

东杰智能 (300486)

证券研究报告

2018年02月04日

智能物流装备领军企业，收购海登切入汽车焊装领域

东杰智能：物流装备领军企业，深度受益物流行业高速增长红利

东杰智能主营业务为智能物流成套装备的设计、制造、安装调试与销售。公司的主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、AGV 工业机器人、供应链软件五大类是国内最大智能物流装备制造和集成商之一。

我国人口结构逐渐老龄化，劳动人口锐减。2015 年中国 65 岁及以上人口为 14434 万人，到 2027 年人口老龄化将更为严重，劳动人口红利逐渐消失。而我国电商业务快速增长。根据国家统计局统计，2017 年我国规模以上快递件数量达 400 亿件，规模以上快递业务收入达 4957 亿元，同比增长 24.7%，实现持续的高速增长模式。为对冲劳动成本的增加，物流行业正处于由自动化向智能化发展的阶段，带动物流自动化设备投资。根据中国物流技术协会信息中心预计 2022 年自动化物流装备市场规模将突破 2600 亿元。

根据公司公告，上市公司 2017 年实现扭亏，预计实现利润 3515 万元-4015 万元。2016 年公司处于转型升级的关键期，在技术研发方面投入达 2268 万元，影响了上市公司的短期利润；目前，公司物流输送系统和物流仓储系统分别占公司营业收入的 48%和 37%。

公告收购常州海登，拓展汽车智能制造产线业务

2017 年 9 月 30 日，上市公司公告发行普通股 22,75.8 万股购买常州海登 100%股权，非公开发行股票募集配套资金不超过 22,500 万元，近期已经被证监会获准。本次重组完成后，上市公司主营业务将由智能输送成套装备拓展至汽车智能涂装生产线领域。

海登在工业涂装工程领域的专业团队在汽车制造生产线工程领域拥有超过 20 年经验，公司已经形成了从供应链管理、工程设计到集成安装、调试和运行维护的完整工程体系，是国内少数能够提供全过程生产系统的总承包商和服务商。

东杰汽车产线运输业务与海登汽车涂装生产线业务显协同效应，下游客户均主要为汽车生产厂商，双方在技术研发、产品设计、研发方向、目标市场、人才培养、生产及销售模式等方面具有较强的相似性和互补性，在下游市场、技术研发、材料采购、财务管理等方面存在较大的整合空间。

新能源汽车产线投资加速，海登汽车涂装产线龙头受益

我国汽车行业经过十余年的发展，仍具有较大发展潜力，我们预测 2020 年汽车总产量达 3729 万辆，新增和改造生产线数量达 97 条。2015-2017 年国内新能源整车项目 202 个已落地，截至 2020 年新能源车型将达 244 款，还有很多非传统汽车企业加入新能源车队伍，将导致上游设备厂商订单大增，议价能力和毛利率提升。

海登通过多年的探索和积累，拥有客户包括上海大众、北京奔驰、长安福特、威马汽车、东风日产、北汽名爵、江铃福特、东风汽车等知名汽车厂商。目前在国内涂装领域排在行业第二。海登承诺 2017-2019 年实现净利润分别为 3,500 万元、4,600 万元、6,000 万元。

盈利预测：根据我们测算，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 0.39 亿、0.93 亿、1.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.28 元、0.57 元、0.74 元。我们看好未来公司物流行业和汽车自动化产线业务的双线发展，给予“买入”评级，目标价 21 元。

风险提示：快递物流行业增速减缓，汽车行业销量下降；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	365.65	198.94	586.87	1,027.03	1,335.13
增长率(%)	(7.69)	(45.59)	195.00	75.00	30.00
EBITDA(百万元)	37.40	(62.46)	55.92	117.93	150.44
净利润(百万元)	36.33	(49.05)	39.17	93.91	122.08
增长率(%)	(32.86)	(235.02)	(179.87)	139.73	30.00
EPS(元/股)	0.26	(0.35)	0.28	0.57	0.74
市盈率(P/E)	75.30	(55.77)	69.83	34.08	26.22
市净率(P/B)	3.98	4.38	3.88	3.89	3.39
市销率(P/S)	7.48	13.75	4.66	3.12	2.40
EV/EBITDA	179.59	(55.25)	52.25	27.67	13.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 机械设备/专用设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 19.43 元

目标价格 21 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 140.28

流通 A 股股本(百万股) 84.26

A 股总市值(百万元) 2,725.70

流通 A 股市值(百万元) 1,637.14

每股净资产(元) 4.71

资产负债率(%) 35.09

一年内最高/最低(元) 27.80/19.02

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

朱元骏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050002
zhuyuanjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 东杰智能：东杰智能国内最大智能物流装备制造制造商	4
2. 智能物流是未来物流行业大势所趋.....	6
2.1. 智能仓储物流系统较传统仓储系统优势显著	6
2.2. 人口红利减弱，物流系统逐步走向智能	7
2.3. 电商行业持续高增长，促物流仓储行业需求旺盛.....	7
3. 成功收购常州海登，切入汽车涂装产线领域.....	9
3.1. 常州海登：国内汽车制造生产线龙头公司.....	9
3.2. 国内汽车产销量持续平稳上升，仍未触及天花板.....	10
3.3. 伴随新能源汽车渗透率上升，带动汽车产线更替需求	12
4. 盈利预测与估值	13

图表目录

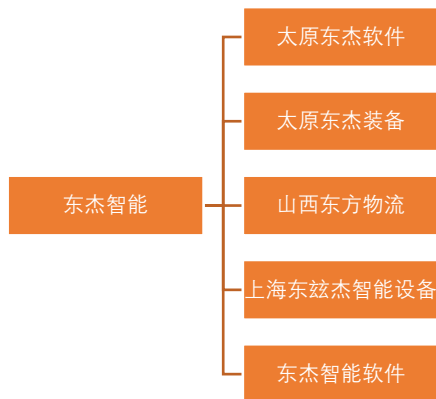
图 1：公司主要参股子公司.....	4
图 2：公司主要产品.....	4
图 3：立体仓库.....	4
图 4：自动化输送线.....	4
图 5：2016 年公司营业收入和净利润.....	5
图 6：2016 年公司营业收入结构	5
图 7：东杰研发投入（万元）	5
图 8：东杰智能立体停车库.....	5
图 9：智能物流系统构成	6
图 10：我国人口结构	7
图 11：交运人员人均工资水平（元）	7
图 12：物流行业向智能方向发展.....	7
图 13：规模以上快递业务量（亿件）	8
图 14：规模以上快递业务收入（亿元）	8
图 15：仓储行业固定资产投资.....	8
图 16：物流自动化装备市场规模（亿元）	8
图 17：海登营业收入及归母净利润（百万元）	9
图 18：汽车喷涂生产线	9
图 19：汽车涂装“工艺单元”	9
图 20：公司主要客户	10
图 21：2011-2017H1 国内汽车产量（万台）	11
图 22：国内汽车保有量（亿辆）	11
图 23 汽车工业固定资产投资额	11
图 24：四大工艺装备投资统计.....	11

图 25: 新能源汽车 12 月销量 16.3 万辆, 同比增速 56.8%.....	12
图 26: 新能源乘用车 12 月销量 9.8 万辆, 同比增速 131%.....	12
图 27: 新能源汽车消费终将由政策驱动转变为消费驱动	13
图 28: 2014-2020 年我国新能源汽车产量 (单位: 万辆).....	13
图 29: 纯乘用电动车成为新能源车销量主力车型 (单位: 款).....	13
表 1: 全自动仓储的优势	6
表 2: 我国新增及改造汽车生产线预测	12
表 3: 可比上市公司估值情况 (股价为 2018 年 2 月 2 日收盘价, Wind 一致预测)	14

1. 东杰智能：东杰智能国内最大智能物流装备制造制造商

东杰智能物流装备股份有限公司成立于 1995 年 12 月，主营业务为智能物流成套装备的设计、制造、安装调试与销售。公司的主要产品包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、AGV 工业机器人、供应链软件五大类是国内最大智能物流装备制造和集成商之一。公司拥有太原东杰软件开发有限公司、太原东杰装备有限公司、山西东方物流机电安装有限公司、上海东兹杰智能设备有限公司、东杰智能软件有限公司等全资或控股子公司。

图 1：公司主要参股子公司



资料来源：公司官网 天风证券研究所

图 2：公司主要产品



资料来源：公司官网 天风证券研究所

智能物流运输系统：自动化、电气控制、软件管理等技术，在生产过程中控制物料或产品在指定的方位、时间以指定的速率完成输送，便于物料及产品更加高效、精确地完成加工、装配、喷涂等生产工序。可广泛应用于汽车、医药、电子商务、家电、机械等行业。

智能物流仓储系统：以立体仓库和配送分拣中心为表现形式，由立体货架、有轨巷道堆垛机、出入库托盘输送机系统、检测阅读系统、通讯系统、自动控制系统、计算机监控管理等组成。可广泛应用于医药、食品饮料、冷链物流、电子商务、跨境电商及快消品等行业。

立体车库：智能立体停车系统立足于解决城市发展停车难的问题，拥有目前市场上广泛应用所有智能停车库的生产资质，公司开发的智能停车系统包括塔式、仓储式、升降横移式、简易升降式、巷道堆垛式、多层循环式等多种形式的智能立体停车系统。

图 3：立体仓库



资料来源：公司官网 天风证券研究所

图 4：自动化输送线



资料来源：公司官网 天风证券研究所

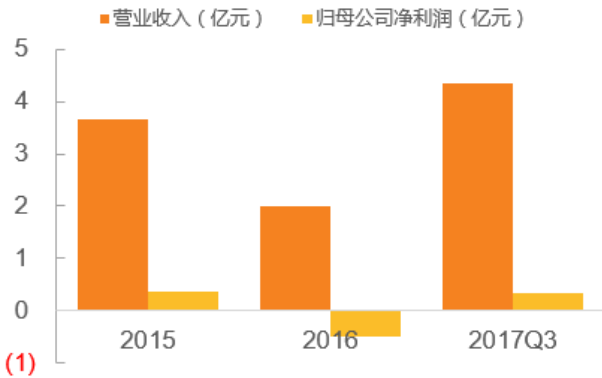
AGV 系统：极具潜力的智能物流柔性搬运输送装备，公司自主研发的 AGV 工业机器人，采用条码、激光或 GPS 制导，适用于仓库、车间、码头、装配线等多种工作场合。公司积极布局 AGV 工业机器人，将于公司工厂自动化、仓储自动化业务形成良好协同。

软件产品：满足供应链领域自动化物流信息系统集成需求，提供智能物流成套装备配套的全套系列软件，还为客户提供战略咨询，规划设计，平台化技术与专业化服务，帮助客户

实现更大的销售，广泛应用于汽车、医药、酒类、快消品、电子商务等多个领域。

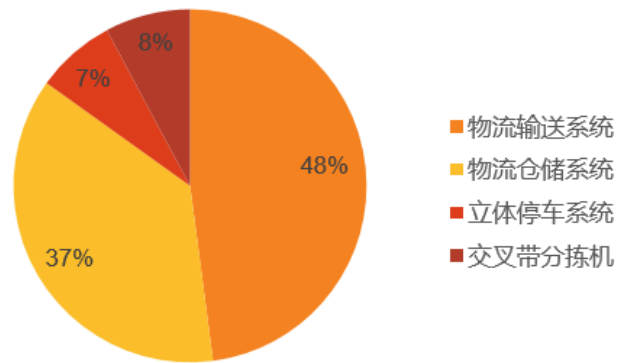
2017 年前三季度，上市公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 322.67%；同期，实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 164.97%，实现扭亏。2016 年公司处于转型升级的关键期，在技术研发方面投入达 2268 万元，影响了上市公司的短期利润；目前，公司物流输送系统和物流仓储系统分别占公司营业收入的 48%和 37%。

图 5：2016 年公司营业收入和净利润



资料来源：Wind 天风证券研究所

图 6：2016 年公司营业收入结构



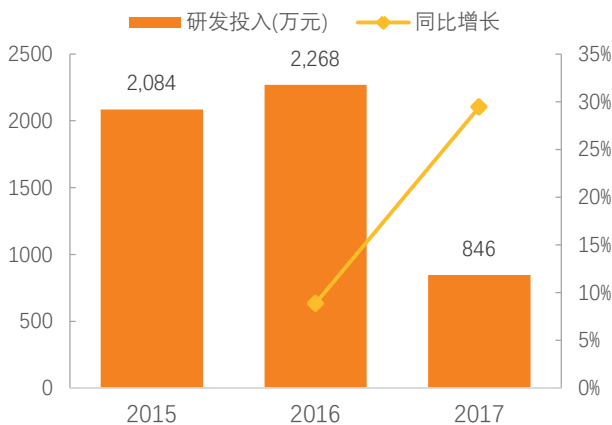
资料来源：Wind 天风证券研究所

东杰智能以“科技立企，以高品质、高科技产品服务社会”为经营发展战略，通过产品和技术纵深化、市场和区域纵深化、行业应用领域纵深化三个方面发展，全面提高公司技术水平，加大研发投入，提高产能，拓宽产品市场，进一步提高公司产品市场占有率和行业知名度。

拥有核心技术和稳定的团队。东杰通过自主研发获得了几十项发明及实用新型专利。公司在控制及管理软件上自主研发能力较强，核心产品均使用自主研发的控制软件和管理软件，且拥有软件著作权的控制软件和管理软件。并且，公司稳定的管理层以及核心技术团队是公司发展的良好助力；激励措施完善，技术骨干人员均在公司服务多年，专业性强、团队稳定、对公司的归属感较强。

项目经验丰富和良好品牌形象。东杰作为国内智能物流装备行业优秀供应商，经过近二十年的技术革新和经验积累，凭借大量与下游各行业龙头企业成功的合作经验，已经在国内建立了良好的品牌和客户优势。“2015 年中国物流知名品牌”评选活动中，经全国个行业物流技术装备采购经理网络投标统计认证，获得第一名“2015 年中国物流知名品牌”。公司项目行业分布较广，在汽车、工程机械、医药、食品饮料等重点领域均有该行业内的标杆工程。

图 7：东杰研发投入 (万元)



资料来源：公司年报 天风证券研究所

图 8：东杰智能立体停车库



资料来源：公司官网 天风证券研究所

软件实力突出。与国内大多数物流装备公司配套 WMS、TMS 等管理软件选择外包或合作

研发不同，公司具备较强的独立软件研发设计能力，可以为客户配套提供物流仓储领域从控制层的 WCS(仓库控制系统)到管理层的 WMS(仓库管理系统)、TMS(运输管理系统)等软件系统，更是具备企业管理领域供应链管控平台系统(SCM)等全套供应链信息化解决方案的提供能力。

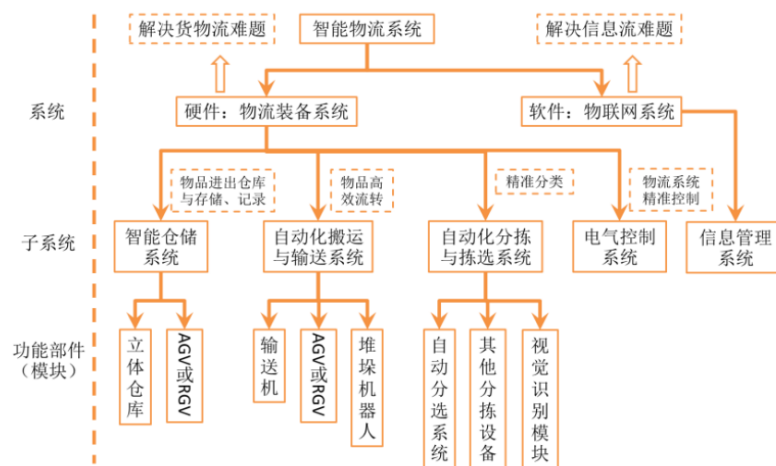
2. 智能物流是未来物流行业大势所趋

2.1. 智能仓储物流系统较传统仓储系统优势显著

智能物流是综合运用物流机器人系统、自动识别与感知系统、智能分拣技术、RFID 等先进的物流技术和自动化立体库、智能物流产品等装备，在流通过程中获取信息从而分析信息作出决策，全程跟踪管理商品达到高效运输、节约成本的过程。

智能物流的产业链环节主要包括对货物进行的打码到条、按剂包装、出库、运输和入库，从供应商来看，智能物流可包括硬件设备、系统集成两类。硬件设备以自动化设备为主，承担信息收集以及指令执行作用，比如分拣机用于自动分拣，AGV 执行货物运输命令；软件是将硬件收集信息进行运算，实现应用；系统集成将零散环节和应用有机结合，为企业生产提供系列物流支撑方案。

图 9：智能物流系统构成



资料来源：中国物流协会信息中心，天风证券研究所

自动化仓储较普通仓储优势明显。立体仓储的空间利用率为普通仓储的 2-5 倍，节省库存占地面积，提高空间及物流资源利用率，并可通过计算机管理系统和自动化物料搬运设备实现动态存储，便于清点和盘库，合理减少库存，较传统的普通仓储模式优势明显。

表 1：全自动仓储的优势

	普通仓库	自动化仓库	自动化仓库优势
库存能力	空间利用率低，物流资源利用率低。	节省库存占地面积，提高空间及物流资源利用率。	立体仓库的空间利用率为普通仓库的 2~5 倍。
出入库作业	物流自动化水平低造成作业效率低下和一定量的货物损耗。	依靠自动化设备进行自动存取，作业运行和处理速度快。	“人工—叉车—货架” vs. “计算机—堆垛机—货架”
仓库管理	信息流与物流无法适时统一，导致管理水平低	通过计算机控制，便于清点和盘库，合理减少	物流系统与企业管理系统间的实

下，仓储成本提高。 库存。 时连接

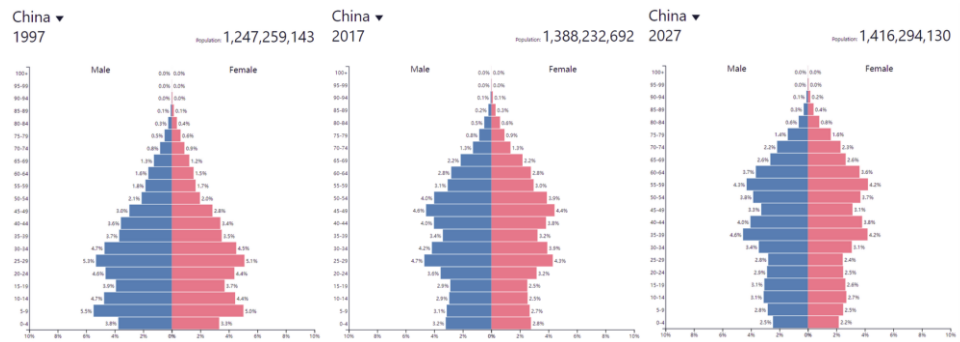
商品保管 以静态存储货物为主。 通过计算机管理系统和 自动化物料搬运设备实现动态存储。 自动化仓库与外部 供销环节有机连接， 成为企业物流的重要环节。

资料来源：RFID 世界网 天风证券研究所

2.2. 人口红利减弱，物流系统逐步走向智能

人口结构逐渐老龄化，劳动人口锐减。2015 年中国 0-14 岁人口为 22681 万人，2015 年中国 15-64 岁人口为 100347 万人，2005-2010 年中国 0-14 岁人口逐年下降，2010 年 0-14 岁人口达到近十年最低值，为 22259 万人。2015 年中国 65 岁及以上人口为 14434 万人，近十年 65 岁及以上人口逐年增加，人口红利逐渐消失，人口红利的消失，意味着人口老龄化的高峰即将到来和创造价值的劳动力减少，预计到 2027 年人口老龄化更为严重。

图 10：我国人口结构

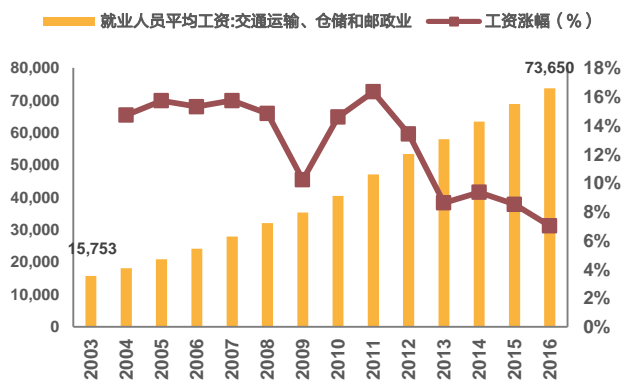


资料来源：Population Pyramid 天风证券研究所

劳动人口平均工资逐年上涨。劳动力供给持续下降带来劳动成本的迅速上涨，近年来全行业薪酬增长率平均增速保持在 10%左右，不少外资企业近年来撤离中国转向东南亚，与国内劳动力成本的快速上升有直接的关系，中国人口红利已逐渐消失。

为对冲劳动成本的增加，物流行业正处于由自动化向智能化发展的阶段。未来将有机器人，仓储管理系统和识别设备等替代复杂的人工操作。通过软件层面，自动生成路线和入库商品分拣等指令，可实现无人仓库。

图 11：交运人员人均工资水平（元）



资料来源：Wind 天风证券研究所

图 12：物流行业向智能方向发展

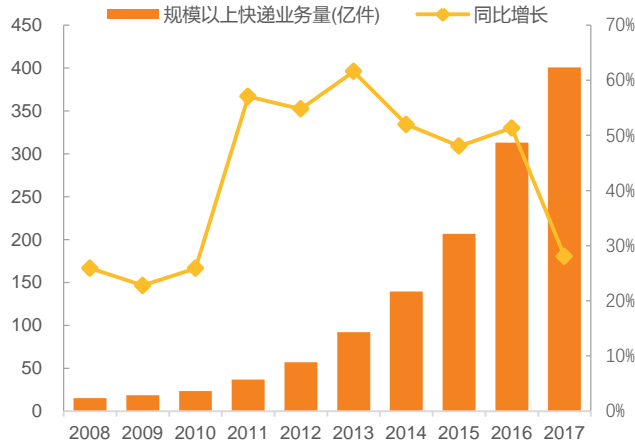


资料来源：RFID 世界网 天风证券研究所

2.3. 电商行业持续高增长，促物流仓储行业需求旺盛

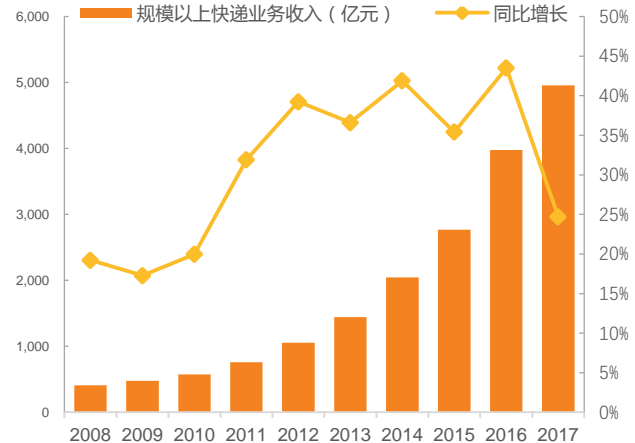
我国电商业务快速增长。根据中国产业信息网，电商快速发展驱动快递业务量增长均，业务量年均 CAGR45%。网络零售的井喷式发展产生了巨大的包裹运输需求，国内快递包裹约 70%由网络购物产生。根据国家统计局统计，2017 年，我国规模以上快递件数达 400 亿件，位居全球第一；同时，规模以上快递业务收入达 4957 亿元，同比增长 24.7%，实现持续的高速增长模式。

图 13：规模以上快递业务量（亿件）



资料来源：WIND 天风证券研究所

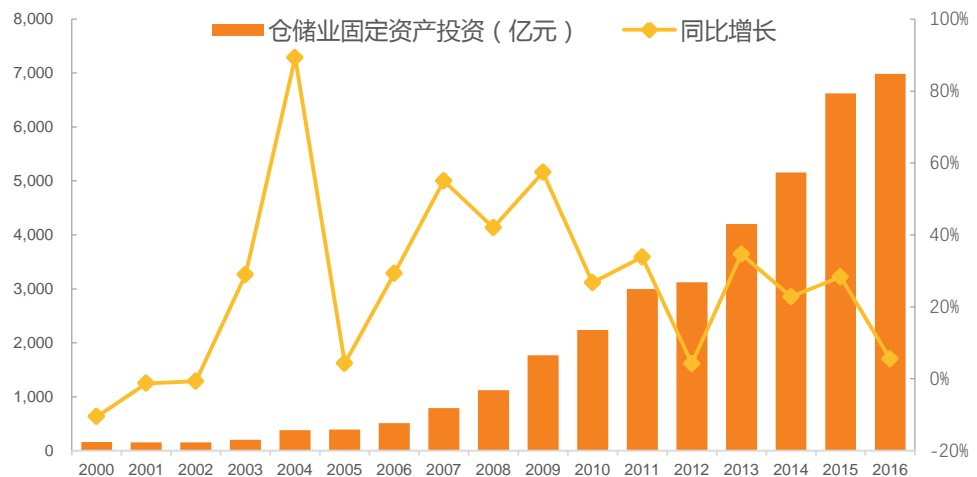
图 14：规模以上快递业务收入（亿元）



资料来源：WIND 天风证券研究所

仓储业固定资产投资额持续上升。随着我国经济不断发展，我国物流仓储行业步入快速发展期，物流仓储固定资产投资规模近年来增长迅速，从 2000 年的 158 亿元增加到 2016 年的 6983 亿元，年均复合增速高达 26% 以上，远高于全国整体固定投资增速，也远高于 GDP 的增长幅度。目前我国仓储行业固定资产稳步增长，从另一个角度验证了仓储物流行业对自动化的迫切需求。

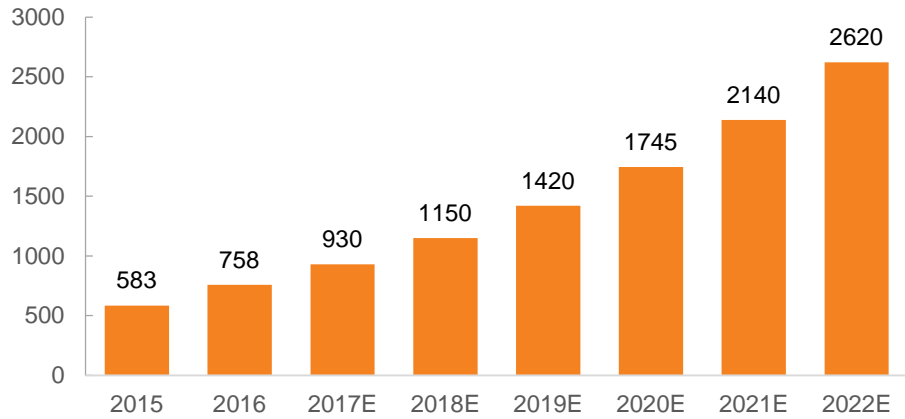
图 15：仓储行业固定资产投资



资料来源：Wind 天风证券研究所

物流自动化装备市场空间。随着技术能力的不断提升，自动化技术被广泛应用在各行业的流通与仓储系统中，尤其近年来电子商务和快速物流方式的崛起带动了自动化物流仓储市场的蓬勃发展。根据中国物流技术协会信息中心的统计，过去 16 年国内自动化物流仓储系统市场以年均 23% 的速度快速成长，并且近 6 年受益消费升级和智能制造发展的推动，增速呈现逐渐加速的趋势，预计 2022 年自动化物流装备市场规模将突破 2600 亿元，平均增速在 25%。

图 16：物流自动化装备市场规模（亿元）



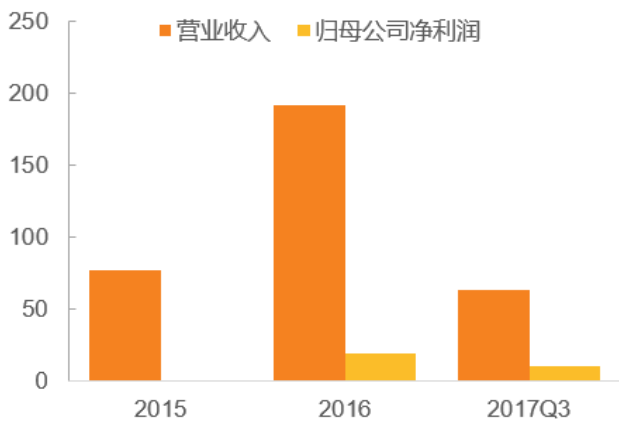
资料来源：中国物流技术协会信息中心 天风证券研究所

3. 成功收购常州海登，切入汽车涂装产线领域

3.1. 常州海登：国内汽车制造生产线龙头公司

海登成为上市公司全资子公司。2017年9月30日，上市公司发行普通股22,758,304股购买常州海登100%股权，市场价21.97元/股；同时，非公开发行股票募集配套资金不超过22,500万元，近期已经得到获准。本次重组完成后，上市公司主营业务将由智能输送成套装备拓展至汽车智能涂装生产线领域。海登承诺2017-2019年实现净利润分别为3,500万元、4,600万元、6,000万元。同时，公司前三季度实现归母净利润1090万元。

图 17：海登营业收入及归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 18：汽车喷涂生产线



资料来源：公司公告 天风证券研究所

海登目前专注于智能涂装生产线工程设计、设备和工艺开发、系统集成和调试服务以及非标涂装设备的制造，通过多年的探索和积累，海登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独特的竞争优势，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 19：汽车涂装“工艺单元”



资料来源：公司公告 天风证券研究所

绑定下游车企大客户。海登具有较为突出的技术优势及丰富的项目经验，其核心团队一直致力于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，其服务的客户数十家，包括上海大众、北京奔驰、长安福特、东风日产、南汽名爵、江铃福特、东风汽车等知名汽车厂商。目前在国内涂装领域排行行业第二。

订单充足确保业绩。根据上市公司公告，公司海登已取得的截止 2017 年 9 月末尚未确认收入的订单及中标通知合计金额达到 93,827.55 万元，全年业绩有保障。

图 20：公司主要客户

资料来源：公司官网 天风证券研究所

协同效应显现。汽车产线输送业务是上市公司的主营业务，智能输送系统是汽车焊装、涂装、总装自动化生产线中的一个功能单元，主要实现汽车焊装、涂装、总装等生产环节中的自动化输送的功能。海登则是智能涂装生产线的整体解决方案供应商，因此本次交易属于上市公司向产业链下游的纵向整合。上市公司业务已向汽车智能总装生产线进行延伸，已签署了晋中吉利、川汽绵阳、汉腾汽车等总装生产线销售合同，业务延伸有利于深入了解最终用户需求，提升取得大额订单的能力。

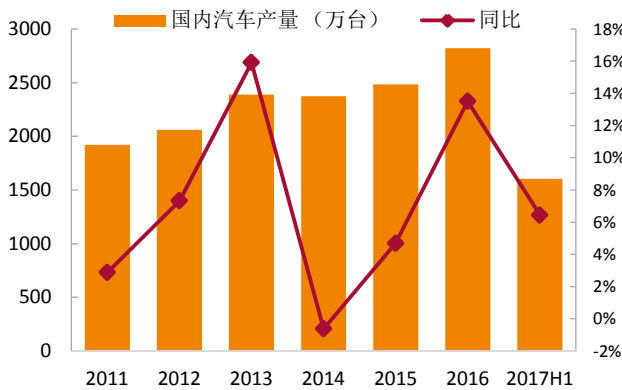
3.2. 国内汽车产销量持续平稳上升，仍未触及天花板

经过十余年的快速发展，仍处于汽车普及阶段。2010-2016 年我国汽车保有和产量快速上升。根据国家统计局测算，2016 年国内汽车产量 2819 万台，同比增长 13.5%，汽车产量仍处于逐步上涨趋势中。另外，根据公安部统计，2017 年 8 月末我国民用汽车保有量达到 2.05 亿辆（扣除三轮汽车和低速货车），汽车千人保有量为 144 辆/千人，与发达国家每千人汽车保有量 500 辆左右相比，国内汽车市场仍有较大的发展空间。

城镇化率与汽车保有量存在明显的正相关关系。2006-2017 年我国城镇化率由 43.90%提升到 56.10%，汽车保有量由 0.37 亿辆提升至 2.05 亿辆，年均复合增速为 17%。新型城镇化的不断推进将是汽车需求持续增长的有力保障。

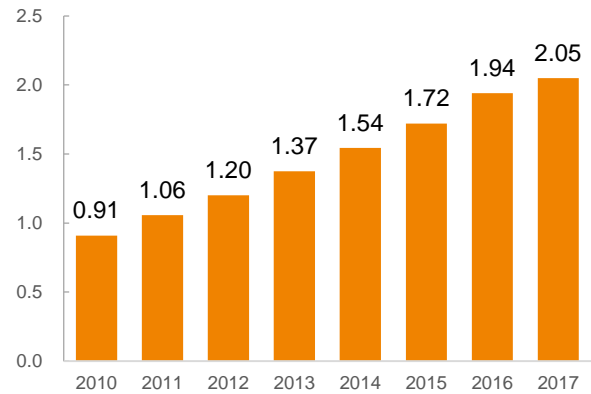
汽车行业内通常以 R 值（车价/人均 GDP）衡量一个国家汽车购买力水平。按照发达国家的历史经验，一个国家的 R 值接近 2-3 时，该国就将进入汽车的快速普及阶段。日本和韩国的 R 值分别在 60 年代和 80 年代进入到 2-3 区间，之后 10 年的时间里，两国汽车销量均以超过 20% 的年均增速增长。近年来，中国的 R 值正式进入 2-3 区间，按照发达国家的经验，未来 10 年中国的汽车产销量仍将具备高速增长的潜力。

图 21: 2011-2017H1 国内汽车产量 (万台)



资料来源: 国家统计局 天风证券研究所

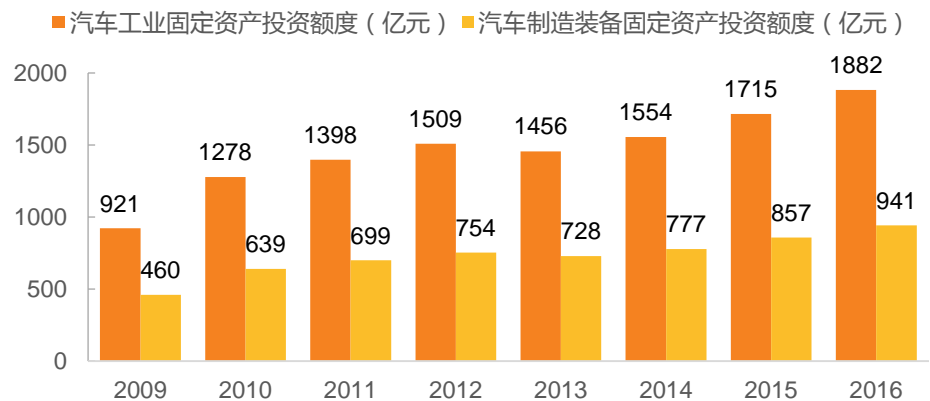
图 22: 国内汽车保有量 (亿辆)



资料来源: 公安部 天风证券研究所

固定资产投资稳步上升。未来，随着我国城镇化进程在加快、居民购买力不断提升、我国汽车普及率较低、中西部新增购车和东部汽车更新换代需求凸显、新能源汽车的蓬勃发展进一步带动汽车产业的发展和升级等因素驱动，汽车工业固定资产投资将保持持续增长。受益汽车销量每年稳步攀升，汽车工业固定资产投资额逐年上升，2016 年投资额度达 1882 亿元。其中汽车制造装备固定投资额 2016 年达 941 亿元，投资额度处于稳步向上状态中。

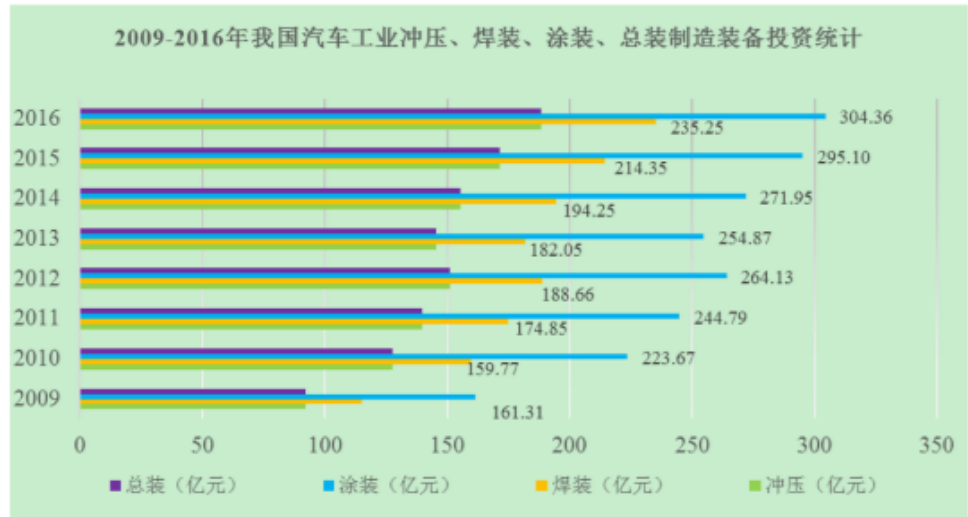
图 23 汽车工业固定资产投资额



资料来源: 中国产业信息网 天风证券研究所

涂装是汽车产线投资中占比最大项目。根据汽车整车制造四大工艺，汽车整车制造装备可分为冲压自动化生产线、车身焊接和装配自动化生产线、涂喷自动化生产线和整车装配自动化生产线四大生产线。按工艺划分，汽车智能制造装备包括冲压、焊装、涂装、总装四大类，各自的投入占比一般为 20%、25%、35%、20%，汽车工业固定资产投资的增长给冲压、焊装、涂装、总装智能制造装备带来了巨大的市场需求。

图 24: 四大工艺装备投资统计



资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

国内新增产线需求稳定。根据国家统计局，2016年我国汽车产量2812万量为基数，我们预测2017-2020年我国汽车产量增速分别为8%、7.5%、7%和6.5%，截止2020年我国汽车产量达3720万辆；假设一条汽车生产线平均产量为10万辆，产线应用周期为5年，每年有20%的产线需要更新，我们可大致预测出2020年我国累计改造和新增汽车生产线数量达97条。

表 2: 我国新增及改造汽车生产线预测

规划项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
汽车年产量 (万辆)	2450	2812	3037	3265	3493	3720
汽车新增产能 (万辆)		362	225	228	229	227
新增汽车生产线条数 (条)		36	22	23	23	23
改造汽车生产线条数 (条)		56	61	65	70	74
合计生产线条数 (条)		92	83	88	93	97

资料来源：中国汽车工业协会 中国汽车网 天风证券研究所

3.3. 伴随新能源汽车渗透率上升，带动汽车产线更替需求

新能源汽车销量飞速增长。当前我国的新能源汽车发展主要由政策扶持，得到了飞速的发展。2016年，我国新能源汽车销量为50.7万辆，同比增长53%。2017年12月，新能源汽车当月销量16.3万辆，同比增长56.8%。其中，新能源乘用车销量为9.8万辆，比上年同期增长131%。

图 25: 新能源汽车 12 月销量 16.3 万辆，同比增速 56.8%

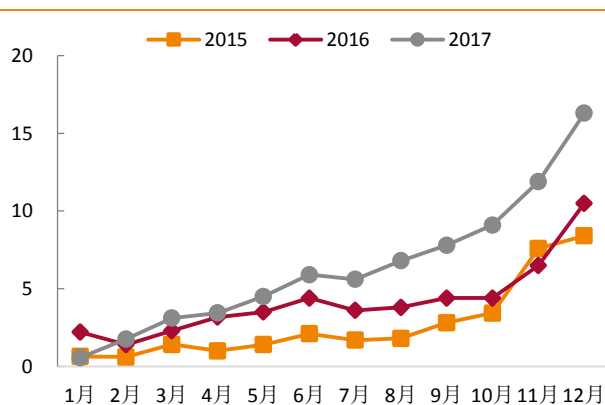
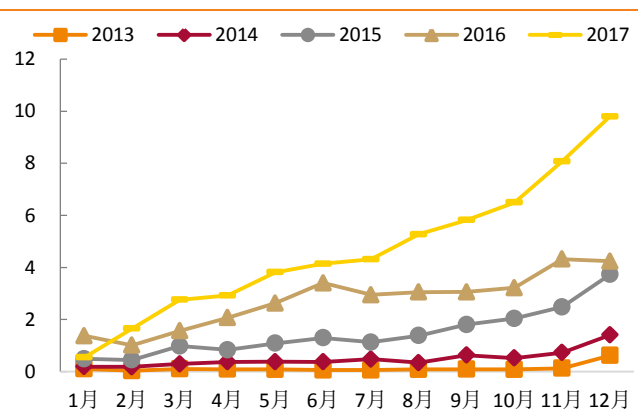


图 26: 新能源乘用车 12 月销量 9.8 万辆，同比增速 131%

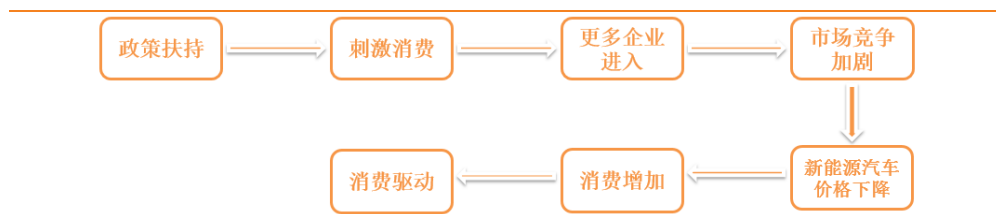


资料来源：中汽协，天风证券研究所

资料来源：乘联会，天风证券研究所

新能源汽车补贴政策逐年下降，我们认为新能源汽车行业将逐渐由政策驱动转变为需求驱动。根据尼尔森联合中国汽车工业协会联合发布的《中国汽车消费者白皮书》显示我国新能源汽车行业还处于个人消费的起步阶段，消费者在购买新能源汽车时的主要出发点还是基于政策扶持与购买新能源汽车的补贴政策。

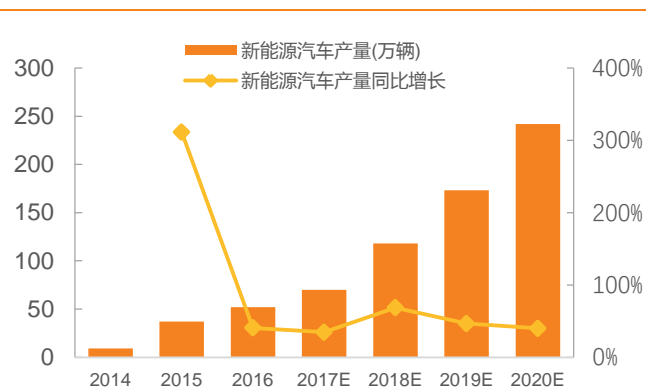
图 27：新能源汽车消费终将由政策驱动转变为消费驱动



资料来源：天风证券研究所综合整理

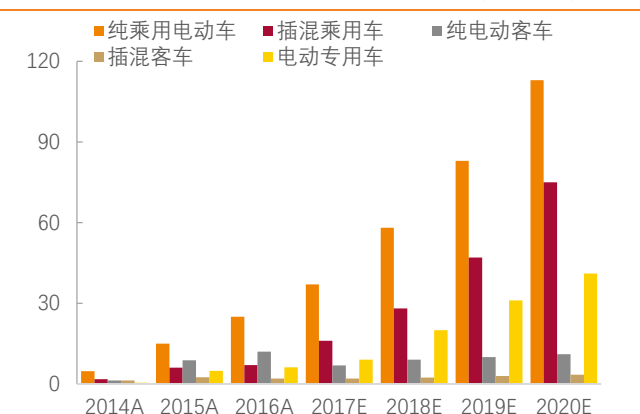
新能源汽车车型增加，带动产线更替。根据国务院发布的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到 2020 年，我国将形成新能源汽车 200 万辆的年产量规模，平均年复合增长率达到 41%，市场前景广阔，同时根据天风证券汽车行业研究团队的测算，预计 2020 年我国新能源汽车产量将达到 242 万辆，CAGR 达到 46.88%；2020 年新能源汽车车型将达 244 款，较 2016 年 55 款增加 189 款。

图 28：2014-2020 年我国新能源汽车产量 (单位：万辆)



资料来源：节新网，天风证券研究所汽车行业研究团队

图 29：纯乘用车成为新能源车销量主力车型 (单位：款)



资料来源：节新网，天风证券研究所汽车行业研究团队

汽车电动化的大趋势较为确定，白车身自动化生产线改造需求确定。从 2015 年至 2017 年上半年，国内共有 202 个新能源汽车整车生产项目落地，已公开的产能规划超 2000 万辆。近几年各大厂商都在积极布局新能源汽车，车企早已把发展新能源列入自己企业的既定战略，因为白车身焊接设备及总装设备需要与车身及构造匹配，所以随着新能源汽车外形和构造的变化，生产线改造需求确定。

4. 盈利预测与估值

我们与市场的观点不同：市场认为无人仓储和物流智能系统仍处于研发和探索的初期阶段，对智能仓储的需求仍较少。我们认为，目前传统的物流系统已无法满足物流行业的巨大流量，智能仓储技术经过多年的技术积淀已经成熟，渗透率快速上升的时点已至。

根据我们测算，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 0.39 亿、0.93 亿、1.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.28 元、0.57 元、0.74 元。我们选取物流自动化设备生产商，机器人、今天国际，五洋停车，和汽车生产线厂商，天奇股份、华昌达、科大智能作为可比公司对其进行分部估值。

表 3：可比上市公司估值情况（股价为 2018 年 2 月 2 日收盘价，Wind 一致预测）

所处行业	上市公司	代码	股价	EPS (元)			PE (倍)		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
物流自动化	机器人	300024	18.60	0.26	0.30	0.37	81.07	62.10	50.68
	今天国际	300532	21.40	0.78	0.64	0.90	68.89	33.48	23.81
	五洋停车	300420	6.36	0.30	0.24	0.39	108.24	26.19	16.21
汽车产线	天奇股份	000039	14.89	0.28	0.39	0.67	47.00	38.34	22.27
	华昌达	300278	17.12	0.21	0.28	0.37	129.01	60.71	46.45
	科大智能	300222	19.26	0.43	0.47	0.62	66.65	40.99	31.27

资料来源：Wind 天风证券研究所

我们拆分了上市公司盈利情况，分为本部东杰智能和子公司常州海登。

伴随物流自动化与智能化的普及，根据行业平均增速为 25%，我们假定东杰智能的净利润增速 2018 年将达 20%，2019 年增速将达 25%。根据公司公布的盈利预测，2017 年净利润在 0.39 亿元，预计 2018-2019 年在归属母公司净利润达 0.47 亿和 0.62 亿元。近期收购的子公司海登承诺 2018-2019 年实现净利润分别为 0.46 亿和 0.6 亿元。我们保守估计海登 2018-2019 年实现净利润分别为 0.46 亿和 0.6 亿元。

按此计算上市公司 2018-2019 年净利润分别为 **0.93 亿和 1.22 亿元**。根据选择的可比公司 2018 年 Wind 给出的平均市盈率 32，因为上市公司为物流行业内领军企业，拥有核心技术储备，我们给予上市公司估值 37 倍，对应市值为 **34.4 亿元**。目前海登并入上市公司已获得证监会批准，不存在不确定性；并入上市公司后，上市公司总股本将达 1.64 亿股，市值对应每股价格 21 元，给予“买入”评级。

股价催化剂：新能源汽车更新带来的产线更替更新需求，国内电子商务与网购需求带动物流需求持续高速增长。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	194.91	150.92	46.95	82.16	1,051.81
应收账款	279.20	228.00	424.08	717.06	766.42
预付账款	9.90	15.76	46.18	60.80	78.28
存货	185.59	263.20	480.17	589.65	50.10
其他	30.83	31.31	58.57	93.44	100.88
流动资产合计	700.43	689.20	1,055.95	1,543.11	2,047.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	171.66	163.32	188.93	210.46	221.35
在建工程	4.25	59.98	53.99	50.39	36.24
无形资产	57.99	56.88	55.36	53.83	52.31
其他	11.61	76.21	38.71	42.05	51.92
非流动资产合计	245.51	356.39	336.98	356.74	361.81
资产总计	945.95	1,045.59	1,392.93	1,899.85	2,409.30
短期借款	0.00	0.00	207.66	183.80	0.00
应付账款	90.79	141.06	133.54	230.19	910.23
其他	159.36	269.39	272.81	651.35	542.97
流动负债合计	250.15	410.46	614.01	1,065.35	1,453.20
长期借款	0.00	0.00	62.32	0.50	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.74	8.48	9.16	8.79	8.81
非流动负债合计	8.74	8.48	71.48	9.29	8.81
负债合计	258.88	418.94	685.49	1,074.65	1,462.01
少数股东权益	0.00	1.78	1.78	1.78	1.78
股本	138.86	141.38	140.28	164.14	164.14
资本公积	281.18	323.78	323.78	323.78	323.78
留存收益	548.20	526.20	565.37	659.29	781.37
其他	(281.18)	(366.49)	(323.78)	(323.78)	(323.78)
股东权益合计	687.06	626.65	707.44	825.21	947.29
负债和股东权益总	945.95	1,045.59	1,392.93	1,899.85	2,409.30

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36.33	(49.67)	39.17	93.91	122.08
折旧摊销	9.31	11.72	11.90	13.58	14.79
财务费用	0.01	0.64	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	(0.08)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(106.90)	9.07	(436.61)	19.54	1,027.05
其它	(10.20)	65.93	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(71.45)	37.62	(385.53)	127.04	1,163.93
资本支出	117.50	58.14	29.32	30.37	9.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(213.63)	(165.75)	(59.35)	(60.38)	(19.96)
投资活动现金流	(96.13)	(107.61)	(30.04)	(30.01)	(9.98)
债权融资	0.00	0.00	269.98	184.31	0.00
股权融资	270.60	3.93	41.61	23.86	0.00
其他	6.70	25.63	0.00	(269.98)	(184.31)
筹资活动现金流	277.30	29.56	311.60	(61.82)	(184.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	109.72	(40.42)	(103.97)	35.21	969.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	365.65	198.94	586.87	1,027.03	1,335.13
营业成本	262.32	168.69	446.02	770.27	1,001.35
营业税金及附加	2.84	3.54	8.80	10.27	13.35
营业费用	15.37	21.87	29.34	39.44	51.27
管理费用	50.76	61.28	58.69	102.70	133.51
财务费用	1.41	(1.52)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	6.14	17.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
其他	(0.00)	(0.16)	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.81	(72.55)	44.02	104.35	135.65
营业外收入	14.39	14.25	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.35	0.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.85	(58.35)	44.02	104.35	135.65
所得税	4.52	(8.68)	4.84	10.43	13.56
净利润	36.33	(49.67)	39.17	93.91	122.08
少数股东损益	0.00	(0.62)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	36.33	(49.05)	39.17	93.91	122.08
每股收益(元)	0.26	(0.35)	0.28	0.57	0.74

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-7.69%	-45.59%	195.00%	75.00%	30.00%
营业利润	-56.13%	-370.58%	-160.67%	137.07%	30.00%
归属于母公司净利润	-32.86%	-235.02%	-179.87%	139.73%	30.00%
获利能力					
毛利率	28.26%	15.20%	24.00%	25.00%	25.00%
净利率	9.94%	-24.66%	6.68%	9.14%	9.14%
ROE	5.29%	-7.85%	5.55%	11.40%	12.91%
ROIC	9.43%	-13.12%	9.81%	10.53%	13.79%
偿债能力					
资产负债率	27.37%	40.07%	49.21%	56.56%	60.68%
净负债率	30.80%	10.21%	37.89%	44.66%	85.31%
流动比率	2.80	1.68	1.72	1.45	1.41
速动比率	2.06	1.04	0.94	0.89	1.37
营运能力					
应收账款周转率	1.39	0.78	1.80	1.80	1.80
存货周转率	2.27	0.89	1.58	1.92	4.17
总资产周转率	0.45	0.20	0.48	0.62	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.26	-0.35	0.28	0.57	0.74
每股经营现金流	-0.51	0.27	-2.75	0.91	8.30
每股净资产	4.90	4.45	5.03	5.02	5.76
估值比率					
市盈率	75.30	-55.77	69.83	34.08	26.22
市净率	3.98	4.38	3.88	3.89	3.39
EV/EBITDA	179.59	-55.25	52.25	27.67	13.95
EV/EBIT	238.00	-46.58	66.38	31.27	15.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com