宁德时代(300750)/新能源汽车 19Q3 业绩略超预期，保持龙头优势

评级：增持(维持)

市场价格：70.85 元

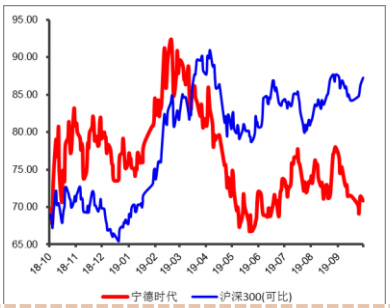
分析师：苏晨
执业证书编号：S0740519050003
Email：suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：邹玲玲
执业证书编号：S0740517040001
Email：zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2208
流通股本(百万股)	1203
市价(元)	70.85
市值(百万元)	156465
流通市值(百万元)	85203

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 龙头份额持续提升，业绩符合预期

2 业绩强劲高增，龙头地位巩固

3 龙头议价权凸显，全球竞争地位提升

4 业绩预告高增，龙头地位持续提升

5 销量强劲及费用管控带动业绩高增，龙头议价权提升

6 锂电龙头彰显本色

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19,996.86	29,611.27	41,015.1	55,326.7	67,797.2
增长率 yoy%	34.40%	48.08%	38.51%	34.89%	22.54%
净利润	3,878.0	3,387.0	4,663.4	5,779.1	6,959.8
增长率 yoy%	35.98%	-12.66%	37.68%	23.93%	20.43%
每股收益（元）	1.76	1.53	2.13	2.63	3.17
每股现金流量	1.20	5.16	5.76	5.05	6.48
净资产收益率	15.70%	10.28%	12.08%	13.10%	13.72%
P/E	40.3	46.2	33	27	22
PEG	2.5	1.6	1.6	1.7	0.8
P/B	6.3	4.8	4.0	3.5	3.1

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布三季度业绩预告，前三季度实现归母净利润 30.8-35.6 亿，同比+30%-50%，扣非归母净利润 27.8-31.76 亿，同比增长 40%-60%；单三季度归母净利润 11.74-14.67 亿，同比下滑 0-20%，扣非归母净利润 10.3-12.88 亿，同比下滑 0-20%。

- **Q3 单季度利润中位数环比增长，业绩略超预期。**

  1）行业层面，据真锂研究，1-9 月动力电池装机 42Gwh，其中 CATL（含时代上汽）装机约 22Gwh，占比高达 51.4%，持续呈现一超多强竞争格局，其中公司 Q1\Q2\Q3 动力电池装机分别为 5.54\8.17\8.26Gwh。

  2）单季度业绩看：公司 Q1\Q2 扣非归母净利润分别为 9.2\9 亿，Q3 为 10.3-12.88 亿元，Q3 环比-2.4%-22%。①单 Q3 业绩同比下滑，主要系：部分产品价格下降，更改减少设备折旧年限，毛利率有所下降，同时 Q3 费用率同比提升(18Q3 费用率 11.1%为 18 年度单季最低)，预计与 19Q2 相比维持稳定。②环比看：在 Q3 与 Q2 动力出货量环比持平下（不考虑推迟收入确认），Q3 扣非净利润中位数环比增长略超市场预期，我们预计环比 Q2 增长 1.3-3.88 亿的部分原因可能是：由于单 Q2 资产减值损失达 3.85 亿（高于 Q1 的 0.36 亿），预计 Q3 资产减值损失可能低于 Q2。总体看，我们认为，Q3 单季度业绩略超预期。

- **全球锂电池龙头，持续开拓国际一线车企，与丰田正式合作。**公司在动力电池业务上保持技术、规模、供应链与客户领先优势。客户开拓上，国内与为上汽、吉利、宇通、北汽、广汽等品牌配套动力电池；海外市场，与丰田(2019.7 正式建立全面合作伙伴儿关系)、宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、雪铁龙、大众、沃尔沃等深度合作，并且获得多个重要项目定点，预计配套车型将于 2019 年底开始陆续上市放量。

- **投资建议：**公司作为全球锂电池龙头，管理层卓识远见，产业链布局前瞻，凭借强大和领先的研发团队保持技术领先，有望凭借优质产品性能+成本优势在全球动力锂电市场占领重要份额。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 46.6/57.8/69.6 亿元，对应估值分别为 33/27/22 倍 PE，维持增持评级。

- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期风险、新能源汽车补贴政策超预期退坡、价格竞争激烈导致产品大幅下降风险、产能投放不及预期风险；

附录：CATL 下游客户情况概览

图表 1：2019 年 1-9 月 CATL 下游客户动力电池装机(MWH)

乘用车EV	装机量	乘用车EV	装机量	乘用车PHEV	装机量	客车	装机量	专用车	装机量
北汽新能源	4739.61	海马	166.60	华晨宝马	404.72	宇通	2629.86	宇通	71.05
吉利	1804.78	合众	148.37	上汽大众	231.00	中通客车	706.87	中联重科	61.60
广汽	1091.49	上汽通用五菱	104.34	吉利	95.22	湖南中车	585.12	东风汽车	23.08
江淮汽车	1029.59	上汽通用汽车	95.01	东风悦达起亚	70.10	厦门金龙	530.68	吉利	20.53
东风汽车	1010.91	广汽三菱	46.54	上汽	68.08	金龙联合	249.43	南京汽车	12.58
上汽	928.56	北汽奔驰	4.60	北京现代	22.69	上海申沃	189.56	龙马环卫	7.32
威马汽车	627.52	一汽大众	3.74	广汽本田	19.99	其他	1331.58	上汽大通	7.22
长城汽车	520.00	汉腾汽车	1.11	广汽	18.51			其他	39.07
长安汽车	470.25	北京宝沃	0.54	长城汽车	14.02				
一汽	469.26	国能新能源	0.36	理想智造	11.37				
山西新能源	380.56	一汽夏利	0.16	长安汽车	9.97				
上汽大众	198.92	云度	0.10	广汽三菱	5.57				
奇瑞汽车	182.51			广汽克莱斯勒	2.02				
合计	**14025.40**			**合计**	**973.26**	**合计**	**6223.09**	**合计**	242.46

来源：真锂研究，中泰证券研究所整理

备注：上述装机包含时代上汽，可能与实际情况有偏差

图表 2：CATL 与下游整车企业合作情况汇总

日期	合作厂商	相关事件
2019/7/17	丰田	CATL和丰田在新能源汽车（NEV）动力电池的稳定供给和发展进化领域建立全面合作伙
2018/12/20	吉利	成立合资公司，从事电芯、电池模组及电池包研发、制造及销售，提升双方在各自领域
2018年7月	江铃集团	宁德时代与江铃集团签订战略合作协议
2018年7月	广汽集团	CATL与广汽集团签署《时代广汽动力电池有限公司合资经营合同》、《广汽时代动力电
2018年7月	宝马	宝马集团与宁德时代正式签署电芯采购意向订单，包括了德国图林根州新建的锂电池工
2018年7月	德国图林根州州政府	与德国图林根州州政府签署了一份投资协议，公式将在德国设立电池生产基地（计划2021年投产，合计14Gwh产能，将为宝马、大众、戴姆勒等知名车企配套）及智能制造
2018年7月	东风集团	东风时代在东风新能源汽车产业园成立并建成投产；
2018年5月	本田	合作共同开发一款低价电动汽车。
2018年4月	捷豹路虎	捷豹路虎，与CATL在北京车展现场签署战略合作意向书。
2018年3月	上汽集团	上汽集团与CATL签署战略合作谅解备忘录，双方拟进一步深化合作，探讨共同推进新能
2017年3月	大众集团	CATL被确定为大众中国本土车型供应商，其产品将应用于纯电动汽车、MQB的混合动
2017年12月	北汽集团	北汽、CATL、北大先行及普莱德各方代表签署战略合作协议。
2017年10月	长安汽车	长安汽车间接参股宁德时代；
2017年6月	上汽集团	上汽集团与宁德时代成立2个合资子公司，规划建设动力电池总产能36Gwh。

来源：公司公告，官网，高工锂电，电池中国网等，中泰证券研究所

图表：公司盈利预测（百万元）

2019年10月14日

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**19,996.9**	**29,611.3**	**41,015.2**	**55,326.8**	**67,797.3**
减:营业成本	12,740.2	19,902.3	29,161.7	40,068.6	49,723.2
营业税费	95.9	171.2	246.1	332.0	406.8
销售费用	795.8	1,378.9	1,759.6	2,221.5	2,683.1
管理费用	2,956.5	3,581.7	4,716.7	6,073.9	6,877.0
财务费用	42.2	-279.7	-217.1	-299.1	-357.9
资产减值损失	244.7	974.9	390.0	430.0	450.0
加:公允价值变动收益	-	-314.2	-	-	-
投资和汇兑收益	1,344.3	184.4	193.3	305.3	453.2
营业利润	**4,832.0**	**4,168.5**	**5,661.4**	**7,255.1**	**8,868.2**
加:营业外净收支	16.1	36.3	61.0	56.5	51.3
利润总额	**4,848.1**	**4,204.8**	**5,722.4**	**7,311.6**	**8,919.5**
减:所得税	654.0	468.9	586.5	744.4	901.3
净利润	**3,878.0**	**3,387.0**	**4,663.4**	**5,779.1**	**6,959.8**

资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,080.9	27,731.2	36,147.3	42,766.0	52,471.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	7,009.2	6,814.1	7,996.9	10,445.4	12,907.0
应收票据	5,458.3	9,742.9	10,764.7	16,283.9	17,614.7
预付帐款	305.8	864.6	1,241.5	1,986.3	2,157.3
存货	3,417.8	7,076.1	9,124.9	14,248.5	15,585.4
其他流动资产	2,761.1	1,682.5	1,550.0	1,860.0	1,705.0
可供出售金融资产	1,961.3	1,516.5	1,516.5	1,516.5	1,516.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	791.0	965.2	1,115.2	1,215.2	1,315.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	8,219.5	11,574.7	13,468.3	14,200.4	13,227.9
在建工程	2,974.4	1,623.8	2,694.8	3,870.0	6,212.8
无形资产	1,408.8	1,346.2	1,252.6	1,159.1	1,065.5
其他非流动资产	1,274.8	2,945.9	3,102.9	3,777.7	3,161.7
资产总额	**49,662.9**	**73,883.7**	**89,975.6**	**113,329.0**	**128,940.6**
短期债务	2,245.1	1,180.1	1,402.0	1,752.5	2,190.6
应付帐款	5,295.4	9,961.4	12,719.9	19,112.4	20,390.0
应付票据	8,812.7	11,841.1	18,130.6	22,939.7	28,164.8
其他流动负债	1,536.8	8,102.3	8,801.6	12,752.4	13,357.5
长期借款	2,129.1	3,490.8	3,490.8	4,188.9	5,026.7
其他非流动负债	3,172.5	4,107.8	4,107.8	4,929.4	4,518.6
负债总额	**23,191.6**	**38,683.5**	**48,652.7**	**65,675.2**	**73,648.2**
少数股东权益	**1,769.8**	**2,261.9**	**2,734.4**	**3,522.5**	**4,580.9**
股本	1,955.2	2,195.0	2,194.4	2,194.4	2,194.4
留存收益	22,497.7	31,873.8	36,394.1	41,936.9	48,517.1
股东权益	**26,471.2**	**35,200.2**	**41,322.9**	**47,653.8**	**55,292.4**

现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,194.1	3,735.9	4,663.4	5,779.1	6,959.8
加:折旧和摊销	1,381.2	2,304.2	3,068.0	4,158.2	5,067.6
资产减值准备	244.7	974.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	314.2	-	-	-
财务费用	112.6	262.3	-217.1	-299.1	-357.9
投资收益	-1,344.3	-184.4	-193.3	-305.3	-453.2
少数股东损益	316.1	348.9	472.5	788.1	1,058.4
营运资金的变动	5,727.2	5,741.9	4,849.7	950.8	1,955.2
经营活动产生现金	**2,340.7**	**11,316.3**	**12,643.2**	**11,071.8**	**14,230.0**
投资活动产生现金	**-7,635.8**	**-19,487.7**	**-5,745.8**	**-5,666.7**	**-5,891.2**
融资活动产生现金	**8,932.7**	**7,042.7**	**1,518.7**	**1,213.5**	**1,366.7**

财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	34.4%	48.1%	38.5%	34.9%	22.5%
营业利润增长率	50.4%	-13.7%	35.8%	28.2%	22.2%
净利润增长率	36.0%	-12.7%	37.7%	23.9%	20.4%
EBITDA增长率	38.6%	-2.9%	40.6%	33.3%	23.6%
EBIT增长率	30.6%	-23.0%	42.1%	31.9%	24.7%
NOPLAT增长率	49.2%	-18.1%	41.4%	27.9%	22.4%
投资资本增长率	-0.9%	-37.8%	-26.3%	1.4%	-2.5%
净资产增长率	67.6%	33.0%	17.4%	15.3%	16.0%
利润率					
毛利率	36.3%	32.8%	28.9%	27.6%	26.7%
营业利润率	24.2%	14.1%	13.8%	13.1%	13.1%
净利润率	19.4%	11.4%	11.4%	10.4%	10.3%
EBITDA/营业收入	29.3%	19.2%	19.5%	19.3%	19.4%
EBIT/营业收入	22.5%	11.7%	12.0%	11.8%	12.0%
运营效率					
固定资产周转天数	108	120	110	90	73
流动营业资本周转天数	128	5	-47	-55	-52
流动资产周转天数	493	529	530	502	505
应收帐款周转天数	131	84	65	60	62
存货周转天数	43	64	71	76	79
总资产周转天数	704	751	719	661	643
投资资本周转天数	253	138	66	42	34
投资回报率					
ROE	15.7%	10.3%	12.1%	13.1%	13.7%
ROA	8.4%	5.1%	5.7%	5.8%	6.2%
ROIC	29.9%	24.7%	56.1%	97.3%	117.5%
费用率					
销售费用率	4.0%	4.7%	4.3%	4.0%	4.0%
管理费用率	14.8%	12.1%	11.5%	11.0%	10.1%
财务费用率	0.2%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
三费/营业收入	19.0%	15.8%	15.3%	14.5%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	52.4%	54.1%	58.0%	57.1%
负债权益比	87.6%	109.9%	117.7%	137.8%	133.2%
流动比率	1.85	1.73	1.63	1.55	1.60
速动比率	1.66	1.51	1.41	1.30	1.35
利息保障倍数	106.90	-12.41	-22.73	-21.75	-22.66
分红指标					
DPS(元)	-	0.14	0.07	0.11	0.17
分红比率	0.0%	9.2%	3.1%	4.1%	5.5%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%

业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.76	1.53	2.13	2.63	3.17
BVPS(元)	11.19	14.91	17.58	20.11	23.11
PE(X)	40.3	46.2	33.3	26.9	22.3
PB(X)	6.3	4.8	4.0	3.5	3.1
P/FCF	22.4	16.4	21.4	22.7	18.3
P/S	7.8	5.3	3.8	2.8	2.3
EV/EBITDA	-	24.2	15.4	11.1	8.4
CAGR(%)	16.1%	29.0%	20.7%	16.1%	29.0%
PEG	2.5	1.6	1.6	1.7	0.8
ROIC/WACC	2.9	2.4	5.4	9.4	11.4
REP	-	6.6	3.5	1.9	1.5

来源：wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。