.68%	26.08%	23.50%	22.73%	22.70%
占主营业务利润比重	4.32%	28.28%	28.46%	25.82%	25.02%	25.00%
<b>智能物流输送系统</b>						
销售收入 (百万元)	346.02	282.87	277.22	258.00	360.00	550.00
增长率 (YOY)	182015.79%	-18.25%	-2.00%	-6.93%	39.53%	52.78%
毛利率	30.34%	28.86%	29.72%	29.50%	29.50%	29.50%
销售成本 (百万元)	241.04	201.23	194.83	181.89	253.80	387.75
增长率 (YOY)	169864.98%	-16.51%	-3.18%	-6.64%	39.53%	52.78%
毛利 (百万元)	104.98	81.64	82.39	76.11	106.20	162.25
增长率 (YOY)	217778.27%	-22.24%	0.92%	-7.62%	39.53%	52.78%
占总销售额比重	93.06%	73.18%	69.99%	70.49%	71.15%	71.34%
占主营业务利润比重	91.40%	69.96%	67.90%	68.22%	68.96%	69.20%
<b>机械式立体停车系统</b>						
销售收入 (百万元)			13.46	18.00	26.00	40.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	33.73%	44.44%	53.85%
毛利率			26.47%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)			9.90	12.96	18.72	28.80
增长率 (YOY)			#DIV/0!	30.95%	44.44%	53.85%
毛利 (百万元)			3.56	5.04	7.28	11.20
增长率 (YOY)			#DIV/0!	41.46%	44.44%	53.85%
占总销售额比重			3.40%	4.92%	5.14%	5.19%
占主营业务利润比重			2.94%	4.52%	4.73%	4.78%
<b>其他</b>						
销售收入 (百万元)	10.02	4.40	2.11	4.00	5.00	6.00
增长率 (YOY)	5173.68%	-56.09%	-52.05%	89.57%	25.00%	20.00%
毛利率	49.00%	46.59%	40.28%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	5.11	2.35	1.26	2.40	3.00	3.60
增长率 (YOY)	3503.26%	-54.01%	-46.38%	90.48%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	4.91	2.05	0.85	1.60	2.00	2.40
增长率 (YOY)	10090.10%	-58.25%	-58.54%	88.24%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	2.69%	1.14%	0.53%	1.09%	0.99%	0.78%
占主营业务利润比重	4.27%	1.76%	0.70%	1.43%	1.30%	1.02%
销售总收入 (百万元)	371.82	386.52	396.11	366.00	506.00	771.00
销售总成本 (百万元)	256.96	269.83	274.78	254.44	352.00	536.53
毛利 (百万元)	114.86	116.69	121.33	111.56	154.01	234.48
平均毛利率	30.89%	30.19%	30.63%	30.48%	30.44%	30.41%

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>372</b>	<b>387</b>	<b>396</b>	<b>366</b>	<b>506</b>	<b>771</b>	货币资金	92	101	85	100	120	150
增长率		4.0%	2.5%	-7.6%	38.3%	52.4%	应收款项	218	230	272	248	339	508
主营业务成本	-257	-270	-275	-254	-352	-537	存货	188	113	136	124	170	253
%销售收入	69.1%	69.8%	69.4%	69.5%	69.6%	69.6%	其他流动资产	20	22	27	26	32	44
毛利	115	117	121	112	154	234	流动资产	518	466	520	498	661	956
%销售收入	30.9%	30.2%	30.6%	30.5%	30.4%	30.4%	%总资产	80.3%	76.4%	77.0%	72.5%	74.2%	77.5%
营业税金及附加	-4	-6	-5	-5	-7	-10	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	固定资产	89	91	95	119	150	189
营业费用	-11	-11	-11	-10	-14	-22	%总资产	13.7%	14.9%	14.1%	17.3%	16.9%	15.3%
%销售收入	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	无形资产	34	33	33	42	51	60
管理费用	-36	-37	-39	-68	-55	-76	非流动资产	128	144	155	189	229	277
%销售收入	9.6%	9.5%	9.8%	18.6%	10.9%	9.9%	%总资产	19.7%	23.6%	23.0%	27.5%	25.8%	22.5%
息税前利润 (EBIT)	65	64	67	28	78	126	<b>资产总计</b>	<b>646</b>	<b>611</b>	<b>675</b>	<b>686</b>	<b>891</b>	<b>1,232</b>
%销售收入	17.5%	16.4%	16.9%	7.8%	15.4%	16.4%	短期借款	0	0	0	8	60	131
财务费用	-2	0	0	2	0	-4	应付款项	337	243	274	237	325	487
%销售收入	0.4%	0.0%	0.0%	-0.4%	0.0%	0.5%	其他流动负债	19	23	12	26	32	43
资产减值损失	-7	-4	-6	-2	-1	-1	流动负债	356	266	286	271	417	662
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	10	11	10	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>365</b>	<b>277</b>	<b>296</b>	<b>281</b>	<b>428</b>	<b>673</b>
营业利润	56	60	61	28	77	121	<b>普通股股东权益</b>	<b>281</b>	<b>334</b>	<b>379</b>	<b>405</b>	<b>463</b>	<b>559</b>
营业利润率	15.1%	15.5%	15.4%	7.7%	15.2%	15.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	1	14	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>646</b>	<b>611</b>	<b>675</b>	<b>686</b>	<b>891</b>	<b>1,232</b>
税前利润	58	61	62	42	79	123	<b>比率分析</b>						
利润率	15.5%	15.7%	15.8%	11.5%	15.6%	16.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-8	-8	-8	-5	-11	-17	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.4%	12.4%	13.4%	13.0%	13.3%	13.5%	每股收益	0.479	0.510	0.520	0.263	0.494	0.767
净利润	50	53	54	37	69	107	每股净资产	2.697	3.207	3.637	3.888	4.446	5.370
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.104	0.135	0.066	0.339	0.295	0.330
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>37</b>	<b>69</b>	<b>107</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	13.4%	13.8%	13.7%	10.0%	13.6%	13.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.77%	15.92%	14.29%	9.03%	14.81%	19.06%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.73%	8.71%	8.01%	5.33%	7.70%	8.65%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	20.05%	16.65%	15.28%	6.00%	12.90%	15.78%
净利润	50	53	54	37	69	107	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.78%	3.95%	2.48%	-7.60%	38.25%	52.37%
非现金支出	14	11	13	11	12	16	EBIT 增长率	4.41%	-2.38%	5.20%	-57.38%	173.38%	62.04%
非经营收益	1	0	0	-14	0	4	净利润增长率	7.21%	6.51%	1.77%	-32.43%	87.63%	55.36%
营运资金变动	-54	-50	-61	2	-50	-93	总资产增长率	-3.92%	-5.47%	10.58%	1.64%	29.77%	38.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-17	-23	-12	-28	-50	-60	应收账款周转天数	177.2	178.5	191.4	210.0	208.0	204.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	294.7	203.3	165.4	178.0	176.0	172.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	153.5	112.0	104.9	105.0	103.0	98.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>-28</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	固定资产周转天数	86.9	85.3	85.4	114.5	104.1	85.4
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	8	52	72	净负债/股东权益	-32.65%	-30.28%	-22.40%	-22.69%	-12.95%	-3.14%
其他	-5	0	-11	0	-13	-17	EBIT 利息保障倍数	41.8	-2,283.3	722.1	-17.3	-2,006.3	35.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>8</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	资产负债率	56.52%	45.30%	43.91%	41.00%	48.00%	54.62%
<b>现金净流量</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>30</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD