

增持

—维持

先导智能 (300450)

证券研究报告 / 公司研究 / 深度报告

日期: 2017年4月12日
行业: 机械设备-锂电设备



分析师: 邵锐
Tel: 021-53686137
E-mail: shaorui@shzq.com
SAC 证书编号: S0870513050001
研究助理: 倪瑞超
Tel: 021-53686179
E-mail: niruichao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116070010

动力电池强者恒强, 高端设备龙头 深度受益

■ 投资摘要

● **高速增长道路上的自动化设备厂家。** 先导智能以自动卷绕技术和高速分切技术为中心, 形成了锂电、光伏、薄膜电容器设备三大业务体系。公司恰逢其时的布局, 随着下游动力电池投资和扩产的旺盛的需求, 公司在 2014 年以后走上了高速增长的道路。2016 年实现营业收入 10.79 亿元、复合增长率 49.80%, 净利润 2.9 亿元, 复合增长率 49.22%。

● **国内新能源汽车销量触底回升, 全球特斯拉引领新能源汽车浪潮。** 新能源汽车在补贴政策落实、推广目录的陆续推出, 2017 年 2 月份销量触底回升, 3 月份销售 3.11 万台, 同比增长 35.6%。2017 年大概率 70 万台以上, 2020 年前复合增长率有望达 41%。展望全球特斯拉一季度销售 2.5 万台, 同比增长 69%, 超市场预期, 下半年随着 MODEL3 的推出, 有望实现 2017 年 10 万台, 2020 年 50 万台的目标, 未来复合增长率达 71%。全球汽车厂家也都积极布局新能源汽车, 2025 年全球新能源汽车预计实现 1800 万台~3000 万台销量, 增长区间 42%~51%。全球新能源汽车依然处于蓬勃向上的道路上。

● **动力电池强者恒强, 龙头厂家设备需求市场巨大。** 简单测算 2020 年整个动力电池需求为 79GWH, 而根据高工锂电数据 2017 年动力电池的实际产能将达到 110GWH, 整体产能过剩。未来动力电池在倒逼机制下价格将继续下降。而国家也明确了动力电池单体企业产能不低于 8GWH, 2020 年形成产销规模 40GWH 的龙头企业的政策指引。我们认为未来中小动力电池厂家将出局, 行业集中度将不断提高。而 2016 年动力电池前 10 厂家占有率 78.96%, 前 4 占有率 65.79%, 相比 2015 年都有提升, 产能向龙头企业靠拢趋势明显。而龙头企业也制定了明确的扩产计划, 以前 10 中有产能的规划的 6 家企业为例, 其新增产能是 2016 年底产能的 2.6 倍。以 6 家企业为例其增量设备需求为 608 亿元, 远超按照 100GWH 规划的设备空间。龙头动力电池厂家的设备市场空间巨大。

● **绑定动力电池龙头, 打造锂电设备产业链。** 先导智能专注于研发, 卷绕机技术优势明显。其下游的合作客户 2020 年前新增设备市场空间为 458 亿元, 其中卷绕机 91.6 亿元, 市场空间巨大。公司已经为松下小批量供货, 未来有望受益于松下的扩产。公司拟收购泰坦新动力, 形成中后段的锂电设备产业链, 未来两者将形成协同效应, 2016 年底泰坦新动力在手订单 11.19 亿元, 未来业绩有望超预期。公司目前处于扩产扩客户的上升通道上。

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	44.60
12mth 股价格区间 (元)	29.36-47.56
总股本/流通股本 (亿股)	4.08/1.69
总市值/流通市值 (亿元)	75.36/181.97

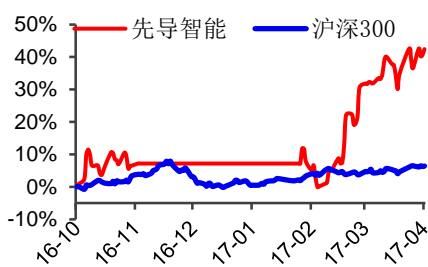
主要股东 (最新)

无锡先导投资发展有限公司	40.58%
石河子市嘉鼎股权投资合伙企业	12.68%
上海祺嘉股权投资合伙企业	5%
无锡先导电容器设备厂	5.33%

收入结构 (2016)

锂电池设备	67.76%
光伏设备	26.71%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: NRC17-CT19

首次报告日期: 2017年1月11日

相关报告: 20170111-NRC17-CT01:: 收购泰坦新动力, 锂电设备产业链再进一步
20170125-NRC17-CT02:: 业绩符合预期, 静待收购落地

20170302-NRC17-CT06: 动力电池行业集中度提升再次明确, 持续推荐设备龙头

20170308-NRC17-CT07: 公司公布年报和一季度业绩预告, 高成长性不变

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

● **光伏设备：抢装潮后平稳发展。**光伏行业新增装机容量增速与公司的光伏设备增速基本一致，在经历了 2016 年的抢装潮以后，光伏行业 2020 年前乐观情形下装机容量（20GW-30GW）相比 2016 年略有下降。迎来平稳发展。

■ 盈利预测

预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 18.93、31.22、47.8 亿元。归属母公司净利润 4.57、6.95、10.26 亿元，EPS 为 1.12、1.70、2.51 元。对应的 PE 为 39.8、26.2、17.7 倍。考虑泰坦新动力，预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 1.25、1.83、2.61 元，对应的 PE 为 35.6、24.4、17.1 倍。公司作为锂电设备龙头，内生外延都有望超预期。维持公司“增持”评级。

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万	1078.98	1893.31	3121.56	4779.69
增长率 YOY	101.26%	75.47%	64.87%	53.12%
归属母公司股东净利润：百万	290.65	457.01	695.47	1025.72
增长率 YOY	99.68%	57.23%	52.18%	47.49%
EPS(元)	0.71	1.12	1.70	2.51
PE(倍)	62.6	39.8	26.2	17.7

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（股价截止到 2017/4/12）

■ **股价表现催化剂：**获得大客户订单、新能源汽车销量持续放量、特斯拉销售超预期。

■ **风险提示：**锂电设备竞争加剧、新能源汽车销售不达预期、股东减持。

目录

一、先导智能：高速增长道路上的自动化设备厂家.....	5
1、先导智能：形成锂电、光伏、薄膜电容器设备业务体系	5
2、公司成长性突出，收入和利润复合高增长	6
3、股权结构	8
二、新能源汽车蓬勃向上，动力电池龙头厂家设备需求市场巨大. 8	
1、锂电池的生产工艺.....	8
2、国内：新能源汽车销量触底回升，未来迎来新一轮景气周期	10
3、全球：特斯拉引领新能源汽车浪潮.....	12
4、动力电池行业强者恒强.....	13
5、头动力电池厂家的设备需求市场空间巨大.....	17
三、先导智能：绑定动力电池龙头，打造锂电设备产业链.....	19
1、高端锂电设备龙头、致力于研发.....	19
2、绑定动力电池龙头，引领大发展.....	20
3、收购泰坦新动力，进一步扩充锂电设备产业链.....	22
四、光伏设备：抢装潮后未来将平稳发展.....	25
五、盈利预测和估值讨论	27
六、风险提示	29

图表目录

图 1 公司的产品拓展情况	5
图 2 公司分业务占比.....	6
图 3 公司分业务收入及增速.....	6
图 4 公司的营业收入.....	7
图 5 公司的净利润.....	7
图 6 公司的毛利率和净利率对比.....	7
图 7 公司的费用率对比.....	7
图 8 公司分业务毛利率.....	8
图 9 锂电池的生产流程.....	9
图 10 锂电池生产主要设备.....	9
图 11 新能源汽车月度销量	11
图 12 新能源汽车推广应用推荐车型目录	11
图 13 新能源汽车销量及预测	11
图 14 特斯拉一季度销量（台）	12
图 15 特斯拉销售计划.....	12
图 16 全球新能源汽车销量	13

图 17 动力电池产能.....	14
图 18 动力电池价格.....	14
图 19 动力电池政策要求.....	15
图 20 动力电池出货量前 4.....	16
图 21 动力电池出货量前 10.....	16
图 22 动力电池生产线投资各个设备占比.....	17
图 23 动力电池各个设备市场空间.....	17
图 24 锂电设备市场需求以及国产设备占比.....	18
图 25 动力锂电池各个设备市场空间.....	18
图 26 公司的研发费用.....	20
图 27 公司获得的专利.....	20
图 28 先导智能锂电池设备合作伙伴.....	21
图 29 主要锂电企业设备市场空间.....	21
图 30 全球动力电池市场份额.....	22
图 31 PANASONIC: BREAKDOWN OF SECONDARY BATTERY SALES.....	22
图 32 动力锂电池设备生产基地.....	22
图 33 泰坦新动力设备产业位置.....	23
图 34 泰坦新动力以前业绩.....	24
图 35 公司的光伏设备（光伏电池片生产）.....	25
图 36 公司的光伏设备（光伏组件生产）.....	25
图 37 中国光伏新增装机容量.....	26
图 38 中国光伏累计装机容量.....	26
图 39 先导智能光伏设备收入及增速.....	26
图 40 中国光伏累计装机容量.....	26
图 41 2016-2025 年全球光伏年度新增装机.....	27
图 42 先导智能 PE BAND.....	29
图 43 先导智能 PB BAND.....	29
表 1 公司的股权结构.....	8
表 2 地方新能源汽车政策.....	10
表 3 世界主要汽车品牌新能源汽车规划.....	12
表 4 动力锂电池出货量前 10 企业.....	15
表 5 出货量前 10 的动力电池企业产能规划.....	16
表 6 锂电设备市场空间.....	18
表 7 公司核心技术.....	19
表 8 收购泰坦新动力交易方案.....	22
表 9 泰坦新动力主要客户.....	24
表 10 泰坦新动力业绩承诺.....	24
表 11 盈利预测关键假设.....	27
表 12 盈利预测结果.....	28
表 13 估值对比.....	28

一、先导智能：高速增长道路上的自动化设备厂家

1、先导智能：形成锂电、光伏、薄膜电容器设备业务体系

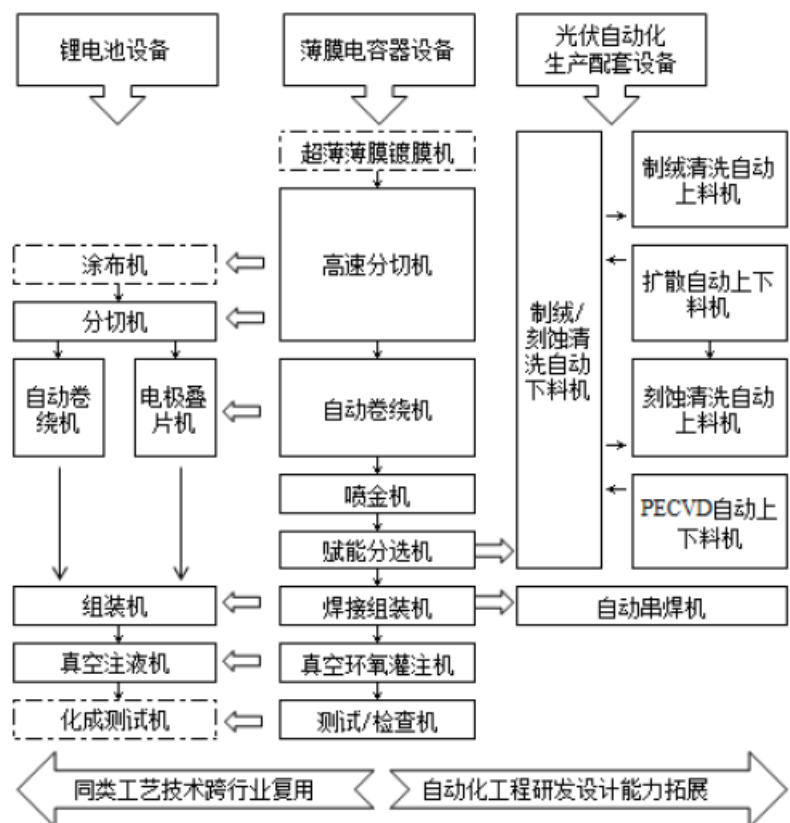
先导智能的前身为先导有限，为先导厂与九洲机械 2002 年在无锡合资建设，2011 年整体变更为股份公司。公司是专业从事自动化成套设备的研发、设计、生产与销售以及自动化整体解决方案的供应商，主要为薄膜电容器、锂电池、光伏电池/组件等节能环保及新能源产品的生产制造厂商提供设备及解决方案。

公司从薄膜电容器设备的研发和生产起步，以全自动卷绕机为突破口，开发了用于薄膜电容器制造的成套化设备。包括自动卷绕机、高速分切机、喷金机、赋能分选机等多种薄膜电容器设备。

公司将自动卷绕技术和高速分切技术延伸到锂电池设备领域，成功开发了卷绕机、极片分切机、焊接卷绕一体机、电极叠片机、组装机、四合一成型机等锂电池设备。

公司凭借在薄膜电容器设备和锂电设备开发的技术能力，开发了配套于光伏电池生产线上多个环节的硅片自动上下料机 and 用于光伏组件生产的电池片自动串焊机。

图 1 公司的产品拓展情况



数据来源：先导智能招股说明书 上海证券研究所

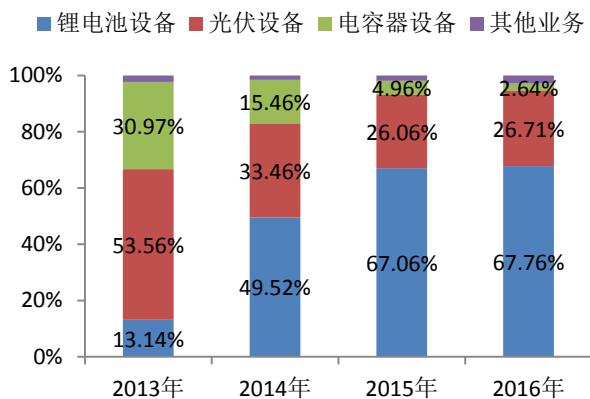
公司凭借强大的技术能力在不同的领域进行了拓展，形成了目前锂电池设备、光伏自动化生产配套设备、薄膜电容器设备三个业务体系。

公司的锂电池设备一直处于高速增长的状态，从2013年的2296万元，增长到2016年7.31亿元，复合增长率高达217%。从2013年占公司收入的13.14%，到2016年占比67.76%，成为公司的第一大业务。

受益于光伏行业的复苏，公司的光伏业务收入也处于一个增长的过程，从2013年的9361万元，增长到2016年2.88亿元，2016年占比为26.71%，成为公司的第二大业务。

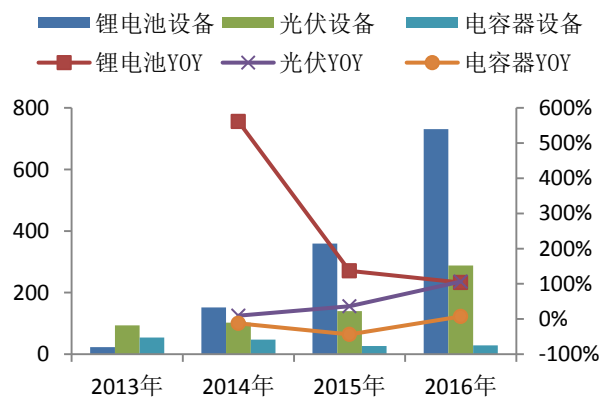
而公司的传统业务，电容器设备业务处于一个缓慢的收缩过程，到了2016年整体收入只有2852万元，占比2.64%，与2015年基本相近，对公司的整体收入影响不大。

图2 公司分业务占比



数据来源：WIND 上海证券研究所

图3 公司分业务收入及增速

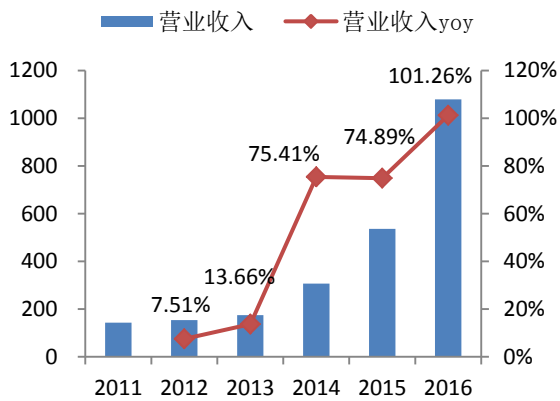


数据来源：WIND 上海证券研究所

2、公司成长性突出，收入和利润复合高增长

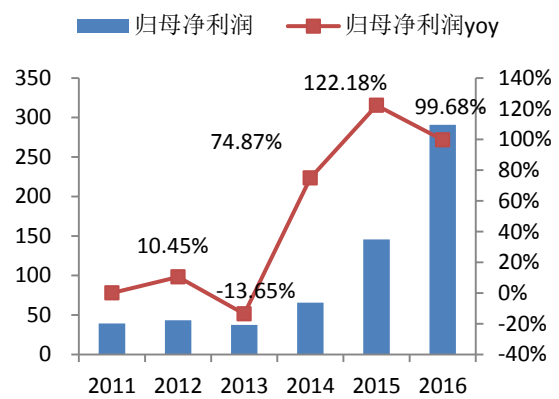
公司成长性突出。公司通过布局锂电设备，随着下游锂电池厂家新建和扩产热潮的来临，公司的业绩也迎来了高速增长。2016年实现营业收入10.79亿元，同比增长101.26%，5年营业收入复合增长率49.80%；归母净利润2.90亿元，同比增长99.68%，5年净利润复合增长率49.22%。恰逢其时的布局，使得公司2014年以后迎来了高速增长。

图 4 公司的营业收入 (百万元)



数据来源: WIND 上海证券研究所

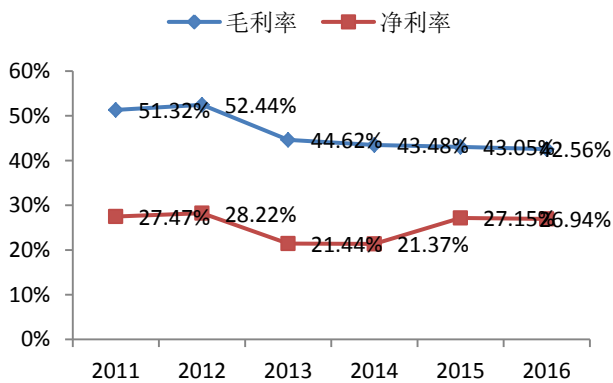
图 5 公司的净利润 (百万元)



数据来源: WIND 上海证券研究所

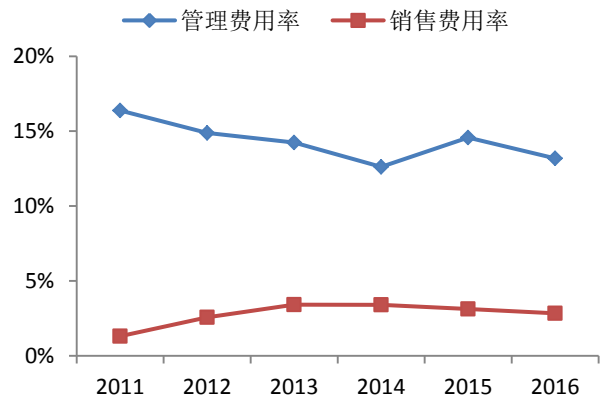
毛利率稳中有降，管理费用率和销售费用率下降。由于公司的锂电设备销售占比不断提高，而锂电设备的毛利率低于光伏设备毛利率 10%，导致公司的毛利率稳中有降。而公司出色的管理能力，以及由于销售收入的扩大，导致公司的管理费用率、销售费用率趋于下降。使得公司的净利率虽然在前几年有所下降，但是到了 2015 年和 2016 年开始回升，到了 2016 年净利率达到了 26.94%。

图 6 公司的毛利率和净利率对比



数据来源: WIND 上海证券研究所

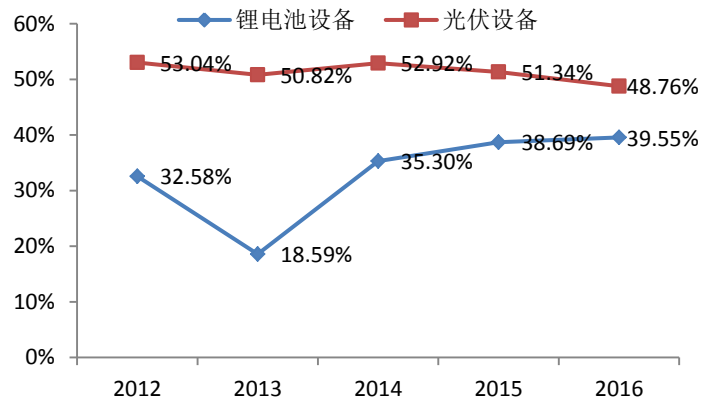
图 7 公司的费用率对比



数据来源: WIND 上海证券研究所

光伏毛利率有所下降，锂电设备毛利率上升。光伏设备由于竞争加剧，导致毛利率有所下降，到 2016 年为 48.76%，2015 年为 51.34%。公司的锂电设备主要面向高端客户，价格稳定，在产品结构优化以及产量的扩大以后，锂电的毛利率呈现了一个上升的趋势，到了 2016 年达到 39.55%。

图 8 公司分业务毛利率



数据来源: WIND 上海证券研究所

3、股权结构

股权结构。公司的实际控制人为王燕清，是公司的创始人，其通过先导厂、先导投资、嘉鼎投资共持有公司 58.59% 股权。

表 1 公司的股权结构

股东名称	持股数量 (百万股)	持股比例
无锡先导投资发展有限公司	165.54	40.58%
石河子市嘉鼎股权投资合伙企业(有限合伙)	51.74	12.68%
上海祺嘉股权投资合伙企业(有限合伙)	20.4	5.00%
无锡先导电容器设备厂	21.73	5.33%
天津鹏莹股权投资基金合伙企业(有限合伙)	11.91	2.92%
中邮信息产业灵活配置混合型证券投资基金	3.92	0.96%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.95	0.48%
宝盈转型动力灵活配置混合型证券投资基金	2.5	0.61%
宝盈新兴产业灵活配置混合型证券投资基金	2	0.49%
全国社保基金一一零组合	4.77	1.17%

数据来源: WIND 上海证券研究所

二、新能源汽车蓬勃向上，动力电池龙头厂家设备需求市场巨大

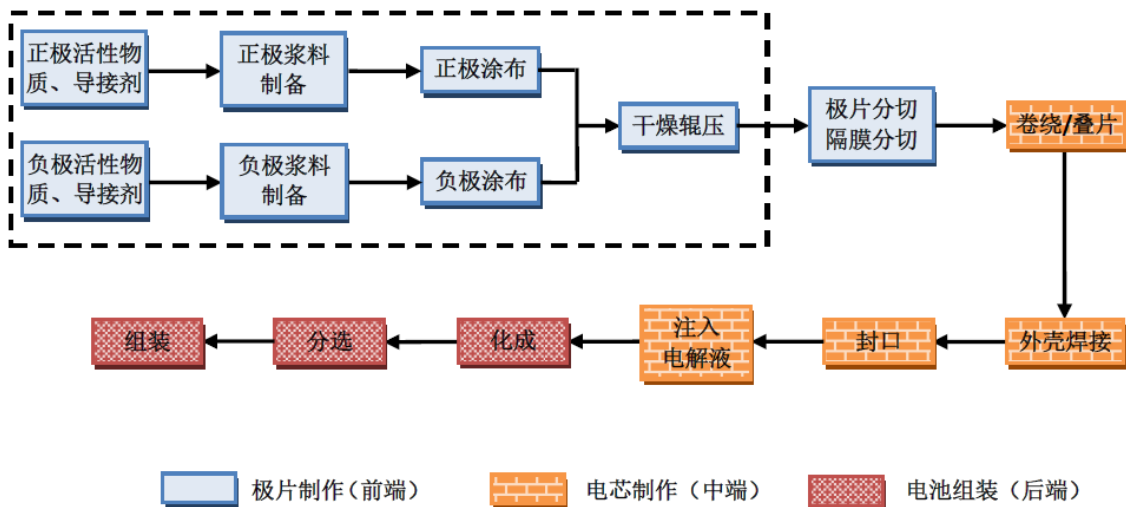
1、锂电池的生产工艺

锂电池的生产流程。第一步先用专门的溶剂和粘贴剂分别与粉末状的正负极活性物质混合，经高速搅拌均匀后，制成浆状的正负极物质。将制成的浆料均匀地涂覆在金属箔的表面，烘干，分别制成正极极片和负极极片。按正极片—隔膜—负极片—隔膜自上而下的顺序放好，经卷绕制成电池极芯，再经注入电解液、封口等工艺过程，即完

成电池的装配过程，制成成品电池。用专用的电池充放电设备对成品电池进行充放电测试，对每一只电池都进行检测，筛选出合格的成品电池，最终包装出厂。

具体分为极片制作、电池单元(电芯)制作和电池组装三个工段。也叫锂电池生产前端、中端和后端三个工艺段。锂电池极片制作工艺包括电极浆料制备、电极浆料涂布、辊压、分切、极耳焊接等工序；锂电池电芯制造工艺主要包括卷绕或叠片、入壳封装、注入电解液、抽真空并封装等；电池组装工艺主要包括化成、分容、组装、测试等。

图 9 锂电池的生产流程



数据来源：金银河招股说明书 上海证券研究所

锂电池根据以上的生产环节，对应的每个环节都有相应的自动化生产设备。主要包括搅拌机、涂布机、辊压机、极片分切设备、卷绕机、注液机、焊接设备、化成测试设备、真空干燥箱等。其中搅拌机、涂布机、辊压机、极片分切设备属于前端设备，卷绕机、注液机、焊接设备属于中端设备、化成测试设备、真空干燥箱属于后端设备。

图 10 锂电池生产主要设备



搅拌机



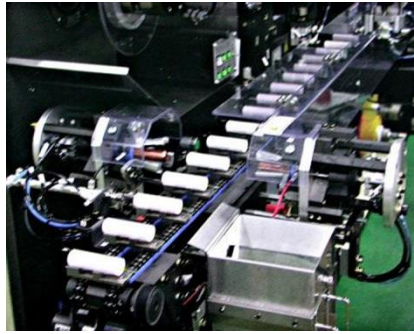
涂布机



辊压机



极片分切设备



卷绕机



注液机



焊接设备



化成测试设备



真空干燥箱

数据来源：微观动力系统 上海证券研究所

2、国内：新能源汽车销量触底回升，未来迎来新一轮景气周期

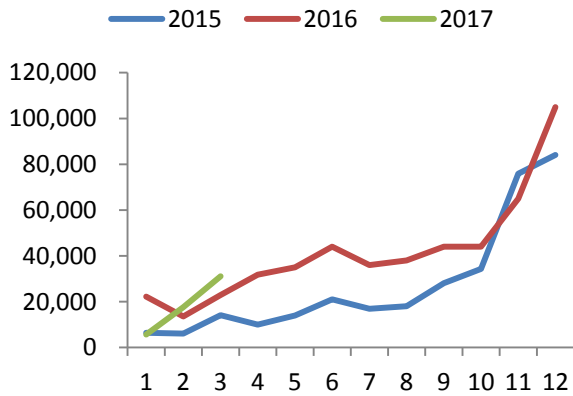
新能源汽车销量在 2 月份触底回升。2017 年新能源汽车销量在经历 2017 年 1 月的销量低谷以后，相关政策到位后大幅改善了北京新能源汽车年初同比剧烈下滑的情况，北京新能源汽车市场的需求上升拉动全国新能源汽车产销量的快速恢复，同期随着三批新能源汽车推广目录的推出，以及地方补贴政策的落实。新能源汽车销量在 2 月份触底回升。根据中汽协的数据，2017 年 2 月份全国新能源汽车销量为 17596 台，同比增长 25.7%，环比大增 209.68%。3 月份销售 31120 台，同比增长 35.6%，环比增长 76.86%。一改一月份的颓势。

表 2 地方新能源汽车政策

日期	政策
2月17日 北京市	2017年北京市示范应用新能源小客车财政补助标准按照中央财政单车补贴额的50%补贴，国家和本市财政补助总额不超过车辆销售价格的60%。
4月11日 江苏省	纯电动乘用车每辆补助0.9万元，混合动力0.5万元，燃料电池5万元；客车根据车长及动力类型提供补贴，最高每辆补助10万元；纯电动专用车每辆补助1.5万元，燃料电池专用车补助7万元。
上海市	制定完毕即将出台。

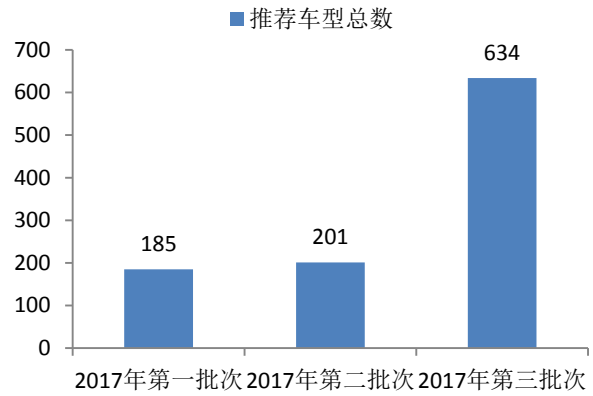
数据来源：电车之家 上海证券研究所

图 11 新能源汽车月度销量



数据来源: 中汽协 上海证券研究所

图 12 新能源汽车推广应用推荐车型目录

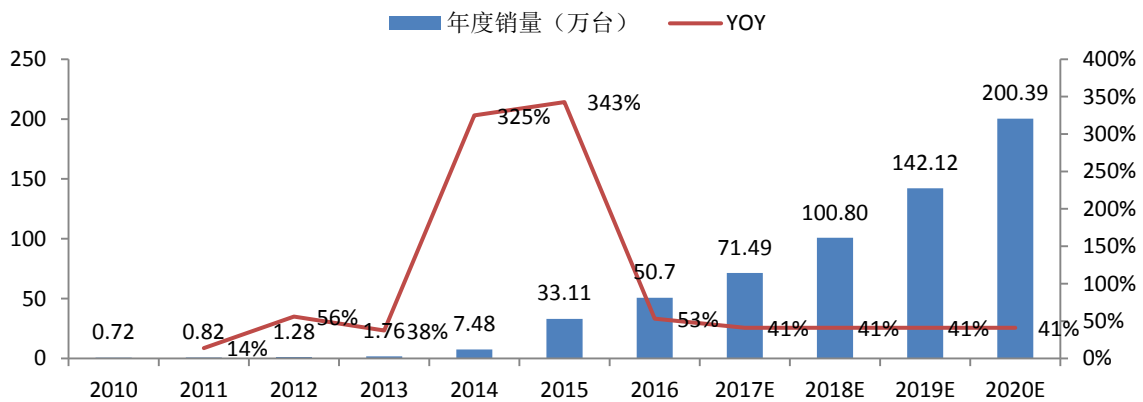


数据来源: 高工锂电 上海证券研究所

政策不确定性消除, 2017 年全年新能源汽车销量大概率放量。新能源汽车在今年 1 月份销量骤降主要是“补贴退坡”和“推荐目录重申”政策双重叠加的结果。2 月在市场政策逐渐明确后, 车企迅速调整使得市场呈现回升态势。

2017 年新能源汽车销量 70 万台以上, 2020 年 200 万辆。未来随着地方补贴政策的明确、以及新能源汽车推广应用推荐车型目录持续推出, 新能源汽车销量在接下来的几个月会持续放量。《十三五国家战略性新兴产业发展规划》明确到 2020 年, 新能源汽车实现当年产销 200 万辆以上, 累计产销超过 500 万辆。中国汽车工业协会副秘书长许艳华在 2 月 8 日接受媒体专访时表示, 协会预计 2017 年我国新能源汽车销量将达 80 万辆。我们认为今年新能源汽车在不确定政策因素消除以后, 将进入放量的阶段, 2017 年大概率销量 70 万台以上, 如果今年达成或者超过 80 万台, 这将超市场预期。

图 13 新能源汽车销量及预测



数据来源: 中汽协 上海证券研究所

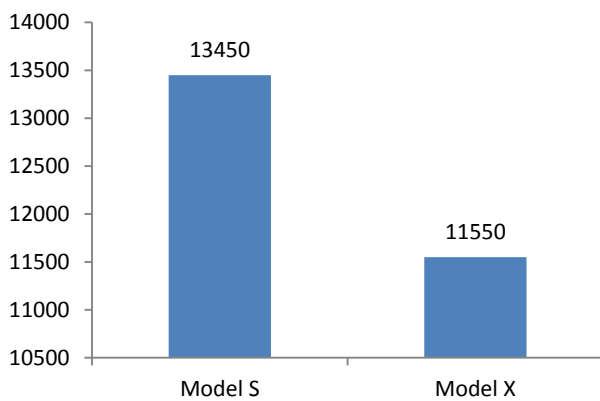
3、全球：特斯拉引领新能源汽车浪潮

特斯拉公司 4 月 2 日公布了 2017 年第一季度的销售情况。这家电力汽车公司上季度销售相比去年同期上涨 69%，创下季度销售记录 2.5 万台。共销售了 13450 台特斯拉 Model S 型轿车，11550 台特斯拉 Model X 型号 SUV 城市越野车。特斯拉一季度的销量超市场预期。

特斯拉 2017 年销售计划 10 万台。特斯拉公司原计划是在 2017 年上半年销售共计 47000 到 50000 台各类型号车辆，并在下半年 Model 3 系列新款车型推出之后将年度总销售额推上 10 万台。第一季度的优异表现让这个计划极有可能实现。

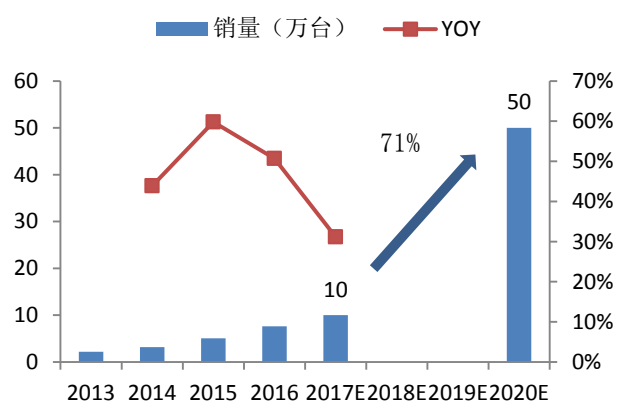
特斯拉 2020 年销售 50 万台。按照 2017 年 10 万台销量的计划，未来几年销量的复合增长率需要达到 71%，才会达到 2020 年销售 50 万台的目标。按照目前良好的势头，以及下半年 Model 3 的推出，未来这一目标实现的可能性很大。

图 14 特斯拉一季度销量 (台)



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 15 特斯拉销售计划



数据来源: WIND 上海证券研究所

全球各大汽车厂家布局新能源汽车。全球各个汽车厂家也发布了雄心勃勃的新能源汽车计划，基本都把 2020 年或者 2025 年作为规划的考虑，根据各个厂家的规划，到 2025 年新能源汽车基本都要达到其总销量的 15%~25%。按照发布的《2025 年的汽车行业展望》报告：到 2025 年全球汽车销量预计达到 1.2 亿辆，按照 15%~25%的新能源汽车占比，我们预计到 2025 年全球新能源汽车销量为 1800 万~3000 万辆。

表 3 世界主要汽车品牌新能源汽车规划

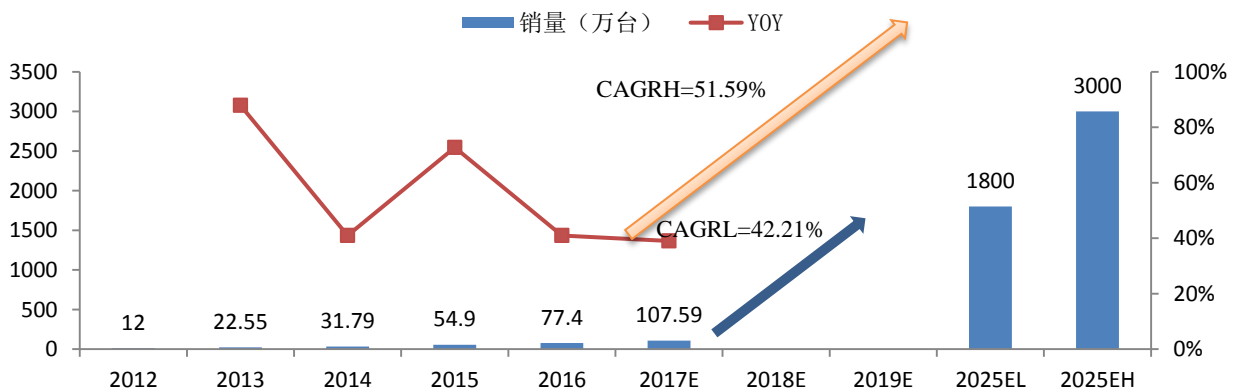
品牌	新能源汽车计划
奔驰	2025 年会推出 10 款电动车型，销量将会占据奔驰整体销量的 15%-25%左右。

宝马	2020 年之前，宝马所有车系都具备电动选项。在 2025 年之前，将全球电动车及插电式混合动力车的销量比例提升到 15%至 25%，宝马计划 2017 年销售新能源汽车 10 万辆
大众	2025 年前会有 30 款电动汽车上市。电动车年销量达到 200-300 万辆，占总销量的 20%-25%。
福特	到 2020 年，新能源车销量占福特全球总销量的 10-25%
丰田	2020 年丰田将实现 3 万辆以上的氢燃料电池车销售
日产	2020 年，20%以上汽车实现零排放目标
戴姆勒	2025 年推 10 款电动车
现代起亚集团	2020 年计划推出 26 款新能源汽车

数据来源：上海证券研究所整理

按照彭博新能源的预测，2017 年全球电动汽车销量增速有可能达 39%，全球电动汽车销量预计超过 100 万台。**按照 2025 年 1800 万台的低新能源汽车销售目标，我们预计未来新能源汽车销量复合增长率为 42.21%，按照 2025 年 3000 万台的高新能源汽车销售目标，我们预计未来新能源汽车销量复合增长率达 51.59%。**未来全球新能源汽车依然处于蓬勃向上的道路上。

图 16 全球新能源汽车销量

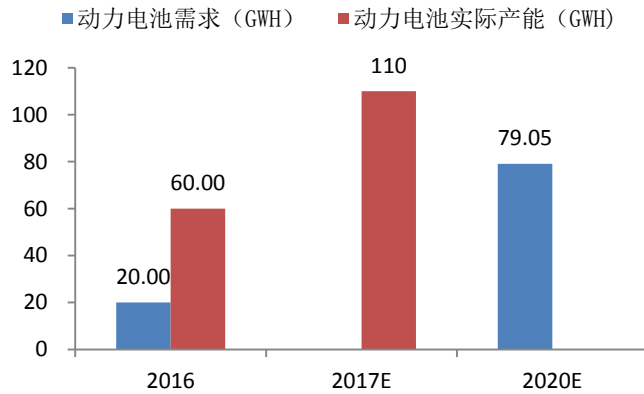


数据来源：彭博新能源 上海证券研究所

4、动力电池行业强者恒强

动力电池行业产能总体过剩。根据高工锂电的数据，2016 年动力电池的需求量为 20GWH，简单测算，2020 年整个市场动力电池的需求量为 79.05GWH。而根据高工锂电的数据，到 2017 年底，动力电池的实际产能为 110GWH，而《促进汽车动力电池产业发展行动方案》中提出到 2020，动力电池行业总产能超过 100GWH，总体产能过剩明显。

图 17 动力电池产能



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

动力电池价格下降是趋势。2017 年年初开始，受新能源汽车补贴退坡、能量密度成为补贴标准的调整系数等因素影响，主机厂的成本压力加大，主机厂开始不断倒逼电芯企业下调价格，从主机厂要求的降价幅度来看，2 月份同比 2016 年 12 月份动力电池价格下降 0.2~0.5 元/Wh。下降幅度达 15%。未来随着技术的不断提高，以及新能源汽车退坡补贴的背景下，会倒逼动力电池的价格的持续下降。

图 18 动力电池价格

动力电池 (元/Wh)	磷酸铁锂 (模组)	三元材料 (模组)
2016.12	2~2.2	1.8~1.9
2017.02 上旬	1.7~1.8	1.5~1.6

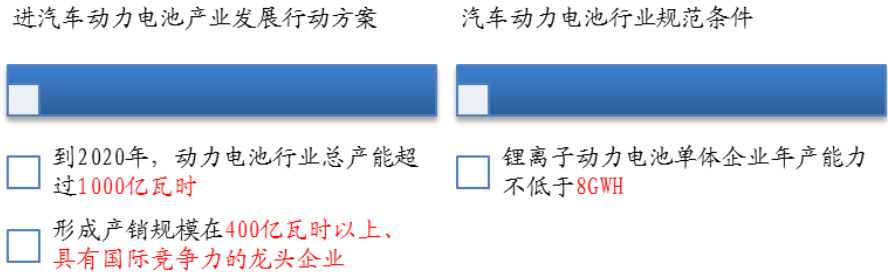
数据来源：高工锂电 上海证券研究所

动力电池行业集中度未来将提升：政策要求。四部委关于印发《促进汽车动力电池产业发展行动方案》的通知。其中提出：产业规模合理有序发展。到 2020 年，动力电池行业总产能超过 100GWH，形成产销规模在 40GWH 以上、具有国际竞争力的龙头企业。而根据第一电动网的统计 2016 年动力电池出货量达 28Gwh，其中比亚迪 (7.35GWH)、CATL(6.72GWH)、沃特玛(2.49GWH)、国轩高科 (1.86GWH)，合计为 18.42GWH，占比为 66%。根据目前各个厂家产能的建设情况和未来产能的规划情况，我们认为符合形成产销规模在 40GWH 以上、具有国际竞争力的龙头企业条件的为 CATL 和比亚迪 (比亚迪需要再次追加产能规划)。

此次《促进汽车动力电池产业发展行动方案》与 2016 年 11 月公布的《汽车动力电池行业规范条件》中锂离子动力电池单体企业年产

能力不低于 8GWH 的思想是一脉相承的。都是要求提高动力锂电池行业的准入标准以及提高行业的集中度。

图 19 动力电池政策要求



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

动力电池行业强者恒强。整个动力电池行业虽然整体产能过剩，但是整个行业呈现出强者恒强的格局。**2015 年动力电池出货量为 15.9GWH，前 10 占比为 77.10%，前 4 占比为 53.90%。**到了**2016 年动力电池出货量为 28GWH，前 10 占比为 78.96%，占有率提升 1.86%，前 4 占比为 65.79%，占有率提升 11.89%，**从数据我们可以看出前 4 占据了行业 6 成以上的出货量，而且出货量向前 4 家靠拢的趋势非常明显。从细分企业的市场占有率来看，前 4 家中除了国轩高科的市场占有率略有下降以外，其他 3 家市场占有率都有提升，其中 CATL 市场占有率从 2015 年的 15.30%，上升到 2016 年的 24%。，未来随着动力电池的价格下降，以及政策的规范，整个动力电池的行业有望继续向龙头企业靠拢。

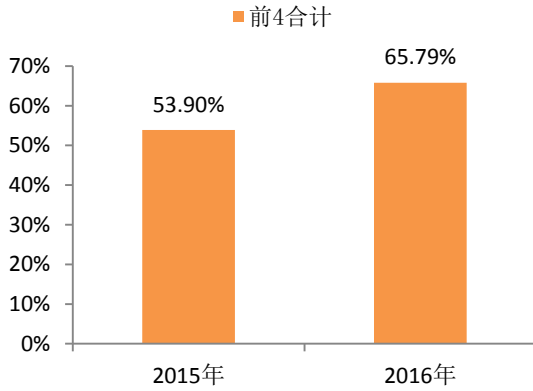
表 4 动力锂电池出货量前 10 企业

	2016 年	占比	2015 年	占比
比亚迪	7.35	26.25%	3.69	23.20%
CATL	6.72	24.00%	2.43	15.30%
沃特玛	2.49	8.89%	1.37	8.60%
国轩高科	1.86	6.64%	1.08	6.80%
万向	0.78	2.79%	0.38	2.40%
力神	0.77	2.75%	0.81	5.10%
比克	0.7	2.50%		
光宇	0.49	1.75%	0.60	3.80%
力神迈尔斯	0.49	1.75%		
中航锂电	0.46	1.64%	0.38	2.40%
微宏动力			0.64	4.00%
北京国能			0.40	2.50%
中聚电池			0.48	3.00%
前 4 合计	18.42	65.79%	8.57	53.90%
前 10 合计	22.11	78.96%	12.26	77.10%

总	28	15.9
---	----	------

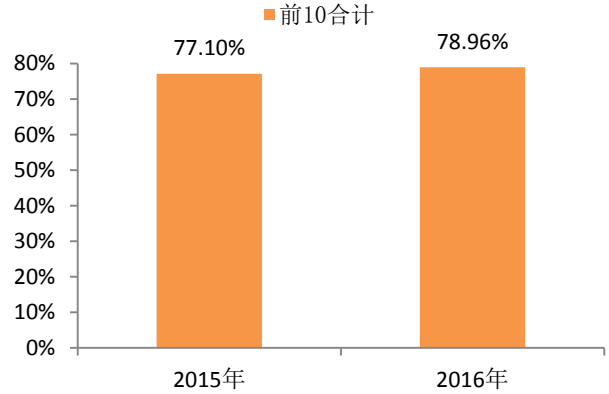
数据来源：高工锂电 上海证券研究所

图 20 动力电池出货量前 4



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

图 21 动力电池出货量前 10



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

动力电池行业龙头企业扩产明确。根据我们对动力电池出货量前 10 的产能规划进行统计发现，其中有明确的 2020 年产能规划的企业为 6 家。以 6 家企业为例其 2020 年的总的产能规划为 154GWH，相对于 2016 年底的其拥有的 46.4GWH 的产能，增量为 121.6GWH，是 2016 年底产能的 2.6 倍。以 CATL 为例，其 2020 年产能规划为 50GWH，2016 年产能 7.5GWH，产能增长 5.7 倍。龙头企业的扩产潮，一方面和企业自身发展壮大的冲动有关，另一方面也和国家明确要求动力锂电的产能标准有关。

表 5 出货量前 10 的动力电池企业产能规划

厂家	2016 年底产能 (GWH)	2017 年新增产能 (GWH)	2020 年规划产能 (GWH)	新增产能 (GWH)	新增产能 /2016 年底产能
比亚迪	10	6	34	24	2.4
CATL	7.5	10	50	42.5	5.7
沃特玛	12				
国轩高科	5.5	2	23	17.5	3.2
万向	2				
力神	6	10	20	14	2.3
比克	2.5	8	15	12.5	5.0
光宇					
力神迈尔斯					
中航锂电	0.9	4.5	12	11.1	12.3
合计	46.4	40.5	154	121.6	2.6

数据来源：高工锂电 上海证券研究所

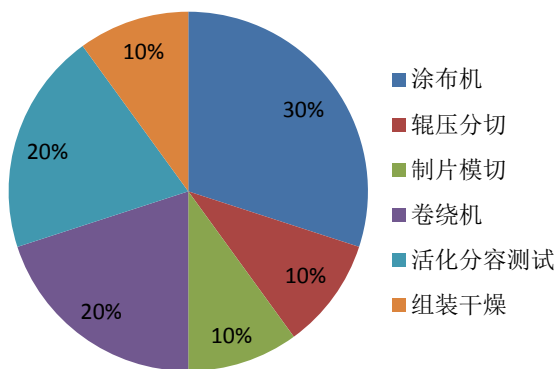
总结：在动力锂电池行业总体产能过剩的大背景下，主机厂倒逼动力电池厂家下降电池价格的现实状况下，国家提高动力电池企业的产能标准以及支持形成龙头企业的政策框架下，我们认为未来的趋势是中小动力电池厂家将会出局，行业集中度不断提高，未来产能有望继续向前 10 或者前 5 厂家的靠拢。而动力电池企业出货量市场占有率的不断提高，以及龙头企业都明确提出了的扩产的计划再次验证了我们的判断。

5、头动力电池龙厂家的设备需求市场空间巨大

锂电设备投资占比。单个锂电池生产线中按照一般的设备分类：涂布机占 30%左右，卷绕机占 20%左右，活化分容检测占 20%左右，制片模切占 10%、辊压分切占 10%左右、组装干燥占 10%左右

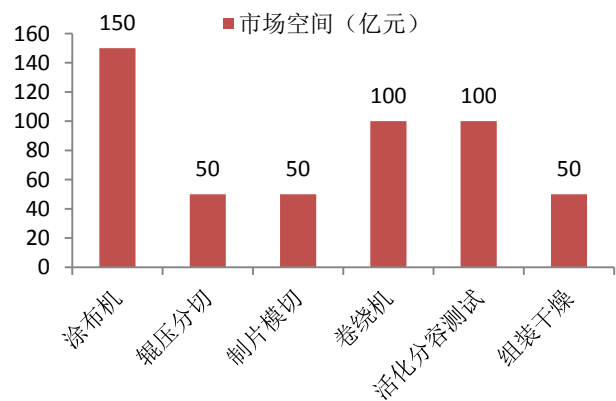
锂电设备的市场空间。按照国家动力电池到 2020 年年 100GWH 的规划，以及动力电池 5 亿元/1GWH 的设备投资金额。我们可以测算出设备的市场空间为 500 亿元，其中涂布机 150 亿元，辊压分切 50 亿元、制片模切 50 亿元、卷绕机 100 亿元、活化分容测试 100 亿元、组装干燥 50 亿元。

图 22 动力电池生产线投资各个设备占比



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

图 23 动力电池各个设备市场空间



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

龙头动力电池厂家设备市场空间巨大。按照我们前面所述，动力电池未来在电池价格下降、中小厂家达不到国家产能标准要求、大的汽车厂家对于动力电池要求的提高，中小动力电池厂家将慢慢出局，行业集中度将持续提高。而按照我们目前对前 10 大有产能规划的 6 家厂商的设备需求来考虑，仅 2017 年-2020 年的新增设备需求就达 608 亿元，远超按照 2020 年 100GWH 的规划的设备市场空间。其中 CATL 新增设备市场空间 212.5 亿元、比亚迪新增设备市场空间 120 亿元、国轩高科新增设备市场空间 87.5 亿元。

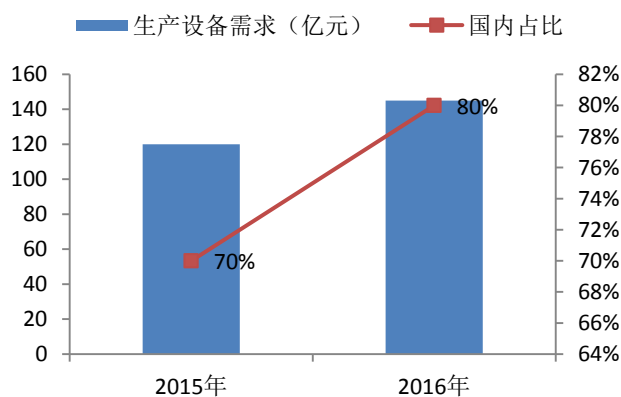
表 6 锂电设备市场空间

厂家	2016 年底 产能 (GWH)	2017 年新 增产能 (GWH)	2017 年设 备市场规 模	2020 年规 划产能 (GWH)	新增产能 (GWH)	新增设备 市场空间 (亿元)
比亚迪	10	6	30	34	24	120
CATL	7.5	10	50	50	42.5	212.5
沃特玛	12		0			
国轩高科	5.5	2	10	23	17.5	87.5
万向	2		0			
力神	6	10	50	20	14	70
比克	2.5	8	40	15	12.5	62.5
光宇			0			
力神迈尔 斯			0			
中航锂电	0.9	4.5	22.5	12	11.1	55.5
合计	46.4	40.5	202.5	154	121.6	608

数据来源：高工锂电 上海证券研究所

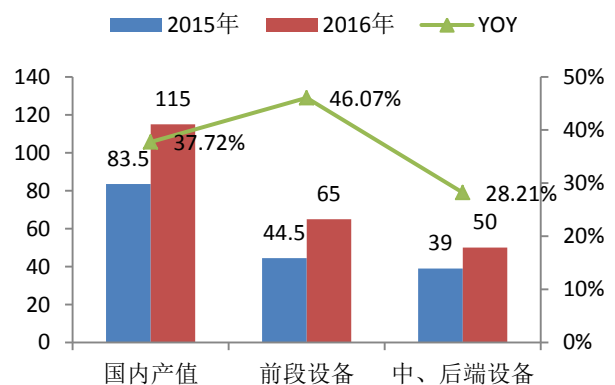
国产设备的崛起。根据高工锂电的数据，中国 2016 年锂电生产设备需求超过 145 亿元，国内生产设备产值占比 80% 以上。国内设备的占有率进一步提高。全年来看，GGII 预计 2016 年中国锂电生产设备产值将超过 115 亿元（不含进口设备），国产化率进一步提升，其中前端设备国内产值预计将达 65 亿元以上，同比增长超过 40%。中、后端设备国内产值有望超过 50 亿元，同比增长将超过 25%。

图 24 锂电设备市场需求以及国产设备占比



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

图 25 动力锂电池各个设备市场空间



数据来源：高工锂电 上海证券研究所

国内设备对国外设备的替代主要体现在如下：

① 满足客户定制需求：锂电池专用设备制造行业是一个非标准化行业，设备的性能需要根据客户生产工艺的改变进行不断的改进，国内厂商能够充分满足客户的生产工艺需求。

②服务响应速度快：国内设备制造厂商在设备发生故障时可以第一时间赶到现场，最大限度为客户减少停产带来的损失。

③价格优势。

国产设备凭借较高的性价比实现了对国外设备的替代，我们认为未来国产设备未来有望继续实现对国外设备的替代，未来不排除完全实现进口替代。

三、先导智能：绑定动力电池龙头，打造锂电设备产业链

1、高端锂电设备龙头、致力于研发

先导智能公司在多年研发投入的基础上，公司通过自主创新，掌握了包括自动卷绕技术和高速分切技术在内的多项核心技术，公司的“高精度全自动方形锂电池焊接卷绕一体机”获得江苏省优秀新产品金奖称号，并被认定为江苏省首台套装备和江苏省专精特新产品，“方形锂电池焊接卷绕一体机”先后被评为无锡名牌产品、江苏名牌产品。

表 7 公司核心技术

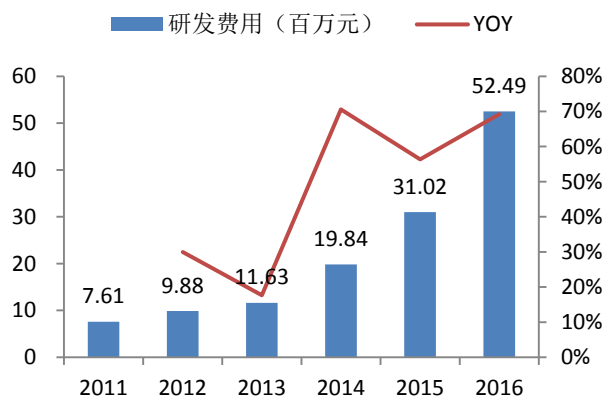
核心技术	国内同行业指标	公司达到指标
自动卷绕技术	自动张力控制技术 (圆形电芯卷)	卷绕张力波动 10%左右
	(方形电芯)	卷绕张力波动 20%左右
卷绕控制技术	(圆形电芯)	卷绕线速度 10m/s
	(方形电芯)	卷绕线速度 0.3m/s
去金属技术	精度高	卷绕线速度达 18m/s
		卷绕线速度达 0.8m/s
自动纠偏技术	纠偏精度低	处理安全膜和小于 3 μm 的超薄膜需要较好的技术
	超薄膜卷绕技术	4 微米以上
高速分切技术	新型分切机构	新型扇形刀架
	纠偏控制	一般适用于跟踪 0.5mm 的留边的膜
恒张力放卷控制系统	传统方法制造，惯性大，易擦伤薄膜	适用于跟踪 0.25mm 留边的膜。
	双驱动统一轴收卷方式	1. 传统的分切收卷机构的收卷膜盘的压力随着收卷膜盘的重量增大而增大；2. 无省力分切卸载机构，需要将整个收卷轴搬下来卸载膜盘；3. 收卷依靠皮带摩擦驱动控制。
波浪膜分切技术	一般无波浪膜分切	1. 分切收卷机构的收卷膜盘的压力与收卷膜盘的重量无关，客户可按工艺要求，设定压力曲线，程序化设定收卷膜盘的压力。2. 省力卸载机构，只需将收卷轴脱开并转动到合适的位置即可将分切好的膜盘取下 3. 伺服电机独立收卷驱动控制
		波浪膜分切技术，可按客户要求定制分切波浪

连续模切技术	自动张力控制技术	由张力传感器反馈控制	膜刀模具， 1. 既由张力传感器反馈控制，又有 PC 实时计算控制。2. 张力的太小既可以是恒张力控制的，又可以随卷绕的过程程序化控制，以满足客户个性化工艺的要求需要。
	自动对中纠偏技术	纠偏精度低	模切机自带收、放卷及过程自动纠偏装置，能确保冲切精度和收卷对齐度。
	同步冲切技术	冲切效率低	切刀跟随极片同步运动，并在同步时间段内完成冲切动作，极大提高生产效率，冲切效率达 18m/min。

数据来源: WIND 上海证券研究所

公司致力于研发投入，研发费用逐年上升，2016 年公司研发费用投入 5249 万元，同比上升 69.22%，占营业收入 4.86%。截至到 2017 年 2 月，公司共计获得专利授权 159 项，其中 35 项发明，115 项实用新型，9 项外观设计。

图 26 公司的研发费用



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 27 公司获得的专利



数据来源: 公司官网 上海证券研究所

2、绑定动力电池龙头，引领大发展

绑定动力电池龙头，未来市场空间巨大。公司深度绑定动力电池龙头，公司的核心客户为 CATL，按照 CATL 的规划，2016 年底其拥有的产能为 7.5GWH，2016 年 10 月 10 日，宁德时代宣布在江苏溧阳投资 100 亿人民币，建造年产能高达 10GWH 的锂电池工厂。而按照其规划到 2020 年其产能将达 50GWH，超越比亚迪成为国内第一大的动力锂电池企业。按照 CATL 的规划，我们测算到 2020 年前 CATL 新增设备的需求为 212.5 亿元，其中卷绕机新增需求为 42.5 亿元。

图 28 先导智能锂电池设备合作伙伴



数据来源：先导智能官网 上海证券研究所

根据公司官网的信息，公司其他国内合作的知名客户包括力神、中航锂电、比亚迪等。按照各个厂家的规划，四家厂家到 2020 年前新增设备的市场空间为 458 亿元，其中卷绕机新增市场空间为 91.6 亿元。

图 29 主要锂电企业设备市场空间

厂家	2016 年底 产能 (GWH)	2017 年新 增产能 (GWH)	2017 年设 备市场规 模	2020 年规 划产能 (GWH)	新增产能 (GWH)	新增设备 空间 (亿 元)	新增卷绕机 市场空间 (亿元)
比亚迪	10	6	30	34	24	120	24
CATL	7.5	10	50	50	42.5	212.5	42.5
力神	6	10	50	20	14	70	14
中航锂电	0.9	4.5	22.5	12	11.1	55.5	11.1
合计	24.4	30.5	152.5	116	91.6	458	91.6

数据来源：高工锂电 上海证券研究所

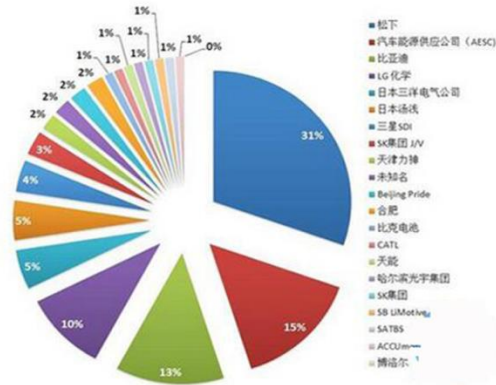
先导智能 2016 年锂电池设备实现销售收入为 7.31 亿元，与上述的市场空间相比依然具有较大的增长潜力。而经过我们的分析未来动力电池产能集中度将持续提高，绑定动力锂电龙头的设备企业将深度受益。

进入松下供应链，未来有望受益松下的扩产需求。根据公司的公告，公司已对松下小批量供货。2016 年全球动力电池企业市场份额中松下排名第一占 31%，松下的动力电池第一大客户为特斯拉。松下与特斯拉合作建设的美国内华达州的 Gigafactory 工厂预计今年将投入生产，为特斯拉 MOEDL3 供应电池。未来松下有望为更多的汽车厂家供应动力电池。

此前松下预测截至 2019 年 3 月为止的会计年度，车用电池营收上看 4 千亿日圆(约 40 亿美元)，对照 2016 会计年度(截至今年 3 月)

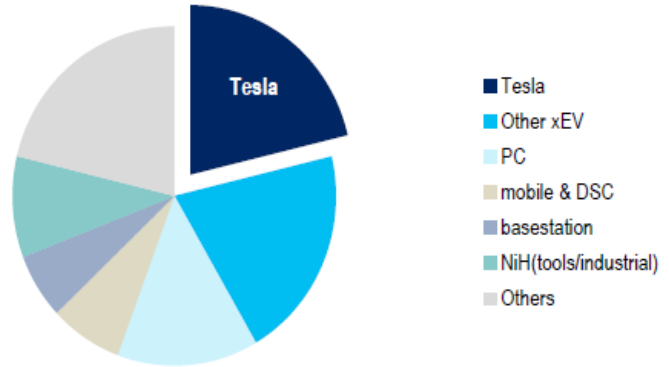
的 1800 亿日圆，业绩成长将是两倍有余。总体来看未来松下的动力电池业务需求旺盛，扩产是趋势。

图 30 全球动力电池市场份额



数据来源：中国能源网 上海证券研究所

图 31 Panasonic: Breakdown of secondary battery sales



数据来源：Bloomberg 上海证券研究所

产能持续扩产中。公司 2017 年 3 月 2 日公告，将启动位于无锡市国家高新技术产业开发区新洲路 18 号的动力锂电池设备生产基地建设项目（一期）建设。项目一期投资金额约为 3 亿元。项目投产后预计公司锂电池设备产能可以扩大约 1 倍。建设内容及规模：新建办公楼 1 栋、厂房 4 栋，主要设备有立式加工中心等；建设年限：1 年。

图 32 动力锂电池设备生产基地



数据来源：百度地图 上海证券研究所

3、收购泰坦新动力，进一步扩充锂电设备产业链

2017 年 1 月 6 日公司发布重大资产购买预案，拟以发行股份及支付现金的方式购买珠海泰坦新动力电子有限公司 100% 股权。

表 8 收购泰坦新动力交易方案

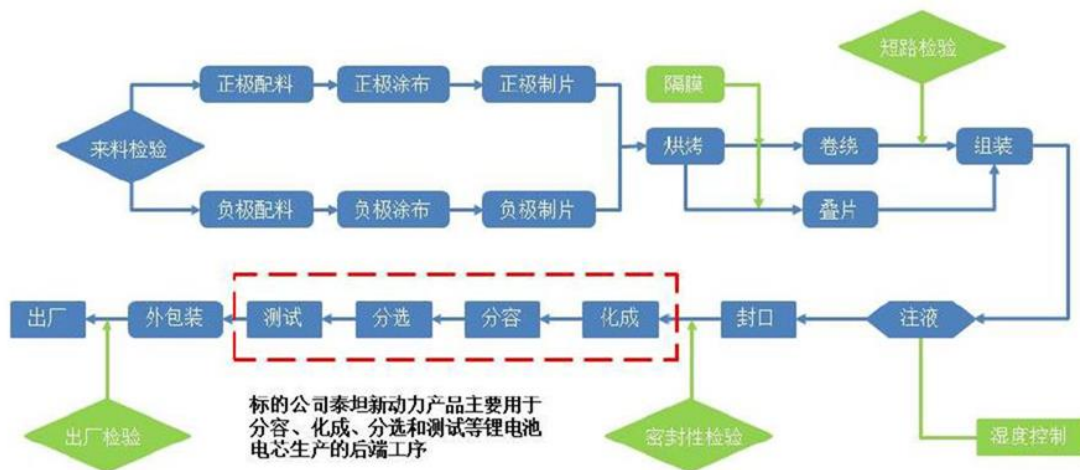
股东	股权比例	金额 (百万元)	现金对价 (百万元)	发行股份对价 (百万元)	发行股份 (百万股)	发行价格 (元/股)

王德女	60%	810.0	364.5	445.5	13.11	
李永富	30%	405.2	182.3	222.9	6.56	
泰坦电力电子集团	10%	134.8	60.8	74.1	2.18	
合计	100%	1350.0	607.5	742.5	21.85	33.98

数据来源: WIND 上海证券研究所

泰坦新动力是一家专业研发、制造能量回收型化成、分容、分选、自动化仓储物流、锂电池电芯及模组测试设备的专业厂家。其锂电池自动化线涵盖单电芯测试分选、模组测试分选和电池模组自动化线。泰坦新动力其设备主要用于分容、化成、分选和测试等锂电池生产的后端工序。先导智能其锂电设备主要包括全自动卷绕机、隔膜分切机、极片分切机、焊接卷绕一体机、电极叠片机、组装机、真空注液机等。其主要集中于锂电池生产的中端工序。此次收购以后先导智能公司将形成覆盖锂电池生产中、后端设备的供应能力。先导智能的设备占据客户生产线的比例为 30%，加上泰坦新动力以后预计占比达到 50%。未来有望继续提高在客户产线上设备采购的占比。

图 33 泰坦新动力设备产业位置



数据来源: 先导智能购买报告书 上海证券研究所

先导智能的主要客户为国内的一线锂电生产厂家。泰坦新动力以客户需求出发点，致力于以高新技术为客户提供高效、经济、优越的产品方案，泰坦新动力的客户也基本是国内锂电池知名企业，包括比亚迪股份有限公司、双登集团股份有限公司、珠海银隆新能源有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、骆驼集团新能源电池有限公司和中航锂电（洛阳）有限公司等。

此次收购以后，两个公司有望在多方面形成协同效应。特别是在客户渠道方面，先导智能凭借自身的优势有望助力泰坦新动力对下游客户的开发，提升其产品的市场占有率。

表 9 泰坦新动力主要客户

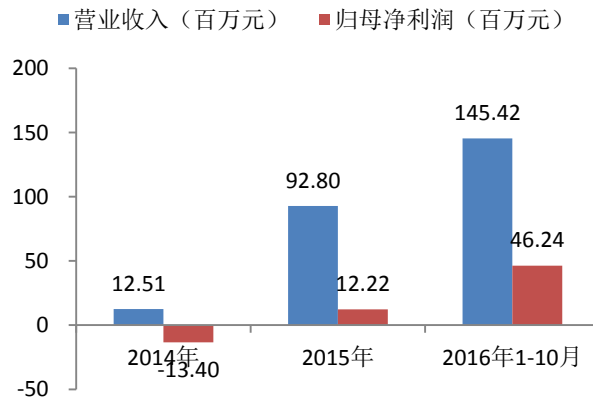
客户名称	2016年1-10月		2015年		2014年	
	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比
宁德时代锂动力有限公司	49.45	34.01%				
骆驼集团新能源电池有限公司	35.9	24.69%				
北京国能电池科技有限公司	22.15	15.23%	8.66	9.33%		
唐山航天万源科技有限公司	8.54	5.88%				
珠海银隆新能源有限公司	8.37	5.75%	8.48	9.14%	2.53	20.23%
深圳格银电池设备科技开发有限公司			44.3	47.73%		
中航锂电(洛阳)有限公司			4.86	5.23%		
深圳市雄韬电源科技股份有限公司			3.4	3.66%		
天津中聚新能源科技有限公司					4.08	32.64%
河南环宇赛尔新能源科技有限公司					1.3	10.39%
绥中正国新能源科技有限公司					1.29	10.32%
珠海泰坦科技股份有限公司					0.93	7.42%

数据来源: WIND 上海证券研究所

泰坦新动力 2016 年 1-10 月实现销售收入 1.45 亿元,净利润 4624 万元, 2016 年-2019 年业绩承诺为 5000 万元、1.05 亿元、1.25 亿元、1.45 亿元。2016 年大概率超额完成业绩承诺。

截至 2016 年 12 月 31 日, 泰坦新动力在手订单金额(含税)约为 11.19 亿元, 未来在先导智能的协助下, 进一步提升在客户处的采购占比, 未来业绩存在大概率超预期的可能。

图 34 泰坦新动力以前业绩



数据来源: WIND 上海证券研究所

表 10 泰坦新动力业绩承诺

业绩承诺	2016	2017	2018	2019
净利润(百万元)	50	105	125	145
YOY		110%	19%	16%
收购倍数(倍)	27.0	12.9	10.8	9.3

数据来源: WIND 上海证券研究所

四、光伏设备：抢装潮后未来将平稳发展

公司的光伏设备主要为光伏电池和组件生产线上的自动化设备，包括全自动硅片上下料机、电池片焊接机/串焊机、层压机和装框机等。

公司在光伏自动化生产配套设备领域的典型客户包括：尚德集团、海润系（奥特斯维能源（太仓）有限公司、合肥海润光伏科技有限公司、江阴鑫辉太阳能有限公司、江阴海润太阳能电力有限公司）、江苏格林保尔光伏有限公司、湖南兴业太阳能科技有限公司、常熟阿特斯阳光电力科技有限公司、南京大全新能源有限公司、上饶光电高科技有限公司、浙江鸿禧能源股份有限公司（公司原名：浙江鸿禧光伏科技股份有限公司）。

图 35 公司的光伏设备（光伏电池片生产）



自动化扩散上/下料机



自动化制绒/刻蚀清洗下料机



自动化管式 PECVD 上/下料机

数据来源: WIND 上海证券研究所

图 36 公司的光伏设备（光伏组件生产）



电池片焊接机/串焊机

数据来源: WIND 上海证券研究所

2016 年中国光伏行业迎来抢装潮。2016 年中国光伏行业新增装机容量 34.54GW，同比大增 131.8%，累计装机容量达到 77.42GW，装机容量位列全球第一。2016 年光伏行业新增装机容量大幅度增长的原因主要是 630 抢装潮。源自 2015 年底国家发改委下发《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》，该文件明确规定我

国一类、二类资源区的地面光伏电站分别降低 0.1 元、0.07 元，三类资源区降低 0.02 元。通知还限定，2016 年 1 月 1 日以后备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目，执行 2016 年光伏发电上网标杆电价。2016 年以前备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目但于 2016 年 6 月 30 日以前仍未全部投运的，执行 2016 年上网标杆电价。也就是说，只要在“6·30”大限之前完成投运，就可以享受 2015 年的优惠电价。正因如此，今年上半年国内再度掀起了历史性的抢装潮，电站规模迅速扩张，行业发展呈现出不可复制的火爆情形。但是整个光伏行业依然面临着弃光限电的严重问题，2016 年的大增长属于不可持续。

图 37 中国光伏新增装机容量

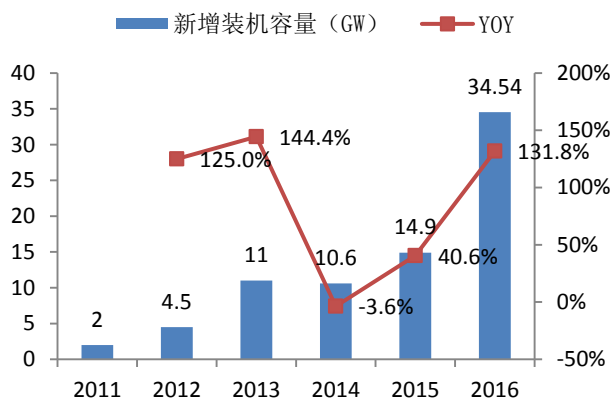
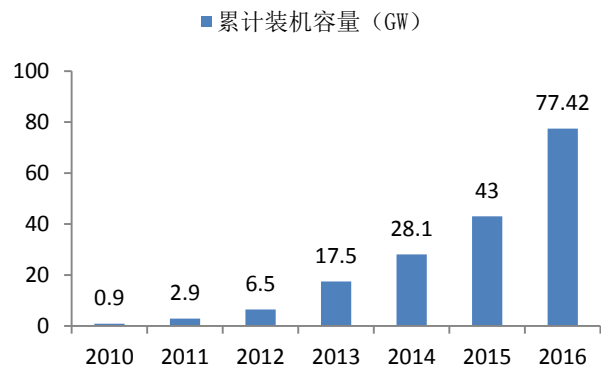


图 38 中国光伏累计装机容量



数据来源：中国光伏行业协会 上海证券研究所

数据来源：中国光伏行业协会 上海证券研究所

公司的光伏设备收入增速与光伏行业新增装机容量增速基本一致。先导智能 2016 年光伏设备实现收入 2.88 亿元，同比增长 106.29%。通过对比先导智能光伏设备收入增速和光伏行业新增装机容量增速，我们发现其增速基本一致。2013/2014/2015/2016 年光伏行业新增装机容量增速 144.4%/-3.6%/40.6%/131.8%，先导智能光伏设备收入增速 121.20%/9.55%/36.21%/106.29%。两者增速基本靠近。

图 39 先导智能光伏设备收入及增速

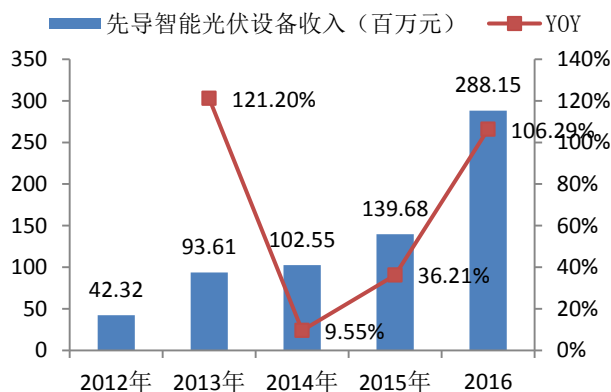
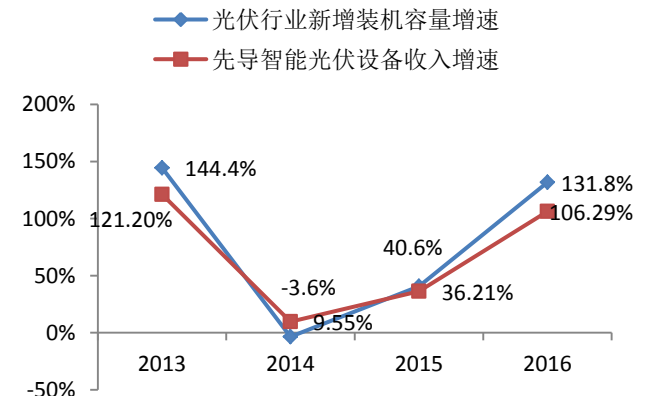


图 40 中国光伏累计装机容量

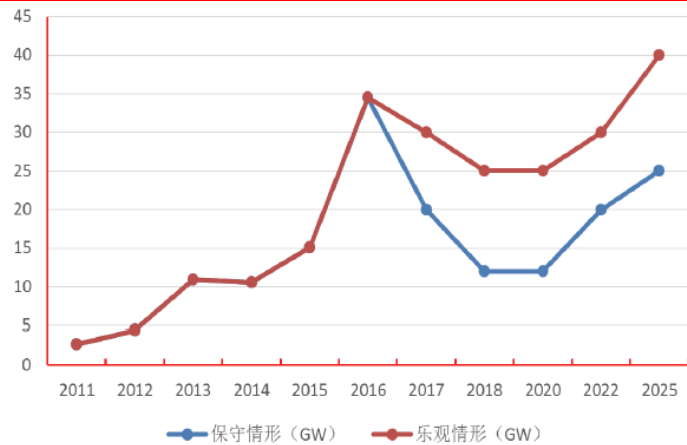


数据来源：WIND 上海证券研究所

数据来源：WIND 上海证券研究所

根据中国光伏行业协会发布的《中国光伏产业发展路线图 2016 年版》2016 年国内光伏行业新增装机量达到 34.54GW，2017 年，保守的情境下 2016 年确定的普通电站、领跑者基地和光伏扶贫指标等基本完成建设，加上部分 2016 年末批先建项目，预计新增装机量可达到 20GW 以上，且 2017 年光伏上网电价调整将是大概率事件，将不排除再次发生抢装，乐观情境下 2017 年新增装机量可达到 30GW。考虑到光伏发电“十三五”规划目标为累计装机 110-150GW，且有电价下降、补贴延迟发放、弃光限电等问题，预计 2018-2020 年保守情况下国内市场规模在 10GW 左右，但随着分布式发电的崛起，乐观情况下可到 20GW。总体来看光伏行业未来几年在最乐观的情形下，新装机容量也会低于 2016 年。

图 41 2016-2025 年全球光伏年度新增装机



数据来源：中国光伏行业协会 上海证券研究所

根据以上的判断我们认为整个光伏行业在 2020 年前新增装机容量在乐观情形下相对于 2016 年略有下降，整体不会有太多超预期的东西。所以我们判断公司的光伏设备收入基本维持在 2016 年的水平上。

五、盈利预测和估值讨论

盈利预测关键假设。公司的盈利预测关键假设如下表。

表 11 盈利预测关键假设

区分	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入：百万	151.79	359.50	731.10	1535.31	2763.56	4421.69
锂电池设备 YOY	561.11%	136.84%	103.37%	110.00%	80.00%	60.00%
毛利率		38.69%	39.55%	40.00%	40.00%	40.00%
收入：百万	102.55	139.68	288.15	300.00	300.00	300.00
光伏设备 YOY		36.21%	106%			
毛利率		51.34%	48.76%	48.50%	48.50%	48.50%

电容器设备	收入: 百万	47.4	26.61	28.52	28.00	28.00	28.00
	YOY	-12.43%	-43.86%	7%			
	毛利率						
其他	收入: 百万	4.8	10.32	31.21	30.00	30.00	30.00
	YOY						
	毛利率		54.11%	49.40%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入: 百万	306.54	536.11	1078.98	1893.31	3121.56	4779.69
	YOY	75.41%	74.89%	101.26%	75.47%	64.87%	53.12%
	毛利率	43.48%	43.05%	42.56%	41.65%	41.00%	40.65%
管理费用	金额: 百万	38.66	78.13	142.28	246.13	405.80	621.36
	管理费用率	12.61%	14.57%	13.19%	13.00%	13.00%	13.00%
销售费用	金额: 百万	10.45	16.77	30.64	53.01	87.40	133.83
	销售费用率	3.41%	3.13%	2.84%	2.80%	2.80%	2.80%

数据来源: WIND 上海证券研究所预测

盈利预测和估值讨论。预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 18.93、31.22、47.8 亿元。归属母公司净利润 4.57、6.95、10.26 亿元，EPS 为 1.12、1.70、2.51 元。对应的 PE 为 39.8、26.2、17.7 倍。考虑泰坦新动力，预计 2017/2018/2019 年 EPS 为 1.25、1.83、2.61 元，对应的 PE 为 35.6、24.4、17.1 倍。公司作为锂电设备龙头，内生外延都有望超预期。维持公司“增持”评级。

表 12 盈利预测结果

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入: 百万	1078.98	1893.31	3121.56	4779.69
增长率 YOY	101.26%	75.47%	64.87%	53.12%
归属母公司股东净利润: 百万	290.65	457.01	695.47	1025.72
增长率 YOY	99.68%	57.23%	52.18%	47.49%
EPS(元)	0.71	1.12	1.70	2.51
PE(倍)	62.6	39.8	26.2	17.7

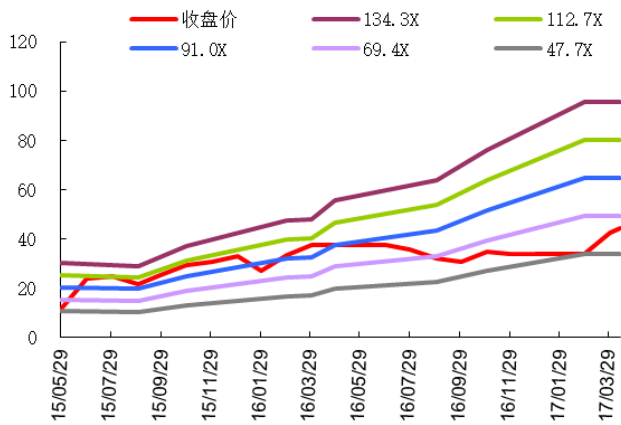
数据来源: WIND 上海证券研究所预测 (股价截止到 2017/4/12)

表 13 估值对比

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	eps (元)				PE(倍)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
赢合科技	300457	77.35	62.40	1.06	1.82	2.59	3.39	58.9	34.2	24.1	18.4
东方精工	002611	112.39	17.51	0.17	0.59	0.75		101.6	29.6	23.3	
科恒股份	300340	61.17	51.90	0.20	1.66	2.41	3.02	253.4	31.2	21.6	17.2
先导智能	300450	181.97	44.60	0.71	1.12	1.70	2.51	62.6	39.8	26.2	17.7
先导智能 (考虑收购)	300450	181.97	44.60	0.71	1.25	1.83	2.61	62.6	35.6	24.4	17.1

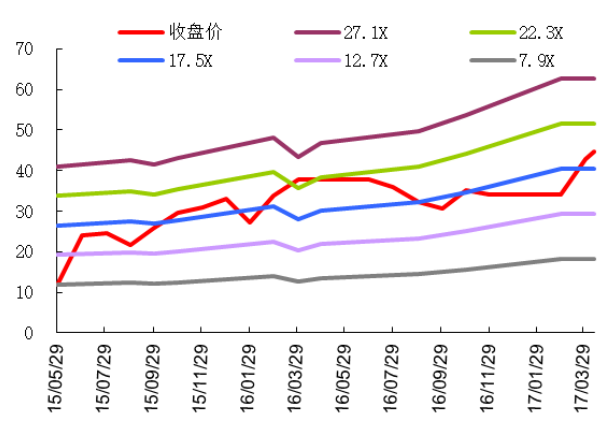
数据来源: WIND 上海证券研究所 (股价截止到 2017/4/12) 先导智能为上海证券研究所预测, 其他来自 WIND

图 42 先导智能 PE BAND



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 43 先导智能 PB BAND



数据来源: WIND 上海证券研究所

六、风险提示

- 1)、锂电设备竞争加剧;
- 2)、新能源汽车销售不达预期;
- 3)、股东减持。

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017A	2018A	2019A
货币资金	157	512	736	1,733
存货	1,027	2,134	3,132	4,976
应收账款及票据	566	947	1,549	2,273
其他	280	280	280	280
流动资产合计	2,031	3,872	5,697	9,263
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	184	162	416	320
在建工程	17	180	0	0
无形资产	107	103	99	95
其他	16	14	12	10
非流动资产合计	325	459	527	426
资产总计	2,355	4,332	6,225	9,688
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	635	1,578	2,108	3,568
其他				
流动负债合计	1,411	3,022	4,359	7,001
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,411	3,022	4,359	7,001
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	944	1,310	1,866	2,687
负债和股东权益总计	2,355	4,332	6,225	9,688
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017A	2018A	2019A
净利润	291	457	695	1,026
折旧和摊销	19	23	45	45
营运资本变动	(243)	123	(264)	74
经营活动现金流	105	553	427	1,093
资本支出	(121)	(180)	(150)	0
投资收益	5	5	5	5
投资活动现金流	(134)	(115)	(77)	81
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(75)	(84)	(125)	(177)
融资活动现金流	(75)	(84)	(125)	(177)
净现金流	(104)	354	225	997

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017A	2018A	2019A
营业收入	1,079	1,893	3,122	4,780
营业成本	620	1,105	1,842	2,837
营业税金及附加	11	19	31	48
营业费用	31	53	87	134
管理费用	142	246	406	621
财务费用	(4)	(8)	(14)	(28)
资产减值损失	14	23	37	57
投资收益	5	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	270	461	737	1,116
营业外收支净额	65	70	80	90
利润总额	334	531	817	1,206
所得税	43	74	122	180
净利润	291	457	695	1,026
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	291	457	695	1,026
财务比率分析				
指标	2016A	2017A	2018A	2019A
总收入增长率	101.26%	75.47%	64.87%	53.12%
EBITDA 增长率	96.55%	55.96%	55.36%	44.19%
EBIT 增长率	98.10%	58.07%	53.58%	46.66%
净利润增长率	99.68%	57.23%	52.18%	47.49%
毛利率	42.56%	41.65%	41.00%	40.65%
EBITDA/总收入	32.44%	28.84%	27.17%	25.59%
EBIT/总收入	30.67%	27.63%	25.73%	24.65%
净利润率	26.94%	24.14%	22.28%	21.46%
资产负债率	59.91%	69.76%	70.02%	72.27%
流动比率	1.44	1.28	1.31	1.32
速动比率	0.51	0.48	0.52	0.57
总资产回报率 (ROA)	14.05%	12.07%	12.90%	12.16%
净资产收益率 (ROE)	30.79%	34.89%	37.27%	38.18%
EV/营业收入	16.7	9.4	5.6	3.5
EV/EBITDA	51.6	32.4	20.6	13.5
PE	62.6	39.8	26.2	17.7
PB	19.3	13.9	9.8	6.8

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（股价截止到2017/4/12）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。