

## 强烈推荐-A (维持)

## 宁德时代 300750.SZ

目标估值: 90-92 元

当前股价: 71.02 元

2019 年 10 月 26 日

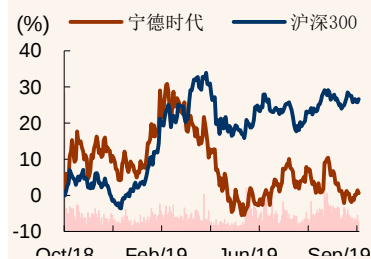
### 业绩符合预期, 动力电池竞争优势持续扩大

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2955      |
| 总股本(万股)    | 220840    |
| 已上市流通股(万股) | 120259    |
| 总市值(亿元)    | 1568      |
| 流通市值(亿元)   | 854       |
| 每股净资产(MRQ) | 16.7      |
| ROE(TTM)   | 12.1      |
| 资产负债率      | 58.0%     |
| 主要股东       | 宁波梅山保税港区瑞 |
| 主要股东持股比例   | 25.88%    |

#### 股价表现

|      |    |     |     |
|------|----|-----|-----|
| %    | 1m | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -2 | -11 | -8  |
| 相对表现 | -3 | -10 | -30 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《宁德时代(300750)一各项业务快速成长, 动力电池领先优势仍在扩大》2019-08-25
- 2、《宁德时代(300750)一继续扩张, 全球竞争力更加清晰》2019-04-30
- 3、《宁德时代(300750)一竞争力突出, 销量大幅增长与费用率摊薄拉动业绩高增长》2018-10-26

#### 游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

#### 刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn  
S1090519040004

**公司发布三季报:** 前三季度实现营收、归上净利润、扣非净利润约 328.6、34.6、29.6 亿元, 同比增长 71.7%、45.7%、49.3%, 其中三季度实现实现营收、归上净利润、扣非净利润约 125.9/13.6/11.5 亿元, 同比增长 28.8%、下滑 7.2%、下滑 11%。

- **业绩符合预期。**公司前三季度业绩位于业绩预告中值, 持续增长, 主要系 1) 前三季度新能源汽车行业保持增长, 且公司市占率持续提升; 2) 新产能开始释放, 出货能力提高; 3) 按照惯例, 中报中库存和发出商品继续确认在 Q3。单季度看, Q3 公司扣非净利润同比下滑 11%, 主要系 1) 动力电池价格下滑带动毛利率下滑; 2) 去年 Q3 出货同环比大幅提升, 摊薄固定成本, 费用率下滑, 导致去年利润基数较高。然而, Q3 扣非净利润环比增长 26.9%, 主要系 1) 环比市占率持续提升; 2) Q3 减值计提较少; 3) 上半年储能、材料业务收入和毛利率均持续提升, 预计 Q3 得以延续。
- **动力电池装机量领先优势扩大, 维持成本优势。**前三季度公司装机量约 21.4 GWh, 市占率提升至 51.3%, 其中 Q3 市占率达约 64%。综合行业与公司历史库存、装机量等数据, 估算 Q3 销售出货可能超过 10GWh, 对应不含税价格在 1 元/wh 左右。考虑到 Q3 钴价反弹, 带动正极材料价格回暖, 可能导致公司降成本承受一定压力, 估算营业成本在 0.73 元/wh 左右。不过考虑到年初公司将动力电池生产设备折旧年限由 5 年降低至 4 年后折旧成本增加, 公司仍保持对同行的成本领先优势。
- **报表质量依旧扎实。**前三季度公司经营性现金流净额是税后利润的 3 倍, 并自由现金流持续增长, 主要系回款强劲、对供应链把控与议价力较强。受行业阶段性下滑影响, 前三季度预收款约 72.1 亿元, 环比略有下滑, 但仍然强劲。公司前三季度负债率约 58%, 同期各类有息负债约 78 亿元, 基本保持平稳, 而强大的造现能力带动在手现金达 334 亿元。整体看, 公司回报率指标持续提升, 报表依旧保持健康。
- **投资建议:** 公司有良好的工程师文化, 形成了领先的制造与研发体系, 定位于全球市场, 已成功卡位一系列国际主流客户, 当前正在全球扩张阶段且资产负债表也能支撑其后续扩张。我们认为, 公司未来几年有可能从规模、竞争力上甩开日韩同行, 维持“强烈推荐”评级, 维持目标价为 90-92 元。
- **风险提示:** 新能源汽车政策低于预期; 竞争加剧可能导致的价格下降。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 19997 | 29611 | 43796 | 52821 | 68857 |
| 同比增长      | 34%   | 48%   | 48%   | 21%   | 30%   |
| 营业利润(百万元) | 4832  | 4168  | 5500  | 6693  | 8456  |
| 同比增长      | 50%   | -14%  | 32%   | 22%   | 26%   |
| 净利润(百万元)  | 3878  | 3387  | 4537  | 5502  | 6892  |
| 同比增长      | 36%   | -13%  | 34%   | 21%   | 25%   |
| 每股收益(元)   | 1.98  | 1.54  | 2.07  | 2.51  | 3.14  |
| PE        | 35.8  | 46.0  | 34.4  | 28.3  | 22.6  |
| PB        | 5.6   | 4.7   | 4.3   | 3.8   | 3.4   |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1、业绩情况分析 .....                    | 4  |
| 2、报表质量依旧扎实 .....                  | 5  |
| 3、动力电池竞争优势持续扩大.....               | 7  |
| 3.1 Q3 动力电池装机量市占率超 6 成，遥遥领先 ..... | 7  |
| 3.2 动力电池价格有所下滑，成本仍保持领先 .....      | 9  |
| 盈利预测假设 .....                      | 10 |
| 风险提示 .....                        | 10 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1：宁德时代装机量情况 .....                        | 8  |
| 图 2：宁德时代历史 PE Band.....                    | 10 |
| 图 3：宁德时代历史 PB Band.....                    | 10 |
| 表 1：业绩摘要.....                              | 4  |
| 表 2：单季度业绩摘要.....                           | 5  |
| 表 3：现金流分析 .....                            | 6  |
| 表 4：应收账款和应付账款情况 .....                      | 6  |
| 表 5：现金流细分项分析 .....                         | 6  |
| 表 6：库存细分情况 .....                           | 6  |
| 表 7：预收款项情况 .....                           | 7  |
| 表 8：资产回报率情况.....                           | 7  |
| 表 9：负债情况.....                              | 7  |
| 表 10：2018 和 2019 年前 3 季度各车型和电池类型装机量情况..... | 8  |
| 表 11：出货量情况预计 .....                         | 8  |
| 表 12：宁德时代出货价格与成本测算（按季度） .....              | 9  |
| 表 13：业绩预测.....                             | 10 |

附：财务预测表 ..... 11

## 1、业绩情况分析

**公司发布三季报：**前三季度实现营收、归上净利润、扣非净利润约 328.6、34.6、29.6 亿元，同比增长 71.7%、45.7%、49.3%，其中三季度实现实现营收、归上净利润、扣非净利润约 125.9/13.6/11.5 亿元，同比增长 28.8%、下滑 7.2%、下滑 11%。

**业绩符合预期。**公司前三季度业绩位于业绩预告中值，同比持续增长，源于

- 1) 前三季度新能源汽车行业保持增长，同时公司市占率持续提升；
- 2) 前期新产能开始释放，出货能力提高；
- 3) 按照惯例，中报中库存和发出商品继续确认在 Q3。

单季度看，Q3 公司扣非净利润同比下滑 11%，主要系 1) 价格下滑带动毛利率下滑；2) 去年 Q3 出货同环比大幅提升，摊薄固定成本，费用率下滑，导致去年利润基数较高。

然而，Q3 扣非净利润环比增长 26.9%，主要系 1) 公司市占率持续提升，在 Q3 市场下滑的情况下带动公司出货持续增长；2) Q3 资产和信用减值损失约 1.3 亿元，环比下滑较多；3) 上半年储能业务收入和毛利率均大幅提升，预计 Q3 得以延续。

表 1：业绩摘要

| 百万元         | 2017      | 2018      | 同比变化 (%) | 2018 年前三季度 | 2019 年前三季度 | 同比变化 (%) |
|-------------|-----------|-----------|----------|------------|------------|----------|
| 营业收入        | 19,996.86 | 29,611.27 | 48.1     | 19,135.92  | 32,855.71  | 71.7     |
| 营业成本        | 12,740.19 | 19,902.28 | 56.2     | 13,150.48  | 23,301.41  | 77.2     |
| 毛利润         | 7,256.67  | 9,708.98  | 33.8     | 5,985.45   | 9,554.30   | 59.6     |
| 销售税金        | 95.90     | 171.18    | 78.5     | 101.46     | 201.51     | 98.6     |
| 毛利润（扣除销售税金） | 7,160.77  | 9,537.80  | 33.2     | 5,883.98   | 9,352.79   | 59.0     |
| 销售费用        | 795.77    | 1,378.87  | 73.3     | 846.88     | 1,477.53   | 74.5     |
| 管理费用        | 1,324.59  | 1,590.66  | 20.1     | 983.82     | 1,629.02   | 65.6     |
| 研发费用        | 1,631.90  | 1,991.00  | 22.0     | 1,147.85   | 2,255.95   | 96.5     |
| 经营利润        | 3,408.52  | 4,577.27  | 34.3     | 2,905.44   | 3,990.29   | 37.3     |
| 资产和信用减值损失   | 244.74    | 974.91    | 298.3    | 454.66     | 661.80     | 45.6     |
| 财务费用        | 42.17     | -279.73   | -763.4   | -150.72    | -632.61    |          |
| 投资收益        | 1,344.31  | 184.40    | -86.3    | 69.43      | -62.62     | -190.2   |
| 公允价值变动净收益   |           | -314.25   |          |            | 0.00       |          |
| 资产处置收益      | -78.31    | -91.54    |          | -27.26     | 3.91       |          |
| 其他收益        | 444.42    | 507.78    | 14.3     | 428.06     | 543.90     | 27.1     |
| 营业外收入       | 18.66     | 62.30     | 234.0    | 15.98      | 46.10      | 188.4    |
| 营业外支出       | 2.58      | 25.97     | 908.1    | 4.29       | 34.69      | 709.4    |
| 利润总额        | 4,848.10  | 4,204.81  | -13.3    | 3,083.42   | 4,457.69   | 44.6     |
| 所得税         | 654.04    | 468.92    | -28.3    | 441.19     | 697.47     | 58.1     |
| 税后净利润       | 4,194.06  | 3,735.90  | -10.9    | 2,642.24   | 3,760.22   | 42.3     |
| 少数股东损益      | 316.10    | 348.86    | 10.4     | 263.74     | 295.91     | 12.2     |
| 归母净利润       | 3,877.95  | 3,387.04  | -12.7    | 2,378.50   | 3,464.31   | 45.7     |
| 非经常性损益      | 1,502.28  | 258.72    | -82.8    | 393.41     | 499.76     | 27.0     |
| 扣非归母净利润     | 2,375.68  | 3,128.31  | 31.7     | 1,985.09   | 2,964.55   | 49.3     |
| %           |           |           | 百分点变化    |            |            | 百分点变化    |
| 毛利率         | 36.29     | 32.79     | -3.50    | 31.28      | 29.08      | -2.20    |

| 百万元   | 2017  | 2018  | 同比变化 (%) | 2018 年前三<br>季度 | 2019 年前三<br>季度 | 同比变化 (%) |
|-------|-------|-------|----------|----------------|----------------|----------|
| 销售费用率 | 3.98  | 4.66  | 0.68     | 4.43           | 4.50           | 0.07     |
| 管理费用率 | 6.62  | 5.37  | -1.25    | 5.14           | 4.96           | -0.18    |
| 研发费用率 | 8.16  | 6.72  | -1.44    | 6.00           | 6.87           | 0.87     |
| 财务费用率 | 0.21  | -0.94 | -1.16    | -0.79          | -1.93          | -1.14    |
| 经营利润率 | 17.05 | 15.46 | -1.59    | 15.18          | 12.14          | -3.04    |
| 所得税率  | 18.67 | 11.66 | -7.00    | 14.64          | 15.43          | 0.79     |
| 净利率   | 19.39 | 11.44 | -7.95    | 12.43          | 10.54          | -1.89    |
| 扣非净利率 | 11.88 | 10.56 | -1.32    | 10.37          | 9.02           | -1.35    |

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：单季度业绩摘要

| 百万元    | 18Q1    | 18Q2    | 18Q3    | 18Q4     | 19Q1    | 19Q2     | 19Q3     | 19Q3<br>同比 (%) | 19Q3<br>环比 (%) |
|--------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|----------------|----------------|
| 营业收入   | 3,711.6 | 5,647.9 | 9,776.3 | 10,475.3 | 9,981.9 | 10,282.0 | 12,591.9 | 28.8           | 22.5           |
| 营业成本   | 2,495.6 | 3,935.9 | 6,718.9 | 6,751.8  | 7,116.1 | 7,110.6  | 9,074.7  | 35.1           | 27.6           |
| 销售费用   | 147.7   | 301.0   | 398.1   | 532.0    | 401.2   | 402.9    | 673.5    | 69.2           | 67.2           |
| 管理费用   | 291.4   | 310.7   | 381.7   | 606.8    | 525.0   | 536.9    | 567.1    | 48.6           | 5.6            |
| 研发费用   | 273.6   | 444.6   | 429.6   | 843.2    | 748.6   | 664.5    | 842.8    | 96.2           | 26.8           |
| 财务费用   | 2.8     | -25.7   | -127.7  | -129.0   | -110.5  | -317.6   | -204.6   |                |                |
| 所得税    | 71.7    | 79.0    | 290.4   | 27.7     | 205.6   | 252.9    | 239.0    | -17.7          | -5.5           |
| 归母净利润  | 413.3   | 497.6   | 1,467.5 | 1,008.5  | 1,047.2 | 1,055.2  | 1,361.9  | -7.2           | 29.1           |
| 非经常性损益 | 144.3   | 69.4    | 179.7   | -134.7   | 131.5   | 152.4    | 215.9    | 20.1           | 41.7           |
| 扣非归母净利 | 269.1   | 428.2   | 1,287.8 | 1,143.2  | 915.7   | 902.8    | 1,146.0  | -11.0          | 26.9           |
| %      |         |         |         |          |         |          |          | 百分点<br>变化      | 百分点<br>变化      |
| 毛利率    | 32.76   | 30.31   | 31.27   | 35.55    | 28.71   | 30.84    | 27.93    | -3.34          | -2.91          |
| 销售费用率  | 3.98    | 5.33    | 4.07    | 5.08     | 4.02    | 3.92     | 5.35     | 1.28           | 1.43           |
| 管理费用率  | 7.85    | 5.50    | 3.90    | 5.79     | 5.26    | 5.22     | 4.50     | 0.60           | -0.72          |
| 研发费用率  | 7.37    | 7.87    | 4.39    | 8.05     | 7.50    | 6.46     | 6.69     | 2.30           | 0.23           |
| 财务费用率  | 0.07    | -0.46   | -1.31   | -1.23    | -1.11   | -3.09    | -1.62    | -0.32          | 1.46           |
| 所得税率   | 13.98   | 6.81    | 9.64    | 0.69     | 15.75   | 8.87     | 5.29     | -4.35          | -3.58          |
| 净利率    | 11.14   | 8.81    | 15.01   | 9.63     | 10.49   | 10.26    | 10.82    | -4.20          | 0.55           |
| 扣非净利率  | 7.25    | 7.58    | 13.17   | 10.91    | 9.17    | 8.78     | 9.10     | -4.07          | 0.32           |

资料来源：公司公告，招商证券

## 2、报表质量依旧扎实

**回款优秀，自由现金流持续增长。**前三季度公司经营性现金流量净额约 103.3 亿元，同比大增 82.9%。由于公司经营性现金流均数倍于当期利润，公司 2019 年前三季度仍在增长自由现金流。现金流表现优秀主要源于：

- 1) 销售回款好，前三季度销售商品获得现金与收入比约 115.8%；
- 2) 应收账款、票据回款加速，前三季度赊销比约 56%，同比下滑 16.9 个百分点；
- 3) 公司应付账款、应付票据快速增长，前三季度增长 86.4%达到 281.3 亿元，体现了在产业链上的竞争力与话语权。
- 4) 经营支出项中，购买商品的现金支出增速大幅低于销售回款；

表 3: 现金流分析

| %             | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  | 2018 年前<br>三季度 | 2019 年前<br>三季度 | 百分点变<br>化 |
|---------------|------|------|------|-------|----------------|----------------|-----------|
| 赊销比           | 49.4 | 53.0 | 61.9 | 53.9  | 72.92          | 56.0           | -16.89    |
| 存货营收比         | 18.3 | 9.1  | 17.1 | 23.9  | 27.63          | 30.5           | 2.83      |
| 销售商品、劳务获现金/营收 | 72.8 | 77.5 | 94.4 | 114.3 | 110.11         | 115.8          | 5.66      |
| 经营现金流净额/税后净利润 | 69.9 | 72.3 | 55.8 | 302.9 | 212.07         | 274.6          | 62.51     |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 应收账款和应付账款情况

| 亿元        | 2017 年 | 2018 年<br>Q1 | 2018 年<br>Q1-2 | 2018 年<br>Q1-3 | 2018 年 | 2019 年<br>Q1 | 2019 年<br>Q1-2 | 2019 年<br>Q1-3 |
|-----------|--------|--------------|----------------|----------------|--------|--------------|----------------|----------------|
| 应收票据及应收账款 | 123.77 | 142.43       | 111.00         | 139.55         | 159.68 | 170.96       | 176.38         | 184.11         |
| 应收票据      | 54.58  | 75.28        | 25.71          | 41.05          | 97.43  | 91.63        | 94.44          | 87.10          |
| 应收账款      | 69.19  | 67.16        | 85.29          | 98.50          | 62.25  | 79.33        | 81.94          | 97.01          |
| 应付票据及应付账款 | 137.91 | 116.72       | 124.16         | 150.97         | 188.98 | 241.25       | 271.58         | 281.34         |
| 应付票据      | 88.13  | 73.63        | 66.76          |                | 118.41 |              | 170.60         | 172.45         |
| 应付账款      | 49.78  | 43.09        | 57.41          |                | 70.57  |              | 100.99         | 108.89         |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 现金流细分项分析

| 亿元              | 2015  | 2016   | 2017   | 2018   | 2018 年前<br>三季度 | 2019 年前<br>三季度 | YoY<br>(%) |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|----------------|----------------|------------|
| 销售商品、劳务收到的现金    | 41.54 | 115.25 | 188.73 | 338.54 | 210.70         | 380.36         | 80.5       |
| 收到与其他经营活动有关的现金  | 2.21  | 4.22   | 5.29   | 22.74  | 7.05           | 17.75          | 39.5       |
| 购买商品、劳务支付的现金    | 23.02 | 59.55  | 123.58 | 190.42 | 125.88         | 230.46         | 56.8       |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 4.38  | 12.50  | 21.23  | 23.00  | 15.54          | 26.11          | 79.5       |

资料来源: 公司公告, 招商证券

**存货略有增长。**前三季度存货约 100.1 亿, 较去年同期大幅增长, 预计仍然是针对库存商品和原材料的备货力度较大。根据公司以往确认收入的节奏推测, 库存和发出商品仍将确认在以后的季度。

**预收款保持强劲。**前三季度预收款达到 72.1 亿元, 去年同期约 17.1 亿元, 但环比略有下滑。环比下滑的原因预计与 Q3 国内新能源汽车行业销量阶段性放缓有关, 但公司预付款仍然保持强劲, 是公司在全球竞争力的体现。

表 6: 库存细分情况

| 亿元        | 2017 年 | 2018 年<br>Q1 | 2018 年<br>Q1-2 | 2018 年<br>Q1-3 | 2018 年<br>全年 | 2019 年<br>Q1 | 2019 年<br>Q1-2 | 2019 年<br>Q1-3 |
|-----------|--------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 存货        | 34.18  | 41.13        | 49.20          | 52.86          | 70.76        | 76.87        | 96.24          | 100.05         |
| 原材料       | 8.77   | 11.38        | 4.60           |                | 8.52         |              | 12.09          |                |
| 库存商品      | 12.25  | 4.42         | 9.61           |                | 12.04        |              | 31.29          |                |
| 发出商品      | 5.71   | 14.08        | 21.58          |                | 32.92        |              | 32.28          |                |
| 库存商品+发出商品 | 17.96  | 18.49        | 31.19          |                | 44.96        |              | 63.57          |                |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 7: 预收款项情况

| 亿元   | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 Q1 | 2018 年 Q1-2 | 2018 年 Q1-3 | 2018 年全年 | 2019 年 Q1 | 2019 年 Q1-2 | 2019 年 Q1-3 |
|------|--------|--------|-----------|-------------|-------------|----------|-----------|-------------|-------------|
| 预收款项 | 0.88   | 2.03   | 5.18      | 3.49        | 17.05       | 49.94    | 54.05     | 75.35       | 72.12       |

资料来源: 公司公告, 招商证券

资产回报率和负债率健康、良好。前三季度 ROE 约 9.9%, ROIC 约 7.3%, 同比均略有增长, 回报率比较健康。前三季度公司负债率约 58%, 负债率同比提升 12 个百分点, 但环比基本保持平稳。公司同期各类带息负债约 78 亿元, 而强大的造现能力带动在手现金达 334 亿元。

表 8: 资产回报率情况

| %    | 2015   | 2016  | 2017  | 2018  | 2018 年前三季度 | 2019 年前三季度 | 百分点变化 |
|------|--------|-------|-------|-------|------------|------------|-------|
| ROE  | 123.22 | 34.07 | 19.30 | 11.75 | 8.34       | 9.92       | 1.57  |
| ROA  | 16.46  | 15.66 | 10.72 | 6.05  | 4.66       | 4.42       | -0.24 |
| ROIC | 51.39  | 28.58 | 17.28 | 9.63  | 7.07       | 7.27       | 0.19  |

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 9: 负债情况

|                   | 2015     | 2016     | 2017      | 2018      | 2018 年前三季度 | 2019 年前三季度 | 同比变化   |
|-------------------|----------|----------|-----------|-----------|------------|------------|--------|
| 负债率 (%)           | 82.72    | 44.76    | 46.70     | 52.36     | 45.87      | 57.96      | 12.09  |
| 短期借款 (百万元)        | 576.56   | 1,226.59 | 2,245.10  | 1,180.09  | 1,248.98   | 1,340.56   | 7.33%  |
| 一年内到期的非流动负债 (百万元) | 1,322.57 | 240.51   | 364.94    | 929.02    | 826.66     | 917.87     | 11.03% |
| 长期借款 (百万元)        | 0.00     | 302.00   | 2,129.10  | 3,490.77  | 3,245.33   | 4,630.26   | 42.67% |
| 长期应付款 (百万元)       | 917.67   | 950.08   | 895.05    | 943.41    | 967.48     | 917.16     | -5.20% |
| 货币资金 (百万元)        | 1,292.94 | 2,456.53 | 14,080.94 | 27,731.19 | 23,009.87  | 33,352.34  | 44.95% |

资料来源: 公司公告, 招商证券

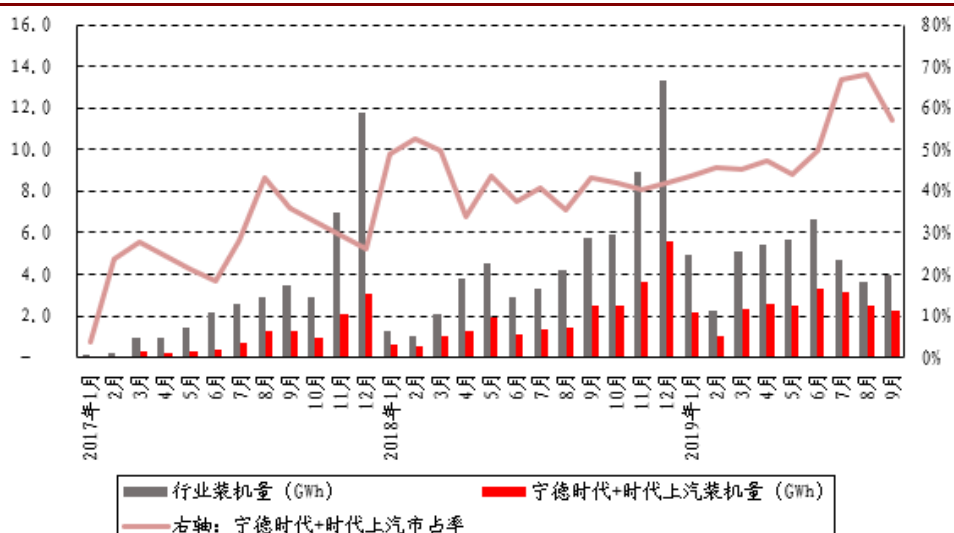
### 3、动力电池竞争优势持续扩大

#### 3.1 Q3 动力电池装机量市占率超 6 成, 遥遥领先

装机量遥遥领先。据 GGII, 公司前 3 季度装机量约 21.4GWh, 同比增长约 81%, 超过全国装机量同比增速 (约 47%), 同时市占率约 51.3%, 同比增加 10.2 个百分点。分季度看, Q1/2/3 公司装机量 (考虑时代上汽) 分别约 5.5/8.4/7.9GWh, 市占率分别约 44.6%/47.2%/64%, 市占率环比持续提升。

Q3 销量预计超过 10GWh。虽然 Q3 国内新能源汽车行业销量阶段性放缓, 但 Q3 公司销售收入约 126 亿元, 同比、环比持续增长, 综合考虑装机量和 Q2 约 64 亿元的库存和发出商品 (从过往几个季度看, 公司均有部分库存商品、发出商品确认下后续季度), 预计公司动力电池销量可能超过 10GWh。

图 1: 宁德时代装机量情况



资料来源: GGII, 招商证券

表 10: 2018 和 2019 年前 3 季度各车型和电池类型装机量情况

| 2019 年前 3 季度 |      |      |         |           |      |      |         |
|--------------|------|------|---------|-----------|------|------|---------|
| 装机量 (GWh)    | 全国   | 宁德时代 | 市占率 (%) | 装机量 (GWh) | 全国   | 宁德时代 | 市占率 (%) |
| 乘用车          | 30.6 | 15.0 | 50.1    | 三元        | 27.9 | 13.9 | 50.8    |
| 客车           | 8.7  | 6.1  | 70.2    | 磷酸铁锂      | 11.8 | 6.3  | 53.6    |
| 专用车          | 2.9  | 0.2  | 8.4     | 其他        | 2.6  | 1.2  | 46.5    |
| 合计           | 42.3 | 21.4 | 51.3    | 合计        | 42.3 | 21.4 | 51.3    |
| 2018 年前 3 季度 |      |      |         |           |      |      |         |
| 装机量 (GWh)    | 全国   | 宁德时代 | 市占率 (%) | 装机量 (GWh) | 全国   | 宁德时代 | 市占率 (%) |
| 乘用车          | 17.6 | 6.6  | 37.3    | 三元        | 10.9 | 4.9  | 44.9    |
| 客车           | 8.9  | 4.5  | 50.9    | 磷酸铁锂      | 16.5 | 6.8  | 41.4    |
| 专用车          | 2.3  | 0.7  | 31.5    | 其他        | 1.3  | 0.1  | 6.4     |
| 合计           | 28.8 | 11.8 | 41.1    | 合计        | 28.8 | 11.8 | 41.1    |

资料来源: GGII, 招商证券; 注: 宁德时代市占率中考虑时代上汽

表 11: 出货量情况预计

| 出货量预计 (GWh)   | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 总出货量预计        | 2.20   | 4.30   | 7.20   | 7.61   | 8.00   | 8.25   | 10.00  | 10.50   |         |
| 磷酸铁锂出货量预计     | 0.91   | 2.00   | 2.67   | 3.58   | 1.84   | 2.21   | 3.73   | 3.92    |         |
| 三元销量预测        | 1.29   | 2.30   | 4.53   | 4.03   | 6.16   | 6.04   | 6.27   | 6.58    |         |
| 装机情况 (GWh)    | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | YoY (%) | QoQ (%) |
| 总装机量          | 2.21   | 4.32   | 5.30   | 11.69  | 5.49   | 8.15   | 7.78   | 47      | -5      |
| 磷酸铁锂装机量 (GWh) | 0.92   | 2.01   | 1.96   | 5.50   | 1.26   | 2.18   | 2.90   | 48      | 33      |
| 三元装机量         | 1.29   | 2.31   | 3.34   | 6.19   | 4.23   | 5.97   | 4.87   | 46      | -18     |
| 磷酸铁锂装机占比 (%)  | 41.6   | 46.6   | 37.0   | 47.0   | 23.0   | 26.7   | 37.3   |         |         |
| 三元装机占比 (%)    | 58.4   | 53.4   | 63.0   | 53.0   | 77.0   | 73.3   | 62.7   |         |         |

资料来源: GGII, 招商证券

### 3.2 动力电池价格有所下滑，成本仍保持领先

**动力电池价格预计有所下滑。**估算公司 Q3 动力电池不含税均价下滑至约 1 元/wh 左右，主要系 6 月补贴大幅退坡，整车厂的降成本压力向供应链企业传导。

**毛利率有所下滑，不过成本仍然有领先优势。**Q3 公司整体毛利率约 27.9%，同比下滑 3.3 个百分点，环比下滑 2.9 个百分点，预计主要系 1) 动力电池价格下滑；2) Q3 钴价反弹，带动正极材料价格回暖，可能导致公司降成本承受一定压力。

估算公司动力电池成本（非全成本）在 0.73 元/wh 左右，不过考虑到年初公司将动力电池生产设备折旧年限由 5 年降低至 4 年，因而增加 7.54 亿元折旧成本，公司仍保持对同行的成本领先优势。

**表 12：宁德时代出货价格与成本测算（按季度）**

|                 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3F |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入（亿元）        | 36.20  | 57.39  | 97.76  | 104.75 | 99.82  | 102.82 | 125.92  | 125.92 |
| 动力电池营收（亿元）      | 28.95  | 43.44  | 84.27  | 90.39  | 83.21  | 85.71  | 100.00  | 105.00 |
| 动力电池占比预计（%）     | 80.0   | 75.7   | 86.2   | 86.3   | 83.4   | 83.4   | 79.4    | 83.4   |
| 营业成本（亿元）        | 24.96  | 39.36  | 67.19  | 67.52  | 71.16  | 71.11  | 90.75   | 90.75  |
| 动力电池营业成本（亿元）    | 18.53  | 30.39  | 56.98  | 57.19  | 59.78  | 60.36  | 73.17   | 76.82  |
| 动力电池占比预计（%）     | 74.2   | 77.2   | 84.8   | 84.7   | 84.0   | 84.9   | 80.6    | 84.7   |
| 整体毛利率（%）        | 31.1   | 31.4   | 31.3   | 35.5   | 28.7   | 30.8   | 27.9    | 27.9   |
| 动力电池毛利率（%）      | 36.0   | 30.0   | 32.4   | 36.7   | 28.2   | 29.6   | 26.8    | 26.8   |
| 动力电池出货量预计 (GWh) | 2.20   | 4.30   | 7.20   | 7.61   | 8.00   | 8.25   | 10.00   | 10.50  |
| 单价假设，不含税（元/wh）  | 1.32   | 1.01   | 1.17   | 1.19   | 1.04   | 1.04   | 1.00    | 1.00   |
| 单价假设，含税（元/wh）   | 1.54   | 1.17   | 1.36   | 1.38   | 1.21   | 1.17   | 1.13    | 1.13   |
| 单位成本假设（元/wh）    | 0.84   | 0.71   | 0.79   | 0.75   | 0.75   | 0.73   | 0.73    | 0.73   |

资料来源：公司公告，招商证券

## 盈利预测假设

表 13: 业绩预测

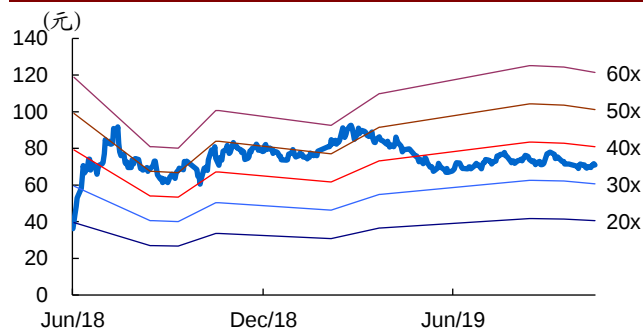
|        |           | 2016  | 2017  | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 动力电池系统 | 收入 (亿元)   | 139.8 | 166.6 | 245.2  | 370.2 | 434.5 | 544.3 |
|        | YoY (%)   | 180.6 | 19.2  | 47.2   | 51.0  | 17.4  | 25.3  |
|        | 营业成本 (亿元) | 77.1  | 107.8 | 161.6  | 266.7 | 319.9 | 402.9 |
|        | 毛利率 (%)   | 44.8  | 35.3  | 34.1   | 28.0  | 26.4  | 26.0  |
| 储能电池系统 | 收入 (亿元)   | 0.4   | 0.2   | 1.9    | 6.2   | 15.9  | 35.7  |
|        | YoY (%)   | -55.9 | -58.1 | 1051.9 | 228.5 | 155.0 | 125.0 |
|        | 营业成本 (亿元) | 0.3   | 0.1   | 1.5    | 4.9   | 12.5  | 28.2  |
|        | 毛利率 (%)   | 34.3  | 12.3  | 19.0   | 21.1  | 21.1  | 21.1  |
| 锂电池材料  | 收入 (亿元)   | 6.1   | 24.7  | 38.6   | 48.9  | 62.8  | 90.5  |
|        | YoY (%)   | 3.4   | 304.2 | 56.3   | 26.8  | 28.3  | 44.2  |
|        | 营业成本 (亿元) | 4.5   | 18.0  | 29.7   | 36.7  | 48.0  | 69.3  |
|        | 毛利率 (%)   | 26.8  | 27.0  | 23.1   | 25.0  | 23.5  | 23.5  |
| 其他     | 收入 (亿元)   | 2.5   | 8.5   | 10.5   | 12.5  | 15.1  | 18.1  |
|        | YoY (%)   | 502.5 | 237.3 | 20     | 20    | 20    | 20    |
|        | 营业成本 (亿元) | 1.9   | 1.4   | 6.2    | 6.3   | 7.5   | 9.0   |
|        | 毛利率 (%)   | 23.2  | 83.9  | 40     | 50    | 50    | 50    |
| 汇总     | 收入 (亿元)   | 148.8 | 200.0 | 296.1  | 438.0 | 528.2 | 688.6 |
|        | YoY (%)   | 160.9 | 34.4  | 48.1   | 47.9  | 20.6  | 30.4  |
|        | 营业成本 (亿元) | 83.8  | 127.4 | 199.0  | 314.5 | 388.0 | 509.4 |
|        | 毛利率 (%)   | 43.7  | 36.3  | 32.8   | 28.2  | 26.5  | 26.0  |

资料来源: 招商证券

## 风险提示

- 1) 新能源汽车政策低于预期:** 如果相关产业政策发生重大不利变化, 将会对公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响, 因此存在一定的政策风险。
- 2) 产能扩张与客户开拓低于预期:** 项目的投资建设存在项目逾期完工或试投产不顺利的风险, 也存在投资或运营成本费用的增加等, 使项目经济效益达不到预期目标的风险。
- 3) 产品价格持续下降:** 行业参与较多且都在扩产, 如果未来市场需求不及预期, 市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩, 将面临一定的市场竞争加剧的风险。

图 2: 宁德时代历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 宁德时代历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E         | 2021E         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 33033        | 53911        | 66903        | 78318         | 97318         |
| 现金             | 14081        | 27731        | 27664        | 30754         | 35327         |
| 交易性投资          | 14           | 513          | 513          | 513           | 513           |
| 应收票据           | 5458         | 9743         | 14410        | 17379         | 22656         |
| 应收款项           | 6919         | 6225         | 9178         | 11069         | 14429         |
| 其它应收款          | 91           | 589          | 872          | 1051          | 1370          |
| 存货             | 3418         | 7076         | 11170        | 13779         | 18090         |
| 其他             | 3053         | 2034         | 3097         | 3772          | 4933          |
| <b>非流动资产</b>   | 16630        | 19972        | 22767        | 24946         | 26643         |
| 长期股权投资         | 791          | 965          | 965          | 965           | 965           |
| 固定资产           | 8219         | 11575        | 14565        | 16914         | 18760         |
| 无形资产           | 1409         | 1346         | 1212         | 1090          | 981           |
| 其他             | 6210         | 6086         | 6025         | 5976          | 5937          |
| <b>资产总计</b>    | <b>49663</b> | <b>73884</b> | <b>89670</b> | <b>103264</b> | <b>123961</b> |
| <b>流动负债</b>    | 17890        | 31085        | 43037        | 51979         | 66754         |
| 短期借款           | 2245         | 1180         | 0            | 0             | 0             |
| 应付账款           | 4978         | 7057         | 11153        | 13758         | 18062         |
| 预收账款           | 203          | 4994         | 7893         | 9737          | 12782         |
| 其他             | 10464        | 17853        | 23991        | 28485         | 35910         |
| <b>长期负债</b>    | 5302         | 7599         | 7599         | 7599          | 7599          |
| 长期借款           | 2129         | 3491         | 3491         | 3491          | 3491          |
| 其他             | 3173         | 4108         | 4108         | 4108          | 4108          |
| <b>负债合计</b>    | <b>23192</b> | <b>38684</b> | <b>50636</b> | <b>59578</b>  | <b>74352</b>  |
| 股本             | 1955         | 2195         | 2195         | 2195          | 2195          |
| 资本公积金          | 15603        | 20242        | 20242        | 20242         | 20242         |
| 留存收益           | 7143         | 10501        | 13941        | 18081         | 23322         |
| 少数股东权益         | 1770         | 2262         | 2656         | 3168          | 3849          |
| 归属于母公司所有者权益    | 24701        | 32938        | 36378        | 40518         | 45759         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>49663</b> | <b>73884</b> | <b>89670</b> | <b>103264</b> | <b>123961</b> |

## 现金流量表

| 单位: 百万元        | 2017        | 2018          | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2341        | 11316         | 7289        | 8430        | 10115       |
| 净利润            | 3878        | 3387          | 4537        | 5502        | 6892        |
| 折旧摊销           | 1381        | 2304          | 2681        | 3297        | 3779        |
| 财务费用           | 113         | 262           | (830)       | (1000)      | (1087)      |
| 投资收益           | (1344)      | (184)         | (500)       | (500)       | (500)       |
| 营运资金变动         | (1755)      | 5853          | 989         | 609         | 332         |
| 其它             | 68          | (305)         | 413         | 523         | 700         |
| <b>投资活动现金流</b> | (7636)      | (19488)       | (4979)      | (4979)      | (4979)      |
| 资本支出           | (7180)      | (6629)        | (5479)      | (5479)      | (5479)      |
| 其他投资           | (456)       | (12858)       | 500         | 500         | 500         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 8933        | 7043          | (2377)      | (361)       | (563)       |
| 借款变动           | 3127        | 1898          | (2109)      | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 1342        | 240           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 3993        | 4639          | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (307)       | (978)         | (1098)      | (1361)      | (1650)      |
| 其他             | 777         | 1243          | 830         | 1000        | 1087        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3638</b> | <b>(1129)</b> | <b>(67)</b> | <b>3090</b> | <b>4573</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位: 百万元        | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>    | 19997       | 29611       | 43796       | 52821       | 68857       |
| 营业成本           | 12740       | 19902       | 31454       | 38799       | 50937       |
| 营业税金及附加        | 96          | 171         | 253         | 305         | 398         |
| 营业费用           | 796         | 1379        | 1883        | 2113        | 2617        |
| 管理费用           | 1018        | 1325        | 1591        | 2190        | 2483        |
| 研发费用           | 1134        | 1632        | 1991        | 2847        | 3328        |
| 财务费用           | 42          | (280)       | (830)       | (1000)      | (1087)      |
| 资产减值损失         | 245         | 975         | 1000        | 600         | 600         |
| 公允价值变动         | 0           | (314)       | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资收益</b>    | 1710        | 601         | 500         | 500         | 500         |
| 营业利润           | 4832        | 4168        | 5500        | 6693        | 8456        |
| 营业外收入          | 19          | 62          | 62          | 62          | 62          |
| <b>营业外支出</b>   | 3           | 26          | 26          | 26          | 26          |
| 利润总额           | 4848        | 4205        | 5536        | 6729        | 8492        |
| 所得税            | 654         | 469         | 604         | 716         | 919         |
| 净利润            | 4194        | 3736        | 4932        | 6013        | 7573        |
| <b>少数股东损益</b>  | 316         | 349         | 395         | 511         | 682         |
| <b>归属于母公司净</b> | <b>3878</b> | <b>3387</b> | <b>4537</b> | <b>5502</b> | <b>6892</b> |

## 主要财务比率

|                 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 34%   | 48%   | 48%   | 21%   | 30%   |
| 营业利润            | 50%   | -14%  | 32%   | 22%   | 26%   |
| 净利润             | 36%   | -13%  | 34%   | 21%   | 25%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 36.3% | 32.8% | 28.2% | 26.5% | 26.0% |
| 净利率             | 19.4% | 11.4% | 10.4% | 10.4% | 10.0% |
| ROE             | 15.7% | 10.3% | 12.5% | 13.6% | 15.1% |
| ROIC            | 12.4% | 8.3%  | 9.7%  | 10.7% | 12.3% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 46.7% | 52.4% | 56.5% | 57.7% | 60.0% |
| 净负债比率           | 9.5%  | 7.6%  | 3.9%  | 3.4%  | 2.8%  |
| 流动比率            | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   | 1.5   |
| 速动比率            | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 存货周转率           | 5.3   | 3.8   | 3.4   | 3.1   | 3.2   |
| 应收帐款周转率         | 2.8   | 4.5   | 5.7   | 5.2   | 5.4   |
| 应付帐款周转率         | 3.1   | 3.3   | 3.5   | 3.1   | 3.2   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS             | 1.98  | 1.54  | 2.07  | 2.51  | 3.14  |
| 每股经营现金          | 1.20  | 5.16  | 3.32  | 3.84  | 4.61  |
| 每股净资产           | 12.63 | 15.01 | 16.57 | 18.46 | 20.85 |
| 每股股利            | 0.50  | 0.50  | 0.62  | 0.75  | 0.94  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 35.8  | 46.0  | 34.4  | 28.3  | 22.6  |
| PB              | 5.6   | 4.7   | 4.3   | 3.8   | 3.4   |
| EV/EBITDA       | 34.9  | 35.7  | 29.2  | 23.9  | 19.2  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。