



分析师: 洪麟翔
 Tel: 021-53686178
 E-mail: honglinxiang@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870518070001
 研究助理: 孙克遥
 Tel: 021-53686135
 E-mail: sunkeyao@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870118050004

基本数据 (截至 2019 年 04 月 26 日)

报告日股价 (元)	79.35
12mth A 股价格区间 (元)	30.17-95.16
总股本 (百万股)	2195.02
无限售 A 股/总股本	9.90%
流通市值 (百万元)	17238.29
每股净资产 (元)	15.01

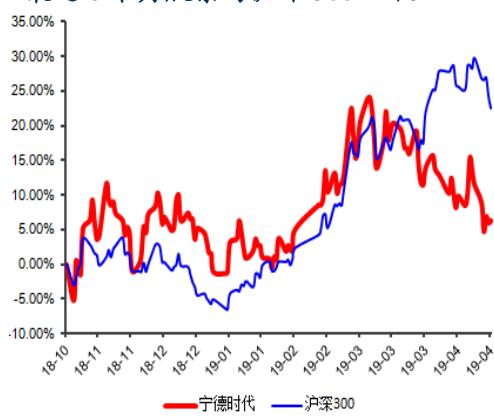
主要股东 (2019Q1)

宁波梅山保税港区瑞庭投资有限公司	26.04%
黄世霖	11.89%

收入结构 (2018A)

动力电池系统	82.79%
锂电池材料	13.04%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY19-NDSD02

首次报告日期:

业绩持续高增, 彰显霸主地位

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报。2018年实现营收296.11亿元, 同比增长48.08%; 实现归母净利润33.87亿元, 同比下降12.66%, 同比下降主要是由于2017年转让了北京普莱德新能源电池科技有限公司股权取得的处置收益影响; 扣非后净利润31.28亿元, 同比上升31.68%。

公司发布2019年一季报。2019年一季度公司实现营业收入99.82亿元, 同比增长168.93%, 实现归母净利润10.47亿元, 同比增长153.35%, 扣非后净利润9.16亿元, 同比增长240.32%。

■ 事项点评

主营业务高速增长, 国内动力电池的绝对龙头

2018年, 公司动力电池系统销量21.31GWh, 同比增长79.83%, 业务收入245.15亿元, 同比增长47.18%, 业务毛利率34.10%, 同比下降1.15个百分点。电池系统单价1.15元/Wh, 同比下降18.16%。公司锂电池销量5.12万吨, 同比增长68.90%, 业务收入38.61亿元, 同比增长56.27%, 业务毛利率23.05%, 同比减少3.95个百分点。

据GGII统计, 2018年我国动力电池装机56.98GWh, 其中宁德时代装机23.54GWh, 国内装机占比超41%, 较2017年上升12.62个百分点。2019年一季度国内动力锂电装机12.57GWh, 同比增长180.8%; 公司装机5.54GWh, 市场份额超44%, 行业龙头地位突显。新政出台, 设置过渡期, 预计Q2装机还将持续高增。

公司加速推进与上汽、广汽、吉利、华晨宝马等公司的合作, 同时配套蔚来、威马、小鹏等新兴造车势力, 深度绑定国内强势主机厂。公司计划今年首推NCM811电池, 进一步强化自身的竞争优势。我们认为, 在行业集中度不断提升的大环境下, 公司将受益于其成本优势和产品升级迭代加快, 国内市场份额有望继续扩大。

全球电动化进程加速, 公司深入合作海外车企

公司2017年海外销售11.84GWh, 超过松下跃居全球第一。公司德国图林根电池生产基地将分两期建设, 2022年达产后将形成14Gwh的产能。公司在海外市场进一步与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标致雪铁龙、大众和沃尔沃等国际车企品牌深化合作, 配套车型将在未来几年内陆续上市, 角色已经开始从海外客户的中国项目首选供应商演变为全球战略合作伙伴。公司产品得到海外车企认可, 且技术和成本均处于行业领先地位, 后来居上, 在与松下、LG化学和三星SDI的全球化竞争中抢占一席之地。我们认为, 公司将充分享受全球电动化进程加速的红利。

毛利率边际改善，费用率同比下降，2019折旧年限调整

2018年公司整体毛利率32.79%，同比下降3.5个百分点，主要受下游补贴退坡向上游传导、产品价格大幅下滑影响所致。2018年公司Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为32.76%/30.31%/31.27%/35.55%，Q4毛利率明显改善，主要受益于上游原材料降价幅度较大，及年底抢装带来的规模效应。2018年公司整体费用率15.81%，同比下降3.17个百分点，其中研发投入持续增加，2018年研发费用19.91亿元，同比增长22.01%。

公司拟对动力电池生产设备的折旧年限进行变更，由5年变为4年，预计2019年度计提折旧增加额约7.5亿元，在假设固定资产无增减变动的假设条件下，预计将减少公司2019年归母净利润约6.41亿元。

经营性现金流持续向好，回款能力彰显龙头地位

2018年，公司经营性现金流量净额与总营收的比值达38.22%，同比增长26.51个百分点，公司2018Q1/Q2/Q3/Q4/2019Q1经营性现金流分别为-32.70亿元/43.28亿元/45.45亿元/57.13亿元/49.77亿元，持续保持健康。公司2018年应收账款周转天数为80天，同比缩短37.64%，彰显行业龙头的回款能力。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为411.38、569.82、和705.25亿元，增速分别为38.93%、38.51%和23.77%；归属于母公司股东净利润分别为43.56、55.92和65.18亿元，增速分别为28.61%、20.38%和16.54%；全面摊薄每股EPS分别为1.98、2.55和2.97元，对应PE为39.98、31.14和26.72倍。公司是锂电行业的绝对龙头企业，技术叠加规模优势，公司市场份额有望不断提升；同时公司积极布局海外高端供应链，将充分享受全球电动化进程加速的红利，未来六个月内，维持公司“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新能源车市场发展不及预期，上游原材料价格大幅波动，公司新产能释放不及预期，政策变化。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29611.27	41138.15	56981.83	70524.88
增长率(%)	48.08%	38.93%	38.51%	23.77%
归属母公司股东净利润	3387.04	4356.21	5592.43	6517.65
增长率(%)	-12.66%	28.61%	28.38%	16.54%
每股收益(元)	1.64	1.98	2.55	2.97
市盈率(X)	48.38	39.98	31.14	26.72

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年04月26日收盘价）

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	26548	24683	34189	42315
应收和预付款项	17422	20210	25814	29124
存货	7076	7945	13116	13272
其他流动资产	1077	1077	1077	1077
长期股权投资	965	1225	1507	1843
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	13199	14138	14832	15377
无形资产和开发支出	1447	1447	1447	1447
其他非流动资产	3121	2968	2815	2815
资产总计	71367	74205	95309	107782
短期借款	1180	1071	1791	3509
应付和预收款项	26797	26358	40662	44253
长期借款	3491	2202	2280	2449
其他负债	4699	4699	4699	4699
负债合计	36167	34330	49432	54910
股本	2195	2195	2195	2195
资本公积	20579	20579	20579	20579
留存收益	10164	14520	20113	26630
归属母公司股东权益	32938	37294	42887	49405
少数股东权益	2262	2581	2990	3468
股东权益合计	35200	39875	45877	52872
负债和股东权益合计	71367	74205	95309	107782

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	11313	954	9975	7463
投资活动产生现金流量	-19488	-1531	-1445	-1445
融资活动产生现金流量	7043	-1289	976	2107
现金流量净额	-1104	-1865	9506	8126

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29611	41138	56982	70525
营业成本	19902	28489	39943	50046
营业税金及附加	171	238	329	408
营业费用	1379	2057	2849	3526
管理费用	1591	4854	6895	8519
财务费用	-280	-113	-183	-228
资产减值损失	975	485	485	485
投资收益	184	260	282	336
其他收益	102	0	0	0
营业利润	4168	5389	6946	8105
营业外收支净额	36	36	36	36
利润总额	4205	5426	6983	8141
所得税	469	750	981	1146
净利润	3736	4675	6002	6995
少数股东损益	349	319	410	477
归属母公司股东净利润	3387	4356	5592	6518

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	32.79%	30.75%	29.90%	29.04%
EBIT/销售收入	11.86%	12.92%	11.94%	11.23%
销售净利率	11.52%	11.36%	10.53%	9.92%
ROE	9.30%	11.68%	13.04%	13.19%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.78	1.88	1.70	1.75
速动比率	1.50	1.57	1.37	1.46
总资产周转率	0.42	0.56	0.60	0.66
应收账款周转率	1.85	2.16	2.44	2.61
存货周转率	2.81	3.59	3.05	3.77

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。