

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格（人民币）：22.63元
 目标价格（人民币）：25.00-30.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

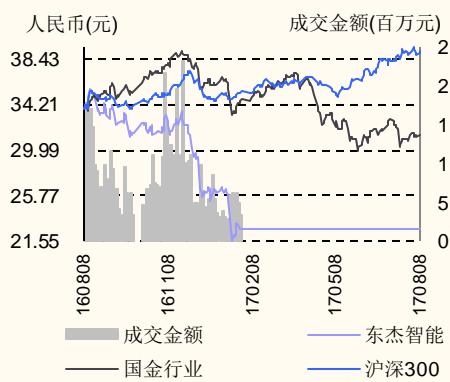
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 34.72

总市值(百万元) 3,199.45

年内股价最高最低(元) 35.70/21.55

沪深300指数 3732.21



智能物流装备主业回暖，外延拓展汽车涂装自动化领域

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.262	-0.347	0.389	0.508	0.609
每股净资产(元)	4.95	4.42	4.68	5.06	5.54
每股经营性现金流(元)	-0.51	0.27	0.70	0.37	0.47
市盈率(倍)	190.58	-74.94	58.12	44.58	37.19
行业优化市盈率(倍)	67.60	56.01	49.42	49.42	49.42
净利润增长率(%)	-32.86%	N/A	N/A	30.36%	19.89%
净资产收益率(%)	5.29%	-7.85%	8.32%	10.04%	10.99%
总股本(百万股)	138.86	141.38	141.38	141.38	141.38

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **东杰智能主营业务为智能物流成套装备的设计、制造、销售。**公司主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和智能立体停车系统三大类。其中智能物流输送系统、智能物流仓储系统广泛应用于汽车整车及零部件、仓储物流、食品饮料、医药、化工、烟草等各个领域；智能立体停车系统立足于解决城市发展停车难的问题。
- **16年业绩下行，17年明显好转。**2016年宏观经济持续下行，市场竞争加剧，公司完工验收项目减少，但成本端人员工资上升、研发投入固定以及股权激励计提费用等多方面因素影响，使得公司净利润出现亏损。进入2017年，公司经营情况企稳回升，验收项目大幅增加，且项目毛利率提高，一季度实现营业收入1.57亿元，同比增长1006%，归属上市公司股东净利润1471万元，同比增长185%。根据公司中报预告，17H1预计盈利2450.9万-2950.9万元，同比大幅改善。
- **拟作价5亿元收购海登公司，进入汽车涂装自动化生产线业务。**东杰智能拟通过发行股份方式作价5亿元购买梁燕生等持有的常州海登100%股权。常州海登主营汽车自动化涂装生产线，客户面向汽车及工程机械行业，提供设备的设计开发、生产制造及安装调试服务。主要客户包括上海大众、吉利集团、北京奔驰、长安福特、东风日产等知名汽车厂商，以及天津卡特彼勒、宁波华众、宁波华翔等工程机械厂商。2016年常州海登实现主营业务收入2.18亿元，同比增长141%，实现净利润1815万元。
- **募集配套资金用于标的项目建设，利润承诺增厚公司业绩。**东杰智能拟向不超过5名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金，募集配套资金主要用于支付本次交易相关的费用、标的公司高效节能汽车涂装线项目和研发中心建设项目的建设投资，募集配套资金总额不超过2.25亿元。公司与梁燕生等6位交易对方签署了《发行股份购买资产协议》，承诺标的公司2017年度、2018年度、2019年度净利润分别不低于3,500万元、4,600万元和6,000万元（扣非后归母净利润口径）。

盈利预测

- 暂不考虑此次收购，我们预测公司2017-2019年营业收入为3.89/4.70/5.51

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

卞晨晔 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

亿元，分别同比增长 96%/21%/17%；归母净利润分别为 55/72/86 百万元，分别同比增长 112%/30%/20%；EPS 分别为 0.39/0.51/0.61 元，对应 PE 分别为 58/45/37 倍。

投资建议

- 我们认为公司主业智能物流装备复苏回暖，今年业绩预计实现大幅增长；此次拟收购常州海登切入汽车涂装自动化生产线，业务领域及市场空间进一步扩展。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 25-30 元。

风险

- 智能物流装备需求下降的风险，收购事项的审批风险。

内容目录

1、下游需求好转、订单增加，智能物流装备主业回暖.....	4
2、拟收购常州海登，切入汽车涂装生产线领域.....	5
2.1、常州海登主营汽车涂装生产线.....	5
2.2、标的公司拥有完整的汽车涂装生产线工艺，16 收入大幅增长.....	6
2.3、东杰智能拟发行股份作价 5 亿收购常州海登.....	6
3、盈利预测与投资建议	8
3.1、盈利预测.....	8
3.2、投资建议.....	8
风险提示	8

图表目录

图表 1：东杰智能主要产品类型.....	4
图表 2：东杰智能产品下游应用领域.....	4
图表 3：公司近年营业收入.....	4
图表 4：公司近年归母净利润.....	4
图表 5：常州海登参与的部分汽车涂装生产线项目	5
图表 6：常州海登股权结构.....	5
图表 7：常州海登主要涂装工艺单元.....	6
图表 8：常州海登近年营业收入	6
图表 9：常州海登近年归母净利润.....	6
图表 10：东杰智能收购常州海登方案	7
图表 11：标的公司业绩承诺	7

1、下游需求好转、订单增加，智能物流装备主业回暖

- 公司主营业务为智能物流成套装备的设计、制造、销售。公司主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和智能立体停车系统三大类。其中智能物流输送系统、智能物流仓储系统广泛应用于汽车整车及零部件、仓储物流、食品饮料、医药、化工、烟草等各个领域；智能立体停车系统立足于解决城市发展停车难的问题。

图表 1：东杰智能主要产品类型



来源：公司网站，国金证券研究所

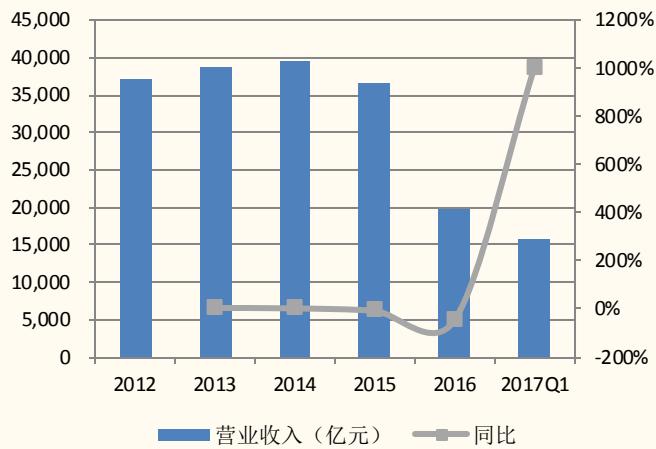
图表 2：东杰智能产品下游应用领域

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

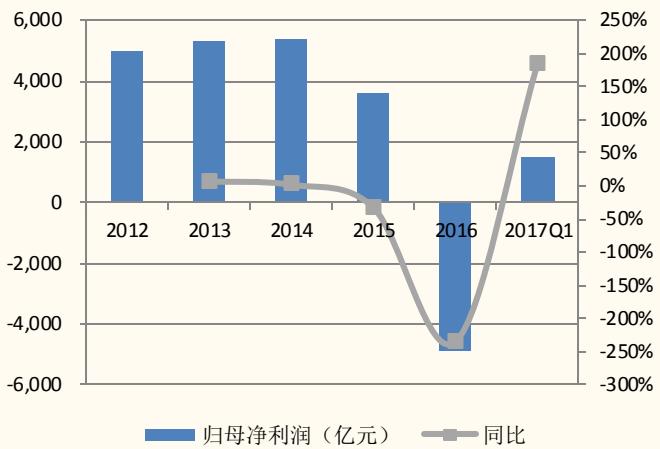
- **16 年业绩下行，17 年明显好转。**2016 年宏观经济持续下行，市场竞争加剧，公司完工验收项目减少，但成本端人力成本上升、研发投入固定以及股权激励计提费用等多方面因素影响，公司净利润出现亏损。进入 2017 年，公司经营情况企稳回升，验收项目大幅增加，且项目毛利率提高，一季度实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 1006%，归属上市公司股东净利润 1471 万元，同比增长 185%。根据公司中报预告，17H1 预计盈利 2450.9 万-2950.9 万元，同比大幅改善。

图表 3：公司近年营业收入



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司近年归母净利润



来源：wind，国金证券研究所

2、拟收购常州海登，切入汽车涂装生产线领域

2.1、常州海登主营汽车涂装生产线

- 常州海登主营汽车自动化涂装生产线，客户面向汽车及工程机械行业。公司自成立以来专注于为汽车及零部件工业、工程机械行业提供自动化涂装生产线及设备的设计开发、生产制造及安装调试服务。主要客户包括上海大众、吉利集团、北京奔驰、长安福特、东风日产等知名汽车厂商，以及天津卡特彼勒、宁波华众、宁波华翔等工程机械厂商。
- 国内少数能够提供汽车涂装全过程生产系统的总承包商和服务商之一。海登的核心团队在汽车智能制造生产线领域拥有多年经验，经过多年的探索积累，目前已经形成了包含供应链、工程设计、设备制造、集成安装、调试和运行维护在内的完整服务体系，尤其在工程设计和项目经验方面具有竞争优势。海登获得了国内众多汽车整车厂的认可，先后主导或参与国内多条大中型汽车涂装生产线的工程设计、集成安装等制造项目，是国内少数能够提供汽车涂装全过程生产系统的总承包商和服务商之一。

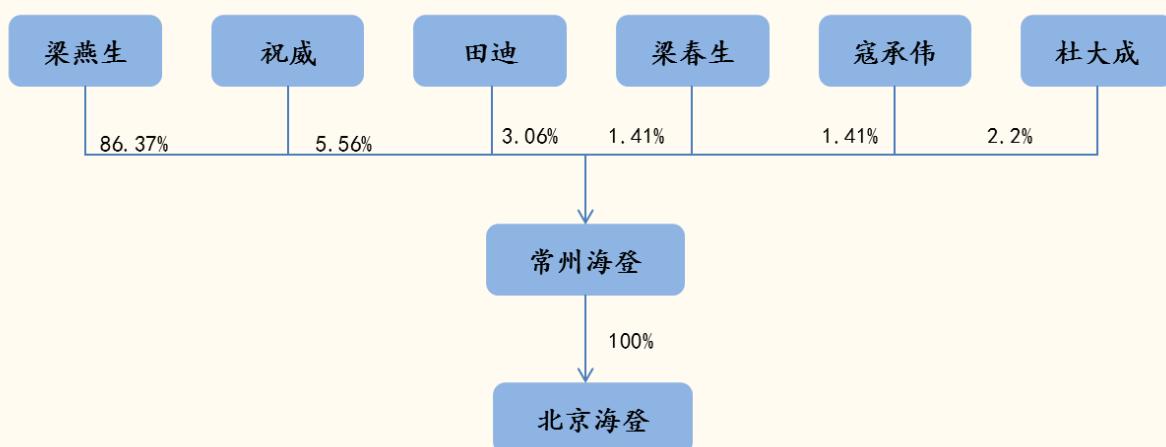
图表 5：常州海登参与的部分汽车涂装生产线项目

序号	项目名称	客户名称
1	大众五厂仪征黑车顶项目	上海大众汽车有限公司
2	大众宁波黑车顶 TFHP 项目	上海大众汽车有限公司
3	吉利张家口项目凯悦大部件	浙江吉利控股集团有限公司
4	大众 Bypass 滑移门	上海大众汽车有限公司
5	大众黑车顶公用能源项目TFHP	上海大众汽车有限公司
6	大众二厂 CP2 点修项目	上海大众汽车有限公司
7	大众废气净化项目	上海大众汽车有限公司
8	巴西奔驰项目	Geico S.p.A. in Alliance with Taikisha Ltd.
9	英国尼桑项目	Geico S.p.A. in Alliance with Taikisha Ltd.
10	江西赣铃项目	南昌赣铃物资供应有限公司

来源：公司公告，国金证券研究所

- 常州海登股权结构较为集中，公司股东梁燕生先生持有常州海登 86.37% 股份，为控股股东和实际控制人。

图表 6：常州海登股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、标的公司拥有完整的汽车涂装生产线工艺，16 收入大幅增长

- 海登聚焦整车车身成型工序中的涂装工艺。根据汽车行业一般生产流程，汽车生产线主要包括车身成型（冲压、焊接、涂装、总装四大工艺）、核心零件制造加工两大类。海登所聚焦的核心优势业务领域为整车车身成型工序中的涂装工艺，具体的销售模式包括提供智能涂装生产线整线或工艺单元解决方案及销售涂装生产线中使用的非标设备。

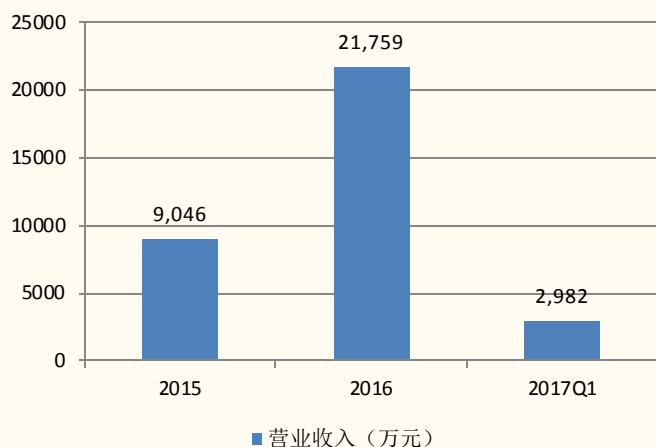
图表 7：常州海登主要涂装工艺单元



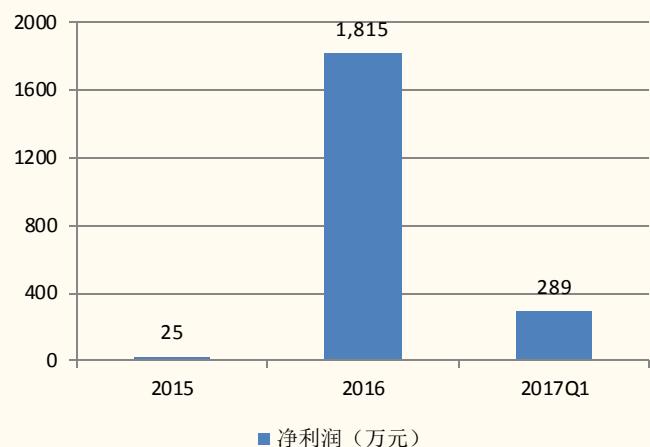
来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年业绩大幅增长，第一大客户为吉利集团。2016 年常州海登实现主营业务收入 2.18 亿元，同比增长 141%，实现净利润 1815 万元。16 年第一大客户为吉利集团，贡献营收 1.93 亿元，占收入比例 88.9%。

图表 8：常州海登近年营业收入



图表 9：常州海登近年归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、东杰智能拟发行股份作价 5 亿收购常州海登

- 拟作价 5 亿元收购海登公司，配套融资用于标的公司项目建设。东杰智能拟通过发行股份方式购买梁燕生、祝威、田迪、杜大成、梁春生、寇承伟合计持有的常州海登 100% 股权。同时上市公司拟向不超过 5 名（含 5 名）符合条件的特定对象发行股份募集配套资金，募集配套资金主要用于支付本次交易相关的费用、标的公司高效节能汽车涂装线项目和研发中心建设项目的建设投资，募集配套资金总额不超过 22,500 万元。

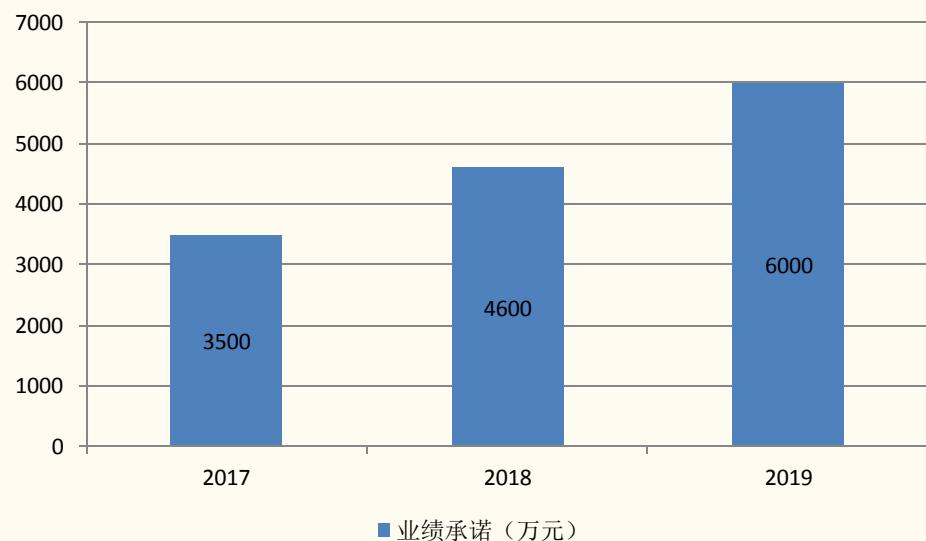
图表 10：东杰智能收购常州海登方案

1、发行股份购买资产			
标的作价	交易对方	发行价格（可调整一次）	发行股数
5亿元	梁燕生等6人	21.97元/股	2275.83万股
2、募集配套资金			
募资总额	定价方式	资金用途	
2.25亿元	发行期首日询价	支付交易费用、标的公司高效节能汽车涂装线项目和研发中心建设项目	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 上市公司与本次交易对方梁燕生、祝威、田迪、杜大成、梁春生、寇承伟签署了《发行股份购买资产协议》，梁燕生、祝威、田迪、杜大成、梁春生、寇承伟作为补偿义务人，承诺标的公司 2017 年度、2018 年度、2019 年度净利润分别不低于 3,500 万元、4,600 万元和 6,000 万元（扣非后归母净利润口径）。

图表 11：标的公司业绩承诺



来源：公司公告，国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

- (1) 若不考虑此次收购，我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 3.89/4.70/5.51 亿元，分别同比增长 96%/21%/17%；归母净利润分别为 55/72/86 百万元，分别同比增长 112%/30%/20%；EPS 分别为 0.39/0.51/0.61 元，对应 PE 分别为 58/45/37 倍。
- (2) 若考虑收购标的按照全年并表及增发摊薄，我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 7.5/9.0/10.7 亿元，分别同比增长 277%/20%/19%；归母净利润分别为 92/119/148 百万元，分别同比增长 188%/29%/25%；EPS 分别为 0.56/0.73/0.90 元，对应 PE 分别为 40/31/25 倍。

3.2、投资建议

- 我们认为公司主业智能物流装备复苏回暖，今年业绩预计实现大幅增长；此次拟收购常州海登切入汽车涂装自动化生产线，业务领域及市场空间进一步扩展。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 25-30 元。

风险提示

- 智能物流装备需求下降的风险，收购事项的审批风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	396	366	199	389	470	551
增长率	-7.7%	-45.6%	95.5%	20.8%	17.2%	
主营业务成本	-275	-262	-169	-260	-316	-372
%销售收入	69.4%	71.7%	84.8%	66.9%	67.2%	67.5%
毛利	121	103	30	129	154	179
%销售收入	30.6%	28.3%	15.2%	33.1%	32.8%	32.5%
营业税金及附加	-5	-3	-4	-6	-7	-8
%销售收入	1.2%	0.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-11	-15	-22	-23	-24	-25
%销售收入	2.8%	4.2%	11.0%	6.0%	5.0%	4.5%
管理费用	-39	-51	-61	-54	-61	-69
%销售收入	9.8%	13.9%	30.8%	14.0%	13.0%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	67	34	-56	45	62	77
%销售收入	16.9%	9.4%	n.a	11.6%	13.3%	14.0%
财务费用	0	-1	2	4	5	6
%销售收入	0.0%	0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-6	-6	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	61	27	-73	49	67	83
营业利润率	15.4%	7.3%	n.a	12.7%	14.4%	15.0%
营业外收支	1	14	14	14	15	16
税前利润	62	41	-58	63	82	99
利润率	15.8%	11.2%	n.a	16.3%	17.5%	17.9%
所得税	-8	-5	9	-8	-11	-13
所得税率	13.4%	11.1%	n.a	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	54	36	-50	55	72	86
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	36	-49	55	72	86
净利率	13.7%	9.9%	n.a	14.2%	15.3%	15.6%

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	85	195	151	237	259	297
应收款项	272	303	256	272	329	386
存货	136	186	263	143	173	204
其他流动资产	27	17	19	30	34	39
流动资产	520	700	689	682	795	925
%总资产	77.0%	74.0%	65.9%	64.8%	67.3%	69.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	95	176	223	238	252	266
%总资产	14.1%	18.6%	21.4%	22.6%	21.4%	20.1%
无形资产	33	58	58	59	60	
非流动资产	155	246	356	371	387	401
%总资产	23.0%	26.0%	34.1%	35.2%	32.7%	30.3%
资产总计	675	946	1,046	1,053	1,182	1,326
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	274	239	396	341	412	483
其他流动负债	12	11	14	40	45	50
流动负债	286	250	410	381	457	532
长期贷款	0	0	0	0	0	1
递延收益-非流动负债	10	9	8	9	9	9
负债	296	259	419	390	465	542
普通股股东权益	379	687	625	662	715	783
少数股东权益	0	0	2	2	2	2
负债股东权益合计	675	946	1,046	1,053	1,182	1,326

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.520	0.262	-0.347	0.389	0.508	0.609
每股净资产	3.637	4.948	4.420	4.679	5.057	5.535
每股经营现金净流	0.066	-0.515	0.266	0.700	0.367	0.468
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.29%	5.29%	-7.85%	8.32%	10.04%	10.99%
总资产收益率	8.01%	3.84%	-4.69%	5.23%	6.07%	6.49%
投入资本收益率	15.28%	4.45%	-7.67%	5.94%	7.57%	8.55%
增长率						
主营业务收入增长率	2.48%	-7.69%	-45.59%	95.54%	20.82%	17.23%
EBIT增长率	5.20%	-48.57%	-264.26%	-180.16%	37.77%	23.78%
净利润增长率	1.77%	-32.86%	N/A	N/A	30.36%	19.89%
总资产增长率	12.52%	40.11%	10.53%	0.73%	12.22%	12.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	191.4	247.3	436.0	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	165.4	224.1	485.5	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	104.9	128.9	200.0	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	85.4	171.4	299.6	153.2	126.2	106.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.40%	-28.37%	-24.08%	-35.78%	-36.11%	-37.68%
EBIT利息保障倍数	722.1	24.4	37.1	-11.3	-12.1	-13.5
资产负债率	43.91%	27.37%	40.07%	37.02%	39.36%	40.86%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-20	买入	39.16	54.00~54.00
2	2016-04-25	买入	36.96	50.00~54.00
3	2016-05-09	买入	38.65	50.00~54.00
4	2016-05-23	买入	31.74	50.00~54.00
5	2016-06-20	买入	40.96	50.00~54.00

来源：国金证券研究所

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 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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