



先导智能 (300450.SZ): 客户规模、市场份额及产品均有望增长; 存在错误定价机会; 重申强力买入

自2017年11月12日新浪网等媒体报道新能源汽车补贴可能退坡以来, 围绕先导智能的一系列担忧涌现, 如产业链降价风险、设备订单延迟及珠海银隆潜拖欠供应商款项。我们近期走访了先导智能和相关电动汽车供应链公司。综合调研要点信息, 我们得出的结论与投资者担忧恰恰相反。我们认为先导智能仍存在错误定价机会, 并重申对该股的买入评级(位于强力买入名单)。该股股价对应的2018/19年预期市盈率仅为21倍/14倍, 低于34倍/26倍的A股工业自动化及资本品同业均值。

我们通过近期对先导智能及电动汽车产业链公司的实地调研得出如下四个要点:

杜茜(分析师)

执业证书编号:S1420511100001
+86(21)2401-8948 |
jacqueline.du@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

1. 先导智能在宁德时代供应商中稳定占据主导份额, 我们认为公司仍有扩大市场份额的潜力。公司获得了比亚迪和国轩高科这两个新客户, 其中比亚迪在青海新建产能中以先导智能替代了原先的进口设备。先导智能管理层预计有望获得超过30%的卷绕机订单。与此同时, 此前采用较低端设备的国轩高科为了提升电池性能, 目前已由其他本土供应商转而采用先导智能产品。我们估算凭借优质产品和一流的成本效率, 先导智能可能取得大部分卷绕机订单。
2. 我们注意到公司在跻身海外领先电池生产商供应链方面取得喜人进展: a) 在与松下展开两年的技术合作后, 先导智能预计将在2018年向特斯拉/松下美国超级电池工厂提供小批量卷绕机; b) 公司去年向LG化学提供了10多台圆柱形电池卷绕机样机。
3. 电池生产商主要关注2019/20年电动车销量来规划产能扩张方案, 因为通常需要超过18个月的时间来完成新生产线的筹备。在我们看来, 2018年新能源汽车补贴的任何下调不大可能造成订单的大规模延迟/取消。我们认为电池技术因素更有可能对设备招标进程带来短暂影响。举例来说, 比亚迪去年未启动招标, 直至近期决定将磷酸铁锂电池转换为三元电池。
4. 与市场对电动汽车供应链盈利能力恶化以及设备价格因此承压的担忧相反, 我们注意到先导智能已通过推出新一代设备上调设备价格。这些设备的性能更优(最新卷绕设备的卷绕效率最高达30ppm, 其他供应商为22-24ppm), 因而有助于电池客户提升生产效率(即减少了单位Gwh产出所需的设备数量)。我们认为市场担忧忽视了技术因素以及设备供应商的价值创造。管理层提供的信息显示先导智能产品价格目前仅较海外同业低10%左右(两三年前价差为30%), 但我们认为公司凭借设备的出色表现、迅速交付和及时的售后服务正日益赢得客户青睐。

基于以上因素, 我们认为先导智能存在错误定价机会, 并重申对该股的买入评级(位于强力买入名单), 该股股价对应的2018/19年预期市盈率仅为21倍/14倍, 低于34倍/26倍的A股/全球自动化及资本品同业均值。我们认为公司拥有充足的后备订单以推动2018-20年每股盈利预测年均复合增长37%, 而同业为27%。我们认为虽然新订单增



速将有所放缓（2017年计入泰坦新动力的新订单规模从2016年的21亿元跃增至57亿元），但仍有望维持在60亿元的高位，并在2019-20年再度加速增长，原因在于：

1. 凭借在本土电池龙头企业供应链中的主导地位以及挺进海外领先电池生产商供应链的强劲潜力，公司有望从产能扩张中受益；
2. 产品更加多元化：包括整体解决方案服务（为了推出新的涂布设备）、消费电子检测设备以及储能电池机会等。此外，鉴于大多数电池产能最初在2014年建成且此后技术迅速升级，因此设备替换需求可能上升；
3. 我们的订单增长假设并未计入银隆二期需求。尽管先导智能预计银隆2018年上半年将新增12条生产线（去年同期为16条），但由于作为未上市企业的银隆信息披露有限，我们并未将该因素计入假设。如果银隆继续扩张，则我们的2018年新订单预测可能面临上行潜力。

我们将2018-20每股盈利预测小幅调整0%至+1%以计入以上更新，仍维持对先导智能的买入评级（位于强力买入名单），12个月目标价格仍为人民币110元，基于2018年预期EV/GCI vs. CROCI/WACC得出，仍应用3.1倍的行业估值倍数以及10%的溢价。

主要风险：

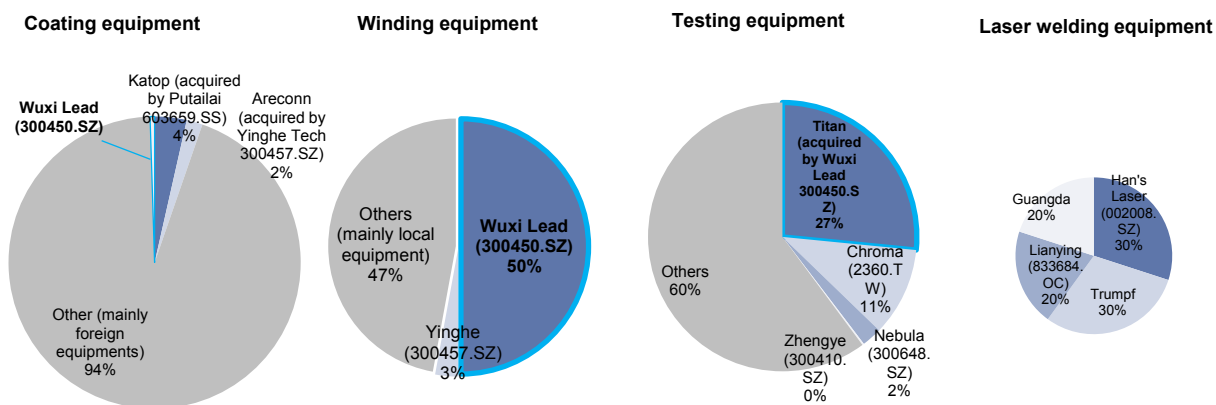
1. 中国及全球电动汽车发展显著滑坡
2. 全固态电池技术带来颠覆性影响，使得卷绕设备需求不复存在，不过预计全固态电池最快要到2023年才可能最早商业化
3. 银隆出现订单支付违约（其设备采购合同由格力担保）

图表 1: 先导智能新订单/后备订单/盈利预测

	Capacity install base (Gwh)				Capacity expansion (Gwh)				Market share (%)				Equipment tendering/order size (Rmb mn)				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E	
EV battery winding equipment													3,240	3,170	2,825	2,825	
Others	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
珠海银隆新能源 Yinlong	8	8	8	8	8	-	-	-	100%	100%	100%	100%	1,000	-	-	-	
天津力神 Lishen	10	10	15	20	6	2	5	5	80%	80%	80%	80%	480	160	400	400	
中航锂电 China Aviation Lithium Battery	5	7	11	15	2	5	4	4	100%	100%	100%	100%	200	500	375	375	
亿纬锂能 Eve Battery	7	9	9	9	2	2	-	-	80%	80%	80%	80%	160	160	-	-	
力信能源 eTrust Power	4	8	8	8	4	4	-	-	100%	100%	100%	100%	400	400	-	-	
<i>New customer</i> 比亚迪 BYD	18	24	34	34	-	6	10	-	0%	30%	50%	80%	-	180	500	-	
<i>New customer</i> 国轩高科 Guoxuan	6	13	13	13	-	7	-	-	0%	80%	80%	80%	-	560	-	-	
<i>New customer</i> 深圳比克动力 BAK	8	8	10	15	3	-	2	5	0%	0%	50%	80%	-	-	100	400	
<i>New global customer</i> Samsung SDI	2	2	2	2	0.2	0.2	-	-	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>New global customer</i> LG Chem	16	22	30	40	5	6	8	10	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>New global customer</i> Panasonic	15	25	40	50	10	10	15	10	n.m.	20%	30%	30%	-	200	450	300	
EV battery winding equipment replacement demand													-	-	400	800	
EV battery testing equipment (Titan)													1,500	1,000	1,100	1,210	
<i>New product</i> Battery total Solution (incl. coating equipment)													-	500	1,000	1,000	
Consumer electronics battery winding equipment													500	550	605	666	
Solar PV automatic equipment													500	650	780	897	
<i>Pipeline</i> Consumer electronics testing equipment													-	100	200	300	
<i>Pipeline</i> Energy storage battery equipment													-	-	-	100	
Total													5,740	5,970	6,910	7,798	
yoy %														4%	20%	31%	
													Backlog (Rmb mn)	5,000	7,075	8,380	9,197
													Revenue (Rmb mn)	2,113	3,895	5,605	6,980
													yoy%	96%	84%	44%	25%
													GP margin	43%	42%	42%	42%
													Net profit (Rmb mn)	536	1,001	1,474	1,890
													yoy%	85%	87%	47%	28%
													NP margin	25.4%	25.7%	26.3%	27.1%
													Capacity (Rmb mn)	2,500	4,500	5,000	

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 2: 先导智能目前在电池设备供应商中占据主导地位
 电池设备市场份额构成 (基于2017年新订单)



资料来源: 公司数据、高华证券研究

300450.SZ	12个月 目标价格: Rmb110.00	股价: Rmb48.94	上涨空间: 124.8%
-----------	----------------------	--------------	--------------

买入 CL		预测			
		12/16	12/17E	12/18 E	12/19 E
市值: Rmb21.0bn / \$3.4bn	主营业务收入 (Rmb mn) 新	1,079.0	2,113.1	3,895.2	5,605.1
企业价值: Rmb21.0bn / \$3.3bn	主营业务收入 (Rmb mn) 旧	1,079.0	2,101.4	3,843.9	5,490.1
3个月日均成交量:	EBITDA (Rmb mn)	279.9	541.8	1,016.3	1,472.9
Rmb246.2mn / \$37.7mn	每股盈利 (Rmb) 新	0.71	1.25	2.33	3.43
中国	每股盈利 (Rmb) 旧	0.71	1.24	2.32	3.39
A股工业	市盈率 (X)	49.1	39.2	21.0	14.3
并购概率: 3	市净率 (X)	15.1	10.6	7.5	5.3
AEJ强力买入/卖出名单	股息收益率 (%)	0.4	0.5	1.0	1.4
	CROCI (%)	42.5	64.4	60.8	55.0
	每股盈利 (Rmb)	6/17	9/17	12/17E	--
		0.21	0.23	0.60	--

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价截至2018年2月5日收盘)

信息披露附录

申明

本人，杜茜，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

杜茜：A股工业、中国工业。

A股工业：中国中车(A)、埃斯顿、大族激光、先导智能、新宏泰、新时达、汇川技术、机器人。

中国工业：中国通号、中国中车(H)、海天国际、和利时、株洲中车时代电气。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：先导智能 (Rmb48.58)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。



高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中著名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本文中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或空头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

