

2021年03月02日

明确与 CATL 战略合作细节，共迎黄金时代 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,684	5,060	7,189	9,189
同比（%）	20.4%	8.0%	42.1%	27.8%
归母净利润（百万元）	766	823	1,109	1,316
同比（%）	3.1%	7.5%	34.8%	18.6%
每股收益（元/股）	0.87	0.91	1.22	1.45
P/E（倍）	96.59	92.43	68.59	57.82

事件：2021年2月26日，先导公告与CATL战略合作协议之补充协议，明确战略合作的细节和目标。

投资要点

■ 对先导：深度锁定 CATL 产能，长期稳固锂电设备龙头地位

中短期看，先导引入重磅战略投资者 CATL，加深绑定充分受益 CATL 大规模扩产。根据《补充协议》，未来三年内，CATL 按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成等）新投资额 50% 的额度给予先导优先权。根据 CATL 公告的扩产规划统计，我们预计 CATL 未来五年将扩产超 550GW，先导预计 CATL 2021-2023 年核心锂电设备（包括涂布、卷绕、化成等）总采购额分别约 100 亿元、120 亿元和 155 亿元，因此先导智能 2021-2023 年获 CATL 的订单金额预计不低于 50 亿元、60 亿元和 77.5 亿元，假设毛利率为 35%，净利率为 14.5%，对应新增净利润为 7.2 亿元、8.7 亿元和 11.2 亿元。叠加 CATL 向先导采购设备运维服务、智能物流设备以及联合采购降本（二者集采扩大采购规模降本，同时共同锁定供应商产能，确保交付时间）的影响，先导预计此次战略合作在未来三年为公司增收 247.4 亿元，增利 38.8 亿元。

长期看，全球电池龙头帮助先导提高核心技术水平和提供长期资源支持。

(1) **技术上，**二者通过加深技术合作实现产品的技术升级，引领电池行业的前沿发展。(2) **拓展全球资源：**CATL 的全球优质资源助力先导加快实现战略转型升级。(3) **客户拓展：**CATL 是全球领先的动力电池供应商，先导与宁德的战略合作，有利于进一步巩固先导高端锂电装备龙头的行业地位和品牌形象。(4) **拓展前段设备完善整线布局：**先导优势产品为中、后段设备，通过战略合作，先导可以通过宁德的持续反馈进一步提升前段设备的性能，全面完善整线设备生产能力。

■ **对宁德：短期锁定设备龙头产能，中长期合作研发+共享行业爆发收益**
短期看，CATL 投资龙头设备商提前锁定未来 5-10 年产能，保证扩产高峰中锂电设备的产能供应。

中期看，先导帮助 CATL 共同开发前沿技术+提高电池产品竞争力，二者有望进一步实现优势互补，依托先导的 1200 人的锂电设备研发团队，CATL 将不断加强产品竞争力。

长期看，动力电池迈入扩产高峰，2020-2025 年国际龙头电池厂开启新产能周期，我们预计 CATL 等 6 家全球龙头电池厂 2023 年规划新增产能 940GW，对应的新增设备投资额合计为 3000 亿元左右。先导是锂电设备最核心供应商，在中后道设备中占据绝对份额，有望迎戴维斯双击，长期看可以给 CATL 带来主业之外稳定的投资收益。

■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 8.23/11.09/13.16 亿，对应当前股价 PE 92/69/58 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

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

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	83.89
一年最低/最高价	34.55/99.60
市净率(倍)	16.58
流通 A 股市值(百万元)	75986.44

基础数据

每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	58.11
总股本(百万股)	907.32
流通 A 股(百万股)	905.79

相关研究

- 1、《先导智能 (300450)：CATL 再投 390 亿元，核心设备商最为受益》2020-12-30
- 2、《先导智能 (300450)：中标 CATL 32 亿大订单，战投入主充分释放订单弹性》2020-11-11
- 3、《先导智能 (300450)：Q3 业绩明显好转，迎锂电设备黄金时代》2020-10-30

事件：2021年2月26日，先导公告与CATL战略合作协议之补充协议，明确战略合作的细节和目标。

1. 对先导：深度锁定 CATL 产能，长期稳固锂电设备龙头地位

1.1. 中短期看：引入重磅战略投资者 CATL，加深绑定充分受益 CATL 大规模扩产

2020年9月，先导智能公告定增预案，拟募资25亿元，CATL将认购此次发行的全部股份。若按照发行股份数量上限测算，发行完成后，CATL将持有公司0.7亿股股份，占发行后总股本的7.3%，成为先导长期的战略投资者。CATL是先导的第一大客户，先导是CATL最大的设备供应商，通过本次战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。

(1) 订单：2017年-2019年和2020年1-9月，CATL对先导智能的设备采购金额分别为7.3亿元、2.8亿元、17.6亿元和9.7亿元，各年份间金额波动较大。通过此次战略投资，先导获得CATL长期稳定的订单的确定性增强；**(2) 盈利能力：**过去市场普遍认为CATL会要求以先导为代表的设备商逐年降本，长期合作后，我们认为CATL将会给予战略设备商一个稳定合理的盈利水平，促进设备商良性循环，更专注研发新产品更好服务CATL的前沿技术。**(3) CATL 共享新建产能信息，保障先导供应链安全：**根据双方签订的《补充协议》，CATL提前与先导共享新建产能的信息，先导可提前进行供应链准备，以确保设备交付能力。

根据21年2月26日的《补充协议》，未来三年内，CATL按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成等）新投资额50%的额度给予先导优先权。根据CATL公告的扩产规划统计，我们预计CATL未来五年将扩产超550GW，先导预计CATL2021-2023年核心锂电设备（包括涂布、卷绕、化成等）总采购额分别约100亿元、120亿元和155亿元，因此先导智能2021-2023年获CATL的订单金额预计不低于50亿元、60亿元和77.5亿元，假设毛利率为35%，净利率为14.5%，对应新增净利润为7.2亿元、8.7亿元和11.2亿元。叠加CATL向先导采购设备运维服务、智能物流设备以及联合采购降本（二者集采扩大采购规模降本，同时共同锁定供应商产能，确保交付时间）的影响，先导预计此次战略合作在未来三年为公司增收247.4亿元，增利38.8亿元。

图 1: 根据《补充协议》，此次战略合作预计在未来三年为先导增收 247.4 亿元，增利 38.8 亿元

单位：亿元

项目	营业收入			净利润		
	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
电芯生产核心设备采购	50.00	60.00	77.50	7.23	8.67	11.20
设备运维服务采购	2.50	4.00	5.94	0.89	1.43	2.12
智能物流设备采购	12.00	15.50	20.00	1.22	1.58	2.04
联合采购的降本	-	-	-	0.61	0.78	1.02
合计	64.50	79.50	103.44	9.95	12.46	16.38

数据来源：先导智能公告，东吴证券研究所

图 2: CATL 各大基地产能统计

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)	预计投产时间	截止到2020半年报工程进度
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	100%
	时代锂电动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%
	宁德湖西 (扩建)	2018		动力	16	46	30	2022	新规划
	车里湾	2020.2		动力+储能	45	100	80	未透露	新规划
	福鼎一期	2020.12		锂电池	68	170	136	2022年底	新规划
	福鼎二期	2020.12		锂电池				2025	新规划
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和 pack	10	46	37	2020	26%
	江苏溧阳三期	2018		动力+储能	24	74	55	2021	新规划
	江苏溧阳四期	2020.12		动力+储能	48	120	96	2022年底	新规划
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9		动力	12	40	22	2021	新规划
	四川宜宾二期			动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动
	宜宾三期 (扩建一期)	2020.12		动力	40	100	80	2022年底	新规划
	宜宾四期 (扩建二期)	2020.12	动力				2025	新规划	
	四川宜宾五期	2021.2	动力	48	120	96	未透露	新规划	
	四川宜宾六期	2021.2	动力					新规划	
广东肇庆	肇庆项目一期	2021.2	动力和储能	48	120	96	未透露	新规划	
合资公司	时代上汽	2017.5	动力电芯和 pack	36	100	70	2020	31%	
	时代上汽扩建	2021.2	动力	37	105	74	未透露	新规划	
	时代广汽	2018.7	动力	16	46	32	2021	新规划	
	东风时代	2018.7	动力	10	-	-	2019	新规划, 尚无明确进展	
	时代吉利 (浙江吉利)	2020.8	动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划	
	时代一汽 (宁德霞浦)	2019.4	动力	14	44	31	2022	新规划, 尚无明确进展	
	时代一汽扩建 (宁德霞浦)	2021.2	动力	20	50	40	未透露	新规划	
	德国基地	德国图林根	2018.7	动力	30	140	112	2022	新规划
合计					621	1823	1390		
预计新增合计					553	1516	1148		

备注: 1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的70%、同时单位GW设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资, 约140亿元人民币。假设80%为设备投资, 则设备投资为112亿元, 按照单GW设备为3.5-4亿元估算, 项目规划产能大约30GW左右。3、福鼎投资170亿元, 江苏溧阳4期投资120亿元, 宜宾扩建100亿元, 按照设备投资额占80%、单GW设备为2亿元估算, 福鼎基地产能约35GW, 江苏溧阳四期约25GW, 宜宾扩建项目约20GW。4、按照设备投资额占80%、单GW设备为2亿元估算, 宜宾五、六期扩产48GW, 肇庆一期扩产48GW, 时代一汽扩建项目 (宁德霞浦县) 扩产20GW。

数据来源：CATL 公告，东吴证券研究所

1.2. 长期看：全球电池龙头帮助先导提高核心技术和提供长期资源支持

(1) 技术上，二者通过加深技术合作实现产品的技术升级，引领电池行业的前沿发展。具体来看，I.CATL 将在新技术研发的 DVT（设计验证测试）阶段，鼓励先导参与联合研发；II.CATL 具有行业领先的验证测试环境，先导自研设备可有偿进行产业化验证并由 CATL 提供验证报告，通过下游设备使用端持续问题的反馈与改进不断优化先导智能的设备工艺；III.双方拟建立并加强常态化技术交流机制，组建技术研发合作团队，定期召开技术交流会、专题研讨会等。

(2) 拓展全球资源：CATL 的全球优质资源助力先导加快实现战略转型升级。CATL 拥有全球范围内新能源汽车的行业资源，与先导的全球化发展方向高度吻合。CATL 未来几年有明确的海外基地建设规划，先导目前在宁德海外订单中的占比处于领先地位，未来将继续强化先导在宁德海外锂电设备的份额以及配套服务能力，同时双方将加强在全球范围内的资源协调，协同推进国际化，为先导的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

(3) 客户拓展：CATL 是全球领先的动力电池供应商，先导与宁德的战略合作，有利于进一步巩固先导高端锂电装备龙头的行业地位和品牌形象。此外，CATL 承诺将协助先导开拓汽车产业链相关客户，并通过自身品牌影响力扩大先导的占有率。

(4) 拓展前段设备完善整线布局：先导优势产品为中、后段设备，通过战略合作，先导可以通过宁德的持续反馈进一步提升前段设备的性能，全面完善整线设备生产能力。

2. 对宁德：短期锁定设备龙头产能，中长期合作研发+共享行业爆发收益

2.1. 短期看：CATL 投资设备龙头设备商提前锁定未来 5-10 年产能

在设备环节，中国设备企业在技术层面已经达到国际领先水平，在产品性价比、收入规模、盈利能力、交付能力和研发投入上更是大幅领先重要竞争对手日韩设备企业。目前先导已成为 CATL 价值量占比最高的核心供应商，先导还进入了国际龙头松下、三星、LG 和 Northvolt 电池产线，龙头国产设备商已具备全球竞争力。

在未来 3-5 年，下游高度景气将率先传导至设备端，锂电设备赛道仍是增量市场，优质设备商产能供不应求将成为未来趋势，本次 CATL 战略投资将保障设备（包括零备件）的及时供应，锁定设备龙头未来产能，保证扩产高峰锂电设备产能供应。

图 3: CATL 目前各个环节供应商, 先导已成为价值量占比最高的核心供应商

工序		工艺环节	现有供应商	潜在供应商
宁德时代	前道设备	搅拌 (6%)		金银河
		涂布 (18%)	科恒股份 (浩能科技)	
			璞泰来 (新嘉拓)	
			赢合科技 (雅康)	
		辊压 (9%)	纳科诺尔	
	中道设备	激光模切 (3%)	海目星	
		卷绕/叠片 (13%)	先导智能	
		注液 (9%)	阿李股份	
		激光焊接 (9%)	联赢激光	
	后道设备	化成分容检测 (18%)	先导智能 (泰坦)	杭可科技
			恒翼能	
		pack 组装 (7%)	先导智能	
			先惠技术	
利元亨				
pack 模组检测 (1%)	星云股份			

数据来源: CATL 公告, 东吴证券研究所

2.2. 中期看: 帮助 CATL 共同开发前沿技术+提高电池产品竞争力

设备商重良率自动化, 电池厂研发重工艺。我们认为此次战投有望进一步实现优势互补, 依托先导的 1200 人的锂电设备研发团队, CATL 将不断加强产品竞争力。我们判断未来的研发模式是合作研发——研发费用是买家承担, 配方专利属于电池厂, 设备专利大部分属于设备制造商。电池厂的研发偏工艺, 很难给设备提出实质性建议。我们判断, 借鉴光伏和半导体行业的发展历史, 未来锂电设备的专利也将会形成护城河, 先导和 CATL 合作开发的设备将会不适用于其他二三线电池厂, 我们判断设备知识产权保护期将助力 CATL 凭借产品优势巩固行业老大地位。

2.3. 长期看: 龙头设备商稀缺性溢价将逐步显现, CATL 将获得稳定投资收益

动力电池迈入扩产高峰, 龙头设备商稀缺性将逐步显现。2020-2025 年国际龙头电池厂开启新产能周期, CATL 等 6 家全球龙头电池厂 2023 年规划新增产能 940GW, 我们预计对应的新增设备投资额合计为 3000 亿元左右。目前, 动力电池以及电动车行业龙头均在用不同方式锁定上下游资源, 其中设备公司竞争者较少, 具备稀缺性估值溢价, 将随着扩产高峰到达逐渐显现。先导是锂电设备最核心供应商, 在中后道设备中占据绝对份额, 有望迎戴维斯双击, 长期看可以给 CATL 带来主业之外稳定的投资收益。

3. 盈利预测与投资评级

公司是锂电设备全球龙头, 全球电动化大趋势下, 设备企业具备先发优势, 我们看好公司所处赛道的绝对领先地位和长期成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 8.23/11.09/13.16 亿, 对应当前股价 PE 92/69/58 倍, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7532	8552	11388	14210	营业收入	4684	5060	7189	9189
现金	2070	2200	2300	2500	减:营业成本	2842	3079	4474	5868
应收账款	2309	4159	5909	7553	营业税金及附加	28	35	50	64
存货	2153	1940	2819	3697	营业费用	163	177	252	322
其他流动资产	1001	253	359	459	管理费用	251	840	1155	1429
非流动资产	1985	2280	2906	3501	财务费用	39	9	10	25
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-47	0	0	0
固定资产	642	942	1573	2173	加:投资净收益	21	0	0	0
在建工程	177	113	244	283	其他收益	-545	5	5	5
无形资产	148	143	138	133	营业利润	884	924	1253	1487
其他非流动资产	1019	1082	951	912	加:营业外净收支	-49	0	0	0
资产总计	9517	10832	14294	17711	利润总额	836	924	1253	1487
流动负债	4168	4743	7206	9439	减:所得税费用	70	101	144	171
短期借款	440	167	591	810	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	2421	2530	3677	4823	归属母公司净利润	766	823	1109	1316
其他流动负债	1308	2045	2938	3807	EBIT	1419	934	1264	1511
非流动负债	1064	1064	1064	1064	EBITDA	1482	1012	1379	1683
长期借款	119	119	119	119					
其他非流动负债	945	945	945	945	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5233	5807	8270	10503	每股收益(元)	0.87	0.91	1.22	1.45
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.86	5.54	6.64	7.95
归属母公司股东权益	4284	5025	6023	7208	发行在外股份(百万股)	881	907	907	907
负债和股东权益	9517	10832	14294	17711	ROIC(%)	27.1%	14.6%	16.7%	16.5%
					ROE(%)	17.9%	16.4%	18.4%	18.3%
					毛利率(%)	39.3%	39.2%	37.8%	36.1%
					销售净利率(%)	16.3%	16.3%	15.4%	14.3%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	55.0%	53.6%	57.9%	59.3%
经营活动现金流	541	600	528	880	收入增长率(%)	20.4%	8.0%	42.1%	27.8%
投资活动现金流	-466	-114	-741	-766	净利润增长率(%)	3.1%	7.5%	34.8%	18.6%
筹资活动现金流	521	-355	314	87	P/E	96.59	92.43	68.59	57.82
现金净增加额	596	130	100	200	P/B	17.26	15.14	12.63	10.56
折旧和摊销	63	78	116	171	EV/EBITDA	53.44	78.84	59.61	50.18
资本开支	-308	-230	-741	-766					
营运资本变动	-431	-301	-697	-607					

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>