

宁德时代 (300750.SZ)

市场优势与成本消化推动三季度逆势增长

核心观点:

● **三季度接近预告区间上限, 份额提升与成本消化凸显业绩韧性**

公司公告前三季度营业收入 328.56 亿元, 同比增长 71.70%, 归母净利润 34.64 亿元, 同比增长 45.65%, 扣非归母净利润 29.65 亿元, 同比增长 49.34%, 落于预告区间中位数以上, 其中三季度单季度营业收入 125.92 亿元, 同比增长 28.80%, 环比增长 22.47%, 归母净利润 13.62 亿元, 同比下降 7.20%, 环比增长 29.06%, 扣非归母净利润 11.46 亿元, 同比下降 11.01%, 环比增长 26.93%。补贴新政 6 月 25 日实施后, 公司三季度装机量 7.8GWh, 环比下滑 5.0%, 市占率达 61.1%, 相比上半年 44.7% 大幅提升, 同时公司以优秀的成本消化能力实现三季度扣非业绩环比增长近 3 成。

● **毛利率短期承压, 导入全新技术有望改善盈利能力**

单三季度公司毛利率 27.93%, 同比下降 3.34 个百分点, 环比下降 2.91 个百分点, 体现补贴退坡后公司盈利承压后韧性仍强。公司以全球领先的创新能力, 开发高性能、低成本的动力电池产品, 将强化全球地位。据官方微信公众号披露, 9 月底以来公司公布全球首款 CTP (电芯直接集成到电池包) 电池包装载中国第一大纯电动车企北汽新能源的明星车型 EU5, 商用车领域配套拉美三大商用车公司之一大众 (拉美) 卡客车公司。新技术应用将带来零部件数量减少 40%, 生产效率提升 50%, 系统能量密度将从 140-150Wh/kg 提升至 200Wh/kg 以上, 推动制造成本下降有望改善盈利能力。

● **投资建议: 龙头地位兑现业绩增长, 维持买入评级**

预计 2019-2021 年 EPS 为 2.13、2.80 和 3.75 元/股, 结合公司上市以来 PE 估值水平及受益行业景气度变化和业绩增长的基本面判断, 维持买入评级, 维持之前 97 元/股合理价值的判断, 维持买入评级。

● **风险提示: 动力电池降价幅度超预期; 新能源汽车销量不及预期。**

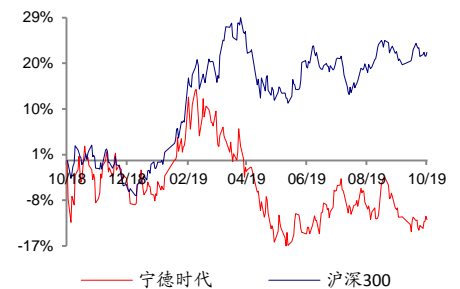
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19996.86	29611.27	39861.94	51912.91	71085.15
增长率 (%)	34.40	48.08	34.62	30.23	36.93
EBITDA (百万元)	4989.38	6414.35	11563.60	15680.81	20762.58
净利润 (百万元)	3877.95	3387.04	4714.32	6180.87	8286.59
增长率 (%)	35.98	-12.66	39.19	31.11	34.07
EPS (元/股)	2.01	1.64	2.13	2.80	3.75
市盈率 (P/E)	-	48.12	33.27	25.38	18.93
市净率 (P/B)	-	4.92	4.13	3.55	2.99
EV/EBITDA	-	21.85	11.60	8.32	5.96

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	71.02 元
合理价值	97 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师: 陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师: 纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-60750617

jjchengwei@gf.com.cn

请注意, 陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

宁德时代 (300750.SZ): 三 2019-10-15
季度补贴退坡后展现强业绩韧性

宁德时代 (300750.SZ): 新 2019-10-14
型技术走向世界, 创新能力强化优势

宁德时代 (300750.SZ): 百 2019-09-26
亿投资加大扩产, 面向西南辐射全国

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	33,033	53,911	76,038	96,295	122,917
货币资金	14,081	27,731	40,000	50,000	60,000
应收及预付	12,773	17,422	26,298	34,080	46,692
存货	3,418	7,076	7,739	10,216	14,225
其他流动资产	2,761	1,682	2,000	2,000	2,000
非流动资产	16,630	19,972	23,757	28,070	30,373
长期股权投资	791	965	965	965	965
固定资产	8,219	11,575	15,681	17,787	17,894
在建工程	2,974	1,624	3,624	5,624	7,624
无形资产	1,648	1,752	1,970	2,177	2,373
其他长期资产	2,996	4,056	1,517	1,517	1,517
资产总计	49,663	73,884	99,794	124,365	153,290
流动负债	17,890	31,085	47,586	60,865	76,183
短期借款	2,245	1,180	8,236	10,315	9,298
应付及预收	15,265	28,642	37,816	48,716	64,751
其他流动负债	380	1,263	1,534	1,834	2,134
非流动负债	5,302	7,599	11,491	15,991	20,491
长期借款	2,129	3,491	7,491	11,491	15,491
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,173	4,108	4,000	4,500	5,000
负债合计	23,192	38,684	59,077	76,855	96,674
股本	1,955	2,195	2,208	2,208	2,208
资本公积	15,355	21,373	21,360	21,360	21,360
留存收益	7,143	10,501	15,215	21,396	29,683
归属母公司股东权益	24,701	32,938	37,989	44,170	52,457
少数股东权益	1,770	2,262	2,728	3,339	4,159
负债和股东权益	49,663	73,884	99,794	124,365	153,290

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19997	29611	39862	51913	71085
营业成本	12740	19902	28248	37287	51922
营业税金及附加	96	171	239	260	355
销售费用	796	1379	1594	2077	2843
管理费用	1325	1591	2192	2596	3199
财务费用	42	-280	220	380	540
资产减值损失	245	975	1261	1384	1573
公允价值变动收益	0	-314	0	0	0
投资净收益	1344	184	100	100	100
营业利润	4832	4168	6117	7941	10663
营业外收入	19	62	50	50	50
营业外支出	3	26	0	0	0
利润总额	4848	4205	6167	7991	10713
所得税	654	469	987	1199	1607
净利润	4194	3736	5181	6792	9106
少数股东损益	316	349	466	611	820
归属母公司净利润	3878	3387	4714	6181	8287
EBITDA	4989	6414	11564	15681	20763
EPS (元)	2.01	1.64	2.13	2.80	3.75

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,449	11,316	9,743	13,651	16,907
净利润	4,194	3,736	5,181	6,792	9,106
折旧摊销	1,381	2,304	3,976	5,987	7,997
营运资金变动	-1,970	4,456	-1,944	-741	-2,159
其它	-1,156	820	2,530	1,613	1,962
投资活动现金流	-7,744	-19,488	-8,851	-10,150	-10,150
资本支出	-7,180	-6,629	-8,951	-10,250	-10,250
投资变动	-1,215	-183	100	100	100
其他	650	-12,676	0	0	0
筹资活动现金流	8,933	7,043	11,377	6,499	3,243
银行借款	4,757	2,781	11,056	6,079	2,983
股权融资	6,179	6,275	0	0	0
其他	-2,003	-2,013	321	420	260
现金净增加额	3,638	-1,129	12,269	10,000	10,000
期初现金余额	2,457	14,081	27,731	40,000	50,000
期末现金余额	6,080	12,980	40,000	50,000	60,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.4	48.1	34.6	30.2	36.9
营业利润增长	50.4	-13.7	46.8	29.8	34.3
归母净利润增长	36.0	-12.7	39.2	31.1	34.1
获利能力(%)					
毛利率	36.3	32.8	29.1	28.2	27.0
净利率	21.0	12.6	13.0	13.1	12.8
ROE	15.7	10.3	12.4	14.0	15.8
ROIC	21.6	34.4	42.0	44.9	52.4
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	52.4	59.2	61.8	63.1
净负债比率(%)	-35.3	-62.0	-55.9	-55.5	-58.5
流动比率	1.85	1.73	1.60	1.58	1.61
速动比率	1.64	1.48	1.41	1.40	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.46	0.46	0.51
应收账款周转率	2.81	4.51	3.65	3.65	3.65
存货周转率	5.33	3.79	3.65	3.65	3.65
每股指标(元)					
每股收益	2.01	1.64	2.13	2.80	3.75
每股经营现金流	1.25	5.16	4.41	6.18	7.66
每股净资产	12.63	15.01	17.20	20.00	23.75
估值比率					
P/E	-	45.0	33.3	25.4	18.9
P/B	-	4.9	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	-	21.9	11.6	8.3	6.0

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 华鹏伟：联席首席分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 王理廷：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 张秀俊：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 李蒙：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。