

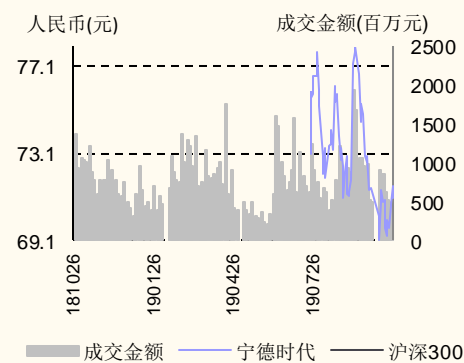
宁德时代 (300750.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 71.02 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.08
已上市流通 A 股(亿股)	12.03
总市值(亿元)	1,568.41
年内股价最高最低(元)	71.63/69.10
沪深 300 指数	3897



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 抢装带动出货大幅增长-宁德时代 2019 中报点评》, 2019.8.25
- 2.《业绩符合预期, 高镍、铁锂齐头并进-宁德时代 2019Q2 业绩预...》, 2019.7.14
- 3.《上游再行一步, 成本优势进一步加强-宁德时代点评》, 2019.4.28
- 4.《业绩略超预期, 看好公司 2019 年增长空间-宁德时代点评》, 2019.4.9
- 5.《业绩符合预期, 三元和磷酸铁锂电池龙头打入日本国际市场-宁德时代...》, 2019.2.28

柴明 联系人
chaiming@gjzq.com.cn

地址 分析师 SAC 执业证书: S1130519080001
yaoy@gjzq.com.cn

业绩略超预期, 技术成本及规模优势加强

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.983	1.543	2.010	2.361	2.920
每股净资产(元)	12.63	15.01	17.79	19.78	22.24
每股经营性现金流(元)	1.20	5.16	3.02	6.54	6.03
市盈率(倍)	0.00	47.83	35.33	30.08	24.32
净利润增长率(%)	35.98%	-12.66%	31.05%	17.45%	23.70%
净资产收益率(%)	15.70%	10.28%	10.25%	10.82%	11.91%
总股本(百万股)	1,955.19	2,195.02	2,208.40	2,208.40	2,208.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2019 年 1-9 月实现营收 328.6 亿元, 同比增长 71.7%; 实现归母净利润 34.6 亿元, 同比增长 45.7%; 实现扣非归母净利润 29.6 亿元, 同比增长 49.3%。业绩略超预期。

经营分析

- **Q3 单季业绩略超预期:** 公司 Q3 实现营收 125.9 亿元, 同、环比分别增长 28.8%、22.5%; 实现归母净利润 13.6 亿元, 同比下滑 7.2%, 环比增长 29.1%; 实现扣非归母净利润 11.5 亿元, 同比下滑 11%, 环比增长 26.9%; 毛利率为 27.9%, 同、环比分别下滑 3.3pct、2.9pct; 扣非归母净利率为 9.1%, 同比下滑 4.1pct, 环比上涨 0.3pct, 环比毛利率下滑但扣非归母净利率相对稳定。
- **Q3 营收环比增长 22.5%略超预期,** 因为根据合格证数据, 公司 Q3 电池装机约 7.8GWh, 环比下滑约 7%, 我们分析营收环比正向大幅增长可能主要是因为: 1) 车企为 Q4 备库, 公司电池出货数量高于合格证装机量数据; 2) 电池出货中 PACK 占比提升, 导致电池平均价格提升 (公司电池产品出货主要包括模组和 PACK, PACK 单价高于模组约 0.2 元/Wh)。公司 2019Q3 出货中, PACK 占比 51%, 环比 Q2 提升 11pct, 主要是因为 2019 年新能源公交车过渡期推迟至 8 月 7 日结束, 所以 7 月份大巴磷酸铁锂仍有抢装行情。大巴磷酸铁锂出货以 PACK 为主, 导致 Q3 PACK 出货占比显著提升。
- **利润率下滑幅度可控, 技术成本及规模优势巩固公司龙头地位:** 2019 年 1-9 月, 公司毛利率为 29.1%, 同比下滑 2.2pct, 主要为公司设备折旧年限由 5 年缩短至 4 年造成; 费用率合计为 14.4%, 同比下滑 0.4pct, 规模优势进一步显现; 扣非归母净利率为 9%, 同比下滑 1.4pct, 幅度可控。公司大电芯及 CTP 无模组方案巩固技术成本优势, 拟投 100 亿建设宜宾新基地提升规模优势, 技术及规模壁垒进一步提升, 看好其未来发展空间。

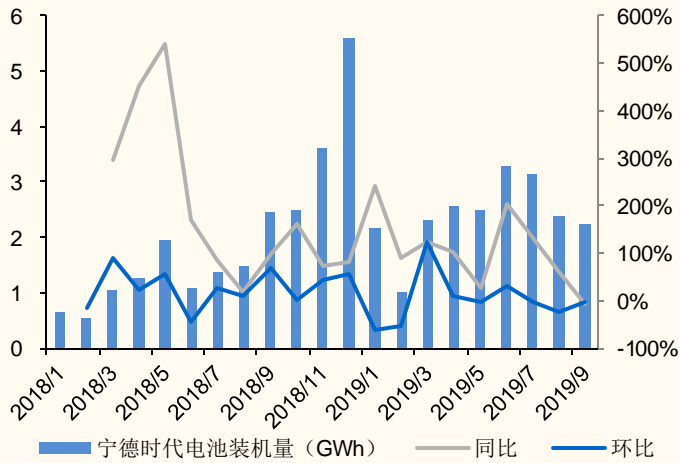
盈利调整与投资建议

- 预计公司 2019-2021 年归母净利润为 44.39 亿元、52.14 亿元、64.49 亿元, 同比分别增长 31.05%、17.45%、23.70%, 维持“买入”评级不变。

风险提示

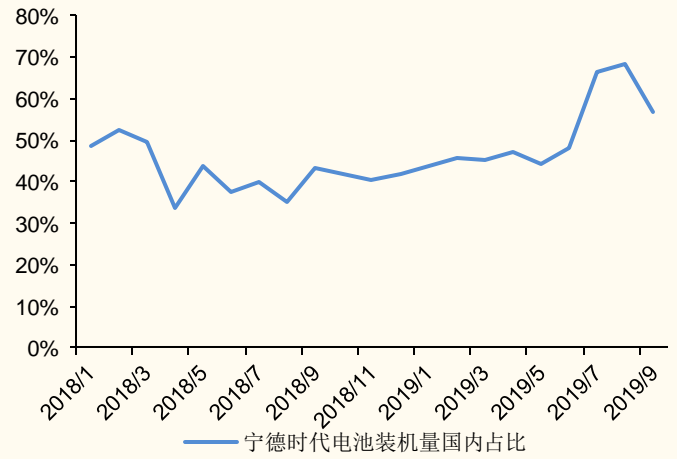
- 新能源汽车销量不及预期; 与海外龙头价格战, 电池降价超预期; 解禁带来股价阶段性波动。

图表 1：宁德时代历月动力电池装机及同、环比增速



来源：国金证券研究创新中心、GGII、国金证券研究所

图表 2：宁德时代历月电池装机国内市占率



来源：国金证券研究创新中心、GGII、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	14,879	19,997	29,611	43,103	59,011	70,078
增长率		34.4%	48.1%	45.6%	36.9%	18.8%
主营业务成本	-8,377	-12,740	-19,902	-30,560	-44,198	-52,378
%销售收入	56.3%	63.7%	67.2%	70.9%	74.9%	74.7%
毛利	6,502	7,257	9,709	12,543	14,813	17,700
%销售收入	43.7%	36.3%	32.8%	29.1%	25.1%	25.3%
营业税金及附加	-109	-96	-171	-257	-326	-403
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-632	-796	-1,379	-1,881	-2,363	-2,783
%销售收入	4.2%	4.0%	4.7%	4.4%	4.0%	4.0%
管理费用	-2,152	-2,956	-3,582	-4,633	-5,737	-6,432
%销售收入	14.5%	14.8%	12.1%	10.7%	9.7%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	3,609	3,409	4,577	5,771	6,388	8,081
%销售收入	24.3%	17.0%	15.5%	13.4%	10.8%	11.5%
财务费用	-80	-42	280	100	169	297
%销售收入	0.5%	0.2%	-0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-234	-245	-975	-739	-217	-78
公允价值变动收益	0	0	-314	0	0	0
投资收益	76	1,344	184	69	124	332
%税前利润	2.2%	27.7%	4.4%	1.2%	1.8%	3.7%
营业利润	3,212	4,832	4,168	5,739	6,829	8,877
营业利润率	21.6%	24.2%	14.1%	13.3%	11.6%	12.7%
营业外收支	188	16	36	35	38	42
税前利润	3,400	4,848	4,205	5,774	6,867	8,919
利润率	22.9%	24.2%	14.2%	13.4%	11.6%	12.7%
所得税	-482	-654	-469	-747	-860	-1,089
所得税率	14.2%	13.5%	11.2%	12.9%	12.5%	12.2%
净利润	2,918	4,194	3,736	5,027	6,007	7,830
少数股东损益	67	316	349	588	793	1,381
归属于母公司的净利润	2,852	3,878	3,387	4,439	5,214	6,449
净利率	19.2%	19.4%	11.4%	10.3%	8.8%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,918	4,194	3,736	5,027	6,007	7,830
少数股东损益	67	316	349	588	793	1,381
非现金支出	1,018	1,626	3,279	4,081	4,344	5,298
非经营收益	16	-1,401	-155	-260	-307	-284
营运资金变动	-1,844	-2,078	4,456	-1,487	5,879	1,839
经营活动现金净流	2,109	2,341	11,316	7,361	15,923	14,684
资本开支	-2,796	-7,180	-6,629	-6,083	-8,379	-6,269
投资	-253	-1,218	-187	-104	0	0
其他	-9,380	761	-12,672	69	124	332
投资活动现金净流	-12,428	-7,636	-19,488	-6,117	-8,255	-5,937
股权募资	11,132	6,179	6,275	6,218	0	0
债权募资	993	3,055	629	3,028	997	59
其他	-1,156	-315	166	-636	-843	-978
筹资活动现金净流	10,969	8,919	7,070	8,610	154	-919
现金净流量	650	3,624	-1,101	9,855	7,822	7,828

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,457	14,081	27,731	37,586	45,408	53,236
应收账款	8,070	12,467	16,557	20,170	26,051	32,588
存货	1,360	3,418	7,076	7,418	10,135	10,677
其他流动资产	9,875	3,067	2,547	2,538	2,764	3,112
流动资产	21,761	33,033	53,911	67,712	84,359	99,612
%总资产	76.1%	66.5%	73.0%	74.3%	74.9%	77.0%
长期投资	313	2,752	2,482	2,586	2,586	2,586
固定资产	4,954	11,194	13,199	15,696	19,667	20,442
%总资产	17.3%	22.5%	17.9%	17.2%	17.5%	15.8%
无形资产	736	1,648	1,752	1,984	2,260	2,534
非流动资产	6,827	16,630	19,972	23,371	28,284	29,797
%总资产	23.9%	33.5%	27.0%	25.7%	25.1%	23.0%
资产总计	28,588	49,663	73,884	91,083	112,643	129,409
短期借款	1,467	2,610	2,109	3,566	4,702	4,860
应付款项	8,015	14,311	26,797	29,365	42,544	50,524
其他流动负债	700	969	2,179	2,305	2,920	3,455
流动负债	10,183	17,890	31,085	35,235	50,166	58,839
长期贷款	302	2,129	3,491	5,062	5,112	5,163
其他长期负债	2,312	3,173	4,108	4,613	5,550	6,228
负债	12,797	23,192	38,684	44,909	60,828	70,230
普通股股东权益	15,489	24,701	32,938	43,324	48,172	54,155
少数股东权益	302	1,770	2,262	2,850	3,643	5,024
负债股东权益合计	28,588	49,663	73,884	91,083	112,643	129,409

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	4.650	1.983	1.543	2.010	2.361	2.920
每股净资产	25.254	12.634	15.006	17.793	19.784	22.242
每股经营现金净流	3.439	1.197	5.155	3.023	6.540	6.031
每股股利	0.148	0.007	0.134	0.112	0.150	0.191
回报率						
净资产收益率	18.41%	15.70%	10.28%	10.25%	10.82%	11.91%
总资产收益率	9.98%	7.81%	4.58%	4.87%	4.63%	4.98%
投入资本收益率	17.61%	9.43%	9.96%	9.16%	9.06%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	160.90%	34.40%	48.08%	45.56%	36.91%	18.75%
EBIT增长率	197.60%	-5.54%	34.29%	26.07%	10.69%	26.52%
净利润增长率	206.43%	35.98%	-12.66%	31.05%	17.45%	23.70%
总资产增长率	229.63%	73.72%	48.77%	23.28%	23.67%	14.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.1	129.9	81.0	80.0	80.0	80.3
存货周转天数	52.3	68.4	96.2	96.3	90.0	80.0
应付账款周转天数	101.2	116.8	110.4	110.0	112.4	110.9
固定资产周转天数	91.4	150.0	142.7	101.8	81.3	61.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.35%	-35.34%	-64.33%	-63.83%	-69.69%	-73.89%
EBIT利息保障倍数	44.9	80.8	-16.4	-57.4	-37.7	-27.2
资产负债率	44.76%	46.70%	52.36%	49.31%	54.00%	54.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	35	40	86
增持	0	5	17	20	40
中性	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.38	1.39	1.45	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

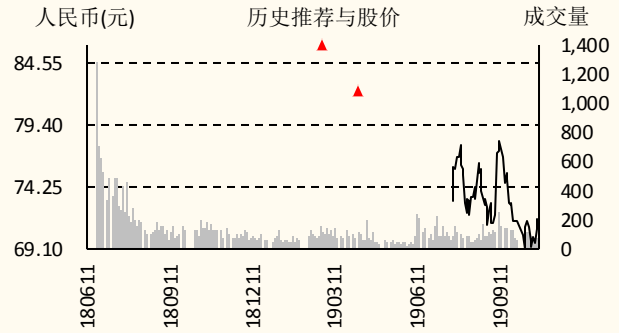
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-27	买入	77.44	83.55~83.55
2	2019-02-28	买入	86.05	N/A
3	2019-04-09	买入	82.29	N/A
4	2019-04-28	买入	79.35	99.55~99.55
5	2019-07-14	买入	73.88	N/A
6	2019-08-25	买入	73.90	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH