

限制性股票激励范围广，助力公司长期发展
买入（维持）

2021年09月16日

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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,858	9,050	13,051	16,151
同比(%)	25.1%	54.5%	44.2%	23.8%
归母净利润(百万元)	768	1,476	2,353	3,236
同比(%)	0.3%	92.3%	59.4%	37.6%
每股收益(元/股)	0.49	0.94	1.50	2.07
P/E(倍)	145.17	75.50	47.36	34.43

事件: 2021年9月15日公司公告限制性股票激励计划草案, 拟向327名公司员工以35.43元/股的价格授予258万股限制性股票。

投资要点

■ 限制性股票激励计划绑定核心人才, 彰显长期发展信心

此次股权激励拟向激励对象授予258万股限制性股票, 约占此次激励计划草案公告时公司股本总额15.64亿股的0.17%, 其中首次授予限制性股票207万股, 首次授予限制性股票的激励对象共计327人, 包括公司副总经理、董事会秘书周建峰1人及其它核心骨干员工326人; 预留51万股。此次激励计划有效期最长不超过60个月; 首次授予部分限制性股票的授予价格为每股35.43元。

首次授予的限制性股票的考核年度为2021-2023年三个会计年度, 每个会计年度考核一次; 若预留部分限制性股票在2021年授出, 则相应各年度业绩考核目标与首次授予部分保持一致; 若在2022年授出, 则相应公司层面考核年度为2022-2023年两个会计年度。本次激励计划设定了公司层面的业绩考核指标, 行权条件为“或”条件。

(1) 按照营收考核: 以2020年营收为基数, 2021-2023年度营业收入增长率分别不低于50%/120%/170%, 我们测算2021-2023年公司营业收入保底目标为87.9/128.9/158.2亿元, 分别同比+50%/47%/23%。

(2) 按照净利率考核: 2021-2023年公司净利润率(以剔除股份支付费用影响的归母净利润为口径)不低于16%/18%/20%。

值得注意的是, 先导智能的本次激励更加在意的是盈利能力, 也就是未来新接订单的高毛利率和高质量会放在重要位置。作为锂电设备龙头, 我们认为先导智能的接单能力和定价权是显著突出的, 未来建议多关注盈利能力的回升。

(3) 若刚好同时达成营收和净利率目标, 则2021-2023年剔除股份支付费用影响后的归母净利润分别为14.1/23.2/31.6亿元, 分别同比+79%/65%/36%, 对应当前股价PE分别为79/48/35X。

(4) 此次股权激励需摊销的总费用为0.75亿元, 公司预计2021-2024年分别摊销的股份支付费用分别为0.09/0.39/0.19/0.08亿元, 若减去股份支付费用, 则公司2021-2023年归母净利润分别为14.0/22.8/31.4亿元, 分别同比+82%/63%/38%, 对应PE为80/49/35X。

■ 盈利预测与投资评级: 受益于行业高景气度, 公司新签订单高增长, 我们将公司2021-2023年的净利润分别从14.06/22.46/30.89亿元上调至14.76(上调5.0%)/23.53(上调4.8%)/32.36(上调4.8%), 对应当前股价PE 76/47/34倍, 考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性, 维持“买入”评级。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.24
一年最低/最高价	28.47/84.05
市净率(倍)	13.37
流通A股市值(百万元)	103,244.46

基础数据

每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	56.25
总股本(百万股)	1563.57
流通A股(百万股)	1449.25

相关研究

- 1、《先导智能(300450): 2021半年报点评: 业绩符合我们预期, 订单充足开启规模交付》2021-08-24
- 2、《先导智能(300450): 宁德时代45.5亿订单落地, 深度绑定共赢黄金时代》2021-06-01
- 3、《先导智能(300450): 2020年报点评: 业绩低于预期, 新签订单饱满助力发展》2021-04-23

事件：2021年9月15日公司公告限制性股票激励计划草案，拟向327名公司员工以35.43元/股的价格授予258万股限制性股票。

1. 限制性股票激励绑定核心人才，彰显长期发展信心

此次股权激励拟向激励对象授予258万股限制性股票，约占此次激励计划草案公告时公司股本总额15.64亿股的0.17%，其中(1)首次授予限制性股票207万股，约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的0.13%，约占本次授予权益总额的80%，首次授予限制性股票的激励对象共计327人，包括公司副总经理、董事会秘书周建峰1人及其它核心骨干员工326人；(2)预留51万股，约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的0.03%，约占本次授予权益总额的20%。此次激励计划有效期最长不超过60个月；首次授予部分自限制性股票相应授予之日起12-48个月的三个归属期的归属比例分别为30%/30%/40%，首次授予部分限制性股票的授予价格为每股35.43元。

首次授予的限制性股票的考核年度为2021-2023年三个会计年度，每个会计年度考核一次；若预留部分限制性股票在2021年授出，则相应各年度业绩考核目标与首次授予部分保持一致；若在2022年授出，则相应公司层面考核年度为2022-2023年两个会计年度。

本次激励计划设定了公司层面的业绩考核指标，行权条件为“或”条件。

(1) 按照营收考核：以2020年营收为基数，2021-2023年度营业收入增长率分别不低于50%/120%/170%，我们测算2021-2023年公司营业收入保底目标为87.9/128.9/158.2亿元，分别同比+50%/47%/23%。

(2) 按照净利率考核：2021-2023年公司净利率（以剔除股份支付费用影响的归母净利润为口径）不低于16%/18%/20%。

值得注意的是，先导智能的本次激励更加在意的是盈利能力，也就是未来新接订单的高毛利率和高质量会放在重要位置。作为锂电设备龙头，我们认为先导智能的接单能力和定价权是显著突出的，未来建议多关注盈利能力的回升。

(3) 若刚好同时达成营收和净利率目标，则2021-2023年剔除股份支付费用影响后的归母净利润分别为14.1/23.2/31.6亿元，分别同比+79%/65%/36%，对应当前股价PE分别为79/48/35X。

(4) 此次股权激励需摊销的总费用为0.75亿元，公司预计2021-2024年分别摊销的股份支付费用分别为0.09/0.39/0.19/0.08亿元，若减去股份支付费用，则公司2021-2023年归母净利润分别为14.0/22.8/31.4亿元，分别同比+82%/63%/38%，对应PE为80/49/35X。

此次激励计划的实施及业绩考核指标要求彰显了公司长期发展信心，有利于深度绑

定公司与核心员工的长期利益，增强团队凝聚力与未来业绩增长动力。

图 1: 首次授予部分公司层面的业绩考核指标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2020 年为基数，2021 年度营业收入增长率不低于 50%； (2) 2021 年度净利润率不低于 16%。
第二个归属期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2020 年为基数，2022 年度营业收入增长率不低于 120%； (2) 2022 年度净利润率不低于 18%。
第三个归属期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2020 年为基数，2023 年度营业收入增长率不低于 170%； (2) 2023 年度净利润率不低于 20%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：计算净利润率时以剔除股份支付费用影响的归属上市公司股东净利润为基准，下同。

图 2: 预留部分公司层面的业绩考核指标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2020 年为基数，2022 年度营业收入增长率不低于 120%； (2) 2022 年度净利润率不低于 18%。
第二个归属期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以 2020 年为基数，2023 年度营业收入增长率不低于 170%； (2) 2023 年度净利润率不低于 20%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: 2021-2023 年公司营业收入保底分别为 87.9/128.9/158.2 亿元, 2020-2023 年复合增速达 39%

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	58.58	87.87	128.88	158.17
相较于2020年增速		50%	120%	170%
同比增速		50%	47%	23%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 若两项业绩指标均达成, 则 2021-2023 年公司剔除股份支付费用影响后的归属上市公司股东净利润保底分别为 14.1/23.2/31.6 亿元, 2020-2023 年复合增速达 59%

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	58.58	87.87	128.88	158.17
净利润率	13%	16%	18%	20%
剔除股份支付费用影响的归属上市公司股东净利润 (亿元)	7.86	14.06	23.20	31.63
剔除股份支付费用影响的归属上市公司股东净利润同比增速		79%	65%	36%
剔除股份支付费用影响的归属上市公司股东净利润PE (2021.9.15)		79	48	35
股份支付费用 (亿元)	0.18	0.09	0.39	0.19
归属上市公司股东净利润 (亿元)	7.68	13.97	22.81	31.44
归属上市公司股东净利润同比增速		82%	63%	38%
归属上市公司股东净利润PE (2021.9.15)		80	49	35

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2021-2023 年各期股份支付费用来自下图公司预计情况。

图 5: 假设 2021 年 10 月中旬首次授予, 根据中国会计准则要求, 此次激励计划首次授予限制性股票对各期会计成本的影响 (不代表最终实际会计结果)

首次授予限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
206.8500	7,494.59	904.64	3,882.28	1,901.77	805.90

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 1. 上述计算结果不代表最终会计成本; 2. 上述对公司经营成果影响的最终结果将以会计师事务所出具的年度审计报告为准。

2. 2021H1 公司业绩符合市场预期, 订单充足保障业绩高增

2021H1 公司实现营业收入 32.68 亿元, 同比+75.3%, 归母净利润 5.01 亿元, 同比+119.7%; 扣非归母净利润为 4.88 亿元, 同比+118.6%。

2021H1 公司综合毛利率为 38.2%, 同比-2.1pct, 其中锂电设备毛利率为 35.8%, 同比-4.3pct, 光伏设备毛利率为 33.2%, 同比+7.0pct。锂电设备毛利率下滑, 我们判断主要系公司 2021H1 确认收入的是 2020H1 签订的订单, 2020H1 锂电设备行业竞争较激烈, 导致毛利率较低。随着动力电池厂迈入扩产高峰, 锂电设备行业景气度从 2020Q4 开始复苏, 并于 2021 年进入卖方市场, 我们认为 2020Q4 之后签订的订单毛利率有望明显回升。公司 2021H1 净利率为 15.3%, 同比+3.1pct, 主要得益于公司控费能力改善, 2021H1 公司期间费用率合计为 21.4%, 同比-4.8pct。

2021H1 公司新接订单金额创历年新高, 新签订单 92.35 亿元 (不含税), 为 2020 年收入的 1.6 倍, 接近 2020 全年新签订单 (110.6 亿元, 不含税)。截至 2021 年上半年, 公司存货为 59.32 亿元, 同比+124%, 预收账款为 28.18 亿元, 同比+158%, 表明在手订单充足, 保障短期业绩高增。

3. CATL 定增募资扩产, 主供先导智能最为受益

2021 年 8 月 12 日 CATL 公告定增募资 582 亿元用于扩产&研发&补充流动资金, 扩产具体包括福鼎项目对应 60GWh 锂电池产能, 肇庆一期对应 30GWh 锂电池产能, 江苏溧阳四期对应 30GWh 锂电池产能, 车里湾项目对应 15GWh 锂电池+部分 PACK 线

产能，湖西二期对应 2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜产能，合计扩产产能达 167GWh，其中包括 137GWh 锂电扩产，以及 30GWh 储能电柜扩产，总投资额为 530 亿元，对应设备投资额达 296 亿元。

我们通过下表计算该次扩产的锂电池单 GWh 电芯设备投资额为 2 亿元。(1) 宁德湖西扩建项目单 GWh 设备投资额偏低，主要系该项目为 2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜扩产；(2) 车里湾项目单 GWh 设备投资额偏高，主要系该项目包括部分 PACK 线扩产。因此我们将这两个项目作为异常值剔除，且我们判断其他 3 个锂电项目均表述电芯段设备扩产，得到单 GWh 电芯段设备投资额为 2 亿元。

我们假设宁德湖西扩建项目中，2GWh 锂电池扩产的单 GWh 电芯设备投资额同样为 2 亿元，则 2GWh 锂电池扩产对应电芯设备 4 亿元，30GWh 储能电柜对应 10.2 亿元，储能电柜的单 GWh 投资额为 0.34 亿元。

我们假设车里湾项目单 GWh 电芯设备投资额同样为 2 亿元，则其电芯设备投资额为 30 亿元，因此我们预计该项目中的 PACK 线投资额为 11 亿元。

综上，296 亿元设备投资额中，共 275 亿元电芯设备，11 亿元 PACK 线和 10 亿元储能电柜。

图 6: 我们预计 296 亿元设备投资额中，共 275 亿元电芯设备，11 亿元 PACK 线和 10 亿元储能电柜

项目	产能 (GWh)	扩产项目	总投资额 (亿元)	设备投资额 (亿元)	设备投资额备注	设备投资占比	单GWh设备投资额 (亿元)	备注
宁德湖西 (扩建)	32	2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜	36	14	预计4亿元锂电池电芯设备+10亿元储能电柜	39%	0.44	不计入动力电池平均设备投资额范畴
车里湾	15	15GWh 锂电池+部分 PACK 线	73	41	预计30亿元锂电池电芯设备+11亿元PACK线	56%	2.73	不计入动力电池平均设备投资额范畴
福鼎一期	60	锂电池	184	111	锂电池电芯设备	60%	1.85	—
福鼎二期	30	锂电池	117	72	锂电池电芯设备	62%	2.40	—
肇庆项目一期	30	锂电池	120	58	锂电池电芯设备	48%	1.93	—
合计	167	137GWh锂电池+30GWh储能电柜	530	296	预计275亿元电芯设备+11亿元PACK线+10亿元储能电柜	56%	2	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：宁德湖西扩建项目单 GWh 设备投资额偏低，主要系该项目为 2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜扩产；车里湾项目单 GWh 设备投资额偏高，主要系该项目包括部分 PACK 线扩产。

CATL 的电芯段核心设备主供为先导智能，绑定宁德时代的核心设备商先导智能逐渐显现稀缺性估值溢价。根据战略合作协议，宁德时代按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成、注液设备等）新投资额 50% 的额度给予先导智能优先权。此次合计 275 亿元锂电电芯设备投资额，按照核心设备 60% 的价值量占比，以及先导智能 50% 份额，此次宁德定增扩产项目对应先导智能潜在订单为 83 亿元。

4. 盈利预测与投资评级

受益于行业高景气度，公司新签订单高增长，我们将公司 2021-2023 年的净利润分别从 14.06/22.46/30.89 亿元上调至 14.76（上调 5.0%）/23.53（上调 4.8%）/32.36（上调 4.8%），对应当前股价 PE 76/47/34 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。

5. 风险提示

新能源车销量低于市场预期；下游投资扩产情况低于市场预期；盈利能力改善低于市场预期。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10314	11909	16484	21217	营业收入	5858	9050	13051	16151
现金	2738	3466	4285	6200	减:营业成本	3848	5598	8021	9782
应收账款	3024	4463	7151	8850	营业税金及附加	44	62	91	113
存货	2874	3527	4395	5360	营业费用	181	272	313	355
其他流动资产	1677	453	653	808	管理费用	334	1634	2224	2606
非流动资产	2349	3200	3791	3862	财务费用	43	-81	-113	-154
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	45	0	0	0
固定资产	791	1647	2244	2320	加:投资净收益	31	0	0	0
在建工程	59	228	278	143	其他收益	-584	6	7	7
无形资产	157	151	146	141	营业利润	811	1573	2521	3457
其他非流动资产	1342	1173	1123	1257	加:营业外净收支	28	40	50	80
资产总计	12662	15108	20275	25079	利润总额	839	1613	2571	3537
流动负债	6987	8400	11920	14458	减:所得税费用	71	137	219	301
短期借款	348	50	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	3976	4601	6593	8040	归属母公司净利润	768	1476	2353	3236
其他流动负债	2663	3749	5277	6369	EBIT	1470	1491	2406	3301
非流动负债	60	60	60	60	EBITDA	1550	1616	2586	3528
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60					
负债合计	7047	8460	11980	14518	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.49	0.94	1.50	2.07
归属母公司股东权益	5615	6648	8295	10561	每股净资产(元)	3.59	4.25	5.30	6.75
负债和股东权益	12662	15108	20275	25079	发行在外股份(百万股)	1564	1564	1564	1564
					ROIC(%)	24.4%	24.4%	37.0%	45.5%
					ROE(%)	13.7%	22.2%	28.4%	30.6%
					毛利率(%)	34.3%	38.2%	38.5%	39.4%
					销售净利率(%)	13.1%	16.3%	18.0%	20.0%
					资产负债率(%)	55.7%	56.0%	59.1%	57.9%
					收入增长率(%)	25.1%	54.5%	44.2%	23.8%
					净利润增长率(%)	0.3%	92.3%	59.4%	37.6%
					P/E	145.17	75.50	47.36	34.43
					P/B	19.84	16.76	13.43	10.55
					EV/EBITDA	76.42	74.18	47.72	35.69
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	1353	1893	2296	3184					
投资活动现金流	-503	-425	-771	-298					
筹资活动现金流	-371	-741	-706	-971					
现金净增加额	476	728	819	1915					
折旧和摊销	80	125	180	228					
资本开支	-340	-748	-771	-298					
营运资本变动	676	292	-236	-280					

数据来源: Wind, 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>

