天风证券 TF SECURITIES

先导智能（300450）

证券研究报告
2017 年 10 月 23 日

新能源车销量乐观，大客户拓展业务版图，坚定看好锂电装备龙头未来高成长

前三季度利润增速低于预期，但下游长期投资依旧看好

公司发布业绩预告，2017 年前三季度归属上市公司股东的净利润 2.45~2.91 亿元、同比增长 60%~90%，第三季度利润 8,686.86 万元~10,424.23 万元、同比增长 50%~80%。根据今年行业投资情况、前两次业绩预告与最终利润发布情况，我们预计前三季度利润将超过 2.8 亿元、第三季度利润将超过 1 亿元。销售增长动力来自于下游光伏厂家和电池厂家高速投资带来的设备需求。参考其他锂电设备公司，全行业普遍存在确认收入延后的情况。

9 月新能源车销量佳，锂电池行业高额投资仍在持续，客户扩产意愿强烈

根据中汽协数据，9 月新能源汽车销量为 7.8 万辆、同比增长 80%，其中乘用车销量 6.1 万辆、同比+97%、环比+11%；前 9 个月累计销量 39.8 万辆、同比 37.7%，其中乘用车 32.5 万辆。在新能源汽车销量持续高速增长的背景下，下游电池厂家将保持投资热情，我们预测行业投资的景气度将至少持续至 2020 年。同时乘用车热销将带动三元电池投资，主流电池厂家投资过程中将不得不考虑同时投资磷酸铁锂和三元电池产线，电池厂商普遍面临“囚徒困境”的背景下利好设备需求。据新浪财经，东风将入股 CATL 布局新能源电池领域，国内的主流车企全面抢滩新能源市场。根据我们的综合预测，主要客户 CATL、ATL、银隆、比亚迪、中航锂电、骆驼、比克等 2018-2020 年新增产能超 150 GWh，共计需求 600 亿设备，前景广阔。

“双积分”政策落地，利好行业的长期成长性

“双积分”政策的考核标准和考核方式等主要内容基本符合预期。尽管行业短期的投资增速可能放缓，电池厂试生产周期拉长、招标进度放缓，因此多家设备厂的三季报均低于预期，但长远来看行业投资将保持持续增长。

国产设备终将胜出，电池与装备两端龙头集中度均会提高

国产装备不断缩小与国外同行的差距、服务能力更强且有价格优势，工程师队伍年轻且产业经验丰富，扩产能力全球第一，将不断拿下全球订单。海外电池龙头已经开始采购公司的设备，已经说明以公司为代表的国产设备开始得到认可，未来将实现全球供货。

全行业扩产的过程中龙头集中度提高是必然，电池厂家的集中度提高带动其核心设备供应商份额提升；全产业链的现金流紧张导致有融资能力和信贷优势的上市公司将获取更多订单、投入资源研发新产品、扩大市场份额。

投资建议与评级：公司的产品和技术水平领先，未来并购泰坦后将拓展业务范围，在下游锂电池厂家持续扩产的背景下有望实现业绩的连续高成长。由于政策和市场两方面因素导致全行业确认收入和未来招标进度放缓，我们调整业绩预测，预计 2017~2019 年公司的净利润分别为 5.7 亿（假设泰坦不并表）、13.7 亿（假设泰坦全年并表）和 21.3 亿元，对应 EPS 分别 1.33、3.2 元、4.95 元，维持买入评级，目标价 110 元。

风险提示：国家新能源政策出现重大变化；新能源汽车销量不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	536.11	1,078.98	2,045.85	5,365.58	8,319.23
增长率(%)	74.89	101.26	89.61	162.27	55.05
EBITDA(百万元)	137.49	283.21	554.53	1,437.95	2,257.97
净利润(百万元)	145.56	290.65	570.98	1,374.35	2,129.90
增长率(%)	122.18	99.68	96.45	140.70	54.97
EPS(元/股)	0.34	0.68	1.33	3.20	4.95
市盈率(P/E)	213.16	106.75	54.34	22.58	14.57
市净率(P/B)	42.61	32.87	14.93	9.36	5.93
市销率(P/S)	57.88	28.76	15.17	5.78	3.73
EV/EBITDA	96.03	48.14	53.71	20.04	12.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	77.51 元
目标价格	110 元
上次目标价	107.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	440.14
流通 A 股股本(百万股)	168.98
A 股总市值(百万元)	34,115.02
流通 A 股市值(百万元)	13,097.90
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	69.43
一年内最高/最低(元)	85.60/31.14

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
杨藻 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001
yangzao@tfzq.com
朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《先导智能-公司点评:电芯大厂的“囚徒困境”更甚，扩产持续，龙头装备率先出海》 2017-09-07
2 《先导智能-公司深度研究:龙头就是龙头，从光伏到锂电，抓住每次行业高投资的机遇》 2017-07-16
3 《先导智能-首次覆盖报告:16 年报利润翻倍、17Q1 高增长，并购泰坦巩固绝对龙头地位》 2017-03-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	299.73	212.73	1,230.53	2,199.85	3,367.40
应收账款	146.82	190.05	751.59	1,443.12	1,833.32
预付账款	10.20	10.55	43.47	92.11	105.10
存货	654.07	1,026.62	2,106.51	6,590.03	6,493.75
其他	397.37	645.84	558.87	2,010.17	2,130.75
流动资产合计	**1,508.20**	**2,085.79**	**4,690.97**	**12,335.28**	**13,930.32**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	159.27	183.70	193.77	207.08	214.13
在建工程	1.05	17.46	28.48	35.09	27.05
无形资产	33.42	107.01	100.74	94.47	88.20
其他	14.63	21.79	16.16	14.75	13.53
非流动资产合计	**208.38**	**329.96**	**339.15**	**351.38**	**342.90**
资产总计	**1,716.58**	**2,415.75**	**5,030.12**	**12,686.65**	**14,273.22**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	247.77	289.78	874.53	2,223.17	2,347.86
其他	735.09	1,176.72	2,073.07	7,142.87	6,688.09
流动负债合计	**982.86**	**1,466.49**	**2,947.60**	**9,366.04**	**9,035.95**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.50	5.18	3.56	4.75	4.50
非流动负债合计	**5.50**	**5.18**	**3.56**	**4.75**	**4.50**
负债合计	**988.36**	**1,471.67**	**2,951.16**	**9,370.78**	**9,040.44**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	136.00	408.00	429.94	429.94	429.94
资本公积	354.92	82.92	681.98	681.98	681.98
留存收益	592.22	536.07	1,649.02	2,885.93	4,802.85
其他	(354.92)	(82.92)	(681.98)	(681.98)	(681.98)
股东权益合计	**728.22**	**944.07**	**2,078.95**	**3,315.87**	**5,232.78**
负债和股东权益总	**1,716.58**	**2,415.75**	**5,030.12**	**12,686.65**	**14,273.22**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	145.56	290.65	570.98	1,374.35	2,129.90
折旧摊销	11.07	19.18	15.18	16.35	17.25
财务费用	0.00	0.00	(9.07)	(21.56)	(35.00)
投资损失	(3.43)	29.60	(6.22)	(7.46)	(8.95)
营运资金变动	(229.68)	(200.31)	(102.37)	(253.98)	(756.55)
其它	293.43	(33.92)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	**216.94**	**105.20**	**468.51**	**1,107.70**	**1,346.65**
资本支出	22.96	132.00	31.62	28.81	10.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(376.01)	(266.11)	(55.40)	(51.35)	(11.30)
投资活动现金流	**(353.05)**	**(134.11)**	**(23.78)**	**(22.54)**	**(1.05)**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	332.41	3.56	630.18	21.70	35.08
其他	(69.24)	(78.67)	(57.10)	(137.54)	(213.13)
筹资活动现金流	**263.17**	**(75.11)**	**573.08**	**(115.84)**	**(178.05)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**127.06**	**(104.01)**	**1,017.80**	**969.32**	**1,167.55**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**536.11**	**1,078.98**	**2,045.85**	**5,365.58**	**8,319.23**
营业成本	305.33	619.82	1,150.68	3,049.41	4,736.89
营业税金及附加	6.02	11.38	19.11	55.65	83.92
营业费用	16.77	30.64	57.28	139.08	215.63
管理费用	78.13	142.28	276.19	697.53	1,039.90
财务费用	(3.05)	(3.56)	(9.07)	(21.56)	(35.00)
资产减值损失	5.82	14.10	9.45	9.79	11.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.43	5.18	6.22	7.46	8.95
其他	(6.87)	(10.36)	(12.43)	(14.92)	(17.90)
营业利润	**130.55**	**269.50**	**548.42**	**1,443.16**	**2,275.71**
营业外收入	39.90	101.43	131.86	171.41	222.84
营业外支出	0.19	36.82	12.46	16.49	21.92
利润总额	**170.26**	**334.11**	**667.81**	**1,598.08**	**2,476.63**
所得税	24.70	43.46	96.83	223.73	346.73
净利润	**145.56**	**290.65**	**570.98**	**1,374.35**	**2,129.90**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**145.56**	**290.65**	**570.98**	**1,374.35**	**2,129.90**
每股收益（元）	0.34	0.68	1.33	3.20	4.95

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	74.89%	101.26%	89.61%	162.27%	55.05%
营业利润	74.37%	106.44%	103.49%	163.15%	57.69%
归属于母公司净利润	122.18%	99.68%	96.45%	140.70%	54.97%
获利能力					
毛利率	43.05%	42.56%	43.76%	43.17%	43.06%
净利率	27.15%	26.94%	27.91%	25.61%	25.60%
ROE	19.99%	30.79%	27.46%	41.45%	40.70%
ROIC	52.18%	55.90%	64.99%	146.90%	174.98%
偿债能力					
资产负债率	57.58%	60.92%	58.67%	73.86%	63.34%
净负债率	40.35%	72.94%	60.56%	51.89%	137.04%
流动比率	1.53	1.42	1.59	1.32	1.54
速动比率	0.87	0.72	0.88	0.61	0.82
营运能力					
应收账款周转率	4.40	6.41	4.35	4.89	5.08
存货周转率	1.13	1.28	1.31	1.23	1.27
总资产周转率	0.44	0.52	0.55	0.61	0.62
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.68	1.33	3.20	4.95
每股经营现金流	0.50	0.24	1.09	2.58	3.13
每股净资产	1.69	2.20	4.84	7.71	12.17
估值比率					
市盈率	213.16	106.75	54.34	22.58	14.57
市净率	42.61	32.87	14.93	9.36	5.93
EV/EBITDA	96.03	48.14	53.71	20.04	12.24
EV/EBIT	103.56	51.26	55.22	20.27	12.34

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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com