

公司研究/季报点评

2019年10月28日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 71.02
合理价格区间(元): 80.77~88.65

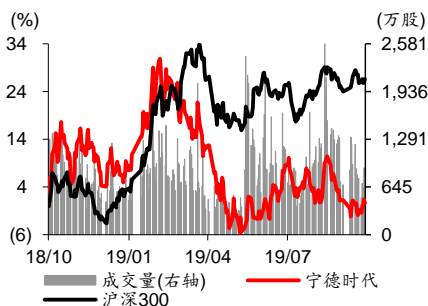
黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

边文姣 执业证书编号: S0570518110004
研究员 0755-82776411
bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1 《宁德时代(300750 SZ,增持): 电池龙头业绩同比大增,符合预期》2019.08
- 2 《宁德时代(300750,增持): 电车浪潮翻涌,宁德时代争渡》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

Q3 业绩环比增加, 略超预期

宁德时代(300750)

Q3 业绩环比增加, 略超预期, 维持“增持”评级

公司 19 前三季度实现收入 328.56 亿元, 同比+236.07%, 归母净利润 34.64 亿, 同比+45.65%, 扣非净利润 29.65 亿, 同比+49.34%。Q3 实现收入 125.92 亿, 归母净利润 13.62 亿, 扣非净利润 11.64 亿, 分别环比+22.47%, +29.06%, +26.93%, 略超预期。公司对外开拓电动卡客车、48V 系统等增量业务, 对内修炼内功打造降本新技术, 竞争力进一步提升。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.97, 2.29, 3.06 元, 给予 19 年合理 PE 区间 41-45 倍, 对应目标价 80.77-88.65 元, 维持“增持”评级。

我们推测 Q2 部分存货在 Q3 确认收入, Q3 公司在加库存

19Q3 国内动力电池装机量 12.11GWh, 环比下滑 30%。公司虽然季度装机量的市占率创新高达到 63.8%, 但是受行业需求低迷影响, 19Q3 公司装机量 7.7GWh, 环比下滑 11%。19Q3 公司收入环比增+28.80%。装机量与收入环比增速不一致, 我们推测主要系 19 年中存货里发出商品 32.93 亿, 全部在 19Q3 确认收入, 19Q3 装机量 7.7GWh 全部确认收入, 锂电材料+储能电池以及其他收入由于季节性不明显, 推测 16-17 亿元。我们用电池产量减装机量代表成品库存, 发现 Q3 公司库存环比增加。

19Q3 毛利率环比下滑, 费用率环比提升

公司 19Q3 单季度销售毛利率 27.93%, 环比下滑 2.91pct, 主要系 Q3 动力电池单价环比下滑: 我们推测 19Q2 均价 1.07 元/wh, Q3 均价 1.02 元/wh, 环比下滑 5%左右。单季度费用率 14.92%, 环比增 2.41pct, 其中销售费用率和财务费用率分别环比提升 1.43pct, 1.46pct。19Q3 公司资产减值损失/收入为 1.03%, 环比下滑 2.72pct。

海外开拓多领域客户获得增量收入来源, 开发降本新技术提升竞争力

除了常规的乘用车市场, 公司在海外拓展包括 48V, 卡客车等多领域的客户, 合作伙伴包括博世、大众(拉美)卡客车公司、戴姆勒等, 这些细分领域的开拓将帮助公司打开收入增量空间。公司在技术开发上也取得新进展, 一大亮点是 CTP 技术, 其看点在于: 较传统电池包而言, 体积利用率提高了 15%-20%, 零部件数量减少 40%, 生产效率提升了 50%, 投入应用后将大幅降低动力电池的制造成本。目前 CTP 技术已经在北汽新能源 EU5 中开始应用, 未来将在与大众卡客车的合作车中应用。

继续看好公司全球动力电池巨头地位, 维持“增持”评级

由于公司费用控制能力比我们预期强, 我们调整公司 19-21 年归母净利润至 43.49/50.48/67.58 亿元(此前预测值为 40.80/49.75/61.71 亿元)。参考可比公司 19 年平均 PE32 倍, 考虑公司作为全球动力电池巨头, 竞争优势突出, 给予估值溢价, 给予 19 年合理 PE 区间 41-45 倍, 对应目标价 80.77-88.65 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 新能源车市场发展低于预期, 动力电池行业竞争加剧。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,208
流通 A 股(百万股)	1,203
52 周内股价区间(元)	66.87-92.60
总市值(百万元)	156,841
总资产(百万元)	96,311
每股净资产(元)	16.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,997	29,611	39,093	53,620	74,833
+/-%	34.40	48.08	32.02	37.16	39.56
归属母公司净利润(百万元)	3,878	3,387	4,349	5,048	6,758
+/-%	35.98	(12.66)	28.40	16.07	33.88
EPS(元, 最新摊薄)	1.76	1.53	1.97	2.29	3.06
PE(倍)	40.44	46.31	36.06	31.07	23.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 公司季度业绩对比

单位：亿元	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比
营收	97.76	102.82	125.92	28.80%	22.47%	97.76	328.56	236.07%
归母净利润	14.68	10.55	13.62	-7.23%	29.06%	23.79	34.64	45.65%
扣非净利润	12.88	9.03	11.46	-11.02%	26.93%	19.85	29.65	49.34%
非经	1.8	1.52	2.16	19.93%	41.69%	3.93	5.00	27.03%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 18Q1-19Q3 公司动力电池产量、装机量以及我们推测确认收入的销量

单位：GWh	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18A	19Q1	19Q2	19H1	19Q3
公司装机量	2.3	4.4	5.5	11.1	23.3	5.2	8.6	13.8	7.7
行业装机量	4.5	10.8	13.6	28.0	57.0	12.6	17.4	30.0	12.11
公司市占率	50.7%	40.5%	40.4%	39.7%	40.9%	41.3%	49.5%	46.1%	63.6%
产量	3.1	4.9	7.2	9.0	26.0	6.8	9.0	15.8	10.5
产量-装机量	0.8	0.5	1.7	(2.1)	2.7	1.6	0.4	2.0	2.8
报表确认的销量(我们推测)	2.3	4.2	7	7.5	21.31	7.5	8	15.5	10.7

资料来源：中机中心合格证，高工锂电，华泰证券研究所

说明：装机量数据取自中机中心合格证，产量取自高工锂电

图表3： 公司季度盈利能力对比

单位：亿元	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比
销售毛利率	31.27%	30.84%	27.93%	-3.34pct	-2.91pct	31.28%	29.08%	-2.2pct
归母净利率	15.01%	11.96%	11.23%	-3.78pct	-0.73pct	13.81%	11.44%	-2.37pct
扣非净利率	13.18%	8.78%	9.10%	-4.07pct	0.32pct	20.31%	9.02%	-11.28pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 公司季度费用率和资产减值损失

	18Q3	19Q2	19Q3	同比	环比	18Q1-Q3	19Q1-Q3	同比
销售费用率	4.07%	3.92%	5.35%	1.28pct	1.43pct	8.66%	4.50%	-4.17pct
管理费用率	3.90%	5.22%	4.50%	0.60pct	-0.72pct	10.06%	4.96%	-5.11pct
研发费用率	4.39%	6.46%	6.69%	2.30pct	0.23pct	11.74%	6.87%	-4.87pct
财务费用率	-1.31%	-3.09%	-1.62%	-0.32pct	1.46pct	-1.54%	-1.93%	-0.38pct
费用率合计	11.06%	12.51%	14.92%	3.86pct	2.41pct	28.93%	14.40%	-14.53pct
资产减值损失/收入	2.53%	3.75%	1.03%	-1.50pct	-2.72pct	4.65%	-1.68%	-6.33pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 公司在海外开拓多领域新客户

下游领域	客户/合作伙伴	动态
电动卡客车	大众(拉美)卡客	10月19日，公司官宣将为VWCO提供包括电池开发、制造、回收与梯次利用在车公司(简称内的全生命周期电池解决方案。双方将针对VWCO全新电动货车系列e-Delivery“VWCO”)展开合作，这同时也是拉丁美洲第一款纯电动轻型卡车产品。
	戴姆勒	9月18日，公司官宣将为戴姆勒卡客车公司自2021年开始推出的多个卡车系列提供动力电池，包括梅赛德斯-奔驰eActros, Freightliner eCascadia 和 Freightliner eM2。
48V 动力电池系统	博世	9月5日，公司官宣与博世集团正式建立长期战略合作伙伴关系，将在全球范围内为博世48V动力电池系统提供可靠动力内核。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表6: 可比公司估值 (截至2019年10月25日收盘价)

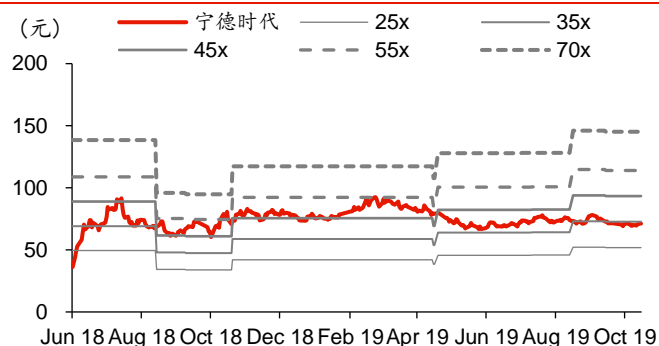
	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300450.SZ	先导智能	31.75	1.18	1.55	1.95	26.98	20.45	16.26
300014.SZ	亿纬锂能	34.44	1.29	1.72	2.21	26.71	20.05	15.59
002594.SZ	比亚迪	47.04	1.04	1.28	1.63	45.18	36.86	28.88
002812.SZ	恩捷股份	32.21	1.05	1.40	1.73	30.67	23.05	18.57
603659.SH	璞泰来	49.62	1.71	2.28	2.86	29.04	21.78	16.45
	平均值					31.72	24.44	19.15
300750.SZ	宁德时代	71.02	1.97	2.29	3.06	36.06	31.07	23.21

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

说明: 除了宁德时代, 其余公司 EPS 和 PE 均取自 Wind 一致预期

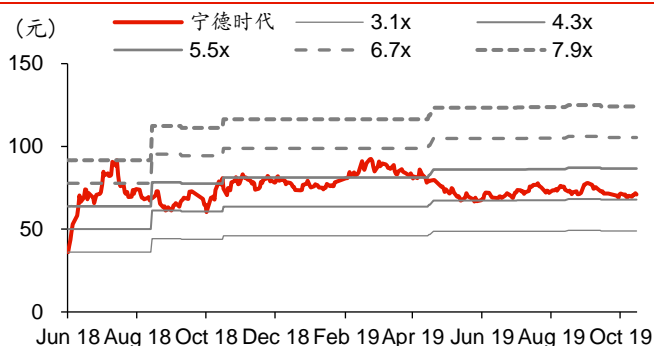
PE/PB - Bands

图表7: 宁德时代历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 宁德时代历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	33,033	53,911	33,452	65,449	77,773
现金	14,081	27,731	30,259	34,279	37,141
应收账款	6,919	6,225	0.00	11,731	14,530
其他应收账款	142.94	682.09	0.00	532.37	728.82
预付账款	305.84	864.64	0.00	742.24	1,034
存货	3,418	7,076	0.00	7,484	10,089
其他流动资产	8,167	11,333	3,193	10,681	14,251
非流动资产	16,630	19,972	16,558	17,717	22,461
长期投资	791.03	965.20	774.55	840.85	839.47
固定投资	8,219	11,575	10,322	9,578	10,159
无形资产	1,409	1,346	1,346	1,346	1,346
其他非流动资产	6,210	6,086	4,116	5,952	10,117
资产总计	49,663	73,884	50,010	83,166	100,234
流动负债	17,890	31,085	3,583	31,173	40,986
短期借款	2,245	1,180	1,046	1,255	1,390
应付账款	13,791	7,057	0.00	14,953	20,014
其他流动负债	1,854	22,848	2,537	14,965	19,581
非流动负债	5,302	7,599	6,025	6,182	6,227
长期借款	2,129	3,491	3,491	3,491	3,491
其他非流动负债	3,173	4,108	2,534	2,692	2,736
负债合计	23,192	38,684	9,607	37,355	47,212
少数股东权益	1,770	2,262	2,620	3,113	3,742
股本	1,955	2,195	2,208	2,208	2,208
资本公积	15,355	21,373	21,373	21,373	21,373
留存公积	7,143	10,501	14,201	19,116	25,699
归属母公司股东权益	24,701	32,938	37,783	42,697	49,280
负债和股东权益	49,663	73,884	50,010	83,166	100,234

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,449	11,316	2,972	7,454	10,515
净利润	4,194	3,736	4,707	5,542	7,387
折旧摊销	1,381	2,304	2,124	2,342	2,780
财务费用	42.17	(279.73)	153.50	153.66	149.12
投资损失	(1,344)	(184.40)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,094)	4,337	(3,627)	(799.70)	93.75
其他经营现金	270.52	1,404	(385.24)	216.73	105.29
投资活动现金	(7,744)	(19,488)	596.13	(3,358)	(7,465)
资本支出	7,180	6,629	1,204	3,291	7,466
长期投资	1,218	186.77	(1,707)	66.30	(1.37)
其他投资现金	653.51	(12,672)	92.81	0.00	0.00
筹资活动现金	8,933	7,043	(1,040)	(76.80)	(188.95)
短期借款	1,019	(1,065)	(134.43)	209.13	135.65
长期借款	1,827	1,362	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,342	239.82	13.38	0.00	0.00
资本公积增加	3,746	6,018	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	999.23	487.89	(918.73)	(285.93)	(324.60)
现金净增加额	3,624	(1,101)	2,528	4,020	2,862

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,997	29,611	39,093	53,620	74,833
营业成本	12,740	19,902	27,239	38,380	54,037
营业税金及附加	95.90	171.18	223.32	299.34	423.48
营业费用	795.77	1,379	1,525	2,038	2,844
管理费用	1,325	1,591	4,613	6,327	8,830
财务费用	42.17	(279.73)	153.50	153.66	149.12
资产减值损失	244.74	974.91	444.83	492.29	525.92
公允价值变动收益	0.00	(314.25)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,344	184.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,832	4,168	4,895	5,931	8,023
营业外收入	18.66	62.30	500.00	400.00	400.00
营业外支出	2.58	25.97	20.00	20.00	20.00
利润总额	4,848	4,205	5,375	6,311	8,403
所得税	654.04	468.92	668.37	768.81	1,016
净利润	4,194	3,736	4,707	5,542	7,387
少数股东损益	316.10	348.86	357.74	493.60	628.50
归属母公司净利润	3,878	3,387	4,349	5,048	6,758
EBITDA	6,255	6,193	7,172	8,426	10,953
EPS (元, 基本)	1.76	1.53	1.97	2.29	3.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.40	48.08	32.02	37.16	39.56
营业利润	50.43	(13.73)	17.43	21.15	35.29
归属母公司净利润	35.98	(12.66)	28.40	16.07	33.88
获利能力 (%)					
毛利率	36.29	32.79	30.32	28.42	27.79
净利率	19.39	11.44	11.13	9.41	9.03
ROE	15.70	10.28	11.51	11.82	13.71
ROIC	30.26	37.37	34.01	37.06	38.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.70	52.36	19.21	44.92	47.10
净负债比率 (%)	20.43	14.48	47.22	12.70	10.34
流动比率	1.85	1.73	9.34	2.10	1.90
速动比率	1.66	1.48	9.34	1.85	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.63	0.81	0.82
应收账款周转率	2.81	4.42	12.04	9.04	5.63
应付账款周转率	1.50	1.91	7.72	5.13	3.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.76	1.53	1.97	2.29	3.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	5.12	1.35	3.38	4.76
每股净资产(最新摊薄)	11.19	14.92	17.11	19.33	22.31
估值比率					
PE (倍)	40.44	46.31	36.06	31.07	23.21
PB (倍)	6.35	4.76	4.15	3.67	3.18
EV_EBITDA (倍)	21.34	21.56	18.61	15.84	12.19

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com