

投资评级 优于大市 维持

市占率维持高位，有效产能增加

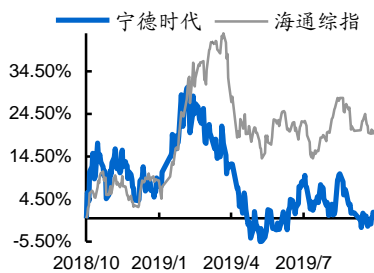
股票数据

10月25日收盘价(元)	71.02
52周股价波动(元)	64.00-95.16
总股本/流通A股(百万股)	2208/1203
总市值/流通市值(百万元)	156841/85408

相关研究

《动力电池龙头，净利润高增长》2019.08.25
《扣非业绩维持增长，“中国芯”标杆企业》
2019.04.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	-3.9	-6.3
相对涨幅(%)	-3.3	-5.9	-7.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zy9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

证书:S0850519090004

投资要点:

- **19年Q3收入稳健增长，归母净利润下滑。**10月26日，宁德时代公布19年3季报，19年1-3季度公司营收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%；扣非净利润29.65亿元，同比增长49.34%；收入、净利润均实现较快增长。19年Q3公司收入125.92亿元，同比增长28.80%；归母净利润13.62亿元，同比下降7.20%；扣非净利润11.46亿元，同比下滑11.01%。19年1-3季度公司经营活动产生的现金流净额为103.25亿元，现金流维持较好水平。
- **Q3动力电池装机市占率达63.97%。**根据高工锂电数据，19年1-3季度全国动力电池装机分别为12.31GWh、17.70Gwh、12.10Gwh，合计为42.10GWh；宁德时代同期装机分别为5.49Gwh、8.36Gwh、7.74Gwh，合计为21.59GWh。19年Q1-Q3宁德时代市占率分别为44.63%、47.22%、63.97%，处于行业领先地位。根据高工锂电数据，19年Q1-Q3宁德时代电池出货量分别为6.80Gwh、9.00Gwh、10.50Gwh，环比递增，1-3季度合计出货量26.30Gwh。
- **Q3毛利率下滑，费用率上升。**19年Q3公司整体毛利率为27.93%，同比下降3.34个百分点，环比下滑2.91个百分点；销售费用率5.34%，同比上升1.27个百分点，环比上升1.43个百分点；管理费用率4.50%，同比上升0.60个百分点，环比下滑0.72个百分点；研发费用率6.69%，同比上升2.30个百分点，环比上升0.23个百分点。19年Q3合计销售、管理、研发费用率16.54%，同比上升4.16个百分点，环比上升0.93个百分点。
- **动力电池有效产能增加。**根据公司19年中报在建工程明细，上半年公司宁德时代湖西园区项目新增投资23.02亿元，江苏时代溧阳园区项目新增投资20.79亿元，时代上汽溧阳园区项目新增投资15.26亿元，是上半年三大投资重点。19年上半年时代上汽溧阳园区项目转固19.18亿元、江苏时代溧阳园区项目转固17.15亿元，我们预计该两大项目合计36.33亿元的转固将为公司带来有效动力电池产能的增加。
- **投资策略与评级。**宁德时代为国内动力电池龙头企业，亦是具备全球竞争力的新能源汽车公司；我们预计公司19-21年EPS分别为1.98元、2.46元、2.85元，根据可比公司估值，鉴于公司较高的行业地位以及远大于可比公司的研发费用投入，长期竞争力较强具备估值溢价，我们按照19年35倍-40倍PE，对应合理价值区间69.30元-79.20元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策风险，动力电池技术路线风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19997	29611	44816	55999	65495
(+/-)YoY(%)	34.4%	48.1%	51.3%	25.0%	17.0%
净利润(百万元)	3878	3387	4375	5437	6303
(+/-)YoY(%)	36.0%	-12.7%	29.2%	24.3%	15.9%
全面摊薄EPS(元)	1.76	1.53	1.98	2.46	2.85
毛利率(%)	36.3%	32.8%	27.4%	25.8%	24.7%
净资产收益率(%)	15.7%	10.3%	11.6%	12.6%	12.8%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 新能源产业可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		10月25日	10月25日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300073.SZ	当升科技	22.46	98.09	0.72	0.85	1.17	31.02	26.39	19.28
300014.SZ	亿纬锂能	34.44	333.77	0.67	1.29	1.72	51.40	26.71	20.05
002594.SZ	比亚迪	47.04	1283.32	1.02	1.04	1.28	46.16	45.18	36.86
603659.SH	璞泰来	49.62	215.70	1.37	1.71	2.28	36.30	29.04	21.78
行业平均							41.22	31.83	24.49

资料来源: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 海通证券研究所

表 2 宁德时代分业务营收预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计收入 (亿元)	57.03	148.79	199.97	296.11	448.16	559.99	654.95
合计成本 (亿元)	34.99	83.77	127.40	199.02	325.25	415.58	493.16
毛利率 (%)	38.64%	43.70%	36.29%	32.79%	27.42%	25.79%	24.70%
动力电池							
销量 (Gwh)	2.21	6.81	11.85	21.31	40.00	55.00	70.00
营收 (亿元)	49.81	139.76	166.57	245.15	400.00	500.50	581.00
价格 (元/wh)	2.28	2.06	1.41	1.15	1.00	0.91	0.83
成本 (元/wh)	1.33	1.13	0.91	0.76	0.72	0.67	0.62
毛利率 (%)	41.7%	45.1%	35.3%	34.1%	28.0%	26.4%	25.3%
价格降幅 (%)	-21%	-10%	-32%	-18%	-13%	-9%	-9%
单位 Wh 毛利 (元/wh)	0.95	0.93	0.50	0.39	0.28	0.24	0.21
电池毛利合计 (亿元)	21.00	63.33	58.74	83.60	112.00	132.00	147.00
锂电池材料							
收入 (亿元)	5.91	6.11	24.71	38.61	42.47	50.97	61.16
YOY (%)		3%	304%	56%	10%	20%	20%
成本 (亿元)	4.96	4.47	18.04	29.71	32.70	40.26	48.93
YOY (%)		-10%	303%	65%	10%	23%	22%
毛利 (亿元)	0.96	1.64	6.67	8.90	9.77	10.70	12.23
毛利率 (%)	16.2%	26.8%	27.0%	23.1%	23.0%	21.0%	20.0%
储能系统							
收入 (亿元)	0.89	0.39	0.16	1.90	5.69	8.53	12.79
YOY (%)		-56%	-58%	600%	200%	50%	50%
成本 (亿元)	0.55	0.26	0.14	1.53	4.55	6.82	10.23
YOY (%)		-53%	-44%	964%	196%	50%	50%
毛利 (亿元)	0.35	0.13	0.02	0.36	1.14	1.71	2.56
毛利率 (%)	38.8%	34.3%	12.3%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务							
收入 (亿元)	0.42	2.53	8.53	10.46	-	-	-
YOY (%)		503%	237%	23%	-	-	-
成本 (亿元)	0.30	1.94	0.00	6.23	-	-	-
YOY (%)		541%	-100%	-	-	-	-
毛利 (亿元)	0.12	0.59	-	4.23	-	-	-
毛利率 (%)	28%	23%	0.00%	40.5%	-	-	-

资料来源: 公司年报 (2015-2018 年), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	29611	44816	55999	65495
每股收益	1.53	1.98	2.46	2.85	营业成本	19902	32525	41558	49316
每股净资产	14.91	17.05	19.52	22.37	毛利率%	32.8%	27.4%	25.8%	24.7%
每股经营现金流	5.12	7.11	4.52	5.75	营业税金及附加	171	244	311	362
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1379	1793	2184	2489
P/E	46.31	35.85	28.85	24.88	营业费用率%	4.7%	4.0%	3.9%	3.8%
P/B	4.95	4.16	3.64	3.17	管理费用	1591	2330	2800	3144
P/S	5.26	3.50	2.80	2.39	管理费用率%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%
EV/EBITDA	20.37	15.70	13.43	11.01	EBIT	4577	5010	5785	6713
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-280	-657	-778	-928
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	-1.5%	-1.4%	-1.4%
毛利率	32.8%	27.4%	25.8%	24.7%	资产减值损失	975	368	0	62
净利润率	11.4%	9.8%	9.7%	9.6%	投资收益	184	10	20	30
净资产收益率	10.3%	11.6%	12.6%	12.8%	营业利润	4168	5309	6583	7609
资产回报率	4.6%	4.9%	5.2%	5.3%	营业外收支	36	-3	-3	-3
投资回报率	34.3%	36.0%	34.7%	41.5%	利润总额	4205	5306	6580	7606
盈利增长 (%)					EBITDA	6881	8289	9449	10899
营业收入增长率	48.1%	51.3%	25.0%	17.0%	所得税	469	796	987	1141
EBIT 增长率	34.3%	9.5%	15.5%	16.0%	有效所得税率%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-12.7%	29.2%	24.3%	15.9%	少数股东损益	349	135	157	162
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3387	4375	5437	6303
资产负债率	52.4%	55.4%	56.6%	56.5%					
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.5	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	货币资金	27731	32624	36029	42955
现金比率	0.9	0.8	0.7	0.7	应收账款及应收票据	15968	18417	24548	28710
经营效率指标					存货	7076	7749	10253	12028
应收账款周转天数	174.7	150.0	160.0	160.0	其它流动资产	3136	3305	3888	4253
存货周转天数	96.2	87.0	90.1	89.0	流动资产合计	53911	62096	74718	87946
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	长期股权投资	965	905	905	905
固定资产周转率	3.0	3.2	3.3	3.6	固定资产	11575	16296	17632	18446
					在建工程	1624	4624	6124	6724
					无形资产	1346	1346	1346	1346
					非流动资产合计	19972	27633	30470	31884
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	73884	89729	105188	119830
净利润	3387	4375	5437	6303	短期借款	1180	1130	1130	1130
少数股东损益	349	135	157	162	应付票据及应付账款	18898	25842	31880	37831
非现金支出	3279	3647	3664	4248	预收账款	4994	7619	8960	9824
非经营收益	-155	224	218	213	其它流动负债	6012	7430	9765	11077
营运资金变动	4456	7326	498	1763	流动负债合计	31085	42020	51736	59863
经营活动现金流	11316	15707	9973	12689	长期借款	3491	3541	3691	3741
资产	-6629	-11003	-6503	-5603	其它长期负债	4108	4108	4108	4108
投资	-187	60	0	0	非流动负债合计	7599	7649	7799	7849
其他	-12672	10	20	30	负债总计	38684	49669	59534	67712
投资活动现金流	-19488	-10933	-6483	-5573	实收资本	2195	2208	2208	2208
债权募资	629	-50	0	50	普通股股东权益	32938	37663	43100	49403
股权募资	6275	14	0	0	少数股东权益	2262	2397	2554	2715
其他	138	155	-85	-240	负债和所有者权益合计	73884	89729	105188	119830
融资活动现金流	7043	119	-85	-190					
现金净流量	-1129	4893	3405	6926					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业
曾彪 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业
陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 卧龙电驱,许继电气,恩捷股份,当升科技,宁德时代,信捷电气,天顺风能,南都电源,阳光电源,良信电器,林洋能源,国轩高科,岷江水电,金风科技,东方电缆,亿纬锂能,红相股份,汇川技术,英威腾,东方电气,璞泰来,科士达,嘉元科技,容百科技,国电南瑞,明阳智能,天奈科技,哈工智能,麦格米特,通威股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。