



中信证券研究部



**宋韶灵**  
首席新能源汽车  
分析师  
S1010518090002



**陈俊斌**  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001

核心观点

**公司预告 2019H1 归母净利润 20.0 亿-22.8 亿元（同比+120%至 150%），符合预期。全球电动化长期趋势明显，行业景气度向上提速，高端动力电池持续紧缺。公司是具备全球竞争力的动力电池龙头，通过深度绑定国内主流电动车企，并加速全球配套供应，成长确定性高，维持“买入”评级，继续推荐。**

**事项：**公司 7 月 12 日晚间发布 2019 年半年报业绩预告，预计 2019H1 归母净利润 20.0 亿-22.8 亿元（同比+120%至+150%），扣非归母净利润 17.4 亿-19.5 亿元（+150%至+180%），对此，我们点评如下：

**中报业绩预告同比增长 120%-150%，符合预期。**公司预告 2019H1 归母净利润 20.0 亿-22.8 亿元（+120%至+150%），扣非归母 17.4 亿-19.5 亿元（+150%至+180%）。其中，Q2 单季归母净利 9.6 亿-12.3 亿元，同比+92%至+147%；Q2 单季扣非归母净利 8.3 亿-10.4 亿元，同比+93%至+142%，符合市场预期。考虑到 2019 年起，公司锂电设备折旧年限由五年缩短至四年（公司测算预计 2019 全年减少净利润 6.4 亿元），假设沿用 2018 年会计政策，可比的 2019H1 归母净利润应为 23 亿-26 亿元，扣非归母为 20 亿-23 亿元。

**装机量领跑行业，上半年市场份额继续提升。**根据 GGII 数据，2019H1 宁德时代装机 13.6GWh（同比+109%），公司装机量保持了行业第一位，市占率由 2018 年的 41%提高了 4pcts 至 45%；其中 2019Q1/Q2 分别装机 5.5/8.1GWh，同比+149%/+89%。产品结构上看，2019H1 三元电池装机比重由 2018 年的 56%提高至 75%。

**继续实施股权激励，覆盖更多核心骨干员工。**2019 年 7 月 3 日，公司公布 2019 年限制性股票激励计划（草案），拟以 35.67 元/股价格向 3838 名中层管理人员、核心骨干授予 1900 万股限制性股票（占总股本 0.87%），考核目标 2019/19-20/19-21/19-22/19-23 年收入不低于 320/670/1060/1490/1960 亿元。此次较 2018 年计划 1628 名激励对象覆盖面更广，有利于进一步保持团队的稳定并激发团队动力。

**技术和产品引领行业，客户持续拓展。**公司 2018 年研发投入高达 20 亿元，2019Q1 研发费用 7.5 亿元，研发费率 7.5%维持高水平。作为国内动力电池技术的绝对龙头，NCM811 方形电池在行业内率先搭载广汽 AION S、蔚来 ES6 全新电动车型，系统能量密度高达 170wh/kg，引领行业发展。客户方面，除深度绑定国内主流车企，公司动力电池业务已成功供货合资车型，同时公司正加速获取全球订单，先后与宝马、戴姆勒、大众等国际品牌进行合作。随着公司动力电池产能将加速释放，有望带动公司快速成长。

**风险因素：**下游新能源汽车销量不达预期；动力电池价格下行超预期；原材料价格波动；技术路线变革等。

宁德时代	300750
评级	买入（维持）
当前价	73.88 元
目标价	- 元
总股本	2,194 百万股
流通股本	1,197 百万股
52 周最高/最低价	92.6/60.45 元
近 1 月绝对涨幅	4.04%
近 12 月绝对涨幅	-10.67%

■ **投资建议：**维持公司 2019/20/21 年归母净利润预测 45/59/73 亿元，对应 EPS 2.05/2.69/3.34 元，当前价 73.88 元，对应 2019/20/21 年 PE 分别为 36/27/22 倍。其中，预计 2019/20/21 年扣非归母净利润分别为 41.0/54.3/69.5 亿元。国内外电动化长期趋势明显，海外景气度向上提速，高端动力电池持续紧缺。公司是具备全球竞争力的动力电池龙头，通过深度绑定国内主流电动车企，并加速全球配套供应，成长确定性高，继续推荐，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,997	29,611	39,198	54,182	71,791
营业收入增长率	34.40%	48.10%	32.40%	38.20%	32.50%
净利润(百万元)	3,878	3,387	4,495	5,899	7,323
净利润增长率	36.00%	-12.70%	32.70%	31.20%	24.10%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.77	1.54	2.05	2.69	3.34
毛利率%	36.30%	32.80%	28.50%	26.80%	25.50%
净资产收益率 ROE%	15.70%	10.30%	12.10%	13.80%	14.70%
每股净资产 (元)	11.3	15	16.9	19.5	22.8
PE	42	48	36	27	22
PB	6.5	4.9	4.4	3.8	3.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,997	29,611	39,198	54,182	71,791
营业成本	12,740	19,902	28,038	39,661	53,484
毛利率	36.29%	32.79%	28.47%	26.80%	25.50%
营业税金及附加	96	171	234	299	413
销售费用	796	1,379	1,568	2,059	2,728
营业费用率	3.98%	4.66%	4.00%	3.80%	3.80%
管理费用	2,956	1,591	1,960	2,709	3,446
管理费用率	14.78%	5.37%	5.00%	5.00%	4.80%
财务费用	42	(280)	(385)	(381)	(448)
财务费用率	0.21%	-0.94%	-0.98%	-0.70%	-0.62%
投资收益	1,344	184	514	858	1,446
营业利润	4,832	4,168	5,327	7,157	8,894
营业利润率	24.16%	14.08%	13.59%	13.21%	12.39%
营业外收入	19	62	90	57	70
营业外支出	3	26	10	13	16
利润总额	4,848	4,205	5,407	7,201	8,947
所得税	654	469	606	807	1,002
所得税率	13.49%	11.15%	11.20%	11.20%	11.20%
少数股东损益	316	349	307	496	622
归属于母公司股东的净利润	3,878	3,387	4,495	5,899	7,323
净利率	19.39%	11.44%	11.47%	10.89%	10.20%

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4,848	4,205	5,407	7,201	8,947
所得税支出	-654	-469	-606	-807	-1,002
折旧和摊销	1,381	2,304	2,209	2,932	3,436
营运资金的变化	-2,203	4,337	-1,141	2,690	2,923
其他经营现金流	-1,032	940	-1,113	-1,295	-1,757
经营现金流合计	2,341	11,316	4,756	10,722	12,547
资本支出	-7,180	-6,629	-4,990	-5,813	-4,069
投资收益	1,344	184	514	858	1,446
其他投资现金流	-1,800	-13,043	-1,077	-1,433	-1,109
投资现金流合计	-7,636	-19,488	-5,554	-6,388	-3,732
发行股票	6,179	6,275	0	0	0
负债变化	5,898	7,617	3,568	2,776	2,587
股息支出	0	-312	-312	-138	-241
其他融资现金流	-3,144	-6,537	385	381	448
融资现金流合计	8,933	7,043	3,641	3,019	2,794
现金及现金等价物净增加额	3,638	-1,129	2,843	7,353	11,608

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,081	27,731	30,574	37,927	49,536
存货	3,418	7,076	8,972	15,071	21,394
应收账款	12,377	15,968	20,383	28,716	37,331
其他流动资产	3,158	3,136	3,560	1,450	986
流动资产	33,033	53,911	63,489	83,165	109,247
固定资产	8,219	11,575	16,759	22,447	26,523
长期股权投资	791	965	1,211	1,558	1,814
无形资产	1,409	1,346	1,437	1,469	1,505
其他长期资产	6,210	6,086	4,643	2,951	181
非流动资产	16,630	19,972	24,050	28,425	30,024
资产总计	49,663	73,884	87,539	111,590	139,271
短期借款	2,245	1,180	3,471	4,692	5,800
应付账款	13,791	18,898	26,356	36,885	48,136
其他流动负债	1,854	11,007	8,499	12,241	17,683
流动负债	17,890	31,085	38,326	53,818	71,620
长期借款	2,129	3,491	4,654	6,105	7,430
其他长期负债	3,173	4,108	4,869	5,721	6,570
非流动性负债	5,302	7,599	9,523	11,826	14,001
负债合计	23,192	38,684	47,849	65,644	85,620
股本	1,955	2,195	2,195	2,195	2,195
资本公积	15,355	21,373	21,373	21,373	21,373
归属于母公司所有者权益合计	24,701	32,938	37,121	42,882	49,964
少数股东权益	1,770	2,262	2,568	3,064	3,686
股东权益合计	26,471	35,200	39,690	45,947	53,650
负债股东权益总计	49,663	73,884	87,539	111,590	139,271

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	34.40%	48.08%	32.38%	38.23%	32.50%
营业利润增长率	50.43%	-13.73%	27.78%	34.36%	24.26%
净利润增长率	35.98%	-12.66%	32.70%	31.24%	24.15%
毛利率	36.29%	32.79%	28.47%	26.80%	25.50%
EBITDA Margin	31.27%	21.02%	17.67%	17.09%	15.76%
净利率	19.39%	11.44%	11.47%	10.89%	10.20%
净资产收益率	15.70%	10.28%	12.11%	13.76%	14.66%
总资产收益率	7.81%	4.58%	5.13%	5.29%	5.26%
资产负债率	46.70%	52.36%	54.66%	58.83%	61.48%
所得税率	13.49%	11.15%	11.20%	11.20%	11.20%
股利支付率	-	9.20%	3.07%	4.09%	5.45%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。