安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 07 月 14 日

公司快报

证券研究报告

先导智能（300450.SZ）

中报业绩预增 10%-30%，静待客户扩产新浪潮

■事件：公司发布 2019 年中报业绩预告，预计上半年实现归属于上市公司的净利润 3.60 亿至 4.25 亿元，较上年同期增长 10%~30%。

■Q2 扣非净利润为历史最高水平。报告期内非经常性损益对净利润的贡献金额约为 800 万元，扣除影响后，公司 19H1 扣非净利润在 3.52 亿元~4.17 亿元，同比增长 7.76%~27.80%。19 年 Q2 单季度实现盈利 1.66~2.31 亿元，环比增速-14.55%~19.17%，同比增速在-6.11%~30.94%之间。Q2 单季度扣非净利润为 1.61~2.26 亿元，达到历史上二季度的最高水准。

■客户开拓稳步前进，静待需求回暖。龙头客户海外扩张&国际新客户开拓双轮驱动，下游产能扩张下，公司业务有望逐步兑现。

1）CATL 德国工厂&湖西项目落地，订单有望下达。2019 年 6 月 25 日 CATL 宣布德国工厂投资由 2.4 亿欧元提升至不超过 18 亿欧元(合人民币 141 亿元)，设备费用约 84 亿人民币。此外宁德时代湖西动力电池基地总投资 98.6 亿元，规划产能 24Gwh，设备费用 67 亿元。随着德国大众等终端客户的新能源车战略推进，预计 CATL 德国工厂和湖西基地设备订单有望逐步落地。

2）国际客户开拓顺利，蓄积长跑耐力。公司国际业务稳步向上：今年 1 月公司与 Northvolt 在正式签订战略合作协议，展开未来 19.39 亿元的合作；特斯拉上海工厂计划今年底量产 Model 3，公司提供的中试线设备即将开始生产，预计量产线也将加快开始采购；6 月公司战略联手 Blue World Technologies，切入燃料电池设备领域。燃料电池行业变更剧烈，竞争格局尚未成型，公司除维护大厂商原有关系外，注重新市场开拓，共享成长红利。

■可转债获证监会受理，现金流进一步迎来纾解。由于客户使用承兑汇票支付，公司 18 年上半年经营性现金流短期承压，18Q1 /18Q2/18Q3/18Q4 的经营性现金流量净额分别为-4.89/-2.33/2.17/4.56 亿元，逐季度改善。19Q1 应收票据及应收账款合计 24.70 亿元，是上年同期的 1.58 倍。公司可转换债券 6 月 7 日获证监会受理，发行总额不超过 10 亿元，有望进一步纾解现金压力。

■投资评级。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.19 元、1.43 元和 1.73 元。龙头客户海外扩张及国际客户持续开拓下，坚定看好公司长期投资价值。维持买入-A 评级，6 个月目标价 40.32 元，相对于 19 年动态市盈率 34X。

■风险提示：下游需求波动，新能源汽车政策变化

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,176.9	3,890.0	4,576.1	5,627.9	7,211.5
净利润	537.5	742.4	1,049.8	1,259.2	1,522.8
每股收益(元)	0.61	0.84	1.19	1.43	1.73
每股净资产(元)	3.16	3.90	4.86	5.93	7.18

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	49.5	35.9	27.8	23.1	19.1
市净率(倍)	9.6	7.7	6.8	5.6	4.6
净利润率	24.7%	19.1%	22.9%	22.4%	21.1%
净资产收益率	19.3%	21.6%	24.5%	24.1%	24.0%
股息收益率	0.4%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%
ROIC	72.8%	43.7%	40.0%	46.6%	41.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

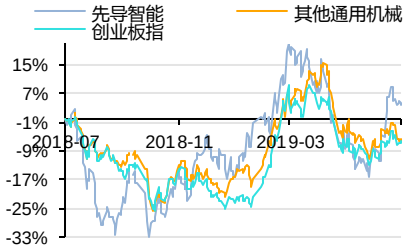
6 个月目标价: 40.32 元

股价（2019-07-12） 33.05 元

交易数据

总市值（百万元）	29,136.13
流通市值(百万元)	28,022.87
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	11.24	4.8	12.1
绝对收益	14.24	-5.67	7.71

李哲 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001

lizhe3@essence.com.cn

崔逸凡 报告联系人

报告联系人 cuiyf1@essence.com.cn

021-35082396

相关报告

先导智能：战略携手欧洲龙头，燃料电池设备崭露头角/李哲	2019-06-25
先导智能：Northvolt 将获大众助力,投资加速设备需求旺盛/李哲	2019-06-14
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,176.9	3,890.0	4,576.1	5,627.9	7,211.5
减:营业成本	1,281.3	2,369.7	2,620.2	3,290.6	4,331.1
营业税费	20.2	30.3	39.4	50.7	63.5
销售费用	84.1	123.2	148.7	163.2	205.5
管理费用	251.2	231.6	530.8	658.5	836.5
财务费用	-5.8	15.1	13.1	25.3	28.8
资产减值损失	46.0	35.1	31.7	31.7	31.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	9.1	6.3	10.0	10.0	10.0
营业利润	604.2	969.4	1,202.2	1,417.9	1,724.4
加:营业外净收支	18.5	-130.6	11.5	37.7	37.7
利润总额	622.7	838.8	1,213.7	1,455.7	1,762.1
减:所得税	85.2	96.3	163.8	196.5	239.3
净利润	537.5	742.4	1,049.8	1,259.2	1,522.8

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	866.8	1,483.4	1,556.1	1,688.4	2,163.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	914.7	737.7	1,550.4	950.9	2,254.1
应收票据	353.5	1,732.3	810.0	1,378.7	2,227.1
预付帐款	78.9	49.4	125.2	112.4	224.5
存货	2,559.1	2,413.2	4,232.0	5,091.5	7,131.8
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	10,411.5	11,419.4	16,277.7
短期债务	50.0	468.1	-	136.7	578.3
应付帐款	660.9	1,419.2	930.2	1,748.7	1,790.1
应付票据	1,192.8	1,171.8	1,556.6	1,999.8	2,692.2
其他流动负债	1,804.7	1,449.5	3,536.8	2,171.1	4,710.5
长期借款	70.0	256.6	-	-	20.4
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	6,128.1	6,193.9	9,945.0
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	3,401.8	4,343.9	5,451.2
股东权益	2,782.4	3,442.3	4,283.3	5,225.5	6,332.7

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	101.8%	78.7%	17.6%	23.0%	28.1%
营业利润增长率	124.2%	60.4%	24.0%	17.9%	21.6%
净利润增长率	84.9%	38.1%	41.4%	19.9%	20.9%
EBITDA 增长率	87.0%	116.4%	9.4%	18.9%	20.9%
EBIT 增长率	89.2%	119.9%	9.8%	18.8%	21.5%
NOPLAT 增长率	123.3%	68.7%	20.6%	18.8%	21.4%
投资资本增长率	180.8%	31.8%	2.0%	35.2%	30.2%
净资产增长率	194.7%	23.7%	24.4%	22.0%	21.2%
利润率					
毛利率	41.1%	39.1%	42.7%	41.5%	39.9%
营业利润率	27.8%	24.9%	26.3%	25.2%	23.9%
净利润率	24.7%	19.1%	22.9%	22.4%	21.1%
EBITDA/营业收入	24.3%	29.5%	27.4%	26.5%	25.0%
EBIT/营业收入	23.1%	28.4%	26.6%	25.6%	24.3%
运营效率					
固定资产周转天数	32	29	35	33	30
流动营业资本周转天数	77	73	78	89	117
流动资产周转天数	590	537	592	574	590
应收帐款周转天数	91	76	90	80	80
存货周转天数	296	230	261	298	305
总资产周转天数	750	698	741	698	691
投资资本周转天数	223	214	209	201	208
投资回报率					
ROE	19.3%	21.6%	24.5%	24.1%	24.0%
ROA	8.1%	8.8%	10.1%	11.0%	9.4%
ROIC	72.8%	43.7%	40.0%	46.6%	41.8%
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%	0.4%	0.4%
三费/营业收入	15.1%	9.5%	15.1%	15.0%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	59.1%	58.9%	54.2%	61.1%
负债权益比	139.0%	144.8%	143.1%	118.5%	157.0%
流动比率	1.36	1.45	1.41	1.56	1.45
速动比率	0.67	0.92	0.71	0.72	0.72
利息保障倍数	-86.61	73.22	92.81	57.01	60.97
分红指标					
DPS(元)	0.11	0.28	0.28	0.36	0.47
分红比率	18.8%	33.3%	23.4%	25.2%	27.3%
股息收益率	0.4%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	537.5	742.4	1,049.8	1,259.2	1,522.8
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	13.1	25.3	28.8
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	27.9	-878.4	-1,000.2
经营活动产生现金流量	30.9	-48.0	56.0	22.2	118.0
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	-958.7	-203.6	20.4

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.61	0.84	1.19	1.43	1.73
BVPS(元)	3.16	3.90	4.86	5.93	7.18
PE(X)	49.5	35.9	27.8	23.1	19.1
PB(X)	9.6	7.7	6.8	5.6	4.6
P/FCF	-42.6	36.4	112.2	64.0	32.6
P/S	12.2	6.8	6.4	5.2	4.0
EV/EBITDA	45.8	21.5	22.0	18.5	15.3
CAGR(%)	42.3%	37.8%	53.4%	32.8%	27.1%
PEG	1.2	0.9	0.5	0.7	0.7
ROIC/WACC	6.9	4.2	3.8	4.4	4.0
REP	1.8	2.3	2.7	1.7	1.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣		niexin1@essence.com.cn
	杨萍		
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。