

先导智能 (300450) / 新能源汽车

全球锂电设备龙头, 产能扩张满足客户需求

评级: 增持 (维持)

市场价格: 37.95

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

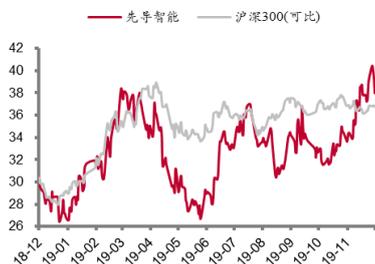
分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 881 |
| 流通股本(百万股) | 848 |
| 市价(元) | 37.95 |
| 市值(百万元) | 33434 |
| 流通市值(百万元) | 32182 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2,176.9 | 3,890.0 | 4,639.1 | 5,984.5 | 8,149.7 |
| 增长率 yoy% | 101.8% | 78.7% | 19.3% | 29.0% | 36.2% |
| 净利润 | 537.5 | 742.4 | 931.1 | 1,309.3 | 1,790.5 |
| 增长率 yoy% | 84.9% | 38.1% | 25.4% | 40.6% | 36.8% |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.84 | 1.06 | 1.49 | 2.03 |
| 每股现金流量 | 0.07 | (0.05) | 0.13 | 0.07 | 0.79 |
| 净资产收益率 | 19.3% | 21.6% | 22.0% | 24.5% | 26.0% |
| P/E | 62.2 | 45.1 | 35.9 | 25.6 | 18.7 |
| PEG | 1.8 | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.5 |
| P/B | 12.0 | 9.7 | 7.9 | 6.3 | 4.9 |

备注:

投资要点

- 事件: 公司于 2019 年 12 月 7 日发布公告, 关于公开发行可转换公司债券。** 本次发行 10 亿元可转债, 发行数量为 1,000 万张, 初始转股价格为 39.15 元/股, 可转债期限为六年。
- 业绩规模不断扩大, 全球头部客户占有率第一。** 2011-2018 公司营收 CAGR 为 51%; 归母净利润 CAGR 为 45%。作为全球锂电高端智能设备龙头公司, 公司在锂电卷绕机市场占有率排名第一, 锂电池全球 TOP 客户占有率排名第一。通过与龙头动力电池企业深度合作, 不断满足客户需求, 同时提升了公司自身业务水平, 实现了协同发展的双赢结果。
- 电池企业大幅扩产, 设备企业进入向上景气期。** 据我们统计, 海内外动力电池企业 2020/21 年规划新增产能分别约 193/213GWh。假设产能利用率为 60%-80%, 单 GWh 设备投资额约 2-2.2 亿元, 预计锂电池设备 2020/21 年新增市场空间分别接近 300 亿元。此外, 2019 年 CR3 电池企业市占率上升至 75%, CR5 上升至 79%, 龙头动力电池企业对于设备供应上要求更加严格, 绑定也更深入, 龙头设备供应商将受益于客户集中度的加速提升。
- 整线服务经济性更高, 提升客户产值绑定合作。** 2017 年公司成功收购泰坦新动力, 完成锂电设备前、中、后段闭环, 为客户提供更全面的服务。2016 年以来相继推出一体机产品及整线服务, 提升了稳定性、一致性、客户产品良品率, 帮助客户实现单 GWh 更高的产值, 具有更高的经济效益。从收入对比看, 下游头部企业愿意为增强的技术+服务能力支付溢价, 放大规模效应, 与设备供应商长期稳定合作。
- 切入海外供应体系, 订单有望加速。** 截止 2019H1, 公司在手订单金额合计 54.01 亿元。第一大客户为 CATL, 占比约 26%。公司与众多优质客户深度绑定, 2018 年以来新签订订单合计达 34.33 亿元。其中, 2018 年 12 月, 与特斯拉签订 4300 万元锂电池设备采购合同。2019 年 1 月与 Northvolt 签订战略合作框架协议, 就锂电池设备业务建立战略合作关系, 约定在未来进行约 19.39 亿元的业务合作。一系列高端客户的对接合作标志着公司正式进入欧美锂电池市场。
- 在手订单饱满, 募投项目扩大产能。** 本次募投项目包括年产 2000 台电容器、光伏组件、锂电池池自动化专用设备项目等。目前公司在手订单饱满, 需进一步突破现有的产能瓶颈, 实现业绩可持续增长。项目投产后, 能配合公司市场开拓, 未来收入有望实现更快速增长。同时, 本项目的实施有助于提升现有产品的技术实现能力和质量管控水平, 巩固公司核心业务的市场竞争力, 进一步提升公司在全球高端智能装备领域的引领作用。
- 投资建议: 在全球电动化浪潮下, 公司作为国内锂电池专用设备龙头企业, 已成功进入国际供应链体系, 预计未来盈利将充分受益于下游锂电池企业的大幅扩产。** 同时, 公司打造高端装备研发平台, 新产品以及新应用不断带来新的增长。我们预计公司 2019-2021 年净利润为 9.31/13.09/17.9 亿元, 对应 EPS 区间为 1.06/1.49/2.03 元/股, 对应 PE 分别为 36/26/19 倍, 维持增持评级。
- 风险提示事件: 新能源汽车补贴政策不及预期、新能源汽车销量不及预期、电池产能过剩引起扩产放缓的风险。**

图表：公司财务预测（百万元，截止2019年12月12日）

| 利润表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,176.9 | 3,890.0 | 4,639.1 | 5,984.5 | 8,149.7 | 成长性 | | | | | |
| 减：营业成本 | 1,281.3 | 2,369.7 | 2,669.8 | 3,491.6 | 4,751.7 | 营业收入增长率 | 101.8% | 78.7% | 19.3% | 29.0% | 36.2% |
| 营业税费 | 20.2 | 30.3 | 37.1 | 47.9 | 65.2 | 营业利润增长率 | 124.2% | 60.4% | 8.0% | 40.8% | 37.9% |
| 销售费用 | 84.1 | 123.2 | 139.2 | 179.5 | 244.5 | 净利润增长率 | 84.9% | 38.1% | 25.4% | 40.6% | 36.8% |
| 管理费用 | 251.2 | 515.3 | 695.9 | 748.1 | 1,018.7 | EBITDA增长率 | 87.0% | 62.9% | 27.2% | 39.3% | 36.7% |
| 财务费用 | -5.8 | 15.1 | 17.0 | 16.1 | 16.5 | EBIT增长率 | 89.2% | 63.5% | 29.3% | 40.1% | 37.5% |
| 资产减值损失 | 46.0 | 35.1 | 40.0 | 35.0 | 30.0 | NOPLAT增长率 | 123.3% | 68.7% | 8.1% | 40.1% | 37.5% |
| 加：公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 180.8% | 31.8% | 32.9% | 37.5% | 23.2% |
| 投资和汇兑收益 | 9.1 | 6.3 | 6.9 | 8.0 | 10.0 | 净资产增长率 | 194.7% | 23.7% | 23.1% | 26.2% | 28.6% |
| 营业利润 | 604.2 | 969.4 | 1,047.1 | 1,474.4 | 2,033.1 | 利润率 | | | | | |
| 加：营业外净收支 | 18.5 | -130.6 | 5.0 | 5.0 | -10.0 | 毛利率 | 41.1% | 39.1% | 42.5% | 41.7% | 41.7% |
| 利润总额 | 622.7 | 838.8 | 1,052.1 | 1,479.4 | 2,023.1 | 营业利润率 | 27.8% | 24.9% | 22.6% | 24.6% | 24.9% |
| 减：所得税 | 85.2 | 96.3 | 121.0 | 170.1 | 232.6 | 净利率 | 24.7% | 19.1% | 20.1% | 21.9% | 22.0% |
| 净利润 | 537.5 | 742.4 | 931.1 | 1,309.3 | 1,790.5 | EBITDA/营业收入 | 24.3% | 22.2% | 23.7% | 25.5% | 25.6% |
| 资产负债表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | EBIT/营业收入 | 23.1% | 21.2% | 22.9% | 24.9% | 25.1% |
| 货币资金 | 866.8 | 1,483.4 | 1,855.6 | 2,357.8 | 3,259.9 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 32 | 29 | 33 | 26 | 20 |
| 应收帐款 | 896.8 | 709.9 | 1,094.2 | 1,731.8 | 2,343.0 | 流动营业资本周转天数 | 77 | 73 | 110 | 149 | 164 |
| 应收票据 | 353.5 | 1,732.3 | 2,133.6 | 2,853.5 | 3,937.9 | 流动资产周转天数 | 590 | 537 | 568 | 580 | 580 |
| 预付帐款 | 78.9 | 49.4 | 98.9 | 91.2 | 170.1 | 应收帐款周转天数 | 90 | 74 | 70 | 85 | 90 |
| 存货 | 2,559.1 | 2,413.2 | 2,778.0 | 4,011.3 | 5,228.1 | 存货周转天数 | 296 | 230 | 201 | 204 | 204 |
| 其他流动资产 | 290.9 | 168.1 | 134.9 | 150.0 | 142.5 | 总资产周转天数 | 750 | 698 | 712 | 691 | 661 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 223 | 214 | 237 | 249 | 236 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROE | 19.3% | 21.6% | 22.0% | 24.5% | 26.0% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 8.1% | 8.8% | 9.4% | 10.0% | 10.6% |
| 固定资产 | 208.9 | 417.0 | 424.3 | 451.8 | 441.0 | ROIC | 72.8% | 43.7% | 35.9% | 37.8% | 37.8% |
| 在建工程 | 95.8 | 121.3 | 120.1 | 126.1 | 113.5 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 165.0 | 162.1 | 143.0 | 128.0 | 112.9 | 销售费用率 | 3.9% | 3.2% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 其他非流动资产 | 1,135.5 | 1,168.9 | 1,149.6 | 1,151.6 | 1,143.0 | 管理费用率 | 11.5% | 13.2% | 15.0% | 12.5% | 12.5% |
| 资产总额 | 6,651.1 | 8,425.6 | 9,932.2 | 13,053.1 | 16,891.8 | 财务费用率 | -0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.2% |
| 短期债务 | 50.0 | 468.1 | 866.5 | 1,517.2 | 1,956.8 | 财务/营业收入 | 15.1% | 16.8% | 18.4% | 15.8% | 15.7% |
| 应付帐款 | 660.9 | 1,419.2 | 1,290.0 | 1,831.6 | 2,359.3 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 1,192.8 | 1,171.8 | 1,497.9 | 1,993.7 | 2,758.0 | 资产负债率 | 58.2% | 59.1% | 57.3% | 59.0% | 59.3% |
| 其他流动负债 | 1,804.7 | 1,449.5 | 1,666.7 | 1,862.2 | 2,438.2 | 负债权益比 | 139.0% | 144.8% | 134.3% | 144.0% | 145.5% |
| 长期借款 | 70.0 | 256.6 | 288.9 | 347.4 | 382.9 | 流动比率 | 1.36 | 1.45 | 1.52 | 1.55 | 1.59 |
| 其他非流动负债 | 90.3 | 218.1 | 83.1 | 150.6 | 116.9 | 流动比率 | 0.67 | 0.92 | 1.00 | 1.00 | 1.04 |
| 负债总额 | 3,868.7 | 4,983.3 | 5,693.2 | 7,702.7 | 10,012.1 | 利息保障倍数 | -86.61 | 54.45 | 62.59 | 92.83 | 124.01 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 440.1 | 881.7 | 881.6 | 881.6 | 881.6 | DPS(元) | 0.11 | 0.28 | 0.32 | 0.45 | 0.39 |
| 留存收益 | 2,342.3 | 2,598.1 | 3,357.5 | 4,468.9 | 5,998.1 | 分红比率 | 18.8% | 33.3% | 30.0% | 30.0% | 19.0% |
| 股东权益 | 2,782.4 | 3,442.3 | 4,239.1 | 5,350.4 | 6,879.7 | 股息收益率 | 0.3% | 0.7% | 0.8% | 1.2% | 1.0% |
| 现金流量表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 业绩和估值指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 537.5 | 742.4 | 931.1 | 1,309.3 | 1,790.5 | EPS(元) | 0.61 | 0.84 | 1.06 | 1.49 | 2.03 |
| 加：折旧和摊销 | 30.5 | 44.6 | 33.2 | 37.5 | 38.5 | BVPS(元) | 3.16 | 3.91 | 4.81 | 6.07 | 7.80 |
| 资产减值准备 | 46.5 | 31.1 | - | - | - | PE(X) | 62.2 | 45.1 | 35.9 | 25.6 | 18.7 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 12.0 | 9.7 | 7.9 | 6.3 | 4.9 |
| 财务费用 | 0.0 | 22.4 | 17.0 | 16.1 | 16.5 | P/FCF | -53.5 | 45.7 | 68.7 | 47.7 | 29.0 |
| 投资收益 | -9.1 | -6.3 | -6.9 | -8.0 | -10.0 | P/S | 15.4 | 8.6 | 7.2 | 5.6 | 4.1 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 45.8 | 28.6 | 29.8 | 21.5 | 15.6 |
| 营运资金的变动 | -419.9 | -570.4 | -857.9 | -1,291.9 | -1,140.8 | CAGR(%) | 34.5% | 34.1% | 47.4% | 34.5% | 34.1% |
| 经营活动产生现金流量 | 30.9 | -48.0 | 116.5 | 62.9 | 694.7 | PEG | 1.8 | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -344.9 | 9.9 | -13.4 | -12.0 | 10.0 | ROIC/WACC | 7.1 | 4.2 | 3.5 | 3.7 | 3.7 |
| 融资活动产生现金流量 | 645.2 | 747.7 | 269.2 | 487.3 | 197.3 | REP | 1.7 | 2.2 | 2.7 | 1.9 | 1.5 |

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。