

强烈推荐-A (维持)

先导智能 300450.SZ

当前股价: 54.72 元

2020 年 02 月 27 日

大客户持续扩产, 享受全球化电动红利

基础数据

上证综指	2988
总股本(万股)	88145
已上市流通股(万股)	84789
总市值(亿元)	482
流通市值(亿元)	464
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	21.6
资产负债率	54.4%
主要股东	拉萨欣导创业投资
主要股东持股比例	31.09%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《先导智能(300450)——不断突破大客户, 打造平台型专用设备龙头》2020-01-19
- 2、《先导智能(300450)——业绩符合预期, 期待锂电新单》2019-10-28
- 3、《先导智能(300450)——现金流持续改善, 加大研发投入》2019-08-13

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博
陈铭

先导智能大客户宁德时代昨晚发布公告, 拟定增 200 亿元, 用于湖西、江苏时代动力、四川时代动力等项目的建设投资, 并补充 55 亿元流动资金。我们认为大客户的扩产定增, 对于未来两年设备公司的订单确定性给予了更高的保障。先导作为全球最强锂电设备供应商以及宁德时代的最核心设备商, 最为受益。预测 2020 年收入 59 亿元, 净利润 12 亿元, 继续强烈推荐!

- 大客户扩产有望拉动设备订单。先导智能大客户宁德时代昨日发布公告, 拟定增 200 亿元, 用于湖西、江苏时代动力、四川时代动力等项目的建设投资, 并补充 55 亿元流动资金。根据发行预案披露, 设备购置占各项目总投资的 56%-73%, 仅湖西、江苏、四川三个项目的设备投资额合计就达到 106 亿元。假设锂电前中后段价值量分别 35%/35%/30%, 先导作为宁德时代最核心的中后段设备供应商, 预计可以拿到 60%以上的设备订单, 随着前段涂布等工艺的成熟, 前段也将有一定订单, 我们测算此次投资对于先导订单的拉动在 60 亿元以上, 对应年订单增量预计 30 亿元以上。
- 锂电不断突破大客户。虽然新能源汽车销量短暂遭遇压力, 但凭借产品的绝对技术领先优势, 以及下游客户的集中度提升, 先导 2019 年订单仍实现了稳步增长, 完成年初订单目标。2019 年公司成功突破 Northvolt, 特斯拉, 并加深了与宁德时代、LG 化学等龙头客户的合作关系。
- 海外收入 2020 年将成亮点。2019 年宝马、大众、戴姆勒等欧洲传统车企电动化进程明显加快, 特斯拉也在 Model3 的引领下销量突破 36.75 万辆, 电动化全球进程进一步加速, 作为配套的动力电池产能也是快速增加。宁德时代和 Northvolt 位于德国和瑞典的工厂正在快速建设中, LG 波兰工厂也在扩产过程中, 如此大的产能建设, 对于锂电设备的供应自动化程度、质量、速度提出了非常高的要求。目前先导智能的卷绕机等中后段设备已经具备国际先进水平, 同时在交货、响应速度上远胜于日韩企业, 将成为欧洲动力电池扩产的首选, 我们预计 2020 年海外收入将成为先导重要亮点。

- 3C 业务实现突破, 燃料电池蓄力中, 凸显平台型专用设备公司优势。先导的定位不仅仅局限在锂电设备领域, 先导目前已拥有上千人的研发技术团队,

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2177	3890	4518	5911	7420
同比增长	102%	79%	16%	31%	26%
营业利润(百万元)	604	969	1011	1393	1825
同比增长	124%	60%	4%	38%	31%
净利润(百万元)	537	742	877	1223	1598
同比增长	85%	38%	18%	39%	31%
每股收益(元)	1.22	0.84	0.99	1.39	1.81
PE	44.8	65.0	55.0	39.5	30.2
PB	8.7	14.0	11.8	9.6	7.7

资料来源: 公司数据、招商证券

研发实力以及对下游工艺的深刻理解，先导历史上已经历过多次转型，总能成功抓住好赛道并成为领头羊。除了锂电设备外，先导在 3C、燃料电池、激光等领域也将有远大前景，2019 年先导成功与消费电子全球龙头签订大额的高端量测设备订单。未来先导将成为具有强大研发实力的平台型专用设备公司，收入天花板不断提升。

业绩预测及投资建议。我们预测 2020 年先导在锂电、3C、光伏、激光等领域均将有明显的订单增长，海外收入将成为 2020 年亮点。预测先导 2020 年收入 59 亿元，净利润 12.2 亿元，对应 PE40 倍。随着新能源汽车产业链行业格局的加速优化、海外投产进程的加快，作为设备龙头的先导将最为受益，建议战略性布局锂电设备板块龙头公司，而从长期来看，平台型专用设备龙头的成长空间远不止锂电领域，维持强烈推荐。

风险因素：新能源汽车销量低于预期，电池厂扩产进度低于预期，新产品拓展速度较慢。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	784	1256	1194	844	1018	1356
营业毛利	283	440	521	383	420	526
营业费用	22	45	40	23	36	38
管理研发费用	94	158	192	163	176	201
财务费用	2	8	7	12	6	6
投资收益	1	1	2	1	3	1
营业利润	176	260	334	223	227	272
归属母公司净利润	154	220	195	194	199	243
EPS(元/按最新股本)	0.17	0.25	0.22	0.22	0.23	0.28
主要比率						
毛利率	36.1%	35.0%	43.7%	45.3%	41.2%	38.8%
营业费用率	2.9%	3.6%	3.3%	2.7%	3.5%	2.8%
管理研发费用率	12.0%	5.8%	7.1%	8.3%	5.6%	4.2%
营业利润率	22.5%	20.4%	28.0%	26.5%	22.3%	20.1%
有效税率	14.0%	15.2%	0.7%	14.3%	13.9%	13.1%
净利率	19.6%	17.5%	16.4%	23.0%	19.5%	17.9%
YoY						
收入	117.3%	195.2%	5.8%	28.5%	29.8%	8.0%
归属母公司净利润	121.4%	411.5%	-24.5%	12.0%	29.3%	10.2%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 半年度业绩回顾

(百万元)	18H1	18H2	19H1	同比	环比
营业收入	1440	2450	1861	29%	-24%
营业毛利	559	961	802	43%	-16.5%
营业费用	38	85	59	55%	-31%
管理费用	165	158	127	-23%	-20%
财务费用	0	15	18	/	20%
投资收益	4	3	4	0%	33%
营业利润	378	591	450	19%	-24%
所得税	56	40	65	16%	63%
归属母公司净利润	327	415	393	20%	-5%
EPS (元/按最新股本)	0.37	0.47	0.45	26%	5%

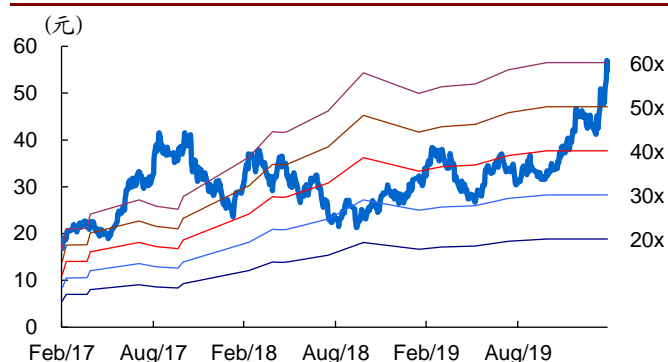
资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 先导智能主营业务收入假设表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	536	1079	2177	3890	4518	5911	7420
锂电池设备	360	731	1823	3444	3961	4951	6188
光伏自动化生产配套设备	140	288	232	264	304	334	367
薄膜电容器设备	27	29	42	70	77	84	91
3C 智能设备				30	90	450	675
营业收入增长率		101.3%	101.8%	78.7%	16.1%	30.8%	25.5%
锂电池设备		103.4%	149.3%	89.0%	15.0%	25.0%	25.0%
光伏自动化生产配套设备		106.3%	-19.5%	13.8%	15.0%	10.0%	10.0%
薄膜电容器设备		7.2%	48.7%	65.1%	10.0%	9.0%	9.0%
3C 智能设备					200.0%	400.0%	50.0%
毛利率(%)	43.0%	42.6%	41.1%	39.1%	39.1%	39.8%	39.5%
锂电池设备	38.7%	39.6%	39.5%	38.7%	39.0%	39.0%	39.0%
光伏自动化生产配套设备	51.3%	48.8%			43.0%	43.0%	43.0%
薄膜电容器设备					40.0%	40.0%	40.0%
3C 智能设备					50.0%	50.0%	45.0%

数据来源: 招商证券预测

图 1: 先导智能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 先导智能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5046	6556	6796	8498	10671
现金	867	1483	2281	2978	3726
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	354	1732	1355	1773	2226
应收款项	897	710	716	937	1176
其它应收款	18	28	32	42	53
存货	2559	2413	2190	2481	3128
其他	352	190	220	287	361
非流动资产	1605	1869	1712	1791	1866
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	209	417	575	674	766
无形资产	165	162	146	131	118
其他	1231	1290	991	986	981
资产总计	6651	8426	8507	10289	12537
流动负债	3708	4509	4087	4909	5925
短期借款	50	468	350	200	100
应付账款	644	1169	1100	1424	1795
预收账款	1674	1245	1100	1424	1795
其他	1341	1626	1537	1861	2234
长期负债	160	475	348	348	348
长期借款	70	257	257	257	257
其他	90	218	92	92	92
负债合计	3869	4983	4435	5257	6273
股本	440	882	882	882	882
资本公积金	1405	982	982	982	982
留存收益	938	1579	2209	3169	4400
少数股东权益	0	0	0	0	1
归属于母公司所有者权益	2782	3442	4072	5032	6264
负债及权益合计	6651	8426	8507	10289	12537

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	31	(48)	1234	1264	1357
净利润	537	742	877	1223	1598
折旧摊销	30	45	55	65	70
财务费用	0	22	25	11	(2)
投资收益	(9)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(557)	(864)	273	(69)	(347)
其它	29	13	9	41	45
投资活动现金流	(345)	10	99	(144)	(144)
资本支出	(45)	(76)	(200)	(150)	(150)
其他投资	(300)	86	299	6	6
筹资活动现金流	645	748	(535)	(424)	(464)
借款变动	(729)	708	(136)	(150)	(100)
普通股增加	32	442	0	0	0
资本公积增加	1322	(423)	0	0	0
股利分配	(53)	(101)	(247)	(263)	(367)
其他	73	122	(152)	(11)	2
现金净增加额	331	710	798	697	749

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2177	3890	4518	5911	7420
营业成本	1281	2370	2750	3559	4489
营业税金及附加	20	30	35	46	58
营业费用	84	123	140	183	230
管理费用	251	232	269	343	416
财务费用	(6)	15	25	11	(2)
资产减值损失	46	35	60	20	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	6	6	6	6
营业利润	604	969	1011	1393	1825
营业外收入	30	11	11	11	11
营业外支出	11	142	15	0	0
利润总额	623	839	1007	1405	1836
所得税	85	96	130	182	238
净利润	537	742	877	1223	1598
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	537	742	877	1223	1598
EPS (元)	1.22	0.84	0.99	1.39	1.81

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	102%	79%	16%	31%	26%
营业利润	124%	60%	4%	38%	31%
净利润	85%	38%	18%	39%	31%
获利能力					
毛利率	41.1%	39.1%	39.1%	39.8%	39.5%
净利率	24.7%	19.1%	19.4%	20.7%	21.5%
ROE	19.3%	21.6%	21.5%	24.3%	25.5%
ROIC	17.8%	20.8%	19.3%	22.3%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	59.1%	52.1%	51.1%	50.0%
净负债比率	1.8%	8.8%	7.1%	4.4%	2.8%
流动比率	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.7	1.0	1.2	1.5	1.6
应收帐款周转率	4.0	4.8	6.3	7.2	7.0
应付帐款周转率	2.8	2.6	2.4	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.22	0.84	0.99	1.39	1.81
每股经营现金	0.07	-0.05	1.40	1.43	1.54
每股净资产	6.32	3.90	4.62	5.71	7.10
每股股利	0.23	0.28	0.30	0.42	0.54
估值比率					
PE	44.8	65.0	55.0	39.5	30.2
PB	8.7	14.0	11.8	9.6	7.7
EV/EBITDA	42.2	25.8	23.9	17.7	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2017 年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。