先导智能（300450）

时隔 1 年推第二期股权激励，常态化激励机制促长期发展

买入（维持）

2019 年 08 月 28 日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理 朱贝贝
18321168715
zhubb@dwzq.com.cn

事件：先导智能 8 月 27 日晚发布公告，拟向激励对象授予 350 万股限制性股票，约占公司总股本的 0.4%，其中首次授予 296 万股（授予对象 242 人），预留 53.90 万股，授予价格为 22.80 元/股。

投资要点

■ **少批量+多频次，常态化激励机制促长期发展**

激励方案中，首次授予的限制性股票（占比本次激励的 84.6%）业绩考核是以 2018 年收入为基数，2019-2021 年收入增速不低于 20%、40%、60%，CAGR 为 17%；且满足当期 ROE 不低于 20%；预留的限制性股票（占比本次激励的 15.4%）业绩考核目标和首次授予的考核目标一致。

若按照 2018 年实际收入为 38.9 亿元计算，即激励部分解禁的业绩考核要求 2019/2020/2021 年收入分别为 46.7/54.5/62.2 亿元。若按照最新的 2019 年中报实际净利润率 21%估算，即 2019/2020/2021 年净利润分别为 9.8/11.45/13.06 亿元。

我们认为，公司从 2018 年 2 月推出第一期股权激励方案后，时隔一年半即推出第二期，表现了先导和其他一流企业一样，把股权激励当成留住核心人才而推行的一种长期激励机制。此次股权激励方案的推出彰显了公司对中长期发展的高度信心，不仅考察收入的增速，更加考核了盈利的质量 ROE 需要保持在 20%以上（ROE 是由三部分构成的，净利润率（真正的盈利能力），总资产周转率，杠杆系数。考虑了可转债摊薄的影响），同时将员工利益与公司发展绑定，自下而上夯实发展基础。

长期以来，先导智能把人才&研发当成发展驱动力，除了领先于整个非标自动化行业的 11%的研发费用率外，公司还非常重视人才的培养和招募。根据先导集团人才中心的微信公众号信息，先导不仅把应届生招聘瞄准国内顶尖的 985 理工科院校，诸如东南大学、哈尔滨工业大学、华中科技大学等；还用高报酬吸引社会各界向公司推荐优秀人才。

■ **2019 年全年仍将保持较高增长，新接订单预计在 60-70 亿**

公司 2019 年上半年实现营收 18.6 亿元，同比+29%；实现归母净利 3.9 亿，同比+20%（业绩预告增速为 10-30%）；扣非归母净利 3.8 亿元，同比+18%，符合预期。根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期，**我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年，全年业绩仍将保持较高增长。**

2019 年全球锂电池龙头将进入新扩产周期备战无补贴时代。根据测算，六家全球龙头规划设备投资额超 1700 亿元。**先导与 6 家龙头电池厂均有密切合作，2018 年 12 月以来与特斯拉、Northvolt 的合作也接连落地，将充分受益于未来几年的扩产周期，我们预计若保守估计 2019 年全年新接订单将达 60-70 亿元，且随着 Northvolt+宁德时代德国后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。**

■ **电池行业进入新扩产周期由集中走向分化，设备行业将继续向龙头集中**

不少车企转向“自产”+多家配套模式，以降低采购风险。我们判断电池行业格局将由集中走向分化，这将使得扩产规模弹性加大，利好设备厂商。同时，因为龙头优势领先和整线趋势，设备行业将向先导等龙头集中。

■ **盈利预测与投资评级：**全球电动化大浪潮加速，看好绑定龙头电池企业的设备公司，业绩成长性和持续性将大幅超预期。我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 10.3 和 14.1 亿元，EPS 为 1.17 和 1.60 元，对应 PE 为 26 倍和 19 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE38 倍，对应目标价 45 元。

■ **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)	30.40
一年最低/最高价	19.87/40.26
市净率(倍)	7.43
流通 A 股市值(百万元)	25775.96

基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	58.24
总股本(百万股)	881.58
流通 A 股(百万股)	847.89

相关研究

1、《先导智能（300450）：可转债回复函中的关键信息解读》2019-08-15
2、《先导智能（300450）：业绩符合预期，研发费用创历史新高》2019-08-13
3、《先导智能（300450）：中报预增 10-30%符合预期，下半年业绩有望集中释放》2019-07-14

1. 少批量+多频次，常态化激励机制促长期发展

激励方案中，首次授予的限制性股票（占比本次激励的 84.6%）业绩考核是以 2018 年收入为基数，2019-2021 年收入增速不低于 20%、40%、60%，CAGR 为 17%；且满足当期 ROE 不低于 20%；预留的限制性股票（占比本次激励的 15.4%）业绩考核目标和首次授予的考核目标一致。

若按照 2018 年实际收入为 38.9 亿元计算，即激励部分解禁的业绩考核要求 2019/2020/2021 年收入分别为 46.7/54.5/62.2 亿元。若按照最新的 2019 年中报实际净利润率 21%估算，即 2019/2020/2021 年净利润分别为 9.8/11.45/13.06 亿元。

我们认为，公司从 2018 年 2 月推出第一期股权激励方案后，时隔一年半即推出第二期，表现了先导和其他一流企业一样，把股权激励当成留住核心人才而推行的一种长期激励机制。此次股权激励方案的推出彰显了公司对中长期发展的高度信心，不仅考察收入的增速，更加考核了盈利的质量 ROE 需要保持在 20%以上（ROE 是由三部分构成的，净利润率（真正的盈利能力），总资产周转率，杠杆系数。考虑了可转债摊薄的影响），同时将员工利益与公司发展绑定，自下而上夯实发展基础。

长期以来，先导智能把人才&研发当成发展驱动力，除了领先于整个非标自动化行业的 11%的研发费用率外，公司还非常重视人才的培养和招募。根据先导集团人才中心的微信公众号信息，先导不仅把应届生招聘瞄准国内顶尖的 985 理工科院校，诸如东南大学、哈尔滨工业大学、华中科技大学等；还用高报酬吸引社会各界向公司推荐优秀人才。

图 1：两期股权激励方案对比

	推出时间	首次授予的限制性股票数/占比	预留的限制性股票数/占比	合计股票数	授予价格
第一期	2018年2月	160.2万股/占80%	40.05万股/占20%	200.25万股	27.09元/股（十送十后，等于当前的13.55元）
第二期	2019年8月	296万股/占84.6%	53.90万股/占15.4%	350万股	22.80元/股

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：考核目标对比

提出时间	推出时间	考核目标	
		首次授予限制性股票	预留限制性股票
第一期	2018年2月	2017年为业绩基数，2018-2021年净利润增速不低于50%、100%、150%、200%，CAGR为31.6%	以2018年为业绩基数，2019-2022年净利润增速不低于50%、100%、150%、200%，CAGR为31.6%
第二期	2019年8月	以2018年收入为基数，2019-2021年收入增速不低于20%、40%、60%，CAGR为17%；且满足当期ROE不低于20%	以2018年收入为基数，2019-2021年收入增速不低于20%、40%、60%，CAGR为17%；且满足当期ROE不低于20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：先导智能的应届生招聘对象主要是国内顶尖的 985 理工科院校

图表：先导智能在东南大学设立人才奖学金

图表：先导智能在哈尔滨工业大学设立人才奖学金

图表：先导智能在华中科技大学设立人才奖学金

图表：先导智能在东南大学赞助校园活动

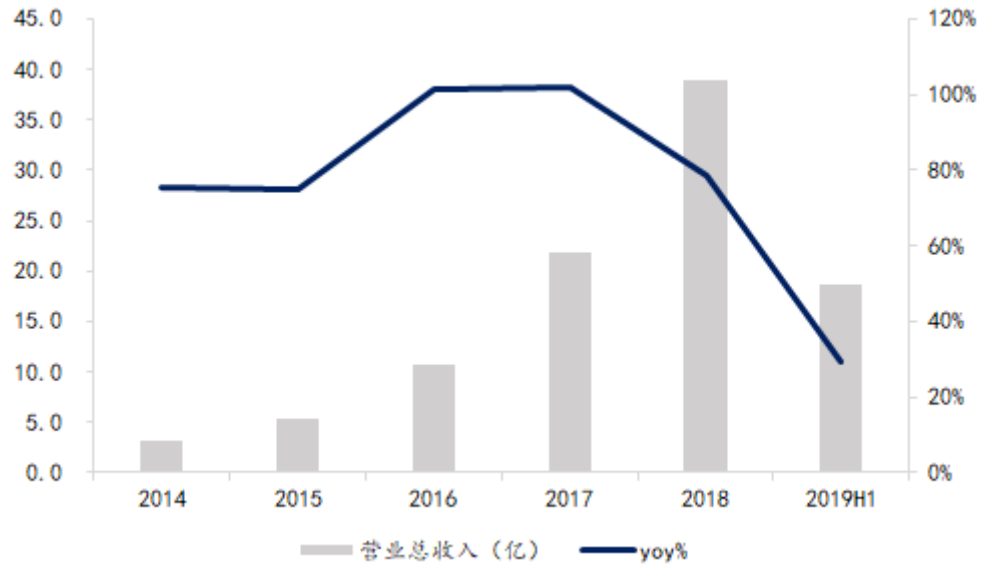
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 2019 年全年仍将保持较高增长，新接订单预计在 60-70 亿

公司 2019 年上半年实现营收 18.6 亿元，同比+29%；实现归母净利 3.9 亿，同比+20%（业绩预告增速为 10-30%）；扣非归母净利 3.8 亿元，同比+18%，符合预期。分业务看，锂电池设备收入为 15.6 亿，同比+28%，占营业收入的 84%，在报告期内仍为公司的主要收入来源。其中**子公司泰坦**实现收入 2.6 亿，净利润 5765 万，我们判断主要系 2018 年上半年新接订单较少所致；2018 年全年泰坦新接订单在 8 亿左右，预计均将在 2019 年确认收入，若按 22%的净利率完全能够达到 1.45 亿的业绩承诺。专用设备类公司由于设备验收时间较长，收入确认时间具有不确定性，根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期，**我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年，全年业绩仍将保持较高增长。**

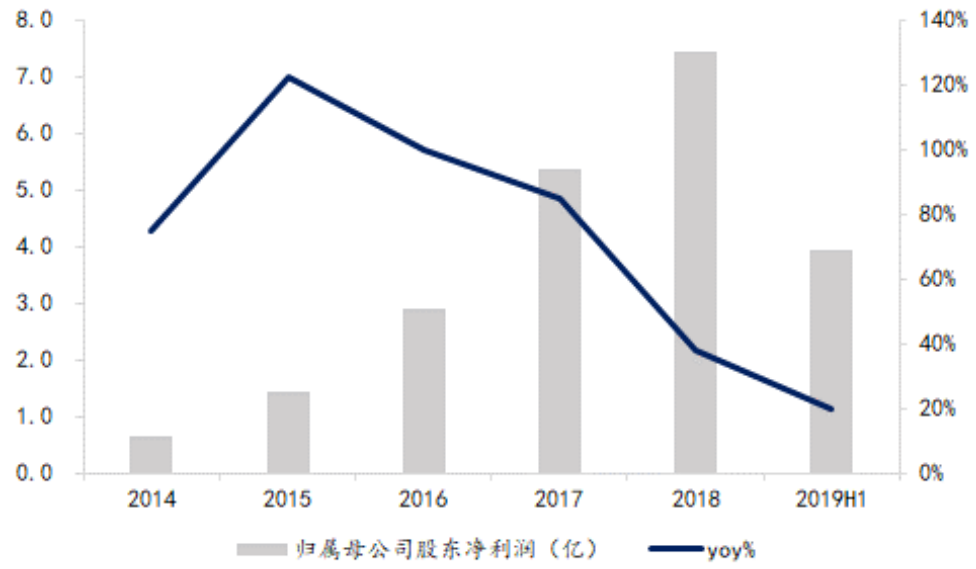
预计 2019 年全年新接订单 60-70 亿元。2019 年随着补贴的调整，电动车行业从补贴驱动转向市场驱动，全球锂电池龙头将进入新扩产周期备战无补贴时代，以宁德时代为首的电池龙头纷纷在欧洲布局，欧洲本土也开始兴建电池工厂（Northvolt 等）。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG,三星，Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 605GWh,其中规划新增为 490GWh，对应设备投资额超 1700 亿元。**先导作为全球绝对领先的设备龙头，与 6 家龙头电池厂均有密切合作，2018 年 12 月以来与特斯拉、Northvolt 的合作也接连落地，将充分受益于未来几年的扩产周期，我们预计若保守估计 2019 年全年新接订单将达 60-70 亿元，且随着 Northvolt+宁德时代德国后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。**

图 4：2019 年上半年实现营收 18.6 亿元，同比+29%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2019H1 实现归母净利 3.9 亿，同比+20%



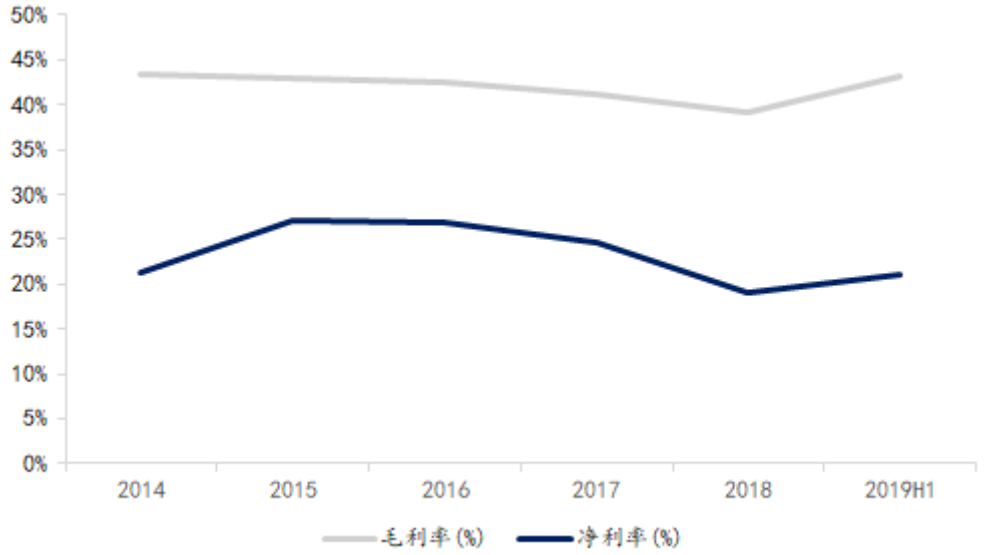
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 毛利率大增恢复至正常水平，研发费用创历史新高

公司 H1 综合毛利率高达 43.1%，同比大增 4.3pct，格力智能制造订单以及内部抵消事项的影响消除后，公司盈利能力恢复至正常水平；其中主业锂电设备的毛利率为 42.8%，同比+0.8pct，在高基数上仍有所增长。净利率 21.1%，同比略降 1.6pct，依旧是专用设备领域少有的高净利润率。主要系期间费用率合计达 22.4%，同比+8.3pct，其中研发费用率高达 11.4%，使得管理费用率（包含研发费用口径）同比+6.8pct（研发人员大幅增长导致管理费用率上升）。

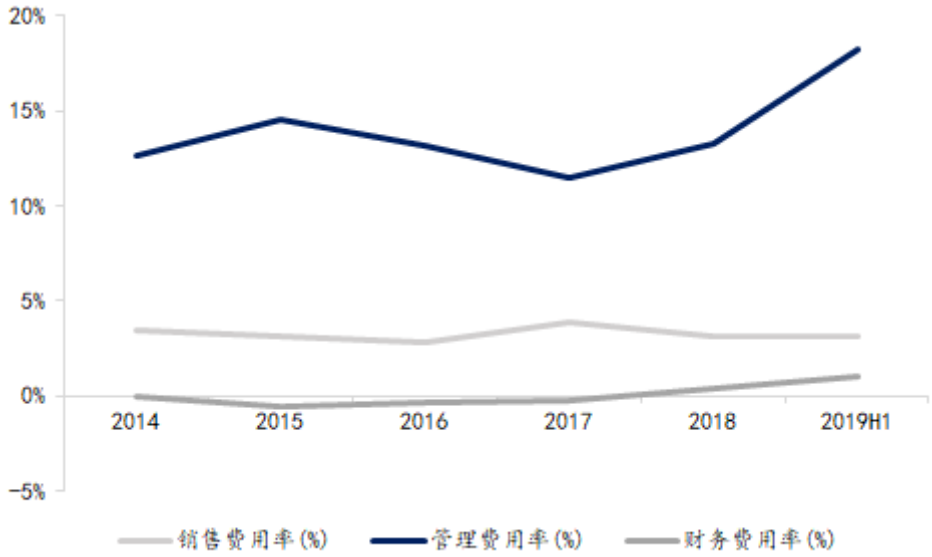
研发费用 2.1 亿，在总收入中占比约 11%，同比增长 131%，创历史新高（2018 年全年研发费用率 7.3%）。研发人员 1365 名，比 2018 年末的 1193 人又增长 17%。报告期内公司陆续推出涂布机、叠片机、锂电池智能制造整线解决方案、光伏组件叠瓦机、燃料电池产线解决方案等新品，同时原主打产品分切机、模切机、卷绕机等实现全面升级。**先导作为专用设备龙头，研发费用作为未来发展潜力的前瞻指标非常有参考意义。公司一路从电容器起家，靠消费锂电设备，动力锂电设备，逐步向泛半导体设备和 3C 设备投入研发，并取得成效。现公司已成立 8 大事业部，除了几个传统业务之外，智能物流、汽车产线、燃料电池、3C、激光加工等几大新事业部也正在如火如荼地发展，我们看好公司未来的技术延展性。**

图 6：格力智能制造订单影响消除后，毛利率大幅回升



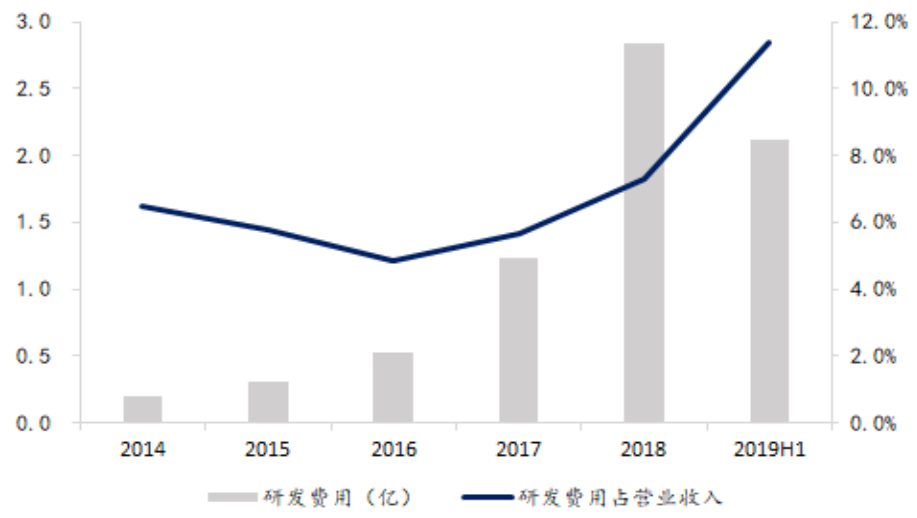
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 7：期间费用率受研发投入影响略有增加



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 8：研发费用大幅增长



数据来源：WIND，东吴证券研究所

4. 现金流大幅提升，应收账款周转天数基本维持稳定

报告期内，公司经营性现金流净额为 1.8 亿，同比+125%；其中 Q2 单季净额为+2.4 亿，环比 Q1（-0.6 亿）增加了 3 亿，销售商品、提供劳务收到的现金达 11.2 亿元，从 2018 年 Q3 以来均维持高位。此外，公司在公开发行可转债一次反馈意见回复中表示，格力智能制造订单中格力交付公司的商业承兑汇票将分别于 2019 年 9 月 29 日和 12 月 3 日到期，其中 2019 年 1-3 月格力智能的应收票据提前收回 2.3 亿，尚余 7.7 亿，我们预计到下半年随着格力智能制造款项逐步转成银行承兑汇票，公司现金流会继续改善。

图 9：销售商品、提供劳务收到的现金从 2018 年 Q3 以来均维持高位

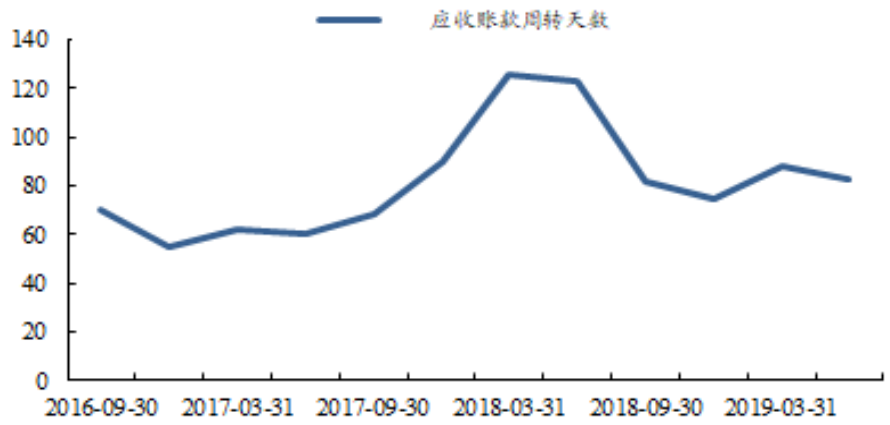
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2019 年 H1 末应收账款为 10 亿，同比-6%，环比增加 0.6 亿，应收账款周转率从上年同期的 1.47 提升至 2.18，周转天数 83 天（同比 2018H1 缩短 43 天），**说明公司回款情况良好，从 2018 年 Q3 以来应收账款周转天数均维持在 80 天左右。**应收票据为 14 亿，同比+99%，其中 7.7 亿为格力智能制造的商业汇票。

报告期末，公司的预收账款为 12.4 亿元，环比 Q1 末减少 0.3 亿，增长较少主要是基于会计处理原则，同一个客户在应收账款和预收账款同时存在时会相互抵消，是随着在手订单金额和订单进度滚动变化的。

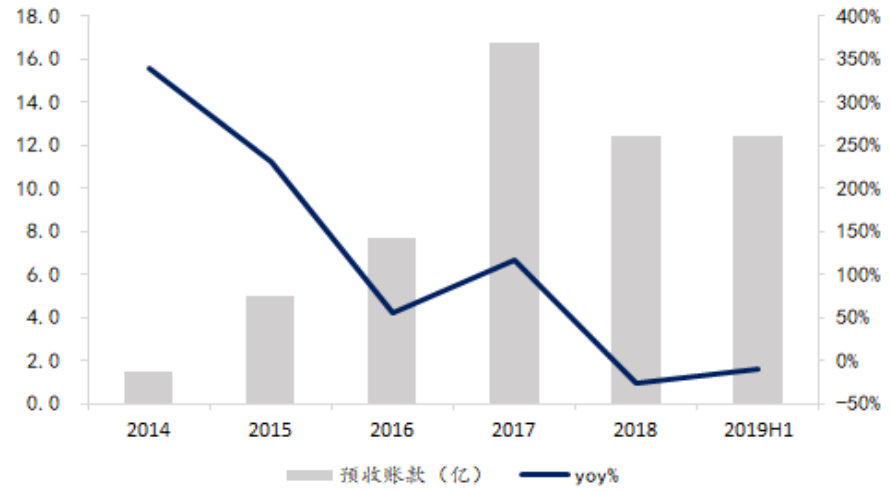
期末存货金额为 24.1 亿，同比-4%，环比 Q1 末增加 0.9 亿。其中发出商品金额为 15.2 亿，占存货总额的 63%。**此外，公司的存货周转天数从上年同期的 534 天大幅缩短至 423 天，设备公司营业周期的缩短也是下游需求旺盛的直接验证。**

图 10：回款情况良好，应收账款周转天数维持稳定



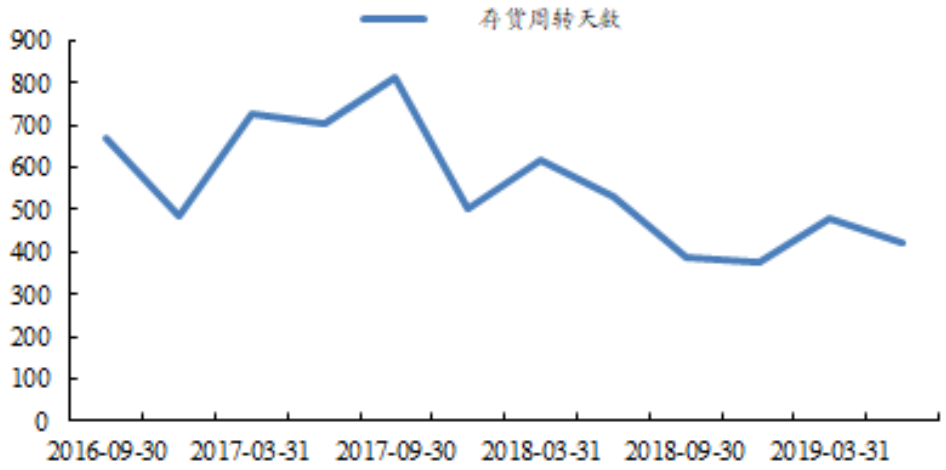
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2019H1 预收账款 12.4 亿元，环比 Q1 末减少 0.3 亿



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2018 年 Q3 以来存货周转天数基本维持稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 电池行业进入新扩产周期由集中走向分化，设备行业将继续向龙头集中

继 CATL 等电池龙头持续扩产之后，以中航锂电、万向、蜂巢新能源等为首的中小企业和新进入者也跟进大规模扩产，不少车企开始从深度“绑定龙头电池厂商”策略转向“自产”+多家配套模式，以降低采购风险。**我们判断电池行业格局将由集中走向分化，这将使得扩产规模弹性加大，利好设备厂商。**

图 13：中航锂电产能规划预计为 34.4GWh，将带来设备投资 96 亿元

基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模（GW）	总投资金额（亿元）	预计设备投资（亿元）	投产时间
河南	洛阳一期	未透露	方形	动力电池	0.9	未透露	未透露	已投产
	洛阳二期			动力电池				已投产
	洛阳三期	2015.9		动力电池	1.5	20	16	已投产
江苏	常州一期	2015.8		磷酸铁锂和三元	2.5	30	24	已投产
	常州二期				7	75	60	已投产
	常州三期				2.5	20	16	2020年底
福建	厦门一期	2019.6		动力电池	20	100	80	2020年四季度
	厦门二期	2019.6		动力电池				未公布
	合计				34.4	超过245	超过196	
	预计新增合计				22.5	120	96	

备注：预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的80%估算。

数据来源：高工锂电等，东吴证券研究所

图 14：蜂巢新能源产能规划预计为 14.5GWh，新增设备投资 76 亿元

基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模（GW）	总投资金额（亿元）	预计设备投资（亿元）	投产时间
江苏	金坛	2018.7	方形	铝壳方形电芯	12	80	64	2019年10月
江苏	捷威动力合作项目	2019.3	软包	三元	2.5	15	12	2020年
	合计				14.5	95	76	
	预计新增合计				14.5	95	76	

备注：预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的80%估算。

数据来源：高工锂电等，东吴证券研究所

与此同时，我们判断设备行业将继续向先导等龙头公司集中。（1）先导作为全球领先的锂电设备龙头，具备向国际一流客户供应设备的能力，同时也积累了大量的工艺经验，在此次新扩产周期中将继续扩大龙头优势；（2）由于整线具备人力成本低、良率和一致性高、交付效率高等优势，我们认为一体化设备&整线集成将成为设备行业大趋势，先导目前是少数能够供应整线的设备商，整线自制率达 80%以上，现已获得不少整线订单并形成供应，后续将继续受益于整线大趋势。

6. 盈利预测与投资建议:

全球电动化大浪潮加速，看好绑定龙头电池企业的设备公司，业绩成长性和持续性将大幅超预期。我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 10.3 和 14.1 亿元，EPS 为 1.17 和 1.60 元，对应 PE 为 26 倍和 19 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE38 倍，对应目标价 45 元。

7. 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）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**6556**	**7419**	**10286**	**13812**
现金	1483	2579	3786	5382
应收账款	2470	2278	3033	3935
存货	2413	2331	3160	4096
其他流动资产	190	231	308	399
非流动资产	**1869**	**1917**	**1927**	**1884**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	538	591	607	569
在建工程	121	51	30	9
无形资产	162	157	151	146
其他非流动资产	1048	1118	1138	1160
资产总计	**8426**	**9336**	**12213**	**15696**
流动负债	**4509**	**4478**	**6070**	**7835**
短期借款	486	30	50	50
应付账款	2341	2755	3734	4841
其他流动负债	1681	1693	2286	2944
非流动负债	**475**	**475**	**475**	**475**
长期借款	257	257	257	257
其他非流动负债	218	218	218	218
负债合计	**4983**	**4953**	**6545**	**8310**
少数股东权益	0	10	25	44
归属母公司股东权益	3442	4373	5644	7343
负债和股东权益	**8426**	**9336**	**12213**	**15696**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-48	1728	1405	1813
投资活动现金流	10	-72	-77	-29
筹资活动现金流	748	-560	-121	-189
现金净增加额	710	1096	1207	1596
折旧和摊销	40	56	66	72
资本开支	-208	-72	-77	-29
营运资本变动	-451	627	-88	-166

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3890**	**4620**	**6150**	**7980**
减:营业成本	2370	2578	3495	4531
营业税金及附加	30	32	43	56
营业费用	123	116	185	239
管理费用	247	698	897	1123
财务费用	15	-29	-76	-118
资产减值损失	35	0	0	0
加:投资净收益	6	0	0	0
其他收益	-107	5	5	5
营业利润	**969**	**1230**	**1612**	**2155**
加:营业外净收支	-131	-50	0	0
利润总额	**839**	**1180**	**1612**	**2155**
减:所得税费用	96	136	185	248
少数股东损益	0	10	14	19
归属母公司净利润	**742**	**1034**	**1412**	**1888**
EBIT	1135	1201	1536	2037
EBITDA	1175	1257	1602	2109

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.84	1.17	1.60	2.14
每股净资产(元)	3.90	4.96	6.40	8.33
发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
ROIC(%)	28.4%	28.4%	39.5%	49.4%
ROE(%)	21.6%	23.6%	25.0%	25.7%
毛利率(%)	39.1%	44.2%	43.2%	43.2%
销售净利率(%)	19.1%	22.4%	23.0%	23.7%
资产负债率(%)	59.1%	53.0%	53.6%	52.9%
收入增长率(%)	78.7%	18.8%	33.1%	29.8%
净利润增长率(%)	38.1%	39.3%	36.6%	33.7%
P/E	36.10	25.92	18.98	14.20
P/B	7.79	6.13	4.75	3.65
EV/EBITDA	27.05	25.26	20.82	16.65

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