

公司研究/动态点评

2020年01月31日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 130.57
合理价格区间(元): 142.04~150.08

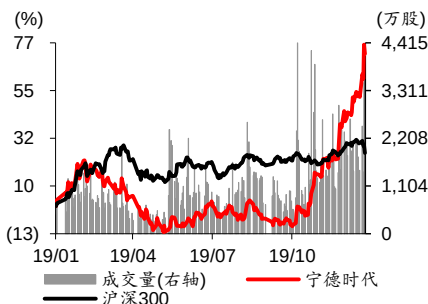
黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

边文姣 执业证书编号: S0570518110004
研究员 0755-82776411
bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1《宁德时代(300750 SZ,增持): Q3 业绩环比增加, 略超预期》2019.10
- 2《宁德时代(300750 SZ,增持): 电池龙头业绩同比大增, 符合预期》2019.08
- 3《宁德时代(300750,增持): 电车浪潮翻涌, 宁德时代争渡》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

年报预告符合预期, 龙头逆势大增 宁德时代(300750)

年报预告符合预期, 继续看好电池龙头竞争力

公司公告 19 年业绩预告: 实现归母净利润 40.64-49.11 亿, 同比增 20%-45%, 扣非净利润 35.98-42.23 亿, 同比增 15%-35%, 符合预期。19 年, 公司在国内新能源车市场整体景气度下行的背景下, 实现业绩大增, 凸显电池龙头强竞争力。我们预计 20 年受益国内外需求提升, 公司有望实现业绩大增。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.06 元、2.68 元、3.23 元, 给予 20 年目标区间 PE53-56 倍, 对应目标价 142.04-150.08 元, 维持“增持”评级。

19Q4 归母净利润同比略增, 19 全年业绩逆势大增显示强竞争力

假设取预告区间中位数, 归母净利润和扣非净利润分别为 44.88 亿和 39.10 亿, 同比增速分别为 32.49%和 25.01%。根据全年业绩, 我们推导 19Q4 的归母净利润为 10.24 亿, 同比+1.45%, 环比-25%, 扣非净利润为 9.46 亿, 同比-17.25%, 环比-17.55%。我们认为, 在 19 年国内新能源车销量同比下滑的背景下, 公司实现业绩逆势大增源自电池龙头市占率提升, 叠加强控本和强议价能力带来的强盈利能力。

19 年国内装机市占率提升至 52%, 我们预计 20 年或将维持 50%

19 年国内动力电池装机量 62.4GWh, 同比+9.5%, 而公司 19 年装机量 32.3GWh, 同比+38.6%, 市占率 52%, 同比提升 11pct, “一起”地位明确。目前合资车企、主流自主品牌、新造车势力企业的电池主供基本上是宁德时代, 我们预计公司 20 年国内的装机市占率或将仍维持 50%左右。

19 年设备加速折旧增加短期成本, 新技术推广后成本仍有较大下降空间

公司在 18 年年报中披露, 公司 19 年开始将老的电池设备折旧年限由 5 年变更为 4 年, 19 年折旧增加 7.54 亿, 影响 19 年归母净利润 6.41 亿。我们认为公司这一会计处理可能是基于长期发展考虑, 即短期多提折旧, 减轻后面业绩压力。公司的 CTP 技术和高镍三元技术是推动动力电池提升能量密度、降低成本的重要手段。根据公司官网信息, CTP 电池包较传统电池包体积利用率提高 15%-20%, 零部件数量减少 40%。NCM811 高镍三元技术成熟后, 理论上由于能量密度提升以及钴用量减少, 其成本相较目前的 NCM523 技术路线有较大下降空间。

受益国内外需求提升, 公司 20 年业绩或将同比大增

19 年公司费用管控显成效, 我们略微下调公司管理费用和财务费用。同时, 我们预期 20 年公司受益海内外需求提升, 上调公司 20-21 年动力电池出货量假设, 调整公司 19-21 年 EPS 分别为 2.06 元、2.68 元、3.23 元 (之前预测值为 1.97 元、2.29 元、3.06 元), 参考可比公司 20 年平均 PE47 倍, 考虑公司全球竞争力和电池赛道的高壁垒, 给予公司估值溢价, 给予 20 年目标区间 PE53-56 倍, 对应目标价 142.04-150.08 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 国内新能源车销量不及预期, 电池行业竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,208
流通 A 股 (百万股)	1,203
52 周内股价区间 (元)	66.87-133.82
总市值 (百万元)	288,351
总资产 (百万元)	96,311
每股净资产 (元)	16.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,997	29,611	40,581	55,518	75,770
+/-%	34.40	48.08	37.05	36.81	36.48
归属母公司净利润 (百万元)	3,878	3,387	4,544	5,912	7,137
+/-%	35.98	(12.66)	34.17	30.10	20.71
EPS (元, 最新摊薄)	1.76	1.53	2.06	2.68	3.23
PE (倍)	76.21	87.25	65.03	49.99	41.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司季度业绩 (假设按照年报预告中间值来计算)

单位: 亿元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18 合计	19Q1	19Q2	19H1	19Q3	19Q4
收入	37.12	56.48	97.76	104.75	296.11	99.82	102.82	202.63	125.92	-
同比	155.20%	16.69%	72.23%	30.51%	48.08%	168.91%	82.05%	116.49%	28.80%	-
归母净利润	4.13	4.98	14.68	10.09	33.87	10.47	10.55	21.02	13.62	10.24
同比	3636.53%	-73.37%	93.25%	-22.86%	-12.66%	153.51%	111.85%	130.74%	-7.23%	1.45%
扣非归母	2.69	4.28	12.88	11.43	31.28	9.16	9.03	18.19	11.46	9.46
同比	109.23%	-37.56%	159.67%		31.68%	240.41%	110.94%	160.90%	-11.02%	-17.25%
非经常性损益	1.44	0.7	1.79	-1.34	2.59	1.31	1.52	2.84	2.16	0.78

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 宁德时代 19 年装机市占率提升至 52%

单位: GWh	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	18A	19Q1	19Q2	19H1	19Q3	19Q4	19
公司装机量	2.3	4.4	5.5	11.1	23.3	5.2	8.6	13.8	7.7	10.8	32.3
行业装机量	4.5	10.8	13.6	28.0	57.0	12.6	17.4	30.0	12.11	20.3	62.4
公司市占率	50.7%	40.5%	40.4%	39.7%	40.9%	41.3%	49.5%	46.1%	63.6%	53.1%	51.8%

资料来源: 高工锂电, 中机中心, 华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值 (截至 2020 年 1 月 23 日收盘价)

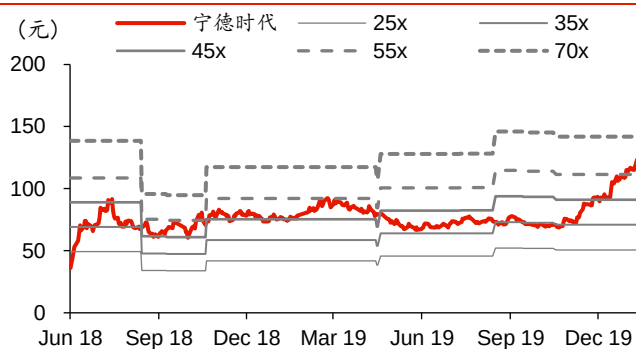
	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
	002594.SZ 比亚迪	59.83	0.79	1.02	1.33	75.29	58.59	45.09
	002812.SZ 恩捷股份	59.1	1.05	1.42	1.75	56.08	41.73	33.79
	603659.SH 璞泰来	89.44	1.68	2.26	2.79	53.16	39.59	32.00
	平均值					61.51	46.64	36.96
	300750.SZ 宁德时代	130.57	2.06	2.68	3.23	63.45	48.77	41.41

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

说明: 除了宁德时代, 其余公司 EPS 和 PE 均取自 wind 一致预期

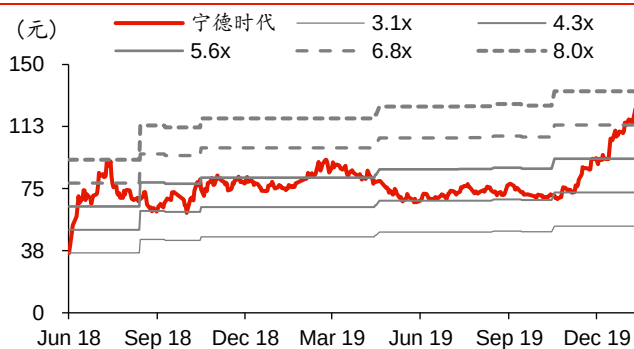
PE/PB - Bands

图表4: 宁德时代历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 宁德时代历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	33,033	53,911	33,772	67,575	80,147
现金	14,081	27,731	30,580	35,425	38,971
应收账款	6,919	6,225	0.00	12,146	14,712
其他应收账款	142.94	682.09	0.00	551.21	737.95
预付账款	305.84	864.64	0.00	765.39	1,054
存货	3,418	7,076	0.00	7,717	10,276
其他流动资产	8,167	11,333	3,193	10,970	14,396
非流动资产	16,630	19,972	16,558	17,717	22,461
长期投资	791.03	965.20	774.55	840.85	839.47
固定投资	8,219	11,575	10,322	9,578	10,159
无形资产	1,409	1,346	1,346	1,346	1,346
其他非流动资产	6,210	6,086	4,116	5,952	10,117
资产总计	49,663	73,884	50,330	85,292	102,608
流动负债	17,890	31,085	3,583	32,031	41,643
短期借款	2,245	1,180	1,046	1,255	1,390
应付账款	4,978	7,057	0.00	9,944	12,771
其他流动负债	10,667	22,848	2,537	20,832	27,482
非流动负债	5,302	7,599	6,025	6,182	6,227
长期借款	2,129	3,491	3,491	3,491	3,491
其他非流动负债	3,173	4,108	2,534	2,692	2,736
负债合计	23,192	38,684	9,607	38,214	47,870
少数股东权益	1,770	2,262	2,745	3,328	4,056
股本	1,955	2,195	2,208	2,208	2,208
资本公积	15,355	21,373	21,373	21,373	21,373
留存公积	7,143	10,501	14,397	20,169	27,100
归属母公司股东权益	24,701	32,938	37,978	43,750	50,681
负债和股东权益	49,663	73,884	50,330	85,292	102,608

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,449	11,316	2,074	7,078	9,972
净利润	4,194	3,736	5,027	6,495	7,865
折旧摊销	1,381	2,304	2,124	2,342	2,780
财务费用	42.17	(279.73)	(514.72)	(604.65)	(707.92)
投资损失	(1,344)	(184.40)	(550.00)	(450.00)	(400.00)
营运资金变动	(2,094)	4,337	(3,627)	(932.20)	332.84
其他经营现金	270.52	1,404	(385.24)	227.70	102.00
投资活动现金	(7,744)	(19,488)	1,146	(2,908)	(7,065)
资本支出	7,180	6,629	1,204	3,291	7,466
长期投资	1,218	186.77	(1,707)	66.30	(1.37)
其他投资现金	653.51	(12,672)	642.81	450.00	400.00
筹资活动现金	8,933	7,043	(371.56)	675.53	638.05
短期借款	1,019	(1,065)	(134.43)	209.13	135.65
长期借款	1,827	1,362	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,342	239.82	13.38	0.00	0.00
资本公积增加	3,746	6,018	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	999.23	487.89	(250.51)	466.39	502.40
现金净增加额	3,624	(1,101)	2,848	4,845	3,546

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,997	29,611	40,581	55,518	75,770
营业成本	12,740	19,902	28,653	39,577	55,040
营业税金及附加	95.90	171.18	231.82	309.93	428.78
营业费用	795.77	1,379	1,786	2,221	3,031
管理费用	1,325	1,591	4,910	6,662	9,092
财务费用	42.17	(279.73)	(514.72)	(604.65)	(707.92)
资产减值损失	244.74	974.91	811.62	444.15	378.85
公允价值变动收益	0.00	(314.25)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,344	184.40	550.00	450.00	400.00
营业利润	4,832	4,168	5,253	7,359	8,907
营业外收入	18.66	62.30	550.00	0.00	0.00
营业外支出	2.58	25.97	25.00	20.00	20.00
利润总额	4,848	4,205	5,778	7,339	8,887
所得税	654.04	468.92	751.16	843.99	1,022
净利润	4,194	3,736	5,027	6,495	7,865
少数股东损益	316.10	348.86	482.71	583.01	728.76
归属母公司净利润	3,878	3,387	4,544	5,912	7,137
EBITDA	6,255	6,193	6,862	9,096	10,980
EPS (元, 基本)	1.76	1.53	2.06	2.68	3.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.40	48.08	37.05	36.81	36.48
营业利润	50.43	(13.73)	26.02	40.09	21.04
归属母公司净利润	35.98	(12.66)	34.17	30.10	20.71
获利能力 (%)					
毛利率	36.29	32.79	29.39	28.71	27.36
净利率	19.39	11.44	11.20	10.65	9.42
ROE	15.70	10.28	11.97	13.51	14.08
ROIC	30.26	37.37	31.71	41.12	38.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.70	52.36	19.09	44.80	46.65
净负债比率 (%)	20.43	14.48	47.22	12.42	10.20
流动比率	1.85	1.73	9.43	2.11	1.92
速动比率	1.66	1.48	9.43	1.86	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.48	0.65	0.82	0.81
应收账款周转率	2.81	4.42	12.50	9.04	5.58
应付账款周转率	3.13	3.31	8.12	7.96	4.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.76	1.53	2.06	2.68	3.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	5.12	0.94	3.20	4.52
每股净资产(最新摊薄)	11.19	14.92	17.20	19.81	22.95
估值比率					
PE (倍)	76.21	87.25	65.03	49.99	41.41
PB (倍)	11.96	8.97	7.78	6.75	5.83
EV_EBITDA (倍)	43.51	43.95	39.67	29.92	24.79

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com