

宁德时代 (300750)

证券研究报告

2019年11月03日

收入逆势增长，竞争优势凸显

事件: 19年Q3公司实现收入125.92亿元,同比增长28.8%,环比增长22%;归母净利润为13.62亿元,同比降低7.2%,环比增长29.1%;**扣非净利润为11.46亿元,同比下降11%,环比增长27%。**

点评: Q3公司毛利率下降至27.9%,环比下降2.9Pct,主要受动力电池价格下滑影响,以及毛利率较低的锂电材料、储能业务占比提升所致。公司三季度动力电池装机量为7.8Gwh,环比下滑4%,但营收环比增长22%,我们认为主要有两个原因:

1) 锂电材料与储能业务增速较高,预计锂电池材料Q3收入约15亿元,储能收入约6亿元; 2) 预计动力电池未装机但已确认收入约1.5Gwh, Q3动力电池销量约9.3Gwh; 3) 动力电池装机结构中Pack+电芯占比环比提升10Pct,价值量增加导致单价高于纯电芯,对收入有一定提振作用;

公司Q3动力电池市占率已提升至63%,环比提高17Pct,同比提高23Pct,在行业阶段性低迷期,公司迅速占据市场份额的原因主要有两点: 1) 公司的产品竞争力较强,一致性、循环次数、能力密度均为行业领先。2) 公司与下游整车企业签订了销售返利合同,下游整车企业为获得返利必须进行冲量。

根据测算,19Q3动力电池单价约1.07元/wh,较上半年变化较小,我们认为主要是Pack占比增加对冲部分降价。为应对补贴退坡,磷酸铁锂装机量占比在Q3出现回升,公司磷酸铁锂大部分为Pack+电芯,因此19Q3 Pack+电芯占比提升至51%,较Q2提升10Pct。

19Q3期间费率环比增长2.4Pct,主要是由于Q3财务费用率较19Q2提升1.5Pct,销售费用率较Q2提升1.4Pct。**19Q3减值环比减少3.5亿元是当期净利润环比增长的主要原因。**19Q3减值准备降低至1.3亿元,环比减少3.5亿元,当期减值占营业利润比例为8%,环比减少18Pct,预计Q3无专项减值。经营活动现金净流量为30.49亿元,环比增长33%,公司现金流依旧保持稳健,回款较优。

市场担心公司市占率见顶,行业价格战加速。但我们认为公司三季度市占率提升超出预期,随着行业回暖,公司市占率或有所下降,但公司作为行业绝对龙头,预计市占率将维持高位,同时随着海外车企在2020年陆续推出多款电动车型,公司海外出货有望逐步放量。公司作为行业的引领者,拥有较强的议价权,其他电池厂大多采取跟随的定价策略,市场价格大幅下降的可能性较小。我们认为公司有望继续保持稳健增长,预计2019-2021年归母净利润将达47.3/58.7/66.7亿元(原预计19年利润为45.5亿元,由于市占率超预期,上调19年预测),对应PE 33/27/23X,维持“买入”评级。

风险提示: 动力电池销量不及预期; 价格下降超预期。

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	69.33元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,208.40
流通A股股本(百万股)	1,202.59
A股总市值(百万元)	153,108.35
流通A股市值(百万元)	83,375.53
每股净资产(元)	16.73
资产负债率(%)	57.96
一年内最高/最低(元)	95.16/64.00

作者

杨藻 分析师
SAC执业证书编号: S1110517060001
yangzao@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:Q2毛利率环比改善,市场份额持续提升》 2019-08-25
- 《宁德时代-公司点评:新增15.6亿欧元德国项目投资,预增产能约25Gwh》 2019-06-26
- 《宁德时代-年报点评报告:业绩超预期,加速折旧》 2019-05-02

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,996.86	29,611.27	43,895.45	59,318.64	71,994.87
增长率(%)	34.40	48.08	48.24	35.14	21.37
EBITDA(百万元)	7,494.62	7,684.35	5,795.82	7,205.54	7,984.75
净利润(百万元)	3,877.95	3,387.04	4,726.55	5,866.40	6,666.41
增长率(%)	35.98	(12.66)	39.55	24.12	13.64
EPS(元/股)	1.76	1.53	2.14	2.66	3.02
市盈率(P/E)	40.32	46.17	33.08	26.66	23.46
市净率(P/B)	6.33	4.75	4.04	3.53	3.09
市销率(P/S)	7.82	5.28	3.56	2.64	2.17
EV/EBITDA	0.00	17.93	22.75	16.83	14.34

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 事件:

19 年 Q3 公司实现收入 125.92 亿元, 同比增长 28.8%, 环比增长 22%; 归母净利润为 13.62 亿元, 同比降低 7.2%, 环比增长 29.1%; **扣非净利润为 11.46 亿元, 同比下降 11%, 环比增长 27%。**

2. 点评:

Q3 公司毛利率下降至 27.9%, 环比下降 2.9Pct, **主要受动力电池价格下滑影响, 以及毛利率较低的锂电材料、储能业务占比提升所致。**

公司三季度动力电池装机量为 7.8Gwh, 环比下滑 4%, 但营收环比增长 22%, 我们认为主要有三个原因:

- 1) 锂电材料与储能业务增速较高, 预计锂电池材料 Q3 收入约 15 亿元, 储能收入约 6 亿元;
- 2) 预计动力电池未装机但已确认收入约 1.5Gwh, Q3 动力电池销量约 9.3Gwh;
- 3) 动力电池装机结构中 Pack+电芯占比环比提升 10Pct, 价值量增加导致单价高于纯电芯, 对收入有一定提振作用;

表 1: 公司主要业绩数据

	18 年 Q3	18 年 Q4	19 年 Q1	19 年 Q2	19 年 Q3
营业收入 (亿元)	97.76	104.75	99.82	102.82	125.92
YoY	72%	31%	169%	82%	29%
QoQ	73%	7%	-5%	3%	22%
毛利率	31.3%	35.5%	28.7%	30.8%	27.9%
归母净利润 (亿元)	14.68	10.09	10.47	10.55	13.62
YoY	93.4%	-22.8%	153.5%	111.8%	-7.2%
QoQ	194.8%	-31.3%	3.8%	0.8%	29.1%
扣非净利润 (亿元)			9.16	9.03	11.46
YoY			241%	111%	-11%
QoQ	201%	-11%	-20%	-1%	27%
净利率	15.0%	9.6%	10.5%	10.3%	10.8%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 公司分业务拆分

	收入 (亿元)			占比		
	2018 年	2019 年 H1	2019 年 Q3	2018 年	2019 年 H1	2019 年 Q3
营业收入	296.11	202.64	125.92			
动力电池	245.15	168.92	99.92	83%	83%	79%
锂电材料	38.61	23.09	15	13%	11%	12%
储能	1.89	5.00	6	1%	2%	5%
其他	10.46	5.63	5	4%	3%	4%

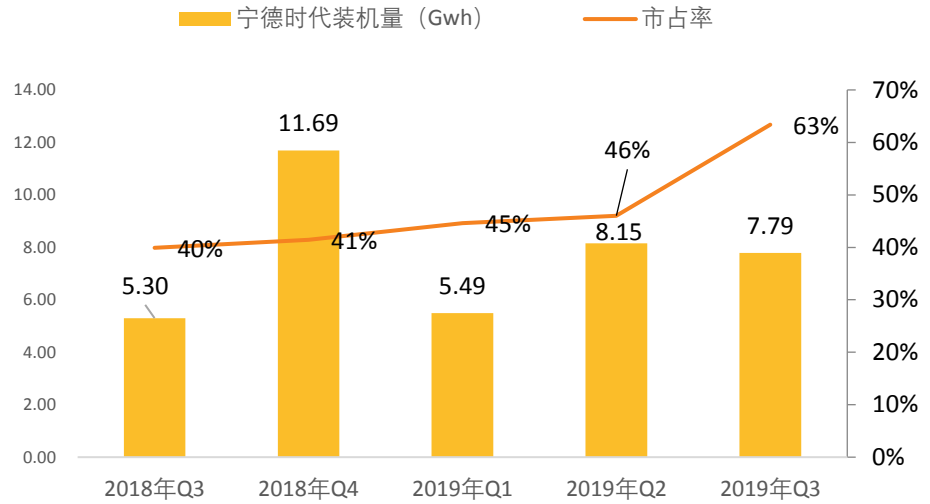
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司 Q3 动力电池市占率已提升至 63%, 环比提高 17Pct, 同比提高 23Pct, 在行业阶段性低迷期, 公司迅速占据市场份额的原因主要有两点: 1) 公司的产品竞争力较强, 一致性、循环次数、能力密度均为行业领先。2) 公司与下游整车企业签订了销售返利合同, 下游整车企业为获得返利必须进行冲量。

根据测算, 19Q3 动力电池单价约 1.07 元/wh, 较上半年变化较小, 我们认为主要是 Pack

占比增加对冲部分降价。为应对补贴退坡，磷酸铁锂装机量占比在 Q3 出现回升，公司磷酸铁锂大部分为 Pack+ 电芯，因此 19Q3 Pack+ 电芯占比提升至 51%，较 Q2 提升 10Pct。

图 1：宁德时代动力电池装机量与市占率



资料来源：公司公告，GGII，天风证券研究所

表 3：宁德时代动力电池单价测算

	单位	2018 年	2019 年 H1	2019 年 Q3
动力电池收入	亿元	245.15	168.92	99.92
装机量	Gwh	23.4	13.8	7.8
未装机但已确认收入	Gwh	-2.09	2.09	1.5
销售量	Gwh	21.31	15.89	9.3
单价	元/wh	1.15	1.06	1.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：宁德时代装机量结构

	装机量 (Gwh)					占比				
	18 年	19Q1	19Q2	19H1	19Q3	18 年	19Q1	19Q2	19H1	19Q3
三元-Pack+电芯	3.9	1.2	1.3	2.5	1.2	17%	14%	16%	15%	16%
铁锂-Pack+电芯	10.2	1.3	2.1	3.3	2.8	44%	15%	25%	20%	35%
三元-电芯	9.1	3.0	4.7	7.7	3.6	39%	35%	57%	46%	47%
铁锂-电芯	0.2	3.0	0.1	3.1	0.2	1%	35%	2%	19%	2%
合计-Pack+电芯	14.1	2.5	3.4	5.9	4.0	60%	29%	41%	35%	51%
合计-电芯	9.3	6.0	4.8	10.8	3.8	40%	71%	59%	65%	49%
总计	23.4	8.5	8.2	16.7	7.8	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：GGII，天风证券研究所

19Q3 期间费率环比增长 2.4Pct，主要是由于 Q3 财务费用率较 19Q2 提升 1.5Pct，销售费用率较 Q2 提升 1.4Pct，Q3 公司研发费用为 8.4 亿元，研发费用率环比小幅增长 0.2Pct。

表 5：公司期间费用率

	18 年 Q3	18 年 Q4	19 年 Q1	19 年 Q2	19 年 Q3	QoQ	YoY
--	---------	---------	---------	---------	---------	-----	-----

销售费用率	4.1%	5.1%	4.0%	3.9%	5.3%	1.4%	1.3%
管理费用率	3.9%	5.8%	5.3%	5.2%	4.5%	-0.7%	0.6%
财务费用率	-1.3%	-1.2%	-1.1%	-3.1%	-1.6%	1.5%	-0.3%
研发费用率	4.4%	8.0%	7.5%	6.5%	6.7%	0.2%	2.3%
三费率	6.7%	9.6%	8.2%	6.0%	8.2%	2.2%	1.6%
期间费率	11.1%	17.7%	15.7%	12.5%	14.9%	2.4%	3.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

19Q3 存货为 100 亿元，环比小幅增加 4%，当期存货周转率为 0.92，环比已出现回升，公司运营效率有所好转。预收账款为 72 亿元，环比小幅降低 4%，受行业低迷扰动较低。

19Q3 减值环比减少 3.5 亿元是当期净利润环比增长的主要原因。19Q3 减值准备降低至 1.3 亿元，环比减少 3.5 亿元，当期减值占营业利润比例为 8%，环比减少 18Pct，预计 Q3 无专项减值。

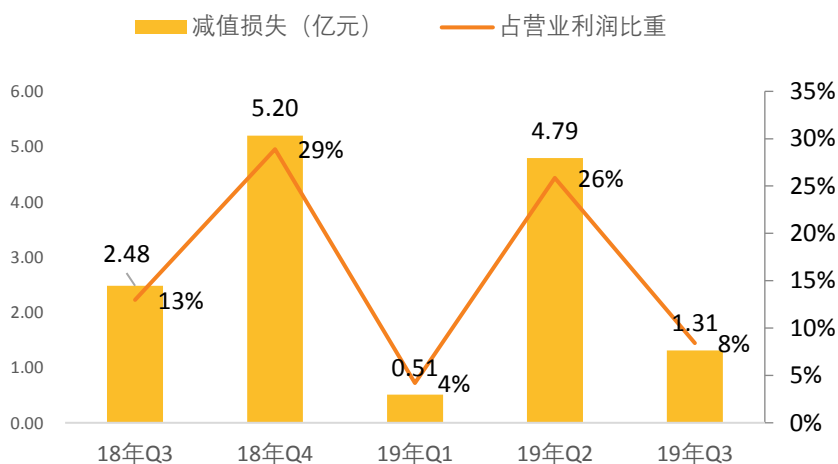
经营活动现金净流量为 30.49 亿元，环比增长 33%，公司现金流依旧保持稳健，回款较优。

表 6：公司存货与预收账款情况

	18 年 Q1	18 年 Q2	18 年 Q3	18 年 Q4	19 年 Q1	19 年 Q2	19 年 Q3
存货金额（亿元）	41.13	49.20	52.86	70.76	76.87	96.24	100.05
QoQ	20%	20%	7%	34%	9%	25%	4%
存货周转率	0.66	0.87	1.32	1.09	0.96	0.82	0.92
预收账款（亿元）	5.18	3.49	17.05	49.94	54.05	75.35	72.12
QoQ	155%	-33%	389%	193%	8%	39%	-4%

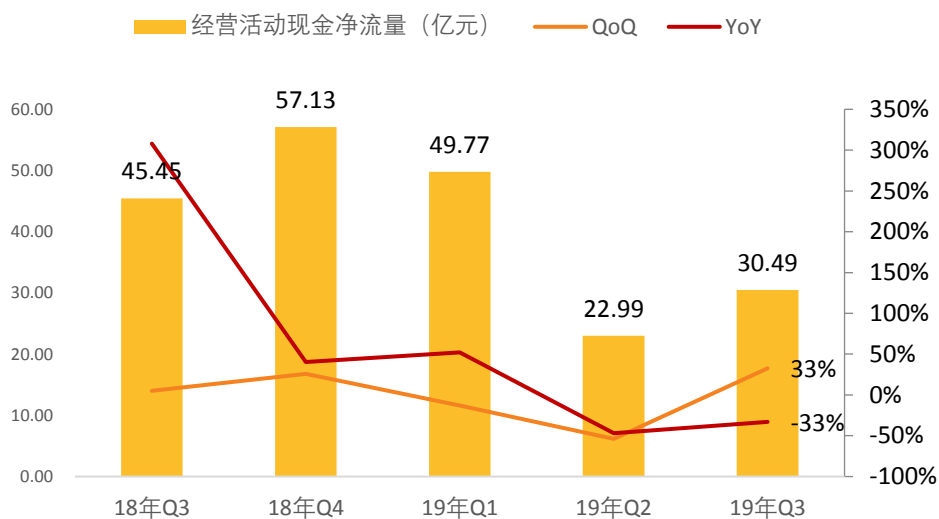
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司减值损失及占营业利润比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所（减值损失包括资产减值损失、信用减值损失）

图 3：公司经营活动现金净流量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,080.94	27,731.19	29,376.47	40,919.36	48,665.11
应收票据及应收账款	12,376.86	15,967.75	23,389.57	30,006.93	34,800.26
预付账款	305.84	864.64	310.02	1,556.72	936.25
存货	3,417.76	7,076.10	5,477.56	13,484.19	8,309.82
其他	2,851.72	2,271.74	4,901.13	4,067.24	3,697.13
流动资产合计	33,033.10	53,911.42	63,454.75	90,034.45	96,408.57
长期股权投资	791.03	965.20	965.20	965.20	965.20
固定资产	8,219.50	11,574.67	11,803.55	11,773.21	11,574.34
在建工程	2,974.36	1,623.84	1,010.30	654.18	422.51
无形资产	1,408.76	1,346.17	1,252.61	1,159.05	1,065.49
其他	3,236.13	4,462.41	3,274.47	3,373.98	3,512.36
非流动资产合计	16,629.78	19,972.28	18,306.13	17,925.62	17,539.90
资产总计	49,662.89	73,883.70	81,760.88	107,960.07	113,948.47
短期借款	2,245.10	1,180.09	1,100.00	1,200.00	1,300.00
应付票据及应付账款	13,790.97	18,898.20	28,852.49	41,622.37	44,029.01
其他	1,853.98	11,006.65	3,539.03	10,077.96	6,174.34
流动负债合计	17,890.05	31,084.94	33,491.52	52,900.32	51,503.35
长期借款	2,129.10	3,490.77	3,839.84	4,223.83	4,646.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,172.51	4,107.82	3,197.57	3,492.63	3,599.34
非流动负债合计	5,301.60	7,598.59	7,037.41	7,716.46	8,245.55
负债合计	23,191.65	38,683.53	40,528.93	60,616.78	59,748.91
少数股东权益	1,769.80	2,261.89	2,568.19	3,053.06	3,606.48
股本	1,955.19	2,195.02	2,208.40	2,208.40	2,208.40
资本公积	15,354.59	21,372.92	21,372.92	21,372.92	21,372.92
留存收益	22,497.75	31,873.80	36,455.36	42,081.83	48,384.69
其他	(15,106.09)	(22,503.46)	(21,372.92)	(21,372.92)	(21,372.92)
股东权益合计	26,471.24	35,200.17	41,231.95	47,343.29	54,199.57
负债和股东权益总	49,662.89	73,883.70	81,760.88	107,960.07	113,948.47

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,194.06	3,735.90	4,726.55	5,866.40	6,666.41
折旧摊销	1,381.18	2,304.22	538.21	560.02	574.10
财务费用	112.59	262.26	(465.63)	(620.03)	(848.89)
投资损失	(1,344.31)	(184.40)	(534.93)	(534.93)	(534.93)
营运资金变动	5,762.49	5,777.79	(4,506.67)	4,342.32	(282.53)
其它	(7,765.26)	(579.50)	112.92	528.01	612.55
经营活动现金流	2,340.75	11,316.27	(129.55)	10,141.78	6,186.71
资本支出	8,143.25	3,401.75	970.26	(215.07)	(56.71)
长期投资	621.37	174.17	0.00	0.00	0.00
其他	(16,400.43)	(23,063.60)	(495.33)	669.99	541.64
投资活动现金流	(7,635.81)	(19,487.67)	474.93	454.93	484.93
债权融资	4,739.14	5,599.88	5,451.34	6,025.65	6,626.99
股权融资	5,292.67	5,158.85	1,609.55	620.03	848.89
其他	(1,099.07)	(3,716.02)	(5,760.99)	(5,699.49)	(6,401.77)
筹资活动现金流	8,932.73	7,042.72	1,299.90	946.19	1,074.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,637.67	(1,128.69)	1,631.13	11,542.57	7,745.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,996.86	29,611.27	43,895.45	59,318.64	71,994.87
营业成本	12,740.19	19,902.28	31,676.19	43,805.79	53,996.15
营业税金及附加	95.90	171.18	262.16	327.22	414.45
营业费用	795.77	1,378.87	1,711.92	1,898.20	2,303.84
管理费用	1,324.59	1,590.66	1,975.30	2,372.75	2,519.82
研发费用	1,631.90	1,991.00	2,853.20	4,270.94	5,255.63
财务费用	42.17	(279.73)	(465.63)	(620.03)	(848.89)
资产减值损失	244.74	974.91	484.51	568.05	675.82
公允价值变动收益	0.00	(314.25)	(209.50)	34.92	46.56
投资净收益	1,344.31	184.40	534.93	534.93	534.93
其他	(3,054.72)	(156.54)	(650.86)	(1,139.69)	(1,162.97)
营业利润	4,832.02	4,168.48	5,723.24	7,265.56	8,259.54
营业外收入	18.66	62.30	89.98	56.98	69.75
营业外支出	2.58	25.97	9.81	12.78	16.19
利润总额	4,848.10	4,204.81	5,803.41	7,309.76	8,313.11
所得税	654.04	468.92	754.44	950.27	1,080.70
净利润	4,194.06	3,735.90	5,048.97	6,359.49	7,232.40
少数股东损益	316.10	348.86	322.42	493.09	566.00
归属于母公司净利润	3,877.95	3,387.04	4,726.55	5,866.40	6,666.41
每股收益(元)	1.76	1.53	2.15	2.67	3.04

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.40%	48.08%	48.24%	35.14%	21.37%
营业利润	50.43%	-13.73%	37.30%	26.95%	13.68%
归属于母公司净利润	35.98%	-12.66%	39.55%	24.12%	13.64%
获利能力					
毛利率	36.29%	32.79%	27.84%	26.15%	25.00%
净利率	19.39%	11.44%	10.77%	9.89%	9.26%
ROE	15.70%	10.28%	12.22%	13.25%	13.18%
ROIC	29.86%	24.69%	52.53%	40.91%	70.26%
偿债能力					
资产负债率	46.70%	52.36%	49.57%	56.15%	52.44%
净负债率	-35.29%	-62.87%	-58.03%	-73.70%	-77.56%
流动比率	1.85	1.73	1.89	1.70	1.87
速动比率	1.66	1.51	1.73	1.45	1.71
营运能力					
应收账款周转率	1.97	2.09	2.23	2.22	2.22
存货周转率	8.37	5.64	6.99	6.26	6.61
总资产周转率	0.51	0.48	0.56	0.63	0.65
每股指标(元)					
每股收益	1.76	1.53	2.14	2.66	3.02
每股经营现金流	1.06	5.12	-0.06	4.59	2.80
每股净资产	11.19	14.91	17.51	20.06	22.91
估值比率					
市盈率	40.32	46.17	33.08	26.66	23.46
市净率	6.33	4.75	4.04	3.53	3.09
EV/EBITDA	0.00	17.93	22.75	16.83	14.34
EV/EBIT	0.00	25.21	24.98	18.17	15.39

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