

日期: 2018年05月29日

行业: 汽车



分析师: 黄涵虚
Tel: 021-53686177
E-mail: huanghanxu@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518040001

发行价格 RMB25.14 元
上市合理估值 RMB29.00-36.25 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 217.24
发行后总股本 (百万股) 2172.44
发行数量占发行后总股本 10.00%

保荐机构 中信建投、高盛高华、兴业证券

主要股东 (IPO 前)

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%

收入结构 (2017)

动力电池系统 83.30%
锂电池材料 12.35%
储能系统 0.08%
其他业务 4.27%

报告编号: QCXGDJ-11

首次报告日期: 2018年5月29日

新能源汽车动力电池巨头

■ 投资要点

公司简介

公司成立于2011年,是全球领先的动力电池系统提供商,产品包括动力电池系统、储能系统、锂电池材料等。2017年公司动力电池销量达11.84GWh,成为全球动力电池销量最高的厂商,全球和国内市场占有率分别约17%和27%。

动力电池的产销量受到新能源汽车的带动快速增长。2017年全球应用于电动汽车动力电池规模为69.0GWh,中国汽车动力锂电池产量为44.5GWh,GGII预计2022年全球电动汽车锂电池需求量将超过325GWh,中国汽车动力锂电池产量将达到215GWh,较2017年增长近4倍。同时,我国动力电池行业政策扶持龙头企业,补贴退坡带来的电池降价压力和补贴向高能量密度的倾斜,都会加剧行业向龙头的集中,公司占有率有望持续提高。

盈利预测

预计公司2018年至2020年营业收入为254.39亿元、371.91亿元、512.32亿元,同比增长27.21%、46.20%、37.75%;归属于母公司股东的净利润31.57亿元、45.58亿元、61.84亿元,同比增长-18.60%、44.38%、35.68%;对应EPS为1.45元、2.10元、2.85元。

合理估值

公司计划发行股份2.17亿股,发行价25.14元,对应2017年发行前PE为20.69倍。预计募集资金净额54.62亿元,发行费用1.09亿元。参考可比公司的估值水平,我们认为给予公司2018年每股收益20-25倍市盈率较为合理,对应估值区间29.00元-36.25元。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19996.86	25438.99	37191.33	51231.83
年增长率	34.40%	27.21%	46.20%	37.75%
归母净利润	3877.95	3156.84	4557.79	6183.79
年增长率	35.98%	-18.60%	44.38%	35.68%
每股收益 (元)	1.79	1.45	2.10	2.85

注:有关指标按最新股本摊薄

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 2011 年，是全球领先的动力电池系统提供商，产品包括动力电池系统、储能系统、锂电池材料等，具备材料、电芯、电池系统、电池回收二次利用等全产业链研发及制造能力，可为全球客户提供完整的产品解决方案及完善的产品全生命周期服务。

图 1 公司业务布局



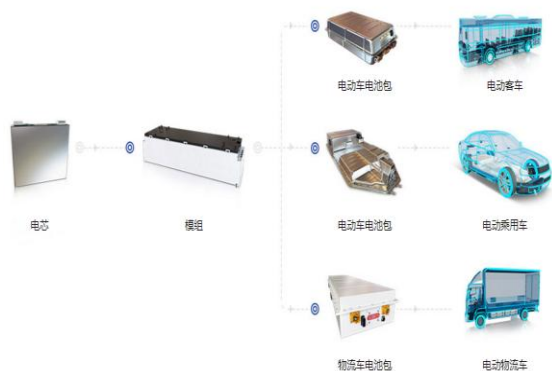
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

（一）动力电池系统：产品包括电芯、模组及电池包，以方形电池为主，可应用于电动乘用车、电动客车、电动物流车等，客户主要为新能源整车企业，如宇通、上汽、北汽、吉利、福汽、中车、东风、长安、宝马、大众等。2017 年公司动力电池销量达 11.4GWh，成为全球最大的动力电池企业。目前动力电池系统销售收入占公司营收的 80% 以上，是公司的主要收入来源。

（二）储能系统：产品包括电芯、模组、电箱和电池柜，可用于发电、输配电和用电领域，具备调节平滑新能源、弥补线损功率补偿、跟踪计划削峰填谷等作用，客户主要为电网公司、发电企业、电信企业、商业流域及工业园区等用电企业。

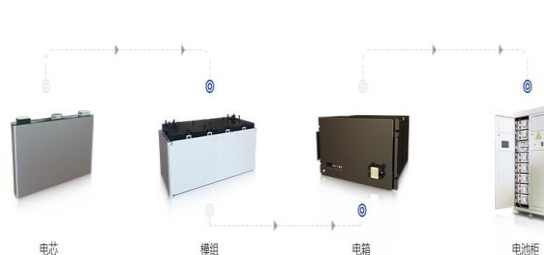
（三）锂电池材料：由子公司广东邦普开展，将废旧锂电池中的镍钴锰锂等有价值金属通过加工、提纯、合成等工艺，生产出锂离子电池材料三元前驱体等，客户主要为锂电池正极材料生产商。

图 2 公司动力电池系统产品体系



数据来源：公司网站 上海证券研究所

图 3 公司储能系统产品体系



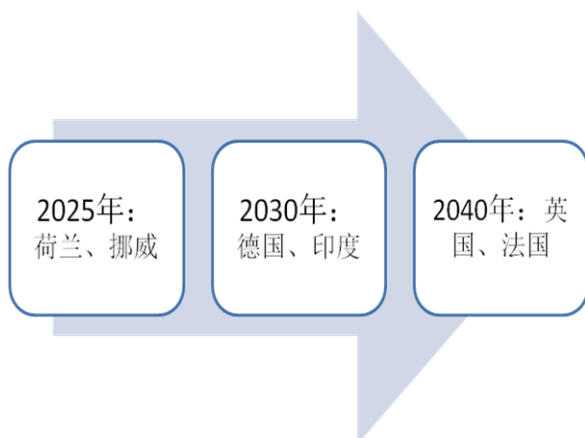
数据来源：公司网站 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

(1) 新能源汽车不断替代传统燃油车，动力电池需求受益

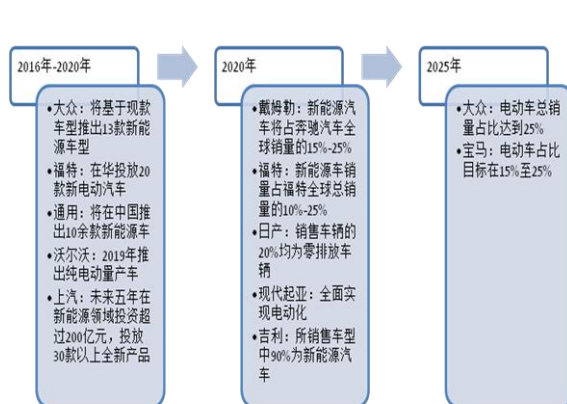
新能源汽车可以有效解决能源危机及环境污染问题，已逐步对传统燃油车形成替代，随着各国相继发布燃油车禁售时间表和相关扶持政策、各大车企发布电动化时间表，新能源汽车不断加速渗透。我国 2017 年发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，将从 2019 年起对传统能源乘用车年度生产量或者进口量达到 3 万辆以上的车企设定新能源汽车积分比例要求，其中 2019、2020 年度的积分比例要求分别为 10%、12%。如不能达标，车企将面临暂停申报汽车目录、停止部分传统车型生产等处罚。双积分政策将促使车企加快新能源汽车的研发生产，保障我国新能源汽车产业长期发展。

图 4 各国燃油车禁售时间表



数据来源：公开信息 上海证券研究所

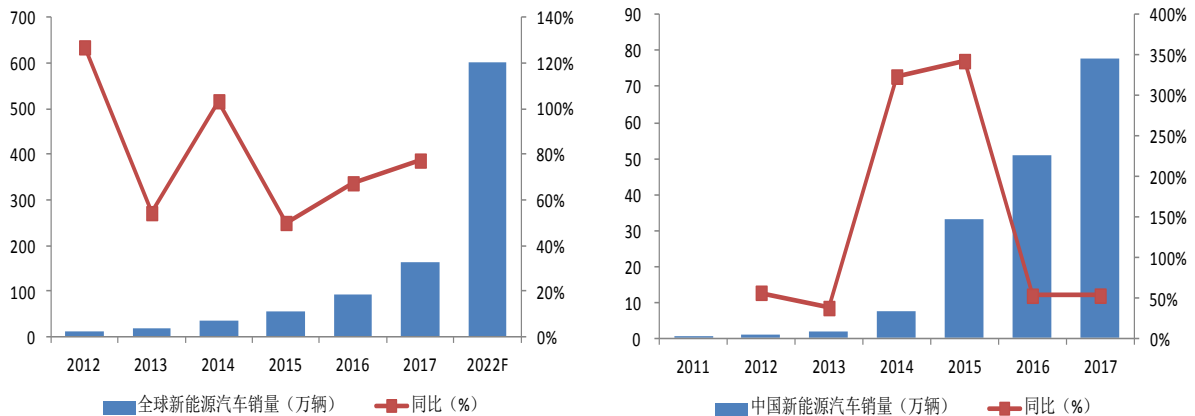
图 5 车企电动化时间表



数据来源：亿欧汽车 上海证券研究所

2011年至2017年,全球新能源汽车销量从5.1万辆增长至162.1万辆,中国新能源汽车销量从0.8万辆增长至77.7万辆,分别增长31倍和95倍。GGII预计,2022年全球新能源汽车销量将达到600万辆,相比2017年增长2.7倍。而据《汽车产业中长期发展规划》,规划2020年我国新能源汽车年产销量达到200万辆,较2017年增长1.6倍,三年复合增长率仍在37%左右。

图 6 2012 年-2022 年全球新能源汽车销量及预测(万辆) 图 7 2011 年-2017 年中国新能源汽车销量(万辆)

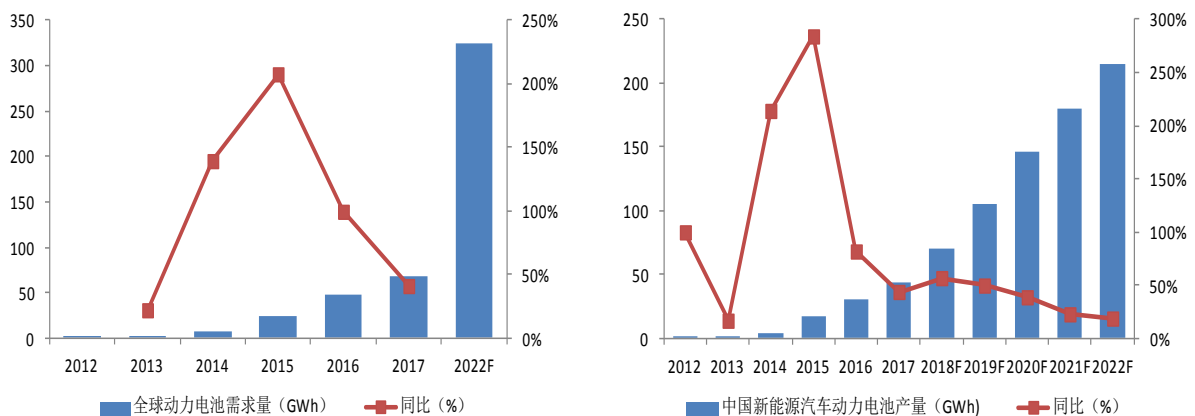


数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

作为目前新能源汽车的核心部件,动力电池的产销量受到新能源汽车产销量的带动快速增长。2017 年全球应用于电动汽车动力电池规模为 69.0GWh,中国汽车动力锂电池产量为 44.5GWh,同时,GGII 预计 2022 年全球电动汽车锂电池需求量将超过 325GWh,相比 2017 年增长 3.7 倍;中国汽车动力锂电池产量将达到 215GWh,同比 2017 年增长 3.8 倍。

图 8 2012 年-2022 年全球动力电池需求量分析(GWh) 图 9 2012 年-2022 年中国新能源动力电池产量(GWh)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

(2) 政策推动动力电池行业整合，龙头企业优势提升

我国动力电池行业政策扶持龙头企业。2017年《促进汽车动力电池产业发展行动方案》将2020年总产能规模目标定为1000亿瓦时，并规划形成产销规模在400亿瓦时以上、具有国际竞争力的龙头企业，按规划龙头企业市场份额将在40%以上。

而补贴政策向电池系统能量密度较高的车型倾斜将促使车企对动力电池能量密度的要求不断提高，有助于动力电池领域劣质产能的淘汰，龙头企业优势进一步扩大。2018年补贴政策中，纯电动乘用车动力电池系统能量密度门槛由90Wh/kg提高至105Wh/kg，160Wh/kg以上的车型调整系数上升至1.2倍，而105-120Wh/kg的车型调整系数下降至0.6倍；非快充类纯电动客车电池系统能量密度门槛由85Wh/kg提高至115Wh/kg；货车和专用车电池系统能量密度门槛由90Wh/kg提高至115Wh/kg。《促进汽车动力电池产业发展行动方案》也提出，2020年新型锂离子动力电池单体比能量超过300Wh/kg，系统比能量力争达到260Wh/kg。

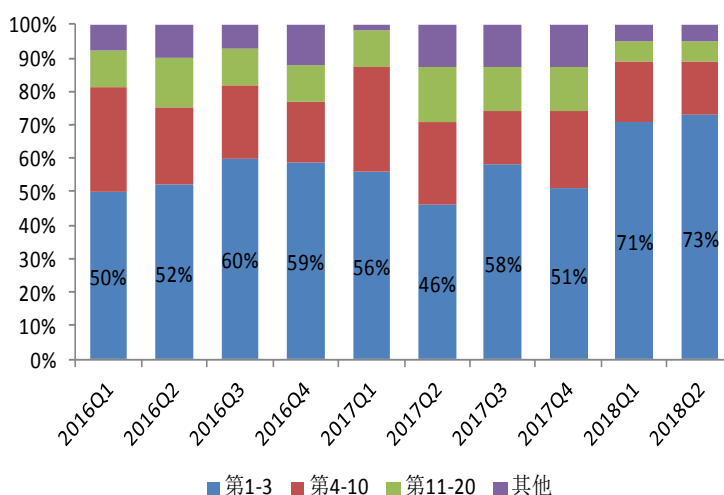
表 1 2017 年、2018 年补贴政策电池系统能量密度相关规定对比

车型	2017 年	2018 年
纯电动乘用车	不低于 90Wh/kg；对高于 120Wh/kg 的按 1.1 倍给予补贴	不低于 105Wh/kg；105-120Wh/kg 的车型按 0.6 倍补贴，120-140Wh/kg 的车型按 1 倍补贴，140-160Wh/kg 的车型按 1.1 倍补贴，160Wh/kg 及以上的车型按 1.2 倍补贴
非快充类纯电动客车	高于 85Wh/kg	高于 115Wh/kg
货车和专用车	不低于 90Wh/kg	不低于 115Wh/kg

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

受政策推动、产品降价压力等因素影响，近年来动力电池行业集中度逐步提升。据乘联会统计，2016年至2018年上半年，动力电池行业前三强企业总份额由57%上升到72%，其余企业份额由43%下降到28%。

图 10 动力电池前三强企业市场份额 (%)



数据来源: 崔东树 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

目前全球主要动力电池生产商集中在中日韩三国, 如日本的松下、AESC、GS Yuasa 等, 韩国的 LG 化学、三星 SDI、SK 等, 中国的宁德时代、沃特玛、国轩高科等。

表 2 行业内主要企业情况

公司名称	成立时间	公司现状	主要电池类型
松下电器	1918	涉足住宅、车载、BtoB 解决方案、元器件等领域, 主要供应特斯拉	圆形
比亚迪	1995	主要从事二次充电电池及光伏业务、手机部件及组装业务, 以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务	方形
沃特玛	2002	是从事国内新能源汽车动力电池、汽车启动电源、储能系统解决方案业务的动力锂电池企业之一	圆柱
LG 化学	1947	涉足基础材料、电池、信息电子材料、材料、生命科学等领域	软包
国轩高科	2006	主要生产动力电池	方形、圆柱
天津力神	1997	国内动力锂电池生产企业之一	方形、圆柱
比克电池	2001	业务包括锂离子电池、电动汽车、电池回收等	圆柱
三星 SDI	1970	生产用于 IT、汽车、储能的二次电池和半导体、显示器、太阳能等的材料	方形
中航锂电	2009	专业从事锂离子动力电池、电池管理系统研发及生产的新能源公司	方形、软包

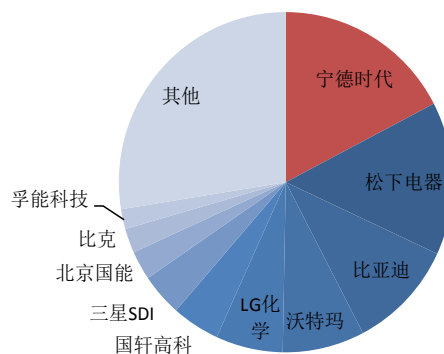
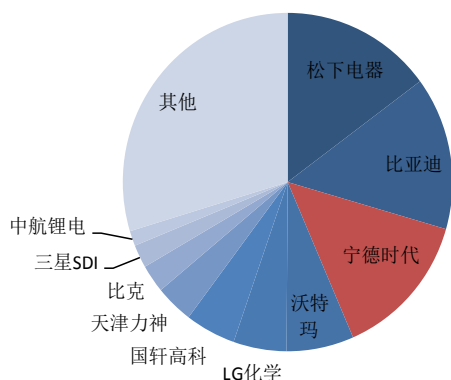
数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

2017 年公司已成为全球动力电池销量最高的生产商。据 GGI 统计, 2017 年全球动力电池销售规模较大的企业包括公司、松下电器、比亚迪、沃特玛、LG 化学等, 销量分别达到 12GWh、10GWh、

7.2GWh、5.5GWh、4.5GWh，按 69GWh 总销量估算市场份额分别为 17%、14%、10%；而公司、比亚迪、沃特玛三家国内企业 2017 年在国内市场的份额分别达到 27%、16%、12%。

图 11 2016 年全球动力电池企业销量排行榜 (GWh)

图 12 2017 年全球动力电池企业销量排行榜 (GWh)

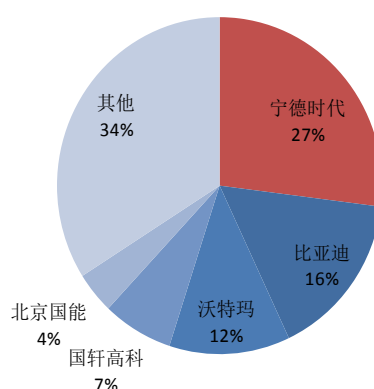
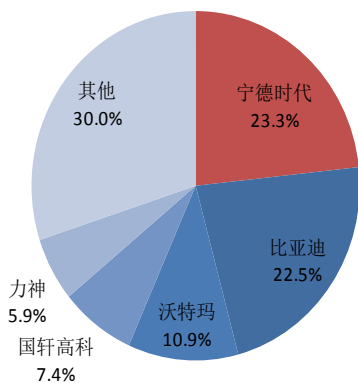


数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

图 13 2016 年国内动力电池市场份额情况 (%)

图 14 2017 年国内动力电池市场份额情况 (%)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

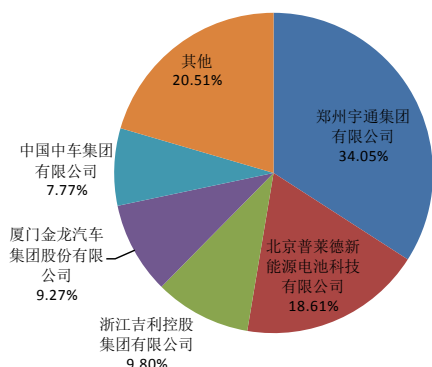
数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

(1) 国内新能源汽车动力电池龙头，客户覆盖各大整车企业

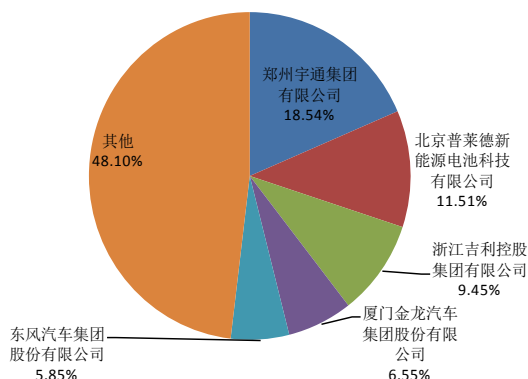
公司国内客户覆盖宇通集团、上汽集团、北汽集团、吉利集团、福汽集团、中车集团、东风集团、长安集团等国内各大整车龙头企业和蔚来汽车等新兴企业。2017 年，公司主要客户为宇通、普莱德、吉利、金龙、东风等。

图 15 2016 年公司前五大客户销售收入占比 (%)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

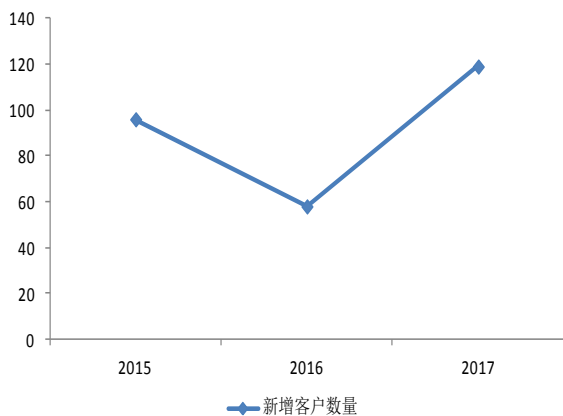
图 16 2017 年公司前五大客户销售收入占比 (%)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

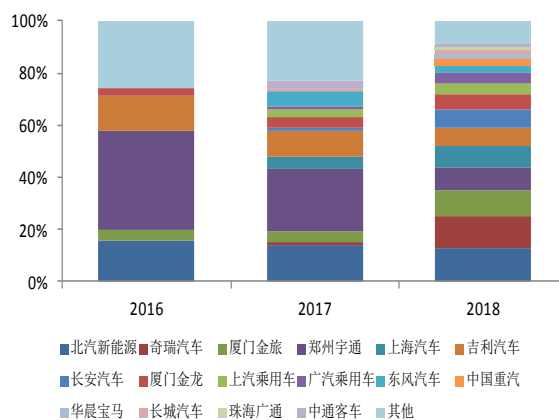
公司不断拓展新客户, 2015 年至 2017 年新增客户数量分别达到 96 家、58 家、119 家, 新增客户贡献收入达 17.9 亿元、6.5 亿元、18.0 亿元。同时公司客户集中度不断下降, 前五大客户销售金额占比由 2015 年的 82.62% 下降至 2017 年的 51.90%。

图 17 2015 年-2017 年公司新增客户数量



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

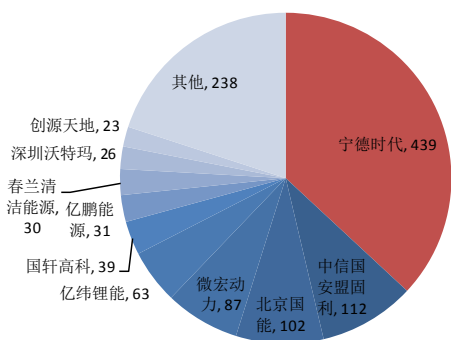
图 18 2015 年-2017 年公司对各企业配套数量



数据来源: 崔东树 上海证券研究所

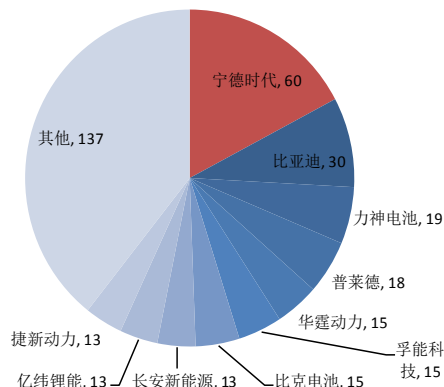
2017 年工信部公布的 12 批新能源车型目录共 3200 余款车型, 其中由公司配套动力电池的有 500 余款车型, 占比约 16%, 是配套车型最多的动力电池厂商。2018 年第 5 批目录对列入 1-4 批目录的车型按照新补贴政策中的技术指标进行筛选, 共列入 1977 个车型, 公司配套于其中 346 款新能源乘用车产品中的 60 款, 占比为 17.2%; 配套 1150 款新能源客车产品中的 439 款, 占比为 38.2%。

图 19 第 5 批推荐目录新能源客车车型配套数



数据来源: 电动汽车资源网 上海证券研究所

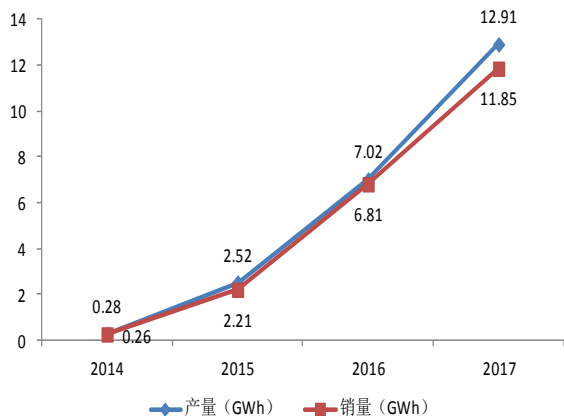
图 20 第 5 批推荐目录新能源乘用车车型配套数



数据来源: 电动汽车资源网 上海证券研究所

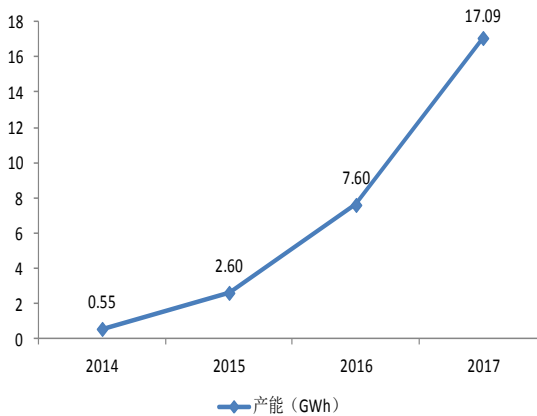
随着下游客户新能源汽车产销量的扩大和公司新客户的拓展, 公司动力电池产销量不断攀升。2015 年至 2017 年, 公司动力电池系统销量分别为 2.19GWh、6.80GWh 和 11.84GWh。据 GGII, 公司动力电池系统销量连续三年在全球动力电池企业中排名前三位, 2017 年销量排名全球第一。

图 21 2015 年-2017 年公司锂离子电池产销量 (GWh)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

图 22 2014 年-2017 年公司锂离子电池产能 (GWh)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

(2) 定位全球供应商, 成功进入国际品牌客户供应体系

公司致力于全球布局, 目前在国内客户之外, 公司已经进入宝马、大众等国际品牌客户的供应体系, 戴姆勒、奔驰、日产、本田等车企也已相继宣布将与公司展开合作, 公司动力电池业务已具备全球竞争力。公司已在德国 (2014)、法国 (2017)、加拿大 (2017)、美国 (2017)、日本 (2017) 等国成立境外子公司, 有助于其全球市场的开拓。

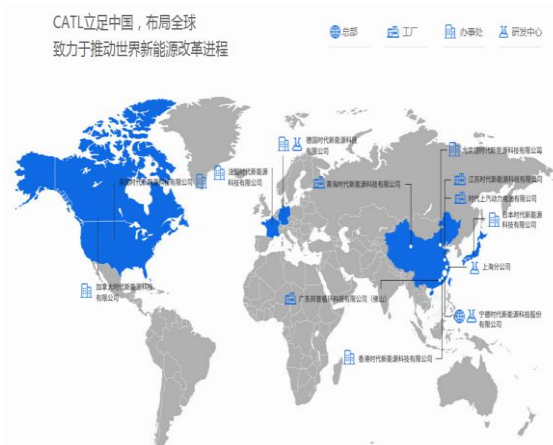
表 3 公司与国外车企合作情况

公司名称	公司现状
宝马	华晨宝马之诺电动车最核心的部件动力电池组由宁德时代和宝马共同研发并生产
奔驰	成为奔驰 EQ 品牌动力电池供应商。
大众	成为大众 MEB 平台的动力电池供应商。大众 MEB 平台将会在 2020 年实现国产化。在 2020-2022 年期间，会有 8 款 MEB 平台车型进行本土化生产，同时还有 3 款进口的 MEB 平台新车引入。
戴姆勒	已与宁德时代签订合同，未来无论是在中国还是全球，奔驰电动车都会使用中国电芯。
日产	未来将向中国市场投放超过 20 款电动汽车，首款车型轩逸·纯电 SYLPHY Zero Emission 将搭载宁德时代电池。
本田	本田将要与宁德时代合作开发一款电动车，将在 2020 年上半年在中国和其他地区推出该款新车。

数据来源：公开信息 上海证券研究所

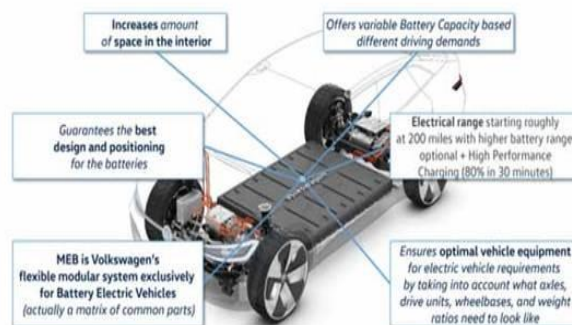
公司已成为大众 MEB 平台供应商，MEB 平台是大众的电动车模块化平台，可打造紧凑型 SUV、中型 SUV 及中型轿车等车型。按照规划，MEB 平台将会在 2020 年实现国产化，2022 年前会有 8 款 MEB 平台车型进行本土化生产，并有 3 款进口 MEB 平台新车引入。同时大众在中国市场新能源产品规划显示，2020 年计划生产 40 万辆新能源汽车，2025 年将推出近 40 款本土化新能源汽车，产量提升至 150 万辆。目前大众的新能源产品如大众 e-Golf、纯电动版宝来等主要基于 MQB 平台打造，MEB 平台未来增量可观。

图 23 公司全球布局



数据来源：公司网站 上海证券研究所

图 24 大众 MEB 电动车项目平台



数据来源：搜狐汽车 上海证券研究所

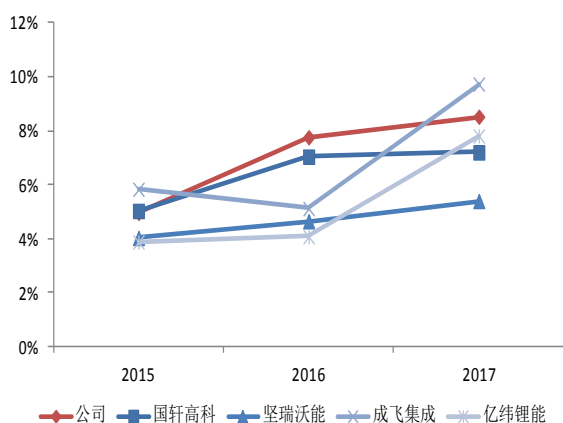
(3) 研发体系完善，团队规模和投入均处于行业领先地位，

公司研发体系完善，研发团队规模和研发投入均处于行业领先地位，推动公司研发技术水平持续提升。截至 2017 年底，公司拥有研发技术人员 3425 名，拥有 907 项境内专利及 17 项境外专利，

正在申请的境内和境外专利合计 1440 项。

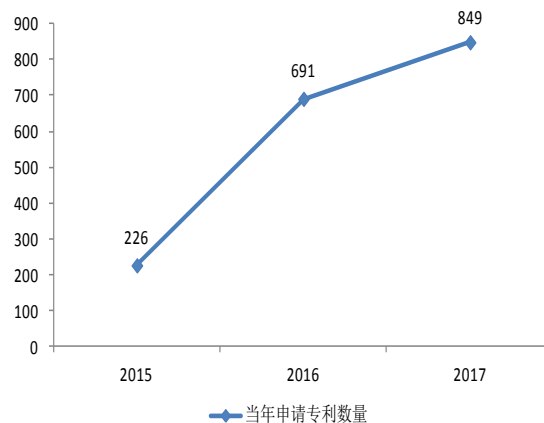
在产品技术路线上，公司针对新能源商用车领域和新能源乘用车领域分别布局磷酸铁锂技术路线产品和高能量密度、高功率密度的三元材料产品，处于技术领先地位。同时，公司与上游供应商、国产设备厂商合作开发生产新材料及定制化设备，提升生产效率。

图 25 2015 年-2017 年同行业公司研发费用率 (%)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

图 26 2014 年-2016 年公司申请专利数量



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 4 公司核心技术

名称	用途	技术来源
1 电芯安全部件	用于同时解决电池的穿钉和过充问题	自主研发
2 单体电芯导电片	用于解决电池的过充问题	自主研发
3 铜铝符合极柱	用于对负极柱进行铜铝转换，使得铝巴能够与负极柱激光焊接	自主研发
4 极片辊压拉伸技术	用于对极片进行辊压拉伸，提高极片延展均匀性	自主研发
5 极片隔膜高速卷绕技术	实现极片隔膜高速卷绕，降低成本	自主研发
6 三元体系低阻抗产品的电解液技术	用于三元体系产品	自主研发
7 三元体系抑制产气的电解液技术	用于三元体系产品	自主研发
8 一种改性的负极活性材料技术	用于三元体系产品或磷酸铁锂体系产品	自主研发
9 电池组热管理技术	用于对电池组进行加热或冷却	自主研发
10 电池模组的框架结构	用于容纳和固定多个单体电池，并吸收电池膨胀力	自主研发
11 模组 Pack 一体化技术	用于简化电池箱结构，提高能量密度，降低成本	自主研发
12 全自动激光焊接机技术	提高电池生产中焊接工艺的优率和效率	自主研发
13 电池模组的组装工艺技术	用于电池模组的快速组装，提高电池模组的安全性和可靠性	自主研发
14 动力电池组的剩余容量的计算方法	准确计算电池组剩余容量	自主研发

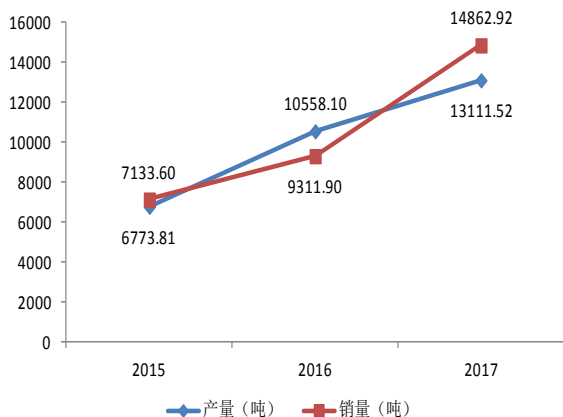
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

(4) 拓展锂电池回收及储能业务，打造全产业链服务体系

公司布局锂电池回收及储能业务，已形成全产业链服务体系。

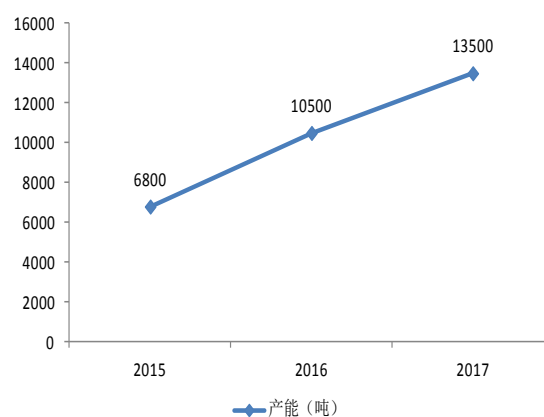
锂电池回收方面，动力电池市场规模的不断扩大将使报废电池量快速增加，锂电池回收业务的价值逐步突显。公司 2015 年收购的广东邦普是全国领先的废旧电池回收企业，将废旧锂离子电池中的镍钴锰锂等有色金属通过加工、提纯、合成等工艺生产三元前驱体等，实现镍钴锰锂资源的循环利用。2017 年，公司锂电池材料业务实现销售收入 24.71 亿元，占总收入的 12% 以上。

图 27 2014 年-2016 年公司锂电池材料产销量 (吨)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

图 28 2014 年-2016 年公司锂电池材料产能 (吨)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

储能系统方面，随着锂电池生产技术进步和成本下降，锂电池在储能领域的市场渗透率预计将逐渐提升，推动应用市场规模增长。公司已积极布局储能锂电池业务，并在储能技术上具有较强优势，未来也将迎来快速增长。

表 5 公司储能系统应用

应用领域	作用
发电领域	提供配套的锂电池储能系统，平滑风力及光伏发电输出，克服风能或太阳能发电不规则输出特点，有效提高风力机光伏发电系统能源利用率。
输电、配电领域	输电网配置电池储能系统，低谷充电高峰放电，解决用电低谷设备利用率低、用电高峰负荷力不足的问题。当输电网出现局部故障时，利用储能系统持续供电，保证电力正常输送。
用电领域	工商业储能：以锂电池单元作为储能器件，通过双向变流器实现交/直流电能变换和电能流向控制，多台双向变流器（PCS）交流侧在低压汇流母线并联，并通过配电室变压器并入电网。 通信基站：市电（AC）正常时电池组处于浮充备用状态。市电停电时，电池组对外放电，直至市电来电或者电池组电能用完。市电恢复后，电池组充电待放。

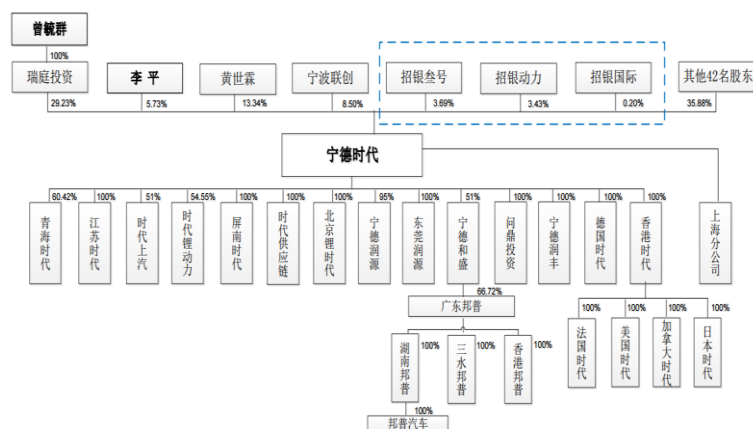
数据来源: 公司网站 上海证券研究所

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身宁德时代新能源科技有限公司成立于 2011 年 12 月，2015 年 10 月整体变更为股份有限公司。公司控股股东为瑞庭投资，持有公司 29.23% 的股权，实际控制人为曾毓群和李平，其中曾毓群持有公司控股股东瑞庭投资 100% 股权，间接持有公司 29.23% 的股份；李平直接持有公司 5.73% 的股份，两人为一致行动人，合计持有公司发行前股本总额的 34.95%。

图 29 公司股权结构（IPO 前）



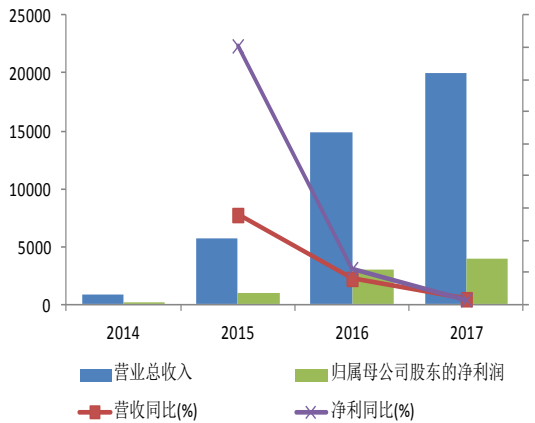
数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

国内新能源汽车产业崛起推动公司业绩爆发。2015 年至 2017 年公司分别实现营业收入 57.03 亿元、148.79 亿元、199.97 亿元，同比增长 557.93%、160.90%、34.40%；实现归属母公司股东的净利润 9.31 亿元、30.22 亿元、39.72 亿元，同比增长 1609.94%、224.71%、31.44%。

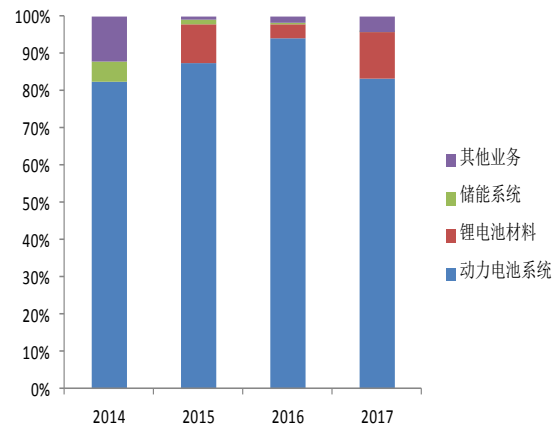
公司主业突出，动力电池系统占销售收入的比例在 80% 以上。2017 年动力电池系统、锂电池材料、储能系统、其他业务分别实现销售收入 166.57 亿元、24.71 亿元、16.45 亿元、8.53 亿元，分别占当年营收的 83.30%、12.35%、0.08%、4.27%。

图 30 2014 年~2017 年营收、归母净利润 (百万元)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 31 2014 年~2017 年主营构成 (百万元)

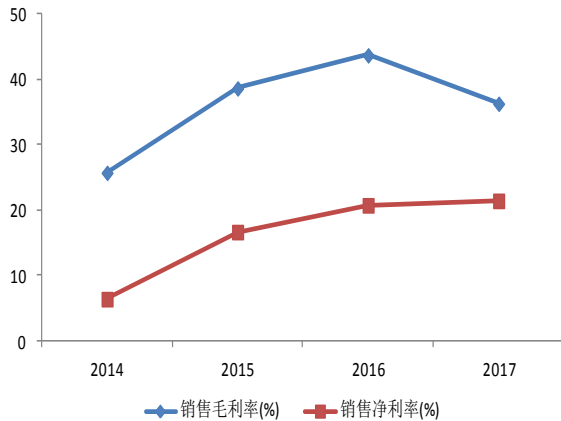


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

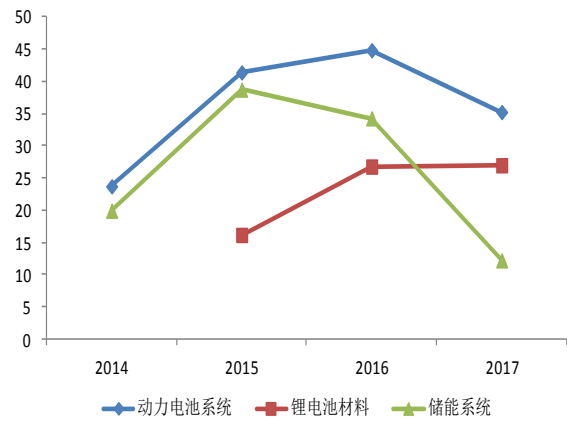
公司销售毛利率水平有所波动，销售净利率不断改善。2015 年至 2017 年，公司销售毛利率分别为 38.64%、43.70%、36.29%，销售净利率为 16.67%、20.76%、21.44%。分业务来看，动力电池系统、储能系统毛利率下降，锂电池材料毛利率逐年提升。

图 32 2014 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 33 2014 年~2017 年分业务毛利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次募集资金拟投入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等。其中湖西锂离子动力电池生产基地项目产品主要包括动力电池电芯、模组及电池包，将建成 24 条生产线，共计年产能 24GWh 动力电池产品。以每辆车带电量 80KWh

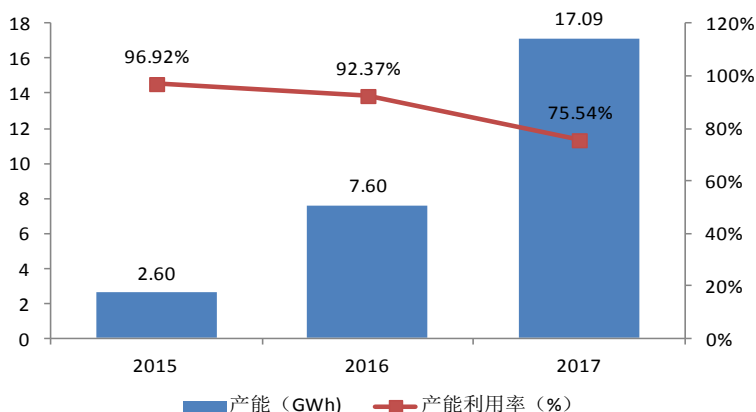
估算，可配套于约 30 万辆新能源汽车。

表 6 募集资金运用计划 (亿元)

项目名称	投资总额	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	98.60	33.52	36 个月
宁德时代动力及储能电池研发项目	42.00	20.00	36 个月
合计	140.60	53.52	-

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

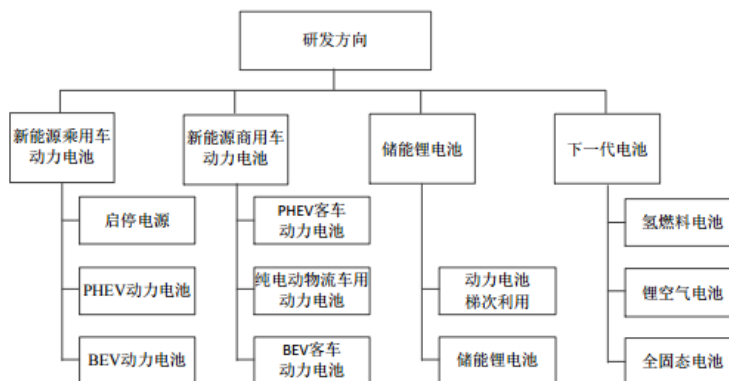
图 34 2015 年~2017 年锂离子电池产能利用率 (%)



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

公司动力及储能电池研发项目的研发方向主要为新能源乘用车动力电池、新能源商用车动力电池、储能电池、下一代电池等，包括新材料、电池管理系统、智能制造工艺、电池轻量化技术、生产工艺优化设计、电池回收再利用开发、电池结构研发、下一代电池关键材料开发等具体研发内容。

图 35 宁德时代动力及储能电池研发项目研发方向



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

公司期间费用情况保持稳定，2015年至2017年期间费用率分别为18.60%、18.11%、18.51%。其中销售费用率为5.80%、4.22%、3.97%，管理费用率为10.88%、13.35%、14.32%，财务费用率为1.91%、0.54%、0.21%。

图 36 2014 年~2017 年期间费用率 (%)

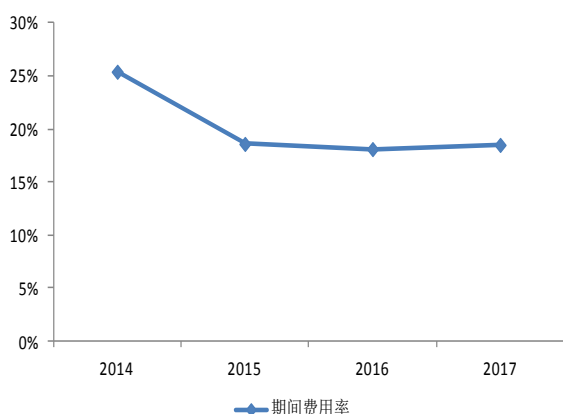
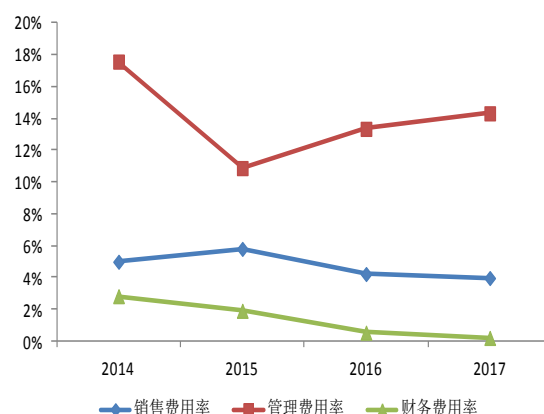


图 37 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2015年至2017年公司应收账款周转率分别为4.12、3.06、2.81，存货周转率分别为5.17、6.98、5.33。

图 38 2013 年~2017 年应收账款周转率

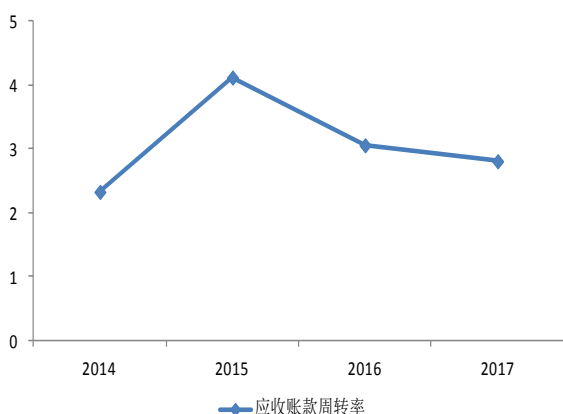
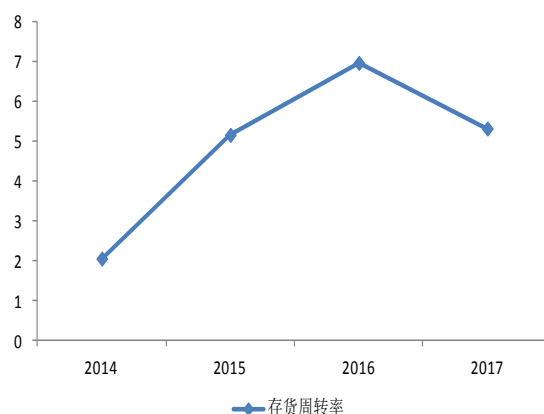


图 39 2013 年~2017 年存货周转率



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

假设公司动力电池、锂电池材料等业务销售收入保持快速增长，毛利率水平稳中有降，预计公司 2018 年至 2020 年营业收入为 254.39 亿元、371.91 亿元、512.32 亿元，同比增长 27.21%、46.20%、37.75%；归属于母公司股东的净利润 31.57 亿元、45.58 亿元、61.84 亿元，同比增长-18.60%、44.38%、35.68%；对应 EPS 为 1.45 元、2.10 元、2.85 元。

表 7 盈利预测结果

指标名称	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	19996.86	25438.99	37191.33	51231.83
年增长率（%）	34.40%	27.21%	46.20%	37.75%
归属于母公司股东的净利润（百万元）	3877.95	3156.84	4557.79	6183.79
年增长率（%）	35.98%	-18.60%	44.38%	35.68%
每股收益（元）	1.79	1.45	2.10	2.85

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：有关指标按最新股本摊薄

四、风险因素

新能源汽车产业政策变化的风险、市场需求波动风险、公司成长性风险、行业竞争加剧的风险等。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

选取国内主要动力电池生产商国轩高科、亿纬锂能、东方精工等公司作为参考，2017 年、2018 年可比公司的平均 PE 为 29.64 倍、22.98 倍。

表 8 同业上市公司比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
国轩高科	002074.SZ	16.77	0.74	0.90	1.09	22.75	18.71	15.42
亿纬锂能	300014.SZ	18.43	0.47	0.61	0.82	39.09	30.00	22.49
东方精工	002611.SZ	11.56	0.43	0.57	0.71	27.08	20.23	16.38
可比公司平均		-	-	-	-	29.64	22.98	18.10

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: EPS 数据为万得一致预期, 股价截止 2018 年 5 月 28 日

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划发行股份 2.17 亿股, 发行价为 25.14 元, 对应 2017 年发行前 PE 为 20.69 倍。预计募集资金净额 54.62 亿元, 发行费用 1.09 亿元。

参考可比公司的估值水平, 我们认为给予公司 2018 年每股收益 20-25 倍市盈率较为合理, 对应估值区间 29.00 元-36.25 元。

六、附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	14081	18316	20508	26381
应收和预付款项	12773	13897	25100	28624
存货	3418	2965	6430	6565
其他流动资产	2761	2695	2695	2695
长期股权投资	791	791	791	791
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	11194	12316	12687	12809
无形资产和开发支出	1509	1798	1858	1887
其他非流动资产	3136	2556	2486	2486
资产总计	49663	55335	72556	82238
短期借款	2245	0	0	0
应付和预收款项	14311	15230	27950	31525
长期借款	2129	2129	2129	2129
其他负债	4506	3049	3049	3049
负债合计	23192	20408	33128	36703
股本	1955	2169	2169	2169
资本公积	15355	20492	20492	20492
留存收益	7143	10233	14335	19900
归属母公司股东权益	24701	32895	36997	42562
少数股东权益	1770	2046	2445	2987
股东权益合计	26471	34941	39442	45549
负债和股东权益合计	49663	55349	72570	82252

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	2341	5167	4534	8186
投资活动产生现金流量	-7636	-3000	-2200	-2100
融资活动产生现金流量	8933	2963	-142	-214
现金流量净额	3624	5130	2192	5873

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19997	25439	37191	51232
营业成本	12740	17022	25055	34653
营业税金及附加	96	122	178	246
营业费用	796	1012	1480	2039
管理费用	2956	3740	5393	7326
财务费用	42	-153	-285	-365
资产减值损失	245	245	245	245
投资收益	1344	500	600	700
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	4832	3951	5726	7788
营业外收支净额	16	0	0	0
利润总额	4848	3951	5726	7788
所得税	654	518	769	1063
净利润	4194	3433	4957	6725
少数股东损益	316	276	399	541
归属母公司股东净利润	3878	3157	4558	6184

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	36.29%	33.09%	32.63%	32.36%
EBIT/销售收入	24.36%	14.85%	14.55%	14.41%
销售净利率	20.97%	13.50%	13.33%	13.13%
ROE	15.70%	9.60%	12.32%	14.53%
资产负债率	38.31%	25.67%	21.80%	22.53%
流动比率	1.85	2.43	1.93	2.02
速动比率	1.66	2.07	1.61	1.72
总资产周转率	0.51	0.46	0.51	0.62
应收账款周转率	2.81	1.90	1.53	1.85
存货周转率	5.33	5.74	3.90	5.28

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

黄涵虚

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。