

2017年05月31日

公司研究

评级：买入（维持）

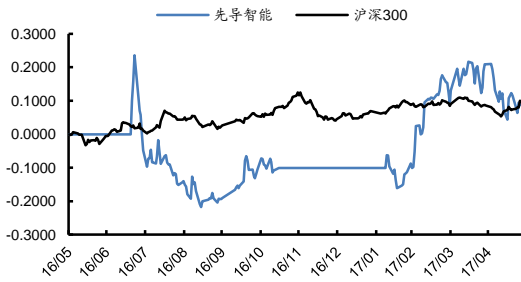
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
联系人： 边文媛 S0350116100011  
0755-25332057 bianwj@ghzq.com.cn

## 国内锂电设备龙头，业绩高增长可期

### ——先导智能（300450）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
先导智能	-10.2	19.0	8.6
沪深300	1.2	0.8	9.8

市场数据 2017-05-26

当前价格（元）	40.95
52周价格区间（元）	29.28 - 47.42
总市值（百万）	16707.60
流通市值（百万）	6919.87
总股本（万股）	40800.00
流通股（万股）	16898.34
日均成交额（百万）	194.03
近一月换手（%）	51.03

相关报告

《先导股份(300450): 业绩超预期, 锂电设备行业龙头地位显著 (买入)\*机械行业\*谭倩》——2015-10-27

《先导股份 (300450): 中报业绩符合预期, 锂电池设备业绩高弹性可期 (买入)\*机械行业\*谭倩》——2015-08-17

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 投资要点:

- **公司锂电设备产品定位高端，是进口替代的直接受益者。**锂电设备按照生产流程可分为前端、中端和后端。从价值量来看，在一条生产线上这三个流程的占比分别为40%、30%、30%，其中前端的涂布机、中端的卷绕机等高端设备因为技术壁垒较高，国产化率仅为40-50%左右。公司核心产品是自动卷绕机，目前产品性能可以比肩日韩。而同等产品下，公司的价格相比进口的便宜10%，且由于本地配套的优势能及时响应客户需求给予服务，因而性价比相比进口设备高，公司将成为锂电设备进口替代的直接受益者。
- **国内锂电设备行业分化，公司绑定电池龙头将持续高增长。**从今年开始，国内动力电池行业已经出现分化，我们预计今明两年电池行业将经历一轮洗牌，技术不达标的电池厂将陆续被淘汰，而龙头电池厂的市场份额将进一步提升。相应的，锂电设备行业也将出现分化，原因在于：首先，设备的性能影响电池的品质，龙头设备厂更能满足电池厂提升性能的需求。其次，动力锂电设备具备“定制化”的特点，电池厂为了保持生产系统的连续性和稳定性，不会轻易更换供应商，那么绑定优质客户才能跟随行业成长。最后，龙头设备厂的产品具备技术溢价，因而未来降价幅度小。公司是CATL，比亚迪，珠海银隆，中航锂电，亿纬锂能等动力电池龙头的核心设备供应商，并且成为松下在国内的唯一设备供应商。其中，CATL是公司的第一大客户，其占公司锂电设备的业务占比达到50%。
- **公司业绩增长迅猛，产能扩张巩固龙头地位。**公司2016年实现营收10.3亿元，净利润2.9亿元，超过2015年年报业绩目标。其中，锂电设备收入7.3亿，同比增长103%。公司2016年锂电设备毛利率达40%，因为产品存在技术溢价，我们预计未来价格下降空间不大，因而预计毛利率降保持稳定。公司预计2017年将实现15-20亿收入，4-6亿净利润，我们认为，公司完成业绩目标问题不大，因为公司2016年底在手订单达到20亿，大概率在2017年能确认收入。公司将启动扩产项目，一期投资金额约为3亿元，项目投产后预计公司产能可以扩大约1倍，公司的龙头地位将得到巩固。
- **收购泰坦新能源布局后端设备，协同效应显著。**公司拟以13.5亿收购泰坦新能源，其中以现金支付交易对价60,750万元，同时以发行股份的方式支付交易对价74,250万元。泰坦承诺17-19年承诺净利润分别不低于10,500万元、12,500万元和14,500万元。泰坦作为

锂电池芯及模组测试设备龙头，在电池分容检测方面的市场份额在30%左右，客户涵盖CATL、银隆、国能等客户。泰坦目前在手订单11亿元，2016年的财务报表披露毛利率超过50%，净利率超过30%。若先导收购泰坦成功，一方面可以增厚公司盈利，另一方面发挥协同效应，使得在单个客户的价值提升，同时也能使得泰坦在单个客户的供货比例提升。

- 我们看好公司作为锂电设备龙头，受益于下游动力电池客户集中度提升以及扩产，同时，收购泰坦产生协同效应，增强盈利能力，未来业绩高增长可期。假设不考虑收购泰坦对股本摊薄及公司业绩的影响，预计2017-2019年EPS分别为1.28, 1.77, 2.38，维持“买入”评级。
- 风险提示：动力电池扩产不达预期；公司市场份额被其他竞争对手抢占；公司收购泰坦新能源的实施进度以及泰坦承诺业绩完成的不确定性

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1079	2160	3176	4312
增长率(%)	101%	100%	47%	36%
净利润(百万元)	291	523	724	971
增长率(%)	100%	80%	38%	34%
摊薄每股收益(元)	0.71	1.28	1.77	2.38
ROE(%)	30.79%	35.78%	33.23%	30.93%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 先导智能盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

2017-05-2									
证券代码:	300450.SZ		股价:	40.95	投资评级:	买入	日期:	6	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	31%	36%	33%	31%	EPS	0.71	1.28	1.77	2.38
毛利率	43%	39%	38%	38%	BVPS	2.31	3.58	5.34	7.69
期间费率	17%	17%	14%	13%	<b>估值</b>				
销售净利率	27%	24%	23%	23%	P/E	57.48	31.94	23.09	17.21
<b>成长能力</b>					P/B	17.70	11.43	7.67	5.32
收入增长率	101%	100%	47%	36%	P/S	15.48	7.73	5.26	3.87
利润增长率	100%	80%	38%	34%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.45	0.49	0.48	0.47	营业收入	1079	2160	3176	4312
应收账款周转率	1.94	2.43	2.43	2.43	营业成本	620	1314	1956	2680
存货周转率	0.60	0.60	0.60	0.60	营业税金及附加	11	23	34	46
<b>偿债能力</b>					销售费用	31	52	74	96
资产负债率	61%	67%	67%	65%	管理费用	142	229	308	379
流动比	1.42	1.34	1.37	1.44	财务费用	(4)	(4)	(4)	(5)
速动比	0.72	0.59	0.61	0.68	其他费用/(-收入)	(9)	(25)	(37)	(50)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	270	521	772	1066
现金及现金等价物	213	296	512	1088	营业外净收支	65	80	60	50
应收款项	556	888	1306	1773	利润总额	334	601	832	1116
存货净额	1027	2215	3296	4515	所得税费用	43	78	108	145
其他流动资产	291	582	855	1161	净利润	291	523	724	971
<b>流动资产合计</b>	<b>2086</b>	<b>3980</b>	<b>5969</b>	<b>8537</b>	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	184	165	299	419	归属于母公司净利润	291	523	724	971
在建工程	17	167	167	17	<b>现金流量表 (百万元)</b>				
无形资产及其他	107	107	96	86	<b>经营活动现金流</b>	<b>105</b>	<b>249</b>	<b>374</b>	<b>585</b>
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	291	523	724	971
<b>资产总计</b>	<b>2416</b>	<b>4442</b>	<b>6553</b>	<b>9081</b>	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	17	29	27	40
应付款项	635	1369	2037	2791	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	772	1546	2273	3087	营运资金变动	(203)	(3320)	(3167)	(3560)
其他流动负债	60	60	60	60	<b>投资活动现金流</b>	<b>(134)</b>	<b>(132)</b>	<b>(133)</b>	<b>30</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1466</b>	<b>2975</b>	<b>4370</b>	<b>5937</b>	资本支出	(41)	(132)	(133)	30
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	其他	(93)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>112</b>	<b>(5)</b>	<b>(7)</b>	<b>(10)</b>
<b>负债合计</b>	<b>1472</b>	<b>2980</b>	<b>4375</b>	<b>5942</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	408	408	408	408	权益融资	0	0	0	0
股东权益	944	1462	2178	3139	其它	112	(5)	(7)	(10)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2416</b>	<b>4442</b>	<b>6553</b>	<b>9081</b>	现金净增加额	83	112	233	605

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。