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年09月14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	0.80	1.23	1.67
P/E（倍）	49.87	54.24	35.20	25.87

事件：2020年9月14日晚，先导智能公告定增预案，拟募资25亿元，宁德时代将认购本次发行的全部股份。募集资金将主要用于建设华南总部制造基地项目（8.9亿元）、自动化设备生产基地能级提升项目（4.1亿元）、工业互联网协同制造体系建设项目（1.9亿元）、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目（7.5亿元）。

投资要点

■ **对先导：短期缓解产能瓶颈，长期稳固锂电设备龙头地位**

短期看，公司通过此次募资对泰坦及先导本部厂房进行改造升级，缓解产能瓶颈，同时加码研发，巩固“整线方案解决能力强+核心设备能力强+售后服务支撑能力强”三大核心优势，积极培育新利润增长点。

中期看，本次发行完成后，宁德时代将持有公司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，先导获得CATL长期稳定的订单的确定性增强，且我们预计CATL将会给予战略设备商一个稳定合理的盈利水平。

长期看，（1）技术：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）资源：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，为先导的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

■ **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，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。

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600GWh，对应的新增设备投资额合计为1945亿元左右。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。

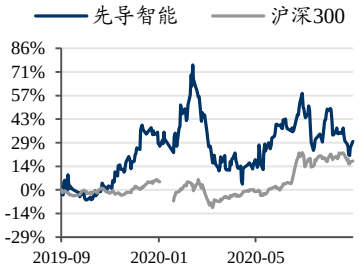
■ **盈利预测与投资评级**

先导智能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 54/35/26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)	43.31
一年最低/最高价	30.93/60.00
市净率(倍)	8.45
流通A股市值(百万元)	38088.39

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	58.43
总股本(百万股)	881.45
流通A股(百万股)	879.44

相关研究

1、《先导智能（300450）：研发投入影响利润，看好行业进入扩产周期》2020-08-19

2、《先导智能（300450）：Q1业绩预计同比下滑35%-55%，新接订单高增长验证新产能周期》2020-04-10

3、《先导智能（300450）：业绩反映行业真实情况，轻装上阵迎接行业大拐点》2020-03-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：2020 年 9 月 14 日晚，先导智能公告定增预案，拟募资 25 亿元，宁德时代将认购本次发行的全部股份。募集资金将主要用于建设华南总部制造基地项目（8.9 亿元）、自动化设备生产基地能级提升项目（4.1 亿元）、工业互联网协同制造体系建设项目（1.9 亿元）、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目（7.5 亿元）。

1. 对先导：短期缓解产能瓶颈，长期稳固锂电设备龙头地位

1.1. 短期看：募资扩产缓解产能瓶颈，加码研发积极培育新利润增长点

公司此次定增项目的用途可以归纳为 3 点：**（1）扩产：**华南总部制造基地（即子公司泰坦）项目和无锡旧厂区改造升级，均将大幅缓解产能瓶颈；**（2）加大研发，提升整线实力：**锂电智能制造整体解决方案项目将助力先导完善全产业链配套能力，巩固“整线方案解决能力强+核心设备能力强+售后服务支撑能力强”三大核心优势，有助于增强公司长期盈利能力；**（3）提升自身经营管理能力：**工业互联网项目有望打造公司内部的综合化管理系统，实现降本增效。

图 1：定增用途：扩产+研发+提升管理水平

用途		项目名称	投资总额/亿元	拟使用募集资金/亿元
扩产	释放泰坦产能	华南总部制造基地项目	8.9	7.4
	先导本部产能升级	自动化设备生产基地能级提升项目	4.1	3.6
加大研发	培育新利润增长点	锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目	7.5	4.8
降本增效	提升经营管理水平	工业互联网协同制造体系建设项目	1.9	1.8
		补充流动资金	7.5	7.5
		合计	30	25

数据来源：先导智能公告，东吴证券研究所

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

宁德时代将认购本次发行的全部股份，若按照本次发行股份数量上限测算，本次发行完成后，**宁德时代将持有公司 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：**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，促进设备商良性发展，更专注研发新产品更好服务于 CATL 的前沿技术。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.3. 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：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）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，未来双方将加强在全球范围内的资源协调，为先导的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

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 2：宁德时代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）	
			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：宁德时代公告，东吴证券研究所

2.2. 中期看：帮助宁德时代共同开发前沿技术+提高电池产品竞争力

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，我们预计 CATL 等 6 家全球龙头电池厂 2023 年规划新增产能 600GWh，对应的新增设备投资额合计为 1945 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

先导智能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 54/35/26 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。

附录

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 45GWh，其 6 个锂电池生产基地产能规划总计接近 300GWh，新增产能规划达 244GWh。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 300GWh 以上，对应设备投资超 600 亿，我们预计先导将充分受益 CATL 此轮大规模扩产。

图 3：宁德时代各大基地产能统计

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（GWh）	总投资金额（亿元）	预计设备投资（亿元）	预计投产时间	截止到2019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）	2019.4		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
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	2018.11		动力+储能	24	74	55	2021	
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
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100（一期）	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				312	1038	842		
	预计新增合计				244	731	600		

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30GWh左右。

数据来源：宁德时代公告，东吴证券研究所

图 4：先导是锂电设备最核心供应商，具备整线交付能力

公司名称	前道						中道					后道		
	搅拌	涂布	辊压	分切	制片	模切	卷绕	叠片	封装	注液	焊接	化成	分容检测	PACK
先导智能	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
杭可科技												√	√	√
赢合科技	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		√	√	√
科恒股份	√	√	√	√		√	√			√			√	√
璞泰来	√	√		√										
北方华创	√	√	√	√										
大族激光		√												√
联赢激光											√			
星云股份												√	√	
诺力股份														√
今天国际														√

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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**

现金流量表（百万元）	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

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

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.87	0.80	1.23	1.67
每股净资产(元)	4.86	5.58	6.69	8.19
发行在外股份(百万股)	881	881	881	881
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	49.87	54.24	35.20	25.87
P/B	8.91	7.76	6.48	5.29
EV/EBITDA	29.30	52.78	36.95	28.72

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