

强烈推荐-A (首次)

先导智能 300450.SZ

目标估值: 49.5-49.5 元

当前股价: 37.9 元

2017年03月08日

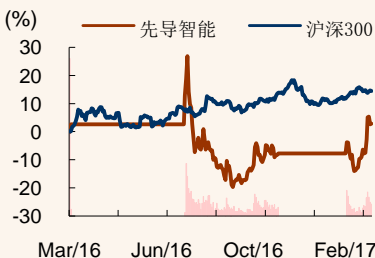
订单饱满, 业绩高增长, 优质锂电设备龙头企业

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	40800
已上市流通股(万股)	16898
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	30.8
资产负债率	60.9%
主要股东	无锡先导投资发展有
主要股东持股比例	40.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	18	-4
相对表现	10	14	-15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《先导智能(300450)一半年业绩符合预期, 公司经营效率不断提升》2016-08-01
- 2、《先导智能(300450): 锂电设备高端制造引领者》2016-02-18
- 3、《先导股份(300450)—2015年中报点评: 锂电设备业务抢眼!》2015-08-16

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

暂不考虑收购泰坦新动力对股本和业绩的增厚, 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.24, 1.81, 2.26。考虑到公司业绩高增长, 参考公司 2017 年业绩和行业 40 倍估值, 目标价 49.5 元, 推荐买入评级。

- **2016 年业绩超出年初预期。** 先导智能 2016 年实现营业收入 10.78 亿元, 同比增长 101.26%; 扣非后归属母公司净利润 2.86 亿元, 同比增长 107.58%。参考公司 2015 年年报对 2016 年业绩的指引(2016 年, 公司销售收入 7.5 亿~10 亿, 利润 2.1 亿~2.6 亿), 2016 年实际经营结果小幅超越去年的预期。同时公司预计 2017 年一季度归母利润将实现 60%~90% 增长, 展望 2017 年全年, 公司将实现 15~20 亿收入规模和 4~6 亿利润规模。
- **财务指标反映公司订单饱满。** 先导智能 2016 年年底存货科目金额同比增长 57%, 预收账款科目金额同比增长 55.7%。享受动力电池市场集中度提升的情况下, 下游客户持续发生的设备采购需求的同时, 先导智能正在不断拓展产品系列, 壮大锂电池设备制造业务, 提高锂电池设备市场占有率。
- **人员扩张迅猛, 产能扩建已提上日程。** 先导智能 2016 年生产人员数量较 2015 年增长 40%, 同时全员人均产值从 2015 年的 14 万/年提升至 2016 年 29 万/年。与此同时, 先导智能将启动新的生产基地建设, 项目投产后预计公司锂电池设备产能可以扩大约 1 倍。
- **收购泰坦新动力, 加速布局锂电生产后端工序。** 泰坦新动力主要产品是锂电化成成分容测试类设备, 主要下游客户有银隆、CATL、北京国能、中航锂电等, 当前在手订单超过 10 亿。根据先导智能收购方案, 公司拟估值 13.5 亿, 收购泰坦新动力 100% 股权, 参考对赌业绩要求, 2017 年泰坦新动力有望实现 1.05 亿以上的业绩。
- **“强烈推荐-A”投资评级。** 暂不考虑收购泰坦新动力对股本和业绩的增厚, 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.24, 1.81, 2.26。考虑到公司业绩高增长, 参考公司 2017 年业绩和行业 40 倍估值, 目标价 49.5 元, 买入评级。
- **风险提示:** 下游需求增速低于预期, 公司产能扩张速度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	536	1079	1830	2905	3965
同比增长	75%	101%	70%	59%	37%
营业利润(百万元)	131	270	517	783	995
同比增长	74%	106%	92%	51%	27%
净利润(百万元)	146	291	507	738	922
同比增长	122%	100%	74%	46%	25%
每股收益(元)	1.07	0.71	1.24	1.81	2.26
PE	35.4	53.2	30.5	21.0	16.8
PB	7.1	16.4	13.3	8.8	6.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

2016 年公司基本经营情况.....	3
先导智能 2017 年将持续保持高增长	5
1: 先导智能当前订单饱满.....	5
2: 产能扩张, 同时产品线不断丰满	5
3: 收购泰坦新动力, 向锂电后处理设备市场布局	6

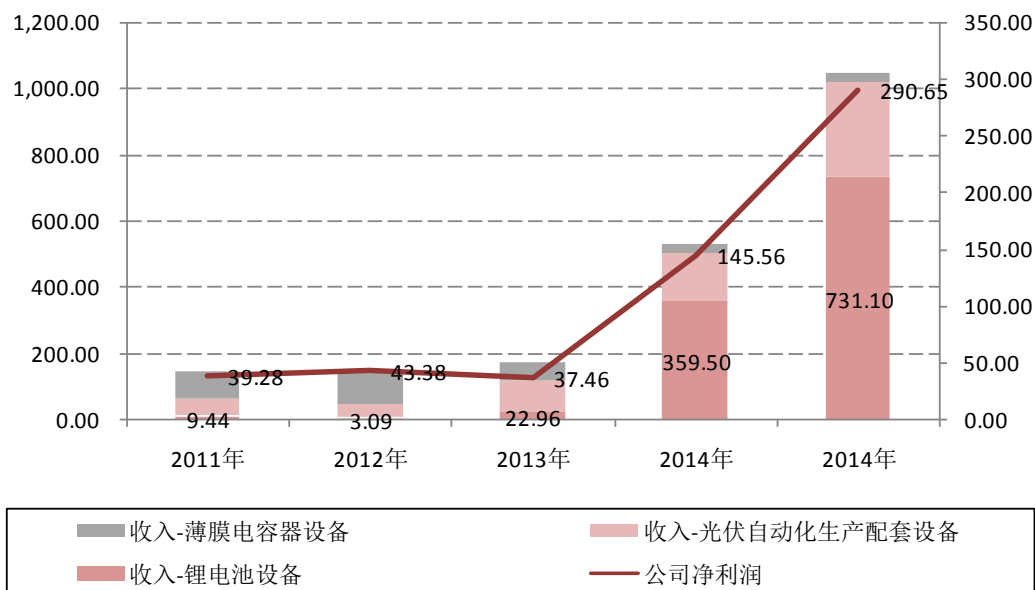
图表目录

图 1: 先导智能 2016 年收入及利润情况	3
图 2: 先导智能历史 PE Band.....	6
图 3: 先导智能历史 PB Band.....	6
表 1: 先导智能年各季度业绩比较	3
表 2: 先导智能 2016 年半年业绩比较.....	4
表 3: 先导智能研发情况.....	4
表 4: 先导智能人员结构情况	4
表 5: 先导智能存货及预收账款情况	5
表 6: 动力电池生产设备各个环节投资金额占比	6
表 7: 泰坦新动力业绩承诺说明.....	6
表 8: 本次收购方案说明.....	6
附: 财务预测表	7

2016 年公司基本经营情况

根据公司 2016 年年报, 先导智能 2016 年实现营业收入 10.78 亿元, 同比增长 101.26%, 归属母公司净利润 2.91 亿元, 同比增长 99.68%, 扣非后归属母公司净利润 2.86 亿元, 同比增长 107.58%。参考公司 2015 年年报对 2016 年业绩的指引 (2016 年, 公司销售收入 7.5 亿~10 亿, 利润 2.1 亿~2.6 亿), 2016 年实际经营结果小幅超越去年的预期。

图 1: 先导智能 2016 年收入及利润情况



资料来源: wind、招商证券

表 1: 先导智能年各季度业绩比较

(百万元)	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	85.38	106.94	86.27	257.52	171.53	219.86	201.48	486.11
营业毛利	36.96	39.64	37.75	116.44	72.87	87.56	89.77	208.96
营业费用	1.55	3.85	3.71	7.65	2.55	5.90	7.76	14.43
管理费用	10.27	18.09	22.45	27.32	21.40	27.78	50.20	42.90
财务费用	-0.25	-0.61	-1.45	-0.74	-0.70	-0.90	-0.73	-1.23
投资收益	0.23	0.50	0.70	2.01	1.89	1.87	0.86	0.56
营业利润	26.22	16.63	10.42	77.28	47.87	46.91	30.01	144.72
所得税	4.18	4.09	3.66	12.76	8.61	8.23	10.24	16.38
归属母公司净利润	24.73	21.50	20.61	78.72	48.65	46.46	57.91	137.63
EPS (元)	0.48	0.32	0.15	0.58	0.12	0.11	0.14	0.34
主要比率								
毛利率	43.3%	37.1%	43.8%	45.2%	42.5%	39.8%	44.6%	43.0%
营业费用率	1.8%	3.6%	4.3%	3.0%	1.5%	2.7%	3.9%	3.0%
管理费用率	12.0%	16.9%	26.0%	10.6%	12.5%	12.6%	24.9%	8.8%
营业利润率	30.7%	15.5%	12.1%	30.0%	27.9%	21.3%	14.9%	29.8%
有效税率	4.9%	3.8%	4.2%	5.0%	5.0%	3.7%	5.1%	3.4%
净利率	29.0%	20.1%	23.9%	30.6%	28.4%	21.1%	28.7%	28.3%
YoY								
收入	721.8%	16.7%	440.8%	36.6%	100.9%	105.6%	133.6%	88.8%
归属母公司净利润	-1404.4%	-12.6%	-699.5%	70.2%	96.7%	116.1%	181.0%	74.8%

资料来源: wind、招商证券

表 2: 先导智能 2016 年半年业绩比较

(百万元)	15H2	16H1	16H2	同比	环比
营业收入	343.79	391.38	687.60	100.0%	75.7%
营业毛利	154.19	160.44	918.54	495.7%	472.5%
营业费用	11.36	8.45	22.19	95.3%	162.7%
管理费用	49.77	49.18	93.10	87.1%	89.3%
财务费用	-2.20	-1.60	-1.96	-10.7%	22.9%
投资收益	2.71	3.77	1.41	-47.9%	-62.5%
营业利润	87.70	94.77	174.73	99.2%	84.4%
所得税	16.43	16.84	26.62	62.1%	58.1%
归属母公司净利润	99.33	95.11	195.54	96.9%	105.6%
EPS (元)	0.88	0.23	0.48	-	-

资料来源: wind、招商证券

人员情况, 先导智能由于产能扩张和新产品开发需要, 公司员工保持持续扩张态势。当前公司研发人员 252 名, 公司研发事业部调整为锂电池事业部、光伏事业部、电容研发事业部、电气研发事业部等, 研发部门架构的重新调整, 对于各个细分业务线的工作开展将更加具体直接, 从而提升公司研发与创新的效率。

表 3: 先导智能研发情况

	2014 年	2015 年	2016 年
研发人员数量 (人)	85	127	252
研发人员数量占比	12.07%	10.14%	13.56%
研发投入金额 (百万元)	19.84	31.02	52.49
研发投入占营业收入比例	6.47%	5.79%	4.86%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 先导智能人员结构情况

项目	2014 年 12 月 31	2015 年 12 月 31	2016 年 12 月 31
生产人员	534	951	1321
销售人员	11	8	11
技术/研发人员	85	127	252
财务人员	4	8	10
管理及后勤人员	70	158	264
生产人员人均产值 (万元/人)	28.79	18.38	40.58
综合人均产值 (万元/人)	21.84	13.96	28.85

资料来源: 公司公告、招商证券

先导智能 2017 年将持续保持高增长

根据公司 2016 年年报展望，2017 年公司的营业收入目标为 15 亿~20 亿，同比增长 40%~85%，利润总额 4 亿~6 亿，同比增长 40%~100%。

1：先导智能当前订单饱满

我们知道，设备生产公司的产品交货周期较长，但是在商务谈判中，关于预付款、交付确认款等有一个行业基本原则。所以对于设备类生产公司，跟踪企业存货及预付款情况，就可以对公司未来一个年度，或者至少半年期的生产情况，做初步判断。

表 5：先导智能存货及预收账款情况

单位：万元	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016H1	2016 年
存货	5,993.06	10,574.33	29,890.69	65,407.40	97,388.27	102,661.69
yoy	-	76.4%	182.7%	118.8%	-	57.0%
其中：原材料	602.15	872.28	1,260.95	1,816.56	2,357.07	1,965.94
在产品	4,739.77	6,900.47	15,091.65	30,475.91	27,910.46	37,562.95
发出商品	642.38	2,801.57	13,538.09	33,114.93	67,120.75	63,132.80
预收账款	1076.03	3411.38	14960.61	49,595.06	45,979.10	77,239.29
yoy	-	217.0%	338.6%	231.5%	-	55.7%

资料来源：wind，招商证券

同比 2015 年年末和环比 2016 年 6 月 30 日公司存货和预收账款情况，可以看到先导智能订单情况持续保持快速上升态势，根据我们与公司的交流，当前公司排产饱满，同时由于产能受限，也正在启动新的产能扩张计划，这对于公司 2017 年业绩持续攀升提供关键驱动力。

2：产能扩张，同时产品线不断丰满

根据公司近期公告，先导智能将启动位于无锡市国家高新技术产业开发区新洲路 18 号的动力锂电池设备生产基地建设项目（一期）建设，经初步计算，该项目一期投资金额约为 3 亿元。项目投产后预计公司锂电池设备产能可以扩大大约 1 倍，将支撑起公司未来的发展增速，进而提升公司高端锂电设备的市占率。

先导智能下游客户优质，包括 ATL、力神、三星等国内外一线电池生产企业。随着下游市场集中度提升，核心客户产能扩张和设备采购的需求会持续发生。

另外，当前公司核心产品，如卷绕机、极片分切机等锂电池设备产品已经趋于成熟稳健，公司在销售方面将加大市场持续不断的推广。与此同时，未来公司会继续开发电极涂布机、化成测试机、多功能组合机等其他锂电池设备，壮大锂电池设备制造业务，提高锂电池设备市场占有率。

表 6: 动力电池生产设备各个环节投资金额占比

	大东南	横店东磁	先导智能业务状况
前端生产环节	38.8%	23.3%	-
其中: 涂覆设备	20.6%	11.3%	正在开发相关设备
卷绕设备	8.6%	11.4%	产品成熟
装备设备	18.2%	33.1%	能够实现相关设备制造
后处理设备	0.1%	15.9%	正在开发相关设备, 外延布局
辅助设备	13.7%	4.9%	-

资料来源: 公司公告、招商证券

3: 收购泰坦新动力, 向锂电后处理设备市场布局

根据公开资料, 泰坦新动力主要产品是锂电化成分容测试类设备, 为锂电生产环节的后处理设备。主要下游客户有银隆、CATL、北京国能、中航锂电等, 截止 2016 年 12 月 31 日在手订单约 11.19 亿。根据双方约定, 2017 年泰坦新动力目标实现 1.05 亿的净利润规模。

表 7: 泰坦新动力业绩承诺说明

单位: 万元	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
业绩承诺	5,000	10,500	12,500	14,500

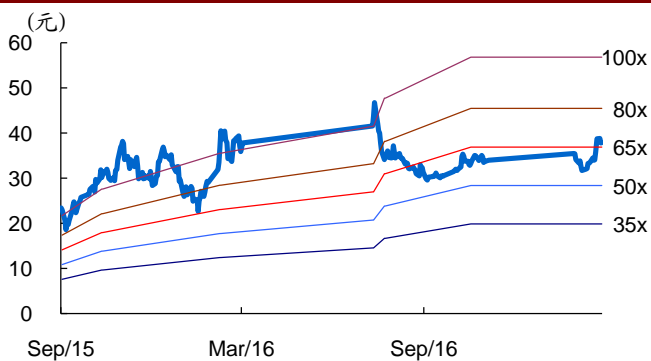
资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 本次收购方案说明

项目	数据
泰坦新动力估值 (亿元)	13.5
其中: 发行股份收购 (亿元)	74,250
现金方式交易 (亿元)	60,750
发行股份 (万股)	4,013
其中: 股权收购 (万股)	2,185
配套融资 (万股)	1,828
发行价格 (元/股)	33.98

资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 先导智能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 先导智能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1508	2086	3300	5385	7685
现金	300	213	272	512	901
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	109	366	458	726	991
应收款项	144	186	284	452	616
其它应收款	3	4	7	12	16
存货	654	1027	1785	2901	4090
其他	299	291	493	783	1070
非流动资产	208	330	333	334	336
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	159	184	189	194	199
无形资产	33	107	105	104	102
其他	16	39	38	36	34
资产总计	1717	2416	3633	5719	8021
流动负债	983	1466	2462	3963	5564
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	245	286	488	793	1118
预收账款	496	772	1319	2143	3022
其他	242	408	655	1027	1424
长期负债	6	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	5	5	5	5
负债合计	988	1472	2468	3969	5569
股本	136	408	408	408	408
资本公积金	355	83	83	83	83
留存收益	237	453	674	1260	1961
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	728	944	1165	1751	2452
负债及权益合计	1717	2416	3633	5719	8021

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	217	105	362	410	629
净利润	146	291	507	738	922
折旧摊销	11	19	20	20	20
财务费用	0	0	(2)	1	2
投资收益	(3)	30	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	64	(229)	(175)	(371)	(338)
其它	0	(5)	17	27	27
投资活动现金流	(353)	(134)	(23)	(22)	(22)
资本支出	(69)	(121)	(21)	(21)	(21)
其他投资	(285)	(13)	(2)	(1)	(1)
筹资活动现金流	263	(75)	(279)	(148)	(218)
借款变动	(52)	(2)	0	0	0
普通股增加	85	272	0	0	0
资本公积增加	244	(272)	0	0	0
股利分配	(26)	(82)	(286)	(152)	(221)
其他	12	8	7	4	4
现金净增加额	127	(104)	60	240	389

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	536	1079	1830	2905	3965
营业成本	305	620	1059	1720	2425
营业税金及附加	6	11	18	29	40
营业费用	17	31	46	73	99
管理费用	78	142	183	290	397
财务费用	(3)	(4)	(2)	1	2
资产减值损失	6	14	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	5	5
营业利润	131	270	517	783	995
营业外收入	40	101	101	101	101
营业外支出	0	37	37	37	37
利润总额	170	334	582	847	1060
所得税	25	43	75	110	137
净利润	146	291	507	738	922
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	146	291	507	738	922
EPS (元)	1.07	0.71	1.24	1.81	2.26

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	75%	101%	70%	59%	37%
营业利润	74%	106%	92%	51%	27%
净利润	122%	100%	74%	46%	25%
获利能力					
毛利率	43.0%	42.6%	42.2%	40.8%	38.9%
净利率	27.2%	26.9%	27.7%	25.4%	23.3%
ROE	20.0%	30.8%	43.5%	42.1%	37.6%
ROIC	14.9%	24.4%	38.5%	38.9%	35.4%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	60.9%	67.9%	69.4%	69.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
应收帐款周转率	4.5	6.5	7.8	7.9	7.4
应付帐款周转率	1.7	2.3	2.7	2.7	2.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.07	0.71	1.24	1.81	2.26
每股经营现金	1.60	0.26	0.89	1.00	1.54
每股净资产	5.35	2.31	2.86	4.29	6.01
每股股利	0.60	0.70	0.37	0.54	0.68
估值比率					
PE	35.4	53.2	30.5	21.0	16.8
PB	7.1	16.4	13.3	8.8	6.3
EV/EBITDA	114.3	55.5	28.9	19.3	15.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。