

2018年08月15日

中报业绩 3.3 亿(扣非增长 100%)符合预期, 看好全年高增长 买入 (维持)

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,177	3,790	5,980	8,397
同比(%)	101.8%	74.1%	57.8%	40.4%
归母净利润(百万元)	537	1,024	1,523	2,025
同比(%)	84.9%	90.5%	48.7%	32.9%
每股收益(元/股)	1.22	1.16	1.73	2.30
P/E(倍)	21.55	22.66	15.23	11.46

事件: 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营收 14.4 亿, 同比+131%; 实现归母净利润 3.3 亿, 同比+82.6%; 扣非归母净利润 3.26 亿, 同比大增 100%。

投资要点

- **预计全年业绩 10 亿, 泰坦业绩承诺超额完成:** 公司主营业务锂电池设备 12.1 亿 (+173%), 占营收的 84%, 基本和 2017 年一致; 泰坦收入 3.9 亿, 贡献 1.2 亿利润(全年业绩承诺为 1.25 亿, 中报超额完成), 由于合并抵消因素影响, 泰坦最终并表净利润为 0.8 亿; 若剔除泰坦并表影响, 先导本部上半年业绩增速 38.5%。按照先导历史收入利润结构分析, 中报净利润只占全年净利润的三分之一; 由此推算, 预计公司 2018 年全年净利润为 9.8 亿, 基本与我们此前预期(10 亿)一致。
- **预收账款略有下降, 存货基本持平:** H1 末公司预收账款为 13.8 亿, 环比 Q1 末减少 2.5 亿。根据 Q2 确认收入 7.8 亿(约 4.7 亿由预收款冲销), 可推算 Q2 新收预收账款约 2.2 亿。随着 CATL 招标的落地, 我们认为三季度公司的新接订单和预收账款情况会显著改善。存货为 26.7 亿, 环比 Q1 末 26.4 亿变动不大, 其中库存商品 20 亿(按以往惯例, 库存商品中大比例为发出商品)。
- **主营业务毛利率维持稳定, 期间费用控制良好:** H1 主营业务毛利率(锂电设备)为 42%, 同比-0.5pct, 基本维持稳定。H1 期间费用率为 14.1%, 同比-1.7pct, 主要系管理费用-1.85pct, 而研发费用占总收入的比例维持在 6%, 说明公司其他管理费用控制良好。净利率(22.7%)同比-6.05pct, 加权 ROE(11.8%)同比-6pct, 我们认为主要系公司合并报表的内部抵消影响了综合毛利率, 进而拉低净利率。
- **现金流主要受承兑汇票结算影响, Q2 单季有所改善。** 经营性现金流净额-7.2 亿, 环比 Q1 减少 2.3 亿: 客户主要使用承兑汇票支付(H1 应收票据 7 亿, 同比+195%, 环比+0.8 亿), 导致当期现金流入减少; 再加上兑付前期银行承兑汇票现金导致现金流出(H1 应付票据 6.8 亿, 环比减少 3 亿)。CATL 已于 6 月成功上市融资, 并且招标加速, 我们认为先导作为其最大的设备供应商, 将受益于其上市为产业链上下游带来的现金流改善。此外, 半年报还披露, 先导本部在 2017 年 4 月与珠海格力签订的 10 亿订单中, 部分产线已经调试完毕但未验收, 其余处于可调试状态, 我们预计随着这部分订单的验收, 公司的现金流也将改善。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2018-2020 年的净利润 10.24/15.23/20.25 亿, PE 为 23/15/11X。考虑到公司自身的高成长性和泰坦业绩有望超预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源车销量低于预期, 下游投资扩产情况低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.32
一年最低/最高价	23.19/43.67
市净率(倍)	7.62
流通 A 股市值(百万元)	12021.86

基础数据

每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	55.44
总股本(百万股)	881.66
流通 A 股(百万股)	456.76

相关研究

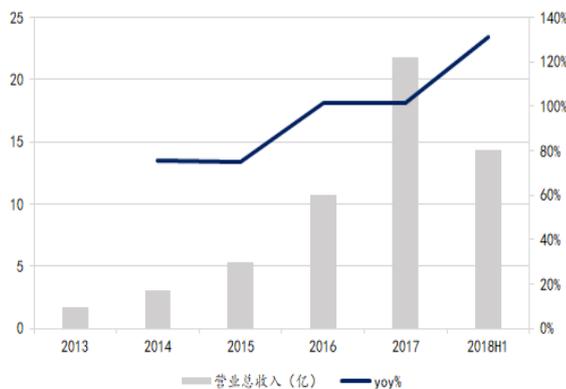
- 1、《先导智能 (300450): 5.4 亿整线订单落地! 正式转型整线设备供应商》2018-07-29
- 2、《先导智能 (300450): H1 预增 70%-100%, 看好 H2 持续高速增长》2018-07-10
- 3、《先导智能 (300450): 涂布机等新品面世, 成功转型整线供应商》2018-06-27

1. 预计全年业绩 10 亿，泰坦业绩承诺超额完成

公司主营业务锂电池设备实现收入 12.1 亿 (+173%)，占营收的 84%，基本和 2017 年一致。其中泰坦收入 3.9 亿，净利润 1.2 亿(全年业绩承诺为 1.25 亿，中报超额完成)，由于合并抵消因素影响，泰坦最终并表净利润为 0.8 亿；若剔除泰坦并表影响，先导本部上半年业绩增速 38.5%。

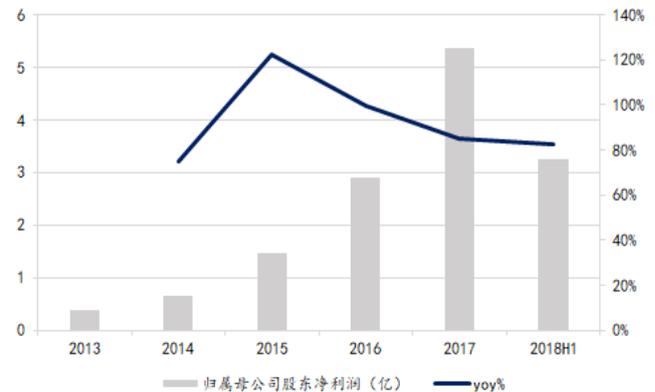
按照先导历史收入利润结构分析，中报净利润只占全年净利润的三分之一；由此推算，预计公司 2018 年全年净利润为 9.8 亿，基本与我们此前预期（10 亿）一致。

图 1：2018H1 营收同比增长 131%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2018H1 归母净利润同比增长 83%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

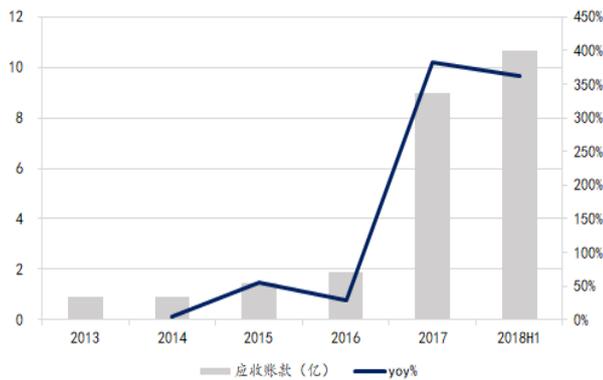
2. 预收账款略有下降，存货基本持平

H1 末公司应收账款为 10.7 亿，同比+363%，环比+13%，依旧持续增长。预收账款为 13.8 亿，环比 Q1 末减少 2.5 亿。根据 Q2 确认收入 7.8 亿（约 4.7 亿由预收款冲销），可推算 Q2 新收预收账款约 2.2 亿。

我们保守假设其中 50% 为新签订单所收到的预收账款，那么可以推算出公司 Q2 新接订单量约为 4-5 亿。随着 CATL 招标的落地，我们认为三季度公司的新接订单和预收账款情况会显著改善。

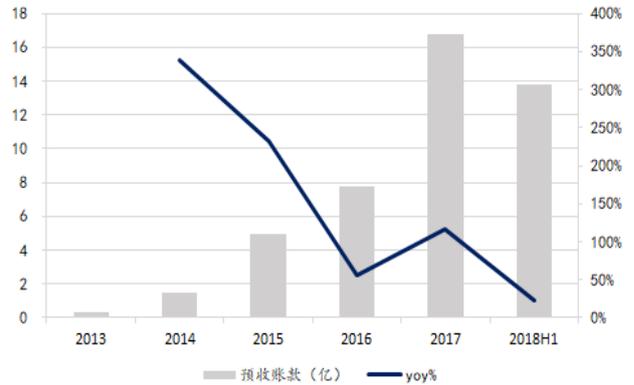
存货为 26.7 亿，环比 Q1 末 26.4 亿变动不大，其中库存商品 20 亿（按以往惯例，库存商品中大比例为发出商品）。

图 3：2018 年 H1 应收账款同比+363%，环比+13%



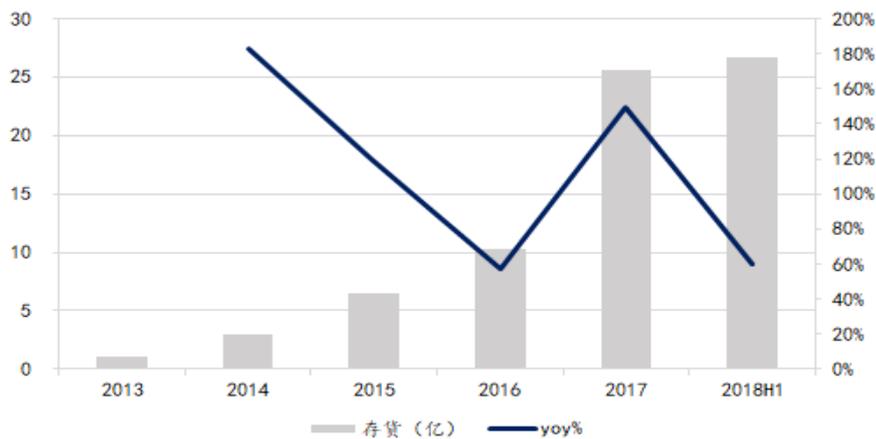
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2018 H1 预收账款为 13.8 亿，环比 Q1 末减少 2.5 亿



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2018 年 H1 存货达 26.7 亿，环比 Q1 末 26.4 亿变动不大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

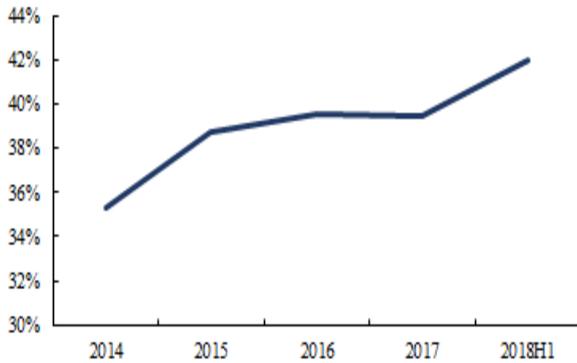
3. 主营业务毛利率维持稳定，期间费用控制良好

H1 主营业务毛利率（锂电设备）为 42%，同比-0.5pct，基本维持稳定。

期间费用率为 14.1%，同比-1.7pct，主要系管理费用率为 11.44%，同比-1.85pct，而研发费用占总收入的比例维持在 6%，说明公司其他管理费用控制良好。此外，销售费用率为 2.64%，同比+0.01pct，财务费用率为 0，同比+0.14pct。

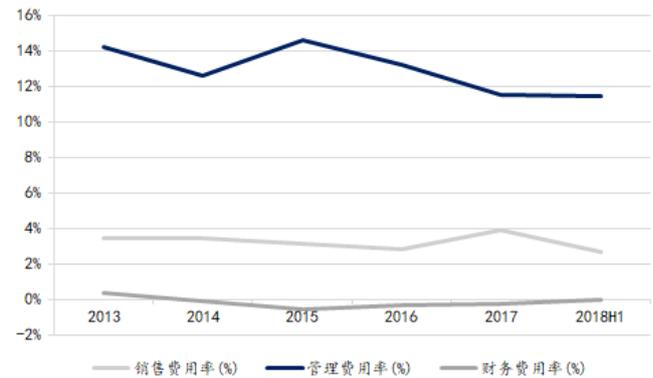
净利率（22.7%）同比-6.05pct，加权 ROE（11.8%）同比-6pct，我们认为主要系公司合并报表的内部抵消影响了综合毛利率，进而拉低净利率。

图 6：锂电设备毛利率维持高位



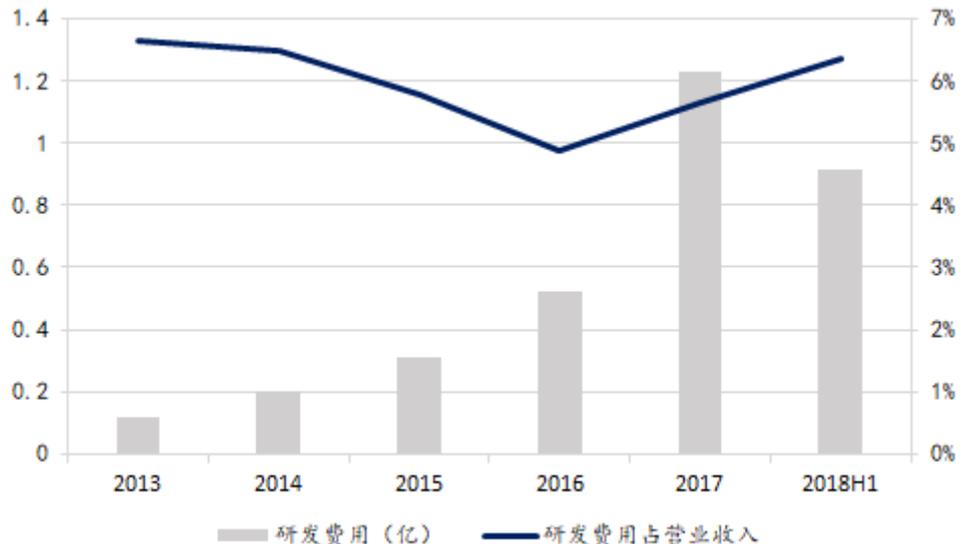
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：期间费用控制良好



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：研发投入维持在较高水平



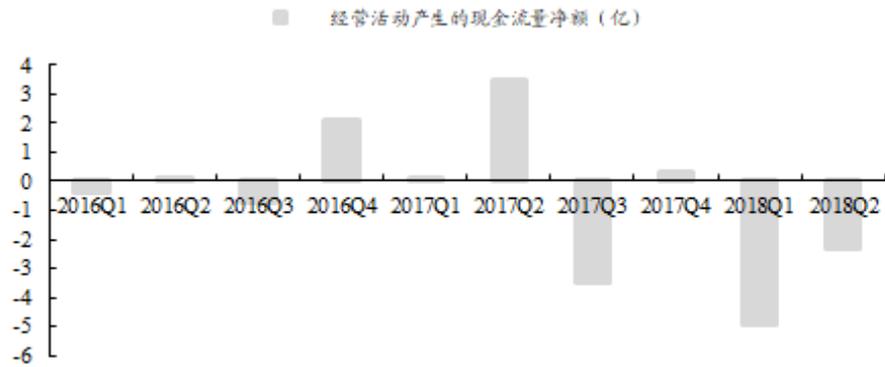
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 现金流主要受承兑汇票结算影响，Q2 单季有所改善

经营性现金流净额-7.2 亿，其中 Q2 单季为-2.3 亿，环比 Q1 单季 (-4.9 亿) 增加 2.6 亿，说明公司的现金流情况有所改善。客户主要使用承兑汇票支付 (H1 应收票据 7 亿，同比+195%，环比 Q1+0.8 亿)，导致当期现金流入减少；再加上兑付前期银行承兑汇票现金导致现金流出 (H1 应付票据 6.8 亿，环比 Q1 减少 3 亿)。

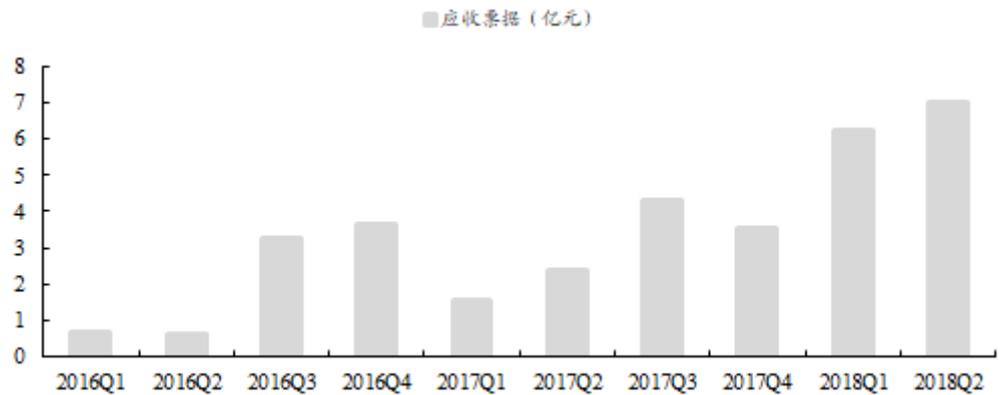
CATL 已于 6 月成功上市融资，并且招标加速，我们认为先导作为其最大的设备供应商，将受益于其上市为产业链上下游带来的现金流改善。此外，半年报还披露，先导本部在 2017 年 4 月与珠海格力签订的 10 亿订单中，部分产线已经调试完毕但未验收，其余处于可调试状态，我们预计随着这部分订单的验收，公司的现金流也将改善。

图 9：Q2 单季经营性现金流净额略有改善



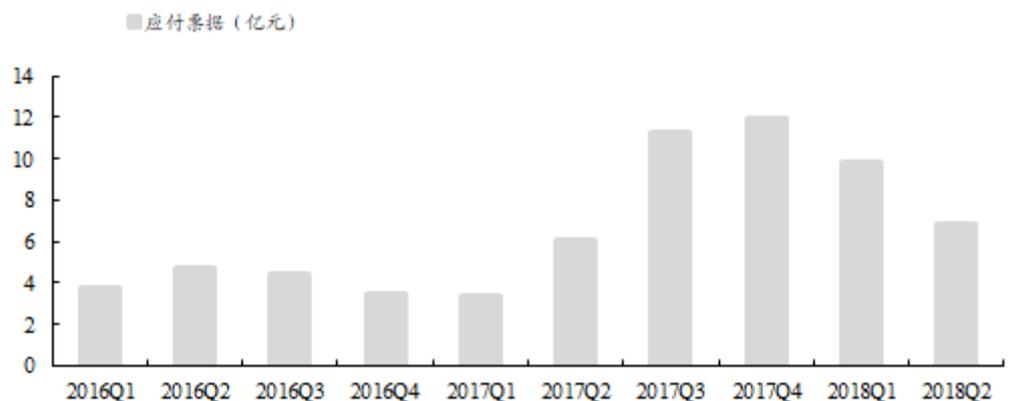
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2018 年以来应收票据显著增加



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2018 年以来应付票据在不断减少



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

我们预计 2018-2020 年的净利润是 10.24/15.23/20.25 亿，PE 为 23/15/11X。考虑到公司自身的高成长性和泰坦业绩有望超预期，维持“买入”评级。

先导智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5046	8336	11660	14474	营业收入	2177	3790	5980	8397
现金	867	1073	1796	2374	减:营业成本	1281	2210	3499	4928
应收账款	1268	2077	3277	4601	营业税金及附加	20	38	90	126
存货	2559	4239	4793	5400	营业费用	84	76	179	294
其他流动资产	352	947	1794	2099	管理费用	260	347	544	845
非流动资产	1605	1679	1702	1720	财务费用	-6	-22	-37	-56
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	46	0	0	0
固定资产	305	384	412	436	加:投资净收益	9	0	0	0
在建工程	96	44	28	23	其他收益	104	5	5	5
无形资产	165	159	154	148	营业利润	604	1147	1711	2265
其他非流动资产	1040	1092	1107	1112	加:营业外净收支	18	42	58	100
资产总计	6651	10015	13361	16194	利润总额	623	1189	1769	2365
流动负债	3708	6140	8100	9090	减:所得税费用	85	155	230	319
短期借款	50	20	30	50	少数股东损益	0	10	15	20
应付账款	1837	2967	4697	6616	归属母公司净利润	537	1024	1523	2025
其他流动负债	1821	3153	3373	2425	EBIT	540	1125	1674	2209
非流动负债	160	160	160	160	EBITDA	567	1160	1718	2260
长期借款	70	70	70	70					
其他非流动负债	90	90	90	90	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3869	6300	8260	9250	每股收益(元)	1.22	1.16	1.73	2.30
少数股东权益	0	10	26	46	每股净资产(元)	6.32	4.20	5.76	7.82
归属母公司股东权益	2782	3704	5075	6898	发行在外股份(百万股)	440	882	882	882
负债和股东权益	6651	10015	13361	16194	ROIC(%)	24.2%	29.5%	34.9%	35.7%
					ROE(%)	19.3%	27.6%	30.0%	29.4%
					毛利率(%)	40.2%	40.7%	40.0%	39.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	24.7%	27.0%	25.5%	24.1%
经营活动现金流	31	402	933	829	资产负债率(%)	58.2%	62.9%	61.8%	57.1%
投资活动现金流	-345	-63	-67	-69	收入增长率(%)	101.8%	74.1%	57.8%	40.4%
筹资活动现金流	645	-132	-142	-183	净利润增长率(%)	84.9%	90.5%	48.7%	32.9%
现金净增加额	331	206	723	577	P/E	21.55	22.66	15.23	11.46
折旧和摊销	26	36	44	51	P/B	4.16	6.26	4.57	3.36
资本开支	-108	-63	-67	-69	EV/EBITDA	27.27	15.41	11.55	9.22
营运资本变动	-1110	-669	-650	-1267					

数据来源: 贝格数据, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

