

机械装备

2020 年 09 月 23 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2020 年 09 月 22 日

收盘价（元）	46.36
一年内最高/最低（元）	60.19/31.03
市净率	9.1
息率（分红/股价）	0.35
流通 A 股市值（百万元）	40771
上证指数/深证成指	3274.30/13023.43

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	5.12
资产负债率%	58.43
总股本/流通 A 股（百万）	881/879
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
耿耘 A0230520050001
gengyun@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com

研究支持

刘建伟 A0230120030001
liujw@swsresearch.com

联系人

刘建伟
(8621)23297818×02123297722
liujw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

先导智能 (300450)

——携手 CATL 逆势扩张，锂电设备龙头蓄势待发

投资要点：

- **锂电设备龙头，新接订单创历史新高，未来业绩增长可期。**公司以薄膜电容器设备起家，2008 年切入锂电设备市场，核心设备锂电池卷绕机国内市场份额达 60%以上，稳居行业第一，2017 年收购珠海泰坦新动力后，可提供前中后段整线生产设备，公司客户包括松下、索尼、三星 SDI、LG 化学、Northvolt、特斯拉、ATL、CATL、比亚迪等全球知名企业，公司 2019 年收入 46.84 亿元，锂电业务营收占比 81%。2020 年 1-6 月，公司新增订单金额同比增长 83.19%，创历年新高，未来业绩增长可期。
- **动力电池需求提升+供给收缩，行业扩产拐点临近。1) 需求：**从国内需求来看，补贴退坡对新能源汽车销量影响逐步减弱，7-8 月新能源汽车销量增速已开始转正。从海外需求来看，欧盟最严碳排放落地叠加政府加大补贴力度，欧洲有望成为今年全球电动汽车销量增长最快的地区，欧盟相关组织 EAFO 预测，2020 年欧洲新能源汽车渗透率有望从去年的 3%增加到 7%-10%，而欧洲动力电池产能严重不足。2) **供给：**行业赚钱效应减弱叠加进入门槛提高，行业产能加速出清。2019 年动力电池企业装机量 CR3、CR5、CR8 分别为 74.21%、80.29%、85.80%，较 2018 年分别上升 7.46pct、6.57pct、5.36pct，行业集中度进一步提升。3) **扩产拐点临近：**根据我们统计的全球主要 7 家动力电池厂商的扩产规划，未来三年新增动力电池产能将达到 441GWh，假设每 GWh 投资 2 亿元，设备投资额为 882 亿元，按照扩产规划我们预计下半年设备招标有望提速，行业拐点临近。
- **携手 CATL 逆势扩张，锂电设备龙头蓄势待发。**为保证下游扩张时争取更多市场份额，公司拟定增 25 亿元用于产能提升，9 月 15 日公司公告称宁德时代将全额认购，交易完成后 CATL 将持有公司 7.29%股权，成为公司战略投资者。2018 年、2019 年、2020 年 1-6 月，公司向宁德时代销售锂电设备金额分别为 17.44 亿元、18.10 亿元和 4.37 亿元，分别占公司锂电业务收入的 50.65%、47.49%、36.69%，我们认为引入宁德时代将极大提高公司长期业绩的确定性，伴随 CATL 扩产公司业绩成长性再次被打开，锂电设备龙头蓄势待发。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计 2020-2022 年营业收入分别为 52.94/63.32/75.36 亿元，预计归母净利润分别为 9.60/12.74/16.08 亿元，对应每股收益分别为 1.01/1.34/1.69 元/股（假设 2020 年定增完成）。当前可比公司 2020-2022 年平均市盈率为 51X、37X、29X，公司市盈率为 43X、32X、25X，显著低于同行业可比公司，考虑到公司作为行业龙头，深度绑定下游核心客户，未来业绩确定性更强，建议给予公司 10%估值溢价，对应 2020-2022 年市盈率分别为 56X、40X、32X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；新产品研发风险；商誉减值风险；应收账款坏账风险等。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	4,684	1,864	5,294	6,332	7,536
同比增长率（%）	20.4	0.1	13.0	19.6	19.0
归母净利润（百万元）	766	228	960	1,274	1,608
同比增长率（%）	3.1	-41.9	25.3	32.8	26.2
每股收益（元/股）	0.87	0.26	1.01	1.34	1.69
毛利率（%）	39.3	40.3	39.8	39.9	40.1
ROE（%）	17.9	5.1	12.6	14.7	16.0
市盈率	53		43	32	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2020-2022 年营业收入分别为 52.94/63.32/75.36 亿元，预计归母净利润分别为 9.60/12.74/16.08 亿元，对应每股收益分别为 1.01/1.34/1.69 元/股(假设 2020 年定增完成)。当前可比公司 2020-2022 年平均市盈率为 51X、37X、29X，公司市盈率为 43X、32X、25X，显著低于同行业可比公司，考虑到公司作为行业龙头，深度绑定下游核心客户，未来业绩确定性更强，建议给予公司 10%估值溢价，对应 2020-2022 年市盈率分别为 56X、40X、32X，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

2025 年，我国新能源汽车销量占比达到 25%；动力电池企业扩产 2-3 年建设周期不变；公司锂电设备业务毛利率保持在 40%等。

有别于大众的认识

市场认为当前电动汽车行业需求平稳，动力电池行业整体产能利用率不高，电池企业扩产并不紧迫。我们认为，本轮扩产与上一轮扩产存在明显不同，2016 年之前，动力电池行业加速扩张，本质是由政策推动的供给快速提升，赚钱效应明显叠加进入门槛不高，使得中低端产能严重过剩。而本轮扩产以资本实力雄厚的龙头电池企业为主，其产能利用率保持高位，行业呈现“二八分化”现象，同时成本下行压力迫使企业通过规模效应降低单位成本，扩产后单位成本下降竞争力相应提升，从而形成良性循环。

市场认为公司拓展 3C 设备、激光设备等领域是由于锂电设备业务增长乏力。首先，我们认为 3C 设备、激光设备等业务属于极好的成长赛道。其次，多业务发展是非标自动化企业长久发展的必经之路，公司从薄膜电容器拓展至锂电设备、光伏设备本身已经证明其拥有前瞻的战略眼光和强大的技术实力，公司拓展新领域均为非标自动化设备，公司多年在机械自动化领域的技术储备能够很好的帮助公司横向拓展。此外，由于设备企业业绩天然具有波动性，多业务布局有助于降低公司周期性、增强抵御风险的能力。

股价表现的催化剂

锂电设备大规模招标启动；国家新能源政策出台；新能源汽车销量超预期；公司锂电设备业务、3C 设备业务、光伏设备业务等获得重大订单等。

核心假设风险

宏观经济波动风险；新产品研发风险；商誉减值风险；应收账款坏账风险等。

目录

1. 锂电设备龙头，新接订单创历史新高，未来业绩增长可期	6
1.1 依靠技术抓住机遇，成就锂电设备龙头	6
1.2 聚焦锂电设备业务，不断延伸业务边界	7
1.3 新接订单创历史新高，盈利水平保持高位	10
2. 动力电池需求提升+供给收缩，行业扩产拐点临近	11
2.1 锂电设备主要需求来自动力电池，2025 年全球空间超 800GWh	11
2.2 需求：国内补贴退坡影响减弱，欧洲市场开始崛起	12
2.3 供给：电池企业产能加速出清，行业集中度持续提升	16
2.4 拐点：扩产计划明确，资金陆续到位，招标有望提速	17
3. 携手 CATL 逆势扩张，锂电设备龙头蓄势待发	19
3.1 行业底部加码研发，强化技术领先优势	19
3.2 定增携手宁德时代，长期业绩确定性增强	21
3.3 拟设立德国子公司，海外战略布局再进一步	23
4. 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值分析	26
5. 风险提示	27
6. 附表	28

图表目录

图 1：依靠技术抓住机遇，成就锂电设备行业龙头.....	6
图 2：公司股权结构稳定，实际控制人为王燕清	7
图 3：公司下属 3 家全资子公司	7
图 4：公司聚焦锂电设备业务，同时依托强大技术储备不断向外延伸.....	7
图 5：公司目前业务聚焦在锂电设备领域	8
图 6：2019 年锂电设备收入占比 81%.....	8
图 7：锂电设备业务具备整线设备生产能力	8
图 8：锂电产品技术领先，客户资源优质	9
图 9：依托技术研发积累，向光伏、3C、激光设备等领域延伸	9
图 10：公司营收高速增长，2014-2019 年 CAGR 达 72.46%	10
图 11：受研发支出大幅增加影响，净利润有所下滑	10
图 12：锂电设备竞争力强劲，毛利率保持较高水平	10
图 13：强化生产运营管理，公司期间费用进入良性通道.....	10
图 14：锂电设备主要应用于锂电池产业链中游制造环节.....	11
图 15：全球动力锂电池出货量保持高增长（单位：GWh）	12
图 16：2025 年全球动力电池市场需求达 823GWh（单位：GWh）	12
图 17：全球动力电池平均成本下滑至 156 美元/KWh	13
图 18：中国纯电动乘用车电池包能量密度逐年上升（Wh/kg）	13
图 19：2010-2019 年我国新能源车销量 CAGR 达 84%	13
图 20：国内新能源汽车销量增速连续两个月转正	13
图 21：2025 年国内新能源汽车销量有望达到 625 万辆，是 2019 年销量的 5.18 倍	14
图 22：欧盟最严碳排放标准落地（单位：g/km）	14
图 23：2020 年上半年欧洲电动车销量同比增长 60%.....	16
图 24：动力电池产业链毛利率下滑明显.....	16
图 25：动力电池企业数量连续三年下滑.....	16
图 26：资金陆续到位，设备招标有望提速	19
图 27：锂电池生产工艺复杂，技术迭代快	20
图 28：研发投入保持快速增长.....	20

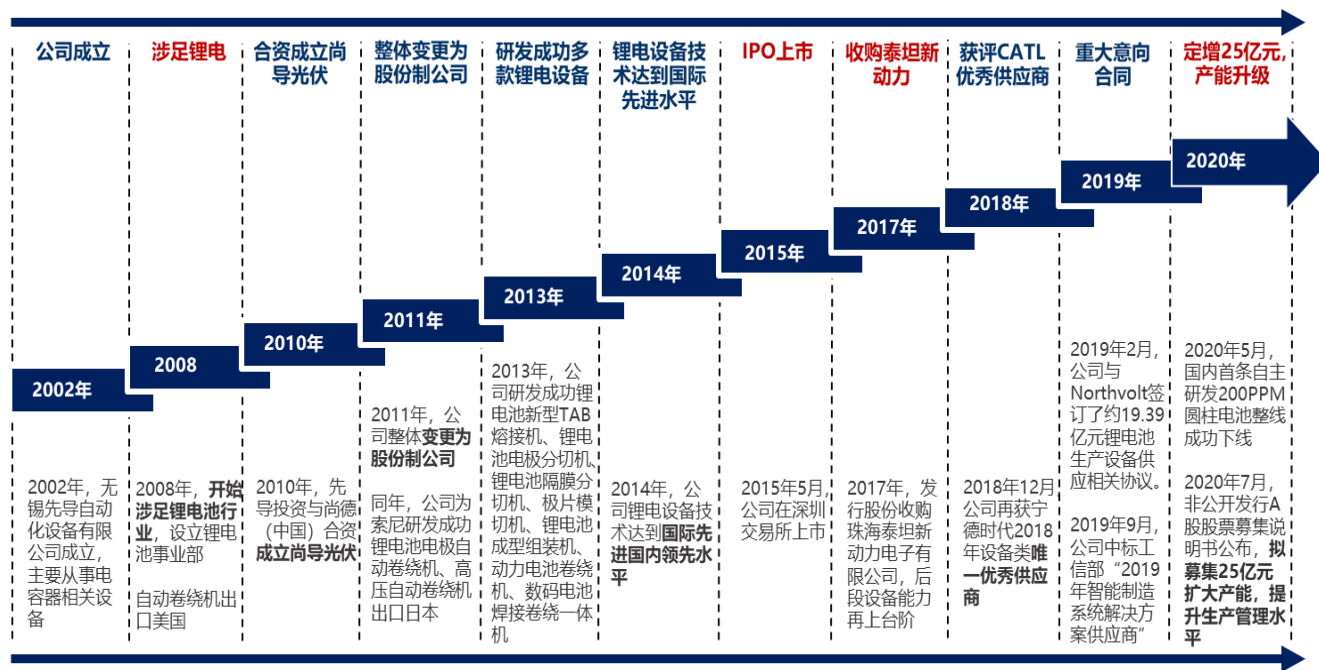
图 29 : 公司研发队伍不断壮大	20
图 30 : 公司专利数量稳定增长 , 保证产品长期竞争力	21
表 1 : 锂电池三大应用领域不断扩展	11
表 2 : 欧洲电动汽车鼓励政策有望继续加码	15
表 3 : 动力电池行业集中度持续提升 (单位 : GWh)	17
表 4 : 未来三年主要 7 家动力电池厂商产能 CAGR 达 48% (单位 : GWh)	17
表 5 : 公司具备锂电池设备整线生产能力	21
表 6 : 公司募资 25 亿元扩大产能、提升效率 (单位 : 万元)	22
表 7 : 公司深度绑定宁德时代 , 长期业绩的确定性增强 (单位 : 万元)	22
表 8 : 截至 2020H1 公司重大在建项目剩余投资近 600 亿 (单位 : 亿元)	22
表 9 : 公司营收拆分明细 (单位 : 百万元)	24
表 10 : 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率假设 (单位 : 百万元)	25
表 11 : 公司盈利预测摘要	26
表 12 : 可比公司基本情况	26
表 13 : 可比公司估值表	27
表 14 : 合并利润表	28
表 15 : 合并现金流量表	28
表 16 : 合并资产负债表	29

1. 锂电设备龙头，新接订单创历史新高，未来业绩增长可期

1.1 依靠技术抓住机遇，成就锂电设备龙头

技术优势成就锂电设备行业龙头。无锡先导智能装备股份有限公司（以下简称“先导智能”）于2002年成立，前身为2000年成立的无锡先导电容器设备厂，公司以薄膜电容器设备起家，2008年切入锂电设备市场，公司利用薄膜电容器设备研发与生产过程中掌握的自动卷绕技术、高速分切技术，将业务延伸到前中段锂电设备制造领域，成功开发了卷绕机、极片分切机、焊接卷绕一体机、电机叠片机、组装机、四合一成型机等锂电池生产前中段关键设备。其中核心设备锂电卷绕机国内市场份额达60%以上（GGII 2018年数据），稳居行业第一。2015年公司在深交所上市，2017年收购珠海泰坦新动力，增强锂电设备后段生产能力，2020年7月，公司发布《非公开发行A股股票募集说明书》，拟募集25亿元扩大产能、提升生产管理水平。

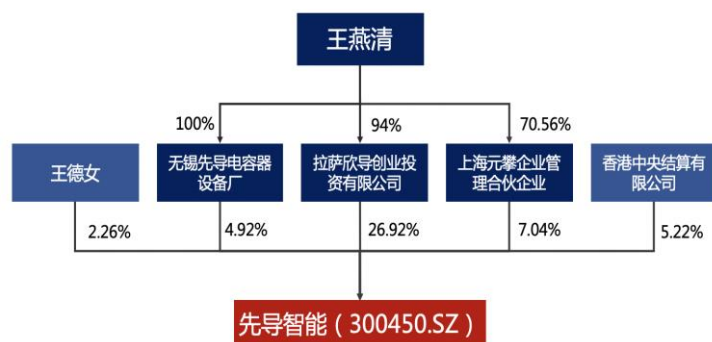
图1：依靠技术抓住机遇，成就锂电设备行业龙头



资料来源：公司官网、申万宏源研究

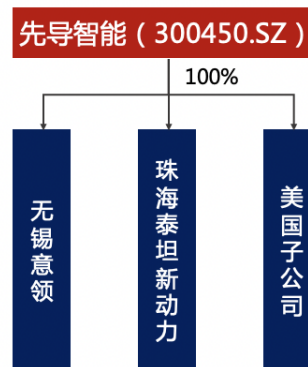
公司股权结构稳定，大股东为拉萨欣导，实际控制人为董事长王燕清先生。公司董事长王燕清先生为公司创始人，截至2020年6月30日，其通过无锡先导电容器设备厂、上海元攀企业管理合伙企业、拉萨欣导创业投资有限公司，间接持有公司38.88%的股权，为实际控制人。公司下属3家全资子公司：无锡意领电子科技有限公司、珠海泰坦新动力电子有限公司以及美国子公司Lead Intelligent Equipment(USA)。

图 2：公司股权结构稳定，实际控制人为王燕清



资料来源：Wind、申万宏源研究 注：截至 2020/6/30

图 3：公司下属 3 家全资子公司

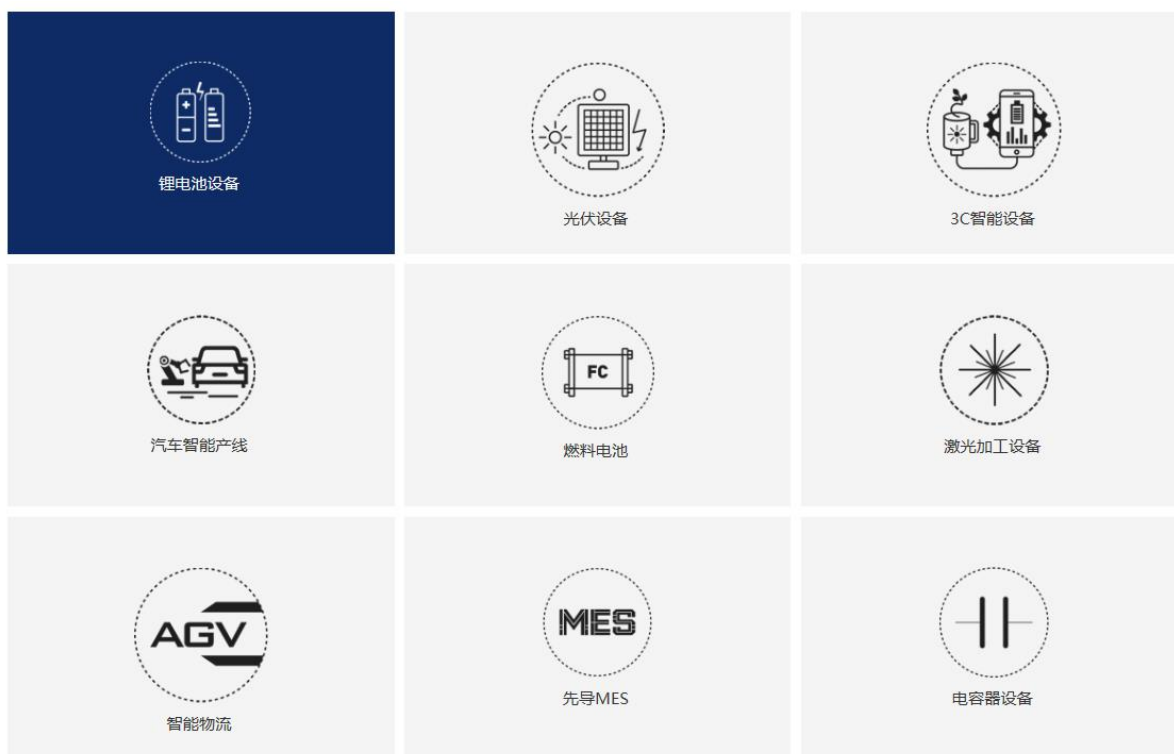


资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 聚焦锂电设备业务，不断延伸业务边界

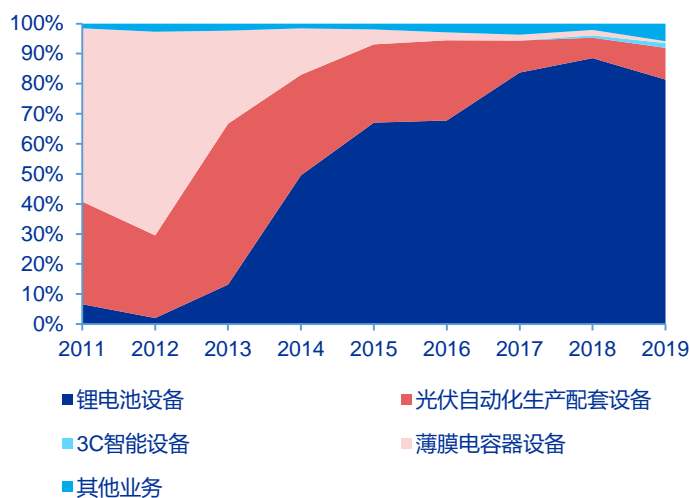
锂电设备业务占比超 80%，同时依托强大技术储备不断向外延伸。公司目前最主要业务为锂电设备，产品包括全自动卷绕机、隔膜分切机、极片分切机、焊接卷绕一体机、叠片机、涂布机等，2019 年营收占比 81%。光伏设备为第二大业务，2019 年营收占比 10%，其中 ALD 背钝化设备、高速串焊机、MBB 多栅串焊机、叠瓦焊接成套组件设备等均达到了全球领先的水平。此外，公司还向外拓展了 3C 智能装备、智能物流系统、汽车智能产线、燃料电池智能装备、激光精密加工、MES 系统等领域。

图 4：公司聚焦锂电设备业务，同时依托强大技术储备不断向外延伸



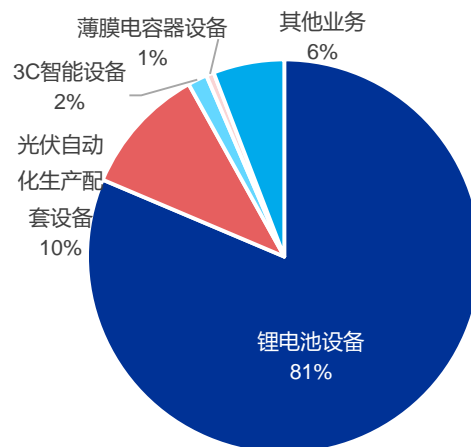
资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 5：公司目前业务聚焦在锂电设备领域



资料来源：Wind、申万宏源研究

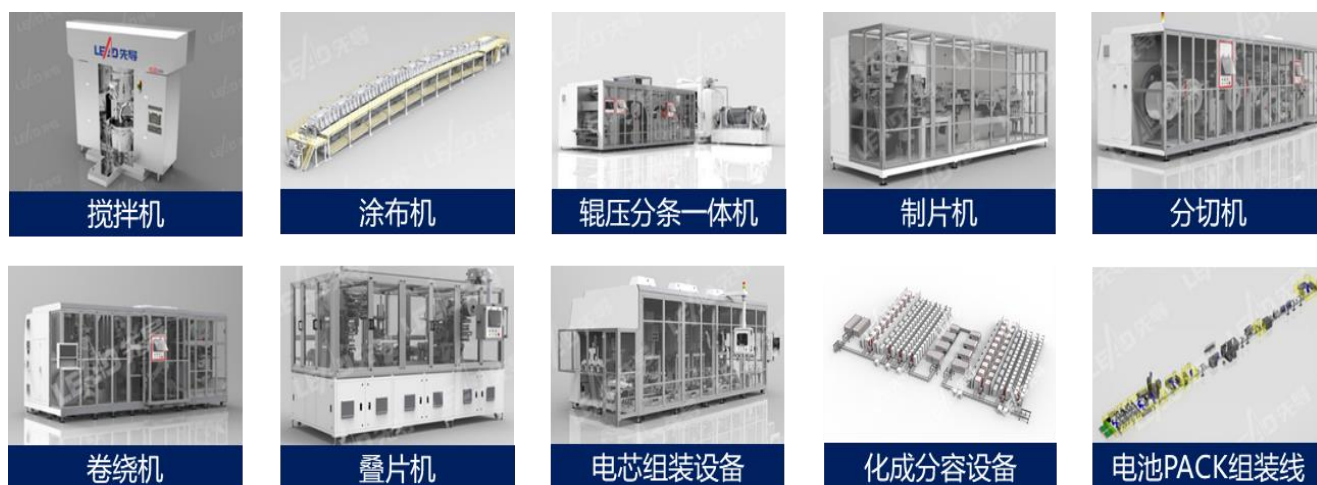
图 6：2019 年锂电设备收入占比 81%



资料来源：Wind、申万宏源研究

锂电产品技术领先，客户资源优质。公司中段产品处于国际领先水平，2017 年收购珠海泰坦新动力后，可提供从浆料、搅拌、涂布、辊压、分切、卷绕/叠片、组装、化成、分容测试和物流系统等锂电池整线设备，并配备先导自主研发的 MES 生产执行系统，为锂电池企业打造智能化工厂。锂电设备下游客户主要为电池厂商，包括松下、索尼、三星 SDI、LG 化学、Northvolt、特斯拉、ATL、CATL、比亚迪等全球知名企业。

图 7：锂电设备业务具备整线设备生产能力



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 8：锂电产品技术领先，客户资源优质



资料来源：公司官网、申万宏源研究

依托非标自动化领域技术研发优势，向光伏、3C、激光设备等领域延伸。公司锂电设备与光伏设备、3C 设备、激光设备等虽然应用于不同领域，但均属于非标自动化设备，在研发上具有一定的技术通用性，公司能够从早期电容器设备快速切入光伏和锂电领域，充分说明了这一点，公司多年积累的非标自动化研发经验将助力公司向其他非标设备领域拓展。目前公司部分光伏设备技术已经达到国际领先水平，客户包括协鑫、隆基、阿特斯、天合、通威、晶科、晶澳等一线公司。3C 设备可为消费类电子总装、OLED 新型显示技术、3D 玻璃和柔性线路板检测以及其他高精密组装行业提供 3D 视觉测量、智能检测、精密组装等设备及整线自动化集成解决方案，与行业内多家顶级客户均有合作。

图 9：依托技术研发积累，向光伏、3C、激光设备等领域延伸

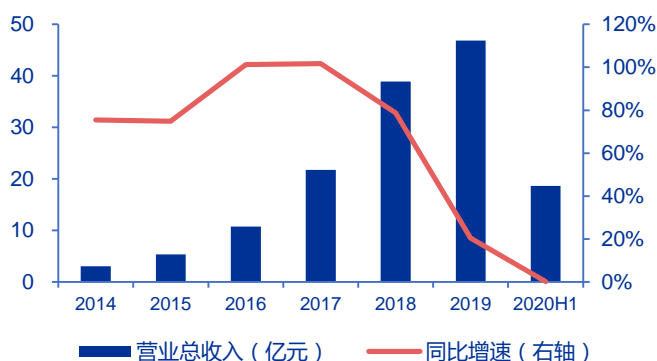


资料来源：公司官网、申万宏源研究

1.3 新接订单创历史新高，盈利水平保持高位

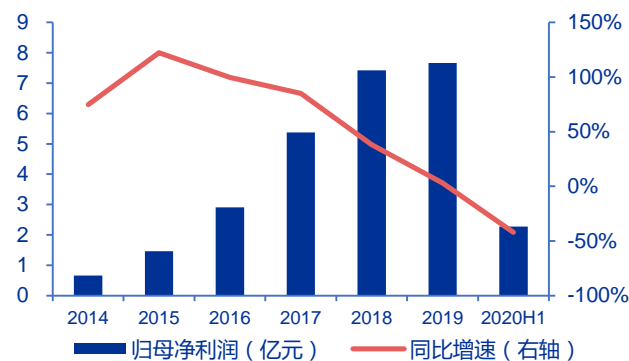
公司营收及归母净利润增速略有放缓，2020H1 新接订单创历史新高。2014-2019 年，受益于全球电动汽车行业的持续火热，以及国内一系列利好政策的不断刺激，锂电设备行业迎来高速成长期。公司依托自身技术优势不断扩张，营收从 2014 年的 3.07 亿增长至 2019 年的 46.84 亿元，5 年 CAGR 达 72.46%；归母净利润从 2014 年 0.66 亿增长至 2019 年 7.66 亿元，5 年 CAGR 达 63.28%。最近两年，受国内新能源补贴退坡以及汽车行业整体需求下滑影响，公司营收及归母净利润增速有所放缓，2020 年上半年，由于研发支出大幅增加，净利润有所下滑。截至 2020 年 3 月 31 日，公司在手订单为 54.42 亿元（含税），1-6 月新增订单金额同比增长 83.19%，新接订单金额创历年新高，未来业绩有望持续改善。

图 10：公司营收高速增长，2014-2019 年 CAGR 达 72.46%



资料来源：Wind、申万宏源研究

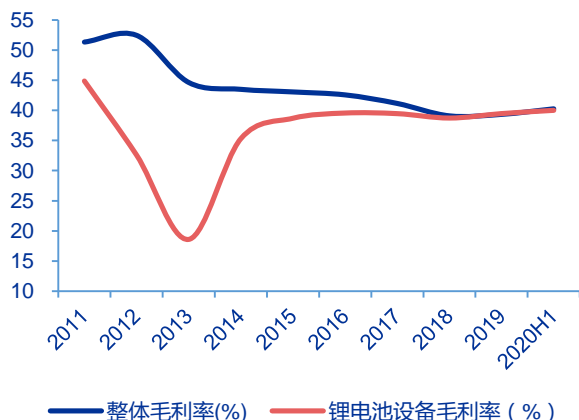
图 11：受研发支出大幅增加影响，净利润有所下滑



资料来源：Wind、申万宏源研究

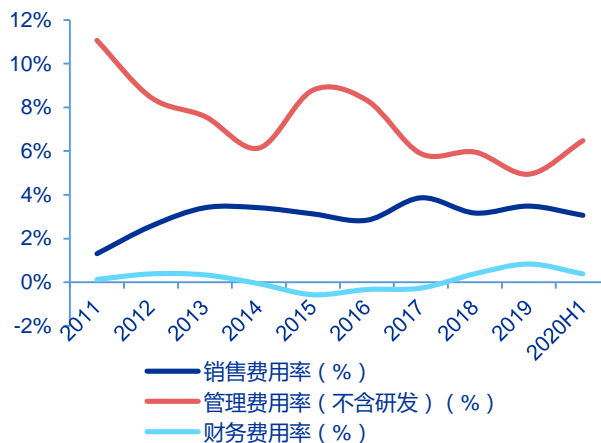
锂电主业竞争力强劲，毛利率长期保持较高水平，强化生产运营管理，期间费用进入良性通道。近年来，公司销售毛利率总体平稳且保持高位，其中锂电设备毛利率长期保持在 40% 上下，展现了强大的议价能力。得益于生产效率提升和内部管理优化，公司期间费用率整体逐年降低，由于主要采用直销模式，公司销售费用率稳定在 4% 以内；管理费用率（不含研发）从 2011 年 11.06% 大幅下降至 2019 年 4.94%；财务费用率略有提升，主要系公司业务扩展导致新增借款增加所致。

图 12：锂电设备竞争力强劲，毛利率保持较高水平



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 13：强化生产运营管理，公司期间费用进入良性通道



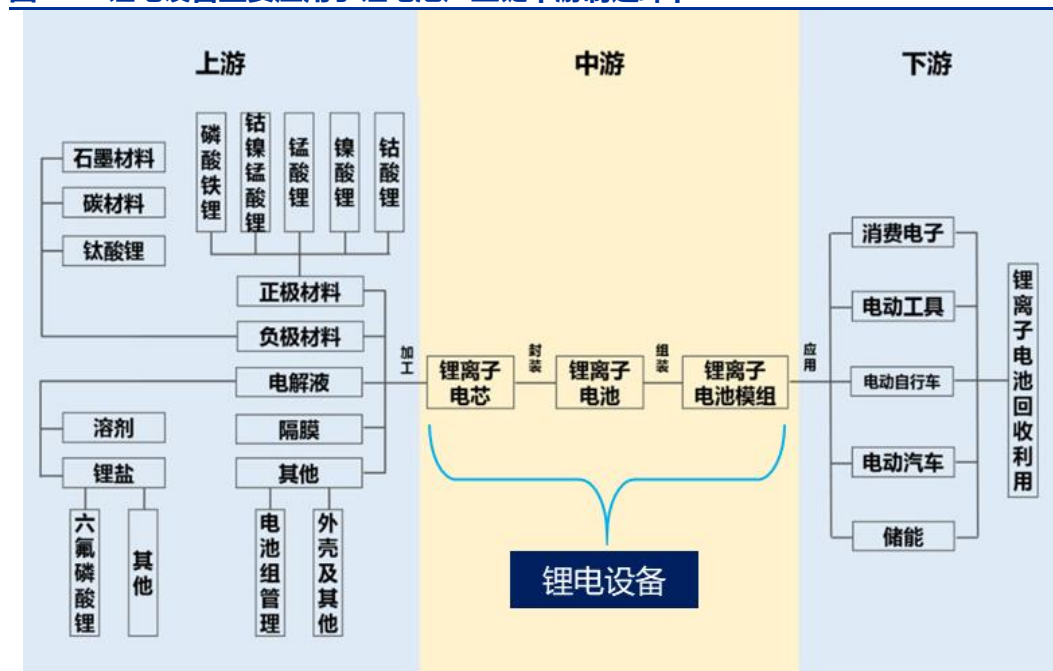
资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 动力电池需求提升+供给收缩，行业扩产拐点临近

2.1 锂电设备主要需求来自动力电池，2025 年全球空间超 800GWh

锂电设备主要应用于锂电池产业链中游制造环节。锂电池即锂离子电池，主要依靠锂离子在正极和负极之间移动进行工作，是一种二次电池。由于相比其他二次电池性能全面占优，锂离子电池自问世以来发展迅猛，产业链不断丰富完整，上游主要包括锂离子电池材料，中游为锂电池生产厂商，最终应用于消费电子产品（手机、笔记本电脑等电子数码产品）、电动交通工具（电动工具、电动自行车和电动汽车等）和工业储能领域等，锂电设备主要应用于中游制造环节。

图 14：锂电设备主要应用于锂电池产业链中游制造环节



资料来源：新材料在线、申万宏源研究

锂电池三大应用领域不断扩展。1) 消费电池领域：消费类锂电池已经完成在电脑、手机等领域对镍氢电池替代，目前正逐渐渗透新兴消费电子领域，如 TWS 耳机等。2) 动力电池领域：动力电池近年来大规模量产，未来 10 年产能有望大幅扩张。3) 储能电池领域：储能类电池起步最晚，目前相关市场份额最小，具备较大发展潜力。

表 1：锂电池三大应用领域不断扩展

时间阶段	消费类	动力类	储能类
1990-1999	电脑/手机/摄录机等镍氢	基础研究	-

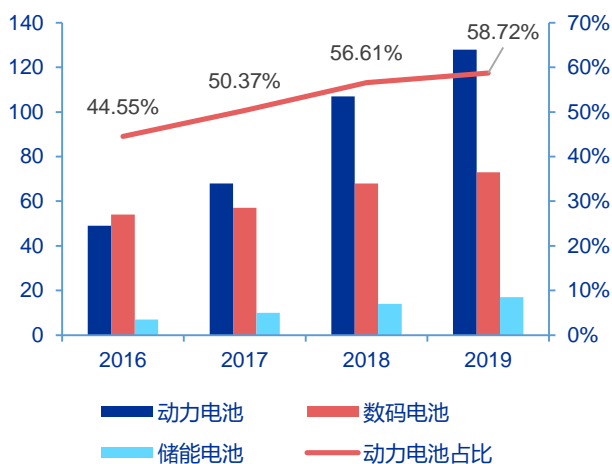
电池替代

2000-2009	电动工具/清洁工具镍镉 电池替代	试生产	概念出现
2010-2019	持续发展	量产	启动阶段
2020-2029E	可能新兴消费电子、电动 自行车等领域铅酸电池替 代发展较快	快速扩张	扩张

资料来源：利元亨招股书、申万宏源研究

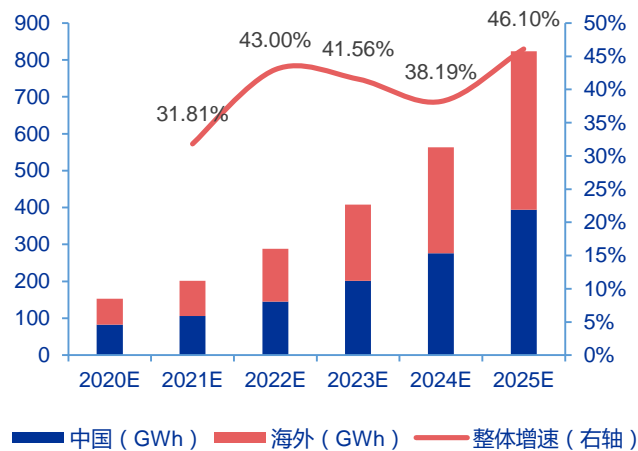
动力电池是未来锂电池市场的核心力量，EVTank 预计 2025 年市场规模达 823GWh。在锂离子电池 3 大市场中，以电动汽车为代表的动力类市场近年来发展迅猛。据高工锂电（GGII）数据，2019 年全球动力锂电池（含小型动力）出货量为 128GWh，占锂电池全部出货量的 58.72%，且占比呈逐年提升态势。同时，小型类锂离子电池和储能用锂离子电池受益于下游应用领域的不断扩展，总体也维持较高增长速度。EVTank 预计，2025 年全球锂离子电池需求将达 823GWh，复合增速 40%。

图 15：全球动力锂电池出货量保持高增长（单位：GWh）



资料来源：GGII、申万宏源研究

图 16：2025 年全球动力电池市场需求达 823GWh（单位：GWh）

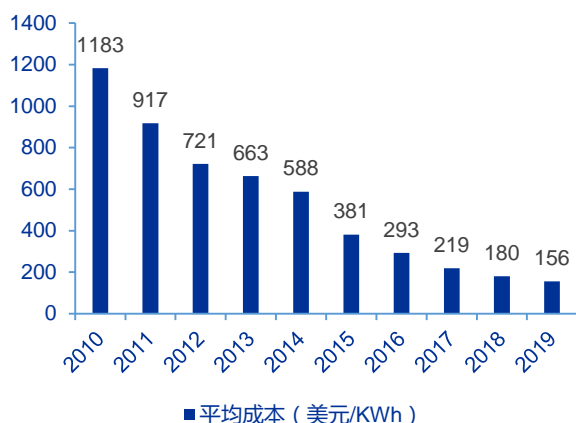


资料来源：EVTank、申万宏源研究

2.2 需求：国内补贴退坡影响减弱，欧洲市场开始崛起

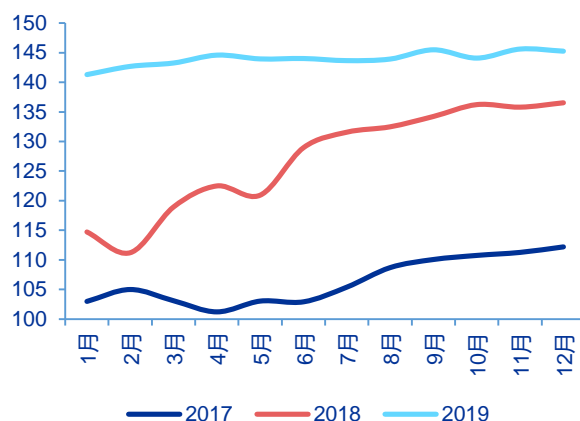
电池成本下降+能量密度提升，价格和续航瓶颈有望被打破，全球电动汽车需求长期向上。价格和续航里程是影响电动汽车需求非常重要的痛点，由于动力电池造价极高，约占到电动汽车成本的 40%，因此早期政府通过补贴的形式鼓励购买电动汽车，同时通过补贴间接推动企业提升电池能量密度。从电池成本和电池包能量密度变化趋势来看，影响需求提升的价格因素和续航问题正在被突破，预计不久的将来电动汽车极有可能获得比燃油车更高的续航和更低的成本，长期来看需求持续向上。

图 17：全球动力电池平均成本下滑至 156 美元 /KWh



资料来源：BloombergNEF、申万宏源研究

图 18：中国纯电动乘用车电池包能量密度逐年上升 (Wh/kg)

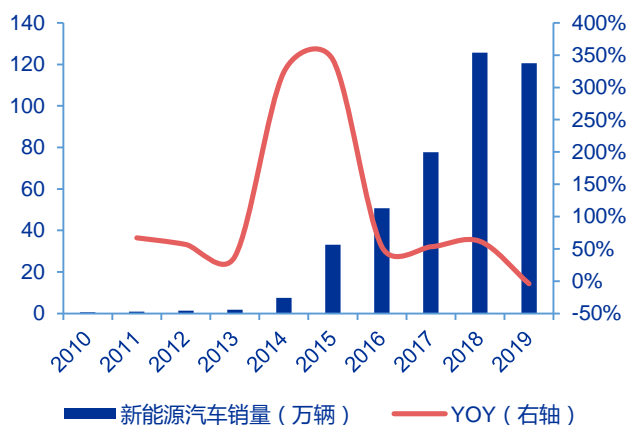


资料来源：真锂研究、第一电动网、申万宏源研究

(一) 国内：新能源补贴退坡影响减弱，长期需求依然值得期待

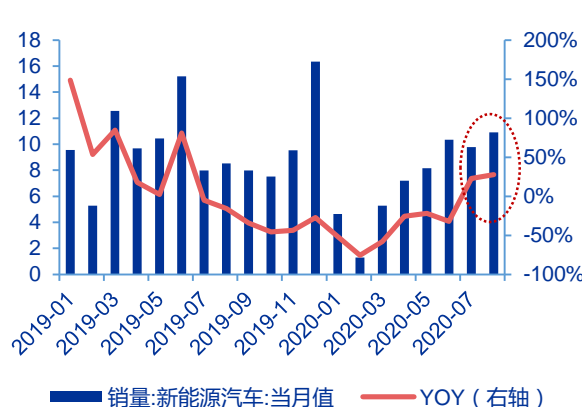
补贴退坡影响下新能源汽车销量增速回落，7-8 月增速已开始转正。2010 年至今，在国家政策扶持下，我国新能源汽车行业迎来爆发式增长，年销量从 2010 年的 0.49 万辆增长至 2019 年 120.6 万辆，复合增速达 84%。2019 年由于补贴退坡的影响以及燃油车折扣（国五换国六），新能源汽车单月销量增速呈现逐月下滑的趋势，2020 年上半年，受新冠肺炎疫情冲击，新能源车销量继续下滑。但今年 7、8 月以来，新能源汽车实现连续两个月正增长，我们认为补贴退坡的影响在减弱，自然需求有望接棒。

图 19：2010-2019 年我国新能源车销量 CAGR 达 84%



资料来源：中国汽车工业协会、Wind、申万宏源研究

图 20：国内新能源汽车销量增速连续两个月转正

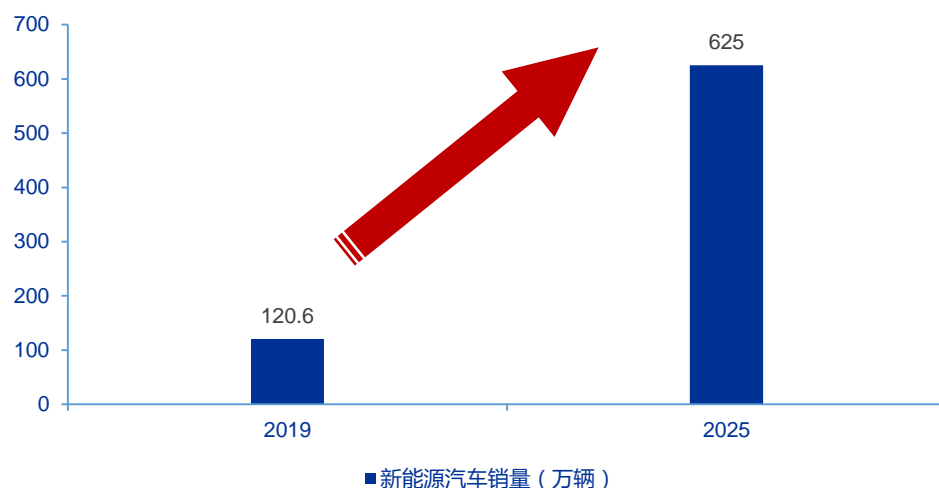


资料来源：中国汽车工业协会、Wind、申万宏源研究

国家支持新能源汽车发展的方向不会改变，政策指引下，国内新能源汽车市场长期空间值得期待。虽然国家对于新能源车补贴的力度有所减弱，但背后的原因并非是国家对新能源汽车行业重视程度下降，相反，国家降低电池企业门槛、欢迎特斯拉国内建厂，恰恰说明政府希望国内企业通过市场运营参与全球竞争，我们相信国家对于新能源汽车产业的扶持力度不会改变。根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）

指引，2025 年，我国新能源汽车销量占比达到 25%，智能网联汽车销量占比达到 30%。中国汽车工业协会数据显示，2019 年我国汽车销量为 2576.9 万辆，其中新能源汽车销量为 120.6 万辆，占比 4.68%，我们假设 2025 年汽车销量 2500 万，新能源汽车占比达到 25%，那么新能源汽车销量将达到 625 万辆，是 2019 年新能源汽车销量的 5.18 倍，因此，行业空间不是当前主要矛盾，长期市场空间值得期待。

图 21：2025 年国内新能源汽车销量有望达到 625 万辆，是 2019 年销量的 5.18 倍

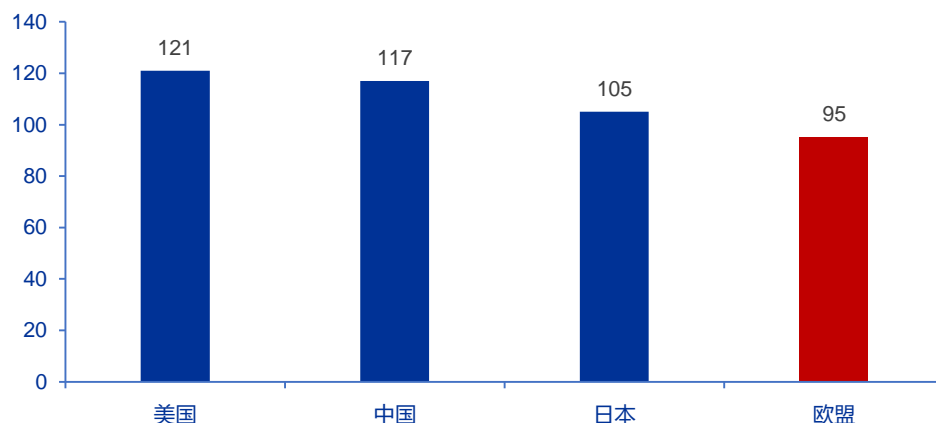


资料来源：工信部、申万宏源研究

（二）欧洲：政策压力下传统燃油车巨头加速布局电动车，欧洲市场开始崛起

欧盟最严碳排放法规落地叠加补贴减税，电动汽车迎来向上拐点。2014 年 2 月 25 号，在斯特拉斯堡召开的欧洲议会上，欧盟设定了一项当今全球最严格的汽车碳排放控制目标，这项改革法案以压倒性优势获得通过。根据法案内容，从 2020 年 1 月 1 日起，欧盟范围内所销售的 95% 的新车二氧化碳排放平均水平须达到每公里不超过 95 克，到 2021 年这一要求必须覆盖所有在欧盟范围销售的新车，到 2030 年还要将二氧化碳排放量再降三分之一。同时，根据最新规定，从 2019 年开始，只要超出排放标准，每 1g/km 每辆车将罚款 95 欧元，我们认为此举或将有力倒逼车企加快推动电动汽车发展，欧洲各国对新能源车的鼓励政策也有望不断加码。

图 22：欧盟最严碳排放标准落地（单位：g/km）



资料来源：易车网，申万宏源研究

表 2：欧洲电动汽车鼓励政策有望继续加码

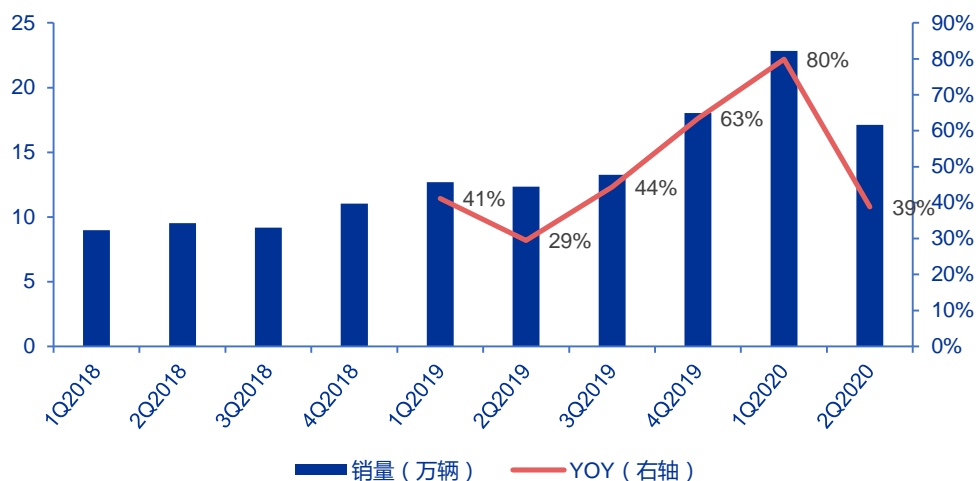
国家	分类	细分	具体介绍
挪威	税收	注册税	类似于中国的汽车购置税，挪威对汽车注册或者进口征税，税额取决于汽车的 CO ₂ 、氮化物排放量及车身重量，电动车在 2020 年前免征注册税，在 2020 年后因为更环保的排放纳税额也相对较低
		增值税	购买或租赁电动汽车均不需要缴纳增值税，而燃油车这一税率为 25%
		日常道路税	燃油车需要每年缴纳 3060 挪威克朗(约合 302 欧元或 2300 元人民币) ;而纯电动汽车在 2018 年前只需缴纳 435 挪威克朗，在 2018-2019 年缴纳 1530 挪威克朗，但在 2020 年及以后需全额缴纳
	路权	路桥费减免	电动车的路桥费由各个地方政府自行规定，但电动车的路桥费最高不得高于燃油车的 50%
		停车	不得高于燃油车 50%，多数公共停车场对电动车免费
	充电设施	公交车道	可以使用公交车道
德国	补贴	公共充电桩	公共充电桩主要由国有公司 Enova 负责，其资金来自于政府资助和电费附加税，主要目标就是促进清洁能源的生产和使用
		购车补贴	纯电动汽车：4 万欧元以下车型补贴 6,000 欧元；4-6.5 万欧元车型补贴 5,000 欧元 插混汽车：4 万欧元以下车型补贴 4,500 欧元；4-6.5 万欧元车型补贴 3,750 欧元政府与汽车制造商各负担一半的补贴，截止到 2025 年底
	税收	车辆税	CO ₂ 排放量大于 95g/km 的车辆，超过部分每年需要交纳 2 欧元/g/km 的税金；纯电动和插混车型基本无须交纳
	路权	免费停车、公交车道等	《电动出行法》授权地方政府为低排放车辆提供免费停车、公交车道及交通限制区使用特权
英国	充电设施	公共充电设施	《充电基础设施》计划 2017~2020 年投资 3 亿欧元支持充电基础设置建设，其中 2 亿欧元用于大都市区及联邦高速路的 5000 个快速充电桩建设；1 亿欧元用于加油站、购物中心、汽车共享站点及其他公共场所的 1 万个普通充电桩。按照充电功率及投资额进行补贴并设置最高补贴金额（0.3 万~3 万欧元）
		购车补贴	纯电动汽车：车价的 35%，最高不超过 3,500 英镑 纯电动货车：车价的 20%，最高不超过 8,000 英镑 插混汽车：无补贴
	补贴	免息贷款	苏格兰政府对纯电和插混车辆提供无息贷款，最高不超过 3.5 万英镑
		汽车消费税	按 CO ₂ 排放量征税，纯电动汽车无须缴税
	充电设施	私人充电桩	为家庭充电桩提供不超过 500 英镑的补贴
荷兰	税收	公共充电桩	《零排放之路》计划提出 4 亿英镑公共充电基础设施投资计划
		消费税	2019 年 4%，之后不断增加
瑞典	补贴	保有税	对零排放汽车免征
		购车补贴	BEV5602 欧元，PHEV934 欧元
法国	税收	购置税	完全豁免或者免征 50%
	补贴	购车补贴	小于等于 20kg/km 二氧化碳排放量的可获得售价 27% 的奖金，最高 6000 欧元

资料来源：盖世汽车，中国报告网，申万宏源研究

受碳排放落地及补贴减税刺激，欧洲电动汽车发展势头迅猛。2020 年上半年，欧洲的电动汽车销量总体增长强劲，1-6 月累计销量为 40 万辆，同比增长 60%，其中，德国电动汽车（BEV+PHEV）累计销量同比提升 140%，法国增长了 103%，英国增长了 86%。与之相对应的新能源汽车渗透率也明显提升。欧盟相关组织 European Alternative Fuels Observatory（EAF0）预测：2020 年欧洲的新能源汽车销量可能超过 100 万辆，几乎是

2019 年全年的两倍，渗透率有望从去年的 3% 增加到 7%-10%。而欧洲动力电池产能供给严重不足，已经有部分车型因此受到影响，扩产需求紧迫。

图 23：2020 年上半年欧洲电动车销量同比增长 60%

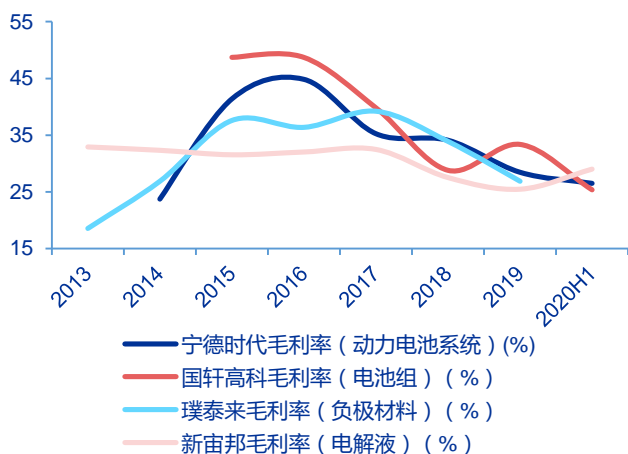


资料来源：Statista、Insideevs、新浪网等、申万宏源研究

2.3 供给：电池企业产能加速出清，行业集中度持续提升

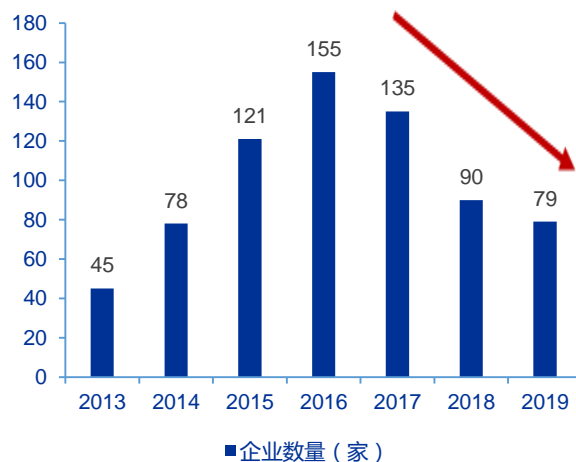
动力电池行业赚钱效应持续减弱，行业产能加速出清。2014 年-2016 年，伴随新能源汽车政策不断加码，动力电池行业赚钱效应持续增强，从上市的动力电池企业毛利率水平可以看出，行业盈利能力在此期间快速提升，2016 年宁德时代动力电池系统的毛利率达到了历史最高 44.84%，国轩高科电池组业务毛利率高达 48.71%，在这样的背景下，行业内产能经历了爆发式增长阶段，不断有新进入者涌入动力电池行业。但 2017 年之后，由于中低端产能严重过剩导致企业产能利用率不高，企业间竞争十分激烈，行业整体盈利能力持续下滑。2019 年新能源汽车补贴退坡影响，行业需求大幅下滑，电池企业的盈利水平再创新低。在这个过程中，一部分电池企业主动退出动力电池行业转型小型动力市场，一部分企业资金链断裂被迫退出，动力电池企业的数量已经连续三年下滑。

图 24：动力电池产业链毛利率下滑明显



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 25：动力电池企业数量连续三年下滑



资料来源：第一电动网、高工锂电等、申万宏源研究

进入门槛不断提高，行业集中度持续提升。随着续航里程要求提高，动力电池对能量密度的要求也越来越高，能量密度越高，能够配套的动力电池企业数量就越少，这将显著加快电池企业的优胜劣汰。2019 年，动力电池系统能量密度达 160wh/kg 的配套电池企业近 30 家，但在 2020 年前四批《推荐目录》中，配套 160wh/kg 以上的电池企业的数量已经进一步收缩至 10 家左右。从近 4 年动力电池装机量数据来看，2019 年动力电池装机量 CR3、CR5、CR8 分别为 74.21%、80.29%、85.80%，较 2018 年分别上升 7.46pct、6.57pct、5.36pct，我们预计在规模效应推动下，未来电池行业集中度将更高。

表 3：动力电池行业集中度持续提升（单位：GWh）

排名	2016	装机量	2017	装机量	2018	装机量	2019	装机量
1	比亚迪	8.23	宁德时代	10.4	宁德时代	23.52	宁德时代	32.31
2	宁德时代	6.26	比亚迪	5.43	比亚迪	11.44	比亚迪	10.78
3	沃特玛	2.53	沃特玛	2.33	国轩高科	3.09	国轩高科	3.22
4	国轩高科	1.93	国轩高科	1.93	力神	2.07	力神	1.95
5	力神	1.74	比克动力	1.71	孚能科技	1.9	亿纬锂能	1.84
6	中航锂电	0.83	力神	1.15	比克电池	1.74	中航锂电	1.49
7	比克电池	0.7	孚能科技	0.99	亿纬锂能	1.27	孚能科技	1.21
8	万向	0.65	亿纬锂能	0.8	国能电池	0.82	时代上汽	0.74
9	光宇	0.48	国能电池	0.74	中航锂电	0.72	比克电池	0.69
10	中信国安	0.45	智航新能源	0.74	卡耐新能源	0.64	欣旺达	0.65
	其他	4.5	-	10.08	-	9.79	-	7.52
	总计	28.3	-	36.3	-	57	-	62.4
	CR3	60.14%	-	50.03%	-	66.75%	-	74.21%
	CR5	73.11%	-	60.06%	-	73.72%	-	80.29%
	CR8	80.81%	-	68.15%	-	80.44%	-	85.80%

资料来源：高工锂电、第一电动网等、申万宏源研究

2.4 拐点：扩产计划明确，资金陆续到位，招标有望提速

动力电池企业扩产计划明确，未来三年复合增速达 48%。目前电池厂商扩产主要有三种情况：1）龙头企业产能利用率高，扩产解决产能不足问题，同时为将来需求做储备（核心驱动力）；2）部分企业淘汰低端产能，通过升级扩建提升效率降低成本；3）一部分实力强大的新进入者新建产能。根据我们统计的全球主要 7 家动力电池厂商的扩产规划，未来三年新增动力电池产能将达到 441GWh，复合增速将达到 48%，假设按照每 GWh 设备投资 2 亿，对应设备投资额将达到 882 亿元。

表 4：未来三年主要 7 家动力电池厂商产能 CAGR 达 48%（单位：GWh）

公司	项目	2017	2018	2019	2020~2022E（合计）
	全部产能	18	32	53	224
宁德时代	宁德湖东	0	0	15	15
	宁德湖西	0	0	15	40
	常州溧阳一二期	0	0	10	10
	常州溧阳三期	0	0	0	24
	青海西宁	0	0	6	8
	时代上汽	0	0	7	27

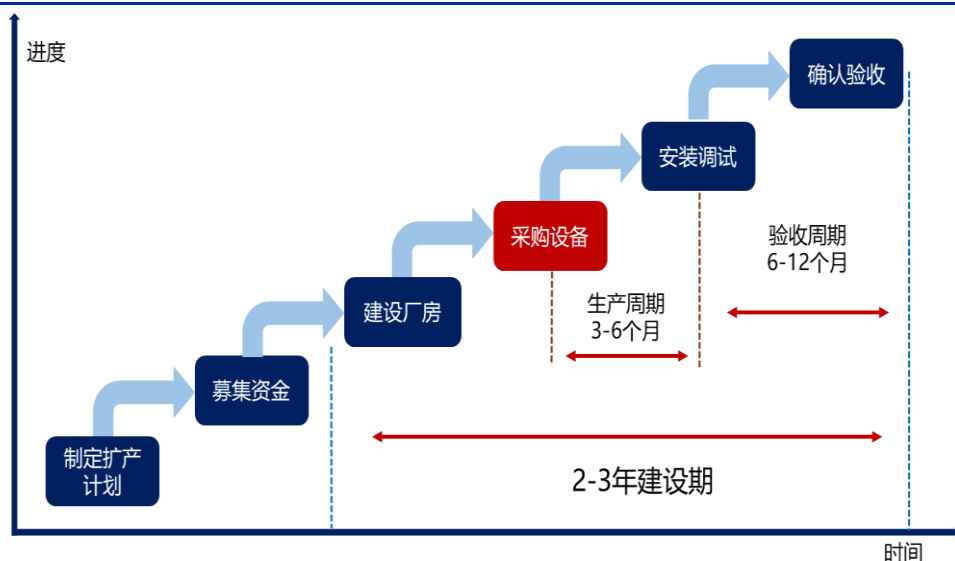
	时代广汽	0	0	0	14
	时代一汽	0	0	0	15
	宁德车里湾	0	0	0	45
	四川时代	0	0	0	12
	德国项目	0	0	0	14
比亚迪	全部产能	16	24	40	120
	惠州	0	0	2	2
	深圳	0	0	14	14
	青海	0	0	24	24
	西安	0	0	0	30
	重庆璧山	0	0	0	20
	长沙	0	0	0	20
	重庆两江	0	0	0	10
LG	全部产能	18	20	28	127
	韩国（梧仓）	0	0	4	4
	美国（霍兰德）	0	0	3	13
	波兰（罗茨瓦夫）	0	0	15	75
	中国（南京）	0	0	6	35
三星	全部产能	10	10	20	40
	韩国（蔚山）	0	0	6	6
	匈牙利（布达佩斯）	0	0	2	2
	中国（西安）	0	0	12	32
SKI	全部产能	5	5	12	51
	匈牙利（komarom）	0	0	0	24
	美国（乔治亚州）	0	0	0	15
	韩国瑞山	0	0	5	5
	中国（常州）	0	0	8	8
松下	全部产能	10	38	43	43
	美国（Gigafactory 1）	0	0	35	35
	中国（大连）	0	0	8	8
Northvolt	全部产能	0	0	0	32
	瑞典（Skellefteå）	0	0	0	24
	德国（Salzgitter）	0	0	0	8
	合计产能（年末）	77	129	196	637
	新增产能	-	52	67	441
	合计产能 YOY（年末）	-	68%	52%	48%(CAGR)

资料来源：公司公告、各公司官网、新浪网、搜狐网等，申万宏源研究

资金陆续到位，设备招标有望提速。2020 年 4 月，LG 化学从欧洲投资银行获得了 4.8 亿欧元（约合人民币 37.5 亿元）的贷款，资金将投入到波兰动力电池厂。2020 年 8 月，德国政府将向 Northvolt 提供 5.25 亿美元（约合人民币 36.4 亿元）的贷款担保。至此，Northvolt 已经获得了超过 30 亿美元（约合人民币 208 亿元）的融资支持。国内企业宁德时代募集的 200 亿元已到位。按照我们统计的扩产规划进度，电池企业新增产能将在 2021-2022 年陆续投产，根据行业扩产建设周期、设备生产（公司从客户下单开始，采购材料、检验入库、整机装配、机器调试、入库、调运出库整个生产过程一般需要 3-6 个月

时间)和交付周期(安装调试、验收确认一般需要6-12个月时间)推算,未来设备招标有望提速。

图 26：资金陆续到位，设备招标有望提速



资料来源：公司公告、申万宏源研究

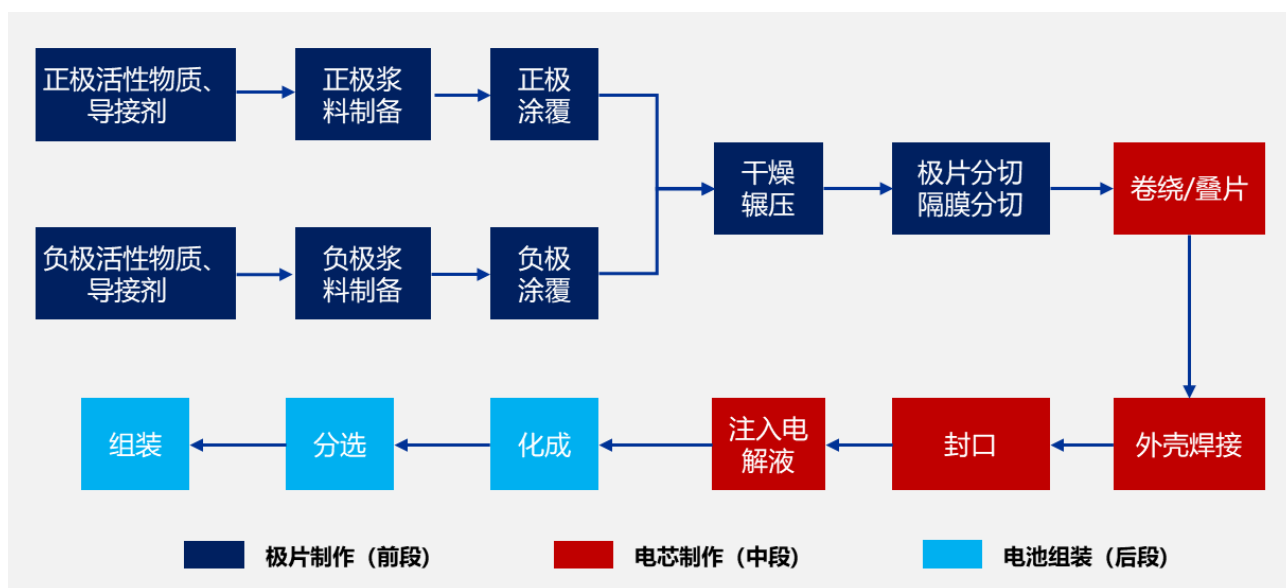
国产设备竞争优势明显，未来持续受益全球扩产。根据高工产研锂电研究所统计，目前中国动力电池行业前端设备总体国产化率 88%，中端设备总体国产化率 90%以上，而后端设备总体国产化率超过 95%。在与国内动力电池厂商密切合作的同时，中国锂电设备厂商还将基于其全面竞争优势，逐步在全球扩产浪潮中提升在欧美、日韩动力电池龙头企业中的渗透率。

3. 携手 CATL 逆势扩张，锂电设备龙头蓄势待发

3.1 行业底部加码研发，强化技术领先优势

锂电池生产工艺复杂，技术迭代快。锂电池生产流程主要分成极片制作（前段）、电芯制作（中段）和电池组装（后段），全流程涉及多种生产设备，前中后段设备产值占比分别约为 35-40%、30-35%、30-35%。具体来说，在前段制浆工艺中，需要用真空搅拌机将正/负极物质搅拌成为浆液，通过自动涂布机将正负极浆液涂膜在金属箔表面，在自动烘干机烘干浆液以后，利用分切机分切级片和隔膜，完成极片制作；再通过卷绕机将正极片、负极片、隔膜卷绕成电芯，注入电解液，完成电芯制作；组装完毕后，在出厂前，还要将锂电池放进化成分容机进行充电和放电试验，完成容量分选，得到质量合格的锂电池。随着锂电池的大规模应用，高性能（精度高、效率高、稳定性好）与低价格要求迫使设备企业不得不投入大量人力物力争取未来行业主动权，同时新的技术层出不穷，对企业研发实力提出了极大的挑战。

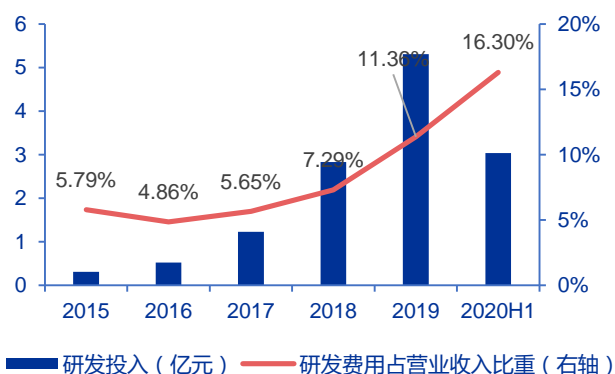
图 27：锂电池生产工艺复杂，技术迭代快



资料来源：中国知网、申万宏源研究

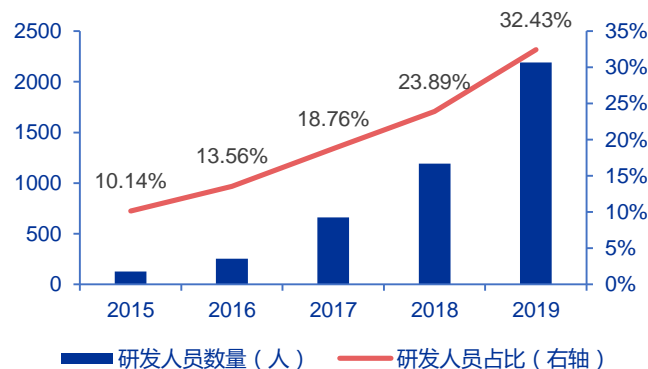
逆势增加研发投入，持续强化技术领先优势。非标自动化设备技术迭代快，对于研发提出了极高的要求，公司自成立以来，始终重视研发设计能力建设，基于非标自动化设备的技术特点，采用了模块化的研发方法，打造了灵活完备的研发体系，聚集了行业经验丰富的研发团队。公司研发投入从 2015 年的 0.31 亿迅速增长到 2019 年的 5.31 亿，2020 年上半年研发支出营收占比达到了历史最高水平 16.3%。公司研发人员的数量连续 4 年保持 80% 以上增长，2019 年已经占到全部员工的 32.43%，公司通过高比例研发投入不断强化技术领先优势。

图 28：研发投入保持快速增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 29：公司研发队伍不断壮大

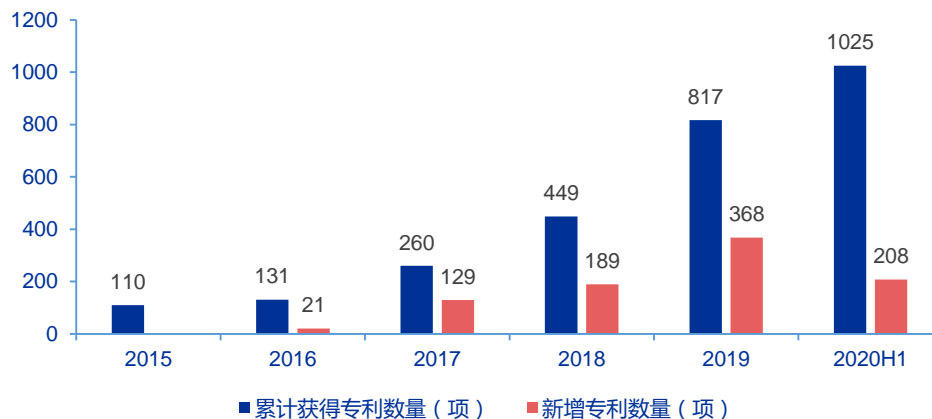


资料来源：公司公告、申万宏源研究

新增专利数量稳定增长，产品创新永不停歇。公司通过自主创新，掌握了包括自动卷绕技术、高速分切技术、叠片技术、涂布技术和化成分容技术在内的多项核心技术，虽然这些技术已经达到国际领先水平，但公司始终坚持产品创新、定位高端，与下游客户紧密合作，

在研发方面一直保持高强度投入，每年新增专利数量稳步增长，截至 2020 年 6 月 30 日，公司及全资子公司累计获得国家授权专利 1025 项，有效保证了公司产品长期竞争力。

图 30：公司专利数量稳定增长，保证产品长期竞争力



资料来源：各公司公告、各公司官网、申万宏源研究

具备锂电池设备整线生产能力，可为客户提供一体化解决方案。公司近年不断创新研发新产品，扩展产品线。目前公司产品已经实现锂电池生产流程全工序的覆盖，产品类别齐全。同时，先导智能是少数能提供锂电池整线组装方案的公司之一，先导智能从客户提出的降低成本、提高电池一致性与安全性等需求出发，率先推出以“智能制造+服务”为核心的“锂电池智能制造整体解决方案”。其整线模式能极大提高电池安全线和良品率，降低客户整体运营和维护成本。

表 5：公司具备锂电池设备整线生产能力

设备	先导智能	赢合科技	科恒股份	璞泰来	北方华创	金银河	日本皆藤	日本 CKD	韩国 Koem	韩国 PNT
前端设备	搅拌机	√	√	√	√	√				
	涂布机	√	√	√	√	√				√
	辊压机	√	√	√	√	√				√
	分切机	√	√	√	√	√				√
中端设备	卷绕机	√	√			√	√	√	√	
	叠片机	√	√							
	注液机	√	√							
后端设备	化成	√	√							
	分容检测	√	√							
	组装	√	√							

资料来源：各公司官网、钜大锂电等、申万宏源研究

3.2 定增携手宁德时代，长期业绩确定性增强

拟募资 25 亿元扩大产能、提升效率，缓解资金压力。8 月 8 日公司《非公开发行 A 股股票募集说明书》(修订稿)显示，公司拟募集资金不超过 25 亿元，用于先导高端智能装备华南总部制造基地项目、自动化设备生产基地能级提升项目、先导工业互联网协同制造

体系建设项目、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目和补充流动资金。“先导高端智能装备华南总部制造基地项目”的实施主体为珠海先导新动力电子有限公司，系公司全资子公司泰坦新动力的全资子公司，其余项目的实施主体均为无锡先导智能装备股份有限公司。募投完成后将有效解决公司产能问题，同时提升生产效率、环节运营过程中的资金压力。

表 6：公司募资 25 亿元扩大产能、提升效率（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、申万宏源研究

定增引入宁德时代，长期业绩确定性增强。9月14日，公司公告称，宁德时代拟认购定增全部份额，发行完成后，宁德时代将持有公司6935万股股份，占发行后总股本的7.29%，成为公司战略投资者。公告显示2018年、2019年、2020年上半年公司面向宁德时代的销售金额分别为174,436.07万元、181,014.42万元和43,696.71万元，分别占公司整体收入的44.84%、38.65%、23.44%，占公司锂电业务收入的50.65%、47.49%、36.69%，引入宁德时代后，公司与CATL合作将更加密切，伴随CATL全球扩张，公司长期业绩确定性增强。

表 7：公司深度绑定宁德时代，长期业绩的确定性增强（单位：万元）

	2018	2019	2020H1
宁德时代采购额	174,436.07	181,014.42	43,696.71
先导智能整体收入	389,003.50	468,397.88	186,388.95
宁德时代采购额占公司整体收入比	44.84%	38.65%	23.44%
先导智能锂电业务收入	344,377.79	381,165.15	119,105.16
宁德时代采购额占公司锂电业务收入比	50.65%	47.49%	36.69%

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 8：截至 2020H1 公司重大在建项目剩余投资近 600 亿（单位：亿元）

项目名称	预算数	累计投入	剩余投资
宁德时代动力及储能电池系统智能化扩建改造项目	21.20	10.51	10.69
宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目	98.60	41.00	57.60
宁德时代湖西锂离子	46.24	2.73	43.51
江苏时代溧阳园区项目	120.00	47.16	72.84
屏南时代屏南园区项目	13.62	4.28	9.34
广东邦普三水园区项目	9.37	7.77	1.60
湖南邦普五期项目	13.00	11.05	1.95
时代上汽动力电池项目	70.00	28.70	41.30
时代一汽动力电池项目	44.00	3.88	40.12

时代广汽动力电池项目	42.26	0.85	41.41
四川时代动力电池项目	100.00	1.03	98.97
欧洲生产研发基地项目	143.30	7.05	136.25
时代思康项目	3.40	0.43	2.97
技术改造项目	24.70	10.90	13.80
合计	749.69	177.33	572.36

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.3 拟设立德国子公司，海外战略布局再进一步

拟设立德国子公司，海外战略布局再进一步。9月14日，公司发布公告：为进一步拓展海外市场，满足公司战略发展的需要，在切实维护主营业务稳健发展的前提下，公司决定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。目前欧洲处在第一轮电池厂商扩张期，宁德时代、LG化学、Northvolt等电池企业在欧洲的规划产能超过100GWh，此次设立德国子公司将更快更及时为欧洲客户服务，在新一轮产能扩张阶段获取更多的市场份额。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

行业景气度长期向上，公司业务收入呈现螺旋式上升。短期来看，锂电池设备行业及其下游新能源汽车行业的发展受到政策因素影响比较大，补贴政策退出的节奏对于公司下游市场的景气程度有较大影响。中长期来看，新能源汽车领域的技术进步正在深刻改变汽车行业的发展格局，电动化、网联化、智能化、共享化正在成为汽车产业的发展潮流和趋势，汽车行业的电动化浪潮正在带动全球新能源汽车进入高速发展阶段，公司作为全球锂电池智能制造整体解决方案领先企业，正面临难得的历史发展机遇，通过扩产，公司有望在未来竞争中占据主动，业务收入实现螺旋式上升。

（一）各板块营业收入预测

（1）锂电池设备：动力电池扩产计划明确，预计2021-2022年新增产能陆续交付，因此设备招标采购未来三年有望加速，公司作为行业龙头深度绑定CATL等核心大客户，业绩增长确定性极强，基于此我们假设2020-2022年营收同比增速分别为10.00%、20.00%、20.00%。观察锂电设备业务毛利率可以发现，近三年基本保持在39%以上，我们假设未来三年该业务毛利率稳定在40%；

（2）光伏自动化生产配套设备：公司光伏设备主要产品为自动化制绒/刻蚀清洗上/下料机、自动化扩散上/下料机、自动化管式PECVD上/下料机、电池片自动串焊机、组件自动流水线及光伏电池整线解决方案，受益于光伏行业景气提升，我们假设公司2020-2022年光伏设备业务营收同比增速为10.00%。考虑到公司光伏设备竞争力较强，我们假设未来三年该业务毛利率维持在30%；

(3) 3C 智能设备：3C 智能设备主要为消费类电子总装、OLED 新型显示技术、3D 玻璃和柔性线路板检测以及其他高精密组装行业提供 3D 视觉测量、智能检测、精密组装等设备以及整线自动化集成解决方案。5G 换机潮有望推动 3C 行业固定资产投资增加，公司 3C 设备处于快速扩张期，由于该业务收入基数较低，我们假设公司 2020-2022 年 3C 设备营收增速分别为 200.00%、50.00%、30.00%。受益于产量提升后规模效应，我们预计该业务毛利率稳中有升，未来三年毛利率分别为 46%、47%、48%；

(4) 薄膜电容器设备：随着新能源汽车研发和产业化的迅速发展，汽车产业对薄膜电容器的需求越来越大。汽车中的铝电解电容器未来将部分被薄膜电容所取代。同时，在 DC/DC、电机控制系统、电池管理系统等高压电气单元中，薄膜电容的使用量也会随着新能源汽车的推广和普及而上升。作为国内技术力量领先的薄膜电容器设备制造企业，公司通过产能扩建将缩短交货周期，提高客户响应能力，保持主要产品电容器设备市场占有率领先的地位。我们假设薄膜电容器设备业务 2020-2022 年营收同比增速为 10.00%。同时该业务属于公司长期成立以来优势业务，预计毛利率相对稳定，未来三年保持在 38%。

(5) 其他业务：公司其他业务有汽车智能产线、激光设备、燃料电池设备等，收入占比不高，我们假设未来三年其他业务营收增速为 10%，毛利率维持在 50%。

表 9：公司营收拆分明细（单位：百万元）

项目		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营合计	综合营业收入	2176.90	3890.03	4683.97	5294.07	6332.25	7535.74
	增速(%)	101.75%	78.70%	20.41%	13.03%	19.61%	19.01%
	综合营业成本	1281.27	2369.71	2842.51	3188.03	3803.37	4516.80
	综合毛利	895.63	1520.32	1841.46	2106.04	2528.88	3018.94
	综合毛利率(%)	41.14%	39.08%	39.31%	39.78%	39.94%	40.06%
锂电池设备	营业收入(百万元)	1822.55	3443.78	3811.65	4192.82	5031.38	6037.65
	增速(%)	149.29%	88.95%	10.68%	10.00%	20.00%	20.00%
	营业成本(百万元)	1103.50	2110.40	2307.76	2515.69	3018.83	3622.59
	毛利(百万元)	719.05	1333.38	1503.89	1677.13	2012.55	2415.06
	毛利率(%)	39.45%	38.72%	39.46%	40.00%	40.00%	40.00%
	营收占比(%)	83.72%	88.53%	81.38%	79.20%	79.46%	80.12%
	毛利占比(%)	80.28%	87.70%	81.67%	79.63%	79.58%	80.00%
光伏自动化生产配套设备	营业收入(百万元)	231.91	264.15	494.82	544.30	598.73	658.61
	增速(%)	-19.52%	13.90%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本(百万元)	125.52	264.15	348.35	381.01	419.11	461.02
	毛利(百万元)	106.39	0.00	146.47	163.29	179.62	197.58
	毛利率(%)	45.87%	0.00%	29.60%	30.00%	30.00%	30.00%
	营收占比(%)	10.65%	6.79%	10.56%	10.28%	9.46%	8.74%
	毛利占比(%)	12.89%	0.00%	7.95%	7.75%	7.10%	6.54%
3C 智能设备	营业收入(百万元)	/	30.50	74.58	223.74	335.61	436.29
	增速(%)	/	/	144.56%	200%	50%	30%
	营业成本(百万元)	/	/	40.39	120.82	177.87	226.87
	毛利(百万元)	/	/	34.19	102.92	157.74	209.42
	毛利率(%)	/	/	45.85%	46%	47%	48%
	营收占比(%)	/	0.78%	1.59%	4.23%	5.30%	5.79%
	毛利占比(%)	/	/	1.86%	4.89%	6.24%	6.94%

薄膜电容器设备	营业收入（百万元）	42.41	70.03	29.54	32.49	35.74	39.32
	增速(%)	48.71%	65.14%	-57.82%	10%	10%	10%
	营业成本（百万元）	/	/	18.48	20.15	22.16	24.38
	毛利（百万元）	/	/	11.06	12.35	13.58	14.94
	毛利率(%)	/	/	37.44%	38%	38%	38%
	营收占比（%）	1.95%	1.80%	0.63%	0.61%	0.56%	0.52%
	毛利占比（%）	/	/	0.60%	0.59%	0.54%	0.49%
其他业务	营业收入（百万元）	80.04	81.58	273.38	300.72	330.79	363.87
	增速(%)	156.44%	1.94%	235.09%	10%	10%	10%
	营业成本（百万元）	/	/	127.53	150.36	165.39	181.93
	毛利（百万元）	/	/	145.85	150.36	165.39	181.93
	毛利率(%)	/	/	53.35%	50%	50%	50%
	营收占比（%）	3.68%	2.10%	5.84%	5.68%	5.22%	4.83%
	毛利占比（%）	/	/	7.92%	7.14%	6.54%	6.03%

资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）费用假设

销售费用：公司采用直销模式，销售费用主要为人员工资，公司当前业务模式下销售费用增速与营收增速基本一致，因此销售费用率将保持稳定，假设 2020-2022 年销售费用率保持在 3.48%。

管理费用：公司管理人员增长较为缓慢，随着公司营收快速增长，规模效应使得管理费用率逐步下降，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 4.80%、4.70%和 4.60%。

研发费用：考虑到行业正处于快速发展期，公司为了保持技术竞争力，研发费用投入仍较大。但随着收入规模快速增长，预计研发费用率将有所下降，预计 2020-2022 年研发费用占营业收入比例分别为 15.00%、13.00%、12.00%。

财务费用：公司 2019 期末短期借款 2.99 亿元，长期借款 1.19 亿元，利息支出为 0.38 亿元，同时利息收入 0.15 亿元，实际财务费用（包含金融机构手续费、汇兑损益）为 0.39 万元。公司定增完成后，现金流将较为充裕，有息负债率会显著下降，同时利息收入会明显增加，因此预计 2020-2022 年财务费用率为-0.26%、-0.69%和-0.72%。

表 10：公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率假设（单位：百万元）

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,176.90	3,890.03	4,683.98	5,294.07	6,332.25	7,535.74
销售费用	84.10	123.21	163.17	184.42	220.59	262.51
销售费用率	3.86%	3.17%	3.48%	3.48%	3.48%	3.48%
管理费用	128.09	231.61	231.62	254.12	297.62	346.64
管理费用率	5.88%	5.95%	4.94%	4.80%	4.70%	4.60%
研发费用	123.09	283.66	531.98	794.11	823.19	904.29
研发费用率	5.65%	7.29%	11.36%	15.00%	13.00%	12.00%
财务费用	-5.81	15.11	39.11	-13.82	-43.76	-54.09
财务费用率	-0.27%	0.39%	0.83%	-0.26%	-0.69%	-0.72%

资料来源：Wind、申万宏源研究

经过我们上述分析预测,预计2020-2022年营业收入分别为52.94/63.32/75.36亿元,同比+13.03%/+19.61%/+19.01%。预计归母净利润分别为9.60/12.74/16.08亿元,同比+25.33%/+32.81%/+26.21%,对应每股收益分别为1.01/1.34/1.69元/股(假设2020年定增完成),预计2020-2022年毛利率分别为39.78%/39.94%/40.06%,预计净利率分别为18.12%/20.12%/21.34%。

表 11 : 公司盈利预测摘要

指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,176.90	3,890.03	4,683.98	5,294.07	6,332.25	7,535.74
同比增长率(%)	101.75%	78.70%	20.41%	13.03%	19.61%	19.01%
归母净利润(百万元)	537.50	742.44	765.57	959.50	1274.29	1608.22
同比增长率(%)	84.93%	38.13%	3.12%	25.33%	32.81%	26.21%
每股收益(元/股)	0.61	0.84	0.87	1.01	1.34	1.69
毛利率(%)	41.14%	39.08%	39.33%	39.78%	39.94%	40.06%
ROE(%)	19.32%	21.57%	17.87%	12.64%	14.69%	16.04%
净利率(%)	24.69%	19.09%	16.34%	18.12%	20.12%	21.34%

资料来源:Wind、申万宏源研究

4.2 估值分析

相对估值法

公司已经实现盈利,建议使用相对估值法估值,结合公司主营业务构成比例,我们选取赢合科技(300457.SZ)、璞泰来(603659.SH)以及和星云股份(300648.SZ)作为同行业可比上市公司。其中赢合科技、星云股份主营业务为锂电设备,璞泰来为锂电设备业务和锂电池负极材料,三家公司均为锂电产业链公司,且均包含锂电自动化设备产品,与先导智能具有相似的业务模式和产品类型,同时也是行业内竞争对手,因此具有可比性。

表 12 : 可比公司基本情况

证券代码	证券简称	公司简介	主营收入构成(2019)
300457.SZ	赢合科技	公司是我国动力电池智能自动化设备行业的龙头企业,也是目前全球唯一一家能够提供动力电池智能化数字工厂解决方案的企业。公司是行业内第一家推出锂电池智能生产线整线方案提供商,为客户提供自动化生产工艺实现、动力辅助、环境控制和工业建筑规划设计等全套解决方案。	涂布机:31.3%;卷绕机:23.12%;制片机:7.06%;分条机:6.65%;叠片机:3.54%;辊压机:3.4%;模切机:1.79%;
603659.SH	璞泰来	公司主营业务聚焦于锂离子电池关键材料及自动化工艺设备领域。公司相关业务互动发展并产生初步的协同效应,形成了以锂离子电池负极材料、自动化涂布机、隔膜涂覆加工、铝塑包装膜、纳米氧化铝等业务的全覆盖。	负极材料:63.62%;涂覆隔膜:14.48%;锂电设备:14.38%;石墨化加工:5.38%;铝塑包装膜:1.6%;

300648.SZ 星云股份 公司是国内领先的锂电池检测系统服务商。公司高度融合锂电池检测、电力电子、自动化等行业技术，以高精度的锂电池检测系统为基础，辅以公司自主开发的 MES 系统，将锂电池组组装制造过程的电芯充放电、电芯分选、电池模组焊接、BMS 检测、电池模组检测、电池组成品下线检测等工序设备，整合成锂电池组自动化组装生产线。

锂电池组自动化组装设备:37.06%;锂电池组充放电检测系统:23.09%;锂电池保护板检测系统:9.66%;锂电池组工况模拟检测系统:8.5%;动力电池模组/电池组 EOL 检测系统:4.54%;锂电池成品检测系统:4.42%;锂电池组 BMS 检测系统:1.41%;

资料来源：Wind、申万宏源研究

首次覆盖给予“买入”评级。可比公司 2020-2022 年平均市盈率为 51X、37X、29X，公司市盈率为 43X、32X、25X，显著低于同行业可比公司，考虑到公司作为行业龙头，深度绑定下游核心客户，未来业绩确定性更强，建议给予公司 10%估值溢价，对应 2020-2022 年市盈率分别为 56X、40X、32X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2020/9/22	EPS (元/股)				PE				PB
		收盘价 (元/股)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
300457.SZ	赢合科技	28.55	0.25	0.70	0.83	0.99	39	41	35	29	5
603659.SH	璞泰来	109.75	1.50	1.81	2.55	3.30	62	61	43	33	14
300648.SZ	星云股份	30.19	0.03	0.60	0.88	1.27	105	50	34	24	7
	平均值	/	/	/	/	/	69	51	37	29	9
300450.SZ	先导智能	46.36	7.66	1.09	1.45	1.82	53	43	32	25	10

资料来源：Wind，申万宏源研究 注：可比公司盈利预测及估值均来自 Wind 一致预测

5. 风险提示

1) 宏观经济周期波动风险

公司属于装备制造行业，与下游锂电池的市场需求和固定资产投资密切相关。公司主营产品的销售会受到宏观经济波动和下游行业周期性波动的影响。新能源及其设备制造行业在国家政策的支持下，继续保持较快发展，但是如果外部经济环境出现不利变化，或者上述影响市场需求的因素发生显著变化，都将对锂电池及其设备制造行业产生较大影响。如果下游锂电池生产商缩小投资规模，削减设备采购规模，则将对公司锂电池设备制造业务产生不利影响，从而对公司未来锂电池设备的销售产生重大不利影响。

2) 新产品研发风险

锂电行业技术迭代快，可能出现国内外同行更快推出更先进技术，导致公司的研发失去价值，从而难以完成研发规划。公司研发周期较长，过程中需要不断调试优化，存在研发进展及其成果转化的不确定性，从而影响公司盈利水平。

3) 商誉减值风险

公司完成重大资产重组收购泰坦新动力 100%股权后，在合并资产负债表中形成 10.91 亿元商誉，如泰坦新动力未来经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

4) 应收账款发生坏账的风险

截至 2020 年 6 月 30 日，公司应收票据及应收账款合计 27.69 亿元，金额较高，给公司的营运资金带来一定的压力。如果宏观经济形势、行业发展前景等因素发生不利变化，客户经营状况发生重大困难，可能存在应收款项无法收回而发生坏账的风险。

6. 附表

表 14：合并利润表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3890.03	4683.98	5294.07	6332.25	7535.74
营业收入	3890.03	4683.98	5294.07	6332.25	7535.74
营业总成本	3088.70	3835.98	4460.08	5181.83	6064.95
营业成本	2369.71	2841.68	3188.03	3803.37	4516.80
税金及附加	30.27	28.41	32.11	38.41	45.70
销售费用	123.21	163.17	184.42	220.59	262.51
管理费用	231.61	231.62	254.12	297.62	346.64
研发费用	283.66	531.98	794.11	823.19	904.29
财务费用	15.11	39.11	-13.82	-43.76	-54.09
其他收益	161.76	189.05	150.00	200.00	250.00
投资收益	6.33	20.73	20.73	20.73	20.73
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.16	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	-127.29	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-35.12	-47.48	49.69	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	969.42	884.18	1075.53	1413.57	1784.61
营业外收支	-130.65	-48.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	838.78	835.53	1075.53	1413.57	1784.61
所得税	96.33	69.96	116.03	139.28	176.39
净利润	742.44	765.57	959.50	1274.29	1608.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	742.44	765.57	959.50	1274.29	1608.22

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 15：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	742.44	765.57	959.50	1274.29	1608.22

加：折旧摊销减值	75.70	211.86	-1.59	65.20	82.30
财务费用	22.36	38.31	-13.82	-43.76	-54.09
非经营损失	-44.14	-51.59	-20.73	-20.73	-20.73
营运资本变动	-847.79	-422.92	93.91	-72.58	-600.76
其它	3.46	0.15	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	-47.97	541.38	1017.28	1202.43	1014.95
资本开支	76.27	213.34	200.00	200.00	200.00
其它投资现金流	86.18	-253.11	-95.48	-95.48	-95.48
投资活动现金流	9.91	-466.45	-295.48	-295.48	-295.48
吸收投资	37.52	0.00	2500.07	0.00	0.00
负债净变化	623.87	807.54	-127.89	103.78	-63.19
支付股利、利息	128.36	282.35	139.30	148.14	200.77
其它融资现金流	214.70	-4.20	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	747.73	521.00	2232.88	-44.36	-263.95
净现金流	710.32	595.77	2954.68	862.58	455.52

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,556	7,532	10,558	11,610	12,782
现金及等价物	1,483	2,186	5,257	6,236	6,807
应收款项	2,519	2,856	2,568	2,696	3,324
存货净额	2,413	2,153	2,397	2,341	2,313
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	140	337	337	337	337
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	538	642	794	929	1,046
无形资产及其他资产	1,331	1,343	1,343	1,343	1,343
资产总计	8,426	9,517	12,695	13,881	15,172
流动负债	4,509	4,168	4,001	4,075	4,034
短期借款	486	440	272	346	306
应付款项	3,770	3,416	3,416	3,416	3,416
其它流动负债	252	313	313	313	313
非流动负债	475	1,064	1,104	1,134	1,111
负债合计	4,983	5,233	5,105	5,208	5,145
股本	882	881	951	951	951
其他权益工具	0	316	316	316	316
资本公积	982	989	3,420	3,420	3,420
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	149	200	264	349	456
未分配利润	1,430	1,898	2,640	3,637	4,884
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	3,442	4,284	7,591	8,673	10,026
负债和股东权益合计	8,426	9,517	12,695	13,881	15,172

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。