

收入逆势超预期，电池龙头优势突出
买入（维持）

2019年10月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29,611	44,183	55,428	71,284
同比 (%)	48%	49%	25%	29%
归母净利润 (百万元)	3,387	4,575	5,683	7,114
同比 (%)	-13%	35%	24%	25%
每股收益 (元/股)	1.53	2.07	2.57	3.22
P/E (倍)	46.31	34.28	27.60	22.05

股价走势



投资要点

- **19Q1-3 净利润 34.64 亿，同比+45.7%，位于业绩预告中值偏上，符合预期：**19Q1-3 营收 328.56 亿元，同比增长 71.7%；归母净利润 34.64 亿元，同比增长 45.65%；扣非净利润 29.65 亿元，同比增长 49.34%。19Q1-3 毛利率为 29.08%，同比-2.2pct，净利率 11.44%，同比-2.37pct。
- **Q3 市占率大幅提升，超越行业增速：**Q1-3 行业装机电量分别为 12.3/17.7/12.3gwh，环比下滑 31%，同比下滑 7%。Q3 宁德市占率为 64%，较上半年提升 18pct，通过份额提升，宁德时代装机电量同比大增环比基本持平。前 3 季度行业装机电量 42.3gwh，同比增 47%，其中铁锂 11.8gwh，同比增 9%，三元 27.6gwh，同比增 67%。前 3 季度宁德市占率 51%，较 18 年提升 10pct 左右，其中铁锂市占率 54%，三元 50%。
- **预计宁德 19Q3 出货量 10gwh+，车企 Q4 冲量备一定库存：**19 年 Q1-Q3 宁德装机电量为 5.5、8.1、7.9gwh，Q3 同比增 47%，环比下滑 4%，19Q1-3 累计装机电量 21.7gwh，同比增长 84%。出货方面我们判断，19Q3 出货量约 10gwh+，环比增 25%+，前三季度出货量 27gwh 左右；产量方面，7、8 月减产，9 月恢复，预计 Q3 产量 7.5gwh 左右；预计 10 月排产增加至 3.4gwh，为 Q4 抢装备货，全年出货量 35gwh，同比增 60%+。
- **Q3 价格环比小幅下降，毛利率符合预期：**上半年电池价格基本稳定，Q3 环比预计下降 5-10%左右。我们预计 q3 公司三元 PACK1.2-1.25 元/wh，三元电池模组价格 0.95-1 元/wh，铁锂 Pack 价格 1.1 元/wh 左右，仍高于行业平均。由于价格下降，公司整体毛利率 27.9%，我们预计动力电池毛利率 27%左右，环比降 2-3pct，主要通过工艺改进和负极、隔膜等原材料降价(三元正极 Q3 价格环比上涨)，Q3 公司成本预计降 2-3%。
- **我们预计储能业务 Q3 增量明显：**5G 基站储能招标启动，铁塔、华为等采购增加，预计公司 Q3 储能收入 3-4 亿左右。Q3 公司少数股东损益 0.52 亿，同比降 51%，环比降 70%，我们预计主要原因为公司合资子公司增加，多处于建设或投产初期费用较高造成亏损。
- **Q3 费用率同环比提升，资产减值损失同环比减少。**Q3 期间费用为 18.79 亿元，期间费率为 14.9%，同比提升 3.8pct，环比提升 2.4pct，主要由于销售费用增加、利息收入减少。与 Q2 末相比，存货、预收款基本持平，预付账款增长明显，仍保持极优秀的经营活动现金净流入。
- **盈利预测与投资评级：**2019-21 年预计归母净利 45.8/56.8/71.1 亿，同比增长 35%/24%/25%，EPS 为 2.07/2.57/3.22 元，对应 PE 为 34x/28x/22x，考虑到公司为动力电池龙头，客户开发进展顺利，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 90 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

市场数据

收盘价(元)	71.02
一年最低/最高价	64.00/95.16
市净率(倍)	4.25
流通 A 股市值(百万元)	85407.91

基础数据

每股净资产(元)	16.73
资产负债率(%)	57.96
总股本(百万股)	2208.40
流通 A 股(百万股)	1202.59

相关研究

- 1、《宁德时代 (300750) 三季度业绩预告点评：市占率大幅提升，业绩略好于预期》2019-10-15
- 2、《宁德时代 (300750) 中报点评：业绩靓丽，龙头风范》2019-08-25
- 3、《宁德时代 (300750) 中报业绩预告点评：中报预告：龙头业绩高速增长，符合预期》2019-07-14

19Q1-3 净利润 34.64 亿，同比+45.7%，位于业绩预告中值偏上，符合预期：2019 年前三季度公司营收 328.56 亿元，同比增长 71.7%；归母净利润 34.64 亿元，同比增长 45.65%；扣非净利润 29.65 亿元，同比增长 49.34%；非经常性损益 5 亿元，同比增加 27%。2019 年前三季度毛利率为 29.08%，同比下降 2.2 个百分点，净利率 11.44%，同比下降 2.37pct。

19Q3 收入环比增 22%，略超越预期；净利润 13.6 亿，同比-7.2%，环比+29%：三季度公司实现营收 125.92 亿元，同比增加 28.8%，环比增长 22.47%；净利润 13.62 亿元，同比下降 7.2%，环比增长 29.06%；扣非净利润 11.46 亿，同比下降 11.01%，环比增长 26.93%。3Q 毛利率为 27.93%，同比下降 3.3pct，环比下降 2.9pct。净利率为 11.23%，环比下降 0.73pct，同比下降 4.85pct。扣非净利率 9.1%，同比下降 4.07pct，环比增长 0.32pct。

图表 1：宁德时代分季度业绩

	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业收入(百万)	12,591.9	10,282.0	9,981.9	10,475.3	9,776.3	5,647.9	3,711.6
-同比	28.80%	82.05%	168.93%	30.52%	72.23%	16.69%	155.20%
毛利率	27.93%	30.84%	28.71%	35.55%	31.27%	30.31%	32.76%
归母净利润(百万)	1361.9	1055.2	1047.2	1008.5	1467.5	497.6	413.3
-同比	-7.20%	112.06%	153.35%	-22.86%	93.25%	-73.37%	3636.53%
净利率	11.23%	11.96%	11.19%	10.44%	16.08%	10.63%	12.64%
扣非归母净利润(百万)	1,146.00	902.85	915.70	1,143.23	1,287.84	428.17	269.07
-同比	-11.01%	110.86%	240.32%	0.00%	0.00%	-37.56%	109.23%
扣非归母净利率	9.10%	8.78%	9.17%	10.91%	13.17%	7.58%	7.25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从经营层面看，Q3 公司动力电池份额大幅提升，超越行业增速；同时车企为 Q4 冲量提前备货，我们预计公司 Q3 出货量 10gwh+，环比增 25%，价格小幅下降：

1) Q3 市占率大幅提升，超越行业增速。Q1-Q3 行业装机电量分别为 12.3/17.7/12.3gwh，Q3 行业装机电量环比下滑 31%，同比下滑 7%。Q3 宁德市占率为 64%，较上半年提升 18pct，通过份额提升，宁德时代装机电量同比大增环比基本持平。前 3 季度行业装机电量 42.3gwh，同比增 47%，其中铁锂 11.8gwh，同比增 9%，三元 27.6gwh，同比增 67%。前 3 季度宁德市占率 51%，较 18 年提升 10pct 左右，其中铁锂市占率 54%，三元 50%。

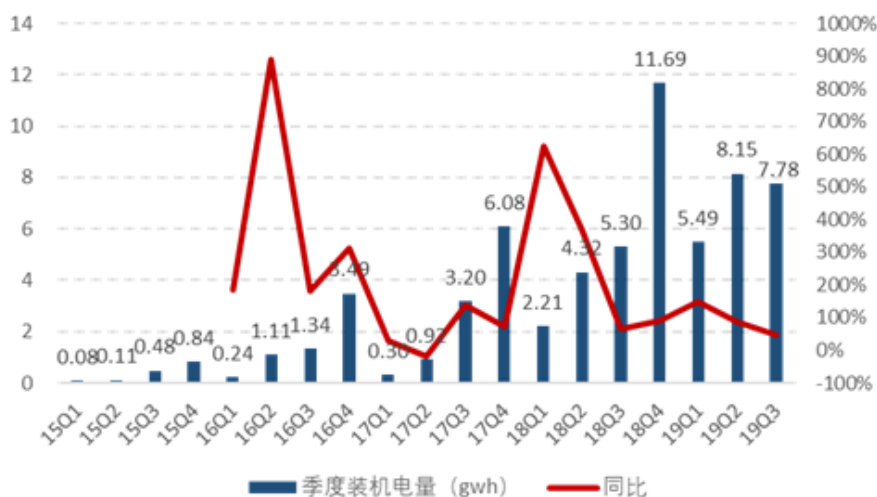
图表 2：宁德时代分季度装机电量 (gwh)

磷酸铁锂				磷酸铁锂市场份额			磷酸铁锂市场份额			
	9月	市占率	1-9月	市占率	2018年装机电量	市占率	2017年装机电量	市占率		
宁德时代	0.48	50.3%	6.35	53.7%	CATL	10,392,470	48.2%	5,859,137	32.6%	
国轩高科	0.21	22.4%	2.02	17.1%	比亚迪	4,464,309	20.7%	4,794,249	26.6%	
比亚迪	0.14	14.5%	1.97	16.7%	国轩高科	2,316,791	10.7%	2,413,941	13.4%	
亿纬锂能	0.07	7.2%	0.87	7.4%	亿纬锂能	1,113,295	5.2%	1,754,887	9.7%	
力神	0.02	1.9%	0.13	1.1%	北京国能	756,577	3.5%	482,411	2.7%	
合计	0.91	96.4%	11.35	95.8%	合计	19,043,441	88.3%	15,304,625	85.0%	
	0.95		11.84			21,570,556		17,999,675		
三元				三元市场份额			三元市场份额			
	9月	市占率	1-9月	市占率	2018年装机电量	市占率	2017年装机电量	市占率		
宁德时代	1.55	58.7%	13.89	49.7%	CATL	11,930,827	38.8%	4,898,690	30.2%	
比亚迪	0.33	12.6%	6.78	24.3%	比亚迪	6,968,764	22.7%	1,139,909	7.0%	
中航锂电	0.13	5.0%	0.72	2.6%	孚能科技	1,919,111	6.2%	比克电池	1,726,644	10.7%
欣旺达	0.12	4.4%	0.30	1.1%	比克电池	1,739,299	5.7%	比亚迪	852,367	5.3%
力神	0.07	2.6%	0.83	3.0%	力神	1,374,825	4.5%	江苏瀚航	741,180	4.6%
合计	2.19	83.3%	22.52	80.7%	合计	23,932,824	77.9%	9,358,790	57.7%	
	2.63		27.91			30,718,087		16,211,484		

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

2) 我们预计宁德 19Q3 出货量 10gwh+, 车企 Q4 冲量备一定库存: 19 年 Q1-Q3 宁德装机电量为 5.5、8.2、7.9gwh, Q3 同比增 47%, 环比下滑 4%, 19Q1-3 累计装机电量 21.7gwh, 同比增长 84%。出货方面我们判断, 19Q3 出货量约 10gwh+, 环比增 25%+, 前三季度出货量 27gwh 左右; 产量方面, 7、8 月减产, 9 月恢复, 预计 Q3 产量 7.5gwh 左右; 我们预计 10 月公司排产进一步增加至 3.4gwh, 为 Q4 抢装备货, 全年出货量 35gwh, 同比增 60%+。

图表 3: 宁德时代分季度装机电量 (gwh)



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 4: 19 年前三季度电池企业出货情况 (GGII 口径, 单位: gwh)

电芯企业 (合计, gwh)	出货量										装机电量			库存		产能
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	Q3同比	Q3环比	18Q1-3	19Q1-3	同比	19Q1-3	19Q1-3	19Q1-3	
CATL	3.10	4.90	7.20	9.00	6.80	9.00	10.50	46%	17%	15.20	26.30	73%	21.43	4.87	32.00	
比亚迪	0.90	3.30	4.40	5.40	4.00	4.50	1.90	-57%	-58%	8.60	10.40	21%	8.76	1.64	22.50	
国轩高科	0.75	0.70	0.71	1.24	0.60	1.40	0.80	13%	-43%	2.16	2.80	30%	2.27	0.53	9.50	
力神	0.20	0.45	0.73	0.92	0.30	0.61	0.25	-66%	-59%	1.38	1.16	-16%	0.98	0.18	10.70	
比克	0.37	0.40	0.56	0.48	0.31	0.28	0.01	-98%	-96%	1.33	0.60	-55%	0.54	0.06	6.00	
亿纬锂能	0.21	0.75	0.30	0.44	0.30	0.38	0.22	-27%	-42%	1.26	0.90	-29%	0.91	-0.01	8.10	
万向	0.12	0.35	0.18	0.38	0.08	0.02	0.09	-50%	350%	0.65	0.19	-71%	0.13	0.06	3.00	
鹏辉能源	0.15	0.18	0.30	0.38	0.07	0.26	0.26	-13%	0%	0.63	0.59	-6%	0.54	0.05	5.40	
北京国能	0.09	0.25	0.26	0.35	0.00	0.00	0.00	-100%		0.60	0.00	-100%	0.06	-0.06	2.00	
卡耐	0.13	0.09	0.22	0.40	0.17	0.21	0.26	18%	24%	0.44	0.64	45%	0.55	0.09	1.50	
中航	0.04	0.20	0.15	0.46	0.00	0.00	0.00	-100%		0.39	0.00	-100%	0.86	-0.86	0.00	
哈光宇	0.08	0.10	0.25	0.27	0.02	0.01	0.01	-96%	100%	0.43	0.04	-91%	0.02	0.02	1.50	
捷威	0.10	0.04	0.33	0.20	0.16	0.14	0.13	-61%	-7%	0.47	0.43	-9%	0.37	0.06	1.35	
星恒	0.15	0.12	0.16	0.20	0.02	0.07	0.01	-94%	-86%	0.43	0.10	-78%	0.07	0.03	3.10	
远东福斯特	0.22	0.14	0.10	0.12	0.07	0.02	0.01	-90%	-50%	0.46	0.10	-78%	0.06	0.04	3.00	
智航新能源	0.16	0.13	0.16	0.10	0.01	0.01	0.00	-99%	-80%	0.45	0.01	-98%	0.00	0.01	2.64	
微宏	0.11	0.13	0.07	0.15	0.02	0.05	0.04	-43%	-20%	0.31	0.11	-65%	0.47	-0.36	2.63	
上海德朗能	0.13	0.09	0.10	0.05	0.00	0.00	0.00	-100%		0.32	0.00	-100%	0.06	-0.06	0.00	
其他	1.23	1.34	1.26	2.34	1.00	2.48	1.81	44%	-27%	3.82	5.29	38%	3.55	1.74	42.25	
合计	8.64	14.31	18.19	23.68	15.55	19.70	16.46	-10%	-16%	41.13	51.71	26%	42.31	9.40	183.66	
前五大厂商合计	5.5	10.3	13.8	17.4	12.2	15.9	13.7			29.0	41.6		34.3	7.2	82.8	
前五大厂商占比	64%	72%	76%	73%	78%	81%	83%			71%	80%		81%	77%	45%	

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

3) Q3 铁锂电池份额提升明显，盈利略好于三元：19Q1、Q2、Q3 公司三元装机电量分别为 4.23、5.97、4.87gwh，分别占比为 77%、73%、63%；铁锂分别为 1.3、2.2、2.9gwh，占比分别为 23%、27%、37%，不断提升，主要因为 7 月份大巴车抢装以及低续航车型占比提升。由于成本低，我们预计铁锂毛利率略好于三元。

图表 5：宁德时代装机电量分产品结构

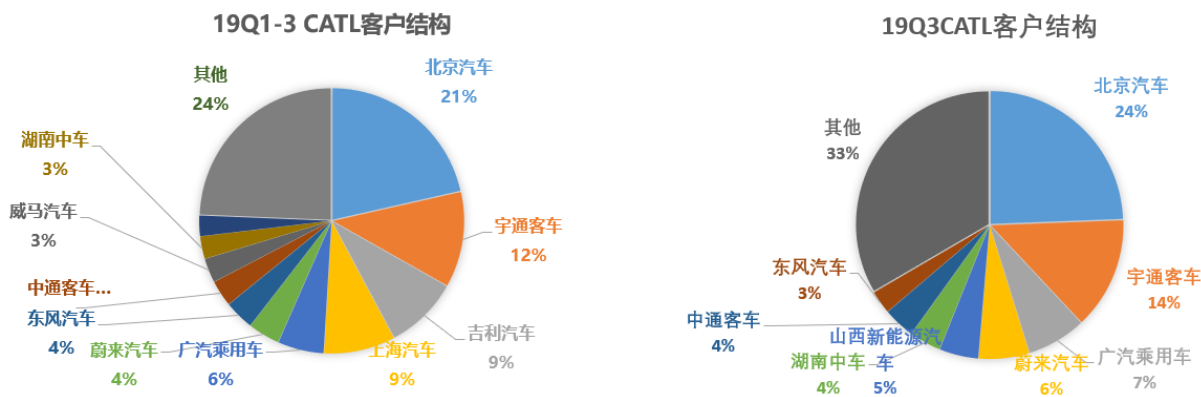
		2017年		2018年		1H2019		1Q2019		2Q2019		3Q2019	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	4.67	44%	13.04	56%	10.2	75%	4.23	77%	5.97	73%	4.87	63%
	铁锂	5.85	56%	10.39	44%	3.44	25%	1.26	23%	2.18	27%	2.91	37%
	总计	10.52	100%	23.43	100%	13.64	100%	5.49	100%	8.15	100%	7.78	100%
Pack+电芯	三元	1.89	18%	3.91	17%	2.54	19%	1.22	22%	1.32	16%	1.23	16%
	铁锂	5.59	53%	10.23	44%	3.31	24%	1.26	23%	2.05	25%	2.76	35%
	总计	7.48	71%	14.14	60%	5.85	43%	2.48	45%	3.37	41%	3.99	51%
仅电芯	三元	2.78	26%	9.13	39%	7.66	56%	3.01	55%	4.65	57%	3.64	47%
	铁锂	0.26	2%	0.16	1%	0.13	1%	0	0%	0.13	2%	0.15	2%
	总计	3.04	29%	9.29	40%	7.79	57%	3.01	55%	4.78	59%	3.79	49%

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

4) Q3 价格环比小幅下降，毛利率符合预期：上半年动力电池价格基本稳定，三季度环比预计下降 5-10%左右。我们预计 q3 公司三元 PACK1.2-1.25 元/wh，三元电池模组价格 0.95-1 元/wh，铁锂 Pack 价格 1.1 元/wh 左右，仍高于行业平均。由于价格下降，公司整体毛利率 27.9%，我们预计动力电池毛利率 27%左右，环比降 2-3pct，主要通过工艺改进和负极、隔膜等原材料降价（三元正极 Q3 价格环比上涨），Q3 公司成本预计降 2-3%。

5) 宁德时代基本为主流车企 A 供：从装机电量角度看，19 年前三季度公司前五大客户为，北汽 (4.6gwh, 占公司装机电量比重 21.5%)，宇通 (2.51gwh, 占 12%)，吉利 (1.93gwh, 占 9%)，上汽 (1.88gwh, 占 8.8%)，广汽 (1.21gwh, 占 5.6%)。

图表 6：19 年前三季度宁德时代客户情况



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 7：19Q1-3 主流车企和电池厂配套情况

	CATL	国轩高科	力神	比克	欣旺达	亿纬	中航锂电	孚能	LG化学	合计
乘用车	北汽	98%						2%		100%
	上汽	67%		1%						68%
	广汽	85%		1%			10%			96%
	奇瑞	13%	32%							45%
	华晨宝马	100%								100%
	长安	29%		9%			42%			81%
	吉利	91%				7%				98%
	江铃			1%	52%		0%			53%
	东风	64%		5%	2%	8%	0%		0.05%	80%
	一汽	77%							1%	78%
	江淮	10%	60%	30%						100%
	长城	42%						45%		86%
客车	宇通	99%								99%
	安凯汽车	37%	59%							96%
	金龙客车	51%				44%				95%
	厦门金旅	98%								98%
	中车集团	98%								98%
	中通	96%	0.1%	0.7%						97%
专用车	东风汽车	10%	0%	6%	0%		39%			55%
	吉利商用		42%				37%			

数据来源：GGII，东吴证券研究所

我们预计储能业务 Q3 增量明显：由于 5G 基站储能招标启动，包括铁塔、华为等采购增加，我们预计公司 Q3 储能收入 3-4 亿左右。Q3 公司少数股东损益 0.52 亿，同比

降 51%，环比降 70%，我们预计主要原因为公司合资子公司增加，多处于建设或投产初期费用较高造成亏损。

Q3 费用率同环比提升，资产减值损失同环比减少：Q3 期间费用为 18.79 亿元，期间费率为 14.9%，同比提升 3.8pct，环比提升 2.4pct，主要由于销售费用增加、利息收入减少。Q3 公司销售费用 6.7 亿元，同比增长 69%，环比增长 67%，销售费用率 5.35%，同比+1.28pct，环比+1.43pct。管理费用 5.67 亿元，同比增 48%，环比增长 5.6%，管理费用率 4.50%，环比下降 0.72pct。研发费用 8.43 亿元，同比增长 96%，环比增长 27%，研发费用率 6.69%，同比提升 2.3pct，环比提升 0.23pct。19Q3 资产减值损失 1.29 亿元，较 Q2 减少 2.6 亿，同比减少 1.2 亿。

与 Q2 末相比，存货、预收款基本持平，预付账款增长明显，仍保持极优秀的经营活动现金净流入：2019 年前三季度公司存货为 100.05 亿，较年初增加 41.4%，和二季度末微增 4%；应收账款 97.01 亿，较年初增长 55.84%，较二季度增加 18%；预付款项 23.6 亿，较二季度末增加 129%，采购规模增加；期末公司预收账款 72.12 亿元，较年初增长 44.41%，较 2 季度末略微减少 4.3%。Q3 经营活动净现金流为 30.5 亿，环比增加 33%；1-3Q 经营活动净现金流 103.25 亿，同比上升 84.26%；投资活动净现金流为 72.8 亿。Q3 固定资产较 Q2 末增加 20 亿，在建工程减少 7 亿，期末在建工程 28.32 亿元，较年初增长 74%。账面现金为 333.52 亿，较年初增长 20.27%，与二季度末基本持平。

海外客户已多点开花，将受益于全球电动化采购。公司已逐步打入海外车企巨头，获得全球领先车企宝马、戴姆勒、大众等车企订单，包括宝马 40 亿欧元采购意向，大众中国市场的主要份额。同时，日韩客户也有突破，日产和现代已均有一款车型由公司配套。海外客户普遍在 20、21 年密集推出新车型，公司提前布局海外产业链，未来两年将充分受益。

图表 8：宁德时代海外客户进展情况

合作车企	时间	进展
宝马	2018.7	签订战略合作协议； 宝马确认40亿欧元电芯采购意向； 宁德时代宣布：签订8亿电池项目+宝马可以对CATL进行股权投资
大众	2018.3	成为目前大众MEB在中国境内主要、全球内优先采购商；获得部分欧洲MEB订单。
戴姆勒	2018.5	宁德时代进入戴姆勒的电池供应链体系；2021年为电动卡车供电
本田	2019.2	2027年前，宁德时代将向本田保供电量约56GWh动力电池
丰田	2019.7	在电池的新技术开发、以及电池回收再利用等全面合作
沃尔沃	2019.5	宁德时代将为沃尔沃的SPA2平台以及CMA平台上的全部车型供应动力电池模组，笔订单金额约亿元。
捷豹路虎	2018.4	宁德时代与捷豹路虎签订战略合作协议
日产、雷诺	2018.5	宁德时代将为日产的轩逸EV和雷诺Kangoo供电
雪铁龙	2017.3	LG将为2019年推出的DS7Crossback混合动力汽车提供电池，CATL也将参与该车的生产
现代	2017.5	将为现代汽车的插电式混合动力车索纳塔提供电池。
博世	2019.9	博世与宁德时代长期战略合作，共同研究电芯

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：2019-21 年预计归母净利 45.8/56.8/71.1 亿，同比增长 35%/24%/25%，EPS 为 2.07/2.57/3.22 元，对应 PE 为 34x/28x/22x，考虑到公司为动力电池龙头，客户开发进展顺利，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 90 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

宁德时代三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	53,911	82,961	97,432	118,621	营业收入	29,611	44,183	55,428	71,284
现金	27,731	38,332	46,583	52,235	减: 营业成本	19,902	31,539	40,740	53,135
应收账款	6,225	9,775	13,161	18,358	营业税金及附加	171	255	320	412
存货	7,076	11,677	14,882	19,148	营业费用	1,379	2,077	2,383	2,994
其他流动资产	11,425	21,182	20,273	25,694	销售费用	3,582	5,302	6,208	7,128
非流动资产	19,972	24,880	30,670	36,027	财务费用	-280	-873	-1,121	-1,236
长期股权投资	965	965	965	965	资产减值损失	975	908	627	851
固定资产	11,575	11,209	13,025	14,508	加: 投资净收益	184	150	200	250
无形资产	1,346	1,250	1,252	1,150	其他收益	-314	0	0	0
其他非流动资产	6,086	11,455	15,428	19,403	营业利润	4,168	5,775	7,186	9,037
资产总计	73,884	107,841	128,102	154,648	加: 营业外净收支	62	60	60	60
流动负债	31,085	58,705	73,289	92,937	利润总额	4,205	5,816	7,222	9,091
短期借款	1,180	1,500	1,500	1,500	减: 所得税费用	469	843	1,011	1,273
应付账款	7,057	11,183	14,446	18,841	少数股东损益	349	398	528	704
其他流动负债	22,848	46,021	57,343	72,597	归属母公司净利润	3,387	4,575	5,683	7,114
非流动负债	7,599	8,599	9,599	10,599	EBITDA	6,193	6,494	7,875	9,943
长期借款	3,491	4,491	5,491	6,491					
其他非流动负债	4,108	4,108	4,108	4,108	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	38,684	67,303	82,888	103,536	每股收益(元)	1.53	2.07	2.57	3.22
少数股东权益	2,262	2,660	3,188	3,891	每股净资产(元)	15.01	17.15	19.03	21.38
归属母公司股东权益	32,938	37,878	42,027	47,220	发行在外股份(百万股)	2,195	2,208	2,208	2,208
负债和股东权益	73,884	107,841	128,102	154,648	ROIC (%)	23.3%	36.7%	24.8%	24.8%
					ROE (%)	10.3%	12.1%	13.5%	15.1%
					毛利率(%)	32.8%	28.6%	26.5%	25.5%
					销售净利率(%)	12.6%	11.3%	11.2%	11.0%
					资产负债率(%)	52.4%	62.4%	64.7%	66.9%
					收入增长率(%)	48.1%	49.2%	25.5%	28.6%
					净利润增长率(%)	-12.7%	35.1%	24.2%	25.2%
					P/E	46.31	34.28	27.60	22.05
					P/B	4.76	4.14	3.73	3.32
					EV/EBITDA	27	25	21	17

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

