

宁德时代 (300750.SZ)

新股分析

动力电池销量全球登顶，锂电独角兽蓄势待发

投资要点

- ◆ **动力电池独角兽，7年登顶全球NO.1**：2018年5月18日，宁德时代获IPO批文，公司上市在即。宁德时代成立于2011年，在过去7年间公司随我国新能源汽车产业高速发展，根据招股说明书，公司2017年动力电池系统销量11.84GWh，首次超越松下成为动力电池行业全球第一。同时，公司已经进入宝马、大众等国际一流整车企业的供应体系，优质客户资源丰富。
- ◆ **业绩持续提升，电池系统成本已控制在1元/Wh以下**：公司2017年营业收入200亿元，同比增长34%，归母净利润39.7亿元，同比增长31.4%。公司2017年动力系统销售均价1.41元/Wh，同比下滑31.6%，但毛利率依然能够维持在35.25%，其动力电池系统成本已控制在约0.91元/Wh，同比下降19.5%，公司系统成本的降低得益于生产效率的提升和部分原材料成本的控制得当。
- ◆ **大客户依赖度降低，三元电池显著放量**：公司前五大客户分别为宇通、北京普莱德、吉利、厦门金龙和东风汽车，相较于2016年，前五大客户合计占比由79.5%下降到51.9%，大客户依赖度显著降低。2017年前五大供应商中，格林美（17年新进）和振华新材料的主要产品为三元材料，Glencore（嘉能可）是全球最大的钴供应商，可见宁德时代在2017年三元动力电池出货显著增长。
- ◆ **锂电材料先声夺人，布局锂资源保障供应**：公司锂电材料产能扩张迅速，下游正极材料厂商对公司的三元前驱体产品需求旺盛，2017年公司的锂电材料的产销率达到了113.36%。公司2017锂电材料业务毛利率27.00%，高于锂电材料行业的水平。同时，公司全资孙公司加拿大时代拟收购北美锂业股权，持股数量将增加至6776万股成为其控股股东，进一步保障了上游材料的供应。
- ◆ **拟募资53.5亿元投资锂电项目，加大锂电池业务布局**：此外，公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股217,243,733股（占发行后总股本比例不低于10%），募集资金53.5亿元用于投资湖西锂离子动力电池生产基地项目和动力及储能电池研发项目，项目建设周期均为36个月。届时，公司将新增24GWh的动力电池产能，产能规模将进一步扩张。此外，公司通过加大研发投入，提升在电池领域的技术研发水平和竞争实力。公司不断地加大锂电池业务的布局，锂电巨头的地位愈发稳固。
- ◆ **投资建议**：宁德时代动力电池技术和规模全球领先，2017年市占率全球第一。同时，公司绑定了国内外的优质车企，产品需求旺盛。我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为1.41元、2.03元和3.14元，净资产收益率分别为9.6%、12.1%和15.6%。
- ◆ **风险提示**：动力电池价格持续大幅下降、原材料价格大幅上涨、产业政策不及预期。

询价区间：	- 元
定价区间：	- 元

发行数据

总股本(万股)	195,519
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2018/5/30
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

宁波梅山保税港区瑞庭投资有限公司	29.23%
黄世霖	13.34%
宁波联合创新新能源投资管理合伙企业(有限合伙)	8.50%
李平	5.73%
深圳市招银叁号股权投资合伙企业(有限合伙)	3.69%
湖北长江招银动力投资合伙企业(有限合伙)	3.43%
西藏鸿商资本投资有限公司	3.21%
常州顺德股权投资基金中心(有限合伙)	2.35%
先进制造产业投资基金(有限合伙)	2.33%
西藏旭赢百年投资有限公司	1.98%

分析师

林帆
 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

报告联系人

沈俐婷
 shenliting@huajinsec.cn

相关报告

财务数据与估值

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	14,879.0	19,996.9	26,148.8	36,385.5	53,626.3
净利润	2,851.8	3,878.0	3,052.3	4,413.2	6,811.7
每股收益(元)	1.46	1.98	1.41	2.03	3.14
每股净资产(元)	7.92	12.63	14.70	16.84	20.09

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	43.7%	36.3%	31.8%	32.3%	33.1%
净利润率	19.2%	19.4%	11.7%	12.1%	12.7%
净资产收益率	18.4%	15.7%	9.6%	12.1%	15.6%
ROIC	52.2	7.3	5.7	6.6	8.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、全球布局的动力锂电池“独角兽”	5
(一) 公司产品及发展历程	5
(二) 公司股权结构	6
(三) 公司业绩持续增长，产品毛利率有所下滑	7
二、动力电池出货量登顶全球，综合实力行业领先	9
(一) 产能扩张迅速，出货量全球第一	9
(二) 动力电池价格下降，盈利能力行业领先	10
(三) 研发投入持续提升，技术水平行业领先	11
(四) 客户覆盖范围广，大客户依赖度降低	12
(五) 正极材料采购金额占比超 50%，三元锂采购需求增加	14
三、锂电材料力压群雄，布局锂资源保障供应	15
四、募投资金运用计划	16
五、盈利预测	17
六、风险提示	17

图表目录

图 1：公司的产业布局	5
图 2：公司的主要产品	6
图 3：公司发展历程	6
图 4：公开发行前公司股权结构	7
图 5：公司过去三年营收（亿元）及增长率	8
图 6：公司过去三年归母净利润（亿元）及增长率	8
图 7：公司过去三年盈利能力	8
图 8：公司过去三年三费比率	8
图 9：公司 2017 年业务占比	9
图 10：细分业务毛利率	9
图 11：2016 年国内动力电池排名	10
图 12：2017 年国内动力电池排名	10
图 13：动力电池业务营收（亿元）及增长率	10
图 14：公司动力电池系统产能、产量和销量（GWh）	10
图 15：可比公司动力电池业务毛利率对比	11
图 16：公司动力电池单位成本和售价（元/Wh）	11
图 17：可比公司研发投入占比	11
图 18：可比公司研发人员占比	11
图 19：动力及储能电池研发项目	12
图 20：2017 年推荐目录配套车型总数排名（款）	13
图 21：2017 年推荐目录配套乘用车车型数排名（款）	13
图 22：锂电材料营收及增长率	16
图 23：公司锂电材料产能、产量和销量（万吨）	16
图 24：可比公司锂电材料业务毛利率对比	16
图 25：公司锂电材料单位成本和售价（万元/吨）	16

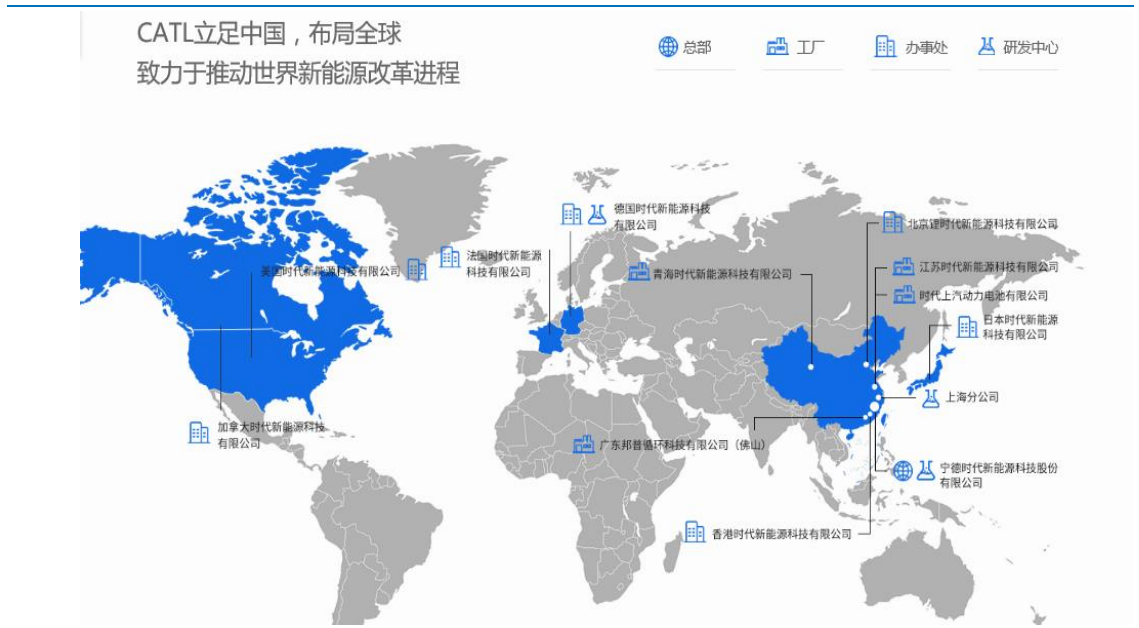
表 1: 本次发行前后公司股本情况	7
表 2: 公司营收和新能源车季度产量比较	8
表 3: 2017 全球动力电池企业销量排行榜	9
表 4: 电池企业主要客户	12
表 5: 2015 年-2017 年前 5 大客户	13
表 6: 主要原材料采购情况 (亿元)	14
表 7: 主要原材料采购情况 (亿元)	14
表 8: 2015 年-2017 年前 5 大供应商	15
表 9: 宁德时代供应链	15
表 10: 募集项目情况	17
表 11: 公司盈利预测主要财务数据报表	17

一、全球布局的动力锂电池“独角兽”

2011年，宁德时代新能源科技有限公司成立，总部位于中国福建宁德，在我国上海、北京、江苏、青海、欧洲和北美等地区设有研发中心、办事处和工厂，是全球领先的动力电池系统供应商。

据GGII统计，2017年公司以11.84GWh的销量排名全球第一。公司客户涵盖了国内外主要的优质车企，在国内品牌客户方面，公司与宇通集团、上汽集团、北汽集团、吉利集团、福汽集团、中车集团、东风集团和长安集团等行业内整车龙头企业保持长期战略合作；在国际品牌客户方面，公司已经进入宝马、大众等国际一流整车企业的供应体系。

图 1：公司的产业布局

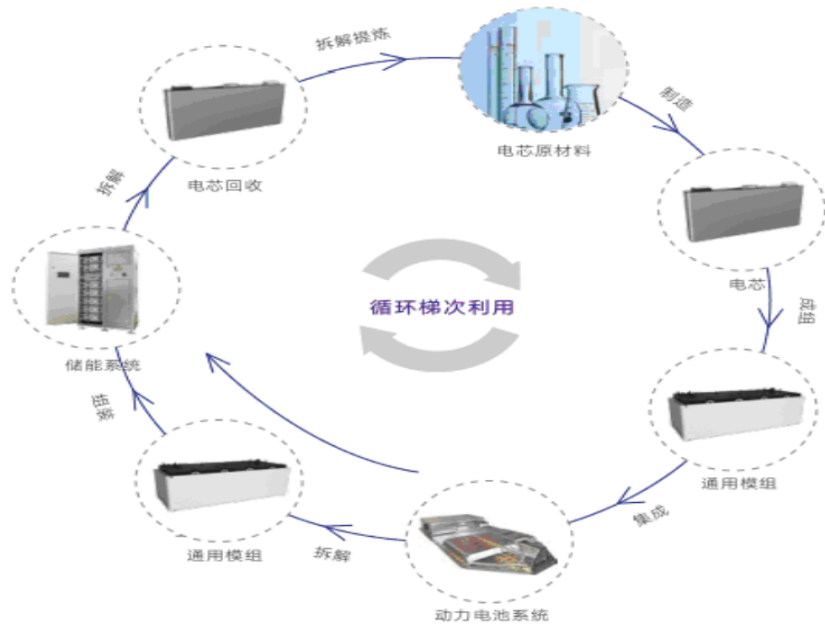


资料来源：公司官网，华金证券研究所

（一）公司产品及发展历程

公司的主营业务有动力电池系统业务、储能电池系统业务和锂电材料业务。

图 2: 公司的主要产品



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

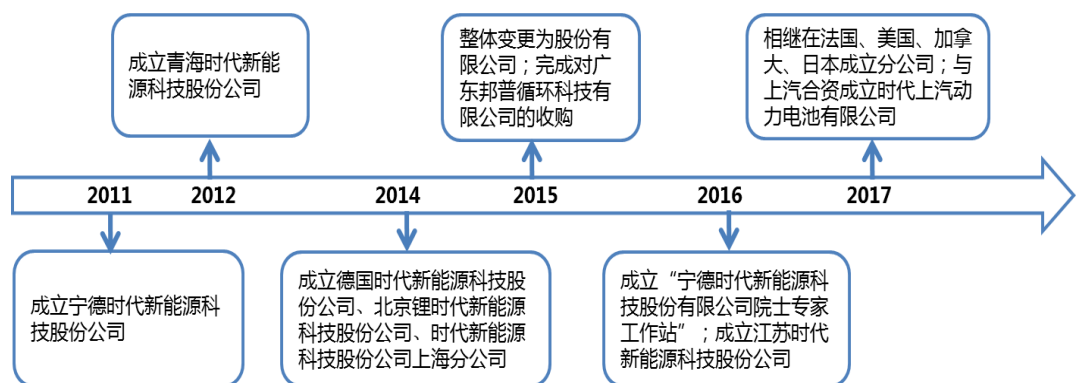
2011 年, 宁德时代新能源科技有限公司成立;

2015 年, 变更为股份有限公司, 完成对广东邦普的收购;

2016 年, 成立“宁德时代新能源科技股份有限公司院士专家工作站”;

2017 年, 在法国、美国、加拿大和日本成立分公司, 与上汽合资成立时代上汽动力电池有限公司。

图 3: 公司发展历程

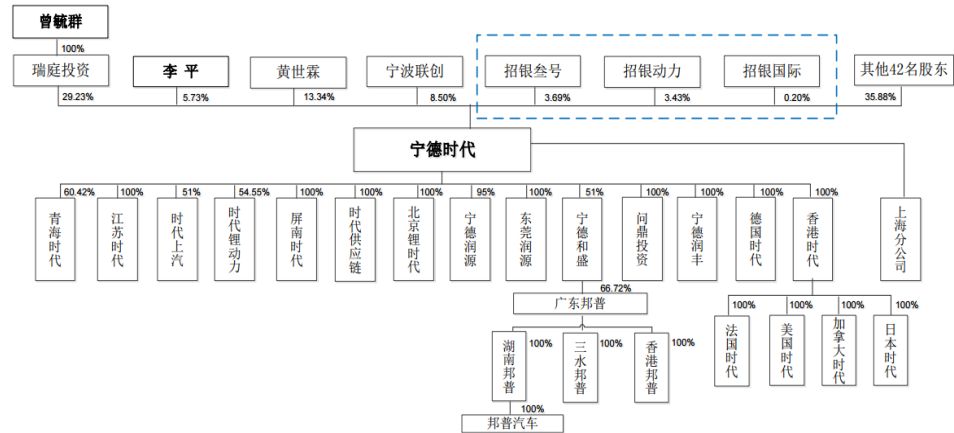


资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

(二) 公司股权结构

宁德时代实际控制人为曾毓群（ATL 和 CATL 创始人）、李平（CATL 董事长、联合创始人）。公司控股股东为瑞庭投资，直接持有 29.23% 公司股份，实际控制人为一致行动人曾毓群和李平，两人合计持有公司发行前股本总额的 34.95%。

图 4：公开发行前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

本次发行前，公司总股本为 1,955,193,267，本次拟公开发行股份为 217,243,733 股，发行后总股本为 2,172,437,000 股，本次发行股份占公司发行后的总股本比例不低于 10%。

表 1：本次发行前后公司股本情况

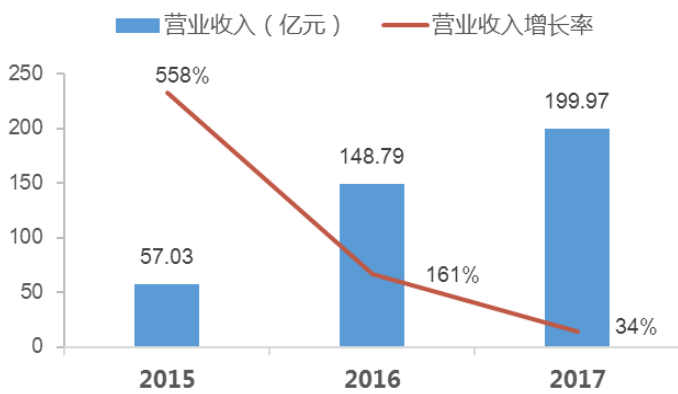
股东名称	发行前		发行后	
	股份数量	比例	股份数量	比例
瑞庭投资	571,480,527	29.23%	571,480,527	26.31%
黄世霖	260,900,727	13.34%	260,900,727	12.01%
宁波联创	166,200,263	8.50%	166,200,263	7.65%
李平	111,950,154	5.73%	111,950,154	5.15%
招银叁号	72,157,116	3.69%	72,157,116	3.32%
招银动力	66,980,205	3.43%	66,980,205	3.08%
西藏鸿商	62,745,321	3.21%	62,745,321	2.89%
常州欣德	45,999,147	2.35%	45,999,147	2.12%
先进制造	45,585,780	2.33%	45,585,780	2.10%
西藏旭赢	38,685,909	1.98%	38,685,909	1.78%
其他	512,508,118	26.21%	512,508,118	23.59%
本次向社会公众发行股份	-	-	217,243,733	10%
合计	1,955,193,267	100.00%	2,172,437,000	100.00%

资料来源：公司招股意向书，华金证券研究所

（三）公司业绩持续增长，产品毛利率有所下滑

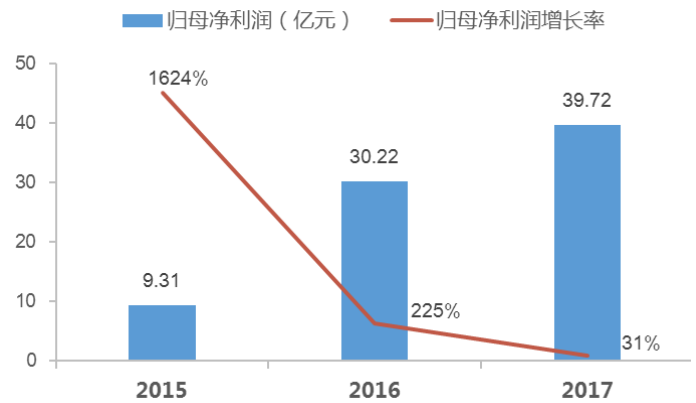
公司的主要业务为动力电池系统业务，直接受益于新能源车产量的增长。2017 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 200.0 亿元和 39.7 亿元，分别同比增长了 34% 和 31%。

图 5：公司过去三年营收（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 6：公司过去三年归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

2017 年公司各季度的营收占比和新能源车产量的各季度占比基本一致，呈现出了持续增长的态势。

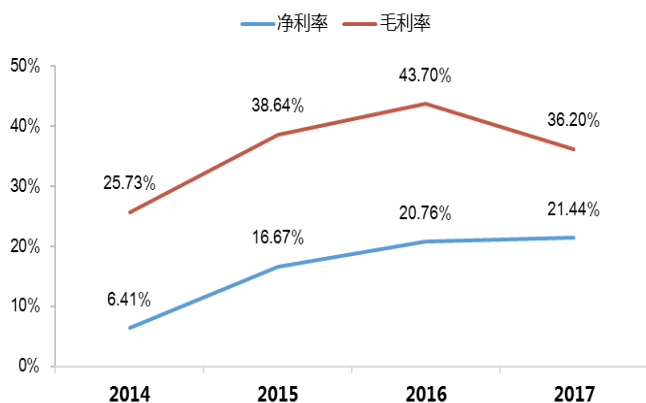
表 2：公司营收和新能源车季度产量比较

	营业收入 (亿元)	占比	新能源车产量 (万辆)	占比
2017Q1	13.63	7.1%	5.8	7.3%
2017Q2	47.5	24.8%	15.4	19.4%
2017Q3	55.28	28.9%	21.2	26.7%
2017Q4	75.03	39.2%	37.0	46.6%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

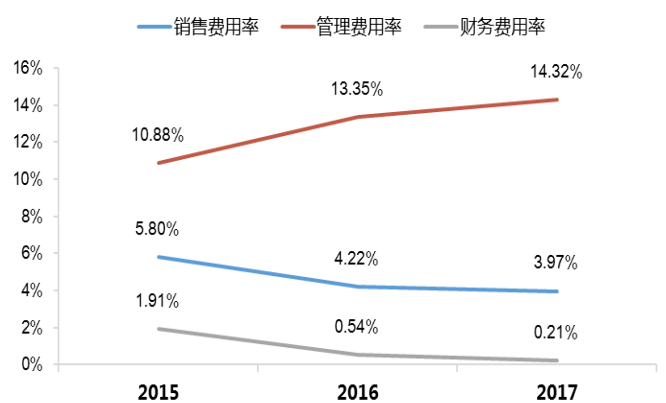
公司成本控制能力强，净利率稳步提升：由于动力电池价格的下降，公司 17 年的毛利率有所下降，但由于较强的成本控制能力，净利率稳步提升，17 年的净利率为 21.44%，较 16 年上升了 0.7 个百分点。公司的销售费率和财务费率都有所下降，由于研发的投入，管理费上升了 1 个百分点。

图 7：公司过去三年盈利能力



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

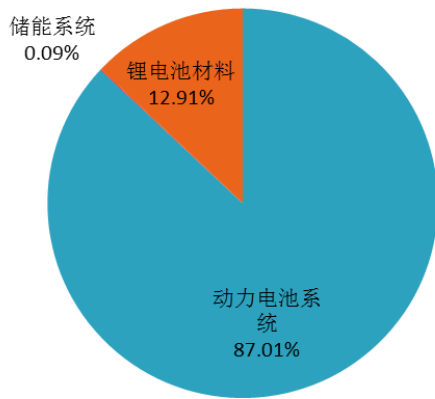
图 8：公司过去三年三费比率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

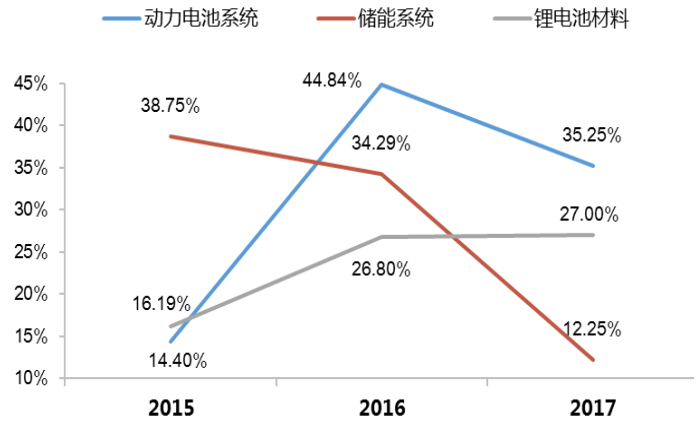
具体来看，公司业务有动力电池系统、锂电池材料和储能系统业务，17 年的营收占比分别为 87.01%、12.91% 和 0.09%。2017 年公司的动力电池系统、锂电池材料和储能系统业务的毛利率分别为 35.25%、27.00% 和 12.25%，动力电池系统业务在三项业务中毛利最高。

图 9：公司 2017 年业务占比



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 10：细分业务毛利率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

二、动力电池出货量登顶全球，综合实力行业领先

（一）产能扩张迅速，出货量全球第一

2017 年公司动力电池系统业务营收为 166.57 亿元，较 16 年增长了 19%。主要由于下游新能源车的需求旺盛拉动了公司的销量增长。2017 年，动力电池系统销量为 11.9GWh，较 16 年增长了 75%，尤其是下半年的需求大幅增加，占到了全年销量的 70%。

2017 年，公司销量总计为 11.84GWh，超越了松下和比亚迪，成为了全球第一。

表 3：2017 全球动力电池企业销量排行榜

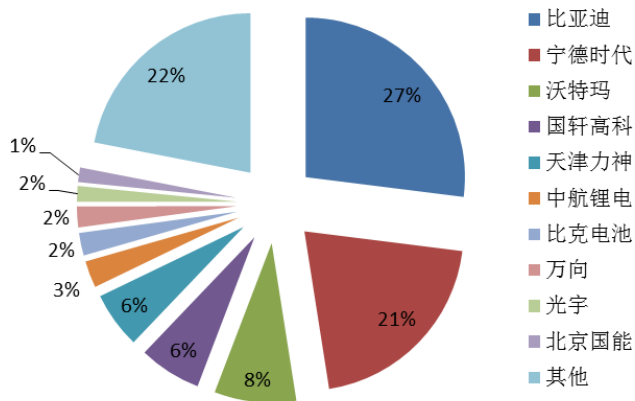
2017 全球动力电池企业销量排行榜			
排名	企业	国家	销量 (GWh)
1	宁德时代	中国	12
2	松下电器	日本	10
3	比亚迪	中国	7.2
4	沃特玛	中国	5.5
5	LG 化学	韩国	4.5
6	国轩高科	中国	3.2
7	三星 SDI	韩国	2.8
8	北京国能	中国	1.9
9	比克	中国	1.6
10	孚能科技	中国	1.3

资料来源：GGII，华金证券研究所

从国内来看，2017 年动力电池前十大厂商销量占全国的比例为 80%，较 16 年的 78% 提升了约 2 个百分点。行业集中度持续提升，宁德时代以 27% 的占比超越比亚迪，位居第一，较 16 年提升了 6 个百分点。

图 11：2016 年国内动力电池排名

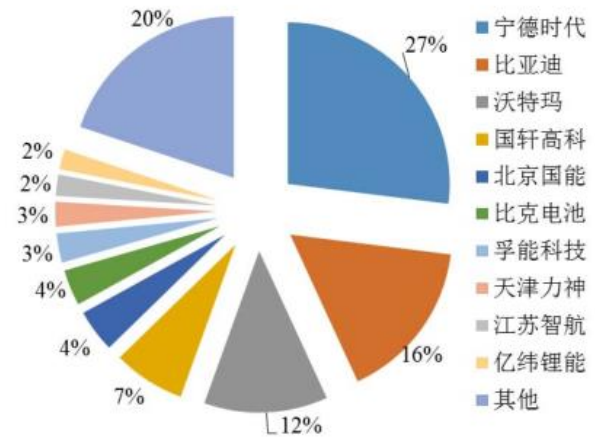
图表 2016年动力电池市场份额情况（销量）



资料来源：EVtank，华金证券研究所

图 12：2017 年国内动力电池排名

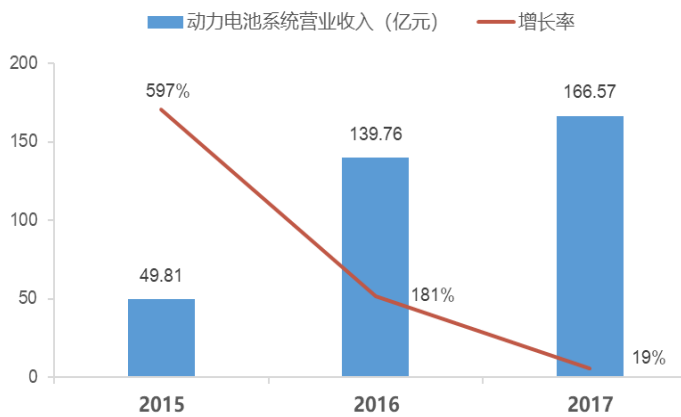
图表 2017年动力电池市场份额情况（销量）



资料来源：GGII，华金证券研究所

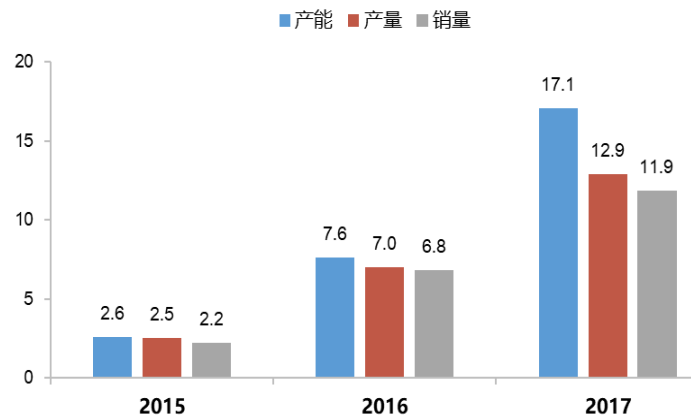
公司的产能扩张迅速，2017 年底产能达到了 17.1GWh，较 16 年增加了近 10GWh，同比增长了 125%。

图 13：动力电池业务营收（亿元）及增长率



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 14：公司动力电池系统产能、产量和销量（GWh）



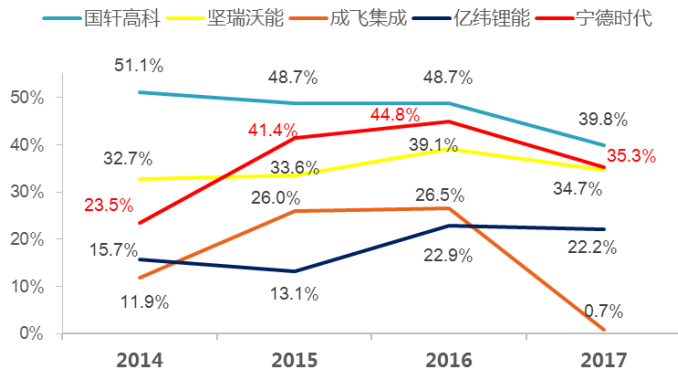
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

此外，公司拟募集 33.5 亿元用于投资湖西锂离子动力电池生产基地项目，投资总额为 98.6 亿元，本项目将建设 24 条生产线，共计 24GWh 的动力电池产能，建设周期为 36 个月，分三期进行，达产率分别为 33.33%、66.67%和 100%，建成后公司动力电池产能将进一步提升。

（二）动力电池价格下降，盈利能力行业领先

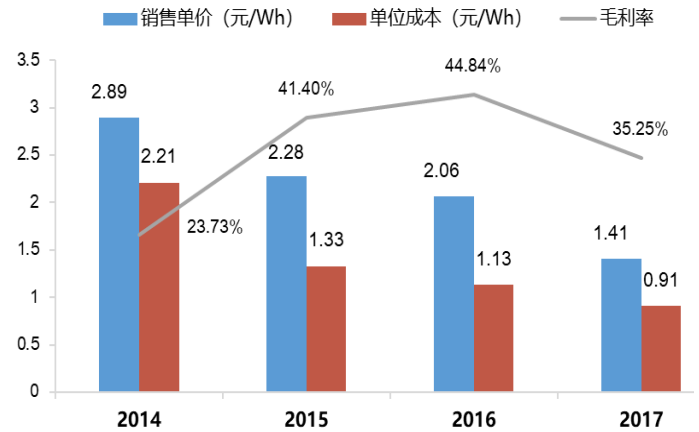
由于行业的产能过剩以及技术和规模带动的成本下降，公司动力电池的售价也在持续下降，2017 年全年动力电池的售价为 1.41 元/Wh，较 16 下降了 31.55%。公司动力电池的成本为 0.91 元/Wh，较 16 年下降了 19.47%，由于成本降速小于价格下降，导致公司毛利率下降了 9.59%。但由于成本控制能力强，公司毛利率依旧高于行业平均水平。

图 15: 可比公司动力电池业务毛利率对比



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

图 16: 公司动力电池单位成本和售价 (元/Wh)



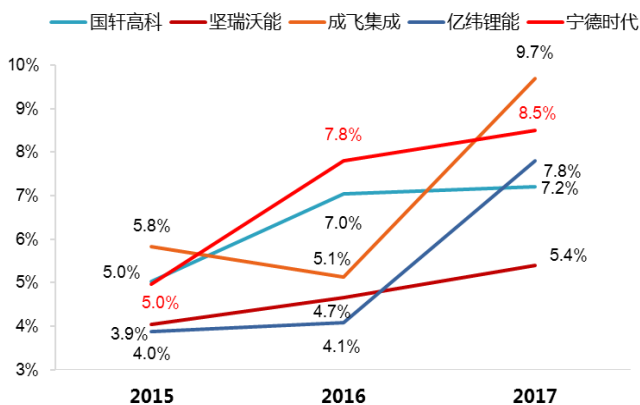
资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

(三) 研发投入持续提升, 技术水平行业领先

2015 年、2016 年和 2017 年, 公司的研发投入为 2.81 亿元、11.34 亿元和 16.32 亿元, 占主营收入的比例为 5.0%、7.8%和 8.5%, 研发投入占比持续提升。从行业来看, 公司的研发投入占比远高于行业平均水平。

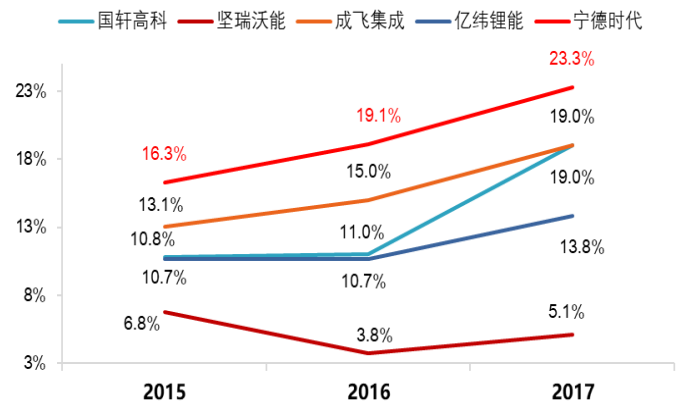
截至 2017 年 12 月 31 日, 公司拥有研发技术人员 3,425 名, 较第三季度末 3628 人有所减少, 占员工总数比例为 23.28%, 其中拥有博士学历的 119 名、硕士学历的 850 名, 并包括 2 名国家千人计划专家和 6 名福建省百人计划及创新人才, 整体研发团队规模和实力在行业内处于领先。

图 17: 可比公司研发投入占比



资料来源: GGII, 华金证券研究所

图 18: 可比公司研发人员占比



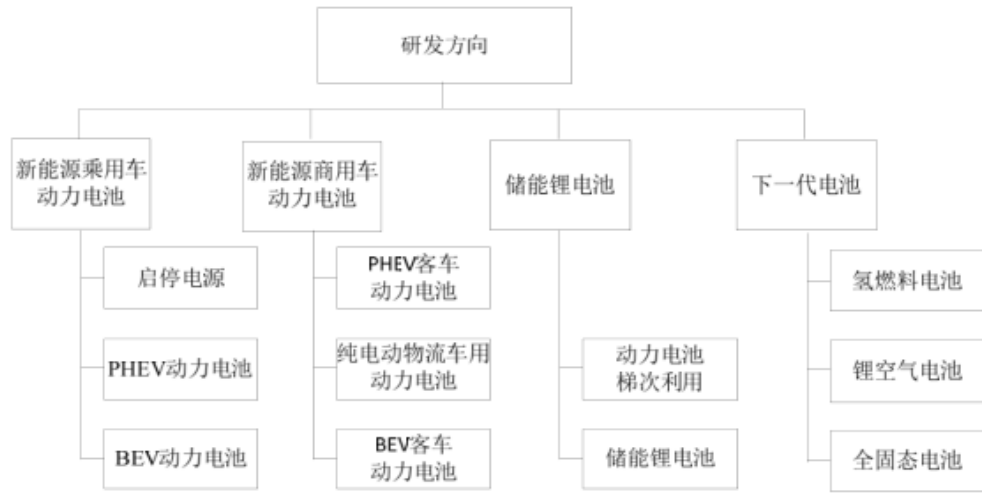
资料来源: GGII, 华金证券研究所

截至 2017 年 12 月 31 日, 公司及其子公司共拥有 907 项境内专利及 17 项境外专利, 较第三季度末的境内 813 项和境外 13 项有所增加, 正在申请的境内和境外专利合计 1,440 项。

此外, 公司还在不断加大研发投入, 提升电池系统的技术, 降低生产成本。公司在招股说明书中称, 拟投资 42 亿元用于动力及储能电池研发项目, 分为乘用车动力电池、商用车动力电池、

储能锂电池和下一代电池四个方向，使得电池向高能量密度、高安全、长循环寿命、低成本方向发展。

图 19：动力及储能电池研发项目



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（四）客户覆盖范围广，大客户依赖度降低

公司客户涵盖了国内外主要的优质车企，在国内品牌客户方面，公司与宇通集团、上汽集团、北汽集团、吉利集团、福汽集团、中车集团、东风集团和长安集团等行业内整车龙头企业保持长期战略合作；在国际品牌客户方面，公司已经进入宝马、大众等国际一流整车企业的供应体系。

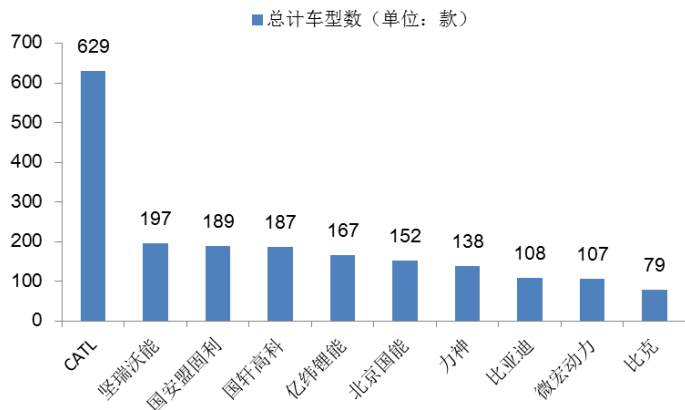
表 4：电池企业主要客户

电池企业	客户名称
宁德时代	宝马、大众、北汽新能源、吉利、宇通、北汽福田、南京金龙、中通、厦门金龙、中车时代、北汽、金华青年、北京现代、青年、长城、华晨宝马、安凯、成都客车、奇瑞万达、厦门金旅、苏州金龙、扬州亚星、五洲龙、吉利、上汽
比亚迪	比亚迪、北京华林特装车
国轩高科	北汽新能源、江淮汽车、奇瑞汽车、众泰、南京金龙、苏州金龙、厦门金龙、宇通、中通、安凯、福田东风、江苏金龙、厦门金龙、厦门金旅、扬州亚星、星凯龙、江南、福建龙马、北汽、江苏九龙、北汽福田、上海申沃、河北长安
沃特玛	华晨客车、厦门金旅、南京金龙、深圳五洲龙、中国重汽、珠海广通、一汽客车、上海申龙、东风特汽、扬州亚星、
比克	川汽野马、河北御捷、一汽、南京汽车、华晨鑫源、东风、山东唐骏、海马轿车、江南、一汽客车、江苏金龙、上海申龙、南京金龙、陕汽通家、中植一客、安源客车、东风特汽、重汽王牌、郑州日产、北汽福田
孚能科技	北汽、江铃、云南航天神州
力神	中通、扬州亚星、一汽、南京金龙、华晨汽车、江苏卡威、北汽福田、东风悦达起亚、山东沂星、武汉客车、郑州日产、郑州宇通、江南、山西成功、河北长安、江淮、苏州金龙、荣成华泰、东风扬子江
亿纬锂能	南京金龙、陕西通家、河北长安、华泰汽车、东风、雅俊、众泰

资料来源：高工锂电，华金证券研究所

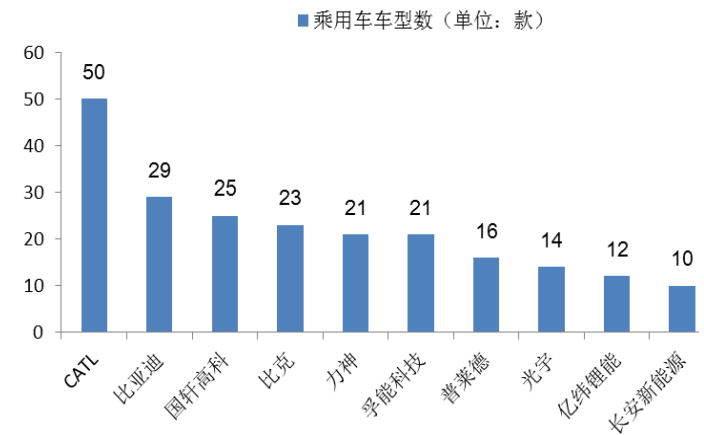
统计了 2017 年 1-12 批目录，宁德时代共配套了 629 款车型，其中乘用车有 50 款，在总数和乘用车上都大幅领先。由于动力电池需要车企和电池企业共同研发，且通过验证进入目录需要大量的时间和费用的投入，合作关系粘性较大。

图 20：2017 年推荐目录配套车型总数排名（款）



资料来源：工信部，华金证券研究所

图 21：2017 年推荐目录配套乘用车车型数排名（款）



资料来源：工信部，华金证券研究所

对比了 2015-2017 年公司的前五大客户，发现前五大客户的占比逐年下降。2015 年、2016 年及 2017 年，公司前五大客户销售金额占当期公司营业收入的比例分别为 82.62%、79.49% 和 51.90%，宇通连续三年都是公司最大的客户，东风汽车首次进入了前五大客户的阵列。

表 5：2015 年-2017 年前 5 大客户

期间	序号	销售客户名称	销售金额	占营业收入比例
2017 年	1	郑州宇通集团有限公司	37.08	18.54%
	2	北京普莱德新能源电池科技有限公司	23.02	11.51%
	3	浙江吉利控股集团有限公司	18.89	9.45%
	4	厦门金龙汽车集团股份有限公司	13.10	6.55%
	5	东风汽车集团股份有限公司	11.70	5.85%
合计			103.79	51.90%
2016 年	1	郑州宇通集团有限公司	50.66	34.05%
	2	北京普莱德新能源电池科技有限公司	27.69	18.61%
	3	浙江吉利控股集团有限公司	14.58	9.80%
	4	厦门金龙汽车集团股份有限公司	13.79	9.27%
	5	中国中车集团有限公司	11.55	7.77%
合计			118.28	79.49%
2015 年	1	郑州宇通集团有限公司	26.29	46.10%
	2	厦门金龙汽车集团股份有限公司	8.90	15.61%
	3	北京普莱德新能源电池科技有限公司	7.08	12.42%
	4	宁波杉杉股份有限公司	2.45	4.30%
	5	中国中车集团有限公司	2.39	4.19%
合计			47.12	82.62%

资料来源：公司招股说明书（更新版本），华金证券研究所

（五）正极材料采购金额占比超 50%，三元锂采购需求增加

2015-2017 年，公司锂电材料的采购总额分别为 14.42 亿元，38.05 亿元和 61.42 亿元，2016 年和 2017 年的增速分别为 164%和 61%，主要是由于公司的产能扩张迅速对锂电材料的需求持续增长。

公司正极材料的占比持续提升，2015-2017 年分别为 38.63%、46.70%、55.06%。主要是由于上游钴、锂价格的增长导致正极材料的采购价格逐年升高。而隔膜、电解液和外壳的价格分别下降了 27.52%、22.77%和 6.20%，使得这些材料的采购总额占比大幅下降。

表 6：主要原材料采购情况（亿元）

原材料类别	2017 年度			2016 年度			2015 年度		
	采购总额	占比	价格波动率	采购总额	占比	价格波动率	采购总额	占比	价格波动率
正极材料	33.82	55.06%	12.71%	17.77	46.70%	23.72%	5.57	38.63%	-2.73%
石墨	6.56	10.68%	8.50%	3.24	8.52%	-8.06%	1.52	10.54%	-21.31%
隔膜	7.37	12.00%	-27.52%	6.01	15.80%	0.04%	3.01	20.87%	-3.74%
电解液	6.44	10.49%	-22.77%	5.28	13.88%	51.37%	1.5	10.40%	-21.11%
外壳/顶壳	7.23	11.77%	-6.20%	5.75	15.11%	-35.42%	2.82	19.56%	-36.31%
总计	61.42			38.05			14.42		

资料来源：公司招股说明书（更新版本），华金证券研究所

从正极材料的类别来看，对三元材料的需求持续提升，2017 年上半年超过了对磷酸铁锂的采购额，由此可见，在国家政策鼓励企业生产高能量密度和高续航里程电池的影响下，公司三元电池产量持续提升。

表 7：主要原材料采购情况（亿元）

原材料类别	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度	
	采购总额	价格波动率	采购总额	价格波动率	采购总额	价格波动率
磷酸铁锂	4.23	-18.31%	11.46	9.50%	5.08	-3.34%
三元材料	7.60	12.66%	3.57	13.90%	0.48	6.47%
石墨	2.33	-5.27%	3.24	-8.06%	1.52	-21.31%
隔膜	3.84	-22.04%	6.01	0.04%	3.01	-3.74%
电解液	3.27	0.41%	5.28	51.37%	1.50	-21.11%
外壳/顶盖	3.75	-6.97%	5.75	-35.42%	2.82	-36.31%

资料来源：公司招股说明书（首次披露版本），华金证券研究所

2015 年、2016 年及 2017 年，公司前五大供应商的占比在不断下降，分别为 19.79%、19.19%和 16.90%，科达利依旧是公司最大的供应商，格林美第一次进入了前五大供应商的行列，先导智能连续三年都是公司的前五大供应商。

2017 年前五大供应商中，格林美和振华新材料主要提供三元材料，Glencore（嘉能可）是全球最大的钴供应商，为公司生产三元前驱体提供原料，可见宁德时代在 2017 年三元动力电池出货显著增长。

表 8: 2015 年-2017 年前 5 大供应商

期间	序号	供应商名称	采购金额	采购占比
2017 年	1	深圳市科大利实业股份有限公司	7.55	3.78%
	2	格林美股份有限公司	7.28	3.65%
	3	贵州振华新材料有限公司	6.96	3.49%
	4	Glencore International AG	6.01	3.01%
	5	无锡先导智能装备股份有限公司	5.93	2.97%
合计			33.72	16.90%
2016 年	1	深圳市科大利实业股份有限公司	5.63	4.69%
	2	无锡先导智能装备股份有限公司	5.02	4.18%
	3	新能源科技	4.60	3.83%
	4	泰丰先行	4.26	3.55%
	5	深圳市德方纳米科技股份有限公司	3.53	2.94%
合计			23.04	19.19%
2015 年	1	深圳市科大利实业股份有限公司	2.63	5.20%
	2	泰丰先行	2.42	4.79%
	3	无锡先导智能装备股份有限公司	1.73	3.43%
	4	宁波杉杉股份有限公司	1.61	3.19%
	5	深圳市德方纳米科技股份有限公司	1.60	3.18%
合计			9.99	19.79%

资料来源: 公司招股说明书 (更新版本), 华金证券研究所

据 NE 时代披露, 宁德时代的主要供应商为以下企业, 宁德时代上市后, 锂电业务将持续扩张, 上游供应商有望持续收益。

表 9: 宁德时代供应链

分类	企业名称
锂电设备	新嘉拓 (涂布)、先导智能 (卷绕)、深圳浩能 (辊压分切)、星云股份 (检测)
正极材料	北大先行 (磷酸铁锂)、德方纳米 (磷酸铁锂)、贝特瑞 (磷酸铁锂)、振华新材 (三元材料)、杉杉能源 (三元材料)、长远锂科 (三元材料)、厦门钨业 (三元材料)、嘉能可 (三元材料)、格林美 (三元前驱体)、广州邦普 (三元前驱体)
负极材料	杉杉科技、贝特瑞、江西紫宸、璞泰来
电解液	国泰华荣、天赐材料、新宙邦
隔膜	东莞卓高/璞泰来 (涂覆)、上海恩捷/长园中锂/胜利精密 (捷力)、星源材质/河南义腾 (干法隔膜)
附件	科达利/海源机械 (铝壳)、宏发股份 (电气件)、诺德股份 (铜箔)、中鼎股份/银轮股份 (热管理)

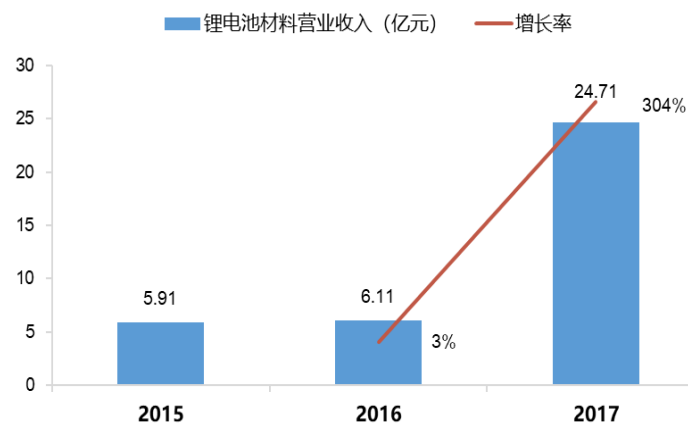
资料来源: NE 时代, 华金证券研究所

三、锂电材料力压群雄, 布局锂资源保障供应

公司锂电材料业务发展迅猛, 2017 年公司锂电材料业务营收为 24.71 亿元, 较 2016 年上涨了 3 倍。公司 2017 年锂电材料(三元前驱体)的产能和产量分别为 1.35 万吨和 1.31 万吨, 较

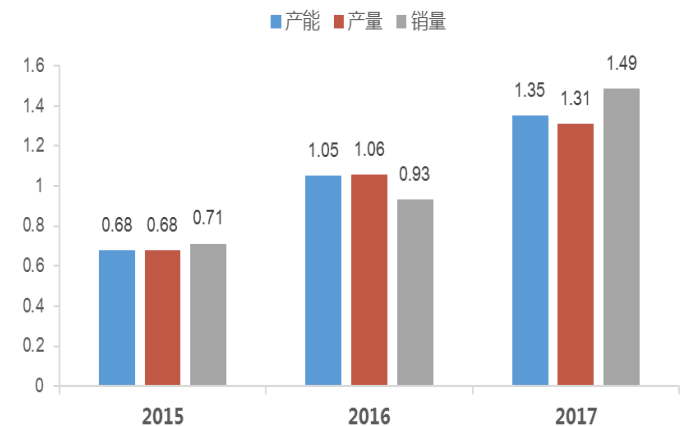
16 年增长了 28.6%和 24.1%。2017 年公司的锂电材料的销量为 1.49 万吨，增长了 60%，产销率达到了 113.36%，可见下游正极材料厂商对公司三元前驱体产品需求旺盛。

图 22: 锂电材料营收及增长率



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

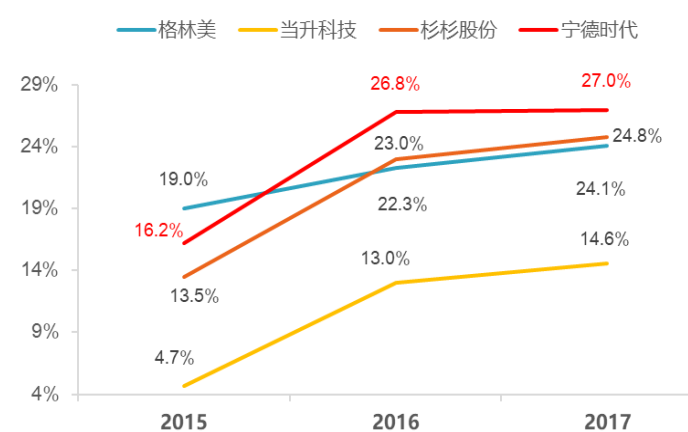
图 23: 公司锂电材料产能、产量和销量 (万吨)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

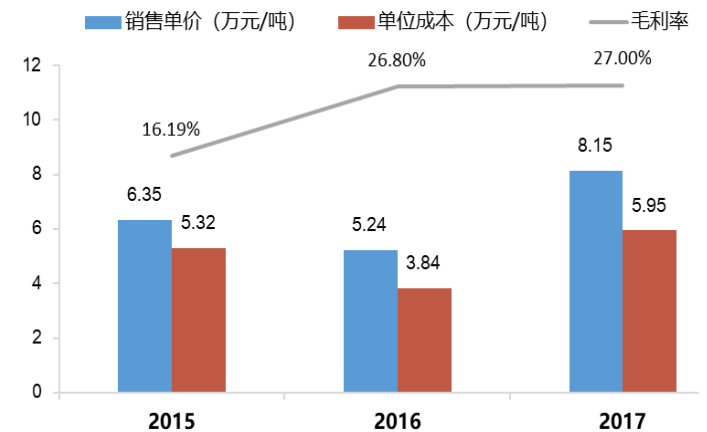
由于上游原材料价格的上涨, 公司的锂电材料的售价和成本均有所上升, 2017 年锂电材料的成本和售价分别上涨了 54.9%和 55.5%, 将公司全年的锂电材料业务毛利率提升了 0.2%。

图 24: 可比公司锂电材料业务毛利率对比



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

图 25: 公司锂电材料单位成本和售价 (万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

同时, 公司积极布局上游的锂资源, 来保障上游材料的供应, 公司旗下的全资孙公司加拿大时代拟收购吉恩国际所持有的北美锂业 3659 万股, 收购完成后, 加拿大时代将持有北美锂业 6776 万股, 成为其控股股东。

四、募投资金运用计划

此外, 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 217,243,733 股 (占发行后总股本比例不低于 10%), 募集资金 53.5 亿元用于投资湖西锂离子动力电池生产基地项目和动力及储能电池研发项目。

表 10: 募集项目情况

项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金拟投资额	建设期
宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目	98.6	33.5	36 个月
宁德时代动力及储能电池研发项目	42.0	20.0	36 个月
合计	140.6	53.5	

资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

五、盈利预测

盈利预测主要基于如下假设:

- 1、公司动力电池的出货量稳步提升, 价格逐渐下滑, 毛利率 18 年有所下降, 19-20 年有望小幅提升。
- 2、公司的锂电材料业务出货量有望逐步提升, 售价 18-20 年略有上升, 毛利率保持平稳。
- 3、公司募集项目推进进度符合预期, 发行股本为 2.17 亿股。

表 11: 公司盈利预测主要财务数据报表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	148.79	199.97	261.49	363.85	536.26
营业收入增长率	160.90%	34.40%	30.76%	39.15%	47.38%
毛利率	43.70%	36.29%	31.81%	32.32%	33.11%
归母净利润 (亿元)	28.52	38.78	30.52	44.13	68.12
净利润增长率	206.43%	35.98%	-21.29%	44.59%	54.35%
EPS(元)	1.46	1.98	1.41	2.03	3.14

资料来源: Wind, 华金证券研究所测算

由此, 我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.41 元、2.03 元和 3.14 元, 净资产收益率分别为 9.6%、12.1%和 15.6%。

六、风险提示

- 1、动力电池价格持续大幅下降
- 2、原材料价格大幅上涨
- 3、产业政策不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,879.0	19,996.9	26,148.8	36,385.5	53,626.3	年增长率					
减:营业成本	8,376.8	12,740.2	17,829.7	24,625.5	35,871.9	营业收入增长率	160.9%	34.4%	30.8%	39.1%	47.4%
营业税费	109.2	95.9	130.7	181.9	268.1	营业利润增长率	207.2%	50.4%	-22.1%	44.8%	54.5%
销售费用	632.2	795.8	1,046.0	1,455.4	2,145.1	净利润增长率	206.4%	36.0%	-21.3%	44.6%	54.3%
管理费用	2,152.2	2,956.5	3,713.1	5,166.7	7,614.9	EBITDA 增长率	214.6%	38.6%	-24.3%	42.2%	50.0%
财务费用	80.4	42.2	41.3	40.0	25.3	EBIT 增长率	198.7%	30.6%	-15.6%	44.3%	53.9%
资产减值损失	233.9	244.7	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	183.2%	49.2%	-23.3%	44.3%	53.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	964.0%	-0.9%	23.3%	26.2%	2.3%
投资和汇兑收益	76.1	1,344.3	473.9	631.4	816.6	净资产增长率	953.9%	67.6%	27.9%	14.4%	19.2%
营业利润	3,212.1	4,832.0	3,761.9	5,447.3	8,417.5	盈利能力					
加:营业外净收支	188.1	16.1	18.0	18.0	18.0	毛利率	43.7%	36.3%	31.8%	32.3%	33.1%
利润总额	3,400.2	4,848.1	3,779.9	5,465.3	8,435.5	营业利润率	21.6%	24.2%	14.4%	15.0%	15.7%
减:所得税	481.8	654.0	567.0	819.8	1,265.3	净利润率	19.2%	19.4%	11.7%	12.1%	12.7%
净利润	2,851.8	3,878.0	3,052.3	4,413.2	6,811.7	EBITDA/营业收入	28.4%	29.3%	17.0%	17.3%	17.7%
						EBIT/营业收入	23.2%	22.5%	14.5%	15.1%	15.7%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	44.8%	46.7%	44.4%	49.0%	51.1%
货币资金	2,456.5	14,080.9	21,844.7	21,831.3	29,494.5	负债权益比	81.0%	87.6%	79.7%	96.1%	104.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.14	1.85	2.02	1.81	1.80
应收帐款	7,499.6	7,009.2	12,021.3	14,661.3	24,813.6	速动比率	2.00	1.66	1.87	1.62	1.61
应收票据	570.5	5,458.3	2,386.3	8,731.5	7,803.3	利息保障倍数	42.90	106.90	92.01	137.19	333.29
预付帐款	101.2	305.8	288.5	559.7	735.6	营运能力					
存货	1,359.8	3,417.8	3,317.9	6,258.7	7,691.5	固定资产周转天数	61	108	119	95	70
其他流动资产	9,773.7	2,761.1	4,254.2	5,596.3	4,203.9	流动营业资本周转天数	137	128	57	62	52
可供出售金融资产	143.4	1,961.3	703.2	936.0	1,200.2	流动资产周转天数	330	493	531	503	444
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	120	131	131	132	133
长期股权投资	169.7	791.0	841.0	891.0	941.0	存货周转天数	29	43	46	47	47
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	451	704	761	677	572
固定资产	3,727.5	8,219.5	9,131.8	10,013.7	10,807.7	投资资本周转天数	187	253	215	193	148
在建工程	1,226.1	2,974.4	3,482.1	3,837.4	4,086.2	费用率					
无形资产	621.6	1,408.8	1,555.1	1,694.8	1,827.9	销售费用率	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	938.7	1,274.8	1,025.1	968.3	901.0	管理费用率	14.5%	14.8%	14.2%	14.2%	14.2%
资产总额	28,588.3	49,662.9	60,851.2	75,980.2	94,506.2	财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
短期债务	1,226.6	2,245.1	3,515.3	3,549.1	3,251.8	三费/营业收入	19.3%	19.0%	18.4%	18.3%	18.2%
应付帐款	3,533.6	5,295.4	7,086.3	10,288.4	15,021.2	投资回报率					
应付票据	4,394.0	8,812.7	9,611.3	16,382.3	21,482.4	ROE	18.4%	15.7%	9.6%	12.1%	15.6%
其他流动负债	1,028.6	1,536.8	1,583.3	1,582.1	1,817.5	ROA	10.2%	8.4%	5.3%	6.1%	7.6%
长期借款	302.0	2,129.1	2,760.3	2,801.2	4,012.6	ROIC	212.9%	29.9%	23.1%	27.0%	33.0%
其他非流动负债	2,312.4	3,172.5	2,436.7	2,640.5	2,749.9	分红指标					
负债总额	12,797.2	23,191.6	26,993.1	37,243.8	48,335.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	302.5	1,769.8	1,930.4	2,162.7	2,521.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	613.3	1,955.2	2,172.4	2,172.4	2,172.4	股息收益率					
留存收益	14,873.8	22,497.7	29,755.3	34,401.3	41,477.1						
股东权益	15,791.1	26,471.2	33,858.2	38,736.4	46,170.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,918.4	4,194.1	3,052.3	4,413.2	6,811.7	EPS(元)	1.46	1.98	1.41	2.03	3.14
加:折旧和摊销	784.5	1,381.2	633.6	823.0	1,024.3	BVPS(元)	7.92	12.63	14.70	16.84	20.09
资产减值准备	233.9	244.7	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	65.6	112.6	41.3	40.0	25.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-76.1	-1,344.3	-473.9	-631.4	-816.6	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	66.6	316.1	160.6	232.3	358.5	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-10,921.8	5,727.2	-1,493.9	-3,130.1	696.2	CAGR(%)	16.8%	19.6%	50.1%	16.8%	19.6%
经营活动产生现金流量	2,109.1	2,340.7	1,920.0	1,747.0	8,099.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-12,428.4	-7,635.8	-468.0	-1,801.3	-1,647.6	ROIC/WACC	52.2	7.3	5.7	6.6	8.1
融资活动产生现金流量	10,971.0	8,932.7	6,311.7	40.9	1,211.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com