

2018年08月26日

证券研究报告·公司研究报告

宁德时代(300750) 电气设备

增持(维持)

当前价: 68.80元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全球布局，强者恒强

投资要点

- **天时地利人和，铸就全球动力电池王者。**公司2011年成立以来，电动化浪潮席卷，政策推动加速发展，公司深度受益，所谓天时。公司发展初期，背靠大股东ATL(宁德时代新能源科技有限公司，苹果手机电池最大供应商)在消费动力电池领域的龙头地位，获得了宝马寻求合作的机会，从而初步奠定了宁德时代在动力电池领域的地位，所谓地利。公司管理层以董事长曾毓群为核心，曾毓群等1999年即创建ATL，(2005年被日本TDK收购)，管理层在电池领域的开发与管理经验丰富，所谓人和。2017年，公司动力电池出货量达到11.84Gwh，市场份额全球第一，成为全球动力电池王者。
- **行业整合加速，强者市占率提升。**新能源补贴政策持续调整，总体呈现技术门槛提升，补贴金额下降趋势，从而加剧行业竞争。2017年补贴大幅退坡，且非个人用户购买的新能源汽车申请补贴，累计行驶里程须达到3万公里，致使新能源整车盈利能力以及现金流承压，给中游动力电池带来降价压力以及资金压力。2018H1补贴政策进一步调整，乘用车高续航化带动高镍三元电池需求旺盛，呈现高端三元电池需求旺盛，低端电池需求不足的局面。众多下游整车厂商，面对政策调整，为保障满足要求的电池得到稳定的供应保障，选择与宁德时代合作，使得公司市占率过去两年持续提升，2016年、2017年、2018H1市占率分别为22%、29%、40%，预计2019年、2020年补贴政策持续调整，对动力电池要求逐步提升背景下，公司市占率仍将稳定提升。
- **面向全球，强者更强，长期看好公司发展。**随着新能源汽车补贴逐步退坡直至退出，动力电池将面临来自国外动力电池厂商的竞争压力。我们认为，尽管短期公司动力电池技术、成本与国外龙头企业或存在一定差距，但当前公司出货量已经达到全球第一，市值超千亿元，公司能够通过超强度的研发投入较快缩短技术差距，通过规模扩大提升效益、降低成本，通过与上汽、广汽、宝马等合资合作绑定客户，提升全球竞争力，长期看好公司在动力电池领域的发展。
- **盈利预测与投资建议:**公司作为全球动力电池全球王者，市占率持续提升，强者更强。预计2018-2020年EPS分别为1.65元、2.03元和2.24元，对应PE为42倍、34倍、31倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:**新能源汽车开拓不及预期，业绩受到拖累的风险；上游原材料大幅度涨价，毛利率大幅下滑的风险等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19996.86	27211.73	32682.87	40515.64
增长率	34.40%	36.08%	20.11%	23.97%
归属母公司净利润(百万元)	3877.95	3664.30	4518.83	4999.51
增长率	35.98%	-5.51%	23.32%	10.64%
每股收益EPS(元)	1.74	1.65	2.03	2.24
净资产收益率ROE	15.84%	13.15%	13.98%	13.42%
PE	40	42	34	31
PB	5.79	5.08	4.38	3.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 石川

执业证号: S1250518070001

电话: 023-67898871

邮箱: sc@swsc.com.cn

分析师: 谭菁

执业证号: S1250517090002

电话: 010-57631196

邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 刘洋

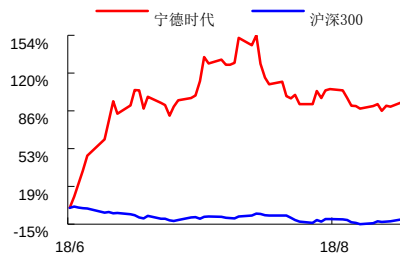
电话: 021-58351909

邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 丁逸朦

邮箱: dym@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.72
流通A股(亿股)	2.17
52周内股价区间(元)	36.2-91.77
总市值(亿元)	1,494.64
总资产(亿元)	554.44
每股净资产(元)	14.19

相关研究

1. 宁德时代(300750): 动力电池绝对龙头，保持行业领先 (2018-08-24)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 天时地利人和，铸就全球动力电池王者	1
1.1 天时：电动化浪潮席卷，政策推动加速发展	1
1.2 地利：以史为鉴，从 0 到 1，步步为营	3
1.3 人和：核心员工享公司发展红利，股权激励理顺员工激励机制	4
1.4 超高速增长，出货量全球第一，市值过千亿	6
2 行业竞争加剧，整合有望提速	8
2.1 补贴政策逐步退出，行业面临整合	8
2.2 动力电池技术要求逐步提升，行业整合或将加剧	10
3 龙头强者恒强，看好公司后续发展	12
4 毛利率短期承压，静待后补贴时代到来	17
5 盈利预测与估值	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 国内新能源汽车历年产量情况 (万辆)	1
图 2: 国内新能源汽车历年销量情况 (万辆)	1
图 3: 国内动力电池历年出货量 (Gwh)	1
图 4: 双积分政策助力国内新能源汽车持续发展	2
图 5: 宁德时代的发展大致经历 3 个阶段	3
图 6: ATL 在消费电池领域的主要客户	4
图 7: 当前 ATL 股权结构	4
图 8: CATL 股权结构及旗下控股企业情况	5
图 9: 2017 年国内动力电池市场份额 (销量)	6
图 10: 2017 年全球动力电池市场份额 (销量)	6
图 11: 公司历年营收及增速	6
图 12: 公司历年归母净利润及增速	6
图 13: 公司历年毛利率变动情况	7
图 14: 公司历年期间费用率变动情况	7
图 15: 宁德时代市值占据创业板榜首	7
图 16: 宁德时代在动力电池板块估值处于高位	7
图 17: 动力电池价格持续下降	8
图 18: 行业毛利率持续下降	8
图 19: 主要动力电池上市公司应收账款/营业收入情况	9
图 20: 2018 年高级别车型占比逐步提升	11
图 21: EV 乘用车续航里程逐步提升 (根据免购置税目录统计)	11
图 22: 动力电池技术路线图	11
图 23: 不同型号三元电池能量密度对比 (Wh/kg)	12
图 24: 松下电池能量密度对比 (Wh/kg)	12
图 25: CATL 市场份额有望持续提升	12
图 26: 2017 年国内主流电池厂商配套客户数量对比	13
图 27: 2017 年国内主流电池厂商配套车型数量对比	13
图 28: CATL 全球布局情况	14
图 29: 2017 年供应商采购占比情况	15
图 30: CATL 研发人员数量领先行业竞争者	16
图 31: CATL 电池能量密度处于行业领先地位 (2017 年)	16
图 32: CATL 能量密度发展图	16
图 33: CATL 历年产能利用率情况	17
图 34: CATL 历年产能及预测	17
图 35: CATL 电池价格变动趋势	18

表 目 录

表 1: 企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法	2
表 2: 核心高管简介	5
表 3: 2017 年新能源汽车补贴变动情况	8
表 4: 沃特玛动力电池配套情况 (按装载量)	9
表 5: 2017 年部分动力电池厂商分技术路线配套情况 (亿 Wh)	10
表 6: 2018 年新能源汽车补贴调整情况	10
表 7: CATL 配套客户情况	13
表 8: 公司部分供应商情况	15
表 9: 公司部分供应商情况	18
表 10: 全球钴原料供应情况	19
表 11: 国内三元电池对钴需求量测算	20
表 12: 分项目盈利预测	20
表 13: 可比公司估值情况 (2018/8/26)	21
附表: 财务预测与估值	22

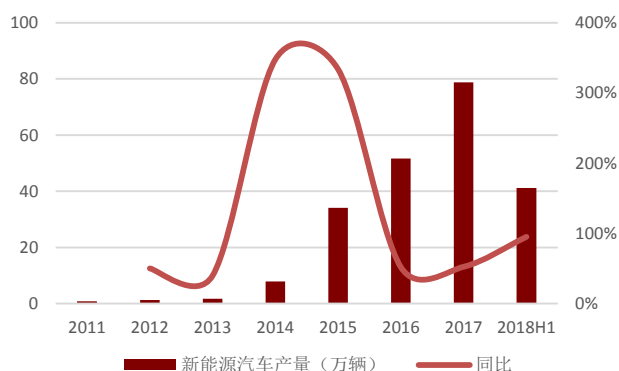
1 天时地利人和，铸就全球动力电池王者

宁德时代 (CATL) 主要从事新能源汽车动力电池的研发与销售，主要产品涵盖了市场上主流的磷酸铁锂和三元动力电池。在新能源汽车快速发展的背景下，宁德时代紧跟汽车电动化的浪潮，凭借领先的产品技术，迅速成长为全球动力龙头，并成为国内独角兽企业的代表。

1.1 天时：电动化浪潮席卷，政策推动加速发展

政策助力新能源汽车产业成长：2017 年国内新能源汽车销量达到 77.2 万辆，同比增长 52%，从 2009 年国家开始新能源汽车推广试点以来，新能源汽车保持了高速的发展。而在新能源汽车快速普及的背景下，从顶层设计，到补贴激励，再到双积分政策的强制推动，政策对新能源汽车销量的快速增长起到了至关重要的作用。

图 1：国内新能源汽车历年产量情况（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

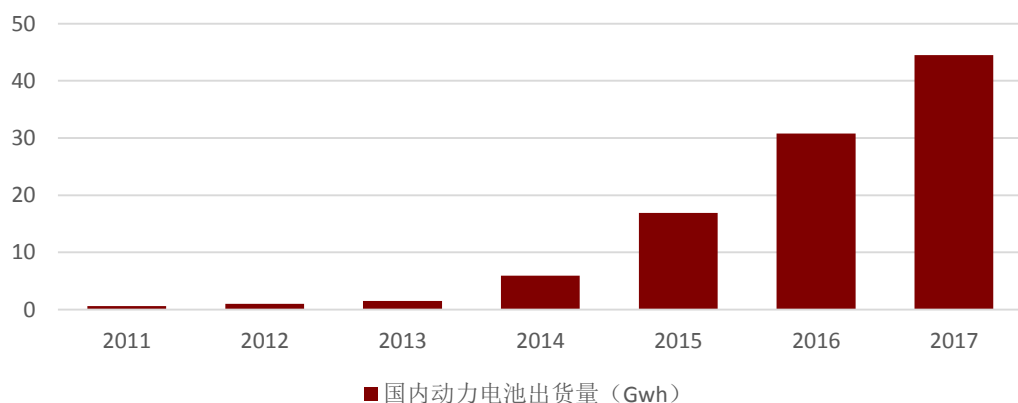
图 2：国内新能源汽车历年销量情况（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

需求与政策双助力，国内动力电池厂商迎发展契机：伴随着新能源汽车的快速发展，动力电池作为新能源汽车的核心零部件，其需求量得到了大幅度的提升。同时，新能源汽车作为国内实现汽车产业弯道超车的重要路径，政策对于新能源汽车核心零部件同样大力支持，尤其是新能源汽车推广目录与《汽车动力蓄电池规范条件》的绑定，为国内动力电池企业的发展创造了良好的环境。

图 3：国内动力电池历年出货量（Gwh）



数据来源：高工锂电，西南证券整理

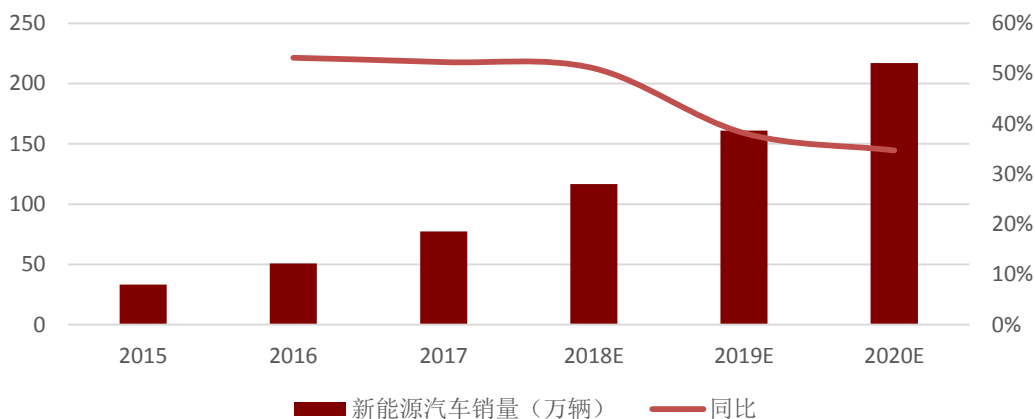
双积分政策接棒，新能源汽车发展仍具保障：2017 年 9 月工信部出台《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，其主要内容就传统燃料车消耗量积分和新能源汽车积分的核算，目标、抵扣和管理等方面做了细致的规定。其中，2019 年-2020 年新能源汽车积分比例分别为 10%和 12%。我们认为，在补贴政策逐步退出的情况下，双积分政策的出台，为新能源汽车发展再次提供了政策支持，并且完成了政策从鼓励到强制发展新能源汽车的转变，也体现了国家层面大力发展新能源汽车的决心。

表 1：企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法

	传统燃料车积分	新能源汽车积分
核算标准	企业平均燃料消耗量达标值与实际值的差额与该企业年度车型核算数量的积	(1) 企业新能源汽车积分实际值为企业在核算年度生产或进口的新能源乘用车车型分值与对应的生产或进口量乘积和计算得出的积分总量。 (2) 企业新能源汽车积分目标值为企业核算年度传统能源乘用车产量或进口量与新能源汽车积分比例目标要求的乘积。
目标		2019 年-2020 年新能源汽车积分比例分别为 10%和 12%。
抵偿方法	(1) 燃料消耗量积分结转； (2) 新能源汽车积分抵偿； (3) 接受转让的燃料消耗量积分； (4) 购买新能源汽车积分	新能源汽车负积分抵偿归零方式为向其他企业购买新能源汽车正积分，购买的新能源汽车正积分仅限企业当年度使用，不允许再次出售。
惩罚措施	燃料消耗量负积分未抵偿企业，暂停受理综合工况燃料消耗量达不到 GB27999 车型燃料消耗量目标值的新产品公告申报，暂停部分高油耗车型的生产，直至企业年度预期产生的油耗正积分可以平衡企业未抵偿的油耗负积分。	新能源汽车负积分未抵偿企业，暂停部分高油耗车型的生产，直至下一年度传统能源乘用车产量较核算年度减少的数量不低于未抵偿负积分数量。

数据来源：工信部，西南证券整理

图 4：双积分政策助力国内新能源汽车持续发展



数据来源：中汽协，西南证券整理

1.2 地利：以史为鉴，从 0 到 1，步步为营

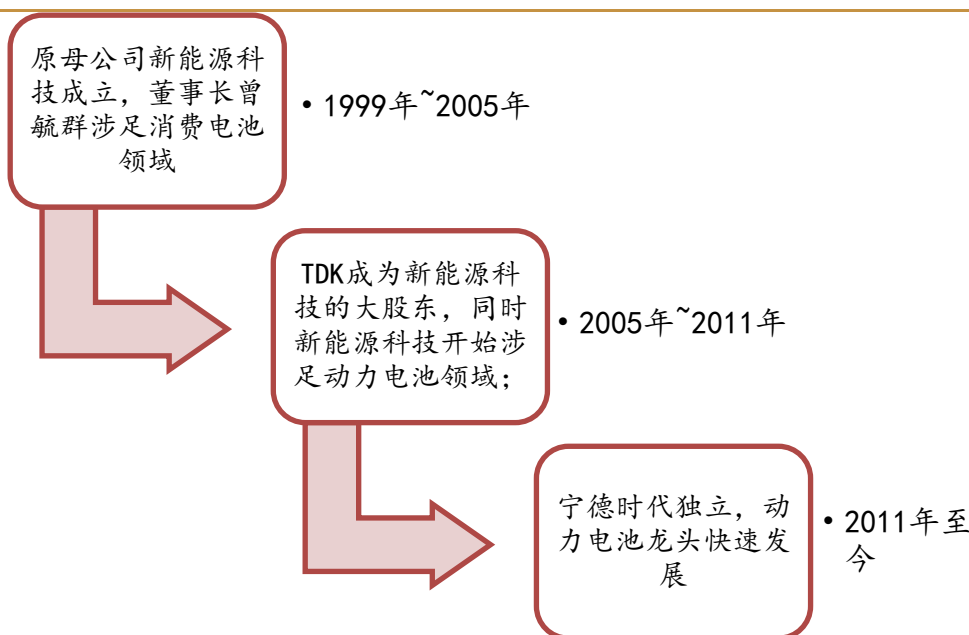
参考宁德时代的前生今世，其发展路径大体可以分为三个阶段：

(1) 1999 年~2005 年，原母公司新能源科技从起步到发展，创始人曾毓群涉足消费电池领域；

(2) 2005 年到 2011 年，日本电子领域领先企业 TDK 成为新能源科技的大股东，同时新能源科技开始涉足动力电池领域；

(3) 2011 年至今，新能源科技动力电池分部独立出来成立宁德时代，宁德时代逐步成为全球动力电池龙头。

图 5：宁德时代的发展大致经历 3 个阶段



数据来源：招股说明书，西南证券整理

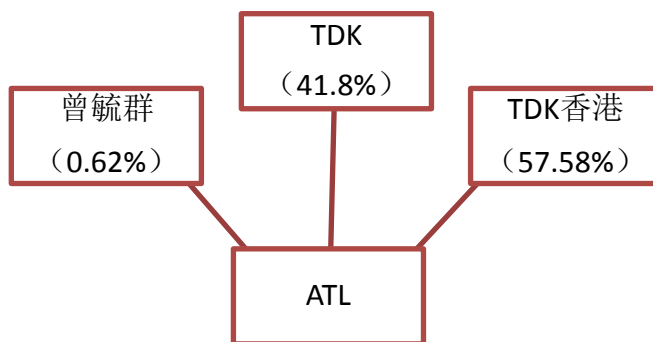
第一阶段：董事长曾毓群涉足消费电池领域： 1999 年之前，公司董事长曾毓群为香港新科实业的研发总监（其母公司现为 ATL 大股东 TDK）。在国内手机爆发元年前夕，1999 年曾毓群正式涉足消费电池领域，并成立了 ATL。当时 ATL 主要产品为聚合物软包电池，技术来源为美国贝尔实验室的聚合物锂电池的专利授权，与此同时曾毓群及其团队攻克了软包电池长时间使用后鼓气的技术难点，产品质量得到了保障。2004 年凭借出色的产品质量，ATL 成为了苹果手机的电池供应商，同年也成为了 ATL 消费类电池发展的转折点之一。截至目前，ATL 已经成为了苹果、华为、OPPO、Vivo、小米等主流手机厂商的电池供应商，聚合物电芯出货量常年据全球第一，并且 ATL 在消费类电池长时间的技术积累也为其涉足动力电池领域奠定了坚实基础。

图 6: ATL 在消费电池领域的主要客户



数据来源: 搜狐科技, 西南证券整理

图 7: 当前 ATL 股权结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

第二阶段: 背靠 TDK, ATL 开始涉足动力电池领域: 2002 年之后, ATL 由于扩大规模需要资金注入从而引入了较多风投资金。随后消费电池竞争加剧, 原股东部分退出, 日本电子工业巨头 TDK 于 2005 年以 1 亿美金的对价 100%控股 ATL, 成为了 ATL 后续发展的资金方。2008 年, 经过了 3 年的酝酿, ATL 内部成立了动力电池团队 (CATL 前身), 创始人曾毓群和现 CATL 副董事长黄世霖为主要发起人, 其中黄世霖在动力电池成立之初在 ATL 从事车载动力电池及动力电池管理系统研发工作, 在动力电池爆发前夕, 为 CATL 后续的发展打下了基础。

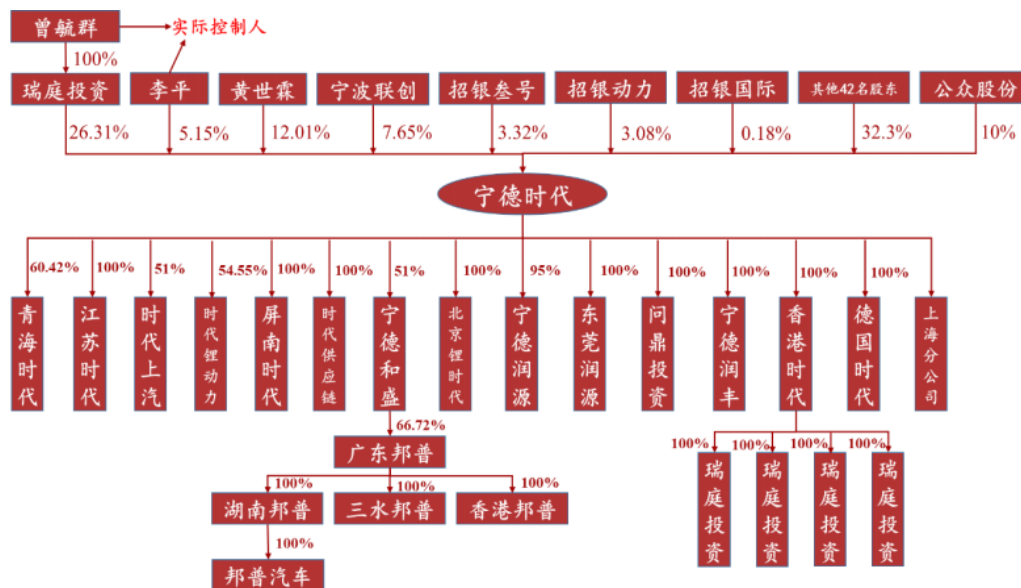
第三阶段: CATL 独立, 逐步成为全球动力电池龙头: 2009 年开始国家开始大力推广新能源汽车, 2011 年新能源客车市场开始发力。但当时国家意图在新能源汽车领域培育出全球领先的企业, 在核心零部件动力电池方面, 外商独资企业无法生产动力电池, 因此 ATL 将动力电池业务独立出来, 成立了现在的 CATL (2012-2015 年 10 月 ATL 通过旗下宁德新能源持有 CATL15%股权, 2015 年 ATL 母公司 TDK 退出动力电池领域, 将 15%的股权转让给了宁波联创)。2011 年独立出来的 CATL 攻克了华晨宝马动力电池的技术标准, 成为了华晨宝马之诺的供应商, 为后续的市场开拓积累了口碑。2014 年, CATL 成为了宇通客车和北汽新能源的电池供应商, 正式开始了产业配套。截至 2017 年 CATL 全年出货量已经达到了 11.84Gwh, 成为了全球动力电池龙头企业。

1.3 人和: 核心员工享公司发展红利, 股权激励理顺员工激励机制

公司高管深耕电池领域, 员工持股比例较高: 公司董事长曾毓群为当前消费电池领域龙头企业 ATL 的创始人, 并且副董事长黄世霖深耕电池领域多年, 具有丰富的经验。与此同时, 多名高管有着顶级咨询机构的从业经历, 对于未来公司的战略规划将起到良好的促进作用。

目前公司大股东宁波梅山保税港区瑞庭投资有限公司持有 CATL26.31%的股权 (董事长曾毓群拥有其 100%股权), 李平先生持有 CATL5.15%股权, 曾毓群与李平为一致行动人, 共同为 CATL 的实际控制人。同时, 135 名核心员工通过博瑞荣合、博瑞荣通、润泰宏裕、恒源瑞华、荣源宏顺、恒泰瑞福等六家合伙企业累计持有公司 8.91%的股份。

图 8: CATL 股权结构及旗下控股企业情况



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

表 2: 核心高管简介

姓名	职务	简历
曾毓群	董事长	1999 年 12 月至 2017 年 3 月, 历任新能源科技总裁兼 CEO、董事等职务; 期间曾兼任 TDK 株式会社副总裁、高级副总裁及能源设备业务总经理, 宁德新能源董事长、东莞新能源电子董事长和经理、东莞新能源董事长和经理、东莞新能德执行董事、普莱德董事。2011 年 12 月至 2013 年 5 月, 任宁德时代有限董事。2012 年至今, 任瑞庭投资执行董事兼总经理。2017 年 6 月至今, 任本公司董事长。
李平	副董事长	1996 年至 2002 年, 任上海芝友机电工程有限公司执行董事。2003 年至 2017 年, 任上海适达企业发展有限公司执行董事。2012 年至今, 任永佳投资执行董事兼总经理。2014 年至今, 任上海适达投资管理有限公司执行董事。2014 年 11 月至 2017 年 6 月, 任本公司前身及本公司董事长; 2017 年 6 月至今, 任本公司副董事长。
黄世霖	副董事长 副总经理	2004 年至 2009 年, 任东莞新能源研发总监。2009 年至 2011 年, 任东莞新能德副总裁。2011 年 12 月至 2012 年 11 月, 任宁德新能源研发总监。2010 年至 2014 年, 任普莱德董事。2012 年 12 月至 2017 年 4 月, 历任本公司前身宁德时代有限总经理、董事, 本公司总经理、副董事长; 2017 年 4 月至今, 任本公司副董事长、副总经理。
潘健	副董事长	1998 年至 2001 年, 任科尔尼咨询咨询顾问。2003 年至 2004 年, 任贝恩咨询咨询顾问。2005 年至 2008 年, 任 MBK Partners 投资基金副总裁。2008 年至今, 任 CDH Investments Management (Hong Kong) Limited 董事总经理。2011 年 7 月至 2015 年 7 月, 任新能源科技董事。2011 年至 2016 年, 任绿叶制药集团有限公司非执行董事。2011 年至 2017 年, 任上海晨光文具股份有限公司董事。2014 年至今, 任 Ceva Sante Animale Group 董事。2016 年至今, 任宁波梅山保税港区闻道投资有限责任公司执行董事兼经理。2014 年 11 月至 2015 年 4 月, 任宁德时代有限董事; 2017 年 6 月至今, 任本公司副董事长。
周佳	董事 总经理	2000 年至 2005 年, 任贝恩咨询战略咨询顾问。2007 年至 2008 年, 任美国资本集团投资经理。2008 年至 2013 年, 任鼎晖投资执行董事。2013 年 4 月至 2015 年 11 月, 历任宁德新能源财务总监、资深人力资源总监、总裁办主任。2015 年 12 月至 2017 年 4 月, 任本公司董事、常务副总经理、财务总监; 2017 年 4 月至 6 月, 任本公司董事、总经理、财务总监; 2017 年 6 月至今, 任本公司董事、总经理, 兼任江苏时代董事长、时代上汽董事。

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

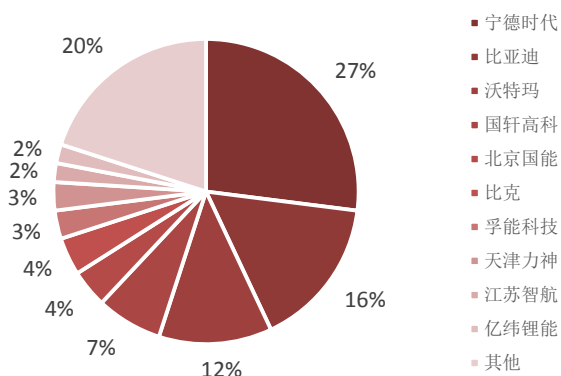
股权激励理顺员工激励机制:2018年7月公司发布2018年限制性股票激励计划(草案),拟授予公司1776名员工累计3083.53万股股票,占总股权的1.42%,进一步理顺公司员工激励机制。

1.4 超高速增长, 出货量全球第一, 市值过千亿

受益新能源汽车发展, 公司业绩快速增长: 自2014年CATL动力电池产业配套以来, 受益于新能源汽车的快速普及, 公司动力电池出货量持续增长。截至2017年公司动力电池销量达11.84Gwh, 同比增长74%, 市场份额居全球第一。同时公司业绩表现与出货量同步, 2017年公司实现营收199.97亿元, 同比增长34.40%, 实现归母净利润38.78亿元, 同比增长35.98%。由于从2017年新能源汽车补贴的大幅下滑以及上游原材料价格的提升, 公司业绩增速总体低于动力电池出货量增速。

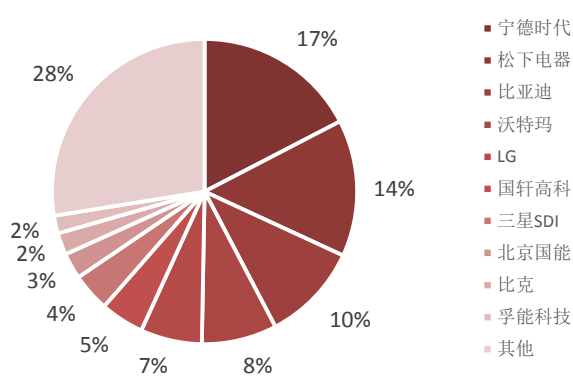
2018年上半年公司实现营收93.60亿元, 同比增长48.69%, 实现归母净利润为9.11亿元, 同比下滑49.70%。公司利润大幅下滑的主要原因为, 去年同期公司将其所持有的普莱德23%的股权出售给了东方精工, 从而致使公司去年同期非经常性损益大幅提升。2018年上半年公司实现扣非后归母净利润6.97亿元, 同比增长36.55%。

图 9: 2017 年国内动力电池市场份额 (销量)



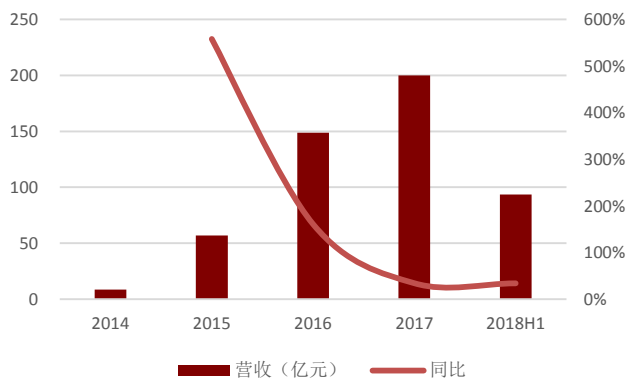
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 10: 2017 年全球动力电池市场份额 (销量)



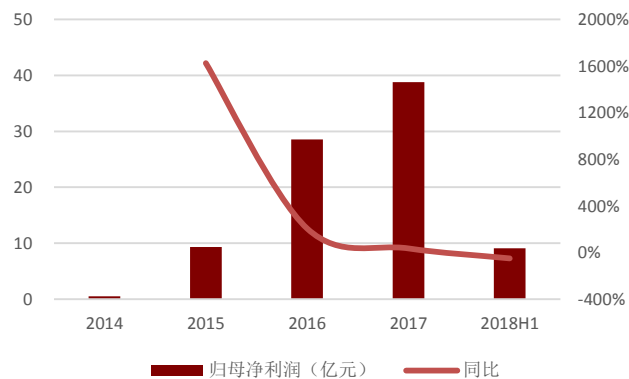
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 11: 公司历年营收及增速



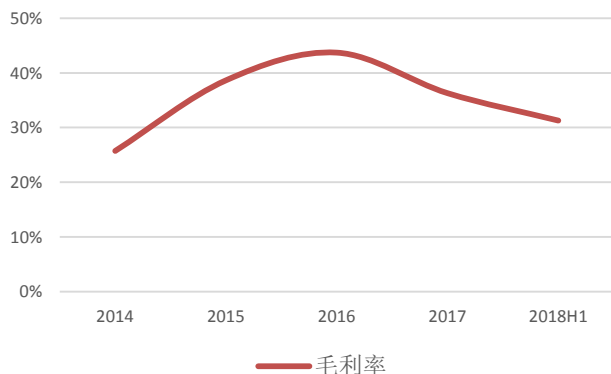
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 12: 公司历年归母净利润及增速

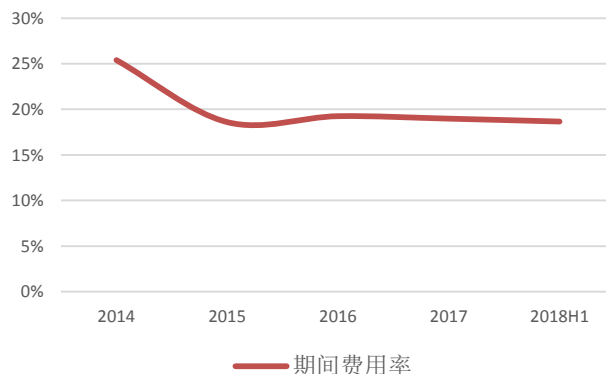


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

毛利率稳中有降，费用率保持稳定：不管由于补贴金额的逐步退坡还是市场发展的规律，动力电池行业在不断提升能量密度的同时，面临着价格年均较大程度的降幅。与此同时，由于动力电池需求的大幅提升，上游原材料供求关系长期维持在紧平衡状态，价格处于高位。受上述因素影响，公司 2017 年毛利率为 36.29%，同比下滑 7.41 个百分点，2018 年毛利率为 31.28%，同比下滑 6.21 个百分点，保持下降态势。期间费用率方面，2018 年上半年公司期间费用率为 18.66%，保持稳定。

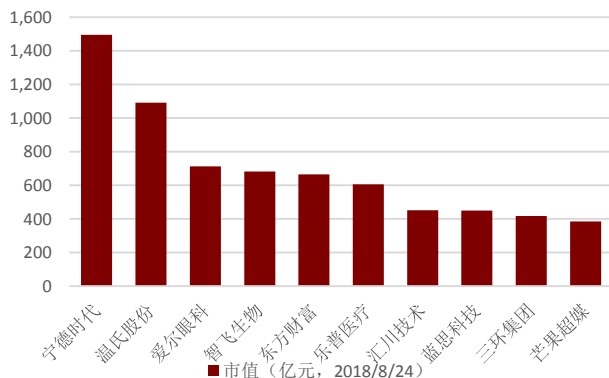
图 13：公司历年毛利率变动情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

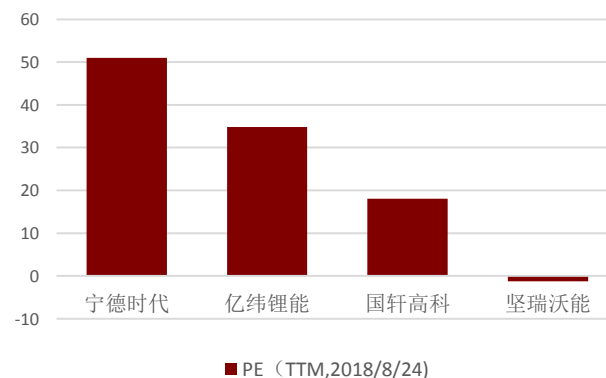
图 14：公司历年期间费用率变动情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

受市场认可，市值超千亿：公司从成立到成为全球动力电池龙头仅仅经历了短短几年时间，同时考虑到补贴政策的逐步退坡，动力电池在资金、技术、管理等方面面临着更大挑战，龙头企业具有更高护城河，其成长性得到了市场的认可，目前市值超千亿，处于创业板前列。

图 15：宁德时代市值占据创业板榜首


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 16：宁德时代在动力电池板块估值处于高位


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 行业竞争加剧，整合有望提速

自 2017 年开始，新能源汽车补贴面临着每年大幅的退坡，行业面临着整合。与此同时，政策开始向高续航里程的乘用车倾斜，对于动力电池在性能与成本方面的要求更为严苛，动力电池厂商在资金、技术等方面面临着更大挑战，行业整合有望继续加速。

2.1 补贴政策逐步退出，行业面临整合

2017 年开始大幅退坡，技术标准提升：2017 年国内新能源汽车补贴开始大幅退坡，尤其是 2017 年前动力电池消费主力新能源客车面临着 40% 的退坡幅度，同时对于非私人领域的新能源汽车面临着 3 万公里的运营要求。对于新能源客车企业而言，补贴的大幅退坡以及运营里程的要求将对其毛利率以及现金流冲击较大，而新能源客车将盈利及现金流压力传导给了中游的电池厂商。因此自 2017 年开始在政策的推动下，动力电池厂商开始了整合。

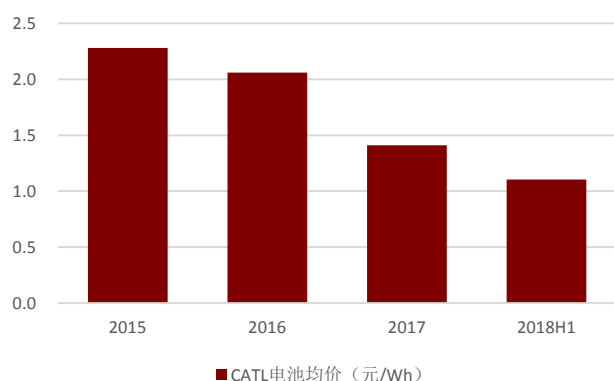
表 3：2017 年新能源汽车补贴变动情况

车辆类型	技术路线	2017 年补贴变动情况
乘用车	纯电动	全续航里程国补金额下滑 20%，地补不超过国补的 50%。
	插电	全续航里程国补金额下滑 20%，地补不超过国补的 50%。
客车	纯电动	国补上限下滑 40%，地补不超过国补的 50%。
	插电	国补上限下滑 40%，地补不超过国补的 50%。

数据来源：工信部，西南证券整理

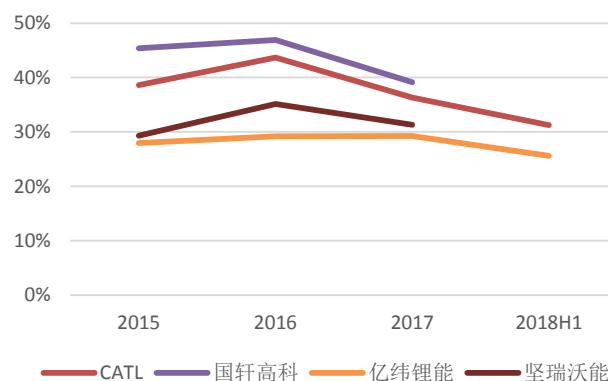
电池价格大幅降价，对企业技术与规模要求逐步提升：对于动力电池厂商而言，新能源补贴退坡最直接影响为动力电池价格的大幅下降。以 CATL 为例，其 2017 年动力电池的均价为 1.41 元/wh，相较于 2016 年同比下滑了 31.6%，同时上游原材料价格维持高位，电池企业毛利率进一步压缩。我们认为，随着新能源汽车对于电池能量密度要求的提升以及对于电池成本的进一步压缩，动力电池企业面临着技术、规模等方面的挑战。

图 17：动力电池价格持续下降



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：行业毛利率持续下降

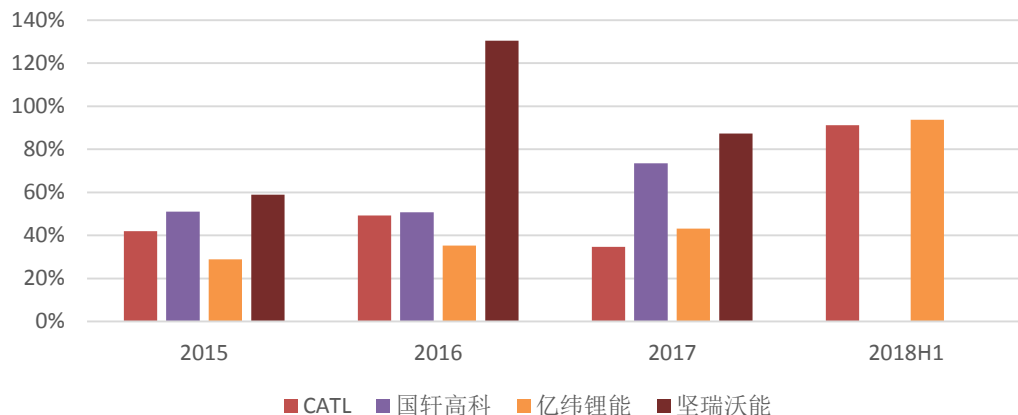


数据来源：各上市公司公告，西南证券整理

3 万公里运营要求致使电池企业负担进一步加大：3 万公里运营要求的提出一方面预示着补贴政策向乘用车领域的倾斜，另一方面进一步打击骗补行为的出现。下游客车一般在 6-9 个月才能够完成 3 万公里的运营要求，这意味着客车厂商拿到新能源汽车补贴的时间将大幅

度延后, 电池厂商的回款压力进一步加大。而新能源客车作为动力电池消费领域的半壁江山, 3 万公里运营要求给动力电池厂商的现金流造成了较大压力。

图 19: 主要动力电池上市公司应收账款/营业收入情况



数据来源: 各上市公司公告, 西南证券整理

沃特玛事件发酵, 行业出清加速: 6 月 28 日, 沃特玛向全体员工发出通知, 称公司资金链困难, 决定自 2018 年 7 月 1 日起, 全体职工放假 6 个月。根据 OFweek 锂电网数据, 目前沃特玛深圳电池电芯生产线开工率为 4%, 其他地区生产线停工。我们认为, 沃特玛资金链的断裂是在政策调整之后的必然结果:

- (1) **客户方面:** 沃特玛的下游客户多数为沃特玛联盟下的客车和专用车客户, 2017 年 3 万公里的运营要求给沃特玛本就紧张的现金流造成了更大的压力。
- (2) **技术方面,** 沃特玛在电池方面的主要技术为磷酸铁锂, 三元技术储备较弱, 而同期 CATL 在三元电池方面的储备遥遥领先。2017 年开始, 补贴政策开始向新能源乘用车领域偏向, 而三元技术已经成为了新能源乘用车的主流, 根据统计在动力电池装载量排名前 5 的企业中, 沃特玛是唯一一家只销售磷酸铁锂电池的企业, 技术储备的薄弱也只是沃特玛无法迅速向乘用车领域转型。

通过沃特玛事件可以看出, 一方面良好的资产负债状况对于电池这种重资产行业至关重要; 另一方面在动力电池领域, 技术路线的变化对于厂商是毁灭性的, 在最终技术路线确定之前, 丰富的技术储备对于电池厂商的抗风险能力至关重要。

表 4: 沃特玛动力电池配套情况 (按装载量)

厂商名称	2017	2018.1-4	2018.5	2018.6
厦门金旅	0.1%	44.3%	0%	0%
成都大运	3.5%	28.4%	0%	0%
广西华奥	0.7%	0%	95.1%	0%
南京金龙	2.1%	11.9%	4.9%	0%
中通客车	21.2%	8.6%	0%	0%

数据来源: 乘联会, 西南证券整理

表 5：2017 年部分动力电池厂商分技术路线配套情况（亿 Wh）

企业名称	三元材料			磷酸铁锂		
	硬壳	圆柱	软包	硬壳	圆柱	软包
CATL	47.3			58.9		
比亚迪	8.5			54.5		
沃特玛					24.9	
国轩高科	2.6			15.7	1.6	
比克		17.1				
力神	0.5	5.3		4.8		
孚能		3.5	6.8			
亿纬锂能		6.5		2.1		
北京国能			1.5			6.2
江苏智航		7.5				
福斯特		7.2				
中航锂电			0.3	4.8		

数据来源：《2018 年中国新能源动力电池产业发展报告》，西南证券整理

2.2 动力电池技术要求逐步提升，行业整合或将加剧

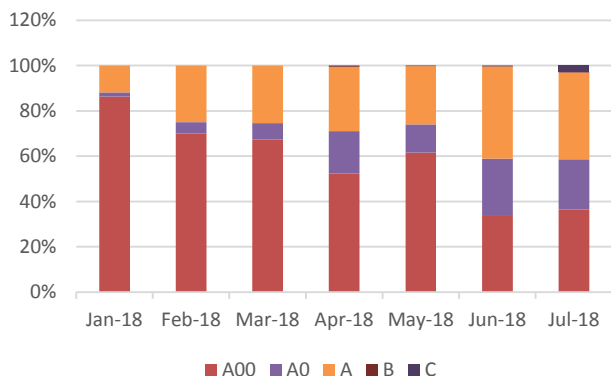
2018 年补贴偏向高续航里程新能源乘用车：根据 2018 年正式期补贴标准，新能源客车与专用车补贴在 2017 年的基础上再退坡 40%，能量密度较高的车型拥有相应的奖励倍数；而新能源乘用车中低续航里程的车型具有较大程度退坡（300km 以下车型），而 300km 以上高续航里程的车型的补贴同比提升，意味着政策将更加偏向支持高续航里程乘用车的发展。在政策的引导下，2018 年国内新能源乘用车的续航里程逐步提升。

表 6：2018 年新能源汽车补贴调整情况

车型	项目		2017 年	2018 年正式期	2018 年过渡期
EV 乘用车	度电补贴上限（万元/kWh）		0.11	0.12	
	单车补贴（万元）	100~150km	2.0	0.0	1.4
		150~200km	3.6	1.5	2.5
		200~250km	3.6	2.4	2.5
		250~300km	4.4	3.4	3.1
		300~400km	4.4	4.5	3.1
		大于 400km	4.4	5.0	3.1
EV 客车	度电补贴（万元/kWh）		0.18	0.12	
	补贴上限（万元）	6-8m	9	5	6.3
		8-10m	20	12	14
		≥10m	30	18	21
EV 专用车	单车补贴金额上限（万元）		15	10	4.5
	度电补贴（万元/kWh）	≤30kWh	0.15	0.085	0.045
		30-50	0.12	0.075	0.036
		≥50kWh	1000	650	300

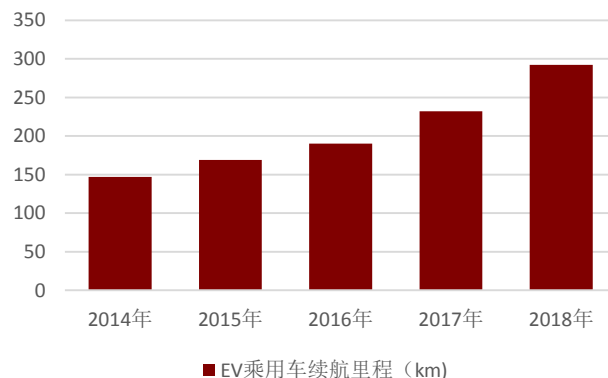
数据来源：工信部，西南证券整理

图 20：2018 年高级别车型占比逐步提升



数据来源：乘联会，西南证券整理

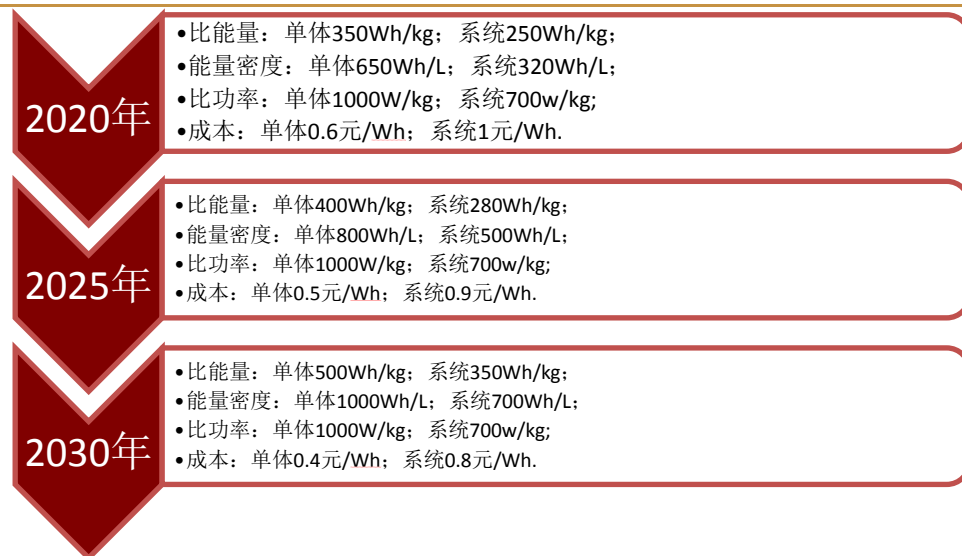
图 21：EV 乘用车续航里程逐步提升（根据免购置税目录统计）



数据来源：《新能源汽车免征购置税目录》，西南证券整理

技术提升与成本下探仍是动力电池趋势：续航里程是新能源汽车发展需要攻克的痛点，动力电池作为唯一能量源，其技术提升与成本下探是新能源汽车能否持续普及的关键因素。根据国内动力电池技术路线，到 2020 年国内动力电池单体比能量达到 350Wh/kg，系统达到 260 Wh/kg；成本方面，单体为 0.6 元/Wh，系统为 1.0 元/Wh。截至 2017 年，从技术角度来看，国内技术领先的动力电池厂商量产的电池单体能量密度最大能够达到 230~240 Wh/kg，系统能够达到 150 Wh/kg 以上，2018 年上半年部分能够达到 150 Wh/kg。但不管是单体还是系统，目前的技术与 2020 年规划相比，仍具有较大的差距。

图 22：动力电池技术路线图



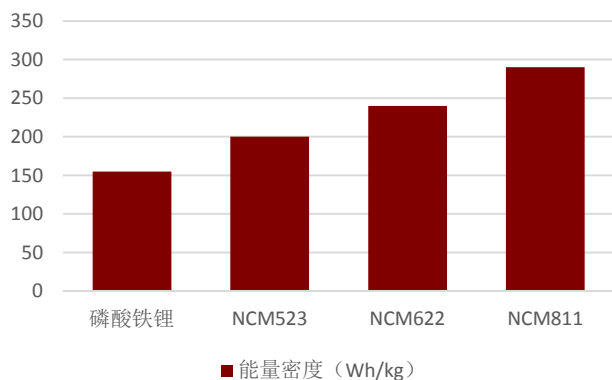
数据来源：《节能与新能源技术路线图》，西南证券整理

三元电池将成主流，高镍化将成 2020 年前主要发展方向：磷酸铁锂电池因其能量密度上限较低，难以达到单体 200 Wh/kg 以上的能量密度。国内磷酸铁锂技术路线的领军企业比亚迪，目前的其磷酸铁锂电池单体能量密度为 150 Wh/kg~160 Wh/kg。并且比亚迪规划到 2020 年左右其磷酸铁锂电池的能量密度提升至 200Wh/kg，但仍与规划差距较大。

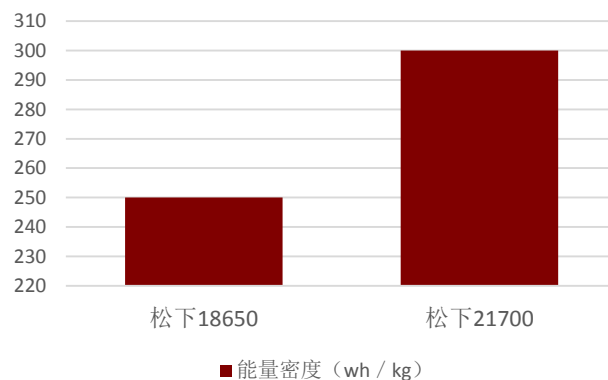
三元锂电池 523 电池理论的单体能量密度能够达到为 200Wh/kg，622 电池的为 230 Wh/kg 以上，而 811 电池的上限在 280 Wh/kg 以上，NCA 电池与 811 在能量密度上的表现

相当。以松下电池为例，其搭载于特斯拉 Model S 上的 18650 电池，单体能量密度能够达到 250Wh/kg，而最新的 21700 产品能够达到 300 Wh/kg。在负极材料的应用方面硅基材料成为各家厂商研发的主要方向。短期来看，为能够达到 2020 年规划的技术路线，高镍化将为短期主要发展方向。

目前，国内主流的动力电池厂商均在布局高镍化，后续来看，能够率先量产 811 电池的厂商有望取得市场先机。同时，我们预计随着政策向高续航里程乘用车领域的倾斜，高能量密度三元电池的渗透率会稳步提升。

图 23：不同型号三元电池能量密度对比 (Wh/kg)


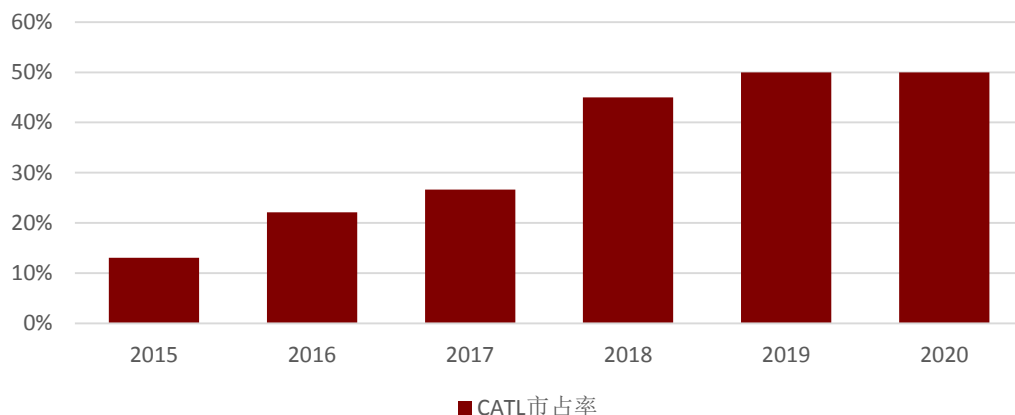
数据来源：电池中国网，西南证券整理

图 24：松下电池能量密度对比 (Wh/kg)


数据来源：锂电大数据，西南证券整理

3 龙头强者恒强，看好公司后续发展

在行业加速整合的情况下，动力电池厂商之间的竞争持续加剧。CATL 作为全球动力电池龙头企业，在资金、客户、规模、技术等方面均处于全球领先行列，在市场逐步出清的大环境下，CATL 市场份额有望持续提升。

图 25：CATL 市场份额有望持续提升


数据来源：招股说明书，西南证券整理

深耕国内市场，全球化布局：从客户结构来看，CATL 覆盖了国内主流的新能源汽车厂商，包含了宇通客车、金龙汽车、北汽新能源，上汽、广汽等主机厂，相较于国内其他动力电池厂商，客户更加丰富。并且 CATL 与下游客户深度绑定，先后与上汽、广汽等国内大型汽车厂商成立合资公司。在国际市场的开拓方面，CATL 目前已经在美国、加拿大、德国、法国、日本等主要市场设立了办事处，在德国设立研发中心并筹划建设首个海外生产基地，目前 CATL 已经进一步与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标致雪铁龙、大众和沃尔沃等国际知名企业神话合作，并获得了多个重要项目的定点，配套车型将在未来几年陆续上市，进一步扩大 CATL 在全球动力电池市场的规模。

图 26：2017 年国内主流电池厂商配套客户数量对比

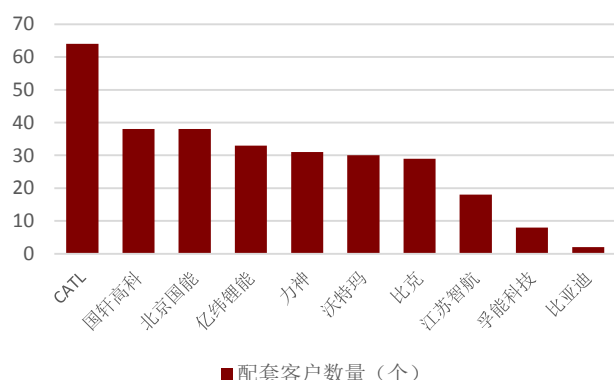
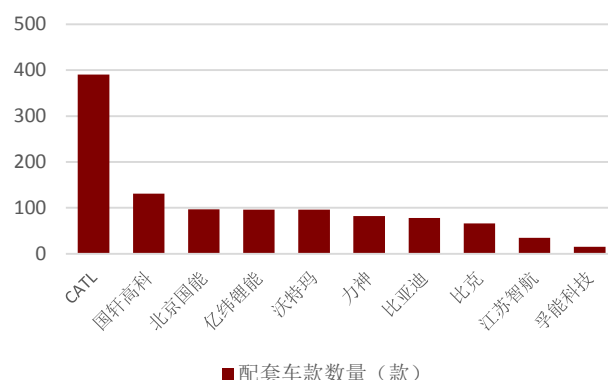


图 27：2017 年国内主流电池厂商配套车型数量对比



数据来源：动力电池应用分会，西南证券整理

数据来源：动力电池应用分会，西南证券整理

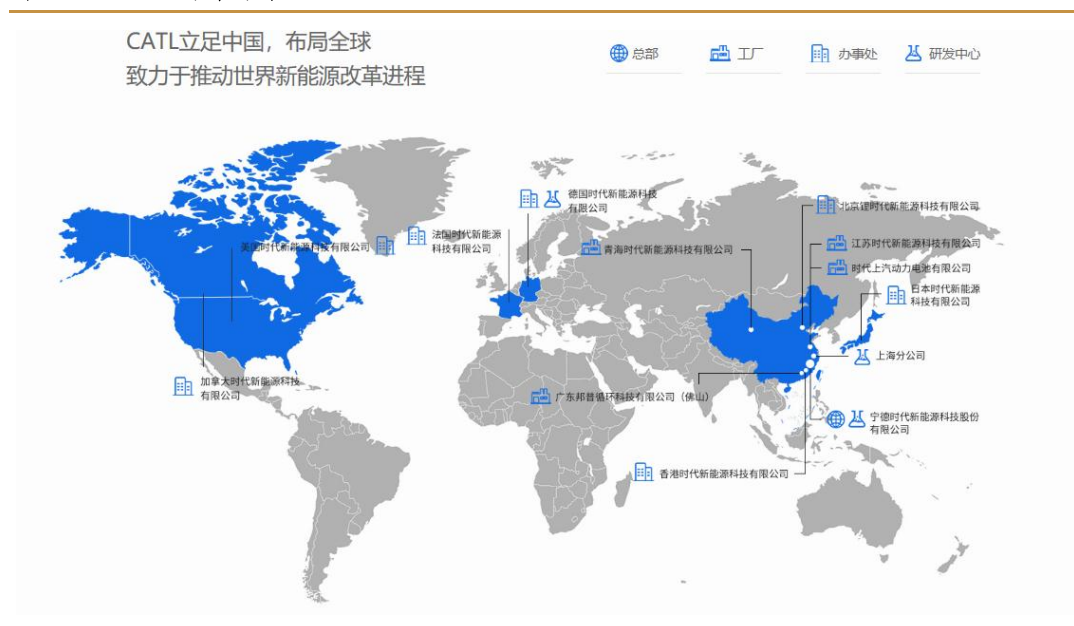
表 7：CATL 配套客户情况

整车企业	电池企业	2017 年配套比例	2018 年 1-5 月份配套比例
宇通客车	CATL	84%	81%
	北京国能	0%	9%
	力神	9%	4%
	中信国安	4%	2%
	惠州亿鹏	1%	1%
	微宏动力	0%	1%
北汽新能源	CATL	64%	61%
	国轩高科	10%	20%
	孚能科技	26%	19%
奇瑞汽车	CATL	11%	82%
	广东天劲	17%	9%
	浙江天能	42%	4%
	星恒电源	7%	3%
	河南顺之航	1%	2%
吉利汽车	CATL	53%	65%
	哈尔滨光宇	5%	9%
	多氟多	10%	6%
	广州辉鹏	0%	5%

整车企业	电池企业	2017 年配套比例	2018 年 1-5 月份配套比例
	江苏塔菲尔	0%	5%
	湖州天丰	10%	4%
	浙江天能	10%	4%
	东莞创明	5%	2%
	浙江衡远	0%	0.2%
上汽乘用车	CATL	77%	65%
	万向 123	23%	22%
	上海捷新	0%	13%
厦门金旅	CATL	86%	97%
	沃特玛	1%	1%
	惠州亿鹏	3%	1%
	国轩高科	1%	0%
长安汽车	CATL	14%	70%
	力神	5%	23%
	孚能科技	10%	5%
	上海卡耐	8%	2%
厦门金龙	CATL	82%	86%
	江苏智航	0%	7%
	微宏动力	12%	5%
	中信国安	1%	1%

数据来源：乘联会，西南证券整理

图 28: CATL 全球布局情况



数据来源：CATL 官网，西南证券整理

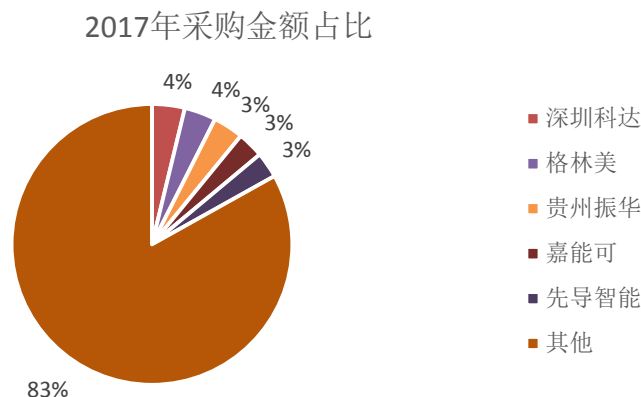
供应商多为国内厂商，带动新能源产业国产化：公司在快速发展的同时，积极带动国内新能源上游领域的发展，根据公司数据，CATL 设备国产化率达到 86%，原材料国产率达到了 88%，公司培育了多家国内电池原材料、设备等行业的龙头企业。

表 8：公司部分供应商情况

采购项目		供应商
正极材料	三元材料	格林美、贵州振华新材料有限公司、嘉能可
	磷酸铁锂	泰丰先行
负极材料		杉杉股份
隔膜		日本东丽、韩国 SK
设备		先导智能、珠海泰坦新动力电子有限公司
外壳		深圳市科达利实业股份有限公司

数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 29：2017 年供应商采购占比情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

技术领先，研发投入居行业前列：CATL 从目前消费电池领域的龙头企业 ATL 中分离出来，动力电池的研发起点高。同时在研发投入以及研发人员的占比等数据中，CATL 均超过平均水平处于行业前列。在技术方面，单从系统能量密度的情况来看，对比国内其他动力电池厂商，在不同电池形状和不同技术路线的情况下，CATL 的能量密度均处于行业领先地位。

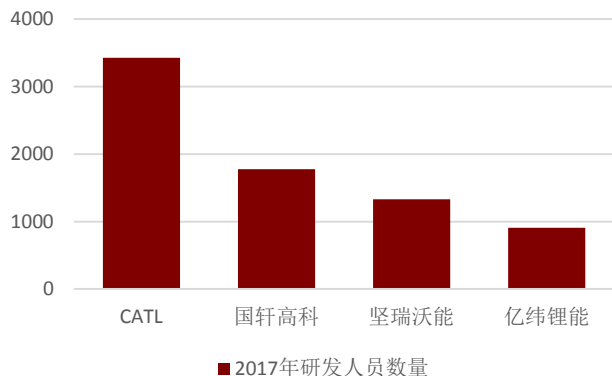
目前海外动力电池市场的主导者为松下、三星 SDI 和 LG 化学，三家企业在动力电池领域的技术方向存在着差异：

- (1) **松下：**松下以三元圆柱形电池为主，其正极材料的主要 NCA 方向，目前最新产品 21700 的单体能量密度能够达到 300 Wh/kg，处于行业领先地位；而国内圆柱电池企业主要以 18650 为主，单体能量密度在 210 Wh/kg~250 Wh/kg，与松下仍有较大差距。
- (2) **三星 SDI：**三星 SDI 主要以三元方形电池为主，目前第 3 代电池单体能量密度为 210~230 Wh/kg，其下一代动力电池能够达到 280Wh/kg，预计 2021 年量产。国内企业方形电池单体能量密度一般在 210 Wh/kg 左右。而 CATL 同样主攻方

形电池, 目前其最高单体能量密度能够达到 240 Wh/kg, 并且规划到 2020 年实现 300~350 Wh/kg 的单体能量密度, 其技术实力目前已经与三星 SDI 相当。

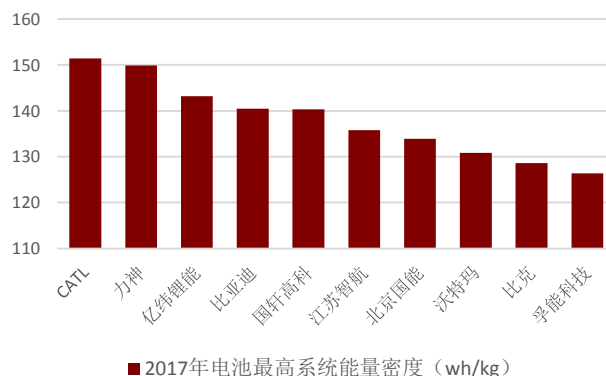
- (3) **LG 化学:** LG 化学主要以三元软包电池为主, 其电池单体能量密度在 240 Wh/kg 左右。而目前国内主流软包电池的单体能量密度在 210Wh/kg, 与 LG 化学仍旧有着较大的差距。

图 30: CATL 研发人员数量领先行业竞争者



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

图 31: CATL 电池能量密度处于行业领先地位 (2017 年)

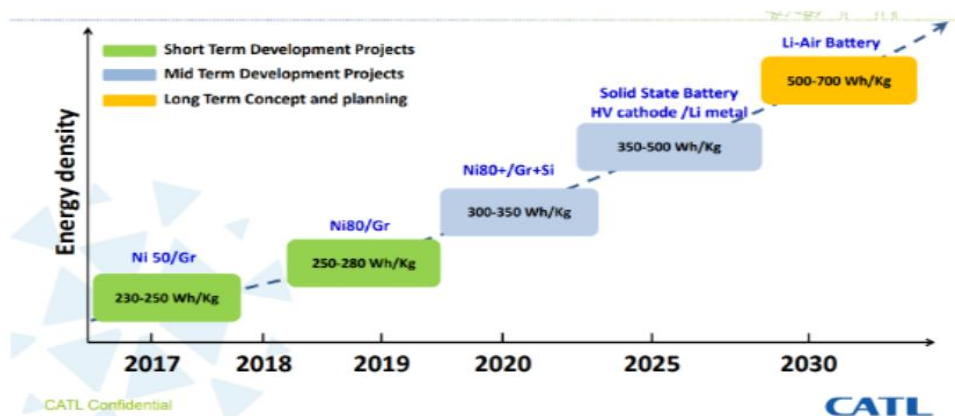


数据来源: 动力电池应用分会, 西南证券整理

锂电池研发循序渐进, 前瞻性技术储备丰富: 根据下游终端客户的不同, CATL 制定了 3 个研究方向, 包括新能源汽车动力电池方向、新能源商用车用动力电池、储能电池。与此同时, 在前瞻性研究方面, 为了突破锂离子电池的理论瓶颈, 满足终端用户对于性能的更高要求, CATL 将固态电池、锂金属空气电池、氢燃料电池作为未来研发的方向。

在锂离子电池的研发与产业化方面, CATL 根据不同锂离子电池的研发进度, 将整个研发分成了短期发展项目 (2017~2020)、中期发展项目 (2020~2030) 和长期计划 (2030+)。其中短期项目包括锂离子电池的高镍化、负极材料采用硅基材料等, 计划到 2020 年实现 300~350Wh/kg 单体能量密度; 中期项目包括全固态电池, 单体能量密度实现 350~500Wh/kg; 而长期计划性项目为锂金属空气电池, 单体能量密度实现 500~700Wh/kg。

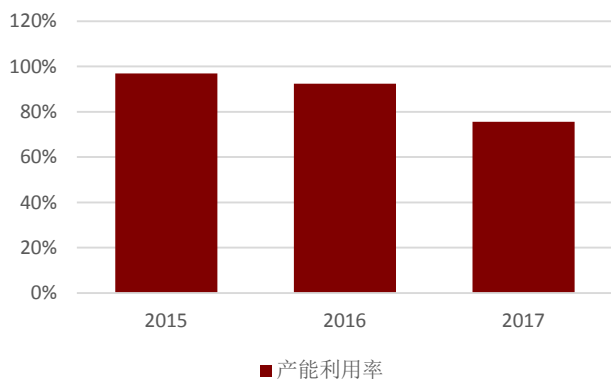
图 32: CATL 能量密度发展图



数据来源: CATL 官网, 西南证券整理

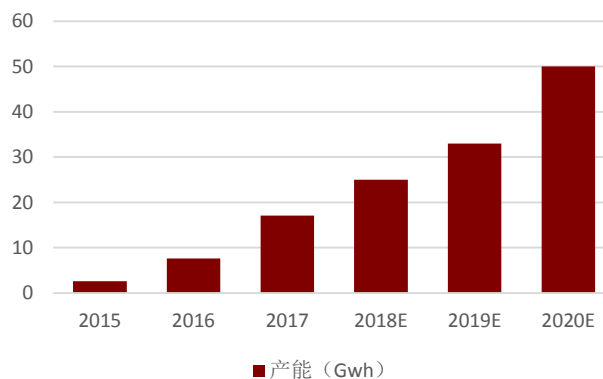
增资扩产，保障公司后续发展：近几年公司产品受市场青睐，2015-2016 年公司产能利用率处于高位，2017 年由于公司大规模扩产，产能利用率才下降到正常水平。公司规划到 2020 年实现 50Gwh 的产能，目前公司拥有福建宁德、青海西宁、江苏溧阳三大生产基地，2017 年总产能为 17Gwh，同时公司 IPO 募集资金用于 24Gwh 产能的扩充。我们认为随着新能源汽车销量的持续快速增长，动力电池需求旺盛，CATL 产能的逐步释放将为其后续发展提供坚实保障。

图 33: CATL 历年产能利用率情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 34: CATL 历年产能及预测



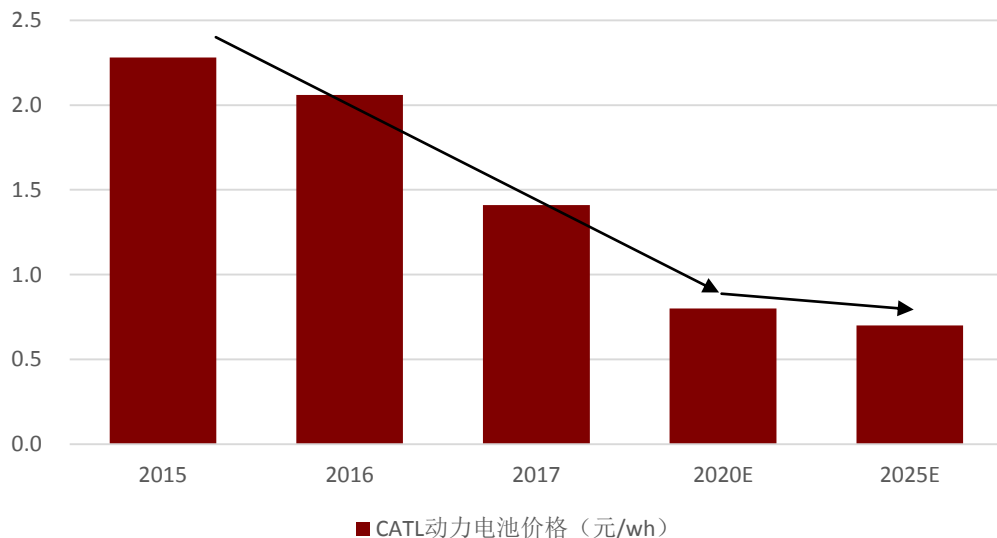
数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 毛利率短期承压，静待后补贴时代到来

价格下行与原材料上涨致使 CATL 毛利率持续下滑。价格方面主要受补贴退坡影响，动力电池年均降价幅度远高于传统汽车零部件。根据政策规划，到 2020 年补贴将持续下滑，电池价格也将维持中高幅度下行态势，预计 2020 年后补贴全部退出后，电池价格将逐步维稳。原材料方面，主要受钴价大幅涨价影响，正极材料涨价明显，后续来看三元电池高镍化成趋势，钴价影响将逐步减弱，原材料价格有望保持稳定。综合来看，我们认为公司毛利率短期内仍旧承压，后补贴时代将逐步维稳。

价格：降价压力仍在，后补贴时代有望维稳：受新能源汽车补贴金额持续大幅退坡的影响，CATL 动力电池均价由 2015 年的 2.28 元/wh 下降到 2017 年的 1.41 元/wh，年均下降幅度将近 20%，远高于汽车传统零部件年降幅度。根据政策规划，2020 年之后新能源汽车补贴或将逐步退出，短期内电池价格仍将保持较高幅度的年降。而随着补贴政策退出之后，动力电池价格将不再存在被动大幅降价的因素，而电池系统价格或将降低到 1 元/wh 以下，因此我们认为后补贴时代，动力电池价格有望维稳。

图 35: CATL 电池价格变动趋势



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

成本: 正极材料占比逐步提升: 动力电池成本中 70~80% 为直接材料成本, 包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜等, 2015 年-2017 年 CATL 直接材料成本中, 负极材料与电解液单位成本保持稳定, 隔膜单位成本稳步下降。而正极材料随着三元电池的需求量逐步增长, 三元材料供求关系改变, 其单位成本逐步提升。

表 9: 公司部分供应商情况

(元/wh)	2015 年	2016 年	2017 年
单价	2.28	2.06	1.41
单位成本	1.34	1.14	0.91
主要原材料单位成本 (包括正极、负极、隔膜电解液)	0.53	0.48	0.46
占比	39%	42%	50%
正极材料			
单位成本	0.25	0.26	0.29
占比	19%	23%	31%
负极材料			
单位成本	0.07	0.05	0.06
占比	5%	4%	6%
电解液			
单位成本	0.07	0.08	0.05
占比	5%	7%	6%
隔膜			
单位成本	0.14	0.09	0.06
占比	10%	8%	7%
外壳/顶盖			

(元/wh)	2015 年	2016 年	2017 年
单位成本	0.13	0.08	0.06
占比	10%	7%	7%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

正极材料：高镍化成趋势，钴影响减弱：三元正极材料中，三元前驱体占据了三元正极材料 50%左右的成本，而三元前驱体是以镍盐、钴盐和锰盐为原材料。中国是贫钴国，刚果占据全球 60%以上的产量，中国大部分的钴都要通过进口获得。全球钴矿的供应商分布也非常集中，嘉能可、自由港、欧亚资源、淡水河谷已经占据了全球钴产量的 65%。2016 年钴价持续涨价，一方面因为新能源汽车的高速发展对钴的需求量增加，另一方面供给端的垄断使得钴价现货市场控制性较强。

表 10：全球钴原料供应情况

国家或地区	2015	2016	2017E
刚果（金）	68300	67035	83700
古巴	5800	5894	6000
俄罗斯	5800	5600	5800
澳大利亚	4100	4150	3600
马达加斯加	3400	3273	3400
菲律宾	4300	4700	4500
加拿大	2820	3469	3480
巴布亚新几内亚	2400	2187	3300
赞比亚	1600	300	300
新喀里多尼亚	2150	3188	2800
中国	1300	1700	2000
摩洛哥	1900	1750	1500
巴西	1100	400	0
南非	1250	1650	1750
其他	1500	1700	1750
总计	107720	106996	123880

数据来源：《2018 年中国新能源汽车动力电池产业发展报告》，西南证券整理

目前市场上主流的三元电池仍为 NCM523，后续发展的趋势 NCM811 对钴的需求量将显著减少，同时为满足 2020 年技术路线的规划，发展 NCM811 也将成为趋势。根据我们简单测算，仅在动力电池领域，假设到 2020 年 NCM811 的渗透率达到 100%的情况下，新能源汽车对钴的需求增量将显著减少。目前钴价处于高位，向上弹性较小，考虑到后续钴扩产的情况下，动力电池的高镍化趋势下，钴对三元动力电池的影响将逐步减弱。CATL 宣称，从明年开始计划减少钴金属的需求量，推动高镍化电池的渗透。

表 11: 国内三元电池对钴需求量测算

	2017 年	2020 年	
	NCM523	NCM523	NCM811
渗透率	100%	100%	100%
1kwh 钴的消耗量 (kg)	0.22	0.22	0.11
新能源乘用车销量 (万辆)	58.8	170	170
单车平均带电量 (kwh)	26	40	40
三元电池装载量 (Gwh)	15.3	68	68
钴消耗量 (吨)	3366	14960	6800

数据来源: 乘联会, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

- (1) 根据新能源汽车产业规划, 假设 2018-2020 年的新能源汽车销量分别为 110 万辆、140 万辆和 200 万辆;
- (2) 由于锂电池行业集中度逐年提升, 预计公司市占率 18-20 年分别为 45%、50% 和 50%;
- (3) 由于动力电池系统销售价格不断下降, 假设未来三年动力电池系统毛利率为 32%、32%和 30%;
- (4) 随着公司销量增加, 三费逐年下降, 假设每年下降 1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 12: 分项目盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计收入 (亿元)	57	149	200	272	327	405
YOY	533%	161%	34%	36%	20%	24%
成本 (亿元)	35	84	132	189	226	286
毛利率	38.64%	43.70%	34.17%	31.00%	31.00%	29.00%
动力电池系统						
收入 (亿元)	50	140	167	246	300	384
YOY	596%	181%	19%	48%	22%	28%
产量 (Gwh)	2.52	7.02	12.91	25.00	33.00	50.00
销量 (Gwh)	2.21	6.80	11.84	23.00	30.00	48.00
均价 (不含税, 元/W)	2.28	2.06	1.41	1.07	1.00	0.80
平均成本 (不含税, 元/Wh)	1.34	1.14	0.91	0.73	0.68	0.56
毛利率 (%)	41.00%	45.00%	35.00%	32.00%	32.00%	30.00%
毛利 (亿元)	21	62	59	78	96	115
锂电材料						

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (亿元)	6	6	25	26	27	21
YOY		3%	304%	-17%	32%	-21%
销量 (吨)	9308	11660	14863	28116	41382	41382
均价 (不含税, 万元/吨)	6.35	5.24	8.15	9.40	6.50	5.13
平均成本 (不含税, 万元/吨)	5.32	3.84	5.95	7.52	5.20	4.10
毛利率 (%)	16.19%	26.80%	27.00%	20.00%	20.00%	20.00%
储能系统						
收入 (亿元)	0.89	0.39	0.16	0.56	0.85	1.20
YOY	102%	-56%	-59%	247%	53%	41%
销量 (MWh)	23.81	14.61	8.71	37.02	65.33	108.88
均价 (不含税, 元/W)	3.74	2.69	1.89	1.50	1.30	1.10
平均成本 (不含税, 元/Wh)	2.29	1.77	1.66	1.28	1.11	0.94
毛利率 (%)	39.00%	34.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源: 西南证券

可比公司估值:

公司为动力电池领域的优质标的, 可比公司选取了目前 A 股动力电池标的。截至 2018 年 8 月 26 日, 可比公司对应 2018 年 PE 为 17 倍, 低于 CATL 的对应估值。我们认为, CATL 为全球化的动力电池龙头, 行业整合情况下市占率有望稳步提升, 市场给予其高于行业平均的估值具有一定合理性。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.65 元、2.03 元和 2.24 元, 对应 PE 为 42 倍、34 倍、31 倍, 维持“增持”评级。

表 13: 可比公司估值情况 (2018/8/26)

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002074.SZ	国轩高科	0.74	0.86	1.03	17	15	12
300014.SZ	亿纬锂能	0.47	0.57	0.75	29	24	18
300438.SZ	鹏辉能源	0.89	1.3	1.62	19	13	10
平均值					22	17	14
300750.SZ	宁德时代	1.74	1.65	2.03	40	42	34

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

新能源汽车开拓不及预期, 业绩受到拖累的风险; 上游原材料大幅度涨价, 毛利率大幅下滑的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19996.86	27211.73	32682.87	40515.64	净利润	4194.06	3962.98	4887.17	5407.04
营业成本	12740.19	18902.03	22546.46	28573.51	折旧与摊销	1381.18	1582.77	2093.20	2436.32
营业税金及附加	95.90	130.50	156.74	194.30	财务费用	42.17	75.62	12.50	-19.60
销售费用	795.77	816.35	817.07	810.31	资产减值损失	244.74	260.00	250.00	250.00
管理费用	2956.49	4023.19	4832.08	5990.14	经营营运资本变动	6768.10	2011.80	-472.25	17.56
财务费用	42.17	75.62	12.50	-19.60	其他	-10289.51	-1761.45	-1763.52	-1720.72
资产减值损失	244.74	260.00	250.00	250.00	经营活动现金流净额	2340.75	6131.72	5007.10	6370.60
投资收益	1344.31	1510.00	1520.00	1480.00	资本支出	-6240.26	-3050.00	-3650.00	-3350.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1395.56	1915.96	1118.01	1347.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7635.81	-1134.04	-2531.99	-2002.67
营业利润	4832.02	4514.03	5588.01	6196.96	短期借款	1018.51	-2245.10	0.00	0.00
其他非经营损益	16.08	79.81	76.61	67.59	长期借款	1827.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	4848.10	4593.84	5664.62	6264.56	股权融资	5087.91	0.00	0.00	0.00
所得税	654.04	630.86	777.46	857.52	支付股利	-74.80	-50.86	-72.08	-74.08
净利润	4194.06	3962.98	4887.17	5407.04	其他	1074.03	110.93	687.50	619.60
少数股东损益	316.10	298.69	368.34	407.52	筹资活动现金流净额	8932.73	-2185.02	615.41	545.52
归属母公司股东净利润	3877.95	3664.30	4518.83	4999.51	现金流量净额	3623.90	2812.66	3090.52	4913.45
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	14080.94	16893.60	19984.13	24897.58	成长能力				
应收和预付款项	12773.32	15434.15	18533.57	22990.30	销售收入增长率	34.40%	36.08%	20.11%	23.97%
存货	3417.76	5070.77	6048.45	7665.30	营业利润增长率	50.43%	-6.58%	23.79%	10.90%
其他流动资产	2761.09	3738.58	4490.25	5566.39	净利润增长率	43.71%	-5.51%	23.32%	10.64%
长期股权投资	791.03	791.03	791.03	791.03	EBITDA 增长率	53.43%	-1.33%	24.65%	11.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11193.86	12739.34	13774.38	14466.30	毛利率	36.29%	30.54%	31.01%	29.48%
无形资产和开发支出	1509.18	1444.87	1980.56	2216.25	三费率	18.98%	18.06%	17.32%	16.74%
其他非流动资产	3135.72	2715.82	3103.88	3222.62	净利率	20.97%	14.56%	14.95%	13.35%
资产总计	49662.89	58828.16	68706.24	81815.75	ROE	15.84%	13.15%	13.98%	13.42%
短期借款	2245.10	0.00	0.00	0.00	ROA	8.45%	6.74%	7.11%	6.61%
应付和预收款项	14947.64	22098.59	26366.51	33385.83	ROIC	27.38%	26.34%	30.84%	31.09%
长期借款	2129.10	2129.10	2129.10	2129.10	EBITDA/销售收入	31.28%	22.68%	23.54%	21.26%
其他负债	3869.81	4465.62	5260.69	6017.92	营运能力				
负债合计	23191.65	28693.30	33756.29	41532.84	总资产周转率	0.51	0.50	0.51	0.54
股本	1955.19	2227.19	2227.19	2227.19	固定资产周转率	3.35	2.60	2.47	2.87
资本公积	15354.59	15082.59	15082.59	15082.59	应收账款周转率	2.81	3.32	3.14	3.19
留存收益	7143.16	10756.60	15203.34	20128.78	存货周转率	5.33	4.45	4.06	4.17
归属母公司股东权益	24701.44	28066.38	32513.12	37438.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.38%	—	—	—
少数股东权益	1769.80	2068.49	2436.83	2844.35	资本结构				
股东权益合计	26471.24	30134.86	34949.95	40282.91	资产负债率	46.70%	48.77%	49.13%	50.76%
负债和股东权益合计	49662.89	58828.16	68706.24	81815.75	带息债务/总负债	18.86%	7.42%	6.31%	5.13%
					流动比率	1.85	1.82	1.82	1.79
					速动比率	1.66	1.60	1.60	1.57
					股利支付率	1.93%	1.39%	1.60%	1.48%
					每股指标				
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股收益	1.74	1.65	2.03	2.24
EBITDA	6255.37	6172.42	7693.71	8613.69	每股净资产	11.89	13.53	15.69	18.09
PE	39.51	41.82	33.91	30.65	每股经营现金	1.05	2.75	2.25	2.86
PB	5.79	5.08	4.38	3.80	每股股利	0.03	0.02	0.03	0.03
PS	7.66	5.63	4.69	3.78					
EV/EBITDA	19.53	22.01	17.21	14.78					
股息率	0.05%	0.03%	0.05%	0.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn