

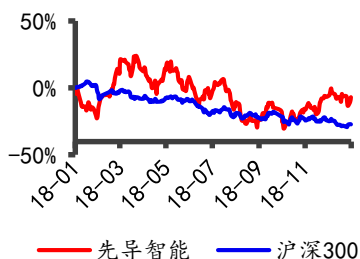
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	28.70
52周最高(元)	39.36
52周最低(元)	20.08
总市值(亿元)	253
流通市值(亿元)	139
总股本(亿股)	8.82
流通股本(亿股)	4.85
每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	56.76

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

国内高端锂电设备龙头，短期业绩、减持扰动明显

——先导智能（300450）

核心观点

● **国内高端锂电池设备龙头企业，短期业绩扰动、股份减持使股价承压。**公司于2002年成立，2015年登陆创业板，为锂电池、光伏电池/组件、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的生产制造商提供高端全自动智能装备及解决方案，主要产品包括自动卷绕机、分切机以及自动化制绒/刻蚀清洗上/下料机。2017年公司实现营业收入21.77亿元，同比增长101.75%；实现归母净利润约5.38亿元，同比增长84.93%，各业务营收占比分别为：锂电池设备83.7%、光伏自动化生产配套设备10.7%、薄膜电容器设备1.9%以及其他业务3.7%。历史业绩方面，2013-2017年间公司营收、归母净利复合增速分别为87.9%、94.6%，成长性良好；此期间公司毛利率、净利率均值分别为42.97%、24.34%，但进入2018年后两项指标承压，边际下滑明显。目前的主要看点在于：1) 国内方面，尽管短期受下游电池产能结构性过剩影响，边际需求减弱，但中期来看，新能源汽车前景明确，公司锂电池设备业绩贡献占比超八成，其下游动力锂电池应用需求预期确定、弹性较大；2) 国家逐步放开外资在国内新能源领域的投资限制，后续外企进入国内进行业务布局，有望提供电池设备国产化替代需求。

● **新能源汽车中期前景乐观，将有力支撑锂电池设备需求。**从新能源汽车产业链来看，包括上游矿产资源、中游的“电池、电机、电控”、下游的整车以及后端的基础设施、电池回收等，公司锂电池设备主要服务于中游的电池。整条产业链的核心驱动因素在于新能源汽车终端需求，而目前来看明确的政策指引为产业链的中期景气奠定了需求基础。根据2017年出台的《汽车产业中长期发展规划》，到2020年新能源汽车年产销要达到200万辆，到2025年新能源汽车产销占比20%以上，政策指引新能源汽车良好增长预期。我们认为，在新能源汽车终端需求的带动下，产业链整体中期景气确定性较高，而公司作为电池设备提供商也将是主要受益者。

● **短期下游电池产能结构性过剩，或影响公司业绩释放。**行业方面，受制于近年来电池厂商新建产能释放影响，公司下游动力电池产能出现较为严重的结构性过剩局面，相关数据显示2017年中国动力电池产能已经超过200GWh，但总体产能利用率却只有40%，主要表现为低端产能过剩与高端产能不足共存，公司锂电池设备定位高端，同时进口替代亦有空间，受国内需求端产能过剩影响应较小。公司端来看，边际业

绩承压与股东解禁带来了短期冲击：1) 公司产品属专用自动化设备，具有定制化特征，实行“以销定产”生产模式，2018 年以来公司 Q1/H1/Q1-Q3 存货同比增长率分别为+103.2%、+60.1%、-11.6%，同期毛利率依次为 42.1%、38.8%、37.1%，预收账款也出现季度梯次下滑。我们认为，一方面受 17Q3 收购泰坦新动力并表节点影响，另一方面也表明公司存在业绩增速、盈利能力下滑迹象，短期业绩扰动或难避免；2) 2018 年以来，上海祺嘉、嘉鼎投资陆续减持，对公司二级市场股价造成较大影响。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元和 1.52 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 32.3 倍、24.1 倍和 18.9 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新能源车销量不达预期，影响电池企业扩张需求；股东持续减持；泰坦业绩不达预期，商誉减值风险。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,177	3,732	4,918	6,304
增长率 (%)	101.8%	71.4%	31.8%	28.2%
净利润 (百万元)	538	783	1,049	1,340
增长率 (%)	84.9%	45.6%	34.0%	27.7%
EPS (元)	0.61	0.89	1.19	1.52

财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	867	1,211	1,391	1,704	营业收入	2,177	3,732	4,918	6,304
交易性金融资产	-	-	-	-	营业成本	1,281	2,330	3,034	3,907
应收及预付	1,329	2,279	3,003	3,849	营业税金及附加	20	22	30	38
其他应收款	18	33	33	33	销售费用	84	116	152	195
存货	2,559	2,312	3,085	4,033	管理费用	251	203	267	343
其他流动资产	273	236	236	236	研发费用	-	244	331	416
流动资产合计	5,046	6,071	7,749	9,855	财务费用	-6	12	23	24
长期投资	-	-	-	-	资产减值损失	46	8	10	13
固定资产	209	304	456	631	其他收益	95	94	124	159
无形资产	165	141	186	239	投资净收益	9	6	8	11
其他非流动资产	1,231	1,303	1,355	1,416	公允变动收益	-	-	-	-
非流动资产合计	1,605	1,748	1,998	2,286	资产处置收益	-0	-	-	-
资产总计	6,651	7,819	9,746	12,141	汇兑净收益	-	-	-	-
短期借款	50	686	678	724	营业利润	604	898	1,204	1,537
应付及预收	3,511	3,009	3,966	5,083	加: 营业外收入	30	15	19	25
其他流动负债	148	290	290	290	减: 营业外支出	11	5	7	9
流动负债	3,708	3,985	4,934	6,097	利润总额	623	907	1,216	1,554
长期借款	70	240	316	405	减: 所得税	85	125	167	213
应付债券	-	-	-	-	净利润	538	783	1,049	1,340
其他非流动负债	90	81	81	81	减: 少数股东损益	-	-	-	-
非流动负债	160	321	397	486	归属母公司净利	538	783	1,049	1,340
负债合计	3,869	4,305	5,331	6,583	主要财务比率				
股本	440	882	882	882	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
资本公积	1,405	1,013	1,013	1,013	毛利率	41.1%	37.6%	38.3%	38.0%
留存收益	938	1,619	2,521	3,664	净利率	24.7%	21.0%	21.3%	21.3%
母公司所有者权益	2,782	3,513	4,415	5,558	净资产收益率	19.3%	22.3%	23.8%	24.1%
少数股东权益	-	-	-	-	市盈率 (倍)	60.24	32.32	24.12	18.88
负债和股东权益	6,651	7,819	9,746	12,141	市净率 (倍)	9.01	7.20	5.73	4.55
现金流量表摘要					EPS	0.61	0.89	1.19	1.52
会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	每股净资产 (元/股)	3.16	3.99	5.01	6.30
经营现金流净额	31	-331	627	815	经营现金流 (元/股)	0.04	(0.38)	0.71	0.92
投资现金流净额	-345	-135	-285	-339					
筹资现金流净额	645	885	-102	-87					

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。