

市场份额不断提升，弥补行业下滑，前景依旧可期

——宁德时代 (300750) 点评报告

买入 (维持)

日期: 2019年10月15日

事件:

公司发布2019年前三季度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润为30.92-35.68亿元, 同比增长30-50%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润为27.79-31.76亿元, 同比增长40-60%。

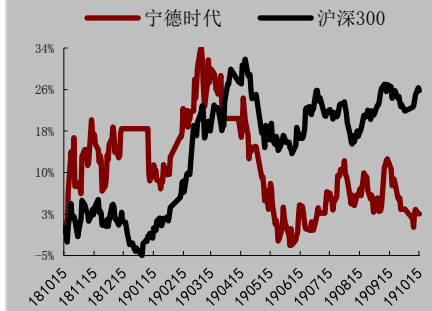
投资要点:

- **毛利率下滑叠加研发管理费用增加导致Q3盈利下滑:** 19Q1净利润为11.17亿元、Q2净利润为12.30亿元、Q3净利润为11.74-14.68亿元, 同比下降0-20%。Q3业绩同比下降, 公司的解释一方面部分产品售价下降, 毛利率有所降低; 另一方面第三季度研发投入增长、管理费用增加, 费用占收入比例有所上升。
- **市场份额不断提升弥补新能源汽车增速下滑:** 根据GGII数据, 7-9月份宁德时代装机量分别为3.12GWh、2.46GWh、2.21GWh, 国内市占率分别为66.5%、67.43%、55.82%, 分季度来看Q1装机量5.49GWh, Q2装机量8.14GWh, Q3装机量7.79GWh, 在电动车连续三个月同比下降的情况下, 公司的市场占有率表现超预期。前3季度国内总装机42.31GWh, 公司21.43GWh, 国内市占率达到50.64%。对比18年全年37.5%的市场占有率, 提高13.1个百分点。
- **动力电池价格下降, 但原材料也有一定幅度的下降, 毛利率下降幅度有限:** 随着电池价格的降低, 公司的动力电池毛利率会有所下降, 但考虑到四大原材料也有部分的降低, 因此我们认为毛利率下降幅度有限。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑新能源汽车连续3个月同比负增长, 我们调低国内总需求, 但是公司19前三季度市占率提升至50.64%, 我们调整公司盈利预测, 预计2019-2020年营业收入423.40、594.70亿元, 归母净利润分别为45.91/61.61亿元, EPS分别为2.09/2.81元/股。19/20年PE分别为35.33/26.33, 考虑动力电池行业长期成长性和公司超级龙头地位, 预期市场占有率继续提高, 考虑到退坡后新能源汽车下降幅度高于预期, 给予公司2020年30倍PE, 目标价84.2元, 维持买入评级。

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	瑞庭投资/26.04%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	2,208.40
流通A股 (百万股)	1,202.59
收盘价 (元)	70.85
总市值 (亿元)	1,564.65
流通A股市值 (亿元)	852.03

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2019年10月15日

相关研究

万联证券研究所 20190826_宁德时代半年报点评_AAA_动力电池毛利率下滑, 不改综合盈利能力改善
万联证券研究所 20190714_宁德时代19H1业绩预告点评_AAA_市占率持续提高, 净利润率环比略有下滑
万联证券研究所 20190612_宁德时代首次覆盖_AAA_技术与成本优势, 打造全球动力电池龙头

分析师: **王思敏**

执业证书编号: S0270518060001

电话: 01056508505

邮箱: wangsm@wlzq.com.cn

研究助理: **江维**

电话: 01056508507

邮箱: jiangwei@wlzq.com

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	199.97	296.11	423.40	594.70
增长比率 (%)	34.40	48.08	42.99%	40.46%
净利润 (亿元)	38.78	33.87	45.91	61.61
增长比率 (%)	35.98	-12.66	35.54%	34.21%
每股收益 (元)	0.00	1.64	2.09	2.81
市盈率 (倍)		50.05	35.33	26.33

数据来源: WIND, 万联证券研究所

- **风险因素：**能源汽车产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；新产品和新技术开发风险；毛利率下降风险。

万联证券

1、市场份额不断提升弥补新能源汽车增速下滑

1.1 补贴下滑导致动力电池行业连续3个月同比下降

分季度业绩来看，19Q1净利润为11.17亿元、Q2净利润为12.30亿元、Q3净利润为11.74-14.68亿元，同比下降0-20%，取中值为13.21亿元，同比下降10%。Q3业绩同比下降，公司的解释为一方面部分产品售价下降，毛利率有所降低；另一方面第三季度研发投入增长、管理费用增加，费用占收入比例有所上升。

图表1：分季度盈利情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3E
营业收入(亿元)	37.12	56.48	97.76	104.75	99.82	102.82	N/A
净利润(亿元)	4.69	6.01	15.72	10.94	11.17	12.30	11.74-14.68
ROE(%)	1.66	1.78	4.65	3.09	3.12	3.07	N/A
扣非后 ROE(%)	1.08	1.53	4.08	3.50	2.73	2.62	N/A
ROA(%)	0.96	1.16	2.64	1.59	1.41	1.41	N/A
销售毛利率(%)	32.76	30.31	31.27	35.55	28.71	30.84	N/A
销售净利率(%)	12.64	10.63	16.08	10.44	11.19	11.96	N/A

资料来源：wind, 万联证券研究所

1.2 公司Q3装机量7.79GWh，市占率提高超预期

根据GGII，7-9月份宁德时代装机量分别为3.12GWh、2.46GWh、2.21GWh，国内市占率分别为66.5%、67.43%、55.82%，分季度来看Q1装机量5.49GWh，Q2装机量8.14GWh，Q3装机量7.79GWh，在电动车连续三个月同比下降的情况下，公司的市场占有率表现超预期。前三季度国内总装机42.31GWh，公司21.43GWh，国内市占率达到50.64%。对比18年全年37.5%的市场占有率，提高13.1个百分点。

图表2：19前三季度装机量和市场份额

电池厂商	指标	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
CATL	装机量(GWh)	2.17	1.02	2.3	2.56	2.38	3.20	3.12	2.46	2.21
	市占率	43.60%	56.50%	45.10%	47.30%	42.00%	48.46%	66.45%	67.43%	55.82%

资料来源：GGII, 万联证券研究所

1.3 动力毛利率会受一定的下降，但下降幅度有限。

随着电池价格的降低，公司的动力电池毛利率会有所下降，但考虑到四大原材料也有部分的降低，因此我们认为毛利率下降幅度有限。

风险因素：能源汽车产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；新产品和新技术开发风险；毛利率下降风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	53911	55145	71532	92558
货币资金	27731	25704	29612	37166
应收及预付	16832	20780	29896	39629
存货	7076	6599	9744	13236
其他流动资产	2272	2061	2280	2527
非流动资产	19972	26722	32222	36472
长期股权投资	965	965	965	965
固定资产	11575	15325	17825	19075
在建工程	1624	4624	7624	10624
无形资产	1346	1346	1346	1346
其他长期资产	4462	4462	4462	4462
资产总计	73884	81867	103754	129031
流动负债	31085	34077	49567	66717
短期借款	1180	0	0	0
应付及预收	23893	27656	40605	54766
其他流动负债	6012	6421	8963	11951
非流动负债	7599	7599	7599	7599
长期借款	3491	3491	3491	3491
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4108	4108	4108	4108
负债合计	38684	41675	57166	74315
股本	2195	2195	2195	2195
资本公积	21373	21373	21373	21373
留存收益	11565	16181	22031	29470
归属母公司股东权益	32938	37554	43404	50843
少数股东权益	2262	2637	3184	3872
负债和股东权益	73884	81867	103754	129031

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	11316	7128	12219	15866
净利润	3736	4591	6161	7751
折旧摊销	3279	1448	2586	3842
营运资金变动	4456	713	2925	3586
其它	-155	376	547	688
投资活动现金流	-19488	-8000	-8000	-8000
资本支出	-6629	-8000	-8000	-8000
投资变动	-187	0	0	0
其他	-12672	0	0	0
筹资活动现金流	7043	-1155	-312	-312
银行借款	629	-1180	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	6275	0	0	0
其他	138	25	-312	-312
现金净增加额	-1129	-2027	3908	7555
期初现金余额	4790	27731	25704	29612
期末现金余额	3689	25704	29612	37166

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29611	42340	59470	79231
营业成本	19902	30241	42694	57350
营业税金及附加	171	242	332	448
销售费用	1379	1694	2379	3169
管理费用	1591	2117	2974	3962
财务费用	(280)	(788)	(796)	(936)
研发费用	1991	2964	4163	5546
资产减值损失	975	198	86	92
公允价值变动收益	(314)	0	0	0
投资净收益	184	0	0	0
营业利润	4168	5671	7639	9600
营业外收入	62	0	0	0
营业外支出	26	0	0	0
利润总额	4205	5671	7639	9600
所得税	469	705	931	1161
净利润	3736	4966	6708	8439
少数股东损益	349	376	547	688
归属母公司净利润	3387	4591	6161	7751
EBITDA	20.37	22.31	14.57	10.38
EPS (元)	1.54	2.09	2.81	3.53

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	48.08%	42.99%	40.46%	33.23%
营业利润	-13.73%	36.06%	34.69%	25.67%
归属于母公司净利润	-12.66%	35.54%	34.21%	25.80%
获利能力				
毛利率	32.79%	28.57%	28.21%	27.62%
净利率	14.20%	13.40%	12.84%	12.12%
ROE	10.28%	12.22%	14.20%	15.24%
ROIC	34.27%	25.14%	30.13%	37.06%
偿债能力				
资产负债率	52.36%	50.91%	55.10%	57.60%
净负债比率	109.90%	103.69%	122.71%	135.82%
流动比率	1.73	1.62	1.44	1.39
速动比率	1.48	1.40	1.22	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.54	0.64	0.68
应收账款周转率	2.09	2.14	2.09	2.11
存货周转率	3.79	4.58	4.38	4.33
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	2.09	2.81	3.53
每股经营现金流	5.16	3.25	5.57	7.23
每股净资产	15.01	17.11	19.77	23.16
估值比率				
P/E	47.83	35.33	26.33	20.93
P/B	4.92	4.32	3.74	3.19
EV/EBITDA	20.37	22.31	14.57	10.38

资料来源：wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场