

## 高端装备制造与新材料研究中心

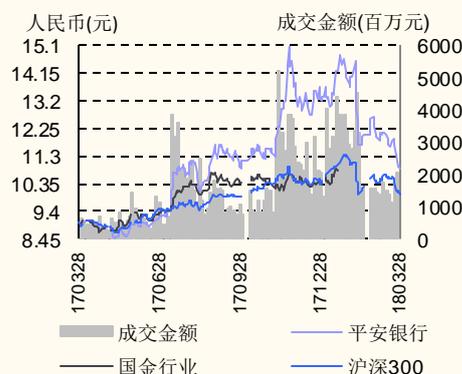
# 先导智能 (300450.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 39.37 元  
 目标价格 (人民币): 45.00-45.00 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	16,917.99
总市值 (百万元)	222,356.83
年内股价最高最低 (元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



### 相关报告

1. 《业绩符合预期，现金流大幅改善；期待明年全球电动化大年、公司业...》，2019.10.28
2. 《三季报业绩增速中位数 20%符合预期，全球锂电设备龙头明年业绩...》，2019.10.14
3. 《全球锂电设备龙头启航，战略布局新增长极-先导智能深度报告》，2019.10.10

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥玮 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001  
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

## 发行 10 亿元可转债，确定性受益全球电动化

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.221	0.842	1.063	1.435	2.062
每股净资产 (元)	6.32	3.90	4.62	5.65	7.26
每股经营性现金流 (元)	0.07	-0.05	0.51	0.81	0.86
市盈率 (倍)	46.65	34.37	37.03	27.44	19.10
净利润增长率 (%)	84.93%	38.13%	26.25%	34.94%	43.71%
净资产收益率 (%)	19.32%	21.57%	23.02%	25.38%	28.38%
总股本 (百万股)	440.14	881.66	881.58	881.58	881.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司 12 月 6 日晚间发布可转债发行公告，募集资金不超过 10 亿元，初始转股价格为 39.15 元/股。募集资金将主要用于年产 2000 台电感器、光伏组件、锂电池自动化专用设备等项目，以配合公司市场开拓、实现主营业务的延伸。

### 经营分析

- 募集资金主要用于锂电池自动化专用设备等项目，下游需求持续向好：公司本次发行可转债将募集 10 亿元资金主要用于年产 2000 台电感器、光伏组件、锂电池自动化专用设备项目，主要下游为光伏、锂电池等领域，需求均持续向好。其中，锂电设备目前占公司收入、毛利比例约为 90%，未来 2-3 年仍是公司业绩主要驱动力，将确定性受益全球电动化。

- 公司是全球锂电设备龙头，2020 年将重回高速增长轨道，国际竞争优势显著

1) 我们预计，锂电设备行业 2020 年显现高速增长拐点，未来需求空间广。中性假设下，2019-2025 年全球动力电池需求对应累计 2617 亿元设备投资，现有扩产计划对应 2019-2025 年 1981 亿元设备投资；全球、中国、海外设备投资复合增长率分别为 23%、17%与 27%。

2) 今年 10 月以来，宁德时代欧洲工厂正式动工、特斯拉上海工厂官宣投产、大众 ID3 量产下线。公司作为全球锂电设备龙头，深度绑定宁德时代、Northvolt，成为特斯拉的战略合作伙伴，有望最大程度受益全球电动化浪潮。我们测算，未来三年，仅 CATL、BYD 与 Northvolt 三家客户将为公司贡献累计超 140 亿订单，提供业绩向上动力。

- 平台型公司价值确立，以“深度+广度”战略构建“能力圈”，打造新增长极

公司从深度与广度两个层面拓展业务线，有节奏、有规划地构建资源“能力圈”，在锂电、光伏、3C 等领域进入技术、设备、客户共拓的良性循环。

### 盈利调整与投资建议

- 维持公司盈利预测与目标价：1) 预计 2019-2021 年归母净利润 9.4/12.7/18.2 亿元，同比增长 26%/35%/44%，三年复合增速 39%；给予公司 2020 年合理市值 396 亿元，6-12 个月目标价 45 元，“买入”评级。

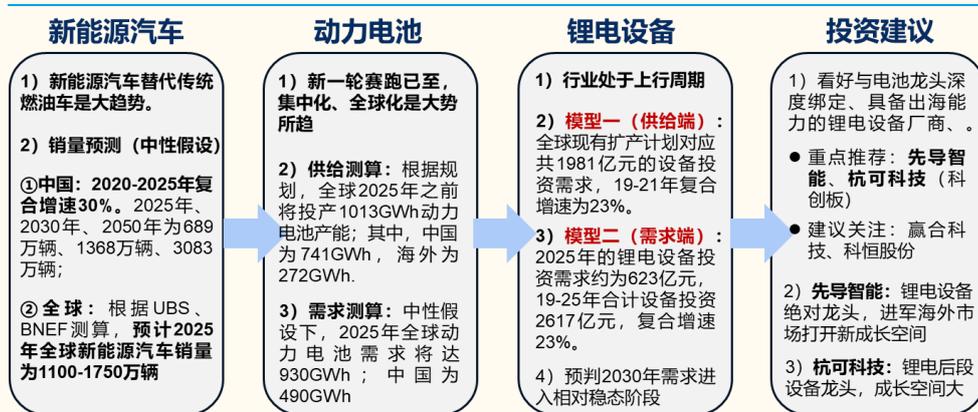
### 风险提示

- 电池扩产项目进程不及预期；新能源汽车退补带来短期需求阵痛；动力电池产能过剩风险；竞争加剧；其他战略业务拓展不及预期；解禁风险。

### 附录一：锂电设备行业空间与增速预测

- 锂电设备的投资需求来自于下游电池厂商产能的新增与更换，即与锂电池的需求量与技术迭代直接相关，因此需结合下游扩产规划与实际需求来进行交叉预测，以判断产能与拐点情况。
- 我们认为，锂电设备的投资需求应以两个角度进行交叉验证——电池厂商扩产规划下的设备投资需求（短期把握订单落地节奏）、电池新增与替换所需的设备投资（验证电池厂扩产的积极性和合理性、拐点判断、长期趋势把握）。
- 结合两个模型的交叉预测、验证，我们有四个重要判断：1) 本轮锂电池扩产是全球性的，厂商较为理性，项目落地概率大；2) 2020 年锂电设备投资将重回高增长轨道；3) 海外设备投资需求规模与增速均大于国内；4) 行业稳态有望于 2030 年以后进入。

图表 1：锂电设备投资需求从下游扩产规划与锂电池需求两个角度交叉验证



来源：国金证券研究所测算、绘制

- 动力电池需求角度：2019-2025 年，全球锂电设备累计投资需求 2617 亿元；地域上，中国累计投资需求为 873 亿元，海外累计投资需求为 1744 亿元；全球、中国、海外设备投资复合增长率分别为 23%、17%与 27%。

图表 2：2019-2025 年全球、中国与海外新能源汽车、动力电池、锂电设备需求预测总表（中性假设）

项目	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>全球新能源汽车销量预期（万辆）</b>								
全球新能源汽车销量（万辆）	202	263	344	448	585	763	996	1300
其中：中国（万辆）	101	129	153	209	286	381	490	607
海外（万辆）	101	134	191	239	299	383	507	693
单车带电量假设（KWh）	31	40	45	50	55	60	63	65
<b>全球动力电池需求量测算（GWh）</b>								
全球动力电池需求量（GWh）	89	118	168	238	336	472	642	860
地域：中国总需求量（GWh）	57	65	82	119	172	243	323	410
海外总需求量（GWh）	32	54	86	120	164	230	319	450
<b>全球锂电设备需求价值测算（亿元）</b>								
全球设备当年投资需求（亿元）	148	158	228	285	355	447	521	623
同比增速		7%	44%	25%	25%	26%	17%	19%
2018-2025年设备投资需求复合增速					23%			
中国设备投资额（亿元）	68	44	64	97	124	160	183	201
同比增速		-36%	46%	51%	29%	28%	15%	10%
2018-2025年设备投资需求复合增速					17%			
海外设备投资额（亿元）	80	114	164	188	231	287	338	422
同比增速		43%	44%	15%	23%	24%	18%	25%
2018-2025年设备投资需求复合增速					27%			

来源：国金证券研究所测算（注：2018 年全球销量数据来源为 EV Sales，中国销量与国内有一定差距，对后续设备投资额预测不产生影响）

- 扩产规划角度来看，在集中化与全球化趋势下，动力电池厂商为了赢得2025年及之后的竞争优势，扩产与技术更新是必然趋势。我们测算，现有相对明确的电池厂扩产规划对应2019-2025年共1981亿元锂电设备投资。
- 现有相对明确的电池厂扩产计划对应2019-2025年共计1981亿元的锂电设备采购需求；我们判断，行业处于上行周期，2019年扩产规划相对确定，设备采购需求同比增加约91%；考虑项目建设分阶段及短期新能源汽车退补影响，实际投资预计平滑，2018至2021年年均增长率约为23%；
- 设备投资需求相比国内弹性略大。2018-2021年海外锂电设备投资需求年平均增长率为36%，高于中国的16%。

图表 3：扩产规划角度：19-25 年全球锂电设备累计投资需求 1981 亿元，18-21 年均增长 23%



来源：国金证券研究所测算（注：1）部分厂商公告的是2年或者3年的合计产能计划，测算时以平均数计算；2）2021年规划尚未明确，仅部分厂商有明确规划，因此测算数据会有所下滑）

## 附录二：公司订单情况

- 公司与国内外一线电池厂商深度绑定，在手、新增、后续订单饱满，为经营持续向上奠定坚实基础。
- 目前，公司已获取宁德时代、欧洲 Northvolt 以及特斯拉等多个电池厂商/整车厂订单，我们测算，2019年上半年公司新签订单约为26亿元。
- 2018年以来，公司先后获取了安徽泰能、宁德时代、特斯拉以及 Northvolt 的大额订单及框架协议。根据公司公告，2018年大额订单总计近15亿元，2019年仅与欧洲新电池厂商 Northvolt 签订了近20亿元的设备大单，后续经营发展有保障。

图表 4：2018 年以来公司获取多个海内外电池厂商/新能源整车厂设备订单

签约时间	合同对方	合同内容	合同金额（亿元）
2019年1月30日	Northvolt	设备设计、生产、安装、调试通用条款及框架协议	19.39
2018年12月27日	特斯拉	卷绕机、圆柱电池组装线及化成分容系统等锂电池生产设备	0.43
2018年9月13日	宁德时代	卷绕机设备	5.65
2018年9月13日	宁德时代	化成机及容量机设备	3.49
2018年7月28日	安徽泰能	锂电池整线生产设备（2条）	5.36
2018年7月21日	新海宜	战略合作协议	-

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司后续订单预计饱满，将为业绩提供向上支撑力。根据公司核心客户的扩产规划，我们测算，2019年至2021年，仅宁德时代、比亚迪、欧洲 Northvolt 三家电池厂商预计给公司提供设备订单累计达143亿元。如果考

虑国内其他二线厂商，松下、LG 化学、特斯拉等国际一线电池厂商及新能源整车厂需求，公司设备订单有望大幅增加。

图表 5：公司海内外主要客户预计新增产能为 550GWh

厂商分类	企业名	项目	产能规模 (GWh)	总投资金额 (亿元)	项目规划日期	预计投产日期 (完全达产)
国内	宁德时代	宁德时代湖东园区项目	22	130	2011年	已基本投产
		青海时代西宁园区项目二期	8	9.95	2016年	2019年
		江苏时代溧阳园区项目一、二期	10	46	2016年9月	2021年
		时代上汽动力电池和动力电池系统生产项目	36		2017年5月	2020年
		宁德湖西锂离子动力电池生产基地项目	24	98.6	2017年1月	2021年
		德国图林根电池生产基地	14	19	2018年7月	2022年
		江苏时代动力及储能锂电池研发与生产项目 (三期)	20	74	2018年1月	2021年
		时代广汽动力电池项目	15	42.26	2018年7月	2021年
		吉利 (浙江吉利)			2018年12月	
		宁德湖西锂离子电池扩建项目	15	≤46.24	2019年4月	2022年
	时代一汽动力电池项目	14	≤44	2019年4月	2022年	
	德国图林根电池生产基地增加投资		121	2019年6月	2024年	
	比亚迪	比亚迪青海西宁南川动力电池一二期	24	250	2016年6月	2019年
		与长安汽车合资成立动力电池合资公司	10	50	2018年7月	2020年
		与重庆璧山区区政府动力电池产业签署协议	20	100	2018年8月	2022年
		西安高新区30Gwh产能动力电池项目	30	120	2018年9月	2022年
		长沙市宁乡锂离子动力电池项目一期、二期	10	50	2019年4月	
中航锂电	中航锂电 (江苏) 有限公司二、三期项目	9.5	一期43.73	2016年12月	2020年	
	新型动力电池生产线项目	20		2019年6月	2020年四季度 (一期)	
万向123	萧山经济技术开发区	80	680	2019年3月		
海外	LG化学	波兰电动车电池工厂	70	152	2018年9月	2021年
		南京江宁韩国LG化学电池项目	32	138	2018年7月	2023年
		南京工厂扩产		73	2018年1月	2020年
		吉利合资电池工厂	10	12	2019年6月	2021年
	瑞典Northvolt	瑞典Skellefte	32			
		Vasteras	0.35			
		波兰	年产10000模组			
	德国Salzgitter大众合资项目	24		2019年6月	2024年	
合计			预计共新增产能约550GWh			

来源：公司官网、公告，GGII 等，国金证券研究所整理、统计

图表 6：2019-2021 年，仅 CATL、BYD、Northvolt 三家客户预计为公司提供累计设备订单额 143 亿元

国别	电池厂商	扩产地区	扩产规划 (GWH)			设备需求金额 (亿元)			公司预计供应设备金额 (亿元)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中国	宁德时代	中国	34	30	24	79	63	46	32	25	18
		欧洲		4	10		14	34		6	14
	比亚迪	中国	34	20	5	78	42	10	16	8	2
海外	Northvolt	欧洲		8	8		29	27		12	11
合计			68	62	47	157	148	116	47	51	45

来源：国金证券研究所测算

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,079	2,177	3,890	4,767	6,046	8,750	货币资金	213	867	1,483	2,134	2,483	2,729
增长率		101.8%	78.7%	22.6%	26.8%	44.7%	应收账款	556	1,268	2,470	2,258	2,835	4,081
主营业务成本	-620	-1,281	-2,370	-2,855	-3,584	-5,151	存货	1,027	2,559	2,413	3,129	4,026	5,927
%销售收入	57.4%	58.9%	60.9%	59.9%	59.3%	58.9%	其他流动资产	291	352	190	217	237	279
毛利	459	896	1,520	1,912	2,462	3,599	流动资产	2,086	5,046	6,556	7,738	9,581	13,016
%销售收入	42.6%	41.1%	39.1%	40.1%	40.7%	41.1%	%总资产	86.3%	75.9%	77.8%	79.3%	81.9%	85.6%
营业税金及附加	-11	-20	-30	-37	-47	-68	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	201	305	538	671	767	818
销售费用	-31	-84	-123	-145	-186	-297	%总资产	8.3%	4.6%	6.4%	6.9%	6.6%	5.4%
%销售收入	2.8%	3.9%	3.2%	3.1%	3.1%	3.4%	无形资产	123	1,286	1,288	1,300	1,311	1,321
管理费用	-142	-251	-232	-259	-320	-492	非流动资产	330	1,605	1,869	2,015	2,123	2,184
%销售收入	13.2%	11.5%	6.0%	5.4%	5.3%	5.6%	%总资产	13.7%	24.1%	22.2%	20.7%	18.1%	14.4%
研发费用	0	0	-284	-372	-438	-639	<b>资产总计</b>	<b>2,416</b>	<b>6,651</b>	<b>8,426</b>	<b>9,753</b>	<b>11,704</b>	<b>15,200</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	7.3%	7.8%	7.3%	7.3%	短期借款	0	50	486	227	423	476
息税前利润 (EBIT)	275	540	852	1,099	1,471	2,103	应付款项	1,411	3,527	3,838	3,833	4,592	6,446
%销售收入	25.5%	24.8%	21.9%	23.1%	24.3%	24.0%	其他流动负债	56	131	184	198	257	371
财务费用	4	6	-15	-31	-41	-43	流动负债	1,466	3,708	4,509	4,259	5,272	7,293
%销售收入	-0.3%	-0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.5%	长期贷款	0	70	257	257	257	257
资产减值损失	-14	-46	-35	-36	-38	-55	其他长期负债	5	90	218	1,167	1,192	1,247
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,472</b>	<b>3,869</b>	<b>4,983</b>	<b>5,682</b>	<b>6,721</b>	<b>8,796</b>
投资收益	5	9	6	7	8	9	<b>普通股股东权益</b>	<b>944</b>	<b>2,782</b>	<b>3,442</b>	<b>4,071</b>	<b>4,983</b>	<b>6,404</b>
%税前利润	1.6%	1.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%	其中：股本	408	440	882	882	882	882
营业利润	270	604	969	1,039	1,399	2,014	未分配利润	394	829	1,430	2,059	2,971	4,392
营业利润率	25.0%	27.8%	24.9%	21.8%	23.1%	23.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	65	18	-131	20	30	40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,416</b>	<b>6,651</b>	<b>8,426</b>	<b>9,753</b>	<b>11,704</b>	<b>15,200</b>
税前利润	334	623	839	1,059	1,429	2,054	<b>比率分析</b>						
利润率	31.0%	28.6%	21.6%	22.2%	23.6%	23.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-43	-85	-96	-122	-164	-236	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.0%	13.7%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	每股收益	0.712	1.221	0.842	1.063	1.435	2.062
净利润	291	537	742	937	1,265	1,818	每股净资产	2.314	6.322	3.904	4.618	5.652	7.264
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.258	0.069	-0.050	0.506	0.809	0.857
归属于母公司的净利润	291	537	742	937	1,265	1,818	每股股利	0.130	0.230	0.280	0.350	0.400	0.450
净利率	26.9%	24.7%	19.1%	19.7%	20.9%	20.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	30.79%	19.32%	21.57%	23.02%	25.38%	28.38%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	12.03%	8.08%	8.81%	9.61%	10.81%	11.96%
净利润	291	537	742	937	1,265	1,818	投入资本收益率	25.33%	15.96%	17.97%	17.49%	19.51%	22.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	33	76	80	83	93	116	主营业务收入增长率	101.26%	101.75%	78.70%	22.55%	26.83%	44.71%
非经营收益	24	-23	-18	34	46	43	EBIT 增长率	111.64%	96.51%	57.66%	29.05%	33.83%	42.99%
营运资金变动	-243	-560	-848	-609	-690	-1,221	净利润增长率	99.68%	84.93%	38.13%	26.25%	34.94%	43.71%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>30</b>	<b>-44</b>	<b>446</b>	<b>714</b>	<b>756</b>	总资产增长率	40.73%	175.32%	26.68%	15.76%	20.00%	29.87%
资本开支	-121	-45	-76	-172	-132	-82	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-565	0	0	0	0	应收账款周转天数	55.8	90.7	75.4	75.0	75.0	75.0
其他	-13	265	86	7	8	9	存货周转天数	494.9	510.7	382.9	400.0	410.0	420.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-134</b>	<b>-345</b>	<b>10</b>	<b>-165</b>	<b>-124</b>	<b>-73</b>	应付账款周转天数	156.2	132.5	139.7	138.0	138.0	138.0
股权募资	0	611	38	0	0	0	固定资产周转天数	62.1	35.0	39.1	36.8	31.2	21.6
债权募资	0	120	624	740	197	52	<b>偿债能力</b>						
其他	-75	-86	87	-372	-437	-489	净负债/股东权益	-22.53%	-26.84%	-21.51%	-15.97%	-16.11%	-15.56%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-75</b>	<b>645</b>	<b>748</b>	<b>369</b>	<b>-240</b>	<b>-437</b>	EBIT 利息保障倍数	-77.2	-93.0	56.4	35.8	35.6	48.5
<b>现金净流量</b>	<b>-104</b>	<b>331</b>	<b>714</b>	<b>650</b>	<b>350</b>	<b>246</b>	资产负债率	60.92%	58.17%	59.14%	58.26%	57.42%	57.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	24	24	62
增持	2	2	12	14	29
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	1
评分	1.40	1.29	1.33	1.37	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-10	买入	32.19	45.00~45.00
2	2019-10-14	买入	32.63	45.00~45.00
3	2019-10-28	买入	31.75	45.00~45.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH