

公司研究/公告点评

2019年10月29日

机械设备/通用机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 33.44  
合理价格区间(元): 36.53~39.45

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

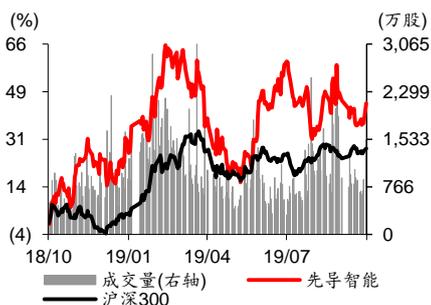
**关东奇来** 执业证书编号: S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

**时威** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《先导智能(300450,买入): 19H1 盈利增长20%, 符合预期》2019.08
- 2《先导智能(300450,买入): 中报业绩预告符合预期, 看好长期发展前景》2019.07
- 3《先导智能(300450,买入): CATL 欧洲扩产, 龙头厂商有望受益》2019.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩增速探底, 研发投入加大

## 先导智能(300450)

### 短期业绩或探底, 研发投入加大

公司发布 2019 年三季报, 1-9 月实现营收 32.16 亿元/+19.3%, 归母净利润 6.35 亿元/+16.1%, 扣非后 6.21 亿元/+14.7%, 业绩符合预期。短期业绩或继续探底, 利润率与经营现金流改善。在手订单较为充足, 但新订单增速趋缓。看好新能源汽车全球化发展趋势, 高端设备供应商具备中长期发展空间。考虑到锂电池产业链进入调整期以及公司加大研发投入, 调整盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 为 1.08/1.46/1.69 元, PE 为 31.0/22.9/19.8x。给予 20 年 PE 估值 25x~27x, 对应目标价 36.53~39.45 元, 维持“买入”评级。

### Q3 收入低速增长, 利润率与经营现金流改善

公司在 19Q3 单季度实现营收 13.55 亿元/+7.9%, 收入增速接近 18Q4 的低点。结合 19 年 6 月末待验收订单 (即发出商品) 与验收周期判断, 我们预计 Q4 单季度收入增速或仍将低位徘徊。1-9 月, 公司毛利率为 41.3%, 同比提升 4.2 pct, 公司对产品质量和成本均有较好的把控能力; 公司经营性现金净流入 3.32 亿元, 同比大幅改善, 得益于年初在手的商业承兑汇票陆续兑付。

### 在手订单较为充足, 但新订单增速趋缓

19 年 6 月末, 公司在手订单合计 54 亿元, 考虑到 Q3 验收进度, 我们预计公司在手订单仍较为充足。但 19 年新能源车需求低迷, 导致动力电池行业招标趋缓, 公司新订单增速亦有所下行。19 年 9 月末, 公司存货和预收款分别为 24.23 亿元和 12.51 亿元, 自 18 年末以来连续 4 个季度期末值变化较小。

### 进入海外开拓关键期, 加大研发与产能投入

公司处于海外订单开拓关键期, 已进入特斯拉全球供应体系和锁定欧洲市场关键客户 Northvolt。19 年 1-9 月公司研发费用达到 3.56 亿元/+102%, 占收入比例为 11%/+4.52 pct, 研发投入包括锂电池制造 (涂布/叠片/整线)、光伏叠瓦与燃料电池产线。公司拟募投 9.54 亿元扩大产能和提升高精度零部件生产能力, 未来或减少外协, 匹配高端客户的定制化与保密需求。

### 调整盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到锂电池产业链进入调整期以及公司加大研发投入, 调整 19-21 年盈利预测: 预计 19-21 年营业收入为 46.0/60.0/66.0 亿元, 归母净利润为 9.50/12.88/14.87 亿元, 对应 EPS 为 1.08/1.46/1.69 元 (下调 10%/8%/7%), PE 为 31.0/22.9/19.8x。我们看好新能源汽车全球化发展趋势, 高端设备供应商具备中长期空间。公司短期业绩承压, 中长期成长逻辑未变。公司作为设备领域龙头公司, 产品质量与市场份额领先, 仍有望保持估值溢价。可比公司 20 年 PE 均值为 18.8x, 给予公司 20 年 PE 估值 25x~27x, 对应目标价 36.53~39.45 元。维持“买入”评级。

风险提示: 动力电池扩产不及预期; 订单中标体量不及预期; 订单验收进度严重滞后; 应收账款回收不及时导致坏账。

公司基本资料

总股本 (百万股)	881.58
流通 A 股 (百万股)	847.89
52 周内股价区间 (元)	23.37-38.78
总市值 (百万元)	29,480
总资产 (百万元)	8,434
每股净资产 (元)	4.37

资料来源: 公司公告

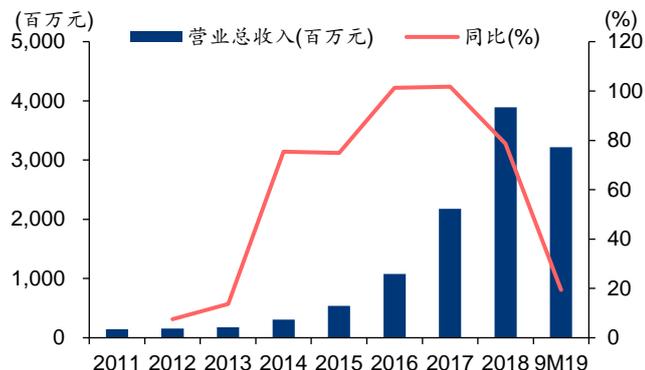
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,177	3,890	4,600	6,000	6,600
+/-%	101.75	78.70	18.25	30.43	10.00
归属母公司净利润 (百万元)	537.50	742.44	950.04	1,288	1,487
+/-%	84.93	38.13	27.96	35.59	15.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.61	0.84	1.08	1.46	1.69
PE (倍)	54.85	39.71	31.03	22.89	19.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

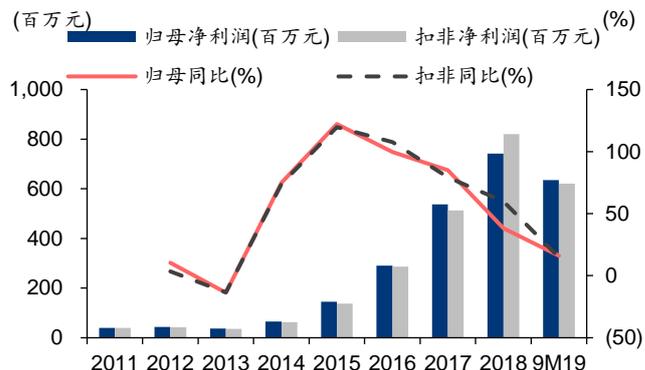
经营指标概览

图表1: 2019年1-9月实现营业收入32.17亿元/+19.3%



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 2019年1-9月归母净利润6.35亿元/+16.1%



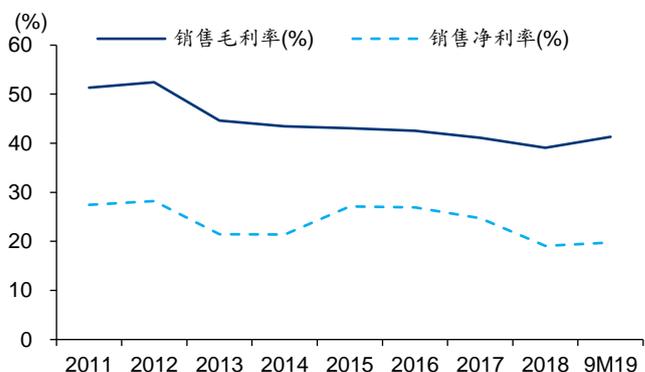
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 2019年1-9月研发支出3.56亿元,占收入比例达到11.06%



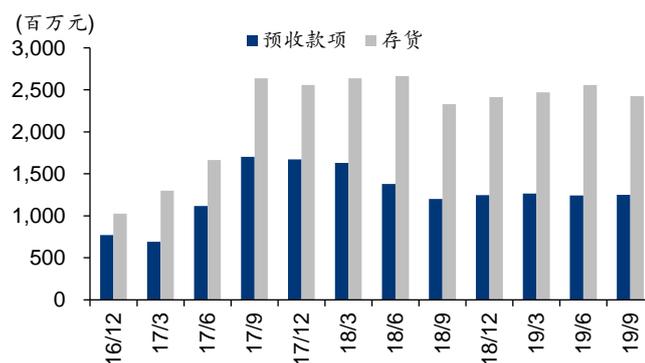
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 2019年1-9月毛利率为41.28%,净利率为19.75%



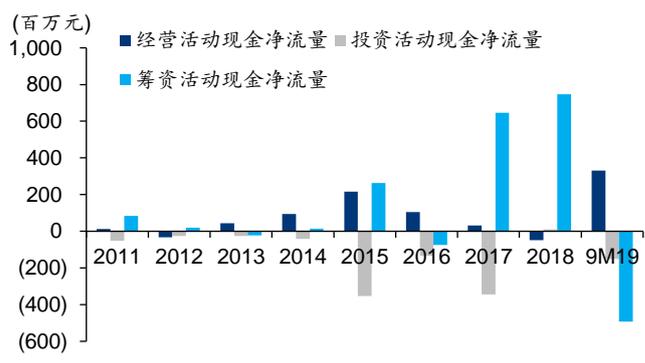
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 存货和预收款自18年末以来连续4个季度期末值变化较小



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 2019年1-9月经营活动现金净流入3.32亿元



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测调整明细

图表7: 盈利预测调整明细

	新预测值			调整幅度			调整原因
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
营业收入(百万元)	4,600	6,000	6,600	-9.04%	-1.12%	-1.12%	1) 新能源车产业链进入调整期, 动力电池扩产放缓, 新增设备订单增速放缓, 对19年收入有较大影响; 2) 国产龙头出海与外资入华均有新产能增量, 但时间点或延后, 对20-21年收入增速影响较小
毛利率(%)	40.0%	40.5%	41.0%	0.00	0.00	0.00	公司保持较高竞争力和成本把控能力, 提升核心零部件自供能力, 毛利率有望维持稳定或稳中有升
净利率(%)	20.7%	21.5%	22.5%	-0.20	-1.60	-1.40	研发投入加大, 销售与管理费用把控严格, 整体费用率略有提升
归母净利润(百万元)	950	1,288	1,487	-10.04%	-8.13%	-6.77%	

注: 比率指标调整幅度的单位为“pct”

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 可比公司估值

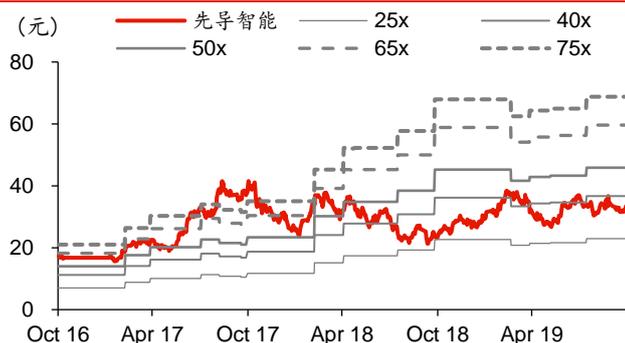
图表8: 可比公司估值 (数据日期为2019年10月28日)

代码	名称	预测来源	市值(亿元)	PE(x)				PB(x)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300457	赢合科技	Wind 一致预期	99.30	30.60	24.31	19.73	16.02	3.35	3.05	2.67	2.27
300340	科恒股份	Wind 一致预期	26.71	49.93	32.97	20.70	14.84	1.86	1.74	1.61	1.45
603659	璞泰来	Wind 一致预期	223.00	37.53	30.02	22.51	17.93	7.67	6.30	5.14	4.17
300648	星云股份	Wind 一致预期	22.42	109.29	20.20	12.05	9.88	4.23	3.50	2.73	2.15
	<b>平均数</b>		<b>92.86</b>	<b>56.84</b>	<b>26.88</b>	<b>18.75</b>	<b>14.67</b>	<b>4.28</b>	<b>3.65</b>	<b>3.04</b>	<b>2.51</b>
<b>300450</b>	<b>先导智能</b>	<b>华泰证券</b>	<b>294.80</b>	<b>39.71</b>	<b>31.03</b>	<b>22.89</b>	<b>19.83</b>	<b>8.56</b>	<b>7.05</b>	<b>5.58</b>	<b>4.53</b>

资料来源: Wind、华泰证券研究所

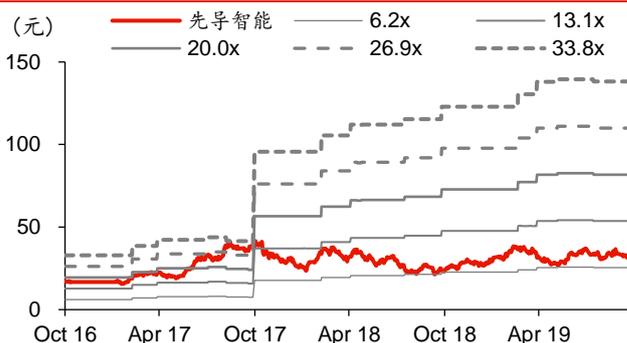
## PE/PB - Bands

图表9: 先导智能历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 先导智能历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,046	6,556	7,090	8,949	9,530
现金	866.79	1,483	1,269	1,542	2,182
应收账款	896.76	709.91	1,117	1,310	1,359
其他应收账款	17.94	27.80	33.01	41.99	46.58
预付账款	78.89	49.44	55.20	71.40	77.88
存货	2,559	2,413	3,096	4,044	3,744
其他流动资产	626.49	1,873	1,520	1,940	2,120
非流动资产	1,605	1,869	2,076	2,471	2,747
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	208.92	417.01	543.42	774.35	995.49
无形资产	164.97	162.06	210.06	258.06	306.06
其他非流动资产	1,231	1,290	1,323	1,439	1,445
资产总计	6,651	8,426	9,167	11,421	12,277
流动负债	3,708	4,509	4,648	5,851	5,557
短期借款	50.00	468.08	500.00	600.00	600.00
应付账款	1,837	1,169	1,242	1,607	1,363
其他流动负债	1,821	2,871	2,906	3,645	3,594
非流动负债	160.31	474.70	335.44	288.46	210.20
长期借款	70.00	256.60	136.60	76.60	0.60
其他非流动负债	90.31	218.10	198.84	211.86	209.60
负债合计	3,869	4,983	4,984	6,140	5,767
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	440.14	881.66	881.66	881.66	881.66
资本公积	1,405	1,019	1,019	1,019	1,019
留存公积	937.61	1,579	2,282	3,380	4,609
归属母公司股东权益	2,782	3,442	4,183	5,281	6,510
负债和股东权益	6,651	8,426	9,167	11,421	12,277

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	30.94	(47.97)	354.77	870.32	1,301
净利润	537.50	742.44	950.04	1,288	1,487
折旧摊销	30.46	44.60	50.22	65.39	85.02
财务费用	(5.81)	15.11	(4.01)	(7.34)	(27.83)
投资损失	(9.05)	(6.33)	(9.05)	(9.05)	(9.05)
营运资金变动	(560.36)	(847.79)	(607.88)	(499.70)	(236.66)
其他经营现金	38.20	3.99	(24.54)	32.85	2.94
投资活动现金	(344.86)	9.91	(254.95)	(454.95)	(354.95)
资本支出	45.35	76.35	200.00	400.00	300.00
长期投资	24.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(275.41)	86.26	(54.95)	(54.95)	(54.95)
筹资活动现金	645.25	747.73	(313.86)	(142.67)	(305.81)
短期借款	50.00	418.08	31.92	100.00	0.00
长期借款	70.00	186.60	(120.00)	(60.00)	(76.00)
普通股增加	32.14	441.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,322	(385.42)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(828.63)	86.94	(225.78)	(182.67)	(229.81)
现金净增加额	331.33	710.32	(214.04)	272.70	640.20

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,177	3,890	4,600	6,000	6,600
营业成本	1,281	2,370	2,760	3,570	3,894
营业税金及附加	20.22	30.27	36.80	48.00	52.80
营业费用	84.10	123.21	142.60	186.00	204.60
管理费用	128.09	231.61	262.20	342.00	376.20
财务费用	(5.81)	15.11	(4.01)	(7.34)	(27.83)
资产减值损失	45.96	35.12	40.00	40.00	40.00
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	9.05	9.05	9.05
营业利润	604.22	969.42	1,067	1,447	1,670
营业外收入	29.58	11.44	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.11	142.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	622.69	838.78	1,067	1,447	1,670
所得税	85.19	96.33	117.42	159.21	183.73
净利润	537.50	742.44	950.04	1,288	1,487
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	537.50	742.44	950.04	1,288	1,487
EBITDA	628.87	1,029	1,114	1,505	1,727
EPS (元, 基本)	1.22	0.84	1.08	1.46	1.69

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	101.75	78.70	18.25	30.43	10.00
营业利润	124.25	60.44	10.11	35.59	15.40
归属母公司净利润	84.93	38.13	27.96	35.59	15.40
获利能力 (%)					
毛利率	41.14	39.08	40.00	40.50	41.00
净利率	24.69	19.09	20.65	21.47	22.52
ROE	19.32	21.57	22.71	24.39	22.83
ROIC	24.24	31.51	26.35	28.69	29.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.17	59.14	54.37	53.76	46.97
净负债比率 (%)	3.10	14.91	12.77	11.02	10.41
流动比率	1.36	1.45	1.53	1.53	1.72
速动比率	0.67	0.92	0.86	0.84	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.52	0.52	0.58	0.56
应收账款周转率	3.62	4.33	4.50	4.50	4.50
应付账款周转率	1.21	1.58	2.29	2.51	2.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.84	1.08	1.46	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	(0.05)	0.40	0.99	1.48
每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.90	4.74	5.99	7.38
估值比率					
PE (倍)	54.85	39.71	31.03	22.89	19.83
PB (倍)	10.60	8.56	7.05	5.58	4.53
EV_EBITDA (倍)	45.70	27.93	25.81	19.09	16.64

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com