

先导智能(300450)

报告日期: 2020年9月16日

点评报告

行业公司研究——机械设备行业

证券研究报告

引入战投宁德时代，设德国子公司加速拓展海外市场

——先导智能事件点评报告

✍️ : 王华君 执业证书编号: S1230520080005
☎️ : 18610723118
✉️ : wanghua jun@stocke.com.cn

事件

(1) 拟引入宁德时代作为战略投资者，双方已签署《战略合作协议》。将向宁德时代发行股票募集资金总额不超 25 亿元，扣除发行费用后用于高端智能装备华南总部制造基地等项目。(2) 为进一步拓展海外市场，公司拟使用自有资金在德国设立全资子公司“Lead Intelligent Equipment (Deutschland) GmbH”(暂定名)，注册资本暂定为 100 万欧元。

投资要点

□ 引入战投宁德时代，增发完成后将成为公司第二大股东

据 SNE research 统计，2019 年宁德时代全球动力电池市场份额 28%，排名位居第一，我们预测其 20-22 年产能的复合增速将达 40%。根据先导智能 2019 年年报，宁德时代为公司的第一大客户，其营收占比高达 39%。引入宁德后，将进一步紧密双方在锂电设备采购方面的业务合作，保障先导在宁德体系内的份额；2) 借助宁德时代的技术经验，先导的生产工艺水平和精益管理能力有望进一步提升；3) 双方作为各自细分领域的国内龙头，全球化发展方向高度吻合。

□ 募集配套资金 25 亿元，用于扩产、智能工厂改造及补流等项目

1) 华南总部制造基地项目将缓解泰坦产能压力，提升中后段整线领域市场竞争力；2) 自动化设备生产基地能级提升项目将进一步优化本部生产基地产能；3) 工业互联网协同制造体系建设项目将提升公司智能化管理水平，降低生产成本、提高产品良率；4) 锂电整体解决方案研发及产业化项目总投资 7.5 亿元，将打通锂电池各生产工序，实现由设备生产商向解决方案提供商的转型。

□ 设立德国子公司，搭乘欧洲电动车发展快车道

2019 年以来，欧洲已成为全球电动车销量增长最为迅速的细分市场。2020 年 1-7 月欧洲共累计销售电动车 51 万辆，超过同期中国的 49 万辆。先导在德国设立子公司，将有助于迅速响应德国及周边国家下游动力电池企业的扩产需求。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.0/9.5/13.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 61/45/33 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新能源汽车销量不及预期，锂电池厂家扩产规模或进度不及预期，海外市场开拓不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	4684	4233	5435	6890
(+/-)	20%	-10%	28%	27%
净利润	766	699	949	1297
(+/-)	3%	-9%	36%	37%
每股收益(元)	0.87	0.79	1.08	1.47
P/E	55	61	45	33

评级

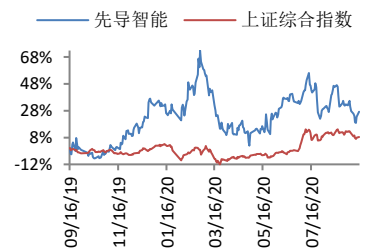
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥48.09

单季度业绩

元/股

2Q/2020 0.15
1Q/2020 0.11
4Q/2019 0.15
3Q/2019 0.28



公司简介

先导智能为全球领先的新能源装备提供商，业务涵盖锂电池智能装备、光伏智能装备、3C 智能装备、智能物流系统、汽车智能产线、燃料电池智能装备、激光精密加工、机器视觉等八大领域。

相关报告

报告撰写人: 王华君

联系人: 张杨

1. 引入战投宁德时代，产能及研发水平有望提升

1.1. 增发完成后，宁德时代将成为公司第二大股东，协同效应显著

公司拟向宁德时代发行股份募集资金总额不超过 25 亿元，本次股票发行价格为 36.05 元，发行数量为 6,935 万股，限售期为 36 个月。

本次发行完成后，宁德时代将成为公司第二大股东，持股比例为 7.29%。

表 1：本次发行完成后宁德时代将成为公司第二大股东

序号	股东名称	持股数量(亿股)	持股比例
1	拉萨欣导创业投资有限公司	2.37	24.95%
2	宁德时代	0.69	7.29%
3	上海元攀企业管理合伙企业	0.62	6.53%
4	香港中央结算公司	0.46	4.84%
5	无锡先导电容器设备厂	0.20	2.09%
合计		4.34	45.70%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据 SNE research 统计，2019 年宁德时代动力电池总计出货 32.5GWh，同比增长 39%，全球市场占有率为 27.87%，排名第一。目前宁德时代已拥有或已规划宁德、溧阳、西宁、宜宾、德国等五大基地，且与上汽、广汽、一汽、东风、吉利等设有合资产能，产能规模持续扩张。

表 2：宁德时代规划未来三年产能复合增速约 40% (单位：GWh)

项目	2019A	2020E	2021E	2022E	远期规划产能
福建宁德	37	45	52	60	60
青海西宁	5	5	5	6.3	
溧阳一、二期	8	10	10	10	10
溧阳三期		2	6	10	20
德国埃尔福特			7	14	100
四川宜宾		4	8	15	30
时代上汽(溧阳)	8	12	18	28	18
时代广汽		5	5	10	10
时代东风			5	9.6	9.6
产能合计	58	83	116	163	258
YOY		43%	40%	40%	

资料来源：公开新闻资料整理，浙商证券研究所

2019 年，宁德时代及子公司为公司的第一大客户。宁德时代、时代上汽、江苏时代合计销售金额为 18.08 亿元，销售占比高达 39%。

表 3：2019 年宁德时代及其下属子公司为公司的第一大客户，销售收入占比近 40%

序号	营业收入前五名	销售金额（亿元）	销售占比
1	宁德时代新能源科技股份有限公司	6.17	13%
2	时代上汽动力电池有限公司	5.96	13%
3	江苏时代新能源科技有限公司	5.95	13%
4	深圳市比亚迪锂电池有限公司坑梓分公司	1.74	4%
5	西安众迪锂电池有限公司	1.72	4%
合计		21.54	46%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为，引入宁德时代作为战略投资者，将产生显著的协同效应。1) 进一步紧密双方在锂电设备采购方面的业务合作，保障先导在宁德体系内的份额，分享宁德时代在全球产能扩张所带来的红利。2) 宁德时代作为锂电行业龙头，2019 年底拥有研发人员 5,364 名、2,369 项境内专利及 115 项境外专利。借助战略投资者宁德时代的技术经验，先导的生产工艺水平和精益管理能力有望进一步提升。3) 除中国之外，全球化锂电产业布局将有望成为国内锂电龙头企业的重要部署。宁德时代和先导智能分别作为国内动力电池和锂电设备行业龙头，全球化发展方向高度吻合。

1.2. 募集配套资金 25 亿元，用于扩产、智能工厂改造及补流等项目

本次发行募集资金扣除发行费用后将用于 1) 高端智能装备华南总部制造基地项目；2) 自动化设备生产基地能级提升项目；3) 先到工业互联网协同制造体系建设项目；4) 锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目以及 5) 补充流动资金。

表 4：募集资金使用计划明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	先导高端智能装备华南总部制造基地项目	89,028.51	74,001.55
2	自动化设备生产基地能级提升项目	40,816.41	35,816.41
3	先导工业互联网协同制造体系建设项目	18,541.06	17,658.15
4	锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目	75,141.00	47,523.89
5	补充流动资金	75,000.00	75,000.00
合计		298,526.98	250,000.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2.1. 华南总部制造基地项目缓解泰坦产能压力，提升锂电中后段整线领域市场竞争力

全资子公司泰坦新动力为公司在粤港澳大湾区的重要生产基地，主要承接锂电设备中后段整线解决方案的研发、生产及销售。华南总部制造基地项目顺利实施后，将实现年产智能化锂离子电池生产线后处理系统 50 条；同时通过购置专业研发设备与检测设备、升级研发软件系统、建立锂电后端设备研发中心，提高泰坦新动力的研发能力。

2017-2019 年泰坦新动力实现营业收入为 4.8、12.9、11.5 亿元，复合增速为 55%。泰坦采用租赁场地的方式进行生产，随着生产规模不断扩大，自建厂房将有效解决现有场地限制，满足未来业务发展需要。

泰坦新动力的客户包括宁德时代、宁德新能源、特斯拉、Northvolt 等，由于产品不断迭代、定制化程度不断提升，建立研发中心后，公司将进一步提升研发实力和实验水平，维持技术领先优势和地位。

项目建设期为 3 年，公司预计项目投入运营后，将有望实现营业收入 12.4 亿元/年，净利润 2.24 亿元/年。

1.2.2. 自动化设备生产基地能级提升项目实施后，将进一步优化本部生产基地产能

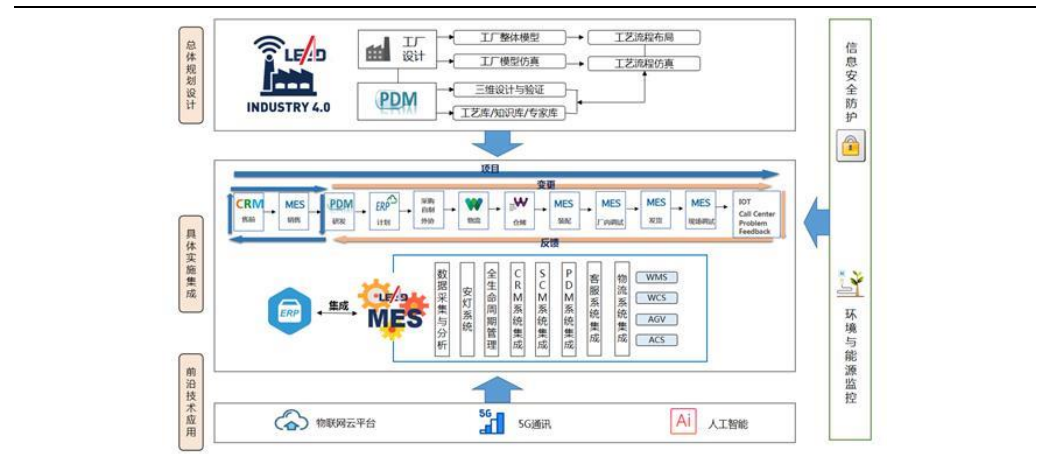
公司本部生产基地有两个，分别位于新锡路 20 号和新洲路 18 号。本项目拟对新锡路 20 号生产基地进行升级改造，通过增加生产场地、优化生产布局、购置先进生产设备、建设覆盖全厂的智能物流系统等方式，以提高生产效率和产品性能。

该项目计划建设期为 2 年，其中购置设备 3.1 亿元。项目运营之后将有望实现年均营业收入 8.2 亿元，净利润 1.03 亿元。

1.2.3. 工业互联网协同制造体系建设项目实施后，将提升管理水平、降低生产成本

本项目以打造适合锂电池高端智能装备生产制造的工业互联网协同制造体系为目标，提升精细化、智能化管理水平，降低生产成本、提高产品良率。通过分模块对工艺流程的伺服系统、张力系统、纠偏系统等进行控制，并利用 MES 系统整合生产信息，可以提高生产效率；通过使用 PDM 软件系统、Part Solution、重建供应商招标系统，以及利用立体仓库、WMS\WCS\ACS 系统实现车间内部的 AGV 物流调度、智能仓储管理，可以降低运营成本；通过建立三维图纸设计、关键时序分析图设计、DFMEA、有限元分析、主要零部件计算、研发计划的制定及追踪考核机制，可以降低产品不良率；通过搭建属于先导智能研发模式的数字化管理平台，贯穿从客户需求到产品交付整个业务环节的数字化管理模式，可以缩短产品开发周期。

图 1：先导工业互联网协同制造体系建设项目示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2.4. 打通锂电池各生产工序，实现设备生产商向解决方案提供商的转型

锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目拟将锂电池各生产工序打通，通过购置开发设备、生产设备和软件等，开发锂电智能制造整体解决方案，具体包括：

1) 机器视觉：重点开展基于锂电的在线智能视觉系统硬件（集成光学系统、智能相机、3D 传感器）、图像数据存储传输和处理服务器硬件以及人工智能图像处理算法和软件三大领域的新一代机器视觉系统产品研发和产业化；

2) 智能物流: 重点开展锂电整线大物流整体方案、新一代耐高温高消防标准立体库系统、ARM 小车的研发和产业化;

3) 数字孪生: 重点开展智能制造工艺规划设计、制造运营管理、车间监控、工业物联网、边缘计算及 AI 的研发和产业化;

4) 生产管理软件: 重点开展锂电池智能制造管理系统 MES 及锂电池产品追溯系统的研发和产业化。

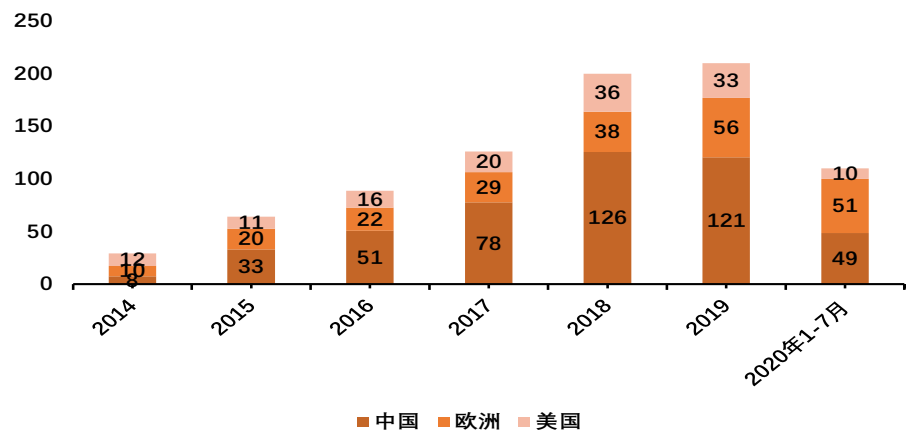
项目实施后, 公司有望实现由设备生产商到整体解决方案提供商的转型, 同时深度绑定客户, 维护与客户的良好关系。预计项目建设期为 3 年, 项目运营后将产生营业收入 12.8 亿元/年, 净利润 1.88 亿元/年。

2. 设立德国子公司, 搭乘欧洲电动车发展快车道

为进一步拓展海外市场, 公司拟使用自有资金在德国投资设立全资子公司“Lead Intelligent Equipment (Deutschland) GmbH ”(暂定名), 注册资本暂定为 100 万欧元。

我们认为, 未来几年欧洲市场的电动车产业将最有望超预期。欧洲新能源汽车相关政策进入密集释放期, 一方面收紧碳排放标准, 颁布燃油车禁售时间表; 另一方面实施多样化的补贴政策, 提供购置补贴、置换补贴、税收减免等刺激新能源汽车消费。2020 年 1-7 月, 欧洲电动车(含 PEHV 和 EV)累计销量达到 51 万台, 系 2014 年以来首次超过中国, 全年销量有望超 100 万辆。

图 2: 欧洲近两年成为全球电动车销量增长的重要引擎(单位: 万台)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

在政策及产业的双重驱动下, 欧洲新能源汽车行业快速增长, 动力电池需求持续升温。我们统计了电池厂商宁德时代、LG 化学、三星 SDI、Northvolt、SK 创新, 以及整车厂商大众、通用、PSA-FCA 在欧产能情况。经统计, 8 家公司已经投产产能达 11GWh, 建设中项目为 117.5GWh, 规划中项目为 170GWh。若考虑奔驰、宝马、福特等厂商的在建及规划产能, 则几年内欧洲新增动力电池产能有望超过 300GWh, 欧洲成为全球建设中及规划动力电池项目的主要市场。

表 5：欧洲电池产能统计：规划产能或将达 200-300GWh（单位：GWh）

电池厂	厂址	投资金额	产能规划 GWH	达产时间
宁德时代（欧）	德国图林根	18 亿欧元	70	2029
LG 化学（欧）	波兰弗罗茨瓦夫		20	2020
三星 SDI（欧）	匈牙利	12 万亿韩元	15	2030
Northvolt	瑞典谢莱夫特		16+16	2021/2023
Northvolt	德国		16	2024
大众		4.5 亿欧元	16	2023
孚能科技	德国萨克森-安哈尔特州	6 亿欧元	6+4	2022
蜂巢能源	欧洲	20 亿欧元	24	2025

资料来源：电池中国，浙商证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

先导智能作为锂电设备行业内龙头，生产规模、研发实力、客户积累、产品及解决方案交付经验等方面优势明显。我们认为引入宁德时代作为战略投资者之后，双方作为上下游的配套关系将进一步深度绑定，有利于维持先导在宁德时代体系内的订单份额，同时双方在研发技术、生产管理等诸多领域产生显著的协同效应。面对全球电动化的大趋势，设立德国子公司将极大增强公司在欧洲电动车市场的竞争实力，有望搭上欧洲电动车发展的快车道。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.0/9.5/13.0 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 61/45/33 倍，维持“买入”评级。

4. 风险提示

新能源汽车销量不及预期，锂电池厂家扩产规模或进度不及预期，海外市场开拓不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	220E	2021E	2022E
流动资产	7532	8235	9380	11695
现金	2070	2070	2459	4120
交易性金融资产	116	116	116	116
应收账款	2277	2446	3098	3865
其它应收款	32	31	39	49
预付账款	35	48	55	61
存货	2153	2674	2763	2634
其他	850	850	850	850
非流动资产	1985	2330	2669	2991
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	465	703	948	1195
无形资产	148	139	130	121
在建工程	177	301	401	481
其他	1195	1186	1189	1194
资产总计	9517	10565	12048	14686
流动负债	4168	4565	5066	6404
短期借款	299	735	346	306
应付款项	2421	2267	2928	3721
预收账款	791	1035	1123	1554
其他	658	529	669	824
非流动负债	1064	988	1022	1025
长期借款	119	119	119	119
其他	945	869	903	906
负债合计	5233	5554	6088	7429
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4284	5011	5960	7257
负债和股东权益	9517	10565	12048	14686
现金流量表				
单位: 百万元	2019	220E	2021E	2022E
经营活动现金流	541	73	1208	2102
净利润	766	699	949	1297
折旧摊销	69	62	80	98
财务费用	39	52	52	27
投资损失	(21)	(20)	(20)	(25)
营运资金变动	(775)	(306)	117	391
其它	464	(414)	30	314
投资活动现金流	(466)	(396)	(396)	(391)
资本支出	(104)	(400)	(400)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(363)	4	4	9
筹资活动现金流	521	323	(422)	(51)
短期借款	(169)	436	(388)	(41)
长期借款	(137)	0	0	0
其他	827	(113)	(34)	(10)
现金净增加额	596	0	389	1661

利润表				
单位: 百万元	2019	220E	2021E	2022E
营业收入	4684	4233	5435	6890
营业成本	2842	2674	3454	4390
营业税金及附加	28	26	33	42
营业费用	163	147	189	240
管理费用	232	209	269	341
研发费用	532	444	500	517
财务费用	39	52	52	27
资产减值损失	175	95	125	190
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	21	20	20	25
其他经营收益	189	217	272	326
营业利润	884	823	1106	1496
营业外收支	(49)	(60)	(70)	(80)
利润总额	836	763	1036	1416
所得税	70	64	87	119
净利润	766	699	949	1297
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	766	699	949	1297
EBITDA	896	870	1158	1530
EPS (最新摊薄)	0.87	0.79	1.08	1.47
主要财务比率				
	2019	220E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20.41%	-9.63%	28.39%	26.77%
营业利润	-8.79%	-6.88%	34.31%	35.23%
归属母公司净利润	3.12%	-8.63%	35.70%	36.65%
获利能力				
毛利率	39.33%	36.82%	36.44%	36.28%
净利率	16.34%	16.52%	17.46%	18.82%
ROE	19.82%	15.05%	17.30%	19.63%
ROIC	15.64%	12.50%	15.21%	16.88%
偿债能力				
资产负债率	54.98%	52.57%	50.53%	50.59%
净负债比率	10.69%	16.33%	8.81%	6.91%
流动比率	1.81	1.80	1.85	1.83
速动比率	1.29	1.22	1.31	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.42	0.48	0.52
应收帐款周转率	3.73	2.55	3.08	2.98
应付帐款周转率	2.45	2.41	2.82	2.80
每股指标(元)				
每股收益	0.87	0.79	1.08	1.47
每股经营现金	0.61	0.08	1.37	2.38
每股净资产	4.86	5.68	6.76	8.23
估值比率				
P/E	55.37	60.60	44.66	32.68
P/B	9.89	8.46	7.11	5.84
EV/EBITDA	42.41	47.26	34.84	25.27

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>