先导智能（300450）

大众拟投资9亿欧元牵手northvolt扩产动力电池，核心设备商有望大幅受益

买入（维持）

2019年06月18日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

事件：1、6月13日晚间，大众汽车集团发布消息，称计划投资9亿欧元（约合70.2亿人民币），与欧洲锂电池公司Northvolt联合研发电池，这笔资金中有一部分用于设立合资企业，剩余部分则直接投资Northvolt以获取20%的股权。

2、大众集团还计划与Northvolt以50：50的股比组建一家锂电池合资公司，并在德国下萨克森州（萨尔茨吉特）建立一座初期产能16GWh的锂电池工厂。预计2020年开工，并于2023年底或2024年初为大众集团提供锂电池。

投资要点

■ **大众投资Northvolt，合资组建生产工厂，未来发展可期**

大众汽车集团宣布与Northvolt建立合作伙伴关系，在德国建立工厂。大众投资10亿美元预计会持有合资工厂50%的股权。先导智能和Northvolt在2019年1月签订了约19.39亿元的业务合作，具体合同视项目情况另行商定。**我们预计先导可以获得中道卷绕机和后道化成分容检测环节的绝大多数订单（占比整线的40%以上），卷绕机和检测设备或无其他竞争对手参与，整线内的其他环节供应商或为日韩企业。**

■ **Northvolt公司主要为特斯拉前高管创业成立，技术领先，扩产确定**

Northvolt是由前特斯拉执行官Peter Carlsson为主创立，未来将会有4家电池工厂。大众集团不仅要参与生产环节，还希望参与、甚至拥有最核心的电芯生产企业。**实际上，欧洲目前没有真正意义上的电池企业，按照目前的电动化趋势，欧洲也要加速布局其在电动车行业的话语权，Northvolt未来有望成为可与亚洲电池巨头（CATL,松下，LG）竞争的欧洲电池厂商。**

■ **一线车企加速进入电动车市场，全球电池龙头的扩产加速**

2018年3月，大众抛出了500亿欧元的巨额动力电池采购订单。但随后因为三星SDI等企业的供给出现问题，大众开始调整采购计划，一方面引入新的供应商，另一方面也开始着手亲自参与电池生产。

■ **先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头，上调2019年全年新接订单预期从60亿元到80亿元，不排除继续上调的可能性。**

先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】，卷绕机供应占比90%以上，后道设备供应占比也在逐渐提升中；此外，还进入了松下、LG等海外电池龙头的供应体系，有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG,三星，Northvolt六家全球龙头规划总产能达到605GWh,其中规划新增为490GWh,对应设备投资额超1700亿元。**我们预计全球锂电池前六将垄断80%以上份额，绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。**

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2020年的净利润为11.1亿/14.9亿，对应PE为22/17倍，维持“买入”评级。给予目标PE 36倍，对应目标价45元。

■ **风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期。**

股价走势

市场数据

收盘价(元)	28.07
一年最低/最高价	19.87/40.26
市净率(倍)	6.79
流通A股市值(百万元)	23800.36

基础数据

每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	57.41
总股本(百万股)	881.58
流通A股(百万股)	847.89

相关研究

1、《先导智能（300450）：Q1业绩符合预期，毛利率水平大幅提升》2019-04-26
2、《先导智能（300450）：业绩符合预期，现金流情况大幅好转》2019-03-21
3、《先导智能（300450）：扣非净利润预增49%-81%，高基数下维持高增长》2019-01-31

1. 大众投资 Northvolt，合资组建生产工厂，未来发展可期。

除了瑞典的主要工厂外，大众汽车集团还宣布与 Northvolt 建立合作伙伴关系，在德国建立工厂。大众投资 10 亿美元预计会持有合资工厂 50%的股权。

本次公布的位于德国的电池工厂将厂址设在下萨克森州萨尔茨吉特，16GW 电池的生产时间为 2023 年或 2024 年。与瑞典的旗舰工厂不同，德国的工厂预计仅将产量提高到 24GW 的年产能。

表 1：Northvolt 各大基地产能统计

基地	项目	开工时间	电池形状	电池类型	产能规模（GW）	总投资金额（亿元）	预计设备投资（亿元）	投产时间
波兰	Northvolt Battery Systems	2018	未透露	储能	未透露 10000 modules	未透露	未透露	2019
瑞典Västerås	Northvolt Labs	2018	圆柱	动力	0.35	1.75	1.4	2019
瑞典Skellefteå	Northvolt Ett	2018.5	圆柱	动力	8	40	32	2020
					24	120	96	2023
德国Salzgitter	大众集团合作项目	2020	圆柱	动力	16	70	56	2023年底
					8	40	32	未透露
	合计				56	272	217	
	预计新增合计				56	272	217	

备注：1、预计单Gw设备投资4亿元

数据来源：Northvolt 官网，东吴证券研究所

先导智能和 Northvolt 在 2019 年 1 月签订了约 19.39 亿元的业务合作，具体合同视项目情况另行商定。位于瑞典 Skellefteå的 Northvolt 电池厂将于 2019 年 8 月开始动工建设，预计将于 2021 年开始生产，总计年产能 16 亿瓦时（GWh）。该电池厂的主要产品为 Northvolt Ett 的汽车电池，年产能将最终达到 32GW。先导智能向提供 Northvolt 的设备（包括但不限于单台设备、整线设备或整线设备解决方案等）。我们判断，按照先导智能的技术实力（设备的稳定性和效率，产品的良率和一致性等），**我们预计先导可以获得中道卷绕机和后道化成分容检测环节的绝大多数订单（占比整线的 40%以上），卷绕机和检测设备或无其他竞争对手参与，整线内的其他环节供应商或为日韩企业。**

2、Northvolt 公司主要为特斯拉前高管创业成立，技术领先，扩产确定。

Northvolt 是由前特斯拉执行官 Peter Carlsson 为主创立，未来将会有 4 家电池工厂：瑞典北部 Skellefteå的 **Northvolt Ett(动力电池主要生产基地)**、位于 Västerås 的 **Northvolt Labs（动力电池开发和测试厂）**，以及位于波兰的 **Northvolt Battery Systems(储能电池研发及生产基地)**，和位于德国和大众集团合作的 **Salzgitter 项目（供给大众，圆柱动力电池）。其中 Northvolt Ett 的产能规模上和特斯拉的美国超级工厂不相上下，目标是在 2023 年电池生产量能够达到 32GWh。**（据 Breakit 新闻网 1 月 18 日报道，Northvolt Ett 将在 2018 年 5 月份开始建设工厂，计划为未来的电动汽车提供电池，并已投资了约 400 亿瑞典克朗）。

Northvolt 已获得了“ABB”、“西门子”、“大众旗下的 scania”等欧洲制造业巨头，以及“Vattenfall”等能源巨头的资金，此外，它还与宝马、优美科成立技术联盟，获得先进技术加持，并成为宝马的潜在供应商。此次，大众集团正式宣布了和 Northvolt 双方合作细节，9 亿欧元投资中一部分用于组建合资公司的外，剩下部分直接投资 Northvolt 获得 20%的股权。

这一细节说明，大众集团的做法更深一步，不仅要参与生产环节，还希望参与、甚至拥有最核心的电芯生产企业。**实际上，欧洲目前没有真正意义上的电池企业，按照目前的电动化趋势，欧洲也要加速布局其在电动车行业的话语权，Northvolt 未来有望成为可与亚洲电池巨头（CATL,松下，LG）竞争的欧洲电池厂商。**

表 2：Northvolt 获得欧洲制造业巨头的资金

Funding 8 Fundings / $144.55M

DOWNLOAD CSV　　Please select items to export

Date	Round	Amount	Investors	Valuation[1]	Sources
5/25/2018	Project Finance - III	$11.7M	Siemens		2
2/14/2018	Loan	$64.6M	European Investment Bank		1
2/5/2018	Grant	$18.31M	Swedish Energy Agency		2
1/25/2018	Project Finance - II	$12.5M	Scania		3
12/15/2017	Corporate Minority	$12.22M	Vestas Wind Systems		2
9/26/2017	Project Finance	$11.8M	ABB Technology Ventures		4
3/13/2017	Unattributed	$13.42M	Dan Olsson, Harald Mix, and Vattenfall	$22.3M	4
	Other Investors		Peter Carlsson		1

数据来源：IC insights，东吴证券研究所

图 3：西门子，ABB,大众汽车等多制造业巨头支持 Northvolt

Investors 10 Investors

DOWNLOAD CSV ADD TO COLLECTION Please select items to add to collection or export.

First Funding	Last Funding	Investor	Type	Location	Rounds	Board Seats
5/25/2018	5/25/2018	Siemens	Corporation	Germany	1 Project Finance - III (2018)	
2/14/2018	2/14/2018	European Investment Bank	Investment Bank	Luxembourg	1 Loan (2018)	
2/5/2018	2/5/2018	Swedish Energy Agency	Government	Sweden	1 Grant (2018)	
1/25/2018	1/25/2018	Scania	Corporation	Sweden	1 Project Finance - II (2018)	
12/15/2017	12/15/2017	Vestas Wind Systems	Corporation	Denmark	1 Corporate Minority (2017)	
9/26/2017	9/26/2017	ABB Technology Ventures	Corporate Venture	Switzerland	1 Project Finance (2017)	
3/13/2017	3/13/2017	Vattenfall	Corporation	Sweden	1 Unattributed (2017)	
3/13/2017	3/13/2017	Harald Mix	Angel Investor (Individual)		1 Unattributed (2017)	
3/13/2017	3/13/2017	Dan Olsson	Angel Investor (Individual)		1 Unattributed (2017)	
		Peter Carlsson	Angel Investor (Individual)		1 Other Investors	

数据来源：IC insights，东吴证券研究所

Northvolt Ett（瑞典工厂）计划在 2020 年后期开始投产（即 2019 年要采购设备），每年规划生产 8GW 的电池。按照单位设备投资额 4-5 亿元预计（海外客户的单位投资额都偏大），总投资规划为 32-40 亿元人民币。且按照 Northvolt Ett 的中长期规划，后续还会继续扩产至 56GWh，总设备投资额或达到 224-280 亿元。**先导智能作为其重要的设备供应商（2018 年的合同金额共计 4461 万元），在未来 2-3 年将会显著受益。**

3、一线车企加速进入电动车市场，全球电池龙头的扩产加速

2018 年 3 月，大众抛出了 500 亿欧元的巨额动力电池采购订单。但随后因为三星 SDI 等企业的供给出现问题，大众开始调整采购计划，一方面引入新的供应商，另一方面也开始着手亲自参与电池生产。同时，本次投资事项的敲定也意味着，在进入电动汽车时代之后，全球最大的汽车集团终于决定直接进军动力电池这一核心领域，以保证自己的动力电池供给安全。

中国的补贴政策取消不会影响电动化大趋势，反而加快全球电池龙头的扩产。 近期比亚迪宣布长沙项目动工，丰田表示至 2025 年新能源汽车销量将提升至 550 万辆以上。我们预计，CATL、BYD 扩产节奏从每年 8GWh 增长至每年 30-40GWh；日韩龙头三星、LG、松下 2019 年开始发力锂电池行业，按照过往的产业投资历史看，他们的中长期产能规划有望对标 CATL,未来日韩电池龙头的扩张规模将大幅超预期。日韩本土设备商受制于产能瓶颈，同时中国设备商已具备全球竞争力，将受益于本轮全球龙头扩产。

市场担忧扩产进度将放缓，但一线车企加速进入电动车市场。2018 年以来尽管受到补贴下降和汽车消费需求下降，国内电动车 1-5 月销量超 40%增长，全球 Q1 销量增速 58%，行业仍保持高速增长。从公开新闻看，传统车企大众奔驰宝马均大幅提高了电动车的投资和销量规划。全球动力电池企业不断大幅提高产能规划，同时也将进入扩产高峰竞逐无不贴时代。

4、先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头，上调 2019 年全年新接订单预期从 60 亿元到 80 亿元，不排除继续上调的可能性。

作为 CATL 的最大的设备供应商，2018 年宁德时代供应商大会上，先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】，卷绕机供应占比 90%以上，后道设备供应占比也在逐渐提升中；此外，还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系，有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG,三星，Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 605GWh,其中规划新增为 490GWh,对应设备投资额超 1700 亿元。**我们预计全球锂电池前六将垄断 80%以上份额，绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。**

先导智能和 Northvolt 的框架协议的规模较大，现上调 2019 年全年新接订单预期【从 60 亿元到 80 亿元】，且随着 Northvolt 后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。

表 4：六家全球龙头电池厂产能规划汇总

龙头锂电池企业	已有产能（GW）	已有产能备注	规划新增（GW）	规划产能备注（GW）	规划总产能（GW）	预计单位设备投资额（亿元）	预计新增设备投资总额（亿元）	前道涂布（潜在供应商）	中道卷绕/叠片（潜在供应商）	后道化成分容检测（潜在供应商）
LG	19	韩国4，美国2.4，南京3，波兰10	92	波兰60，南京32，**南京工厂扩建（投资75亿元）**	111.4	4	368	先导，科恒（浩能），东丽	先导，赢合	杭可
宁德时代	29	宁德湖东22，时代锂动力2，青海西宁5	158	时代上汽36，溧阳一、二期10，宁德湖西募投24，溧阳三期20，德国14，东风时代10，时代广汽15，**湖西新建15，时代一汽14**	187	2.5	395	科恒（浩能），璞泰来（新嘉拓），赢合（雅康）	先导	先导（泰坦）
比亚迪	26	惠州2，深圳坑梓14，青海10	84	青海14，重庆30，西安30，**长沙10**	110	4	336	科恒（浩能），璞泰来（新嘉拓）	先导，KOEM	先导（泰坦），杭可
松下	30	特斯拉超级工厂20，大连8，苏州2	85	特斯拉超级工厂85	115	4	340	科恒（浩能），东丽	先导，松下本部设备公司	杭可，先导（泰坦）
三星	10	韩国6.4，西安1.6，匈牙利2	15	1、美国密西根（暂无详细规划）；2、西安（15GW，总投资额105亿元）；3、天津（总投资166亿元）	25	6	90	东丽	先导	杭可
Northvolt	0	-	56	瑞典Skellefte 32，瑞典Västerås 0.35，波兰（年产10000 modules），**德国Salzgitter 24**	56.35	4	225.4	日韩企业SECI等	先导	先导
合计	114		490		604.75		1754			

备注：1、杭可科技已过会；2、比亚迪长沙项目为4月17日最新公布；宁德时代湖西新建项目、时代一汽项目为4月25日最新公布；Northvolt德国项目为6月14日公布

数据来源：东吴证券研究所整理

锂电设备板块的**短期逻辑是：下游扩产和设备招标。长期逻辑：核心驱动因素是电动化率的提升。**我们预计到 2030 年电动化率提升到 25%-30%（目前是 2%）。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2020 年的净利润为 11.1 亿/14.9 亿，对应 PE 为 22/17 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE 36 倍，对应目标价 45 元。

6. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期

先导智能三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**6556**	**8661**	**11870**	**15946**
现金	1483	3874	5513	7687
应收账款	2470	2303	3058	3975
存货	2413	2250	2989	3882
其他流动资产	190	234	310	403
非流动资产	**1869**	**1917**	**1927**	**1884**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	538	591	607	569
在建工程	121	51	30	9
无形资产	162	157	151	146
其他非流动资产	1048	1118	1138	1160
资产总计	**8426**	**10578**	**13798**	**17830**
流动负债	**4509**	**5647**	**7510**	**9739**
短期借款	486	30	50	50
应付账款	2341	2926	3886	5046
其他流动负债	1681	2691	3574	4642
非流动负债	**475**	**475**	**475**	**475**
长期借款	257	257	257	257
其他非流动负债	218	218	218	218
负债合计	**4983**	**6121**	**7985**	**10214**
少数股东权益	0	11	26	46
归属母公司股东权益	3442	4445	5786	7570
负债和股东权益	**8426**	**10578**	**13798**	**17830**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-48	3031	1845	2401
投资活动现金流	10	-72	-77	-29
筹资活动现金流	748	-568	-129	-198
现金净增加额	710	2391	1639	2173
折旧和摊销	40	56	66	72
资本开支	-208	-72	-77	-29
营运资本变动	-451	1849	274	326

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3890**	**4670**	**6200**	**8060**
减:营业成本	2370	2738	3637	4723
营业税金及附加	30	33	43	56
营业费用	123	135	180	234
管理费用	247	496	656	852
财务费用	15	-48	-122	-178
资产减值损失	35	0	0	0
加:投资净收益	6	0	0	0
其他收益	-107	5	5	5
营业利润	**969**	**1322**	**1810**	**2379**
加:营业外净收支	-131	-50	-110	-116
利润总额	**839**	**1272**	**1700**	**2263**
减:所得税费用	96	146	196	260
少数股东损益	0	11	15	20
归属母公司净利润	**742**	**1114**	**1490**	**1983**
EBIT	1135	1274	1689	2201
EBITDA	1175	1330	1755	2273

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.84	1.26	1.69	2.25
每股净资产(元)	3.90	5.04	6.56	8.59
发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
ROIC(%)	28.4%	36.0%	73.4%	107.0%
ROE(%)	21.6%	25.1%	25.7%	26.2%
毛利率(%)	39.1%	41.4%	41.3%	41.4%
销售净利率(%)	19.1%	23.9%	24.0%	24.6%
资产负债率(%)	59.1%	57.9%	57.9%	57.3%
收入增长率(%)	78.7%	20.1%	32.8%	30.0%
净利润增长率(%)	38.1%	50.1%	33.7%	33.1%
P/E	33.33	22.21	16.61	12.48
P/B	7.19	5.57	4.28	3.27
EV/EBITDA	25.30	23.22	18.65	15.38

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn