

公司研究/公告点评

2020年09月16日

机械设备/通用机械 II

投资评级: 增持 (维持评级)

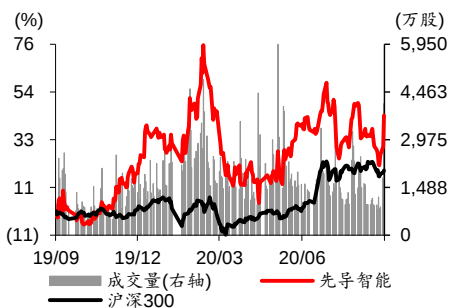
当前价格(元): 48.09
目标价格(元): 60.54

章诚 SAC No. S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com
关东奇来 SAC No. S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com
陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com

相关研究

- 1《先导智能(300450 SZ,增持): 国产锂电设备龙头转型中远航》2020.08
- 2《先导智能(300450 SZ,增持): 业绩增速放缓, 聚焦主业谋转型》2020.04
- 3《先导智能(300450 SZ,增持): 20Q1 预降 35-55%, 盈利能力承压》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	881.45
流通 A 股 (百万股)	879.44
52 周内股价区间 (元)	31.53-59.01
总市值 (百万元)	42,389
总资产 (百万元)	10,865
每股净资产 (元)	5.12

资料来源: 公司公告

锂电设备龙头先人一步合作共赢

先导智能(300450)

核心客户有望成为战略投资者, 优势互补共促电池产业链发展

公司于 9 月 14 日晚间发布定增预案, 或引入核心客户宁德时代 (300750 CH, 增持, 目标价 219.78 元) 成为其战略投资者; 同时公司公告拟在德国设立全资子公司, 以满足进一步拓展海外市场的战略发展需求。我们认为公司与锂电龙头厂商的深度绑定预案有利于 1) 明确研发方向集中技术攻关力量; 2) 增强公司技术壁垒从而提升整体方案竞争力; 3) 核心客户订单份额提升与募投产能消纳; 4) 优化产能配置促光伏业务蓬勃发展。维持增持评级, 20-22 年 EPS 1.19/1.50/1.83 元, 暂不考虑定增股本变更。

预案获核心客户全额认购支持, 公司领先的技术与供应能力或得到强化

据公司定增预案公告, 本次发行募资不超 25 亿元, 募投项目也与 4 月 28 日披露的增发预案保持一致, 公司对锂电行业的未来技术发展趋势或与核心客户高度统一。作为行业领先的锂电厂商, 宁德时代今年 7 月完成定增, 募资 200 亿元用于扩建合计 52GWh 的国内产能, 8 月公告将投资境内外产业链上市企业不超 190 亿元。公司作为宁德时代的第一大供应商, 或受益于宁德时代在德国的产能扩张, 提升公司对欧洲锂电厂的整体供应能力, 在满足宁德时代和 Northvolt (未上市) 需求后, 有望持续拓展海外客户。

优势研发团队增加技术壁垒, 产品验证迭代机会保证未来竞争力

近年来公司坚定整体解决方案提供商的发展方向, 在智能化及锂电全套整线设备供应上不断努力, 研发人员从 17 年末的 662 人增加至 19 年末的 2192 人, 包括智能制造工程技术人员 200 余人。技术壁垒方面, 与宁德时代的深度合作意向帮助公司有望 1) 使现有及创新产品获得更多的验证与迭代机会; 2) 完善智能化设备设计与系统集成软件开发能力, 提升对中小型锂电厂商的吸引力; 3) 缓冲降价压力, 逐步稳定并提升锂电设备净利率。

光伏业务快速增长, 募投项目释放产能瓶颈满足双赛道设备需求

2019 年光伏业务收入 4.9 亿元/yoy+87.33%, 占比 10.56%。在继 8 月发布多款光伏新品后, 公司预计 2020 年将获得超过 1600 台光伏设备订单, 其中串焊设备超 1000 台, 自动化产线设备超 600 台。目前公司产能由于部分用于光伏、3C 等设备生产基本处于满负荷, 我们认为募投项目将有助于释放产能瓶颈, 使光伏业务成长为营业收入重要增长点之一。

产业链上下游深化合作趋势有望强化龙头企业优势, “增持”评级

我们认为锂电池产业链上下游合作深化局势将持续, 随着宁德时代与 Northvolt 工厂 21 年投产前设备订单逐步交付, 公司归母净利润有望保持增长。维持盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润 10.5/13.3/16.1 亿元, EPS 1.19/1.50/1.83 元, 对应 PE 为 41/32/26 倍。可比公司 2020PE 均值 47 倍 (Wind 一致预期), 公司依靠技术与客户合作的领先优势将受益于行业的优胜劣汰, 给予 20 年 51x PE, 维持目标价 60.54 元, “增持”评级。

风险提示: 锁价定增方案尚未通过审批; 全球疫情影响反复; 动力电池扩产不及预期; 锂电光伏设备订单交付验收放缓; 海外客户拓展不成功。

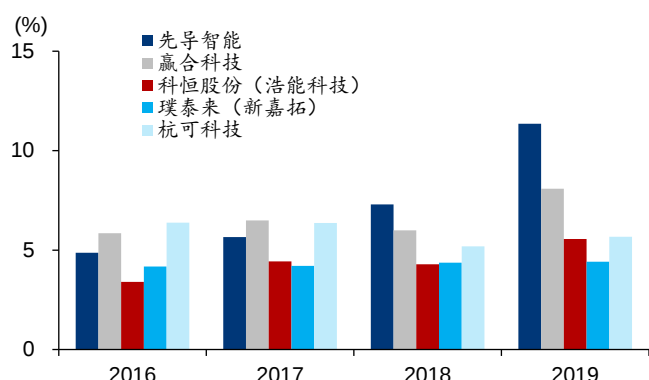
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,890	4,684	5,450	6,966	8,390
+/-%	78.70	20.41	16.35	27.83	20.44
归属母公司净利润 (百万元)	742.44	765.57	1,046	1,325	1,611
+/-%	38.13	3.12	36.67	26.62	21.61
EPS (元, 最新摊薄)	0.84	0.87	1.19	1.50	1.83
PE (倍)	57.09	55.37	40.51	32.00	26.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

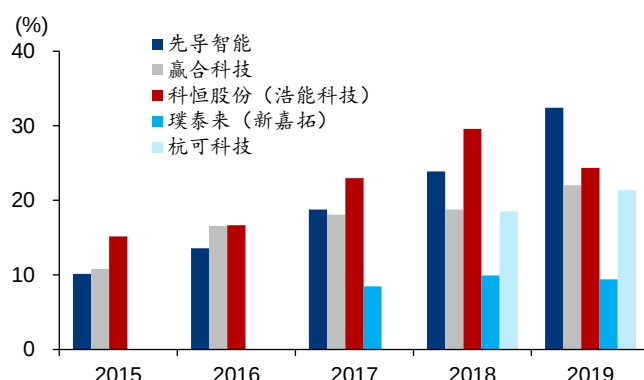
经营指标概览

图表1: 锂电设备与材料企业研发支出占营业收入对比



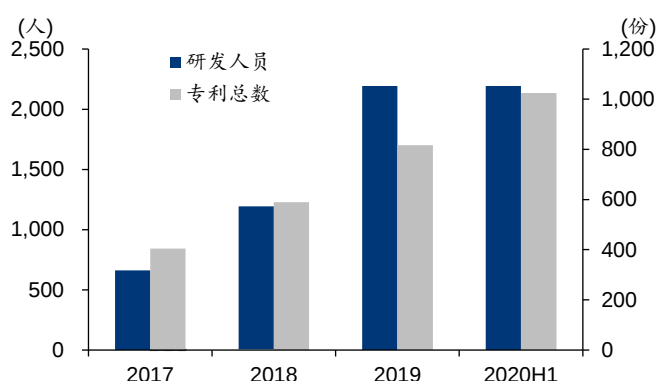
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 锂电设备与材料企业研发人员占总人数比例对比



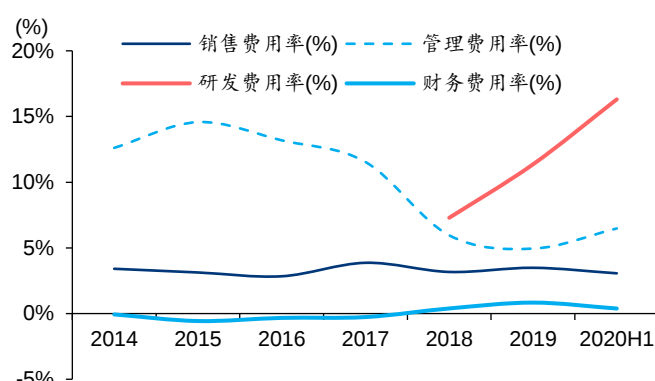
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司研发人员与专利总数增长对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2020H1 研发费用率为 16.30%



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

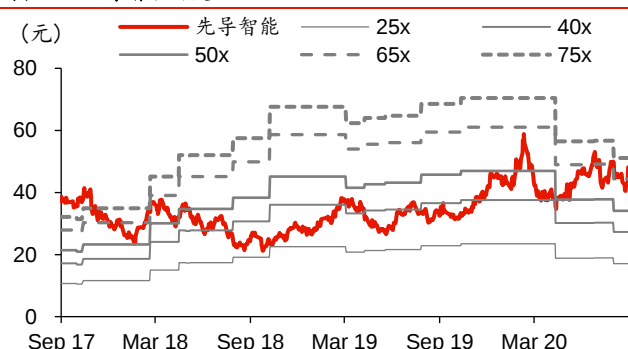
图表5: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300457 CH	赢合科技	无评级	195.22	0.25	0.70	0.83	0.99	115	41	35	29
300340 CH	科恒股份	无评级	29.02	0.14	0.39	0.52	0.78	97	36	27	18
603659 CH	璞泰来	无评级	472.22	1.50	1.81	2.55	3.29	71	58	41	32
688006 CH	杭可科技	无评级	232.58	0.73	1.07	1.45	1.88	79	53	40	30
平均值								90	47	36	27

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2020 年 9 月 15 日

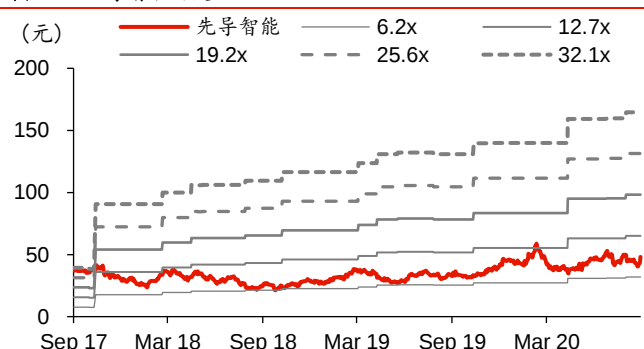
PE/PB - Bands

图表6: 先导智能历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 先导智能历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,556	7,532	8,817	11,300	12,862
现金	1,483	2,070	2,408	3,078	3,707
应收账款	709.91	1,800	2,215	2,675	3,206
其他应收账款	27.80	31.63	37.51	50.87	55.58
预付账款	49.44	34.77	63.20	62.04	88.80
存货	2,413	2,153	2,513	3,170	3,805
其他流动资产	1,873	1,443	1,580	2,264	2,000
非流动资产	1,869	1,985	2,205	2,543	2,599
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	417.01	465.21	517.00	617.64	701.79
无形资产	162.06	148.00	160.33	175.72	180.77
其他非流动资产	1,290	1,372	1,528	1,750	1,717
资产总计	8,426	9,517	11,022	13,843	15,461
流动负债	4,509	4,168	4,931	6,783	7,197
短期借款	468.08	298.99	546.90	1,273	1,513
应付账款	1,169	1,149	1,496	1,712	1,996
其他流动负债	2,871	2,720	2,887	3,797	3,688
非流动负债	474.70	1,064	904.84	745.56	586.28
长期借款	256.60	796.39	637.11	477.83	318.56
其他非流动负债	218.10	267.72	267.72	267.72	267.72
负债合计	4,983	5,233	5,835	7,528	7,784
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	881.66	881.45	881.45	881.45	881.45
资本公积	1,019	1,017	1,017	1,017	1,017
留存公积	1,579	2,098	2,947	4,024	5,332
归属母公司股东权益	3,442	4,284	5,187	6,315	7,678
负债和股东权益	8,426	9,517	11,022	13,843	15,461

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(47.97)	541.38	494.52	665.22	890.30
净利润	742.44	765.57	1,046	1,325	1,611
折旧摊销	44.60	69.01	46.19	55.23	65.24
财务费用	15.11	39.11	(21.90)	(17.39)	(16.79)
投资损失	(6.33)	(20.73)	(8.94)	(10.05)	(11.02)
营运资金变动	(847.79)	(422.92)	(494.07)	(605.58)	(664.43)
其他经营现金	3.99	111.33	(73.04)	(81.83)	(93.90)
投资活动现金	9.91	(466.45)	(141.27)	(383.37)	(109.92)
资本支出	76.35	213.60	266.53	393.39	120.91
长期投资	0.00	(15.05)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	86.26	(237.80)	125.25	10.02	10.99
筹资活动现金	747.73	521.00	(211.77)	(288.24)	(341.12)
短期借款	418.08	(169.09)	247.91	726.49	240.01
长期借款	186.60	539.79	(159.28)	(159.28)	(159.28)
普通股增加	441.52	(0.21)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(385.42)	(2.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	86.94	153.09	(300.40)	(855.45)	(421.86)
现金净增加额	710.32	595.77	141.47	(6.39)	439.25

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,890	4,684	5,450	6,966	8,390
营业成本	2,370	2,842	3,307	4,172	5,006
营业税金及附加	30.27	28.41	22.69	28.00	32.99
营业费用	123.21	163.17	189.88	240.08	288.32
管理费用	231.61	231.62	264.70	326.22	385.63
财务费用	15.11	39.11	(21.90)	(17.39)	(16.79)
资产减值损失	(35.12)	(47.48)	(31.96)	(18.33)	(20.74)
公允价值变动收益	0.00	1.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.33	20.73	8.94	10.05	11.02
营业利润	969.42	884.18	1,144	1,458	1,783
营业外收入	11.44	9.59	9.58	9.58	9.58
营业外支出	142.09	58.24	1.76	2.12	1.47
利润总额	838.78	835.53	1,152	1,466	1,791
所得税	96.33	69.96	105.34	140.96	179.65
净利润	742.44	765.57	1,046	1,325	1,611
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	742.44	765.57	1,046	1,325	1,611
EBITDA	877.95	902.40	1,176	1,504	1,839
EPS (元, 基本)	0.84	0.87	1.19	1.50	1.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	78.70	20.41	16.35	27.83	20.44
营业利润	60.44	(8.79)	29.36	27.50	22.24
归属母公司净利润	38.13	3.12	36.67	26.62	21.61
获利能力 (%)					
毛利率	39.08	39.33	39.32	40.12	40.33
净利率	19.09	16.34	19.20	19.02	19.20
ROE	21.57	17.87	20.17	20.98	20.99
ROIC	26.68	22.52	24.56	25.15	26.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.14	54.98	52.94	54.38	50.34
净负债比率 (%)	(19.67)	(18.12)	(19.43)	(17.59)	(21.61)
流动比率	1.45	1.81	1.79	1.67	1.79
速动比率	0.88	1.08	1.26	1.17	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.53	0.56	0.57
应收账款周转率	2.11	1.99	1.81	1.62	1.69
应付账款周转率	1.13	1.19	1.30	1.36	1.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.87	1.19	1.50	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.05)	0.61	0.56	0.75	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.50	5.53	6.81	8.35
估值比率					
PE (倍)	57.09	55.37	40.51	32.00	26.31
PB (倍)	12.31	10.68	8.70	7.07	5.76
EV_EBITDA (倍)	47.51	45.98	35.19	27.45	22.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，章诚、关东奇来、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师章诚、关东奇来、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司