

## 下游扩产及集中度提升，收购加快延伸产业链

**事件：**公司发布业绩快报，2017年营业收入21.77亿元，同比增长101.75%；归母净利润5.38亿元，同比增长84.9%。其中第4季度营业收入11.29亿元，环比增长165.6%，同比增长132.3%；归母净利润2.58亿元，环比增长158%，同比增长86.96%。

**点评：**

■ **业绩继续大增符合预期，收入增长呈加速趋势。**2014-2016年公司营业收入、净利润年均复合增速83.4%、98.9%，锂电设备占主营比例达68%是业绩增长的主要驱动力，2017年收入呈加速增长之势，我们认为主要是因为本部主营业务快速增长及泰坦新动力并表所致。泰坦新动力从8月开始并表，根据业绩承诺粗略估算，约贡献净利润4000~5000万元。2017年综合净利润率为24.66%，相比往年下滑约2个百分点，预计与收购泰坦带来的财务费用摊销增加所致。

■ **内延外拓打造整体解决方案厂商，力争打通锂电池完整产业链。**公司在以卷绕为核心的锂电中道制造环节具有显著领先优势，2017年通过收购泰坦新动力切入到后道领域。公司正集中精力攻克前道工序，力图成为锂电制造整体解决方案提供商。我们认为，整体解决方案可完美衔接各个环节，人力需求进一步降低、质量稳定性、生产效率显著提高，未来将成为下游锂电池行业客户的优先选择。

■ **稳坐锂电设备龙头宝座，下游高景气及集中化双重受益。**公司是国内唯一实现出口的锂电设备企业，客户结构、产品技术指标显著优于其它厂商。随着新能源汽车产业长期景气，我国动力锂电需求旺盛。据集邦咨询，预计2020年新能车销量达到200万辆，锂电需求超100GWh。经过2017年的大规模扩产，我国动力锂电呈现总体过剩和高端产能不足的态势，行业集中度加速提升。根据高工锂电统计，2017年我国锂电企业数量减少约10家。前20家企业出货量已占总出货量的96%。我们判断，随着国家补贴技术要求的逐步提高，低端锂电企业将加速退出市场，高端锂电企业填补产能空缺，将成为未来扩产的核心力量。公司在二线城市锂电企业中渗透率高，且逐步进入海外高端市场，有望成为全球型锂电设备供应商，成长空间广阔。

■ **光伏市场持续快速增长，光伏设备前景广阔。**国家能源局统计2017年全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%，新增装机5306万千瓦。根据产业链调研，光伏业内人士看好光伏未来发展前景，预计今年继续维持高速增长，公司作为国内知名光伏电池及组件全自动设备制造商，将继续受益行业景气。

■ **投资建议：**预计公司2017年-2019年收入分别为21.78亿元、45.77亿元、65.36亿元，净利润分别为5.39亿元、10.08亿元、17.34亿元，年均复合增速81.35%；维持买入-A投资评级，6个月目标价77.86元，相当于2018年34倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**关注下游需求波动、市场竞争加剧风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	536.1	1,079.0	2,177.7	4,577.2	6,536.3
净利润	145.6	290.7	538.7	1,007.8	1,733.7
每股收益(元)	0.33	0.66	1.22	2.29	3.94
每股净资产(元)	1.65	2.14	3.44	5.13	8.48

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	185.7	93.0	50.1	26.8	15.6
市净率(倍)	37.1	28.6	17.8	12.0	7.2
净利润率	27.2%	26.9%	24.7%	22.0%	26.5%
净资产收益率	20.0%	30.8%	35.6%	44.6%	46.4%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	1.0%	1.0%
ROIC	52.2%	55.9%	66.8%	82.3%	92.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**77.86元**

股价(2018-02-27) **61.22元**

### 交易数据

总市值(百万元)	26,945.19
流通市值(百万元)	10,345.16
总股本(百万股)	440.14
流通股本(百万股)	168.98
12个月价格区间	34.00/84.08元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.96	-0.65	93.17
绝对收益	10.93	-2.84	83.11

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

先导智能：拟受托管理微导纳米并获千万订单，培养业绩新增长极/王书伟	2017-12-25
先导智能：锂电设备龙头受益下游景气，业绩继续快速增长/王书伟	2017-10-31
先导智能：下游新能源车、分布式光伏均在发展快车道，三季度业绩继续快速增长/王书伟	2017-10-16
先导智能：新能源车产业趋势性崛起，锂电设备龙头业绩高增长符合预期/王书伟	2017-08-02

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	536.1	1,079.0	2,177.7	4,577.2	6,536.3	成长性					
减:营业成本	305.3	619.8	1,346.6	2,887.4	3,762.2	营业收入增长率	74.9%	101.3%	101.8%	110.2%	42.8%
营业税费	6.0	11.4	20.3	47.5	65.9	营业利润增长率	74.4%	106.4%	101.2%	98.3%	76.7%
销售费用	16.8	30.6	54.4	114.4	163.4	净利润增长率	122.2%	99.7%	85.3%	87.1%	72.0%
管理费用	78.1	142.3	217.8	457.7	653.6	EBITDA 增长率	66.9%	106.0%	97.1%	95.5%	75.4%
财务费用	-3.1	-3.6	-3.6	-5.1	-9.0	EBIT 增长率	70.7%	108.6%	102.5%	98.7%	76.7%
资产减值损失	5.8	14.1	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	72.2%	112.3%	104.9%	98.7%	76.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	98.1%	71.4%	61.3%	57.1%	53.0%
投资和汇兑收益	3.4	5.2	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	153.7%	29.6%	60.5%	49.0%	65.4%
营业利润	130.5	269.5	542.2	1,075.2	1,900.1	利润率					
加:营业外净收支	39.7	64.6	70.0	70.0	70.0	毛利率	43.0%	42.6%	38.2%	36.9%	42.4%
利润总额	170.3	334.1	612.2	1,145.2	1,970.1	营业利润率	24.4%	25.0%	24.9%	23.5%	29.1%
减:所得税	24.7	43.5	73.5	137.4	236.4	净利润率	27.2%	26.9%	24.7%	22.0%	26.5%
净利润	145.6	290.7	538.7	1,007.8	1,733.7	EBITDA/营业收入	25.6%	26.2%	25.6%	23.8%	29.3%
						EBIT/营业收入	23.8%	24.6%	24.7%	23.4%	28.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	75	57	31	15	10
						流动资产周转天数	87	105	103	91	108
						流动资产周转天数	695	600	555	557	546
						应收账款周转天数	82	56	140	130	140
						存货周转天数	320	280	260	290	276
						总资产周转天数	823	689	609	583	564
						投资资本周转天数	209	187	153	116	125
						投资回报率					
						ROE	20.0%	30.8%	35.6%	44.6%	46.4%
						ROA	8.5%	12.0%	10.9%	10.2%	16.3%
						ROIC	52.2%	55.9%	66.8%	82.3%	92.6%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
						管理费用率	14.6%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%
						财务费用率	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	17.1%	15.7%	12.3%	12.4%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	57.6%	60.9%	69.4%	77.1%	64.8%
						负债权益比	135.7%	155.9%	227.0%	336.8%	184.4%
						流动比率	1.53	1.42	1.35	1.25	1.50
						速动比率	0.87	0.72	0.73	0.56	0.80
						利息保障倍数	-41.74	-74.71	-150.63	-209.19	-210.16
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.12	-	0.60	0.59
						分红比率	60.7%	18.2%	0.0%	26.3%	14.9%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	1.0%	1.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	145.6	290.7	538.7	1,007.8	1,733.7	EPS(元)	0.33	0.66	1.22	2.29	3.94
加:折旧和摊销	11.1	19.2	19.6	20.9	22.3	BVPS(元)	1.65	2.14	3.44	5.13	8.48
资产减值准备	5.8	14.1	-	-	-	PE(X)	185.7	93.0	50.1	26.8	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	37.1	28.6	17.8	12.0	7.2
财务费用	-	-	-3.6	-5.1	-9.0	P/FCF	-276.5	-5,357.8	259.9	74.0	35.0
投资损失	-3.4	29.6	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	50.4	25.0	12.4	5.9	4.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	96.0	48.1	47.7	24.3	13.6
营运资金的变动	-229.7	-200.3	-427.0	-651.8	-952.4	CAGR(%)	90.6%	81.4%	101.8%	90.6%	81.4%
经营活动产生现金流量	216.9	105.2	126.8	370.8	793.6	PEG	2.0	1.1	0.5	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-353.1	-134.1	-19.0	-19.0	-19.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	263.2	-75.1	35.6	-250.2	-258.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王伟伟声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034