

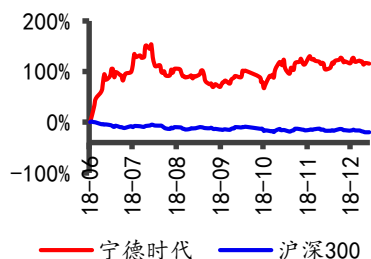
## 投资评级

**谨慎推荐**

## 公司基本情况

收盘价(元)	78.03
52周最高(元)	95.08
52周最低(元)	30.17
总市值(亿元)	1713
流通市值(亿元)	170
总股本(亿股)	21.95
流通股本(亿股)	2.17
每股净资产(元)	14.72
资产负债率(%)	45.87

## 股价走势图



## 研发部

分析师：程毅敏  
 SAC 执业证书编号：S1340511010001  
 Email: [chengyimin@cnpsec.com](mailto:chengyimin@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
 SAC 执业证书编号：S1340118010016  
 Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
 电话：010-67017788-9506

## 相关研究报告

**全球最大动力电池供应商，中期成长确定性强**
**——宁德时代(300750)**
**核心观点**

**● 全球最大动力电池提供商，兼具短期预期差、中期确定性机会。**公司于2011年成立，2018年登陆创业板，公司是全球领先的动力电池系统提供商，专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售，主要产品包括动力电池系统、储能系统和锂电池材料。2017年公司实现营业收入约200亿元，同比增长34.4%；实现归母净利润约38.8亿元，同比增长36.0%，各业务营收占比分别为：动力电池系统83.3%、锂电池材料12.4%、储能系统0.1%以及其他业务4.2%，其中动力电池系统毛利贡献超八成。目前的主要看点在于：1) 行业方面，进入2018年，受行业产能释放、政策补贴退坡影响，业绩边际承压明显，但中期行业成长确定，存在中短期预期差机会；2) 公司方面，宁德时代为全球规模龙头，技术实力突出，未来国际、国内市场双轮驱动，业绩更具稳定性、成本控制相对优势明显，充分受益新能源汽车行业发展，成长确定性强。

**● 新能源汽车逐步替代燃油车已成为汽车行业发展趋势，短期补贴下滑不改中期乐观前景。**公司动力电池系统为主要业绩弹性所在，而电池系统销量则主要由下游新能源汽车终端需求决定，新能源汽车补贴退坡为当下主要边际影响因素。我们认为补贴退坡带来的短期成本、业绩冲击在所难免，但中期助推行业结构优化、龙头脱颖，整体属短空长多：1) 短期冲击落后车企，行业中期成长确定性强。短期来看，补贴退坡会影响消费购买积极性，成本压力向新能源车企转移，对技术实力落后、补贴依赖严重的边缘车企影响较大；中期来看，一方面，根据2017年出台的《汽车产业中长期发展规划》，到2020年新能源汽车年产销要达到200万辆，到2015年新能源汽车产销占比20%以上，政策指引新能源汽车良好增长预期；另一方面，伴随着我国锂离子电池技术进步、配套产业链完善，新能源汽车成本也在不断降低，对补贴依赖也将随之下降；2) 补贴调整倾向于扶优扶强，加速行业优化与集中度提升，公司将显著受益。近年来，国家逐步收紧新能源汽车的补贴额度、提高补贴门槛，引导行业淘汰劣质产能，发展综合性能更优质产品，短期引发企业补贴收入下滑的同时，也客观上加速了产业整合集中，有助于行业结构优化。公司处于行业领先地位，2017年市场份额已跃居全球第一，具备研发实力、规模效应、深度产业链合作等优势，业内竞争优势显著，奠定了公司在行业优化中将充分受益的有利地位。

● **公司规模效应显著、客户优质粘性强，并在技术、客户结构方面不断优化。**首先，动力电池行业具有较高的规模壁垒，有着规模经济的特点，公司 2015-2017 年动力电池系统销量分别为 2.19GWh、6.80GWh、11.84GWh，销量连续三年位居全球前三，其中 2017 年更是跃居全球第一，公司 2018H1 以 6.5GWh 的装机量领先同业，国内市场占有率为 42%，规模效应显著。其次，公司目前已与国内宇通、上汽、北汽、吉利等整车龙头建立长期战略合作关系，而国际方面已经进入宝马、大众的供应体系，并开始筹划在德国建设首个海外生产基地，考虑到动力电池作为新能源汽车核心部件，其研产销随整车深度捆绑的特点，整车厂商不会轻易更换动力电池系统供应商，客户粘性强。最后，公司在技术、客户结构方面不断优化：1) 工艺改进，单位产品原料耗用下降。公司原材料主要包括正极材料、石墨、隔膜、电解液、外壳/顶盖等，采购价格基本与市场价格一致，公司通过规模效应与生产技术改进，使得单位产品正极材料、石墨、隔膜、电解液等原料的耗用比呈下降趋势；2) 下游客户不断拓展，客户结构得到优化。公司 2015-2017 年依次新增客户数为 96、58、119 个，前五大客户营收占比分别为 82.62%、79.49% 和 51.90%，客户集中度下降，对单一客户业绩依赖下降，客户结构得到优化，盈利稳定性不断增强。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.68 元、2.30 元和 2.97 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 46.4 倍、34.0 倍和 26.3 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**动力电池企业扩张，竞争加剧；新能源车补贴下滑超预期，影响下游需求；产能扩张进度不及预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19,997	28,504	38,974	51,292
增长率 (%)	34.4%	42.5%	36.7%	31.6%
净利润 (百万元)	3,878	3,692	5,038	6,523
增长率 (%)	36.0%	-4.8%	36.4%	29.5%
EPS (元)	1.77	1.68	2.30	2.97



## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。