

增持

——维持

先导智能 (300450)

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

日期: 2017年4月19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

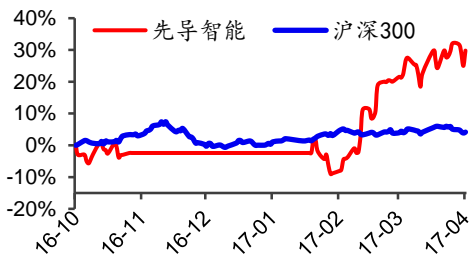
E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	43.40
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)	177/73
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%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



数据来源: WIND

报告编号: NRC17-CT20

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

20170412-NRC17-CT19: 先导智能深度报告: 动力电池强者恒强, 高端设备龙头深度受益

大客户再落一子, 实力再次彰显

■ 动态事项

公司公告与珠海格力智能装备有限公司签订了采购生产设备及配套系统的《采购合同》, 合同含税总金额为 11.084 亿元。

■ 事项点评

协同效应开始显现, 珠海格力智能装备主要客户为银隆新能源

珠海格力智能装备有限公司是先导智能拟收购企业泰坦新动力的第一大客户 (截止到 2016 年 10 月 31 日: 泰坦新动力拥有珠海格力智能装备 3.46 亿元订单, 占其在手订单 37.77%)。收购的协同效应开始体现。

珠海格力智能装备有限公司是格力电器布局智能装备的专业公司, 主要包括电池制造设备及自动化生产线。根据公告珠海格力智能装备 2016 年共向银隆实现销售收入 19.33 亿元, 占其业务收入 61.88%, 是珠海格力智能装备的主要收入来源。2017 年预计两者会实现 80 亿元的销售收入, 珠海格力智能装备主要客户为银隆新能源。银隆新能源目前有 4GWH 的动力电池产能, 未来有新增 10GWH 的产能规划。

新能源汽车销售蓬勃向上

国内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, 不排除超预期的可能: 80 万台。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

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。

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。

按照先导智能下游的合作客户估计，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。

收购泰坦新动力，锂电设备产业链再进一步

收购泰坦新动力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。目前公司的前段设备也在研发中，未来有望形成全全线的设备供应能力。先导智能将利用其自身的优势提升泰坦新动力在客户处的采购占比。未来两者有望在渠道、客户、产品上形成多重协同效应。

■ **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。

■ 投资建议

维持公司 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 亿元的预测，EPS 为 1.12、1.70、2.51 元。对应的 PE 为 38.7、25.5、17.3 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 34.6、23.7、16.6 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 1 公司盈利预测结果

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)	60.9	38.7	25.5	17.3

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到 2017/4/19）

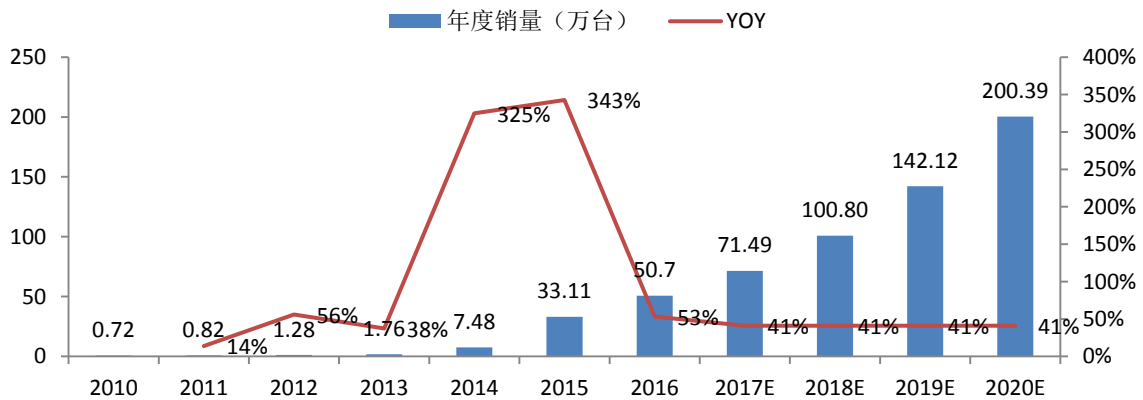
附：

表 2 珠海格力智能装备基本情况

采购方：珠海格力智能装备有限公司	2016 年实际发生金额 (亿元)	实际发生额占同类业务比例 (%)	2017 年预计 (亿元)	珠海银隆目前动力电池产能 (GWH)
珠海银隆	19.33	61.68%	80	4

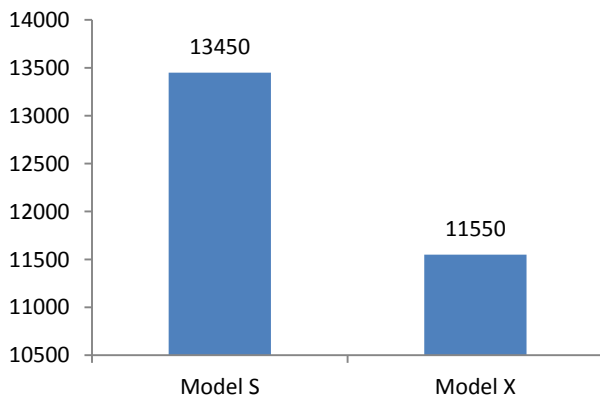
数据来源：格力电器公告 上海证券研究所

图 1 国内新能源汽车销量及预测



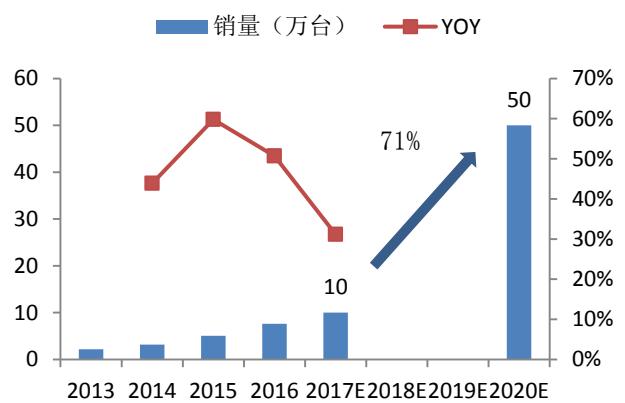
数据来源：中汽协 上海证券研究所

图 2 特斯拉一季度销量 (台)



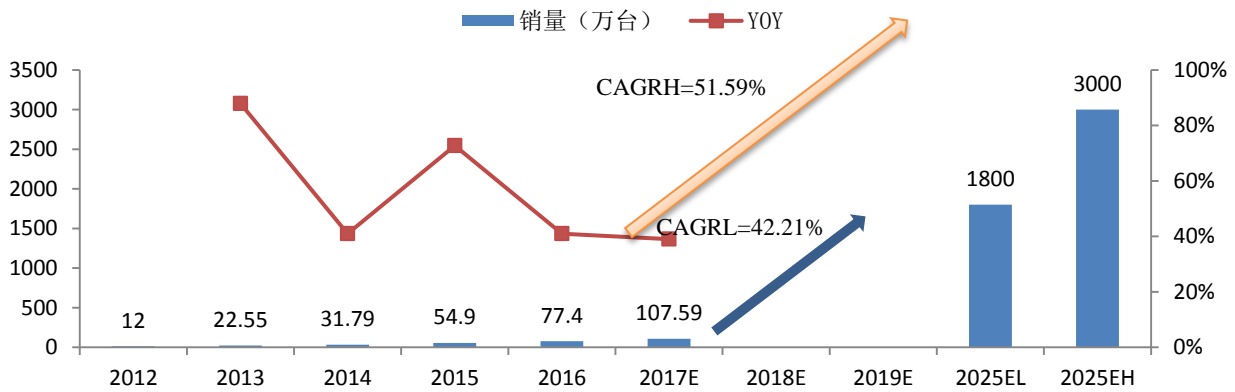
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 3 特斯拉销售计划



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 4 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

表 3 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

表 4 先导智能主要客户设备市场空间

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

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	16.3	9.1	5.4	3.4
EV/EBITDA	50.2	31.5	20.0	13.1
PE	60.9	38.7	25.5	17.3
PB	18.8	13.5	9.5	6.6

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/4/19）

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。