



宁德时代 (300750)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-8-3

股价走势:



吴海滨

0551-65161837

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

大浪淘沙稳居王者宝座

宁德时代是全球动力电池系统的重要供应商,其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。整个动力电池行业在需求升级和补贴退坡倒逼下向高镍三元材料和软包形状调整,行业格局马太效应也逐步显现,我们认为在这样的背景下,公司基于以下优势有望以出货量的高速增长填补价格下降,来保持强者地位:

产品性能优越满足车企需求

公司高研发投入使得产品在性能上取得更优口碑,从推荐目录来看覆盖的车型数量在行业排名第一。过渡期后发布的第一批(今年第7批)新能源汽车推荐目录来看,配置的CATL电池的车型继续保持最高占比,而且乘用车和客车都满足1.1倍的补贴标准。

国内外不断开拓新客户 形成战略联盟深度绑定车企

公司市占率不断提高,由去年的29%迅速攀升至上半年的42%。公司今年大举开拓国际市场,进入大众、戴姆勒、宝马的供应体系,并在德国开始建立生产线;针对国内客户,采取相互持股和建立合资公司的方式与车企形成战略联盟,从而对其深度绑定。我们预计在行业集中度提高的趋势下,公司出货量增长将高于行业平均增速。

成本加速下降保持行业较高毛利率

动力电池市场价格不断下降,但与行业内其他企业相比,公司毛利率较高,从而对未来价格进一步下跌有更高的安全垫,同时近年来产品成本也呈现加速下降削弱了价格下降的影响

上游布局电池回收增加盈利渠道 产生协同效应

公司通过广东邦普打造从电池材料、电池系统、电池回收的产业链闭环,电池材料销售为公司的盈利增长贡献稳步提升,同时与电芯业务形成协同效应,进一步降低电芯生产成本。

盈利预测与评级

预计公司2018/19/20年归母净利润为30.48/40.03/48.93亿元,对应的EPS分别为1.40/1.84/2.26元,给予“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧;新能源汽车销量不达预期;补贴政策退坡不达预期

盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19997	26284	37073	46179
收入同比(%)	34%	31%	41%	25%
归属母公司净利润	3878	3048	4003	4893
净利润同比(%)	36%	-21%	31%	22%
毛利率(%)	36.3%	32.6%	31.1%	30.9%
ROE(%)	15.8%	8.9%	10.5%	11.4%
每股收益(元)	1.79	1.40	1.84	2.25
P/E	40.65	51.71	39.37	32.21
P/B	6.38	4.78	4.26	3.77
EV/EBITDA	0	34	26	21

资料来源:wind、华安证券研究所

目 录

1. 公司简介.....	4
1.1 新能源汽车领域独角兽.....	4
1.2 团队 ATL 工作背景有利于公司发展.....	5
1.3 财务指标.....	6
2. 行业技术更新叠加马太效应.....	8
2.1 需求升级促高镍三元+软包得天下.....	8
2.2 行业马太效应逐步显现.....	11
3. 顺势而为打造行业龙头.....	12
3.1 性能优势匹配高端车型需求 研发强度大.....	12
3.2 开拓新客户提高市占率 形成联盟深度绑定客户.....	13
3.3 毛利率安全垫高 以量补价增长可期.....	16
3.4 上游布局资源回收打造产业闭环.....	17
4. 投资建议.....	18
5. 风险提示.....	18
附录：财务报表预测.....	19

图表目录

图表 1 公司产品系.....	4
图表 2 宁德时代股权结构.....	5
图表 3 ATL 及其子公司与宁德时代.....	5
图表 4 2017 年公司营收结构.....	6
图表 5 公司各项业务毛利率情况.....	6
图表 6 公司各业务销售、成本单价变动情况.....	7
图表 7 动力电池行业相关公司毛利率变动.....	7
图表 8 部分动力电池生产商 2017H1 资产负债率.....	7
图表 9 部分动力电池生产商 2017H1 ROE.....	7
图表 10 部分动力电池生产商应收账款周转率.....	8
图表 11 部分动力电池生产商存货周转率.....	8
图表 12 部分动力电池生产商 2017 年成长性情况.....	8
图表 13 新能源汽车产量（千辆）.....	9
图表 14 三元材料配比变动对电池性能的影响.....	10
图表 15 今年前三个月三元材料产量变化.....	10
图表 16 2018Q1 三元材料不同配比产量占比.....	10
图表 17 CR5 变化情况.....	11
图表 18 动力电池价格走势.....	11

图表 19 2018 年二季度主要动力电池厂商装机情况	12
图表 20 2018 年第七批新能源汽车推荐目录乘用车配置电池情况.....	13
图表 21 2017 年行业内主要供应商研发在营收中占比	13
图表 22 近三年公司动力电池出货量	14
图表 23 2018Q1 三元材料不同配比产量占比	14
图表 24 宁德时代下游客户	14
图表 25 主要新能源乘用车厂销量情况	15
图表 26 主要新能源客车厂销量	15
图表 27 宁德时代与北汽新能源战略合作	16
图表 28 公司锂电池材料业务业绩变化情况	17
图表 29 出货量和价格变动对业绩影响测试.....	17
图表 30 公司业务形成产业闭环.....	18
图表 31 公司锂电池材料业务业绩变化情况	18

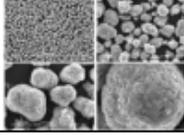
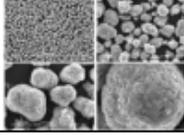
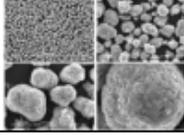
1. 公司简介

1.1 新能源汽车领域独角兽

宁德时代新能源科技股份有限公司是国内乃至全球动力电池系统的重要供应商之一。3月份科技部发布的《2017年中国独角兽企业发展报告》中，将宁德时代列入了新能源汽车领域独角兽企业名单；紧接着4月4日宁德时代IPO顺利过会，刷新了IPO过会速度，进一步彰显公司在新能源汽车领域的重要地位。

公司围绕锂电池形成了动力电池系统、储能系统、锂电池材料三大板块，覆盖了从正极材料到电芯再到电池包整个生产过程，技术涵盖三元和磷酸铁锂。

图表 1 公司产品系

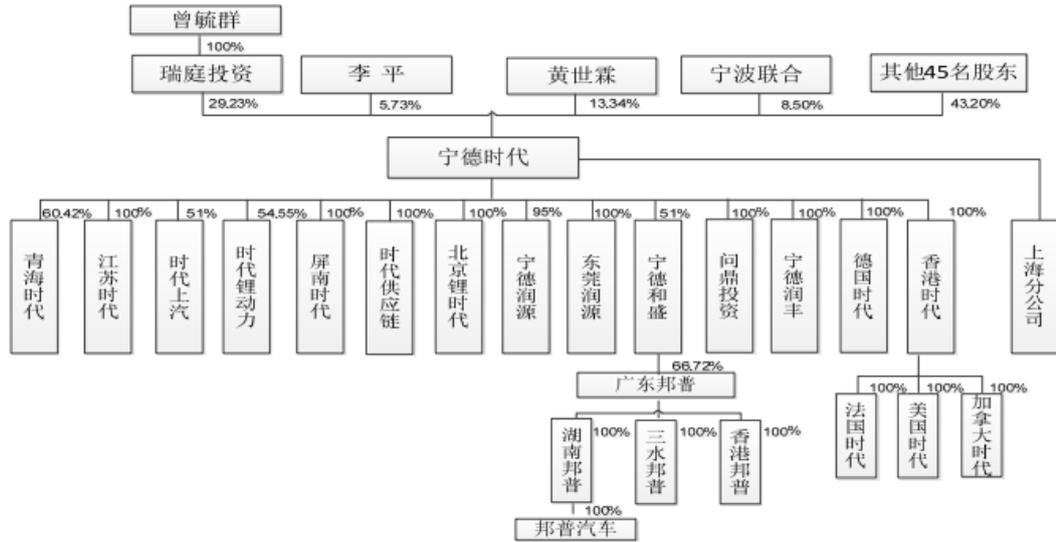
业务领域	产品	图示																
动力电池系统	电芯、模组及电池包，以方形电池为主	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">产品体系</th> <th rowspan="2">应用领域</th> <th rowspan="2">正极材料</th> </tr> <tr> <th>电芯</th> <th>模组</th> <th>电池包</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td> 电动物流车</td> <td>三元、磷酸铁锂</td> </tr> </tbody> </table>	产品体系			应用领域	正极材料	电芯	模组	电池包				 电动物流车	三元、磷酸铁锂			
		产品体系			应用领域			正极材料										
电芯	模组	电池包																
			 电动物流车	三元、磷酸铁锂														
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">产品体系</th> <th rowspan="2">应用领域</th> <th rowspan="2">正极材料</th> </tr> <tr> <th>电芯</th> <th>模组</th> <th>电池包</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td> 电芯</td> <td> 模组</td> <td></td> <td> 电动乘用车</td> <td>三元</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td> 电动客车</td> <td>磷酸铁锂</td> </tr> </tbody> </table>	产品体系			应用领域	正极材料	电芯	模组	电池包	 电芯	 模组		 电动乘用车	三元				 电动客车	磷酸铁锂
产品体系			应用领域			正极材料												
电芯	模组	电池包																
 电芯	 模组		 电动乘用车	三元														
			 电动客车	磷酸铁锂														
储能系统	电芯、模组、电箱和电池柜	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">产品体系</th> <th rowspan="2">正极材料</th> </tr> <tr> <th>电芯</th> <th>模组</th> <th>电箱</th> <th>电池柜</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>磷酸铁锂</td> </tr> </tbody> </table>	产品体系				正极材料	电芯	模组	电箱	电池柜					磷酸铁锂		
产品体系				正极材料														
电芯	模组	电箱	电池柜															
				磷酸铁锂														
锂电池材料（广东邦普）	将废旧锂电池中的镍钴锰锂等有价金属通过加工、提纯、合成等工艺，生产三元前驱体	<table border="1"> <thead> <tr> <th>产品名称</th> <th>示意图</th> <th>应用领域</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>三元前驱体——镍钴锰氢氧化物</td> <td></td> <td>生产锂离子电池三元材料</td> </tr> </tbody> </table>	产品名称	示意图	应用领域	三元前驱体——镍钴锰氢氧化物		生产锂离子电池三元材料										
产品名称	示意图	应用领域																
三元前驱体——镍钴锰氢氧化物		生产锂离子电池三元材料																

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 团队 ATL 工作背景有利于公司发展

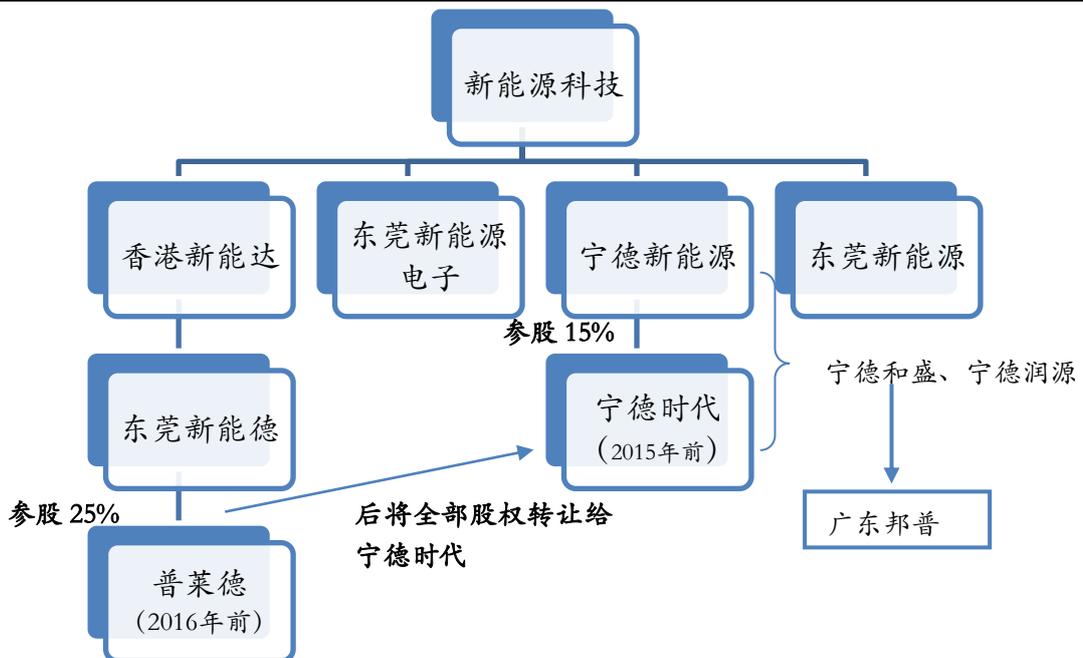
公司实际控制人曾毓群和李平。实控人之一曾毓群曾先后在日本 TDK 株式会社、新能源科技有限公司（ATL）及其子公司担任高管，其中新能源科技及其子公司是 TDK 集团下属公司，是全球专业消费类锂电池生产商，成为包括苹果公司等国际品牌的供应商。公司股东兼高管黄世霖也曾在 ATL 担任过高管。股东及高管前期的工作经历为公司的后期发展提供了重要经验。

图表 2 宁德时代股权结构



资料来源：公司公告

图表 3 ATL 及其子公司与宁德时代



资料来源：公司公告、华安证券研究所

ATL 曾通过旗下子公司宁德新能源持有公司 15% 的股权涉足动力电池业务领域

域，之后战略调整退出动力电池业务从而将其股权全部转让给宁波联创，不再直接或间接持有公司股权，动力电池及储能系统电池相关的知识产权和技术通过许可协议实现相互之间的取长补短。

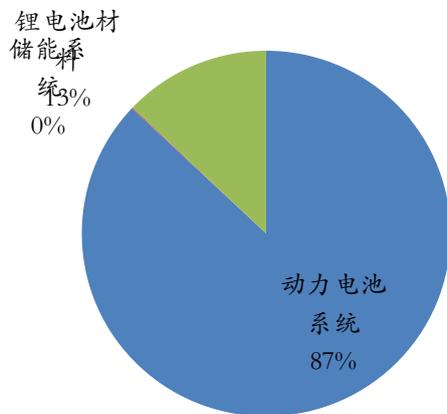
目前 ATL 子公司宁德新能源参股公司子公司宁德和盛，涉及公司锂电回收产业。

1.3 财务指标

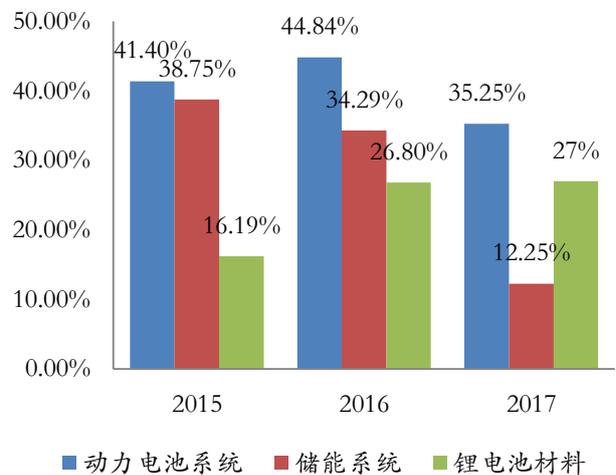
- 盈利能力：毛利下降，但盈利仍处于行业前列

公司三大业务板块中动力电池系统营收占比达到 87%，而且该板块毛利率最高，所以是公司的重要盈利来源；其次是锂电池材料板块，储能系统目前公司尚处于技术储备和研究阶段，相关订单也以定制化为主，所以规模小，毛利率波动较大。

图表 4 2017 年公司营收结构



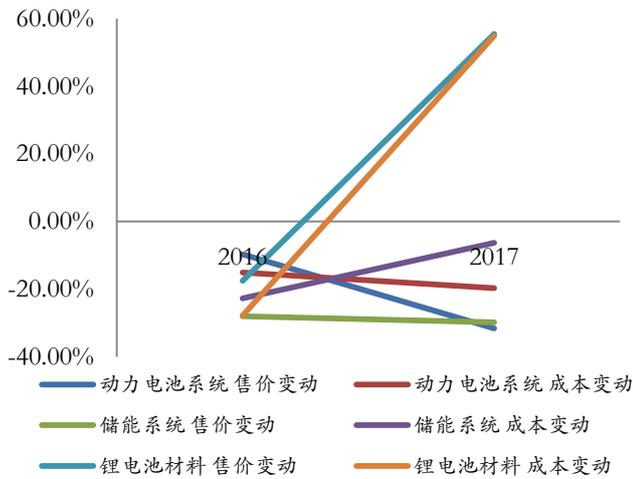
图表 5 公司各项业务毛利率情况



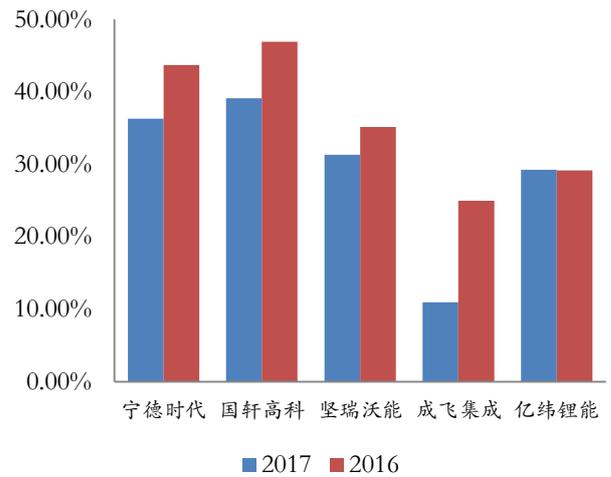
资料来源：公司公告、华安证券研究所

动力电池系统销售单价一直处于下降通道，而且由于 2017 年新能源汽车补贴退坡明显售价下降加速，行业内企业毛利率都出现了不同程度的下滑，与此同时公司动力电池系统成本每年保持 15% 以上的下降幅度，抵消了部分售价下滑影响，使得公司毛利率始终能保持在略高于同业平均的水平上。锂电材料主要是广东邦普锂电池回收利用业务，受到去年钴资源价格一路飙升的影响，该业务成本端和销售端价格都大幅升高，毛利率变动较小。

图表 6 公司各业务销售、成本单价变动情况



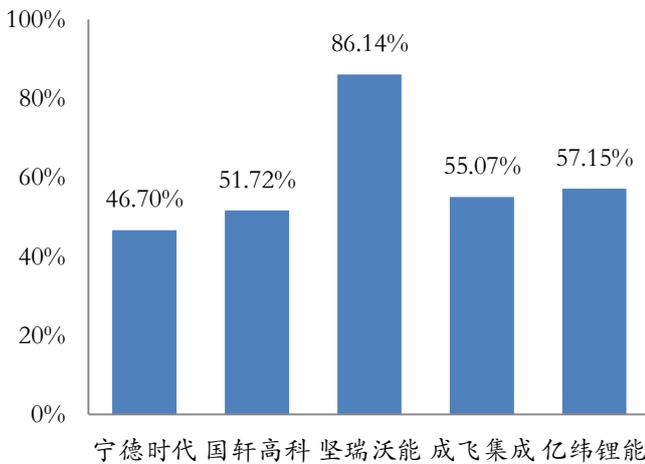
图表 7 动力电池行业相关公司毛利率变动



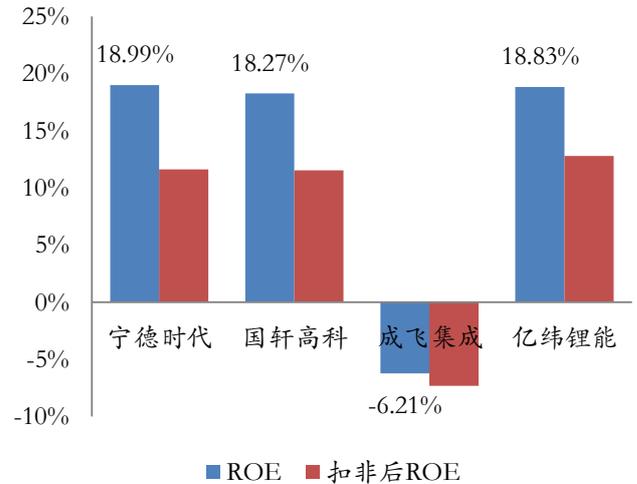
资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司近两年通过大规模增资实现连续扩张，使得资产负债率在同类上市公司中处在低位。2017 年全年公司 ROE 18.99%，其中向东方精工转让普莱德股权贡献了 10.34 亿元的投资收益，扣非后 11.64%。鉴于公司资产负债率较低，所以公司盈利能力较同类上市公司更突出。

图表 8 部分动力电池生产商 2017 资产负债率



图表 9 部分动力电池生产商 2017H1 ROE

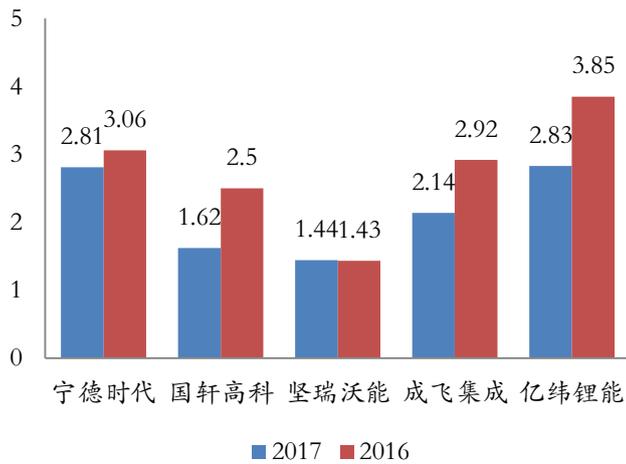


资料来源：公司公告、华安证券研究所

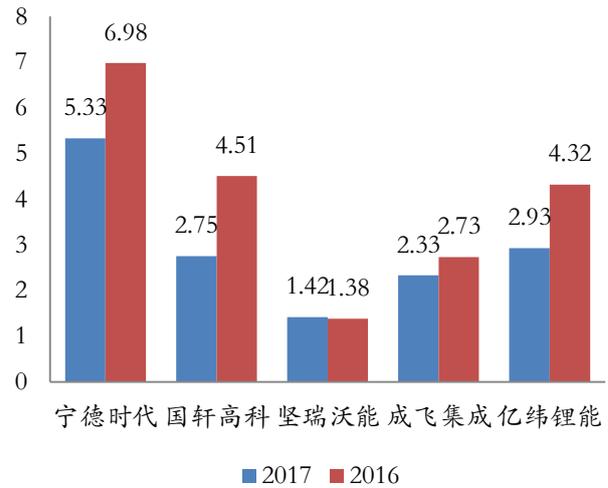
● 营运能力：行业竞争加剧营运能力下降

从 2017 年数据来看，公司应收账款和存货周转率在同业上市公司居前，2017 年公司应收账款和存货周转率分别为 2.80 次和 4.92 次，较去年同期都有所下滑。当前动力电池市场整体产能过剩明显，从已公布的上市公司年报来看，主流生产商营运能力下滑是较为普遍的现象。

图表 10 部分动力电池生产商应收账款周转率



图表 11 部分动力电池生产商存货周转率

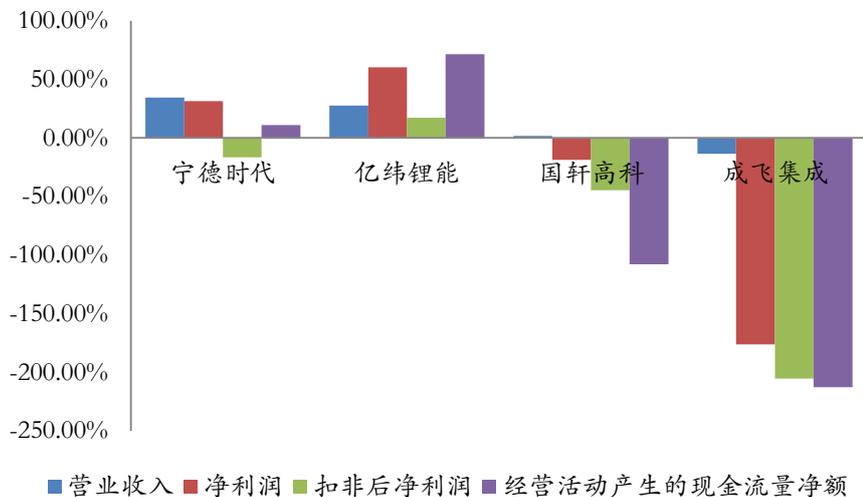


资料来源：公司公告、华安证券研究所

● 成长性：销售增长强势，奈何上下游夹击利润负增长

去年在下游新能源汽车补贴退坡和上游钴、锂资源涨价的双重夹击下，动力电池出货量虽然仍保持快速发展，但生产商由于毛利率下滑扣非后净利润增长情况并不是乐观，公司也未能幸免，但相比之下公司营收保持强势增长，经营性现金流也维持增长态势。

图表 12 部分动力电池生产商 2017 年成长性情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

2. 行业技术更新叠加马太效应

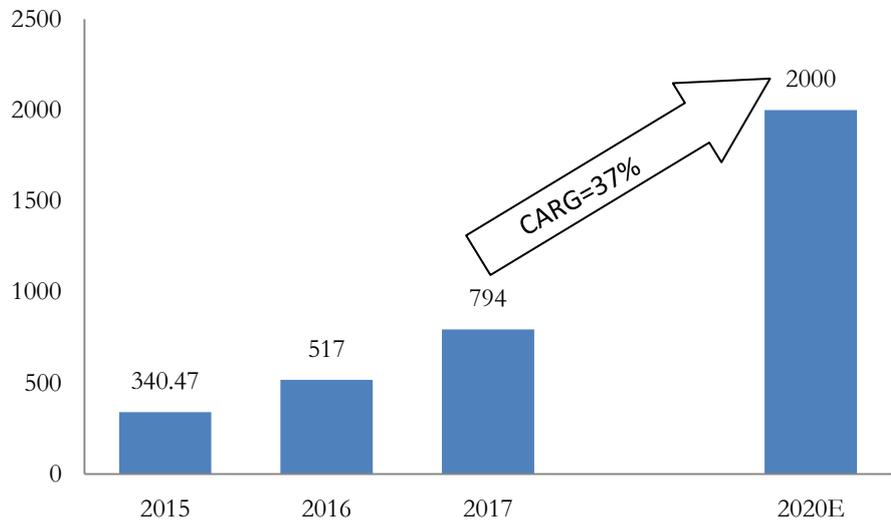
2.1 需求升级促高镍三元+软包得天下

近年来新能源汽车的快速扩张带动了动力电池的迅速崛起，预计 2018-2020 年新能源汽车产量将保持至少 37% 的年复合增长速度，而上游动力电池产业链，尤

其是动力电池装机量随着单车电量提升预计将有至少 30% 的年复合增长。

与此同时，新能源汽车补贴在逐年下调，补贴门槛在不断提高。这一方面督促车企提高技术满足消费者对续航里程、能耗的要求，另一方面推动新能源汽车产业链从上到下的降本提效。

图表 13 新能源汽车产量（千辆）



资料来源：wind，中汽协，工信部，华安证券研究所

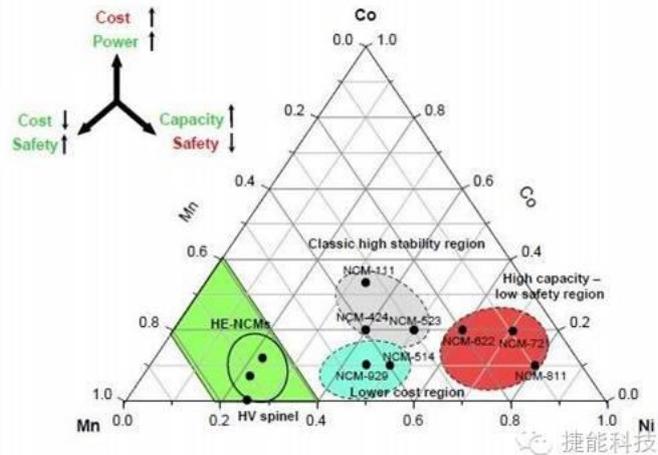
长远来看，根据《汽车产业中长期发展规划》，新能源领域的阶段性目标是，到 2020 年，新能源汽车年产销达到 200 万辆，动力电池单体比能量达到 300 瓦时/公斤以上，力争实现 350 瓦时/公斤，系统比能量力争达到 260 瓦时/公斤、成本降至 1 元/瓦时以下。到 2025 年，新能源汽车占汽车产销 20% 以上，动力电池系统比能量达到 350 瓦时/公斤。已发展的相当成熟的磷酸铁锂技术在能量密度上难达到这些要求，而三元材料+软包可以满足电池能量密度的要求。

● 成本和技术助推高镍三元电池

在补贴门槛和消费需求提高的双重推动下，三元电池在材料配比上需要同时满足高能量密度、高安全性、低成本的三重要求，即不仅能满足车企在动力系统安全的前提下为获得补贴对电池能量密度的要求，也保证电池生产商在上下游价格夹击下的利润稳定性。技术上三元电池镍的含量不断提高将提升电池的能量密度，但安全性随之下降。而当前钴的价格虽然经历的 5 月的急刹但仍处在高位，钴含量占比的降低可以削弱钴价格对生产成本的影响。有研究数据显示，目前市场主流 NCM523 电池能量密度可达到 160-200wh/kg，三元 622 可达到 230wh/kg，NCM811 或者 NCA 能达到 280wh/kg 以上；动力电池正极材料从 523 更换到 811，电芯容量就从 2.5AH 提高到 2.75AH，正极材料单位 wh 成本从 0.414 元降到 0.39 元。

图表 14 三元材料配比变动对电池性能的影响

Lithium Ion Batteries

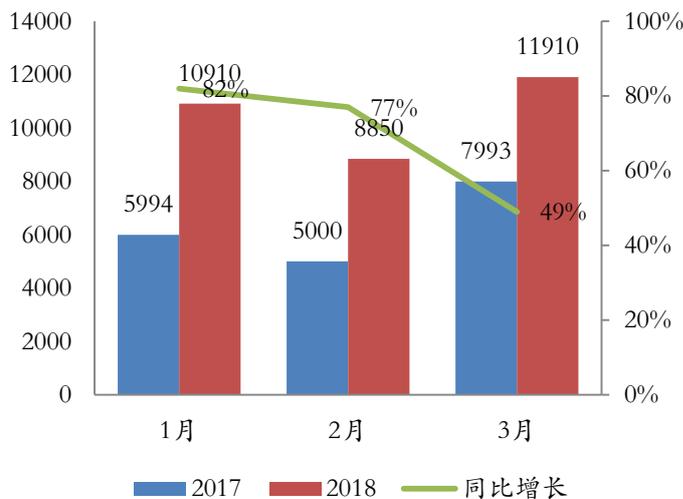


资料来源：网络、华安证券研究所

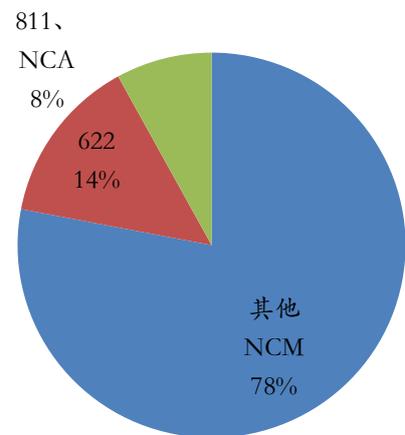
当前各大电池生产商正加紧实现 622 和 811 等高镍三元技术的研发和量产。但是高镍三元材料存在两个技术问题：首先是颗粒表面的相转变，容易引起电池容量、循环性能的衰减；二是循环后颗粒碎裂，引起 811 电池电化学性能衰减，导致热稳定性、安全性能下降。出于电池安全性和循环寿命的考虑，少有搭载 811 电池的新能源车型，其推出速度并不会太快，今年 811 型号电池的投产预计将在数码产品和电动自行车上的应用为主。而未来谁解决了高镍动力电池的安全性问题谁就占据新能源汽车市场主动。

根据鑫椏资讯数据显示，2018 年一季度，国内三元材料产量 31670 吨，同比增长 64.26%，其中常规 NCM 型号占比 78%，NCM622 型号占比 14%，NCM811/NCA 占比 8%，其中 NCM811 产量大幅激增。

图表 15 今年前三个月三元材料产量变化



图表 16 2018Q1 三元材料不同配比产量占比



资料来源：网络、华安证券研究所

● 软包电池拔锚起航

今年前四个月的动力电池装机情况来看，方形电池占比 70%以上，同时相比圆柱型电池占比不断缩小，软包电池维持在 10%左右，4 月份一度超过圆柱型电池，也表现出市场对软包电池的偏爱度。

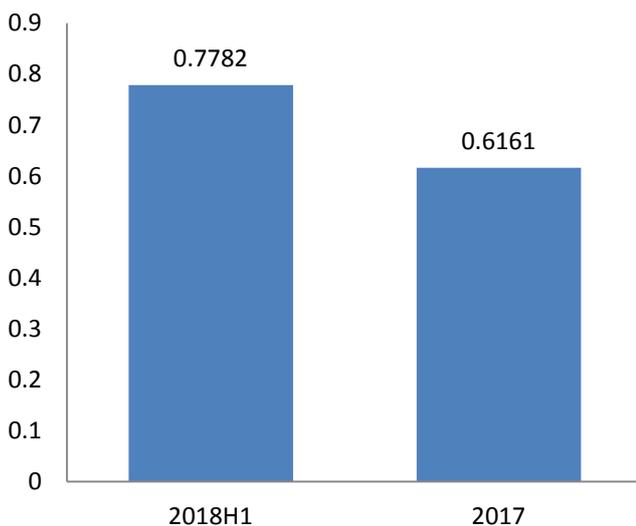
从技术来看，软包电池较方形电池和圆柱电池用安全性好、重量轻、循环性能好的优势。其中重量方面，软包电池重量较同等容量的钢壳锂电池轻 40%，较铝壳锂电池轻 20%，单从这一点就可以大幅提升电池的能量密度。但是在生产上出现了电池一致性低和成本高的问题。综合来看，实现 2020 年动力电池单体比能量 300Wh/kg、系统 260Wh/kg 的目标，采用软包形态的预期比较强，因而也成为各大电池厂商纷纷布局的重要原因。

总的来看，补贴退坡和需求升级倒逼新能源汽车动力电池需求进一步向高镍三元倾斜。长远来看，处于安全性考虑，实现高镍三元尤其是 NCM811/NCA 在电动汽车上的广泛应用仍需时日，同时与软包电池的结合也多有技术困难，但鉴于研发门槛高的特点，提前布局以及加大研发非常必要。

2.2 行业马太效应逐步显现

2017 年全国动力电池产能已经超过 200Gwh,但是去年全年动力电池出货量为 44.5Gwh,出现了严重的产能过剩问题，市场竞争加剧，相继有企业被淘汰出局，产能出清。同时车企反映受制于电池供应不足产销量不达预期，市场有效供给不足的问题，技术及时更新换代以适应客户需求的动力电池供应商脱颖而出。市场逐渐形成强者恒强的态势，市场集中度也在不断提高。今年上半年装机量在前五的供应商市场占比由去年全年的 61.61%提高到 77.82%，始终排名前两名的宁德时代和比亚迪装机占比分别提高了 12 个 pct 和 5 个 pct。整体来看，强者通过不断扩大市场占有率获得比市场平均增长率更高的成长能力。

图表 17 CR5 变化情况



图表 18 动力电池价格走势



资料来源：真锂研究，GGII，华安证券研究所

随着技术进步和汽车补贴退坡，动力电池的价格进入下降通道，并且 2017 年在上下游两面夹击下呈现加速下降趋势。2016 年下降幅度 10%左右，而 GGII 数

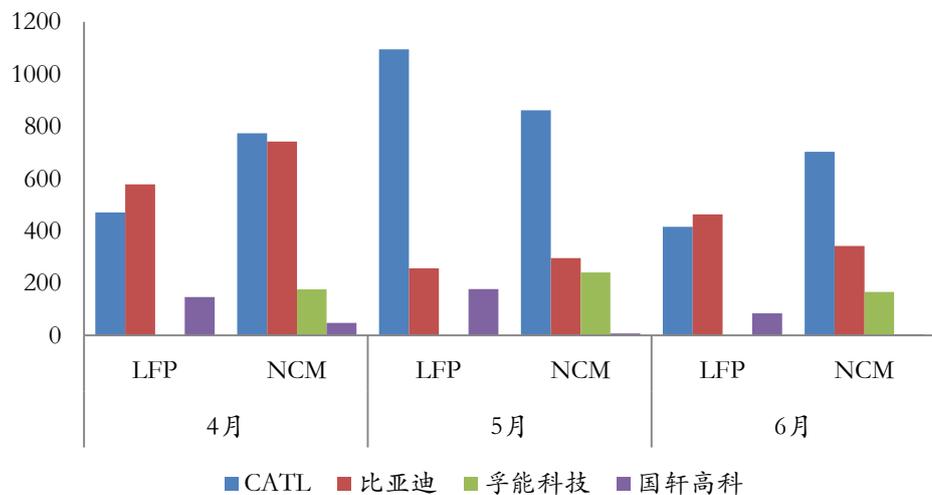
据显示，2017 年年底动力电池价格较 2017 年初下滑 20%~25%。磷酸铁锂电池组价格从年初的 1.8~1.9 元/Wh 下降到年底的 1.45~1.55 元/Wh。三元动力电池包价格从年初的 1.7~1.8 元/Wh 下降到年底的 1.4~1.5 元/Wh。加速下跌给动力电池生产商造成不小影响，龙头企业相继出现业绩下滑。未来动力电池价格会进一步下降，对于毛利率高的企业影响会更小，叠加市场集中度不断提高，马太效应会更加明显。

3. 顺势而为打造行业龙头

3.1 性能优势匹配高端车型需求 研发强度大

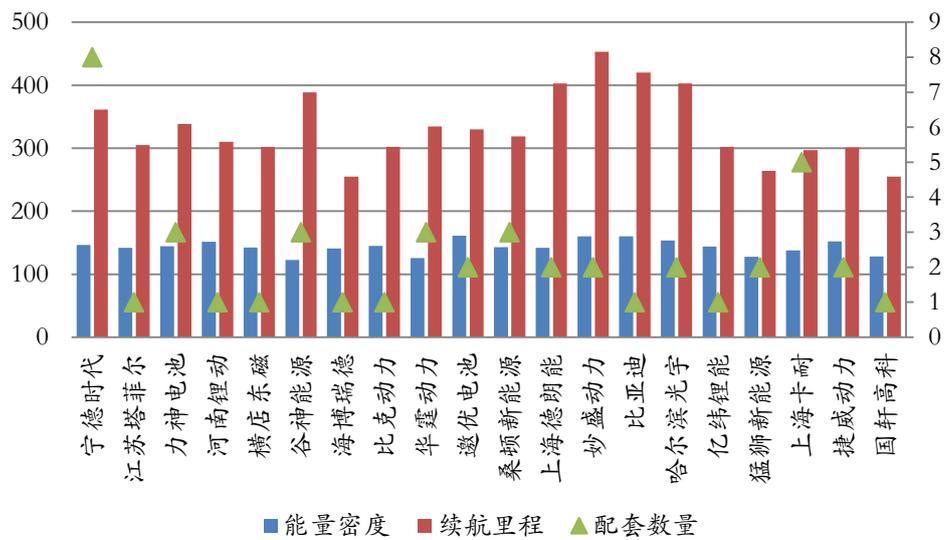
公司借助股东及高管在从事消费类锂电池的优势背景，迅速切入动力电池领域成为全国乃至全球的重要供应商。不论在磷酸铁锂还是三元 NCM 技术路线上，公司的市场份额都数一数二。根据真锂研究统计，今年上半年动力电池装机量 15.58Gwh，同比增长 127.90%，宁德时代继续保持绝对龙头地位，市场份额由去年的 29% 提高到 42.24%，在今年的推荐目录中搭配的车型数量占比始终保持最高。公司官网显示公司三元电芯能量密度最高可达 240Wh/kg，今年补贴过渡期后第一批（2018 年第 7 批）新能源汽车推荐目录中配置的 CATL 电池组的乘用车型能量密度平均 146Wh/kg，续航里程 360KM，达到了 2018 年过渡期后 1.1 倍补贴的要求，也在我们预期的下半年具备增长亮点的高端车型范围内。

图表 19 2018 年二季度主要动力电池厂商装机情况



资料来源：真锂研究、华安证券研究所

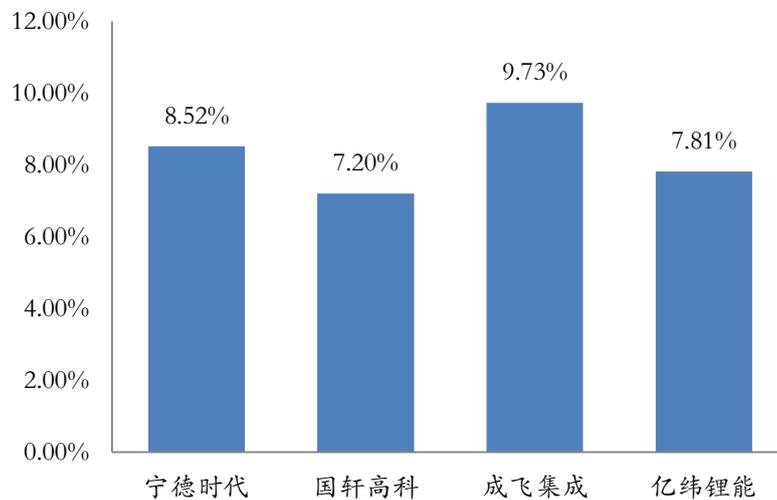
图表 20 2018 年第七批新能源汽车推荐目录乘用车配置电池情况



资料来源：工信部、华安证券研究所

在研发上，公司一直保持行业领先。在投入上，研发占比较高；在成果上，已经基本实现 300Wh/kg 电芯的设计制作，成为国内少数几只突破 300Wh/kg 的团队。目前公司已经在各个细分市场全面布局，在磷酸铁锂长寿命、三元高能量密度、快充等差异化产品方面加大研发投入，力争做到技术全面超越同行业竞争对手，抢占技术制高点。

图表 21 2017 年行业内主要供应商研发在营收中占比

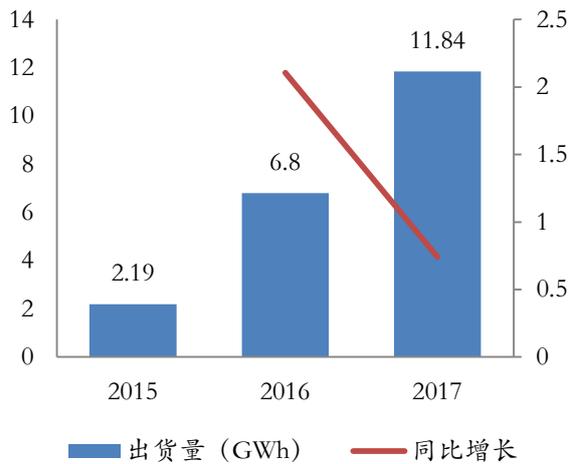


资料来源：工信部、华安证券研究所

3.2 开拓新客户提高市占率 形成联盟深度绑定客户

2015 年、2016 年和 2017 年，公司动力电池系统销量分别为 2.19GWh、6.80GWh 和 11.84GWh，根据 GGII 统计，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。公司在行业洗牌中处于龙头地位，市占率由去年的 29% 迅速攀升至上半年的 42%。

图表 22 近三年公司动力电池出货量



图表 23 2018Q1 三元材料不同配比产量占比

根据 GGII 统计数据，2017 年全球动力电池企业销量排名如下：

2017 年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

数据来源：GGII
注：公司 2017 年动力电池业务实际销量为 11.84GWh。

资料来源：公司公告，GGII，华安证券研究所

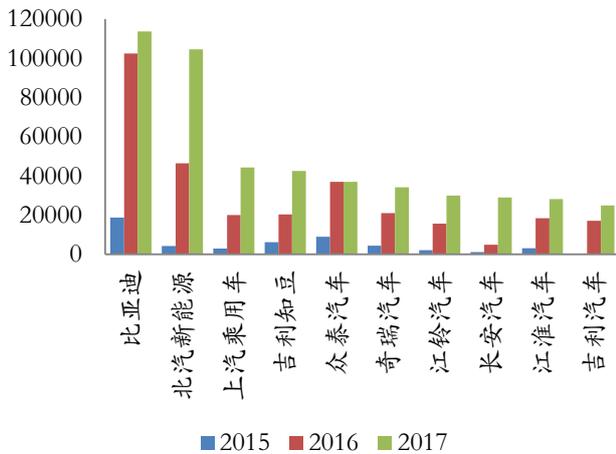
公司先后进入了国内外知名车企的供应链，拥有庞大的客户群。在国内品牌客户方面，公司与宇通集团、上汽集团、北汽集团、吉利集团、福汽集团、中车集团、东风集团和长安集团等行业内整车龙头企业保持长期战略合作；在国际品牌客户方面，公司已经进入宝马、大众、戴姆勒等国际一流整车企业的供应体系，也是国内少数为国际汽车品牌提供动力电池解决方案的供应商，并且公司已布局在欧洲 14Gwh 生产线以满足海外客户需求。同时，公司与蔚来汽车等新兴整车企业（包括互联网车企、智能车企等）开展合作，积极布局智能汽车领域。

图表 24 宁德时代下游客户



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 25 主要新能源乘用车厂销量情况



图表 26 主要新能源客车厂销量



资料来源：崔东树，前瞻产业，华安证券研究所

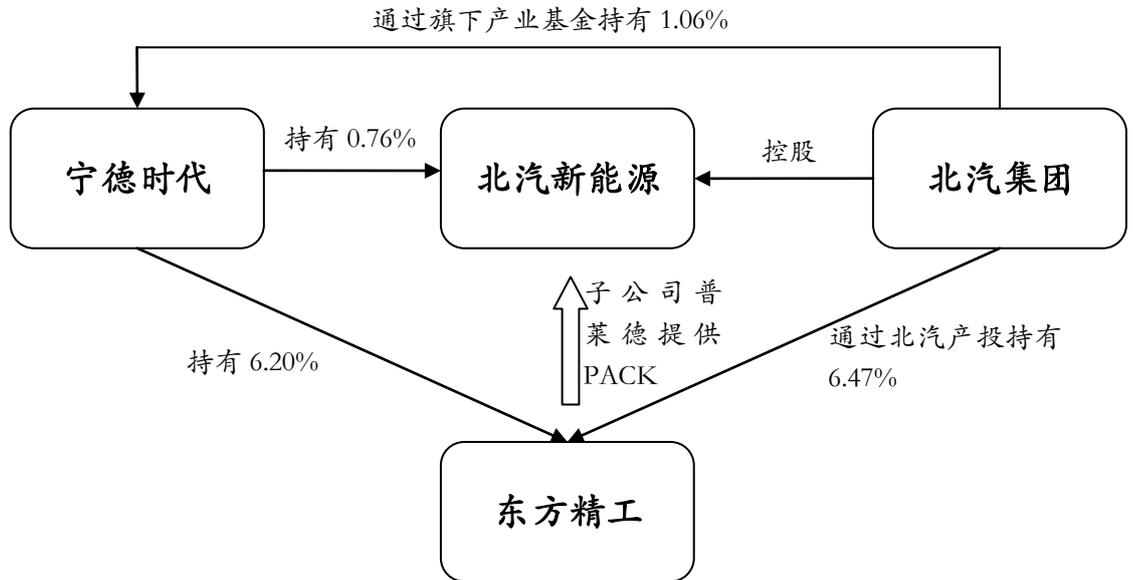
从销量来看，公司的主要客户在整车市场占有率都居前，其中如北汽新能源、吉利汽车，公司为其 A 级电池供应商，供应过去年如北汽 EC 系列、帝豪 EV 等乘用车畅销车型。今年公司仍在不断开拓市场，将目光放到国际市场，进入了大众、戴姆勒、宝马等国际车企。**客户群的壮大以及客户优质性对公司的出货量增长提供保证。**

拓展市场的过程中，**公司通过产品性能和战略联盟锁住已开发的客户。**公司产品的安全性、稳定性、一致性一直得到客户的青睐，同时，公司通过深度绑定下游车企来进一步巩固与客户的关系。

● 相互持股进行产业链上下游渗透

公司与北汽集团通过直接或间接方式互相持股，同时，2010 年公司与北大先行、北汽集团共同成立动力电池 PACK 厂普莱德，为北汽集团电动汽车提供 PACK，从而形成了从北大先行的电池材料到 CATL 的电芯制造再到普莱德的电池系统 PACK 集成最后到北汽的整车的完整产业链条。公司也继续深化与上下游的战略合作，2017 年 12 月 15 日，公司与普莱德、北大先行、北汽集团共同签署了战略合作框架协议，拟共同在新能源汽车动力电池产业链上下游通力协作，开展动力电池研发、制造、回收、梯级利用等各项业务的合作。

图表 27 宁德时代与北汽新能源战略合作



资料来源：工信部、华安证券研究所

此外公司与华晨宝马也签署战略合作协议，其中包括股权投资安排，如果公司后续有股权融资计划，华晨宝马有权对公司进行一定金额的股权投资。

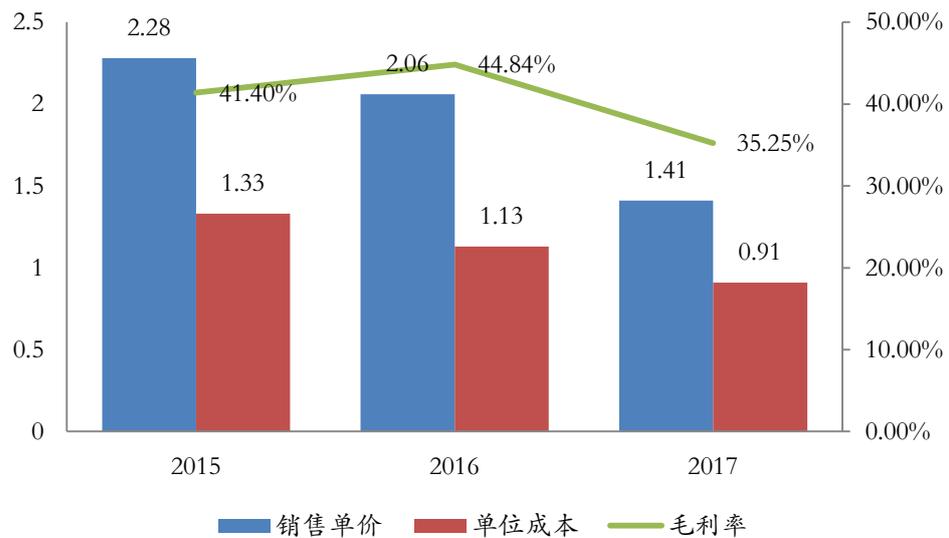
● 成立合资企业

公司先后与上海汽车集团成立合资公司时代上汽、上汽时代动力，与广汽集团签署合资合同，计划成立广汽时代动力电池系统公司和时代广汽动力电池（名称暂定）。

3.3 毛利率安全垫高 以量补价增长可期

公司动力电池系统销售均价随市场从 2015 年的 2.28 元/wh 下降到 2017 年的 1.41 元/wh，毛利率也从最高的 44% 下降到 35%，但同时生产成本也加速下降。与行业内其他企业相比，公司毛利率较高，从而对未来价格进一步下跌有更高的安全垫。

图表 28 公司锂电池材料业务业绩变化情况



资料来源：工信部、华安证券研究所

图表 29 出货量和价格变动对业绩影响测试

价格 \ 出货量	出货量						
	-10%	-5%	0	10%	20%	30%	40%
-10%	-19%	-15%	-10%	-1%	8%	17%	26%
-15%	-24%	-19%	-15%	-6%	2%	11%	19%
-20%	-28%	-24%	-20%	-12%	-4%	4%	12%
-25%	-33%	-29%	-25%	-18%	-10%	-2%	5%

我们预计未来 3 年动力电池出货量平均增速在 30% 以上，而价格下降速度在 10% 以上。从上表可以看出，若出货量增长可以抵消价格下降的影响。在日韩电池大举进军国内，行业竞争日趋激烈，电池价格持续下降的背景下，公司一方面通过优秀的产品性能、积极的销售渗透策略以及与客户深度绑定保证出货量高于市场平均增速的成长，另一方面通过高毛利率形成的安全垫，以及成本加速下降削弱价格下降的影响，为公司的业绩增长提供双向支持。

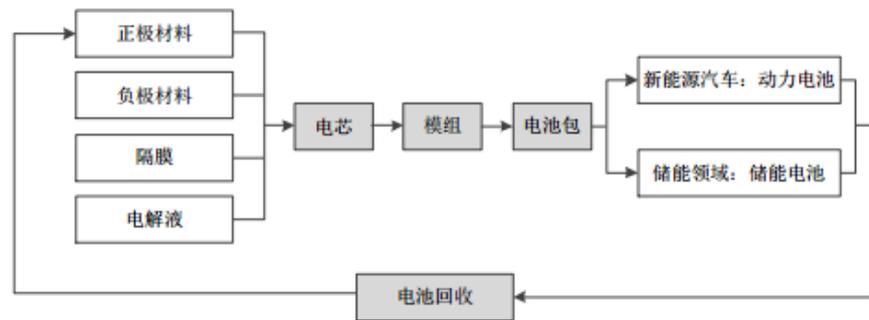
3.4 上游布局资源回收打造产业闭环

今年工信部、科技部等七部委联合发布《关于做好新能源汽车动力蓄电池回收利用试点工作的通知》，确定了京津冀地区等 17 个省市、地区及中国铁塔为动力电池回收利用试点地区和企业。《通知》的发布标志着电池回收进入了试点实施阶段，未来有望大规模推广。

公司通过广东邦普，提早布局电池回收领域，一方面是对相关政策的前瞻，另一方面向产业链上游延伸布局电池材料的镍钴锰等有色金属和三元前驱体领域，打造从电池材料、电池系统、电池回收的产业链闭环，拓展业务的同时，与电芯业务形成协同效应，进一步降低电芯生产成本。2017 年随着动力电池需求量增加，

镍、钴资源由于供给有限价格经历了一波上涨行情，压力随之向下传播，电池生产厂商上下游夹击下虽然整体出货量仍实现较高增长，但是业绩出现下滑。目前钴价格仍处于高位，公司可以利用电池回收布局上游镍钴锰资源，实现电池材料的自供，规避金属资源及电池材料的价格波动。

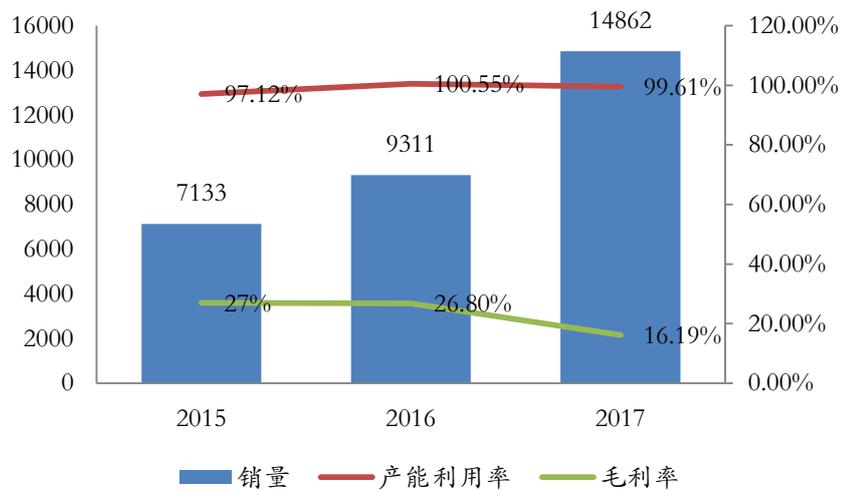
图表 30 公司业务形成产业闭环



资料来源：工信部、华安证券研究所

公司锂电池材料销售主要是广东邦普电池回收贡献的。公司近年来锂电池材料的产能一直保持满产状态，并且实现快速增长。同时三元前驱体水装船高，毛利率并没有受到钴资源价格上涨的影响，对公司的盈利增长贡献稳步提升。

图表 31 公司锂电池材料业务业绩变化情况



资料来源：工信部、华安证券研究所

4. 投资建议

预计公司 2018/19/20 年归母净利润为 30.48/40.03/48.93 亿元，对应的 EPS 分别为 1.40/1.84/2.26 元，给予“增持”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧；新能源汽车销量不达预期；补贴政策退坡不达预期

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	33,033	45,090	58,446	70,994	营业收入	19,997	26,284	37,073	46,179
现金	14,081	21,723	25,582	30,978	营业成本	12,740	17,726	25,529	31,905
应收账款	7,009	11,129	14,351	18,650	营业税金及附加	96	159	201	266
其他应收款	91	233	318	338	销售费用	796	1,081	1,500	1,884
预付账款	306	516	784	1,193	管理费用	2,956	3,844	5,452	6,772
存货	3,418	4,856	6,921	8,696	财务费用	42	(24)	(110)	(188)
其他流动资产	8,129	6,633	10,489	11,140	资产减值损失	245	161	53	61
非流动资产	16,630	15,935	15,468	15,017	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	791	791	791	791	投资净收益	1,344	235	240	250
固定资产	8,219	7,699	7,178	6,658	营业利润	4,832	3,571	4,688	5,729
无形资产	1,409	1,315	1,227	1,145	营业外收入	19	25	35	43
其他非流动资产	6,210	6,130	6,271	6,423	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	49,663	61,025	73,913	86,012	利润总额	4,848	3,596	4,722	5,772
流动负债	17,890	20,611	29,302	36,310	所得税	654	485	638	779
短期借款	2,245	2,101	1,931	1,726	净利润	4,194	3,110	4,085	4,993
应付账款	4,978	6,821	9,899	12,324	少数股东损益	316	62	82	100
其他流动负债	10,667	11,689	17,471	22,260	归属母公司净利润	3,878	3,048	4,003	4,893
非流动负债	5,302	5,615	5,727	5,824	EBITDA	5,863	4,162	5,186	6,143
长期借款	2,129	2,406	2,406	2,406	EPS (元)	1.79	1.40	1.84	2.25
其他非流动负债	3,173	3,209	3,321	3,418					
负债合计	23,192	26,226	35,029	42,134					
少数股东权益	1,770	1,832	1,914	2,014					
股本	1,955	2,172	2,172	2,172					
资本公积	15,355	20,604	20,604	20,604					
留存收益	7,143	10,191	14,194	19,087					
归属母公司股东权益	24,701	32,968	36,971	41,864					
负债和股东权益	49,663	61,025	73,913	86,012					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,341	1,754	3,906	5,105
净利润	4,194	3,048	4,003	4,893
折旧摊销	1,381	614	608	602
财务费用	113	(24)	(110)	(188)
投资损失	(1,344)	(235)	(240)	(250)
营运资金变动	5,425	(1,873)	(491)	(114)
其他经营现金	(7,428)	223	135	161
投资活动现金流	(7,636)	235	240	250
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(621)	0	0	0
其他投资现金	(7,014)	235	240	250
筹资活动现金流	8,933	5,901	(287)	41
短期借款	1,019	(144)	(170)	(205)
长期借款	1,827	277	0	0
普通股增加	1,342	217	0	0
资本公积增加	3,746	5,250	0	0
其他筹资现金	999	302	(117)	247
现金净增加额	3,638	7,890	3,859	5,396

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	34.40%	31.44%	41.05%	24.56%
营业利润	50.43%	-26.10%	31.27%	22.21%
归属于母公司净利润	35.98%	-21.40%	31.34%	22.23%
获利能力				
毛利率(%)	36.29%	32.56%	31.14%	30.91%
净利率(%)	19.39%	11.60%	10.80%	10.60%
ROE(%)	15.84%	8.94%	10.51%	11.38%
ROIC(%)	29.44%	21.30%	25.78%	31.74%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.70%	42.98%	47.39%	48.99%
净负债比率(%)	-11.53%	-9.40%	-11.59%	-1.60%
流动比率	1.85	2.19	1.99	1.96
速动比率	1.66	1.95	1.76	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.47	0.55	0.58
应收账款周转率	2.81	2.93	2.94	2.83
应付账款周转率	4.91	4.46	4.43	4.16
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.79	1.40	1.84	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.81	1.80	2.35
每股净资产(最新摊薄)	11.37	15.18	17.02	19.27
估值比率				
P/E	40.6	51.7	39.4	32.2
P/B	6.4	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	0.00	33.67	26.20	21.21

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。