先导智能（300450）

宁德时代再投 390 亿元，核心设备商最为受益

2020 年 12 月 30 日

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	6,390	8,149
同比（%）	20.4%	8.0%	26.3%	27.5%
归母净利润（百万元）	766	704	1,085	1,476
同比（%）	3.1%	-8.1%	54.1%	36.1%
每股收益（元/股）	0.87	0.78	1.20	1.63
P/E（倍）	84.97	95.10	61.72	45.35

投资要点

■ **宁德时代扩产加速，设备商未来景气度确定**

宁德时代扩产提速是行业风向标，有望引领行业扩产新周期。2020 年以来，宁德时代公布多个扩产计划：2020 年 2 月，宁德时代公布新增车里湾 100 亿投资项目，总设计产能约 45GW；8 月宁德时代公告，与浙江吉润合资设立的子公司“时代吉利”将投资 80 亿元建设动力电池项目；本次更新的扩产规划：12 月，宁德时代公告称投资 390 亿元建设福鼎基地（170 亿）、江苏溧阳四期（120 亿）及扩建宜宾基地（100 亿）。其 6 个锂电池生产基地产能规划总计接近 400GW，新增产能规划达 320GW。其中德国基地扩产规划存在超预期空间，我们判断未来几年 CATL 新增产能有望达 400GW 以上，对应设备投资近 800 亿元。

除规划项目不断提速外，项目实际投入建设以及招标进程也在加速进行。2020 年 5 月，宁德时代公告称募集 197 亿元用于建设宁德湖西扩建项目（项目投资 46 亿）、江苏溧阳三期（项目投资 74 亿）、四川宜宾一期（项目投资 40 亿）。募集资金到位后，赢合科技、先导智能分别先后中标 14 亿、32 亿设备大订单，招标不断落地印证项目建设正在不断加速中。我们认为 2020 年底公布的 390 亿元的扩产项目将在 2021-2022 年陆续招标，届时绑定宁德时代的核心设备商——先导智能将最为受益。

■ **先导智能与 CATL 深度绑定，战投入主充分释放订单弹性**

2020 年 9 月先导公告 25 亿元定增，CATL 认购此次发行的全部股份，发行完成后，CATL 持股比例为 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，通过战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。

根据我们上述统计，未来几年 CATL 新增产能有望达 400GW，设备投资超 800 亿元，我们预计先导将从两方面充分受益 CATL 未来几年的大规模扩产。**（1）订单：**先导获得 CATL 长期稳定的订单的确定性增强；**（2）盈利能力：**我们认为二者长期合作后，CATL 将会给予战略设备商一个稳定合理的盈利水平，促进设备商良性发展，更专注研发新产品更好服务 CATL 的前沿技术。

■ **身处蓝海行业，先导与 CATL 强强联合共赢黄金时代**

2025 年大众、奔驰等巨头计划达到 15-25%电动化率目标，引领全球电动化趋势。根据各主机厂的规划数据，我们预计至 2025 年全球电动车将突破 1640 万辆，电动化率达到 12.2%；至 2030 年达 3800 万辆，电动化率有望突破 27.5%，全球电动化趋势将势不可挡。电动车行业在未来 5 年将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。**先导与 CATL 强强联合，有望在高端产能不足、市场加速整合的背景下分别持续引领设备及电池行业。**

■ **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 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE 为 95/62/45 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。

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)	73.80
一年最低/最高价	34.55/78.30
市净率(倍)	14.58
流通 A 股市值(百万元)	66847.30

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）：中标宁德时代 32 亿大订单，战投入主充分释放订单弹性》2020-11-11

2、《先导智能（300450）：Q3 业绩明显好转，迎锂电设备黄金时代》2020-10-30

3、《先导智能（300450）：宁德时代包揽 25 亿元定增，强强联合共迎黄金时代》2020-09-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：宁德时代 12 月 29 日晚间公告称，为进一步推进公司产能布局，拟投资建设动力及储能锂电池研发与生产项目、锂离子电池福鼎生产基地以及扩建动力电池宜宾制造基地项目，总投资不超过 390 亿元。

1. 宁德时代扩产加速，设备商未来景气度确定

宁德时代扩产提速是行业风向标，有望引领行业扩产新周期。2020 年以来，宁德时代公布多个扩产计划：2020 年 2 月，宁德时代公布新增车里湾 100 亿投资项目，总设计产能约 45GW；8 月宁德时代公告，与浙江吉润合资设立的子公司“时代吉利”将投资 80 亿元建设动力电池项目；本次更新的扩产规划：12 月，宁德时代公告称投资 390 亿元建设福鼎基地（170 亿）、江苏溧阳四期（120 亿)及扩建宜宾基地(100 亿）。其 6 个锂电池生产基地产能规划总计接近 400GW，新增产能规划达 320GW。其中德国基地扩产规划存在超预期空间，我们判断未来几年 CATL 新增产能有望达 400GW 以上，对应设备投资近 800 亿元。

除规划项目不断提速外，项目实际投入建设以及招标进程也在加速进行。2020 年 5 月，宁德时代公告称募集 197 亿元用于建设宁德湖西扩建项目（项目投资 46 亿）、江苏溧阳三期（项目投资 74 亿）、四川宜宾一期（项目投资 40 亿）。募集资金到位后，赢合科技、先导智能分别先后中标 14 亿、32 亿设备大订单，招标不断落地印证项目建设正在不断加速中。我们认为 2020 年底公布的 390 亿元的扩产项目将在 2021-2022 年陆续招标，届时绑定宁德时代的核心设备商——先导智能将最为受益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：宁德时代各大基地产能统计（红色框内为本次新公布的 390 亿扩产项目）

宁德时代各大基地产能统计									
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		动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%
	时代锂动力	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	35	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	方形为主，小批量软包	动力+储能	25	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
	宜宾扩建一期	2020.12		动力	20	100	80	2022年底	新规划
	宜宾扩建二期	2020.12		动力				2025	新规划
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100	70	2020	31%
	时代广汽	2018.7		动力	16	46	32	2021	新规划
	东风时代	2018.7			10	-	-	2019	新规划，尚无明确进展
	时代吉利（浙江吉润）	2020.8		动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划
	时代一汽	2019.4		动力	14	44	31	2022	新规划，尚无明确进展
德国基地	德国图林根	2018.7		动力	30	140	112	2022	新规划
	合计				392	1428	1084		
	预计新增合计				324	1121	842		

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、按照单GW设备为3.5-4亿元估算，福鼎基地产能约35GW，江苏溧阳四期约25GW，宜宾扩建项目约20GW。

数据来源：宁德时代公告，东吴证券研究所

备注：红色为新公布的 390 亿元投资项目，金色为 2020.05 公告募资 197 亿投入建设的项目。

2. 先导智能与 CATL 深度绑定，战投入主充分释放订单弹性

2020 年 9 月先导公告 25 亿元定增，CATL 认购此次发行的全部股份，发行完成后，CATL 持股比例为 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，通过战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：宁德时代目前各个环节供应商，先导是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）	
			大族激光	
		辊压（9%）	纳科诺尔	
	中道设备	激光模切（3%）	海目星	
			先导智能	
		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：高工锂电，东吴证券研究所

根据我们上述统计，未来几年 CATL 新增产能有望达 400GW，设备投资超 800 亿元，我们预计先导将从两方面充分受益 CATL 未来几年的大规模扩产。**（1）订单：**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，但我们认为二者长期合作后，CATL 将会给予战略设备商一个稳定合理的盈利水平，促进设备商良性发展，更专注研发新产品更好服务 CATL 的前沿技术。

3. 身处蓝海行业，先导与 CATL 强强联合共赢黄金时代

2025 年大众、奔驰等巨头计划达到 15-25%电动化率目标，引领全球电动化趋势。根据各主机厂的规划数据，我们预计至 2025 年全球电动车将突破 1640 万辆，电动化率达到 12.2%；至 2030 年达 3800 万辆，电动化率有望突破 27.5%，全球电动化趋势将势不可挡。电动车行业在未来 5 年将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。**设备环节成为电动车产业链中最早兑现的环节：**未来几年电池供需缺口较大，尤其高端产能严重不足，电池将进入扩产高峰。**先导与 CATL 强强联合，有望在高端产能不足、市场加速整合的背景下分别持续引领设备及电池行业。**

4. 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 7.04/10.85/14.76 亿，对应当前股价 PE 为 95/62/45 倍，维持“买入”评级。

5. 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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**7532**	**9249**	**11542**	**14705**
现金	2070	3754	4623	5891
应收账款	2309	2495	3151	4019
存货	2153	2746	3448	4388
其他流动资产	1001	253	319	407
非流动资产	**1985**	**2135**	**2135**	**2079**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	642	796	801	751
在建工程	177	68	35	11
无形资产	148	143	138	133
其他非流动资产	1019	1127	1160	1185
资产总计	**9517**	**11384**	**13676**	**16784**
流动负债	**4168**	**5402**	**6719**	**8498**
短期借款	440	30	50	50
应付账款	2421	3246	4075	5186
其他流动负债	1308	2126	2594	3262
非流动负债	**1064**	**1064**	**1064**	**1064**
长期借款	119	119	119	119
其他非流动负债	945	945	945	945
负债合计	**5233**	**6466**	**7783**	**9562**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4284	4918	5894	7222
负债和股东权益	**9517**	**11384**	**13676**	**16784**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4684**	**5060**	**6390**	**8149**
减:营业成本	2842	3038	3814	4854
营业税金及附加	28	35	45	57
营业费用	163	177	224	285
管理费用	251	1042	1155	1390
财务费用	39	-18	-68	-100
资产减值损失	-47	0	0	0
加:投资净收益	21	0	0	0
其他收益	-545	5	5	5
营业利润	**884**	**790**	**1225**	**1668**
加:营业外净收支	-49	0	0	0
利润总额	**836**	**790**	**1225**	**1668**
减:所得税费用	70	87	141	192
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**766**	**704**	**1085**	**1476**
EBIT	1419	772	1157	1568
EBITDA	1482	846	1244	1662

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	541	2129	1044	1453
投资活动现金流	-466	36	-86	-38
筹资活动现金流	521	-480	-88	-148
现金净增加额	596	1685	869	1267
折旧和摊销	63	74	86	94
资本开支	-308	-80	-86	-38
营运资本变动	-431	1352	-127	-117

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.87	0.78	1.20	1.63
每股净资产(元)	4.86	5.42	6.50	7.96
发行在外股份(百万股)	881	907	907	907
ROIC(%)	27.1%	16.0%	30.5%	39.1%
ROE(%)	17.9%	14.3%	18.4%	20.4%
毛利率(%)	39.3%	40.0%	40.3%	40.4%
销售净利率(%)	16.3%	13.9%	17.0%	18.1%
资产负债率(%)	55.0%	56.8%	56.9%	57.0%
收入增长率(%)	20.4%	8.0%	26.3%	27.5%
净利润增长率(%)	3.1%	-8.1%	54.1%	36.1%
P/E	84.97	95.10	61.72	45.35
P/B	15.18	13.61	11.36	9.27
EV/EBITDA	47.44	84.56	58.56	44.89

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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