

宁德时代 (300750)

全球格局放眼量，这是最好的时代

强烈推荐 (首次)

现价: 25.14 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.catlbattery.com
大股东/持股	瑞庭投资/29.23%
实际控制人	曾毓群
总股本(百万股)	2,172
流通 A 股(百万股)	217
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	546
流通 A 股市值(亿元)	55
每股净资产(元)	12.86
资产负债率(%)	43.60

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

张冀 一般从业资格编号
S10601160900035
021-38643759
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **世界格局全球强者同台竞技，目光长远不囿于短时之利：**勇于巨额投入提前研发引导产业进步，正如公司铁锂提前做到极致，三元亦同期推进；不囿于自身环节所在，勇于置自身于客户处境共体难点，正如公司投资 Valmet 深入了解主机厂思维，一如 LG 旗下 LG Electronics 驻地密歇根通力配合雪佛兰开发 Volt/Bolt。谋长远，则能“梅花香自苦寒来”。
- **目光长远定位产业链引领者，开源分享产业利益：**布局上游为技术储备为资源稳定供给，而非为利润内化，则肯分享利润空间，继而打开关键环节允许产业链对应环节优秀企业参与，引入源头活水保持开放，引入优秀的合作伙伴保持技术领先性。正如公司布局前驱体而开放正极，培育隔膜涂覆工艺而开放隔膜加工；一如 LG 有 LGC 正极而开放正极体系，有涂覆专利而引入 Toray 涂覆加工。舍小利，则不必“问渠哪得清如许”。
- **投资要点：**宁德时代在国内市场的市场份额、技术实力、客户结构方面具备显著领先优势；已经获得奔驰、宝马、大众等企业订单，具备极强的海外客户拓展能力。公司布局新能源汽车产业链核心环节，并开放产业链竞争；投资 Valmet 直面整车痛点，保持客户同步研发拓展能力。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别 1.51/1.84/2.31 元，对应公司 IPO 发行价 25.14 元 PE 分别为 16.6/13.7/10.9 倍；首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 外资/合资企业订单执行进度不及预期的风险，将影响公司产能释放节奏和产量增速；2) 金属价格波动风险，将影响公司材料业务收入增速和利润水平；3) 国内市场开放风险，若 LG 等进入国内市场加速，将影响公司国内市场份额；4) 补贴政策快速退出风险，影响公司收入水平和毛利率。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14879	19997	25155	35555	51010
YoY(%)	160.9	34.4	25.8	41.3	43.5
净利润(百万元)	2852	3878	3284	3999	5008
YoY(%)	206.4	36.0	-15.3	21.8	25.2
毛利率(%)	43.7	36.3	32.9	30.1	27.5
净利率(%)	19.2	19.4	13.1	11.2	9.8
ROE(%)	18.5	15.8	9.6	10.5	11.7
EPS(摊薄/元)	1.31	1.79	1.51	1.84	2.31
P/E(倍)	19.15	14.1	16.6	13.7	10.9
P/B(倍)	3.5	2.2	1.6	1.5	1.3

正文目录

一、 这是最好的时代.....	5
二、 引领时代：动力锂电王者，布局全球亦领衔全球.....	6
2.1 布局全球，主动涉猎新能源汽车领域核心环节.....	6
2.2 独步国内，坚决掌控产业链核心价值顺势爆发.....	7
三、 动力时代：领衔三元独秀铁锂，以产品定义需求.....	10
3.1 技术变革时代：全球开启放量模式，三元崛起高镍临近.....	10
3.2 产品定义时代：超越松下全球登顶，领先开发定义需求.....	13
3.3 乘用消费时代：全面覆盖主流车企，走出国门入德日韩.....	16
3.4 商用高能时代：牢固把握行业龙头，借力龙头扩张份额.....	17
3.5 产能扩张时代：开源下游节流控本，平抑成本利润波动.....	19
四、 储能时代：见风起于青萍之末，蓄力之于爆发前夜.....	22
五、 材料时代：提前布局着眼回收，锁定资源保障供给.....	25
六、 格局时代：纵向布局有的放矢，环节开放引入活水.....	28
七、 投资要点.....	30
八、 风险提示.....	30

图表目录

图表 1	宁德时代的成功证明了“政策+资本+技术”结合的产业生命力.....	5
图表 2	公司实现新能源车产业链核心环节的广泛涉猎	6
图表 3	宁德时代研发、生产、办事机构全面布局欧洲、北美等主力市场.....	6
图表 4	工信部发布机动车新产品目录显示公司客户全面覆盖新能源汽车领域	7
图表 5	公司 18 年 Q1 营收规模超 37 亿元，同比增速达到 155%.....	7
图表 6	17 年动力电池营收贡献 87%	8
图表 7	18 年一季度材料业务贡献占比增长至 20%.....	8
图表 8	公司海外收入占比较低，17 年全年海外收入约 3 亿元	8
图表 9	公司 17 年实现归母净利润近 40 亿元	9
图表 10	公司主营业务毛利率 18 年一季度略有下滑.....	9
图表 11	公司 18 年研发投入总额超过 16 亿元，占收入比例达到 8.2%.....	10
图表 12	2022 年全球新能源车销量达到 600 万台	11
图表 13	2022 年动力电池全球装机量将达到 325GWh.....	11
图表 14	我国新能源汽车销量 17 年达到 77.7 万台，同比增长 53.3%	11
图表 15	新能源乘用车是拉动我国新能源汽车产销快速增长的主要动力	12
图表 16	三元动力电池占比 17 年达到 44%，18 年一季度高达 66%.....	12
图表 17	公司产品覆盖电芯、模组、电池包环节及新能源车全品类	13
图表 18	公司 17 年动力电池出货量达到 11.84GWh	13
图表 19	公司 17 年超越比亚迪、松下名列全球动力电池出货量首位	14
图表 20	公司产品技术参数及配套时间显著领先竞争对手	14
图表 21	17 年宁德时代磷酸铁锂市占率 1/3.....	14
图表 22	18 年一季度宁德时代磷酸铁锂市占率 60%.....	14
图表 23	公司三元动力电池成功配套合资品牌车企产品	15
图表 24	17 年公司三元动力电池市占率 23%	15
图表 25	18 年一季度公司三元电池市占率 31%.....	15
图表 26	公司直接用于动力电池业务的研发费用 17 年近 16 亿元，占动力电池收入比例 9.5% 15	15
图表 27	公司乘用车配套动力电池典型产品技术参数	16
图表 28	17 年公司乘用车配套占公司装机量 34%	16
图表 29	18 年一季度公司乘用车配套占公司装机量 52%	16
图表 30	日产轩逸纯电采用公司配套	17
图表 31	北汽国民车 EC180 采用公司配套	17
图表 32	帝豪 EV 采用公司配套	17
图表 33	广汽丰田 IX4 采用公司配套	17
图表 34	公司客车用磷酸铁锂电池参数	17
图表 35	具备 135wh/kg 以上磷酸铁锂动力电池技术的企业较少	18
图表 36	新能源专用车领域东风汽车 18%占有率领先	18
图表 37	新能源客车领域宇通客车 23%占有率领先	18
图表 38	公司物流车用磷酸铁锂电池参数	18
图表 39	公司在产能快速扩张期仍将产能利用率保持高位	19
图表 40	公司 17 年动力电池产品综合平均成本 910 元/kwh，平均售价 1400 元/kwh.....	20
图表 41	公司动力电池业务收入 18 年一季度同比增速 152%.....	20

图表 42	公司动力电池业务 18 年一季度毛利率回升至 36%.....	21
图表 43	公司向普莱德提供电芯等产品.....	21
图表 44	普莱德占公司动力电池业务比例持平至 13%.....	22
图表 45	国内储能锂电市场规模预计将获得复合 20%以上增速.....	22
图表 46	公司储能产品应用于发电端、输配电、用电测等电力消费全周期.....	23
图表 47	公司储能产品主要技术参数.....	23
图表 48	公司储能业务收入仅千万元级别.....	24
图表 49	近三年储能系统均价较动力电池更高.....	24
图表 50	储能电池产品毛利率下滑较快，18 年一季度亏损.....	24
图表 51	17 年材料业务收入占比近 20%.....	25
图表 52	公司于电池循环体系已实现闭环.....	25
图表 53	公司 17 年实现电池材料销售超 3 万吨.....	26
图表 54	公司三元前驱体产能利用率保持满开.....	26
图表 55	邦普材料产出结构较为复杂，历经多次扩建技改，后续产能扩建规模较大.....	26
图表 56	公司材料业务单位毛利 17 年下半年有所下滑.....	27
图表 57	公司材料业务毛利率一季度下滑至 21%.....	27
图表 58	公司材料业务研发费用占收入比例仅为 1.7%.....	28
图表 59	公司发行前股权结构图，公司参与环节包含电芯、PACK、前驱体、整车研发等环节 29	
图表 60	公司五位核心员工研究领域覆盖电池、结构件、BMS、正极材料等领域.....	29
图表 61	Valmet 具备底盘研发能力，是被认可的整车代工企业.....	30

一、这是最好的时代

对于我国的新能源汽车产业，

这是最好的时代，这是一个力主实现全产业链自主化、逐步掌握产业话语权的时代；

这是光明的季节，这是一个基本完成消费者需求教育、渐次诞生消费级产品的季节；

这是希望的春日，这是一个政策哺育行业引领者成长、步趋引领产业大变革的春日。

宁德时代历经 7 年磨砺，17 年一举夺取全球动力电池出货量魁首，18 年获得德国大众集团在国内的长期动力电池采购合约；这是步入收获的时代。

我们剖析了宁德时代自诞生之初至今的发展历程，及其优秀的经营数据；我们认为宁德时代的成功，体现了一所先进制造企业本身的优秀；而其发展历史亦证明了“政策的前瞻性指导”+“资本的前瞻性布局”+“技术的前瞻性拓展”结合下中国企业所能够爆发出的强大生命力。

图表1 宁德时代的成功证明了“政策+资本+技术”结合的产业生命力



资料来源:平安证券研究所

二、 引领时代：动力锂电王者，布局全球亦领衔全球

2.1 布局全球，主动涉猎新能源汽车领域核心环节

宁德时代成立于 2011 年，成立伊始即专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发生产；2013 年公司收购广东邦普进入锂电池回收利用领域，布局资源回收、锁定金属供给、保障前驱体品质，间接掌控价值量最高的正极材料领域；2016 年公司入股北京普莱德及北京新能源，拓展下游客户；2017 年公司参股 Valmet 布局新能源车联合研发技术共享；2018 年实现控股 NAL (北美锂业) 布局锂矿资源；公司已经实现新能源汽车产业链核心环节的广泛布局。

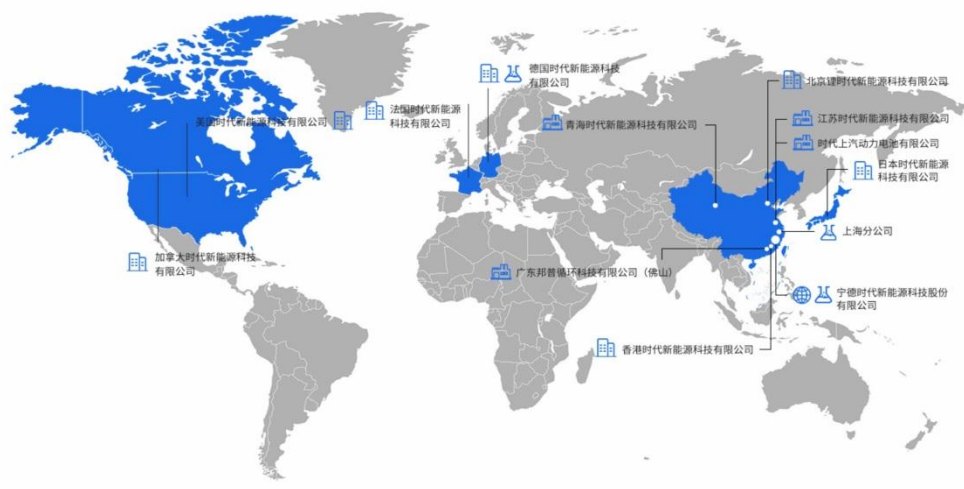
图表2 公司实现新能源车产业链核心环节的广泛涉猎



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

目前公司已经在美国、加拿大、法国、德国、日本等地设立办事处及研发机构，对接欧、美、日等全球主流整车市场及主机厂，实现全球布局。

图表3 宁德时代研发、生产、办事机构全面布局欧洲、北美等主力市场



资料来源:公司主页、平安证券研究所

GGII 数据显示，2017 年公司实现动力锂电池出货 11.84GWh，超越日本松下成为全球第一大动力电池供应商。客户方面方面，公司配套宝马、日产、丰田、大众等在国内的合资车企，一汽、东风、吉利、北汽、上汽、广汽等国内一线主机厂，威马汽车、云度汽车等造车新势力以及宇通、金龙等主要商用车客户，实现主流客户的全面覆盖。

图表4 工信部发布机动车新产品目录显示公司客户全面覆盖新能源汽车领域

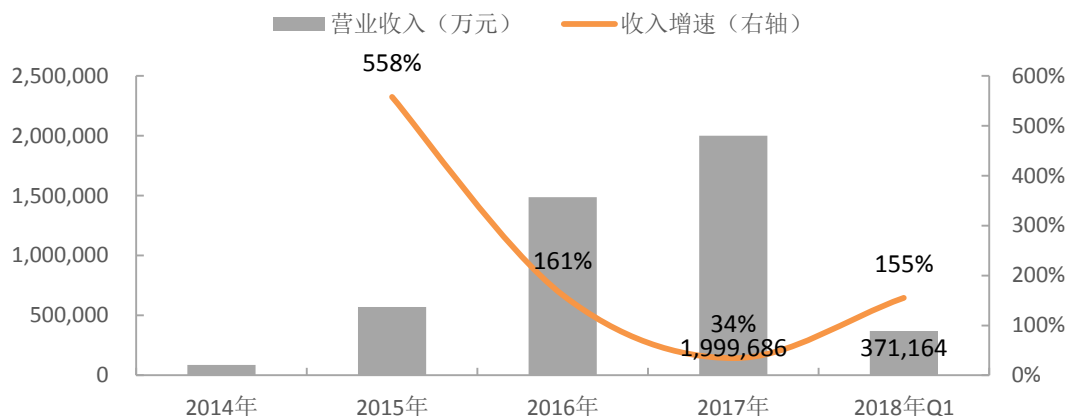


资料来源:工信部、平安证券研究所

2.2 独步国内，坚决掌控产业链核心价值顺势爆发

公司作为动力电池领域超一线企业，目前在收入规模、**市场份额、客户结构、产品技术、产业布局**等方面已经体现出显著优势。2017 年公司实现营业收入近 200 亿元，同比增长 34%；18 年一季度公司实现营业收入 37 亿元，同比增速 155%；收入体量及扩张速度领跑国内同行。

图表5 公司 18 年 Q1 营收规模超 37 亿元，同比增速达到 155%



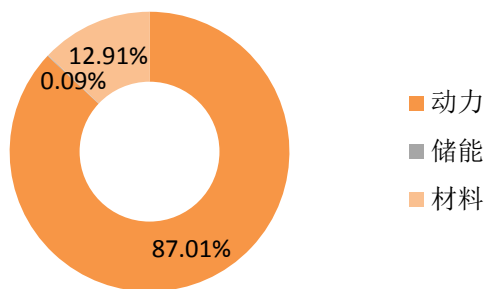
资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

2.2.1 动力电池收入占比高，材料业务步入扩张期

公司业务主要分为动力电池、电池材料、储能系统三大板块，其中动力电池业务为公司收入主要来源，17年动力电池收入占比达到87%；电池材料板块业务名列第二，随着金属Co价格的快速增长以及公司在电池回收、前驱体加工的方面的布局进入收获期，电池材料占公司收入比例显著提升，2018年一季度占比接近20%。

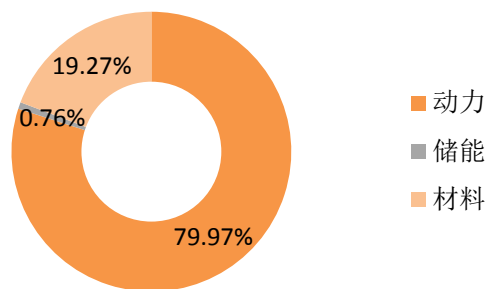
仍处于行业培育初期的储能系统业务收入占比较低，18年一季度贡献收入约为2764.55万元。

图表6 17年动力电池营收贡献87%



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

图表7 18年一季度材料业务贡献占比增长至20%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

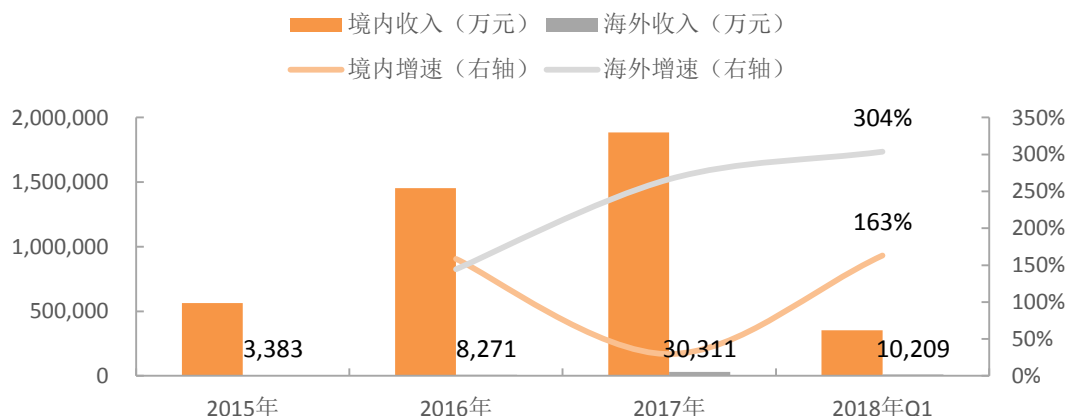
2.2.2 海外业务即将步入正轨，开拓第二市场

公司主要收入由国内业务贡献，海外收入占比较低。17年公司海外营收3亿元，占主营业务收入比例约1.58%；18年一季度海外收入贡献1亿元，同比增长304%，占主营业务收入比例约为2.82%。

以公司18年一季度的财报审阅报告推算，公司海外业务毛利率较低，约为6.22%；因此推算公司海外业务构成可能是低毛利的储能项目及测试性小批量海外动力电池及电池材料供货，定制化小批量的业务特征导致海外业务毛利率偏低。

公司欧洲第一工厂选址即将落地，日本子公司CATJ在5月末成立；随着公司海外工厂项目推进，公司将步入欧洲、日本等主机厂大本营，海外业务有望步入正轨。

图表8 公司海外收入占比较低，17年全年海外收入约3亿元



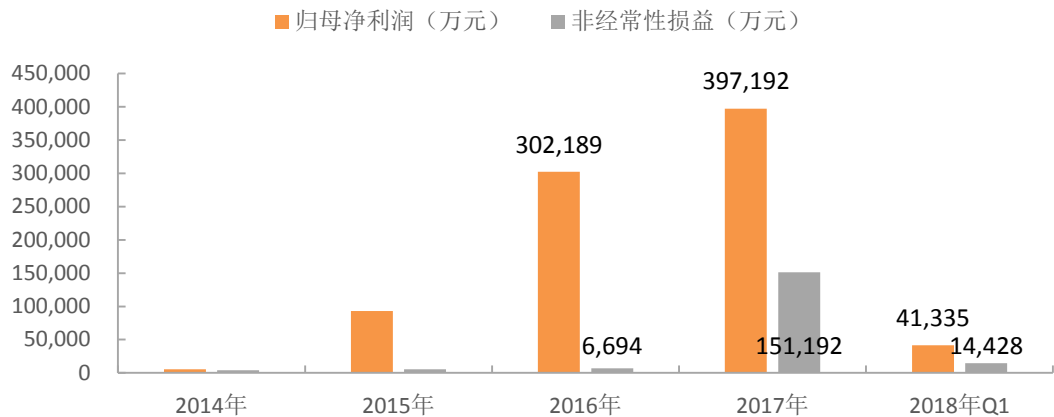
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.2.3 保持高强度研发打造核心壁垒，净利润增长长期可期

随着新能源汽车推广政策中国家补贴政策的逐步退坡，补贴额度的削减导致产业链利润总规模的下滑，驱使行业利润水平回归常态。

2017 年公司实现归属于母公司股东的净利润 39.72 亿元，当期非经常性损益净额 15.12 亿元；实现扣除非经常性损益的归属于普通股股东的净利润 23.76 亿元，同比 16 年 27.86 亿元下滑 14.72%。

图表9 公司 17 年实现归母净利润近 40 亿元



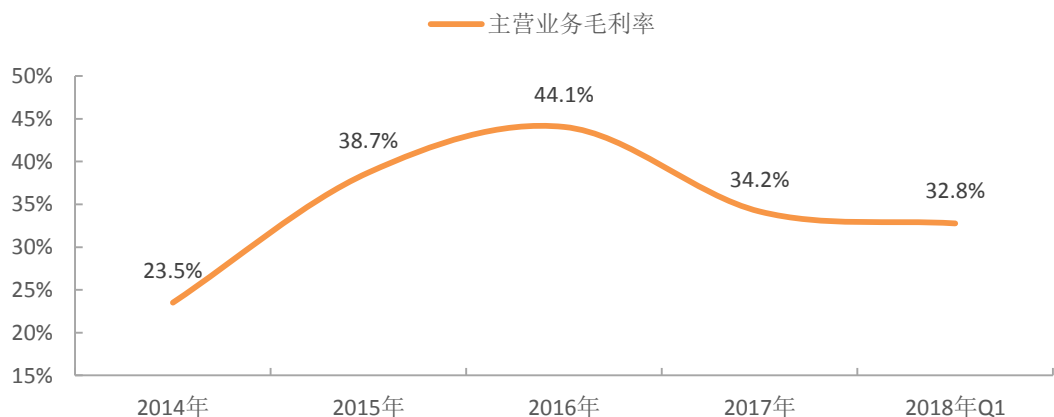
资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司 17 年经营性利润的同比下滑主要有两个因素，即**毛利率下滑**与**高研发费用**。

- **动力电池产品降价后公司毛利率的下降：**新能源汽车推广过程中动力电池产品必然面对平价化，随着动力电池产品降价，公司 17 年主营业务毛利率 34.17%，相比 16 年 44.05%的水平下滑 9.88pct；近 10 个点的毛利率下滑显著降低公司单位盈利能力。18 年一季度公司主营业务毛利率约为 32.77%，较 17 年全年水平下降 1.4pct；毛利率下降趋势趋缓。

从动力电池业务来看，毛利率下滑趋势显著缓解，并出现阶段性回升。公司一季度动力电池业务毛利率回升到 36.01%，较 17 年全年平均水平 35.25%回升 0.76pct，较 17 年下半年平均水平 34.41%回升 1.60pct。

图表10 公司主营业务毛利率 18 年一季度略有下滑



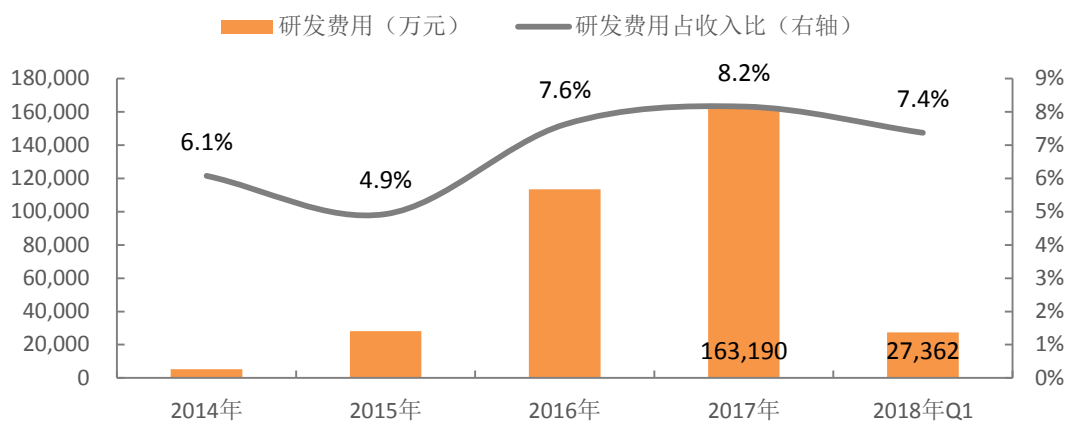
资料来源:公司公告、平安证券研究所

在动力电池全行业产品降价趋势下公司毛利率出现回升，说明公司的产品议价能力、成本控制能力等方面与竞争对手已经逐步出现显著差异，这与公司前期的高比例研发投入密不可分。

- **持续高比例研发投入，打造不可逾越之壁：**公司 17 年研发投入总金额达到 16.32 亿元，占当期收入比例达到 8.2%；研发投入规模超越国内多家竞争对手的利润规模。持续高强度研发投入支持下，公司的工程化能力（产品良率与一致性）、产品技术水平（材料体系匹配与表观能量密度）、远期产品布局（固态体系、软包体系、高压体系）等将与对手形成显著差异，继而影响后续主机厂新产品配套，并在远期显著影响市场份额。

研发竞争是一场漫长的、见不到硝烟的战争，龙头企业所能投入的资源规模即是竞争对手所面对的不可逾越之壁；而研发竞争的产出就是呈现出代际差异的产品。

图表11 公司 18 年研发投入总额超过 16 亿元，占收入比例达到 8.2%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

例如公司在 17 年年初批量投产装车的高能量密度（成组 141wh/kg）、高单体容量（240Ah）的磷酸铁锂电池产品，显著早于竞争对手 6 个月以上，可以获得更高的技术溢价和市场份额；而公司的常规产品则由于更高的良品率而获得更低的成本优势。

因此，持续高比例的研发投入将为公司的远期发展打造一条护城河，继而为公司提供优于同行的毛利率水平，为公司长期利润规模的增长打下坚实的基础。

三、 动力时代：领衔三元独秀铁锂，以产品定义需求

3.1 技术变革时代：全球开启放量模式，三元崛起高镍临近

3.1.1 新能源车行业步入自然成长期，全球新能源汽车开启放量模式

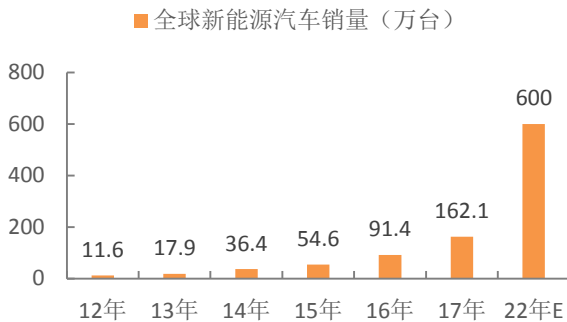
放眼全球，新能源汽车行业的产品导入期已然步入尾声，自然成长期即将到来；而这一节点的临近将通过以下两点得到确认：

- 动力电池价格快速下降，电池组成本不再成为限制新能源车售价的唯一因素；
- 整车厂推出消费级产品，新能源车产品力的全面提升使得新能源车具备性价比。

海外 Tesla 的平民车型 Model 3 正式进入量产交付期，通用 Bolt、大众 e-Golf、日产 Leaf 等产品持续放量；国内自主品牌、合资品牌推出多款新能源车新品，其中吉利博瑞 GE、上汽 Mavel X 发布起就获得市场高度关注。新能源汽车即将进入消费时代。

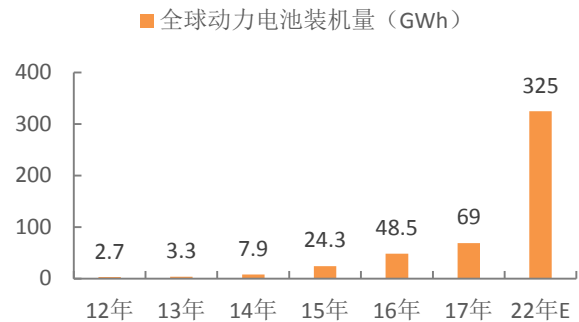
2017 年全球新能源汽车销量总计达到 161.1 万台，同比增长 77.35%；动力电池装机总量达到 69GWh，同比增长 41.24%。高工锂电 GGII 数据预计，2022 年全球新能源车销量将达到 600 万台，全球动力电池装机总量将达到 325GWh。

图表12 2022 年全球新能源车销量达到 600 万台



资料来源:GGII、招股说明书、平安证券研究所

图表13 2022 年全球动力电池装机量将达到 325GWh



资料来源:GGII、招股说明书、平安证券研究所

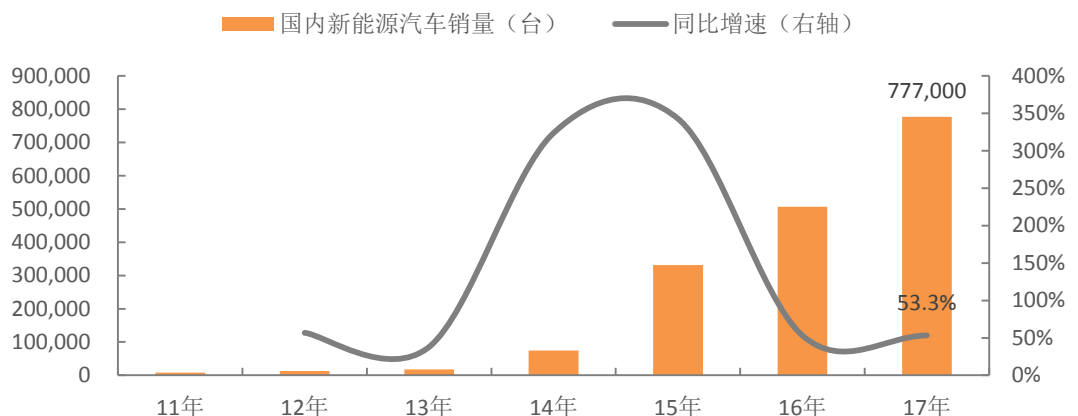
以大众汽车为例，其 2020 年之前主要推出基于 MQB 平台的“改款”新能源汽车，而 2020 年-2022 年将基于全新的 MEB 平台推出 8 款新能源产品。这一说法在一汽大众的产品线战略规划亦可以得到验证。2018 年 5 月 28 日一汽大众华东基地投产时，公司明确“到 2025 年战略规划 45 款产品，其中 14 款是新能源车”。

主流整车企业针对新能源汽车产品推出全新平台，新能源汽车将在全球进入放量模式。

3.1.2 国内新能源乘用车成为新能源车增长主要驱动力

中国汽车工业协会数据显示，2017 年我国新能源汽车产量 79.4 万台，同比增长 53.8%；销量达到 77.7 万台，同比增长 53.3%。其中新能源乘用车产量 59.2 万台，占比达到 75%，同比增长 72%，是拉动我国新能源汽车产销快速增长的主要驱动力。

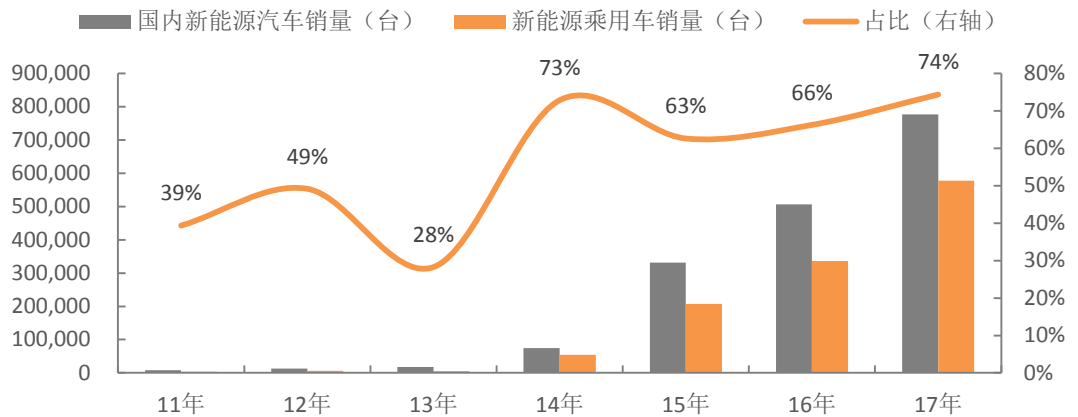
图表14 我国新能源汽车销量 17 年达到 77.7 万台，同比增长 53.3%



资料来源:中国汽车工业协会、招股说明书、平安证券研究所

中国汽车工业协会数据显示，2017 年我国新能源乘用车产销结构中，纯电乘用车产量 47.8 万台，插电乘用车产量 11.4 万台，纯电路线目前在国内处于主流地位。

图表15 新能源乘用车是拉动我国新能源汽车产销快速增长的主要动力

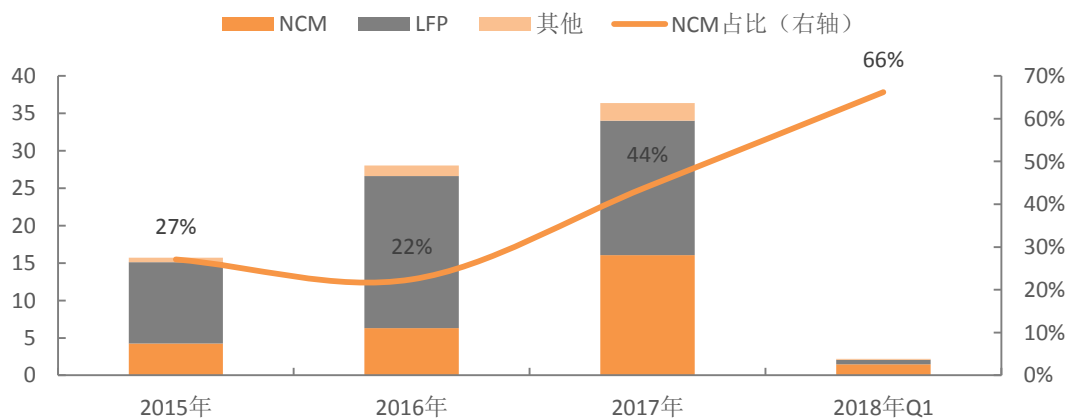


资料来源:中国汽车工业协会、招股说明书、平安证券研究所

3.1.3 三元路径逐步确立主流地位，国家政策推动三元高镍化升级

动力电池三元技术路线凭借高能量密度这一优势逐步被主机厂认可，成为当前主流技术路线。相比 16 年三元动力电池占比仅 22%，17 年三元动力电池占比已经达到 44%，18 年一季度这一比例已经达到 66%。在非客车领域，三元动力电池的主流地位已经得到确认。

图表16 三元动力电池占比 17 年达到 44%，18 年一季度高达 66%



资料来源:工信部、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

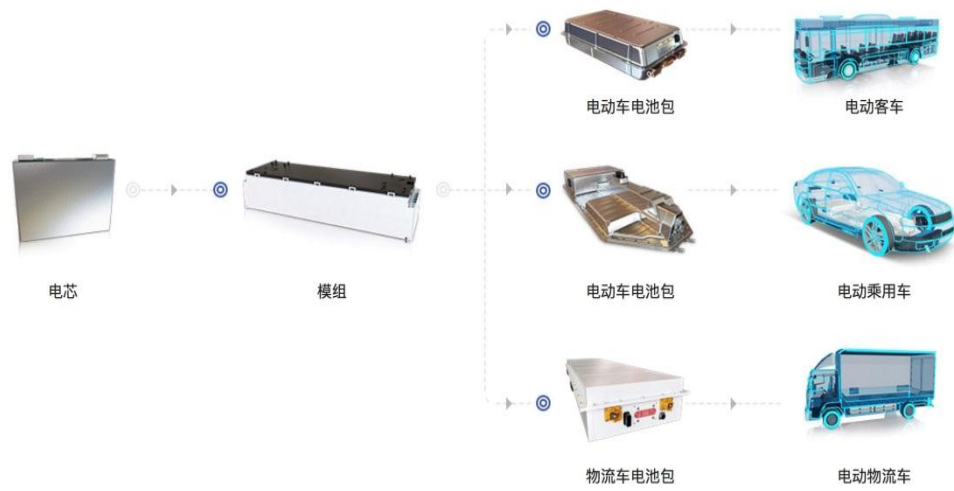
工信部、发改委、科技部联合下发的《汽车产业中长期发展规划》中，目标“到 2020 年，动力电池单体比能量达到 300 瓦时/公斤以上，力争实现 350 瓦时/公斤，系统比能量力争达到 260 瓦时/公斤”。2018 年 5 月 17 日发改委发布《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，拟要求“新建/扩产车用动力电池项目，能量型车用动力电池单体比能量应不低于 300 瓦时/千克，系统比能量应不低于 220 瓦时/千克”。

当前国内动力电池企业中，仅宁德时代、国轩高科、力神动力以 NCM811/硅碳负极/软包封装的动力电池样品可以达到或接近该能量密度要求。这意味着，在固态电池/富锂锰基材料尚未量产之前，高镍三元已经成为可预见未来的唯一可选途径。

3.2 产品定义时代：超越松下全球登顶，领先开发定义需求

公司动力电池业务提供电芯、模组、电池包全环节产品，并覆盖乘用车、客车、物流车全部品类。

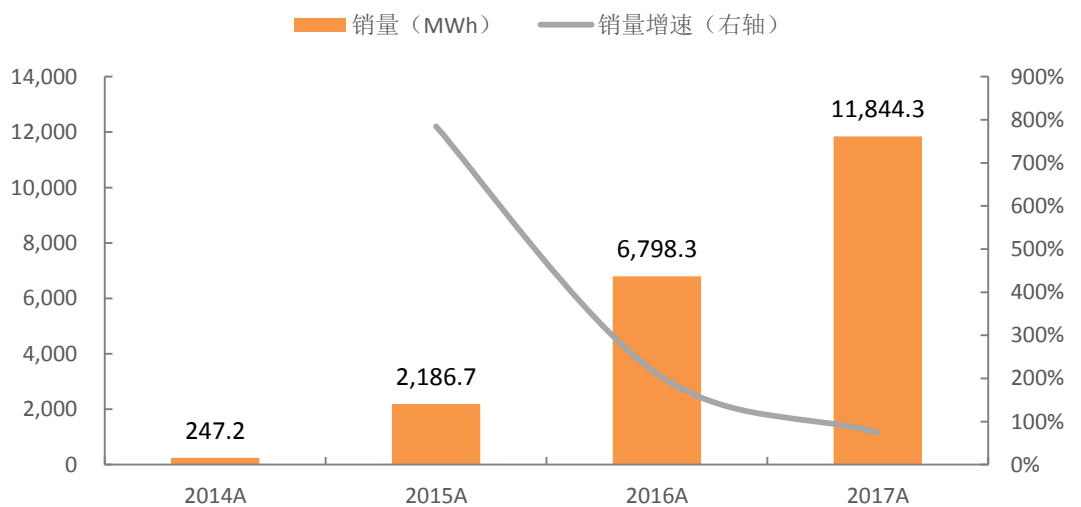
图表17 公司产品覆盖电芯、模组、电池包环节及新能源车全品类



资料来源:公司主页、平安证券研究所

2017 年公司动力电池出货量达到 11.84GWh，超越比亚迪、松下登顶全球动力电池出货量首位。

图表18 公司 17 年动力电池出货量达到 11.84GWh



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

图表19 公司17年超越比亚迪、松下名列全球动力电池出货量首位

排名	企业	出货量 (GWh)	排名	企业	出货量 (GWh)
1	宁德时代	12	5	LG 化学	4.5
2	松下电器	10	6	国轩高科	3.2
3	比亚迪	7.2	7	三星 SDI	2.8
4	沃特玛	5.5	8	北京国能	1.9

资料来源: GGII、招股说明书、平安证券研究所

公司动力电池产品技术参数在国内具备显著领先优势,在方型电池领域可谓“领衔三元独秀铁锂”。2017年国家补贴政策首次以动力电池组能量密度区分补贴系数,并在新能源汽车推广应用目录中明确标注动力电池组技术参数讯息。

以非快充新能源客车为例,宁德时代在2017年第二批新能源汽车推广应用目录中推出能量密度超过130wh/kg的磷酸铁锂动力电池组,最高能量密度达到137.27wh/kg;产品配套时间、产品能量密度均显著优于竞争对手。

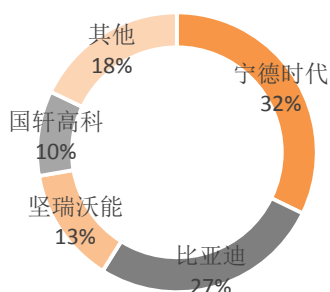
图表20 公司产品技术参数及配套时间显著领先竞争对手

时间	新能源汽车推广应用目录
2016.12.20	四部委印发《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》,变更技术参数要求
2017.03.01	第二批新能源汽车推广应用目录发布,公司LFP能量密度130-137wh/kg产品配套入选,同期北京国能产品127wh/kg,力神动力123wh/kg配套入选
2017.04.01	第三批新能源汽车推广应用目录发布,亿纬锂能产品120wh/kg入选
2017.05.02	第四批新能源汽车推广应用目录发布,国轩高科产品120wh/kg入选
2017.12.04	第十一批新能源汽车推广应用目录发布,宁德时代产品140wh/kg入选

资料来源:工信部、平安证券研究所

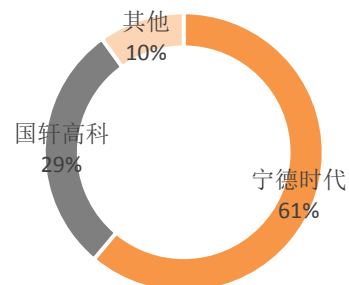
根据工信部合格证数据测算,2017年公司磷酸铁锂动力电池装机量5.79GWh(未包含部分普莱德及主机厂自建pack厂讯息),占当期国内磷酸铁锂动力电池总装机量的32.2%,名列首位。2018年一季度,国内磷酸铁锂电池总装机量1.45GWh,宁德时代以0.89GWh装机量独占60%市场份额。在磷酸铁锂动力电池领域,宁德时代可谓“一枝独秀”。

图表21 17年宁德时代磷酸铁锂市占率1/3



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、平安证券研究所

图表22 18年一季度宁德时代磷酸铁锂市占率60%



资料来源:节能与新能源汽车网、工信部、平安证券研究所

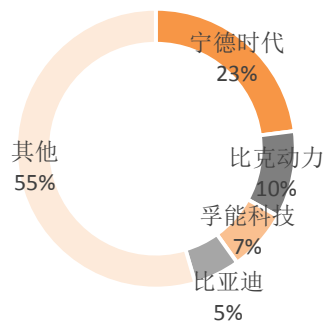
三元动力电池方面，公司也是国内少有能够配套合资品牌车企的动力电池供应商。目前公司三元电池产品已经配套东风悦达起亚、广汽三菱等车型。根据工信部合格证数据估算，2017年公司三元动力电池装机量 3.69GWh，占当期三元动力电池总量 23%，名列首位；2018 年一季度公司三元动力电池装机量 879MWh，占当期三元动力电池总量 31%。公司国内动力三元市占份额持续提升。

图表23 公司三元动力电池成功配套合资品牌车企产品

批次	主机厂	品牌	型号
第 307 批	东风悦达起亚	起亚	YQZ7201PHEV
第 308 批	广汽三菱	广汽	GMC7000AEV

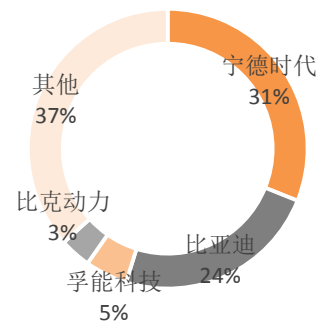
资料来源：工信部、平安证券研究所

图表24 17 年公司三元动力电池市占率 23%



资料来源：工信部、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

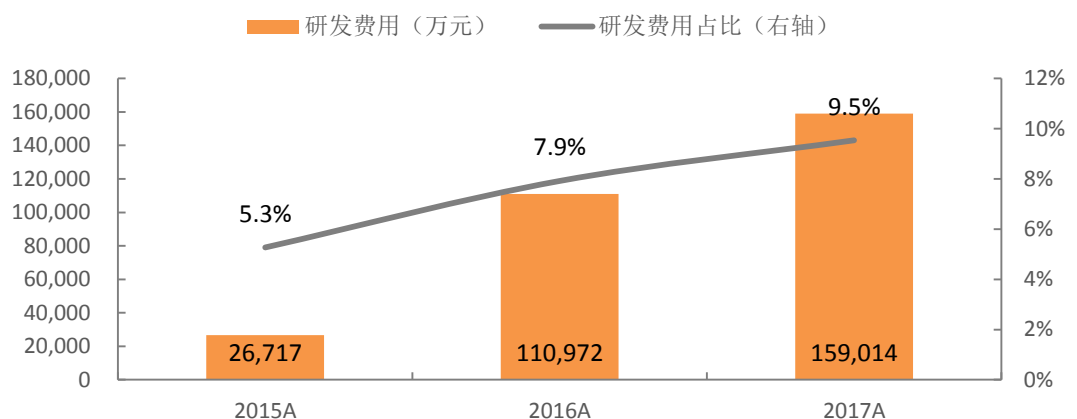
图表25 18 年一季度公司三元电池市占率 31%



资料来源：工信部、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

保证公司能够率先进入合资车企配套领域的核心，是公司优秀的产品品质和持续的产品进步，这与公司高额的研发费用支出密不可分。2017 年公司仅用于动力电池业务的研发费用接近 16 亿元，占公司当期动力电池业务收入的 9.5%；无论研发投入的绝对规模，还是占营业收入的比例，均处于国内同行领军地位。

图表26 公司直接用于动力电池业务的研发费用 17 年近 16 亿元，占动力电池收入比例 9.5%



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

持续高强度研发投入，使得公司产品在能量密度、生产效率、单位成本、安全性、循环寿命等多方面确立领先优势，并逐步拉大代际差异；公司研发投入规模已经为公司的产品领先优势打造出一道难以逾越的护城河。

3.3 乘用车消费时代：全面覆盖主流车企，走出国门入德日韩

公司在乘用车领域全面布局，实现主流主机厂全面覆盖，上汽、广汽、一汽、东风、吉利均为公司重要客户；同时公司根据市场主流车型进度深度配套，17年微型乘用车、18年SUV及A级轿车公司均于合适时点介入，牢牢把握乘用车市场风向标。

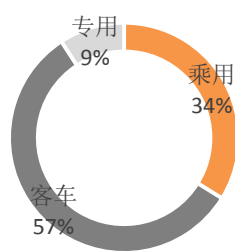
图表27 公司乘用车配套动力电池典型产品技术参数

应用领域	容量	材料	标称电压	工作电压范围	工作温度	最大充电倍率（持续）	最大放电倍率（持续）
乘用车	10Ah	三元	3.60V	2.7V-4.0V		/	/
	37Ah	三元	3.65V	2.8V-4.2V	-30℃	1C	3C
	72Ah	三元	3.65V	2.8V-4.2V	-	1.5C	2C
	153Ah	三元	3.70V	2.8V-4.3V	50℃	1C	2C
	43Ah 快充	三元	3.66V	2.8V-4.25V		4C	4C

资料来源：公司主页、平安证券研究所

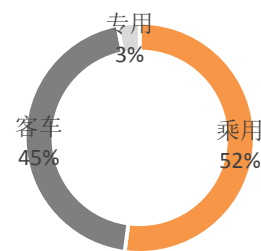
2017年，公司乘用车动力电池装机量约为3.21GWh，占公司动力电池装机总量的34%；2018年一季度，公司乘用车动力电池装机量约为921MWh，占公司动力电池装机总量的52%。随着乘用车市场的持续高速增长，乘用车动力电池将成为公司动力电池领域第一大业务板块。

图表28 17年公司乘用车配套占公司装机量34%



资料来源：工信部、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表29 18年一季度公司乘用车配套占公司装机量52%



资料来源：工信部、节能与新能源汽车网、平安证券研究所

宁德时代已经与华晨宝马合作多年，之诺品牌以及国产BMW X1产品均采用宁德时代电池配套。

17年9月公司拿下奔驰国产动力电池订单，有望成为奔驰纯电品牌EQ的国内主力供应商；18年3月大众承认公司拿下大众中国区未来的动力电池订单；至此公司成功拿下德系三强。

2018年北京车展，东风日产发布纯电轿车日产轩逸SYLPHY Zero Emission，该车型为日产品牌继“中国版Leaf”启辰晨风之后首次尝试纯电乘用车型；本次日产品牌选用宁德时代作为该产品动力电池供应商。AESC被日产出售后，宁德时代大概率成为日产-雷诺汽车联盟的主力动力电池供应商；公司也是广汽丰田首款新能源SUV-IX4的动力电池供应商。至此，公司在日资合资企业方面取得突破性进展。

图表30 日产轩逸纯电采用公司配套



资料来源:盖世汽车、平安证券研究所

图表31 北汽国民车 EC180 采用公司配套



资料来源:工信部、平安证券研究所

图表32 帝豪 EV 采用公司配套



资料来源:工信部、平安证券研究所

图表33 广汽丰田 IX4 采用公司配套



资料来源:工信部、平安证券研究所

截至 18 年年中, 公司已经实现德国 (大众、宝马、奔驰)、日本 (日产、丰田)、韩国 (起亚) 全面渗透。公司在合资品牌配套方面远超竞争对手。

3.4 商用高能时代：牢固把握行业龙头，借力龙头扩张份额

2018 年新能源汽车国家补贴政策中, 在下调补贴额度的同时, 继续上调动力电池能量密度要求; 其中非快充纯电客车的额外补贴要求动力电池系统能量密度达到 135wh/kg。截至目前, 具备该水平磷酸铁锂电池组量产能力的企业仅有宁德时代、力神动力、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪等少数企业。

图表34 公司客车用磷酸铁锂电池参数

应用领域	容量	材料	标称电压	工作电压范围	工作温度	最大充电倍率 (持续)	最大放电倍率 (持续)
客车	50Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V	-30°C-50°C	5.2C	3C
	60Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		5.2C	3C
	176Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		1C	1.5C
	240Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		1C	1.5C
	92Ah 快充	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		3.2C	1.5C
	92Ah PHEV	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		1.5C	2C

资料来源: 公司主页、平安证券研究所

考虑到磷酸铁锂市场天花板下研发产出比的持续下滑，目前在磷酸铁锂商用车市场不具备客户体量的企业未来继续在该领域研发投入获得技术升级的可能性已然较低。因此，我们预计在高能量密度客车用磷酸铁锂动力电池领域，市场份额将保持高度集中态势。

图表35 具备 135wh/kg 以上磷酸铁锂动力电池技术的企业较少

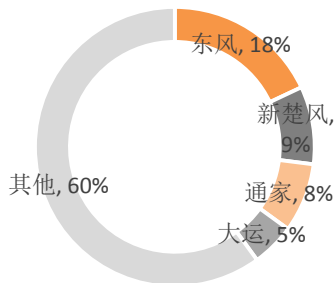
主机厂	车型	动力电池组能量密度 wh/kg	配套电池企业
北汽福田	BJ6105EVCA-29	143.30	宁德时代
南京金龙	NJL6129BEV55	142.38	亿纬锂能
比亚迪	BYD6122LGEV1	141.50	比亚迪
中通客车	LCK6108EVGM5	140.52	国轩高科

资料来源：工信部、平安证券研究所

新能源客车领域在延续了宇通、金龙、中通传统客车三强格局的同时，仅比亚迪一家新竞争对手得以在该领域取得较高的市场份额；同时行业龙头宇通客车的市场份额仍在持续提升。16年宇通客车市场份额约为19%，17年已经达到23%。随着行业补贴的快速下滑，新能源客车领域的市场份额有望继续集中。

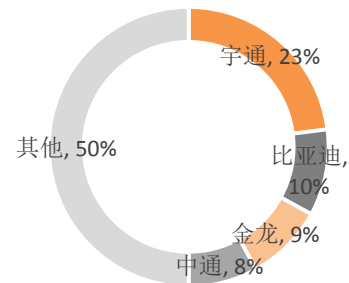
公司作为宇通客车核心动力电池供应商，17年在宇通客车供应体系中占比超过80%；同时公司也是金龙客车（三龙体系）的核心动力电池供应商，17年在三龙体系中占比也超过80%。因此公司将在通过紧握行业龙头的方式，在新能源客车市场集中的过程中持续受益。

图表36 新能源专用车领域东风汽车 18%占有率先



资料来源：节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表37 新能源客车领域宇通客车 23%占有率先



资料来源：节能与新能源汽车网、平安证券研究所

公司专用车业务占动力电池收入比例较低，以装机量统计17年公司专用车业务占比仅为9%。新能源专用车领域目前市场份额仍较为分散，传统专用车龙头东风汽车以18%的市场占有率先。东风汽车是公司重要客户之一，17年公司对东风汽车实现销售11.7亿元，占公司总收入比例5.8%。

图表38 公司物流车用磷酸铁锂电池参数

应用领域	容量	材料	标称电压	工作电压范围	工作温度	最大充电倍率 (持续)	最大放电倍率 (持续)
物流车	100Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.8V-3.65V	-30°C-60°C	1C	1C
	120Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.8V-3.65V		1C	1C
	140Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.8V-3.65V		1C	1C

资料来源：公司主页、平安证券研究所

18 年国家补贴政策中专用车补贴额度下降明显，其中 30kwh 以下度电补贴 850 元，50kwh 以上度电补贴仅为 650 元。以 17 年动力电池平均售价 1400 元/kwh 估算，专用车即使同时获得国家补贴和满额 50%的地方补贴，已难以覆盖动力电池成本。

根据中国化学与物理电源协会数据，当前市场部分磷酸铁锂电池组价格较三元动力电池组已经存在近 200 元/kwh 的价差。专用车作为运营用车，对价格较为敏感；因此价格较低的磷酸铁锂或将在补贴快速下降周期在新能源专用车领域迎来市场份额的反弹。

商用车领域公司秉承龙头策略，借行业龙头之势实现市场份额提升。公司是宇通客车、金龙客车的核心供应商，也是东风汽车的主力供应商之一。在商用车领域行业整合、市场集中度提升的过程中，公司将率先受益龙头供应链。

3.5 产能扩张时代：开源下游节流控本，平抑成本利润波动

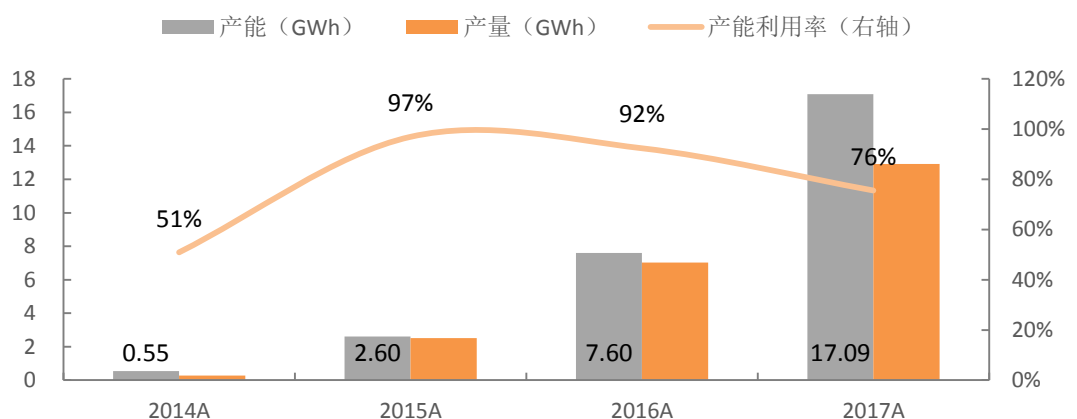
动力电池行业自 15 年至今迎来产能的快速扩张，动力电池行业已经出现产能过剩；随着国家补贴核准发放周期延长带来的行业资金链紧张，以及国补技术指标提升带来的客户需求向高性能电池的集中，动力电池市场迎来第一个产能出清阶段。

中汽研统计显示 17 年动力电池配套企业不足 100 家，较 16 年高峰期的 150 家骤减 1/3；已有超过 50 家企业先后退出动力电池市场。高工锂电调研数据显示，2017 年国内动力电池总产量约为 44.5GWh，同期动力电池名义产能约为 135GWh，有效产能约为 110GWh；以此推算行业 17 年平均开工率仅为 40%左右。

公司 14 年至今产能保持持续扩张状态，截至 17 年底公司可用产能已经达到 17.09GWh。公司一方面根据市场需求控制产能扩张节奏，一方面开拓客户拿下市场份额，因此在产能高速扩张的同时，产能利用率保持高位，继而摊薄固定资产折旧等固定成本，实现成本可控的降低。

公司 15/16 年产能利用率均达到 90%以上，17 年全年产能利用率约为 76%，显著好于行业平均值 40%的水平。

图表39 公司在产能快速扩张期仍将产能利用率保持高位



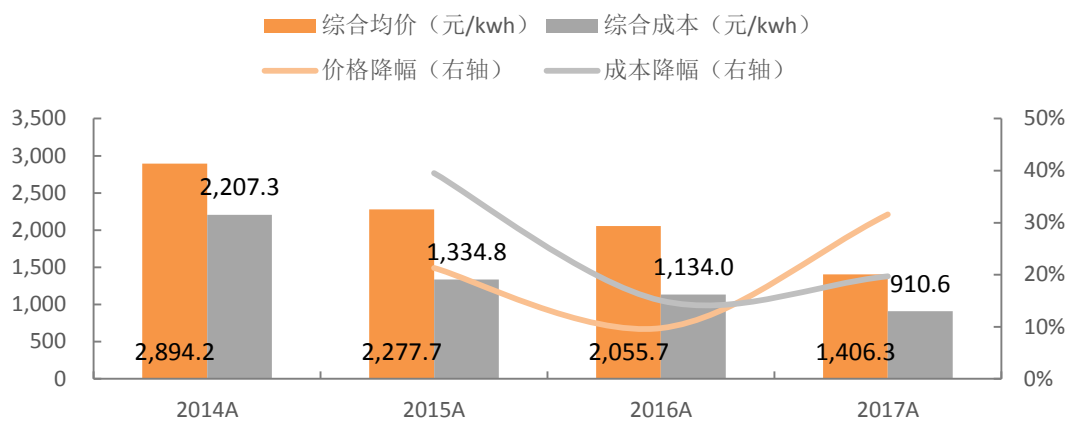
资料来源:招股说明书、平安证券研究所

节流降本：布局核心拆分供应，节制整合规避风险

保持较高的合理开工率外，公司通过产业链延伸（并购邦普进入前驱体和资源领域）、供应商培育（德方纳米、东莞凯金）、集合竞价（设备招标、电解液招标）、供应链拆分（拆分隔膜的基膜、分切、涂覆）的方式实现成本的持续下降，同时避免了产业链垂直整合带来的资金链风险和重资产风险。

截至 17 年底，公司动力电池业务综合平均售价在 1400 元/kwh 水平，较 2014 年下降了 50%；综合平均成本 910 元/kwh 水平，较 2014 年下降了近 60%。

图表40 公司 17 年动力电池产品综合平均成本 910 元/kwh，平均售价 1400 元/kwh

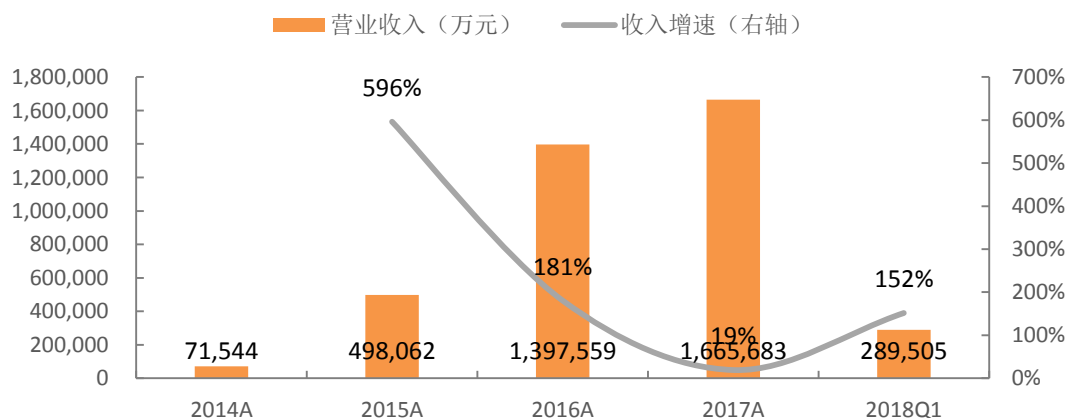


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

18 年国补政策预留行业缓冲期，政策的可持续性带来行业景气度同比显著提升。中国汽车工业协会数据显示，18 年一季度新能源汽车产量达到 15 万台，同比增长 156.9%；GGII 数据显示 3 月动力电池装机量达 2.08GWh，同比增长 122%。

18 年一季度公司动力电池收入近 29 亿元，同比增长 152%。

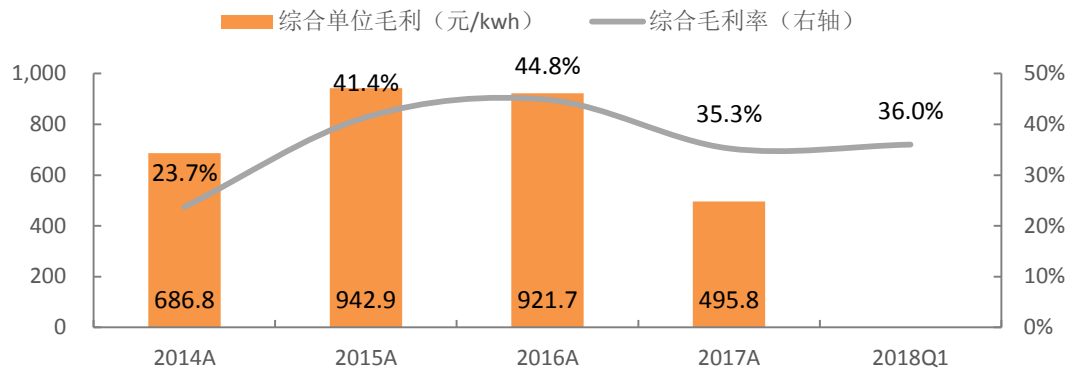
图表41 公司动力电池业务收入 18 年一季度同比增速 152%



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

动力电池收入高速增长的同时，动力电池业务毛利率出现企稳迹象；2018 年一季度公司动力电池业务平均毛利率约为 36.0%，较 17 年全年平均数据 35.3%略有回升，较 17 年下半年 34.4%左右的水平有 1.6pct 的改善。

图表42 公司动力电池业务 18 年一季度毛利率回升至 36%



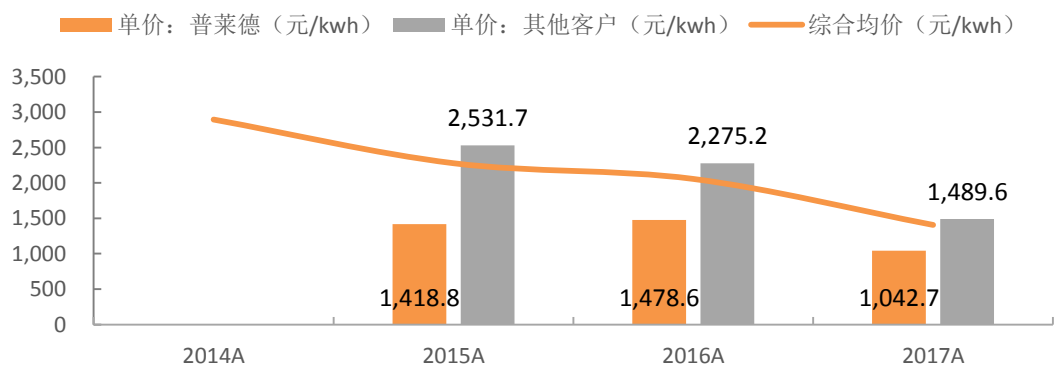
资料来源:招股说明书、平安证券研究所

开源下游：向普莱德提供电芯，借路成组拓展业务

公司除直接面向主机厂联合研发配套、提供成品电池包产品以外，也对外销售电芯及电池模组产品。北京普莱德是公司主要的初级产品客户之一，公司向普莱德销售电芯，并由北京普莱德独立进行客户拓展及销售，目前主要成功进入北汽供应链体系（北汽新能源、北汽福田等）。

由于公司向普莱德销售电芯等初级产品，因此平均售价较低；17 年公司向普莱德销售均价约为 1043 元/kwh 不含税，假设公司除普莱德外不提供电芯级产品销售，则估算公司电池组产品 17 年平均售价约为 1490 元/kwh。

图表43 公司向普莱德提供电芯等产品

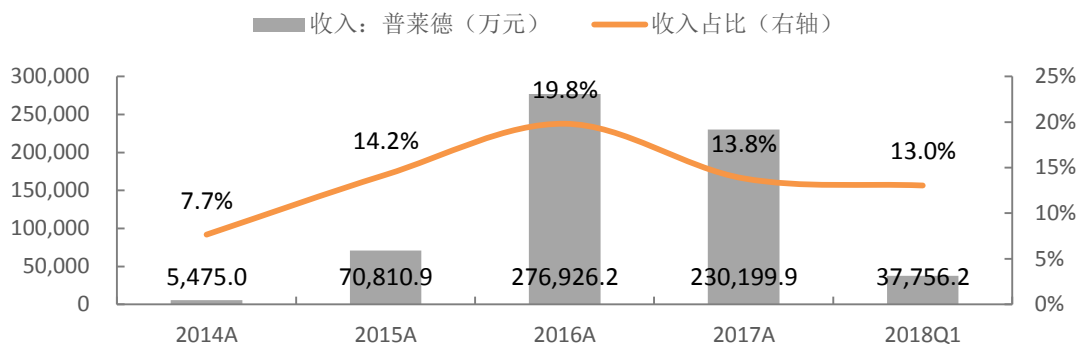


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

2017 年全年公司面向普莱德销售实现 23 亿元，占公司动力电池业务总额 13.8%；根据公司一季报审阅报告，我们估算一季度实现对普莱德销售收入 3.78 亿元，占当期公司动力电池业务总额的 13.0%，收入占比基本持平。

以 17 年面对普莱德平均售价 1043 元/kwh 不含税估算，公司 17 年对普莱德动力电池销售量约为 2.2GWh，占公司当期动力电池总出货量的 18.6%。

图表44 普莱德占公司动力电池业务比例持平至 13%



资料来源:招股说明书、公司公告、平安证券研究所

借助主机厂的 PACK 体系进行业务拓展有望作为成功经验进行复制。

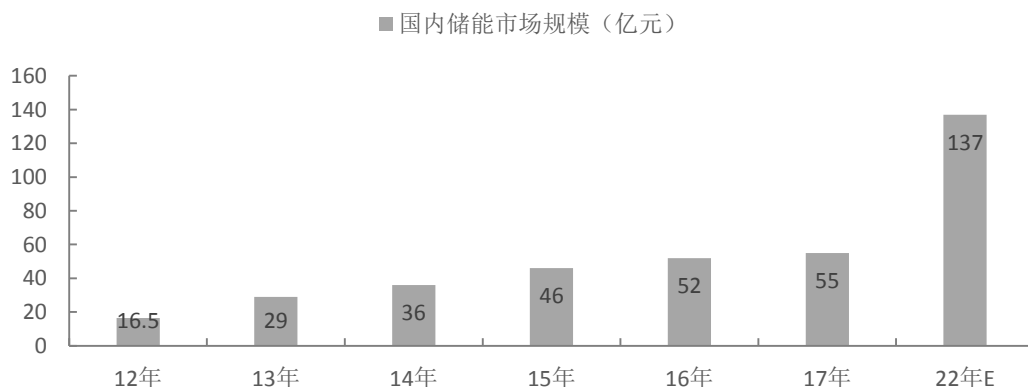
17 年公司 与上汽集团签约合资成立上汽时代及时代上汽两家公司，分别负责 PACK 环节和电芯生产环节；既可以借助整车企业在汽车电子方面的经验提升 BMS、电池包的品质，又实现了终端市场的开拓与绑定。随着后续时代上汽工厂的投产，公司有望借助上汽的电动化进程，实现市场份额的进一步提升。

其他主机厂方面长安汽车、东风汽车均已间接入股宁德时代，公司有望借此渗透进入长安福特、东风本田、东风雷诺、东风标致雪铁龙等合资品牌的新能源汽车国产化体系；公司将在合资车企新能源产品本土化、自主品牌电动化浪潮中受益。

四、 储能时代：见风起于青萍之末，蓄力之于爆发前夜

相较于动力电池市场的快速扩张，化学储能市场受制于锂电池的高成本、倍率与安全性的技术分歧等因素，目前仍处于产品导入期。GGII 统计数据显示，2017 年国内储能锂电消费量约为 3.5GWh，同比增长 11.5%；储能锂电市场规模 55 亿元，同比增长 5.8%。

图表45 国内储能锂电市场规模预计将获得复合 20%以上增速



资料来源:GGII、招股说明书、平安证券研究所

相比海外，国内民用电价相对较低，且电网稳定性强，因此国内以民电峰谷价差为利益诉求（日本、美国典型应用）和以稳定供电为利益诉求（印度等南亚、东南亚典型应用）的储能应用，目前看都不具备快速推广的可能。

随着国家推进能源清洁化而来的风电、光伏占比提升，将储能锂电作为发电端平滑发电功率的重要举措具备显著的商业意义。监管机构对售电环节购买负荷与最终匹配不一致的惩罚措施日益严厉，售电环节通过储能平抑电量需求差异以避免高额罚金也逐渐具备可操作性；随着售电改革推进，售电环节储能也具备推广可能。

图表46 公司储能产品应用于发电端、输配电、用电测等电力消费全周期



资料来源:公司主页、平安证券研究所

公司储能产品采用磷酸铁锂体系，在循环寿命和安全性方面具备一定优势；其能量密度在工业应用领域并不敏感，较被替代的铅酸电池体系仍有显著优势，且可以通过大电芯方式弥补。再加上不含小金属体系，当前成本较三元体系更有优势，未来成本下降空间也更大。

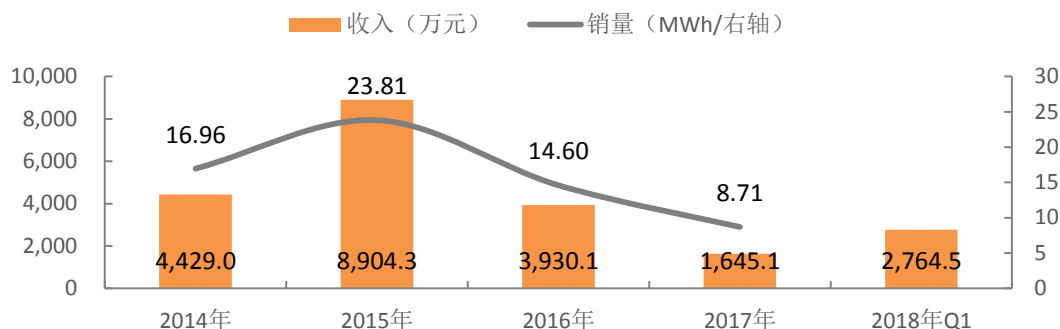
图表47 公司储能产品主要技术参数

应用领域	容量	材料	标称电压	工作电压范围	工作温度	最大充电倍率（持续）	最大放电倍率（持续）
储能	240Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		1C	1.5C
	120Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V	-30℃-55℃	1C	1C
	92Ah	磷酸铁锂	3.2V	2.5V-3.65V		2C	2C

资料来源:官方主页、平安证券研究所

公司储能业务占比不高，出货量方面 17 年仅有 8.71Mwh，贡献收入仅 1645 万元。18 年一季度公司储能业务实现收入 2765 万元；预计全年有望超过 2015 年的高点，贡献收入达到 1 亿元。

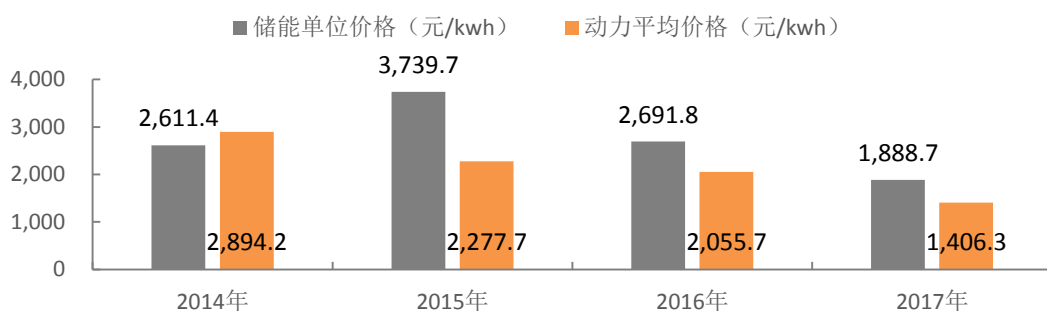
图表48 公司储能业务收入仅千万元级别



资料来源:招股说明书、公司公告、平安证券研究所

储能产品单位售价近三年均高于动力电池产品，17 年均价仍接近 2 元/wh。

图表49 近三年储能系统均价较动力电池更高

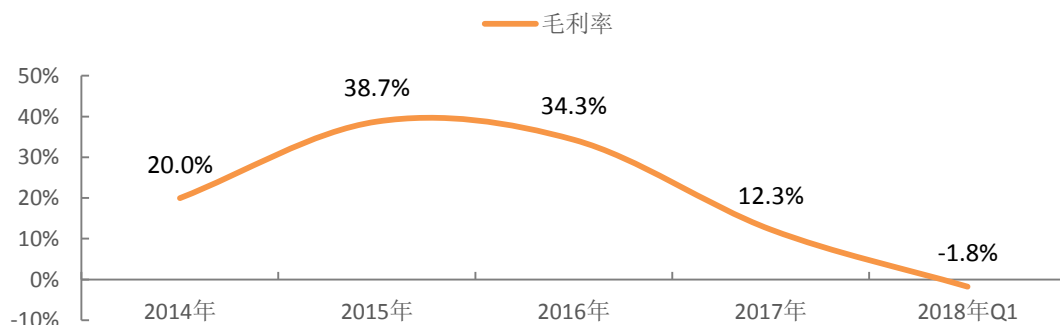


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

储能产品单位售价高于动力电池，一方面是因为动力电池产品结构中含有近 20%的低价电芯产品，另一方面是因为储能产品定制化程度高，且功能性需求更多的零部件，因此售价更高。

尽管储能产品单位售价较动力电池高，但是小批量高成本导致该业务毛利率快速下滑；截至 17 年储能业务毛利率仅有 12.3%，公司一季度审阅报告显示储能业务毛利率仅为 -1.8%。我们预计主要是因为一季度公司清理部分 17 年高成本库存的因素。

图表50 储能电池产品毛利率下滑较快，18 年一季度亏损



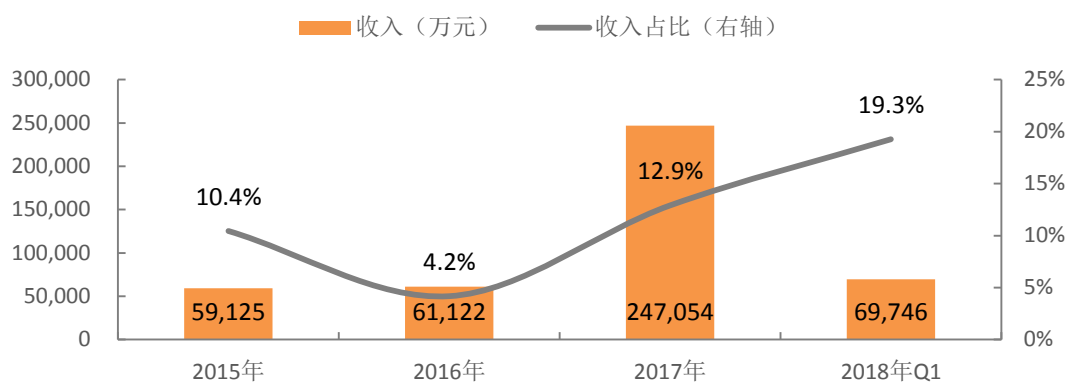
资料来源:公司公告、平安证券研究所

考虑到储能业务当前仅有不足亿元规模，储能业务负毛利率对公司影响有限；随着储能业务规模扩张带来的规模化效应，以及公司高成本库存清理完毕，公司储能业务将实现盈亏平衡。

五、 材料时代：提前布局着眼回收，锁定资源保障供给

公司材料业务主要依托广东邦普实现。公司2013年通过控股子公司宁德和盛公司取得广东邦普35%股权，并在2015年通过股权收购及增资方式取得广东邦普控股权。2017年材料业务贡献收入近25亿元，占比约为13%；18年一季度，材料业务收入近7亿元，收入占比近20%。

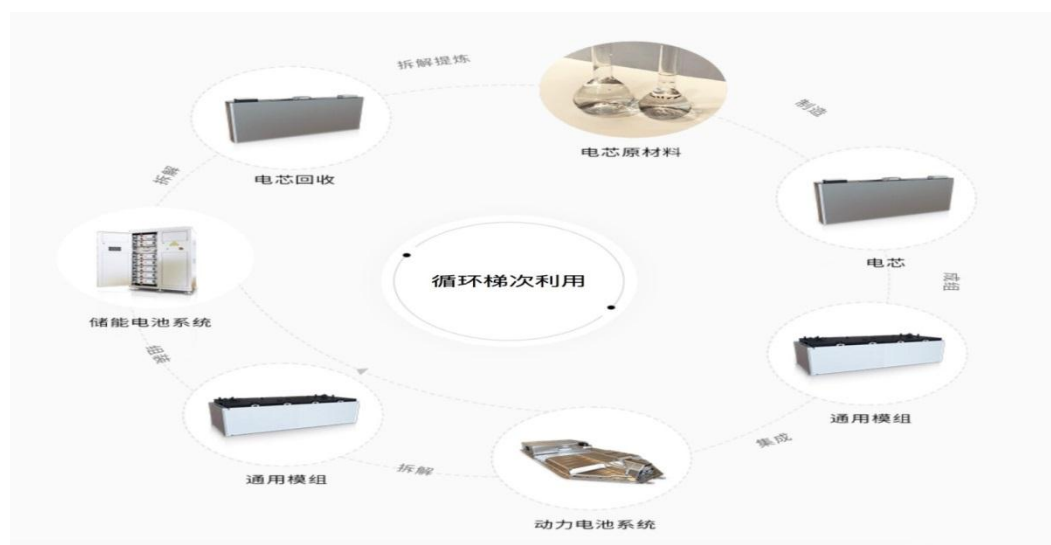
图表51 17年材料业务收入占比近20%



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

广东邦普通过湿法冶金回收废旧锂电池中的Co、Ni、Li等有价金属，并提供提纯、合成等工艺生产三元前驱体，实现有价金属资源的循环利用；在梯次利用储能环节之后，完成公司电池全生命周期循环利用体系的补全。

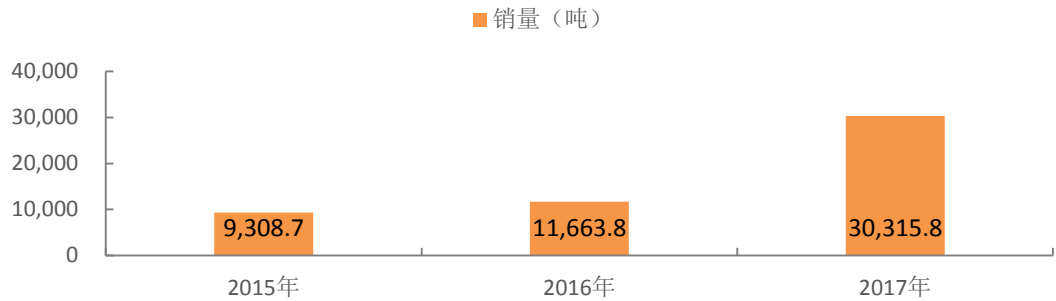
图表52 公司于电池循环体系已实现闭环



资料来源:公司主页、平安证券研究所

2017 年公司电池材料销售超过 3 万吨，同比增长 160%；其中三元前驱体销量达 1.49 万吨。

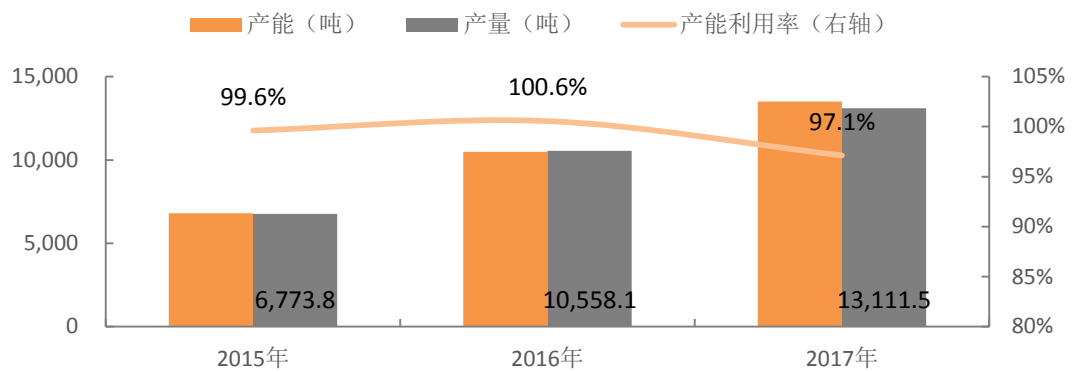
图表53 公司 17 年实现电池材料销售超 3 万吨



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

公司目前三元前驱体产能仅 1.35 万吨，其中 17 年实现产量 1.31 万吨，产能利用率达到 97%；公司前驱体产能利用率保持高位。

图表54 公司三元前驱体产能利用率保持满开



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

由于广东邦普、湖南邦普生产基地历经多次扩产技改，除三元前驱体产品外，还产出氯化钴、碳酸锂、金属铝、十水硫酸钠等多种产品，因此产品的单位价值和盈利并不稳定。受益于金属 Co 价格的提升，公司材料业务平均价值在 17 年下半年达到 8.36 万元/吨。

图表55 邦普材料产出结构较为复杂，历经多次扩建技改，后续产能扩建规模较大

公司	产品	产能 (吨)	备注
湖南邦普	氯化钴	2500	
	硫酸镍	1500	中间产物，内部消耗
	三元前驱体	13150	规划新增 36000 吨
	碳酸锂	3000	技改项目，规划新增 7000 吨
	金属铝	1000	技改项目
	十水硫酸钠	9000	技改项目，副产品
广东邦普	三元材料	12000	原始规划
	钴酸锂	3000	原始规划

资料来源:广东省政府网站、湖南省政府网站、平安证券研究所

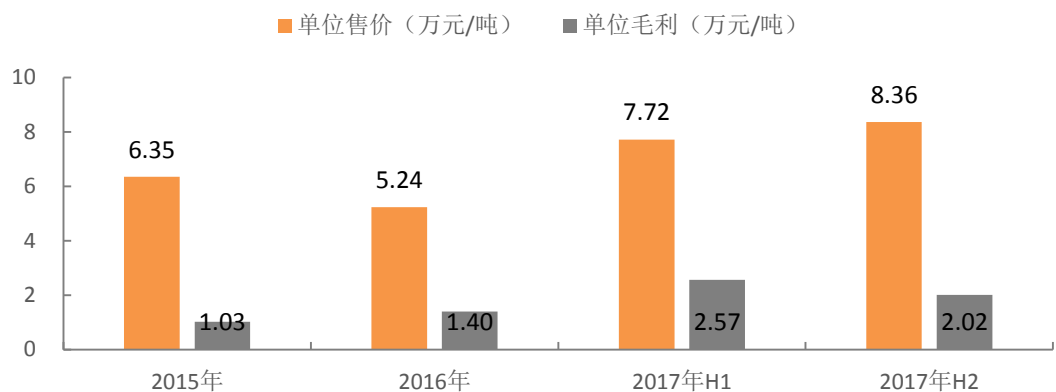
2016年10月，格林美与邦普签订5年期三元正极材料前驱体加工合作协议，初步规划年加工量不低于1万吨；2017年10月，格林美与邦普等合资设立湖北格林邦普，规划建设2万吨三元正极材料产能，预计在18年年内投产，邦普持股比例32%，并提供技术服务。

国内两大锂电回收企业通力合作，将为公司三元前驱体及Co/Ni金属资源需求提供强力保障。

公司材料业务单位毛利自15年开始逐步上升，17年上半年达到2.57万元/吨，17年下半年下滑至2.02万元/吨；材料业务毛利率也在17年上半年达到33.3%高点，下半年下降至24.1%。

公司一季报审阅报告显示，18年一季度公司材料业务毛利率回落至21%水平。

图表56 公司材料业务单位毛利17年下半年有所下滑

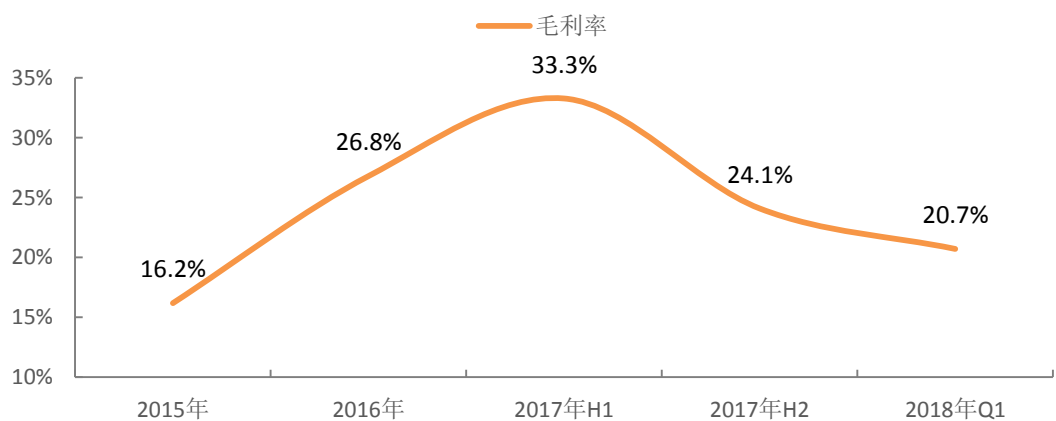


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

我们推测，公司材料业务毛利率下降的主要原因，一方面是前期钴价快速上涨期间产生的库存收益逐步消化，正极材料及前驱体行业通常采用成本加成定价方式，金属价格增长停滞后期毛利率将回归正常水平；另一方面随着钴价上涨，公司原材料获取价格也将同步上升，进一步加快公司材料业务毛利率的回落。

另外，公司前驱体历经外部定制加工后重新成为公司重要原材料，盈利能力并非材料业务的核心诉求，保障供给的稳定性和稀缺金属资源的可持续性是公司拓展材料业务的主要目的。

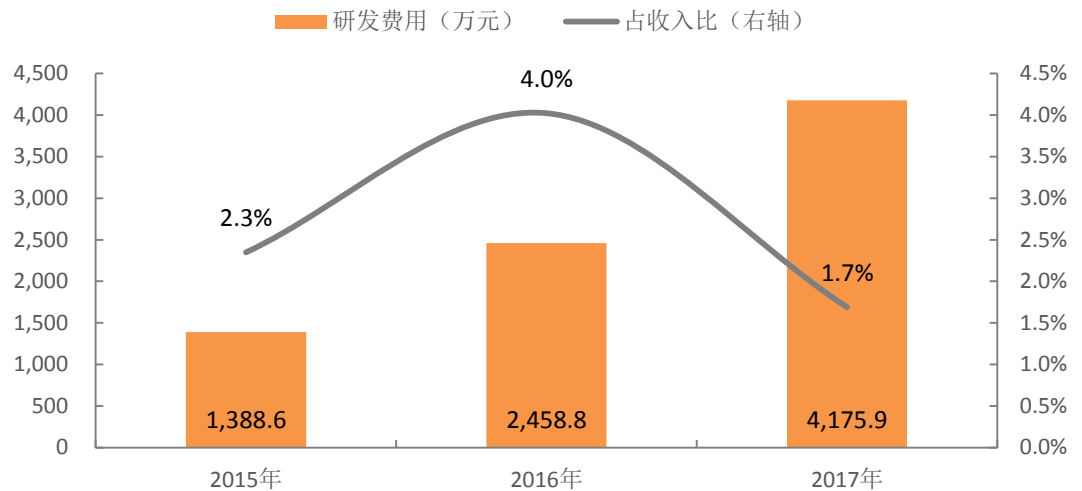
图表57 公司材料业务毛利率一季度下滑至21%



资料来源:招股说明书、公司公告、平安证券研究所

由于公司材料业务并非以火法为核心正极材料业务，而是以湿法冶金、共沉淀工艺为核心的前驱体制备业务，因此公司在材料业务方面投入的研发费用相对较低。17年公司材料业务研发费用仅4176万元，占材料业务收入比例仅为1.7%。

图表58 公司材料业务研发费用占收入比例仅为1.7%



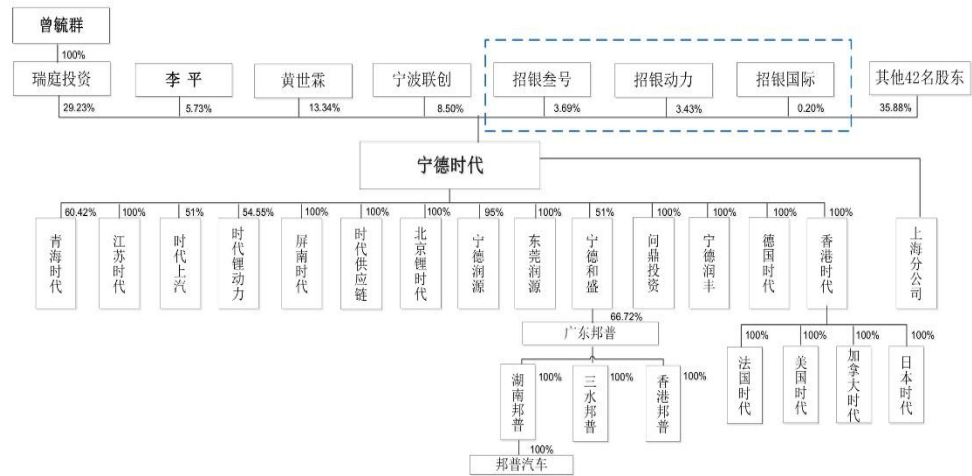
资料来源:招股说明书、平安证券研究所

六、 格局时代：纵向布局有的放矢，环节开放引入活水

宁德时代之所以能获得突出的成功，重要的原因就是在其自身定位与格局，从历史来看，公司已具备同韩国 LG 化学比肩的企业格局：

- 定位为产业链引领者，而非简单的参与者，则懂得取舍之间有所得；布局上游为技术储备为资源稳定供给，而非为利润内化，则肯分享利润空间，继而打开关键环节允许产业链对应环节优秀企业参与，引入源头活水保持开放，引入优秀的合作伙伴保持技术领先性。正如公司布局前驱体而开放正极，培育隔膜涂覆工艺而开放隔膜加工；一如 LG 有 LGC 正极而开放正极体系，有涂覆专利而引入 Toray 涂覆加工。舍小利，则不必“问渠哪得清如许”。
- 格局为与全球强者同台竞技，而非着眼国家补贴，则目光长远不囿于短时之利，勇于巨额投入提前研发引导产业进步，正如公司铁锂提前做到极致，三元亦同期推进；不囿于自身环节所在，勇于置自身于客户处境共体难点，正如公司投资 Valmet 深入了解主机厂思维，一如 LG 旗下 LG Electronics 驻地密歇根通力配合雪佛兰开发 Volt/Bolt。谋长远，则能“梅花香自苦寒来”。

图表59 公司发行前股权结构图，公司参与环节包含电芯、PACK、前驱体、整车研发等环节



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

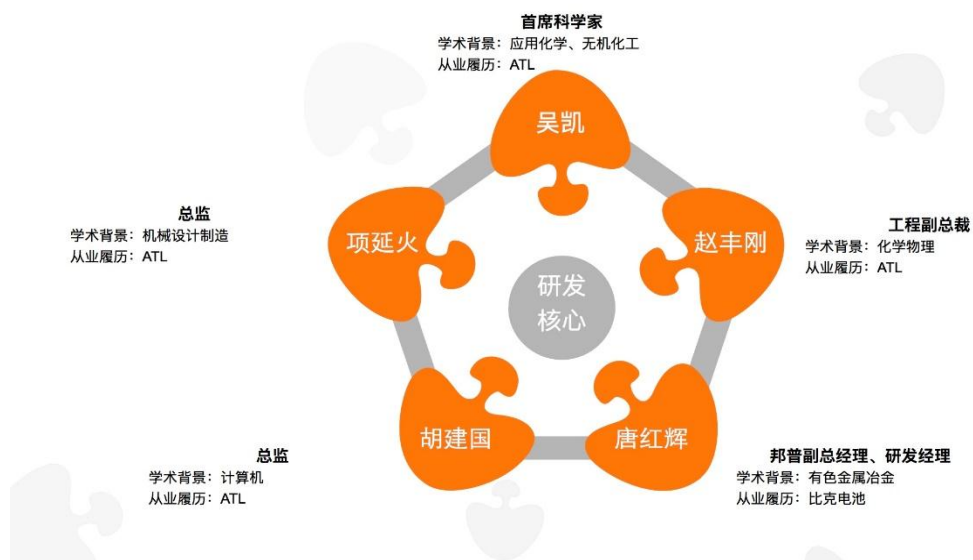
目光长远，方笃定三元路线是中期必由之路

公司13年开始关注三元前驱体及钴金属资源回收，其时国内主推磷酸铁锂技术路线、主要客户群体还是商用客车，新能源乘用车销量当年占新能源车销量比仅为28%创历史最低；钴价还处于自2008/2010年以来漫长下跌周期的末尾。13年并购广东邦普，正是公司远见卓识的体现。

传承不辍，缔造优秀核心团队

公司核心研发团队五位成员研究领域覆盖电池、BMS、结构件、正极材料等领域，基本完成了动力电池领域本身的全面覆盖；五位核心员工中四位曾就职ATL，具备全球顶级消费锂电企业的传承。

图表60 公司五位核心员工研究领域覆盖电池、结构件、BMS、正极材料等领域

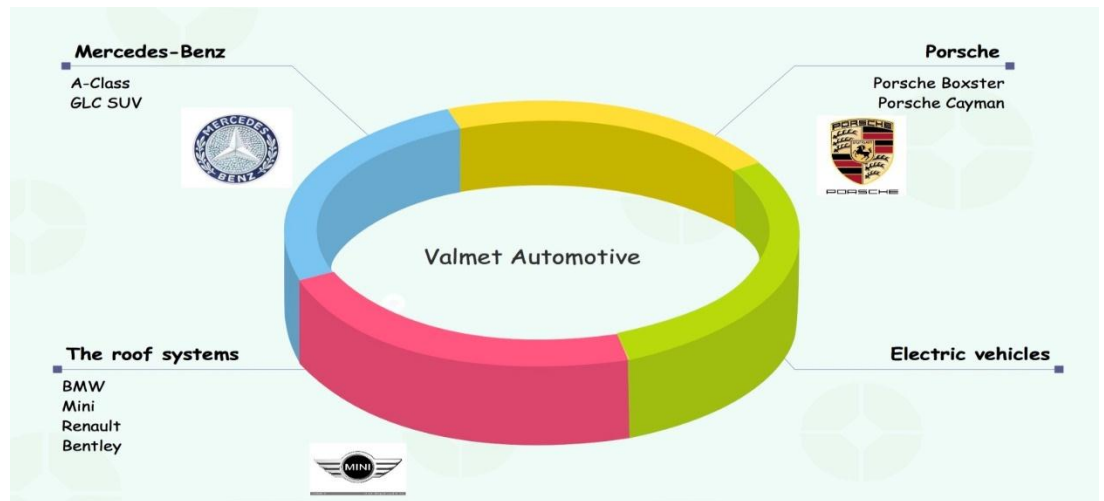


资料来源:招股说明书、平安证券研究所

通感客户，解决痛点实现业务拓展

2017 年公司投资 3000 万欧元通过香港时代获得 Valmet Automotive 公司 23.08% 股权。Valmet 是国际知名整车生产企业，具备整车开发能力；是保时捷、奔驰等著名品牌的代工企业。公司以近 2 亿元人民币投资具备整车开发能力的企业，深切了解全新纯电平台设计对动力电池企业的核心要求。

图表61 Valmet 具备底盘研发能力，是被认可的整车代工企业



资料来源:Valmet 主页、平安证券研究所

2017 年公司获得奔驰新能源车新平台 EQ 的国产化订单，2018 年获得大众集团的新能源车 MEB 平台国产化订单，与公司出色的独立产品品质和优秀的联合解决方案密不可分；公司成功实现了欧洲业务的开拓与发展。

走出国门参与全球化的竞争，将不再仅仅是精益生产、成本控制的竞争，而是立足于企业格局、企业眼光的企业基因之争，视野之争。公司无疑已经在这一方面做到了比肩 LG 等海外动力锂电巨头，未来的海外市场公司大有可为。

七、 投资要点

宁德时代是中国目前唯一能够直面 LG、SDI 等海外企业竞争的动力电池超一线企业，在国内市场的市场份额、技术实力、客户结构方面具备显著领先优势。公司已经获得奔驰、宝马、大众、日产、PSA、起亚等企业的动力电池订单，公司具备极强的海外客户拓展能力。公司布局新能源汽车产业链核心环节，并开放产业链竞争，保持开放环节技术领先；投资 Valmet 直面整车痛点，保持客户同步研发拓展能力。公司 IPO 融资扩建 24GWh 湖西锂电项目，为后续合资新能源车型国产化、自主车企电动化提供产能支持。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别 1.51/1.84/2.31 元，对应公司 IPO 发行价 25.14 元 PE 分别为 16.6/13.7/10.9 倍；首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

八、 风险提示

1) 外资/合资企业订单执行进度不及预期的风险，公司目前已经获得奔驰、宝马、大众、日产等多家企业远期订单，如订单实际交付速度不及预期，将影响公司产能释放节奏和产量增速；

- 2) 金属价格波动风险，公司 20%业务收入由材料业务贡献，若金属价格快速下跌，将影响公司收入增速和利润水平；
- 3) 国内市场开放风险，LG 等韩国企业已进入行业协会动力电池白名单，若 LG 等进入国内市场加速，将影响公司国内市场份额；
- 4) 补贴政策风险，国家补贴政策金额如果下降速度超出预期，将引发动力电池价格快速下降，影响公司收入水平和毛利率。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	33033	42601	56190	65361
现金	14081	23350	23361	25378
应收账款	6919	10988	14322	21989
其他应收款	91	255	233	467
预付账款	306	206	518	521
存货	3418	2916	6402	7460
其他流动资产	8219	4887	11355	9546
非流动资产	16630	16536	19759	23814
长期投资	791	1406	2016	2626
固定资产	8219	7865	9839	12559
无形资产	1409	1598	1826	2054
其他非流动资产	6210	5666	6078	6574
资产总计	49663	59137	75949	89175
流动负债	17890	18925	31918	40221
短期借款	2245	2245	2245	2245
应付账款	4978	5828	10070	13583
其他流动负债	10667	10852	19603	24393
非流动负债	5302	4876	4537	4227
长期借款	2129	1703	1364	1054
其他非流动负债	3173	3173	3173	3173
负债合计	23192	23801	36454	44447
少数股东权益	1770	1889	2049	2273
股本	1955	2172	2172	2172
资本公积	15355	20599	20599	20599
留存收益	7143	10546	14705	19938
归属母公司股东权益	24701	33447	37446	42454
负债和股东权益	49663	59137	75949	89175

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2341	4313	3981	7256
净利润	4194	3403	4160	5232
折旧摊销	1381	1082	1318	1766
财务费用	42	-488	-443	-300
投资损失	-1344	-359	-445	-556
营运资金变动	-2203	676	-608	1115
其他经营现金流	271	0	0	0
投资活动现金流	-7636	-628	-4097	-5263
资本支出	7180	-709	2613	3444
长期投资	-1218	-615	-610	-610
其他投资现金流	-1673	-1953	-2093	-2429
筹资活动现金流	8933	5584	126	24
短期借款	1019	0	0	0
长期借款	1827	-426	-339	-310
普通股增加	1342	217	0	0
资本公积增加	3746	5244	0	0
其他筹资现金流	999	549	465	334
现金净增加额	3624	9269	10	2017

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19997	25155	35555	51010
营业成本	12740	16889	24846	36966
营业税金及附加	96	120	212	292
营业费用	796	1123	1553	2173
管理费用	2956	3732	4752	6073
财务费用	42	-488	-443	-300
资产减值损失	245	300	350	400
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1344	359	445	556
营业利润	4832	3838	4729	5963
营业外收入	19	81	90	95
营业外支出	3	5	6	4
利润总额	4848	3914	4813	6054
所得税	654	511	653	822
净利润	4194	3403	4160	5232
少数股东损益	316	119	160	225
归属母公司净利润	3878	3284	3999	5008
EBITDA	6083	4634	5617	7265
EPS (元)	1.79	1.51	1.84	2.31

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	34.4	25.8	41.3	43.5
营业利润(%)	50.4	-20.6	23.2	26.1
归属于母公司净利润(%)	36.0	-15.3	21.8	25.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	36.3	32.9	30.1	27.5
净利率(%)	19.4	13.1	11.2	9.8
ROE(%)	15.8	9.6	10.5	11.7
ROIC(%)	13.2	7.9	8.7	10.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	46.7	40.2	48.0	49.8
净负债比率(%)	-35.3	-53.7	-48.9	-48.3
流动比率	1.8	2.3	1.8	1.6
速动比率	1.7	2.1	1.6	1.4
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.79	1.51	1.84	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	5.06	1.99	1.83	3.34
每股净资产(最新摊薄)	11.37	15.40	17.24	19.54
估值比率	-	-	-	-
P/E	14.1	16.6	13.7	10.9
P/B	2.2	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.9	8.4	6.9	5.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033