

2019年06月14日

先导智能 (300450.SZ)

公司快报

证券研究报告

## Northvolt 将获大众助力,投资加速设备需求旺盛

■事件: 6月13日,大众汽车集团宣布,计划投资9亿欧元与Northvolt联合开展电池研发,具体用途包含以下两方面:①双方将以各50%比例成立合资公司;②在获得相关机构针对反垄断的审批后,大众汽车集团将获得Northvolt约20%股份。

先导智能今年1月与Northvolt就锂电池生产设备业务签订框架协议,预计将受益此次大众汽车投资Northvolt,设备合同将逐步落地。

■大众战略携手Northvolt,未来电池需求巨大: Northvolt与大众集团的合资工厂规划年产能16GWh,或将选址德国萨尔茨吉特;预计2020年开始投建,2023年底或2024年初开始研究、生产电池。按照大众汽车的电动化战略,其在欧洲的电池产能需求将在2025年超过150GWh,需求量巨大;2018年时大众汽车启动电动汽车电池招标程序,同时确定韩国SK、LG化学、三星SDI及宁德时代为其战略电池供应商,但据新浪汽车5月底消息,三星SDI未能按时、按量为大众提供电池,此次大众对Northvolt的出资具有重要意义。

■Northvolt立足欧洲锂电市场,产能投资有望加速,设备订单将落地: Northvolt是欧洲龙头锂电厂商,除本次合作的大众集团外,与ABB、宝马、西门子均有合作关系。卓创资讯消息, Northvolt此前已计划在瑞典建设一锂电超级工厂,初期产能规划16GWh,2018年时已获得建设环境许可,预计近期将开始动工;此瑞典工厂规划到2023年总产能达32GWh。公告显示公司2019年已与Northvolt签订总金额约19.39亿元的锂电设备合作框架协议,随着Northvolt在欧洲锂电项目的陆续落地,预计公司将逐步收到设备订单。

■高排放标准及政策扶持欧洲新能源车高景气发展,电池产能缺口大、投资需求旺盛: 欧盟对汽车排放标准要求严苛,电动化成为其必需选择;同时各国政府积极推动电动车发展,优惠政策包括购车补助、购置税、路权、充电基础设施建设等多方面。高工锂电数据显示,2017年全球新能源汽车销量119万辆,其中欧洲销量24万辆,占比20.2%,为除中国外第二大市场。整车端,除前述大众集团外,各主流车厂均有具体的电动化发展规划出台,如戴姆勒宣布奔驰在2022年前推出所有车型的电动版本;宝马宣布到2025年将推出25款电动车型,其中12款为纯电动车。

但全球锂电池产能集中于中、日、韩三国,欧洲市场上锂电供需缺口巨大。龙头电池厂已率先在欧洲建设产能:2018年,LG化学宣布将投资约16.3亿美元在波兰新建电池厂(新浪财经),宁德时代宣布投资18.7亿人民币在德国建厂,预计2020年达产14GWh, Northvolt在瑞典和德国的工厂也将加速投资。未来德国市场锂电建设需求旺盛,公司作为龙头设备厂商,有望跟随电池厂受益欧洲锂电产能建设。

■投资建议: 预计2019-2021年收入增速分别为24.9%、45.2%和33.1%,净利润增速分别为50.1%、39.1%和25.4%,对应EPS分别为1.26元、1.76元和2.20元。锂电新一轮扩产浪潮开启,公司作为设备龙头将实现持续、快速发展。维持买入-A评级,6个月目标价37.80元,相当于2019年30倍动态市盈率。

■风险提示: 行业竞争加剧,原材料价格上涨,下游需求波动。

投资评级 **买入-A**

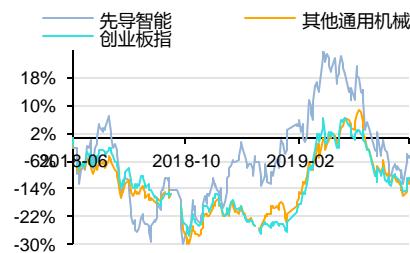
维持评级

6个月目标价: **37.80元**  
股价(2019-06-14) **29.08元**

### 交易数据

总市值(百万元)	25,653.90
流通市值(百万元)	24,673.69
总股本(百万股)	881.58
流通股本(百万股)	847.89
12个月价格区间	21.51/38.78元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.44	-10.72	4.52
绝对收益	-1.11	-23.36	-6.22

李哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040001  
lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

- 先导智能: 业绩符合预期  
毛利率、回款快速上升/李哲 2019-04-28
- 先导智能: 经营质量提升,  
新扩产潮来临前瞻指标预  
示订单充裕/李哲 2019-03-21
- 先导智能: 18年泰坦超预期,  
锂电行业扩产需求旺盛/李哲 2019-03-05
- 先导智能: 战略携手  
Northvolt,进军欧洲锂电市  
场/李哲 2019-01-30
- 先导智能: 锂电新一轮扩  
产潮启动,设备龙头勇立  
潮头/李哲 2019-01-08

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,176.9	3,890.0	4,859.2	7,057.1	9,395.0
净利润	537.5	742.4	1,114.4	1,550.0	1,943.4
每股收益(元)	0.61	0.84	1.26	1.76	2.20
每股净资产(元)	3.16	3.90	4.91	6.23	7.83
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	47.7	34.6	23.0	16.6	13.2
市净率(倍)	9.2	7.5	5.9	4.7	3.7
净利润率	24.7%	19.1%	22.9%	22.0%	20.7%
净资产收益率	19.3%	21.6%	25.7%	28.2%	28.1%
股息收益率	0.4%	1.0%	1.0%	1.5%	2.1%
ROIC	72.8%	43.7%	42.5%	55.3%	47.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,176.9	3,890.0	4,859.2	7,057.1	9,395.0	成长性					
减:营业成本	1,281.3	2,369.7	2,783.6	4,144.1	5,653.1	营业收入增长率	101.8%	78.7%	24.9%	45.2%	33.1%
营业税费	20.2	30.3	41.8	63.5	82.7	营业利润增长率	124.2%	60.4%	31.7%	37.4%	26.0%
销售费用	84.1	123.2	157.9	204.7	267.8	净利润增长率	84.9%	38.1%	50.1%	39.1%	25.4%
管理费用	251.2	231.6	563.7	825.7	1,089.8	EBITDA 增长率	87.0%	116.4%	15.9%	38.8%	26.2%
财务费用	-5.8	15.1	13.6	43.2	68.9	EBIT 增长率	89.2%	119.9%	16.6%	39.3%	26.8%
资产减值损失	46.0	35.1	31.7	31.7	31.7	NOPLAT 增长率	123.3%	68.7%	28.1%	39.3%	26.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	180.8%	31.8%	7.2%	47.9%	33.8%
投资和汇兑收益	9.1	6.3	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	194.7%	23.7%	25.9%	26.8%	25.7%
营业利润	604.2	969.4	1,276.9	1,754.2	2,211.0	利润率					
加:营业外净收支	18.5	-130.6	11.5	37.7	37.7	毛利率	41.1%	39.1%	42.7%	41.3%	39.8%
利润总额	622.7	838.8	1,288.4	1,791.9	2,248.8	营业利润率	27.8%	24.9%	26.3%	24.9%	23.5%
减:所得税	85.2	96.3	173.9	241.9	305.4	净利润率	24.7%	19.1%	22.9%	22.0%	20.7%
净利润	537.5	742.4	1,114.4	1,550.0	1,943.4	EBITDA/营业收入	24.3%	29.5%	27.4%	26.1%	24.8%
						EBIT/营业收入	23.1%	28.4%	26.6%	25.5%	24.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	32	29	33	26	23
						流动资产周转天数	77	73	78	88	117
						流动负债周转天数	590	537	582	560	587
						应收账款周转天数	91	76	90	80	80
						存货周转天数	296	230	262	299	306
						总资产周转天数	750	698	721	659	664
						投资资本周转天数	223	214	201	178	187
						投资回报率					
						ROE	19.3%	21.6%	25.7%	28.2%	28.1%
						ROA	8.1%	8.8%	10.1%	10.5%	9.8%
						ROIC	72.8%	43.7%	42.5%	55.3%	47.3%
						费用率					
						销售费用率	3.9%	3.2%	3.3%	2.9%	2.9%
						管理费用率	11.5%	6.0%	11.6%	11.7%	11.6%
						财务费用率	-0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%
						三费/营业收入	15.1%	9.5%	15.1%	15.2%	15.2%
						偿债能力					
						资产负债率	58.2%	59.1%	60.8%	62.9%	65.3%
						负债权益比	139.0%	144.8%	155.0%	169.4%	187.9%
						流动比率	1.36	1.45	1.38	1.46	1.45
						速动比率	0.67	0.92	0.68	0.65	0.73
						利息保障倍数	-86.61	73.22	94.99	41.60	33.10
						分红指标					
						DPS(元)	0.11	0.28	0.30	0.44	0.60
						分红比率	18.8%	33.3%	23.4%	25.2%	27.3%
						股息收益率	0.4%	1.0%	1.0%	1.5%	2.1%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	866.8	1,483.4	1,470.3	2,117.1	2,818.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	914.7	737.7	1,691.9	1,444.6	2,730.9
应收票据	353.5	1,732.3	967.2	1,777.2	2,920.3
预付账款	78.9	49.4	136.1	163.2	276.5
存货	2,559.1	2,413.2	4,646.4	7,095.3	8,858.9
其他流动资产	273.0	140.3	231.1	214.8	195.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	208.9	417.0	479.7	554.4	655.1
在建工程	95.8	121.3	131.3	139.3	146.3
无形资产	165.0	162.1	148.8	136.3	125.2
其他非流动资产	1,135.5	1,168.9	1,147.0	1,152.8	1,154.8
资产总额	6,651.1	8,425.6	11,049.8	14,794.9	19,881.9
短期债务	50.0	468.1	-	431.4	1,028.0
应付账款	660.9	1,419.2	1,061.1	2,312.6	2,306.4
应付票据	1,192.8	1,171.8	1,726.8	2,752.1	3,372.0
其他流动负债	1,804.7	1,449.5	3,824.6	3,260.3	5,608.4
长期借款	70.0	256.6	-	408.3	508.0
其他非流动负债	90.3	218.1	104.5	137.6	153.4
负债总额	3,868.7	4,983.3	6,717.0	9,302.3	12,976.3
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	440.1	881.7	881.6	881.6	881.6
留存收益	2,342.3	2,598.1	3,451.2	4,611.0	6,024.1
股东权益	2,782.4	3,442.3	4,332.8	5,492.6	6,905.6

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	537.5	742.4	1,114.4	1,550.0	1,943.4
加:折旧和摊销	30.5	44.6	38.5	47.2	48.8
资产减值准备	46.5	31.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.0	22.4	13.6	43.2	68.9
投资损失	-9.1	-6.3	-10.0	-10.0	-10.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-402.0	-560.6	-107.4	-1,284.4	-1,314.0
经营活动产生现金流量	30.9	-48.0	52.5	17.3	147.4
投资活动产生现金流量	-344.9	9.9	-87.9	-107.4	-135.5
融资活动产生现金流量	645.2	747.7	-974.4	408.3	99.7

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.61	0.84	1.26	1.76	2.20
BVPS(元)	3.16	3.90	4.91	6.23	7.83
PE(X)	47.7	34.6	23.0	16.6	13.2
PB(X)	9.2	7.5	5.9	4.7	3.7
P/FCF	-41.0	35.0	135.8	24.6	20.8
P/S	11.8	6.6	5.3	3.6	2.7
EV/EBITDA	45.8	21.5	18.2	13.2	10.4
CAGR(%)	42.3%	37.8%	56.5%	42.3%	37.8%
PEG	1.1	0.9	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	6.9	4.2	4.1	5.3	4.5
REP	1.8	2.3	2.1	1.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李哲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034