

锂电设备龙头，率先进军海外市场打开新空间

——先导智能首次覆盖报告

首次覆盖报告

郭泰 (分析师) 021-68865595 guotai@xsdzq.cn 证书编号: S0280518010004	陈皓 (分析师) 010-83561000 chenhao1@xsdzq.cn 证书编号: S0280518110001	开文明 (分析师) 021-68865582 kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号: S0280517100002
--	--	---

● 预计 2018-2020 年归母净利润复合增长 38%，首次覆盖给予“推荐”评级

公司为技术突出的锂电设备龙头，客户结构优质，订单确定性强，将充分受益下游新一轮动力电池产能扩及产业的高端化。公司与特斯拉、Northvolt 达成合作，有望率先进入全球市场，打开成长空间。预计 2018-2020 年公司实现归母净利润 7.42 亿、10.86 亿和 14.60 亿元，复合增速约 39.5%，对应当前股价的 PE 分别为 41.7X/28.5X/21.2X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 预计 2019-2020 年新能源汽车销量复合增速 36%，动力电池迎新一轮扩产

国家政策不断提高对新能源汽车产、销规模的指引，主流车企加大在国内的新能源汽车投资。我们预计 2020 年中国新能源汽车销量 230 万辆，2019-2020 年复合增速 36%。2018 年动力电池 TOP10 市占率大幅提升约 15 个百分点至 82.6%，低端产能逐步出清，电池和设备环节均向头部企业集中。根据各电池企业最新的规划，并考虑扩产的确定性，预计 2019-2020 年国内累计扩建产能超 170GWh，产能扩建复合增速超过 30%。

● 海外潜在动力电池扩建需求超过 300GWh，公司有望率先进军海外市场

预计到 2020 年海外动力电池产能需求超过 75GWh，2025 年产能需求超过 350GWh。SKI、松下、LG 化学、三星 SDI 等海外扩产规划较大，国内优质动力电池企业宁德时代、比亚迪、孚能科技等开启海外布局。公司为锂电设备技术优质龙头，获签特斯拉订单，与 Northvolt 达成 19.39 亿的合作协议，将率先进军海外市场。海外锂电扩产需求将助力公司打开成长天花板。

● 预计公司 2019 年新签订单增长超过 30%，充分受益新一轮下游扩产

根据公司预收款项和存货估算，预计公司 2018Q3 在手订单约 40 亿元，2018Q3 新签订单增速转正，行业与公司迎来边际改善。考虑公司客户结构，我们认为 2019 年公司新增订单最具确定性，根据国内优质企业的扩产规划，预计 2019 年公司新签订单增长超过 30%，公司作为锂电设备龙头市场将持续提升，充分受益于新一轮下游扩产。

● **风险提示:** 新能源汽车销量增长放慢、下游动力电池产能扩建低于预期、公司现金流恶化。

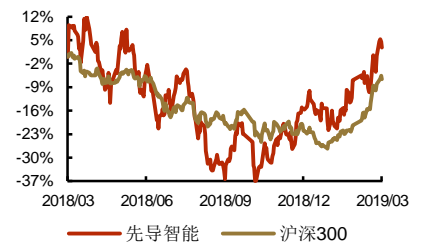
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,079	2,177	3,879	4,827	6,273
增长率(%)	101.3	101.8	78.2	24.4	30.0
净利润(百万元)	291	537	742	1,086	1,460
增长率(%)	99.7	84.9	38.1	46.3	34.4
毛利率(%)	42.6	41.1	35.3	38.6	38.9
净利率(%)	26.9	24.7	19.1	22.5	23.3
ROE(%)	30.8	19.3	21.7	25.3	26.4
EPS(摊薄/元)	0.33	0.61	0.84	1.23	1.66
P/E(倍)	106.5	57.6	41.7	28.5	21.2
P/B(倍)	32.8	11.1	9.0	7.2	5.6

推荐 (首次评级)

市场数据	时间 2019.03.07
收盘价(元):	35.1
一年最低/最高(元):	20.08/78.86
总股本(亿股):	8.82
总市值(亿元):	309.46
流通股本(亿股):	4.85
流通市值(亿元):	170.39
近 3 月换手率:	139.43%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.29	1.95	6.77
绝对	17.0	21.66	1.12

相关报告

目 录

1、 锂电设备龙头，专注于自动化生产设备制造.....	4
1.1、 由薄膜电容器设备切入锂电自动化生产设备.....	4
1.2、 锂电设备业务成为核心驱动，助力公司业绩快速增长.....	5
2、 国内动力电池将迎新一轮产能扩张，海外潜在扩产需求大.....	5
2.1、 政策促进新能源汽车发展，预计 2019-2020 年销量复合增速 36%.....	5
2.2、 产业高端化趋势开启，2019-2020 年国内产能扩建或超 170GWh.....	7
2.3、 预计 2018-2025 年海外动力电池需求复合增速达 37%，潜力巨大.....	10
3、 公司为锂电设备绝对龙头，将充分受益下游产能扩建.....	11
3.1、 内生与外延提升产品价值度，公司锂电设备技术领先国内.....	11
3.2、 客户结构优质，订单确定性强，预计 2019 年新签订单增长超 30%.....	13
3.3、 与特斯拉、Northvolt 达成合作，受益全球电动化打开成长空间.....	16
4、 盈利预测与投资评级.....	17
4.1、 预计 2018-2020 年营业收入复合增速为 42%.....	17
4.2、 预计 2018-2020 年归母净利润复合增速 39.5%，首次覆盖给予“推荐”评级.....	18
5、 风险提示.....	18
5.1、 新能源汽车销量增长缓慢.....	18
5.2、 下游动力电池产能扩建低于预期.....	18
5.3、 公司现金流恶化的风险.....	18
附： 财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 公司已发展成为国内最大的锂电设备供应商.....	4
图 2： 公司主要业务可分为四大板块.....	4
图 3： 公司股权结构清晰、集中.....	4
图 4： 公司营业收入持续快速增长.....	5
图 5： 公司 2018 年归母净利润增长约 38%.....	5
图 6： 锂电设备占公司收入比例持续提升.....	5
图 7： 2018 年公司毛利率与净利率有所下降.....	5
图 8： 双积分政策将促进新能源汽车产、销量增长.....	6
图 9： 2018 年新能源汽车产量同比增长 60%.....	6
图 10： 2018 年新能源汽车销量同比增长 61.7%.....	6
图 11： 预计 2020 年国内新能源汽车销量达 230 万辆.....	7
图 12： 预计 2020 年国内动力电池市场规超 1100 亿.....	7
图 13： 2016 年动力电池市场龙头占据近 50%份额.....	8
图 14： 2017 年动力电池市场格局集中度略有下降.....	8
图 15： 2018 年动力电池市场 CATL 的份额快速提升.....	9
图 16： 2018 年动力电池市场集中度继续提升.....	9
图 17： 2017 年国内动力电池产能利用率约 42%.....	9
图 18： 2018 年动力电池装机量同比增长约 55%.....	9
图 19： 预计 2020-2025 年海外电池需求复合增速达 36%.....	11
图 20： 预计 2020-2025 年全球电池需求复合增速达 30%.....	11
图 21： 公司通过自主研发和外延并购，已经实现锂电设备整线的供应能力.....	12
图 22： 2016-2017 年泰坦新动力收入复合增速 127.6%.....	12

图 23: 泰坦新动力净利润持续增长, 净利率稳步提升	12
图 24: 公司保持较高研发投入	13
图 25: 公司净利率显著高于其他竞争者	13
图 26: 2015-2017 年来自 CATL 收入占比维持 30% 以上	14
图 27: 公司与其他锂电设备上市公司收入规模差距拉大	14
图 28: 2018 年三季度公司预收款项为 12 亿元	14
图 29: 2018 年三季度公司存货为 23.3 亿元	14
图 30: 估算 2018 年三季度末在手订单约 40 亿元	15
图 31: 估算 2018Q3 公司新签订单同比增速转正	15
表 1: 政策指引推进新能源汽车销量占比持续提升	7
表 2: 2018 年 2 月补贴政策大幅提高新能源汽车电池能量密度和续航里程标准	8
表 3: 2018 年国内电池企业和海外电池企业披露了大量的新建产能计划	10
表 4: 海外动力电池龙头在 2022 年前累计新建产能规划超过 150GWh	11
表 5: 公司设备性能参数已达到国际领先水平	13
表 6: 国内外优质电池企业规划在建或新建产能量大, 预计公司最为受益	15
表 7: 公司获签宁德时代大额设备订单和特斯拉设备订单	16
表 8: 公司与优质电池企业均开启了国际化的产业布局	16
表 9: 先导智能 2018-2020 年各业务板块收入增速及毛利率预测	17
表 10: 可比公司估值对照表	18

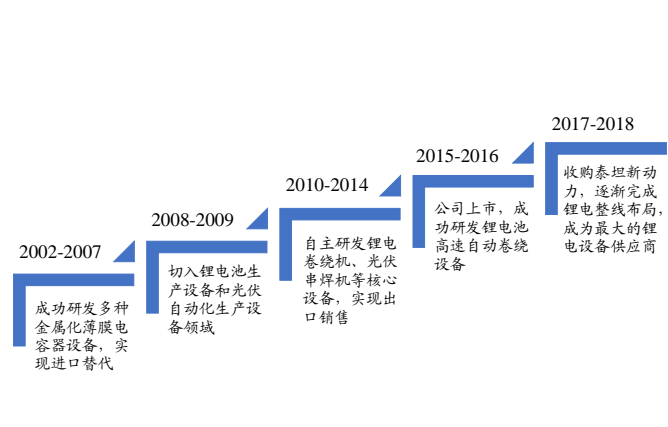
1、锂电设备龙头，专注于自动化生产设备制造

1.1、由薄膜电容器设备切入锂电自动化生产设备

公司成立于2002年，2015年5月在深圳证券交易所创业板上市，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。公司成立之初主要从事金属化薄膜电容器设备的生产销售，在薄膜电容器生产领域形成了较强的自动化设备制造能力。2008年以来，公司切入到光伏自动化生产和锂电池自动化生产领域，通过将薄膜电容器的自动化卷绕工艺延伸到锂电池设备制造，公司逐渐发展成了国内锂电池卷绕设备最具核心技术实力的企业。

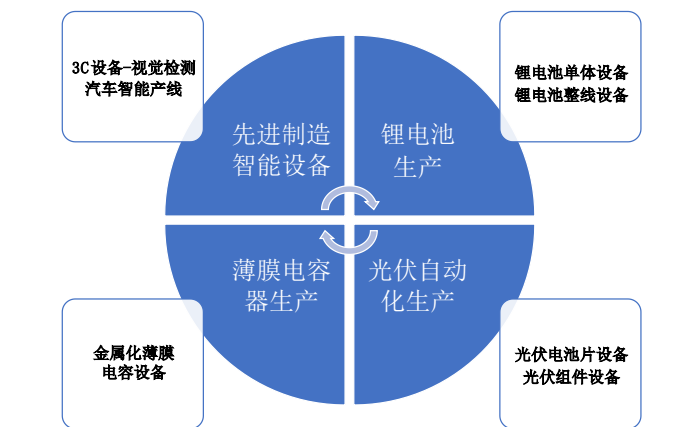
2017年公司通过收购泰坦新动力布局了锂电池后段设备，并自主研发了锂电池前段涂布机等产品。目前公司核心业务包含锂电池设备、光伏自动化生产配套设备、薄膜电容器设备以及3C智能设备、汽车智能产线等其他先进制造自动化设备。锂电池设备方面，公司已经具备了整线的供应能力，销售规模已成为国内龙头。

图1：公司已发展成为了国内最大的锂电设备供应商



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

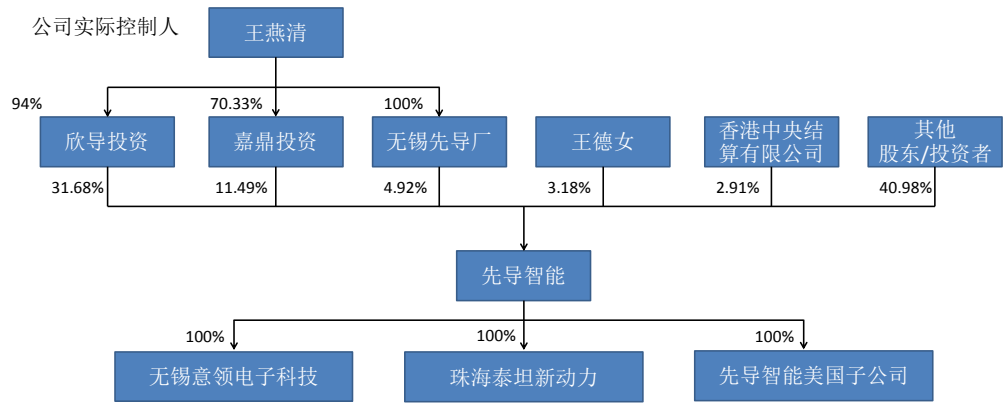
图2：公司主要业务可分为四大板块



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司股权结构较为集中，实际控制人持股比例较高。公司实际控制人为王燕清先生，截止2018年9月30日，王燕清先生通过拉萨欣导创业投资、石河子市嘉鼎股权投资和无锡先导电容器设备厂合计持有公司约42.8%的股份。2017年公司收购珠海泰坦新动力100%股权，于2017年8月14日完成过户。

图3：公司股权结构清晰、集中

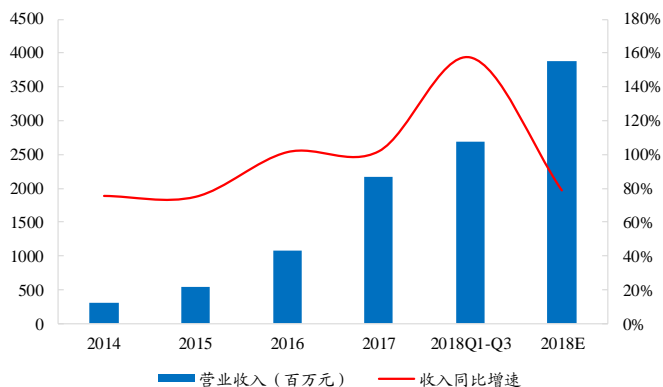


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.2、锂电设备业务成为核心驱动，助力公司业绩快速增长

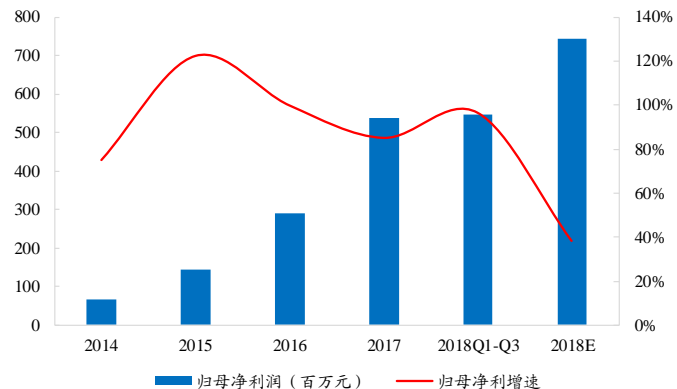
公司 2018 年收入与净利润大幅度增长。公司自上市以来一直保持高速增长，2015-2017 年公司营业收入复合增速为 92%，归母净利润复合增速为 101.7%。2018 年根据业绩快报，2018 年公司实现营业收入 38.90 亿元（YoY+78.7%），实现归母净利润 7.42 亿元（YoY+38.13%），2018 年动力电池产能实际扩建量和锂电设备需求同比 2017 年下滑，公司仍维持大幅增长，显示出龙头设备供应商的实力。

图4： 公司营业收入持续快速增长



资料来源：公司业绩快报、新时代证券研究所预测

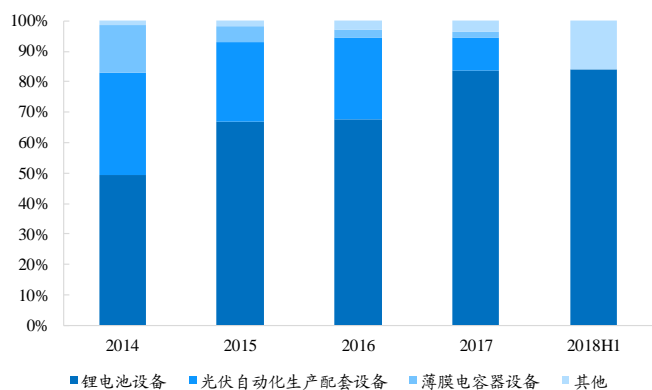
图5： 公司 2018 年归母净利润增长约 38%



资料来源：公司业绩快报、新时代证券研究所预测

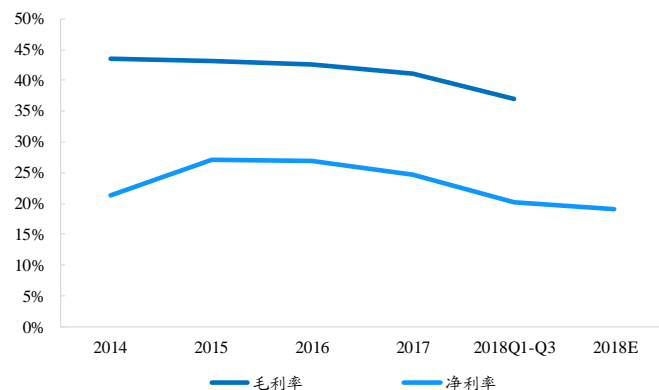
锂电设备为公司核心的增长驱动，2018 年公司净利率水平有所下降。2014 年、2015 年、2016 年、2017 年和 2018H1，公司锂电设备收入占公司营业收入比重分别为 49.5%、67.1%、67.8%、83.7%和 84.2%。2015-2017 年公司锂电设备收入复合增速为 130%，作为核心的增长驱动力带动了公司的成长。2018 年 Q1-Q3 公司毛利率为 37.1%，同比下降 4.9 个百分点，净利率为 20.29%，同比下降 6.3 个百分点。根据业绩快报，2018 年公司净利率约 19%。利润率的明显下降，第一是由于子公司泰坦新动力的发出商品的增值摊销，第二是由于格力智能订单以折价确认收入。剔除上述影响，估算公司 2018 年的净利率在 24%以上，保持很强的盈利水平。

图6： 锂电设备占公司收入比例持续提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图7： 2018 年公司毛利率与净利率有所下降



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

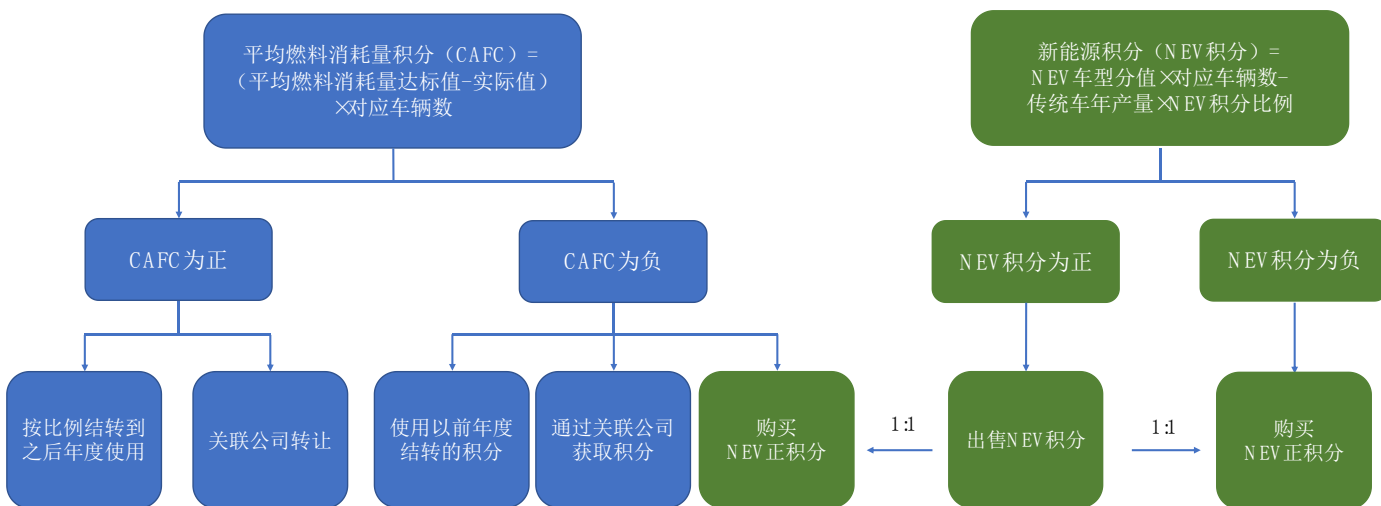
2、国内动力电池将迎新一轮产能扩张，海外潜在扩产需求大

2.1、政策促进新能源汽车发展，预计 2019-2020 年销量复合增速 36%

双积分政策出台进一步推动新能源汽车增长。2016-2018 年，新能源汽车行业出台多项政策，从产业规模发展目标、企业和产品准入管理、电池技术发展目标、

补贴调整等多方面，引导新能源汽车行业进入良性发展。2017年9月，《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（即双积分政策）正式文件出台。正式文件中，细化了新能源汽车标准分，对于新能源汽车积分的考核推迟了一年（2018年不考核、2019和2020年合并考核），同时将执行双积分制度的车企产量标准从5万辆调整为3万辆。由于整车企业可通过多余的NEV正积分交易获利，相当于对新能源汽车变相的一种补贴延续，预计双积分制度的执行，将有效缓解新能源车企的资金压力，并促进政策企业将发展重心倾向于纯电动汽车。

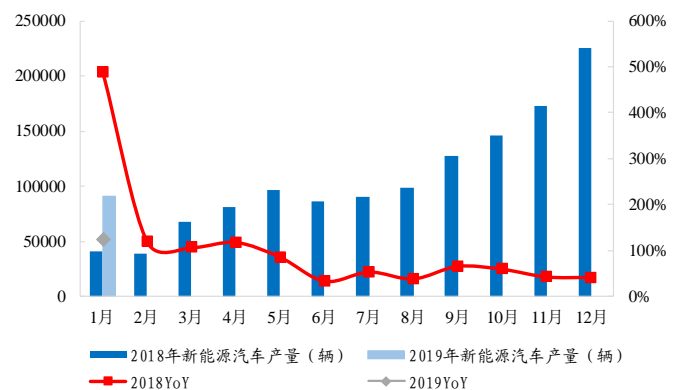
图8：双积分政策将促进新能源汽车产、销量增长



资料来源：工信部、新时代证券研究所

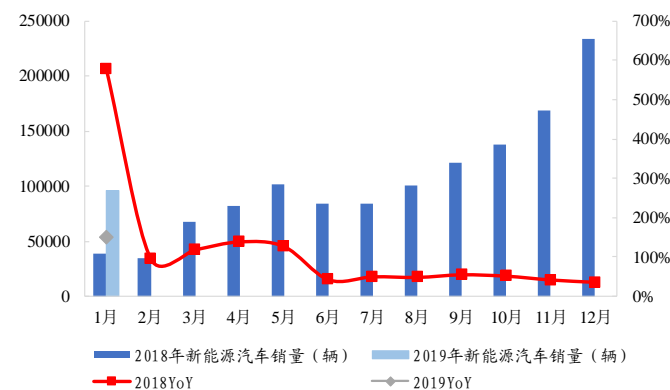
2018年新能源汽车销量同比增长61.7%，2019年1月维持快速增长。2016年和2017年国内新能源汽车销量同比增长分别为53.2%和53.3%。2018年国内新能源汽车累计产量为127万辆，同比增长60%，新能源汽车累计销量为125.6万辆，同比增长61.7%。在2018年6月12日补贴过渡期结束后，6-12月国内新能源汽车销量的同比增速分别为42.4%、50.0%、48.5%、55.1%、51.7%、42.0%和36.1%，补贴退坡并没有抑制新能源汽车销量增长的动力。2019年1月国内新能源汽车销量约为9.6万辆，同比增长约138%，维持高速增长。

图9：2018年新能源汽车产量同比增长60%



资料来源：汽车工业协会、新时代证券研究所

图10：2018年新能源汽车销量同比增长61.7%



资料来源：汽车工业协会、新时代证券研究所

政策不断提高新能源汽车销量指引。2016年12月《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中，明确提出到2020年新能源汽车年产量达到200万，累计产销量达到500万。2017年4月《汽车产业中长期发展规划》中，提出目标到2025年国内汽车销量达到3500万辆，新能源汽车销量占汽车总销量比例达20%。2018年

3月，工信部部长在接受央视采访时，提出燃油车退出时间表制定方面，初步确定了2019年新能源汽车销量占比达汽车销量的8%，2020年新能源汽车销量占比达汽车销量的10%。从2016-2018年的政策来看，政府在不断提高新能源汽车的产销目标，促进和引导新能源汽车行业规模的发展。

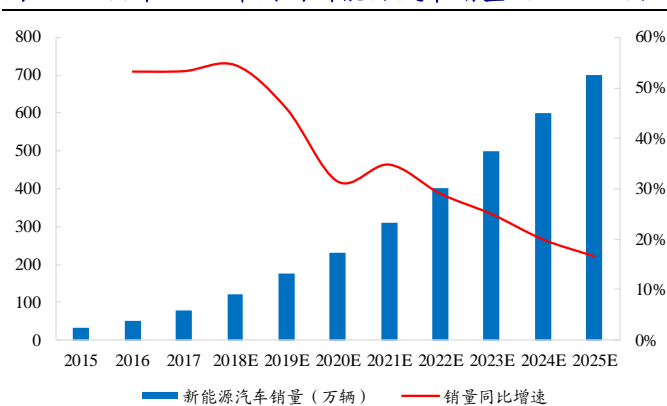
表1: 政策指引推进新能源汽车销量占比持续提升

时间	政策名称	部门	规划&影响
2016.12	《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	国务院	目标到2020年新能源汽车年产销量200万以上，累计产销量500万以上
2017.4	《汽车产业中长期发展规划》	工信部、发改委、科技部	目标到2025年新能源汽车销量占汽车总销量比例达到20%
2017.9	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	工信部、发改委、科技部、财政部	2019年和2020年的NEV积分比例分别为10%和12%
2018.3	燃油车退出时间表	工信部	初步确定2019年和2020年新能源汽车占比分别为8%和10%

资料来源：国务院、工信部、发改委、科技部、新时代证券研究所

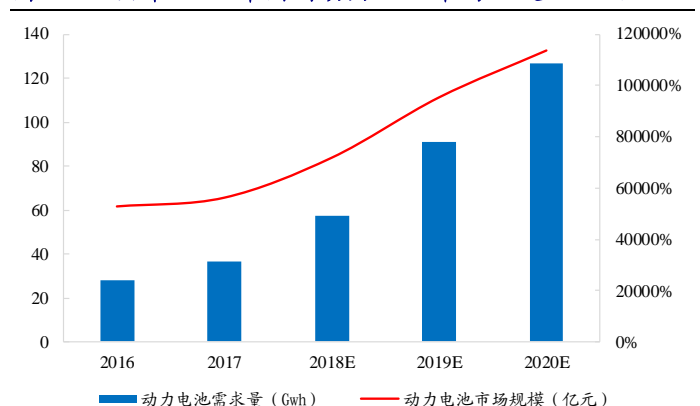
预计2020年国内新能源汽车销量达到230万辆，2019-2020年复合增速达36%。根据工信部燃油车退出节奏的指引，到2020年新能源汽车占比10%，预计当年汽车销量3000万辆，则新能源汽车销量为300万辆，考虑原本政策目标2020年新能源汽车销量为200万辆，我们结合目前新能源汽车销量增长态势，预计到2020年新能源汽车销量为230万辆，2019-2020年销量复合增速为36%。假设平均单车带电量为55kwh，电池价格为0.9元/wh，则2020年动力电池市场规模接近1100亿元。根据《汽车产业中长期发展规划》，预计到2025年新能源汽车销量达到700万辆，2021-2025年销量复合增速为24.9%，到2025年国内动力电池产能需求或将超过400GWh。

图11: 预计2020年国内新能源汽车销量达230万辆



资料来源：汽车工业协会、工信部、新时代证券研究所预测

图12: 预计2020年国内动力电池市场规超1100亿



资料来源：工信部、高工锂电、新时代证券研究所预测

2.2、产业高端化趋势开启，2019-2020年国内产能扩建或超170GWh

补贴逐步退坡，政策导向“扶优扶强”。2018年2月，最新的新能源汽车补贴政策出台，在单车补贴方面，大幅度降低了低续航里程和低系统能量密度的车辆补贴，上调了高续航和高能量密度的车辆补贴。通过补贴的调整，引导动力电池产品

性能往高能量密度和品质发展。我们认为 2019 年补贴退坡或相关财政政策将继续保持“扶优扶强”的导向，促进新能源汽车企业和动力电池企业技术升级。对于新能源汽车，市场化推广的主要制约因素在于电池成本和汽车续航能力，两者分别影响了新能源汽车的性价比和用户使用体验。随着新能源汽车高端化，预计终端用户购买新能源汽车的意愿将逐渐增强，长期看有利于新能源汽车需求释放。

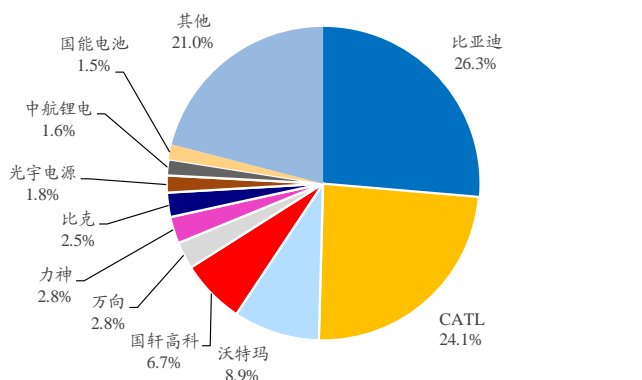
表2: 2018 年 2 月补贴政策大幅提高新能源汽车电池能量密度和续航里程标准

项目	2017 年	2018 年
度电补贴上限 (元/kwh)	1100	1200
单车补贴 (万元) 与续航里程	100-150km	2.0
	150-200km	3.6
	200-250km	3.6
	250-300km	4.4
	300-400km	4.4
	≥400km	4.4
系统能量密度 (wh/kg) 与调整系数	0.6	/
	1.0	90-120
	1.1	≥120
	1.2	/
		105-120
		120-140
		140-160
		≥160

资料来源: 工信部、发改委、科技部、财政部、新时代证券研究所 (注: 以乘用车为例)

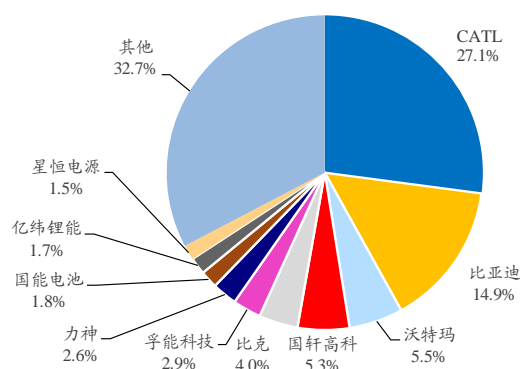
动力电池格局向头部集中, 2018 年 CATL 和比亚迪市占率合计 61%。2018 年, 宁德时代的动力电池市占率达到 41.1%, 比亚迪为 20.1%, 两者均相比 2017 年市占率大幅提升, 合计占约 61%。2018 年 TOP10 以外的其他电池企业总市占率由 2017 年的 32.7% 下降至 17.4%, 说明小规模、低端的电池产能在逐步萎缩, 行业格局向头部企业集中。2018 年动力电池 CR2、CR5 和 CR10 分别达到 61.2%、73.5% 和 82.6%。

图13: 2016 年动力电池市场龙头占据近 50% 份额



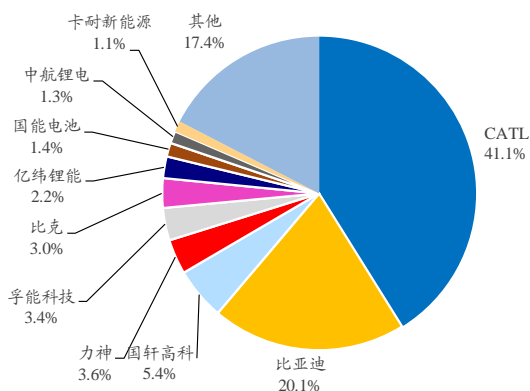
资料来源: 高工锂电、新时代证券研究所

图14: 2017 年动力电池市场格局集中度略有下降



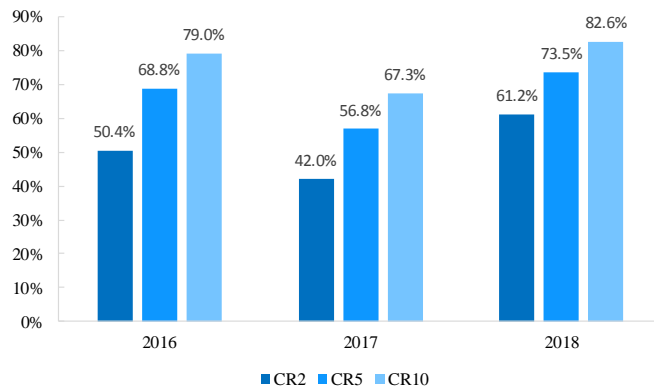
资料来源: 高工锂电、新时代证券研究所

图15: 2018年动力电池市场CATL的份额快速提升



资料来源: 高工锂电、新时代证券研究所

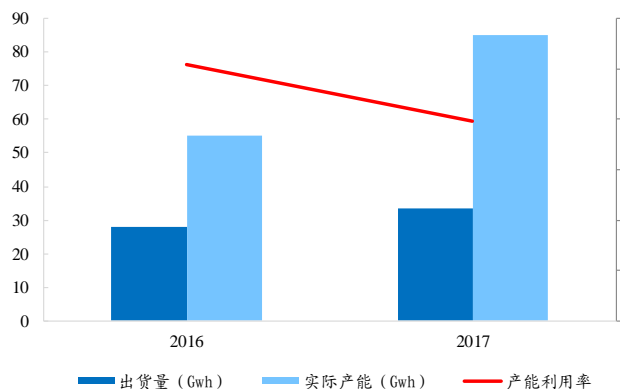
图16: 2018年动力电池市场集中度继续提升



资料来源: 高工锂电、电池中国、新时代证券研究所

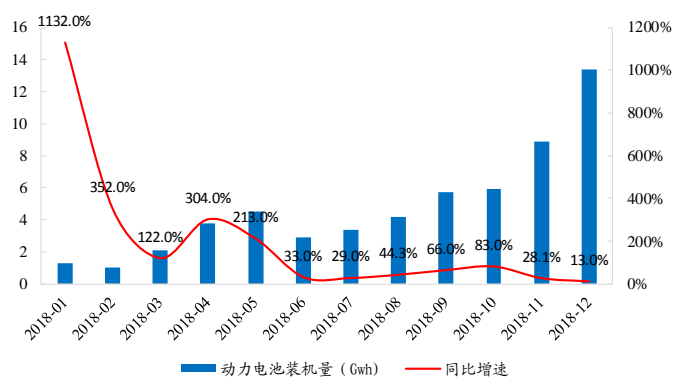
短期动力电池产能呈现结构性过剩, 装机量高增长有望逐步消化过剩产能。据我们结合第三方的统计, 2016年动力电池出货量为27.9GWh, 产能利用率约为51%。2017年行业产能快速扩张, 2017年底行业内电池企业建成产能合计约120-130GWh, 考虑新建产能投产时间, 全年实际产能约85GWh, 2017年动力锂电池出货量36GWh, 产能利用率约为42%。短期来看, 动力电池产能严重过剩。在2018年新能源车型和动力电池高端化发展的趋势下, 我们认为2017年之前大部分存量产能属于低端无效产能, 2018年动力电池装机量约56.98GWh, 同比增长约55%。预计2019年动力电池需求将继续增长, 剔除存量无效产能后, 高端电池产能仍有较大需求。

图17: 2017年国内动力电池产能利用率约42%



资料来源: OFweek 锂电网、高工锂电、新时代证券研究所测算

图18: 2018年动力电池装机量同比增长约55%



资料来源: 高工锂电、电池中国、新时代证券研究所

预计国内动力电池开启新一轮产能扩建, 2019-2020年新建产能复合增速超30%。随着新能源汽车销量和动力电池装机需求的不断提升, 国内优质电池企业开启了新的产能扩建规划, 同时海外电池企业如SKI、三星SDI、LG化学等也开始加码国内市场的动力电池产能建设, 瞄准补贴退出后的市场。2018年三季度起国内外企业披露了大量的在国内的动力电池产能建设计划, 考虑部分企业2018年动力电池出货量较小, 或未披露具体投产时间, 我们估计2019-2020年国内实际的扩建产能累计超过170GWh, 新建产能的复合增速超过30%, 2019年锂电需求将迎来拐点。

表3: 2018年国内电池企业和海外电池企业披露了大量的新建产能计划

公司名称	公司类别	披露新建产能规划	建设周期或投产年份
宁德时代	国产电池企业	宁德时代湖西 24GWh 动力电池产线	建设周期 36 个月, 预计 2020 年全部达产
		江苏时代投资 74 亿, 在溧阳新建动力及储能电池产线	建设周期 24 个月
时代上汽	电池、车企合资	江苏常州溧阳 36GWh 动力电池产线	有望于 2020 年达产
时代广汽	电池、车企合资	拟投资 42.26 亿元在广州建设动力电池产能项目	建设周期 24 个月
比亚迪	国产车企	青海 24GWh 动力电池项目	预计 2019 年达产
		拟投资 100 亿元在重庆璧山建设 20GWh 动力电池项目, 与长安汽车合资在重庆两江建设 10GWh 动力电池项目	
		拟投资 120 亿元在西安建设 30GWh 动力电池项目	
吉利汽车	国产车企	拟投资 80 亿元在湖北荆州建设动力电池项目	预计在 2020 年建成投产
国轩高科	国产电池企业	青岛二期 2GWh 动力电池产线, 合肥经开区 4GWh 三元电池产线, 唐山二期 2GWh 动力电池产线	预计于 2018Q4 和 2019Q1 达产, 2020 年总产能达到 30GWh
万向	国产电池企业	拟投资 685 亿元于杭州萧山新建 80GWh 动力电池项目	
孚能科技	国产电池企业	拟于镇江投建 20GWh 动力电池产线	2020 年一期 10GWh 达产, 2022 年二期全面达产
鹏辉能源	国产电池企业	拟投资 58 亿元于常州新建 10GWh 动力电池产线和 5GWh 动力电池 PACK 产线	建设周期 18 个月
捷威动力	国产电池企业	拟投资 108 亿元于浙江嘉兴新建 20GWh 动力电池项目	
星恒电源	国产电池企业	拟于滁州投建 25GWh 动力电池产线	2019Q2 一期 6GWh 达产, 2020 年二期达产, 2022 年全面达产
荷兰沃克斯	外资电池企业	拟投资 18.5 亿美元于长三角投建 8GWh 动力电池产线	预计 2021 年达产
SKI	外资电池企业	拟于常州投建 7.5GWh 动力电池产线	
LG 化学	外资电池企业	拟于南京投建 32GWh 电池产线, 含动力、储能、小型电池各 16 条、3 条和 4 条	2019 年 10 月一期投产, 2023 年全面达产
三星 SDI	外资电池企业	西安三星环新动力二期项目重启, 规划总投资 105 亿元	
		增资天津工厂约 165 亿元, 建设动力电池产线和车用 MLCC 工厂, 动力电池用于储能系统、电动汽车和电动工具	

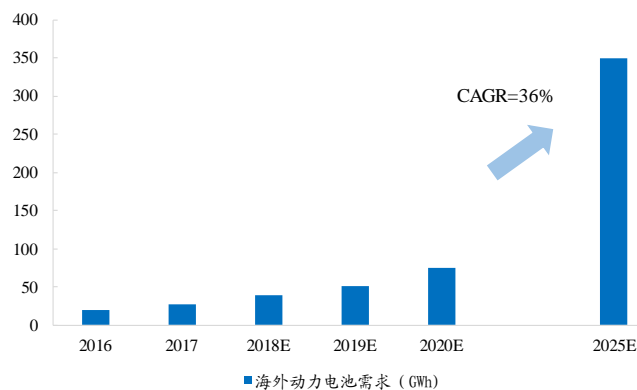
资料来源: 公司公告、高工锂电、新时代证券研究所

2.3、预计 2018-2025 年海外动力电池需求复合增速达 37%，潜力巨大

预计到 2025 年海外动力电池需求达到 350GWh, 2018-2025 年复合增速达 37%。根据高工锂电数据, 2014-2017 年海外新能源汽车动力电池需求量分别约为 4GWh、9GWh、20GWh、28GWh, 2020 年动力电池需求量或将达 75GWh。结合 BNEF 预测, 预计 2025 年全球新能源汽车销量超过 1200 万辆, 带动全球和海外动力电池需

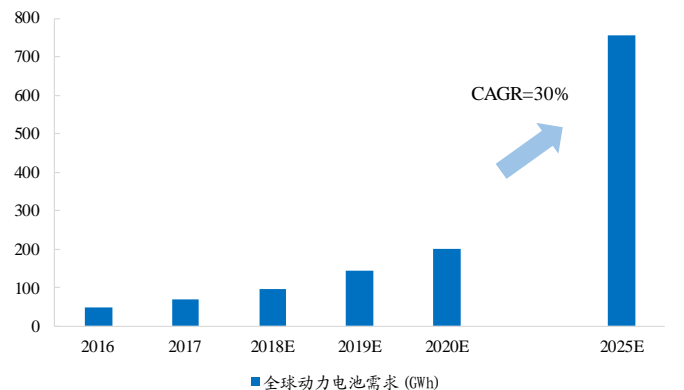
求分别达到 750GWh 和 350GWh，2017-2025 年的复合增速分别为 35% 和 37%。根据 IDC 统计，2017 年海外动力电池产能不足 50GWh，潜在动力电池产能扩建需求超 300GWh。

图19: 预计 2020-2025 年海外电池需求复合增速达 36%



资料来源: 高工锂电、新时代证券研究所预测

图20: 预计 2020-2025 年全球电池需求复合增速达 30%



资料来源: 高工锂电、新时代证券研究所预测

海外电池龙头企业扩张迅猛，2022 年前累计新建产能或超过 150GWh。海外动力电池企业主要以 LG 化学、松下、三星 SDI 和 SKI 等为代表。LG 化学四大基地规划了大量的产能扩建，预计在 2022 年产能达到 105GWh；松下与以往特斯拉合作关系密切，其电池工厂主要布局在日本、美国和中国，其中与特斯拉合资在美国内华达州的 Gigafactory 超级工厂，预计全部达产后产能到 35GWh，2020 年松下全球产能有望达 49GWh。三星 SDI 在全球范围内主要有三大动力电池生产基地，中国天津工厂预计经过增资改建后，将承担动力电池生产功能，预计三星 SDI 在 2020 年前产能超过 20GWh。SKI 受限于客户结构，2017 年之前产能规模仅 5GWh 左右，但 SKI 在匈牙利和中国江苏常州等地规划了新生产基地，并在韩国基地规划了新建产能，预计到 2022 年 SKI 全球产能达到 45GWh。

表4: 海外动力电池龙头在 2022 年前累计新建产能规划超过 150GWh

企业名称	生产基地	扩产综述
LG 化学	韩国梧仓、中国南京、美国霍兰德、波兰佛罗茨瓦夫	2017 年全球产能约 18.5GWh，2020 年全球产能达 90GWh，2022 年全球产能达 105GWh
三星 SDI	韩国蔚山、中国西安、匈牙利、中国天津（待改造）	2017 年全球产能约 7.7GWh，2019 年产能预计达到 20GWh
松下	日本住之江、加西、姬路、洲本， 美国内华达，中国大连、苏州、无锡	2017 年全球产能约 22.5GWh，2020 年预计达到 49GWh
SKI	韩国瑞山、匈牙利科马隆、中国江苏常州	2017 年全球产能约 5GWh，2020 年全球产能预计达 24GWh，2022 年达 45GWh

资料来源: 高工锂电、OFweek 锂电网、新时代证券研究所

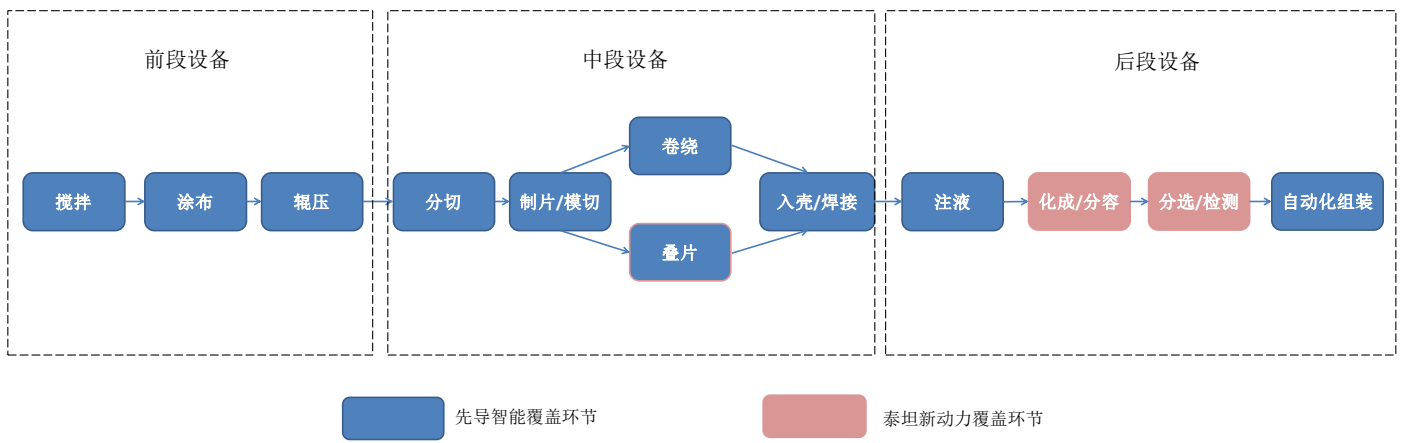
3、公司为锂电设备绝对龙头，将充分受益下游产能扩建

3.1、内生与外延提升产品价值度，公司锂电设备技术领先国内

公司收购泰坦新动力并自主研发锂电前段设备，现已具备独立整线供应能力。锂电池生产可大致分为前、中、后三个大的工序段。前段主要包括搅拌、涂布、辊压、分切、制片、极耳成型等工序；中段主要包括卷绕或叠片、电芯预封装、注电解液等工序；后段设备主要包括电芯化成、分容、电池组检测和自动化组装。公司

在上市之初，产品主要集中在中段分切、卷绕、模切等设备，2017年7月公司完成对泰坦新动力100%的股权收购，完成了对后段化成、分容、检测等环节的覆盖。2018年公司自主研发的高速涂布机实现了销售订单，目前公司已经具备动力电池设备的整线供应能力，且整线自制率超过90%。

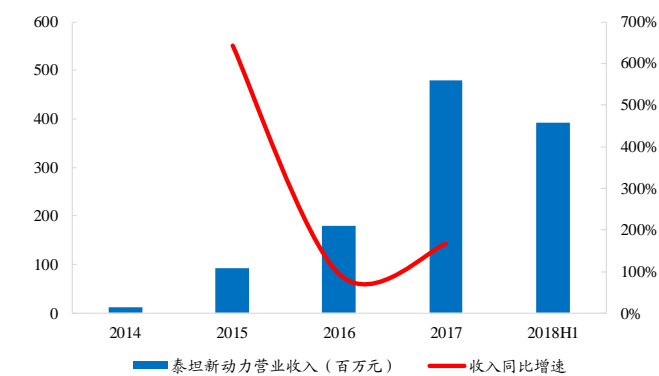
图21: 公司通过自主研发和外延并购, 已经实现锂电设备整线的供应能力



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

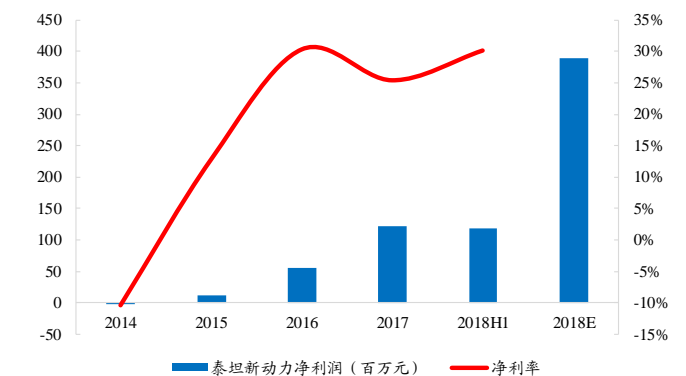
泰坦新动力为后段设备第一梯队领先企业, 与母公司协同效应明显。泰坦新动力主营业务为锂电池后段制造的化成、分容、分选、电芯及模组测试和仓储自动化等设备, 与母公司客户重叠, 其设备水平与杭可科技、恒翼能等位列国内第一梯队。根据公司披露的财务数据, 2016-2017年泰坦新动力营业收入同比增速分别为94.2%、166.8%, 净利润同比增速分别为361.2%和123.5%。2018年上半年泰坦新动力实现营业收入3.92亿元, 实现净利润1.18亿元, 同时泰坦新动力2018H1的净利率达到30.15%, 盈利能力持续提升。

图22: 2016-2017年泰坦新动力收入复合增速127.6%



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图23: 泰坦新动力净利润持续增长, 净利率稳步提升



资料来源: 公司业绩预告、新时代证券研究所预测

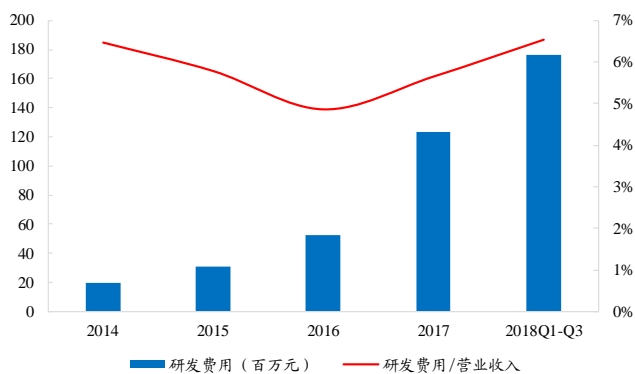
公司前段涂布、中段卷绕等核心设备已经达到国际领先的技术水平。卷绕机为公司最优势的产品, 自上市以来公司卷绕设备性能参数均领先国内竞争对手, 方形卷绕的效率达到6ppm, ±0.5mm的精度, 为国际领先。2018年公司成功自主研发涂布机, 极片涂布最大速度可达100m/min, 极片对齐精度为±0.3mm, 达到了国际先进水平。总体而言, 公司不光具备最齐全的各设备环节供应能力, 同时整体设备性能为国内最优。

表5: 公司设备性能参数已达到国际领先水平

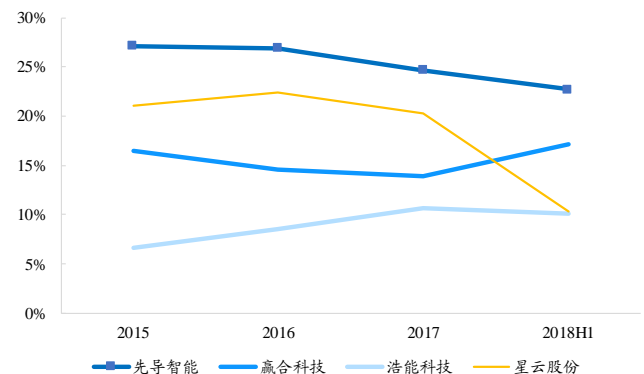
设备环节	性能指标	国外先进水平	国内代表企业			
			先导智能	赢合科技	浩能科技	格林晟
涂布机	最大速度	100m/min	100m/min	100m/min	120m/min	-
	尺寸公差/精度	± 0.3mm	± 0.3mm	± 1.2%	± 0.5mm	-
方形卷绕机	效率/速度	600-800mm/s	6ppm 600mm/s	6ppm	-	≥ 3ppm
	精度	± 0.5mm	± 0.5mm	-	-	± 0.5mm
圆柱卷绕机	效率/速度	300-500mm/s	30ppm 375mm/s	-	-	-
	精度	± 0.5mm	± 0.5mm	-	-	-
叠片机	效率	0.35s/pcs	0.5-0.6s/pcs	0.4-0.5s/pcs	-	0.3-0.4s/pcs
	精度	± 0.3mm	± 0.3mm	± 0.3mm	-	± 0.3mm

资料来源: 各公司官网、新时代证券研究所 (注: 部分企业设备参数未详细披露)

持续的研发投入保证设备竞争力, 公司盈利水平高于同行, 预计 2019 年净利率回升。公司长期保持较高的研发投入。2018 年前三季度, 公司研发费用为 1.76 亿, 占营业收入的比例为 6.5%, 2016-2018 年研发投入占比持续提高。通过不断的研发新设备品类和迭代原有设备品类的技术水平, 公司保持非常优秀的盈利能力。公司净利率显著高于国内其他锂电设备供应商, 2018Q1-Q3 公司由于泰坦的发出商品增值摊销以及格力智能订单的折价确认收入, 毛利率和净利率分别同比下滑 4.9 个百分点和 6.3 个百分点, 预计 2019 年公司盈利水平将回升。

图24: 公司保持较高研发投入

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图25: 公司净利率显著高于其他竞争者

资料来源: 各公司公告、新时代证券研究所

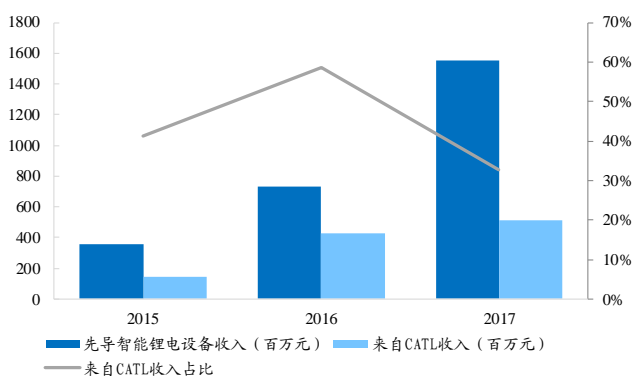
3.2、客户结构优质, 订单确定性强, 预计 2019 年新签订单增长超 30%

公司客户优质, 核心设备在龙头宁德时代的采购体系中占据绝对优势份额。公司从上市之初就成为宁德时代的核心供应商。根据宁德时代披露, 2015-2017 年公司均为宁德时代前五大供应商, 并为唯一进入前五大的锂电设备企业。2015-2017 年公司锂电设备收入中, 来自于宁德时代的销售收入占比分别为 41%、58% 和 33%。根据 2018 年 9 月 13 日公司公告, 公司获签宁德时代卷绕机、化成分容及容量机等设备, 合计金额约 9.15 亿元, 其中母公司订单金额 (卷绕机) 约 5.65 亿元, 子公司泰坦新动力订单金额 (化成、分容设备等) 约 3.49 亿元。根据宁德时代的动力

电池产线投资规划和投建进度，我们估算母公司先导智能在宁德时代的卷绕机采购份额约 90%，泰坦新动力在宁德时代的后段化成、分容等设备的采购份额约 50-60%。

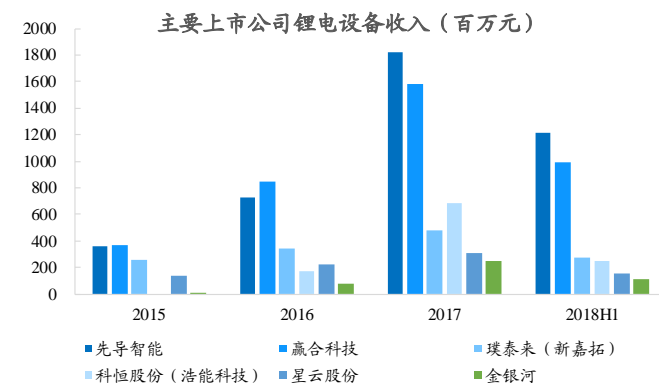
产业高端化由下游往中上游传到，优质设备供应商受益。随着电池生产工艺升级、材料的变化和电池能量密度的提高，车企会更加注重动力电池的高品质。对于电池企业来说，需要采购尽可能好的设备以匹配高品质电池生产需求，同时需要更加市场化的采购以追求性价比，由此从产业链自下而上进行产能高端化的升级。设备环节的集中度将随之提升。公司先导智能最优质的锂电设备供应商，2016-2018 年锂电设备收入规模与其他设备供应商逐渐拉大，受益于大客户的产能扩建需求，预计 2019 年起公司的市场份额继续提升。

图26: 2015-2017 年来自 CATL 收入占比维持 30%以上



资料来源: 公司公告、宁德时代招股书、新时代证券研究所

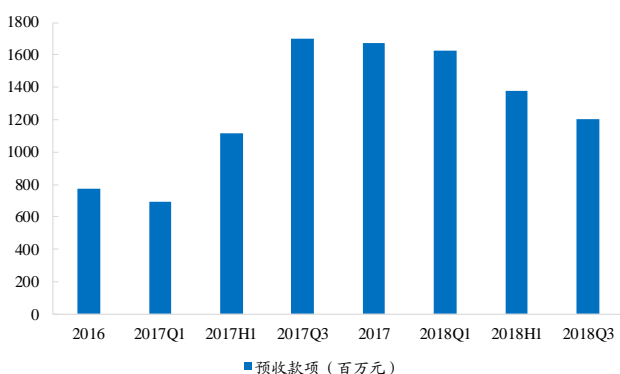
图27: 公司与其他锂电设备上市公司收入规模差距拉大



资料来源: 各公司公告、新时代证券研究所

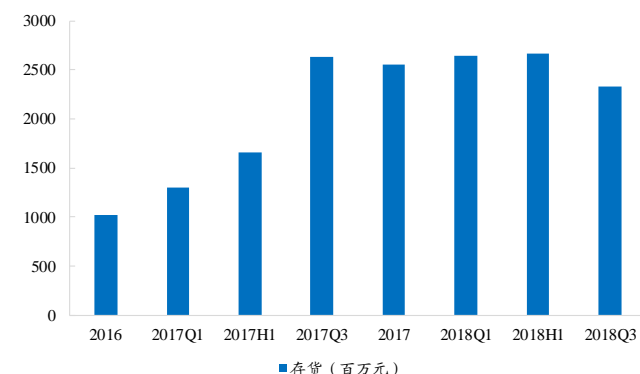
格力智能大额订单确认，风险已解除。2017 年上半年先导智能及子公司泰坦新动力与格力智能装备签订了总金额约 20 亿元的订单。上述订单于 2017Q4 和 2018Q1 陆续交付，但截止 2018 年上半年一直未能确认收入。2018 年 9 月 8 日，先导智能和泰坦新动力分别与格力智能签订《商谈备忘录》，确保了上述订单能在 2018Q3 和 Q4 以折价方式确认收入，消除了订单收入无法确认的风险。2018 三季报，先导智能预收款项为 12 亿元，存货为 23.3 亿元。在格力智能的大额订单逐渐确认过程中，预收款和存货仍保持较高水平。

图28: 2018 年三季报公司预收款项为 12 亿元



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图29: 2018 年三季报公司存货为 23.3 亿元

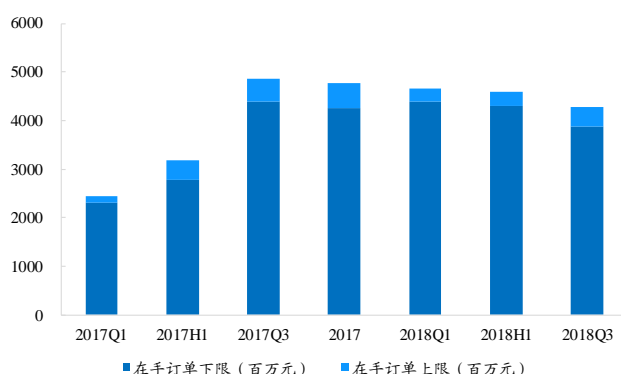


资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

公司在手订单充足，2018Q3 新签订单增速转正。根据公司销售商品的回款方式以及存货的财务会计计量方式，我们估算 2018Q3 公司在手订单下限约为 39 亿元，上限约为 42 亿元。考虑到格力智能订单在 2018Q3 和 Q4 集中确认，公司在手

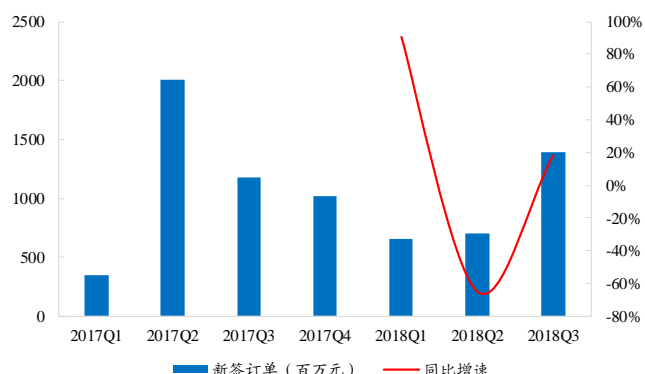
订单维持 40 亿元左右为十分可观的水平。根据公司在手订单变化和各季度营业收入的金额，我们估算 2018Q3 公司新签订单约 14 亿元，同比增长约 18%，在 2018 年上半年订单下滑后，首次转正。

图30: 估算 2018 年三季度末在手订单约 40 亿元



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图31: 估算 2018Q3 公司新签订单同比增速转正



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所 (修正为泰坦并表口径)

国内优质电池企业开启招标, 公司有望最直接受益。我们统计了国内优质电池企业宁德时代、比亚迪、时代上汽、时代广汽、孚能科技、国轩高科以及海外的 SKI、三星 SDI、LG 化学等在国内的扩产规划。我们认为下游优质的动力电池企业产能扩建具备更好的确定性, 且公司作为性能最优越的锂电设备供应商有望在优质电池企业采购中获得较大份额。预计 2019 年公司新签锂电设备订单约 60 亿元, 同比增长 30% 左右

表6: 国内外优质电池企业规划在建或新建产能量大, 预计公司最为受益

公司名称	产能基地	建设产能规划 (GWh)	建设状态	预计达产时间
宁德时代	湖西基地一期、二期、三期	24	在建	2020 年
	江苏溧阳三期	约 20	规划	2020 年
时代上汽	江苏溧阳	36	在建	2020 年
时代广汽	广州	约 12	在建	2020 年
比亚迪	青海二期	14	在建	2019 年
	重庆璧山、两江	30	规划	未披露
	西安	30	规划	未披露
吉利汽车	湖北荆州	约 20	规划	未披露
国轩高科	南京	5	在建	2019 年
	唐山二期	2	在建	2019 年
孚能科技	镇江一期	10	在建	2020 年
	镇江二期	10	未开工	2022 年
SKI	江苏常州	7.5		未披露
LG 化学	南京	32	在建	2023 年全面达产
三星 SDI	西安二期	约 20	规划	未披露
	天津	约 20	规划	未披露
荷兰沃克斯	浙江嘉兴	8	规划	2021 年

资料来源: 各公司公告、高工锂电、真锂研究、OFweek 锂电网、新时代证券研究所

3.3、与特斯拉、Northvolt 达成合作，受益全球电动化打开成长空间

公司获签特斯拉订单，与 Northvolt 达成合作协议，海外市场将带来订单弹性。2018 年 12 月 27 日，公司公告获签特斯拉 4300 万元锂电设备订单，为国内首家直接为特斯拉供应锂电设备的案例。虽然订单金额较小，但表明先导智能有望成为国际动力电池客户的最优先选择。特斯拉上海超级工厂已经于 2019 年 1 月开工，总投资额规划为 500 亿元。预计公司将进入特斯拉供应体系，并达成长期合作关系，上海超级工厂建设将为公司带来大额的锂电设备增量。2019 年 1 月 30 日公司公告与瑞典 Northvolt 签订战略合作框架协议，双方计划在未来进行约 19.39 亿元的锂电池设备的购销业务合作。

表7：公司获签宁德时代大额设备订单和特斯拉设备订单

公司	公告时间	客户	订单内容
先导智能	2018.7.28	安徽泰能	获签 2 条锂电池生产整线，总金额 5.36 亿元
先导智能	2018.9.13	宁德时代	签订卷绕机、化成分容及容量机设备，总金额 9.15 亿元
先导智能	2018.12.27	特斯拉	卷绕机设备、圆柱电池组装线设备及化成分容系统，总金额约 4300 万元
先导智能	2019.1.30	Northvolt	签订合作协议，协议双方计划在未来进行 19.39 亿的业务合作（锂电池设备购销）

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司已开启国际化布局，有望率先受益于全球动力电池产能扩建需求。随着全球范围内的电动化浪潮开启，国内电池、设备企业与海外企业的国际化合作也逐渐深入。宁德时代在 2017 年已经成为全球出货规模最大的动力电池企业，2018 年宁德时代先后与大众、宝马集团、戴姆勒等达成供应合作关系，并拟在德国建立生产基地。亿纬锂能与戴姆勒达成长期供应合同，孚能科技或将成为戴姆勒供应商，国产电池企业进入海外车企供应链，有望带动国产锂电设备销往海外市场。公司已在美国、韩国、印度等设立子公司，作为国内优质锂电设备供应商，预计公司设备将随宁德时代等电池企业出海，并率先获得 SKI、松下、LG 化学等企业在海外产能扩建的带来的设备订单。

表8：公司与优质电池企业均开启了国际化的产业布局

序号	公司名称	公司类别	典型国际化合作案例
1	宁德时代	国产电池企业	1、与宝马集团签署 40 亿欧元电芯采购（供应）意向订单 2、进入大众供应链，与戴姆勒达成电池供应合同 3、在德国、法国、美国、日本等地设立子公司 4、在德国埃尔夫特市设立电池生产基地
2	孚能科技	国产电池企业	1、融资 10 亿美元，启动欧洲工厂建设 2、或获得戴姆勒大额电池订单
3	亿纬锂能	国产电池企业	1、与戴姆勒签订长期供货合同，有效期至 2027 年 2、与以色列公司建立合作
4	先导智能	国产设备企业	1、为松下批量供应数码电池卷绕机设备 2、在美国、韩国、印度等地设立子公司 3、与特斯拉签订 4300 万动力电池设备订单 4、与 Northvolt 达成 19.39 亿的合作协议

资料来源：高工锂电、OFweek 锂电网、各公司公告、新时代证券研究所

4、盈利预测与投资评级

4.1、预计 2018-2020 年营业收入复合增速为 42%

预计 2019 年起锂电设备订单与收入快速增长，毛利率回升。公司为国产锂电设备龙头，具备整线供应能力和最领先的设备技术实力。预计 2019-2020 年国内锂电设备实际产能扩建复合增速超过 30%，公司主要设备订单来自于宁德时代、比亚迪等龙头电池厂，订单确定性强。预计 2019 年公司新签订单增速超过 30%，考虑格力智能订单已经确认收入，2019 年起公司锂电设备毛利率将回升。预计公司 2018-2020 年锂电设备销售收入增速为 88%/16%/30%，毛利率为 34%/38.5%/39%。

预计公司光伏自动化生产配套设备稳定增长，2018-2020 年销售收入复合增速为 22%。公司光伏设备包括电池片生产环节的上/下料机，以及光伏组件生产环节的串焊机、敷设机等。近期光伏发电政策放松驱动行业回暖，预计 2019 年国内光伏新增装机量 40Gw、国外 70Gw，带动光伏电池片和组件新增产能均超过 20Gw。预计公司光伏设备受益于下游复苏而稳定增长，2018-2020 年光伏自动化生产配套设备销售收入增速为 25%/20%/20%，毛利率为 50%/50%/50%。

预计薄膜电容器设备收入维持平稳。公司上市后业务重心已经转为锂电设备，薄膜电容器设备整体增长和需求均有放缓。预计 2018-2020 年公司薄膜电容器设备销售收入增速为 20%/10%/10%，毛利率为 48%/48%/48%。

其他智能设备有望逐渐放量，预计 2018-2020 年其他业务收入复合增速为 99%，将成为新的增长驱动。考公司其他业务主要包括 3C 智能设备（视觉检测）以及汽车智能产线。汽车智能产线有望受益于新能源汽车产、销需而形成规模化订单。3C 智能设备预计受智能手机、OLED 面板等投资上升带动而在 2019 年放量。预计 2018-2020 年其他业务销售收入增速为 40%/300%/40%，毛利率为 30%/30%/30%。

表9：先导智能 2018-2020 年各业务板块收入增速及毛利率预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	536.11	1078.98	2176.90	3879.21	4826.64	6273.48
收入增速（%）	74.89%	101.26%	101.75%	78.20%	24.42%	29.98%
毛利率（%）	43.05%	42.56%	41.14%	35.26%	38.65%	38.92%
光伏自动化生产配套设备						
收入（百万元）	139.69	288.15	231.91	289.88	347.86	417.43
收入增速（%）	36.20%	106.28%	-19.52%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	51.34%	48.76%	-	50.00%	50.00%	50.00%
锂电设备						
收入（百万元）	359.50	731.10	1822.55	3426.39	3974.61	5166.99
收入增速（%）	136.84%	103.37%	149.29%	88.00%	16.00%	30.00%
毛利率（%）	38.69%	39.55%	39.45%	34.00%	38.50%	39.00%
薄膜电容器设备						
收入（百万元）	26.61	28.52	42.41	50.89	55.98	61.57
收入增速（%）	-43.86%	7.17%	48.71%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	47.01%	-	-	-	48.00%	48.00%
其他业务收入						
收入（百万元）	4.79	10.32	31.21	80.04	112.05	448.20
收入增速（%）	-	115.43%	202.44%	156.44%	40.00%	300.00%
毛利率（%）	-	-	-	-	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

4.2、预计 2018-2020 年归母净利润复合增速 39.5%，首次覆盖给予“推荐”评级

预计公司 2018-2020 年归母净利润复合增速为 39.5%，参考可比公司估值给予“推荐”评级。2019-2020 年估算国内动力电池产能扩建量复合增速超过 30%，公司为技术突出的龙头，客户结构优质，订单确定性强。随着产业高端化，公司的市场份额有望持续提升。公司获签特斯拉订单，与 Northvolt 达成合作协议，将开启与国际电池企业的深度合作，未来有望率先进入全球市场，直接受益全球的动力电池产能扩建需求，打开成长空间。同时，公司智能设备业务持续推进，预计公司有望发展成为先进制造智能装备的综合供应商。预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 7.42 亿、10.86 亿和 14.60 亿元，归母净利润复合增速约为 39.5%；EPS 分别为 0.84 元、1.23 元和 1.66 元，对应当前股价的 PE 分别为 41.7X/28.5X/21.2X。我们选取赢合科技、科恒股份、星云股份作为对比，公司的 2019 年的估值水平略高于可比公司的平均值。考虑公司为锂电设备龙头，在国内电池龙头宁德时代的设备采购中拥有绝对优势份额，且有望率先打开全球市场，首次覆盖给予“推荐”评级。

表10：可比公司估值对照表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE			PB(LF)	市值
		2019/3/7	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		(亿元)
300457.SZ	赢合科技	28.42	0.58	0.86	1.16	49.00	33.05	24.50	3.70	108
300340.SZ	科恒股份	20.55	0.56	0.48	0.81	36.69	42.81	25.37	3.03	43.6
300648.SZ	星云股份	20.00	0.46	0.14	0.56	43.48	142.86	35.71	5.07	27.1
	算术平均					-	72.91	28.53	3.93	
300450.SZ	先导智能	35.10	0.61	0.84	1.23	57.54	41.78	28.54	8.99	309

资料来源：新时代证券研究所预测、除赢合科技、先导智能外其他来自万得一致预测

5、风险提示

5.1、新能源汽车销量增长缓慢

2016-2018 年国内新能源汽车产销量维持快速增长，预计 2019 年新能源汽车将迎来新一轮的补贴退坡政策，对车型品质和电池品质的要求提升。若汽车企业技术积累较慢，则可能 2019 年新能源汽车销量增长放缓，动力电池需求增速下降。

5.2、下游动力电池产能扩建低于预期

2018 年三季度和四季度，国内和海外动力电池企业规划了在国内中长期的产能扩建计划和投资。实际电池产能扩建进度可能受行业景气和政策影响而低于预期，使得锂电设备市场增长不达预期。

5.3、公司现金流恶化的风险

由于新能源汽车补贴持续退坡对车企、电池企业等现金流形成较大压力。2019 年新一轮补贴退坡政策施行后，若下游企业的技术、规模提升带动的成本下降无法消化补贴退坡的资金压力，则新能源汽车行业现金流可能恶化。公司 2018 年经营性现金流较差，部分客户以银行承兑票据或商业承兑票据形式来支付货款，公司存在货款无法全部收回的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2086	5046	7495	9189	10766	营业收入	1079	2177	3879	4827	6273
现金	213	867	1940	2413	3137	营业成本	620	1281	2511	2961	3832
应收账款	186	897	973	1502	1799	营业税金及附加	11	20	35	43	56
其他应收款	4	18	36	33	56	营业费用	31	84	120	145	188
预付账款	11	79	94	100	151	管理费用	142	251	439	531	690
存货	1027	2559	2728	3573	3941	财务费用	-4	-6	9	6	-34
其他流动资产	646	626	1726	1568	1681	资产减值损失	14	46	35	39	50
非流动资产	330	1605	2125	2175	2319	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5	9	5	6	8
固定资产	184	209	393	517	631	营业利润	270	604	850	1248	1679
无形资产	107	165	182	203	229	营业外收入	101	30	13	16	19
其他非流动资产	39	1231	1549	1455	1460	营业外支出	37	11	5	8	10
资产总计	2416	6651	9620	11365	13086	利润总额	334	623	858	1256	1688
流动负债	1466	3708	5834	6701	7150	所得税	43	85	116	170	228
短期借款	0	50	1940	1841	1793	净利润	291	537	742	1086	1460
应付账款	286	644	1182	1510	1683	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1181	3014	2712	3351	3674	归属母公司净利润	291	537	742	1086	1460
非流动负债	5	160	359	371	412	EBITDA	347	635	914	1359	1782
长期借款	0	70	272	264	295	EPS(元)	0.33	0.61	0.84	1.23	1.66
其他非流动负债	5	90	87	107	117						
负债合计	1472	3869	6193	7072	7562	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	408	440	882	882	882	营业收入(%)	101.3	101.8	78.2	24.4	30.0
资本公积	83	1405	966	966	966	营业利润(%)	106.4	124.2	40.7	46.7	34.6
留存收益	453	938	1543	2426	3615	归属于母公司净利润(%)	99.7	84.9	38.1	46.3	34.4
归属母公司股东权益	944	2782	3427	4292	5523	获利能力					
负债和股东权益	2416	6651	9620	11365	13086	毛利率(%)	42.6	41.1	35.3	38.6	38.9
						净利率(%)	26.9	24.7	19.1	22.5	23.3
						ROE(%)	30.8	19.3	21.7	25.3	26.4
						ROIC(%)	30.0	17.6	13.3	17.4	19.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	60.9	58.2	64.4	62.2	57.8
						净负债比率(%)	-22.5	-26.8	8.8	-6.4	-18.3
						流动比率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5
						速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	6.5	4.0	4.2	3.9	3.8
						应付账款周转率	2.3	2.8	2.8	2.2	2.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.33	0.61	0.84	1.23	1.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.51	-0.46	0.99	1.26
						每股净资产(最新摊薄)	1.07	3.16	3.89	4.87	6.26
						估值比率					
						P/E	106.5	57.6	41.7	28.5	21.2
						P/B	32.8	11.1	9.0	7.2	5.6
						EV/EBITDA	88.6	47.7	34.3	22.6	16.9
现金流量表(百万元)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	105	31	-405	873	1109						
净利润	291	537	742	1086	1460						
折旧摊销	19	30	32	45	58						
财务费用	-4	-6	9	6	-34						
投资损失	-5	-9	-5	-6	-8						
营运资金变动	-243	-560	-1171	-256	-364						
其他经营现金流	47	38	-12	-2	-2						
投资活动现金流	-134	-345	-543	-88	-192						
资本支出	121	45	519	29	132						
长期投资	0	-24	0	0	0						
其他投资现金流	-13	-324	-24	-59	-60						
筹资活动现金流	-75	645	681	-132	-27						
短期借款	0	50	550	80	120						
长期借款	0	70	202	-8	31						
普通股增加	272	32	442	0	0						
资本公积增加	-272	1322	-439	0	0						
其他筹资现金流	-75	-829	-74	-204	-178						
现金净增加额	-104	331	-267	653	891						

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

陈皓，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2年机械行业研究经验，2018年3月进入新时代证券研究所，2017年卖方分析师水晶球奖机械行业第6名团队成员。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>