

全球电动化趋势确定，锂电设备龙头产品力始终未变



在近期的高工锂电产业峰会上，先导智能董事长王总受邀出席，并在设备环节的主题论坛上，发表了“国产装备的全球化之路”主题演讲；先导展现了其在设备领域的强大竞争力，也成为众多设备厂商的榜样，其过硬的产品力继续为其代言；

核心观点

- **锂电设备企业就应该用产品说话**；首先，动力电池类产品是差异化产品，电池企业赚的是其技术溢价（CATL, LG 等电池价格会高于行业平均水平）；而由于生产工序和各工艺环节是影响电池性能最重要的环节，因此对设备来说，其产品力是核心竞争力，客户体系是这种竞争力的判定条件；从客户体系来看，先导先后为顶尖的电池厂如 CATL, LG, Tesla, Northvolt 等公司供应核心工艺/大段工序设备，其综合能力已经优于日韩企业；
- **电池格局可能生变，整线的持续上量是能力层级提升的证明**；整车入股，车企造线是当下电池行业展现出来的态势；那么，电池行业未来有可能会走向相对分散的格局；也因此，设备厂商的地位的重塑及能力的再造也须改变；整线或是大段整包是在这类未来变化下的新方向或者趋势，整线不是单体设备的堆叠，是对工艺段配合及成本压缩，良品率，一致性，效率上的综合能力体现，是分散体系下的确定需求；目前来看，先导不断将其对整线的理解输出给客户，整线的交付与新签订单均较为优异；
- **全球电动化是不可逆转的趋势，终端数据的变化有望加速行情的启动**；目前来说，虽然国内补贴退坡明显，而欧洲各国和欧盟相继出台多个电动车刺激政策/补贴方案；另外，欧洲龙头车企也开启了新一轮的电动车车型周期；Tesla 方面也在不断降本，销量也在不断超预期；我们认为随着疫情影响的不断趋弱，下半年开始产业链有望再次回归正轨回归增长，国内外终端数据好转，板块行情也有望就此启动；

财务预测与投资建议：由于疫情影响，行业内扩产步伐放缓；但随着全球疫情的改善，欧洲及国内政府的相关刺激政策的不断出台和落地；我们认为未来 CATL 等龙头，海内外二三线厂商有望再次进入快速扩产期，我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.16/1.55/1.95（20/21 年原值为 1.66/2.05），根据可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为 2020 年的 45 倍市盈率，对应目标价 52.2 元。

风险提示：新能源汽车政策波动风险，锂电厂商扩产不及预期，光伏产业政策波动/及海外扩展风险，光伏组件扩产不及预期风险；若电池格局进一步向少数龙头集中，可能会对公司整线的快速放量有一定影响；

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,890	4,684	5,503	6,766	8,410
同比增长(%)	78.7%	20.4%	17.5%	23.0%	24.3%
营业利润(百万元)	969	884	1,165	1,537	1,926
同比增长(%)	60.4%	-8.8%	31.8%	32.0%	25.3%
归属母公司净利润(百万元)	742	766	1,022	1,363	1,719
同比增长(%)	38.1%	3.1%	33.4%	33.4%	26.1%
每股收益(元)	0.84	0.87	1.16	1.55	1.95
毛利率(%)	39.1%	39.3%	39.6%	39.6%	39.5%
净利率(%)	19.1%	16.3%	18.6%	20.1%	20.4%
净资产收益率(%)	23.9%	19.8%	22.3%	25.0%	25.4%
市盈率	54.7	53.0	39.7	29.8	23.6
市净率	11.8	9.5	8.3	6.7	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年07月01日)	45.4元
目标价格	52.2元
52周最高价/最低价	59.01/30.4元
总股本/流通A股(万股)	88,145/87,944
A股市值(百万元)	40,018
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2020年07月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.41	5.09	18.41	31.59
相对表现	-4.04	-1.87	2.83	23.66
沪深300	2.63	6.96	15.58	7.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 刘荫泽
021-63325888*6094
liuyinze@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519110001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2020/07/01	EPS			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
当升科技	300073	33.18	-0.48	0.75	1.03	-69.31	44.13	32.14
赢合科技	300457	31.42	0.29	0.83	0.97	107.57	38.01	32.28
璞泰来	603659	107.42	1.50	2.05	2.73	71.80	52.41	39.38
宁德时代	300750	169.40	2.07	2.43	3.17	81.99	69.86	53.51
科恒股份	300340	10.64	0.14	0.38	0.50	74.15	28.00	21.28
	最大值					107.57	69.86	53.51
	最小值					(69.31)	28.00	21.28
	平均数					53.24	46.48	35.72
	调整后平均						45	35

数据来源：wind，东方证券研究所

由于国内外疫情的影响，新能源车/动力电池产业链均受到较大影响；新能源车销售和生產受到影響，动力电池裝機出貨等均受到压制；动力电池廠商產能利用率下滑，後續產能儲備和擴產進度相應延后；因此，對於先導這類設備企業來說，鋰電產商生產/擴產進度的放緩對公司 20，21 年的訂單執行確認及新單簽訂產生一定影響；但由於未來全球新能源趨勢不可逆轉，產業鏈的擴產等相關儲備也將在合適的時間點重新啟動並有望加速；

表 1：盈利预测变动表

	调整前		调整后	
	2020E	2021E	2020E	2021E
营业收入	6,915	8,695	5,503	6,766
变动幅度			-20.4%	-22.2%
营业利润	1,786	2,175	1,165	1,537
变动幅度			-34.8%	-29.3%
归属母公司净利润	1,465	1,810	1,022	1,363
变动幅度			-30.3%	-24.7%
每股收益（元）	1.66	2.05	1.16	1.55
变动幅度			-30.3%	-24.7%
毛利率(%)	39.5%	39.4%	39.6%	39.6%
变动幅度			0.4%	0.4%
净利率(%)	21.2%	20.8%	18.56%	20.14%
变动幅度			-12.4%	-3.2%

数据来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表

分产品盈利预测	调整前		调整后	
	2020E	2021E	2020E	2021E
锂电池设备				

销售收入	6435.65	8152.86	4640.83	5799.35
变动幅度			-27.9%	-28.9%
毛利率	39.5%	39.5%	39.4%	39.4%
变动幅度			-0.1%	-0.1%
其他				
销售收入	479.29	542.05	862.31	966.83
变动幅度			79.9%	78.4%
毛利率	39.4%	38.8%	40.8%	40.5%
变动幅度			3.6%	4.3%
销售收入合计	6,914.94	8,694.91	5503.13	6766.19
变动幅度			-20.4%	-22.2%
综合毛利率	39.5%	39.4%	39.6%	39.6%
变动幅度			0.4%	0.4%

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,483	2,070	2,744	3,694	4,875	营业收入	3,890	4,684	5,503	6,766	8,410
应收票据、账款及款项融资	2,442	2,277	2,541	2,968	3,505	营业成本	2,370	2,842	3,323	4,090	5,088
预付账款	49	35	39	45	54	营业税金及附加	30	28	33	41	51
存货	2,413	2,153	2,391	2,796	3,305	营业费用	123	163	187	192	236
其他	168	997	984	974	966	管理费用及研发费用	515	764	860	1,033	1,273
流动资产合计	6,556	7,532	8,699	10,478	12,705	财务费用	15	39	33	1	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	35	175	124	95	70
固定资产	417	465	432	399	366	公允价值变动收益	0	1	2	2	2
在建工程	121	177	177	178	178	投资净收益	6	21	20	20	20
无形资产	162	148	132	115	99	其他	162	189	200	200	200
其他	1,169	1,195	33	33	33	营业利润	969	884	1,165	1,537	1,926
非流动资产合计	1,869	1,985	774	725	675	营业外收入	11	10	10	10	10
资产总计	8,426	9,517	9,473	11,203	13,381	营业外支出	142	58	60	60	60
短期借款	468	299	284	270	256	利润总额	839	836	1,115	1,487	1,876
应付票据及应付账款	2,341	2,421	2,689	3,145	3,717	所得税	96	70	93	125	157
其他	1,700	1,449	1,508	1,625	1,781	净利润	742	766	1,022	1,363	1,719
流动负债合计	4,509	4,168	4,480	5,039	5,754	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	257	119	119	119	119	归属于母公司净利润	742	766	1,022	1,363	1,719
应付债券	0	677	0	0	0	每股收益(元)	0.84	0.87	1.16	1.55	1.95
其他	218	268	0	0	0						
非流动负债合计	475	1,064	119	119	119	主要财务比率					
负债合计	4,983	5,233	4,600	5,158	5,873		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	882	881	881	881	881	营业收入	78.7%	20.4%	17.5%	23.0%	24.3%
资本公积	982	989	1,017	1,017	1,017	营业利润	60.4%	-8.8%	31.8%	32.0%	25.3%
留存收益	1,579	2,098	2,975	4,146	5,609	归属于母公司净利润	38.1%	3.1%	33.4%	33.4%	26.1%
其他	0	316	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,442	4,284	4,874	6,045	7,507	毛利率	39.1%	39.3%	39.6%	39.6%	39.5%
负债和股东权益总计	8,426	9,517	9,473	11,203	13,381	净利率	19.1%	16.3%	18.6%	20.1%	20.4%
						ROE	23.9%	19.8%	22.3%	25.0%	25.4%
						ROIC	24.6%	17.4%	20.1%	23.5%	24.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	59.1%	55.0%	48.6%	46.0%	43.9%
净利润	742	766	1,022	1,363	1,719	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	44	68	50	50	50	流动比率	1.45	1.81	1.94	2.08	2.21
财务费用	15	39	33	1	(11)	速动比率	0.92	1.28	1.39	1.50	1.60
投资损失	(6)	(21)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(537)	(93)	(284)	(344)	(381)	应收账款周转率	4.8	3.7	2.8	3.0	3.1
其它	(306)	(218)	(75)	93	68	存货周转率	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6
经营活动现金流	(48)	541	726	1,142	1,424	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
资本支出	(259)	(133)	(0)	(0)	(0)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.84	0.87	1.16	1.55	1.95
其他	269	(334)	797	22	22	每股经营现金流	-0.05	0.61	0.82	1.30	1.62
投资活动现金流	10	(466)	797	22	22	每股净资产	3.91	4.86	5.53	6.86	8.52
债权融资	207	662	(684)	(7)	(6)	估值比率					
股权融资	19	7	27	0	0	市盈率	54.7	53.0	39.7	29.8	23.6
其他	522	(149)	(192)	(207)	(258)	市净率	11.8	9.5	8.3	6.7	5.4
筹资活动现金流	748	521	(849)	(214)	(265)	EV/EBITDA	38.6	40.0	31.8	25.0	20.2
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	40.3	42.9	33.1	25.8	20.7
现金净增加额	710	596	674	950	1,181						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

