

增持

——维持

先导智能 (300450)

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

日期: 2017年3月8日

行业: 机械设备-锂电设备



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 倪瑞超

Tel: 021-53686179

E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元) 37.90

12mth 股价格区间 (元) 22.69-47.56

总股本/流通股本 (亿股) 4.08/1.69

总市值/流通市值 (亿元) 155/64

主要股东 (最新)

无锡先导投资发展有限公司 40.58%

石河子市嘉鼎股权投资合伙企业 12.68%

上海祺嘉股权投资合伙企业 5%

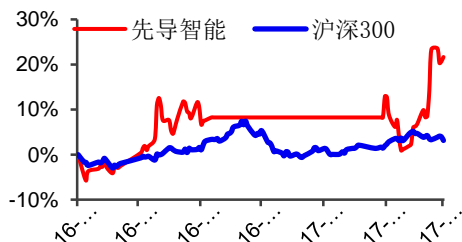
无锡先导电容器设备厂 5.33%

收入结构 (2016)

锂电池设备 67.76%

光伏设备 26.71%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



数据来源: WIND

报告编号: NRC17-CT06

首次报告日期: 2017年1月11

相关报告: 20170111-NRC17-CT01:: 收购泰坦新动力, 锂电设备产业链再进一步

20170125-NRC17-CT02:: 业绩符合预期, 静待收购落地

20170302-NRC17-CT06: 动力电池行业集中度提升再次明确, 持续推荐设备龙头

公司公布年报和一季度业绩预告, 高成长性不变

■ 动态事项

公司公布了年报和 2017 年一季度业绩预告。

■ 事项点评

年报业绩靓丽, 更是突出更多积极信号

公司公布的 2016 年年报中, 2016 年营业收入为 10.79 亿元, 同比增长 101.26%, 归母净利润 2.90 亿元, 同比增长 99.68%。其中毛利率 42.56%, 净利率 26.94%。与 2015 年的毛利率 43.05%, 净利率 27.15% 基本相近, 打消了市场对公司毛利率下降的担忧。公司 2016 年管理费用率 13.19% (15/14/13 年: 14.57%/12.61%/14.24%), 销售费用率 2.84% (15/14/13 年: 3.41%/3.41%/3.13%), 由于销量的增长, 公司各项费用控制能力强, 两项费用率稳中有降。

分业务看: 锂电池设备 2016 年实现销售 7.31 亿元, 同比增长 103.37%, 占比 67.76, 毛利率 39.55%, 2015 年为 38.69%, 相比去年略有上升。公司的锂电设备占总收入接近 70%, 成为驱动公司业绩增长的主要因素, 而毛利率略有上升, 打消了市场上对动力电池价格下降, 锂电设备也会下降的担忧。

光伏设备: 受益于下游光伏行业的复苏, 公司 2016 年光伏设备实现销售收入 2.86 亿元, 同比增长 106%, 但是行业未来不确定性较大, 未来大概率保持平稳发展。

电容器设备实现 2852 万元, 同比增长 7%, 与 2015 年基本持平, 预计公司此项业务基本变化不大。

预收款项作为销售收入的指引, 公司 2016 年底预收款项为 7.72 亿元, 同比增长 55.74%, 依然处于高增长的状态。我们认为公司的预收款项继续高增长, 表明了下游的需求旺盛, 2017 年高增长无忧。

公司 2017 年 3 月 2 日公告建设动力锂电池设备生产基地建设项目, 该项目一期投资金额约为 3 亿元项目投产后预计公司锂电池设备产能可以扩大约 1 倍。

公司订单、产能饱满, 毛利率继续维持高位, 基本打消了市场的疑惑, 我们认为公司年报透露出更多积极信号, 2017 年高增长无忧。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

而公司公告的一季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润7784万元—9243万元，比上年同期上升：60%—90%，也证实了我们的判断。

动力电池行业集中度提升明确

前段时间公布的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》中明确提出到2020年动力电池行业总产能超过100GWH、形成产销规模在40GWH以上、具有国际竞争力的龙头企业。而根据第一电动网的统计2016年动力电池出货量达28Gwh，其中比亚迪(7.35GWH)、CATL(6.72GWH)、沃特玛(2.49GWH)、国轩高科(1.86GWH)，合计为18.42GWH，占比为66%。根据目前各个厂家产能的建设情况和未来产能的规划情况，我们认为符合形成产销规模在40GWH以上、具有国际竞争力的龙头企业条件的为CATL和比亚迪(比亚迪需要再次追加产能规划)。

此次《促进汽车动力电池产业发展行动方案》与2016年11月公布的《汽车动力电池行业规范条件》中锂离子动力电池单体企业年生产能力不低于8GWH的思想是一脉相承的。即国家鼓励动力电池行业的整合和行业集中度的提高。我们认为此两项硬性指标，将为动力电池龙头企业提供指引，即其未来会进一步持续的扩大产能。而从行业看：中小动力电池厂家将被淘汰，产能进一步向龙头企业靠拢。

先导智能的主要客户为国内一线锂电生产厂家，公司将充分受益于一线龙头锂电企业产能扩张的需求以及锂电池行业集中度提高的现实。

收购泰坦新动力，锂电设备产业链再进一步

公司此前公告拟以发行股份及支付现金的方式购买泰坦新动力100%股权。泰坦新动力是一家专业研发、制造能量回收型化成、分容、分选、自动化仓储物流、锂电池电芯及模组测试设备的专业厂家。泰坦新动力其设备主要用于分容、化成、分选和测试等锂电池生产的后端工序。先导智能其锂电设备主要包括全自动卷绕机、隔膜分切机、极片分切机、焊接卷绕一体机、电极叠片机、组装机、真空注液机等。其主要集中于锂电池生产的中端工序。

此次收购以后先导智能公司将形成覆盖锂电池生产中、后端设备的供应能力。这与公司致力于成为智能装备的领先制造商战略相一致。先导智能的主要客户为国内的一线锂电生产厂家。泰坦新动力的客户主要为国内锂电池知名企业，包括比亚迪股份有限公司、双登集团股份有限公司、珠海银隆新能源有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、骆驼集团新能源电池有限公司和中航锂电(洛阳)有限公司

等。截至 2016 年 12 月 31 日，泰坦新动力在手订单金额约 11.19 亿元。

收购泰坦新动力以后，两个公司有望在多方面形成协同效应。特别是在客户渠道方面，先导智能凭借自身的优势有望助力泰坦新动力对下游客户的开发，提升其产品的市场占有率。

■ **风险提示:** 股东减持、锂电设备竞争加剧、锂电池产能过剩

■ **投资建议**

不考虑收购。公司 2017/2018 年销售收入为 17.26 亿元 25.90 亿元。归属母公司净利润 4.55 亿元、6.79 亿元。EPS 为 1.12 元、1.67 元。对应的 PE 为 34 倍、23 倍。

考虑收购泰坦新动力，预计 2017、2018 年 EPS:1.25 元、1.80 元，对应 PE: 30 倍、21 倍

我们强烈看好公司未来的发展，维持公司“增持”评级，目标价：47.6 元。

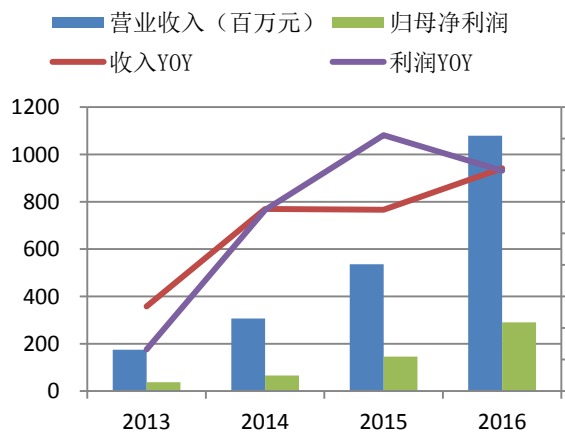
表 1 公司盈利预测结果

区分	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入：百万	536.11	1078.98	1726.37	2589.55
增长率 YOY	74.89%	101.26%	60.00%	50.00%
归属母公司股东净利润：百万	145.56	290.65	455.40	679.40
增长率 YOY	122.18%	99.68%	56.68%	49.19%
EPS(元)	0.36	0.71	1.12	1.67
PE(倍)	106	53	34	23

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到 2017/3/8）

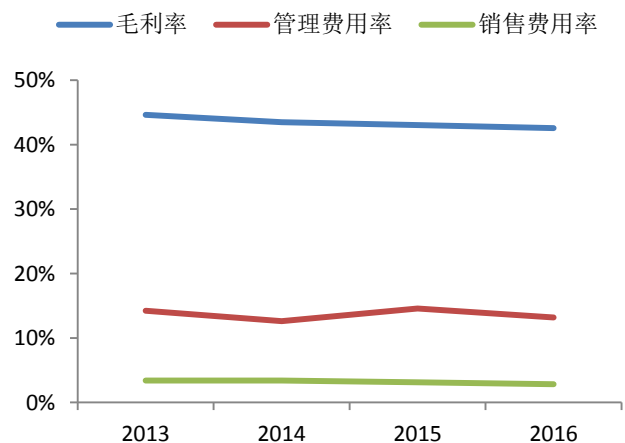
附 1：公司主要财务指标

图 1 公司的营业收入利润增速



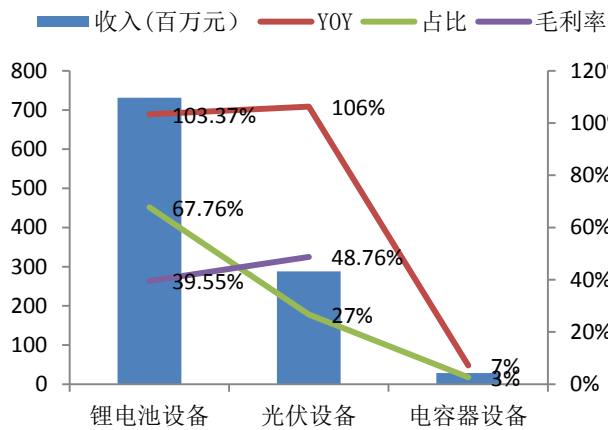
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 2 公司的净利润



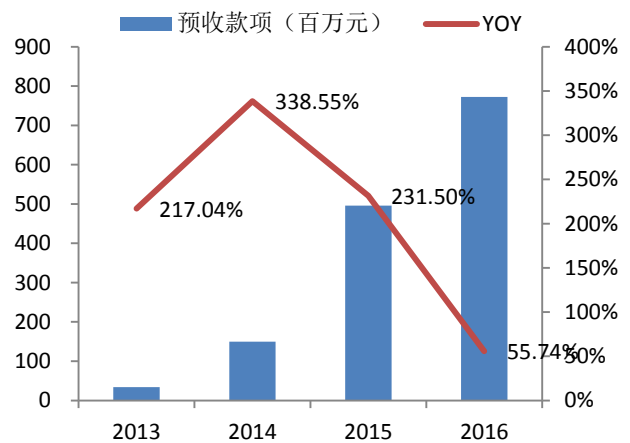
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 3 公司分业务情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 4 公司的预收款项及增速



数据来源: WIND 上海证券研究所

附 2: 收购泰坦新动力交易的方案及泰坦新动力业绩承诺

表 2 收购泰坦新动力交易方案

股东	股权比例	现金对价 (百万元)	发行股份对价 (百万元)	发行股份 (百万股)	发行价格 (元/股)
王德女	60%	364.5	445.48	13.11	
李永富	30%	182.25	222.91	6.56	
泰坦电力电子集团	10%	60.75	74.08	2.18	
合计	100%	607.5	742.46	21.85	33.98

数据来源: WIND 上海证券研究所

表 3 泰坦新动力业绩承诺

业绩承诺	2016	2017	2018	2019
净利润 (百万元)	50	105	125	145
YOY		110%	19%	16%
收购倍数 (倍)	27.0	12.9	10.8	9.3

数据来源: WIND 上海证券研究所

附 3: 主要动力电池厂家产能规划情况

表 4 主要动力电池厂家产能规划情况

厂家	2016 年底产能 (GWH)	2017 年新建产能 (GWH)	2020 年规划产能 (GWH)
比亚迪	10	6	34
CATL	7.5	10	50
沃特玛	10		
国轩高科	5.5	2	23

数据来源: WIND 上海证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

指标	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	278	157	668	643
存货	654	1,027	1,455	2,267
应收账款及票据	253	552	727	1,191
其他	301	295	297	300
流动资产合计	1,487	2,031	3,147	4,402
长期股权投资	0	0	8	20
固定资产	159	184	161	540
在建工程	1	17	201	0
无形资产	33	107	210	206
其他	15	16	14	12
非流动资产合计	208	325	595	778
资产总计	1,695	2,355	3,742	5,180
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	468	635	1,171	1,536
其他	499	776	1,263	1,792
流动负债合计	967	1,411	2,434	3,328
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	967	1,411	2,434	3,328
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	728	944	1,308	1,852
负债和股东权益总计	1,695	2,355	3,742	5,180

现金流量表（单位：百万元）

指标	2015A	2016A	2017E	2018E
净利润	146	291	455	679
折旧和摊销	11	19	6	36
营运资本变动	58	(243)	417	(381)
其他	0	0	0	0
经营活动现金流	217	105	795	204
资本支出	69	121	291	240
投资收益	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	(353)	(134)	(208)	(116)
股权融资	336	0	0	0
负债变化	38	0	0	0
股息支出	34	75	82	121
融资活动现金流	263	(75)	(82)	(121)
净现金流	127	(104)	511	(25)

利润表（单位：百万元）

指标	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	536	1,079	1,726	2,590
营业成本	305	620	996	1,499
营业税金及附加	6	11	18	27
营业费用	17	31	48	73
管理费用	78	142	228	342
财务费用	(3)	(4)	(9)	(15)
资产减值损失	6	14	22	34
投资收益	3	5	8	12
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	131	270	431	642
营业外收支净额	40	65	104	155
利润总额	170	334	534	797
所得税	25	43	79	118
净利润	146	291	455	679
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	146	291	455	679

财务比率分析

指标	2015A	2016A	2017E	2018E
总收入增长率	74.89%	101.26%	60.00%	50.00%
EBITDA 增长率	110.83%	96.55%	51.74%	53.99%
EBIT 增长率	117.63%	98.10%	58.68%	49.01%
归母净利润增长率	122.18%	99.68%	56.68%	49.19%
毛利率	43.05%	42.56%	42.30%	42.10%
EBITDA/总收入	33.22%	32.44%	30.77%	31.59%
EBIT/总收入	31.16%	30.67%	30.41%	30.21%
净利润率	27.15%	26.94%	26.38%	26.24%
资产负债率	57.04%	59.91%	65.03%	64.25%
流动比率	1.54	1.44	1.29	1.32
速动比率	0.56	0.51	0.58	0.56
总资产回报率 (ROA)	9.85%	14.05%	14.03%	15.10%
净资产收益率 (ROE)	19.99%	30.79%	34.81%	36.69%
EV/营业收入	9.1	14.2	8.6	5.7
EV/EBITDA	27.41	43.75	27.88	18.15
PE	106.2	53.2	34.0	22.8
PB	21.2	16.4	11.8	8.3

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/3/8）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。