

银隆（格力）订单获重大进展，预计 Q3 确认收入

买入（维持）

2018年09月09日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,177	4,100	6,100	8,100
同比（%）	101.8%	88.3%	48.8%	32.8%
归母净利润（百万元）	537	803	1,274	1,797
同比（%）	84.9%	49.5%	58.6%	41.0%
每股收益（元/股）	1.22	0.91	1.45	2.04
P/E（倍）	18.92	25.36	15.99	11.34

投资要点

■ 与格力签署备忘录，将金额调整为原订单的 86%，Q3 确认全部收入

公司 2017 年 4 月与格力签订的合同总计为 20.33 亿（本部 11.25 亿+泰坦 9.08 亿）。在 2017 年年报中已披露根据项目实际建设需求和产线调减 1.12 亿至 19.21 亿。

现双方签订《商谈备忘录》，将合同金额调整为 16.46 亿（本部 8.98 亿+泰坦 7.48 亿），为原合同金额的 86%。格力将于 9 月 30 日前出具验收报告并于 10 日内用商业承兑汇票支付。承兑汇票预计 2019 年兑付，届时经营现金流将大幅改善。

■ 订单利润空间还有 11%，超市场此前预期

由于银隆负面消息较多，市场此前预期格力（银隆）订单将全部计提坏账，也是导致股价下跌的重要因素。而我们始终强调该订单是格力背书，风险较小，目前事情得到了较为圆满的解决。订单价格调整后，预计该订单净利率为 11%，增厚约 1.6 亿净利润，大幅好于市场预期。当前，先导的最大利空已出尽，我们认为格力订单的付款方式落地有望显著提振市场信心。

■ 行业订单招标进入拐点，公司订单高增长可期

行业经历 2016-2017 年的二三线电池厂大跃进，2017 年以来行业处于洗牌出清过程。随着大众、奔驰宝马数千亿元长协订单落地，国际电池龙头进入扩产新周期。

行业扩产进入拐点，CATL 预计 Q3 招标 24 条线，先导设备订单占比有望达 50%，预计新接订单将超 25 亿元。时代上汽 36GW 项目近期启动，预计年末或开启 10 条线招标。我们预计公司 2018 年新接订单有望超 50 亿元，同比+25%。

此外，随着双积分制的推行，我们看好海外电池龙头 LG、三星、松下、特斯拉在国内建厂，对应 2018-2020 年设备投资超 700 亿元。公司作为少数进入全球龙头电池厂供应体系的设备公司，未来订单高增长可期。

■ 盈利预测与投资评级

按照公司的正常盈利水平，原先预计格力订单能获利 4.14 亿，现约获利 1.56 亿，这部分净利润减少（2.58 亿）将在 2018 年的利润表里体现。

考虑到根据我们之前对公司的盈利预测（2018 年 10.24 亿）以及公司的股权激励计划（行权条件是 2018 年扣非净利润不低于 7.7 亿），我们调整 2018-2020 年的净利润为 8.0 亿/12.7 亿/18.0 亿，对应 PE 为 25/16/11 倍。

尽管我们下调了盈利预测，但这次事件本质上是好于市场预期，大大减轻了市场对先导盈利的担心，加上我们对公司未来两年业绩的高增长预期，我们仍然维持“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)	23.11
一年最低/最高价	21.64/43.67
市净率(倍)	6.69
流通 A 股市值(百万元)	10555.67

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)：中报业绩 3.3 亿（扣非增长 100%）符合预期，看好全年高增长》2018-08-15

2、《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

3、《先导智能 (300450)：H1 预增 70%-100%，看好 H2 持续高增长》2018-07-10

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	9377	11828	13682	营业收入	2177	4100	6100	8100
现金	867	2500	1200	1909	减:营业成本	1281	2632	3621	4845
应收账款	1268	2246	3342	4438	营业税金及附加	20	41	122	121
存货	2559	3606	5456	5309	营业费用	84	119	244	227
其他流动资产	352	1025	1830	2025	管理费用	260	444	695	880
非流动资产	1605	1679	1702	1720	财务费用	-6	-44	-45	-35
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	913	1468	2067
其他非流动资产	1040	1092	1107	1112	加:营业外净收支	18	20	20	20
资产总计	6651	11056	13530	15402	利润总额	623	933	1488	2087
流动负债	3708	7382	8696	8932	减:所得税费用	85	121	201	271
短期借款	50	20	192	50	少数股东损益	0	8	13	18
应付账款	1837	3534	4861	6504	归属母公司净利润	537	803	1274	1797
其他流动负债	1821	3828	3643	2379	EBIT	540	869	1424	2032
非流动负债	160	160	160	160	EBITDA	567	905	1468	2082
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	7542	8856	9093	每股收益(元)	1.22	0.91	1.45	2.04
少数股东权益	0	8	21	39	每股净资产(元)	6.32	3.98	5.28	7.11
归属母公司股东权益	2782	3505	4652	6270	发行在外股份(百万股)	440	882	882	882
负债和股东权益	6651	11056	13530	15402	ROIC(%)	24.2%	30.1%	35.0%	32.6%
					ROE(%)	19.3%	22.9%	27.4%	28.7%
					毛利率(%)	40.2%	34.8%	38.6%	38.7%
					销售净利率(%)	24.7%	19.6%	20.9%	22.2%
					资产负债率(%)	58.2%	68.2%	65.5%	59.0%
					收入增长率(%)	101.8%	88.3%	48.8%	32.8%
					净利润增长率(%)	84.9%	49.5%	58.6%	41.0%
					P/E	18.92	25.36	15.99	11.34
					P/B	3.66	5.81	4.38	3.25
					EV/EBITDA	24.78	19.58	12.96	9.25
现金流量表 (百万元)									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	31	1806	-1277	1100					
投资活动现金流	-345	-63	-67	-69					
筹资活动现金流	645	-110	44	-322					
现金净增加额	331	1633	-1300	709					
折旧和摊销	26	36	44	51					
资本开支	-108	-63	-67	-69					
营运资本变动	-1110	959	-2609	-766					

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>

