

高速成长的锂电池设备龙头； 布局智能工厂业务打造工业 4.0

投资要点：

● 高速成长的锂电设备龙头，将向工业 4.0 领域不断延伸

公司主要为锂电池、光伏电池/组件、薄膜电容器等节能环保及新能源产品的制造商提供设备及解决方案，锂电设备占比超过 50%。2015 年上半年公司新接订单约 3.2 亿元，超过 2014 年全年收入。

公司于 2015 年 12 月更名为“先导智能”，明确提出“成为国际领先的打造智能工厂的公司”的愿景，已与 IBM 合作建立“先导云”和大数据中心，我们判断公司未来将为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，向工业 4.0 领域不断延伸。

● 锂电池设备：新能源汽车行业迎来爆发，公司业务将高速增长

新能源汽车行业迎来爆发，带动动力锂电池设备高速发展。2014 年国内锂电设备总投资约 48 亿元，未来 5 年动力和数码锂电池生产设备平均市场空间近 140 亿元/年；储能锂电池潜力巨大，设备市场空间或达千亿级。

公司专注高端锂电池设备，客户以三星、ATL、比亚迪等一线厂商为主，未来有望进入海外市场，预计锂电池设备业务将高速增长。目前公司产品中卷绕机占比超过 50%，我们判断未来将加强其他设备并拓展延伸。

● 光伏生产设备、薄膜电容器：将保持较快增速

我国光伏设备自动化率较低，预计到 2020 年公司产品累计市场空间接近 240 亿元。公司在国内厂商中首创自动串焊机，市占率达到 30%-40%，预计公司光伏设备业务将保持较快增速。公司薄膜电容器业务预计将随行业平稳发展。

● 投资建议：2015-2017 年业绩复合增速近 70%，上调评级至“推荐”

预计公司 2015-2017 年业绩符合增速接近 70%，EPS 为 1.05/1.85/2.96 元，PE 为 97/55/34 倍。公司在自动化设备行业中成长性突出，具备一定估值优势，未来将向工业 4.0 领域不断延伸，业绩仍具备上调潜力，上调评级至“推荐”。

● 催化剂：锂电池设备客户拓展取得突破、新能源汽车行业发展超预期

● 主要风险因素：新能源汽车行业发展不及预期、客户拓展低于预期

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	174.76	306.54	626	1,188	1,706
营业收入增长率	13.66%	75.41%	104%	90%	44%
净利润（百万元）	37.46	65.51	142	252	402
净利润增长率	-13.65%	74.87%	117%	77%	60%
EPS（元）	0.28	0.48	1.05	1.85	2.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.36%	22.82%	18.00%	25.03%	29.88%
P/E	368	210	97	55	34
P/B	56.5	48.0	17.5	13.7	10.3

先导智能（300450.SZ）

推荐 上调评级

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 66568477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

李辰

☎：(8610) 66568865

✉：lichen_yj@chinastock.com.cn

贺泽安

☎：(0755) 23913136

✉：hezean@chinastock.com.cn

刘兰程

☎：(8610) 83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.12.17

A 股收盘价(元)	101.4
A 股一年内最高价(元)	118.80
A 股一年内最低价(元)	13.98
上证指数	3580.00
市净率	21.23
总股本(亿股)	1.36
流通股本(亿股)	0.34
总市值(亿元)	138
流通 A 股市值(亿元)	34.48

相关研究

行业深度：《锂电池生产设备：新能源汽车爆发推动行业快速发展》 2015-10-19

公司点评：《先导股份（300450）：中报保持高速增长；新能源设备制造领先企业迈向工业 4.0》 2015-7-9

公司点评：《先导股份（300450）：锂电设备行业爆发促业绩高速增长；新能源设备制造领先企业迈向工业 4.0》 2015-8-12

公司点评：《先导股份（300450）：业绩超预期增长；锂电池生产设备龙头迈向工业 4.0》 2015-10-21

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、未来五年内数码锂电池和动力锂电池生产设备市场规模将接近 140 亿元/年，其中动力锂电池生产设备市场空间超过 75 亿元/年，行业年均复合增速将达到 43%。到 2020 年工业储能锂电设备累计市场规模有望达到近 400 亿元，家庭储能市场如果发展起来，将带来千亿级设备市场空间。公司专注于高端锂电池设备，在技术与客户方面具备优势，盈利能力存在提升空间，未来将随行业高速发展。

2、到 2020 年我国光伏装机容量将达到 100GW，年均复合增速将达到 23.6%。到 2020 年公司光伏生产设备累计市场空间接近 240 亿元，其中自动上下料机约 170 亿元，自动串焊机约 70 亿元。光伏生产设备自动化率较低，公司产品可有效降低人工成本，竞争优势较强，未来 3 年将保持 15%-20% 的增速。

3、2014 年薄膜电容器市场规模约 35 亿元，随着薄膜电容器对铝电解电容器的替代以及新能源汽车、LED 照明设备等应用领域的迅速发展，薄膜电容器设备行业将保持稳健增长。

我们与市场不同的观点：

1、市场对锂电池行业产能过剩存在担忧，我们认为锂电池设备行业仍存在巨大发展空间，特别是高端产能在中期仍将持续紧缺。数码锂电池现有设备全自动化率不到 20%，存在较大更新需求；国家政策大力支持新能源汽车，动力锂电池设备将持续高速增长，国产龙头企业有望进入国际市场，面临更广阔的市场空间；储能锂电池潜力巨大，未来发展有望超预期。

2、市场认为锂电池生产设备行业竞争过于激烈，我们认为随着高端化的发展趋势，行业集中度将逐步提高。公司拥有三星、ATL、比亚迪、松下等优质客户，并具备资金和技术优势，随着锂电池厂商集中扩产，我们认为公司未来业绩将超预期增长，且不排除通过再融资的方式进行产能扩张。

3、公司已与 IBM 合作建立“先导云”和大数据中心，通过“云”将整个企业的研发、生产、管理连接起来，最终实现全面的智能化工厂，建立全价值链的协同平台。我们认为公司未来将为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，可能采取内生+外延的方式向工业 4.0 领域不断延伸，带来业绩估值双提升。

公司估值与投资建议：

预计公司 2015-2017 年业绩符合增速接近 70%，EPS 为 1.05/1.85/2.96 元，PE 为 97/55/34 倍。公司在自动化设备行业中成长性突出，具备一定估值优势，未来将向工业 4.0 领域不断延伸，业绩仍具备上调潜力，上调评级至“推荐”。

股票价格表现的催化剂：

锂电池设备客户拓展取得突破、新能源汽车行业发展超预期、储能锂电池应用取得突破。

主要风险因素：

新能源汽车行业发展不及预期、客户拓展低于预期、行业竞争加剧。

目 录

一、新能源设备制造领先企业，锂电设备助高速增长	1
(一) 起步于薄膜电容器，打造新能源设备制造领先企业	1
(二) 收入业绩高增长，锂电池生产设备打开成长空间	2
(三) 公司股权结构集中度高，募投项目将缓解产能瓶颈	4
(四) 布局智能工厂系统集成业务，将向工业 4.0 领域不断延伸.....	5
二、锂电池生产设备：新能源汽车爆发推动行业快速发展	6
(一) 锂电池三大应用领域：数码、动力和储能，行业快速发展.....	6
(二) 生产设备重要性日益凸显，未来 5 年市场空间 140 亿元/年	7
(三) 数码锂电池设备：未来 5 年平均市场空间约 60 亿元/年	8
(四) 动力锂电池设备：到 2020 年平均市场空间超过 75 亿元/年	9
(五) 储能锂电池发展潜力巨大，助推锂电池生产设备持续增长.....	13
(六) 高端化趋势推动锂电池生产设备行业集中度提升	14
(七) 客户+资金+技术优势，公司锂电池设备业务将高速增长	15
三、薄膜电容、光伏生产设备：将保持稳定增长	18
(一) 薄膜电容器设备：行业保持增长，公司业务将稳健发展	18
(二) 光伏自动化生产设备：到 2020 年市场空间 240 亿元，将保持较快增长.....	20
四、盈利预测和估值：公司成长性突出，上调评级至“推荐”	24
(一) 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率接近 70%	24
(二) 公司成长性突出，具备一定估值优势，上调评级至“推荐”	25
附录：3 张表预测	26
插图目录	28
表格目录	29

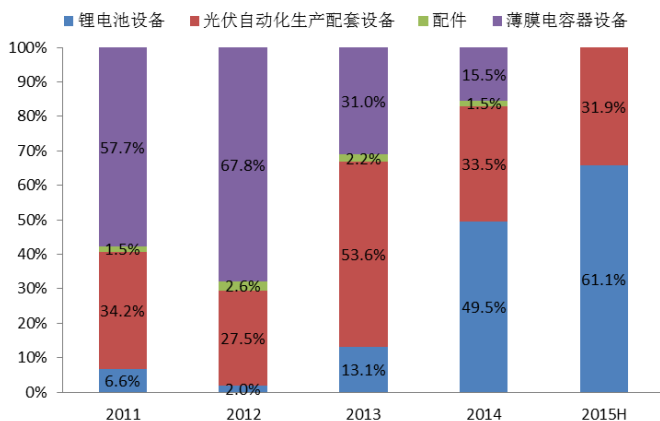
一、新能源设备制造领先企业，锂电设备助高速增长

(一) 起步于薄膜电容器，打造新能源设备制造领先企业

先导智能原名先导股份，成立于2002年，是国家火炬计划重点高新技术企业、国家两化融合示范企业，专业从事自动化新能源制造装备的研发、生产、销售以及新能源整体方案的提供，主要为薄膜电容器、锂电池、光伏电池/组件等节能环保及新能源产品的制造商提供设备及解决方案。

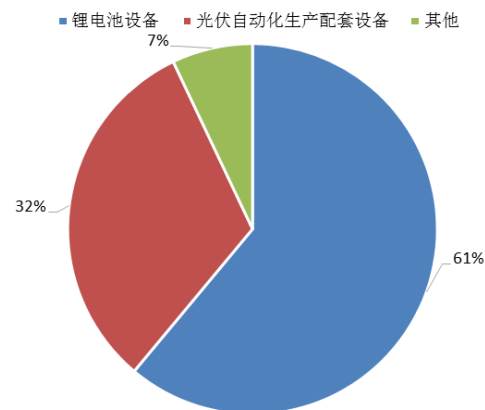
2011-2014年公司锂电池业务营业收入CAGR达到152%，收入占比从不足7%上升至2015年前三季度的超过56%。公司在《投资者关系活动记录表》中表示，预计2015年下半年动力锂电设备将占锂电池订单的50%。

图1：公司锂电池生产设备收入占比迅速提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图2：2015年上半年公司锂电池生产设备收入占比超过60%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

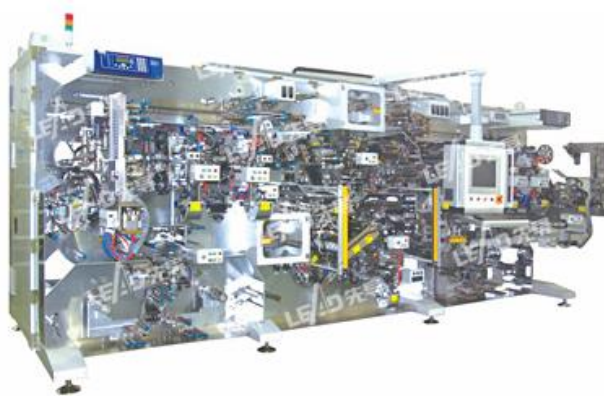
公司在锂电池制造装备、光伏制造装备、电容器制造装备等方面技术领先，截止2015年9月共计获得专利授权104项，产品已远销美国、德国、日本等20多个国家和地区，已与三星、松下、SONY、BYD、ATL、尚德、天合、阿特斯等公司建立长期战略合作关系。

图3：公司动力锂电池生产设备：全自动叠片机



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图4：公司数码锂电池生产设备：焊接卷绕一体机



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 5：公司薄膜电容器生产设备：高速分切机



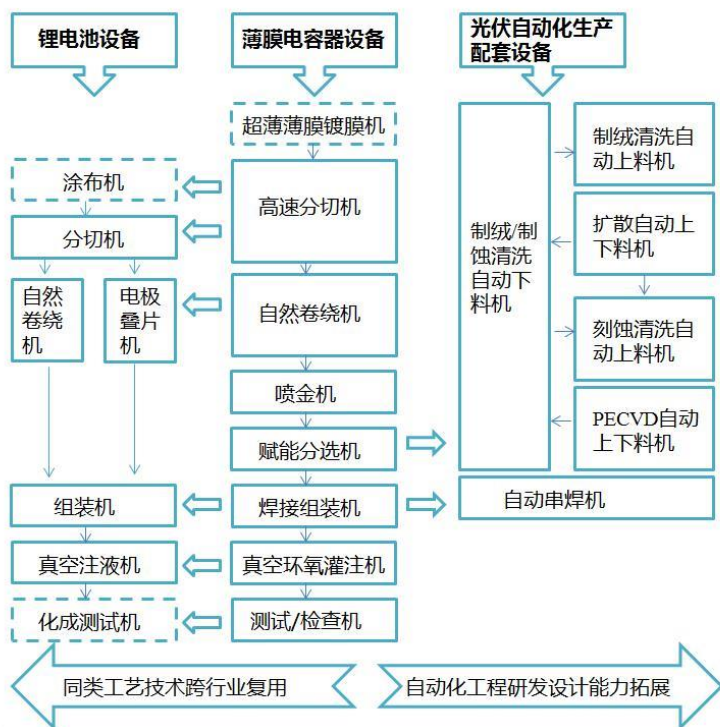
资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 6：公司光伏生产设备：电池片高速串焊机



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 7：公司主要产品之间关系



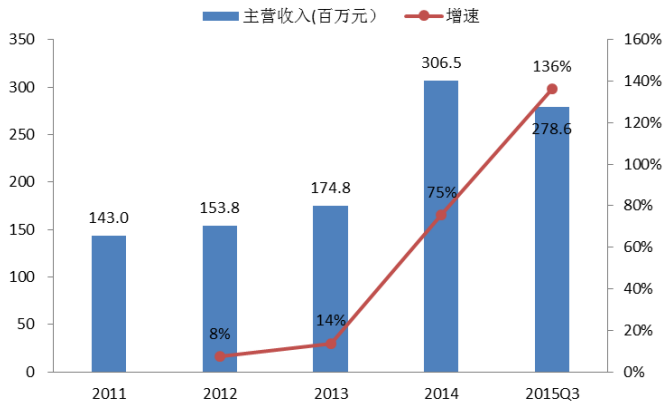
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部（注：图中实线框为公司已能生产设备，虚线框为公司正在研发设备）

（二）收入业绩高增长，锂电池生产设备打开成长空间

公司 2011-2013 年主营业务以 10% 左右增速稳步增长，净利润保持在 4000 万元左右。2014 年，公司营业收入及净利润高速增长，增速分别达到 75%、70%，营收突破 3 亿元，净利润突破 6500 万元。2015 年前三季度公司实现收入 2.79 亿元，同比增 136%，实现净利润 6683.61

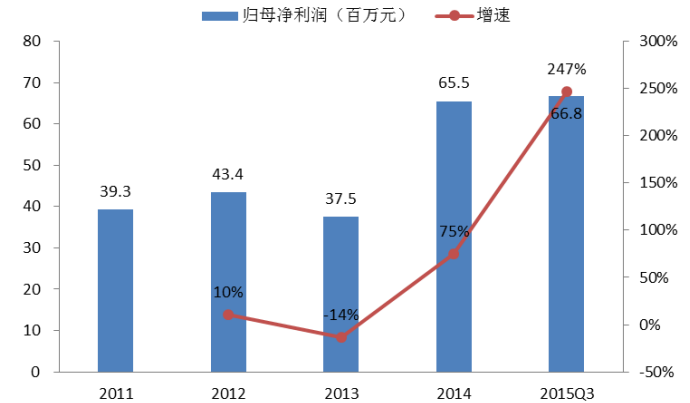
万元，同比增 247%。

图 8：2014 年来公司营业收入迎来爆发式增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 9：2015 年前三季度公司净利润同比增长 247%



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

公司收入业绩的高速增长主要因为锂电池生产设备迎来爆发。2014 年公司锂电池设备及光伏自动化生产设备产销率分别为 46%、54%，公司在公告中明确表示，产销量差异主要是发出商品未确认收入造成的，发出商品均有订单。2015 年中报公司存货余额中发出商品占比超过 70%；截至 2015 年 9 月 30 日，公司存货价值接近 5.5 亿元。

表 1：公司主要产品的产量与销量

设备类别	2014 年度			2013 年度			2012 年度		
	销量	产量	产销率	销量	产量	产销率	销量	产量	产销率
薄膜电容器设备	77	57	135.09%	117	128	91.41%	200	192	104.17%
锂电池设备	250	538	46.47%	78	94	82.98%	26	24	108.33%
光伏自动化生产配套设备	156	288	54.17%	103	127	81.10%	86	48	179.17%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：公司存货余额及变动情况（万元）

存货	2015 年中报		2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	账面价值	比例	账面价值	比例	账面价值	比例	账面价值	比例
原材料	1590.30	3.5%	1,260.95	4.22%	872.28	8.25%	602.15	10.05%
在产品	11,366.81	25.3%	15,091.65	50.49%	6,900.47	65.26%	4,739.77	79.09%
库存商品	-	-	-	-	-	-	8.77	0.15%
发出商品	32,022.47	71.2%	13,538.09	45.29%	2,801.57	26.49%	642.38	10.72%
合计	44,979.58	100.00%	29,890.69	100.00%	10,574.33	100.00%	5,993.06	100.00%

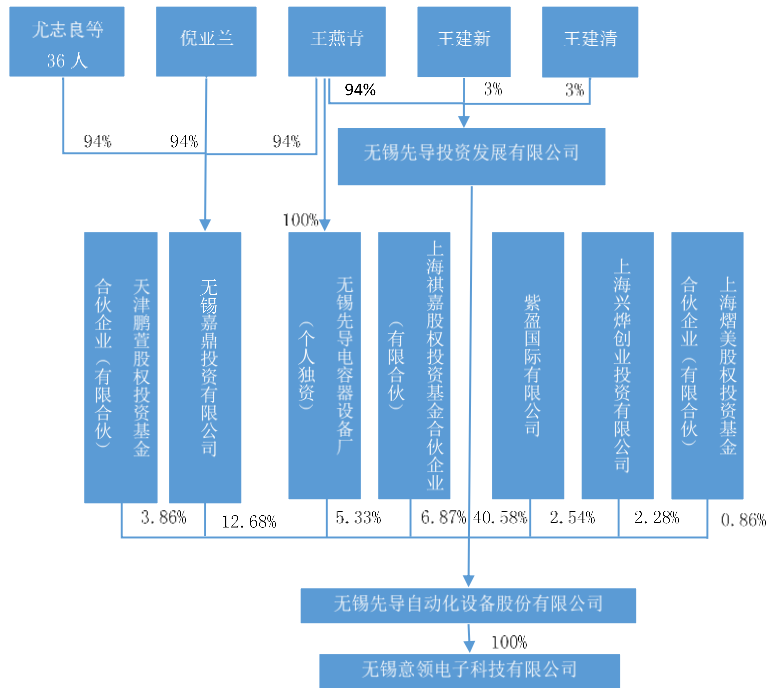
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

截至 2015 年 6 月 30 日，公司在手订单 7.6 亿元，新接订单 3.2 亿元，超过 2014 年全年收入。根据我们的调研，公司下半年接单情况良好，为 2015 年和 2016 年公司收入和净利润保持高速增长打下了坚实的基础。

（三）公司股权结构集中度高，募投项目将缓解产能瓶颈

公司董事长王燕清先生为公司实际控制人，通过先导投资、嘉鼎投资和先导厂合计控制公司 3983.61 万股，占发行后总股本的 58.58%，公司股权集中度高。

图 10：公司股权结构：王燕清合计持股占本次发行后总股本的 58.58%



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司自 2012 年以来产能利用率持续超过 100%，且逐年递增。2014 年公司产能利用率已高达 164.74%。

表 3：公司近三年产能利用率均超过 100%，且逐年递增

	2014 年度	2013 年度	2012 年度
产能（标准台）	536	288	240
产量（标准台）	883	349	264
产能利用率	164.74%	121.18%	110.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司募投项目主要包括“新型自动化设备产业基地建设项目”和“研发中心建设项目”。“新型自动化设备产业基地建设项目”拟投入 2.16 亿元，建设周期为 2 年，主要将新建成套设备装配车间、对现有生产环境进行调整改造、新建零部件加工车间；“研发中心建设项目”拟投入 7000 万元，建设周期为 1 年，主要将开发涂布机、化成测试机、多功能定制机等，并研发新型光伏自动化生产配套设备和新型薄膜电容器设备。

表 4：募集资金收购资产及投资项目

项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入额	项目建设期
新型自动化设备产业基地建设项目	21627.13	21627.13	2 年

研发中心建设项目	7089.7	7089.7	1.5 年
补充流动资金	8000	4,187.43	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司在投资者关系活动记录表中表示，**募投项目完成后公司产能可以达到 10-15 亿**。我们认为，募投项目将在一定程度上缓解公司产能瓶颈，保证交货周期和质量；此外，公司将进一步完善锂电池生产设备产品结构。目前公司锂电设备中焊接卷绕一体机占比超过 50%，我们判断公司未来将加强其他设备并不断拓展延伸，锂电设备业务将迎来更大增长空间。

考虑到锂电池设备将从 2015 年起进入爆发期，公司在手订单充裕，我们判断公司不排除未来通过再融资等方式继续扩大产能的可能性。

（四）布局智能工厂系统集成业务，将向工业 4.0 领域不断延伸

公司是国家两化融合示范企业，近年来大力加快智能工厂建设，明确提出“成为国际领先的打造智能工厂的公司”的愿景，公司也于 2015 年 12 月更名为“无锡先导智能装备股份有限公司”，简称改为“先导智能”。据媒体报道，公司计划用三年时间投入 2000 万元，与 IBM 合作建立“先导云”和大数据中心，通过“云”将整个企业的研发、生产、管理连接起来，最终实现全面的智能化工厂，建立全价值链的协同平台。

公司在 2015 年中报中披露“电池装备智能装配车间”已被江苏省经济和信息化委员会评定为江苏省示范智能车间，9 月公司数字化智能车间综合管理系统入选无锡国家传感网创新示范区第三届物联网十大应用案例。此外，公司在投资者关系活动记录表中也提出，在 2-3 年内会将布局其他行业的高端智能装备。

我们判断，公司未来将加大对于工业 4.0 智能工厂建设的重视程度，通过内生、外延等方式，为客户提供系统集成和智能工厂解决方案，向工业 4.0 领域不断延伸，带来业绩估值双提升。

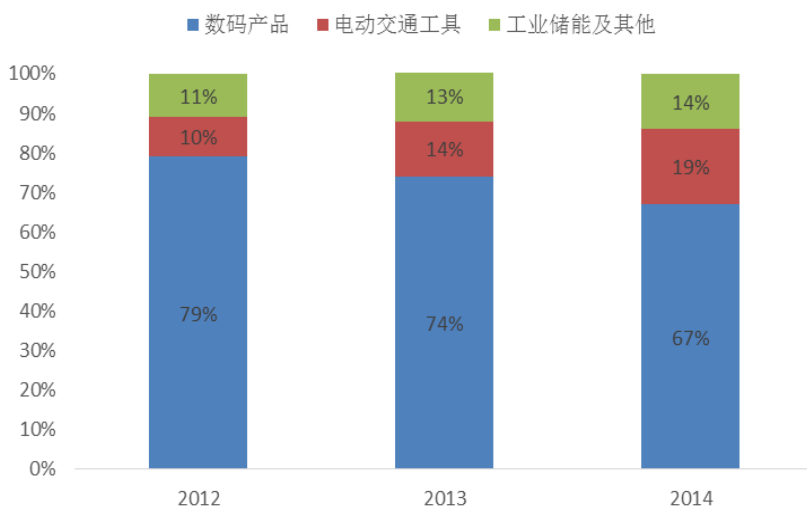
二、锂电池生产设备：新能源汽车爆发推动行业快速发展

(一) 锂电池三大应用领域：数码、动力和储能，行业快速发展

蓄电池经历三代的发展，形成了目前三代并存，锂电池后来居上的格局。第一代可充电电池始于铅酸电池；第二代可充电电池为镍镉电池；目前正在迅速普及的是第三代锂电池。相比其他蓄电池，锂电池的优势集中在质量能量密度、体积能量密度高、自放电率低以及结构方面。

锂电池下游目前具有三大应用领域：数码类电子产品、电动汽车、工业储能。从容量来看，三大应用领域中数码类电子产品占比最大，但逐年减少，从2012年的79%降至2014年的67%，相对应的，随着新能源汽车的迅速发展，电动交通工具在锂电池产业结构中的占比从2012年的10%迅速提升至19%。

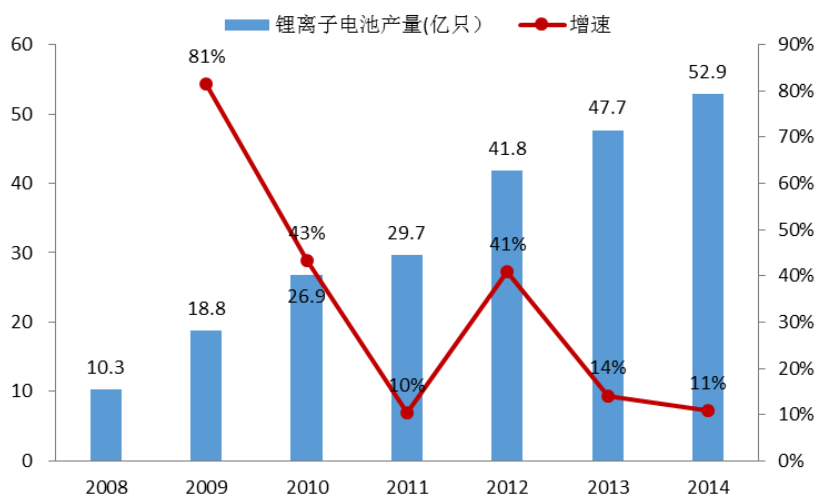
图 11：2012-2014 年全球动力锂电池占比迅速提升



资料来源：迪赛智库，中国银河证券研究部

我国锂电池行业近年来快速发展。以只数计，2008 年以来我国锂离子电池产量保持了较快增速，2014 年全国锂离子电池产量已达到 52.9 亿只，同比增长 11%。而以容量计，2014 年中国锂电池电芯产量约 30GWh，同比增长 31%。

图 12: 我国锂离子电池产量(只数)保持较快增长



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

(二) 生产设备重要性日益凸显, 未来 5 年市场空间 140 亿元/年

锂电池生产线工艺流程较长, 包括浆料、极片、芯包制造、电芯装配、干燥注液、化成份容等步骤, 涉及到的设备种类也较多, 且大部分为非标设备。由于锂电池特别是动力锂电池对于一致性、稳定性和安全性要求极高, 随着动力锂电池占比的不断提升, 锂电池生产设备的重要性也日益凸显, 迎来较好的发展契机。

图 13: 锂离子电池生产工艺



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部

表 5: 典型的锂电池生产线组成

生产步骤	主要设备	主要用途
前端设备	粉料自动投料系统	正负极粉末处理
浆料设备	搅拌机	把粉末变成浆料

后端设备	极片设备	涂布机	把浆料涂在基布上
		辊压机	压实压扁
	芯包制造	卷绕机	卷成电池
	电芯装配	装配一体机	装配
		激光焊接机	焊接
	干燥注液	注液机	注入电解液
		化成机	按程序充放电
	化成分容	除气设备	去除气体
		电压和内阻测试	测试
		其他非核心设备	
	自动化连接集成		

资料来源：中国银河证券研究部

高工产研（GGII）的调查数据显示，2014 年国内锂电设备总投资约 48 亿元（其中国产设备产值 38 亿元），2015 年预计将达到 121 亿元（其中国产设备销售额将达到 78 亿元），同比增长 152%。根据我们的测算，不考虑工业储能应用，未来 5 年间锂电池生产设备平均市场空间将达到约 140 亿元/年。

图 14：高工产研预测 2015 年锂电池设备行业规模达到 121 亿元



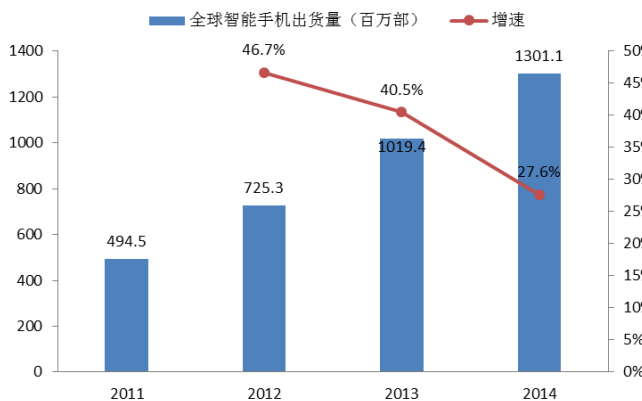
资料来源：GGII，中国银河证券研究部

（三）数码锂电池设备：未来 5 年平均市场空间约 60 亿元/年

数码锂电池是目前锂电池应用最广、产值最大的领域。根据中国化学与物理电源行业协会的数据，截至 2014 年末数码锂电池市场容量占比为 81%，产值达到 580 亿元。根据 GGII 的统计，2014 年中国锂电池电芯产量约为 30GWh，其中数码锂电电芯产量达到 23.5GWh，占比接近 80%。考虑到目前数码锂电池整体产能的过剩状况，我们判断，截至 2014 年底我国数码锂电池产能约 30GWh。

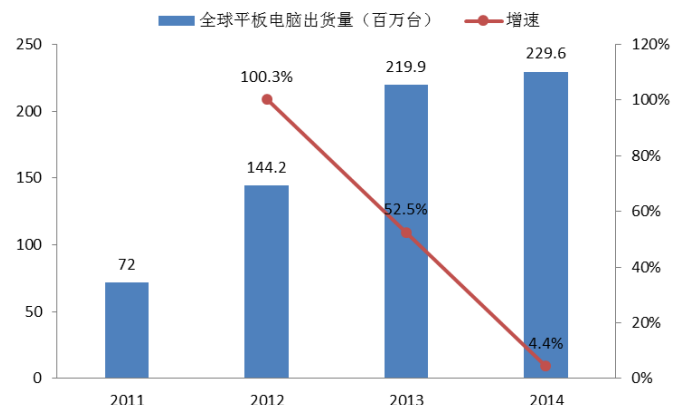
数码锂电池主要应用于智能手机、笔记本电脑、平板电脑和可穿戴设备等智能设备领域。2014 年全球智能手机和平板电脑出货量增速均出现了一定的下降，同时 TrendForce 的数据显示，2014 年全球笔记本出货量为 1.755 亿台，同比微增 3.6%。考虑到可穿戴设备的兴起，我们预计未来 5 年数码锂电池产量将保持 10%左右的稳定增速。

图 15: 2014 年全球智能手机出货量仍保持较快增长



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

图 16: 2014 年全球平板电脑出货量小幅增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

目前我国数码锂电池全自动化率约 20%，仍有大量的半自动甚至手动生产线，更新改造需求较大。假设到 2020 年能够实现 100%全自动化率，则未来 5 年每年需更新存量的 16%。据此计算，预计未来数码锂电池设备每年新增产能加存量更新产能将接近 8GWh。一般而言全自动化数码锂电池设备单价约 7-8 亿元/GWh，则未来 5 年数码锂电池设备平均市场空间约 60 亿元/年。

(四) 动力锂电池设备：到 2020 年平均市场空间超过 75 亿元/年

随着环保压力不断增加及能源安全的考虑,政府近年来加大了对新能源汽车的政策支持力度。2015 年以来新能源汽车相关政策密集出台,包括财政支持政策、充电桩建设指导意见等,新能源汽车也被列入《中国制造 2025》十大重点领域之一。

表 6: 2015 年以来新能源汽车相关政策密集出台

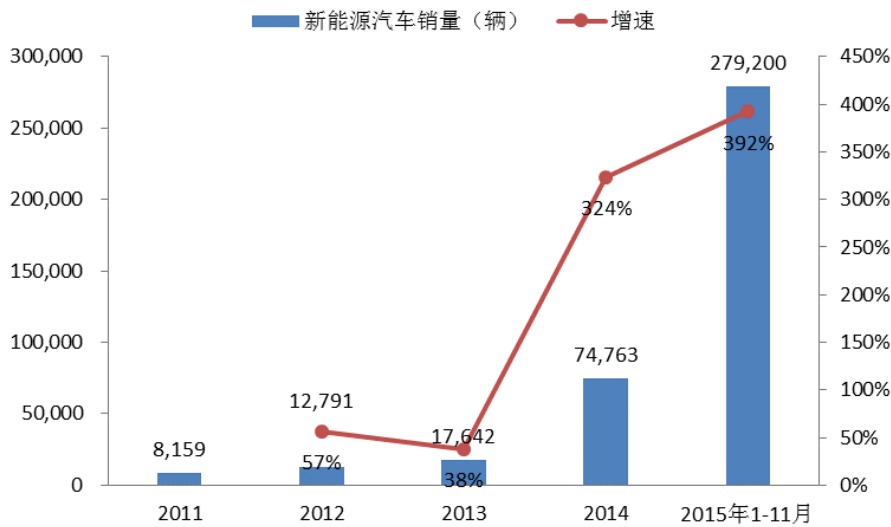
出台时间	政策	具体内容
2012.7	《节能与新能源汽车产业规划 2012-2020》	到 2020 年我国纯电动和插电式混动的总产能要达到 200 万辆/年
2013.1	《上海鼓励私人购买和使用新能源汽车试点实施暂行办法》	个人直接购买新能源车可享受价格和车牌“双重”优惠。上海对于插电式混合动力乘用车补助 3 万元/辆,纯电动乘用车补助 4 万元/辆,汽车生产企业按照扣除补助后的价格将新能源汽车销售给私人用户。私车额度方面,将由上海机动车额度审查部门免费发放专用牌照额度,再由车辆管理所核发专用号牌专段号码
2013.9	新能源汽车补贴新政(2013-2015)	(1) 乘用车按续航里程补贴,纯电动最高 6 万元,插电式混动最高 3.5 万元; (2) 客车按车长补贴,10 米以上补贴 50 万。超级电容客车定额补贴 15 万元; (3) 纯电动专用车按电池容量补贴 2000 元/kwh,不超过 15 万元;(4) 燃料电池乘用车补贴 20 万元,商用车 50 万元;(5) 14-15 年除纯电动公交车、插电式混动公交车标准不变,其他在 2013 基础上下降 10%和 20%。
2013.11-2014.1	确定新能源汽车推广应用城市	确定北京、天津、上海、重庆、深圳等 23 个城市,与河北、浙江、福建、江西、广东等 5 个省份成为首批新能源汽车示范城市。第二批新能源汽车推广应用城市名单公布,目前确定 40 个城市或区域作为新能源汽车推广应用城市,示范城市数量接近 90 个,示范车辆总数超过 40 万辆(截止 2015 底)

2014.2	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作通知》	2014-2015 年的补助标准在 2013 年标准基础上下降 5% 和 10%，从 2014 年 1 月 1 日开始执行，低于此前规定的 10% 和 20%。现行补贴推广政策明确执行到 2015 年 12 月 31 日。
2014.7	《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》	对加快新能源汽车推广应用提出 6 个方面 25 条具体政策措施。
2014.7	《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》	2014-2016 年，中央国家机关及 88 个新能源汽车推广应用城市的政府机关及公共机构购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 30%，以后逐年提高。此外，其他省市政府机关和公共机构，14 年购买的新能源汽车占比不低于 10%，15 年不低于 20%，16 年不低于 30%
2015.3	《关于加快新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》	至 2020 年，新能源汽车在交通运输行业的应用初具规模，在城市公交、出租汽车和城市物流配送等领域的总量达到 30 万辆
2015.4	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的的通知》	2017-2018 年补助标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补助标准在 2016 年基础上下降 40%。2016 年纯电动汽车能享受到最低补贴下降至 2.5 万元，最高 5.5 万元；插电式混合动力车型可享受补贴 3.2 万元；纯电动客车的补贴 12 万-50 万，插电式混动客车享受补贴 20-25 万。纯电动、插电式混合动力（含增程式）等专用车、货车按电池容量每千瓦时补助 1800 元；燃料电池车补助标准 20-50 万元不等。
2015.5	《中国制造 2025》	十大重点领域之一。 到 2020 年，自主品牌纯电动和插电式新能源汽车年销量突破 100 万辆，在国内市场占 70% 以上；到 2025 年，与国际先进水平同步的新能源汽车年销量 300 万辆，在国内市场占 80% 以上
2015.9	国务院办公会议	机关企事业单位要落实车辆更新中新能源汽车占比要求，加大对新增及更新公交车中新能源汽车比例的考核力度，各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消
2015.10	《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》	力争到 2020 年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求；原则上，新建住宅配建停车位、大型公共建筑物配建停车场、社会公共停车场建设或预留建设充电设施安装条件的车位比例分别为 100%、10%、10%，每 2000 辆电动汽车至少配建一座公共充电站。
2015.12	《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知（征求意见稿）》	充电设施建设奖励资金将与各地新能源汽车推广数量“挂钩”。2016 年 3 月底前，各省（区、市）应将新能源汽车推广应用实施方案及充电基础设施运营方案报财政部、科技部、工信部、国家发展改革委、国家能源局五部门备案。未按要求制定相关办法的将不得享受中央财政的充电基础设施奖励资金。

资料来源：互联网，工信部，中国银河证券研究部

我国新能源汽车产销量已进入高速增长阶段。2014 年我国新能源汽车销量达到 7.5 万辆，同比大增 324%，2015 年 1-11 月新能源汽车产量高速增长，达到 27.92 万辆，同比增长 392%。根据中汽协的统计预测，2016 年我国电动车总销量有望达到 40 万，是 2014 年的 5 至 6 倍。

图 17: 2014 年起我国新能源汽车销量进入高速增长阶段



资料来源: 中汽协, 工信部, 中国银河证券研究部, 2015 年数据为产量

表 7: 中国新能源汽车销量预测(分车型)

车型	销量 (辆)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
商用车	纯电动	78	655	1136	1601	1659	13974	30000	60000
	插电式	70	197	197	905	3285	12282	20000	40000
乘用车	纯电动	0	956	2158	7140	11867	33643	60000	100000
	插电式	20	345	294	262	988	14864	90000	200000
合计		168	2153	3785	9908	17800	74763	200000	400000

资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究所

2012 年出台的《节能与新能源汽车产业规划 2012-2020》中提出, 到 2020 年我国纯电动和插电式混动的总产能要达到 200 万辆/年;《中国制造 2025》中的规划提出, 到 2020 年自主品牌纯电动和插电式新能源汽车年销量突破 100 万辆。

我们假设 2020 年新能源汽车产能在悲观、中性、乐观情况下分别达到 100 万辆/年、150 万辆/年、200 万辆/年, 按照平均每辆车 60kWh 的电池容量计算, 在中性情景下到 2020 年我国动力锂电池产能需达到 90GWh。

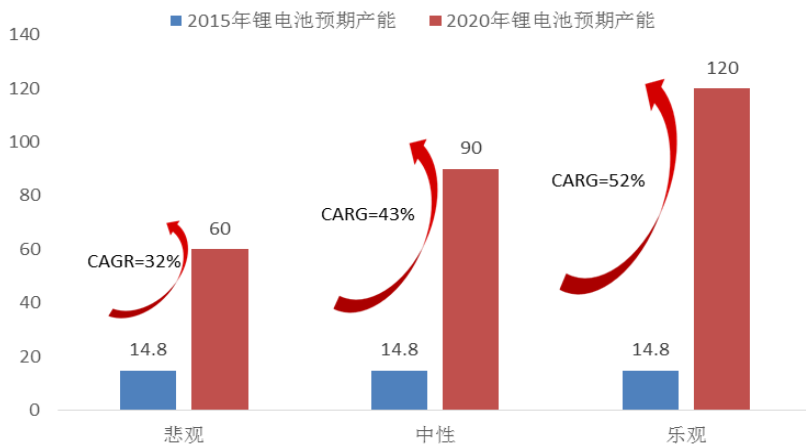
表 8: 2020 年新能源汽车产能及对应动力锂电池产能预期

	悲观	中性	乐观
2020 年新能源汽车产能 (万辆/年)	100	150	200
对应 2020 年我国动力锂电池产能 (Gwh)	60	90	120

资料来源: 中国银河证券研究所

根据 GGII 的统计, 截至 2014 年底我国动力锂电池产能仅 7.3GWh。我们预计 2015 年锂电池产能将达到 14.8GWh。据此计算, 在中性情景下, “十三五”期间我国动力锂电池产能复合增速将达到 43%

图 18：中性情景下“十三五”期间我国动力锂电池产能复合增速将达到 43%



资料来源：GGII，中国银河证券研究部

根据经验，动力锂电池设备单价约 3-4 亿元/GWh，考虑到未来生产设备的高端化趋势（高端生产线价值量约 6-7 亿元/GWh），按照 5 亿元/GWh 计算，在中性情景下到 2020 年我国动力锂电池设备累计市场空间约 375 亿元，约合 75 亿元/年。考虑到目前我国动力锂电池一线厂商生产设备全自动化率也仅约 50%，未来存在设备更新和升级的需求，我们预计实际市场空间将更大。

从下游厂商的扩产计划来看，2014 年起国内外锂电池厂商包括 LG 化学、比亚迪、CATL、三星 SDI 等纷纷公布扩产计划，大多数厂商的规划投产时间在 2016-2017 年。根据我们的统计，各主要动力锂电池厂商公布的扩产计划约 52.1GWh。假设所有计划均能在 2018 年以前执行完，我们判断到 2018 年我国动力锂电池将新增产能 55-60GWh，预计未来 3 年内锂电池生产设备行业将保持高景气度。

表 9：近年来中国（含外资）锂电池主要厂商扩产情况

公司	地点	项目投资额	投产时间	建设产能
波士顿电池	天津市	-	2018 年	8GWh（其中 4GWh 于 2017 年投产）
	江苏溧阳	5 亿美元	2016 年	3GWh
合肥国轩	江苏南京	一期项目投资 5 亿元（总投资 15 亿元）	2015 年 9 月调试	年产量可以满足 3500-5000 辆大巴需求（约合 1.3GWh）
	湖北武汉	30 亿元	-	年产 2000 辆新能源大巴和 5 万辆小车的动力电池（约合 2GWh）
ATL	青海	75 亿元（一期项目总投资 19 亿元）	一期项目 2016 年	5GWh（一期项目 1.5GWh）
天津力神	浙江杭州	20 亿元	2018 年	4 亿 Ah（约合 1.5GWh）
	山东青岛	30 亿元	2017 年	4 亿 Ah（约合 1.5GWh）
	湖北武汉	60 亿元	2018 年	5 亿 Ah（约合 1.8GWh）
	江苏苏州	40 亿元	2017 年	5 亿 Ah（约合 1.8GWh）
三星 SDI	陕西西安	6 亿美元	2015-2016 年	产量可满足 4 万辆以上电动车的需求（约合 1.2GWh）

LG 化学	江苏南京	3.5 亿美元	2016 年	将至少能满足 10 万辆电动汽车的需求 (约合 3GWh)
比亚迪	广东深圳	60.22 亿元	2016 年	6GWh
中航锂电	江苏常州	125 亿元 (一期项目总投资 25 亿元)	一期项目 2016 年	12GWh (一期项目 2GWh)
	河南洛阳	14.5 亿元	2016-2017 年	1.5GWh
猛狮科技	福建漳州	29.99 亿元	一期项目 2016 年	6GWh
合计		592.56 亿元		52.1GWh

资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部, 其中中国轩南京、ATL 青海项目仅计算一期项目投资和产能, 电动汽车电池容量按 30kwh 计算, 新能源大巴电池容量按 250kwh 计算, 美元兑人民币汇率按照 6.4 计算

除国内厂商扩产以外, 特斯拉在美国内华达州建设的 Gigafactory 目标在 2020 年达到 50GWh 的产能; 据媒体报道, 苹果的电动车目标于 2019 年实现发货, 首轮发售销量可能达到 20 万辆; 此外, 福特宣布将增加 45 亿美元投资用于电动车研发, 保时捷拟投资 10 亿欧元建设电动汽车生产厂, 贾跃亭旗下的电动车公司 Faraday Future 也将投资 10 亿美元在内华达州建厂。我们认为, 随着我国锂电池生产设备厂商实力的提升, 未来龙头企业将进入国际市场, 发展前景将更加广阔。

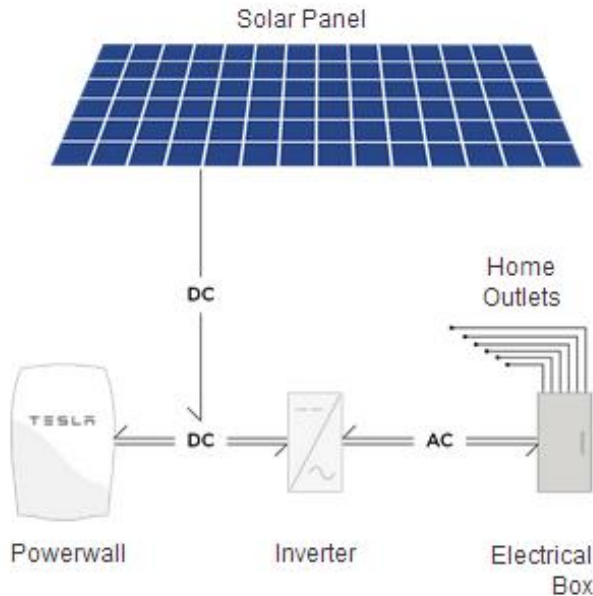
(五) 储能锂电池发展潜力巨大, 助推锂电池生产设备持续增长

根据 GGII 的统计, 2014 年我国储能锂电池产量为 2GWh, 占锂电池产量比例不到 7%, 尚处于起步阶段。2015 年第一季度储能锂电池产量达到 482MWh, 同比增长 46%。GGII 预计 2017 年我国用于储能市场的锂电池产量将达到 5.2GWh, 未来 3 年年均复合增速达到 36%。

根据中关村储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书 2015》, 预计到 2020 年我国储能市场容量将达到 32GW (不含抽水储能)。储能项目锂电池需求量和装机容量之比一般为 2-6, 我们按 1GW 储能装机容量需要 4GWh 锂电池计算。2014 年储能技术新增装机中, 锂离子电池的占比达到 71%, 假设未来锂电池占比为 60%, 则到 2020 年发电端储能锂电池需求量将超过 75GWh, 对应生产设备市场空间超过 375 亿元。

2015 年 5 月, 特斯拉发布了家用储能产品 Powerwall, 10kWh 规格的产品售价 3500 美元。按照 2014 年我国家庭户数 4.3 亿户计算, 假设未来 5% 的家庭使用该类产品, 则所需储能锂电池容量将达到 215GWh, 对应设备投资额超过 1000 亿元。如果考虑输配电环节的储能, 生产设备市场空间将进一步扩大。我们认为储能锂电池潜力巨大, 有望在动力锂电池度过发展高峰期后成为锂电池行业新的增长驱动因素, 并助推锂电池生产设备行业持续增长。

图 19: 特斯拉 Powerwall 工作方式



资料来源：特斯拉网站，中国银河证券研究部

（六）高端化趋势推动锂电池生产设备行业集中度提升

国外锂电池设备行业起步较早，国际知名的三大设备供应商日本 CKD 公司、日本 Kaido 公司、韩国 Koem 公司分别成立于 1943 年、1959 年、1987 年。1990 年日本 Kaido 公司研发出第一台方形锂离子电池卷绕机，1999 年韩国 Koem 公司开发出锂一次电池卷绕机和锂一次电池装配机。在随后的锂电池设备发展过程中，日韩一直处于较为领先的地位。

表 10：日韩三大锂电池设备商概况

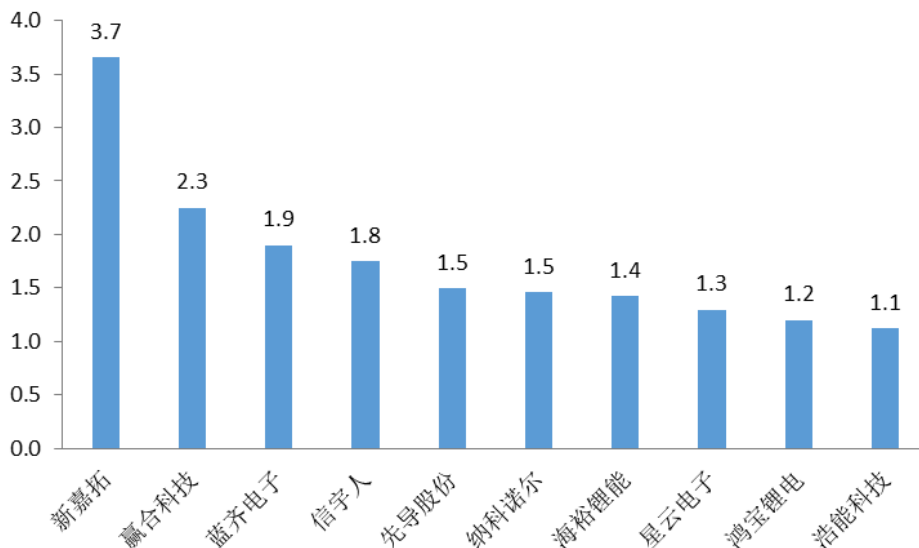
企业名称	典型产品	特点
韩国 Koem	锂离子电池卷绕机、电容器卷绕机、锂电池装配机	业务专精，产品出口中国、美国、日本等 20 多个国家。并直接供应韩国的 30 个企业
日本 CKD	自动化机械、气动与流体控制系统、锂离子电池用卷绕机	在彻底防尘、高精度卷绕、高速卷绕有技术优势
日本 Kaido	电气双重层用卷绕机	薄膜电容器起家，业务专精，主要服务日本本土

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

我国锂电设备制造行业起步较晚。2003 年我国开始批量生产简单的锂电设备，连续式极片分条机面市；2004 年成功研发双面间隙式涂布机，各研究所也相继开发出转移式锂电极片涂布机等设备；2006 年，国内出现一批锂电专业设备制造企业，但此时设备的技术水平还相对较弱。由于进口设备昂贵、产品型号单一不能完全满足国内电池生产厂商的要求，因此部分电池厂商仍以手工生产为主，少部分电池厂商因批量生产等需求需要进口国外设备。

根据 2014 年 4 月高工锂电产业研究所(GBII)调研,国内涉及锂电池生产设备领域的企业共 278 家,但年产值超过 3 亿元的企业还没有出现(根据最新数据,新嘉拓 2014 年全年营业收入已超过 3 亿元),产值在 1-3 亿元之间的企业也只有 13 家,其余企业营收均不超过 1 亿元,行业集中度较低。

图 20: 2014 年国内部分锂离子电池设备企业营业收入(亿元)



资料来源:中国化学与物理电池协会,中国银河证券研究部,其中先导股份仅为锂电池生产设备收入

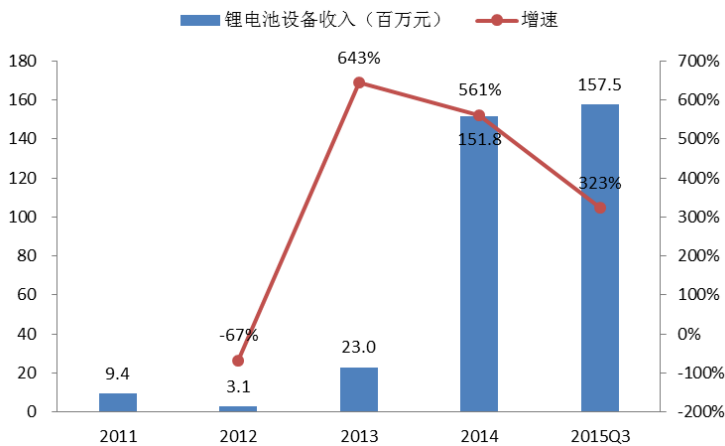
由于锂电池生产线上设备数量多且大部分为非标产品,产品需求依赖于大客户,因此行业格局较为不稳定。我们认为,面对国际一线厂商的竞争,一方面部分实力较差的国产动力锂电池厂商将出局,被淘汰的落后产能需要更高端的产能进行弥补,另一方面如比亚迪、CATL 等国内一线动力锂电池厂商也将提升高端生产设备的占比。这一进程将迫使国内锂电池设备生产厂商向高端化发展,致使部分技术实力较差的小厂商被淘汰,行业集中度有望提升。

(七) 客户+资金+技术优势,公司锂电池设备业务将高速增长

公司为处于锂电池产业链中游的电池制造商提供自动化生产、封装设备,以高端产品为主。目前,公司已经完成了锂电池设备生产线上除涂布机和化成测试机的布局,公司的募投项目将进一步完成锂电池全套生产设备的布局。

近年来公司锂电池设备生产业务呈现爆发式增长,营业收入由 2011 年的 940 万元增长到 2014 年的 1.5 亿元。2015 年前三季度公司锂电池生产设备销售收入为 1.58 亿元,同比增长 323%,已超过 2014 年全年水平。

图 21: 近年来公司锂电池设备业务实现爆发式增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

目前,三星、松下、索尼、比亚迪、ATL、力神等一线锂电池生产厂商均已成为公司客户。公司新闻显示从7月起,包括LG化学、天津力神等均到公司考察,我们预计未来公司客户将进一步拓展。

图 22: 公司锂电池设备合作伙伴以三星、松下、索尼、ATL、比亚迪等一线厂商为主

锂电池设备合作伙伴

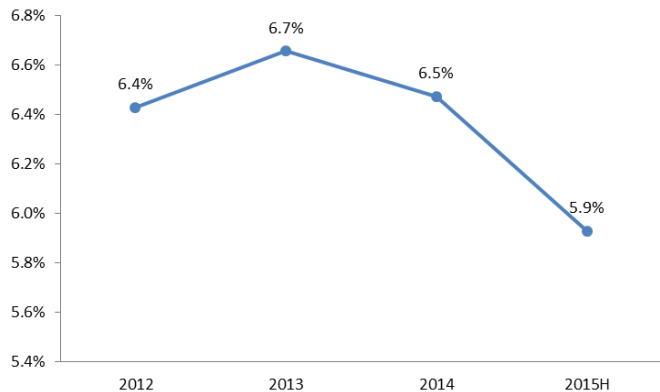


资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

截至2015年9月30日,公司在手现金超过2.2亿元。作为上市公司,公司在资金和融资渠道方面具备显著优势,面对爆发的市场能够快速提升产能,占得市场先机。

公司拥有100多名研发工程师的研发团队,研发投入常年保持6%左右的水平,技术实力突出,预计未来将继续保持领先。根据媒体报道,2014年8月,松下能源事业部最高领导坂本真治来到公司,就著名的电动汽车锂电池生产设备项目重点考察了先导,对先导的技术和制造能力表示了赞赏,我们认为这也体现了公司在动力锂电池领域的实力,公司产品未来有望进入海外市场。

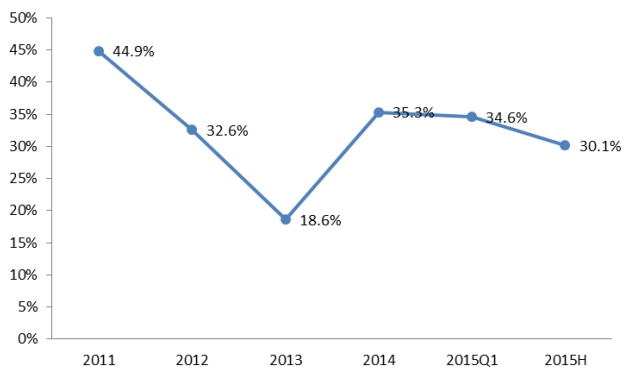
图 23: 公司研发投入常年保持6%左右的水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

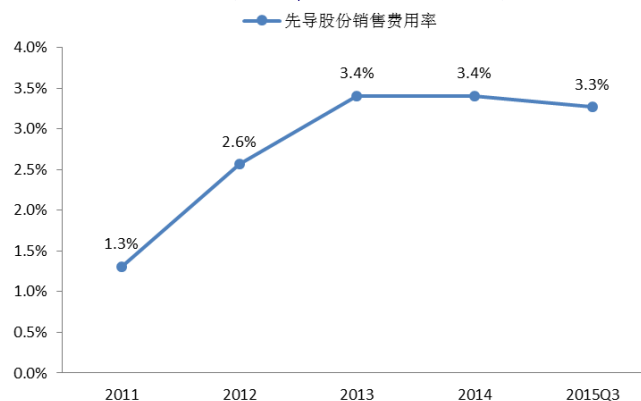
公司锂电池设备盈利能力有望进一步提升。目前公司锂电池设备毛利率约为 35% (2015 年中期因新产品拓展因素导致毛利率有所下滑), 我们认为, 公司专注于高端产品, 随着未来锂电池设备产品规模的提升和技术的进步, 毛利率有望不断提升。另一方面, 公司以口碑营销为主, 销售团队人员较少, 未来随着收入规模的扩大, 销售费用率也有望进一步下降, 提升公司整体盈利能力。

图 24: 先导股份锂电池设备盈利能力未来有望提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 25: 公司销售费用率较低, 未来有望继续下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

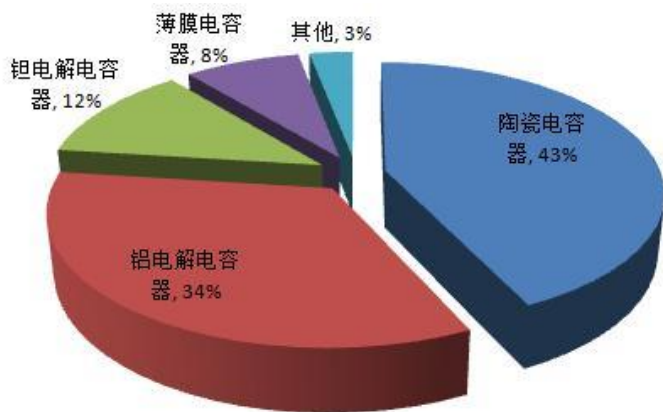
三、薄膜电容、光伏生产设备：将保持稳定增长

(一) 薄膜电容器设备：行业保持增长，公司业务将稳健发展

1、薄膜电容器行业将保持增长态势

电容器应用领域广泛，是不可替代的三大基础被动电子元器件（电阻、电容和电感）之一。电容器按照制造材料可分为薄膜电容器、铝/钽电解电容器、陶瓷电容器等。其中薄膜电容器以塑料薄膜为电介质，具有无极性、绝缘阻抗高、频率特性优异、介质损失小等优点。不同类型电容特性不同，应用场合不同，替代性不强，目前薄膜电容器市场规模约占整个电容器市场的8%。

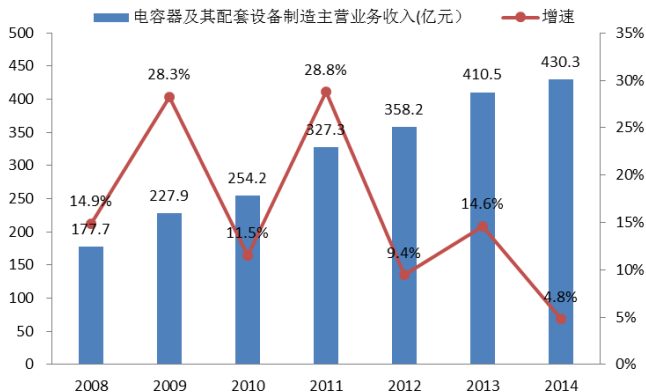
图 26：薄膜电容器市场规模约占整个电容器市场的 8%



资料来源：台湾工研院 IEK-ITIS 计划，中国银河证券研究部

我国电容器及配套设备制造企业主营业务收入近年来保持较快增长，2014 年虽然增速有所下滑，但仍保持了近 5% 的稳定增速，市场规模达到 430 亿元。据此计算，薄膜电容器市场规模约 35 亿元。

图 27：2014 年电容器市场仍保持 5% 的稳定增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

薄膜电容器的传统应用领域主要包括**电力、通讯、节能照明和家电**，新型应用领域主要包括**新能源汽车、风能和太阳能发电**。以新能源汽车为例，目前占主导地位的铝电解电容器在高温环境下寿命不足 10000 小时，而采用薄膜电容器寿命超过 15 年。丰田混合动力汽车普锐斯二代及三代均使用薄膜电容器替换铝电解电容器，而新能源汽车的明星车型**特斯拉、比亚迪“秦”**等也均采用薄膜电容器。在节能照明方面，**LED 照明设备的驱动电源所使用的电容器也呈现出薄膜电容器对铝电解电容器的替代趋势。**

我们认为，随着薄膜电容器对铝电解电容器的替代以及新能源汽车、LED 照明设备等应用领域的迅速发展，**薄膜电容器行业将保持增长。**

2、薄膜电容器生产设备起家，将稳健发展

公司以薄膜电容器生产设备起家，经过多年的发展，已掌握包括自动卷绕技术和高速分切技术在内的多项薄膜电容器核心制造技术，开发了用于薄膜电容器制造的成套设备，并对设计制造的薄膜电容器设备拥有全部自主知识产权。

薄膜电容器设备制造行业的市场化程度较高，竞争较为充分。公司在薄膜电容器设备制造领域的竞争对手以境外厂商为主，包括韩国 Koem、日本 Kaido 等。凭借突出的性价比，公司已取得一定的竞争和客户优势，包括 TDK、施耐德、GE 等知名企业均已成为公司客户。

以自动卷绕机为例，2009-2011 年，公司共销售高压电力电容器自动卷绕机 50 台，其中国内市场实现销售 45 台，而同期国内高压电力电容器生产商采购高压卷绕机 46 台。此外，2014 年中国电子元件百强企业中，从事薄膜电容器生产的 4 家企业均为先导股份客户。

图 28：公司薄膜电容器生产设备合作伙伴：TDK、施耐德、GE 等

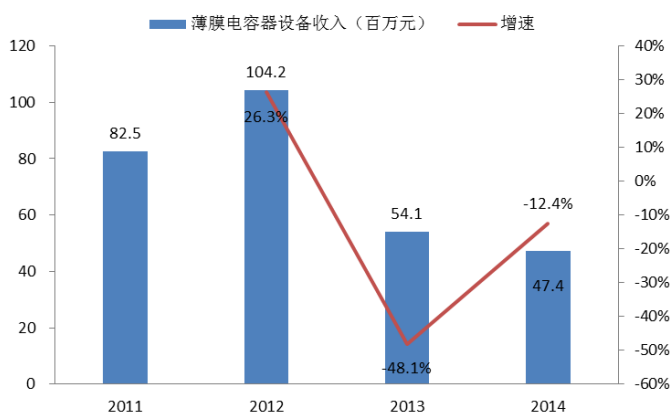
电容器成套自动化设备合作伙伴



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

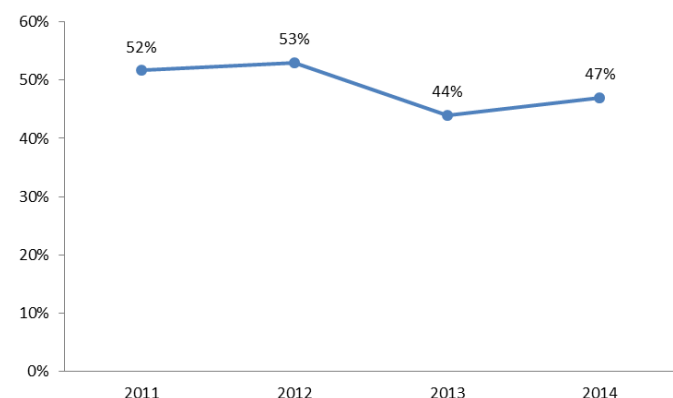
由于公司产能有限，近年来，随着光伏生产设备和锂电池生产设备业务的快速增长，公司薄膜电容器产品收入出现一定程度的下滑，但仍然维持在 5000 万元左右的收入规模，同时毛利率保持在 50% 左右的较高水平。考虑到锂电设备行业的爆发及公司产能可以在不同产品间快速切换的特点，我们预计公司薄膜电容器产品未来可能作为调节产能的业务平稳发展。

图 29：公司薄膜电容器产品收入近年来保持在约 5000 万元



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 30：公司薄膜电容器产品毛利率保持 50%左右的较高水平



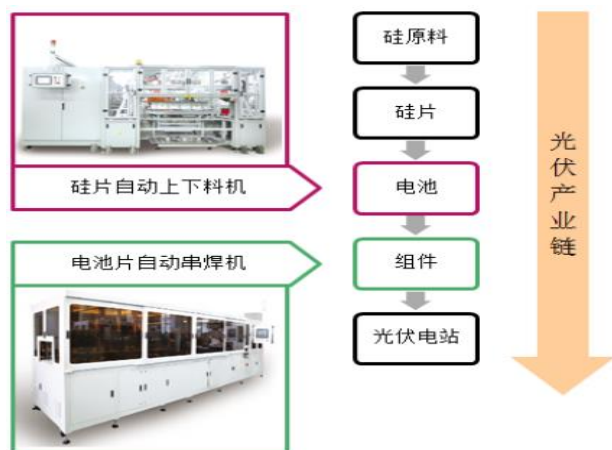
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

（二）光伏自动化生产设备：到 2020 年市场空间 240 亿元，将保持较快增长

1、光伏自动化生产设备：节省人工成本，提高加工精度

公司光伏自动化生产配套设备主要产品为硅片自动上下料机和电池片自动串焊机。前者用于配套光伏电池片生产线，后者用于光伏组件的生产。

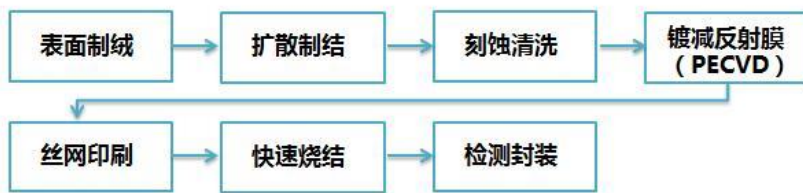
图 31：公司所产光伏自动化生产配套设备在光伏产业链中所处位置



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

光伏电池片生产工序中，处于前端的表面制绒、扩散制结、刻蚀清洗和镀减反射膜四道重要工序均需要进行硅片的上下料操作，而电池片的焊接/串焊环节直接决定电能输出效果，影响光伏组件的性能，具有关键的工艺地位。

图 32：光伏电池片的生产工序



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 33：光伏组件生产线三大工序

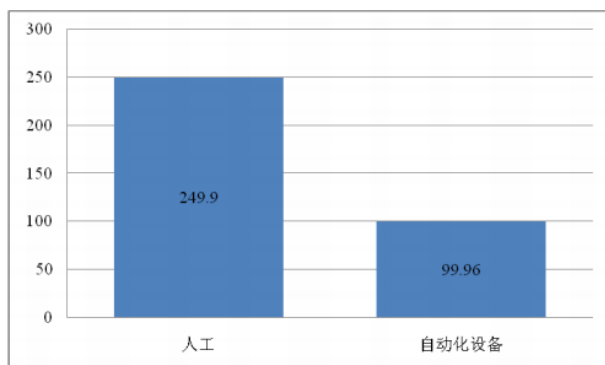


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

光伏电池片生产线的上下料和焊接/串焊的自动化程度目前相对较为薄弱，通常由工人手动完成。公司产品可以为企业节省大量人力资源，大幅降低劳动力成本，此外，自动化生产设备还可以避免人工接触硅片造成的污染，降低碎片率，提高焊接精度。

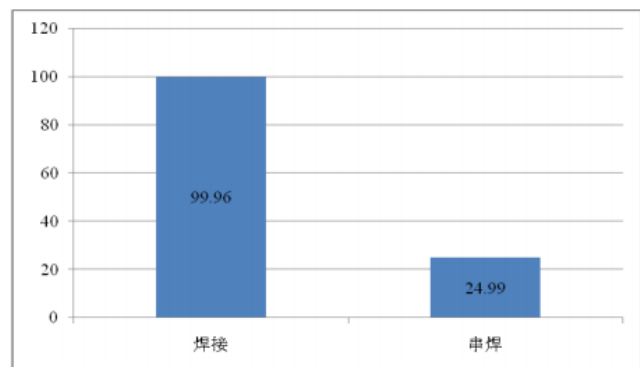
举例来说，自动化设备上下料可为企业节省三班合计 36 人，每年节约人工成本 160 万元、硅片超过 90 万元，投资回报期为 1.4-2 年；自动串焊机可为企业节省三班合计 18 人，每年节约人工成本 75 万元，投资回报期为 1.2 年。

图 34：采用自动化设备上下料可节约成本 60%



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 35：采用电池片自动串焊机可节约成本 75%

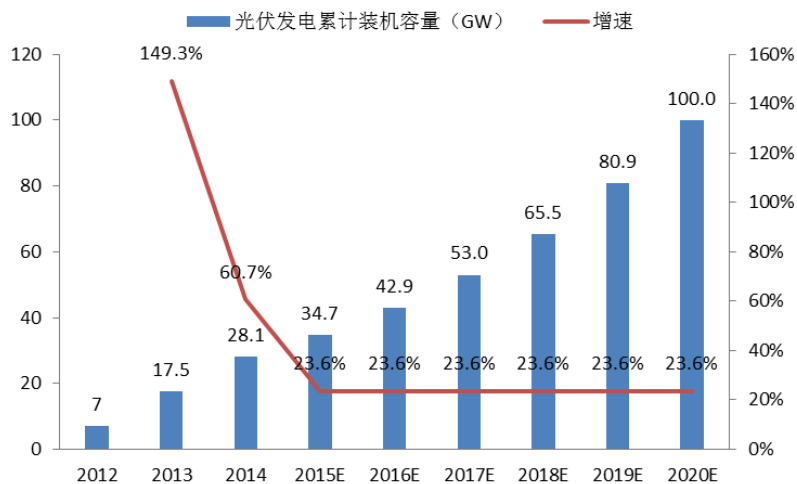


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2、到 2020 年公司光伏自动化生产设备产品累计市场空间接近 240 亿元

在过去几年的产能扩张中，光伏企业的采购主要集中于主设备，整线自动化配套水平较低。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，到 2020 年我国光伏装机容量将达到 100GW。2014 年底我国光伏发电累计装机容量为 28.05GW，据此计算，到 2020 年我国光伏装机容量复合增速将达到 23.6%。

图 36：到 2020 年我国光伏装机容量复合增速将达到 23.6%



资料来源：国家能源局，中国银河证券研究部

按照公司招股说明书中的数据计算(年节省费用*投资回报期)，硅片自动上下料机单条线设备价值量约 425 万元，自动串焊机单条线设备价值量约 100 万元。据此测算，到 2020 年公司产品累计市场空间接近 240 亿元，其中自动上下料机累计市场空间约 170 亿元，自动串焊机累计市场空间约 70 亿元。

表 11：到 2020 年公司光伏自动化生产设备产品累计市场空间接近 240 亿元

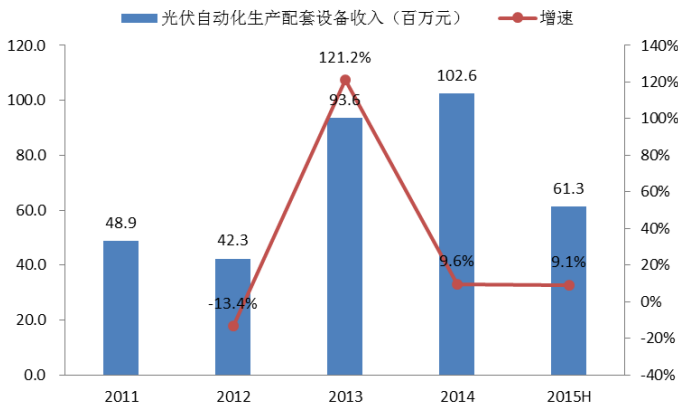
	硅片自动上下料机	自动串焊机
标准线容量	25MW	15MW
所需生产线数量	4000	6667
单条线设备价值量(万元)	425	100
市场空间(亿元)	170	66.7
合计市场空间	236.7	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3、公司光伏自动化生产设备业务将保持 10%-15% 增速

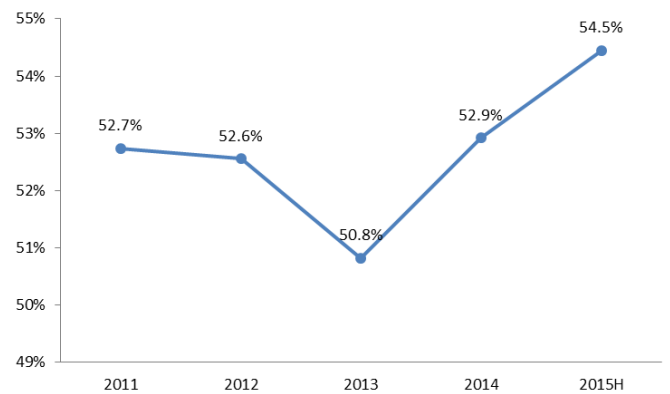
公司光伏自动化生产设备产品收入于 2013 年迎来爆发式增长，2014 年收入超过 1 亿元，2015 年上半年实现收入 6127 万元，同比增长 9.1%。公司光伏自动化生产设备产品毛利率常年保持 50% 以上的高水平，2015 年上半年达到 54.5%，盈利能力突出。

图 37: 2014 年公司光伏自动化生产设备产品收入超过 1 亿元



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 38: 公司光伏自动化生产设备产品毛利率常年高于 50%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司与尚德集团、海润光伏、保利协鑫、阿特斯等多家光伏龙头企业保持良好的合作关系；在自动串焊机领域国内仅有三家生产企业，公司为国内首创，市占率约 30%-40%，具有较强竞争优势。我们认为，随着光伏整线配套设备自动化程度的提高和光伏装机容量的快速增长，未来 3 年公司光伏自动化生产设备业务将保持 10%-15% 的较快增速。

图 39: 公司光伏生产设备合作伙伴包括尚德、海润等多家龙头企业

光伏电池生产自动化合作伙伴



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

四、盈利预测和估值：公司成长性突出，上调评级至“推荐”

（一）预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率接近 70%

我们判断未来三年公司锂电池设备业务将保持高速增长，2015-2017 年业绩复合增长率接近 70%。公司受益于锂电池行业的爆发式发展，预计 2015-2017 年 EPS 为 1.05/1.85/2.96 元。

表 12：预计公司锂电池设备业务将高速增长

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	143.02	153.76	174.76	306.54	626.21	1188.08	1706.34
锂电池设备	9.44	3.09	22.96	151.79	455.38	1001.84	1502.76
光伏自动化生产配套设备	48.86	42.32	93.61	102.56	117.94	132.68	149.27
配件	2.21	4.07	3.92	4.65	5.35	6.02	6.77
薄膜电容器设备	82.50	104.22	54.13	47.40	47.40	47.40	47.40
其他	0.00	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
营业收入增速		7.5%	13.7%	75.4%	104.3%	89.7%	43.6%
锂电池设备		-67.3%	643.4%	561.1%	200%	120%	50%
光伏自动化生产配套设备		-13.4%	121.2%	9.6%	15%	13%	13%
配件		83.8%	-3.7%	18.7%	15%	13%	13%
薄膜电容器设备		26.3%	-48.1%	-12.4%	0%	0%	0%
其他			103.4%	4.0%	0%	0%	0%
营业收入构成							
锂电池设备	6.6%	2.0%	13.1%	49.5%	72.7%	84.3%	88.1%
光伏自动化生产配套设备	34.2%	27.5%	53.6%	33.5%	18.8%	11.2%	8.7%
配件	1.5%	2.6%	2.2%	1.5%	0.9%	0.5%	0.4%
薄膜电容器设备	57.7%	67.8%	31.0%	15.5%	7.6%	4.0%	2.8%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.3%	52.4%	44.6%	43.5%	41.5%	40.2%	40.9%
锂电池设备	45%	33%	18.6%	35.3%	37.0%	37.5%	39.0%
光伏自动化生产配套设备	53%	53%	51%	53%	55.0%	56.0%	56.0%
配件	32%	50%	65%	65%	67.0%	68.0%	69.0%
薄膜电容器设备	52%	53%	44%	47%	48.0%	49.0%	50.0%
其他	200%	100%	-179%	100%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 13：预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率接近 70%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	174.76	306.54	626	1,188	1,706
营业收入增长率	13.66%	75.41%	104%	90%	44%
净利润（百万元）	37.46	65.51	142	252	402
净利润增长率	-13.65%	74.87%	117%	77%	60%

EPS (元)	0.28	0.48	1.05	1.85	2.96
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.36%	22.82%	18.00%	25.03%	29.88%
P/E	368	210	97	55	34
P/B	56.5	48.0	17.5	13.7	10.3
EV/EBITDA	105	64	90	47	28

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部，股价截至2015年12月17日

(二) 公司成长性突出，具备一定估值优势，上调评级至“推荐”

预计公司2015-2017年EPS为1.05/1.85/2.96元，PE为97/55/34倍。公司在自动化设备行业中成长性突出，具备一定估值优势，未来将向工业4.0领域不断延伸，业绩具备上调潜力，上调评级至“推荐”。

表 14：公司在自动化设备行业中成长性突出，具备一定估值优势

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
先导智能	300450.SZ	101.40	0.48	1.05	1.85	2.96	210	97	55	34
赢合科技	300457.SZ	73.35	0.43	0.60	0.90	1.28	170	122	82	58
智云股份	300097.SZ	45.49	0.15	0.16	0.60	0.84	299	283	76	54
机器人	300024.SZ	73.71	0.46	0.58	0.80	1.05	161	126	93	70
蓝英装备	300293.SZ	25.13	0.27	0.32	0.45	0.57	92	78	56	44
博实股份	002698.SZ	30.76	0.27	0.30	0.36	0.42	112	104	85	74
天奇股份	002009.SZ	19.28	0.26	0.36	0.57	0.70	74	54	34	28
华昌达	300278.SZ	20.89	0.09	0.21	0.37	0.45	232	100	57	47
软控股份	002073.SZ	17.04	0.23	0.34	0.45	0.61	73	51	38	28
劲拓股份	300400.SZ	42.62	0.27	0.29	0.33	0.43	159	145	129	100
平均							152	118	72	56

资料来源：Wind、中国银河证券研究部（除先导股份外，其余均为Wind一致预期），股价截至2015年12月17日

附录：3 张表预测

表 15：利润表预测

利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	175	307	626	1,188	1,706
营业成本	97	173	369	711	1,008
折旧和摊销	7	8	15	26	34
营业税费	2	2	4	8	12
销售费用	6	10	20	36	48
管理费用	25	39	75	137	179
财务费用	1	(0)	(3)	1	(2)
资产减值损失	3	8	20	25	14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	42	75	142	271	448
利润总额	44	77	167	296	473
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	37	66	142	252	402
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.28	0.48	1.05	1.85	2.96
NOPLAT	36.59	62.59	117.61	230.87	378.42
EBIT	42.79	73.84	138.37	271.61	445.20
EBITDA	50.02	81.56	153.19	297.17	479.25

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 16：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	382	736	1,814	2,939	3,739
流动资产	257	560	1,454	2,404	3,138
货币资金	20	116	322	594	1,062
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	89	93	321	581	759
应收票据	37	42	91	196	255
其他应收款	2	4	6	13	19
存货	106	299	700	995	1,008
非流动资产	125	175	360	535	601
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	68	65	231	389	460
无形资产	35	34	33	31	29
总负债	138	449	1,025	1,933	2,394
无息负债	138	410	996	1,722	2,366

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
有息负债	0	38	28	211	28
股东权益	244	287	790	1,006	1,345
股本	51	51	136	136	136
公积金	120	126	416	441	454
未分配利润	73	110	238	429	755
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	244	287	790	1,006	1,345
Vd	0	38	28	211	28
Ve	5,171	5,171	13,790	13,790	13,790
EV	5,239	5,247	13,810	14,001	13,610
IC	312	362	810	1,217	1,165

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 17: 现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	44	94	51	326	811
净利润	37	66	142	252	402
折旧摊销	7	8	15	26	34
净营运资金增加	11	(0)	262	233	(118)
其他	(12)	20	(368)	(184)	493
投资活动产生现金流	(26)	(42)	(199)	(199)	(99)
净资本支出	(35)	(34)	200	200	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	9	(7)	(399)	(399)	(199)
融资活动现金流	(22)	14	353	145	(244)
股本变化	0	0	85	0	0
债务净变化	(21)	38	(10)	182	(182)
无息负债变化	99	272	586	726	644
净现金流	(4)	66	205	272	468

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司锂电池生产设备收入占比迅速提升	1
图 2: 2015 年上半年公司锂电池生产设备收入占比超过 60%	1
图 3: 公司动力锂电池生产设备: 全自动叠片机	1
图 4: 公司数码锂电池生产设备: 焊接卷绕一体机	1
图 5: 公司薄膜电容器生产设备: 高速分切机	2
图 6: 公司光伏生产设备: 电池片高速串焊机	2
图 7: 公司主要产品之间关系	2
图 8: 2014 年来公司营业收入迎来爆发式增长	3
图 9: 2015 年前三季度公司净利润同比增长 247%	3
图 10: 公司股权结构: 王燕清合计持股占本次发行后总股本的 58.58%	4
图 11: 2012-2014 年全球动力锂电池占比迅速提升	6
图 12: 我国锂离子电池产量(只数)保持较快增长	7
图 13: 锂离子电池生产工艺	7
图 14: 高工产研预测 2015 年锂电池设备行业规模达到 121 亿元	8
图 15: 2014 年全球智能手机出货量仍保持较快增长	9
图 16: 2014 年全球平板电脑出货量小幅增长	9
图 17: 2014 年起我国新能源汽车销量进入高速增长阶段	11
图 18: 中性情景下“十三五”期间我国动力锂电池产能复合增速将达到 43%	12
图 19: 特斯拉 Powerwall 工作方式	13
图 20: 2014 年国内部分锂离子电池设备企业营业收入(亿元)	15
图 21: 近年来公司锂电池设备业务实现爆发式增长	16
图 22: 公司锂电池设备合作伙伴以三星、松下、索尼、ATL、比亚迪等一线厂商为主	16
图 23: 公司研发投入常年保持 6% 左右的水平	16
图 24: 先导股份锂电池设备盈利能力未来有望提升	17
图 26: 薄膜电容器市场规模约占整个电容器市场的 8%	18
图 27: 2014 年电容器市场仍保持 5% 的稳定增速	18
图 28: 公司薄膜电容器生产设备合作伙伴: TDK、施耐德、GE 等	19
图 29: 公司薄膜电容器产品收入近年来保持在约 5000 万元	20
图 30: 公司薄膜电容器产品毛利率保持 50% 左右的较高水平	20
图 31: 公司所产光伏自动化生产配套设备在光伏产业链中所处位置	20
图 32: 光伏电池片的生产工序	21
图 33: 光伏组件生产线三大工序	21
图 34: 采用自动化设备上下料可节约成本 60%	21
图 35: 采用电池片自动串焊机可节约成本 75%	21
图 36: 到 2020 年我国光伏装机容量复合增速将达到 23.6%	22
图 37: 2014 年公司光伏自动化生产设备产品收入超过 1 亿元	23
图 38: 公司光伏自动化生产设备产品毛利率常年高于 50%	23
图 39: 公司光伏生产设备合作伙伴包括尚德、海润等多家龙头企业	23

表格目录

表 1: 公司主要产品的产量与销量	3
表 2: 公司存货余额及变动情况 (万元)	3
表 3: 公司近三年产能利用率均超过 100%, 且逐年递增	4
表 4: 募集资金收购资产及投资项目	4
表 5: 典型的锂电池生产线组成	7
表 6: 2015 年以来新能源汽车相关政策密集出台	9
表 7: 中国新能源汽车销量预测(分车型).....	11
表 8: 2020 年新能源汽车产能及对应动力锂电池产能预期	11
表 9: 近年来中国 (含外资) 锂电池主要厂商扩产情况	12
表 10: 日韩三大锂电池设备商概况	14
表 11: 到 2020 年公司光伏自动化生产设备产品累计市场空间接近 240 亿元.....	22
表 12: 预计公司锂电池设备业务将高速增长	24
表 13: 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率接近 70%.....	24
表 14: 公司在自动化设备行业中成长性突出, 具备一定估值优势.....	25
表 15: 利润表预测	26
表 16: 资产负债表预测	26
表 17: 现金流量表预测	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn