

先导智能 (300450)

证券研究报告

2019年11月12日

业绩符合预期，前瞻指标同比齐转正

先导智能发布三季报，实现持续快速增长，业绩表现符合预期：公司前三季度实现营收 32.17 亿元，同比+19.31%，归母净利润 6.35 亿元，同比+16.14%，扣非后归母净利润 6.21 亿元，同比+14.71%，毛利率 41.28%，同比+4.23pct，经营活动净现金流 3.32 亿元，加权平均 ROE17.42%，同比-2.56%。其中，Q3 单季度营收 13.56 亿元，同比+7.99%，归母净利润 2.43 亿元，同比+10.16%，毛利率 38.80%，同比+3.77pct。

公司盈利能力整体维持稳健水平，本年度受业务扩张影响费用率阶段性提高，预计明年逐步得到消化：1) 公司前三季度毛利率、净利率分别为 41.28%、19.75%，同比分别变动+4.23pct、-0.54pct。前三季度期间费用率为 20.55%，同比上升 5.17pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.00%、16.78%、0.77%，同比分别变动-0.10pct、+4.80pct、+0.46pct。此外，公司本期计提 0.53 亿坏账准备，系按照账龄正常计提，而去年同期为 0.06 亿，预计后续大概率转回。

2) 公司单季度毛利率、净利率分别为 38.80%、17.93%，略逊于市场预期，但均为阶段性表现。首先，毛利率不及 40% 主要受光伏设备市场竞争激烈毛利率普遍下滑的影响；其次，净利率一方面受毛利率影响，一方面受本年度公司扩招研发线人员、进行平台化扩张导致管理费用率提高所致。公司目前研发条线人员大量扩充，主要为匹配新增事业部的需求。我们认为，公司布局长期发展方向，人员单位产出的提升将带动管理费率/研发费率逐步下降（研发费率环比已下降 1.06pct）。

产业链竞争地位提升带来现金流改善：本期经营活动净现金流 3.32 亿元，连续 2 个季度为正流入，而上年同期为-5.04 亿元。一方面，公司本期（应收账款+应收票据）同比增速为 16.62%，低于营收增速，说明公司加强了当期现金收入及对以往确认项目的现金催收；另一方面，公司（应付账款+应付票据）同比增速为 25.01%，预付账款同比下滑 24.18%，说明公司对上游付款开始提高非现金支付比例。

公司前瞻指标连续四个季度同比下滑后增速首次转正：1) 预收款为 12.51 亿元，同比+4.16%；2) 存货为 24.23 亿元，同比+3.95%。两前瞻指标均为连续负增长 4 季度后转正。Q4 伴随 CATL、Northvolt、LG 等电池厂的订单落地，我们仍维持全年 60 亿的订单预期。

公司成立瑞典全资子公司，预计匹配 Northvolt 扩产需要：为进一步拓展海外市场，满足公司战略发展的需要，在切实维护主营业务稳健发展的前提下，公司决定使用自有资金在瑞典投资设立全资子公司，注册资本暂定为 500 万瑞典克朗。此前公司签订约 19 亿与欧洲电池厂 Northvolt 的供货框架协议，而瑞典为 Northvolt 的主要扩产基地，因此我们判断公司成立瑞典子公司主要为匹配 Northvolt 扩产。

盈利预测与评级：考虑到公司本年度平台化扩张导致费用率偏高，且部分新业务处于开拓期、新增订单毛利率可能偏低，我们将 2019-2021 年归母净利润分别从 10.28/13.70/16.88 亿元下调至 9.69、12.86、15.66 亿元，PE 分别为：31.40、23.67、19.44X。公司作为快速崛起的锂电设备龙头，具备卓越的全球竞争力，维持买入评级！

风险提示：新能源电动车销量持续大幅低于预期，公司平台化扩张不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,176.90	3,890.03	4,979.24	6,039.08	7,111.13
增长率(%)	101.75	78.70	28.00	21.29	17.75
EBITDA(百万元)	529.70	1,146.34	1,104.98	1,478.49	1,803.32
净利润(百万元)	537.50	742.44	969.32	1,286.22	1,565.58
增长率(%)	84.93	38.13	30.56	32.69	21.72
EPS(元/股)	0.61	0.84	1.10	1.46	1.78
市盈率(P/E)	56.63	41.00	31.40	23.67	19.44
市净率(P/B)	10.94	8.84	7.12	5.71	4.60
市销率(P/S)	13.98	7.83	6.11	5.04	4.28
EV/EBITDA	45.85	21.55	27.21	20.26	16.80

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（维持评级）
当前价格	33.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	881.58
流通 A 股股本(百万股)	847.89
A 股总市值(百万元)	29,797.31
流通 A 股市值(百万元)	28,658.79
每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	54.37
一年内最高/最低(元)	40.68/24.50

作者

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

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuyue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《先导智能-公司点评:业绩预告符合预期，Q4 大客户订单值得期待》 2019-10-17
- 《先导智能-半年报点评:Q2 单季度利润增长近三成，现金流大幅改善》 2019-08-13
- 《先导智能-公司点评:可转债一次回复中的几个重点内容》 2019-07-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	866.79	1,483.41	681.23	797.89	568.89	营业收入	2,176.90	3,890.03	4,979.24	6,039.08	7,111.13
应收票据及应收账款	1,250.29	2,442.21	3,505.22	4,546.90	6,119.80	营业成本	1,281.27	2,369.71	2,887.96	3,509.88	4,115.51
预付账款	78.89	49.44	168.77	104.22	215.87	营业税金及附加	20.22	30.27	38.84	50.06	56.58
存货	2,559.07	2,413.23	4,806.67	4,163.03	7,268.95	营业费用	84.10	123.21	149.38	179.96	213.33
其他	290.89	168.08	250.78	258.56	226.99	管理费用	251.18	231.61	291.29	353.29	412.45
流动资产合计	5,045.93	6,556.37	9,412.67	9,870.61	14,400.50	研发费用	122.99	283.66	512.86	483.13	533.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(5.81)	15.11	17.98	11.32	15.24
固定资产	208.92	417.01	489.89	513.78	546.39	资产减值损失	45.96	35.12	40.00	35.00	32.00
在建工程	95.76	121.26	24.25	52.13	66.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	164.97	162.06	146.98	131.90	116.82	投资净收益	9.05	6.33	6.85	7.41	6.86
其他	1,135.53	1,168.91	1,141.72	1,141.89	1,140.68	其他	(236.28)	(174.42)	(13.71)	(14.82)	(13.73)
非流动资产合计	1,605.18	1,869.24	1,802.85	1,839.70	1,869.96	营业利润	604.22	969.42	1,047.79	1,423.85	1,739.54
资产总计	6,651.10	8,425.61	11,215.52	11,710.31	16,270.46	营业外收入	29.58	11.44	47.48	29.50	29.48
短期借款	50.00	468.08	250.00	250.00	366.31	营业外支出	11.11	142.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,837.02	2,340.89	2,472.38	3,377.43	3,824.72	利润总额	622.68	838.78	1,095.28	1,453.36	1,769.02
其他	1,821.37	1,699.60	4,014.13	2,516.05	5,213.05	所得税	85.18	96.33	125.96	167.14	203.44
流动负债合计	3,708.39	4,508.58	6,736.51	6,143.48	9,404.07	净利润	537.50	742.44	969.32	1,286.22	1,565.58
长期借款	70.00	256.60	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	537.50	742.44	969.32	1,286.22	1,565.58
其他	90.31	218.10	104.53	137.65	153.43	每股收益(元)	0.61	0.84	1.10	1.46	1.78
非流动负债合计	160.31	474.70	204.53	237.65	253.43						
负债合计	3,868.70	4,983.28	6,941.03	6,381.12	9,657.50	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	440.14	881.66	881.58	881.58	881.58	成长能力					
资本公积	1,404.66	1,019.24	1,019.24	1,019.24	1,019.24	营业收入	101.75%	78.70%	28.00%	21.29%	17.75%
留存收益	2,342.27	2,598.06	3,392.90	4,447.61	5,731.39	营业利润	124.20%	60.44%	8.08%	35.89%	22.17%
其他	(1,404.66)	(1,056.63)	(1,019.24)	(1,019.24)	(1,019.24)	归属于母公司净利润	84.93%	38.13%	30.56%	32.69%	21.72%
股东权益合计	2,782.41	3,442.33	4,274.48	5,329.18	6,612.96	获利能力					
负债和股东权益总	6,651.10	8,425.61	11,215.52	11,710.31	16,270.46	毛利率	41.14%	39.08%	42.00%	41.88%	42.13%
						净利率	24.69%	19.09%	19.47%	21.30%	22.02%
						ROE	19.32%	21.57%	22.68%	24.14%	23.67%
						ROIC	72.80%	43.74%	35.93%	32.57%	32.09%
						偿债能力					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						成长能力					
						营业收入	101.75%	78.70%	28.00%	21.29%	17.75%
						营业利润	124.20%	60.44%	8.08%	35.89%	22.17%
						归属于母公司净利润	84.93%	38.13%	30.56%	32.69%	21.72%
						获利能力					
						毛利率	41.14%	39.08%	42.00%	41.88%	42.13%
						净利率	24.69%	19.09%	19.47%	21.30%	22.02%
						ROE	19.32%	21.57%	22.68%	24.14%	23.67%
						ROIC	72.80%	43.74%	35.93%	32.57%	32.09%
						运营能力					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						偿债能力					
						资产负债率	58.17%	59.14%	61.89%	54.49%	59.36%
						净负债率	-26.84%	-21.51%	-7.61%	-8.25%	-1.39%
						流动比率	1.36	1.45	1.40	1.61	1.53
						速动比率	0.67	0.92	0.68	0.93	0.76
						运营能力					
						应收账款周转率	2.42	2.11	1.67	1.50	1.33
						存货周转率	1.21	1.56	1.38	1.35	1.24
						总资产周转率	0.48	0.52	0.51	0.53	0.51
						每股指标(元)					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						每股收益	0.61	0.84	1.10	1.46	1.78
						每股经营现金流	0.04	-0.05	-0.30	0.49	0.03
						每股净资产	3.16	3.90	4.85	6.05	7.50
						估值比率					
							2017	2018	2019E	2020E	2021E
						市盈率	56.63	41.00	31.40	23.67	19.44
						市净率	10.94	8.84	7.12	5.71	4.60
						EV/EBITDA	45.85	21.55	27.21	20.26	16.80
						EV/EBIT	48.26	22.32	28.21	20.87	17.27

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com