

## 先导智能 (300450.SZ) 全球电动化趋势明确, 动力电池企业扩产周期利好锂电设备龙头

2020年06月17日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

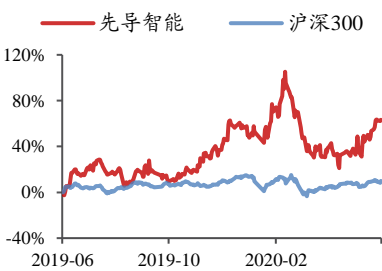
日期	2020/6/16
当前股价(元)	46.92
一年最高最低(元)	60.19/27.53
总市值(亿元)	413.57
流通市值(亿元)	397.83
总股本(亿股)	8.81
流通股本(亿股)	8.48
近3个月换手率(%)	150.76

段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **全球电动化+动力电池扩产, 锂电设备龙头受益, 首次覆盖给予“买入”评级**  
公司长期受益新能源汽车产业发展, 短期受益下游动力电池扩产周期。预计公司2020/2021/2022年可实现归母净利润10.6/13.3/16.2亿元, 分别同比增长38.0%/25.5%/21.9%; EPS分别为1.2/1.5/1.8元; 当前股价对应PE为39/31/26倍。参考可比上市公司, 公司2020/2021/2022年动态PE估值略高于可比上市公司平均水平, 但考虑到公司龙头地位和绑定下游优质客户, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **中国、欧洲引领全球动力电池扩产周期, 锂电设备行业中长期景气向上**

中国制定产业发展目标, 2025年新能源汽车渗透率实现25%, 2019年渗透率为4.68%, 未来5年提升空间较大。新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长两年, 补贴温和退坡, 政策边际改善将促进新能源汽车消费。欧洲推行严苛碳排放标准, 2020年启动碳排放考核, 多国制定禁售燃油车时间表, 促进车企向电动化转型, 动力电池供不应求, 开启扩产周期。锂电设备作为新能源汽车产业链的上游行业, 将受益于动力电池扩产带来的大量设备投资。

● **动力电池龙头宁德时代产能快速扩张, 公司作为其重要供应商有望受益**

公司与宁德时代是长期的战略合作伙伴, 2015-2017年是其最大的锂电设备供应商, 长期保持合作关系。宁德时代正在勾勒全球锂电版图, 2019年产能为53.0GWh, 按照在建项目的产能规划, 2022年产能有望达到150GWh。公司作为宁德时代的核心供应商将充分受益。

● **定增募集资金, 有望扩大公司产能、实现降本增效**

4月28日, 公司公告拟非公开发行股份募集25亿, 其中17.5亿元用于4项募投项目, 将提高公司本部和珠海泰坦的产能及生产效率; 提高工业智能化水平, 实现降本增效; 开发锂电智造整体解决方案, 实现向整体解决方案提供商的转型。

● **风险提示:** 疫情影响超预期, 新能源汽车销售情况不及预期, 行业竞争加剧等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,890	4,684	5,655	6,967	8,500
YOY(%)	78.7	20.4	20.7	23.2	22.0
归母净利润(百万元)	742	766	1,057	1,326	1,617
YOY(%)	38.1	3.1	38.0	25.5	21.9
毛利率(%)	39.1	39.3	39.9	39.7	39.8
净利率(%)	19.1	16.3	18.7	19.0	19.0
ROE(%)	21.6	17.9	20.3	20.9	20.8
EPS(摊薄/元)	0.84	0.87	1.20	1.50	1.83
P/E(倍)	55.7	54.0	39.1	31.2	25.6
P/B(倍)	12.0	10.4	8.5	6.9	5.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 锂电池生产设备龙头企业，聚焦锂电设备主营业务.....	3
2、 近年业绩高速增长，受新能源汽车补贴退坡影响增速下滑.....	5
3、 全球汽车电动化大趋势，锂电设备行业中长期景气上行.....	6
3.1、 中国：新能源车加速实现渗透化率目标，政策改善促进消费.....	6
3.2、 海外：欧洲碳排标准、燃油车禁售及补贴政策促进汽车电动化发展.....	7
3.3、 动力电池景气周期密集扩产，预计锂电设备年均市场空间 598 亿元.....	9
4、 锂电设备产品国际领先，下游企业扩产驱动业绩增长.....	10
4.1、 锂电设备全业务链布局，产品达国际先进水平，储备优质客户资源.....	10
4.2、 绑定动力电池行业龙头，受益于宁德时代扩产投资.....	11
4.3、 定增募投生产基地及数字化升级，将扩大产能及降本增效.....	11
5、 盈利预测与投资建议.....	12
6、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

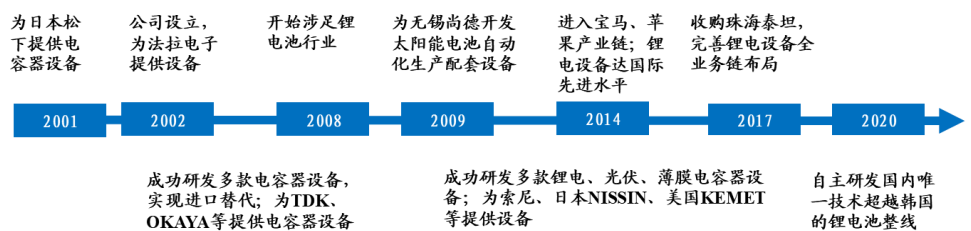
## 图表目录

图 1： 公司通过自主研发和产业布局成为锂电池生产设备龙头企业.....	3
图 2： 公司锂电池设备业务营收占比为 81.4%.....	3
图 3： 2015-2019 年营收 CAGR 为 71.9%.....	5
图 4： 2015-2019 年归母净利润 CAGR 为 51.4%.....	5
图 5： 2015-2019 年锂电设备毛利率稳定在 39%左右.....	6
图 6： 2015-2019 年期间费用率下降 2.0pct.....	6
图 7： 2016-2019 年研发投入占营收比重提高 6.5pct.....	6
图 8： 2019 年我国新能源汽车渗透率仅为 4.68%.....	7
图 9： 世界多国制定禁售燃油车日程表.....	7
图 10： 动力电池企业纷纷加大投入在欧洲进行产能扩张.....	9
图 11： 2018 年中国锂电池需求 57%来自动力锂电池.....	9
图 12： 2018 年中国动力锂电池需求 87%来自新能源车.....	9
表 1： 公司主要产品种类齐全向整体解决方案提供商发展.....	4
表 2： 各大国际车企明确电动化车型规划和销量目标.....	7
表 3： 锂电池设备与薄膜电容器设备存在多项通用技术.....	10
表 4： 公司与全球动力电池行业领先企业均已建立合作关系.....	11
表 5： 宁德时代新建动力与储能电池项目产能规划达 123.5GWh.....	11
表 6： 公司拟定增 25 亿元用于扩大产能、降本增效.....	12
表 7： 公司估值水平略高于可比上市公司平均估值水平.....	12

## 1、锂电池生产设备龙头企业，聚焦锂电设备主营业务

公司从薄膜电容器制造商成长为锂电池生产设备龙头企业。公司成立于2002年，主要制造薄膜电容器设备，不断自主研发积累技术和客户资源。由于锂电池及光伏自动化生产配套设备部分核心工艺与薄膜电容器设备相类似，公司凭借长期技术积累向锂电池设备和光伏自动化生产配套设备制造领域扩展。2008年，公司设立锂电池事业部，开始涉足锂电池行业。2009年，公司为无锡尚德开发太阳能电池自动化生产配套设备，开始进入光伏设备行业。2019年，公司被正式纳入MSCI指数名单，成为中国A股市场国产高端装备的典型代表。目前，公司在锂电、光伏等新能源高端装备市场，技术实力遥遥领先，保持市场占有率排名第一。

图1：公司通过自主研发和产业布局成为锂电池生产设备龙头企业

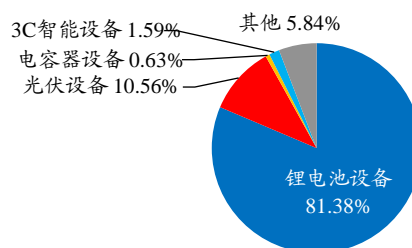


资料来源：公司官网、开源证券研究所

**公司聚焦锂电池设备主营业务。**公司主要生产高端自动化成套设备，应用于锂电池、光伏电池/组件、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的生产环节。2019年，锂电池设备营业收入占比为81.4%，远高于其他业务板块。根据公司2019年年报，公司未来将继续壮大锂电池设备制造业务，积极推广光伏自动化生产配套设备的应用，巩固薄膜电容器设备制造领域的领先水平，拓展汽车产线等智能制造新领域。公司计划提升经营质量，优化业务结构以应对市场变化。

2020年4月28日，公司原计划出售下属3C事业部、激光精密加工事业部、燃料电池事业部，实现现有主营业务的进一步聚焦。2020年5月28日，由于出售资产可能影响到相关业务已有订单的履行，且交割后客户转移和新主体的供应商认证存在不确定性，公司决定终止本次资产出售。根据公司公告，3C事业部、激光精密加工事业部、燃料电池事业部2019年分别实现业务收入8353万元、42万元、14万元，实现净利润-5088万元、-2627万元、-1795万元。

图2：公司锂电池设备业务营收占比为81.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司具有成套设备开发优势，产品种类齐全，成为整体解决方案提供商。在薄膜电容器设备行业，多数公司以开发技术含量较低的单一机型为主，公司从薄膜电容器设备的研发和生产起步，以技术含量高、工艺地位关键的全自动卷绕机为突破口，开发了用于薄膜电容器制造的成套自动化设备。同时，公司将薄膜电容器设备中的通用技术向锂电池设备、光伏自动化生产配套设备、汽车智能产线等领域扩展，并坚持成套设备的研发，已具备锂电池设备整线解决方案、光伏电池整线解决方案、汽车产线整线自动化集成解决方案的供应能力。

**表1: 公司主要产品种类齐全向整体解决方案提供商发展**

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		
	隔膜分切机		
	极片分切机		
	焊接卷绕一体机		
	18650/21700 卷绕机		智能手机
	叠片机		数码相机
	涂布机	电子数码电池	笔记本电脑
	组装线	动力锂电池	电动汽车
	EV 真空干燥炉	储能锂电池	电动自行车
	EV 注液机		储能电站
	激光模切机		通信基站
	智能物流线		
	化成柜及分容柜系统		
	锂电池设备整线解决方案		
光伏自动化生产配套设备	自动化制绒/刻蚀清洗上/下料机		
	插盒机		
	自动化扩散上/下料机	光伏电池	
	自动化管式 PECVD 上/下料机		光伏发电
	电池片自动串焊机		
	组件自动流水线	光伏组件	
	光伏电池整线解决方案		
薄膜电容器	自动卷绕机	高压电力电容器	电力电网/智能电网
	高速分切机	CVT 互感电容器	节能照明
	喷金机	低压电力电容器	电子通讯
	赋能分选机	DC 电容器	数码电器
	焊接组装机	叠片电容器	高铁动车
	测试/检查机	AC 电容器	新能源发电
		电力电子电容器	新能源汽车
汽车智能产线	电池模组/PACK 产线		
	电机装配产线		
	汽车总装产线	汽车生产线	汽车
	汽车焊接产线		
	整线自动化集成解决方案		

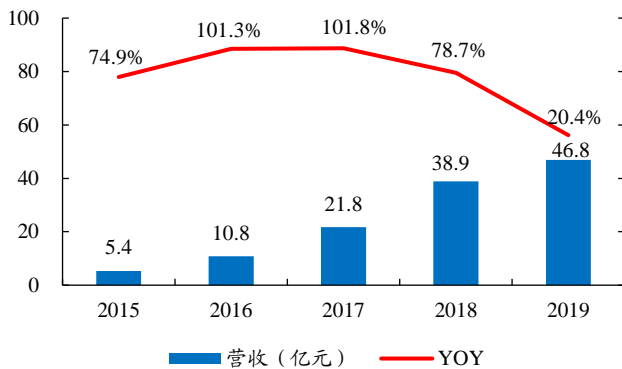
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、近年业绩高速增长，受新能源汽车补贴退坡影响增速下滑

公司受益于新能源汽车行业蓬勃发展，近年营收、归母净利润高速增长。在国内新能源汽车行业相关政策的支持下，公司锂电池设备的需求保持旺盛，同时公司不断加强核心技术研发，持续巩固和开拓市场。2015-2019年，公司营业收入高速增长，CAGR为71.9%；归母净利润高速增长，CAGR为51.4%。其中2019年营收和归母净利润增速下降明显，相较2018年增速分别下降58.3pct和35.0pct，主要是受国内新能源汽车补贴退坡影响，国内新能源汽车行业发展速度有所下降，锂电池行业对设备的需求同步下降。

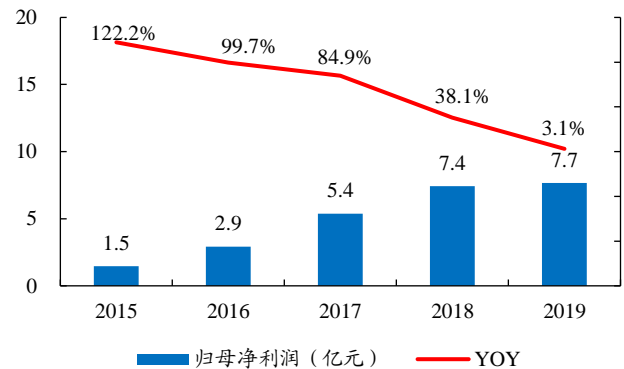
**2020Q1 公司营收同比基本持平，业绩因订单结构和高强度研发投入短期承压，在手订单充足，预计全年增长较好。**2020Q1公司实现营业收入8.66亿元，同比仅增长2.7%，主要是因为短期内锂电池设备行业和下游新能源汽车行业的发展仍受政策因素持续影响；实现归母净利润0.94亿元，同比减少51.38%，主要是因为：1）公司延续2019年以来的高强度研发投入，一季度研发投入同比增长47.47%，占营收比重达15.82%；2）一季度确认收入的订单属毛利较低的订单，导致毛利率同比下滑8.86pct。公司目前订单饱满，截至一季度末，在手订单为54.42亿元（含税）。

图3：2015-2019年营收CAGR为71.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2015-2019年归母净利润CAGR为51.4%

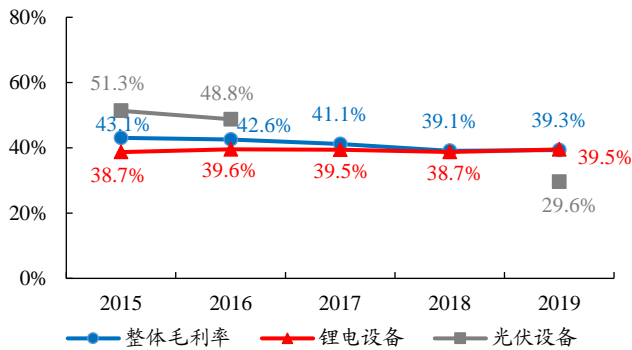


数据来源：Wind、开源证券研究所

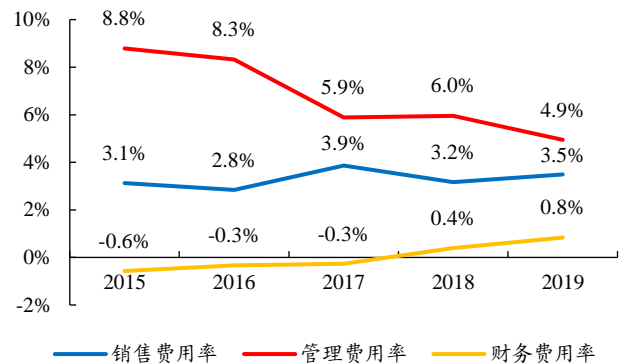
锂电设备毛利率平稳保持在较高水平，整体毛利率因光伏设备毛利大幅下降而略有下降。公司属于自动化专用设备制造业，是技术密集型行业，具有高度复杂性和系统性，形成了较高的壁垒。公司作为率先进入本行业的企业凭借先发优势，在行业尚未形成充分竞争的阶段可以获得较高毛利水平。分产品看，光伏设备2015年毛利率为51.3%远高于锂电设备，2019年毛利率较2015年大幅下降21.7pct至29.6%；锂电设备毛利率一直稳定在39%左右。整体上看，公司2019年毛利率为39.3%，较2015年下降3.8pct，主要是因为光伏设备毛利率大幅下降。

公司期间费用率有所下降。2015-2019年销售费用率较平稳，基本稳定在3%-4%左右；管理费用率从8.8%下降3.9pct至4.9%，主要是因为公司生产效率有所提升；财务费用率从-0.6%提升1.4pct至0.8%，主要是因为公司业务快速增长，新增借款用于日常周转，导致利息支出增加。整体上看，公司2019年期间费用率为9.3%，较2015年下降2.0pct。



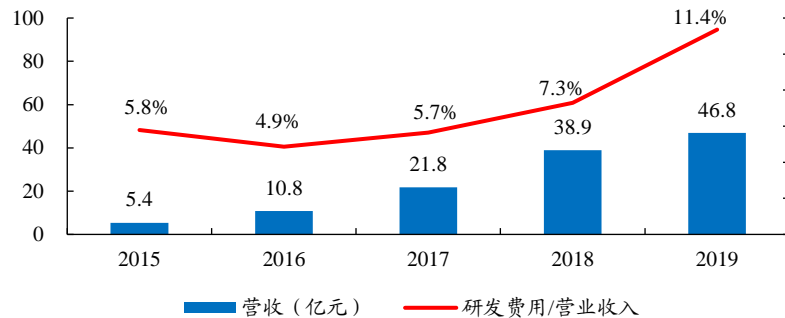
**图5：2015-2019年锂电设备毛利率稳定在39%左右**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2015-2019年期间费用率下降2.0pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司不断加大研发投入，巩固技术领先地位。公司作为高新技术企业，为取得技术领先的市场地位，不断加大研发投入。2016-2019年，研发费用占营收比重逐年上升，累计提高6.5pct。不断的研发投入有望在未来陆续取得研发成果，有利于丰富产品线，提高市场竞争力。

**图7：2016-2019年研发投入占营收比重提高6.5pct**


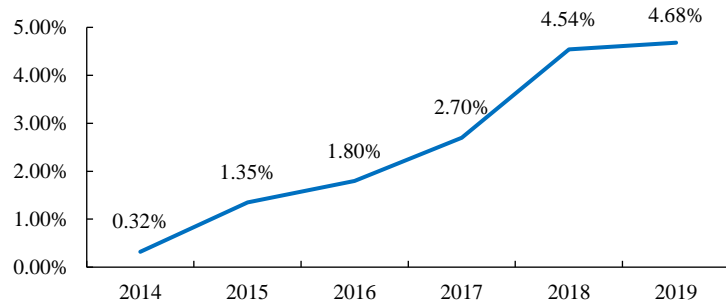
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、全球汽车电动化大趋势，锂电设备行业中长期景气上行

#### 3.1、中国：新能源车加速实现渗透率目标，政策改善促进消费

新能源汽车渗透率与产业发展规划目标差距明显，未来5年销量将加速增长。2019年12月，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），指出未来电动汽车将成为中国汽车市场的主流，根据规划，2025年实现新能源汽车渗透率达25%，而2019年国内新能源汽车渗透率仅为4.68%，距离目标差距较大。2020年4月23日，工信部新闻发言人在发布会上表示，将加快发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，进一步坚定发展信心、明确发展目标；同时加快编制推动公共领域车辆电动化行动计划，积极推动公交、环卫、邮政、出租、通勤、轻型物流配送等领域提高车辆电动化水平。鼓励相关地区出台用电补贴、便利使用等促进新能源汽车消费的具体政策措施，优化配套使用环境，加大推广应用的力度。预计未来5年新能源汽车销量呈加速增长态势。

图8: 2019年我国新能源汽车渗透率仅为4.68%



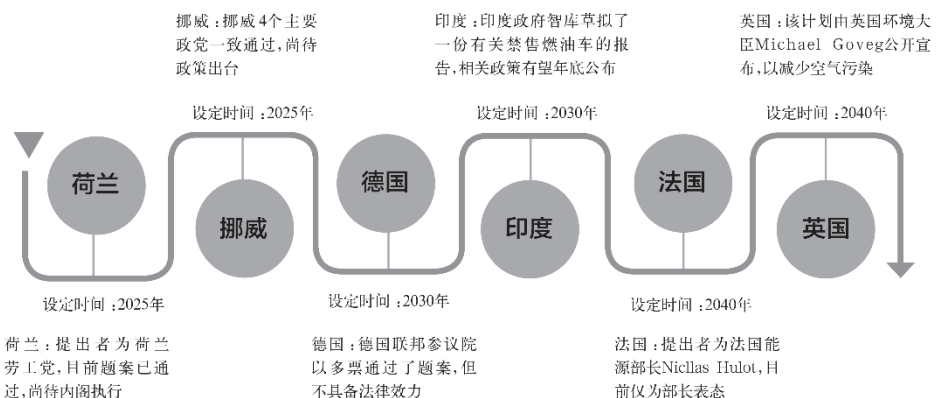
数据来源: 中汽协、开源证券研究所

**新能源汽车购置补贴和免征购置税政策再延长 2 年, 补贴温和退坡, 政策边际改善促进新能源汽车消费。**2019 年 7 月以来, 由于新能源汽车补贴大幅退坡, 新能源汽车月度销量保持同比下降态势, 叠加疫情影响, 行业发展短期承受较大压力。2020 年 3 月 31 日, 国务院常务会议确定, 将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长两年; 4 月 29 日, 国家发展改革委、科技部等 11 部门公布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》确定, 新能源汽车购置补贴政策将延续至 2022 年底, 并平缓 2020-2022 年补贴退坡力度和节奏。

### 3.2、海外: 欧洲碳排放标准、燃油车禁售及补贴政策促进汽车电动化发展

**欧洲推行严苛碳排放标准, 2020 年启动碳排放考核, 多国制定禁售燃油车时间表, 促进车企向电动化转型。**根据欧洲碳排放标准, 2020 年欧盟范围内所销售的 95% 的新车平均碳排放须低于 95g/km; 2021 年 100% 的新车平均碳排放量须低于 95g/km; 2025 年新车平均碳排放量须低于 81 g/km; 2030 年新车平均碳排放量须低于 59g/km。2020 年国际车企迎来碳排放考核, 超出碳排放标准的车辆将受到 95 欧元/g 的罚款。此外, 世界多国相继公布禁售燃油车日程表, 表明了发展新能源汽车产业的决心。在严苛的碳排放标准和禁售燃油车日程表的推动下, 国际车企纷纷推出新能源汽车发展计划, 加快实现汽车电动化。

图9: 世界多国制定禁售燃油车日程表



资料来源: 《全球锂离子电池市场现状及预测》

表2: 各大国际车企明确电动化车型规划和销量目标

车企/品牌	电动平台	车型规划和销量目标
特斯拉	S/X, 3/Y	2023 年全球销量目标 100 万辆
大众集团	MEB PPE (高端)	2020 年新车型 20 款, 纯电动车销量达 40 万, 2025 年纯电动

车企/品牌	电动平台	车型规划和销量目标
		车销量 200 万，占公司总销量 20%-25%
戴姆勒	EVA (EQ 品牌)	2025 年新能源车销量占公司总销量 15%-25%
宝马	LifeDrive	2021 年 EV 和 PHEV 销量翻番，2025 年新能源车销量占公司总销量约 20%
沃尔沃	CMA	2019 年起所有新款车型均为电动车，2025 年新能源车的全球销量达到 100 万，占品牌销量 25%
雷诺-日产	EV	雷诺、日产、三菱未来将共享平台，计划 5 年内退出 12 款 EV
标志雪铁龙		2025 年全面电动化，将供应不少于 40 款电动车型
捷豹路虎		2022 年全面电动化
福特		2020 年新能源车销量占公司总销量 10%-25%
通用		2020 年前，在中国市场销售每年超过 10 万辆
克莱斯勒		2023 年全面电动化，到 2022 年，品牌将提供 10 款插电式混合动力车型和 4 款纯电动车型
本田		2030 年新能源销量占总销量 2/3
丰田	TNGA	2025 年前全球产销 550 万辆电动车
现代	EPI	2020 年销量 30 万，2025 年销量占比 20-25%

资料来源：高工锂电、开源证券研究所

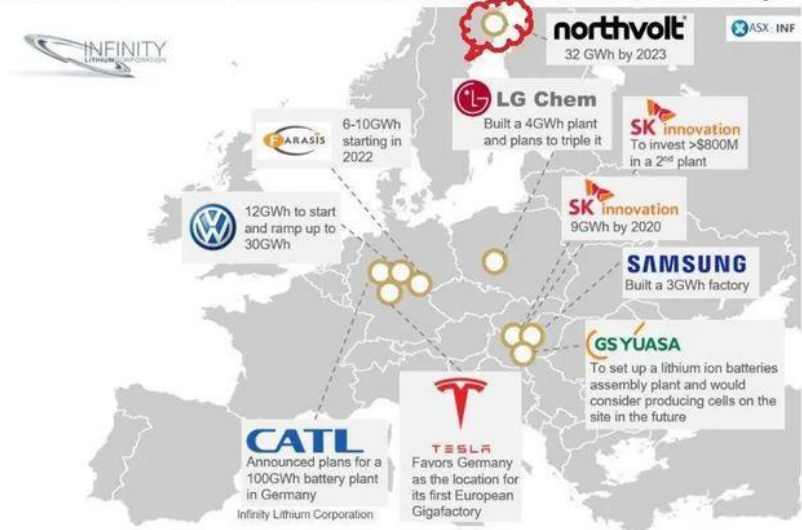
**欧洲加大补贴力度推进汽车电动化。**2020 年 5 月，欧盟委员会的文件草案显示，欧盟正考虑通过经济刺激计划鼓励汽车制造商生产和销售清洁能源汽车，同时通过投资计划推广电动车充电基础设施的建设。具体措施包括：1) 考虑提出采购计划，在全欧盟范围内采购符合欧盟碳排放标准的清洁能源汽车，预计在未来两年花费 200 亿欧元；2) 成立一项 400 亿欧元-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金，加速投资零排放产业链；3) 考虑在 2025 年前，建立 200 万个公共充电站和替代燃料补给站；4) 对零排放汽车完全免除附加税。部分欧洲国家也宣布相关政策加大对新能源汽车的扶持，5 月 26 日，法国总统马克龙宣布政府将出资 80 亿欧元重振法国汽车业，其中包括对电动和混合动力汽车的补贴，旨在助力法国 2025 年时可以每年生产 100 万辆环保汽车；6 月 3 日，德国通过 1300 亿欧元欧洲复苏计划，其中包括增加售价在 4 万欧元以内的纯电动汽车补贴、增值税下降 3 个百分点至 16%（截止日 2020 年 12 月 31 日）以及 500 亿欧元用于电动车、氢能、智能化等技术方向。

**欧洲动力电池存在较大供应缺口，开启动力电池扩产周期。**动力电池供给短缺和产业链羸弱正在成为欧洲汽车电动化的最大掣肘。已有奥迪、捷豹路虎、奔驰等多家车企的多款车型因动力电池短缺而陷入停产境地，例如奥迪比利时布鲁塞尔工厂的纯电动 SUV 车型 e-tron 在 2020 年 2 月底暂时停产；随后捷豹路虎也中断了一周奥地利格拉茨工厂中纯电动轿跑 SUV I-PACE 的生产；奔驰旗下的 SUV EQC 2019 年销量仅完成销售目标的 28%。根据高工锂电数据预测，到 2023 年，对电动汽车电池的需求预计为 406GWh，而供应预计为 335GWh，短缺约 18%；到 2025 年这种情况将恶化，供应短缺约 40%。面对供应缺口，中国、韩国、欧洲的多动力电池企业都在加大资金投入在欧洲进行产能扩张，将带来大量锂电设备需求。



图10: 动力电池企业纷纷加大投入在欧洲进行产能扩张

A Number of New Lithium-ion Factories Planned in Europe

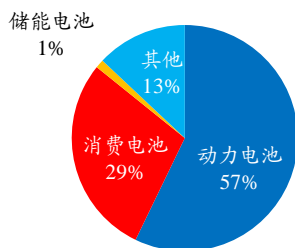


资料来源: 汽车头条

3.3、动力电池景气周期密集扩产，预计锂电设备年均市场空间 598 亿元

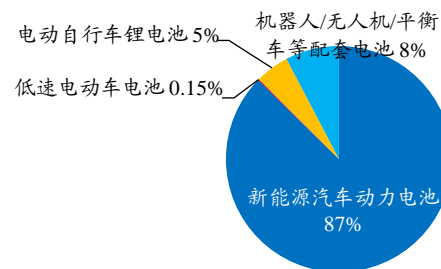
新能源汽车的动力电池是锂电池的主要下游领域，锂电设备作为上游行业受益于新能源汽车动力电池景气周期。根据锂离子电池的用途，可以分为 3C 消费类电池、储能类电池和动力电池三类。2018 年我国锂离子电池总需求约为 110 GWh，其中消费电池、储能电池、动力电池的需求量分别约为 32.6GWh、1.4GWh、65.2 GWh，分别占总需求量的 29%、1%、57%。2018 年我国新能源汽车动力电池装机量约为 56.92 GWh，占动力电池需求量的 87%，占总需求量的 50%，是最大的细分应用领域。中国、欧洲积极的产业政策驱动新能源汽车产销量增长，带来对动力电池的旺盛需求，锂电池生产企业扩张产能，新建或改造锂电池生产线，将带动锂电池自动化相关设备需求增长。

图11: 2018 年中国锂电池需求 57%来自动力电池



数据来源:《2018 年我国锂离子电池市场现状与发展趋势》、开源证券研究所

图12: 2018 年中国动力电池需求 87%来自新能源车



数据来源:《2018 年我国锂离子电池市场现状与发展趋势》、开源证券研究所

全球动力电池密集扩产，锂电设备需求可观，预计锂电设备行业未来三年年均市场空间约 598 亿元。根据高工锂电统计，2020 年全球头部企业将进入新的扩产周期，包括 CATL、BYD、LG、三星、Northvolt 在内的全球电池企业，至 2022 年规划的产能(动力电池+储能)将增加至 621GWh。高工锂电按此产能测算，锂电装备行业预计未来三年增幅将达 5 倍以上,对应的锂电行业新增设备投资额合计约 1794 亿元。

## 4、锂电设备产品国际领先，下游企业扩产驱动业绩增长

### 4.1、锂电设备全业务链布局，产品达国际先进水平，储备优质客户资源

公司具备深厚的自主研发基础，掌握锂电设备核心技术，产品达到国际先进水平。公司自 2002 年设立开始即从事薄膜电容器设备的研制、生产，掌握了自动卷绕、高速分切等核心制造技术。由于自动卷绕和高速分切技术也是锂电池设备的核心技术，公司将在薄膜电容器设备制造领域掌握的成熟技术移植到数码/动力/储能锂电池设备的研发和设计中，成功开发了全自动卷绕机、高速分切机等产品。凭借深厚的技术积累，公司的锂电设备产品达到国际领先水平，例如公司生产的全自动卷绕机在材料厚度（超薄膜）、卷绕速度、去金属化功能、卷绕产品种类方面均能满足国内外主流客户的要求；公司开发的新型高速分切机采用新的高刚性、高精度的机械结构设计，使分切速度和分切质量大幅提升。从薄膜电容器设备领域切入锂电池设备行业后，公司坚持研发锂电池不同工艺过程中的多种设备，形成较全面的产品体系。目前公司用于生产动力锂电池电芯、储能锂电池电芯、数码锂电池电芯的全自动卷绕机和成套整线设备，技术和性能达到世界先进水平，已逐步形成进口替代。

表3：锂电池设备与薄膜电容器设备存在多项通用技术

薄膜电容器设备名称	锂电池设备名称	通用技术
高速分切机	分切机	收放卷技术；张力控制技术；纠偏技术
自动卷绕机	自动卷绕机	卷绕技术；张力控制技术；纠偏技术
焊接组装机	组装机	焊接技术；组装技术
真空环氧灌注机	真空灌注机	真空控制、定量灌注

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

外延并购丰富锂电池设备产品体系，完成锂电设备全业务链布局。2017 年，公司通过发行股份及支付现金购买珠海泰坦新动力电子有限公司 100% 股权。本次交易前公司生产的锂电池设备包括隔膜分切机、极片分切机等锂电池制造前端设备，以及卷绕机、焊接卷绕一体机、电极叠片机等锂电池制造中端设备，珠海泰坦的主要产品为动力软包电池设备及系统、动力硬壳电池设备及系统、圆柱电池设备及系统等锂电池制造后端设备。目前，公司可提供从浆料、搅拌、涂布、辊压、分切、卷绕/叠片、组装、化成、分容测试和物流系统等锂电池整线设备，并配备先导自主研发的 MES 生产执行系统，为锂电池企业打造智能化工厂。公司通过收购珠海泰坦，延伸了锂电池生产设备业务，并对标的公司的品牌、技术、研发、渠道、客户、供应商等资源进行整合，形成了较好的业务协同。

公司长期积累国内外优质客户和战略合作方，保持良好合作关系。2011 年，公司为索尼开发成功锂电池电极自动重绕机；2014 年，公司的动力锂电池设备用于生产宝马、宇通客车动力锂电池，数码锂电池设备用于生产苹果手机及平板电脑锂电池；2017 年，公司收购珠海泰坦，其客户包括珠海格力智能装备（格力电器全资子公司）、湖北金泉新材料（亿纬锂能全资子公司）、江西赣锋电池科技（赣锋锂业全资子公司）、比亚迪、双登集团、宁德时代、骆驼集团新能源电池（骆驼股份全资子公司）、中航锂电（洛阳）公司（成飞集成控股子公司）等多家知名锂电池企业，并保持良好合作关系；2018 年，公司与特斯拉签订 0.43 亿元的卷绕机、圆柱电池组装线及化成分容系统订单，与 Northvolt 签订约 19.39 亿元框架协议，建立了合作意向。此外，公司已与松下、索尼、三星 SDI、LG 化学、ATL、CATL、比亚迪等知名电池企业建立了战略合作关系。根据公司官网，三星、国轩高科、AESC、力神、韩国

SK 集团等企业也已成为公司的合作伙伴。

**表4: 公司与全球动力电池行业领先企业均已建立合作关系**

排名	国家	企业名称	2019 年全球动力电池装机量 (GWh)
1	中国	宁德时代	32.31
2	日本	松下	29.11
3	韩国	LG 化学	13.95
4	中国	比亚迪	10.78
5	韩国	三星 SDI	4.02
6	中国	国轩高科	3.72
7	日本	AESC	3.22
8	中国	力神	1.95
9	中国	亿纬锂能	1.84
10	韩国	SKI	1.53

资料来源: 高工锂电、开源证券研究所

#### 4.2、绑定动力电池行业龙头，受益于宁德时代扩产投资

先导智能与宁德时代是长期的战略合作伙伴，保持较好的合作关系。2014 年，宁德时代成为公司第一大客户；2015-2017 年，公司为宁德时代的前五大供应商，也是前五中唯一的锂电设备供应商。公司曾连续三年以上获得宁德时代唯一优秀设备供应商美誉。

宁德时代在中国和德国加大投入、扩大产能，公司有望充分受益。基于对市场需求的增势判断，稳固行业领导地位，宁德时代正在勾勒全球锂电版图。2019 年宁德时代产能为 53.0GWh，按照在建项目的产能规划，2022 年产能有望达到 150GWh。宁德时代产能快速扩张，公司作为锂电设备龙头将充分受益。

**表5: 宁德时代新建动力与储能电池项目产能规划达 123.5GWh**

项目名称	产能及产线规划	建设周期	总投资/亿元
宁德时代宁德车里湾锂离子 电池生产基地项目	年产 16.0GWh NCM 动力及储能电池	2019.12-2022.12	46.24
宁德时代动力电池湖东生产 基地扩建项目	年产 2.5GWh 磷酸铁锂动力电池，扩 建 1 条动力电池中试线、3 条动力电 池产线	2019.12-2021.06	
江苏时代动力及储能锂离子 电池研发与生产项目一二期	年产 10.0GWh 动力电池	2017.09-2022.09	不超过 100
德国图林根工厂项目	年产 14.0GWh 动力电池	2019.10-2121.12	不超过 140
江苏时代动力及储能锂离子 电池研发与生产项目三期	年产 24.0GWh 动力电池	2020-2023	74
四川时代动力电池项目一期	年产 12.0GWh 动力电池	2019.12-2021.12	40
宁德车里湾锂离子电池生产 基地项目	年产 45.0GWh 动力电池		不超过 100

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.3、定增募投生产基地及数字化升级，将扩大产能及降本增效

公司拟非公开发行股票募集资金，用于改造公司本部及子公司珠海泰坦的生产

基地，以及提升经营管理水平，实现降本增效。2020年4月28日，公司公告非公开发行预案，拟募集25亿元用于4大募投项目以及补充流动资金。1)“先导高端智能装备华南总部制造基地项目”拟由珠海泰坦的全资子公司珠海先导新动力电子有限公司在珠海新建生产基地及研发中心，将极大地缓解珠海泰坦的产能压力，强化公司锂电设备整线服务的能力，提升公司在锂离子电池生产线后处理设备领域的市场地位，为后续业务开拓及经营发展奠定良好基础；2)“自动化设备生产基地能级提升项目”拟对公司本部已有老旧的新锡路20号生产基地进行装修改造，通过增加生产场地、优化生产布局、购置先进生产设备、建设覆盖全厂的智能物流系统等方式，以提高生产效率和产品性能，提升公司对下游客户的配套能力；3)“先导工业互联网协同制造体系建设项目”目标为打造适合锂电池高端智能装备生产制造的工业互联网协同制造体系，将提高生产效率、降低运营成本、降低产品不良率及缩短产品开发周期等；4)“锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目”拟将锂电池各生产工序打通，通过购置开发设备、生产设备和软件等，开发锂电智能制造整体解决方案，实现由设备生产商到整体解决方案提供商的转型。

**表6: 公司拟定增25亿元用于扩大产能、降本增效**

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	先导高端智能装备华南总部制造基地项目	89,028.51	76,626.96
2	自动化设备生产基地能级提升项目	40,816.41	35,816.41
3	先导工业互联网协同制造体系建设项目	18,541.06	17,658.15
4	锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目	75,141.00	44,898.48
5	补充流动资金	75,000.00	75,000.00
合计		298,526.98	250,000.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

关键假设：

- 1) 新冠疫情得到控制，新能源汽车产业链在政策改善下逐渐复苏；
- 2) 行业内无产品优势、无绑定下游客户的小企业被淘汰，龙头企业市占率提升；
- 3) 公司持续研发保持行业领先地位，锂电设备盈利能力保持稳定。

我们预计公司2020/2021/2022年可实现归母净利润10.6/13.3/16.2亿元，分别同比增长38.0%/25.5%/21.9%；EPS分别为1.2/1.5/1.8元；当前股价对应PE为39/31/26倍。

参考可比上市公司，公司2020/2021/2022年动态PE估值略高于可比上市公司的平均估值水平，考虑到公司龙头地位和绑定下游优质客户，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

**表7: 公司估值水平略高于可比上市公司平均估值水平**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603659.SH	璞泰来	92.50	9.6	38.3	33.5	28.4	56.9	44.7	33.5	26.1
300457.SZ	赢合科技	32.63	-49.3	170.3	21.0	12.4	77.5	41.3	34.2	30.4
300340.SZ	科恒股份	10.93	-42.9	166.5	31.6	37.2	88.4	28.6	21.7	15.8

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
300648.SZ	星云股份	16.33	-82.7	-	-	-	606.7	-	-	-
300619.SZ	金银河	19.72	-10.5	-	-	-	41.8	-	-	-
可比公司平均值							174.3	37.4	29.1	23.6
300450.SZ	先导智能	46.92	3.1	38.0	25.5	21.9	54.0	39.1	31.2	25.6

数据来源: Wind、开源证券研究所

(注: 收盘价日期为 2020/06/16, 除先导智能均采用 Wind 一致预期数据)

## 6、风险提示

疫情影响超预期, 新能源汽车销售情况不及预期, 行业竞争加剧等。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6556	7532	10230	11102	14516
现金	1483	2070	2426	2988	3646
应收票据及应收账款	2442	2277	3421	3598	4966
其他应收款	28	32	40	48	60
预付账款	49	35	67	58	94
存货	2413	2153	3310	3443	4785
其他流动资产	140	966	966	966	966
<b>非流动资产</b>	1869	1985	2163	2356	2544
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	417	465	625	790	960
无形资产	162	148	160	176	181
其他非流动资产	1290	1372	1378	1389	1404
<b>资产总计</b>	8426	9517	12393	13457	17060
<b>流动负债</b>	4509	4168	6274	6330	8651
短期借款	468	299	598	360	595
应付票据及应付账款	2341	2421	3277	3767	4814
其他流动负债	1700	1449	2400	2203	3242
<b>非流动负债</b>	475	1064	922	781	638
长期借款	257	796	654	513	370
其他非流动负债	218	268	268	268	268
<b>负债合计</b>	4983	5233	7196	7111	9289
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	882	881	881	881	881
资本公积	1019	1017	1017	1017	1017
留存收益	1579	2098	2919	3937	5160
<b>归属母公司股东权益</b>	3442	4284	5197	6347	7772
负债和股东权益	8426	9517	12393	13457	17060

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-48	541	555	1359	997
净利润	742	766	1057	1326	1617
折旧摊销	45	69	50	65	80
财务费用	15	39	17	1	-10
投资损失	-6	-21	-10	-12	-12
营运资金变动	-848	-423	-558	-21	-677
其他经营现金流	4	111	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	10	-466	-218	-245	-256
资本支出	76	214	178	192	189
长期投资	0	-15	0	0	0
其他投资现金流	86	-268	-39	-53	-68
<b>筹资活动现金流</b>	748	521	-280	-314	-318
短期借款	418	-169	0	0	0
长期借款	187	540	-142	-141	-143
普通股增加	442	-0	0	0	0
资本公积增加	-385	-3	0	0	0
其他筹资现金流	87	153	-138	-172	-175
<b>现金净增加额</b>	710	596	57	800	422

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3890	4684	5655	6967	8500
营业成本	2370	2842	3400	4203	5121
营业税金及附加	30	28	48	55	64
营业费用	123	163	187	219	265
管理费用	232	232	229	263	308
研发费用	284	532	566	697	893
财务费用	15	39	17	1	-10
资产减值损失	35	-47	0	0	0
其他收益	162	189	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	6	21	10	12	12
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	969	884	1220	1541	1873
营业外收入	11	10	38	22	20
营业外支出	142	58	62	68	83
<b>利润总额</b>	839	836	1196	1495	1811
所得税	96	70	139	169	194
<b>净利润</b>	742	766	1057	1326	1617
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	742	766	1057	1326	1617
EBITDA	884	913	1230	1527	1835
EPS(元)	0.84	0.87	1.20	1.50	1.83

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	78.7	20.4	20.7	23.2	22.0
营业利润(%)	60.4	-8.8	38.0	26.4	21.5
归属于母公司净利润(%)	38.1	3.1	38.0	25.5	21.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.1	39.3	39.9	39.7	39.8
净利率(%)	19.1	16.3	18.7	19.0	19.0
ROE(%)	21.6	17.9	20.3	20.9	20.8
ROIC(%)	17.5	13.9	15.6	17.4	17.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.1	55.0	58.1	52.8	54.4
净负债比率(%)	-19.7	-18.1	-18.3	-29.8	-31.5
流动比率	1.5	1.8	1.6	1.8	1.7
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.87	1.20	1.50	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.61	0.63	1.54	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.50	5.54	6.84	8.46
<b>估值比率</b>					
P/E	55.7	54.0	39.1	31.2	25.6
P/B	12.0	10.4	8.5	6.9	5.5
EV/EBITDA	46.0	44.3	32.8	25.8	21.1

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835