

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

电气设备

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,195/217
总市值/流通(百万元)	175,118/17,332
上证综指/深圳成指	3,202/10,236
12 个月最高/最低(元)	95.16/30.17

相关研究报告：

《宁德时代-300750-2019年一季度业绩预告点评-预告业绩符合预期，后补贴时代龙头加快布局》——2019-04-09

《宁德时代-300750-2018年度业绩快报点评-业绩增长基本符合预期，龙头地位稳固》——2019-02-28

《宁德时代-300750-行业集中度提升，动力电池独角兽强者愈强》——2018-08-22

证券分析师：方重寅

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030002

证券分析师：居嘉骁

E-MAIL: jujiaxiao@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518110001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宁德时代(300750)

增持

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 25 日

财报点评

业绩符合预期，锂电龙头再扩张

● 2018 年业绩符合预期，出货量高速增长

公司 2018 全年营收 296.11 亿元 (+48.08%)，归母净利润 33.87 亿元 (-12.66%)，扣非归母净利润 31.28 亿元 (+31.68%)。其中四季度单季营收 104.75 亿元 (+30.52%)，归母净利润 10.94 亿元 (-19.75%)，扣非归母净利润 11.43 亿元 (-10.54%)。公司业绩整体符合预期，受益于行业高速增长以及市场份额提升，公司 2018 年动力电池系统销售量达到 21.31GWh(+79.83%)，生产量达到 26.02GWh (+101.55%)，年末库存 5.55GWh (+308.09%)。

● 量价、成本显优势，经营性现金流彰显行业议价能力

公司 2018 年及 2019 年一季度市占率持续维持 40%+ 水平，2018 年公司动力电池系统平均售价为 1.15 元/Wh，行业内有一定溢价能力；而成本方面受益于原材料成本下降、供应链议价能力以及技术进步影响，公司 18 年动力电池系统平均成本为 0.76 元/Wh，较 2017 年下降了 16.70%，体现了良好的成本管控能力。同时受预收款和应付账款影响，公司 2018 年经营性现金流净额达到 113.16 亿元，体现了公司在行业内绝对的议价能力。

● 持续大客户绑定战略，加速产能布局

在补贴退坡和行业龙头竞争时期，公司继续对下游客户的跑马圈地以及加速产能投建，25 日公司公告与中国一汽合资建立时代一汽动力电池有限公司 (CATL 占 51%)，预计投资不超过 44 亿元 (建设周期 36 个月)；同日公司公告拟投资不超过 46.24 亿元在宁德湖西扩建锂电池项目，项目建设周期约 36 个月；此外公司拟投资 91.3 亿元扩建正极材料 (含前驱体) 10 万吨，加速产业链布局。

● 风险提示：

政策执行不达预期；新能源汽车销量不及预期；产品价格下降远超成本降幅。

● 投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。

预计 2019-2020 年归母净利润 43.3/53.9 亿元，同比增速 27.7/24.7%；摊薄 EPS 为 1.97/2.46 元。当前股价对应 PE 为 40.5/32.5x，鉴于公司行业龙头地位稳固且公司 2019 年进入产能持续扩张期，业绩稳定增长，结合绝对估值和相对估值法我们认为公司的合理股价范围为 81.5-87.5 元，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,611	38,550	50,015	60,421
(+/-%)	48.1%	30.2%	29.7%	20.8%
净利润(百万元)	3387	4325.34	5394.72	6079.48
(+/-%)	-12.7%	27.7%	24.7%	12.7%
摊薄每股收益(元)	1.54	1.97	2.46	2.77
EBIT Margin	22.2%	14.9%	15.2%	14.0%
净资产收益率(ROE)	10.3%	11.7%	12.8%	12.6%
市盈率(PE)	51.7	40.5	32.5	28.8
EV/EBITDA	24.3	34.9	27.9	26.1
市净率(PB)	5.32	4.72	4.14	3.64

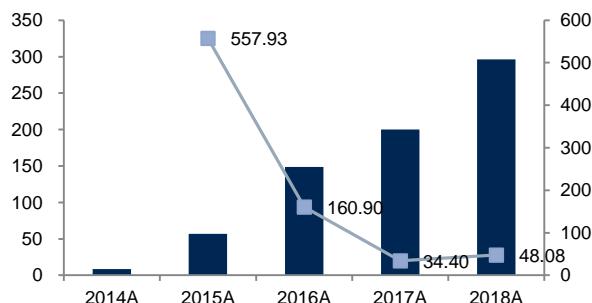
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2018 年业绩符合预期，出货量高速增长。公司 2018 全年营收 296.11 亿元 (+48.08%)，归母净利润 33.87 亿元 (-12.66%)，扣非归母净利润 31.28 亿元 (+31.68%)。其中四季度单季营收 104.75 亿元 (+30.52%)，归母净利润 10.94 亿元 (-19.75%)，扣非归母净利润 11.43 亿元 (-10.54%)。公司业绩整体符合预期，受益于行业高速增长以及市场份额提升，公司 2018 年动力电池系统销售量达到 21.31GWh (+79.83%)，生产量达到 26.02GWh (+101.55%)，年末库存 5.55GWh (+308.09%)。

图 1：宁德时代营业收入及增速（单位：亿元、%）

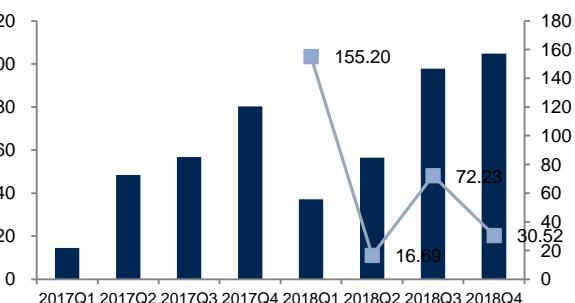
■ 营业总收入 ■ YoY%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：宁德时代单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

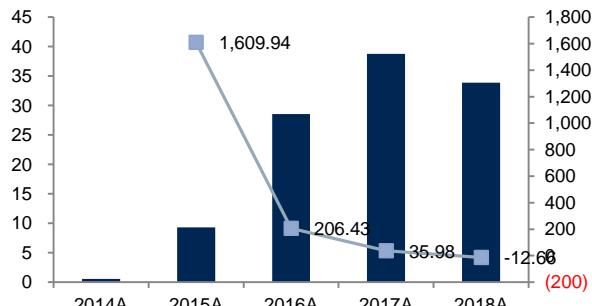
■ 营业总收入 ■ YoY%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：宁德时代归母净利润及增速（单位：亿元、%）

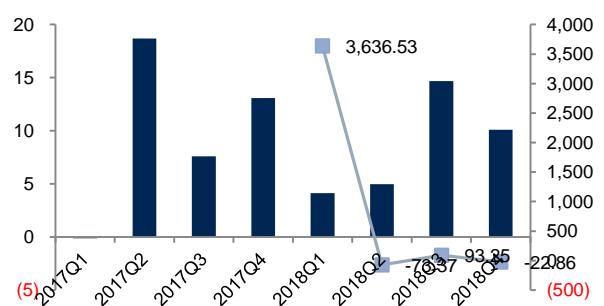
■ 归属母公司股东的净利润 ■ YoY%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：宁德时代单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

■ 归属母公司股东的净利润 ■ YoY%

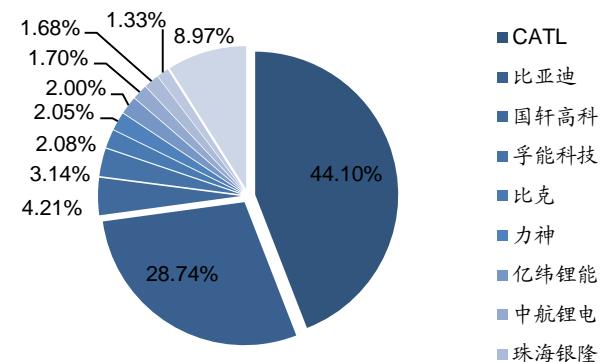


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

量价、成本显优势，经营性现金流彰显行业议价能力。公司 2018 年及 2019 年一季度市占率持续维持 40%+ 水平，2018 年公司动力电池系统平均售价为 1.15 元/Wh，行业内有一定溢价；而成本方面受益于原材料成本下降、供应链议价能力以及技术进步影响，公司 18 年动力电池系统平均成本为 0.76 元/Wh，较 2017 年下降了 16.70%，体现了良好的成本管控能力。同时受预收款和应付账款影响，公司 2018 年经营性现金流净额达到 113.16 亿元，体现了公司在行业内绝对的议价能力。

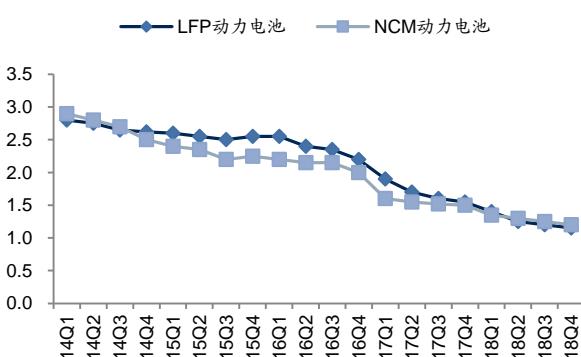
。

图 5: 2019Q1 国内动力电池装机市场份额



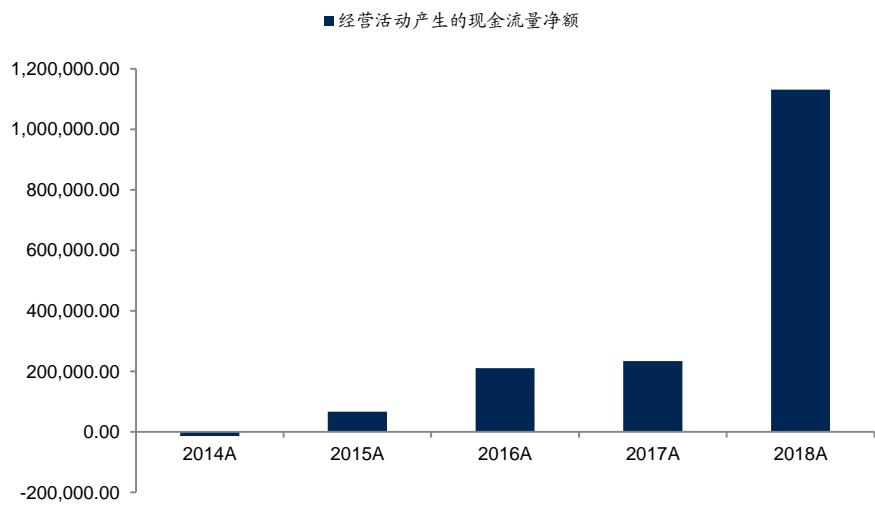
资料来源：真锂研究、国信证券经济研究所整理

图 6: 国内动力电池价格走势 (元/Wh)



资料来源：GGII、国信证券经济研究所整理

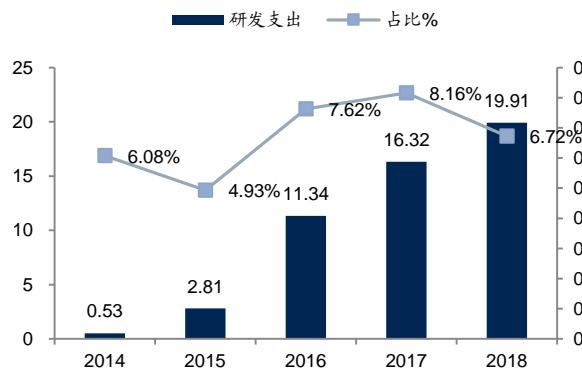
图 7: 宁德时代经营性现金流净额 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

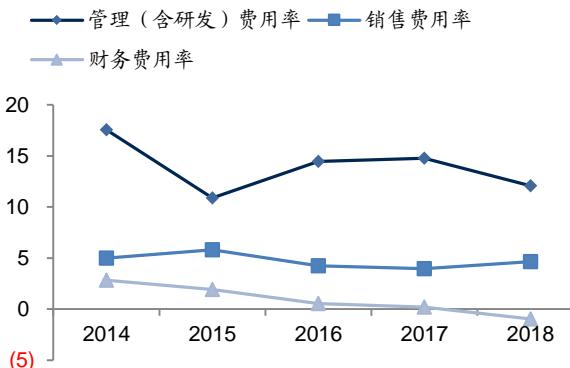
持续研发投入，费用控制卓有成效。2018 年公司研发投入持续增长达到 19.91 亿元，因营收增速较高研发投入占比较高 2017 年虽然略有回落，但在行业内仍处于较高水平。费用方面公司控制卓有成效，2018 年销售费用增长较快的原因主要是售后综合服务费以及销售佣金、职工薪酬的增长；公司 2018 年管理费用、财务费用均有改善，特别是财务费用自上市后出现了显著下滑。

图 8：宁德时代历年研发投入及占比%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：宁德时代历年费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续大客户绑定战略，加速产能布局。在补贴退坡和行业龙头竞争时期，公司继续对下游客户的跑马圈地以及加速产能投建，25日公司公告与中国一汽合资建立时代一汽动力电池有限公司（CATL 占 51%），预计投资不超过 44 亿元（建设周期 36 个月）；同日公司公告拟投资不超过 46.24 亿元在宁德湖西扩建锂电池项目，项目建设周期约 36 个月；此外公司拟投资 91.3 亿元扩建正极材料（含前驱体）10 万吨，加速产业链布局。

目前，CATL 在动力电池方面已完成绝大多数乘用车厂、客车厂以及专用车厂的配套，与上汽、吉利、东风、广汽、北汽、长安等绝大多数一线厂商均有业务或股权层面合作；海外客户方面公司目前已进入宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA、本田等整车厂的供应链，伴随在德国的电池工厂加快推进以及参投芬兰 Valmet，公司海外布局逐步加速；同时公司将触角伸及储能电站领域，与星云股份联合布局储能的同时又与 PowinEnergy 签订 1.85GWh 储能电池合同。

表 1：第 316-319 批新车公示动力电池配套情况

316 批		317 批		318 批		319 批	
公司名称	配套数量（款）	公司名称	配套数量（款）	公司名称	配套数量（款）	公司名称	配套数量（款）
宁德时代	30	宁德时代	29	宁德时代	23	宁德时代	155
比亚迪	20	国轩高科	11	比亚迪	22	国轩高科	34
国轩高科	15	江淮华霆	4	国轩高科	20	亿纬锂能	22
襄阳新能源	10	盟固利	3	亿纬锂能	9	力神	21
威睿电动汽车技术	7	鹏辉电源	3	盟固利	8	比亚迪	17
江淮华霆	5	比亚迪	3	力神	6	微宏动力	12
亿纬锂能	4	星恒电源	2	威马汽车	6	绿鑫电源	8
力神	4	微宏动力	2	绿鑫电源	5	北京国能	6
星恒电源	4	捷成动力	2	鹏辉电源	5	亿鹏能源	6
孚能	3	上汽时代	2	威睿电动汽车技术	4	多氟多	5
		力神	2				

资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

计提普莱德金融负债。公司认为东方精工提出的普莱德未达到承诺业绩需补偿不符合实际情况，对普莱德与公司关联交易公允性的判断不客观，公司未来实际履行的业绩补偿金额存在不确定性，基于目前可获取之信息及谨慎性原则预计有关金融负债 31,424.75 万元。

风险提示：

第一，补贴、双积分等政策执行不达预期导致新能源汽车增长不达预期；

第二，新能源车企中高端车型推出不顺利，市场认可度不及预期；
 第三，行业产品价格下降速度远超成本降幅，影响公司业绩增速。

投资建议：预计 2019-2020 年归母净利润 43.3/53.0 亿元，同比增速 20.8%/22.3%；摊薄 EPS 为 1.97/2.41 元。当前股价对应 PE 为 41.7/34.1x。鉴于公司行业龙头地位稳固且公司 2019 年进入产能持续扩张期，业绩稳定增长，我们认为公司目前估值具有合理性，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190215	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (17A)	PB (17A)	投资 评级	
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		
002594.	比亚迪	58.15	1,486	1.49	1.02	1.37	1.73	39.01	57.06	42.54	33.71	7.76%	3.28
300014.	亿纬锂能	28.00	240	0.47	0.67	0.89	1.16	59.45	41.79	31.37	24.11	18.83%	7.48
300207	欣旺达	14.19	220	0.42	0.45	0.72	0.99	33.71	31.53	19.78	14.41	20.81%	4.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	27731	33277	39933	47919	营业收入	29611	38550	50015	60421
应收款项	16557	22167	29303	34642	营业成本	19902	27186	35883	44179
存货净额	7076	7649	8126	9987	营业税金及附加	171	230	290	354
其他流动资产	2547	11605	12504	12830	销售费用	1379	1388	1751	2054
流动资产合计	53911	74697	89866	105379	管理费用	1591	3990	4486	5391
固定资产	13199	19696	25320	30408	财务费用	(280)	(137)	186	75
无形资产及其他	1346	1212	1077	942	投资收益	184	150	150	136
投资性房地产	4462	4462	4462	4462	资产减值及公允价值变动	(1289)	(589)	(708)	(862)
长期股权投资	965	1363	1649	1991	其他收入	(1575)	0	0	0
资产总计	73884	101430	122374	143183	营业利润	4168	5455	6862	7642
短期借款及交易性金融负债	2109	17458	23256	20645	营业外净收支	36	36	36	36
应付款项	18898	28480	38621	46228	利润总额	4205	5491	6898	7679
其他流动负债	10078	7317	5740	14296	所得税费用	469	710	931	962
流动负债合计	31085	53255	67617	81169	少数股东损益	349	456	572	637
长期借款及应付债券	3491	3491	3491	3491	归属于母公司净利润	3387	4325	5395	6079
其他长期负债	4108	4869	5721	6570					
长期负债合计	7599	8359	9212	10061					
负债合计	38684	61614	76828	91230					
少数股东权益	2262	2702	3251	3859					
股东权益	32938	37114	42294	48094					
负债和股东权益总计	73884	101430	122374	143183					
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.54	1.97	2.46	2.77	净利润	3387	4325	5395	6079
每股红利	0.10	0.07	0.10	0.13	资产减值准备	730	514	391	404
每股净资产	15.01	16.91	19.27	21.91	折旧摊销	2221	1034	1412	1780
ROIC	17%	10%	10%	10%	公允价值变动损失	1289	589	708	862
ROE	10%	12%	13%	13%	财务费用	(280)	(137)	186	75
毛利率	33%	29%	28%	27%	营运资本变动	6907	(7144)	1294	9890
EBIT Margin	22%	15%	15%	14%	其它	(404)	(74)	159	204
EBITDA Margin	30%	18%	18%	17%	经营活动现金流	14131	(755)	9358	19220
收入增长	48%	30%	30%	21%	资本开支	(3571)	(8500)	(8000)	(8000)
净利润增长率	-13%	28%	25%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	55%	63%	65%	66%	投资活动现金流	(3745)	(8898)	(8286)	(8342)
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	权益性融资	6275	0	0	0
P/E	51.7	40.5	32.5	28.8	负债净变化	1362	0	0	0
P/B	5.3	4.7	4.1	3.6	支付股利、利息	(216)	(149)	(215)	(280)
EV/EBITDA	24.3	34.9	27.9	26.1	其它融资现金流	(5301)	15349	5798	(2611)
					融资活动现金流	3265	15199	5583	(2891)
					现金净变动	13650	5546	6655	7987
					货币资金的期初余额	14081	27731	33277	39933
					货币资金的期末余额	27731	33277	39933	47919
					企业自由现金流	11393	(9598)	1285	11055
					权益自由现金流	7453	5871	6922	8379

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032