

2019年07月13日

中报预增 10-30%符合预期,下半年业绩有望集中释放

买入 (维持)

事件:公司发布 2019 年中报业绩预告,预计上半年实现归母净利润 3.60 亿至 4.25 亿,同比增长 10%至 30%。

投资要点

■ 预计 2019 Q2 单季归母净利同比+29%, 同期营收+10%

若取业绩预告的中间值 3.92 亿,同比增速为 20%,其中 Q2 单季实现利润 1.98 亿,同比+29%,高于 Q1 增速 (12.04%)。若按 23%的净利率推算,上半年合计确认收入 17.06 亿,其中 Q2 单季实现收入约 8.62 亿,同比+10%。

公司预计上半年非经常损益对净利润的影响在 800 万左右,即 2019H1 扣非归母净利润区间为 3.52 亿-4.17 亿,若按照中值计算,扣非同比增速在 18%左右。

■ 预判公司业绩释放集中于下半年, 全年业绩高增长

专用设备类公司由于设备验收时间较长,收入确认时间具有不确定性,根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期,我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年,全年业绩仍将保持较高增长。

■ Northvolt 和 CATL 扩产, 核心设备商有望大幅受益

今年 6 月大众发布公告,拟投资 9 亿欧元牵手 northvolt 扩产动力电池,同月宁德时代也发布公告,拟对欧洲生产研发基地项目增加投资。公司作为核心设备商有望大幅受益。

宁德时代海外扩产超预期,2.4 亿欧元投资提高到 18 亿欧元投资,我们预计德国工厂产能总规划将会约 28GW-32GW,先导智能会供应中道+后道设备,约占整线投资额的 60%以上,或新增订单 60-70 亿元。作为 CATL 的最大设备供应商,公司有望充分受益于此次扩产规划。

■ 先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头, 预计 2019 年全年新接单 80 亿元, 不排除继续上调的可能性。

先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】,卷绕机供应占比 90%以上,后道设备供应占比也在逐渐提升中;此外,还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系,有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算,宁德时代,比亚迪,松下, LG,三星, Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 605GWh,其中规划新增为 490GWh,对应设备投资额超 1700 亿元。我们预计全球锂电池前六将垄断 80%以上份额,绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。

■ 盈利预测与投资评级:我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 11.1 和 14.9 亿元, EPS 为 1.3 和 1.7 元,对应 PE 为 26 倍和 20 倍,维持“买入”评级。给予目标 PE36 倍,对应目标价 45 元。

■ 风险提示:燃料电池技术突破缓慢,新能源汽车销量低于预期,电池厂扩产速度低于预期。

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

zhouershu@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.05
一年最低/最高价	19.87/40.26
市净率(倍)	8.00
流通 A 股市值(百万元)	28022.87

基础数据

每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	57.41
总股本(百万股)	881.58
流通 A 股(百万股)	847.89

相关研究

- 1、《先导智能 (300450): 大众拟投资 9 亿欧元牵手 northvolt 扩产动力电池,核心设备商有望大幅受益》2019-06-19
- 2、《先导智能 (300450): Q1 业绩符合预期,毛利率水平大幅提升》2019-04-26
- 3、《先导智能 (300450): 业绩符合预期,现金流情况大幅好转》2019-03-21

1. 预计 2019 Q2 单季归母净利同比+29%，同期营收+10%

若取业绩预告的中间值 3.92 亿，同比增速为 20%，其中 Q2 单季实现利润 1.98 亿，同比+29%，高于 Q1 增速(12.04%)。若按 23%的净利率推算，上半年合计确认收入 17.06 亿，其中 Q2 单季实现收入约 8.62 亿，同比+10%。

公司预计上半年非经常损益对净利润的影响在 800 万左右，即 2019H1 扣非归母净利润区间为 3.52 亿-4.17 亿，若按照中值计算，扣非同比增速在 18%左右。

专用设备类公司由于设备验收时间较长，收入确认时间具有不确定性，根据公司 2018 年签订订单的时间和相应的发货验收周期，我们判断公司的收入确认和业绩释放主要集中在下半年，全年业绩仍将保持较高增长。

2. Northvolt 和 CATL 扩产，核心设备商有望大幅受益

2018 年 7 月 9 日,宁德时代(CATL)与德国图林根州政府签署了投资协议,宣布在埃尔福特建立电池工厂,投资 2.4 亿欧元,计划于 2021 年投产,2022 年达到产能 14GW。2019 年 6 月 26 日,发布公告,拟对欧洲生产研发基地项目增加投资,增加后项目投资总额将不超过 18 亿欧元。

此次宁德时代官方宣布追加项目投资额和 2019 年初德国媒体报道的较为一致, 2.4 亿欧元提高到 18 亿欧元之后,按照单 GW 设备投资 3.5-4.0 亿元(德国劳动力成本高,单 GW 设备投资贵估算),我们预计德国工厂产能总规划将会约 28GW-32GW(原规划是 14GW)。

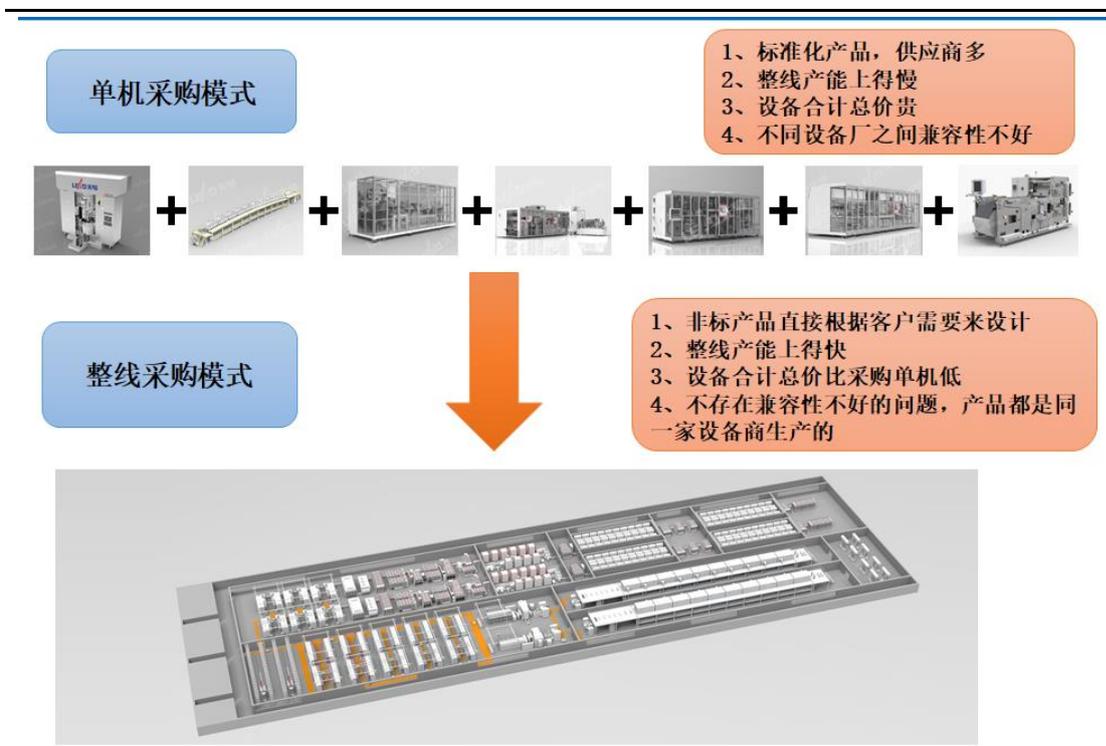
我们预计先导智能会供应中道+后道设备,约占整线投资额的 60%以上,或新增订单 60-70 亿元。且由于德国劳动力成本高企,自动化率将会显著提高,【整线无人工厂】是大概率。

图 1：宁德时代各大基地产能统计（德国项目产能规划已更新）

基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间	截止到2018年报工程进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主, 小批量软包	动力: 三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	90%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	90%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	2021	14%
	宁德湖西 (扩建)	2019.4		动力	15	46	37	2022	新规划, 尚无明确进展
青海西宁	青海西宁	2012	方形为主, 小批量软包	储能+动力	5	20	16	已基本投产	86%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和 pack	10	46	37	2021	9%
	江苏溧阳三期	2018.11		动力+储能	20	74	60	2021	
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和 pack	36	100 (一期)	80	2020	9%
	时代广汽	2018.7	动力	15	46	37	2021	新规划	
	东风时代	2018.7	动力+pack	10	-	-	2019	新规划, 尚无明确进展	
	吉利 (浙江吉润)	2018.12	动力+储能+pack	-	-	-	-	新规划, 尚无明确进展	
	时代一汽	2019.4	动力	14	44	35	2022	新规划, 尚无明确进展	
德国基地	德国因林根	2018.7	动力	14	19	15	2022	新规划	
		2019.6	动力	16	122	98	2024	上调原规划	
合计					203	759	604		
预计新增合计					174	598	479		

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所整理

图 2：整线采购模式将逐步替代单机采购模式



数据来源：东吴证券研究所整理

此外，2019 年同月，大众汽车集团大众汽车集团宣布与 Northvolt 建立合作伙伴关系，在德国建立工厂。大众投资 10 亿美元预计会持有合资工厂 50% 的股权。

本次公布的位于德国的电池工厂将厂址设在下萨克森州萨尔茨吉特，16GW 电池的生产时间为 2023 年或 2024 年。与瑞典的旗舰工厂不同，德国的工厂预计仅将产量提高到 24GW 的年产能。

图 3: Northvolt 各大基地产能统计

基地	项目	开工时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间
波兰	Northvolt Battery Systems	2018	未透露	储能	未透露 10000 modules	未透露	未透露	2019
瑞典Västerås	Northvolt Labs	2018	圆柱	动力	0.35	1.75	1.4	2019
瑞典Skellefteå	Northvolt Ett	2018.5	圆柱	动力	8	40	32	2020
					24	120	96	2023
德国Salzgitter	大众集团合作项目	2020	圆柱	动力	16	70	56	2023年底
					8	40	32	未透露
合计					56	272	217	
预计新增合计					56	272	217	

备注：1、预计单GW设备投资4亿元

数据来源：Northvolt 官网，东吴证券研究所

先导智能和 Northvolt 在 2019 年 1 月签订了约 19.39 亿元的业务合作，具体合同视项目情况另行商定。位于瑞典 Skellefteå 的 Northvolt 电池厂将于 2019 年 8 月开始动工建设，预计将于 2021 年开始生产，总计年产能 16 亿瓦时 (GWh)。该电池厂的主要产品为 Northvolt Ett 的汽车电池，年产能将最终达到 32GW。先导智能向提供 Northvolt 的设备 (包括但不限于单台设备、整线设备或整线设备解决方案等)。我们判断，按照先导智能的技术实力 (设备的稳定性和效率，产品的良率和一致性等)，我们预计先导可以获得中道卷绕机和后道化成分容检测环节的绝大多数订单 (占比整线的 40% 以上)，卷绕机和检测设备或无其他竞争对手参与，整线内的其他环节供应商或为日韩企业。

3. 先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头，预计 2019 年全年新接订单 80 亿元，不排除继续上调的可能性。

作为 CATL 的最大的设备供应商，2018 年宁德时代供应商大会上，先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】，卷绕机供应占比 90% 以上，后道设备供应占比也在逐渐提升中；此外，还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系，有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG，三星，Northvolt

六家全球龙头规划总产能达到 621GWh,其中规划新增为 506GWh,对应设备投资额超 1794 亿元。我们预计全球锂电池前六将垄断 80%以上份额,绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。

先导智能和 Northvolt 的框架协议的规模较大,我们预计先导 2019 年全年新接单 80 亿元,且随着 Northvolt+宁德时代德国后续扩产计划的落地,我们不排除继续上调订单预期的可能性。

图 4: 六家全球龙头电池厂产能规划汇总

龙头锂电池企业	已有产能 (GW)	已有产能备注	规划新增 (GW)	规划产能备注 (GW)	规划总产能 (GW)	预计单位设备投资额 (亿元)	预计新增设备投资总额 (亿元)	前道涂布 (潜在供应商)	中道卷绕/叠片 (潜在供应商)	后道化成分容检测 (潜在供应商)
LG	19	韩国4, 美国2.4, 南京3, 波兰10	92	波兰60, 南京32, 南京工厂扩建 (投资75亿元)	111	4	368	先导, 科恒 (浩能), 东丽	先导, 赢合	杭可
宁德时代	29	宁德湖东22, 时代锂动力2, 青海西宁5	174	时代上汽36, 溧阳一、二期10, 宁德湖西募投24, 溧阳三期20, 德国30, 东风时代10, 时代广汽15, 湖西新建15, 时代一汽14	203	3	435	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓), 赢合 (雅康)	先导	先导 (泰坦)
比亚迪	26	惠州2, 深圳坑梓14, 青海10	84	青海14, 重庆30, 西安30, 长沙10	110	4	336	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓)	先导, KOEM	先导 (泰坦), 杭可
松下	30	特斯拉超级工厂20, 大连8, 苏州2	85	特斯拉超级工厂85	115	4	340	科恒 (浩能), 东丽	先导, 松下本部设备公司	杭可, 先导 (泰坦)
三星	10	韩国6.4, 西安1.6, 匈牙利2	15	1、美国密西根 (暂无详细规划); 2、西安 (15GW, 总投资额105亿元); 3、天津 (总投资166亿元)	25	6	90	东丽	先导	杭可
Northvolt	0	-	56	瑞典Skellefte 32, 瑞典Västerås 0.35, 波兰 (年产10000 modules), 德国Salzgitter 24	56	4	225	日韩企业SECI等	先导	先导
合计	114		506		621		1794			

备注: 1、杭可科技已过会; 2、比亚迪长沙项目为4月17日最新公布; 宁德时代湖西新建项目、时代一汽项目为4月25日最新公布; Northvolt德国项目为6月14日公布; 3、宁德时代德国工厂是大概新增30GW(扩产数据需要进一步跟踪)。

数据来源: 高工锂电等, 东吴证券研究所整理

锂电设备板块的短期逻辑是: 下游扩产和设备招标。长期逻辑: 核心驱动因素是电动化率的提升。我们预计到 2030 年电动化率提升到 25%-30% (目前是 2%)。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019 年、2020 年的净利润分别是 11.1 和 14.9 亿元, EPS 为 1.3 和 1.7 元, 对应 PE 为 26 倍和 20 倍, 维持“买入”评级。给予目标 PE36 倍, 对应目标价 45 元。

5. 风险提示

燃料电池技术突破缓慢, 新能源汽车销量低于预期, 电池厂扩产速度低于预期。

先导智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6556	8661	11870	15946	营业收入	3890	4670	6200	8060
现金	1483	3874	5513	7687	减: 营业成本	2370	2738	3637	4723
应收账款	2470	2303	3058	3975	营业税金及附加	30	33	43	56
存货	2413	2250	2989	3882	营业费用	123	135	180	234
其他流动资产	190	234	310	403	管理费用	247	496	656	852
非流动资产	1869	1917	1927	1884	财务费用	15	-48	-122	-178
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	35	0	0	0
固定资产	538	591	607	569	加: 投资净收益	6	0	0	0
在建工程	121	51	30	9	其他收益	-107	5	5	5
无形资产	162	157	151	146	营业利润	969	1322	1810	2379
其他非流动资产	1048	1118	1138	1160	加: 营业外净收支	-131	-50	-110	-116
资产总计	8426	10578	13798	17830	利润总额	839	1272	1700	2263
流动负债	4509	5647	7510	9739	减: 所得税费用	96	146	196	260
短期借款	486	30	50	50	少数股东损益	0	11	15	20
应付账款	2341	2926	3886	5046	归属母公司净利润	742	1114	1490	1983
其他流动负债	1681	2691	3574	4642	EBIT	1135	1274	1689	2201
非流动负债	475	475	475	475	EBITDA	1175	1330	1755	2273
长期借款	257	257	257	257					
其他非流动负债	218	218	218	218	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4983	6121	7985	10214	每股收益(元)	0.84	1.26	1.69	2.25
少数股东权益	0	11	26	46	每股净资产(元)	3.90	5.04	6.56	8.59
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
资产和股东权益	8426	10578	13798	17830	ROIC (%)	28.4%	36.0%	73.4%	107.0%
					ROE (%)	21.6%	25.1%	25.7%	26.2%
					毛利率 (%)	39.1%	41.4%	41.3%	41.4%
					销售净利率 (%)	19.1%	23.9%	24.0%	24.6%
					资产负债率 (%)	59.1%	57.9%	57.9%	57.3%
					收入增长率 (%)	78.7%	20.1%	32.8%	30.0%
					净利润增长率 (%)	38.1%	50.1%	33.7%	33.1%
					P/E	39.25	26.15	19.56	14.70
					P/B	8.46	6.56	5.04	3.85
					EV/EBITDA	29.04	26.52	21.15	17.31

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

