

固定收益点评

先导转债——锂电池设备全球龙头，建议重点关注

先导智能（300450.SZ）本次发行先导转债（123036.SZ）募集的资金规模不超过 10 亿元，主体评级和债项评级均为 AA，公司本次募集资金用于年产 2000 台电容器、光伏组件、锂电池自动化专用设备项目（4.81 亿元）、先导研究院建设项目（1.36 亿元）、信息化智能化升级改造项目（0.83 亿元）和补充流动资金（3 亿元）等项目。

先导转债的上市初期价格有望到 115 元。先导转债的初始转股价为 39.15 元/股，用 2019 年 12 月 6 日的正股收盘价（39.37 元）推算，转换价值为 100.56 元。综合参考转换价值与评级相近标的，先导转债在当前平价下对应的转股溢价率有望达到 14-16%，对应转债价格为 115-117 元。

先导转债的纯债价值约为 86.53，面值对应的 YTM 约 2.41%，债底保护一般。

附加条款方面，先导转债的强赎条款、下修条款和回售条款设置分别为：15/30、130%，15/30、90%和 30，70%，其中下修条款设置较为优厚。

稀释率方面，先导智能完全转股后，对正股总股本（8.81 亿股）和流通股本（8.48 亿股）的稀释率分别为 2.9%和 3.01%，稀释率不大。

先导转债并未设置网下申购渠道，原股东配售时间和网上申购时间均为 2019 年 12 月 11 日（T 日，下周三）。

先导转债前十大股东持有比例合计为 59.14%，假设原股东的有限认购比例为 50-60%，那么留给市场的规模将在 4-5 亿元。参考近期新券的发行情况，假设网上申购者为 120 万户，全部足额申购，那么先导转债的中签率可能在 0.03-0.04%。

综合来看，先导转债上市价格有望达到 115 元，申购安全性较高，不过仅设置了网上渠道。二级市场机会方面，考虑到正股先导智能为全球锂电池设备龙头，行业竞争优势显著，同时正股估值也处在历史较低位置，上市后若转股溢价率在合理区间内，则建议利用转债上市初期的交易活跃窗口积极配置。

风险提示：新能源车补贴政策退坡导致新能源车需求下降；宏观经济下行导致新能源车需求下降；存货减值损失风险。

作者

分析师 刘郁

执业证书编号：S0680518080002

邮箱：liuyu@gszq.com

研究助理 田乐蒙

邮箱：tianlemeng@gszq.com

相关研究

1、《固定收益点评：哪些校企还有存量债？》

2019-12-06

2、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191205》

2019-12-06

3、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191204》

2019-12-04

4、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191203》

2019-12-03

5、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191202》

2019-12-02



内容目录

上市价格有望达到 115 元，仅设网上渠道.....	3
发行规模 10 亿的 AA 品种，上市价格有望达到 115 元	3
仅设有网上渠道，T 日为 12 月 11 日	4
正股基本面：锂电池全球龙头，正股基本面支撑较强.....	5
锂电池设备全球龙头，业绩持续高速增长.....	5
新能源车市场方兴未艾，技术遥遥领先，绑定下游电池龙头	6
财务运营方面，公司近年保持高速增长.....	11
风险提示	13

图表目录

图表 1: 先导转债发行条款汇总	3
图表 3: 发行安排	4
图表 3: 公司第一大股东为拉萨欣导创业投资有限公司	5
图表 4: 公司主要产品示意图.....	6
图表 5: 可转债募资金投向.....	6
图表 6: 泰坦新动力主要产品.....	7
图表 7: 2014-2018 年泰坦新动力营收、净利润和净利率.....	7
图表 8: 双积分制度历次征求意见稿.....	8
图表 9: 2016-2020 年新能源乘用车标准车型积分.....	8
图表 10: 2018 年磷酸铁锂市场份额分布.....	9
图表 11: 2018 年三元材料市场份额分布.....	9
图表 12: 四大国际电池厂商在建产能梳理.....	10
图表 13: 公司的下游客户.....	10
图表 14: 2015-2017 年公司始终为 CATL 前五大供应商.....	11
图表 15: 2014-2018 年公司营收、归母净利润及同比增速.....	11
图表 16: 2011-2018 年公司四大主营业务营收.....	11
图表 17: 2011-2018 年公司四大主营业务占比.....	11
图表 18: 2014-2018 年公司综合毛利率、净利率水平.....	12
图表 19: 2014-2018 年公司主营产品毛利率水平	12
图表 20: 2014-2018 年公司期间费用率水平.....	12
图表 21: 先导智能当前的 PE-TTM 处在历史较低位置.....	13
图表 22: 先导智能当前的 PB-LF 处在历史较低位置.....	13

上市价格有望达到 115 元，仅设网上渠道

发行规模 10 亿的 AA 品种，上市价格有望达到 115 元

先导智能（300450.SZ）本次发行先导转债（123036.SZ）募集的资金规模不超过 10 亿元，主体评级和债项评级均为 AA，公司本次募集资金用于年产 2000 台电容器、光伏组件、锂电池自动化专用设备项目（4.81 亿元）、先导研究院建设项目（1.36 亿元）、信息化智能化升级改造项目（0.83 亿元）和补充流动资金（3 亿元）等项目。

图表 1：先导转债发行条款汇总

转债名称	先导转债	转债代码	123036.SZ
正股名称	先导智能	正股代码	300450.SZ
发行规模	10 亿	所属行业	机械设备
发行方式	本次发行的可转债向发行人在股权登记日（2019 年 12 月 10 日，T-1 日）收市后中国结算深圳分公司登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统向社会公众投资者发行。		
存续期	6 年		
票面利率	第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%		
初始转股价格	39.15 元/股（若再募集说明书公告日前 20 个交易日内因除权、除息引起股价调整，则需做出相应调整）		
转股期间	2020 年 6 月 17 日-2025 年 12 月 10 日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后 5 个交易日内，按债券面值的 110% 赎回。 （2）有条件赎回：转股期内 15/30，130%；未转股票面总金额不足人民币 3,000 万元。		
下修条款	存续期内，15/30，90%		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价格的 70%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；上海新世纪资信评估投资服务有限公司		

资料来源：Wind、先导转债发行公告，国盛证券研究所

先导转债的上市初期价格有望到 115 元。先导转债的初始转股价格为 39.15 元/股，运用 2019 年 12 月 6 日的正股收盘价（39.37 元）推算，转换价值为 100.56 元。估值方面，参考转换价值、等级和规模均与先导转债相似的游族转债（转换价值 100.52 元），其转股溢价率约为 17.28%，星源转债（转换价值 101.28）转股溢价率为 13.35%，同时考虑到正股先导智能在行业中具有较强的竞争优势，我们认为先导转债在当前平价下的转股溢价率有望达到 14-16%，对应转债价格为 115-117 元。

先导转债的纯债价值约为 86.53，面值对应的 YTM 约 2.41%，债底保护一般。先导转债的发行期限为 6 年，采用累进利率设置，分别为 0.3%、0.5%、1%、1.5%、1.8%和

2.0%，到期后将按照票面利率的 110%（含最后一期利息）赎回。参考转债的主体信用评级 AA，以截至 2019 年 12 月 6 日的中债企业债到期收益率 4.96%推算，先导转债的纯债价值约为 86.53 元，具有一定债底保护。

附加条款方面，先导转债的强赎条款、下修条款和回售条款设置分别为：**15/30、130%，15/30、90%和 30，70%**，其中下修条款设置较为优厚。

稀释率方面，先导智能完全转股后，对正股总股本（**8.81 亿股**）和流通股本（**8.48 亿股**）的稀释率分别为 **2.9%**和 **3.01%**，稀释率不大。

仅设有网上渠道，T 日为 12 月 11 日

先导转债并未设置网下申购渠道，原股东配售时间和网上申购时间均为 2019 年 12 月 11 日（T 日，下周三），其中网上申购代码为 370450，原股东配售代码为 380450。

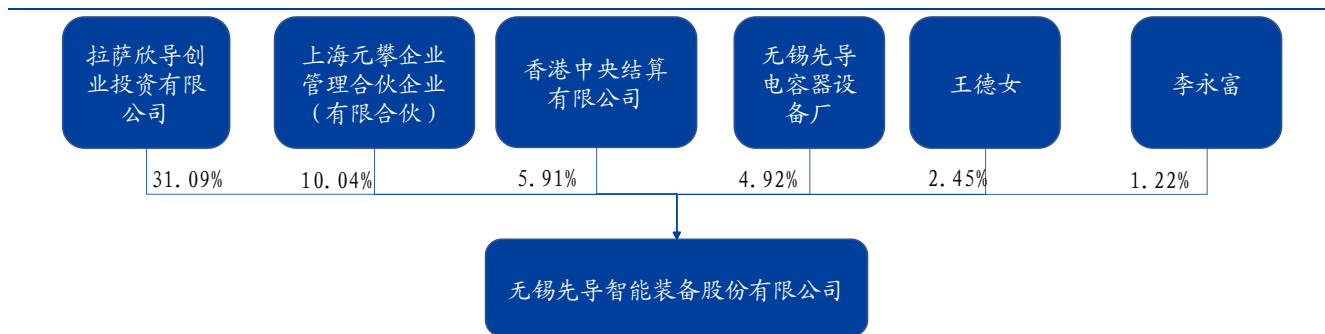
图表 2: 发行安排

日期	交易日	发行安排
2019-12-09 星期一	T-2 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-12-10 星期二	T-1 日	网上路演 原股东优先配售股权登记日
2019-12-11 星期三	T 日	刊登《可转债发行提示性公告》 原无限售股东优先配售认购日（缴付足额资金） 原有限售股东优先配售认购日（11:30 前提交认购资料） 原有限售条件股东 11:30 前缴纳认购资金 网上申购（无需缴付申购资金） 确定网上申购中签率
2019-12-12 星期四	T+1 日	刊登《网上中签公告》 根据中签率进行网上申购的摇号抽签
2019-12-13 星期五	T+2 日	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
2019-12-16 星期一	T+3 日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确认最终配售结果
2019-12-17 星期二	T+4 日	刊登《发行结果公告》 向发行人划付募集资金

资料来源：发行公告，国盛证券研究所

股权结构方面，先导智能的第一大股东为拉萨欣导创业投资有限公司，持股比例高达 31.09%，第二大股东（上海元攀企业管理合伙企业）持股比例为 10.04%，第三大股东（陆股通）持股比例为 5.91%，前十大股东合计持股比例为 59.14%。假设原股东的有限认购比例为 **50-60%**，那么留给市场的规模将在 **4-5 亿元**。

图表 3: 公司第一大股东为拉萨欣导创业投资有限公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

先导转债并未设置网下申购渠道，参考近期新券的发行情况，假设网上申购者为 120 万户，全部足额申购，那么先导转债的中签率可能在 0.03-0.04%。

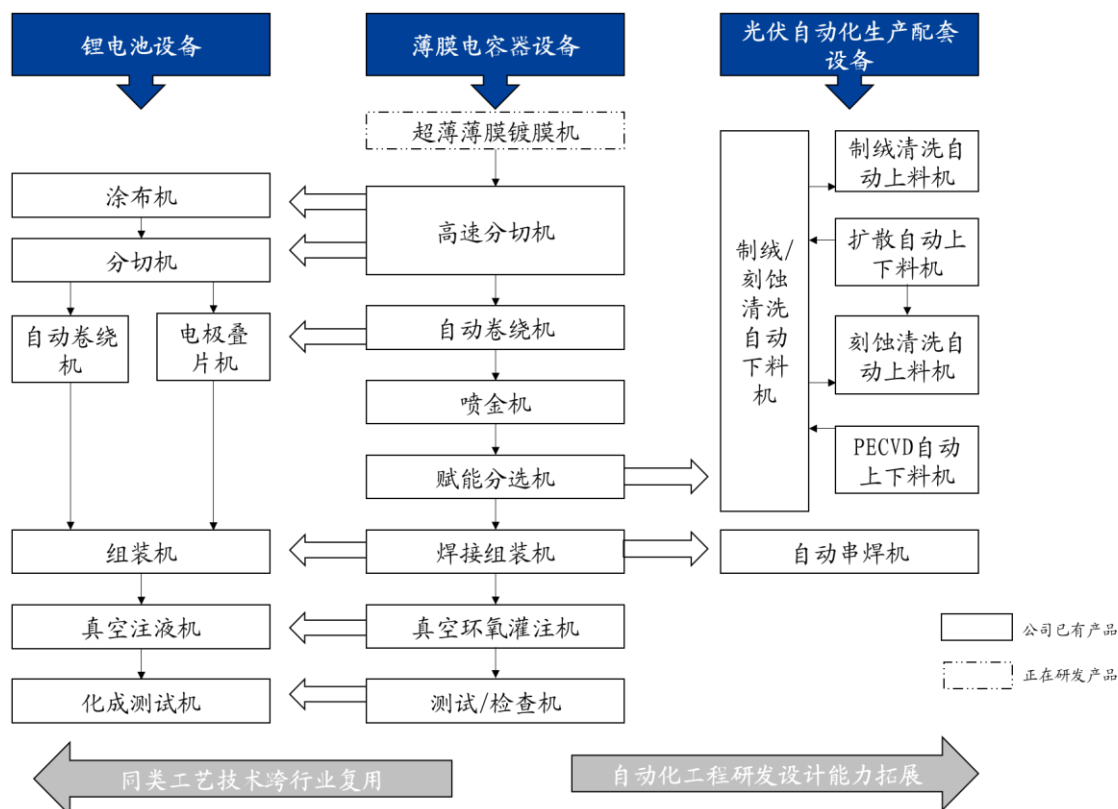
正股基本面：锂电池全球龙头，正股基本面支撑较强

详细的正股基本面分析可参考国盛机械发布的证券研究报告《政策波动不改行业向好趋势，锂电设备龙头正待二次腾飞》。

锂电池设备全球龙头，业绩持续高速增长

无锡先导智能装备股份有限公司成立于 2002 年，是专业从事自动化成套设备研发、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/组件等制造厂商提供设备及解决方案，已成长为全球最大的锂电池智能装备制造商。本次先导转债的发行将用于扩张产能，助力公司规模再上台阶。

图表 4: 公司主要产品示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 可转债募资金投向

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	年产 2,000 台电容器、光伏组件、锂电池自动化专用设备项目	95,380.83	48,080.87
2	先导研究院建设项目	14,710.37	13,620.71
3	信息化智能化升级改造项目	9,377.21	8,298.42
4	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
	合计	149,468.42	100,000.00

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新能源车市场方兴未艾, 技术遥遥领先, 绑定下游电池龙头

1、收购泰坦新动力, 获得后段设备制造能力

2017 年 7 月, 公司以 13.5 亿元收购珠海泰坦新动力电子有限公司 (以下简称“泰坦”) 100% 股权。珠海泰坦新动力成立于 2014 年, 是一家专业研发、制造及销售能量回收型电池化成、分容、分选及自动化仓储物流、各类电芯及模块测试设备的专业厂商, 对应锂电池生产流程的后段工艺。

图表 6: 泰坦新动力主要产品

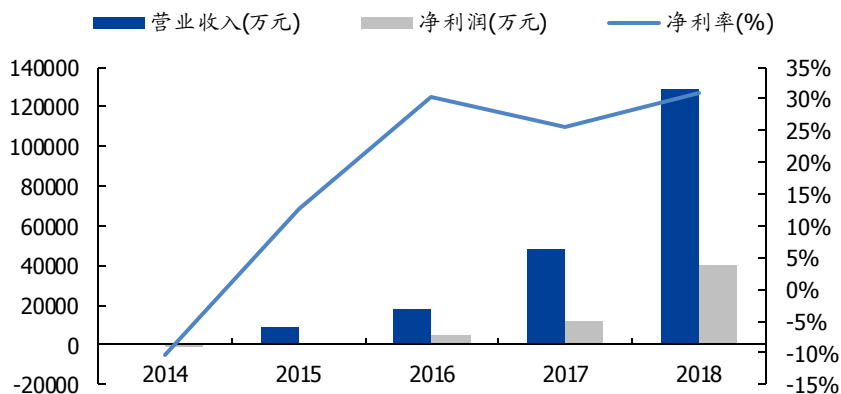
产品		功能
软包/圆柱/硬壳	快速夹装系统	用于动力锂电池的化成、分容生产，可减少人工上下电池的时间及操作，提高了生产效率和电池质量。
	半自动化系统	用于动力锂电池的化成、分容工序，采用托盘和自动化夹具，避免了开口化成产生的腐蚀性气体对人体的危害，电芯极耳短路引起的火灾等潜在风险，实现一次性装夹。
	全自动化系统	系统采用自主知识产权的回馈型充放电模块，集物流、仓储、化成分容、检测于一体，全过程实现完全自动化，并且可实时监控现场工况，适用于锂电池的大批量规模生产。
分选系统	自动化分选系统	集电、气、软件、机械于一体的自动控制系统，主要分为：控制部分、内阻检测、分容检测、分选四部分
	OCV/IR 自动系统	一种可以用交流法测试内阻并同时测试电池电压的设备

资料来源：泰坦新动力官网，国盛证券研究所

此次收购后，两公司有望在多方面形成协同效应。一是通过收购泰坦新动力，公司获得了锂电池后段设备生产能力，从而打通锂电池设备闭环产业链。二是客户渠道，公司下游客户重叠度较高，形成互补，帮助泰坦新动力开发下游客户，提升其产品的市场占有率。三是泰坦新动力的业绩预计将持续超预期，提振公司业绩。

2015-2018 年，泰坦营收分别为 0.93、1.80、4.81、12.87 亿元，净利润分别为 0.12、0.55、1.22、3.98 亿元，净利率近三年保持在 30% 左右。泰坦新动力 2017-2019 年分别承诺净利润 1.05、1.25 和 1.45 亿元，2017-2018 年均大幅超过业绩承诺。

图表 7: 2014-2018 年泰坦新动力营收、净利润和净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在 2018 年五月举办的中国国际电池技术交流会/展览会（CIBF2018）上，公司发布了包括涂布机、浆料系统、EV 组装线等在内的新产品，成为为数不多的有锂电池设备整线提供能力的厂商。其中涂布机性能优异，在最大涂布宽度和速度以及尺寸精度方面都优于国内竞争对手，性能不逊日本东丽等国际涂布机龙头。浆料系统和涂布机两个新产品的推出使先导填补了锂电池生产线上的最后一块空白——前段环节，公司整线的自制率约在 90% 以上。

整线相比独立设备在以下几个方面具备优势：1）自动化生产，工序之间协同衔接能力大幅提升，产品良率、一致性高；2）大幅缩短工期，节省调试成本，加速投产，节省电池厂商时间；3）增强客户粘性，有望获得后续设备升级订单。不过，整线的优势更多体现在为中小电池厂商提供整体解决方案，这些厂商往往不具备对工艺的深刻理解或者对生产没有特殊要求，通过购买整线能够迅速投入生产。对大厂商而言，其工程师队伍的

素质更高并且对各家设备厂商更了解，此时通过采购不同厂商的最适合自己的设备能够实现其对生产流程独特的改造需求。

2、双积分政策落地，刺激车企产销新能源汽车

2017 年 9 月 28 日，《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（下称“双积分政策”）正式发布，双积分政策旨在建立节能与新能源汽车管理长效机制，促进汽车产业健康发展，自 2018 年 4 月 1 日起施行，奠定了新能源汽车的长远发展趋势。

图表 8：双积分制度历次征求意见稿

发布日期	政策	主要内容
2016.9.22	《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法(征求意见稿)》	第一次征求意见稿
2017.6.13	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法(征求意见稿)》	第二次征求意见稿
2017.9.28	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	正式文件

资料来源：工信部，国盛证券研究所整理

双积分政策对传统能源乘用车年度生产量或者进口量达到 3 万辆以上的企业，从 2019 年度开始设定积分比例要求，其中 2019、2020 年度的积分比例要求分别为 10%、12%，2021 年度及以后年度的积分比例要求另行公布。传统车企迫于积分压力，将大幅提高新能源乘用车的生产比例；而新能源车企则可以通过出售多余正积分的方式补充资金，因此双积分政策预期将大幅拉动新能源乘用车的产量。

同时，新能源乘用车标准车型积分在满足基本条件下根据最高车速、续驶里程、百公里油耗等一系列技术指标进行系数调整，从而鼓励车企进行产品创新升级。

图表 9：2016-2020 年新能源乘用车标准车型积分

车辆类型	标准车型积分	备注
纯电动乘用车	$0.012 \times R + 0.8$	(1) R 为电动汽车续驶里程（工况法），单位为 km。 (2) P 为燃料电池系统额定功率，单位为 kW。
插电式混合动力乘用车	2	(3) 标准车型积分上限为 5 分。
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$	(4) 车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。

另外：m 为整备质量（kg），Y 为综合工况下百公里耗电量（kW·h/100km）：

若 $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.014 \times m + 0.5$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.012 \times m + 2.5$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.005 \times m + 13.7$ ，车型积分按照标准车型积分的 1 倍计算；

若 $m \leq 1000$ 时， $Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$ ； $1000 < m \leq 1600$ 时， $Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$ ； $m > 1600$ 时， $Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$ ，车型积分按照标准车型积分的 1.2 倍计算。

其余车型按照 0.5 倍计算。

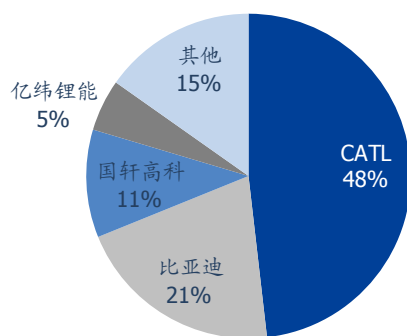
资料来源：《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，国盛证券研究所

3、电芯产能供给过剩但市场集中度很高，有效供给不足

2018 年动力电池装机总量仅为 53.5GWh，平均产能利用率（按装机量和 2017 年底产能相除计算，未考虑平均真实产能）仅为 39%，产能严重过剩。

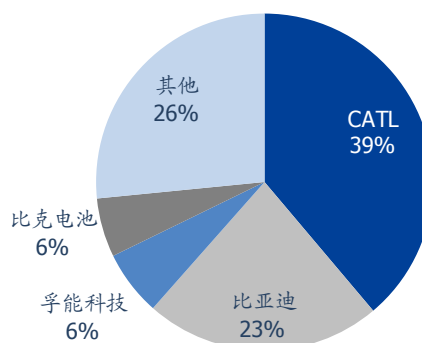
市场份额方面，磷酸铁锂市场集中度很高，2019 年前三季度 CR4 高达 95%；三元材料市场 CR4 约为 80%。2018 年，行业洗牌仍在加速演绎，国内市场集中度迅速提升。装机量位居前列的为 CATL、比亚迪、国轩高科、孚能科技、亿纬锂能等。2019 年前三季度，磷酸铁锂、三元材料市场集中度 CR4 分别为 95%、80%，相较 2018 年的 82.3% 和 53.2% 大幅提高，两极分化严重，行业开始加速洗牌。洗牌的过程中，龙头电池厂商正凭借产品质量优势和与汽车厂商的绑定实现市占率的迅速提升。

图表 10: 2018 年磷酸铁锂市场份额分布



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 11: 2018 年三元材料市场份额分布



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

产能供给过剩但有效产能均衡。我们将有效产能定义为质量可靠、被汽车厂商认可的产能，其中的典型代表就是 CATL。CATL 电池装机量最高得益于其产品质量最高，获得了下游汽车厂商的一致认可。从电池厂和汽车厂的供应关系来看，CATL 的产品供给了除比亚迪以外的全部主流汽车厂，并且和众多汽车厂存在战略合作或长协合同，国际市场中包括宝马、大众、奔驰等重要客户。2019 年以来，宁德时代已陆续和广汽、东风、吉利、本田、北汽成立了合资公司或签订了供货协议。

4、后补贴时代，国外电池厂商来华投资

到 2020 年电动车补贴将全面退坡，届时我国电动汽车行业将由政策促进转为市场化运行。2018 年 5 月，中汽协和动力电池联盟联合发布《汽车蓄电池和氢燃料电池行业白名单暂行管理办法》（以下简称“白名单”），三星、LG、SK 三家动力电池企业进入第一批白名单，业内普遍认为该白名单是 2015 年工信部发布的《汽车动力蓄电池行业规范条件》的延续，三家韩国企业的上榜意味着日韩电池企业在我国电动汽车市场的后补贴时代将“卷土重来”。

设立韩国分公司，剑指日韩扩产需求。目前，韩国三星、LG、SK 和日本松下均已公布未来在华建厂规划，其中，三星、松下、LG 皆为公司客户。考虑到日韩企业在华新建工厂的设备进行全球招标时招标权归属于日本、韩国的总部，公司于 2018 年 4 月在韩国注册成立了韩国分公司，意在拓展海外市场。另外，公司一直是松下的供应商，有望受益特斯拉和松下在国内建厂带来的锂电池设备需求。我们认为，公司有望在新一轮海外电池企业在华扩产潮中收获订单。

图表 12: 四大国际电池厂商在建产能梳理

电池厂商	项目	产能 (GWh)	项目介绍
LG	南京	32	2018 年 7 月开工, 2019 年 10 月开始投产, 2023 年实现全面达产, 投资约 20 亿美元
	波兰弗罗茨瓦夫	20	2017 年 10 月动工, 预计投资 16.3 亿美元
	波兰弗罗茨瓦夫	70	2018 年 11 月追加投资 5 亿欧元
三星 SDI	美国密歇根	未披露	2018 年 11 月开工, 投资 6270 万美元
	西安二期	15	2018 年 11 月 29 日开工, 投资 1.7 万亿韩元 (约合 105 亿元人民币)
	美国佐治亚州	9.8	规划
松下	苏州		2017 年开建
	大连扩产	4	投资额数亿美元
	美国扩产	3 条生产线	规划
SKI	匈牙利科马隆	7.5	2017 年底, 2020 年实现量产
	美国佐治亚州杰克逊县	9.8 (远期 55)	2019 年初开工, 2022 年投入生产
	常州金坛开发区	7.5	2018 年 8 月底, SKI 重启与北汽汽车的合作项目

资料来源: 汽车之家, 搜狐, 腾讯, 网易, 国盛证券研究所

5、绑定大客户 CATL, 得大客户者得天下

锂电池生产设备是非标准化产品, 需要根据客户的特定需求进行定制化设计, 从而带来了设备厂商与下游电池厂商较高的粘性。公司依靠先进的技术获得了行业内的良好口碑, 是极少数能同时给松下、索尼、三星、ATL、CATL、比亚迪、力神等高端客户提供产品的企业。

图表 13: 公司的下游客户

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司和 CATL 深度绑定, 是 CATL 中段设备的核心供应商。CATL 是全球领先的动力电池企业, 2015-2017 年, CATL 动力电池系统销量分别为 2.19、6.80、11.84GWh, 连续三年在全球动力电池企业中排名前三位, 2017 年销量排名全球第一。同时, CATL 拥有业内最广泛的客户基础, 截至 2017 年底工信部公布的 12 批新能源车型目录共 3,200 余款车型, 其中由 CATL 配套动力电池的有 500 余款车型, 占比约 16%, 是配套车型最多的动力电池厂商。公司是 CATL 第一大锂电池设备供应商, 2015-2017 年 CATL 从公司采购设备金额分别为: 1.73 亿元、5.02 亿元、5.93 亿元, 在前五大供应商中分别排名第三、第二、第五。我们认为, 绑定一线电池厂商对于公司获得订单有较大帮助。

图表 14: 2015-2017 年公司始终为 CATL 前五大供应商

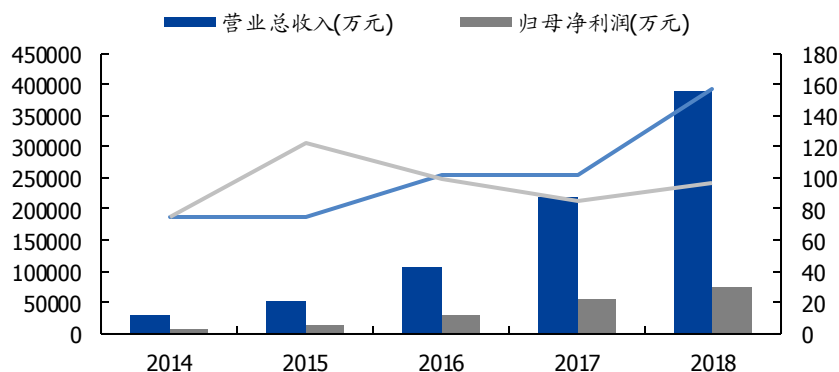
年度	排名	采购金额 (万元)	采购占比
2015	3	17332.27	3.43%
2016	2	50220.04	4.18%
2017	5	59282.89	2.97%

资料来源: 宁德时代招股说明书, 国盛证券研究所

财务运营方面, 公司近年保持高速增长

2018 年, 公司实现营收 38.9 亿元, 同比增长 78.7%, 2014-2018 年 CAGR (Compound Annual Growth Rate, 复合增长率) 高达 88.7%。归母净利润为 7.42 亿元, 同比增长 38.1%, 2014-2018 年 CAGR 高达 83.5%, 保持高速增长。

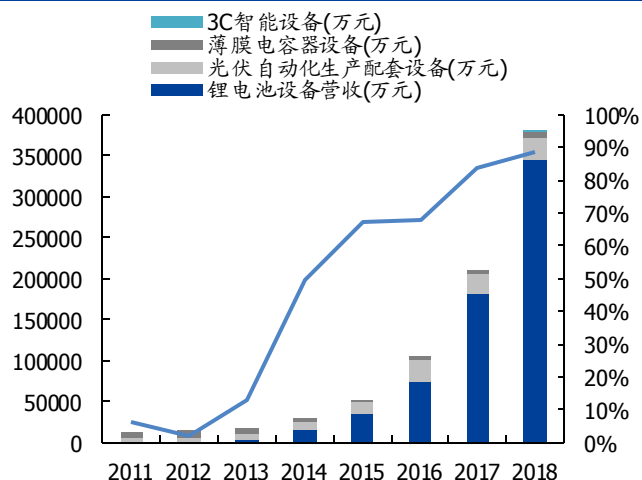
图表 15: 2014-2018 年公司营收、归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

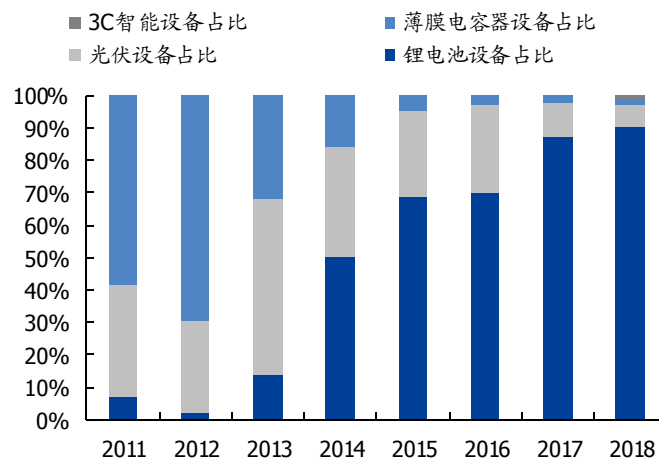
分产品看, 2018 年公司锂电设备销售收入为 34.44 亿元, 2011-2018 年 CAGR 为 132%, 从 2011 年占总营收不到 7% 提高到占比 89%, 是公司当之无愧的支柱业务。光伏设备销售收入为 2.6 亿元, 占比近 7%; 薄膜电容器销售收入为 0.7 亿元, 占比不到 2%。

图表 16: 2011-2018 年公司四大主营业务营收



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

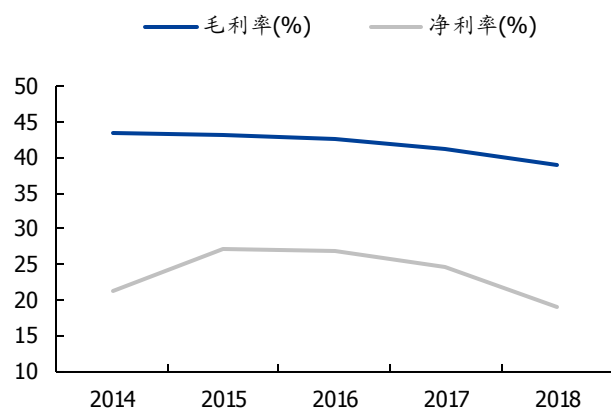
图表 17: 2011-2018 年公司四大主营业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

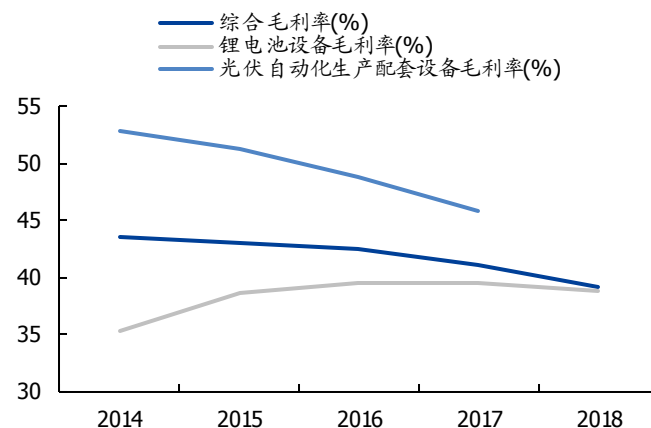
盈利能力方面，2018 年公司综合毛利率为 39.08%，较 2017 年下降了 2.06 个百分点，公司核心产品锂电池自动化设备毛利率为 38.72%，基本保持稳定。核心产品的毛利率保持在接近 40%的高水平体现了公司产品的技术壁垒和话语权。

图表 18: 2014-2018 年公司综合毛利率、净利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

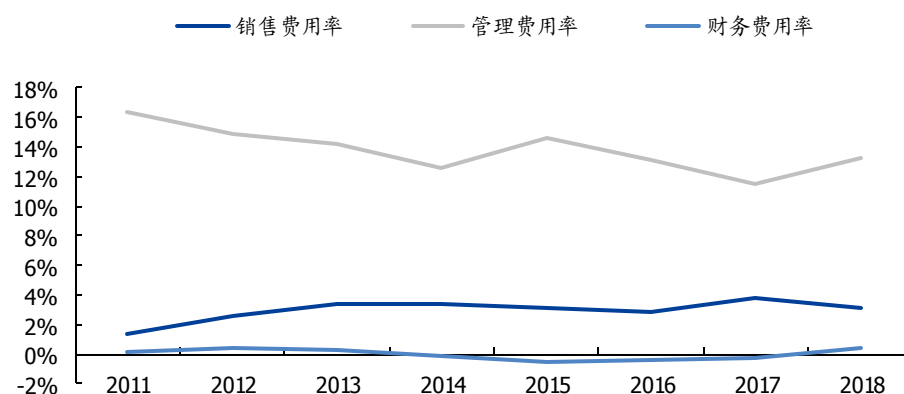
图表 19: 2014-2018 年公司主营产品毛利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率方面，公司综合净利率从 2014 年的 21.37%提高至 2017 年的 24.69%。优秀的成本管控能力帮助公司实现了稳定的高净利率水平，期间费用率从 2015 年的 17%下降至 2017 年的 15%。其中，公司销售费用率始终低于 4%，管理费用率近两年下降了 2 个百分点，财务费用率始终为负。通过和行业内可比公司进行比较，公司期间费用率近四年来始终处于最低水平。公司 2018 年综合净利率下降 5.6pct 至 19.1%。净利率大幅下降的原因主要是非经常性损益对净利润的影响，影响金额约为-1.35 亿元，主要系公司全资子公司珠海泰坦新动力计提 2018 年度超额业绩奖励，影响公司合并净利润。

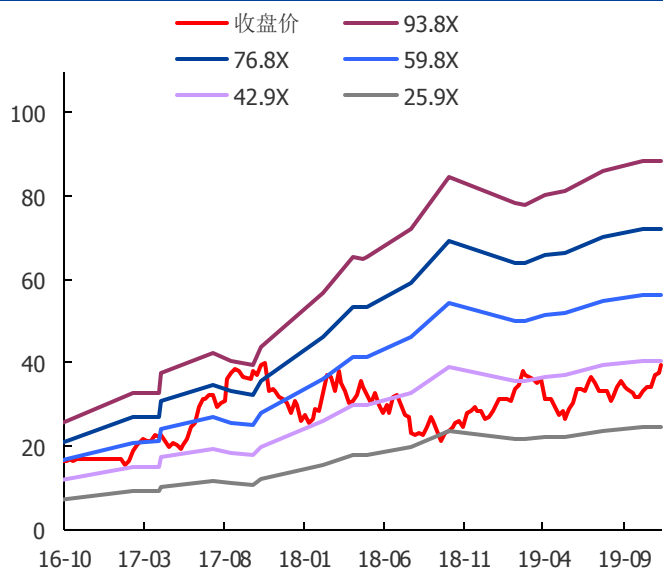
图表 20: 2014-2018 年公司期间费用率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

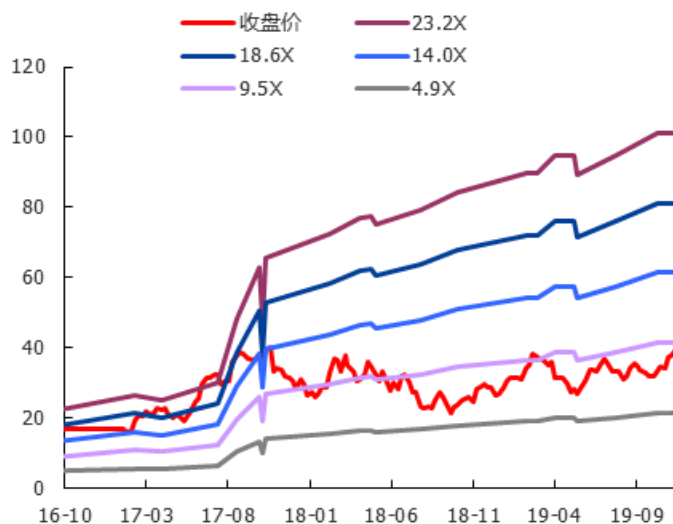
在估值方面，先导智能 PE-TTM 为 41.8x，处在历史较低水平，而 PB-LF 为 9.02x，处在历史较低水平。纵向对比来看，先导智能当前的估值水平并不算高。

图表 21: 先导智能当前的 PE-TTM 处在历史较低位置



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 先导智能当前的 PB-LF 处在历史较低位置



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看, 先导转债上市价格有望达到 **115 元**, 申购安全性较高, 不过仅设置了网上渠道。二级市场机会方面, 考虑到正股先导智能为全球锂电池设备龙头, 行业竞争优势显著, 同时正股估值也处在历史较低位置, 上市后若转股溢价率在合理区间内, 则建议利用转债上市初期的交易活跃窗口积极配置。

风险提示

新能源车补贴政策退坡导致新能源车需求下降: 新能源汽车补贴政策退坡导致新能源汽车和传统燃油车相比经济性下降, 从而需求量减少。

宏观经济下行导致新能源车需求下降: 宏观经济下行导致消费需求萎靡, 消费者减少对汽车以及新能源汽车的购买。下游锂电池生产商缩小投资规模, 削减设备采购规模, 将对公司锂电池设备制造业务产生不利影响。

存货减值损失风险: 公司存货中发出商品金额占比较高, 该发出商品系已交付给买方但尚未验收的产品, 存在跌价或无法确认收入的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com