信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕051 号

宁德时代新能源科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宁德时代新能源科技股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

宁德时代新能源科技股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

宁德时代新能源科技股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

宁德时代新能源科技股份有限公司
2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过30.00亿元（含）
债券期限：5年（3+2）
评级时间：2020年1月8日
主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	285.88	496.63	738.84	963.11
所有者权益（亿元）	157.91	264.71	352.00	404.90
长期债务（亿元）	11.27	30.24	44.34	55.47
全部债务（亿元）	69.88	144.47	186.99	253.65
营业收入（亿元）	148.79	199.97	296.11	328.56
净利润（亿元）	29.18	41.94	37.36	37.60
EBITDA（亿元）	42.49	63.28	67.13	--
经营性净现金流（亿元）	21.31	24.49	113.16	103.25
营业利润率（%）	42.97	35.81	32.21	28.47
净资产收益率（%）	33.76	19.85	12.12	11.23
资产负债率（%）	44.76	46.70	52.36	57.96
全部债务资本化比率（%）	30.68	35.31	34.69	38.52
流动比率（倍）	2.14	1.85	1.73	1.57
EBITDA全部债务比（倍）	0.61	0.44	0.36	--
EBITDA利息倍数（倍）	65.61	61.54	31.74	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.42	2.11	2.24	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、已将长期应付款中计息部分调整至长期债务中；4、公司2019年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宁德时代新能源科技股份有限公司（以下简称“公司”或“宁德时代”）的评级，反映了公司作为我国动力锂电池制造行业的龙头企业，在行业地位、经营规模、技术水平以及市场认可程度等方面具备很强的竞争优势。近年来，随着新能源汽车行业的快速发展以及产能不断释放，公司资产规模大幅增长，整体经营业绩显著提高，盈利能力较强，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到动力电池行业结构性产能过剩较为严重、上游原材料价格波动较大、公司动力电池产品均价逐年下降、下游新能源汽车补贴退坡、公司未来资本性投资规模较大以及大额应收账款对公司运营资金存在占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2018年公司成功完成IPO，未来随着IPO募投项目陆续达产，公司综合竞争力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用水平及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 公司是动力电池行业龙头企业，行业地位及产品市场认可程度很高，且目前已与国内绝大多数电动汽车主机厂商以及部分国际知名汽车生产企业建立了较稳定的业务合作关系，经营基础稳定。

2. 公司研发能力突出，技术专利储备规模大，且已参与多项国内锂电池行业标准的编撰及国家级科研课题的研发，有利于公司市场竞争能力的巩固和提高。

3. 近年来我国电动汽车行业市场需求快速增长，公司收入规模和盈利水平明显提高，经营活动现金流状况较佳。

关注

1．新能源汽车补贴退坡较为明显，并由整车厂向上游传导，对动力电池行业造成直接影响；随着日韩电池企业进入国内市场，未来国内动力电池行业市场竞争将更加激烈。

2．动力电池行业内企业纷纷扩张产能，行业已出现产能结构性过剩，市场竞争加剧，产品价格下跌等现象。

3．公司应收账款规模较大，对公司运营资金形成占用；公司未来资本性投资规模较大，存在较大资金支出需求。

分析师

戴非易
电话：010-85172818
邮箱：daify@unitedratings.com.cn

李　彤
电话：010-85172818
邮箱：lit@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
邮箱：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本期（期）债券到期兑付日有效；本期（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

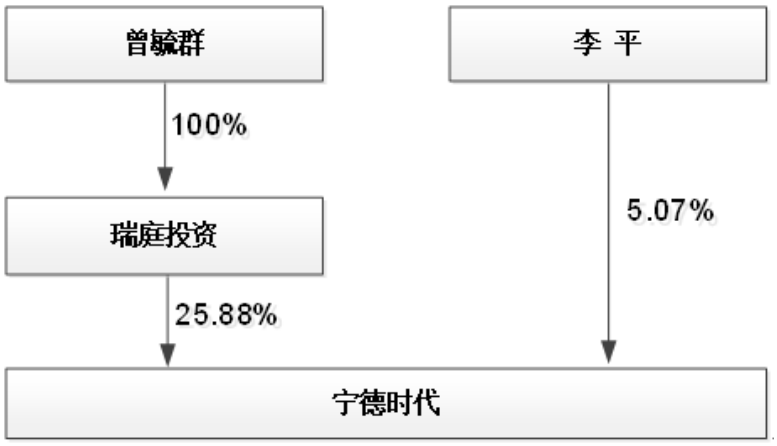
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

宁德时代新能源科技股份有限公司（以下简称“公司”或“宁德时代”），前身为宁德时代新能源科技有限公司（以下简称“宁德时代有限”），由宁德时代投资有限公司以货币出资设立，注册资本为 100 万元。2015 年 12 月 15 日，公司召开创立大会，一致同意以 2015 年 10 月 31 日为基准日，整体变更为股份有限公司，股本总额为 40,000 万元。公司于 2018 年 5 月 18 日经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准，首次向社会公众发行人民币普通股 217,243,733 股，于 2018 年 6 月 11 日在深圳证券交易所创业板上市，股票代码：300750.SZ，股票简称“宁德时代”。公司自成立起经多次增资扩股，截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为人民币 22.08 亿元；公司控股股东为宁波梅山保税港区瑞庭投资有限公司（以下简称“瑞庭投资”），实际控制人为曾毓群和李平。截至 2019 年 9 月底，公司实际控制人之一李平持有 11,195.02 万股股票中有 550.00 万股存在质押；除此之外，公司控股股东、实际控制人持有发行人的股份不存在质押。

图 1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围为：锂离子电池、锂聚合物电池、燃料电池、动力电池、超大容量储能电池、超级电容器、电池管理系统及可充电电池包、风光电储能系统、相关设备仪器的开发、生产和销售及售后服务；对新能源行业的投资；锂电池及相关产品的技术服务、测试服务以及咨询服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 9 月底，公司设置了包括市场中心、研发中心、供应链与运营中心、企业策划部、财经部等在内的多个职能部门（见附件 1）；截至 2018 年底，公司拥有子公司 37 家，拥有在职员工 24,875 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 738.84 亿元，负债合计 386.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）352.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 329.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 296.11 亿元，净利润（含少数股东损益）37.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 113.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.01 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 963.11 亿元，负债合计 558.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）404.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 369.44 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 328.56 亿元，净利润（含少数股东损益）37.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 34.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 103.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 193.82 亿元。

公司注册地址：福建省宁德市蕉城区漳湾镇新港路 2 号；法定代表人：周佳。

二、本期公司债券概况

1．本期公司债券概况

本期债券名称为“宁德时代新能源科技股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行总规模不超过人民币 30.00 亿元。本期债券期限为不超过 5 年（含），附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本期公司债券采取单利按年计息、不计复利，利息自首个起息日起每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

2．本期公司债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除相关费用后，拟用于补充流动资金、偿还有息债务等。

三、行业分析

公司主要从事动力锂电池的研发、制造、整合及销售，其所处行业为锂离子电池制造行业。

1．行业概况

按正极材料划分，目前市场中现有动力锂电池主要分为磷酸铁锂电池、三元锂电池、锰酸锂电池、钴酸锂电池、钛酸锂电池等，其中最主要的是磷酸铁锂电池和三元锂电池。磷酸铁锂动力电池的能量密度较低但安全水平相对较高，一般用于商用客车；三元材料动力电池的能量密度和成本较磷酸铁锂动力电池更高，一般用于乘用车。近年来，随着国家补贴政策对能量密度的要求不断提升，三元材料动力电池市场份额不断扩大。从目前市场上主要厂家产品的能量密度看，不同形状的三元电芯能量密度均在 200Wh/kg 以上，磷酸铁锂电芯能量密度范围在 160Wh/kg－180Wh/kg 之间；在系统能量密度方面，因为电池系统内部包含的电池管理系统、热管理系统以及高低压回路等占据了电池系统的部分重量和内部空间，因此电池系统的能量密度都比单体电芯能量密度低。2019 年 3 月新能源汽车补贴政策调整后，对系统能量密度高于 160Wh/kg 的补贴系数由 1.2 下降到 1.0 倍，目前行业内主要企业的产品已接近达到或超过此标准。

电芯是动力电池的关键，也是构成汽车动力电池的最小单位，一般可分为软包、方形和圆柱电芯。使用中，需要将众多电芯组合在一起，再加上保护电路和保护壳，从而组成电池模组（module）；模块化的电池模组需要通过严格筛选，将一致性好的电芯按照精密设计组装，并加装单体电池监控与管理装置。电池模组通过连接高低压线束、加盖密封、性能测试等组装（Pack）程序，形成最终的动力电池成品。

动力锂电池行业属新兴行业，从行业发展阶段来看，自 2009 年国家科技部推出“十城千辆”目标工程后，我国电动汽车行业进入规模化快速发展阶段，并带动有效的车用动力锂电池的市场需求规模快速扩张。近年来新能源汽车产销量及动力电池产量增速保持在 40%以上，新能源汽车和动力电池行业整体仍处于高速发展时期。2018 年中国动力电池出货量为 65GWh，同比增长 46%。随着国家政策的逐渐落地，以及未来锂电池生产技术提升、成本下降、新能源汽车及配套设施的普及度提

高等，未来 3 年新能源汽车的动力电池需求将保持增长，高工产业研究院（以下简称“GGII”）预计，到 2022 年中国汽车动力锂电池产量将达到 215GWh。

从全球市场看，随着全球能源危机和环境污染问题日益突出，节能、环保有关行业的发展被高度重视，各国政府先后公布了禁售燃油车的时间计划，各大国际整车企业也陆续发布新能源汽车战略，发展新能源汽车已经在全球范围内形成共识。全球新能源汽车销售量从 2011 年的 5.1 万辆增长至 2018 年的 201.82 万辆。未来随着支持政策持续推动、技术进步、消费者习惯改变、配套设施普及等因素影响不断深入，GGII 预计 2022 年全球新能源汽车销量将达到 600 万辆。

从产品价格上看，随着市场的激烈竞争，我国汽车动力锂电池价格处于下跌通道，2014 年以来，各类动力锂电池价格均呈现波动下降的态势。GGII 数据显示，2018 年底动力电池价格较年初下滑超过 20%。受补贴大幅退坡影响，未来电池价格或将进一步下降。

总体看，我国动力锂电池产业规模持续扩大，并保持较高增长速度，发展潜力较好；但产品价格进一步下跌，市场竞争日趋激烈。

2. 行业上下游

动力锂电池产业链的上游主要是锂矿、钴矿、镍矿等在内的各类原材料提取生产商，中游包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜以及电芯制造及 Pack 封装制造商，下游主要是新能源汽车整车厂商。

从上游资源角度看，锂和钴的价格对生产材料影响较大。生产核心正负极材料的锂原料主要来自于盐湖卤水锂和矿石锂。由于全球锂资源主要集中在南美、澳大利亚以及国内盐湖，以大矿床和大盐湖为主，上游资源集中度较高，中游锂化合物的产量也集中在几家巨头手中，全球前五大锂化合物及金属锂供应商占全球产能的比例约为 70%。预计 2018－2020 年全球锂矿产能将保持近 30%的年均增速，2021 年之后逐渐放缓。随着各锂原料产品供应商大幅扩张产能，在经历了 2017 年的高位盘整后，碳酸锂价格自 2018 年起开始下跌。2018 年，电池级碳酸锂价格由 17.0 万元/吨跌至 7.9 万元/吨。三元复合正极材料前驱体产品原料以镍盐、钴盐、锰盐为主，其价格主要取决于硫酸钴的价格。自 2017 年下半年开始，钴需求大幅增长，带动硫酸钴价格不断增长；2018 年 4 月以后，受上游供给增加影响，三元材料价格整体呈下降趋势；截至 2019 年 3 月底，硫酸钴价格下降至 4.6 万元/吨。

从中游锂电池材料制造、电芯制造及封装生产来看，锂电池主要由五部分构成，即正极材料、负极材料、电解液、隔膜和包装材料。锂电池的核心材料是正极材料、电解液和隔膜；其中，正极材料是锂电池电化学性能的决定性因素，在成本方面所占比例最大，约在 30%－40%。锂电池行业中游集聚着大量生产商，面对上游的资源优势和下游整车厂商延伸产业链的压力，中游企业面临激烈的竞争。

表 1　我国动力锂电池产业链中游主要厂商

代码	公司简称	主要产品
300037.SZ	新宙邦	电解液
300073.SZ	当升科技	正极材料
600884.SH	杉杉股份	正极材料、负极材料等
300568.SZ	星源材质	隔膜
603859.SH	璞泰来	负极材料
002074.SZ	国轩高科	电池制造
300014.SZ	亿纬锂能	电池制造

300750.SZ	宁德时代	电池制造

资料来源：公开资料，联合评级整理

从下游新能源汽车需求的角度来看：在发展初期，整车制造成本较高，我国为推动新能源汽车的发展出台了一系列补贴政策，新能源汽车产销量持续保持高增长。2018 年新能源汽车产销量分别为 127 万辆和 126 万辆，较上年同期分别增长 59.9%和 61.7%；2019 年 1－3 月，新能源汽车产销分别完成 30.4 万辆和 29.9 万辆，较上年同期分别增长 102.7%和 109.7%，增速进一步提升。但新能源汽车产业对政策依赖性较大，新能源汽车的补贴逐渐收紧。2019 年 6 月，新的补贴标准正式实施，补贴退坡幅度较大，可能对新能源汽车未来的价格及销量产生一定影响。

总体看，动力锂电池行业对上游核心材料依赖较大，中游行业竞争较为激烈，下游新能源汽车产业的快速发展为动力锂电池提供了旺盛的需求，行业整体受国家政策影响较大。

3. 行业竞争

动力锂电池制造属于资金、技术密集型产业，存在较高的行业壁垒，主要包括以下几个方面：

一是技术壁垒较高。新进入企业通过自主研发突破关键技术并实现成熟应用需要长期的技术积累，材料、电芯、模组、电池包、电池管理系统的研发和生产均有较高的技术要求，如没有相应核心技术，电池生产企业将很难生产出有竞争优势的产品。

二是品牌壁垒较高。一方面，锂电池产品的安全性、稳定性、一致性、快速响应能力等因素是客户选择生产厂商的主要依据，产品得到市场检验和得到客户认可通常需要较长时间，具备较强的综合实力和良好的品牌效应才能获取客户的信任。另一方面，整车企业多采用向合格供应商定点采购的模式，通过对供应商的认证与评估，确定其生产设备、工艺流程、管理能力、产品品质等都能够达到要求后，才会建立定点供应关系。动力电池系统作为汽车重要部件之一，在一款车型的生命周期内需要持续供货，整车企业一般不会轻易更换电池供应商。因此，锂电池企业的品牌口碑对能否进入整车企业供应链具有较强影响，客户粘性强。

三是规模壁垒较高。动力锂电池的生产具有规模经济的特点，生产规模较大、资金雄厚的企业在原材料采购和生产运营方面具有相当的规模优势。同时，动力电池的研发需要不断投入，只有规模化企业才能持续保持领先技术领先地位。

从行业集中度上看，目前动力电池行业主要企业以中、日、韩的企业为主。虽然起步时间较晚，但得益于我国新能源汽车行业的快速发展，我国动力锂电池行业发展速度迅猛。根据 GGII 统计数据显示，2018 年，全球动力电池销量前十的企业中，中国企业占据其中 6 家；2018 年国内动力电池前十大厂商销量占全国的比例为 83%，行业集中度较高。

表 2　2018 年全球动力电池企业销量排行榜（单位：%）

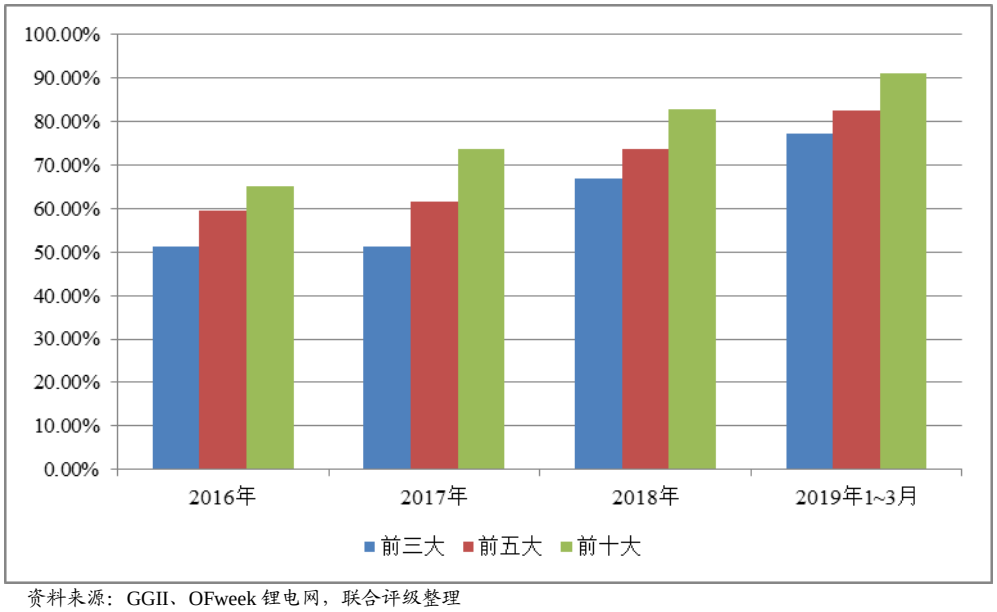
排名	股票代码	企业名称	国家	销量占比
1	300750.SZ	宁德时代	中国	22.64
2	6752.T	松下电器	日本	20.75
3	002594.SZ	比亚迪	中国	13.21
4	051910.KS	LG 化学	韩国	7.55
5	006400.KS	三星 SDI	韩国	4.25
6	002074.SZ	国轩高科	中国	3.11
7	--	AESC	日本	2.83
8	--	孚能科技（赣州）有限公司	中国	2.83

9	--	天津力神	中国	2.36
10	CBAT.O	CBAK 能源科技有限公司	中国	1.71

资料来源：GGII

从国内动力电池企业数量看，近年来行业内企业数量呈下降趋势，随着中小企业的出清，市场集中度不断提高。2018 年，我国动力电池装机量排名前三名企业共计 38.05GWh，占比 66.78%；前五名企业共计 42.02GWh，占比 73.74%；前十名企业共计 47.20GWh，占比 82.84%。行业寡头竞争的格局正在形成，其他市场参与者的生存空间不断被压缩。

图 2　近年来国内动力电池行业市场集中度变化情况



资料来源：GGII、OFweek 锂电网，联合评级整理

总体看，动力锂电池行业具有较高的行业壁垒，我国动力锂电池行业发展迅速，市场集中度较高。

4. 行业政策

动力锂电池行业的主管部门主要有中华人民共和国工业和信息化部（以下简称“工信部”）和中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”），全国性行业自律组织主要有中国电池工业协会和中国化学与物理电源行业协会。

2013 年以来，针对动力锂电池的监管制度密集出台，包括《汽车动力蓄电池行业规范条件》、《锂离子电池行业规范条件》、《新能源汽车生产企业及品准入管理规定》、《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》等，行业监管体系逐渐完善。同时，国家多次出台有利动力锂电池行业的政策，调节新能源汽车补贴制度和税收制度，将新能源汽车纳入国家战略产业规划，提高自主创新能力和产业化水平。

表 3　近年来动力锂电池行业相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2013 年 2 月	产业结构调整指导目录（2013 年修正）	发改委	锂离子动力电池、储能用锂离子电池、锂离子电池用磷酸铁锂等正极材料和锂离子电池自动化生产成套装备制造均列为产业结构调整指导目录中的鼓励类别。

2014 年 7 月	国务院办公厅关于加快新能源汽车推广应用的指导意见	国务院	以纯电驱动为新能源汽车发展的主要战略取向；2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车和燃料电池汽车免征车辆购置税，发挥税收政策鼓励新能源汽车消费的作用。
2015 年 5 月	中国制造 2025	国务院	将节能与新能源汽车列为未来十年重点发展领域之一，明确继续支持电动汽车发展，提升动力电池核心技术的工程化和产业化能力，推动自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨。
2015 年 8 月	锂离子电池行业规范条件	工信部	对锂电池生产实行准入，要求企业电池年产能不低于 1 亿瓦时；正极材料年产能不低于 2,000 吨，负极材料年产能不低于 2,000 吨，隔膜年产能不低于 2,000 万平方米，电解液年产能不低于 2,000 吨，电解质产能不低于 500 吨。企业申报时上一年实际产量不低于实际产能的 50%，提高行业门槛，规范行业发展。
2016 年 3 月	国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	国务院	加快突破新能源领域核心技术；支持新能源汽车的产业发展；推进高效储能与分布式能源系统领域的创新和产业化。
2016 年 11 月	汽车动力电池行业规范条件（2017 年）（征求意见稿）	工信部	锂离子动力电池单体企业年产能力不低于 80 亿瓦时，金属氢化物镍动力电池单体企业年产能力不低于 1 亿瓦时，超级电容器单体企业年产能力不低于 1 千万瓦时。系统企业年产能力不低于 80,000 套或 40 亿瓦时。企业应建立产品设计开发机构，配备相应的研究开发人员，其占企业员工总数比例不得少于 10%或总数不得少于 100 人。
2016 年 12 月	关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	工信部、财政部、科技部、发改委	新能源汽车补贴额度比 2016 年降低 20%，地方财政补贴不得超过中央单车补贴额的 50%。个人购纯电动车补贴至 2020 年补贴完全取消。同时，还从整车能耗、续驶里程、电池性能、安全要求等方面提高了补贴的技术门槛。
2017 年 1 月	新能源汽车生产企业及产品准入管理规定	工信部	对原有的准入管理规定进行了修订，完善了企业准入条件，提高了企业及产品准入门槛，完善了监督检查机制，强化了各方的法律责任。
2017 年 4 月	关于印发《汽车产业中长期发展规划》的通知	工信部、发改委、科技部	提出以新能源汽车和智能网联汽车为突破口，加速跨界融合，构建新型产业生态，带动产业转型升级，实现由大到强发展。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。
2018 年 2 月	关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	根据成本变化等情况,调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准
2018 年 2 月	新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法	工信部、科技部、环保部、交通部、商务部、质检总局、能源局	加强新能源汽车动力蓄电池回收利用管理，规范行业发展。汽车生产企业应建立动力蓄电池回收渠道，应建立回收服务网点。鼓励汽车生产企业、电池生产企业、报废汽车回收拆解与综合利用企业等通过多种形式，合作共建、共用废旧动力蓄电池回收渠道。
2018 年 7 月	关于节能新能源车船享受车船税优惠政策的通知	财政部、税务总局、工业和信息化部、交通运输部	将对新能源汽车免征车船税。免征车船税的新能源汽车是指纯电动商用车、插电式(含增程式)混合动力汽车、燃料电池商用车。纯电动乘用车和燃料电池乘用车不属于车船税征税范围,对其不征车船税。
2019 年 3 月	关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	财政部、工业和信息化部、科技部、发改委	进一步明确了补贴标准、技术指标、质量监管政策，主要体现为电池能量密度门槛及续航里程门槛进一步提高，技术指标加严，扶优扶强，同时过渡期后将正式取消地方购置补贴。

资料来源：联合评级整理

总体看，随着系列监管政策出台，行业规范性逐渐增强；国家通过补贴和税收等多种手段鼓励

新能源汽车和相关动力锂电池行业的创新发展，头部企业优势显现。

5. 行业关注

原材料价格波动可能影响生产成本

动力锂电池生产所需要的原材料主要为正极材料、负极材料、隔膜及电解液等。上游碳酸锂、镍、钴等天然矿产资源稀缺，对生产原材料的价格影响较大。若上游原材料价格出现大幅波动，可能对行业利润产生不利影响。

市场竞争加剧导致产品价格下降

随着动力电池产能持续扩张、材料研发和生产工艺不断进步、规模化生产能力不断提升，行业竞争进一步加剧，动力锂电池产品价格有持续降低趋势。若不能有效降低生产成本，行业利润率水平将面临不利影响。

行业景气度对产业政策依赖较大

近年来，我国在新能源汽车推广应用方面给予了较大的政策扶持，并出台了一系列财税补贴政策。但随着新能源汽车产业的不断发展和技术的日益成熟，我国政府在保持政策总体稳定的前提下正逐步下调新能源汽车补贴标准，并提高补贴门槛的能量密度，扶优扶强的导向日趋明显。若未来新能源汽车产业政策发生重大变化影响下游需求，将对行业整体业绩产生不利影响。

技术进步导致锂电池被替代

作为新兴行业，动力锂电池具有污染小、能量密度高等特点，随着企业不断加大投入，近年来技术更新速度较快，具有明显的优势。如果未来动力电池核心技术有了突破性发展，出现替代性的技术或材料，行业将面临淘汰风险。

6. 行业发展

近年来，新能源汽车产销量保持了较快的增速，下游新能源汽车行业处于快速发展时期，是动力锂电池行业未来发展最有力的支撑。

从产业链角度看，处于产业链最上游的资源类企业由于资源类产品的稀缺性和必须性，未来仍将从行业的发展中受益；整车厂商依靠强大的资金和技术实力，不断延伸产业链上游，对中游电池制造企业的利润空间有一定影响。对于处于产业链中游的电池制造企业，未来电池制造企业内部分化将进一步加剧，龙头企业将凭借资金、技术、成本控制以及产业链完整性等方面的优势继续扩大市场份额，在行业产能已出现结构性过剩的情况下，中小企业、低端产能未来将不断被淘汰。

从业务模式发展趋势上看，未来动力锂电池企业和整车厂合资建厂的模式将日益普及，不仅可以使动力电池企业更好地理解整车厂的产品需求，也能够保证整车厂的电池稳定供应。

总体看，目前我国动力锂电池行业处于快速发展时期，下游需求旺盛，行业发展前景较好；但随着电池制造企业内部分化加剧，优胜劣汰将成为必然，行业面临整合。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

公司主要业务包括新能源动力电池系统、储能电池系统以及锂电池回收业务的研发、生产和销售。公司主要产品包括动力电池系统、储能系统和锂电池材料。

在市场地位方面，公司是全球领先的动力电池企业，2018 年公司动力电池系统销量 21.18GWh。

根据 SNE Research 数据，2018 年动力电池销量排名继续保持全球第一。同时，公司拥有业内最广泛的客户基础，截至 2019 年 6 月底，工信部公布的新能源车型有效目录（政策切换后有效目录为 2019 年第五批、第六批）共 2,300 余款车型，其中由公司配套动力电池车型占比约 39%，是配套车型最多的动力电池厂商。公司在国内市场为上汽、吉利、宇通、北汽、广汽、长安、东风、金龙和江铃等品牌车企以及蔚来、威马、小鹏等新兴车企配套动力电池产品，公司在海外市场进一步与宝马（BMW）、戴姆勒（Daimler）、现代（Hyundai）、捷豹路虎（JLR）、标致雪铁龙（PSA）、大众（Volkswagen）和沃尔沃（Volvo）等国际车企品牌深化合作，获得其多个重要项目的定点。公司具有显著的规模优势，在供应链管理、成本控制、人才聚集、技术持续迭代、客户服务等方面拥有较强能力。随着生产经营规模的持续扩大，公司规模优势日益凸显。

在管理体系方面，公司拥有国际领先的项目管理经验和能力，出色的质量、成本、时间管控实力。产品开发遵循汽车产业的 V-Model 流程管理体系，项目开发、销售、管理垂直一体化运行。公司的电芯智能制造系统自动化率处于行业内领先水平，可实现柔性化、大规模生产，整个生产过程可追溯。公司的项目管理体系运行成熟，成功推动了数个海内外项目的量产落地；智能制造下的效率不断提升，使公司的运营成本有效降低。

总体看，公司产品的市场认可程度高，业务规模大，处行业领先地位，综合竞争实力很强。

2．技术装备水平

公司高度重视产品和技术工艺的研发，建立了涵盖产品研发、工程设计、测试验证、工艺制造等领域完善的研发体系，设立了“福建省院士专家工作站”、“博士后科研工作站”，拥有电化学储能技术国家工程研究中心、锂离子电池企业省级重点实验室、中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证的测试验证中心，研发和技术优势突出。2018 年宁德时代积极参加国内外行业标准制定,获得国家标准管理委员会批复开展“锂离子电池国家高新技术产业标准化试点”，参与制定的联合国《电动汽车安全全球技术法规》（GTR 20）正式发布，牵头起草的国家强制性标准《电动汽车用动力蓄电池安全要求》通过技术审查，承办了 ISO/IEC 锂离子电池相关的国际标准工作组会议。

公司对于动力电池系统的研发投入保持了公司在电池技术上的领先优势，动力电池系统的能量密度不断提高、生产效率不断提升、单位成本不断下降，安全性亦得到持续加强，并具有循环次数多、寿命周期长等产品优势，符合市场对于动力电池能量密度、功率密度、安全性等方面不断提高的要求。公司对于储能系统的研发投入提高了储能系统的循环寿命，降低了单位使用成本并加强了储能系统产品的安全可靠性。公司对锂电池材料的研发投入帮助公司进一步完善了废旧电池中有价金属的加工、提纯、合成等工艺，提升了生产效率和产品质量，完善了公司在锂电池材料循环利用技术上的科研布局。

截至 2019 年 6 月底，公司拥有研发技术人员 4,678 名，其中，拥有博士学历的 110 名、硕士学历的 1,002 名；公司及其子公司共拥有 1,909 项境内专利及 59 项境外专利，正在申请的境内和境外专利合计 2,571 项。整体研发团队规模和能力在行业内处于领先。

总体看，公司在生产设备、产品研发、专利数量和技术储备上均具备明显优势，对公司市场竞争力的提高提供了保障。

3．人员素质

截至 2018 年底，公司有董事 9 人、监事 3 人，高级管理人员 6 人，包括总经理 1 人、副总经理

4 人、财务总监 1 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长曾毓群先生，1968 年出生，中国香港永久性居民，中科院物理研究所博士。曾任新能源科技有限公司总裁兼 CEO、董事，宁德新能源科技有限公司董事长，东莞新能源电子科技有限公司董事长和经理，东莞新能源科技有限公司董事长和经理，东莞新能德科技有限公司（以下简称“东莞新能德”）执行董事，TDK 株式会社副总裁、高级副总裁。现任公司董事长、宁波梅山保税港区瑞庭投资有限公司执行董事兼总经理。

公司总经理周佳先生，1978 年出生，美国国籍。曾任公司常务副总经理、财务总监，贝恩咨询战略咨询顾问，美国资本集团投资经理，鼎晖投资执行董事，宁德新能源科技有限公司财务总监、资深人力资源总监、总裁办主任；现任公司董事、总经理，兼任江苏时代新能源科技有限公司董事长，时代上汽动力电池有限公司董事，上汽时代动力电池系统有限公司董事。

截至 2018 年底，公司及下属子公司共有员工 24,875 人，其中，生产人员占比 64.02%、销售人员占比 1.80%、技术研发人员占比 16.95%、管理人员占比 16.88%、财务人员占比 0.35%；从文化程度看，硕士及以上占 6.08%、本科占 15.35%、大专及以下占 78.57%。

总体看，公司高层管理人员的管理经验及行业经验丰富，综合素质水平较高；公司职工岗位构成、年龄结构及文化素质水平等符合公司所处行业的特征，可满足公司经营需求。

五、公司治理

1．公司治理

公司按照《公司法》等有关法律、法规的要求和《公司章程》的有关规定，开展公司治理工作，不断完善公司法人治理结构和公司各项内部管理制度。公司经营决策体系是由股东大会、董事会、监事会和其他高级管理人员组成。

根据公司章程，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 人。董事由股东大会选举产生，每届任期为 3 年，任期届满，可连选连任，董事会设董事长 1 人，副董事长 3 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。

公司设监事会，监事会由 3 名监事构成，其中职工代表监事 1 人。监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。2 名监事由股东大会选举产生，1 名职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，董事会秘书 1 名，财务总监 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责公司日常经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构完善，运行情况较好。

2．管理体制

截至 2019 年 9 月底，公司设置了包括市场中心、研发中心、供应链与运营中心、企业策划部、财经部等在内的多个职能部门，各部门整体形成了定位清晰，权责明确，协同有序的运营管理体系。公司在财务管理、资金运营、子公司管理、对外担保、对外投资、关联交易及研发管理等方面建立了较为完善的管理制度，为公司的稳定运营提供了保证。

财务及资金管理方面，公司根据《会计法》、《企业财务通则》等财务会计法规的要求，结合公司实际情况，建立了严格、系统的内部财务控制制度。公司制定了《资金会计管理手册》、《固定资产管理手册》、《成本核算制度》以及《合并会计制度》等管理办法，对财务管理机构及财务人员管理、全面预算管理、资金管理、担保业务管理、风险管理及资产管理等方面的内容进行了严格规范。

安全生产管理控制方面，公司建立了对生产安全性的管理控制制度，有效保障了公司各产品生产的规范、有序、科学、高效地运行。

对外投资方面，公司制定了对外投资管理制度，加强对公司投资股权、金融产品、不动产等的管理。公司全资子公司、控股子公司及其他受公司直接或间接控制的附属公司或企业(以下合称“子公司”)的对外投资，应于该子公司作出投资决策前向公司投资管理部门报备，其中，按照子公司章程需由其董事会或股东会/股东大会审议批准的，该等对外投资均应先通过公司投资管理部门报公司相关决策层按公司章程及本制度规定的决策权限经公司批准后，再由子公司决策机构决策后实施。编制投资计划方面，公司根据需求情况组织有关专家及有关部门负责人和法律顾问参与拟订；投资决策方面，公司重视论证对外投资的可行性，投资额较大的项目听取外部专业机构意见和建议；投资执行方面，公司采取实施关键指标把控，对被投资企业派驻代表等策略。

对外担保方面，公司制定了对外担保管理制度，严格控制对外担保业务，公司对外担保实行多层审核制度，财务总监及其下属财务部门进行受理及初审，董事会秘书及法务部门进行复核，股东大会和董事会最终决策。公司一切对外担保行为，须按程序经公司股东大会或董事会批准。

关联交易方面，公司制定了关联交易管理制度，规定了关联交易的原则及审议程序，按照关联交易金额大小不等，分别按不同程序提交总经理或其授权人士批准、董事会、股东大会审议并披露；所有需经批准的可执行的关联交易，根据股东大会、董事会、总经理或其授权人士的决定组织实施。

总体来看，公司部门设置齐全，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，随着动力电池市场需求大幅增长和公司产能释放，公司营业收入逐年增长，2016－2018年，公司分别实现营业收入148.79亿元、199.97亿元和296.11亿元；实现主营业务收入146.26亿元、191.44亿元和285.66亿元，占营业收入的比重分别为98.30%、95.73%和96.47%，主营业务突出；分别实现净利润29.18亿元、41.94亿元和37.36亿元。

从收入结构看，动力电池系统业务是公司最主要的收入来源，2016－2018年，该板块收入占营业收入的比重分别为93.93%、83.30%和82.79%；锂电池材料板块收入逐年增长，其中2017年，锂电池材料营业收入较2016年增长304.20%，主要系锂电池材料下游需求量大幅增长及钴、锂等原材料价格上升，带动锂电池材料的销售价格相应上涨所致；锂电池材料在公司营业收入中的比重分别为4.11%、12.35%和13.04%；储能系统业务目前尚未大规模应用，其在公司营业收入的占比较低。除主营业务外，公司其他业务收入主要来自废料处理及材料销售及技术许可等，其整体在营业收入中占比较低。

从毛利率水平看，2016－2018年，受动力电池毛利率下降影响，公司综合毛利率逐年下降，分别为43.70%、36.29%和32.79%。具体来看，2016－2018年，公司动力电池毛利率分别为44.84%、35.25%和34.10%，其中2017年动力电池毛利率下降较多，主要系销售单价下降所致；锂电池材料

毛利率小幅波动；储能系统毛利率波动下降，主要系目前其产销规模较小，不同批次产品单价和成本波动性较大所致。

表 4　近年来公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
动力电池系统	139.76	93.93	44.84	166.57	83.30	35.25	245.15	82.79	34.10
锂电池材料	6.11	4.11	26.80	24.71	12.35	27.00	38.61	13.04	23.05
储能系统	0.39	0.26	34.29	0.16	0.08	12.25	1.89	0.64	19.01
其他业务	2.53	1.70	23.24	8.53	4.27	83.91	10.46	3.53	40.45
合计	**148.79**	**100.00**	**43.70**	**199.97**	**100.00**	**36.29**	**296.11**	**100.00**	**32.79**

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 328.56 亿元，较上年同期增长 71.70%；实现净利润 37.60 亿元，较上年同期增长 42.31%，整体发展势头保持良好。

总体看，近年来，受益于下游电动汽车行业的快速发展，公司营业收入及盈利水平逐年大幅增长，但毛利率受产品价格波动影响，逐年下降。

2. 动力电池

（1）原材料和设备采购

公司采购包括原材料采购和设备采购，采购流程主要有合格供应商选择、框架合约签署、供应商产品验证和采购价格谈判四个环节。

公司目前主要原材料包括正极、负极、电解液、结构件和电子料，其中结构件和电子料主要采用 JIT（准时化采购）模式进行采购计划的编制。从采购的结算方式看，上游供应商通常给予公司一定的支付账期。

从采购总额看，随着公司业务规模的扩大，2016—2018 年，公司各类原材料采购总额逐年不断增长。

表 5　近年来公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2016 年	2017 年	2018 年
类别	采购总额	采购总额	采购总额
正极材料	177,674	338,217	614,577
石墨	32,356	65,559	121,028
隔膜	60,122	73,756	85,222
电解液	52,831	64,428	79,671
外壳/顶盖	57,537	72,306	110,984

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2016—2018 年，公司采购集中度波动增长，但整体变化不大。公司主要供应商大部分为细分行业龙头企业，主要提供公司所需要的正极材料、石墨、电解液、隔膜等原材料以及生产设备，均与公司建立了较为长期的合作关系。

表 6　近年来公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商	采购金额	采购额占比
2016 年	供应商一	5.63	4.69
	供应商二	5.02	4.18
	供应商三	4.60	3.83
	供应商四	4.26	3.55
	供应商五	3.53	2.94
合计		**23.04**	**19.19**
2017 年	供应商一	7.55	3.78
	供应商二	7.28	3.65
	供应商三	6.96	3.49
	供应商四	6.01	3.01
	供应商五	5.93	2.97
合计		**33.73**	**16.90**
2018 年	供应商一	17.31	6.85
	供应商二	12.66	5.01
	供应商三	10.19	4.03
	供应商四	8.62	3.41
	供应商五	7.15	2.83
合计		**55.94**	**22.15**

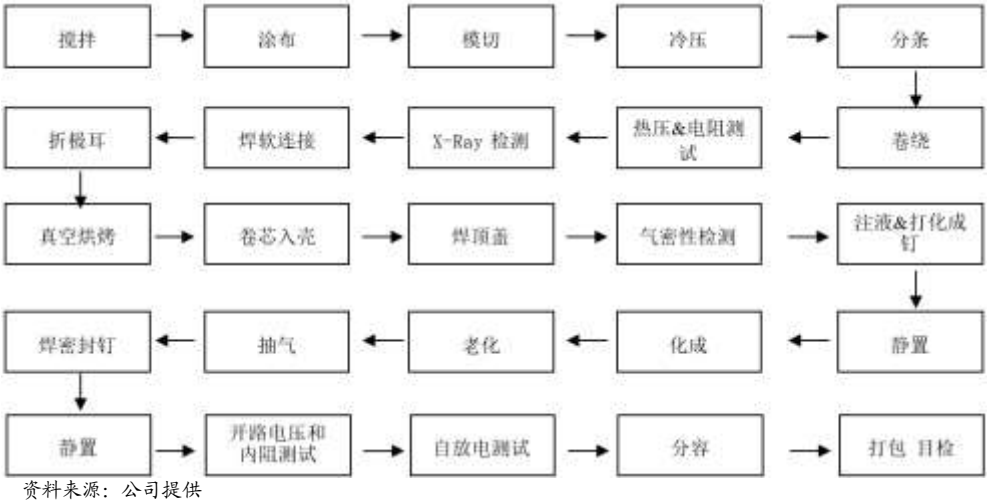
资料来源：公司提供

总体看，近年来随着公司业务规模的扩大，主要原材料采购金额不断增长；正极材料价格整体涨幅较大，对公司生产成本控制造成一定压力；公司采购集中度不高，不存在对单一供应商过度依赖的情况。

（2）产品生产

公司主要产品为各类车用动力锂电池，产品形式包括电池模组和电池包（Pack），产品核心部分为电芯。电芯的产能及产量情况直接影响公司各类动力电池的生产规模。公司电芯的生产过程主要包括电极材料的搅拌、涂布、负压化成、辊压、分切、卷绕、电解液注入、负压化成、检测等技术环节。

图 3　电芯生产工艺流程图



资料来源：公司提供

电池模组和电池包的生产工艺周期较短，主要工艺体现为对电芯产品的配套组合封装，其中电池模组生产流程为将具体模组需要的电芯、侧板、端版等组件进行配对、清洗；将电芯和侧板涂胶进行粘合、组装；进行侧板焊接并测试绝缘内阻；粘合底板并组装，待胶水固化，焊接连接片，并进行最终的测试，待产品测试合格后，安装模组顶盖。电池包生产工艺流程主要包括：组装外壳，装入冷却系统；将对应的模组装入外壳，连接高低压线束，紧固盖板，并进行冷却和密封性测试。

公司电池产品系电动汽车的动力部分，具体产品的形状、充电容量、能量密度等技术条件，均需严格满足下游车企的整车空间布局和动力总成的技术性能要求，由于新下线车型的设计属系统性工程，存在车型设计周期长、技术改动频繁等情况，因此在具体产品的实际设计过程中，公司需与下游车企进行长期、密切的技术沟通和合作，也在一定程度上对公司客户的稳定性形成巩固。

公司的生产模式以按客户订单式生产为主，按计划式生产为辅。公司通常根据实际销售订单及交货期情况安排生产，销售部门将客户订单确定的生产数量、交货期限等信息汇总发送给运营中心，运营中心确定生产任务后根据生产设备的产能、产品数量、交货期限等安排生产计划。

在产能和产量方面，2016－2018 年，在下游新能源汽车快速增长的刺激下，公司锂离子电池产量逐年增长，2018 年产量达到 26.02GWh；产能利用率处于 75%左右－90%左右区间，保持在较高水平。

表 7　近年来公司锂离子电池产量情况（单位：GWh）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量	7.02	12.91	26.02

资料来源：公司提供

在产品质量控制方面，公司主要依据 ISO/16949:2009 汽车质量管理体系要求，采用自动化检测设备对相关产品的全生产流程进行质量把控，有效保证了相关电池产品的储能能力、发热情况、绝缘耐压性能、电芯自放电等性能质量要求。此外，在人工质量把控方面，主要由公司质量管理部门人员采用巡检及关键工序检查的模式对生产过程中的每个工序进行质量把控，以保证在产品的产品质量及生产工序满足订单及公司内部的产品质量要求。

从售后和质保来看，公司销售部门负责客户质量投诉的受理，目前公司被投诉内容主要涉及外观、包装等问题，平均每年投诉率低。公司通常对销售产品提供 5－8 年的质量保证期，在质量保证期内，公司承担因产品缺陷导致的所有费用及由此带来的相关费用；如公司所供应的合同货物存在缺陷或不符合合同约定的，公司将按照质量协议相关条款承担相应的经济责任。

总体看，受新能源汽车市场需求的大幅增长影响，近年来公司产品产能和产量均呈爆发式增长态势，公司产能利用率保持在较高水平。公司产品质量控制的技术水平较高，有利于公司市场竞争力的保持和提高。

（3）产品销售

公司主要产品为车用动力锂电池模组和电池包，并伴有少量的电芯产品和组件。

公司根据整车企业的需求，与其进行技术交流和方案对接，经过充分测试验证后，方可建立定点供应关系，并相应确定供货商品的品种、型号、价格等事项，一旦定点供应关系建立后，双方将在一定周期内保持稳定的合作关系。

公司已与多家国内外知名整车企业建立定点供应关系，销售部门根据定点客户的具体订单需求，按照公司业务流程签订供货合同，并向客户提供相应产品及售后服务。

在具体销售环节，公司依据客户按月提交的采购计划予以生产和交付，在货款回收方面，公司

需采用传统汽车零部件行业的一般回款流程，给予下游汽车主机生产企业一定的回款账期，待回款期满后可采用承兑汇票进行结算。

从销售情况看，随着下游新能源汽车行业爆发式的增长，2016－2018 年，公司产品销量逐年大幅增长，2018 年达到 21.31GWh，产销率为 81.90%，整体保持在较高水平。从销售均价看，2016－2018 年，公司锂电池销售均价呈逐年下降趋势，主要系近年来随着动力电池行业产能逐渐释放，供不应求的市场格局发生变化，市场竞争加剧以及受新能源汽车补贴退坡等因素共同作用所致。

表 8　近年来公司锂电池销售情况（单位：GWh、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销量	6.81	11.85	21.31
产销率	97.01	91.79	81.90

资料来源：公司提供
注：销量及产销率为包括动力电池在内的锂离子电池数据，其中动力锂电池销量占比超过 90%

从客户集中度看，2016－2018 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 79.49%、51.90%和 42.34%。公司主要客户比较稳定，随着业务发展客户集中度逐年降低。

表 9　近年来公司销售前五大客户情况（单位：亿元、%）

年份	销售客户	销售金额	占营业收入比重
2016 年	客户一	50.66	34.05
	客户二	27.69	18.61
	客户三	14.58	9.80
	客户四	13.79	9.27
	客户五	11.55	7.77
合计		**118.28**	**79.49**
2017 年	客户一	37.08	18.54
	客户二	23.02	11.51
	客户三	18.89	9.45
	客户四	13.10	6.55
	客户五	11.70	5.85
合计		**103.79**	**51.90**
2018 年	客户一	32.49	10.97
	客户二	29.57	9.99
	客户三	25.66	8.66
	客户四	21.43	7.24
	客户五	16.22	5.48
合计		**125.36**	**42.34**

资料来源：公司提供

总体看，下游汽车主机生产企业对公司的认可程度较高，与公司的业务合作关系稳定，随着我国电动车市场需求的持续升温，近年来公司产品销售规模快速扩张，促使公司经营业绩呈大幅提升态势，有利于公司未来业务的进一步扩大。但受市场竞争激烈及补贴退坡等因素影响，动力电池价格下降较多，需关注产品价格下降对公司经营产生的影响。

3. 锂电池材料及储能

锂电池材料方面，公司主要应用电池回收技术生产锂电池材料，主要产品是三元前驱体，其生产流程分为废旧电池前处理工艺、湿法处理工艺以及前驱体合成工艺三阶段。从生产和销售情况看，公司锂电池材料业务发展较快，产能不断扩大，2016－2018 年，产量分别为 10,558.10 吨、13,111.52 吨和 30,448.98 吨；产能利用率水平较高；销量分别为 9,311.90 吨、14,862.92 吨和 51,202.86 吨，受益于新能源汽车及动力电池市场需求的快速增长，锂电池材料需求旺盛，产销率保持在较高水平。

表 10　近年来公司锂电池材料经营情况（单位：吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量	10,558.10	13,111.52	30,448.98
销量	9,311.90	14,862.92	51,202.86
产销率	88.20	113.36	168.16

资料来源：公司提供
注：因统计口径变化，2016、2017 年统计数据为三元前驱体数据，2018 年统计数据为锂电池材料数据

由于储能市场尚未成熟，公司目前的储能业务尚处于试点阶段，主要是为客户进行试点，检验公司产品方案的可行性和成本的竞争力。

总体看，公司锂电池材料业务发展较快，对公司营业收入形成一定补充；储能业务处于起步阶段，整体规模很小。

4. 在建工程

公司在建工程主要用于扩大产能，截至 2018 年底，公司在建项目总投资 517.83 亿元，已完成投资 197.90 亿元，剩余投资规模为 319.94 亿元。公司后续资本支出规模较大。

表 11　截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：亿元、%）

项目	项目预算	截至 2018 年底已投资	剩余投资	累计投入占预算比例
宁德时代湖东园区项目	128.92	115.82	13.10	89.84
宁德时代湖西园区项目	116.60	15.80	100.80	13.55
宁德时代工程研究中心项目	7.60	5.10	2.50	67.11
江苏时代溧阳园区项目	120.00	10.31	109.69	8.59
青海时代西宁园区项目	23.97	20.65	3.32	86.13
宁德锂动力产线投入项目	10.87	9.73	1.14	89.53
屏南时代屏南园区项目	8.97	1.99	6.98	22.13
广东邦普三水园区项目	13.73	5.01	8.72	36.49
湖南邦普四期项目	1.08	0.89	0.19	82.59
湖南邦普五期项目	13.00	5.13	7.87	39.49
时代上汽溧阳园区项目	70.00	6.31	63.69	9.01
宁德润源项目	3.10	1.16	1.94	37.53
合计	**517.83**	**197.90**	**319.94**	**38.22**

资料来源：公司提供

总体看，未来随着公司在建项目达产，将有利于公司经营业绩的提升和市场地位的巩固。但由于目前我国电动汽车市场需求处于持续升温阶段，市场供需尚未平衡，加之动力锂电池全行业存在整体产能规模扩张迅速、电动汽车市场景气度受政策导向作用明显等因素，行业未来存在产能过剩

的风险。同时，公司在建项目投资规模很大，存在较大的资本支出需求。

5. 经营效率

2016－2018 年，公司应收账款周转次数分别为 3.06 次、2.80 次和 4.42 次，呈波动上升趋势，主要系票据结算增长，应收账款规模下降所致；存货周转次数分别为 6.36 次、4.92 次和 3.47 次；总资产周转次数分别为 0.80 次、0.51 次和 0.48 次，主要系公司资产规模大幅增长所致，从同行业上市公司比较情况来看，公司经营效率处于行业较好水平。

表 12　2018 年我国相关上市公司经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
国轩高科	1.20	1.92	0.27
亿纬锂能	2.80	3.15	0.50
宁德时代	**4.51**	**3.79**	**0.48**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定的差异。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司整体经营效率有一定下降，但仍处于行业中上水平。

6. 重大事项

公司所持普莱德股份系公司于 2016 年 3 月收购东莞新能德持有的普莱德股份而来，交易对价为 6,750.00 万元。2016 年 6 月，普莱德完成股东变更的工商登记。

2016 年 6 月，公司将所持的普莱德 2%股权转让给了普莱德的员工持股平台青海普仁智能科技研发中心（有限合伙）。转让完成后公司持有普莱德 23%股权。

2017 年 4 月，公司将所持普莱德 23%的股权转让给东方精工，根据同致信德（北京）资产评估有限公司出具的《评估报告》（同致信德评报字（2016）第 206 号），按收益法确认的普莱德评估结果 475,000 万元。经交易各方友好协商确定，普莱德 100%股权最终交易价格为 475,000 万元，对应 23%的股权价值为 109,250 万元。交易完成后，普莱德不再是公司的关联方。

同时，东方精工同普莱德原股东北大先行科技产业有限公司、北京汽车集团产业投资有限公司、宁德时代、北汽福田汽车股份有限公司、青海普仁智能科技研发中心（有限合伙）签订了《发行股份及支付现金购买资产的利润补偿协议》（以下简称“《利润补偿协议》”）。普莱德原股东承诺普莱德 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年经审计的累计实际扣除非经常性损益后的净利润合计不低于 14.98 亿元，其中 2016 年不低于 2.5 亿元、2017 年不低于 3.25 亿元、2018 年不低于 4.23 亿元、2019 年不低于 5.00 亿元，《利润补偿协议》同时也约定了普莱德的业绩不达标的情况下，普莱德原股东支付业绩补偿的具体方式。

2019 年 4 月，东方精工发布公告，普莱德 2016－2018 年累计实现扣非后净利润为 376,986,962.11 元，与交易对方 2016 年至 2018 年承诺累计扣非后净利润金额 998,000,000.00 元相比较，普莱德 2016 年至 2018 年的累计实现扣非后净利润未达到业绩承诺要求。2019 年 7 月，东方精工发布公告，东方精工于 2019 年 7 月 1 日收到中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会（以下简称“中国贸仲上海分会”）送达的《SHDX20190182 号利润补偿协议争议案仲裁通知》〔（2019）中国贸仲京（沪）字第 014034 号〕，中国贸仲上海分会已受理申请人东方精工就与被申请人一北大先行科技产业有限公司、被申请人二宁德时代、被申请人三北京汽车集团产业投资有限公司、被申请人四北汽福田汽车股份有限公司、被申请人五青海普仁智能科技研发中心（有限合伙）之间关于业绩承诺和利润补偿事项

争议提起的仲裁申请。根据仲裁请求，被申请人向申请人支付利润补偿金额共计人民币2,644,594,600.23 元，其中北大先行科技产业有限公司应支付人民币 1,004,945,948.09 元，宁德时代应支付人民币 608,256,758.05 元，北京汽车集团产业投资有限公司应支付人民币 634,702,704.06 元，北汽福田汽车股份有限公司应支付人民币 264,459,460.02 元，青海普仁智能科技研发中心（有限合伙）应支付人民币 132,229,730.01 元。

2019 年 7 月 1 日，公司收到由中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会送达的《SHDX20190182号利益补偿协议争议案仲裁通知》（（2019）中国贸仲京（沪）字第 014060 号）及仲裁申请书等仲裁材料，东方精工作为仲裁申请人提起仲裁，请求公司及普莱德其他原股东支付利润补偿金额（其中普莱德原股东应优先以其持有的东方精工股票进行抵偿，不足部分以现金方式补足），其中向公司要求支付赔偿款 608,256,758.05 元。

2019 年 11 月 25 日，包括公司在内的普莱德原股东与东方精工、普莱德签署了《协议书》，并就同意普莱德有关事项达成一揽子解决方案分别通过内部必要审议程序。

2019 年 12 月 25 日，公司收到了中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会出具的调解书，调解书已于同日生效。根据仲裁庭确认的调解结果，公司按《利润补偿协议》约定的比例承担业绩补偿，由东方精工以人民币 0.23 元回购公司持有的东方精工 67,509,632 股股份。依据 2019 年 12 月 31 日东方精工股票收盘价格（4.25 元/股）计算，公司应确认的金融负债为 28,691.59 万元，另需承担仲裁费 159.73 万元；鉴于公司已在 2018 年度审慎计提补偿金额并确认有关金融负债 31,424.75 万元，上述事项增加公司 2019 年度税前利润 2,573.43 万元。

联合评级将持续关注上述事项进展及对公司信用水平的影响。

7. 经营关注

（1）产品均价及产品毛利率持续下降

近年来，虽然公司营收规模大幅增长，但产品均价及毛利率持续下降，同时考虑到新能源汽车补贴政策逐年退坡、行业竞争激烈以及原材料价格大幅波动等因素，未来公司产品均价及毛利率仍有继续下降的可能。

（2）产品质量及安全问题

公司产品以动力电池为主，主要应用于电动汽车行业，其产品安全问题具体产品的质量水平及应用安全状况需持续关注。

（3）公司对下游客户的依赖度高

公司产品根据客户要求而特殊定制，从研发到量产的周期较长，因此公司客户较为稳定，公司销售集中度较高，相关客户经营业绩的变动将对公司业绩产生较大影响。

（4）公司在建项目投资规模较大

近年来，公司动力电池业务扩张迅速，公司在建项目资本支出规模较大，但由于产品市场容量尚不确定，未来市场竞争的加剧，使得公司的资本投资存在一定的风险。同时，由于项目资金需求规模较大且集中，致使公司未来将面临较大的资金支出需求。

（5）补贴退坡影响

动力电池企业回款情况和产品价格均受补贴政策影响较大，近年来随着补贴政策退坡，动力电池企业账期有一定拉长，应收账款规模增长较快。

8. 未来发展

未来，公司将紧紧围绕主营业务动力电池系统和储能系统，与主要战略客户开展深度合作。公司目前与上汽集团的合资工厂已开始筹建，同时也正在布局其他合资合作项目，与下游行业领军企业共同发展。公司与优质供应商结成技术联盟，或采用联合开发的模式保证技术领先和成本领先，或达成战略合作关系，保证供应链的完整、高效。结合业务发展的地域需求，布局全球业务，在取得多个海外整车企业定点项目的基础上，进一步深入与欧美日系整车企业的合作，为开拓全球业务夯实基础。在动力电池领域实现规模化快速发展，并实现业绩行业领先和市场占有率行业领先。

在技术方面，由于目前新能源电动车对续航里程的需求逐年提高，动力电池技术更新换代速度很快，无法满足终端用户需求的产品必然被市场淘汰，因此公司致力于以技术领先同侪为目标，深入开展技术研发，尤其是在能量密度、功率密度、安全性能和可靠性能等方面。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。同时，公司将通过技术创新等手段降低动力电池制造成本，推动电动车市场的发展。

总体看，公司已依据自身实际的业务特点、运营模式等情况，设定了明确的发展目标，随着相关计划的推行，公司竞争力有望进一步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016－2018 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2019 年 1－3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。

合并范围方面，2016 年公司新增 4 家子公司、处置 1 家子公司，2017 年公司新增 10 家子公司、处置 1 家子公司，2018 年，公司新增子公司 14 家，截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 37 家。近年来，公司业务发展较快，经营规模大幅扩大，但公司主营业务未发生变化，整体财务数据可比性尚可。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 738.84 亿元，负债合计 386.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）352.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 329.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 296.11 亿元，净利润（含少数股东损益）37.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 113.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.01 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 963.11 亿元，负债合计 558.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）404.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 369.44 亿元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 328.56 亿元，净利润（含少数股东损益）37.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 34.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 103.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 193.82 亿元。

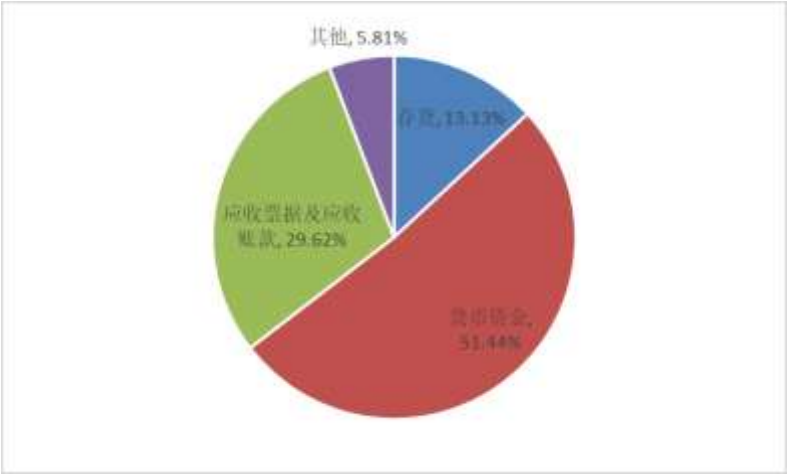
2. 资产质量

2016－2018 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 60.76%。截至 2018 年末，公司合并资产总额 738.84 亿元，较年初增长 48.77%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 72.97%，非流动资产占 27.03%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较年初进一步上升。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 57.40%。截至 2018 年末，公司流动资产 539.11 亿元，较年初增长 63.20%，主要系货币资金、存货、应收票据及应收账款等增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 51.44%）、应收票据及应收账款（占 29.62%）和存货（占 13.13%）等构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长 235.99%，主要系 IPO 募集资金到位及业务规模不断扩大所致。截至 2018 年末，公司货币资金 277.31 亿元，较年初增长 96.94%，货币资金主要包括银行存款（占比 88.89%）和其他货币资金（占比 11.11%），货币资金中有 240.43 亿元受限资金，受限比例为 86.70%，主要包括管理层拟持有到期的存款，银行存款的质押存单及保证金和银行承兑汇票、保函和信用证保证金。

2016—2018 年，随着公司业务规模的不断扩大，公司应收票据及应收账款逐年增长，年均复合增长 42.29%。截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款账面价值 159.68 亿元，较年初增长 29.01%，主要系应收票据增长所致。截至 2018 年末，公司应收账款 62.25 亿元，较年初下降 10.03%，主要系公司加强客户回款管控所致；应收账款账龄以一年以内的为主，累计计提坏账准备 2.70 亿元，计提比例为 4.15%；应收账款前五大欠款方合计金额为 32.66 亿元，占比为 50.29%，集中度较高。截至 2018 年末，公司应收票据 97.43 亿元，较年初增长 78.50%，主要系业务规模扩大且票据结算比例提高所致。

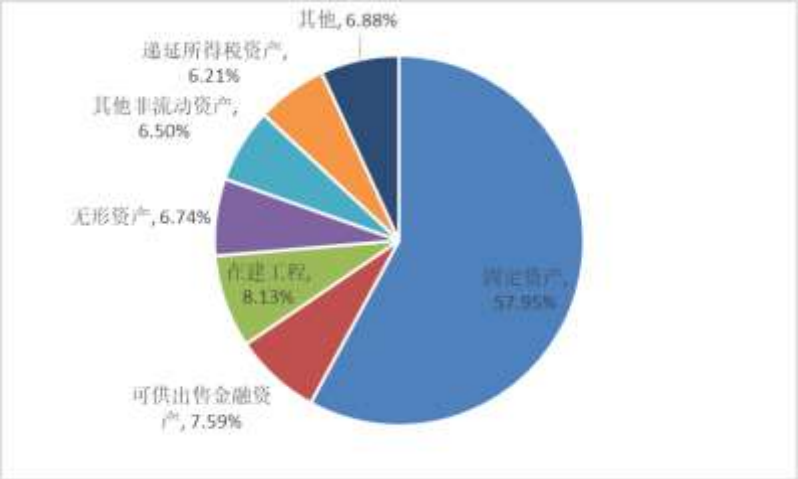
2016—2018 年，随着公司经营规模扩张，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 128.12%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 70.76 亿元，较年初增长 107.04%；存货主要由原材料（占 12.03%）、库存商品（占 17.01%）和发出商品（占 46.52%）等构成；累计计提跌价准备 7.65 亿元，计提比例 9.76%。受金属价格波动、行业竞争加剧及新能源汽车补贴退坡影响，公司原材料及库存商品存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 71.04%。截至 2018 年末，公司非流动资产 199.72 亿元，较年初增长 20.10%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.59%）、固定资产（占 57.95%）、在建工程（占 8.13%）、无形资产（占 6.74%）、其他非流动资产（占 6.50%）

和递延所得税资产（占 6.21%）构成。

图 5　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产账面价值波动增长，年均复合增长 225.20%，主要系短期理财产品投资款增长所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 15.17 亿元，较年初下降 22.68%，主要系被投资公司公允价值下降所致；其中按成本计量的 9.28 亿元，按公允价值计量的 5.89 亿元。

2016—2018 年，随着公司产能的不断扩大，公司固定资产账面价值逐年增长，年均复合增长 76.22%。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值 115.75 亿元，较年初增长 40.82%；固定资产主要由机器设备和房屋及建筑物构成，累计计提折旧 40.86 亿元；固定资产成新率 76.07%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 15.08%。截至 2018 年底，在建工程 16.24 亿元，较年初下降 45.41%，主要系在建工程达到预定可使用状态转入固定资产所致。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 47.16%。截至 2018 年底，无形资产 13.46 亿元，较年初下降 4.44%；无形资产主要由土地使用权、非专利技术等构成，累计摊销 2.94 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 52.41%，截至 2018 年底，其他非流动资产 12.99 亿元，较年初增长 147.38%，主要系预付工程、设备款增长所致。

2016—2018 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 116.42%。截至 2018 年末，公司递延所得资产 12.41 亿元，较年初增长 143.26%，主要系可抵扣暂时性差异增加所致。

在受限资产方面，截至 2018 年底，公司合并资产中，所有权或使用权受到限制的资产合计 296.40 亿元，占比为 40.40%，具体情况如下表所示。

表 13　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占比	受限原因
货币资金	240.43	32.77	公司拟持有到期存款；用于借款担保、开具信用证、银行承兑汇票及保函保证金
应收票据	2.35	0.32	已质押但尚未到期的应收票据
应收账款	0.07	0.01	作为质押物获得融资租赁款
固定资产	47.92	6.53	以机器设备及房屋建筑物作为抵押取得银行综合授信及借款
无形资产	3.43	0.47	以土地使用权作为抵押取得银行综合授信及借款

售后租回的固定资产	0.95	0.13	融资租赁的固定资产
在建工程	1.26	0.17	以标的在建工程作为抵押物向出租方取得借款
合计	**296.40**	**40.40**	**--**

资料来源：公司年报

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 963.11 亿元，较年初增长 30.36%；其中流动资产占 71.32%，非流动资产占 28.68%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，货币资金充裕，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）流动负债

2016—2018 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 73.86%。截至 2018 年末，公司负债总额 386.84 亿元，较年初增长 66.80%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 80.36%，非流动负债占 19.64%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2016—2018 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 74.72%。截至 2018 年末，公司流动负债 310.85 亿元，较年初增长 73.76%，主要系预收款项增长所致；公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 60.80%）、其他应付款（占 9.41%）和预收款项（占 16.07%）等构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 58.03%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 188.98 亿元，较年初增长 37.03%。2016—2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 64.16%，截至 2018 年底，公司应付票据 118.41 亿元，较年初增长 34.36%，主要系公司业务量扩大，采购量激增，票据支付比例提高所致。2016—2018 年，随着经营规模不断扩大，公司陆续新建厂房、产线，采购货款也有所增长，公司应付账款规模逐年增长，年均复合增长 49.12%。截至 2018 年底，公司应付账款为 70.57 亿元，较年初增长 41.76%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 182.65%，截至 2018 年末，公司其他应付款 29.24 亿元，较年初大幅增长 779.82%，主要系履约保证金、套期工具保证金和限制性股票回购义务增长所致。

2016—2018 年，公司预收账款逐年增长，年均复合增长 654.53%。截至 2018 年末，公司预收款项 49.94 亿元，较年初的 2.03 亿元大幅增长，主要系下游客户积极备货，提前支付采购货款所致。

（2）非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 70.48%。截至 2018 年末，公司非流动负债 75.99 亿元，较年初增长 43.33%，主要系长期借款和预计负债增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 45.94%）、长期应付款（占 12.42%）、预计负债（占 33.06%）和递延收益（占 8.04%）等构成。

2016—2018 年，随着公司业务规模扩大，融资需求增加，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 239.98%。截至 2018 年末，公司长期借款 34.91 亿元，较年初增长 63.96%；长期借款主要由抵押借款和信用借款构成。从期限分布看，2019 年到期的占 20.29%，2020 年到期的占 20.50%，2021 年到期的占 20.57%，2022 年到期的占 20.45%，2023 年及以后到期的占 18.19%。

2016—2018 年，公司长期应付款呈波动下降态势，年均复合下降 0.35%。截至 2018 年底，长期应付款 9.43 亿元，较年初增长 5.40%；公司的长期应付款主要为国开发展基金有限公司借款、江苏中关村科技产业园管委会借款、招银金融租赁有限公司借款等。

2016—2018 年，公司预计负债呈逐年增长态势，年均复合增长 64.31%，主要系公司销售规模逐年扩大，根据质保协议预计承担的质保费用增长所致。截至 2018 年末，公司预计负债 25.12 亿元，较年初增长 40.43%。

2016—2018 年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长 23.05%，截至 2018 年末，公司递延收益 6.11 亿元，较年初增长 45.67%，主要系政府补助增加所致。

2016—2018 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 63.58%。截至 2018 年末，公司债务总额 186.99 亿元，较年初增长 29.43%，其中，短期债务占 76.29%，长期债务占 23.71%，以短期债务为主。截至 2018 年末，公司短期债务 142.64 亿元，较年初增长 24.88%，长期债务 44.34 亿元，较年初增长 46.63%，主要系长期借款增长所致。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 44.76%、46.70%和 52.36%；全部债务资本化比率分别为 30.68%、35.31%和 34.69%；长期债务资本化比率分别为 6.66%、10.25%和 11.19%，整体债务负担有所加重。

截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 558.22 亿元，较年初增长 44.30%，主要系应付票据和应付账款大幅增长所致；其中流动负债占 78.58%，非流动负债占 21.42%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

总体看，近年来公司负债规模逐年大幅增长，以流动负债为主，公司整体债务负担处于合理水平，但债务结构以短期债务为主，有待改善。

（3）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 49.30%，主要来源于公司增资导致的股本和资本公积的增长，以及经营业绩的提升未分配利润规模的扩大。截至 2018 年末，公司所有者权益为 352.00 亿元，较年初增长 32.98%，主要系未分配利润增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.57%，少数股东权益占比为 6.43%。截至 2018 年末，归属于母公司所有者权益 329.38 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.66%、64.89%、-1.02%和 28.89%。权益结构稳定性较好。

截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益为 404.90 亿元，较年初增长 15.03%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.24%，少数股东权益占比为 8.76%。归属于母公司所有者权益 369.44 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 5.98%、58.26%、1.72%和 34.29%。权益结构稳定性较好。

总体看，近年来，公司所有者权益持续大幅增长，股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，随着公司经营规模不断扩大，公司营业收入逐年大幅增长，年均复合增长 41.07%；公司净利润波动增长，年均复合增长 13.14%。2018 年，公司实现营业收入 296.11 亿元，较上年增长 48.08%，实现净利润 37.36 亿元，较上年下降 10.92%，主要系投资收益下降所致。

期间费用方面，随着公司业务规模的快速扩大，公司期间费用支出规模持续大幅增长，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 27.82%。2018 年，公司期间费用总额为 46.81 亿元，较上年增长 23.36%，主要系销售费用增长所致；从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.46%、33.98%、42.54%和-5.98%。其中销售费用逐年增长，分别为 6.32 亿元、7.96 亿元和 13.79 亿元，主要系随着销售规模扩大，销售运输费、宣传推广费及计提的售后服务费等费用相应增加所致所致；随着公司业务规模扩大和研发投资增加，公司管理费用和研发费用

逐年增长，管理费用分别为 10.18 亿元、13.25 亿元和 15.91 亿元；研发费用分别为 11.34 亿元、16.32 亿元和 19.91 亿元。财务费用逐年下降，分别为 0.80 亿元、0.42 亿元和-2.80 亿元，主要系公司利息收入规模较大所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 19.25%、18.98%和 15.81%，公司费用控制能力逐年提高。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 1.84 亿元，占营业利润比重为 4.42%，对营业利润影响不大。2018 年，公司实现其他收益 5.08 亿元，其他收益占营业利润比重为 12.18%，对营业利润影响不大。2018 年，公司实现营业外收入 0.62 亿元，对利润总额的影响很小。

从盈利指标看，2016—2018 年，受公司产品价格持续下降影响，公司各项盈利指标均逐年下降，营业利润率分别为 42.97%、35.81%和 32.21%；总资本收益率分别为 21.92%、13.48%和 8.31%；总资产报酬率分别为 18.60%、12.64%和 7.14%；净资产收益率分别为 33.76%、19.85%和 12.12%。从同行业比较看，公司营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率均处于行业较高水平。

表 14　2018 年我国相关企业盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
国轩高科	29.19	3.67	6.81
亿纬锂能	23.74	6.98	16.02
宁德时代	**32.79**	**5.31**	**10.28**

资料来源：Wind，公司数据为联合评级计算。
注：为便于同业比较，其他企业的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定的差异。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 328.56 亿元，较上年同期增长 71.70%；实现净利润 37.60 亿元，较上年同期增长 42.31%，其中，归属于母公司所有者净利润为 34.64 亿元，整体发展势头保持良好。

总体看，近年来，公司收入及利润规模快速增长，整体盈利能力强且对非经常性损益的依赖小，由于增资导致所有者权益大幅增长，公司盈利指标逐年下降。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入呈逐年大幅增长趋势，分别为 119.70 亿元、195.32 亿元和 361.65 亿元，年均复合增长 73.82%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出呈逐年大幅增长趋势，分别为 98.39 亿元、170.82 亿元和 248.49 亿元，年均复合增长 58.92%。综上，2016—2018 年，公司经营活动现金流净额分别为 21.31 亿元、24.49 亿元和 113.16 亿元，年均复合增长 130.42%。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 77.46%、94.38%和 114.33%，收入实现质量逐年提升。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 0.77 亿元、11.02 亿元和 0.80 亿元，波动增长，年均复合增长 20.80%。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 125.05 亿元、88.46 亿元和 195.68 亿元，波动增长，年均复合增长 25.09%。综上，2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为-124.51 亿元、-77.44 亿元和-194.88 亿元，净流出规模波动增长，年均复合增长 25.11%。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 138.10 亿元、106.64 亿元和 109.08 亿元，波动下降，年均复合下降 11.12%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 28.39 亿元、17.32 亿元和 38.66 亿元，波动增长，年均复合增长 16.69%。综上，2016—2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为 109.71 亿元、89.33 亿元和 70.43 亿元，逐年下降，年均复合下降 19.88%。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流净流入 103.25 亿元，投资活动现金流净流入 72.80 亿元，筹资活动现金流净流入 17.54 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况较佳，收入实现质量较高，投资活动现金净流出规模波动增长，筹资活动现金流持续净流入。考虑公司现有在建项目后续投资支出较大，公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 2.14 倍、1.85 倍和 1.73 倍，2016—2018 年，公司速动比率分别为 2.00 倍、1.66 倍和 1.51 倍，均呈逐年下降趋势，公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.52 倍、1.71 倍和 2.63 倍，逐年提高，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 42.49 亿元、63.28 亿元和 67.13 亿元，逐年增长，2018 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 31.65%）、摊销（占 2.67%）、计入财务费用利息支出（占 3.05%）和利润总额（占 62.63%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 65.61 倍、61.54 倍和 31.74 倍，连续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度很高。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.61 倍、0.44 倍和 0.36 倍，连续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年 10 月 25 日，公司对外担保 23.20 亿元，占公司 2019 年 9 月末净资产的 5.73%，代偿风险较小。

截至 2019 年 9 月底，公司取得银行人民币授信额度 7,626,750.90 万元，其中已使用授信额度 2,716,923.62 万元，尚未使用授信额度 4,909,827.28 万元；美元授信额度 44,500 万美元，其中已使用 3,976.74 万美元，尚未使用额度 40,523.26 万美元。

截至 2019 年 9 月底，公司及子公司主要诉讼/仲裁为东方精工诉北大先行科技产业有限公司、公司、北京汽车集团产业投资有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、青海普仁智能科技研发中心（有限合伙）利润补偿协议争议纠纷案（详见上文“重大事项”部分）。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 11 月 15 日，公司无未结清不良、关注信贷信息，已结清的信贷中，存在 2 笔欠息记录，上述欠息主要系操作失误导致，非公司有意欠息。据借款银行提供的结清证明显示，欠息所涉金额规模小，已于欠息日次日将相关利息予以付清。

总体看，近年来，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，过往履约情况良好，并考虑到公司在行业地位、经营规模和技术水平等方面的优势，以及动力锂电池市场需求的持续升温等因素，公司整体偿债能力极强。

7. 公司本部财务概况

从母公司单体报表来看，截至 2018 年末，母公司资产总额 687.77 亿元，其中流动资产占 76.48%，非流动资产占 23.52%。

截至 2018 年末，母公司负债总额 363.58 亿元，其中流动负债占 83.96%，非流动负债占 16.04%。

截至 2018 年末，母公司所有者权益（含少数股东权益）324.19 亿元，主要为股本（占 6.77%）、资本公积（占 66.48%）和未分配利润（占 27.76%）。

2018 年，母公司实现营业收入 263.44 亿元，同比增长 46.61%；净利润 34.76 亿元，同比增长

2.72%。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 106.32 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-168.28 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 67.52 亿元。

总体看，公司母公司的资产规模较大，资产结构以流动资产为主；公司母公司收入、利润和经营活动现金流状况较好。

八、本期公司债偿还能力分析

1．本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 9 月底，公司债务合计 253.65 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度对公司负债水平有一定影响。

以 2019 年 9 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由发行前的 57.96%、38.52%和 12.05%上升至 59.23%、41.20%和 17.43%，公司债务负担有一定上升，但仍属可控。考虑到本期债券部分募集资金可能用于偿还现有债务，公司实际债务负担将可能低于上述测算值。

2．本期公司债偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 67.13 亿元，为本期公司债券发行额度上限（30.00 亿元）的 2.24 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入 361.65 亿元，为本期公司债券发行额度上限（30.00 亿元）的 12.06 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流量净额 113.16 亿元，为本期公司债券发行额度上限（30.00 亿元）的 3.77 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、技术实力、产品质量、业务规模等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

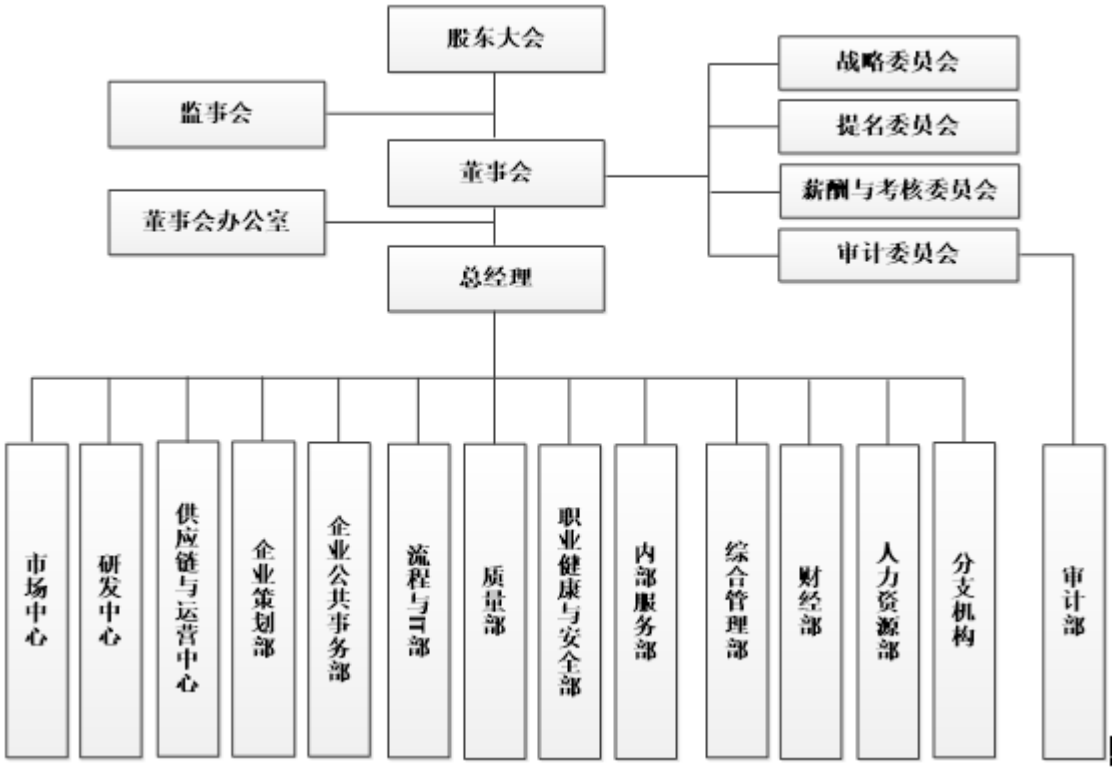
九、综合评价

公司作为我国动力锂电池制造行业的龙头企业，在行业地位、经营规模、技术水平以及市场认可程度等方面具备很强的竞争优势。近年来，随着新能源汽车行业的快速发展以及产能不断释放，公司资产规模大幅增长，整体经营业绩显著提高，盈利能力较强，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到动力电池行业结构性产能过剩较为严重、上游原材料价格波动较大、公司动力电池产品均价逐年下降、下游新能源汽车补贴退坡、公司未来资本性投资规模较大以及大额应收账款对公司运营资金存在占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2018 年公司成功完成 IPO，未来随着 IPO 募投项目陆续达产，公司综合竞争力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用水平及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1　截至 2019 年 9 月底宁德时代新能源科技股份有限公司组织结构图



附件 2　宁德时代新能源科技股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	285.88	496.63	738.84	963.11
所有者权益（亿元）	157.91	264.71	352.00	404.90
短期债务（亿元）	58.61	114.23	142.64	172.93
长期债务（亿元）	11.27	30.24	44.34	55.47
全部债务（亿元）	69.88	144.47	186.99	253.65
营业收入（亿元）	148.79	199.97	296.11	328.56
净利润（亿元）	29.18	41.94	37.36	37.60
EBITDA（亿元）	42.49	63.28	67.13	--
经营性净现金流（亿元）	21.31	24.49	113.16	103.25
应收账款周转次数（次）	3.06	2.80	4.42	--
存货周转次数（次）	6.36	4.92	3.47	--
总资产周转次数（次）	0.80	0.51	0.48	0.45
现金收入比率（%）	77.46	94.38	114.33	115.77
总资本收益率（%）	21.92	13.48	8.31	--
总资产报酬率（%）	18.60	12.64	7.14	--
净资产收益率（%）	33.76	19.85	12.12	11.23
营业利润率（%）	42.97	35.81	32.21	28.47
费用收入比（%）	19.25	18.98	15.81	14.40
资产负债率（%）	44.76	46.70	52.36	57.96
全部债务资本化比率（%）	30.68	35.31	34.69	38.52
长期债务资本化比率（%）	6.66	10.25	11.19	12.05
EBITDA 利息倍数（倍）	65.61	61.54	31.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.61	0.44	0.36	--
流动比率（倍）	2.14	1.85	1.73	1.57
速动比率（倍）	2.00	1.66	1.51	1.34
现金短期债务比（倍）	0.52	1.71	2.63	2.14
经营现金流动负债比率（%）	20.93	13.69	36.40	23.54
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.42	2.11	2.24	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、已将长期应付款中计息部分调整至长期债务中；4、公司 2019 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于宁德时代新能源科技股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年宁德时代新能源科技股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宁德时代新能源科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宁德时代新能源科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宁德时代新能源科技股份有限公司的相关状况，如发现宁德时代新能源科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如宁德时代新能源科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宁德时代新能源科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送宁德时代新能源科技股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年一月八日