

2019年08月15日

## 可转债回复函中的关键信息解读

买入 (维持)

| 盈利预测与估值     | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 3,890 | 4,620 | 6,150 | 7,980 |
| 同比 (%)      | 78.7% | 18.8% | 33.1% | 29.8% |
| 归母净利润 (百万元) | 742   | 1034  | 1412  | 1888  |
| 同比 (%)      | 38.1% | 39.3% | 36.6% | 33.7% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.84  | 1.17  | 1.60  | 2.14  |
| P/E (倍)     | 39.83 | 28.60 | 20.94 | 15.67 |

### 投资要点

- **在手订单充裕，我们保守预计 2019 年新接订单 60-70 亿：**公司在手订单充裕，截至 2019 年 6 月 30 日，公司在手订单金额合计为 54 亿 (13.5 亿来自泰坦)，我们推断 Q2 单季新签订单在 9-10 亿左右。我们保守预计其 2019 年全年新接订单 60-70 亿，随着 Northvolt+宁德时代德国后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。
- **格力智能商业承兑汇票获提前兑付，目前还剩 6.7 亿：**截至 2019 年 8 月 13 日，格力智能提前兑付 4.87 亿元 (原到期兑付时间为 2019 年 9 月及 2019 年 12 月)，尚余 6.74 亿元，我们预计将在 Q3、Q4 转化为银行承兑汇票或者现金兑付，届时将进一步改善公司现金流情况。
- **客户集中度显著下降：**目前在手订单中，前五大客户订单合计金额占比为 39.37%，其中宁德系订单占比在 25% 左右，已远低于高峰期的 40%+。我们判断电池行业格局将由集中走向分化，这将使得扩产规模弹性加大，利好设备厂商。
- **2019 年子公司泰坦的收入和净利率均恢复至正常水平：**收入方面，子公司泰坦 2019 上半年实现收入 2.6 亿，净利润 5765 万，系 2018 年上半年新接订单较少所致。根据回复函，目前泰坦的在手订单在 13.5 亿，而 2018 年全年泰坦新接订单在 8 亿左右，预计均将在 2019 年确认收入，若按 22% 的净利率完全能够达到 1.45 亿的业绩承诺。2019H1 泰坦的净利率有所下滑，主要系 2018 年泰坦订单交付多，存货周转率高，带动净利率提升明显，我们预计 2019 年泰坦的净利率将恢复至正常水平。此外，2018 年以来泰坦的销售费用率明显下滑，主要是并购后，先导智能和泰坦协同效应明显。
- **技术实力领先+产品附加值高，高盈利能力具有可持续性：**
  - (1) 卷绕方面具备较大先发优势和雄厚技术实力。
  - (2) 分段集成设备研发+定制化解决能力优势明显，产品附加值高。产品组合优势提升了产品壁垒，集成优化设计降低了生产成本。
  - (3) 整线业务自制比例高，有效保障毛利率稳定。
  - (4) 下游头部企业愿意为增强的技术+服务能力支付溢价，放大规模效应，与设备供应商长期稳定合作。公司的整线业务吸引新、小客户；而单机和分段集成设备将和一线厂商保持长期稳定合作。
  - (5) 公司作为设备龙头对供应商和客户的议价能力逐渐显现。
- **盈利预测与投资评级：**全球电动化大浪潮加速，看好绑定龙头电池企业的设备公司，业绩成长性和持续性将大幅超预期。我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 10.3 和 14.1 亿元，EPS 为 1.17 和 1.60 元，对应 PE 为 29 倍和 21 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE38 倍，对应目标价 45 元。
- **风险提示：**新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期。

证券分析师 陈显帆  
 执业证号：S0600515090001  
 chenxf@dwzq.com.cn  
 证券分析师 周尔双  
 执业证号：S0600515110002  
 13915521100  
 zhouersh@dwzq.com.cn  
 研究助理 朱贝贝  
 zhubb@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 33.54       |
| 一年最低/最高价      | 19.87/40.26 |
| 市净率(倍)        | 8.20        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28438.34    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 4.09   |
| 资产负债率(%)    | 58.24  |
| 总股本(百万股)    | 881.58 |
| 流通 A 股(百万股) | 847.89 |

### 相关研究

- 1、《先导智能 (300450)：业绩符合预期，研发费用创历史新高》2019-08-13
- 2、《先导智能 (300450)：中报预增 10-30%符合预期，下半年业绩有望集中释放》2019-07-14
- 3、《先导智能 (300450)：宁德时代海外扩产超预期，核心设备商最受益》2019-06-26

## 1. 在手订单充裕，我们保守预计 2019 年新接订单 60-70 亿

**公司在手订单充裕。**截至 2019 年 6 月 30 日，公司在手订单金额合计为 54 亿，其中 13.5 亿来自泰坦，本部在手 40 亿左右，在手订单充足；从 8 月 9 日的一次回复来看，公司 Q1 末的在手订单合计为 55 亿，而 Q2 单季确认收入 10 亿，可推断 Q2 单季新签订单在 9-10 亿左右。

表 1：公司在手订单情况

|      | 2017 年末 | 2018 年末     | 2019Q1 末 | 2019Q2 末 |
|------|---------|-------------|----------|----------|
| 先导整体 |         |             | 54.87    | 54.01    |
| 泰坦   | 10.41   | 12.35 (不含税) |          | 13.47    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**客户集中度显著下降。**目前在手订单中，前五大客户订单合计金额为 21.3 亿，占比为 39.37%，其中宁德系订单占比在 25%左右，已远低于高峰期的 40%+。公司对大客户的依赖程度显著降低，从上半年的新接订单来看，客户也呈现多元化，这也验证了我们的判断，电池行业开始由集中走向分化。继 CATL 等电池龙头持续扩产之后，以中航锂电、万向、蜂巢新能源等为首的中小企业和新进入者也跟进大规模扩产，不少车企开始从深度“绑定龙头电池厂商”策略转向“自产”+多家配套模式，以降低采购风险。我们判断电池行业格局将由集中走向分化，这将使得扩产规模弹性加大，利好设备厂商。

表 2：前五大客户订单具体情况

| 序号 | 客户名称         | 订单金额 (亿元) | 占比     |
|----|--------------|-----------|--------|
| 1  | 安徽泰能         | 5.36      | 9.92%  |
| 2  | 宁德时代         | 5.06      | 9.37%  |
| 3  | 江苏时代         | 4.6       | 8.51%  |
| 4  | 时代上汽         | 4.2       | 7.77%  |
| 5  | 中国航空规划设计研究总院 | 2.05      | 3.80%  |
|    | 合计           | 21.26     | 39.37% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除已有订单外，公司还与欧洲锂电池厂商 Northvolt 签订战略合作框架协议，就锂电设备业务建立战略合作关系，约定在未来进行约 19.39 亿元的业务合作，我们预计将

在 2020 年落地订单。先导作为全球绝对领先的设备龙头，与各龙头电池厂均有密切合作，2018 年 12 月以来与特斯拉、Northvolt 的合作也接连落地，将充分受益于未来几年的扩产周期，我们保守预计其 2019 年全年新接订单 60-70 亿，且随着 Northvolt+ 宁德时代德国后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。

## 2. 2019 年泰坦的收入和净利率均恢复至正常水平

**收入：**公司中报显示，子公司泰坦上半年实现收入 2.6 亿，净利润 5765 万，我们判断主要系 2018 年上半年新接订单较少所致。根据回复函，目前泰坦的在手订单在 13.5 亿，而 2018 年全年泰坦新接订单在 8 亿左右，预计均将在 2019 年确认收入，若按 22% 的净利率完全能够达到 1.45 亿的业绩承诺。2017 年为泰坦的订单高峰期，包括格力智能的 10 亿大订单，均在 2018 年确认收入，故 2018 年为泰坦的收入高峰期，2019 年收入规模恢复至正常水平。

**净利率：**2019H1 泰坦的净利率有所下滑，主要系 2018 年泰坦订单交付多，存货周转率高，带动净利率提升明显，我们预计 2019 年泰坦的净利率将恢复至正常水平。

**销售费用率：**2018 年以来泰坦的销售费用率明显下滑，可见并购后，先导智能和泰坦协同效应明显，对客户资源进行共享，制定联动的价格策略及营销策略，泰坦新动力获得宁德时代等大额订单，市场份额迅速提升。

表 3：泰坦的财务情况

| 项目                | 2016   | 2017   | 2018   | 2019Q1 | 2019H1 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)          | 1.8    | 4.81   | 12.87  | 1.54   | 2.63   |
| 净利润(亿元)           | 0.55   | 1.22   | 3.98   | 0.28   | 0.58   |
| 经营活动产生的现金流量净额(亿元) | 1      | 0.64   | 0.14   | 0.75   | 1.07   |
| 毛利率               | 48.67% | 43.19% | 42.96% |        |        |
| 净利率               | 30.33% | 25.41% | 30.96% | 18.32% | 21.89% |
| 存货周转率             | 0.6    | 0.56   | 1.16   |        |        |
| 销售费用率             | 4.90%  | 6.06%  | 2.01%  | 3.99%  | 3.00%  |
| 应收账款(亿元)          | 0.55   | 2.47   | 2.06   | 2.21   |        |
| 应收票据(亿元)          | 1.17   | 0.21   | 6.32   | 4.62   |        |
| 预收款               |        |        |        |        | 4.06   |
| 存货(亿元)            | 2.63   | 7.17   | 5.45   | 5.25   | 5.89   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4: 泰坦处于满产状态

| 项目      | 2016   | 2017    | 2018   | 2019H1  |
|---------|--------|---------|--------|---------|
| 生产量 (台) | 2,014  | 1,252   | 1,903  | 367     |
| 销售量 (台) | 1,111  | 1,647   | 1,803  | 443     |
| 产销率     | 55.16% | 131.55% | 94.75% | 120.71% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 格力智能商业承兑汇票获提前兑付, 目前还剩 6.7 亿

回复函中显示, 格力智能出具的商业承兑汇票到期兑付时间为 2019 年 9 月及 2019 年 12 月。2018 年, 公司确认格力智能的收入合计为 17.44 亿元, 其中以商业承兑汇票形式支付的总额为 11.61 亿元。截至 2019 年 8 月 13 日, 格力智能提前兑付 4.87 亿元, 尚余 6.74 亿元, 预计将在 Q3、Q4 转化为银行承兑汇票或者现金兑付, 届时将进一步改善公司现金流情况。

表 5: 格力智能商业承兑汇票还剩 6.7 亿元

| 单位: 亿元 | 2018 年确认的商票总金额 | 2018 年底 | 2019Q1 | 2019-8-13 |
|--------|----------------|---------|--------|-----------|
| 合计     | 11.61 (含税)     | 10.01   | 7.7    | 6.74      |
| 先导     |                | 4.8     |        |           |
| 泰坦     |                | 5.21    |        |           |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 4. 技术实力领先+产品附加值高, 高盈利能力具有可持续性

(1) 卷绕方面具备较大先发优势和雄厚技术实力, 目前自主研发同类产品性能达到甚至超过国际龙头产品, 已逐步开始替代宁德时代等国内外锂电龙头所采用的日韩设备。同时卷绕设备的产品附加值高, 销售单价及毛利率较高。

(2) 分段集成设备研发+定制化解决能力优势明显, 产品附加值高。公司通过开发激光切卷绕一体机、涂辊分一体机等集成设备, 一方面依托产品组合优势提升了产品壁垒, 另一方面通过集成优化设计降低生产成本。一体机产品单价较单一设备较高(卷绕单机定价 250 万元左右, 一体机单套 800 万元左右), 产品毛利率高, 订单价值量更大。

表 6：公司设备参考单价（万元）

| 柱卷绕机   | 焊接卷绕一体机 | EV 卷绕机 | 激光模切分切一体机 | 串焊机    | 3C 检测设备 | 电容卷绕机 |
|--------|---------|--------|-----------|--------|---------|-------|
| 310.34 | 301.72  | 241.38 | 224.14    | 120.69 | 53.17   | 70    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**(3) 整线业务自制比例高，有效保障毛利率稳定。**整线模式下，设备制造企业一般需要外购部分设备，单笔订单金额大，利润率较低，侵蚀公司整体利润水平。而公司的整线业务的部件自制率高，达到 95%，因此整线毛利率与单机基本接近。

**(4) 下游头部企业愿意为增强的技术+服务能力支付溢价，放大规模效应，与设备供应商长期稳定合作。**设备投资在整个锂电生产中的占比较小，应用好设备有利于提升效率、降低综合成本。下游客户对于规模效应的重视，无形中提升了设备供应商的议价能力。公司的整线业务以新、小客户为主，对于注重扩产效率、技术实力相对较弱的下游客户具有较大吸引力；而单机和分段集成设备以一线厂商为主，其对设备要求较高，一旦形成合作关系，将保持长期稳定合作。

**(5) 公司作为设备龙头对供应商和客户的议价能力逐渐显现。**随着设备销售收入快速增长，公司对原材料采购规模随之扩大，对供应商的议价能力和自身成本控制能力增强。当设备企业规模达到一定程度后，锂电池生产企业对于设备商的依赖度也有所增加，转换成本提升，导致设备商的议价权增加，尤其是非标产品往往需要联合研发，客户依赖程度相对较大。

## 5. 盈利预测与投资建议：

全球电动化大浪潮加速，看好绑定龙头电池企业的设备公司，业绩成长性和持续性将大幅超预期。我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 10.3 和 14.1 亿元，EPS 为 1.17 和 1.60 元，对应 PE 为 29 倍和 21 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE38 倍，对应目标价 45 元。

## 6. 风险提示：

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期。

先导智能三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>        | <b>6556</b>  | <b>7419</b>  | <b>10286</b> | <b>13812</b> | <b>营业收入</b>      | <b>3890</b>  | <b>4620</b>  | <b>6150</b>  | <b>7980</b>  |
| 现金                 | 1483         | 2579         | 3786         | 5382         | 减:营业成本           | 2370         | 2578         | 3495         | 4531         |
| 应收账款               | 2470         | 2278         | 3033         | 3935         | 营业税金及附加          | 30           | 32           | 43           | 56           |
| 存货                 | 2413         | 2331         | 3160         | 4096         | 营业费用             | 123          | 116          | 185          | 239          |
| 其他流动资产             | 190          | 231          | 308          | 399          | 管理费用             | 247          | 698          | 897          | 1123         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>1869</b>  | <b>1917</b>  | <b>1927</b>  | <b>1884</b>  | 财务费用             | 15           | -29          | -76          | -118         |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 35           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产               | 538          | 591          | 607          | 569          | 加:投资净收益          | 6            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程               | 121          | 51           | 30           | 9            | 其他收益             | -107         | 5            | 5            | 5            |
| 无形资产               | 162          | 157          | 151          | 146          | <b>营业利润</b>      | <b>969</b>   | <b>1230</b>  | <b>1612</b>  | <b>2155</b>  |
| 其他非流动资产            | 1048         | 1118         | 1138         | 1160         | 加:营业外净收支         | -131         | -50          | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>        | <b>8426</b>  | <b>9336</b>  | <b>12213</b> | <b>15696</b> | <b>利润总额</b>      | <b>839</b>   | <b>1180</b>  | <b>1612</b>  | <b>2155</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>4509</b>  | <b>4478</b>  | <b>6070</b>  | <b>7835</b>  | 减:所得税费用          | 96           | 136          | 185          | 248          |
| 短期借款               | 486          | 30           | 50           | 50           | 少数股东损益           | 0            | 10           | 14           | 19           |
| 应付账款               | 2341         | 2755         | 3734         | 4841         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>742</b>   | <b>1034</b>  | <b>1412</b>  | <b>1888</b>  |
| 其他流动负债             | 1681         | 1693         | 2286         | 2944         | EBIT             | 1135         | 1201         | 1536         | 2037         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>475</b>   | <b>475</b>   | <b>475</b>   | <b>475</b>   | EBITDA           | 1175         | 1257         | 1602         | 2109         |
| 长期借款               | 257          | 257          | 257          | 257          |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 218          | 218          | 218          | 218          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>        | <b>4983</b>  | <b>4953</b>  | <b>6545</b>  | <b>8310</b>  | 每股收益(元)          | 0.84         | 1.17         | 1.60         | 2.14         |
| 少数股东权益             | 0            | 10           | 25           | 44           | 每股净资产(元)         | 3.90         | 4.96         | 6.40         | 8.33         |
| 归属母公司股东权益          |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 882          | 882          | 882          | 882          |
| 益                  | 3442         | 4373         | 5644         | 7343         | ROIC(%)          | 28.4%        | 28.4%        | 39.5%        | 49.4%        |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>8426</b>  | <b>9336</b>  | <b>12213</b> | <b>15696</b> | ROE(%)           | 21.6%        | 23.6%        | 25.0%        | 25.7%        |
|                    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 39.1%        | 44.2%        | 43.2%        | 43.2%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 销售净利率(%)         | 19.1%        | 22.4%        | 23.0%        | 23.7%        |
| 经营活动现金流            | -48          | 1728         | 1405         | 1813         | 资产负债率(%)         | 59.1%        | 53.0%        | 53.6%        | 52.9%        |
| 投资活动现金流            | 10           | -72          | -77          | -29          | 收入增长率(%)         | 78.7%        | 18.8%        | 33.1%        | 29.8%        |
| 筹资活动现金流            | 748          | -560         | -121         | -189         | 净利润增长率(%)        | 38.1%        | 39.3%        | 36.6%        | 33.7%        |
| 现金净增加额             | 710          | 1096         | 1207         | 1596         | P/E              | 39.83        | 28.60        | 20.94        | 15.67        |
| 折旧和摊销              | 40           | 56           | 66           | 72           | P/B              | 8.59         | 6.76         | 5.24         | 4.03         |
| 资本开支               | -208         | -72          | -77          | -29          | EV/EBITDA        | 29.40        | 27.46        | 22.55        | 17.96        |
| 营运资本变动             | -451         | 627          | -88          | -166         |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

