

2019-10-26

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

宁德时代 (300750)

# 收入增长超预期，行业调整凸显龙头风采

## 报告要点

### ■ 事件描述

宁德时代发布 2019 年三季报，三季度实现收入 125.92 亿元，同比增长 28.8%，环比增长 22.47%；扣非净利润 11.46 亿元，同比下滑 11.01%，环比增长 26.9%；最终业绩落于前期预告中枢附近，整体符合预期。

### ■ 事件评论

- **收入实现超预期增长，展现龙头韧性与业务延伸性。** 补贴退坡影响下 3 季度国内新能源车行业景气回落，公司收入则出现同环比增长：1) 公司竞争力在行业调整中进一步得到体现，3 季度装机市场份额进一步提升至 62%，单季度装机量 7.7GWh，同比增长 46%，环比微降 7%。2) 出货方面，GGII 数据显示公司三季度出货 10.5GWh，同比增长 46%，环比增长 17%，出货量环比增速好于装机的原因或在于下游客户积极备货、非动力市场的增量以及公司海外出货贡献。3) 考虑到 3 季度动力电池行业均价环比有所下行，而公司收入环比高增，我们预计公司非动力业务如储能、锂电池材料、废料销售、研发服务等也贡献增长。
- **毛利率降幅可控，扣非净利率维持平稳。** 公司单 3 季度毛利率为 27.93%，环比下降 2.91pct，主要与过渡期后单车补贴进一步下降，产业链价格环比下行有关。期间费用率方面，公司依旧维持极高的研发投入强度，单季度研发费用 8.43 亿元，且销售费用率亦有提升，整体期间费用率环比有所上升，且明显高于 2018 年三季度 11.1% 的费用率低点。在毛利率环比略降，期间费用率环比上升的背景下，公司扣非净利润率环比略有改善，主要原因在于：1) 2 季度存货及坏账计提保守，因而 3 季度所需计提的金额较小；2) 2 季度归属少数股东损益为 1.74 亿元，而 3 季度仅 0.52 亿元，预计与合资工厂出货下降有关。
- **营运数据依旧优秀，产业链地位再获证明。** 2019Q3 公司实现经营性现金流净额 30.49 亿元，明显高于净利润水平，更重要的是公司经营性现金流净额同样大于当期资本开支，在 1-9 月累计资本开支高达 66.6 亿元的背景下，公司依旧实现了自我造血。
- **投资建议：** 预计公司 2019、2020 年归属净利润分别为 49、59 亿元，对应 PE 分别为 32、27 倍，维持买入评级。

分析师 邬博华

☎ (8621) 61118797

✉ wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514040001

分析师 马军

☎ (8621) 61118720

✉ majun3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515070001

分析师 陈怀山

☎ (8621) 61118720

✉ chenhs@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490519080005

联系人 叶之楠

☎ (8621) 61118720

✉ yezn@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

《从折旧与现金周期，看宁德时代盈利潜力》  
2019-10-5

《大国重器，时代之光》2019-8-12

**风险提示：**

1. 新能源汽车产销不达预期；
2. 动力电池行业格局超预期恶化。

## 收入增长超预期，行业调整凸显龙头风采

宁德时代发布 2019 年三季报，三季度实现收入 125.92 亿元，同比增长 28.8%，环比增长 22.47%；扣非净利润 11.46 亿元，同比下滑 11.01%，环比增长 26.93%；最终业绩落于前期预告中枢附近，整体符合预期。

表 1：宁德时代三季报业绩概况（亿元）

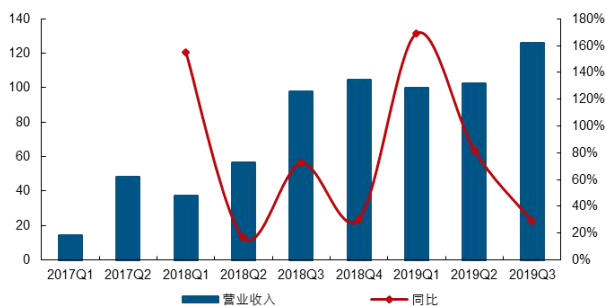
宁德时代	2019-3Q	2018-3Q	同比	2019Q3	2018Q3	同比	2019Q2	环比
营业收入	328.56	191.36	71.70%	125.92	97.76	28.80%	102.82	22.47%
毛利率	29.08%	31.28%	-2.20pct	27.93%	31.27%	-3.34 pct	30.84%	-2.91 pct
扣非净利润	29.65	19.85	49.34%	11.46	12.88	-11.01%	9.03	26.93%
扣非净利率	9.02%	10.37%	-1.35 pct	9.10%	13.17%	-4.07 pct	8.78%	0.32 pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

对此，我们点评如下：

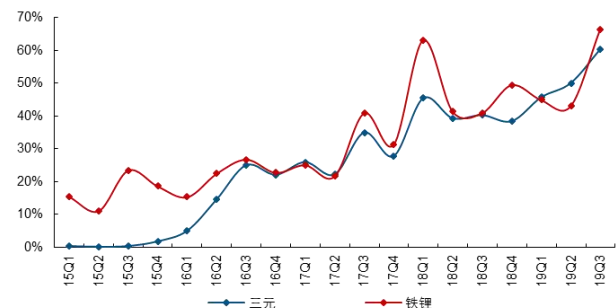
**收入实现超预期增长，展现龙头韧性与业务延伸性。**2019 年 3 季度，国内新能源车经历补贴退坡后的阵痛，合格证产量同比下滑 22%、环比下滑 36%，动力电池装机量同比下滑 9%、环比下滑 32%。在行业景气回落的背景下，公司收入出现同环比增长难能可贵：**1）装机量与份额方面**，公司竞争力在行业调整中进一步得到体现，3 季度公司市场份额进一步提升至 62%（2019Q2 为 48%，2018Q3 为 40%），合格证装机量 7.7GWh，同比增长 46%，环比微降 7%。**2）出货方面**，GGII 数据显示公司三季度出货 10.5GWh，同比增长 46%，环比增长 17%，出货量环比增速好于装机的原因或在于下游客户积极备货、非动力市场的增量贡献（如通信电源）以及公司海外出货贡献。**3）此外**，考虑到 3 季度动力电池行业均价环比有所下行，而公司收入环比高增，我们预计公司非动力业务如储能、锂电池材料、废料销售、研发服务等也可能贡献增长。

图 1：2019Q3 公司收入 125.92 亿元，同比增长 28.8%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：宁德时代 2019 年 3 季度装机量份额提升至 60% 以上

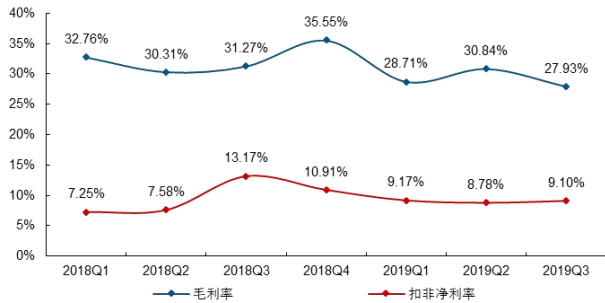


资料来源：合格证数据，长江证券研究所

**毛利率降幅可控，扣非净利率维持平稳。**公司单 3 季度毛利率为 27.93%，环比下降 2.91pct，主要与过渡期后单车补贴进一步下降，产业链价格环比下行有关；但在三季度正极材料价格企稳上行，NCM811 电池出货占比较小且生产效率仍有提升空间的背景下，毛利率的环比降幅是符合预期的。期间费用率方面，公司依旧维持极高的研发投入强度，单季度研发费用 8.43 亿元，且销售费用率亦有提升，整体期间费用率环比有所上升，且明显高于 2018 年三季度 11.1% 的费用率低点。在毛利率环比略降，期间费用率环比上升的背景下，公司扣非净利润率环比略有改善，主要原因在于：1）公司 2 季度存货

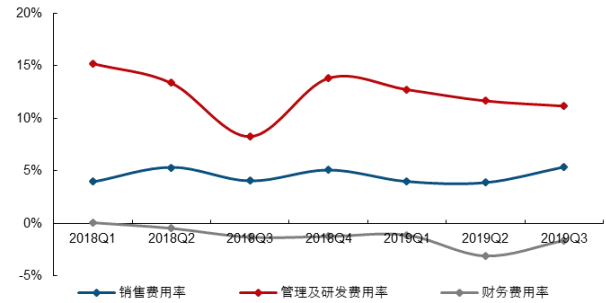
及坏账计提保守，因而3季度所需计提的金额较小；2）公司2季度归属少数股东损益为1.74亿元，而3季度仅0.52亿元，预计与时代上汽等合资工厂出货下降有关。

图3：2019Q3毛利率环比下降2.91pct，扣非净利率环比提升0.32pct



资料来源：Wind，长江证券研究所

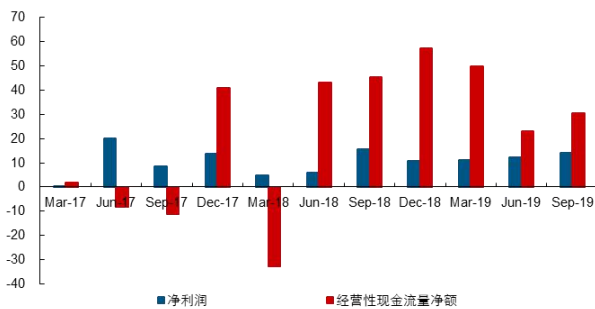
图4：2019Q3公司销售费用率环比提升，整体环比略有下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

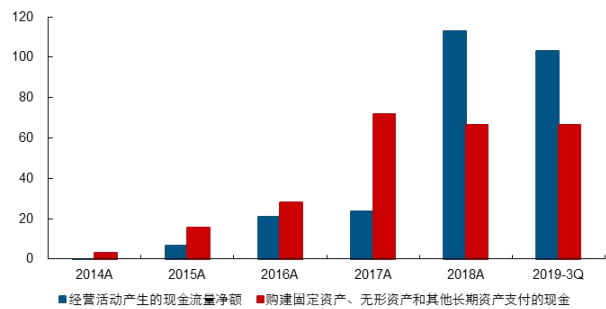
**营运数据依旧优秀，产业链地位再获证明。**2019Q3公司实现经营性现金流净额30.49亿元，明显高于净利润水平，更重要的是公司经营性现金流净额同样大于当期资本开支，在1-9月累计资本开支高达66.6亿元的背景下，公司依旧实现了自我造血。

图5：2019Q3公司经营性现金流净额30.5亿，高于净利润水平（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

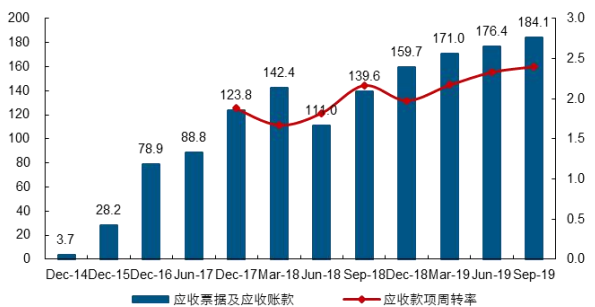
图6：公司2019年前三季度经营性现金流净额远大于资本开支（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

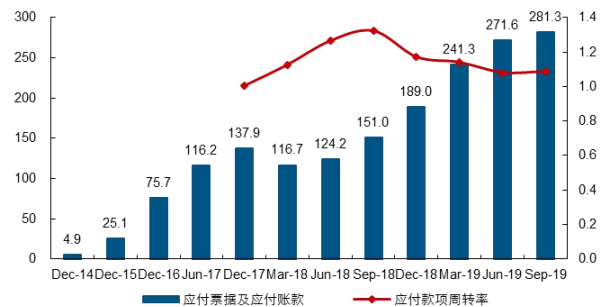
公司优异的经营性现金流除了折旧支撑外，产业链地位依旧维持强势，9月末公司应收账款及票据为184.1亿元，应付账款及票据281.3亿元，周转率均有提升。

图7：9月末公司应收账款及票据184.1亿元，周转率提升（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

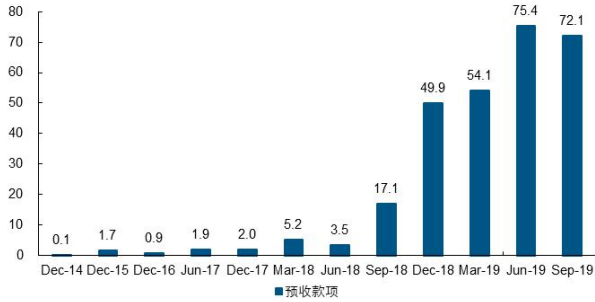
图8：9月末公司应付账款及票据281.3亿元，周转率提升（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

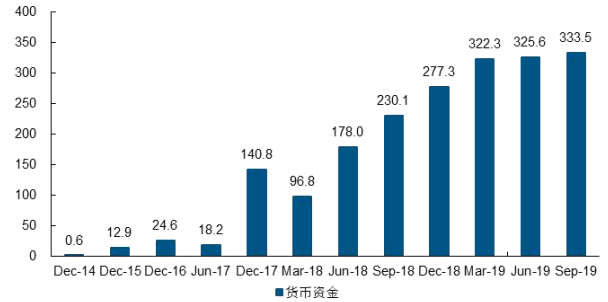
预收款项方面，9月末为72.1亿元，尽管较6月末有所下降，但预计主要为公司产能大规模释放，前期供给短缺得到缓解所导致。强势的产业链地位保障公司9月末货币现金维持在333.5亿元的高位，进而使得单季度的利息收入接近3亿元。

图 9：9 月末公司预收账款为 72.1 亿元，较 6 月末有所下降（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：9 月末公司货币现金 333.5 亿元，维持高位（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

**投资建议：**在补贴大幅退坡的背景下，产业链整体面临较大的增长压力，但我们也看到龙头公司凭借自身竞争力实现份额大幅提升以及成本有效控制，进而保障自身业绩的稳健成长。预计公司 2019、2020 年归属净利润分别为 49、59 亿元，对应 PE 分别为 32、27 倍，维持买入评级。

**主要财务指标**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29611	45051	57953	71563
增长率(%)	48%	52%	29%	23%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	3387	4892	5854	6876
增长率(%)	-13%	44%	20%	17%
每股收益(元)	1.53	2.22	2.65	3.11
净资产收益率(%)	10%	13%	13%	14%

注：主要财务指标与估值模型中 EPS 均按最新股本摊薄

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
<b>营业收入</b>	<b>29611</b>	<b>45051</b>	<b>57953</b>	<b>71563</b>	货币资金	27731	29842	29404	30728
营业成本	19902	32184	42185	52753	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>9709</b>	<b>12867</b>	<b>15768</b>	<b>18810</b>	应收账款	15968	20983	26198	31370
%营业收入	33%	29%	27%	26%	存货	7076	9699	12713	15898
营业税金及附加	171	270	348	429	预付账款	865	1931	2320	2638
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2272	2207	2384	2570
销售费用	1379	2090	2492	3077	<b>流动资产合计</b>	<b>53911</b>	<b>64662</b>	<b>73019</b>	<b>83203</b>
%营业收入	5%	5%	4%	4%	可供出售金融资产	1517	1517	1517	1517
管理费用	1591	2253	2840	2934	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	4%	长期股权投资	965	1765	2765	3965
财务费用	-280	-813	-744	-666	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1%	-2%	-1%	-1%	固定资产合计	11575	17355	21675	25695
资产减值损失	975	873	601	722	无形资产	1346	1728	2083	2410
公允价值变动收益	-314	0	0	0	商誉	100	100	100	100
投资收益	184	110	120	120	递延所得税资产	1241	1241	1241	1241
<b>营业利润</b>	<b>4168</b>	<b>6236</b>	<b>7881</b>	<b>9599</b>	其他非流动资产	3229	4729	6229	7729
%营业收入	14%	14%	14%	13%	<b>资产总计</b>	<b>73884</b>	<b>93097</b>	<b>108628</b>	<b>125860</b>
营业外收支	36	34	34	34	短期贷款	1180	234	265	312
<b>利润总额</b>	<b>4205</b>	<b>6270</b>	<b>7915</b>	<b>9633</b>	应付款项	18898	26453	32361	37577
%营业收入	14%	14%	14%	13%	预收账款	4994	6758	5795	4294
所得税费用	469	878	1108	1349	应付职工薪酬	1122	1802	2362	2954
净利润	3736	5392	6807	8284	应交税费	723	1081	1391	1718
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3387</b>	<b>4892</b>	<b>5854</b>	<b>6876</b>	其他流动负债	4167	5427	6305	7574
少数股东损益	349	500	953	1408	<b>流动负债合计</b>	<b>31085</b>	<b>41755</b>	<b>48480</b>	<b>54428</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.53</b>	<b>2.22</b>	<b>2.65</b>	<b>3.11</b>	长期借款	3491	4791	4791	4791
					应付债券	0	1500	3500	6500
					递延所得税负债	41	41	41	41
					其他非流动负债	4067	4067	4067	4067
					<b>负债合计</b>	<b>38684</b>	<b>52154</b>	<b>60879</b>	<b>69827</b>
					归属于母公司	32938	38181	44034	50910
					少数股东权益	2262	2762	3715	5123
					<b>股东权益</b>	<b>35200</b>	<b>40943</b>	<b>47749</b>	<b>56033</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>73884</b>	<b>93097</b>	<b>108628</b>	<b>125860</b>
					<b>基本指标</b>				
					EPS	1.53	2.22	2.65	3.11
					BVPS	14.91	17.29	19.94	23.05
					PE	46.31	32.06	26.79	22.81
					PEG	—	0.72	1.36	1.31
					PB	4.76	4.11	3.56	3.08
					EV/EBITDA	19.48	13.99	10.69	8.13
					ROE	10%	13%	13%	14%

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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;香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层(200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼(430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层(100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

## 分析师声明

作者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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与,不与,也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系,特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行,仅供长江证券股份有限公司(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。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告;本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表本公司或其他附属机构的立场;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的,应当注明本报告的发布人和发布日期,提示使用证券研究报告的风险。未