



**买入**

**22% ↑**

目标价格:人民币 76.00

原目标价格:人民币 60.00

300450.CH

价格:人民币 62.36

目标价格基础:54倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

# 先导智能

## 新能源产业趋势明朗, 公司产品倍受客户青睐

目前, 新能源汽车产业趋势明朗, 积分制政策引导清晰。公司也已经持续多年高速增长, 且从在手订单和即将要招标的下游客户需求来看, 今明两年还能保持高速增长。我们维持买入评级, 目标价格上调至 76.00 元。

### 支撑评级的要点

- 产能完全释放后产值可做到 40-50 亿元。市场担心的是公司产能不能及时释放影响收入确认进度。(1) 目前公司自己产能和租用场地 1:1, 最高的单月产值可以做到 3 亿元。(2) 公司新的生产基地估计下半年要投产, 产值 15 亿元明年产能爬坡。(3) 加班加点, 产能弹性在 1/3 左右。
- 短期大订单招标仍将持续。据我们产业调研, CATL、比亚迪、银隆、亿纬锂能等都有大规模电池产能扩张规划, 中小电池厂家扩产意愿也十分强烈。上汽与 CATL 合资建厂电池产能规划 30-36GWh 目前已开工, 今明两年招标概率大。先导本身已经是松下电池设备供应商, 受益特斯拉国产化预期。
- 中长期电动汽车占比提升空间和储能市场大。目前电动汽车在我国汽车销量中占比低, 未来还有成倍成长空间, 海外知名汽车品牌也将纷纷制定电动汽车发展规划, 储能市场刚刚起步。
- 公司产品倍受客户青睐。据我们调研了解到, 之前从未用到先导智能卷绕机的电池厂家, 也将排除价格因素倾向于采购先导智能的设备产品。先导的设备性能在业内备受认可, 而设备价格因素在电池成本中不敏感。

### 评级面临的主要风险

- 电池产能扩张放缓, 收购进度低于预期。

### 估值

- 我们预测 17/18 年公司有望实现净利润 5.7/9.9 亿元, 考虑正在收购泰坦新动力之后的备考利润为 6.7/11.1 亿元, 给予公司对应 18 年净利润的市盈率 30 倍估值, 目标价由 60.00 元上调至 76.00 元, 给予买入评级。

### 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 2015   | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币百万)     | 536    | 1,079  | 1,889 | 3,503 | 5,163 |
| 变动(%)           | 75     | 101    | 75    | 85    | 47    |
| 净利润(人民币百万)      | 146    | 291    | 566   | 985   | 1,394 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 1.070  | 0.712  | 1.386 | 2.415 | 3.417 |
| 变动(%)           | (16.7) | (33.4) | 94.6  | 74.3  | 41.5  |
| 先前预测每股收益(人民币)   |        |        | 1.349 | 1.866 | 2.279 |
| 调整幅度(%)         |        |        | 2.74  | 29.42 | 49.93 |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 58.3   | 87.5   | 45.0  | 25.8  | 18.3  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 39.1   | 241.8  | 35.1  | 58.4  | 13.3  |
| 每股现金流量(人民币)     | 1.60   | 0.26   | 1.78  | 1.07  | 4.69  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 187.6  | 90.7   | 47.6  | 25.3  | 16.0  |
| 每股股息(人民币)       | 0.650  | 0.078  | 0.416 | 0.725 | 1.025 |
| 股息率(%)          | 1.0    | 0.1    | 0.7   | 1.2   | 1.6   |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1个月  | 3个月  | 12个月 |
|--------|------|------|------|------|
| 绝对     | 84.0 | 24.9 | 45.2 | 48.6 |
| 相对深证成指 | 83.1 | 25.1 | 43.3 | 52.1 |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 408    |
| 流通股(%)           | 41     |
| 流通股市值(人民币百万)     | 10,538 |
| 3个月日均交易额(人民币百万)  | 323    |
| 净负债比率(%) (2017E) | 净现金    |
| 主要股东(%)          |        |
| 无锡先导投资发展有限公司     | 41     |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2017 年 7 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 通用机械

杨绍辉\*

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

\*陈祥为本报告重要贡献者

## 目录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>国内动力电池制造智能设备行业龙头 .....</b>     | <b>4</b>  |
| 公司业务：锂电池、光伏、电容器制造装备及智能工厂建设 .....  | 4         |
| 公司持续多年营收与净利润高增长，毛利率水平行业内领先 .....  | 5         |
| 2017 年上半年仍呈高速增长态势 .....           | 6         |
| <b>动力电池设备：行业正处于加速发展阶段 .....</b>   | <b>8</b>  |
| 电动汽车行业仍将高速发展 .....                | 8         |
| 2017-2018 年仍是动力电池扩张高峰 .....       | 9         |
| 动力电池设备销售规模年均增长 40% .....          | 9         |
| 看好 CATL 供应链上的设备供应商 .....          | 10        |
| <b>公司技术领先，品牌优势明显 .....</b>        | <b>12</b> |
| 公司长期注重研发，研发人员占总员工 13.56% .....    | 12        |
| 公司拥有稳固且明显的品牌效应与优势 .....           | 12        |
| <b>外延收购泰坦新动力，协同效应显著 .....</b>     | <b>13</b> |
| <b>已是松下设备供应商，有望受益特斯拉国产化 .....</b> | <b>14</b> |
| <b>盈利预测及投资评级 .....</b>            | <b>15</b> |
| <b>研究报告中所提及的有关上市公司 .....</b>      | <b>17</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 股价表现.....                              | 1  |
| 投资摘要.....                              | 1  |
| 图表 1. 锂电池设备合作伙伴.....                   | 4  |
| 图表 2. 前五大股东持股比例.....                   | 4  |
| 图表 3. 公司主营产品.....                      | 5  |
| 图表 4. 公司 2016 主营业务收入构成.....            | 5  |
| 图表 5. 公司历年收入和净利润.....                  | 6  |
| 图表 6. 公司毛利率与净利率逐年攀升.....               | 6  |
| 图表 7. 公司与同行业上市公司毛利率水平比较.....           | 6  |
| 图表 8. 1Q2017 锂电设备公司营收及毛利润概况.....       | 7  |
| 图表 9. 2014-2016 年国内新能源汽车销量.....        | 8  |
| 图表 10. 2017 年 1-5 月国内新能源汽车销量及同比增速..... | 8  |
| 图表 11. 国内新能源汽车产量预测.....                | 9  |
| 图表 12. 国内动力电池需求预测.....                 | 9  |
| 图表 13. 2015-2020 年国内主流动力电池企业产能统计.....  | 9  |
| 图表 14. 国产动力电池设备市场规模.....               | 10 |
| 图表 15. 2016 年国内主流动力电池设备企业营收统计.....     | 10 |
| 图表 16. 2016 年 CATL 占国内动力电池比重为 21%..... | 11 |
| 图表 17. 1Q2017CATL 占国内动力电池比重为 26%.....  | 11 |
| 图表 18. 1H2015 公司 1/3 收入来自宁德新能源.....    | 11 |
| 图表 19. 2014-2016 年公司研发人员数量及投入金额情况..... | 12 |
| 图表 20. 公司品牌建立历史一览.....                 | 12 |
| 图表 21. 2016 年公司收购泰坦前后主要财务指标变动情况.....   | 13 |
| 图表 23. 先导和泰坦产品客户对比.....                | 13 |
| 图表 22. 锂电设备分类.....                     | 13 |
| 图表 24. 全球电动车销售和动力电池产能产量情况.....         | 14 |
| 图表 25. 公司主营收入预测.....                   | 15 |
| 图表 26. 公司业绩预测结果.....                   | 15 |
| 图表 27. 可比公司估值.....                     | 15 |
| 损益表(人民币 百万).....                       | 16 |
| 资产负债表(人民币 百万).....                     | 16 |
| 现金流量表(人民币 百万).....                     | 16 |
| 主要比率 (%).....                          | 16 |

## 国内动力电池制造智能设备行业龙头

公司专业从事高端自动化成套装备的研发设计、生产销售，为锂电池、光伏电池、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的生产制造商，提供高端全自动智能装备及解决方案。公司产品已远销美国、德国、日本、印度等 20 多个国家和地区，并已与三星、松下、SONY、BYD、ATL、尚德、天合、阿特斯等公司建立长期战略合作关系。受 G20-锂电峰会组委会邀请，先导于 2014 年 12 月正式加入 G20 成为峰会会员，被公认为国内外锂电产业中设备领域的领军企业。

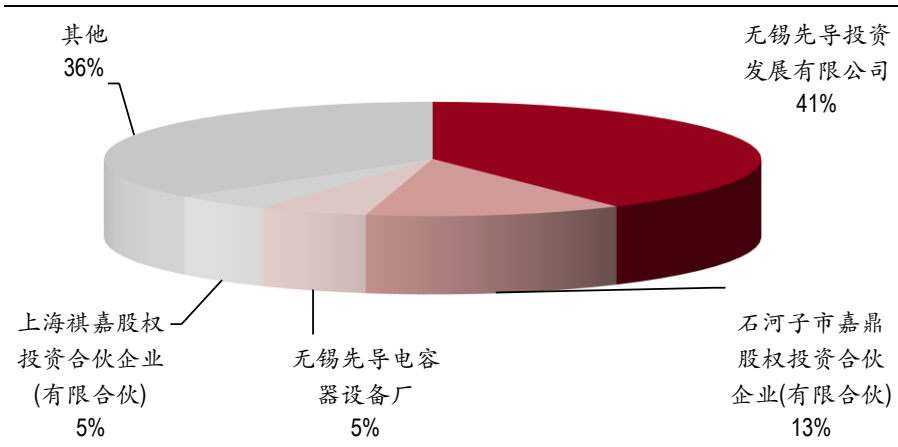
图表 1. 锂电池设备合作伙伴



资料来源：公司公告、中银证券

公司控股股东、实际控制人为王燕清。目前控股股东王燕清直接间接持股 58.59%。

图表 2. 前五大股东持股比例



资料来源：公司年报、中银证券

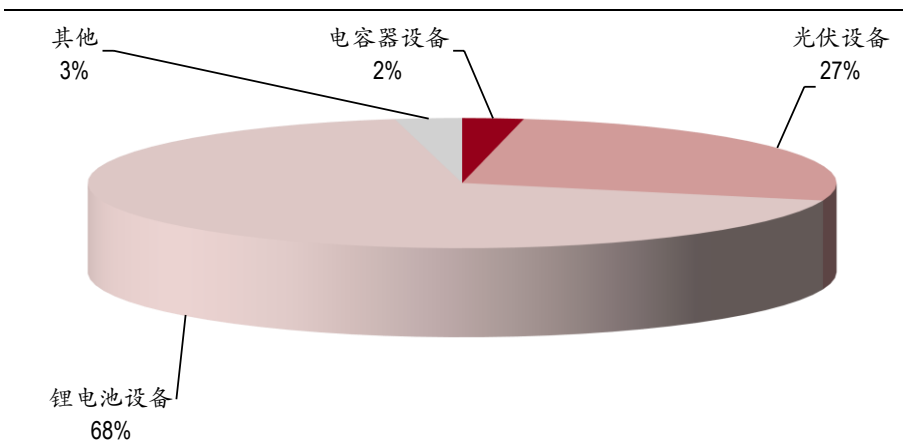
### 公司业务：锂电池、光伏、电容器制造装备及智能工厂建设

公司主营产品包括锂电池制造装备、光伏制造装备、电容器制造装备和智能工厂建设。其中，锂电池制造装备为公司在 2015 年及以后的主要业务。公司生产锂电池制造装备的技术和性能达到世界先进水平，替代韩国、日本进口设备。在光伏制造装备产业和电容器制造装备产业均是中国龙头企业。近年来，公司大力加快智能工厂建设，与 IBM 合作开发了“先导云”和大数据中心，建立全价值链的协同平台。同时，为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，打造理想智能工厂，实现工业 4.0 目标。

**图表 3. 公司主营产品**

| 设备类别            | 主要产品              | 下游产品   | 应用领域   |
|-----------------|-------------------|--|--|
| 锂电池设备           | 全自动卷绕机            | 电子数码电池<br>动力锂电池<br>储能锂电池                                     | 智能手机<br>数码相机<br>笔记本电脑<br>电动汽车<br>电动自行车<br>储能电站<br>通信基站 |
|                 | 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             |  |  |
| 光伏自动化生产<br>配套设备 | 四合一成型机            | 光伏电池<br>光伏电池<br>光伏电池<br>光伏组件                                 | 光伏发电   |
|                 | 抽气热压机(DH机)        |  |  |
|                 | 自动化制绒/刻蚀清洗上/下料机   |  |  |
|                 | 自动化扩散上/下料机        |  |  |
| 薄膜电容器           | 自动化管式 PECVD 上/下料机 | 高压电力电容器 CVT 互感电容器 低<br>压电力电容器 DC 电容器 叠片电容器<br>AC 电容器 电力电子电容器 | 电力电网/智能电网 节能照明 电子通讯<br>数码电器 高铁动车 新能源发电 新能源<br>汽车       |
|                 | 电池片自动串焊机          |  |  |
|                 | 自动卷绕机             |  |  |
|                 | 高速分切机             |  |  |
|                 | 喷金机               |  |  |
|                 | 赋能分选机             |  |  |
|                 | 焊接组装机             |  |  |
| 真空环氧灌注机         |                   |  |  |
|                 | 测试/检查机            |  |  |

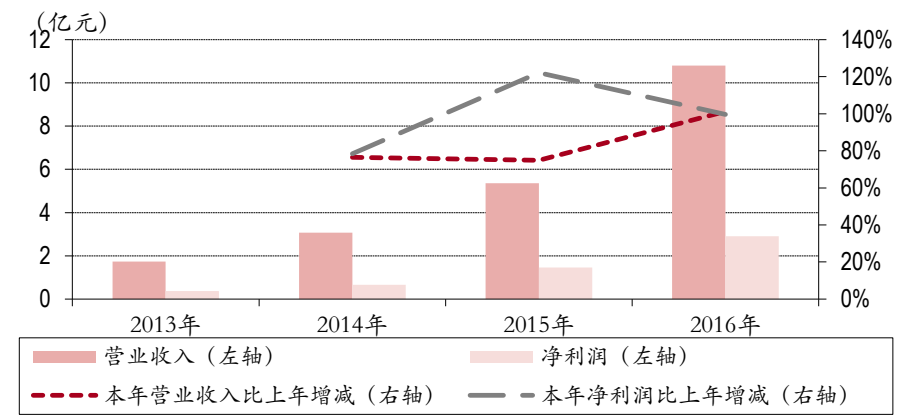
资料来源：公司官网、招股说明书、中银证券

**图表 4. 公司 2016 主营业务收入构成**


资料来源：招股说明书、中银证券

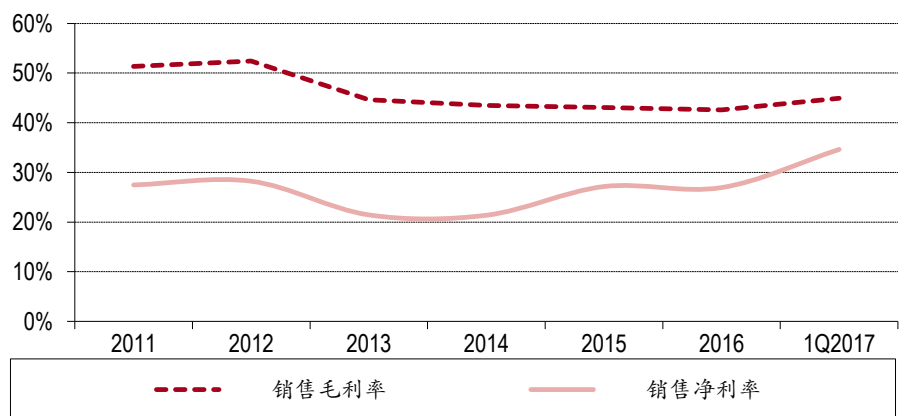
### 公司持续多年营收与净利润高增长，毛利率水平行业内领先

**2013-2016 年，公司营业收入与净利润高增长。**营业收入从 1.74 亿元增长到 10.79 亿元，年复合平均增长率 84%；净利润从 0.37 亿元增长到 2.91 亿元，年复合平均增长率 99%。

**图表 5. 公司历年收入和净利润**


资料来源: 公司年报、中银证券

从 2015 年开始, 公司毛利率一直保持在 30% 以上, 净利率维持在 27% 以上。除了 2016 年有小幅度的回落以外, 毛利率、净利率的总体趋势是在持续上升。

**图表 6. 公司毛利率与净利率逐年攀升**


资料来源: 万得数据库、中银证券

与同行业其他上市公司毛利率相比较, 先导智能毛利率水平领先于行业平均值。由于公司研发生产的自动卷绕机是实现进口替代的行业核心产品, 定制化和精密度要求更高, 处于行业领先水平, 所以毛利率水平相对较高。

**图表 7. 公司与同行业上市公司毛利率水平比较**

| 可比上市公司 | 2016 年度毛利率 (%) |
|--------|----------------|
| 赢合科技   | 36             |
| 科恒股份   | 14             |
| 大族激光   | 38             |
| 金银河    | 34             |
| 先导智能   | 43             |

资料来源: 万德资讯, 中银证券

### 2017 年上半年仍呈高速增长态势

根据 2017 年中报业绩预告, 先导智能上半年净利润 1.62-1.90 亿元, 同比增长 70-100%。其中 1 季度收入增长 53%, 净利润增长 86%。



图表 8. 1Q2017 锂电设备公司营收及毛利润概况

|              | 2017 年第一季度营收<br>(亿元) | 同比增长<br>(%) | 归属于上市公司股东<br>净利润(万元) | 同比增长(%) |
|--------------|----------------------|-------------|----------------------|---------|
| 赢合科技(300457) | 2.72                 | 97          | 3751                 | 74      |
| 先导智能(300450) | 2.62                 | 52.76       | 9070.2               | 86.45   |
| 金银河(300619)  | 0.5                  | 361.50      | 364                  | 146.80  |

资料来源: 万得资讯, 中银证券

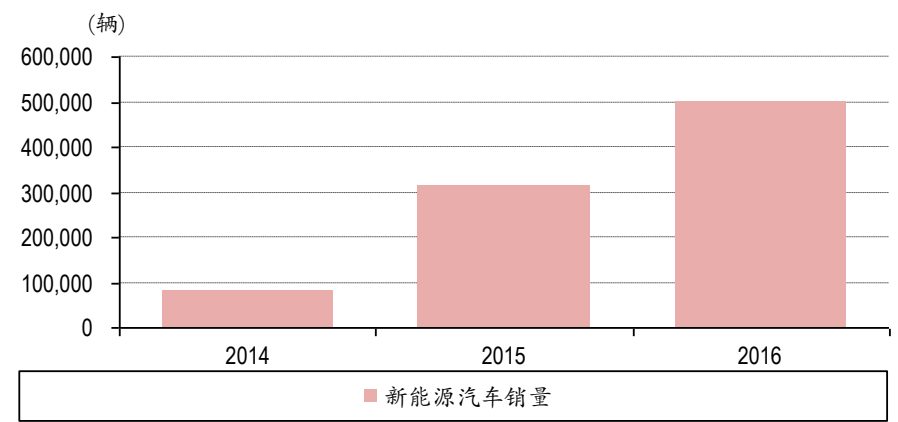
## 动力电池设备：行业正处于加速发展阶段

### 电动汽车行业仍将高速发展

2014年到2016年，国内电动汽车销量呈爆发式增长，2016年销量已达到50万辆。2016年下半年，新能源汽车补贴政策调整等因素导致新能源汽车产销数据低迷，但目前行业正在逐步恢复。2017年6月纯电动汽车产销分别完成5.4万辆和4.8万辆，同比分别增长52.9%和41.4%；1-6月纯电动汽车产销分别完成17.5万辆和16万辆，比上年同期分别增长30.4%和26.2%。

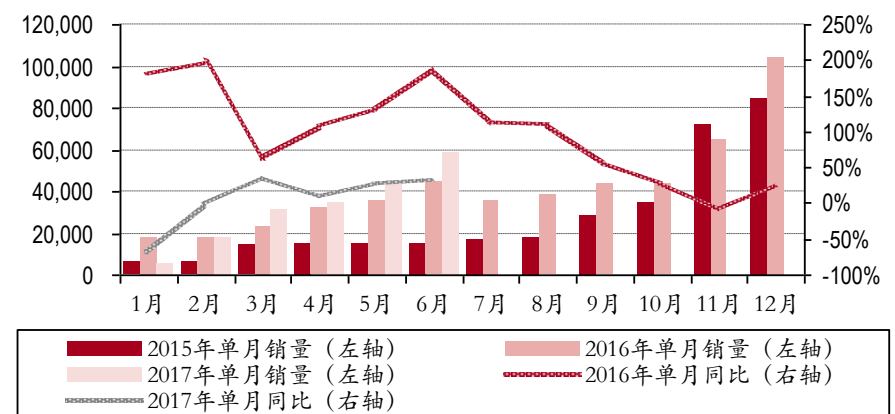
展望全年，我们预计2017年我国新能源汽车产量有望达到70万辆，同比增长30%。

图表 9. 2014-2016 年国内新能源汽车销量



资料来源：万得数据、中银证券

图表 10. 2017 年 1-5 月国内新能源汽车销量及同比增速



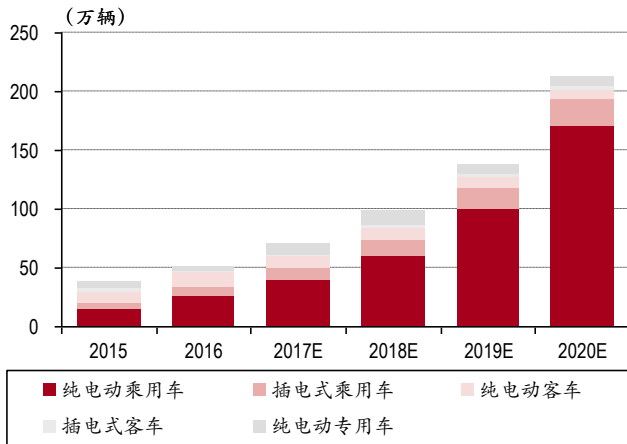
资料来源：中汽协、中银证券



## 2017-2018 年仍是动力电池扩张高峰

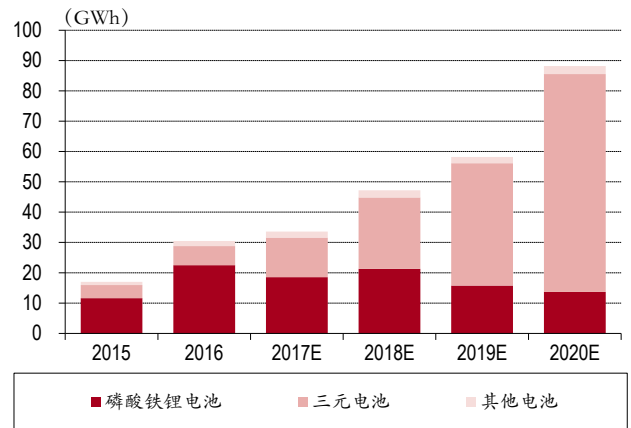
新能源汽车高速发展，拉动动力电池需求大幅增加。2015-2016 年，国内新能源汽车分别实现产量 37.9 万辆和 51.7 万辆，对应动力电池出货量为 17.0GWh 和 30.5GWh。综合考虑政策目标、积分制影响和车企销售规划等因素，我们中银电力设备与新能源团队预计 2017-2020 年新能源汽车产量分别为 70 万辆、99 万辆、137 万辆和 213 万辆，对应动力电池需求量分别为 34GWh、47GWh、58GWh 和 88GWh。

图表 11. 国内新能源汽车产量预测



资料来源：中汽协，中银证券

图表 12. 国内动力电池需求预测



资料来源：中汽协，真锂研究，EVTank，中银证券

我们统计了主流动力电池企业在 2015-2020 年产能扩张及计划情况，预计 2017-2018 年仍然是动力电池扩张高峰。

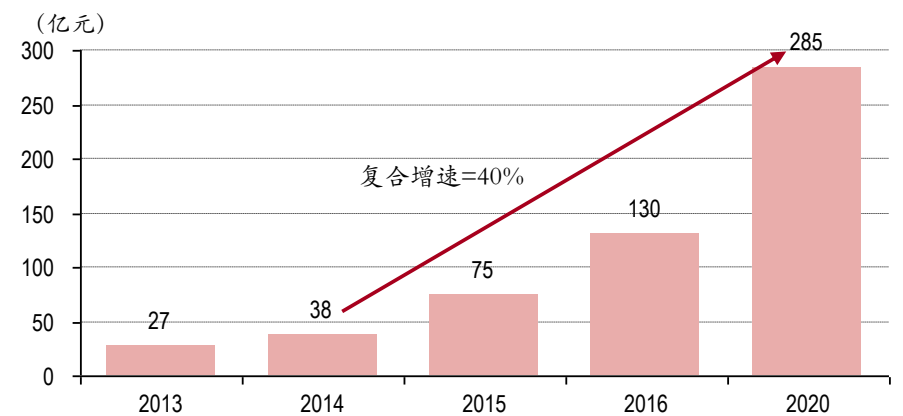
图表 13. 2015-2020 年国内主流动力电池企业产能统计

| (GWh) | 2015 | 2016 | 2017E | 2020E |
|-------|------|------|-------|-------|
| 比亚迪   | 10   | 10   | 18    | 36    |
| CATL  | 2.5  | 7.5  | 17.5  | 50    |
| 天津力神  |      | 0.8  | 4.5   | 20    |
| 国轩高科  | 2.5  | 6.6  | 10    | 20    |
| 沃特玛   |      | 6    | 12    |       |
| 微宏动力  |      | 7    | 13    |       |
| 中航锂电  | 2.5  | 4.9  | 14.5  |       |
| 比克电池  |      | 2.5  | 6     |       |
| 亿纬锂能  |      | 1.5  | 6     | 15    |
| 江苏智航  |      |      |       |       |
| 南都电源  |      |      |       |       |
| 骆驼新能源 | 0.7  | 2    | 6.4   | 10    |
| 合计    | 15.7 | 60   | 110   |       |

资料来源：万得数据，中银证券

## 动力电池设备销售规模年均增长 40%

在电池厂家产能快速扩张的同时，动力电池专用设备行业年均成倍增长。据 GGII 统计，2014-2016 年国产锂电设备市场规模分别为 38、75、130 亿元，年均同比接近 100% 增长，并预计到 2020 年，国产设备规模达到 285 亿元，国产化率提高到 80% 左右，相比 2013 年年均复合增速为 40%。

**图表 14. 国产动力电池设备市场规模**


资料来源：万得数据、中银证券

动力电池设备行业的竞争格局相对稳定，细分领域由少数几家龙头公司垄断，主要是因为锂电池生产质量控制对工艺和设备依赖程度高，先导智能就在卷绕机领域做到了龙头地位，而新嘉拓则专注于涂布机、涂膜设备。

**图表 15. 2016 年国内主流动力电池设备企业营收统计**

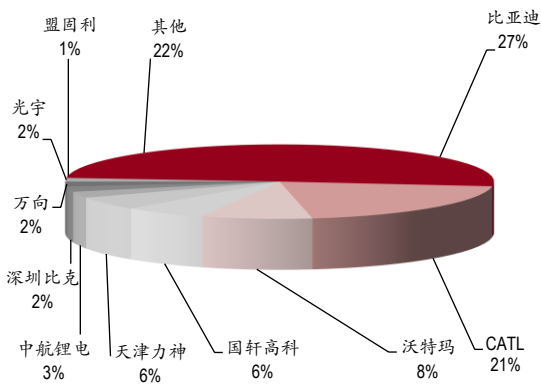
|      | 2016 年收入 | 2016 年净利润 | 主要产品   |
|------|----------|-----------|--|
| 先导智能 | 10 亿元    | 2.9 亿元    | 卷绕机、叠片机  |
| 赢合科技 | 8.5 亿元   | 1.24 亿元   | 卷绕机、涂布机、叠片机等锂电池制作前中后期智能化机器   |
| 浩能科技 | 6 亿元     | 0.5 亿元    | 间歇式锂离子涂布机、连续涂布机、实验室涂布机、连续分条机、微电脑裁切机、全自动卷绕机、半自动卷绕机、软包装生产设备、软包装极耳生产设备等 |
| 新嘉拓  |          |           | 锂电涂布设备、多功能涂膜设备   |

资料来源：中银证券

### 看好 CATL 供应链上的设备供应商

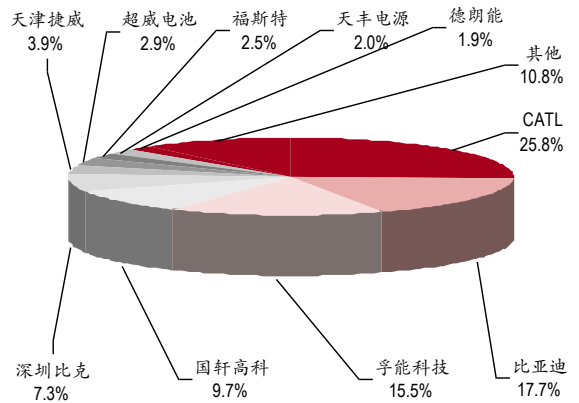
CATL 已在动力电池行业奠定领先地位，预计其电池产能未来每年保持 50% 以上的增速，规划到 2020 年实现 50GWh 的产能规模。在动力电池激烈的行业竞争中，CATL、比亚迪等优势企业逐渐确立了自己的龙头地位，行业集中度不断提升。2016 年与 2017 年 1 季度，国内动力电池前三家企业合计出货量占比超过 50%；CATL 也逐渐超过比亚迪，成为国内动力电池龙头。

图表 16. 2016 年 CATL 占国内动力电池比重为 21%



资料来源: EV tank, 中银证券

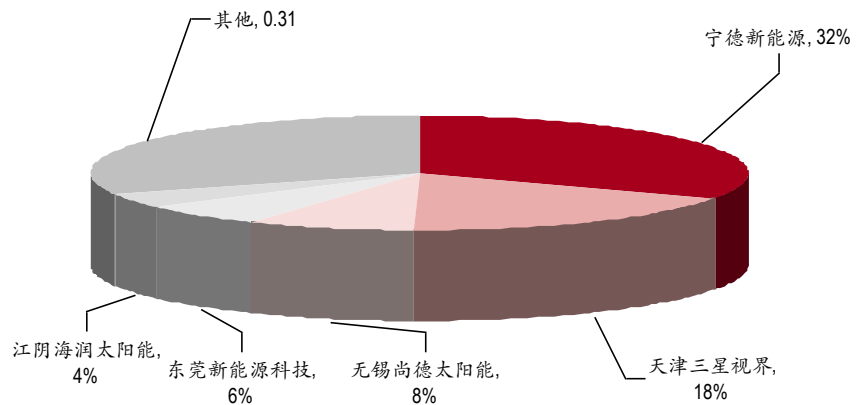
图表 17. 1Q2017CATL 占国内动力电池比重为 26%



资料来源: EV tank, 中银证券

CATL 一直是先导智能的第一大客户，2015 年上半年先导智能销售收入中，有 1/3 来自宁德新能源，而到 2016 年，CATL 的收入贡献预计接近 50%。

图表 18. 1H2015 公司 1/3 收入来自宁德新能源



资料来源: 万得数据, 中银证券

## 公司技术领先，品牌优势明显

### 公司长期注重研发，研发人员占总员工 13.56%

公司研发人员 252 名，公司研发事业部整理为锂电池事业部、光伏事业部、电容研发事业部、电气研发事业部等，研发团队组织架构明确，功能清晰。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，极大地提升了自动化技术在锂电池设备、光伏自动化生产配套设备和薄膜电容器设备等设备制造行业的应用水平。

图表 19. 2014-2016 年公司研发人员数量及投入金额情况

|                 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 研发人员数量 (人)      | 85     | 127    | 252    |
| 研发人员数量占比 (%)    | 12.07  | 10.14  | 13.56  |
| 研发投入金额 (亿元)     | 0.20   | 0.31   | 0.52   |
| 研发投入占营业收入比例 (%) | 6.47   | 5.79   | 4.86   |

资料来源：公司年报、中银证券

公司共获得授权专利技术 29 项，其中发明专利 15 项，实用新型专利 14 项。公司累计获得国家授权专利 131 项，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，公司被江苏省经信委评为“江苏省管理创新优秀企业”。

### 公司拥有稳固且明显的品牌效应与优势

公司重视产品的口碑建设和推广，对内加强对销售团队建和企业文化建设，对外巩固现有客户基础，加大营销和品牌推广力度。公司开发的锂电池生产设备已被国内的多数高端锂电池生产企业认可，并形成了进口替代。十几年的技术与行业积累，公司的行业地位领先，已形成稳固且明显的品牌效应与优势。

图表 20. 公司品牌建立历史一览

|          |  |
|----------|--|
| 2003 年   | 为日本松下配套开发电容器装备并逐步替代进口                                      |
| 2008 年   | 进入锂电池装备行业，为索尼、松下、三星及比亚迪等世界一流的锂电池生产厂商提供数码和动力锂电池关键设备         |
| 2009 年   | 进军光伏装备行业，成为国内最大的光伏自动化设备专业制造商                               |
| 2010 年   | 先导被认定为国家高新技术企业   |
| 2012 年   | 在国际电容器装备行业排名前三，并研发成功数码锂电池焊接卷绕一体机国内首创电池片串焊机，实现国内 40% 的市场占有率 |
| 2013 年   | 成功研发电动汽车用动力锂电池卷绕机，成为国内唯一一家可以为比亚迪和特斯拉提供动力锂电池卷绕机的企业          |
| 2014 年至今 | 公司自主研发的动力和数码锂电池设备在国际行业排名前列，同时也成为国家及省市领导参观考察的重点企业           |
| 2015 年   | 与 IBM 合作开发了“先导云”和大数据中心，建立全价值链的协同平台，大力加快了智能工厂建设             |

资料来源：公司官网、中银证券

公司在锂电池设备、光伏电池和组件以及薄膜电容器领域拥有国际及国内一线客户。公司的产品完全可以替代进口，满足国际及国内高端客户的需求。公司在保证现有客户的基础上，不断拓展市场，挖掘新客户，凭借高附加值的产品和良好的口碑，已跻身成为国内高端锂电池设备龙头企业。

## 外延收购泰坦新动力，协同效应显著

公司积极寻求国内以及国际在技术上、成本上以及客户资源等方面能为公司提供协同价值的企业。2016年11月16日，公司确定筹划实施重大资产重组项目，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。6月15日，先导智能并购重组泰坦新动力获证监会审核通过。本次重大资产重组完成后，将进一步提升上市公司的业务规模，构建新的盈利增长点，有利于提高上市公司的价值，并为上市公司的股东带来更好的回报。

**图表 21. 2016 年公司收购泰坦前后主要财务指标变动情况**

| 财务指标           | 交易前 (千元)   | 交易后 (千元)   | 变动率 (%) |
|----------------|------------|------------|---------|
| 总资产            | 241,574.51 | 433,663.32 | 79.52   |
| 总负债            | 147,167.38 | 264,604.44 | 79.80   |
| 所有者权益合计        | 94,407.13  | 169,058.88 | 79.07   |
| 归属于母公司股东的所有者权益 | 94,407.13  | 169,058.88 | 79.07   |
| 营业收入           | 107,898.08 | 125,917.26 | 16.70   |
| 利润总额           | 33,411.40  | 38,066.19  | 13.93   |
| 净利润            | 29,065.21  | 33,758.63  | 16.15   |
| 归属于母公司股东的净利润   | 29,065.21  | 33,758.63  | 16.15   |
| 基本每股收益(元)      | 0.71       | 0.79       | 11.27   |

资料来源：招股说明书、中银证券

先导智能在中段设备领域（卷绕机）做到了龙头地位，前段涂布设备研发仍在进行，后段设备发展选收购专业研发、制造能量回收型化成、分容、分选等锂电池后端生产线装备的珠海泰坦新动力。泰坦的竞争力在于其“能量反馈”技术和稳定的客户结构。目前泰坦设备的市场占有率 20-30%，在手订单 20 个亿，毛利率达 50%，净利率超过 30%。

**图表 23. 先导和泰坦产品客户对比**

|    | 先导智能            | 泰坦新动力               |
|----|-----------------|---------------------|
| 产品 | 中段设备：卷绕机        | 后段设备：化成、分容检测设备      |
| 客户 | CATL、BYD、超威、ATL | 银隆、CATL、国能、中航锂电、BYD |

资料来源：中银证券

先导智能与泰坦新动力在未来有望形成良好的协同作用。先导后续会将产品与泰坦产品进行整线整合。在市场开拓方面，先导会帮助泰坦提高其在客户中的占有率。

**图表 22. 锂电设备分类**

|      |  |
|------|--|
| 前段设备 | 真空搅拌机、涂布机、辊压机和分切机等核心设备，技术水平要求高         |
| 中段设备 | 卷绕机或叠片机、电芯入壳机、注液机以及封口焊接等设备 相对简单，技术要求不高 |
| 后段设备 | 覆盖电芯激活化成、分容检测以及组装成电池组等工艺 相对简单，技术要求不高   |

资料来源：中银证券

## 已是松下设备供应商，有望受益特斯拉国产化

先导智能的样机已通过松下验收，有望与松下合作，成为松下的电池设备供应商。产能的限制问题也将随着新厂房在 2017 年 8、9 月份的投产受到缓解。由于松下是特斯拉的电池供应商，如果特斯拉落地大陆将通过松下对先导智能带来新的增长点。

图表 24. 全球电动车销售和动力电池产能产量情况

|                      | 国内  | 海外 |
|----------------------|-----|----|
| 2017 年预计电动车销量 (万辆)   | 70  | 50 |
| 2016 年动力电池产量 (GWh)   | 43  | 16 |
| 2017 年预计动力电池产能 (GWh) | 110 |    |

资料来源：中银证券

根据电动车的销量对比，海外动力电池的市场规模相当于国内市场的 1/2。先导智能的国际化进程可带来新的增长空间。先导智能在积极考虑海外并购，从小型并购做起，降低风险的同时有望推进全球化进程。



## 盈利预测及投资评级

我们预计公司未来三年持续高增长, 2017-2019 年公司收入复合增速 40% 以上, 净利润复合增速 30% 以上。

图表 25. 公司主营收入预测

| (人民币, 百万)        | 2015   | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      |        |       |       |       |       |
| 营业收入             |        |       |       |       |       |
| 锂电池设备            | 360    | 731   | 1,462 | 2,924 | 4,387 |
| 光伏自动化生产配套设备      | 140    | 288   | 317   | 349   | 349   |
| 薄膜电容器设备          | 27     | 29    | 31    | 35    | 38    |
| 其他               | 10     | 31    | 78    | 195   | 390   |
| 合计               | 536    | 1,079 | 1,889 | 3,503 | 5,163 |
| <b>收入增速假设(%)</b> |        |       |       |       |       |
| 锂电池设备            | 136.8  | 103.4 | 100.0 | 100.0 | 50.0  |
| 光伏自动化生产配套设备      | 36.2   | 106.3 | 10.0  | 10.0  | 0.0   |
| 薄膜电容器设备          | (43.9) | 7.2   | 10.0  | 10.0  | 10.0  |
| 其他               | 121.9  | 202.4 | 150.0 | 150.0 | 100.0 |
| 合计               | 75.0   | 101.3 | 75.0  | 85.5  | 47.4  |

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 26. 公司业绩预测结果

|               | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币, 百万) | 536   | 1,079 | 1,889 | 3,503 | 5,163 |
| 变动(%)         | 75.0  | 101.3 | 75.0  | 85.5  | 47.4  |
| 净利润(人民币, 百万)  | 146   | 291   | 566   | 985   | 1,394 |
| 变动(%)         | 122.2 | 99.7  | 94.6  | 74.3  | 41.5  |

资料来源: 公司公告, 中银证券

对比高成长机械个股的平均估值 35 倍, 锂电池设备板块的平均估值 32 倍, 并考虑公司作为锂电设备龙头的稀缺性享有估值溢价, 我们给予公司 2018 年 30 倍市盈率估值, 12 个月目标价 76.00 元, 维持**买入**评级。

图表 27. 可比公司估值

| 代码        | 名称   | 主营业务       | 市值(亿元)        | 2017 年 PE 估值 |
|-----------|------|------------|---------------|--------------|
| 300619.CH | 金银河  | 锂电自动化设备    | 28.39         | 42           |
| 300340.CH | 科恒股份 | 锂电自动化设备    | 47.27         | 20           |
| 300457.CH | 赢合科技 | 锂电自动化设备    | 102.76        | 41           |
| 002850.CH | 科达利  | 锂电池精密结构件   | 112.91        | 33           |
| <b>平均</b> |      |            | <b>291.34</b> | <b>32</b>    |
| 603203.CH | 快克股份 | 锡焊工具       | 44.61         | 33           |
| 300173.CH | 智慧松德 | 精雕机        | 60.32         | 35           |
| 300097.CH | 智云股份 | 贴合绑定设备     | 79.02         | 32           |
| 300461.CH | 田中精机 | 绕线设备、玻璃精雕机 | 45.32         | 50           |
| 300545.CH | 联得装备 | 贴合绑定设备     | 35.52         | 37           |
| 300503.CH | 昊志机电 | 电主轴、机械主轴   | 46.24         | 47           |
| 002833.CH | 弘亚数控 | 定制家居设备     | 73.59         | 32           |
| 603338.CH | 浙江鼎力 | 高空作业平台     | 98.88         | 37           |
| 603686.CH | 龙马环卫 | 环保设备       | 88.27         | 30           |
| <b>平均</b> |      |            | <b>571.77</b> | <b>35</b>    |

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2015  | 2016  | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|--------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 536   | 1,079 | 1,889   | 3,503   | 5,163   |
| 销售成本         | (311) | (631) | (1,096) | (2,016) | (2,958) |
| 经营费用         | (91)  | (170) | (272)   | (515)   | (759)   |
| 息税折旧前利润      | 134   | 278   | 520     | 972     | 1,446   |
| 折旧及摊销        | (10)  | (17)  | (30)    | (38)    | (52)    |
| 经营利润(息税前利润)  | 124   | 261   | 490     | 934     | 1,394   |
| 净利息收入/(费用)   | 3     | 4     | 12      | 20      | 41      |
| 其他收益/(损失)    | 43    | 70    | 155     | 205     | 205     |
| 税前利润         | 170   | 334   | 658     | 1,159   | 1,640   |
| 所得税          | (25)  | (43)  | (92)    | (174)   | (246)   |
| 少数股东权益       | 0     | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 净利润          | 146   | 291   | 566     | 985     | 1,394   |
| 核心净利润        | 151   | 299   | 587     | 1,015   | 1,424   |
| 每股收益(人民币)    | 1.070 | 0.712 | 1.386   | 2.415   | 3.417   |
| 核心每股收益(人民币)  | 1.113 | 0.733 | 1.438   | 2.489   | 3.490   |
| 每股股息(人民币)    | 0.650 | 0.078 | 0.416   | 0.725   | 1.025   |
| 收入增长(%)      | 75    | 101   | 75      | 85      | 47      |
| 息税前利润增长(%)   | 68    | 110   | 88      | 91      | 49      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 64    | 107   | 87      | 87      | 49      |
| 每股收益增长(%)    | (17)  | (33)  | 95      | 74      | 41      |
| 核心每股收益增长(%)  | (14)  | (34)  | 96      | 73      | 40      |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E   | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 税前利润        | 170   | 334   | 658   | 1,159   | 1,640 |
| 折旧与摊销       | 10    | 17    | 30    | 38      | 52    |
| 净利息费用       | (3)   | (4)   | (12)  | (20)    | (41)  |
| 运营资本变动      | 413   | 135   | 1,027 | 1,264   | 1,062 |
| 税金          | (25)  | (43)  | (92)  | (174)   | (246) |
| 其他经营现金流     | (349) | (334) | (885) | (1,832) | (552) |
| 经营活动产生的现金流  | 217   | 105   | 726   | 435     | 1,915 |
| 购买固定资产净值    | (1)   | 74    | 76    | 58      | 67    |
| 投资减少/增加     | 3     | 5     | 5     | 5       | 5     |
| 其他投资现金流     | (356) | (213) | (152) | (117)   | (134) |
| 投资活动产生的现金流  | (353) | (134) | (71)  | (53)    | (62)  |
| 净增权益        | (88)  | (32)  | (170) | (296)   | (418) |
| 净增债务        | (38)  | 0     | 0     | 0       | 0     |
| 支付股息        | 0     | 27    | 53    | 103     | 221   |
| 其他融资现金流     | 390   | (70)  | (41)  | (83)    | (180) |
| 融资活动产生的现金流  | 263   | (75)  | (157) | (276)   | (377) |
| 现金变动        | 127   | (104) | 498   | 107     | 1,476 |
| 期初现金        | 116   | 300   | 213   | 710     | 817   |
| 公司自由现金流     | (136) | (29)  | 655   | 382     | 1,853 |
| 权益自由现金流     | (177) | (32)  | 643   | 362     | 1,812 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日     | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 588    | 493    | 990    | 1,097  | 2,572  |
| 应收帐款            | 256    | 556    | 865    | 1,770  | 2,114  |
| 库存              | 654    | 1,027  | 1,906  | 3,737  | 4,285  |
| 其他流动资产          | 10     | 11     | 40     | 48     | 73     |
| 流动资产总计          | 1,508  | 2,086  | 3,801  | 6,651  | 9,045  |
| 固定资产            | 160    | 201    | 254    | 280    | 301    |
| 无形资产            | 33     | 107    | 101    | 94     | 88     |
| 其他长期资产          | 0      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 长期资产总计          | 194    | 314    | 360    | 380    | 395    |
| 总资产             | 1,717  | 2,416  | 4,175  | 7,044  | 9,450  |
| 应付帐款            | 468    | 635    | 1,317  | 2,268  | 2,962  |
| 短期债务            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债          | 515    | 832    | 1,515  | 2,742  | 3,478  |
| 流动负债总计          | 983    | 1,466  | 2,832  | 5,010  | 6,440  |
| 长期借款            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债          | 6      | 5      | 4      | 5      | 4      |
| 股本              | 136    | 408    | 408    | 408    | 408    |
| 储备              | 592    | 536    | 932    | 1,622  | 2,598  |
| 股东权益            | 728    | 944    | 1,340  | 2,030  | 3,006  |
| 少数股东权益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 总负债及权益          | 1,717  | 2,416  | 4,175  | 7,044  | 9,450  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 5.35   | 2.31   | 3.28   | 4.97   | 7.37   |
| 每股有形资产(人民币)     | 5.11   | 2.05   | 3.04   | 4.74   | 7.15   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (2.20) | (0.52) | (1.74) | (2.00) | (5.62) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

| 年结日: 12月31日     | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 25.0  | 25.8  | 27.5  | 27.7  | 28.0  |
| 息税前利润率(%)       | 23.1  | 24.2  | 26.0  | 26.7  | 27.0  |
| 税前利润率(%)        | 31.8  | 31.0  | 34.8  | 33.1  | 31.8  |
| 净利率(%)          | 27.2  | 26.9  | 29.9  | 28.1  | 27.0  |
| <b>流动性</b>      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.4   |
| 利息覆盖率(倍)        | n.a.  | n.a.  | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| 净权益负债率(%)       | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.7   |
| <b>估值</b>       |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 58.3  | 87.5  | 45.0  | 25.8  | 18.3  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 56.0  | 85.1  | 43.4  | 25.1  | 17.9  |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 67.4  | 102.3 | 52.2  | 30.1  | 21.5  |
| 市净率(倍)          | 11.7  | 27.0  | 19.0  | 12.5  | 8.5   |
| 价格/现金流(倍)       | 39.1  | 241.8 | 35.1  | 58.4  | 13.3  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 187.6 | 90.7  | 47.6  | 25.3  | 16.0  |
| <b>周转率</b>      |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数          | 558.6 | 485.9 | 488.4 | 510.9 | 495.0 |
| 应收帐款周转天数        | 134.4 | 137.3 | 137.3 | 137.3 | 137.3 |
| 应付帐款周转天数        | 240.5 | 186.5 | 188.6 | 186.8 | 184.9 |
| <b>回报率</b>      |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 60.7  | 11.0  | 30.0  | 30.0  | 30.0  |
| 净资产收益率(%)       | 28.7  | 34.8  | 49.5  | 58.5  | 55.4  |
| 资产收益率(%)        | 8.7   | 11.0  | 12.8  | 14.2  | 14.4  |
| 已运用资本收益率(%)     | 6.9   | 8.7   | 12.4  | 14.6  | 13.8  |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

赢合科技(300457.CH/人民币 81.68, 未有评级)

科恒股份(300340.CH/人民币 40.11, 未有评级)

科达利(002850.CH/人民币 81.75, 未有评级)

以2017年7月25日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371