

先导智能 (300450)

驶入快车道，成就高端锂电设备企业

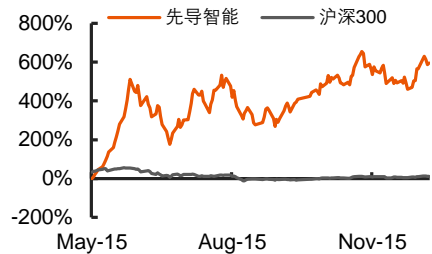
推荐 (首次)

现价: 105.96 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.leadchina.cn
大股东/持股	无锡先导投资发展有限公司 /40.58%
实际控制人/持股	王燕清/58.58%
总股本(百万股)	136
流通 A 股(百万股)	34
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	144.11
流通 A 股市值(亿元)	36.03
每股净资产(元)	4.78
资产负债率(%)	54.81

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

俞能飞 一般从业资格编号
S1060115080061
021-20661797
YUNENGFEI079@PINGAN.COM.CN

满在朋 一般从业资格编号
S1060115080074
021-20661798
MANZAIPENG028@PINGAN.COM.CN

投资要点

平安观点:

- **核心技术多元化发展，进入锂电池生产设备和光伏自动化生产设备领域：**1) 公司在薄膜电容器设备领域发展多年，自动卷绕等核心技术积累丰富，近年公司通过技术多元化拓展将业务延伸至锂电池生产设备和光伏自动化生产设备领域；2) 随着新能源汽车和锂电池行业的景气度不断提高，公司锂电池设备收入呈现爆发式增长，至 2015 年上半年，该部分收入 1.17 亿元，同比增长 234.84%，占公司总收入的 61.1%。
- **国内锂电池设备企业受益于下游行业快速发展，公司主要定位于高端客户：**1) 世界锂电池生产中心正在不断向中国转移，2014 年中国占比达到 27%，近年来以每年 2% 的增长幅度提升在全球范围内的占比，未来有望进一步提高。2) 节能减排需求、政策加码都一直在刺激着新能源汽车的产销，预计 2020 年新能源汽车销量达到 203 万辆，年均复合增长率 50%，因而动力电池成为我国锂电池市场的增长主力。3) 锂电池设备方面，高工锂电报告显示，2014 年我国锂电生产设备产值（不含进口设备）为 38 亿元，同比增长 31%，并预计 2015 年将为 78 亿元，2020 年达到 285 亿元，国产设备占比也将提升至 80%。4) 公司锂电池生产设备产品包括全自动卷绕机、分切机、注液机、四合一成型机等，主要定位于松下、ATL 等高端客户，并建立了长期合作关系。
- **光伏行业稳中前进，公司光伏生产设备性能达到国内领先水平：**1) 全球光伏行业近年稳中求进，2014 年全球新增光伏装机 47GW，同比增长 20%，其中国内新增装机 10.6GW，约占全球新增装机的五分之一，政策加码促进国内光伏行业发展。2) 公司所产光伏自动化生产设备有硅片自动上下料机、电池片自动串焊机等，相关技术和性能已达到国内领先水平，与尚德集团、海润光伏、英利太阳能、阿特斯等多家光伏龙头企业保持良好的合作关系。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	175	307	706	1280	2064
YoY(%)	13.7	75.4	130.3	81.3	61.3
净利润(百万元)	38	66	105	207	388
YoY(%)	-13.6	74.9	61.0	95.9	87.6
毛利率(%)	44.6	43.5	40.8	41.9	44.5
净利率(%)	21.4	21.4	14.9	16.1	18.8
ROE(%)	15.4	22.8	14.4	23.4	31.9
EPS(摊薄/元)	0.28	0.48	0.78	1.52	2.85
P/E(倍)	384.6	220.0	136.7	69.8	37.2
P/B(倍)	59.1	50.2	19.7	16.3	11.8

- **现在募投项目解决产能瓶颈，并将受益于行业快速发展，未来规模效应、进口替代等将使向高端设备生产商倾斜：**1) 公司产能利用率逐年提高，2014 年达到 164.74%，募投项目完成后，在解决产能瓶颈的同时，也将提高公司毛利率。2) 规模效应、进口替代等因素决定了锂电池生产设备的采用将逐步走向高端化、自动化，具备技术优势的大型锂电设备企业将受到市场青睐。
- **盈利预测：**我们认为公司在新能源汽车和锂电池行业景气度持续提升的情况下，公司将进入高速发展阶段，相关设备产品的优质性能和定位于高端客户的战略能够为业绩保驾护航，我们看好公司的成长性，预计公司 2015-2017 年的营业收入分别为 7.06、12.8、20.64 亿元，同比增长分别为 130.3%、81.3%、61.3%；净利润分别为 1.05、2.07、3.88 亿元；每股收益分别为 0.78、1.52、2.85 元，同比增长 61%、95.9%、87.6%，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源汽车刺激力度下降；2) 锂电池生产企业扩产不及预期。

正文目录

一、公司基本情况	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 核心技术多元化拓展	5
1.3 锂电池生产设备成为公司收入最大增长点	6
1.4 公司股权结构	7
二、锂电池设备市场乘风而起	8
2.1 中国锂电池市场快速增长，动力锂电池是增长主力	8
2.2 锂电池生产设备市场受益于下游行业快速发展	10
2.3 公司锂电池生产设备收入大幅增长	13
三、光伏自动化生产设备	14
3.1 光伏行业发展	14
3.2 公司光伏生产设备收入	15
四、现在在哪里，未来去何处	17
4.1 现在在哪里	17
4.2 未来在何方	18
五、盈利预测与估值	19
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	公司发展历程	5
图表 2	技术多元化拓展，进入锂电池设备和光伏自动化生产设备领域	6
图表 3	锂电池设备收入增长快速，已成为公司最大增长点（单位：万元）	6
图表 4	2015 年上半年营业收入结构（单位：%）	7
图表 5	公司净利润增长（单位：万元，%）	7
图表 6	公司股权结构	7
图表 7	全球锂电池产业规模及增速（单位：亿美元，%）	8
图表 8	中日韩三国占据全球锂电市场 95% 以上的份额	8
图表 9	2010-2014 年中国锂电池产业规模及增速，行业正在加快增长（单位：亿元，%）	8
图表 10	锂电池制造企业数量，2015 年突破已 500 家（单位：家）	9
图表 11	锂电池制造企业营业收入及增长情况（单位：亿元，%）	9
图表 12	2010-2014 年我国锂电池进口金额（单位：亿美元）	9
图表 13	新能源汽车销量预测（单位：万辆）	10
图表 14	锂电池生产流程	11
图表 15	第一、二工序段生产设备价格价格（单位：万元）	11
图表 16	锂电池设备市场规模（单位：亿元，%）	12
图表 17	中日韩及欧美锂电生产设备各方面优势对比	12
图表 18	国产锂电生产设备占比显著提高（单位：%）	12
图表 19	国内锂电生产设备经历了较长时间的发展	13
图表 20	公司主要锂电池生产设备的功能及特点	13
图表 21	公司锂电池设备收入进入爆发式增长阶段（单位：万元，%）	14
图表 22	锂电池生产设备主要客户	14
图表 23	全球新增光伏装机量（单位：GW）	15
图表 24	我国新增光伏装机量（单位：GW）	15
图表 25	公司光伏自动化生产设备	16
图表 26	近年公司光伏生产设备收入平稳增长（单位：万元，%）	16
图表 27	光伏电池生产自动化合作伙伴	17
图表 28	公司产能率不断提高（单位：标准台，%）	17
图表 29	公司产品的产销率（单位：台/套；%）	17
图表 30	公司募投资项目（单位：万元）	18
图表 31	国内主要锂电设备企业数据（单位：）	18

一、公司基本情况

1.1 公司发展历程

公司自 2001 年开始为松下提供电容器设备，在相关设备领域发展多年，目前专业从事自动化成套设备的研发、设计、生产与销售以及提供自动化整体解决方案，相关技术达到国际先进、国内领先水平，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。目前员工数量已突破 1000 人，研发团队 100 多人，截止 2015 年 9 月，无锡先导共计获得专利授权 104 项，其中 16 项发明，80 项实用新型，8 项外观设计。

公司最初生产电容器设备，后以技术多元化发展进入锂电池生产设备、光伏自动化生产设备领域，随着新能源汽车和锂电池爆发式增长，公司也进入了高速发展期，产品已远销美国、德国、日本等 20 多个国家和地区。公司已与三星、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。

图表1 公司发展历程

时间	公司发展历程
2000	创立无锡先导电容器设备厂；
2001	开始为日本松下提供电容器设备
2002	设立【无锡先导自动化设备有限公司】；开始为法拉电子提供设备
2004	通过 ISO2000:9000 质量管理体系认证；为日本 TDK 在中国、巴西、印度等的工厂提供设备
2006	研发成功 8 枪自动喷金设备 LX880 自动喷金设备
2008	开始涉足锂电池行业；自动卷绕机出口美国
2009	为无锡尚德开发太阳能电池自动化生产配套设备
2010	研发成功锂电池熔接机；为索尼开发锂电池设备
2011	乔迁新厂房；为索尼开发成功锂电池电极自动重绕机
2012	研发成功用于光伏组件的硅片自动串焊机
2013	研发成功数码锂电池焊接卷绕一体机、电动汽车用动力锂电池卷绕机、电池成型组装机、极片模切机
2014	公司开发的动力和数码锂电池设备行业国内排名第一，动力锂电池设备用于生产宝马、宇通客车动力锂电池，公司锂电池设备技术达到国际先进国内领先的水平
2015	研发成功用于圆柱形动力锂电池的核心设备-圆形电池高速自动卷绕机

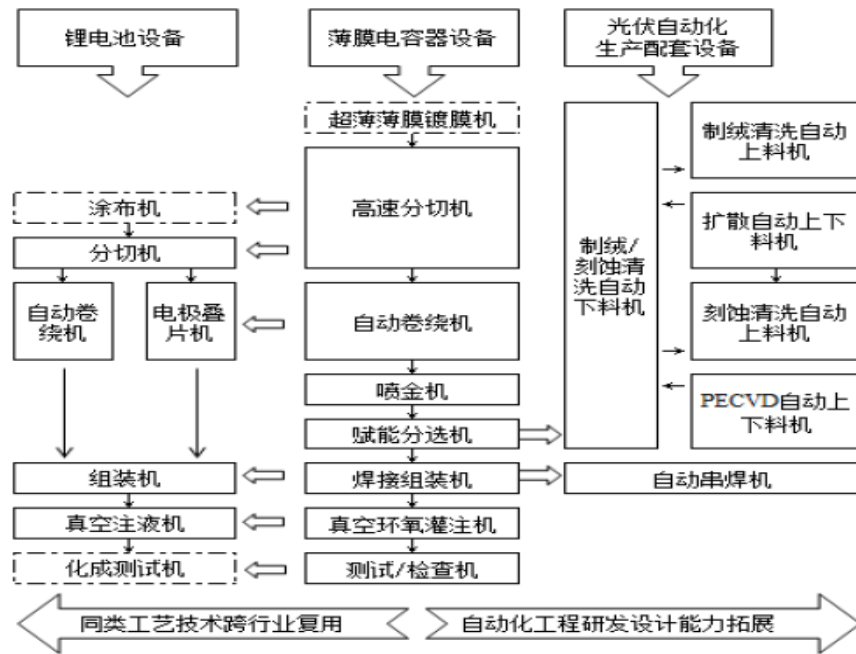
资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 核心技术多元化拓展

公司从事薄膜电容器设备研制多年，以技术含量最高的自动卷绕技术为核心，研制出了用于薄膜电容器制造的成套自动化设备，包括高速分切机、自动卷绕机、喷金机、赋能分选机等多种设备。

后公司以技术多元化发展进入锂电池生产设备和光伏自动化生产设备领域，其中，卷绕、分切技术同样为锂电池生产的核心环节，直接关系到锂电池的稳定性和一致性等性能，公司以优势技术进入锂电池生产设备领域，产品包括分切机、自动卷绕机等；而进入光伏自动化生产设备领域则是公司自动化工程研发设计能力拓展的充分体现，公司成功开发了配套于光伏电池生产线上多个环节的硅片自动上下料机和用于光伏组件生产的电池片自动串焊机等。

图表2 技术多元化拓展，进入锂电池设备和光伏自动化生产设备领域



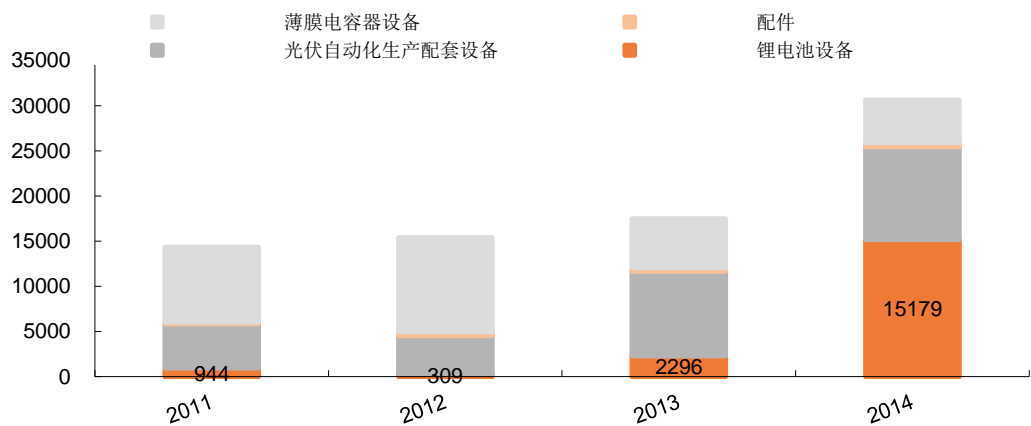
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 锂电池生产设备成为公司收入最大增长点

公司收入在 2014 年开始快速增长，当年收入 3.07 亿元，是 2011 年的 2.14 倍，2011-2014 年收入的年均复合增速为 28.9%，这主要得益于锂电池生产设备收入的爆发式增长，已经成为公司最大增长点，且趋势在 2015 年更加明显。

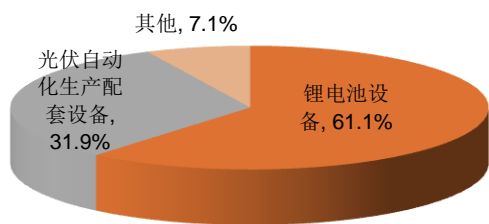
2015 年上半年收入 1.92 亿元，同比增长 88.47%，其中锂电池生产设备收入 1.17 亿元，同比增长 234.84%，占上半年收入的 61.1%，光伏自动化生产配套设备收入 6127 万元，同比增长 9.06%，占收入的 31.9%。2015 年 1-9 月份营业总收入 2.79 亿元，同比增长 136.11%。

图表3 锂电池设备收入增长快速，已成为公司最大增长点（单位：万元）



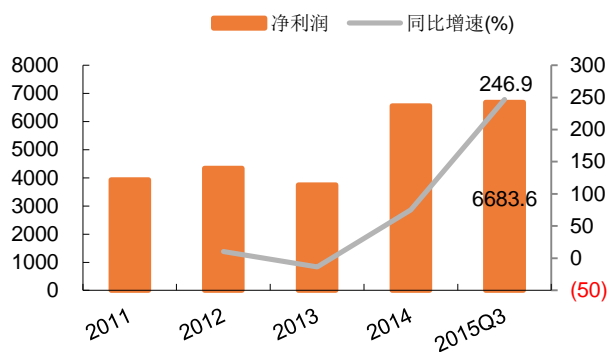
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2015年上半年营业收入结构（单位：%）



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 公司净利润增长（单位：万元，%）

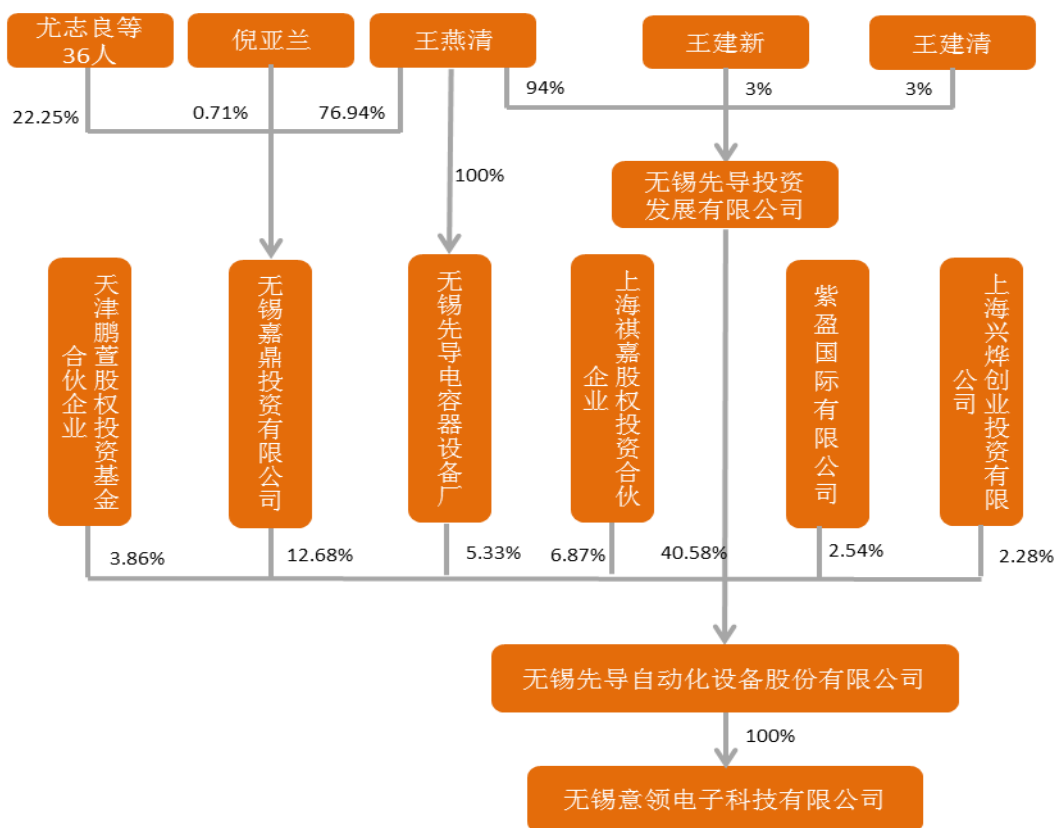


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 公司股权结构

公司实际控制人为董事长王燕清，通过无锡先导投资、无锡嘉鼎投资、无锡先导电容器设备厂三个主体共持有先导智能 58.58%的股份。董事长王燕清为技术出身，为公司 90 余项专利发明人，全面负责公司经营管理方面的重要事项。

图表6 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、 锂电池设备市场乘风而起

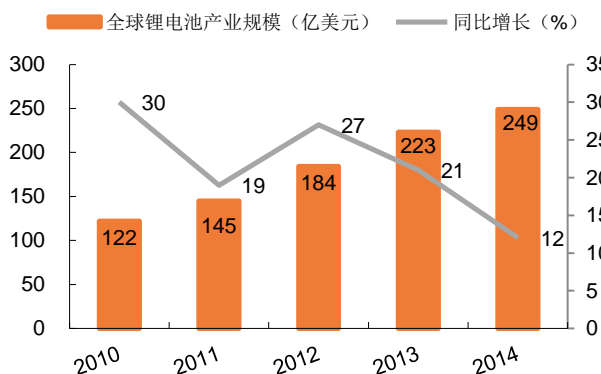
2.1 中国锂电池市场快速增长，动力锂电池是增长主力

2.1.1 锂电池市场：全球结构变动，中国快速增长

全球锂电市场近年维持平稳较快增长的态势，2014 年全球锂电池容量达到 53.6GWh，市场规模达到 249 亿美元，同比增长 12%，较 2012、2013 年的 27%、21% 分别下滑了 15 和 9 个百分点，规模增长主要原因是锂电池在电动汽车、储能等领域的应用快速增长，消费型锂电池由于受到下游手机、便携式电脑等消费电子产品增速放缓的影响，增速有所下滑。

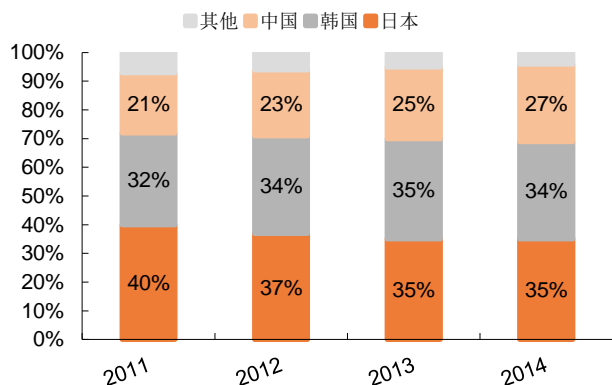
从锂电池行业的地区分布来看，全球锂离子电池产业主要集中在中、日、韩三国，三者共占据了全球 95% 以上的市场份额。2014 年中国占比达到 27%，近年来保持每年 2% 的增长幅度提升在全球范围内的占比，未来中国占比将进一步提高，锂电池生产中心正在不断向中国转移。

图表7 全球锂电池产业规模及增速（单位：亿美元，%）



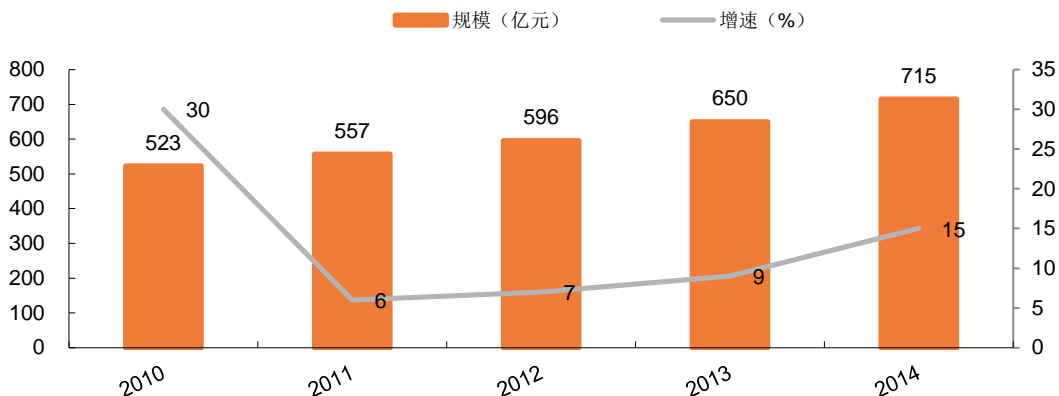
资料来源：赛迪智库，平安证券研究所

图表8 中日韩三国占据全球锂电市场 95% 以上的份额



资料来源：赛迪智库，平安证券研究所

图表9 2010-2014 年中国锂电池产业规模及增速，行业正在加快增长（单位：亿元，%）

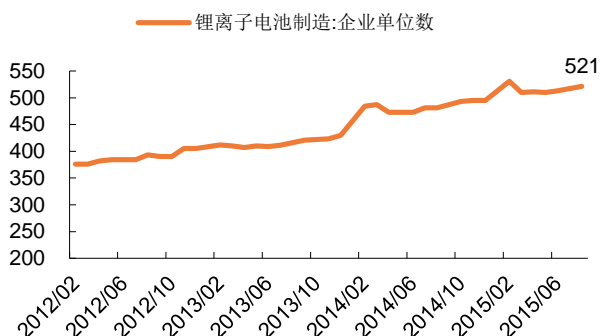


资料来源：赛迪智库，平安证券研究所

2014 年我国锂电池产业规模已达 715 亿元，同比增长 15%。万德数据显示，我国锂电生产企业数量由 2012 年初的 376 家快速增至目前的 521 家，企业主营业务收入更是由 2012 年的 1210 亿元提

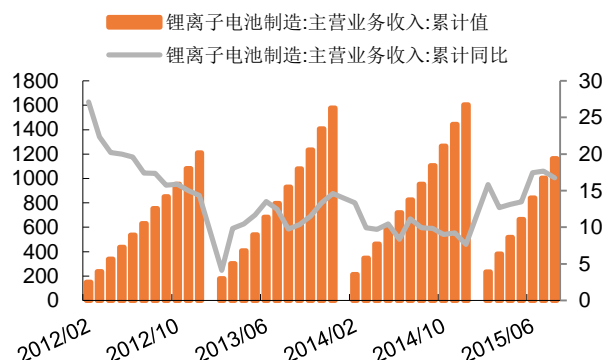
升至 2014 年的 1603 亿元，年均复合增长率为 15.1%，2015 年 1-8 月已经达到 1162 亿元，同比增长 22.1%，显示我国锂电池行业景气度不断提高。

图表10 锂电池制造企业数量，2015 年突破已 500 家（单位：家）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

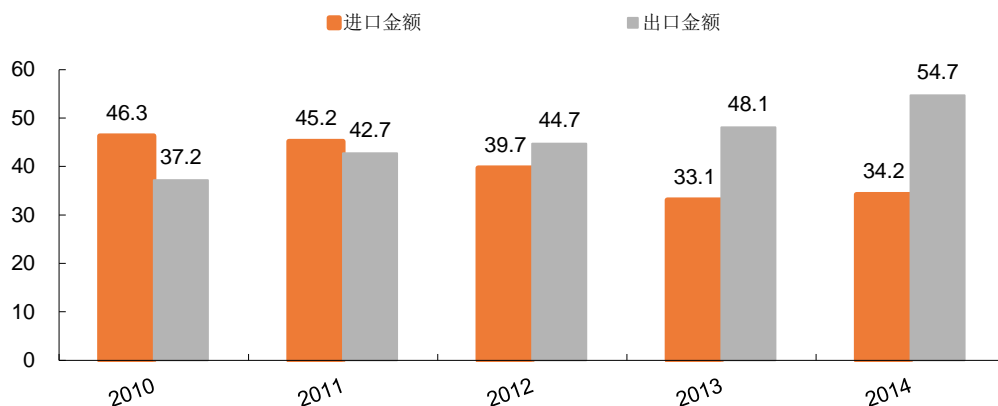
图表11 锂电池制造企业营业收入及增长情况（单位：亿元，%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

进出口数据同样显示国内锂电池需求旺盛。2014 年我国锂离子电池出口 13.2 亿只，出口金额 54.7 亿美元，进口 17.8 亿只，进口金额 34.2 亿美元，实现贸易顺差 20.5 亿美元，比 2013 年同期的 15 亿美元增长 36.7%。

图表12 2010-2014 年我国锂电池进口金额（单位：亿美元）



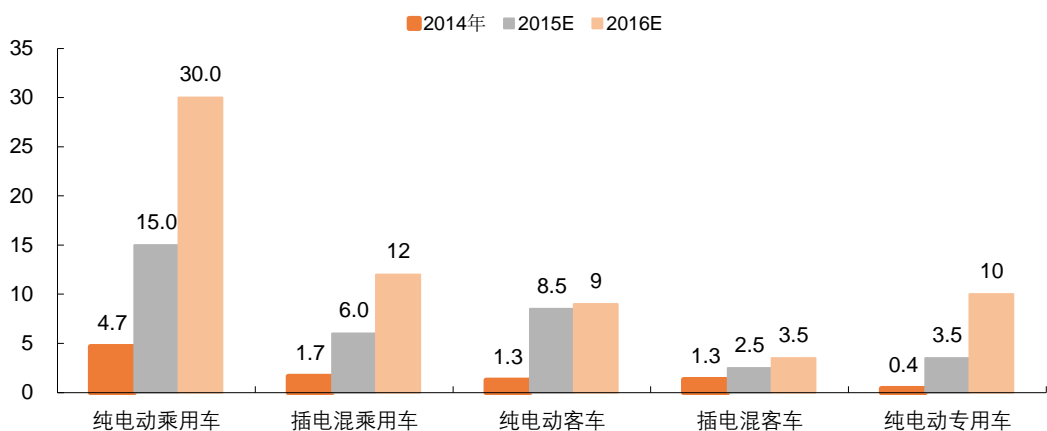
资料来源: 赛迪智库, 平安证券研究所

2.1.2 动力锂电池成为我国锂电池市场的增长主力

(1) 新能源汽车拉动动力锂电池的快速增长

节能减排需求、政策加码都一直在刺激着新能源汽车的产销，工信部数据显示，2015 年 10 月我国共生产新能源汽车 5.07 万辆，同比增长 8 倍，2015 年 1-10 月，新能源汽车累计生产 20.69 万辆，同比增长 3 倍。其中，纯电动乘用车生产 8.71 万辆，同比增长 3 倍，插电式混合动力乘用车生产 4.55 万辆，同比增长 3 倍；纯电动商用车生产 5.93 万辆，同比增长 9 倍，插电式混合动力商用车生产 1.50 万辆，同比增长 88%。平安证券研究所汽车组预测，2015 年、2016 年新能源汽车产销将达到 35.5 万、64.5 万辆，分别同比增长 277.7%、81.7%。

图表13 新能源汽车销量预测（单位：万辆）



资料来源：中汽协、平安证券研究所

（2）全球及中国锂电池市场增长情况

I) 全球市场：根据赛迪顾问，2015 年全球锂电池市场规模全球锂离子电池市场规模将突破 280 亿美元，增速较 2014 年有所上升，容量规模将达到 63GWh，同比增长 18%，其中：

- 消费电子产品由于基数大、增速放缓，相应消费型锂电池需求增速放缓，预计消费型锂电池市场规模将会小幅增长 5%；
- 新能源汽车增速将保持快速增长，尤其是我国对于新能源汽车的扶持力度持续加码的情况下，全球动力型锂电池市场规模增幅约为 25%；
- 随着储能型锂电池在移动基站、新能源调峰电站等应用领域的渗透率进一步提升，储能型锂电池的市场规模增速同样将保持快速增长，预计增速将超过 30%。

II) 中国市场：

新能源汽车往往需要上千个锂电池电芯串联成电池组以保证能量的供应，因此能源汽车的大幅增长也带来了动力锂电池的巨大需求，根据高工锂电统计，2013 年中国电动车用锂电池需用量为 8 亿 WH，同比增长 53%，预计 2016 年，中国车用动力锂电池产量将达到 55 亿 WH，是 2013 年的 6.5 倍。

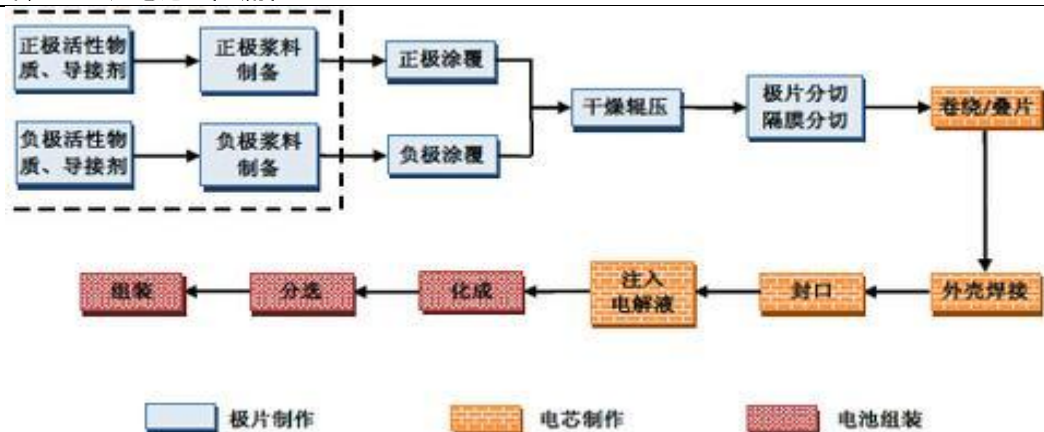
新能源汽车井喷式增长情况下，我国动力锂电池将成为锂电池市场中增长最快的类型，也将拉动整个市场规模呈现较快增长，预计 2015 年我国锂离子电池产业规模将达到 850 亿元，同比增长超过 18%；我国锂离子电池产量将超过 57 亿只，同比增长 8%左右。

2.2 锂电池生产设备市场受益于下游行业快速发展

2.2.1 锂电池生产环节及生产设备

锂电池的制造过程均可以分为极片制作、电芯组装、电芯激活检测和电池封装四个工序段。其中第一工序段的涂布、分切，第二工序段的卷绕等环节直接影响到锂电池的稳定性、安全性等性能，是生产环节中的核心环节，相应的锂电池生产设备包括涂布机、分条机、卷绕机等，这些设备的生产效率、稳定性、精度等方面要求也较高，尤其是动力锂电池的设备要求尤为苛刻。

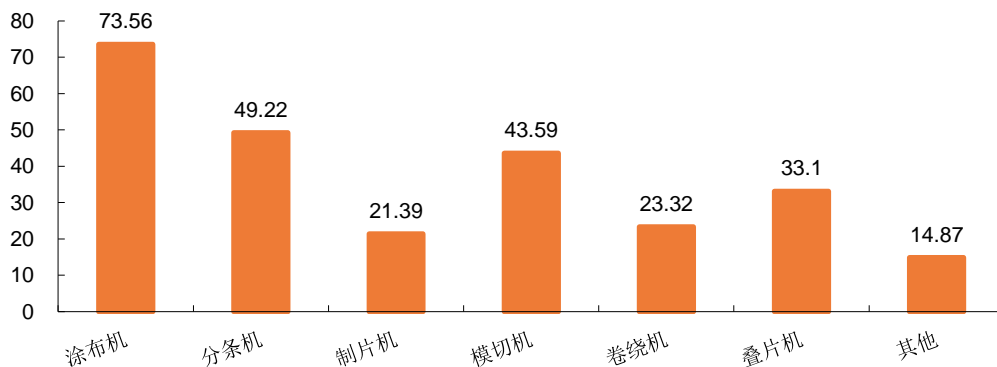
图表14 锂电池生产流程



资料来源：百度，平安证券研究所

各环节生产设备之间存在较大的价格差异，要求较高的设备价格也相对较高，总体来说，价格较高的生产设备主要集中在锂电池生产的第一、第二工序段，如涂布机、分条机、模切机等。需要说明的是，由于锂电池生产设备一般是非标准化生产，厂商会根据客户实际需求提供解决方案以及相应的设备，因此设备价格会存在差异。

图表15 第一、二工序段生产设备价格价格（单位：万元）



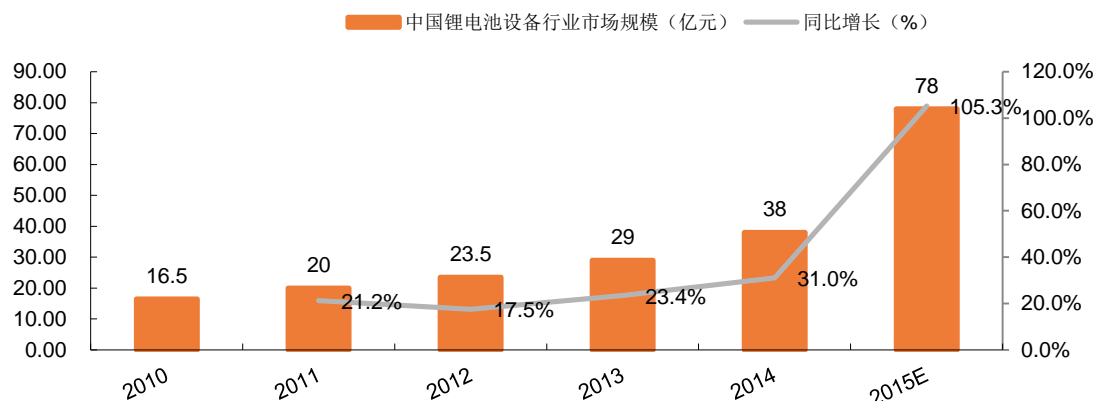
资料来源：赢合科技公司公告，平安证券研究所

2.2.2 国内锂电池生产设备市场

(1) 我国锂电池生产设备市场加速增长

高工锂电《2015年中国锂电池设备行业调研报告》显示，2014年我国锂电生产设备产值（不含进口设备）为38亿元，同比增长31%，增长主要来自动力电池扩产的新增产能以及原有锂电生产设备的更换和升级。细分来看，2014年锂电关键生产设备搅拌机、涂布机、叠片机、卷绕机、注液机、检测设备年产值分别为4.6亿元、12亿元、2.25亿元、3.4亿元、2亿元、11.8亿元，分别同比增长31.4%、48.1%、94%、-14.6%、25%、42.2%。同时，高工锂电研究所还预测2015年国内锂电生产设备的产值将达到78亿元，同比2014年增长105.3%，2020年锂电设备市场规模356亿元，国产设备产值将达到285亿元，国产设备占比从50%提高到80%。

图表16 锂电池设备市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

而中国电子专用设备工业协会《中国锂电专用设备市场调查报告》预测指出：对于年产 1 亿 Ah 的动力电池生产线，设备总投入大约为 1.5 亿元，以全国各地省市及企业 2010 年新开工动力锂离子电池项目 2015 年预计产能达 75 亿 Ah 计算，预计与此产能相对应的锂离子电池生产设备的需求总额约为 110 亿元，平均每年新增锂电设备投资 20 亿元。

(2) 高端市场被进口设备占据

锂电设备发展至今，尤其是动力电池的高速增长，对锂电设备的精度、效率和稳定性都提出了非常高的要求，传统的手工生产方式已经远远不能满足需求，提高自动化生产水平已经成为行业共识，尤其是对于国内锂电设备企业而言，机遇与挑战并存的格局下，研发并生产拥有自主知识产权的锂电生产设备已经势在必行。

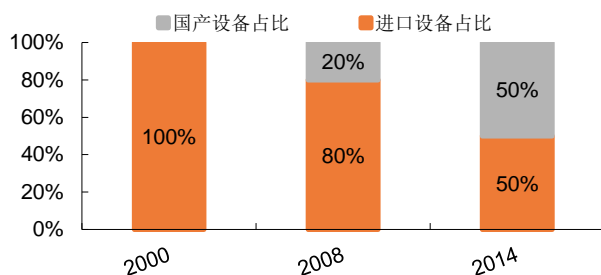
但是目前与日本、韩国、欧美等国相比，我国锂电生产设备在稳定性、效率等性能以及产品的多样性还存在一定的不足，锂电池生产设备高端市场仍然被进口设备占据。根据高工锂电的研究，2014 年进口锂电池生产设备占比约为 50%，但是这部分高端市场涵盖了锂电设备市场 80% 的利润，而数千国内设备企业不得不在 20% 的利润中竞争。

图表17 中日韩及欧美锂电生产设备各方面优势对比

内容	中国	韩国	日本	欧美
规格	☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆
价格	☆☆☆	☆☆	☆	☆
性能	☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆
交货期	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆
多样性	☆	☆☆☆	☆☆	☆☆

资料来源：高工锂电，平安证券研究所

图表18 国产锂电生产设备占比显著提高（单位：%）



资料来源：高工锂电，平安证券研究所

国内设备在价格、交货期以及维修服务等方面存在天然的优势，随着国产设备的自动化程度和稳定性等方面不断提高，国产产品的优势越发明显，市场占有率也不断提高，已经由 2008 年的 20% 提升至 2014 年的 50%，这一比例未来有望进一步提升。

图表19 国内锂电生产设备经历了较长时间的发展

时间	国内锂电生产设备情况
1998年	国内锂电设备起步，但几乎都是进口设备，且进口机型落后
2003年	开始批量生产简单锂电设备，连续式极片分条机面市
2004年	国内研发成功双面间隙式涂布机
2006年	国内出现一批锂电专业设备制造企业，但自动化程度较低






资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 公司锂电池生产设备收入大幅增长

2.3.1 公司锂电池生产设备产品

公司锂电池生产设备产品包括全自动卷绕机、分切机、注液机、四合一成型机等，下游应用领域涵盖了动力锂电池、数码锂电池等，相关技术和性能达到世界先进水平，正逐步替代日韩等国的进口设备。

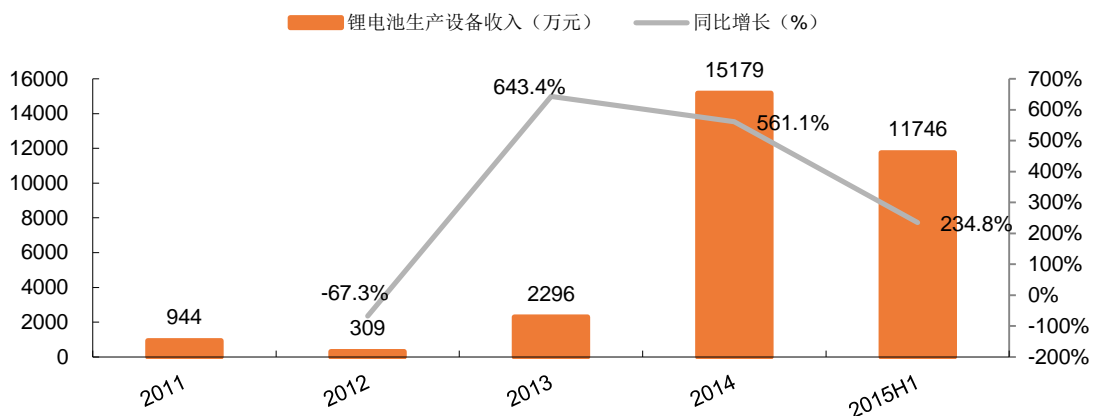
图表20 公司主要锂电池生产设备的功能及特点

公司产品	简图	生产环节	功能	特点
卷绕机		卷绕	进行阴、阳极片和隔膜自动卷绕	自动张力精密控制、变转速恒线速度控制、焊接质量高、效率高、贴胶带位置精度高
隔膜材料分切机		隔膜分切	锂电池隔膜分切	隔膜分切速度快，精度高
电极材料分切机		制片	锂电池阴、阳极极片成形	模切精度高，稳定性好
注液机		注液	可用于软包或硬壳电池的注液、称重、封装	注液精度高、环境控制好
四合一成型机		封装	侧边整形，预热压边，定位切边，折小角，一次折边，一折热压，滴胶，二次折边，侧边热冷压等	功能丰富，精简工序

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司锂电池生产设备 2011 年收入 944.22 万元，占总收入的比例仅为 6.6%，2014 年开始随着新能源汽车和动力锂电池市场的快速发展，相应收入也呈爆发式增长态势，至 2014 年锂电池设备收入已经达到 1.52 亿，较 2011 年增长了 16 倍，占比也提升至 49.5%，2015 年上半年锂电池收入 1.17 亿元，同比增长 234.8%，占公司收入比重 61.1%。

图表21 公司锂电池设备收入进入爆发式增长阶段（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3.2 公司客户定位高端

公司主要定位于锂电池生产的高端客户，包括索尼、松下、三星、ATL 等。2012、2013 年公司主要客户有索尼、松下等，2014 年开始随着新能源汽车和动力锂电池市场的爆发，动力锂电池生产商客户数有所增加，相应客户结构也发生了一定变化。

根据公司 2015 年中报披露，公司上半年前五大客户中，锂电池生产企业包括宁德新能源科技有限公司、天津三星视界有限公司、东莞新能源科技有限公司，其中宁德新能源和东莞新能源均属于 TKD 集团新能源系的 ATL 公司，2015 年上半年来自二者的收入共 7374.2 万元，锂电池设备收入的 62.8%。

图表22 锂电池生产设备主要客户



资料来源：公司官网，平安证券研究所

三、 光伏自动化生产设备

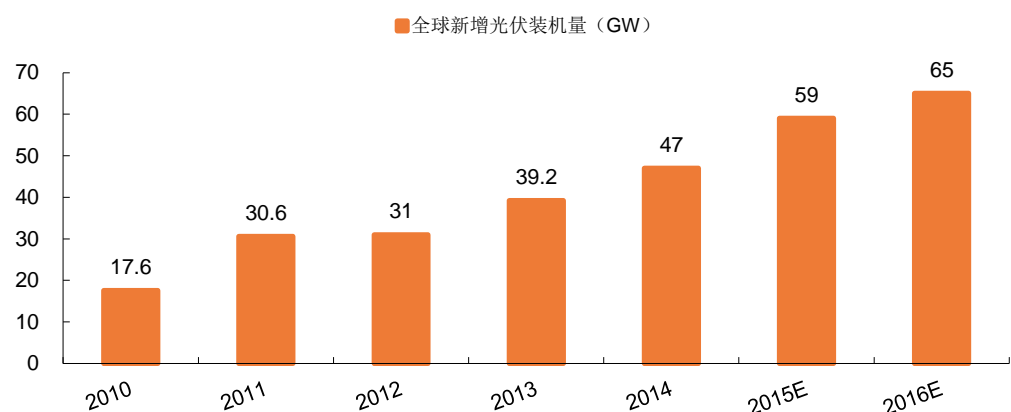
3.1 光伏行业发展

全球光伏行业近年稳中求进，景气度不断提高。2014 年全球新增光伏装机 47GW，同比增长 20%，其中中国、日本、美国三个市场继续保持着 2013 年的明显优势，三国新增装机约占全球新增装机的 63%，全球光伏装机达到 188.8GW。2015 年 10 月，IHS 将全球新增光伏装机预测由 57GW 调增

至 59GW，同时预测 2016 年全球新增光伏装机达 65GW，显示出全球光伏行业发展依旧保持良好势头。

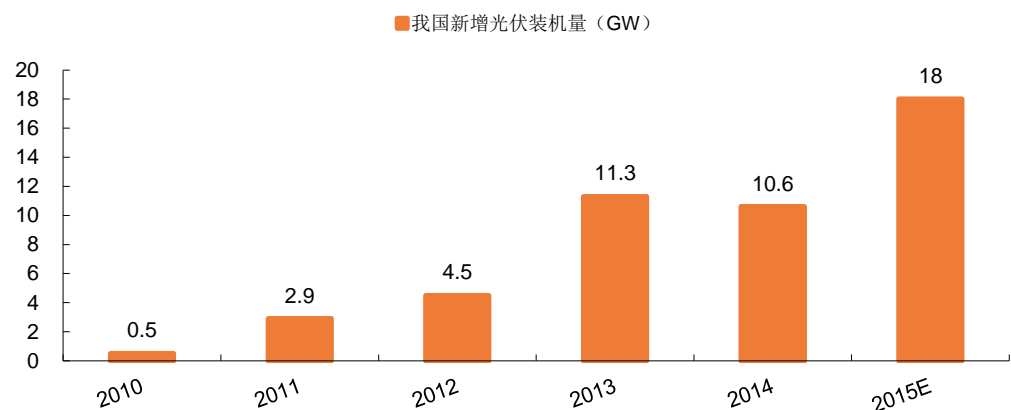
国内方面，2014 年新增装机 10.6GW，约占全球新增装机的五分之一，其中光伏电站 855 万千瓦，分布式光伏 205 万千瓦，实现了《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》中提出的平均年增 10GW 目标。2015 年 3 月，国家能源局下《2015 年光伏发电建设实施方案的通知》，制定的 2015 年光伏电站建设目标为 17.8GW。2015 年 9 月，国家能源局印发《关于调增部分地区 2015 年光伏电站建设规模的通知》，全国增加光伏电站建设规模 5.3GW，主要用于支持光伏电站建设条件优越、已下达建设计划完成情况好以及积极创新发展模式的新能源示范城市、绿色能源示范县等地区建设光伏电站，各项目原则上应在 2015 年内开工建设，2016 年 6 月 30 日前建成并网发电。

图表23 全球新增光伏装机量（单位：GW）



资料来源：《全球新能源发展报告 2015》，HIS，平安证券研究所

图表24 我国新增光伏装机量（单位：GW）





资料来源：国家能源局，平安证券研究所

3.2 公司光伏生产设备收入

公司所产光伏自动化生产设备有硅片自动上下料机、电池片自动串焊机等，分别用于光伏电池片和光伏组件的生产环节，相关技术和性能已达到国内领先水平。另外公司还可以提供组件工厂整线自

动化解决方案，运用先进的总线控制技术平台，构建组件工厂的自动物流系统，提高整个组件工厂的效率，实现组件工厂无人化目标。

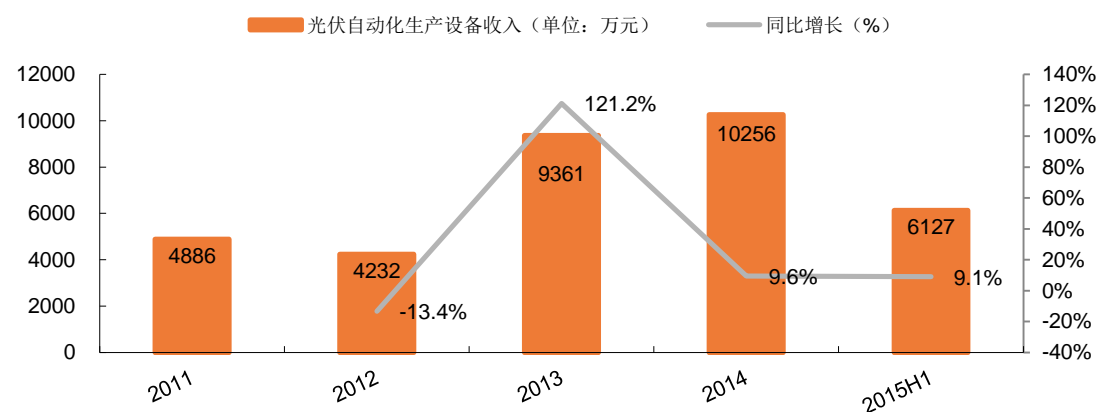
图表25 公司光伏自动化生产设备

设备	简图	对应生产环节	功能	特点
自动上下料机		光伏电池片生产	将放置在料盒中的硅片自动取出，排列整齐后分批依次自动送入主设备	替代人工效率高，产能高、开机率高、碎片率低、双道下料无堆积
电池片自动焊接机/串焊机		光伏组件生产	将电池片和互联条焊接在一起	可替代大量人工效率高，采用非接触式焊接，碎片率低

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司光伏自动化生产设备收入近年来保持平稳增长，2014 年收入 1.03 亿元，同比增长 9.6%，2015 年上半年收入 6127 万元，增长 9.1%。在这一领域，公司与尚德集团、海润光伏、英利太阳能、阿特斯等多家光伏龙头企业保持着良好的合作关系，据公司 2015 年半年报披露，尚德太阳能电力有限公司和海润太阳能电力有限公司上半年的订单金额分别为 1559.3 万元和 834.9 万元。

图表26 近年公司光伏生产设备收入平稳增长（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 光伏电池生产自动化合作伙伴



资料来源：公司官网，平安证券研究所

四、 现在在哪里，未来去何处

4.1 现在在哪里

4.1.1 募投项目解决产能瓶颈

公司 2015 年中报显示，公司目前收入的 61%来自锂电池生产设备，公司预计未来这部分收入占比还将进一步提升，我们认为未来几年公司在锂电池生产设备领域的发展将很大程度上决定了公司的成长情况。

公司近年一直受制于产能瓶颈，产能利用率逐年提高，2014 年已经达到 164.74%。自新能源汽车产业链爆发后，公司产能瓶颈越发成为公司快速发展的制约因素。

图表28 公司产能率不断提高（单位：标准台，%）

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

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司近年产销情况显示公司订单量大增的同时，也表明产能问题越发制约着公司的发展。2014 年公司锂电池设备和光伏自动化生产配套设备产销率分别为 46.47%和 54.17%，较上年下降较多的主要原因是公司 2014 年合同中锂电池设备和光伏自动化生产配套设备较多，公司加大生产，而收入确认与产品生产之间存在时间差。

图表29 公司产品的产销率（单位：台/套；%）

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

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司募投项目主要为新型自动化设备产业基地建设项目和研发中心建设项目，以提高公司自动化设备的生产能力和研发能力，并实现新型薄膜电容器设备、锂电池设备和光伏自动化生产配套设备的研发和产业化。其中，新型自动化设备产业基地建设项目将对现有生产环境进行调整改造、添置精

密设备，以及新建零部件加工车间，降低外协零部件比重和生产成本，我们预计公司通过募投项目在解决产能瓶颈的同时，也将提高公司毛利率。

图表30 公司募投项目（单位：万元）

项目	投资总额（万元）	其中使用募集资金投入金额（万元）	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	7089.70	7089.70	1.5年
补充流动资金	8000.00	4187.43	-
合计	36716.83	32904.26	-

资料来源：公司官网，平安证券研究所

4.1.2 市场竞争地位

数据显示，我国锂电池生产企业由2012年的376家增至目前的521家，高工锂电的调研显示，2013年国内涉及锂电池生产设备领域的企业有278家，但是具有一定技术核心、规模较大的企业数量很少，绝大部分锂电池生产设备企业的营业收入均不超过1亿元，显示出我国锂电池设备市场十分分散。更为重要的是，由于高端锂电池设备市场被进口设备所占据，留给国内锂电池设备企业的利润仅为整个市场利润的20%。

国外锂电池设备企业有韩国Koem、日本CKD和Kaido等，所产设备处于领先地位，利润水平同样较高。国内主要有深圳市新嘉拓自动化技术有限公司、深圳赢合科技股份有限公司、大连智云自动化装备股份有限公司（收购深圳吉阳智云科技有限公司）等。

图表31 国内主要锂电设备企业数据（单位：）

公司	基本情况	2014年收入	2014年利润
深圳市新嘉拓自动化技术有限公司	专注于锂电池涂布机研发、制造、服务的国家级高新技术企业。拥有挤压涂布机，转移涂布机(立板式，机架式，实验室)，隔膜涂膜机等完整系列涂布机产品	-	-
深圳赢合科技股份有限公司	公司是新能源电池自动化生产装备解决方案的供应商。公司掌握了锂电生产的涂布、分切、制片、卷绕、模切、叠片等技术	22501	5052.13
深圳吉阳自动化科技有限公司	公司产品包括四大类：能源装备产品制造类、锂离子电池常规电池制造设备类、锂离子动力电池制造设备类、太阳能电池制造装备类	7502	576.36
先导智能	先导股份是专业从事自动化成套设备的研发、设计、生产与销售以及自动化整体解决方案的供应商	30654	6551.45

资料来源：公司官网，平安证券研究所。

4.2 未来在何方

4.2.1 规模效应刺激锂电池生产企业扩产加快，大型设备企业获益明显

新能源汽车所带来的动力锂电池需求大幅增长无疑成为本轮锂电生产企业扩产的重点，预计2015年的动力电池投资额将突破1000亿元，这也为锂电池设备生产企业带来巨大的机遇。

我国目前的锂电池设备生产企业的产品质量参差不齐，高端与低端并存。产能扩张迅速的动力锂电池对于电池性能要求较高，这也决定了锂电池生产设备的采用将逐步走向高端化、自动化，具备技术优势的大型锂电设备企业将受到市场青睐。

4.2.2 国产设备品质提升、进口替代加速

我国锂电设备制造企业的技术水平正在不断提高，尤其是对进口设备的引进和吸收更加加快了这一进程，相应设备的生产效率、稳定性、自动化程度都得到了大幅提升，越来越多的新增产能选用高性价比和售后服务更加到位的国产设备，国产设备对于进口设备的替代趋势正在加速，而且这一趋势在全球锂电池生产中心向中国转移过程中将会进一步显现。

需要说明的是，虽然目前国内高端锂电设备市场仍然被日韩所占据，但以公司为代表的国产设备企业正在加快进入这一领域，随着工艺技术等的逐步成熟，国产锂电设备将加快在高端设备市场的替代趋势。

五、 盈利预测与估值

我们认为公司在新能源汽车和锂电池行业景气度持续提升的情况下，公司将进入高速发展阶段，相关设备产品的优质性能和定位于高端客户的战略能够为业绩保驾护航，因此我们看好公司的成长性，预计公司2015-2017年的营业收入分别为7.06、12.8、20.64亿元，同比增长分别为130.3%、81.3%、61.3%；净利润分别为1.05、2.07、3.88亿元；每股收益分别为0.78、1.52、2.85元，同比增长61%、95.9%、87.6%，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

1) 新能源汽车刺激力度下降；2) 锂电池生产企业扩产不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	560	1280	1748	2474
现金	116	633	536	898
应收账款	93	84	236	280
其他应收款	4	9	15	24
预付账款	6	16	24	40
存货	299	398	747	889
其他流动资产	42	140	190	343
非流动资产	175	357	567	848
长期投资	0	0	0	0
固定资产	65	204	368	598
无形资产	34	32	30	28
其他非流动资产	76	121	169	222
资产总计	736	1637	2315	3322
流动负债	420	870	1385	2050
短期借款	10	10	10	10
应付账款	107	304	428	699
其他流动负债	303	555	948	1342
非流动负债	28	34	46	55
长期借款	28	34	46	55
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	449	904	1432	2106
少数股东权益	0	0	0	0
股本	51	136	136	136
资本公积	111	386	386	386
留存收益	125	183	312	539
归属母公司股东权益	287	733	883	1216
负债和股东权益	736	1637	2315	3322

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	94	349	167	717
净利润	66	105	207	388
折旧摊销	8	13	26	44
财务费用	-0	-6	-11	-11
投资损失	-1	-0	-1	-1
营运资金变动	13	238	-54	296
其他经营现金流	9	0	0	0
投资活动现金流	-42	-194	-235	-325
资本支出	43	182	209	282
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-12	-25	-44
筹资活动现金流	14	362	-29	-29
短期借款	10	0	0	0
长期借款	28	6	12	9
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	344	0	0
其他筹资现金流	-25	-5	-40	-38
现金净增加额	66	516	-97	362

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	307	706	1280	2064
营业成本	173	418	744	1145
营业税金及附加	2	5	9	15
营业费用	10	25	44	66
管理费用	39	127	222	348
财务费用	-0	-6	-11	-11
资产减值损失	8	15	31	48
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1
营业利润	75	122	241	454
营业外收入	3	2	3	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	77	124	243	456
所得税	12	18	37	68
净利润	66	105	207	388
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	105	207	388
EBITDA	84	127	254	481
EPS (元)	0.48	0.78	1.52	2.85

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	75.4	130.3	81.3	61.3
营业利润(%)	77.0	62.8	97.7	88.2
归属于母公司净利润(%)	74.9	61.0	95.9	87.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	43.5	40.8	41.9	44.5
净利率(%)	21.4	14.9	16.1	18.8
ROE(%)	22.8	14.4	23.4	31.9
ROIC(%)	19.9	12.4	20.3	28.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	61.0	55.2	61.8	63.4
净负债比率(%)	-27.2	-79.1	-52.8	-66.9
流动比率	1.3	1.5	1.3	1.2
速动比率	0.6	1.0	0.7	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.4	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.78	1.52	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.57	1.23	5.27
每股净资产(最新摊薄)	2.11	5.39	6.50	8.94
估值比率	-	-	-	-
P/E	220.0	136.7	69.8	37.2
P/B	50.2	19.7	16.3	11.8
EV/EBITDA	170.6	109.1	55.0	28.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033