

# 扣非净利润预增 49%-81%，高基数下维持高增长

买入 (维持)

2019 年 01 月 30 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

研究助理 朱贝贝

[zhubb@dwzq.com.cn](mailto:zhubb@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	5,200	6,300
同比 (%)	101.8%	88.3%	26.8%	21.2%
归母净利润 (百万元)	537	802	1,155	1,522
同比 (%)	84.9%	49.1%	44.1%	31.8%
每股收益 (元/股)	1.22	0.91	1.31	1.73
P/E (倍)	24.24	32.56	22.60	17.14

**事件:** 公司发布 2018 年全年业绩预告, 预计实现归母净利润 6.7-8.3 亿, 同比增长 25%—55%。

## 投资要点

### ■ 业绩符合预期, 高基数下维持高增长

(1) **预计 2018 年收入情况基本符合预期。**假设按照全年平均 20% 的销售净利率计算, 归母净利润区间所对应的收入为 33.5-41.5 亿, 同比 2017 年收入 (21.77 亿) 增长 54%-91%, 符合我们之前预期。下游锂电池行业持续快速发展+新客户拓展顺利+泰坦并表范围扩大到全年, 助力公司业绩持续高增长。

(2) **存货增值摊销+银隆订单影响 2018 年盈利水平,** 我们预计毛利率和净利率下降 4-5pct, 2019 年影响因素消除后公司整体盈利能力将回到正常水平。

(3) **扣除非经常损益的影响, 公司 2018 年实现扣非归母净利润 7.7 亿-9.3 亿, 同比增长 49.2%-80.6%。**2018 年发生非经常性损益-9,445 万。主要系公司根据全资子公司泰坦新动力 2018 年业绩计提超额业绩奖励, 影响合并净利润, 金额约-13,500 万。按照泰坦 2018 年的业绩承诺 (1.25 亿) 和先导收购泰坦时承诺的超额业绩计提比例 50%, 我们计算得到 2018 年泰坦实现净利润 3.95 亿, 业绩承诺完成比例达 316%, 协同效应大超预期!

(4) **股权激励行权条件有望超额完成。**根据公司的股权激励方案, 2018 年的行权条件是以 2017 年扣非净利润 (5.1 亿) 为基数 2018 年不低于 50% 的高增速, 即 2018 年扣非归母净利需达到 7.7 亿以上; 而实际扣非净利润区间 (7.7 亿-9.3 亿) 的下限便已基本达成行权条件, 按照公司一贯的保守口径, 我们认为实际业绩有望超额完成。

### ■ 与特斯拉、Northvolt 等国际龙头合作接连落地, 全球锂电设备龙头霸主地位继续巩固

(1) **2018 年 12 月中标特斯拉中试线订单, 强强合作拉开序幕:** 中标订单金额 4300 万人民币, 虽然金额较小, 但我们预计先导和特斯拉的直接合作只是刚刚开始, 特斯拉美国超级工厂对应 105GWh (包括动力和储能), 按照单 GWh 设备投资 5 亿元估算, 对应总设备投资空间约为 500 亿元 (目前预计已经达产 20GWh), 届时先导智能有望获得更大规模的订单。

(2) **2019 年 1 月与 Northvolt 签订战略合作框架协议, 绑定海外客户再下一子:** 双方计划在未来进行约 19.39 亿的业务合作。Northvolt 公司主要为特斯拉前高管创业成立, 目标是在 2023 年电池生产量能够达到相当于 32GWh, 总设备投资额或达到 120-160 亿元。先导智能作为其重要的设备供应商 (2018 年的合同金额共计 4461 万元), 在未来 2-3 年将会显著受益。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2018-2020 年的净利润为 8.0 亿/11.6 亿/15.2 亿, 对应 PE 为 33/23/17 倍, 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)	29.60
一年最低/最高价	20.08/39.36
市净率(倍)	8.05
流通 A 股市值(百万元)	14369.38

## 基础数据

每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	56.76
总股本(百万股)	881.66
流通 A 股(百万股)	485.45

## 相关研究

- 1、《先导智能 (300450): 与 Northvolt 签订战略合作框架协议, 巩固全球设备龙头地位》2019-01-30
- 2、《先导智能 (300450): 先导智能中标特斯拉订单, 强强合作拉开序幕》2018-12-27
- 3、《先导智能 (300450): Q3 单季现金流大幅好转, 单季收入创新高》2018-10-25

## 1. 业绩符合预期，高基数下维持高增长

(1) **预计 2018 年收入情况基本符合预期。**假设按照全年平均 20% 的销售净利率计算，公司 2018 年归母净利润所对应的收入为 33.5-41.5 亿，同比 2017 年收入 (21.77 亿) 增长 54%-91%，符合我们之前预期。下游锂电池行业持续快速发展+新客户拓展顺利+泰坦并表范围扩大到全年，助力公司业绩持续高增长。

(2) **存货增值摊销+银隆订单影响 2018 年盈利水平**，我们预计毛利率和净利率下降 4-5pct，2019 年影响因素消除后公司整体盈利能力将回到正常水平。

(3) **扣除非经常损益的影响，公司 2018 年实现扣非归母净利润 7.7 亿-9.3 亿，同比增长 49.2%-80.6%。**报告期内公司非经常性损益对净利润的影响金额约为 -9,445 万。主要系公司根据全资子公司泰坦新动力 2018 年度业绩计提超额业绩奖励，影响公司合并净利润，金额约为 -13,500 万。按照泰坦 2018 年的业绩承诺 (1.25 亿) 和先导收购泰坦时承诺的超额业绩计提比例 50%，我们计算得到 2018 年泰坦实现净利润 3.95 亿，业绩承诺完成比例达 316%，协同效应大超预期！

(4) **股权激励行权条件有望超额完成。**根据公司的股权激励方案，2018 年的行权条件是以 2017 年扣非净利润 (5.1 亿) 为基数 2018 年不低于 50% 的高增速，即 2018 年扣非归母净利润需达到 7.7 亿以上；而实际扣非净利润区间 (7.7 亿-9.3 亿) 的下限便已基本达成行权条件，按照公司一贯的保守口径，我们认为实际业绩有望超额完成。

表 1：先导本部与泰坦的业绩拆分 (单位：亿元)

	2017	2018 取中值	2018 取上限
合并归母净利润	5.38	7.5	8.3
本部利润	5.06	4.9	5.7
泰坦利润	1.21	3.95	3.95
业绩奖励返还	0.08	1.35	1.35
泰坦实际贡献利润	0.32	2.6	2.6

备注 1：泰坦 2017-2019 年业绩承诺分别为 1.05 亿、1.25 亿、1.45 亿，2018 年实现净利润 3.95 亿；

备注 2：超额完成业绩承诺部分，先导返还 50% 作为业绩奖励 (2018 年为 1.35 亿)，计入合并报表非经常损益；

备注 3：2017 年泰坦实际贡献净利润为并表 4 个月的净利润扣除业绩奖励。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(5) **本部业绩增速相对趋缓，主要由 2017 年新接订单决定。**从先导本部与泰坦的业绩拆分来看，泰坦贡献净利润实现成倍增长；而本部利润在业绩区间取中值的情况下，比 2017 年略有下降，若取业绩区间上限，则同比增长 13%。这主要系 2017 年先导本部与泰坦的新接订单都在 20 亿左右，2018 年确认的收入主要由这部分订单决定，故 2018 年本部业绩增速相对趋缓。

## 2. 与特斯拉、Northvolt 等国际龙头合作接连落地，全球锂电设备龙头霸主地位继续巩固

### 2.1. 2018 年 12 月中标特斯拉中试线订单，强强合作拉开序幕

公司于 2018 年 12 月与特斯拉签下“卷绕机、圆柱电池组装线及化成分容系统等锂电池生产设备”的《采购合同》，合同金额约为 4300 万元人民币。此次中标的订单，先导是和美国特斯拉总部直接签署，将会用于美国基地【中试线】的电池生产。虽然此次订单金额较小，但我们预计先导和特斯拉的直接合作只是刚刚开始，特斯拉美国超级工厂对应 105GWh（包括动力和储能），按照单 GWh 设备投资 3-5 亿元估算，对应总设备投资空间约为 300-500 亿元（目前预计已经达产 20GWh）。同时特斯拉 11 月宣布在上海建设 3 号超级工厂（年产 50 万辆 model3，电池需求 40GWh）电池会采购【多家公司】，也不排除直接生产电池。我们预计届时先导智能有望获得更大规模的订单。

### 2.2. 2019 年 1 月与 Northvolt 签订战略合作框架协议，绑定海外客户再下一子

双方计划在未来进行约 19.39 亿元的业务合作，具体合同视项目情况另行商定。先导智能向提供 Northvolt 的设备（包括但不限于单台设备、整线设备或整线设备解决方案等）。我们判断，按照先导智能的技术实力（设备的稳定性和效率，产品的良率和一致性等），我们预计先导可以获得中道卷绕机和后道化成分容检测环节的绝大多数订单（占比整线的 40% 以上），卷绕机和检测设备或无其他竞争对手参与，整线内的其他环节供应商或为日韩企业。

Northvolt 公司主要为特斯拉前高管创业成立，产能规模上和美国特斯拉的超级工厂不相上下，目标是在 2023 年电池生产产量能够达到相当于 32GWh，股东包括“ABB”、“西门子”、“宝马”等欧洲制造业巨头。按照单位设备投资额 4-5 亿元预计（海外客户的单位投资额都偏大），总设备投资额或达到 120-160 亿元，且按照 Northvolt 的中长期规划，后续还会继续扩产。先导智能作为其重要的设备供应商（2018 年的合同金额共计 4461 万元），在未来 2-3 年将会显著受益。

## 3. 先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头

作为 CATL 的最大的设备供应商，2018 年宁德时代供应商大会上，先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】，卷绕机供应占比 90% 以上，后道设备供应占比也在逐渐提升中；此外，还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系，有望持续受益于海外

龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG,三星五家全球龙头规划总产能达到 509GWh,其中规划新增为 410GWh，对应设备投资额超 1400 亿元。我们预计全球锂电池前五将垄断 80%以上份额，绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。

图 1：六家全球龙头电池厂产能规划汇总

龙头锂电池企业	已有产能 (GWh)	已有产能备注	规划新增 (GWh)	规划产能备注 (GWh)	规划总产能 (GWh)	预计单位设备投资额 (亿元)	预计新增设备投资总额 (亿元)	前道涂布 (潜在供应商)	中道卷绕/叠片 (潜在供应商)	后道化成分容检测 (潜在供应商)
LG	19	韩国4, 美国2.4, 南京3, 波兰10	92	波兰60, 南京32, 南京工厂扩建 (投资75亿元)	111.4	4	368	先导, 科恒 (浩能), 东丽	先导, 赢合	杭可
宁德时代	24	宁德湖东22, 时代锂动力2	134	青海西宁5, 时代上汽36, 溧阳一、二期10, 宁德湖西募投24, 溧阳三期20, 德国14, 东风时代10, 时代广汽15	158	2.5	335	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓), 赢合 (雅康)	先导	先导 (泰坦)
比亚迪	16	惠州2, 深圳坑梓14	84	青海24, 重庆30, 西安30	100	4	336	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓)	先导, KOEM	先导 (泰坦), 杭可
松下	30	特斯拉超级工厂20, 大连8, 苏州2	85	特斯拉超级工厂85	115	4	340	科恒 (浩能), 东丽	先导, 松下本部设备公司	杭可, 先导 (泰坦)
三星	10	韩国6.4, 西安1.6, 匈牙利2	15	1、美国密西根 (暂无详细规划); 2、西安 (15GWh, 总投资额105亿元); 3、天津 (总投资166亿元)	25	6	90	东丽	先导	杭可
Northvolt	0	-	32	瑞典Skellefte 32	32	4	128	日韩企业SECI等	先导	先导
合计	99		442		541.4		1597			

备注：1、杭可科技还没有上市，但是已经报IPO；2、三星西安及天津项目为12月6、10日最新公布，其中天津项目详细规划暂未透露

数据来源：高工锂电等，东吴证券研究所整理

锂电设备板块的短期逻辑是：下游扩产和设备招标。长期逻辑：核心驱动因素是电动化率的提升。我们预计到 2030 年电动化率提升到 25%-30% (目前是 2%)。

#### 4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年的净利润为 8.0 亿/11.6 亿/15.2 亿，对应 PE 为 33/23/17 倍，维持“买入”评级。

#### 5. 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。

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
<b>流动资产</b>	<b>5046</b>	<b>9141</b>	<b>10187</b>	<b>11332</b>	<b>营业收入</b>	<b>2177</b>	<b>4100</b>	<b>5200</b>	<b>6300</b>
现金	867	2363	2677	3196	减:营业成本	1281	2559	3090	3783
应收账款	1268	2246	2564	3452	营业税金及附加	20	41	104	94
存货	2559	3506	3386	3109	营业费用	84	107	114	126
其他流动资产	352	1025	1560	1575	管理费用	260	415	536	635
<b>非流动资产</b>	<b>1605</b>	<b>1679</b>	<b>1702</b>	<b>1720</b>	财务费用	-6	-42	-70	-81
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	<b>营业利润</b>	<b>604</b>	<b>1025</b>	<b>1431</b>	<b>1748</b>
其他非流动资产	1040	1092	1107	1112	加:营业外净收支	18	-94	-90	20
<b>资产总计</b>	<b>6651</b>	<b>10819</b>	<b>11889</b>	<b>13053</b>	<b>利润总额</b>	<b>623</b>	<b>931</b>	<b>1341</b>	<b>1768</b>
<b>流动负债</b>	<b>3708</b>	<b>7147</b>	<b>7166</b>	<b>6944</b>	减:所得税费用	85	121	174	230
短期借款	50	20	30	50	少数股东损益	0	8	12	15
应付账款	1837	3436	4148	5078	<b>归属母公司净利润</b>	<b>537</b>	<b>802</b>	<b>1155</b>	<b>1522</b>
其他流动负债	1821	3691	2988	1816	EBIT	540	983	1361	1666
<b>非流动负债</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	EBITDA	567	1019	1405	1717
长期借款	70	70	70	70					
其他非流动负债	90	90	90	90	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3869</b>	<b>7307</b>	<b>7326</b>	<b>7104</b>	每股收益(元)	1.22	0.91	1.31	1.73
少数股东权益	0	8	20	35	每股净资产(元)	6.32	3.97	5.15	6.71
归属母公司股东权益	2782	3504	4543	5913	发行在外股份(百万股)	440	882	882	882
<b>负债和股东权益</b>	<b>6651</b>	<b>10819</b>	<b>11889</b>	<b>13053</b>	ROIC(%)	24.2%	33.2%	43.7%	38.9%
					ROE(%)	19.3%	22.9%	25.4%	25.7%
					毛利率(%)	40.2%	36.6%	38.6%	38.5%
					销售净利率(%)	24.7%	19.6%	22.2%	24.2%
					资产负债率(%)	58.2%	67.5%	61.6%	54.4%
					收入增长率(%)	101.8%	88.3%	26.8%	21.2%
					净利润增长率(%)	84.9%	49.1%	44.1%	31.8%
					P/E	24.24	32.56	22.60	17.14
					P/B	4.68	7.45	5.74	4.41
					EV/EBITDA	29.82	19.96	14.49	11.73

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>

