

三季报业绩基本符合预期，毛利率恢复至41%，看好海外看好订单落地

买入（维持）

2019年10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10月28日晚间发布三季度业绩公告称：公司2019年Q1-Q3累计实现营业收入32.16亿元，同比增长19.31%；前三季度净利润6.35亿元，同比增长16.14%；扣非净利润为6.2亿元，同比14.71%。

投资要点

■ 2019年全年仍将保持较高增长，新接订单预计在60-70亿元

2019Q1-Q3收入增长19%，利润增长16%，收入和利润增速整体匹配。其中Q3单季度收入增长13.5亿元，同比+8%，环比+33%。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年全年新接订单保守估计60-70亿元。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，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。

■ 毛利率大增恢复至正常水平，研发费用创历史新高

公司Q1-Q3综合毛利率高达41.3%，同比大增4.2pct，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也接近于上市后的历史最高的水平。净利率19.8%，同比略降0.5pct，依旧是专用设备领域的高净利率。主要系期间费用率合计达20.6%，同比+5.2pct，其中研发费用率高达11.1%，使得管理费用率（包含研发费用口径）同比+3.1pct（研发人员大幅增长导致管理费用率上升）。其中Q3单季度毛利率为38.8%，同比+3.7pct，环比-2.5pct。

研发费用3.6亿，在收入中占比约11%，同比增长101%。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。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。

■ 现金流大幅提升，存货周转天数继续减少

报告期内，公司经营性现金流净额为3.3亿，同比由负转正为+8.35亿元；其中Q3单季净额为1.5亿，环比Q2（2.4亿）减少了0.9亿，销售商品、提供劳务收到的现金达12.0亿元，从2018年Q3以来均维持高位。此外，公司的存货周转天数从上年同期的389天大幅缩短至346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。

■ 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，许多中小企业和新进入者也跟进大规模扩产。我们判断电池行业格局将由集中走向分化，加大扩产规模弹性，利好设备厂商。

我们认为设备行业将继续向先导等龙头公司集中。先导作为全球锂电设备龙头，其高质的供应设备能力及丰富的工艺经验将使其继续扩大领先优势；且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，后续将继续受益整线、一体化大趋势。

■ 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9.5（下调8%）和13.8亿元（下调3%），EPS为1.08和1.57元，对应PE为31倍和21倍，维持“买入”评级。给予目标PE为42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)	33.44
一年最低/最高价	22.62/40.26
市净率(倍)	7.65
流通A股市值(百万元)	28353.55

基础数据

每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	54.37
总股本(百万股)	881.58
流通A股(百万股)	847.89

相关研究

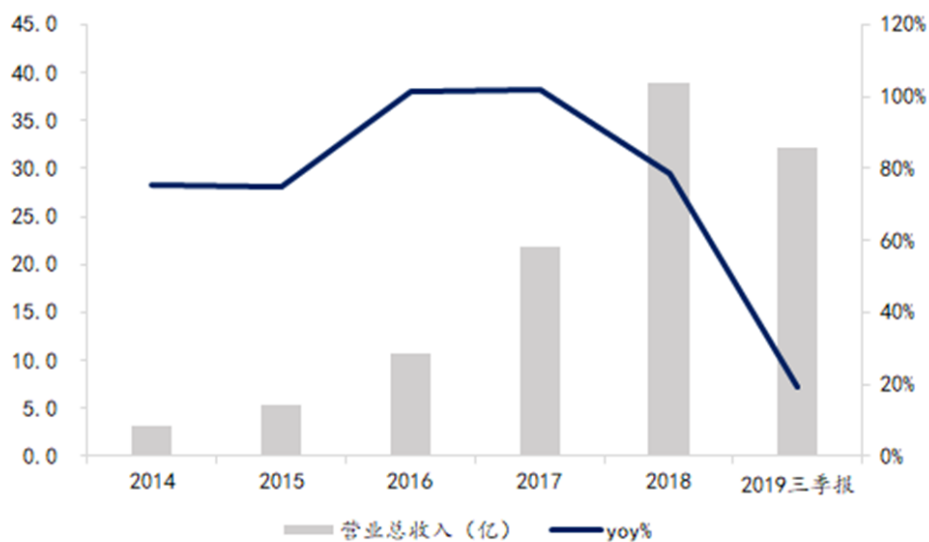
- 1、《先导智能(300450)：可转债回复函中的关键信息解读》2019-08-15
- 2、《先导智能(300450)：业绩符合预期，研发费用创历史新高》2019-08-13
- 3、《先导智能(300450)：中报预增10-30%符合预期，下半年业绩有望集中释放》2019-07-14

1. 2019 年全年仍将保持较高增长，新接订单预计在 60-70 亿元

2019Q1-Q3 收入增长 19%，利润增长 16%，收入和利润增速整体匹配。其中 Q3 单季度收入增长 13.5 亿元，同比+8%，环比+33%。相比过去几个季度同比收入增速放缓的原因是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。

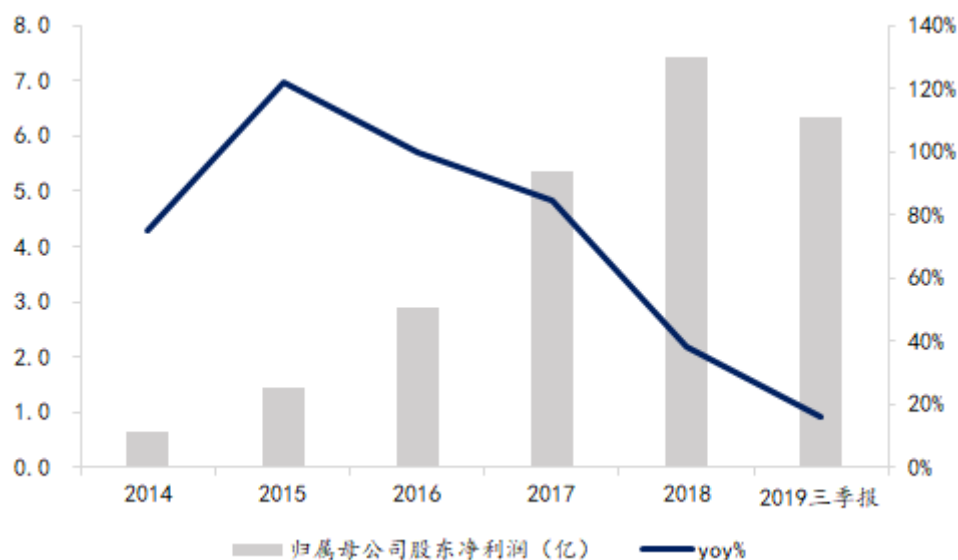
预计 2019 年全年新接订单保守估计 60-70 亿元。2019 年随着补贴的调整，电动车行业从补贴驱动转向市场驱动，全球锂电池龙头将进入新扩产周期备战无补贴时代，以宁德时代为首的电池龙头纷纷在欧洲布局，欧洲本土也开始兴建电池工厂（Northvolt 等）。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG，三星，Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 621GWh，其中规划新增为 506GWh，对应设备投资额接近 1800 亿元。先导作为全球绝对领先的设备龙头，与 6 家龙头电池厂均有密切合作，2018 年 12 月以来与特斯拉、Northvolt 的合作也接连落地，将充分受益于未来几年的扩产周期，我们预计其 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 1：2019 年三季报实现营收 32.2 亿元，同比+19%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1： 2019Q3 实现归母净利 6.4 亿，同比+16%



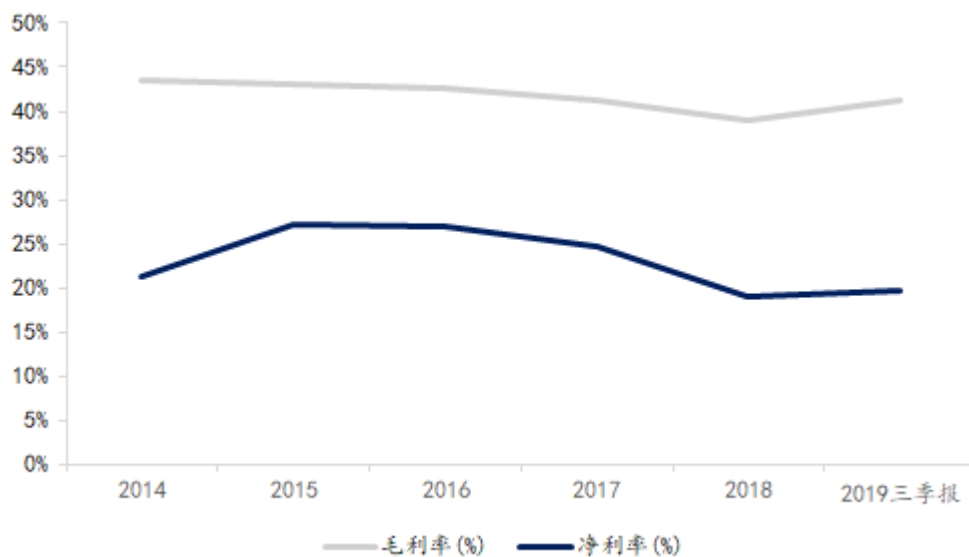
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 毛利率大增恢复至正常水平，研发费用创历史新高

公司 Q1-Q3 综合毛利率高达 41.3%，同比大增 4.2pct，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也接近于上市后的历史最高的水平。净利率 19.8%，同比略降 0.5pct，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 20.6%，同比+5.2pct，其中研发费用率高达 11.1%，使得管理费用率（包含研发费用口径）同比+3.1pct（研发人员大幅增长导致管理费用率上升）。其中 Q3 单季度毛利率为 38.8%，同比+3.7pct，环比-2.5pct。

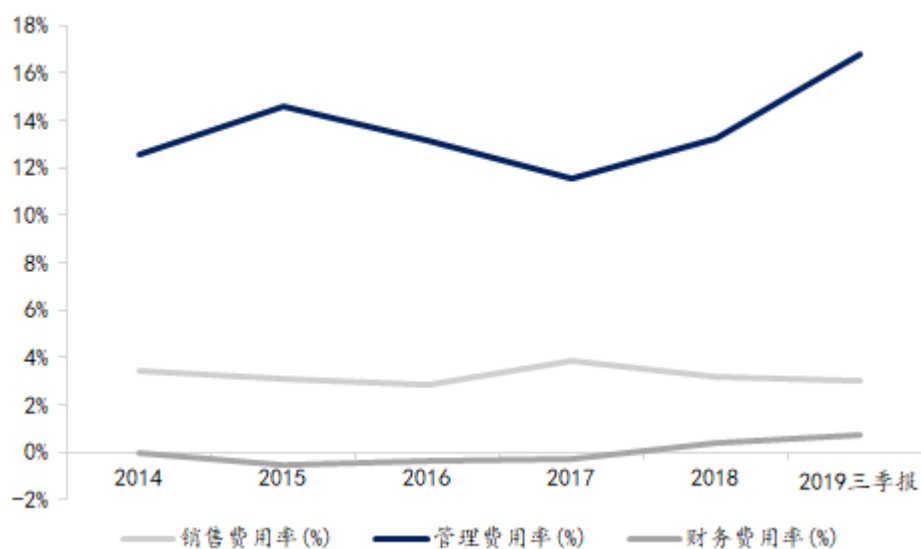
研发费用 3.6 亿，在总收入中占比约 11%，同比增长 101%，创历史新高（2018 年全年研发费用率 7.3%）。估计截止至三季度末公司研发人员约 1400 名，比 2018 年末的 1193 人又增长 200 人。2019 年公司陆续推出涂布机、叠片机、锂电池智能制造整线解决方案、光伏组件叠瓦机、燃料电池产线解决方案等新品，同时原主打产品分切机、模切机、卷绕机等实现全面升级。先导作为专用设备龙头，研发费用作为未来发展潜力的前瞻指标非常有参考意义。公司一路从电容器起家，靠消费锂电设备，动力锂电设备，逐步向泛半导体设备和 3C 设备投入研发，并取得成效。现公司已成立 8 大事业部，除了几个传统业务之外，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 3：综合毛利率高达 41.3%，同比大增 4.2pct



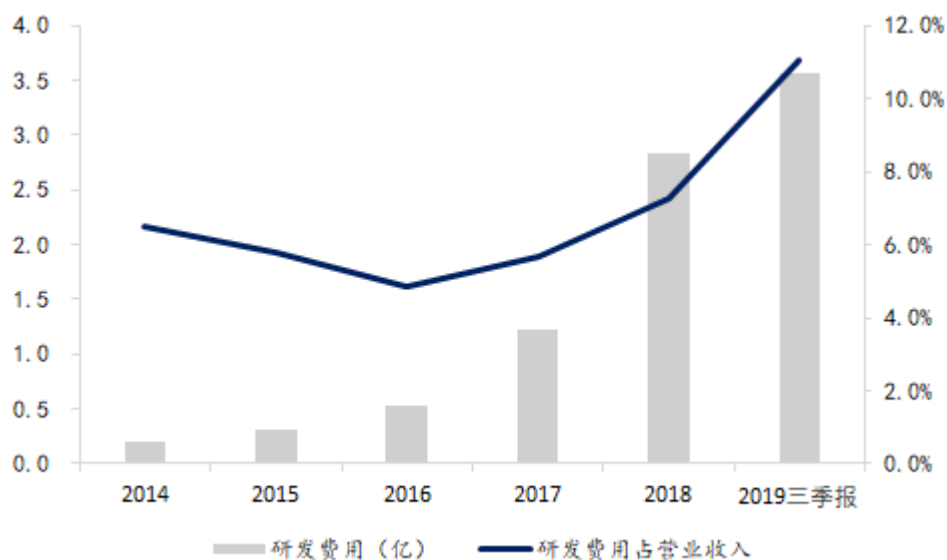
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：期间费用率受研发投入大幅增加的影响而明显上升



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：研发费用大幅增长，研发费用率超 11%



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 现金流大幅提升，存货周转天数继续减少

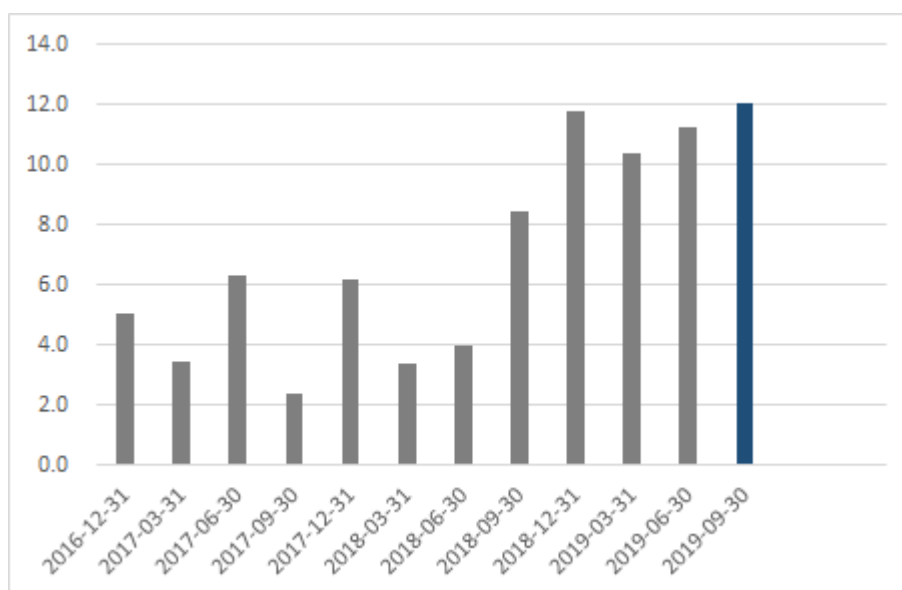
报告期内，公司经营性现金流净额为 3.3 亿，同比由负转正为+8.35 亿元；其中 Q3 单季净额为 1.5 亿，环比 Q2 (2.4 亿) 减少了 0.9 亿，**销售商品、提供劳务收到的现金达 12.0 亿元，从 2018 年 Q3 以来均维持高位。**我们预计随着公司继续严格执行 3331 的付款方式，和行业整体现金流好转，公司的现金流会持续改善。

公司 2019 年 Q3 末应收账款为 15.0 亿，同比+102%，环比+111%。应收票据为 10.2 亿，同比-28%。

报告期末，公司的预收账款为 12.5 亿元，环比 Q2 末增加 0.1 亿，基本维持稳定。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。结合应收增加但预收没有增加可以得出结论，某些大客户收入确认后还未完成付款，导致应收增长速度快于预收增加速度。

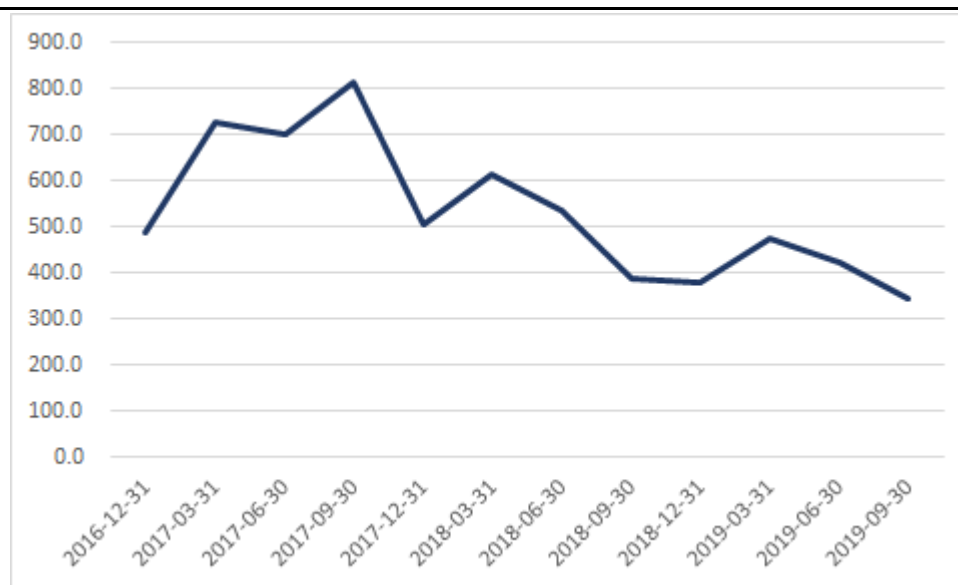
期末存货金额为 24.2 亿，同比基本保持不变，环比 Q2 末减少了 1.4 亿。此外，公司的存货周转天数从上年同期的 389 天大幅缩短至 346 天，设备公司营业周期的缩短也是下游需求旺盛的直接验证。

图 3：销售商品、提供劳务收到的现金从 2018 年 Q3 以来均维持高位



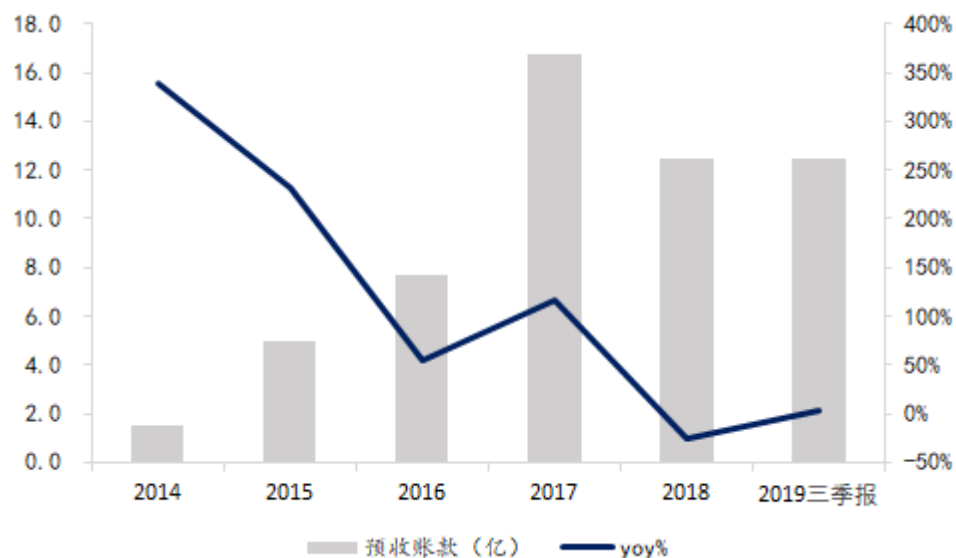
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：存货周转天数从上年同期的 389 天大幅缩短至 346 天



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2019Q3 末预收账款为 12.5 亿元，环比 Q2 末增加 0.1 亿，基本维持稳定



数据来源：WIND，东吴证券研究所

4. 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 9：行业龙头宁德时代产能规划预计为 203GW，将带来设备投资 559 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	截止到2018年工程进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主，小批量软包	动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	90%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	90%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	2021	14%
	宁德湖西 (扩建)	2019.4		动力	15	46	37	2022	新规划，尚无明确进展
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	86%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2021	9%
	江苏溧阳三期	2018.11		动力+储能	20	74	60	2021	
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100 (一期)	80	2020	9%
	时代广汽	2018.7		动力	15	46	37	2021	新规划
	东风时代	2018.7			10	-	-	2019	新规划，尚无明确进展
	吉利 (浙江吉润)	2018.12	动力+储能+pack	-	-	-	-	新规划，尚无明确进展	
	时代一汽	2019.4	动力	14	44	35	2022	新规划，尚无明确进展	
德国基地	德国图林根	2018.7	动力	14	19	15	2022	新规划	
		2019.6	动力	16	122	98	2024	上调原规划	
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9	动力		100	80	2021	新规划	
	四川宜宾二期						未透露	一期投产两年后启动	
合计					203	859	684		
预计新增合计					174	698	559		

备注：1、时代广汽与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的80%、同时单位GW设备投资额2.5亿估算。2、红色部分为本次扩产规划的新变化。3、德国工厂18亿欧元投资，约140亿元人民币。假设80%为设备投资，则设备投资为112亿元，按照单GW设备为5亿元估算，项目规划产能大约20GW以上。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：中航锂电产能规划预计为 34.4GW，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			动力电池				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 7：蜂巢新能源产能规划预计为 14.5GW，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。

5. 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 9.5（下调 8%）和 13.8 亿元（下调 3%），EPS 为 1.08 和 1.57 元，对应 PE 为 31 倍和 21 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE 为 42 倍，对应目标价 45 元。

6. 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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6556	7391	10202	13710	营业收入	3890	4620	6150	7980
现金	1483	2551	3701	5279	减:营业成本	2370	2578	3495	4531
应收账款	2470	2278	3033	3935	营业税金及附加	30	32	43	56
存货	2413	2331	3160	4096	营业费用	123	139	185	239
其他流动资产	190	231	308	399	管理费用	247	768	928	1123
非流动资产	1869	1917	1927	1884	财务费用	15	-28	-75	-115
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	35	0	0	0
固定资产	538	591	607	569	加:投资净收益	6	0	0	0
在建工程	121	51	30	9	其他收益	-107	5	5	5
无形资产	162	157	151	146	营业利润	969	1137	1580	2152
其他非流动资产	1048	1118	1138	1160	加:营业外净收支	-131	-50	0	0
资产总计	8426	9308	12129	15594	利润总额	839	1087	1580	2152
流动负债	4509	4524	6085	7835	减:所得税费用	96	125	182	247
短期借款	486	30	50	50	少数股东损益	0	10	14	19
应付账款	2341	2755	3734	4841	归属母公司净利润	742	953	1384	1885
其他流动负债	1681	1739	2301	2944	EBIT	1135	1109	1505	2037
非流动负债	475	475	475	475	EBITDA	1175	1165	1571	2109
长期借款	257	257	257	257					
其他非流动负债	218	218	218	218	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4983	4999	6560	8310	每股收益(元)	0.84	1.08	1.57	2.14
少数股东权益	0	10	24	43	每股净资产(元)	3.90	4.88	6.29	8.21
归属母公司股东权益	3442	4300	5545	7242	发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
负债和股东权益	8426	9308	12129	15594	ROIC(%)	28.4%	26.4%	39.1%	49.5%
					ROE(%)	21.6%	22.2%	25.0%	26.0%
					毛利率(%)	39.1%	44.2%	43.2%	43.2%
					销售净利率(%)	19.1%	20.6%	22.5%	23.6%
					资产负债率(%)	59.1%	53.7%	54.1%	53.3%
					收入增长率(%)	78.7%	18.8%	33.1%	29.8%
					净利润增长率(%)	38.1%	28.3%	45.3%	36.2%
					P/E	39.71	30.95	21.30	15.64
					P/B	8.56	6.86	5.32	4.07
					EV/EBITDA	29.33	29.60	22.94	17.92

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>

