



买入

22% ↑

目标价格:人民币 76.00

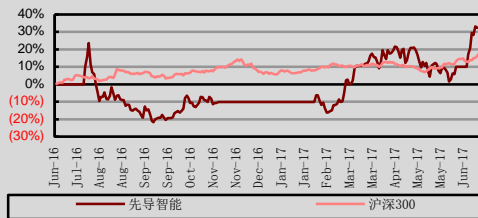
300450.CH

价格:人民币 62.33

目标价格基础:30倍 18年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	83.9	5.0	50.7	81.2
相对深证成指	81.6	5.7	43.9	80.9

发行股数(百万)	408
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	10,533
3个月日均交易额(人民币 百万)	340
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
无锡先导投资发展有限公司	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年8月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 通用机械

杨绍辉*

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

*陈祥为本报告重要贡献者

先导智能

中报利润增长88%符合预期, 预收款大增表明订单充盈

先导智能中报显示上半年实现收入6.2亿元, 同比增长59%, 净利润同比增长88%, 业绩符合预期。我们参考预收账款和存货等数据, 估计公司在手订单30-40亿元, 订单充裕。从在手订单和即将要招标的下游客户需求来看, 今明两年还能保持高速增长。我们预测17/18年公司有望实现净利润5.7/9.7亿元, 考虑正在收购泰坦新动力之后的备考利润为6.7/10.9亿元, 给予公司对应18年净利润的市盈率30倍估值, 维持目标价76.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 预收账款和存货增加, 显示在手订单充裕。据推算, 公司目前在手订单维持在30-40亿元之间, 十分充裕, 且短期大订单招标有望持续。据我们产业调研, CATL、比亚迪、银隆、亿纬锂能等都有大规模电池产能扩张规划, 中小电池厂家扩产意愿也十分强烈。公司在21700电池布局浪潮中, 有望占得技术领先优势, 提高市场占有率。
- 产能完全释放后产值可做到40-50亿元。市场担心的是公司产能不能及时释放影响收入确认进度。我们认为: (1) 目前公司自己产能和租用场地1:1, 最高的单月产值做到了3亿元。(2) 公司新的基地下半年投产, 据测算产值15亿元明年产能爬坡。(3) 加班加点, 产能弹性在1/3左右。
- 收购泰坦新动力进展顺利, 协同效应明显。收购标的泰坦公司已经获得证监会批复, 年内收购事宜有望完成。泰坦与公司的协同作用明显, 体现为客户协同和产品技术协同。收购后, 公司将由锂电生产线中段设备切入至后段, 覆盖产品线50%的设备。泰坦公司目前在手订单在20亿元左右, 17年上半年实现净利润6,000-7,000万, 17-18年有望实现净利润分别为1亿元和1.2亿元。

评级面临的主要风险

- 新能源电池扩产缓慢, 公司新产品市场推广

估值

- 我们预测17、18年公司有望实现净利润5.7、9.7亿元, 考虑正在收购泰坦新动力之后的备考利润为6.7、10.9亿元, 给予公司对应18年净利润的市盈率30倍估值, 维持目标价76.00元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	536	1,079	1,889	3,483	5,163
变动(%)	75	101	75	84	47
净利润(人民币 百万)	146	291	566	965	1,394
全面摊薄每股收益(人民币)	1.070	0.712	1.386	2.415	3.417
变动(%)	(16.7)	(33.4)	94.6	74.3	41.5
全面摊薄市盈率(倍)	58.2	87.5	45.0	25.8	18.2
价格/每股现金流量(倍)	39.1	241.7	35.0	58.4	13.3
每股现金流量(人民币)	1.60	0.26	1.78	1.07	4.69
企业价值/息税折旧前利润(倍)	187.5	90.7	47.5	25.3	16.0
每股股息(人民币)	0.650	0.078	0.416	0.725	1.025
股息率(%)	1.0	0.1	0.7	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

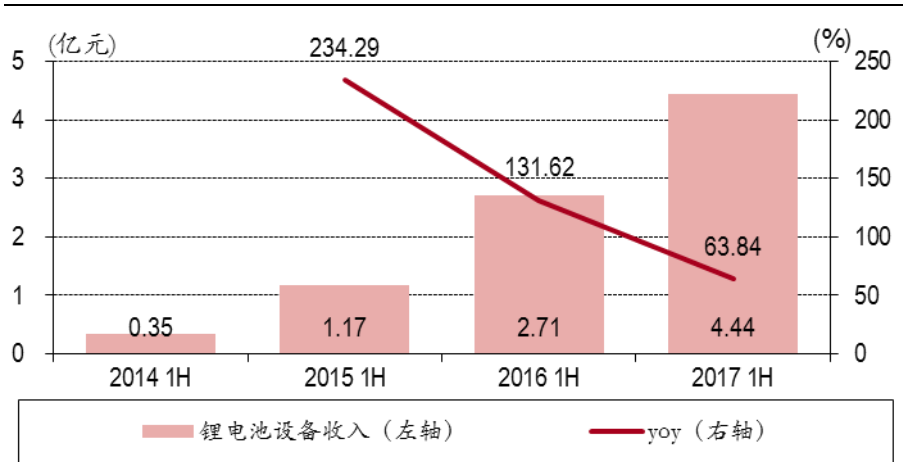
图表 1. 半年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 中报	2016 中报	2017 中报	同比增速(%)
营业收入	192.32	391.38	622.63	59.08
营业成本	115.73	230.95	344.91	49.35
销售费用	5.40	8.45	16.38	93.97
管理费用	28.36	49.18	82.73	68.21
财务费用	(0.86)	(1.60)	(0.89)	(44.12)
资产减值损失	(0.14)	8.19	3.13	(61.77)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.72	3.77	2.89	(23.21)
营业利润	42.85	94.77	191.27	101.81
营业外收入	11.72	17.19	19.20	11.69
营业外支出	0.07	0.01	0.40	2,842.34
利润总额	54.50	111.95	210.07	87.64
所得税	8.27	16.84	31.08	84.57
净利润	46.23	95.11	178.98	88.19
归母净利润	46.23	95.11	178.98	88.19
现金流量净额	24.67	(25.75)	351.35	(14.64)
主要指标 (%)				
毛利率	39.83	40.99	44.60	增加 3.61 个百分点
净利润	24.04	24.30	28.75	增加 4.45 个百分点

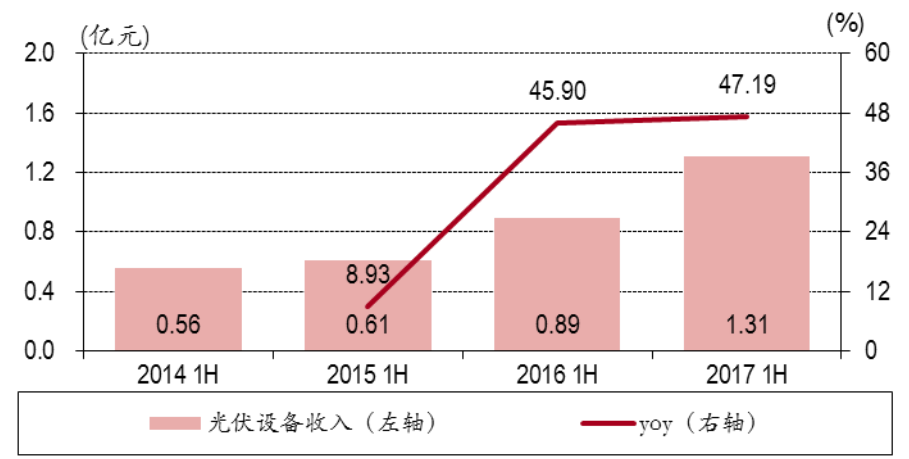
资料来源: 公司公告, 万得数据

中报业绩符合预期

收入与利润呈高增长, 总体上符合我们预期。主营业务中, 锂电设备业务收入 4.44 亿元, 同比增长 64%, 毛利率 42.55%, 较上年同期提高 5 个百分点, 光伏设备业务收入 1.31 亿元, 同比增长 48%, 毛利率 47.41%, 较上年同期下滑 1.2 个百分点。

图表 2. 1H2017 锂电设备业务收入同比增长 64%


资料来源: 公司公告, 中银证券

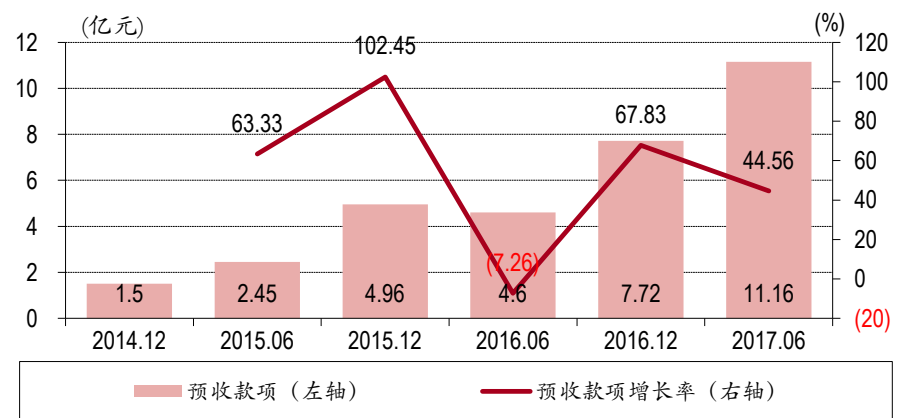
图表 3. 1H2017 光伏设备业务收入同比增长 47%


资料来源：公司公告，中银证券

预收账款大增，在手订单充裕

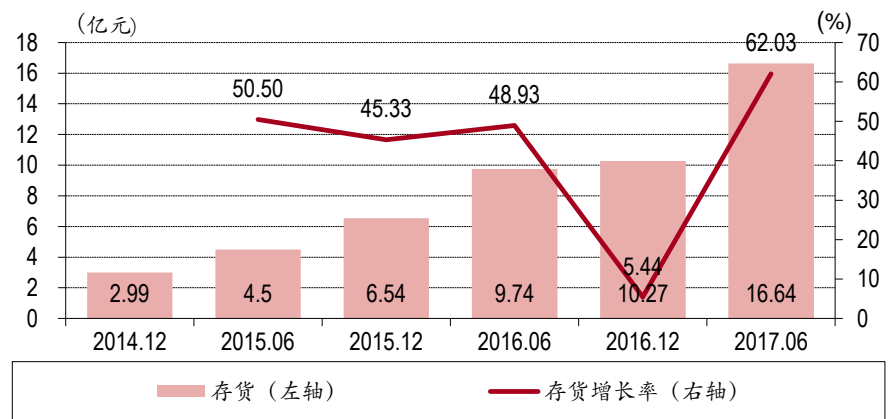
上半年末先导预收账款 11.16 亿元，较年初增加了 44%，较去年上半年末增加了 143%，主要体现了公司十分充裕的在手订单。

因高企的预收款，上半年公司经营净现金流量 3.51 亿元，为公司经营提供了充裕的现金流。

图表 4. 公司预收款项较年初上涨 44%


资料来源：公司公告，中银证券

公司上半年末存货 16.61 亿元，较年初增长 62%，主要包含已发货尚未确认收入的产成品和在产品，其中产成品 10.58 亿元，在产品 5.83 亿元。公司的一季度存货周转率为 0.12，半年度存货周转率为 0.26，周转率略有加快，主要由于下游产能扩张的明显需求，公司产品交付速度加快。

图表 5. 公司存货大幅增长


资料来源：公司公告，中银证券

受下游产能扩充和技术升级的双重需求刺激，设备厂商在未来3-5年仍能保持高速增长态势

主要依据包括：（1）国家对新能源行业的大力支持，新能源产业的投资增速明显；（2）国际知名车企纷纷加入新能源领域，如沃尔沃宣布2019年开始推出的所有新车型都将是纯电动或混合动力车；戴姆勒（奔驰）与北汽签订新的框架协议，建立纯电动车生产基地及动力电池工厂，生产梅德赛斯-奔驰品牌的纯电动车产品，同时开展动力电池的本土生产和研发，其所生产出来的产品将采用国产电芯。

国内电池厂家加速布局21700，公司有望受益并提升卷绕机市占率

目前特斯拉—松下掀起21700电池热，国内各大电池厂商包括比克电池、猛狮新能源、远东福斯特、天鹏电源、亿纬锂能、苏州力神等纷纷布局21700电池产能计划。

公司21700卷绕设备具有较强优势，在关键性能上已经超越竞争对手CKD、KAIDO及KOEM等日韩企业。同时在苏州力神21700产线投产仪式上，公司凭借21700卷绕机荣获“优秀设备供应商”，公司产品优势体现在：

1. 公司21700卷绕机最初是和松下合作研发，研发之初就按照特斯拉的标准设计，相比其他企业已占得先机；
2. 兼容性更好：公司生产的21700设备可以兼容双极耳、三极耳18650电池，反之则无法适用；
3. 精度更高，安全性更好：公司卷绕机设备精度最高可以达到30ppm，比国外产品高，在安全性提升方面，公司产品已增加20余项保障措施；
4. 售后反应快速，服务能力强：可以对客户生产过程中出现的问题做出快速反应，缩短售后服务的时间、提高生产效率，从而提高产品竞争优势。

收购泰坦新动力已获批复，协同效应很显著

公司于2017年1月公布定增方案收购泰坦公司并进行现金增发，收购方案已于2017年7月底获得证监会核准批复，正在顺利进行中，预计将在6个月内完成收购事宜，年底前有望实现合并报表。

泰坦与公司的协同作用明显，体现为客户协同和产品技术协同。泰坦公司主营电芯和模组测试设备，覆盖了锂电设备的后段制程；收购后协同作用明显，公司将由中段锂电设备切入至后段，覆盖产品线50%的设备。

我们估计泰坦公司目前在手订单在 20 亿元左右，17 年上半年实现净利润 6,000-7,000 万，全年有望实现净利润 1 亿，18 年有望实现净利润 1.2 亿元。

母公司目前总股本为 40,800 万股，本次增发包含现金 6.08 亿元+发行股份 2,193.5 万股（预计）购买资产，及配套融资不超过 6.2 亿元，按当前股价计，预计增发 1,000-1,100 万股，当前股本摊薄比例约为 8%。

盈利预测与投资建议

目前，新能源汽车产业趋势明朗，积分制政策引导清晰。公司也已经持续多年高速增长，且从在手订单和即将要招标的下游客户需求来看，今明两年还能保持高速增长。我们预测 17、18 年公司有望实现净利润 5.7、9.7 亿元，考虑收购标的净利润为 1.0、1.2 亿元，2018 年合并净利润约为 10.9 亿元，摊薄后 EPS 约为 2.54 元，给予公司 18 年净利润的市盈率 30 倍估值，目标价为 76.00 元，维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	536	1,079	1,889	3,503	5,163
销售成本	(311)	(631)	(1,096)	(2,016)	(2,958)
经营费用	(91)	(170)	(272)	(515)	(759)
息税折旧前利润	134	278	520	972	1,446
折旧及摊销	(10)	(17)	(30)	(38)	(52)
经营利润(息税前利润)	124	261	490	934	1,394
净利息收入/(费用)	3	4	12	20	41
其他收益/(损失)	43	70	155	205	205
税前利润	170	334	658	1,159	1,640
所得税	(25)	(43)	(92)	(174)	(246)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	146	291	566	985	1,394
核心净利润	151	299	587	1,015	1,424
每股收益(人民币)	1.070	0.712	1.386	2.415	3.417
核心每股收益(人民币)	1.113	0.733	1.438	2.489	3.490
每股股息(人民币)	0.650	0.078	0.416	0.725	1.025
收入增长(%)	75	101	75	85	47
息税前利润增长(%)	68	110	88	91	49
息税折旧前利润增长(%)	64	107	87	87	49
每股收益增长(%)	(17)	(33)	95	74	41
核心每股收益增长(%)	(14)	(34)	96	73	40

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	170	334	658	1,159	1,640
折旧与摊销	10	17	30	38	52
净利息费用	(3)	(4)	(12)	(20)	(41)
运营资本变动	413	135	1,027	1,264	1,062
税金	(25)	(43)	(92)	(174)	(246)
其他经营现金流	(349)	(334)	(885)	(1,832)	(552)
经营活动产生的现金流	217	105	726	435	1,915
购买固定资产净值	(1)	74	76	58	67
投资减少/增加	3	5	5	5	5
其他投资现金流	(356)	(213)	(152)	(117)	(134)
投资活动产生的现金流	(353)	(134)	(71)	(53)	(62)
净增权益	(88)	(32)	(170)	(296)	(418)
净增债务	(38)	0	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	390	(70)	(41)	(83)	(180)
融资活动产生的现金流	263	(75)	(157)	(276)	(377)
现金变动	127	(104)	498	107	1,476
期初现金	116	300	213	710	817
公司自由现金流	(136)	(29)	655	382	1,853
权益自由现金流	(177)	(32)	643	362	1,812

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	588	493	990	1,097	2,572
应收帐款	256	556	865	1,770	2,114
库存	654	1,027	1,906	3,737	4,285
其他流动资产	10	11	40	48	73
流动资产总计	1,508	2,086	3,801	6,651	9,045
固定资产	160	201	254	280	301
无形资产	33	107	101	94	88
其他长期资产	0	5	5	5	5
长期资产总计	194	314	360	380	395
总资产	1,717	2,416	4,175	7,044	9,450
应付帐款	468	635	1,317	2,268	2,962
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	515	832	1,515	2,742	3,478
流动负债总计	983	1,466	2,832	5,010	6,440
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	5	4	5	4
股本	136	408	408	408	408
储备	592	536	932	1,622	2,598
股东权益	728	944	1,340	2,030	3,006
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,717	2,416	4,175	7,044	9,450
每股帐面价值(人民币)	5.35	2.31	3.28	4.97	7.37
每股有形资产(人民币)	5.11	2.05	3.04	4.74	7.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.20)	(0.52)	(1.74)	(2.00)	(5.62)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.0	25.8	27.5	27.7	28.0
息税前利润率(%)	23.1	24.2	26.0	26.7	27.0
税前利润率(%)	31.8	31.0	34.8	33.1	31.8
净利率(%)	27.2	26.9	29.9	28.1	27.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	58.2	87.5	45.0	25.8	18.2
核心业务市盈率(倍)	56.0	85.0	43.4	25.0	17.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	68.3	103.7	52.9	30.5	21.8
市净率(倍)	11.7	27.0	19.0	12.5	8.5
价格/现金流(倍)	39.1	241.7	35.0	58.4	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	187.5	90.7	47.5	25.3	16.0
周转率					
存货周转天数	558.6	485.9	488.4	510.9	495.0
应收帐款周转天数	134.4	137.3	137.3	137.3	137.3
应付帐款周转天数	240.5	186.5	188.6	186.8	184.9
回报率					
股息支付率(%)	60.7	11.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	28.7	34.8	49.5	58.5	55.4
资产收益率(%)	8.7	11.0	12.8	14.2	14.4
已运用资本收益率(%)	6.9	8.7	12.4	14.6	13.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371