

2016年08月04日

先导智能 (300450.SZ)

动态分析

中报业绩翻倍，并购失败无碍公司继续前行

投资要点

- ◆ **事件**：2016年7月29日，先导智能发布半年度业绩报称，2016年1月1日至6月30日，公司实现营业收入3.91亿元，同比增长103.5%，归母净利润为9511万元，同比增长105.74%，EPS 0.233。
- ◆ **锂电池市场日益繁荣，锂电设备订单大增**：得益于国家对新能源汽车行业的支持，公司下游的锂电池市场日益繁荣，带动了公司锂电池设备的订单大幅增加，公司上半年锂电设备收入2.71亿，同比增长131.01%，毛利率48.61%。2016年锂电设备需求以国内为主，整体市场估计在130亿以上。先导智能作为国内锂电自动化设备龙头，公司与市场排名前五的锂电生产厂商都已有合作，主要客户预计在2016年总体投资会超过60亿，锂电设备订单大增，助力上半年业绩大幅增长。2016年公司锂电设备占比将提高至70%左右，公司锂电设备在部分性能指标上优于国际同类产品，加上供货期短、售后调试维护等服务更快捷的优势，公司未来发展有望享受行业饕餮盛宴。
- ◆ **光伏产业复苏，电力改革助增长**：受国内光伏产业复苏的影响，上半年公司光伏设备实现营收8887万元，占比总营业收入约23%，同比增长45.04%，毛利率高达48.61%，LDTS3000电池片高速串焊机产能提升10%，将成为今年公司在光伏设备业务领域的主打产品。2016年内，国家发改委和国家能源局发布了多项电力体制改革建议，为光伏行业保驾护航。中国在2015年新增光伏发电装机容量约15GWh，同比增长逾40%，占全球新增装机容量的四分之一以上。截至2015年年底，中国全国光伏发电累计装机容量达到约43GWh，超越德国成为全球光伏累计装机容量最大的国家。预计今明两年，公司光伏自动化配套设备的收入将稳定增长。
- ◆ **终止JOT收购，无碍主营业务发展**：公司于7月19日终止了芬兰JOT公司的收购，或将造成475万欧元的一次性损失，主要因为JOT公司2016年经营业绩存在较大不确定性风险，但先导智能目前整体运营良好，目前的营业收入符合公司计划进度，公司2015年报，预测今年全年收入7.5-10亿元，利润总额2.1-2.6亿元的目标有望实现。
- ◆ **投资建议**：预计公司2016-2018年EPS分别为0.59、0.91、1.28元，对应PE分别为60.6、39.5、28.2倍，继续给予“买入-A”评级，6个月目标价为42元。
- ◆ **风险提示**：生产规模扩大带来的管理风险；设备行业竞争加剧。

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

42元

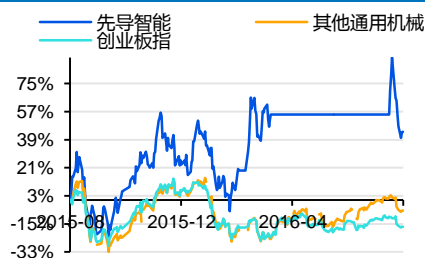
股价(2016-08-04)

36.05元

交易数据

总市值(百万元)	14,320.80
流通市值(百万元)	3,580.20
总股本(百万股)	408.00
流通股本(百万股)	102.00
12个月价格区间	34.15/193.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.52	-2.26	51.05
绝对收益	-7.17	-7.17	38.92

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

陈雁冰
chenyanbing@huajinsc.cn
021-20655676

相关报告

- 先导智能：一季报营收翻倍，外延并购开启“四驱”智造 2016-04-28
- 先导智能 收购 JOT 公司 100% 股权，“四驱”即将启动 2016-04-20
- 先导智能：三季报净利润同比增 246.88%，锂电设备霸主初现 2015-11-03
- 先导智能：锂电设备订单同比增长，中报预告业绩超预期 2015-07-22

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	306.5	536.1	1,077.6	1,681.0	2,387.1
同比增长(%)	75.4%	74.9%	101.0%	56.0%	42.0%
营业利润(百万元)	74.9	130.5	270.5	418.5	587.8
同比增长(%)	77.0%	74.4%	107.2%	54.7%	40.5%
净利润(百万元)	65.5	145.6	242.3	371.8	520.3
同比增长(%)	74.9%	122.2%	66.5%	53.4%	40.0%
每股收益(元)	0.16	0.36	0.59	0.91	1.28
PE	224.2	100.9	60.6	39.5	28.2
PB	51.2	20.2	13.0	11.0	9.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、公司近期动态.....	4
1.1 终止 JOT 收购后，未来还将考虑外延式发展.....	4
1.2 订单饱满，加速产能扩张.....	4
1.3 公司运营良好，光伏产业或将加速回暖.....	4

图表目录

图 1：全国光伏安装量（MW）.....	5
图 2：申万光伏设备指数.....	5
图 3：公司分产品营业收入（万元）.....	5
图 4：公司产品毛利率.....	5

一、公司近期动态

1.1 终止 JOT 收购后，未来还将考虑外延式发展

因为 JOT 公司今年业绩具有不确定性，公司终止了收购。本次收购失败的一个原因或许是，收购前 JOT 公司是亏损的，国外公司不太容易接受对赌协议，由于如果没有对赌协议，对方没能实现承诺的业绩的情况下，对公司的商誉减值是有影响，从而导致本次收购失败。

由于公司未来 2-3 年内，将继续以锂电池设备扩张为主，计划将公司产品在锂电生产线上的占比从 30% 增加至 50%。所以公司未来还将会考虑并购产业链上下游的国内外优质标的，进行外延式扩张。公司本次并购交付的 475 万欧元损失与否，要 6 个月以后才能知晓，6 个月后 JOT 如果被并购，定金将会被返还。如没有其他买家，定金的损失还有谈判空间，最坏的结果是损失全部的 475 万欧元。

1.2 订单饱满，加速产能扩张

订单饱满，下半年有增无减：从订单上来说，公司下半年预计要好于上半年，但是收入的情况取决于与客户协商的收入确认，今年的业绩目标 7.5-10 亿收入，是否能达到上限接近 10 亿，需等 11~12 月份的订单的确认情况而定。今年的在手锂电订单比例中，动力电池与数码锂电的比例为 8:2，数码锂电设备的自动化程度整体来看行业还是偏低的，以半自动为主，目前还是以更换为主，CATL 在常州的溧阳购买 1500 亩生产用地，打算新建动力锂电厂，公司有望受益。全行业卷绕和模切等工序市场空间广阔，今年预计大约 50-60 亿产值空间，为公司快速发展带来了良机。

新建厂房设计初稿完成，17 年预计贡献产值 30 亿元：公司现有厂房土地约为 30 亩（4 万平方米），新投资的土地为 100 亩。新建厂房目前已设计定稿，今年将开工建设，预计第一期约 8 万平方米的厂房将于 2017 年投入生产，预计可以贡献产值约 30 亿。

扩大研究团队，加速研发进度：公司目前的产品开发主要是本身的团队加上外延拓展，今年为加快研发进度，配合新产品的不断开发，公司新招募一批研发人员，并持续招聘装配人员，一方面为衔接研发项目，另一方面为新建产能做储备。

1.3 公司运营良好，光伏产业或将加速回暖

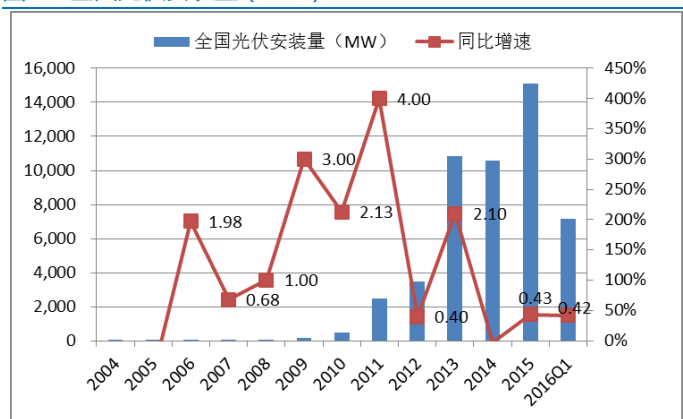
调整客户结构，提高抗风险能力：经过两年的客户拓展，公司客户群结构发生的比较大的改善，前十大电池厂商中，除去比亚迪和国轩没有下单，其他国内主流的电池厂商都有下单，核心客户仍然是 ATL。公司目前仍在争取与比亚迪合作，预计后续会有进展。国外客户三星、松下在公司的订单占比不到 10%，主要给三星是供数码电池设备，由于电池目录影响了日韩企业的动力电池销售，但这对公司业绩的影响较小。

电池价格影响小，竞争对手少，设备产品价格稳定：电池价格如果价格下降，对于设备厂商的影响很小，因为在电池的成本里面设备的占比比较小，并且国内公司竞争对手比较少，国外厂商的设备要降价比较难，所以公司的产品价格会紧跟国外厂商，价格将会比较稳定。

光伏产业回暖，毛利高位维持：2016 年内，国家发改委和国家能源局发布了多项电力体制改革建议，为光伏行业保驾护航。中国在 2015 年新增光伏发电装机容量约 15 GWh，同比增长逾 40%，占全球新增装机容量的四分之一以上。截至 2015 年年底，中国全国光伏发电累计装机容量达到约 43 GWh，超越德国成为全球光伏累计装机容量最大的国家。

中报中，公司在光伏行业实现 8887 万，毛利率高达 48.61%，由于去年的部分订单今年才确认收入，导致同比增长 45.04%。串焊机的开发和产品推出还是处于领先地位，公司所处光伏设备领域的业务同比增长约 30%，今年全年预计该增速能够维持，明年预计与今年持平，明年毛利仍然能够保持 40%以上。

图 1：全国光伏安装量 (MW)



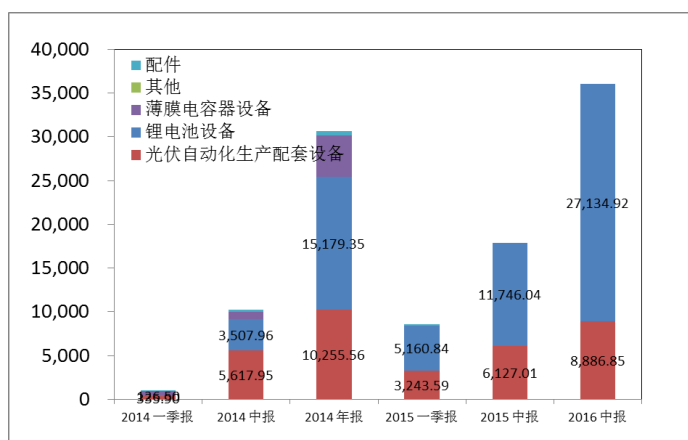
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：申万光伏设备指数



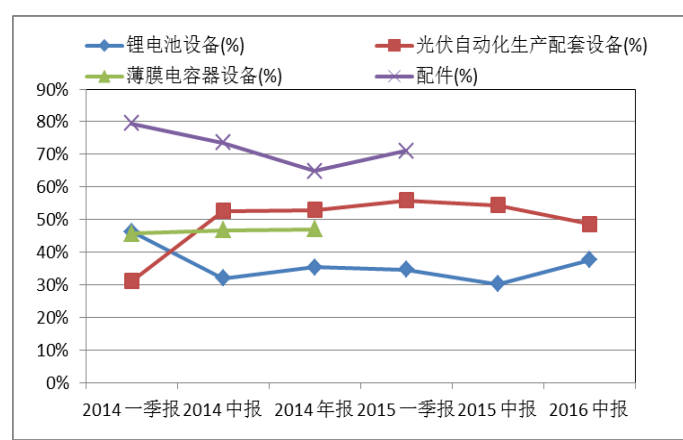
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司分产品营业收入 (万元)



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司产品毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	306.5	536.1	1,077.6	1,681.0	2,387.1	年增长率					
减:营业成本	173.2	305.3	608.8	958.2	1,360.6	营业收入增长率	75.4%	74.9%	101.0%	56.0%	42.0%
营业税费	1.9	6.0	9.5	14.7	22.9	营业利润增长率	77.0%	74.4%	107.2%	54.7%	40.5%
销售费用	10.4	16.8	35.7	55.2	77.4	净利润增长率	74.9%	122.2%	66.5%	53.4%	40.0%
管理费用	38.7	78.1	148.8	229.7	334.5	EBITDA 增长率	64.4%	66.9%	101.5%	53.4%	39.8%
财务费用	-0.2	-3.1	-	-	-	EBIT 增长率	74.1%	70.7%	112.2%	54.7%	40.5%
资产减值损失	8.4	5.8	5.7	6.6	6.0	NOPLAT 增长率	72.6%	72.2%	110.9%	54.7%	40.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.9%	98.1%	139.0%	-75.3%	393.5%
投资和汇兑收益	0.8	3.4	1.5	1.9	2.3	净资产增长率	17.7%	153.7%	54.9%	18.8%	20.5%
营业利润	74.9	130.5	270.5	418.5	587.8	盈利能力					
加:营业外净收支	2.4	39.7	14.5	18.9	24.4	毛利率	43.5%	43.0%	43.5%	43.0%	43.0%
利润总额	77.3	170.3	285.0	437.4	612.2	营业利润率	24.4%	24.4%	25.1%	24.9%	24.6%
减:所得税	11.8	24.7	42.8	65.6	91.8	净利润率	21.4%	27.2%	22.5%	22.1%	21.8%
净利润	65.5	145.6	242.3	371.8	520.3	EBITDA/营业收入	26.9%	25.6%	25.7%	25.3%	24.9%
						EBIT/营业收入	24.4%	23.8%	25.1%	24.9%	24.6%
						偿债能力					
						资产负债率	61.0%	57.6%	44.9%	64.9%	60.6%
						负债权益比	156.3%	135.7%	81.5%	184.8%	153.7%
						流动比率	1.33	1.53	2.15	1.47	1.58
						速动比率	0.62	0.87	1.22	0.78	0.78
						利息保障倍数	-371.58	-41.74			
						营运能力					
						固定资产周转天数	78	75	52	33	22
						流动营业资本周转天数	78	87	172	93	83
						流动资产周转天数	480	695	561	586	569
						应收帐款周转天数	111	82	117	103	101
						存货周转天数	238	320	243	268	278
						总资产周转天数	656	823	629	628	597
						投资资本周转天数	254	209	234	132	109
						费用率					
						销售费用率	3.4%	3.1%	3.3%	3.3%	3.2%
						管理费用率	12.6%	14.6%	13.8%	13.7%	14.0%
						财务费用率	-0.1%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	16.0%	17.1%	17.1%	16.9%	17.3%
						投资回报率					
						ROE	22.8%	20.0%	21.5%	27.7%	32.2%
						ROA	8.9%	8.5%	11.8%	9.7%	12.7%
						ROIC	28.2%	52.2%	55.6%	36.0%	204.4%
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.18	0.28	0.39	0.60
						分红比率	30.3%	51.4%	47.2%	43.0%	47.2%
						股息收益率	0.1%	0.5%	0.8%	1.1%	1.7%
						现金流量表					
						净利润	65.5	145.6	242.3	371.8	520.3
						加:折旧和摊销	7.7	11.1	6.5	6.5	6.5
						资产减值准备	8.4	5.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-	-	-	-	-
						投资损失	-0.8	-3.4	-1.5	-1.9	-2.3
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	11.9	-229.7	-579.4	740.3	-966.1
						经营活动产生现金流量	93.5	216.9	-332.0	1,116.7	-441.5
						投资活动产生现金流量	-41.8	-353.1	1.5	1.9	2.3
						融资活动产生现金流量	13.8	263.2	216.0	-218.2	-245.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.16	0.36	0.59	0.91	1.28
						BVPS(元)	0.70	1.78	2.77	3.28	3.96
						PE(X)	224.2	100.9	60.6	39.5	28.2
						PB(X)	51.2	20.2	13.0	11.0	9.1
						P/FCF	123.1	-150.3	-53.5	13.9	-33.3
						P/S	47.9	27.4	13.6	8.7	6.2
						EV/EBITDA	21.3	33.3	52.5	32.0	24.0
						CAGR(%)	78.4%	52.9%	86.3%	78.4%	52.9%
						PEG	2.9	1.9	0.7	0.5	0.5
						ROIC/WACC	2.7	5.0	5.3	3.4	19.5

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn