

宁德时代 (300750)

证券研究报告

2020年09月29日

当前 EV 产业链为何推荐宁德时代——基于 EV/EBITDA 视角

● 如何给宁德时代估值？——PE 与 EV/EBITDA 对比

当前，市场主流对 CATL 估值方法依旧是相对估值的 PE 法，计算简单易懂。而看 PE，CATL 估值远超板块其他公司，容易得出 CATL 估值最贵的观点，但这是由于公司严苛的折旧政策，使得大量经营利润进入折旧导致。而本篇报告选用 EV/EBITDA (企业估值倍数) 估值方法，主要对比折旧前的经营利润。

● 如何计算宁德 EBITDA？——重点在于计算设备折旧与经营利润

折旧摊销测算核心是测算设备折旧，公司已规划未来 3 年的产能投资，根据每年单 Gwh 投资水平，可算出未来三年的设备新增投入，再根据目前设备 4 年的折旧年限与设备折旧占总折旧摊销比重 (81-84%)，2020-2022 年折旧摊销大约 59/66/78 亿元，同比增长 34%/11%/18%。

利润端测算：从经营杠杆来看，我们将成本重新拆分为营业成本-扣除折旧摊销、折旧摊销、费用-扣除质保金&折旧摊销。前者偏弹性成本，后者偏固定成本，2020 年 H1 是公司产能利用率低谷 (49%)，随着行业景气度向上，预计自下半年起公司产能利用率有望提升至 70%左右，固定成本摊销也将不断降低。预计 2020-2022 年 EBITDA 为 128/165/216 亿元，同比增长 28%/29%/31% (利润端 2021-2022 年增速或超 40%)。

● 当前时点给予宁德时代多少 EV/EBITDA 合适？

横向看复盘智能手机历史，智能手机发展初期，典型公司如立讯精密、歌尔股份估值都曾出现超 80X，而在进入成长期后，估值进入 20-45X 区间波动。当前国内电动车渗透率不足 5%，欧洲渗透率不足 10%，仍处于行业发展初期，因此宁德时代 40+X 的估值仍属于合理区间。

公司估值能否达到智能手机初期高度？我们认为难度较大，EV/EBITDA 估值核心还是反映市场对于未来业绩增速的预期，相较电动车产业链，智能手机产业链的业绩增速更高，主要体现为：1) 降价压力小于电动车，部分零部件 ASP 处于上升趋势，价格弹性高于电车产业链；2) 汽车属于大宗消费，消费频次低，而智能手机的消费频次较快，因此渗透率提升更快、天花板更高，反映到产业链的出货量增速也更高。

纵向看国际电池巨头 LG 化学、三星 SDI，我们将二者电池业务拆出，发现当前 TTM 估值与宁德时代基本一致，但由于今年 LG 动力电池规模大增，Q2 已迈过盈亏平衡线，因此今年估值有一定优势。看到 2021 年，宁德与三星 SDI、LG 化学差距不大，都处于 20-25X 左右，考虑到后二者还包括体量较大的消费电池，明年宁德的估值将有一定的吸引力。

投资建议：根据从经营杠杆角度重新进行测算，上调 2021-2022 年预测，下调 2020 年预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 54.6/79.4/111.1 亿元 (原预测 55.76/72.95/95.28 亿元)，预计 2020-2021 年 EBITDA 为 133/173 亿元 (包含少数股东权益)，考虑到当前电动车仍处于行业发展前期，给予公司 2020-2021 年 35 倍 EV/EBITDA，预计 2020-2021 年企业价值分别为 4664/6066 亿元，扣除债权价值后，预计明年股权价值有望达 6066 亿元，目标价 260.4 元/股，继续保持“买入”评级。

风险提示：产能投产不及预期，电动车销量不及预期，材料降本不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29,611.27	45,788.02	48,271.17	64,879.69	87,569.94
增长率(%)	48.08	54.63	5.42	34.41	34.97
EBITDA(百万元)	6,713.46	10,459.00	13,325.74	17,330.14	22,841.71
净利润(百万元)	3,387.04	4,560.31	5,457.53	7,942.79	11,108.68
增长率(%)	(12.66)	34.64	19.67	45.54	39.86

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	204.99 元
目标价格	260.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,329.47
流通 A 股股本(百万股)	1,234.64
A 股总市值(百万元)	477,518.88
流通 A 股市值(百万元)	253,088.42
每股净资产(元)	17.98
资产负债率(%)	55.26
一年内最高/最低(元)	224.29/68.38

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《宁德时代-半年报点评:其他业务表现亮眼，处理库存提升资产质量》 2020-08-29
- 《宁德时代-年报点评报告:成本前置不改龙头本色》 2020-04-25
- 《宁德时代-季报点评:收入逆势增长，竞争优势凸显》 2019-11-03

EPS(元/股)	1.45	1.96	2.34	3.41	4.77
市盈率(P/E)	140.98	104.71	87.50	60.12	42.99
市净率(P/B)	14.50	12.52	10.50	9.06	7.60
市销率(P/S)	16.13	10.43	9.89	7.36	5.45
EV/EBITDA	20.52	19.96	32.28	24.82	18.83

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 如何给宁德时代估值? ——PE 与 EV/EBITDA 对比	5
2. 如何判断宁德时代的 EBITDA? ——核心是测算折旧与利润	6
2.1. 更改设备折旧政策不影响 EBITDA 测算	7
2.2. 对未来折旧判断: 2020-2022 年折旧摊销金额约 59、66、78 亿元	7
2.3. 利润端判断	9
2.3.1. 收入端判断: 预计 2020-2022 年公司收入分别为 483、629、819 亿元	9
2.3.2. 利润端: 从经营杠杆角度看公司利润释放节奏	11
3. 当前时点给予宁德时代多少 EV/EBITDA 合适?	13
3.1. 横向对比: 消费电子在智能手机行业初始期估值超过 80X, 高速成长期在 20-45X 波动	13
3.2. 纵向对比: LG 化学与三星 SDI 相对 CATL 是否有估值优势?	15
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 主要电动车中游公司 PE 对比	5
图 2: 主要电动车中游公司 EV/EBITDA 对比	5
图 3: 国内主要电池企业折旧年限对比测算 (亿元、年)	6
图 4: 宁德时代 EBITDA 拆分 (亿元)	6
图 5: 宁德时代电池产能规划	7
图 6: 宁德时代历史项目单 Gwh 投资测算	8
图 7: 宁德时代每年新增设备金额测算	8
图 8: 宁德时代折旧摊销测算 (亿元)	9
图 9: 全球电动车销量预测 (万辆)	10
图 10: 全球动力电池装机量预测 (Gwh)	10
图 11: 宁德时代动力电池销量预测	10
图 12: 宁德时代动力电池单价 (元/wh)	11
图 13: 宁德时代收入预测 (亿元)	11
图 14: 宁德时代动力电池产能、销量及利用率 (Gwh)	11
图 15: 宁德时代折旧摊销占收入比重	12
图 16: 成本端-非折旧摊销 (可变成本) 及占收入比重 (亿元)	12
图 17: 费用端剔除质保金、折旧摊销后占收入比重	12
图 18: 宁德时代 EBITDA 预测	13
图 19: 智能手机历史渗透率变化	13
图 20: 电动车在中国、欧洲、美国的渗透率	13
图 21: 立讯精密历史 EV/EBITDA	14
图 22: 歌尔股份历史 EV/EBITDA	14
图 23: 苹果手机历年零部件成本变化 (美元)	14
图 24: 歌尔股份与立讯精密历史 EBITDA 及增速 (亿元)	14

图 25: 宁德时代历史 EV/EBITDA.....	14
图 26: 宁德时代与 LG 化学、三星 SDI EV/EBITDA 估值对比.....	15
图 27: LG 化学分业务收入 (亿元)	16
图 28: 三星 SDI 分业务收入 (亿元)	16
图 29: LG 化学电池业务 EV/EBITDA 测算.....	17
图 30: 三星 SDI 电池业务 EV/EBITDA 测算	17
图 31: LG 化学动力电池装机量与增速 (Gwh)	17
图 32: 三星 SDI 动力电池装机量与增速 (Gwh)	17
图 33: LG 化学电池业务收入与利润预测 (亿元)	18
图 34: 宁德时代、LG 化学、三星 SDI EV/EBITDA 估值对比 (亿元)	18
表 1: 主要电池厂折旧计提政策.....	5
表 2: 2014-2017 年公司新增设备推算	7
表 3: 更改折旧政策对于利润端影响测算 (亿元)	7
表 4: 宁德时代设备折旧测算表 (亿元)	8
表 5: 2012 年 LG 化学分业务折旧摊销占比与资产占比对比	16
表 6: 宁德时代股权价值测算	18

1. 如何给宁德时代估值？——PE 与 EV/EBITDA 对比

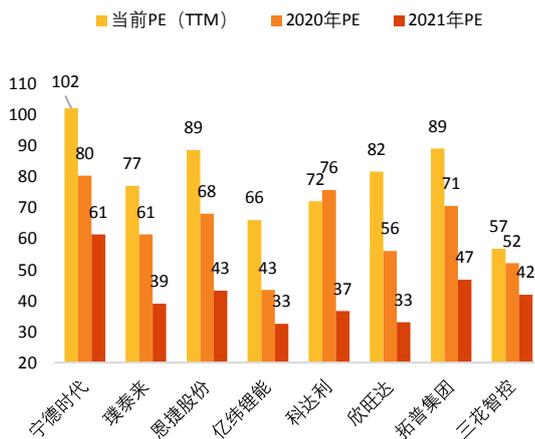
如何给宁德时代估值一直是市场非常关注的问题，目前主流估值方法包括相对估值法与绝对估值法，相对估值法包括 PE、PS、EV/EBITDA 等，绝对估值法主要是 DCF 现金流贴现法。

从估值理论本身出发，DCF 估值计算结果最接近公司实际价值，但由于在计算过程中需要对未来较长时间维度做出假设，对于盈利模式稳定，商业变化较少的价值股具有重要意义，但是对于新能源汽车之类的成长股，公司面临的内外部变化太大，很难对未来 10 年甚至 20 年做出正确假设，因此 DCF 估值便沦为“计算模型”，实际意义不大。

目前市场主流对宁德时代估值的方法依旧是相对估值的 PE 法，主要是符合国内普遍的估值方式，计算也简单易懂。但相对估值法的最主要的用处便是可比公司的对比，从目前板块 PE 估值水平看，宁德时代估值远超其他公司，容易得出宁德时代估值最贵的观点。

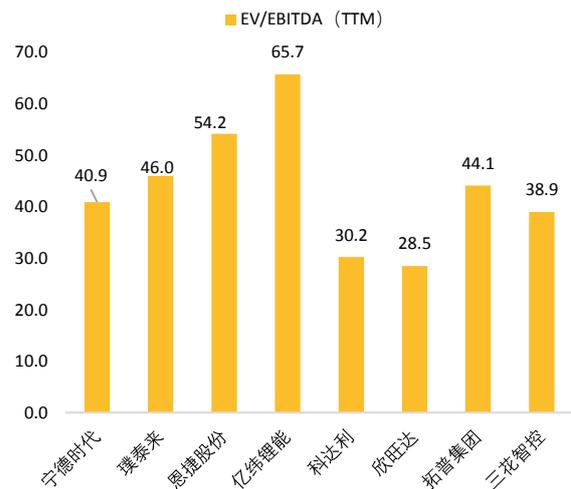
宁德时代 PE 估值最高的背后是其严苛的折旧政策，使得大量经营利润进入折旧，因此需要将板块内部折旧政策统一口径，目前 EV/EBITDA（企业估值倍数）主要对比的是企业折旧前的经营利润，因此是比较合理的估值方法。根据当前板块 EV/EBITDA 的估值对比，宁德时代处于板块合理估值，并不存在高估现象。

图 1：主要电动车中游公司 PE 对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：主要电动车中游公司 EV/EBITDA 对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所（亿纬锂能未扣除思摩尔非经影响）

表 1：主要电池厂折旧计提政策

公司	厂房	设备
LGC 化学	25-50	4-15
松下	5-50	2-10
三星 SDI	10-60	5-10
CATL	20	3-10
国轩高科	10-35	8-15
亿纬锂能	30	10
欣旺达	20-40	5-10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：国内主要电池企业折旧年限对比测算（亿元、年）

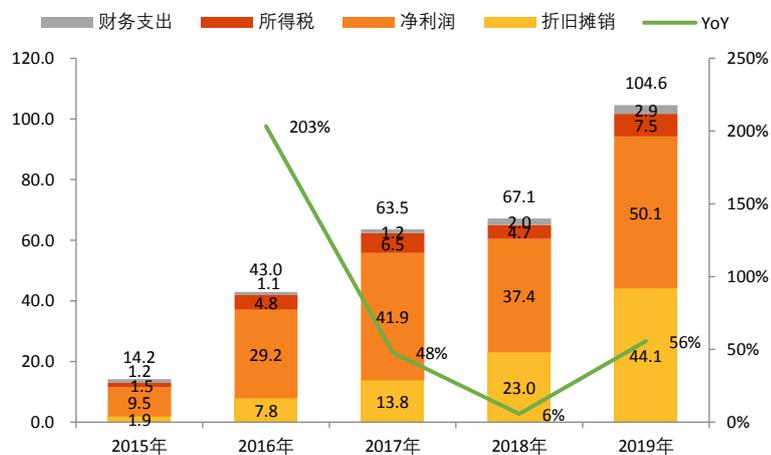
GATL	2018年			2019年			2020年H1		
	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计
期初账面价值	23.7	55.7	79.4	45.9	66.7	112.6	64.0	105.5	169.5
当期计提折旧	1.7	18.8	20.4	3.0	37.1	40.1	1.8	20.5	22.3
期末账面价值	45.9	66.7	112.6	64.0	105.5	169.5	64.6	94.9	159.5
折旧率	4.8%	30.7%	21.3%	5.5%	43.1%	28.4%	5.7%	40.8%	27.1%
折旧年限	20.9	3.3	4.7	18.1	2.3	3.5	17.4	2.4	3.7
国轩高科	2018年			2019年			2020年H1		
	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计
期初账面价值	12.1	19.6	31.8	15.4	29.6	45.0	19.1	34.4	53.6
当期计提折旧	0.5	2.3	2.8	0.7	3.6	4.3	0.4	1.8	2.2
期末账面价值	15.4	29.6	45.0	19.1	34.4	53.6	17.7	35.9	53.6
折旧率	3.9%	9.4%	7.4%	4.2%	11.1%	8.7%	4.1%	10.5%	8.3%
折旧年限	25.9	10.7	13.5	23.6	9.0	11.5	24.2	9.6	12.1
亿纬锂能	2018年			2019年			2020年H1		
	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计
期初账面价值	2.9	11.0	13.9	6.1	17.8	23.9	8.9	29.7	38.6
当期计提折旧	0.1	1.8	1.9	0.2	2.3	2.5	0.1	1.8	1.9
期末账面价值	6.1	17.8	23.9	8.9	29.7	38.6	8.8	37.0	45.9
折旧率	2.3%	12.5%	10.1%	2.8%	9.5%	7.9%	3.2%	10.5%	9.0%
折旧年限	44.1	8.0	9.9	35.6	10.5	12.6	31.0	9.5	11.1
欣旺达	2018年			2019年			2020年H1		
	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计	厂房	设备	合计
期初账面价值	7.8	7.9	15.7	12.0	18.4	30.4	12.8	23.5	36.3
当期计提折旧	0.3	1.3	1.6	0.3	2.5	2.8	0.2	1.2	1.4
期末账面价值	12.0	18.4	30.4	12.8	23.5	36.3	15.8	22.9	38.6
折旧率	3.0%	9.8%	6.9%	2.6%	11.9%	8.5%	3.2%	10.0%	7.4%
折旧年限	33.8	10.2	14.5	37.7	8.4	11.8	30.9	10.0	13.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所（此处设备口径为账面价值，理论上求折旧年限应用账面原值，此处为方便计算简化，测算宁德时代折旧年限偏低，实际应接近4年）

2. 如何判断宁德时代的 EBITDA? ——核心是测算折旧与利润

企业价值倍数估值（EV/EBITDA）的难点就在于如何判断 EBITDA（息税折旧前利润），根据公司招股说明书披露计算口径为 EBITDA=净利润+所得税+折旧摊销+财务费用（单指财务支出），由于宁德时代的 EBITDA 中折旧摊销与利润端占比最高，因此核心是测算折旧端与利润端。

图 4：宁德时代 EBITDA 拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 更改设备折旧政策不影响 EBITDA 测算

在测算折旧端与利润端之前，首先需要明确 2019 年公司更改部分设备折旧政策（5 年变为 4 年）只影响 EBITDA 内部的折旧端与利润端的占比，不影响公司整体 EBITDA，根据测算新政策在 2019 年减少税前利润 7.4 亿元（公司预计是 7.58 亿元），预计 2020 年减少税前利润 1 亿元，2021-2022 年将增加税前利润 4.7、3.2 亿元。

表 2：2014-2017 年公司新增设备推算

单位：亿元	账面原值	新增设备	累计折旧	账面价值
2014 年	2.0	-	-	-
2015 年	13.0	11.0	3.0	10.0
2016 年	37.8	24.8	5.6	32.2
2017 年	75.0	37.2	19.3	55.7

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：更改折旧政策对于利润端影响测算（亿元）

原政策	新增设备	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
2015 年	11.0	2.2	2.2	2.2	1.1		
2016 年	24.8	5.0	5.0	5.0	5.0	2.5	
2017 年	37.2	3.7	7.4	7.4	7.4	7.4	3.7
2018 年	31.9		3.2	6.4	6.4	6.4	3.2
2019 年	79.9			10.0	20.0	20.0	20.0
合计测算折旧		10.9	17.8	31.0	39.8	36.3	26.9
新政策	新增设备	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
2015 年	11.0	2.2	2.2	3.3			
2016 年	24.8	5.0	5.0	8.3	4.1		
2017 年	37.2	3.7	7.4	10.4	10.4	5.2	
2018 年	31.9		3.2	6.4	6.4	6.4	3.7
2019 年	79.9			10.0	20.0	20.0	20.0
合计测算折旧		10.9	17.8	38.3	40.9	31.6	23.7
实际折旧			18.8	37.1			
政策差异影响折旧				7.4	1.0	-4.7	-3.2

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2.2. 对未来折旧判断：2020-2022 年折旧摊销金额约 59、66、78 亿元

由于设备折旧占折旧摊销的 81%-84%，因此对公司未来折旧测算的核心是根据未来 3 年的产能规划测算出每年新增的设备投入，然后根据设备的折旧年限，测算出每年设备折旧。

由于公司主业是动力与储能电池，因此是最主要的设备投入方向。根据公司年报数据，2019 年公司已有 53Gwh 电池产能，在建 22Gwh 产能，我们预计此部分在建项目将于 2020 年投产，再通过对宁德时代历史产能投资公告梳理与投产节奏，我们预计 2020-2022 年公司产能分别为 75、101、138Gwh，分别增加 22、26、37Gwh，其中 2022 年产能增加较多，主要是由于欧洲工厂与今年定增项目部分将于 2022 年密集投产。

图 5：宁德时代电池产能规划

产能: Gwh		已知规划产能	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
宁德时代总产能		269	8	17	28	53	75	101	138
YoY					63%	91%	42%	35%	37%
自有产能		173			28	49	63	76	96
YoY						77%	29%	21%	26%
福建宁德	福建宁德 (原有)	27			23	23	23	23	23
	宁德湖西 (IPO)	24				12.0	24.0	24.0	24.0
	宁德湖西 (扩建)	16						2.0	5.0
	宁德车里湾	30							2.0
青海西宁	青海西宁	6.3			3.0	4.0	6.3	6.3	6.3
江苏溧阳	溧阳一二期	10			2.0	10.0	10.0	10.0	10.0
	溧阳三期	24						2.0	5.0
四川宜宾	四川宜宾一期	12						2.0	5.0
	四川宜宾二三期	10							2.0
德国图林根	德国图林根	14						7.0	14.0
车企合资	时代上汽	36				4.0	8.0	15.0	20.0
	时代广汽	10					2.0	4.0	8.0
	东风时代	9.6						2.0	4.0
	时代一汽	15					2.0	4.0	8.0
	时代吉利 (宜宾)	25							2

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 天风证券研究所

设备单 Gwh 投资金额近年来处于下降趋势, 最新定增项目已降至约 2 亿元/Gwh。单 Gwh 设备投资可通过公司历史项目投入测算, 在公司 2018 年 IPO 之前, 公司设备投资金额约 60 亿元, 总产能为 17Gwh, 推算得出单 Gwh 设备投资为 3.5 亿元。2018 年 IPO 项目设备投资 67 亿元, 规划产能 24Gwh, 对应单 Gwh 投资约 2.8 亿元。2020 年定增项目数据显示, 单 Gwh 设备投入已达 1.8-2.3 亿元。

根据三个时间段的单 Gwh 设备投资金额变化趋势, 我们假设 2020-2022 年单 Gwh 设备投资分别为 2.5、2、2 亿元, 对应当年新增电池设备金额 56、52、74 亿元, 再假设除动力电池外的设备金额 (2020-2022 年 5/6/10 亿元), 预计 2020-2022 年设备投资额分别为 61、58、84 亿元。

图 6: 宁德时代历史项目单 Gwh 投资测算

	时间	项目名称	总投资 (亿元)	设备投资 (亿元)	总产能 (Gwh)	单Gwh设备投资 (亿元)
IPO前	2018年之前	IPO前产能	/	60.0	17	3.5
IPO	2018-6	宁德湖西24Gwh项目	98.6	67	24	2.8
增发	2020-7	宁德湖西 (扩建)	40	29.4	16	1.8
		江苏时代 (三期)	55	54.2	24	2.3
		四川时代 (一期)	30	22.2	12	1.9

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 宁德时代每年新增设备金额测算

单位: Gwh、亿元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
动力电池产能	8	17	28	53	75	101	138
单Gwh投资额		3.5	2.8	2.8	2.5	2	2
当年新增动力电池设备额		33	30	71	56	52	74
当年新增其他业务设备额		4	2	9	5	6	10
当年新增设备总额		37	32	80	61	58	84

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据每年新增设备金额以及当前主要设备折旧年限约 4 年 (假设当年转固的设备, 以半年折旧计入当期, 方法同上), 测算得出 2020-2022 年设备折旧分别为 48.5、54、64 亿元。假设 2020-2022 年设备折旧占总折旧摊销比例为 82%, 则当年折旧摊销金额约 59、66、78 亿元。

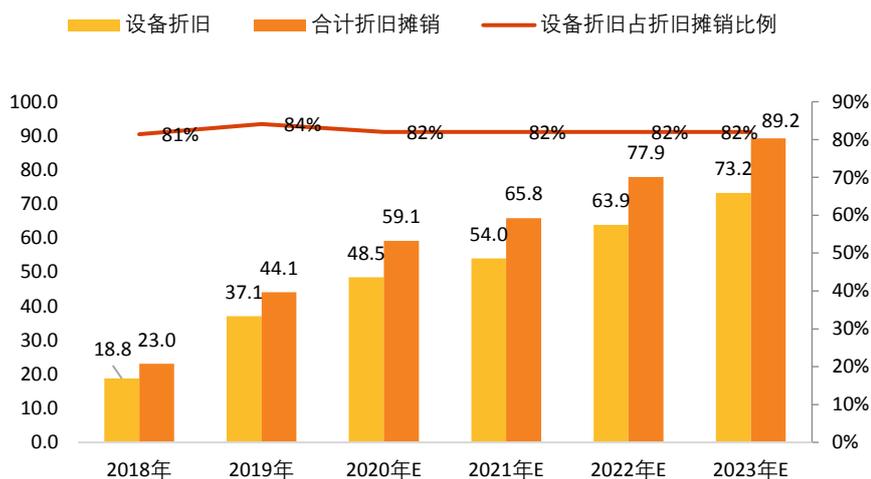
表 4: 宁德时代设备折旧测算表 (亿元)

原政策	新增设备	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
2015年	11	2.2	2.2	2.2	1.1			

2016年	25	5.0	5.0	5.0	5.0	2.5		
2017年	37	3.7	7.4	7.4	7.4	7.4	3.7	
2018年	32		3.2	6.4	6.4	6.4	3.2	
2019年	80			10.0	20.0	20.0	20.0	10.0
2020年E	61				7.6	15.2	15.2	15.2
2021年E	58					7.3	14.5	14.5
2022年E	84						10.5	21.0
2023年E	100							12.5
合计测算折旧		10.9	17.8	31.0	47.4	58.7	67.1	73.2
实际折旧			18.8	37.1				
新政策	新增设备	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
2015年	11	2.2	2.2	3.3				
2016年	25	5.0	5.0	8.3	4.1			
2017年	37	3.7	7.4	10.4	10.4	5.2		
2018年	32		3.2	6.4	6.4	6.4	3.7	
2019年	80			10.0	20.0	20.0	20.0	10.0
2020年E	61				7.6	15.2	15.2	15.2
2021年E	58					7.3	14.5	14.5
2022年E	84						10.5	21.0
2023年E	100							12.5
合计测算折旧		10.9	17.8	38.3	48.5	54.0	63.9	73.2
实际折旧			18.8	37.1				
政策差异影响折旧				7.38	1.05	-4.71	-3.19	0.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：宁德时代折旧摊销测算（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 利润端判断

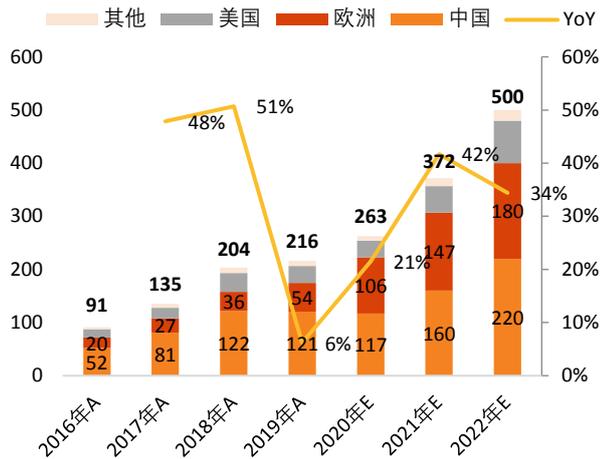
2.3.1. 收入端判断：预计 2020-2022 年公司收入分别为 483、629、819 亿元

预测收入端的核心为判断公司动力电池销量。我们预计下游 2020-2022 年全球电动车销量

分别为 263、372、500 万辆，同比增长 21%、42%、34%，装机量分别为 162、237、317Gwh。根据宁德时代历史市占率，我们假设国内市占率稳定在 50%，海外市占率逐步提升，预计 2020-2022 年分别为 10%、15%、20%，考虑到装机量与销量间存在一定车企库存量，预计宁德时代未来 3 年动力电池销量分别为 45、70、100Gwh，同比增长 10%、56%、43%。

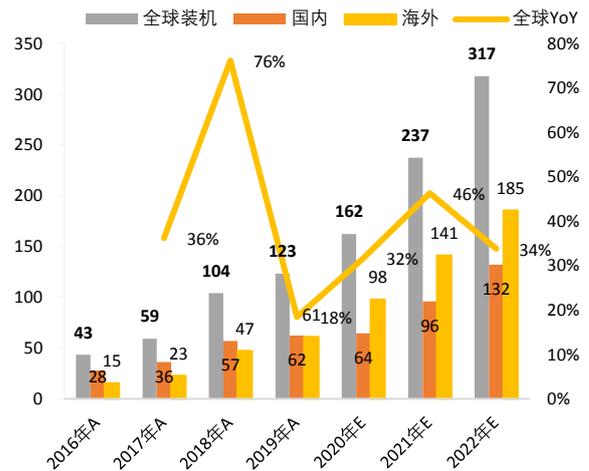
动力电池依然每年面临较大的降价压力，过去两年宁德时代动力电池单价分别下降 18%、17%，假设 2020-2021 年单价同比下降 15%，2022 年同比下降 10%。预计 2020-2022 年公司收入分别为 483、649、876 亿元，同比增长 5%、34%、35%。

图 9：全球电动车销量预测（万辆）



资料来源：乘联会，ACEA，Mraklines，天风证券研究所

图 10：全球动力电池装机量预测（Gwh）



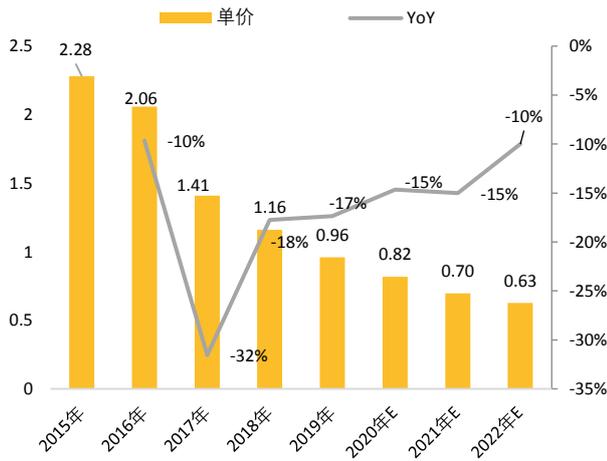
资料来源：GGII，SNE，天风证券研究所

图 11：宁德时代动力电池销量预测

宁德时代装机量 (Gwh)	2016年A	2017年A	2018年A	2019年A	2020年E	2021年E	2022年E
合计销量	6.8	11.9	21.3	41.0	45	70	100
YoY		74%	80%	92%	10%	56%	43%
合计装机量	6.3	10.8	24.4	34.4	42	69	103
YoY		70%	126%	41%	22%	65%	49%
国内	6.2	10.5	23.4	32.3	32	48	66
海外	0.2	0.3	1.0	2.1	10	21	37
宁德时代装机量市占率	2016年A	2017年A	2018年A	2019年A	2020年E	2021年E	2022年E
装机量市占率	15%	18%	23%	28%	26%	29%	32%
国内	22%	29%	41%	52%	50%	50%	50%
海外	1%	1%	2%	3%	10%	15%	20%

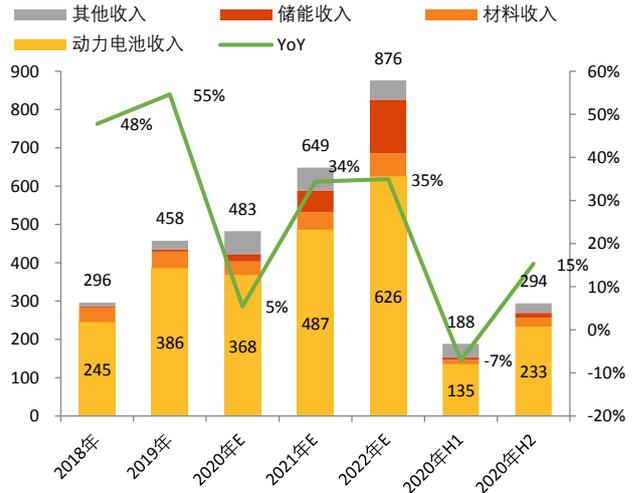
资料来源：公司公告，GGII，天风证券研究所

图 12：宁德时代动力电池单价（元/wh）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：宁德时代收入预测（亿元）



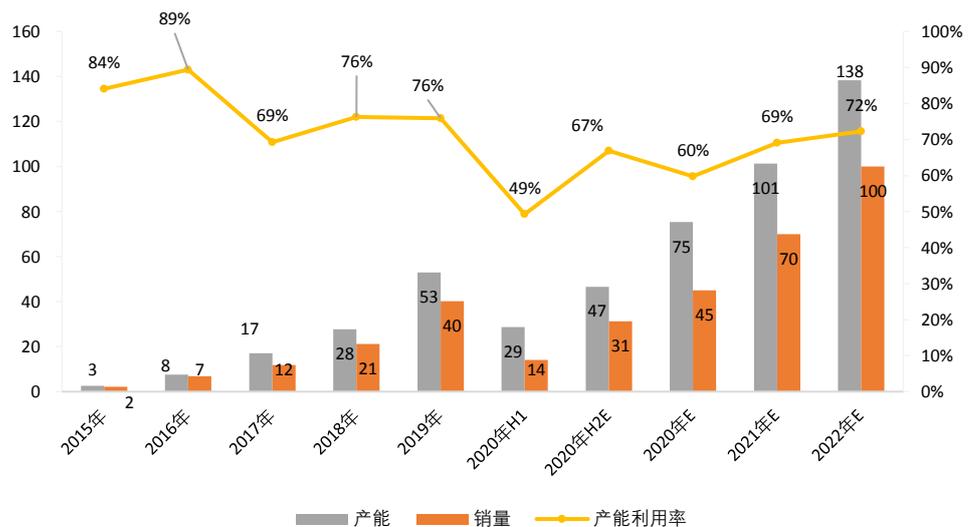
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2. 利润端：从经营杠杆角度看公司利润释放节奏

由于 2019 年产能大幅提升以及上半年收到疫情影响,2020 年 H1 产能利用率下降至 49%, 为历史谷底, 我们判断随着疫情缓解, 行业景气度不断向上, 公司产能利用率或将触底回升, 因此本节将从经营杠杆角度, 重新拆分成本, 预测公司未来 3 年的净利润。

首先我们把成本端重新拆分, 将原来的营业成本与费用分为折旧摊销、成本端-非折旧摊销、费用端-非折旧摊销。成本端剔除折旧摊销后可大致看作弹性成本, 费用端的质保金为完全弹性成本, 以 3%的比例跟随动力电池收入变化, 而剔除质保金、折旧摊销后的费用随着收入规模扩大, 将出现一定的摊薄, 因此本节涉及到规模扩大带来固定成本摊薄的主要为折旧摊销、与剔除质保金&折旧摊销后的费用。

图 14：宁德时代动力电池产能、销量及利用率（Gwh）

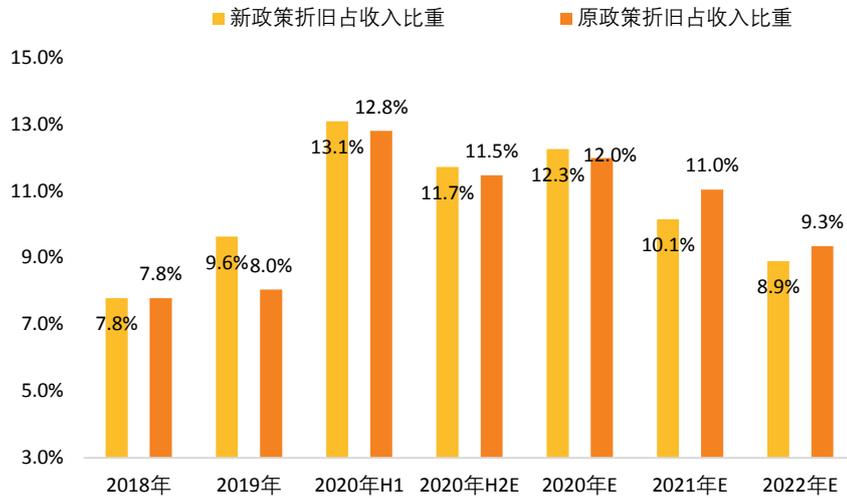


资料来源：公司公告，天风证券研究所（此处以销量口径计算产能利用率）

折旧摊销占收入比重变化：与产能利用率一致, 2020 年 H1 折旧占收入比重高达 13.1%, 是公司近年来折旧占比最高的时间点, 预计随着 2020 年 H2 产能利用率快速修复, 下半年

有望带来 1.4Pct（新折旧政策）的利润弹性，即增厚利润端 4 亿元。若考虑新折旧政策影响，2021 年折旧占收入比重将大幅下降 2.1Pct，2022 年下降 1.3Pct，折旧摊薄增厚利润端将在 2021 年得到明显体现。若不考虑新折旧政策影响，2021 年折旧占收入比重同比下降 1Pct，2021 年同比下降 1.7Pct，经营杠杆带来折旧摊销大幅摊薄将延后至 2022 年。

图 15：宁德时代折旧摊销占收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

成本端-非折旧摊销占收入比重：成本端扣除折旧摊销可大致看作弹性成本（大部分为材料成本），随着销量的变化而变化，2018-2020 年 H1 占收入比重保持在 62%-63%，但由于动力电池价格一直处于大幅下降，因此弹性成本占比保持稳定的隐含假设是材料端成本下降幅度与动力电池价格下降趋同。目前公司的材料端除了保持价格年降外，还可以通过大模组/CTP 等结构创新方式以及材料升级等方式降本，因此本文假设 2020-2022 年成本端扣除折旧摊销占收入的比重为 63-65%。

费用端-剔除质保金、折旧摊销后占收入比重：随着收入规模扩大，扣除质保金与折旧摊销后的费用一直处于摊薄状态，但边际降幅趋缓，因此本文假设 2020-2022 年占收入比重分别为 8.2%、7.5%、7%。

图 16：成本端-非折旧摊销（可变成本）及占收入比重（亿元）

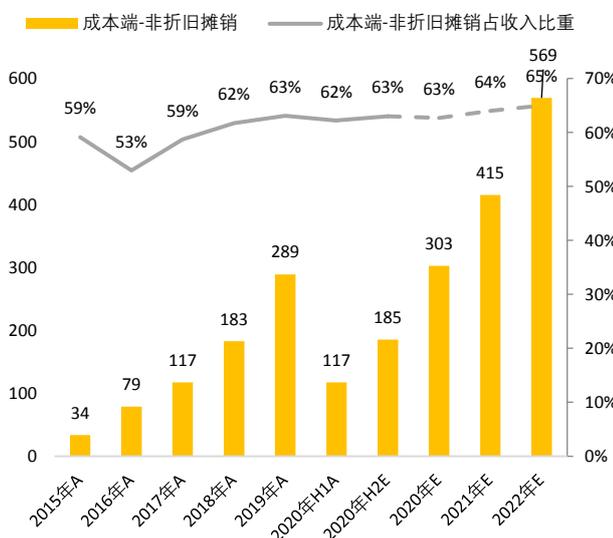
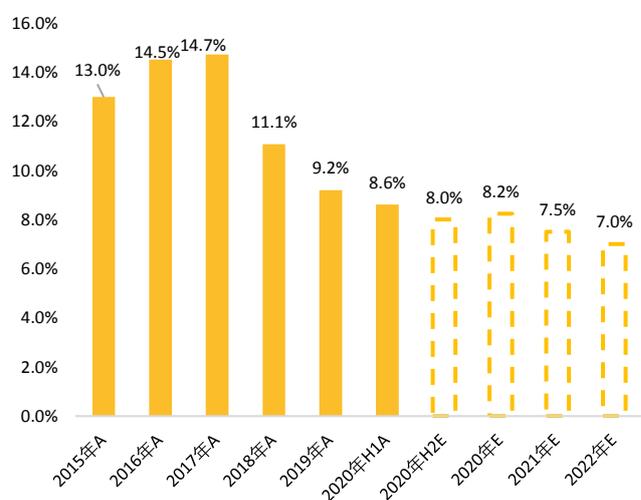


图 17：费用端剔除质保金、折旧摊销后占收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据上文对三项成本预测，预计 2020-2022 年归母净利润 55、79、111 亿元，同比增长 20%、45%、40%，由于经营杠杆叠加折旧政策影响，预计 2021-2022 年利润端增速将明显提升。

扣除少数股东权益后 EBITDA 分别为 128、165、216 亿元，同比增长 28%、29%、31%。

图 18：宁德时代 EBITDA 预测

单位：亿元	2018年A	2019年A	2020年E	2021年E	2022年E	2020年H1A	2020年H2E
营业收入	296.1	457.9	482.71	648.80	875.70	188.29	294.42
YoY	48%	55%	5%	34%	35%		
营业成本	199.0	324.8	352	471	635	137.2	215
毛利率	33%	29%	27.1%	27.4%	27.4%	27.2%	27.0%
费用	46.8	62.0	60.6	73.1	91.8	25.0	35.7
费用率	15.8%	13.5%	12.6%	11.3%	10.5%	13.3%	12.1%
折旧摊销	23.0	44.1	59.1	65.8	77.9	24.63	34.51
折旧摊销占收入比重	7.8%	9.6%	12.3%	10.1%	8.9%	13.1%	11.7%
成本端-非折旧摊销	182.7	288.9	303	415	569	117.2	185
成本端-非折旧摊销占收入比重	61.7%	63.1%	63%	64%	65%	62.2%	63%
费用端-非折旧摊销	40.1	53.8	50.8	63.3	80.1	20.4	30.6
费用端-非折旧摊销占收入比重	14.0%	12.2%	11.2%	10.5%	10.0%	11.7%	11.0%
费用端-质保金	7.3	11.7	11.0	14.6	18.8	4.2	7.0
费用端-非折旧摊销质保金	32.8	42.1	40	49	61	16.2	24
质保金占动力电池收入比重	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
费用端-非折旧摊销质保金占收入比重	11.1%	9.2%	8.2%	7.5%	7.0%	8.6%	8.0%
资产减值	9.7	16.7	10	12	15	4.6	5.4
其他收益	1.52	3.25	8.43	8	8	4.43	4
利润总额	42.0	57.6	68.6	100.5	141.5	26.0	42.5
所得税	4.7	7.5	9	13	18	4.5	4.38
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%	17%	10%
净利润	37.36	50.13	59.65	87.41	123.14	21.44	38.10
少数股东权益	-3.5	-4.5	-5.1	-8	-12	-2.1	-3.0
归母净利润	33.87	45.6	54.6	79.4	111.1	19.37	35.21
YoY	-13%	35%	20%	45%	40%		
EBITDA (包含少数股东权益)	67.13	104.59	133.26	173.30	228.42	53.16	79.98
YoY	6%	56%	27%	32%	32%		
净利润	37.36	50.13	59.65	87.41	123.14	21.44	38.10
折旧摊销	23.04	44.09	59.13	65.85	77.91	24.63	34.51
所得税	4.69	7.48	8.90	13.04	18.38	4.53	4.38
财务支出	2.04	2.89	5.57	7	9	2.57	3
EBITDA (不包含少数股东权益)	63.65	100.06	128.19	165.30	216.42	51.09	76.98
YoY	5%	57%	28%	29%	31%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 当前时点给予宁德时代多少 EV/EBITDA 合适?

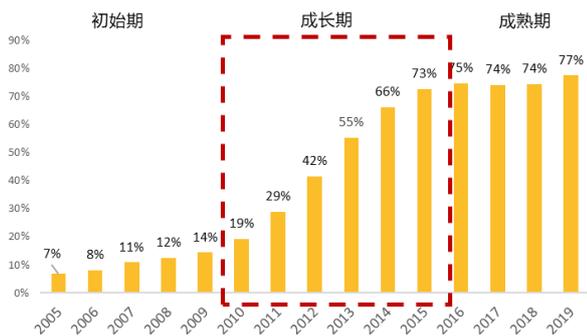
3.1. 横向对比：消费电子在智能手机行业初期估值超过 80X，高速成长期在 20-45X 波动

复盘智能手机渗透率变化，2010 年之前为智能手机行业发展初期，2010-2015 年为高速成长期，而 2015 年之后渗透率增长缓慢，进入成熟期。对应产业链公司如立讯精密与歌尔股份，在行业发展初期都曾出现超过 80X 企业价值倍数的估值，而在进入成长期后，企业倍数估值进入 20-45X 区间波动。当前国内电动车渗透率不足 5%，欧洲渗透率不足 10%，仍处于行业发展初期，因此宁德时代 40+X 的动态企业倍数估值仍属于合理估值区间。

宁德时代估值是否能达到智能手机产业链标的初期的高度？我们认为难度较大，EV/EBITDA 估值核心还是反映市场对于未来业绩增速的预期，相较电动车产业链，智能手机产业链的业绩增速更高，主要体现在：1) 产业链降价压力没有电动车大，而且随着智能手机功能性提升，零部件 ASP 甚至处于上升趋势，因此智能手机产业链的价格弹性强于电动车产业链；2) 汽车属于大宗消费，消费频次低，而智能手机的消费频次较快，因此渗透率提升更快、天花板更高，反映到产业链的出货量增速也更高。所以客观上讲，我们认为宁德时代当前估值合理，但大幅抬升至 80X 的可能性较低。

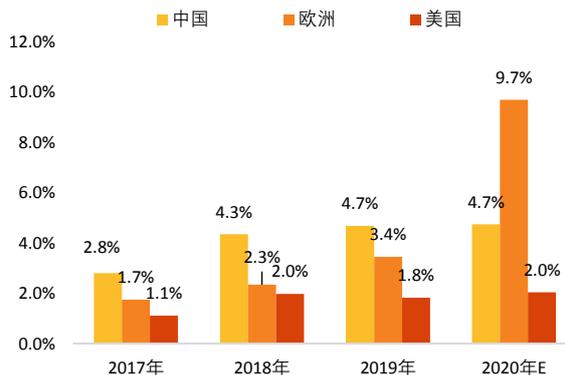
图 19：智能手机历史渗透率变化

图 20：电动车在中国、欧洲、美国的渗透率



资料来源: IDC, 天风证券研究所

图 21: 立讯精密历史 EV/EBITDA



资料来源: 中汽协, ACEA, Marklines, 天风证券研究所

图 22: 歌尔股份历史 EV/EBITDA



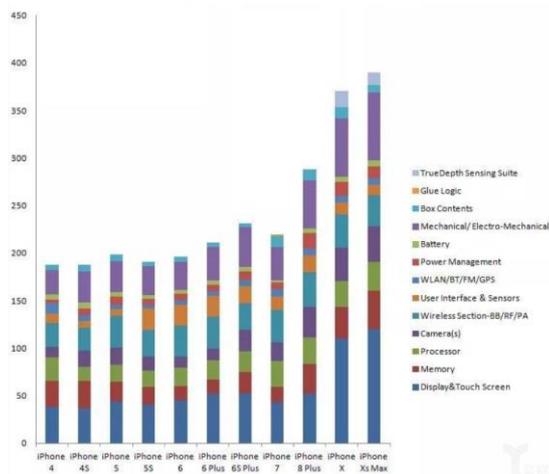
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 苹果手机历年零部件成本变化 (美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 歌尔股份与立讯精密历史 EBITDA 及增速 (亿元)



资料来源: IHS, 天风证券研究所

图 25: 宁德时代历史 EV/EBITDA

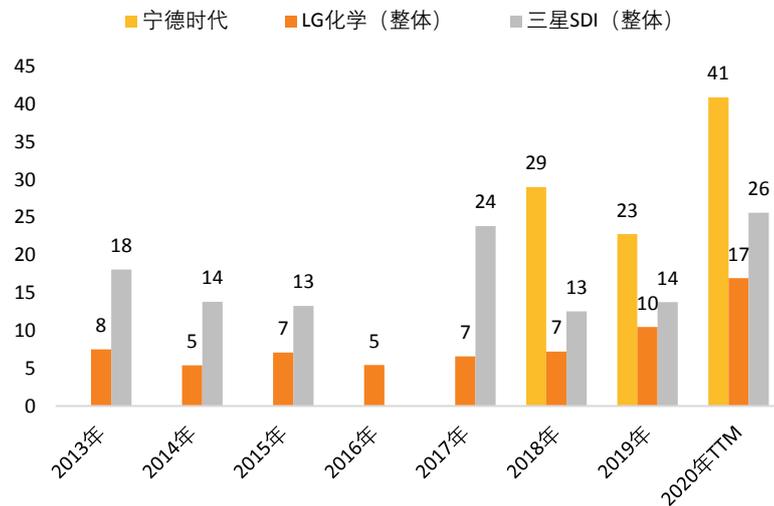


资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 纵向对比: LG 化学与三星 SDI 相对 CATL 是否有估值优势?

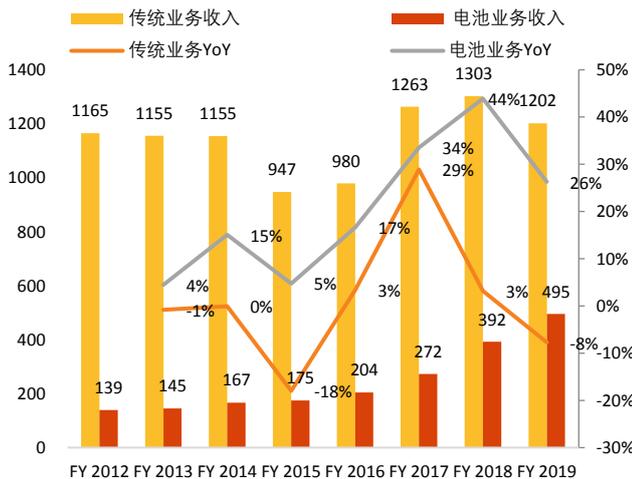
国际锂电巨头 LG 化学与三星 SDI 的整体估值远低于宁德时代, 但是由于二者都有不增长的传统业务, 因此需要将电池业务拆出进行对比。其中 2019 年 LG 化学的电池业务收入仅占比 27.8%, 因此整体估值仅有 10X, 三星 SDI 的电池业务收入占比较高, 2019 年占比 76%, 因此整体估值相应较高。传统业务由于多年不增长, 市场给予的估值非常低, 以 LG 化学为例, 在 2014-2016 年其动力电池业务没有快速发展的阶段, 市场仅给予 5-7 倍估值, 因此需要将二者进行拆解, 剥离出电池业务与宁德时代进行对比。

图 26: 宁德时代与 LG 化学、三星 SDI EV/EBITDA 估值对比



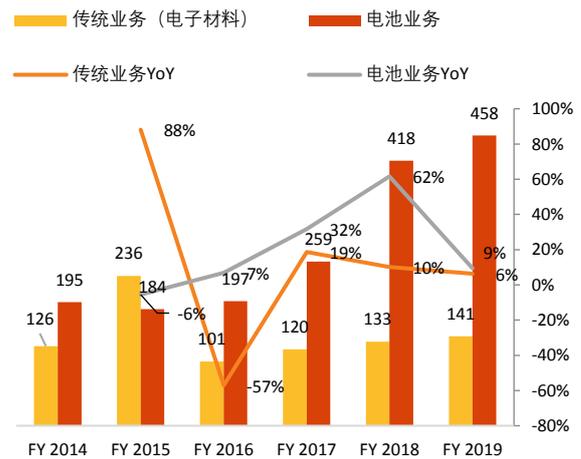
资料来源: Bloomberg, wind, 天风证券研究所

图 27: LG 化学分业务收入 (亿元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 28: 三星 SDI 分业务收入 (亿元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

由于海外公司均披露分业务的 EBIT，因此只需要将折旧摊销进行拆分就能算出电池业务的 EBITDA。

LG 化学折旧摊销拆分: 公司 2012 年曾披露过分业务的折旧摊销占比，与当年资产占比进行换算，可以得出电池业务的折旧摊销占比是其资产占比的 1.4 倍，若折旧年限不变，则每年的电池业务折旧摊销占比即为当年电池业务资产占比的 1.4 倍，由于 LG 化学披露每年电池业务资产占比，因此可以得出每年电池业务的折旧摊销。

三星 SDI 折旧摊销占比: 三星 SDI 不披露分业务资产占比，因此只能通过业务收入占比拆分折旧摊销，假设电池业务折旧摊销占比 75%。

由于 LG 化学与三星 SDI 的传统业务成长性较差，市场在 2014-2017 年给予 LG 化学的估值仅为 5-7X，因此假设传统业务估值为 6X。

表 5: 2012 年 LG 化学分业务折旧摊销占比与资产占比对比

单位: 百万人民币	折旧和摊销拆分		资产		折旧/资产换算
	金额	占比	金额	占比	
总计	4,895	100.0%	97,188	100.0%	
Energy Solution (电池业务)	1,270	26.0%	18,069	18.6%	140%
Petrochemicals	2,526	51.6%	50,228	51.7%	100%
Other Inorganic Chemical Manufacturing	4	0.1%	12,536	12.9%	1%
Information & Electronic Materials	1,094	22.3%	16,355	16.8%	133%

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

根据测算 LG 化学与三星 SDI 的企业估值倍数 TTM 与宁德时代差距较小，均处于 40X 左右，而看 2020 年，LG 估值优势明显。主要是由于 LG 为本轮海外电动车放量最大的受益者，20Q2 动力电池 5.1Gwh，同比增长 64%，随着规模扩大，电池业务已迈过盈亏平衡线，Q2 利润约 9 亿元，净利率已达 6%，7 月动力电池装机量 2.8Gwh，同比继续高增 173%，预计今年 LG 化学电池业务 EV/EBITDA 估值仅 23X，宁德时代与三星 SDI 估值 34X、30X，LG 估值较低。

看明年估值，宁德时代与三星 SDI、LG 化学差距不大，都处于 20-25X 左右，考虑到后二者还包括体量较大的消费电池，明年宁德的估值将有一定的吸引力。

图 29：LG 化学电池业务 EV/EBITDA 测算

单位：亿元	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	TTM	FY 2020E	FY 2021E	备注
总资产	972	1003	1029	1025	1177	1527	1788	2051				
电池资产	181	179	191	209	255	333	501	729				
电池资产占比	19%	18%	19%	20%	22%	22%	28%	36%				按照2012年比例折算，隐含假设为折旧年限不变
电池折旧摊销占比	26%	25%	26%	29%	30%	30%	39%	50%	50%			
折旧摊销	49.0	58.7	67.3	69.8	76.6	83.8	89.1	110.1	123.5			
传统业务折旧摊销	36.2	44.1	49.9	49.9	53.4	58.3	54.3	55.5	61.8			
电池折旧摊销	12.7	14.6	17.5	19.9	23.1	25.5	34.9	54.6	61.8	70	80	波兰第一轮产能已投完，折旧增加放缓
EBIT		97.9	76.7	101.3	114.1	174.9	135.1	53.1	68.8			
传统业务EBIT	104.9	96.1	72.9	101.2	116.9	173.2	122.5	80.0	73.2			
电池EBIT	2.2	1.8	3.8	0.0	-2.8	1.7	12.6	-26.9	-4.4	34.65	45	假设2021年增长30%
EBITDA		156.7	144.1	171.0	190.7	258.7	224.5	163.2	192.3			
传统业务EBITDA	141.1	140.2	122.8	151.1	170.4	231.5	176.8	135.5	134.9			
电池EBITDA	14.9	16.4	21.3	19.9	20.3	27.2	47.4	27.7	57.4	104.7	125.0	
企业价值		1179	776	1209	1033	1696	1621	1707	3259			
传统业务企业价值		841	737	907	1022	1389	1061	813	810			
电池业务企业价值		338	39	302	11	307	561	894	2449	2449	2449	假设不变
整体EV/EBITDA		7.53	5.39	7.07	5.42	6.56	7.22	10.46	16.94			
传统业务EV/EBITDA		6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0			没有成长性，假设6x
电池业务EV/EBITDA		20.6	1.8	15.2	0.5	11.3	11.8	32.3	42.7	23	20	

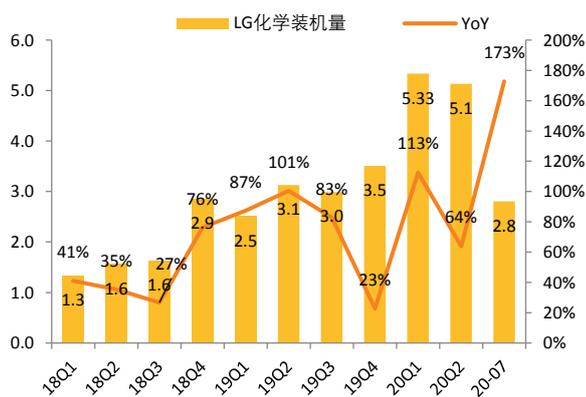
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 30：三星 SDI 电池业务 EV/EBITDA 测算

单位：亿元	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	TTM	FY 2020E	FY 2021E	备注
营业收入	320.5	420.4	298.0	379.1	560.7	598.7	608.9			
传统业务（电子材料）	125.7	236.4	101.4	120.3	132.5	141.0				
电池业务	194.8	184.0	196.5	258.8	418.2	457.7				
EBIT	-1.54	-14.86	-53.07	6.98	42.99	27.40	20.24			
传统业务EBIT	0.0	12.7	10.2	13.5	19.1	24.1	15.24			
电池业务EBIT	-1.5	-27.5	-63.2	-6.5	23.9	3.3	5	15	19.5	预计20年EBIT10亿，21年增长30%
折旧摊销			26.08	27.47	35.00	50.75	56.94			
传统业务折旧摊销			6.52	6.87	8.75	12.69	14.23			
电池折旧摊销			19.6	20.6	26.3	38.1	42.7	45	60	折旧摊销额稳步增长
EBITDA	35.35	33.53	(27.00)	34.45	78.00	78.15	77.17			
传统业务EBITDA			16.69	20.34	27.85	36.80	29.47			
电池业务EBITDA			-43.7	14.1	50.1	41.4	47.7	60.0	79.5	
企业价值	489	444		821	978	1076	1978			
传统业务企业价值				122	167	221	177			
电池业务企业价值				699	811	855	1801	1801	1801	
EV/EBITDA	13.82	13.26	—	23.84	12.54	13.77	25.63			
传统业务EV/EBITDA				6	6	6	6			无成长性，给予6x
电池业务EV/EBITDA				49.5	16.2	20.7	37.8	30	23	

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 31：LG 化学动力电池装机量与增速（Gwh）



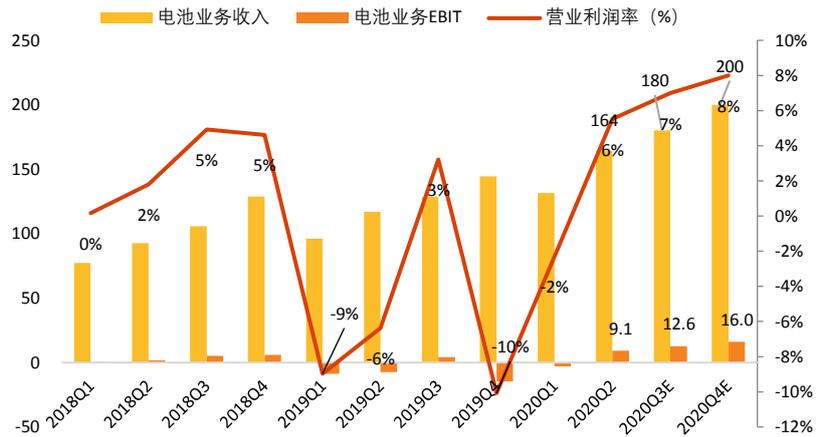
资料来源：SNE，天风证券研究所

图 32：三星 SDI 动力电池装机量与增速（Gwh）



资料来源：SNE，天风证券研究所

图 33: LG 化学电池业务收入与利润预测 (亿元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所 (季度测算汇率口径与彭博数据略有不同)

图 34: 宁德时代、LG 化学、三星 SDI EV/EBITDA 估值对比 (亿元)

企业价值	2018年A	2019年A	2020年TTM	2020年E	2021年E
宁德时代	1947	2380	4302	4302	4302
LG化学电池业务	561	894	2449	2449	2449
三星SDI电池业务	700	708	1801	1801	1801
EBITDA	2018年A	2019年A	2020年TTM	2020年E	2021年E
宁德时代	67	105	105	133	173
LG化学电池业务	47	28	57	105	125
三星SDI电池业务	50	41	48	60	80
EV/EBITDA	2018年A	2019年A	2020年TTM	2020年E	2021年E
宁德时代	29	23	41	32	25
LG化学电池业务	12	32	43	23	20
三星SDI电池业务	14	17	38	30	23

资料来源: 公司公告, wind, Bloomberg, 天风证券研究所

投资建议: 我们根据对公司经营杠杆重新进行测算 (具体测算见上文), 上调 2021-2022 年预测, 下调 2020 年预测, 预计 2020-2022 年归母净利润为 54.6/79.4/111.1 亿元 (原预测 55.76/72.95/95.28 亿元), 预计 2020-2021 年 EBITDA 为 133/173 亿元 (包含少数股东权益), 考虑到当前电动车仍处于行业发展前期, 给予公司 2020-2021 年 35 倍 EV/EBITDA, 预计 2020-2021 年企业价值分别为 4664/6066 亿元, 扣除债权价值后, 预计明年股权价值有望达 6066 亿元, 目标价 260.4 元/股, 继续保持“买入”评级。

表 6: 宁德时代股权价值测算

项目	单位	2020 年 TTM	2020 年 E	2021 年 E
EBITDA	亿元	105	133	173
EV/EBITDA		41	35	35
企业价值 (EV)	亿元	4302	4664	6066
债权价值	亿元	-192	-130	0
现金等价物	亿元	384	400	450
短期借款	亿元	29	50	100
长期借款	亿元	113	150	200
少数股东权益	亿元	51	70	150
股权价值	亿元	4494	4794	6066

涨幅空间			7%	35%
总股本	亿股	23.29	23.29	23.29
股价	元/股	192.9	205.8	260.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所（以 2020.9.28 日为基准）

4. 风险提示

产能投产不及预期：本文测算主要假设为产能如期投放，若产能投放延期，或将导致出货不及预期；

电动车销量不及预期：利润端经营杠杆核心假设是下游需求符合预期，若下游需求低迷，则导致公司固定费用摊销较高。

材料降本不及预期：利润端测算重假设弹性成本跟随电池价格下降，若材料降本不及预期，则导致弹性成本占比扩大，影响经营业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	27,731.19	32,269.64	30,040.31	61,457.09	53,912.17
应收票据及应收账款	15,967.75	17,988.49	25,650.91	27,035.73	44,076.91
预付账款	864.64	538.16	1,011.83	1,291.49	1,644.18
存货	7,076.10	11,480.55	5,571.11	19,398.30	12,741.60
其他	2,271.74	9,418.10	4,330.55	6,112.19	7,538.10
流动资产合计	53,911.42	71,694.94	66,604.71	115,294.81	119,912.95
长期股权投资	965.20	1,540.45	1,540.45	1,540.45	1,540.45
固定资产	11,574.67	17,417.35	17,620.09	17,499.52	17,171.95
在建工程	1,623.84	1,996.52	1,233.91	788.35	503.01
无形资产	1,346.17	2,302.32	2,158.55	2,014.79	1,871.02
其他	4,462.41	6,400.40	3,509.28	4,035.23	4,431.34
非流动资产合计	19,972.28	29,657.04	26,062.29	25,878.33	25,517.78
资产总计	73,883.70	101,351.98	92,667.00	141,173.14	145,430.73
短期借款	1,180.09	2,125.65	1,100.00	1,200.00	1,300.00
应付票据及应付账款	18,898.20	28,112.34	27,041.43	46,441.86	52,235.10
其他	11,006.65	15,369.40	3,747.98	23,487.33	9,420.15
流动负债合计	31,084.94	45,607.38	31,889.41	71,129.20	62,955.25
长期借款	3,490.77	4,980.56	5,478.62	6,026.48	6,629.13
应付债券	0.00	1,508.34	502.78	670.37	893.83
其他	4,107.82	7,067.82	4,782.72	5,319.45	5,723.33
非流动负债合计	7,598.59	13,556.72	10,764.12	12,016.31	13,246.29
负债合计	38,683.53	59,164.10	42,653.53	83,145.50	76,201.54
少数股东权益	2,261.89	4,052.89	4,542.78	5,315.11	6,374.34
股本	2,195.02	2,208.40	2,329.47	2,329.47	2,329.47
资本公积	21,372.92	21,630.45	23,294.70	23,294.70	23,294.70
留存收益	31,873.80	36,380.66	43,141.22	50,383.06	60,525.37
其他	(22,503.46)	(22,084.52)	(23,294.70)	(23,294.70)	(23,294.70)
股东权益合计	35,200.17	42,187.88	50,013.48	58,027.64	69,229.18
负债和股东权益总计	73,883.70	101,351.98	92,667.00	141,173.14	145,430.73

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,735.90	5,012.67	5,457.53	7,942.79	11,108.68
折旧摊销	2,304.22	4,409.04	763.63	789.91	806.67
财务费用	262.26	270.47	(764.04)	(1,285.43)	(1,679.32)
投资损失	(184.40)	(20.75)	(1,000.00)	(250.00)	(570.00)
营运资金变动	5,777.79	565.09	(9,778.28)	21,823.02	(20,208.79)
其它	(579.50)	3,235.44	(497.24)	1,006.61	1,273.48
经营活动现金流	11,316.27	13,471.95	(5,818.40)	30,026.89	(9,269.27)
资本支出	3,401.75	9,086.05	2,345.10	(456.74)	(353.88)
长期投资	174.17	575.25	0.00	0.00	0.00
其他	(23,063.60)	(7,804.99)	447.68	317.94	462.15
投资活动现金流	(19,487.67)	1,856.32	2,792.78	(138.80)	108.27
债权融资	5,599.88	9,692.02	7,871.88	8,829.18	9,756.38
股权融资	5,158.85	1,729.00	3,003.44	1,285.43	1,679.32
其他	(3,716.02)	(7,252.69)	(10,079.02)	(8,585.92)	(9,819.62)
筹资活动现金流	7,042.72	4,168.33	796.29	1,528.69	1,616.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,128.69)	19,496.60	(2,229.33)	31,416.78	(7,544.92)

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	29,611.27	45,788.02	48,271.17	64,879.69	87,569.94
营业成本	19,902.28	32,482.76	34,715.64	47,120.19	64,418.10
营业税金及附加	171.18	272.23	265.85	372.71	501.99
营业费用	1,378.87	2,156.55	1,930.85	2,465.43	2,627.10
管理费用	1,590.66	1,832.67	1,448.14	1,946.39	2,627.10
研发费用	1,631.90	2,992.11	2,896.27	3,568.38	4,378.50
财务费用	(279.73)	(781.62)	(764.04)	(1,285.43)	(1,679.32)
资产减值损失	974.91	(1,434.33)	1,000.00	1,200.00	1,500.00
公允价值变动收益	(314.25)	27.33	(1,012.92)	221.19	190.18
投资净收益	184.40	(79.60)	1,000.00	250.00	570.00
其他	202.56	2,561.13	25.84	(942.39)	(1,520.35)
营业利润	4,168.48	5,758.79	6,765.55	9,963.22	13,956.66
营业外收入	62.30	62.43	129.87	107.90	100.07
营业外支出	25.97	60.46	29.67	38.70	42.94
利润总额	4,204.81	5,760.76	6,865.75	10,032.42	14,013.78
所得税	468.92	748.09	892.55	1,304.21	1,821.79
净利润	3,735.90	5,012.67	5,973.21	8,728.20	12,191.99
少数股东损益	348.86	452.37	515.68	785.41	1,083.31
归属于母公司净利润	3,387.04	4,560.31	5,457.53	7,942.79	11,108.68
每股收益(元)	1.45	1.96	2.34	3.41	4.77

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	48.08%	54.63%	5.42%	34.41%	34.97%
营业利润	-13.73%	38.15%	17.48%	47.26%	40.08%
归属于母公司净利润	-12.66%	34.64%	19.67%	45.54%	39.86%
获利能力					
毛利率	32.79%	29.06%	28.08%	27.37%	26.44%
净利率	11.44%	9.96%	11.31%	12.24%	12.69%
ROE	10.28%	11.96%	12.00%	15.07%	17.67%
ROIC	24.69%	49.74%	43.63%	31.43%	1193.63%
偿债能力					
资产负债率	52.36%	58.37%	46.03%	58.90%	52.40%
净负债率	-62.87%	-53.52%	-44.32%	-90.69%	-63.78%
流动比率	1.73	1.57	2.09	1.62	1.90
速动比率	1.51	1.32	1.91	1.35	1.70
营运能力					
应收账款周转率	2.09	2.70	2.21	2.46	2.46
存货周转率	5.64	4.93	5.66	5.20	5.45
总资产周转率	0.48	0.52	0.50	0.55	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.96	2.34	3.41	4.77
每股经营现金流	4.86	5.78	-2.50	12.89	-3.98
每股净资产	14.14	16.37	19.52	22.63	26.98
估值比率					
市盈率	140.98	104.71	87.50	60.12	42.99
市净率	14.50	12.52	10.50	9.06	7.60
EV/EBITDA	20.52	19.96	32.28	24.82	18.83
EV/EBIT	25.21	20.03	71.68	49.58	35.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com