

先导智能 (300450)

证券研究报告

2018年10月29日

业绩超预期，单季度现金流大幅改善

2018Q3 延续高速增长，高度重视合并报表评估增值对于毛利率的影响。公司三季报发布，前三季度营业收入为 26.96 亿元，同比+157.26%；归母净利润为 5.47 亿元，同比+96.37%。EPS 为 0.62 元，ROE 为 19.98%，经营活动产生的现金流量净额为-5.04 亿元。公司前三季度毛利率为 37.05%，净利率为 20.29%，同比分别下降 4.95、6.29 个百分点。毛利率、净利率下降主要原因是银隆订单的 86 折折扣的影响。其次收购泰坦、合并报表评估增值导致的成本上升，这一点对毛利率也有影响，但是本期影响较小，评估增值的影响在本期约为 1000 万元

公司费用控制较好，销售费用率、管理费用率均有下降。公司费用控制较好，净利率下降幅度大于毛利率下降幅度主要原因是去年非经常前三季度中包含的非经常性损益较多。前三季度期间费用率为 15.38%，同比下降 2.61 个百分点，其中销售费用率、管理费用率分别为 3.10%、11.98%，分别下降 0.44、2.64 个百分点。财务费用率为 0.31%，同比上升 0.48 个百分点，主要是因为本期增加新增了短期借款 2 亿元、长期借款 1.1 亿元，利息支出增加所致。

经营性现金流大幅改善，单季度净流入 2.17 亿元。本期经营性净现金流出为 5.04 亿，相较于 H1 大幅改善，单季度净流入 2.17 亿元。公司本期应收款项为 21.59 亿元，应收账款及应收票据分别为 7.42、14.18 亿元，同比分别增 229.0%、114.5%，票据大幅增长原因主要是银隆确认收入以商业承兑汇票方式为主。单季度现金流改善的原因，我们分析为：1) 从流出来看，本期购买商品及接受劳务所付出的现金为 4.18 亿元，远小于本期营业成本 8.16 亿元；2) 从流入来看，单季度销售商品、提供劳务的现金流入为 8.43 亿元，这主要是本期预收款增加较多。

前瞻指标良好，预计锂电设备本期发货值 8.2 亿元。公司 Q3 存货为 23.31 亿元，对应本期发出商品约为 17.41 亿元，估计锂电设备本期的发货值为 8.2 个亿左右，对应明年 Q2 收入。在手订单持续增长，2019 年业绩支撑坚实。今年以来公司公告泰能订单金额为 5.36 亿，第一大客户宁德时代近期新增 9.15 亿订单，以及南京塔菲尔、芜湖天翼和重庆金康等新进入者合计约 10 亿的订单，我们判断公司 2018 全年新签订单有望达 50 亿以上，同时结合存货周转天数和公司生产周期来看，我们判断此部分订单将于 2018 年底至 2019 年陆续确认，有力支撑明年业绩。

盈利预测与投资评级：根据年报指引、此次协议以及 2018 年 H1 末公司预收账款、存货以及在手订单情况，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 8.0、12.5、15.2 亿元，对应 PE 为 26.1、16.7、13.7X。公司轻装上阵、现金流有望在明年大幅改善，继续维持买入评级。

风险提示：新能源政策大幅变动、本年度招标大幅不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,078.98	2,176.90	4,148.73	5,418.01	6,557.73
增长率(%)	101.26	101.75	90.58	30.59	21.04
EBITDA(百万元)	283.21	529.70	922.86	1,465.10	1,778.47
净利润(百万元)	290.65	537.50	800.79	1,254.66	1,522.28
增长率(%)	99.68	84.93	48.98	56.68	21.33
EPS(元/股)	0.33	0.61	0.91	1.42	1.73
市盈率(P/E)	71.89	38.88	26.09	16.65	13.73
市净率(P/B)	22.13	7.51	5.41	4.29	3.43
市销率(P/S)	19.37	9.60	5.04	3.86	3.19
EV/EBITDA	48.14	45.85	22.97	13.97	11.84

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	23.70 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	881.66
流通 A 股股本(百万股)	485.45
A 股总市值(百万元)	20,895.32
流通 A 股市值(百万元)	11,505.21
每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	56.76
一年内最高/最低(元)	87.50/20.08

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

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:公告 CATL 9.15 亿中标合同，银隆问题解决，公司轻装上阵值得期待【天风机械】》 2018-09-14
- 2 《先导智能-公司点评:银隆回款问题化解，公司本年度业绩不确定性有效弱化》 2018-09-10
- 3 《先导智能-半年报点评:半年报业绩符合预期，受益下半年大规模招标开启!》 2018-08-16



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	212.73	866.79	331.90	1,051.27	524.62
应收账款	190.05	914.69	1,851.13	1,760.88	2,610.94
预付账款	10.55	78.89	114.22	128.04	172.91
存货	1,026.62	2,559.07	4,125.58	4,781.14	5,967.14
其他	645.84	626.49	1,770.82	1,646.96	2,296.08
流动资产合计	2,085.79	5,045.93	8,193.65	9,368.28	11,571.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	183.70	208.92	274.16	314.67	336.88
在建工程	17.46	95.76	75.46	63.27	43.96
无形资产	107.01	164.97	154.64	144.31	133.98
其他	21.79	1,135.53	1,122.40	1,119.58	1,115.71
非流动资产合计	329.96	1,605.18	1,626.66	1,641.83	1,630.53
资产总计	2,415.75	6,651.10	9,820.31	11,010.11	13,202.23
短期借款	0.00	50.00	427.06	480.00	543.61
应付账款	289.78	660.93	863.70	1,141.12	1,281.54
其他	1,176.72	2,997.46	4,393.44	4,307.65	5,065.28
流动负债合计	1,466.49	3,708.39	5,684.20	5,928.77	6,890.44
长期借款	0.00	70.00	237.88	170.00	170.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.18	90.31	33.66	43.05	55.67
非流动负债合计	5.18	160.31	271.54	213.05	225.67
负债合计	1,471.67	3,868.70	5,955.74	6,141.82	7,116.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	408.00	440.14	881.66	881.66	881.66
资本公积	82.92	1,404.66	1,404.66	1,404.66	1,404.66
留存收益	536.07	2,342.27	2,982.91	3,986.63	5,204.46
其他	(82.92)	(1,404.66)	(1,404.66)	(1,404.66)	(1,404.66)
股东权益合计	944.07	2,782.41	3,864.57	4,868.29	6,086.12
负债和股东权益总	2,415.75	6,651.10	9,820.31	11,010.11	13,202.23

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	290.65	537.50	800.79	1,254.66	1,522.28
折旧摊销	19.18	30.46	35.40	42.00	47.43
财务费用	0.00	0.00	(13.00)	(10.37)	(11.82)
投资损失	29.60	(9.05)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(200.31)	(401.99)	(2,127.49)	(251.35)	(1,815.53)
其它	(33.92)	(125.98)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	105.20	30.94	(1,324.29)	1,014.93	(277.64)
资本支出	132.00	1,195.16	126.65	50.61	27.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(266.11)	(1,540.02)	(176.65)	(90.61)	(47.38)
投资活动现金流	(134.11)	(344.86)	(50.00)	(40.00)	(20.00)
债权融资	0.00	120.00	664.93	650.00	713.61
股权融资	3.56	1,359.69	454.62	10.41	11.87
其他	(78.67)	(834.44)	(280.16)	(915.97)	(954.49)
筹资活动现金流	(75.11)	645.25	839.40	(255.56)	(229.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(104.01)	331.33	(534.89)	719.37	(526.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,078.98	2,176.90	4,148.73	5,418.01	6,557.73
营业成本	619.82	1,281.27	2,673.86	3,206.42	3,869.38
营业税金及附加	11.38	20.22	37.34	52.08	60.99
营业费用	30.64	84.10	103.72	140.43	169.98
管理费用	142.28	251.18	456.36	595.98	721.35
财务费用	(3.56)	(5.81)	(13.00)	(10.37)	(11.82)
资产减值损失	14.10	45.96	10.00	20.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.18	9.05	20.00	20.00	20.00
其他	(10.36)	(113.28)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	269.50	604.22	900.45	1,433.47	1,742.86
营业外收入	101.43	29.58	30.00	30.00	30.00
营业外支出	36.82	11.11	10.00	13.00	13.00
利润总额	334.11	622.68	920.45	1,450.47	1,759.86
所得税	43.46	85.18	119.66	195.81	237.58
净利润	290.65	537.50	800.79	1,254.66	1,522.28
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	290.65	537.50	800.79	1,254.66	1,522.28
每股收益(元)	0.33	0.61	0.91	1.42	1.73

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	101.26%	101.75%	90.58%	30.59%	21.04%
营业利润	106.44%	124.20%	49.03%	59.19%	21.58%
归属于母公司净利润	99.68%	84.93%	48.98%	56.68%	21.33%
获利能力					
毛利率	42.56%	41.14%	35.55%	40.82%	41.00%
净利率	26.94%	24.69%	19.30%	23.16%	23.21%
ROE	30.79%	19.32%	20.72%	25.77%	25.01%
ROIC	55.90%	72.80%	38.75%	29.54%	33.73%
偿债能力					
资产负债率	60.92%	58.17%	60.65%	55.78%	53.90%
净负债率	72.94%	45.25%	74.57%	101.86%	72.96%
流动比率	1.42	1.36	1.44	1.58	1.68
速动比率	0.72	0.67	0.72	0.77	0.81
营运能力					
应收账款周转率	6.41	3.94	3.00	3.00	3.00
存货周转率	1.28	1.21	1.24	1.22	1.22
总资产周转率	0.52	0.48	0.50	0.52	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.61	0.91	1.42	1.73
每股经营现金流	0.12	0.04	-1.50	1.15	-0.31
每股净资产	1.07	3.16	4.38	5.52	6.90
估值比率					
市盈率	71.89	38.88	26.09	16.65	13.73
市净率	22.13	7.51	5.41	4.29	3.43
EV/EBITDA	48.14	45.85	22.97	13.97	11.84
EV/EBIT	51.26	48.26	23.89	14.38	12.17

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com