先导股份（300450）中报点评

锂电池设备业务进入高速发展期，替代进口空间大

投资评级：增持（首次）

投资要点

■ **2015 年半年报业绩亮眼，锂电池生产设备**

公司主营为薄膜电容器、锂电池、光伏电池/组件等节能环保及新能源产品的生产制造厂商提供设备及整体解决方案。2015 年上半年，公司实现营业收入 1.92 亿元，同比+88%，净利润 0.46 亿元，同比+103.6%。公司业绩大幅增长的原因是：主营中的高端锂电池生产装备销售收入 1.17 亿元占比为 61%，同比+234.84%

■ **盈利能力稳中有升，下半年新项目释放产能**

上半年毛利率 39.83%，同比-5.54pct。分业务看，光伏自动生产配套设备、锂电池生产设备毛利率分别是 54.45%，30.14%，同比分别为+1.82pct、-1.76pct。我们预测，下半年，新能源汽车锂电池生产设备国产化率将继续提高、客户应收账款将逐步回款，毛利率将稳中上升。2015 年上半年，三项费用合计 17.11%，同比-0.93pct，主要原因系销售费用下降和产品结构变化导致（毛利较低的锂电池生产设备收入占比提高 27pct）所致。

■ **光伏自动化生产配套设备毛利高，替代人工市场大**

公司光伏自动化生产配套设备主要为硅片自动上下料机和电池片自动串焊机，分别用于配套光伏电池片生产线和光伏组件的生产。根据我们的测算，配套硅片自动上下料机后，工人数量可以减少 60%；配套电池片自动串焊机后，工人数量可减少 75%。根据每台硅片自动上下料机 60 万元、2015 年我国光伏电池生产线实现自动化需要 10000 台计算，整个市场空间高达 60 亿元。

■ **锂电池生产设备进入行业快速爆发期**

国家对新能源汽车的政策扶持导致了锂电池行业发展进入井喷期，整个锂电池生产行业对自动化设备的需求也越来越大。先导作为锂电池生产设备的行业龙头，未来有望享受行业高速发展的盛宴。公司业务收入增长主要来源于锂电池生产设备销售收入的高速增长，锂电池生产设备销售收入为 1.17 亿元，同比+235%，占营业收入的比重为 61%，同比+27pct。

公司客户均为一线锂电池生产企业，客户资源优质而稳定，包含索尼、松下、三星、ATL、比亚迪及天津力神等在世界排名前列的锂电池巨头企业，当前在手订单 7.62 亿元。

我们认为，未来 3-5 年内都是行业井喷期，加之替代进口的巨大空间，未来订单将会持续高增长。

■ **盈利预测与投资建议**

由于国家对新能源汽车的扶持，锂电设备行业发展井喷期已经到来，客户多为国际一流企业，替代进口空间大，公司未来发展有望享受行业爆发盛宴，成长为国内锂电设备龙头企业，对应 2015/16/17 年的 EPS 为 2.18 /3.19/4.71 元（暂不计算利润分配 10 送 10 方案）。考虑到行业空间大和公司的高成长性，首次给予“增持”评级。

■ **风险提示：**

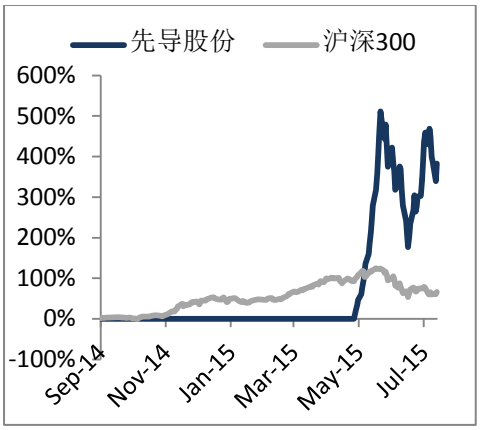
新能源汽车行业下滑、锂电池生产设备行业竞争加剧。

2015 年 8 月 12 日

证券分析师　黄海方
执业资格证书号码：S0600511010016
0512-62938653
huanghf@dwzq.com.cn

研究助理　周尔双
0512-62936113
zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	174.00
一年最高价/最低价	28.00/195.43
市净率	18.40
流通 A 股市值（百万元）	2958.0

基础数据

每股净资产（元）	9.45
资产负债率	49.51
总股本（百万股）	68.00
流通 A 股（百万股）	17.00

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	**560.4**	**1078.1**	**1622.5**	**2433.4**
现金	116.5	159.4	244.4	366.3
应收款项	139.1	233.1	349.6	524.4
存货	298.9	674.3	1011.5	1517.2
其他	6.0	11.3	17.0	25.5
非流动资产	**175.3**	**177.7**	**169.5**	**160.4**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.9	144.4	137.4	129.5
无形资产	34.4	33.2	32.1	30.9
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	**735.7**	**1255.8**	**1792.0**	**2593.9**
流动负债	**420.3**	**861.4**	**1282.2**	**1913.2**
短期借款	10.0	20.0	20.0	20.0
应付账款	238.7	529.8	794.7	1192.1
其他	171.6	311.6	467.4	701.2
非流动负债	**28.3**	**28.3**	**28.3**	**28.3**
长期借款	28.3	28.3	28.3	28.3
其他	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
负债总计	**448.7**	**889.8**	**1310.5**	**1941.6**
少数股东权益	0.0	1.1	2.8	5.2
归属母公司股东权益	287.1	364.9	478.8	647.1
负债和股东权益总计	**735.7**	**1255.8**	**1792.0**	**2593.9**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	93.5	71.1	139.9	200.5
投资活动现金流	-41.8	-4.8	-6.1	-6.5
筹资活动现金流	13.8	-23.4	-48.8	-72.1
现金净增加额	65.5	42.9	85.0	121.9
折旧和摊销	7.7	10.9	14.2	15.6
资本开支	-54.6	-4.8	-6.1	-6.5
营运资本变动	71.7	-52.1	-38.6	-58.0
企业自由现金流	106.6	55.2	121.4	178.9

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**306.5**	**567.1**	**850.7**	**1276.0**
营业成本	173.2	351.6	527.4	791.1
营业税金及附加	1.9	2.8	4.3	6.4
营业费用	10.4	19.8	29.8	44.7
管理费用	40.3	74.9	111.7	167.0
财务费用	-0.2	-1.4	-3.0	-6.1
投资净收益	0.8	0.0	0.0	0.0
其他	-6.8	1.1	1.1	1.1
营业利润	**74.9**	**120.5**	**181.7**	**274.1**
营业外净收支	2.4	11.7	11.7	11.7
利润总额	**77.3**	**132.1**	**193.3**	**285.7**
所得税费用	11.8	19.8	29.0	42.9
少数股东损益	0.0	1.1	1.6	2.4
归属母公司净利润	**65.5**	**111.2**	**162.7**	**240.4**
EBIT	82.3	119.1	178.6	268.0
EBITDA	90.0	130.0	192.8	283.6

重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益(元)	1.28	2.18	3.19	4.71
每股净资产(元)	5.63	7.15	9.39	12.69
发行在外股份(百万股)	51.0	51.0	51.0	51.0
ROIC(%)	24.5%	27.3%	36.1%	49.6%
ROE(%)	22.8%	30.5%	34.0%	37.2%
毛利率(%)	42.9%	37.5%	37.5%	37.5%
EBIT Margin(%)	26.8%	21.0%	21.0%	21.0%
销售净利率(%)	21.4%	19.6%	19.1%	18.8%
资产负债率(%)	61.0%	70.9%	73.1%	74.9%
收入增长率(%)	75.4%	85.0%	50.0%	50.0%
净利润增长率(%)	74.9%	69.7%	46.3%	47.8%
P/E	135.45	79.81	54.55	36.91
P/B	30.91	24.32	18.54	13.71
EV/EBITDA	103.58	75.13	52.81	38.14

资料来源：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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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