

宁德时代 (300750.SZ)

技术成本双重领先，龙头地位稳固

动力电池出货高增驱动业绩大幅增长，符合预期。宁德时代发布2019年中报，实现营收202.64亿元(+116.50%)，归母净利润21.02亿(+130.79%)，扣非净利润18.19亿(+160.82%)，位于预告中枢附近，基本符合预期。业绩高增主要因动力电池系统业务(168.92亿，+135.01%)继续维持市场和技术优势，出货量高增；同时锂电池材料(23.09亿，+32.14%)新增产能释放，增长明显；储能电池系统业务(2.40亿，+369.55%)加大研发投入和市场推广，开始逐步取得成效。

市占率进一步提升，持续高强度研发投入，产能稳步扩张，龙头地位进一步夯实。根据GGII数据，公司Q2装机8.15GWh，同环比分别增长89%/48%，市占率进一步提升至46.03%，结合Q1数据，预计公司H1确认出货规模约16GWh，同比增长约130%。公司2019H1研发投入14.13亿(+96.80%)，同比大幅增长，维持高强度研发投入。固定资产相比年初增长至148.84亿，年化产能扩至40GWh，龙头地位夯实。

规模效应显现，期间费用率下降显著，Q2毛利率环比提升。公司2019H1毛利率29.79%(-1.49pct)，受益于销售规模放大以及现金余额增加，销售、管理及财务费用率均有所下降，期间费用率下降至14.07%(-4.59pct)，改善显著。其中动力电池在单价同比大幅下降，同时加速计提折旧的情况下，毛利率仅小幅下滑(28.88%，-3.79pct)，技术实力提升、原材料降价及产能利用率提升是主要的降本途径。分季度来看，Q2毛利率已回升至30.84%，环比提升2.13pct。

产业链执牛耳者，挤占上下游货款，净营运资本为负，议价能力超强。公司2019H1存货为96.24亿，相比年初增加25.48亿，主要因库存商品增加至31.29亿(+19.25亿)，以及原材料及自制半成品有所增加，发出商品32.28亿，维持稳定。应付票据及账款由年初的188.98亿增长至271.58亿，预收款由49.94亿增长至75.35亿，净营运资本为-84.87亿，挤占上下游货款，作为产业链执牛耳者，显现出超强的产业链议价能力。

国内外主流车企深度绑定，全速推进。公司与国内主流车企上汽、广汽、吉利、东风、一汽成立合资公司，深度绑定，国内一超地位稳固，成本技术双重领先。进一步与宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、大众、沃尔沃、标致雪铁龙等国际车企品牌深化合作，从海外客户中国项目首选供应商演变为全球战略合作伙伴，进入海外扩张。

投资建议：我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为41.83/52.58/62.45亿，对应估值分别为38.8/30.8/26.0倍，考虑到公司竞争优势带来的长期成长确定性，维持“买入”评级。

风险提示：动力电池价格降幅超预期；动力电池出货量不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,997	29,611	40,485	59,617	78,616
增长率 yoy (%)	34.4	48.1	36.7	47.3	31.9
归母净利润(百万元)	3,878	3,387	4,183	5,258	6,245
增长率 yoy (%)	36.0	-12.7	23.5	25.7	18.8
EPS最新摊薄(元/股)	1.77	1.54	1.91	2.40	2.85
净资产收益率(%)	15.8	10.6	11.8	13.0	14.0
P/E(倍)	41.8	47.9	38.8	30.8	26.0
P/B(倍)	6.57	4.92	4.41	3.86	3.37

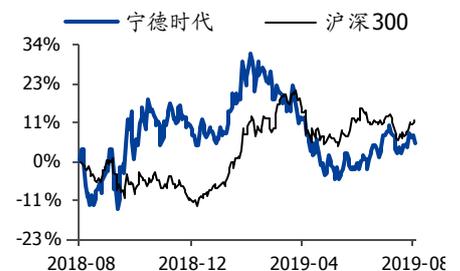
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	买入
最新收盘价	73.90
总市值(百万元)	162,169.49
总股本(百万股)	2,194.45
其中自由流通股(%)	54.55
30日日均成交量(百万股)	5.60

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号: S0680518030005

邮箱: mengxingya@gszq.com

研究助理 吴星煜

邮箱: wuxingyu@gszq.com

相关研究

- 《宁德时代(300750.SZ): 营收净利高增，龙头优势尽显》2019-04-27
- 《宁德时代(300750.SZ): 产业链执牛耳者，龙头地位进一步夯实》2019-04-25
- 《宁德时代(300750.SZ): 一季度净利大幅增长，行业龙头强者恒强》2019-04-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	33033	53911	66465	79132	94465
现金	14081	27731	35497	36377	41558
应收账款	6919	6225	9052	13445	16222
其他应收款	91	0	124	59	182
预付账款	306	865	292	1411	835
存货	3418	7076	9408	13400	16977
其他流动资产	8219	12015	12092	14440	18692
非流动资产	16630	19972	23987	28683	32450
长期投资	791	965	1205	1445	1685
固定投资	8219	11575	14755	18365	21212
无形资产	1409	1346	1525	1689	1875
其他非流动资产	6210	6086	6502	7184	7677
资产总计	49663	73884	90452	107816	126915
流动负债	17890	31085	41820	51688	61932
短期借款	2245	1180	0	0	0
应付账款	4978	7057	10387	15819	19084
其他流动负债	10667	22848	31433	35869	42847
非流动负债	5302	7599	9096	10762	12368
长期借款	2129	3491	4233	4774	4916
其他非流动负债	3173	4108	4863	5987	7451
负债合计	23192	38684	50916	62450	74299
少数股东权益	1770	2262	2727	3376	4479
股本	1955	2195	2195	2195	2195
资本公积	15355	21373	21373	21373	21373
留存收益	7143	10501	15042	20779	27862
归属母公司股东收益	24701	32938	36810	41989	48137
负债和股东权益	49663	73884	90452	107816	126915

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2341	11316	13262	5427	9809
净利润	4194	3736	4648	5907	7347
折旧摊销	1381	2304	2238	3118	4109
财务费用	42	-280	-812	-950	-1034
投资损失	-1344	-184	-229	-229	-229
营运资金变动	-2203	4337	6998	-2319	-308
其他经营现金流	271	1404	419	-102	-77
投资活动净现金流	-7636	-19488	-6443	-7484	-7570
资本支出	7180	6629	3360	3132	1863
长期投资	-1218	-187	-240	0	-240
其他投资现金流	-1673	-13045	-3324	-4352	-5947
筹资活动净现金流	8933	7043	947	2938	2942
短期借款	1019	-1065	-1180	0	0
长期借款	1827	1362	742	542	142
普通股增加	1342	240	0	0	0
资本公积增加	3746	6018	0	0	0
其他筹资现金流	999	488	1385	2396	2800
现金净增加额	3624	-1101	7765	880	5181

利润表 (百万元)

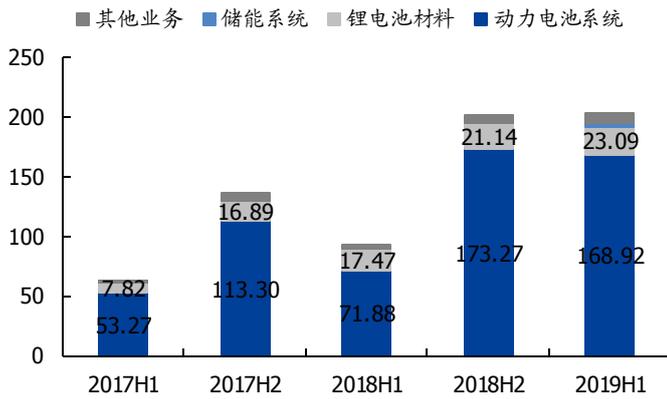
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19997	29611	40485	59617	78616
营业成本	12740	19902	28846	43335	57718
营业税金及附加	96	171	234	345	454
营业费用	796	1379	1619	2385	3145
管理费用	2956	1591	4858	6856	8648
财务费用	42	-280	-812	-950	-1034
资产减值损失	245	975	1255	1729	2123
公允价值变动收益	0	-314	-79	-98	-123
投资净收益	1344	184	229	229	229
营业利润	4832	4168	4634	6048	7668
营业外收入	19	62	600	600	600
营业外支出	3	26	12	10	13
利润总额	4848	4205	5222	6638	8255
所得税	654	469	574	730	908
净利润	4194	3736	4648	5907	7347
少数股东收益	316	349	465	650	1102
归属母公司净利润	3878	3387	4183	5258	6245
EBITDA	5971	5858	6610	8767	11293
EPS (元/股)	1.77	1.54	1.91	2.40	2.85

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	34.4	48.1	36.7	47.3	31.9
营业利润 (%)	50.4	-13.7	11.2	30.5	26.8
归属母公司净利润 (%)	36.0	-12.7	23.5	25.7	18.8
盈利能力					
毛利率 (%)	36.3	32.8	28.7	27.3	26.6
净利率 (%)	19.4	11.4	10.3	8.8	7.9
ROE (%)	15.8	10.6	11.8	13.0	14.0
ROIC (%)	12.9	7.9	8.9	10.1	11.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.7	52.4	56.3	57.9	58.5
净负债比率 (%)	-35.3	-62.9	-76.4	-66.4	-66.1
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.8	4.5	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.77	1.54	1.91	2.40	2.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.01	5.29	6.04	2.47	4.47
每股净资产 (最新摊薄)	11.26	15.01	16.77	19.13	21.94
估值指标 (倍)					
P/E	41.8	47.9	38.8	30.8	26.0
P/B	6.57	4.92	4.41	3.86	3.37
EV/EBITDA	26.12	24.6	20.6	15.6	11.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司历年营收情况 (亿元)



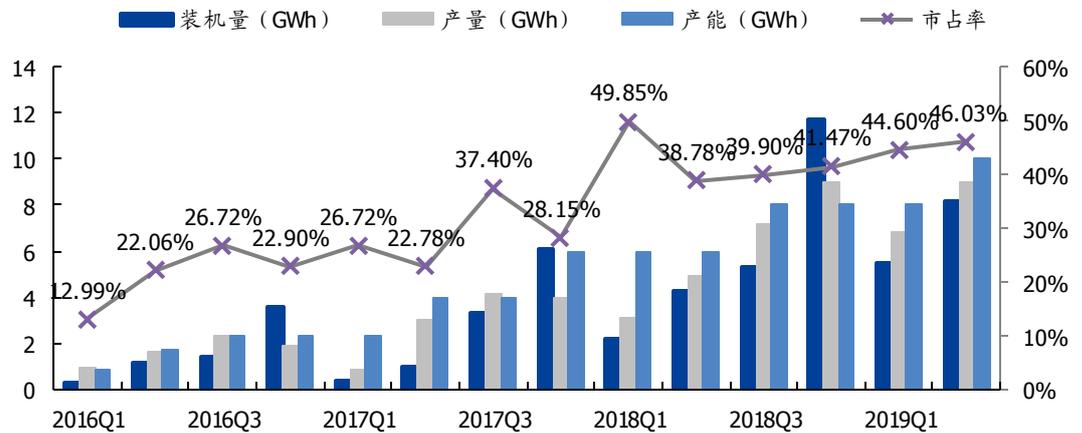
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历年毛利情况 (亿元)



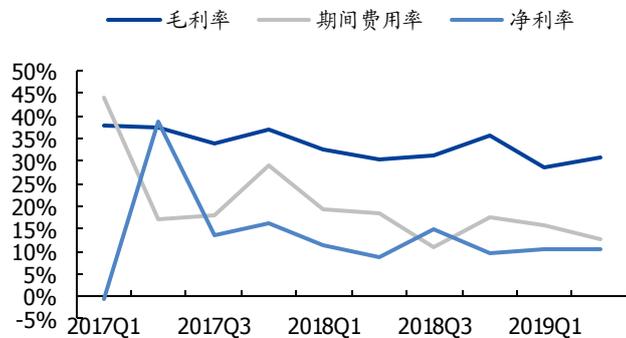
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 3: 公司产能、产量、装机量及市占率



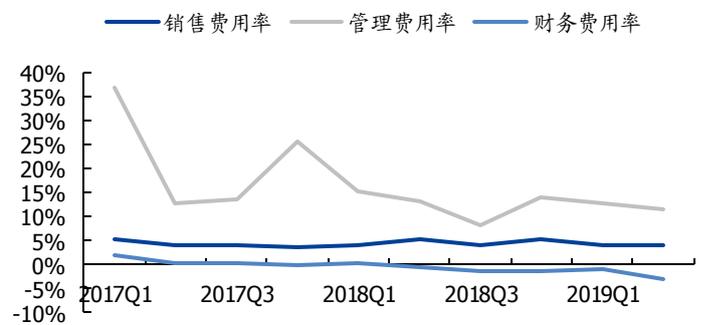
资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 4: 公司毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 5: 公司三项费用率



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 6: 公司主要资产负债表数据 (亿元)

	2017	2018H1	2018	2019H1	2019H1 增加
应收票据及应收账款	123.77	111.00	159.68	176.38	16.7
存货	34.18	49.20	70.76	96.24	25.5
固定资产	82.19	98.20	115.75	148.84	33.1
在建工程	29.74	26.45	16.24	35.07	18.8
应付票据及应付账款	137.91	124.16	188.98	271.58	82.6
预收款项	2.03	3.49	49.94	75.35	25.4
净营运资本	36.72	60.30	-24.81	-84.87	

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com