

先导智能 (300450)

证券研究报告

2019年07月23日

可转债一次回复中的几个重点内容

先导智能公告公开可转债申请文件的一次回复，其中有几点比较重要的内容包括：

1、公司在手订单及存货情况：截至2019年3月31日，公司在手订单金额合计为548,720.12万元，同期末公司存货余额为248,181.15万元，公司在手订单充足，存货订单覆盖率达到90.04%，其中发出商品/库存商品100%订单覆盖，在产品的订单覆盖率为78.89%（其中未覆盖的大部分为标准品），订单覆盖情况良好。

2、本部/泰坦盈利能力：1) 公司本部2018年收入26.03亿元，净利润5.16亿元，同比增速分别为36.19%、2.46%，净利率为19.82%，而2016-2017年净利率分别为26.87%、26.35%，下降可能由于银隆订单的影响；2) 泰坦2017-2018年毛利率分别为43.19%、42.96%，净利率分别为25.41%、30.96%，2018年销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为2.01%、5.42%、3.18%、-0.12%。其同行杭可科技2018年销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为5.73%、8.85%、5.18%、-2.79%，瑞能股份2017年半年报销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为5.88%、5.78%、7.85%、-0.05%。泰坦费用率明显低于杭可、瑞能，可能是由于并购之后，先导对于泰坦业务的带动效应较强。

3、银隆回款进度：1) 格力智能交付公司的商业承兑汇票到期日分别为2019年9月29日和2019年12月3日，目前尚未到期，不存在逾期的情形。格力智能的应收账款系合同约定的保修款，需在设备质保期满后向公司支付，因该设备目前尚在质保期内，因此格力智能无需履行付款义务，该笔应收账款不存在逾期的情形；2) 截至当前，格力智能的应收账款因设备尚在质保期，根据合同关于尾款的约定还未收回；2019年1-3月格力智能的应收票据提前收回23,062.82万元，累计收回39,090.80万元，尚余77,015.17万元。

4、公司募投项目用途：公司拟募资9.54亿元，用于年产2,000台电容器、光伏组件、锂电池自动化专用设备项目，公司预计该项目未来年均收入23.64亿元。公司单位固定资产产出高达7.72，远高于行业平均的4.41，存在一定的扩产必要。

5、公司主要产品价格及对扩产项目毛利率/净利率指引：1) 公司在本次回复中列出其主要产品分别为圆柱卷绕机、焊接卷绕一体机、EV卷绕机、激光模切一体机、串焊机、3C检测设备及电容器卷绕机，产品单价分别为310.34、301.72、241.38、224.14、120.69、270、53.17、70万元，从数量来看卷绕机、激光模切一体机及3C建设设备等为主要扩产产品。2) 公司对扩产项目综合毛利率/净利率指引分别为40%、21.19%。

6、总结及投资建议：1) 公司可用于确认的在手订单充足，与我们之前从存货金额判断的一致；2) 先导对于泰坦的带动效应非常强，泰坦费用率远低于同行；3) 银隆应收票据已将近4个亿的提前回款，好于市场预期；4) 公司对于扩产项目毛利率/净利率指引较为符合预期；5) 预计公司2019-2021年归母净利润分别为10.31/13.59/16.97亿元，维持买入评级。

风险提示：回款速度不及预期；新签合同进展不及预期；政策市场等不可抗力因素

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,176.90	3,890.03	4,862.54	6,004.27	7,323.41
增长率(%)	101.75	78.70	25.00	23.48	21.97
EBITDA(百万元)	529.70	1,146.34	1,224.68	1,554.18	1,937.66
净利润(百万元)	537.50	742.44	1,031.41	1,359.15	1,697.08
增长率(%)	84.93	38.13	38.92	31.78	24.86
EPS(元/股)	0.61	0.84	1.17	1.54	1.93
市盈率(P/E)	56.99	41.26	29.70	22.54	18.05
市净率(P/B)	11.01	8.90	6.79	5.22	4.15
市销率(P/S)	14.07	7.88	6.30	5.10	4.18
EV/EBITDA	45.85	21.55	24.48	19.03	15.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.17元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	881.58
流通A股股本(百万股)	847.89
A股总市值(百万元)	30,123.50
流通A股市值(百万元)	28,972.51
每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	57.41
一年内最高/最低(元)	40.68/20.08

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:Q2单季度增速大幅改善，下半年大客户招标值得期待!》 2019-07-16
- 2 《先导智能-公司研究简报:海外大客户Northvolt有望获大众注资，扩产步伐坚定》 2019-06-25
- 3 《先导智能-季报点评:毛利率大幅提高，前瞻指标环比改善，扩张带来费用率阶段性提高》 2019-05-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	866.79	1,483.41	1,008.71	1,419.86	1,136.93
应收票据及应收账款	1,250.29	2,442.21	3,365.82	4,639.87	6,345.24
预付账款	78.89	49.44	167.14	107.22	225.48
存货	2,559.07	2,413.23	4,752.94	4,261.80	7,620.43
其他	290.89	168.08	249.66	259.31	228.49
流动资产合计	5,045.93	6,556.37	9,544.28	10,688.05	15,556.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	208.92	417.01	489.89	465.76	469.00
在建工程	95.76	121.26	24.25	24.25	44.55
无形资产	164.97	162.06	146.98	131.90	116.82
其他	1,135.53	1,168.91	1,141.72	1,141.89	1,140.68
非流动资产合计	1,605.18	1,869.24	1,802.85	1,763.81	1,771.05
资产总计	6,651.10	8,425.61	11,347.13	12,451.87	17,327.63
短期借款	50.00	468.08	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	1,837.02	2,340.89	2,436.56	3,442.62	4,043.18
其他	1,821.37	1,699.60	3,895.00	2,601.40	5,351.84
流动负债合计	3,708.39	4,508.58	6,631.56	6,344.02	9,695.02
长期借款	70.00	256.60	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	90.31	218.10	104.53	137.65	153.43
非流动负债合计	160.31	474.70	204.53	237.65	253.43
负债合计	3,868.70	4,983.28	6,836.08	6,581.67	9,948.44
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	440.14	881.66	881.58	881.58	881.58
资本公积	1,404.66	1,019.24	1,019.24	1,019.24	1,019.24
留存收益	2,342.27	2,598.06	3,629.47	4,988.62	6,497.60
其他	(1,404.66)	(1,056.63)	(1,019.24)	(1,019.24)	(1,019.24)
股东权益合计	2,782.41	3,442.33	4,511.05	5,870.20	7,379.18
负债和股东权益总	6,651.10	8,425.61	11,347.13	12,451.87	17,327.63

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	537.50	742.44	1,031.41	1,359.15	1,697.08
折旧摊销	30.46	44.60	39.21	39.21	41.55
财务费用	0.00	22.36	17.52	8.71	7.98
投资损失	(9.05)	(6.33)	(6.85)	(7.41)	(6.86)
营运资金变动	(401.99)	(562.66)	(1,245.80)	(989.23)	(1,786.16)
其它	(125.98)	(288.39)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	30.94	(47.97)	(164.52)	410.43	(46.41)
资本支出	1,195.16	142.79	113.57	(33.12)	34.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,540.02)	(132.88)	(106.72)	40.53	(77.36)
投资活动现金流	(344.86)	9.91	6.85	7.41	(43.14)
债权融资	120.00	742.88	406.07	408.09	410.79
股权融资	1,360.00	3.92	20.10	(8.40)	(7.67)
其他	(834.75)	0.93	(743.20)	(406.38)	(596.50)
筹资活动现金流	645.25	747.73	(317.03)	(6.69)	(193.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	331.33	709.67	(474.70)	411.15	(282.93)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,176.90	3,890.03	4,862.54	6,004.27	7,323.41
营业成本	1,281.27	2,369.71	2,866.47	3,527.51	4,277.60
营业税金及附加	20.22	30.27	37.93	49.77	58.27
营业费用	84.10	123.21	138.10	162.12	201.39
管理费用	251.18	231.61	305.37	348.25	435.74
研发费用	122.99	283.66	316.07	374.07	429.15
财务费用	(5.81)	15.11	17.52	8.71	7.98
资产减值损失	45.96	35.12	20.00	35.00	32.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.05	6.33	6.85	7.41	6.86
其他	(236.28)	(174.42)	(13.71)	(14.82)	(13.73)
营业利润	604.22	969.42	1,167.95	1,506.26	1,888.13
营业外收入	29.58	11.44	47.48	29.50	29.48
营业外支出	11.11	142.09	50.00	0.00	0.00
利润总额	622.68	838.78	1,165.43	1,535.76	1,917.60
所得税	85.18	96.33	134.02	176.61	220.52
净利润	537.50	742.44	1,031.41	1,359.15	1,697.08
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	537.50	742.44	1,031.41	1,359.15	1,697.08
每股收益(元)	0.61	0.84	1.17	1.54	1.93

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	101.75%	78.70%	25.00%	23.48%	21.97%
营业利润	124.20%	60.44%	20.48%	28.97%	25.35%
归属于母公司净利润	84.93%	38.13%	38.92%	31.78%	24.86%
获利能力					
毛利率	41.14%	39.08%	41.05%	41.25%	41.59%
净利率	24.69%	19.09%	21.21%	22.64%	23.17%
ROE	19.32%	21.57%	22.86%	23.15%	23.00%
ROIC	72.80%	43.74%	39.96%	34.74%	34.90%
偿债能力					
资产负债率	58.17%	59.14%	60.25%	52.86%	57.41%
净负债率	-26.84%	-21.51%	-13.36%	-17.24%	-9.84%
流动比率	1.36	1.45	1.44	1.68	1.60
速动比率	0.67	0.92	0.72	1.01	0.82
营运能力					
应收账款周转率	2.42	2.11	1.67	1.50	1.33
存货周转率	1.21	1.56	1.36	1.33	1.23
总资产周转率	0.48	0.52	0.49	0.50	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.84	1.17	1.54	1.93
每股经营现金流	0.04	-0.05	-0.19	0.47	-0.05
每股净资产	3.16	3.90	5.12	6.66	8.37
估值比率					
市盈率	56.99	41.26	29.70	22.54	18.05
市净率	11.01	8.90	6.79	5.22	4.15
EV/EBITDA	45.85	21.55	24.48	19.03	15.41
EV/EBIT	48.26	22.32	25.29	19.52	15.75

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