

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

动力龙头深化下游客户合作 扣非净利润高增长

——宁德时代(300750)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

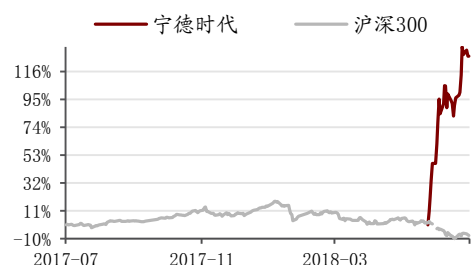
市场数据(2018-07-18)

收盘价(元)	82.28
一年内最高/最低(元)	88.47/30.17
沪深300指数	3431.32
市净率(倍)	7.24
流通市值(亿元)	178.75

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	12.86
每股经营现金流(元)	-1.67
毛利率(%)	32.76
净资产收益率-摊薄(%)	1.64
资产负债率(%)	43.58
总股本/流通股(万股)	195519.33/0
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《宁德时代(300750)新股分析: 动力独角兽致力于全球新能源一流解决方案》
2018-05-29

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年07月19日

事件: 近日, 公司相继公布投资公告和业绩快报。

投资要点:

- **公司与广汽集团深度合作。**7月19日, 公司公告拟与广汽集团签署合作协议: 一是成立时代广汽动力电池有限公司, 注册资本10亿元, 公司出资5.1亿元, 持股占比51%; 广汽集团出资4.9亿元, 持股占比49%, 时代广汽侧重于动力电池开发、生产和销售。二是成立广汽时代动力电池系统有限公司, 注册资本1亿元, 公司出资4900万元, 持股占比49%; 广汽集团出资5100万元, 占比51%, 而广汽时代侧重于动力电池系统。此次合作投资符合公司整体发展战略, 利于与下游整车企业深度合作, 进一步巩固公司在动力电池领域龙头地位。
- **公司与华晨宝马签署战略合作协议。**7月17日, 公司与华晨宝马签署《战略合作协议》: 一是项目购买安排。华晨宝马向公司购买电池产能建设项目, 项目金额为8.15亿元, 该项目用于为华晨宝马或其指定关联方生产和供应指定产品, 具体由双方另行签署《项目购买协议》。二是长期采购安排。华晨宝马将向公司长期采购指定型号的动力电池产品, 为此向公司支付28.525亿元的初始预付款, 具体由双方另行签署《长期采购协议》。三是股权投资安排。公司同意在后续实施境内或境外股权融资时(如公司实施A股非公开或者H股IPO), 华晨宝马有权对公司进行股权投资, 投资上限金额为28.525亿元。此次战略合作协议有效期为自协议生效之日起54个月, 该协议签署将依托公司与华晨宝马在各自领域的领先优势, 进一步提升公司盈利能力、核心竞争力和业绩, 同时有助于深化公司与国际知名整车厂商的合作, 提升公司的市场地位和影响力。
- **公司扣非净利润业绩增长符合预期。**2018年上半年, 公司预计归属于上市公司股东的净利润为8.84亿元-9.38亿元, 同比下降51.20%-48.19%, 主要系17年上半年转让北京普莱德股权取得处置收益影响; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为6.71亿元-7.13亿元, 同比增长31.43%-39.56%, 业绩增长总体符合预期, 扣非净利润业绩高增长主要原因: 一是上半年我国新能源汽车销售同比大幅增长, 对应国内动力电池需求增长; 二是公司前期投入拉线产能释放, 公司产销量大幅增长; 三是公司费用管控合理优化, 费用占比较低。
- **股权激励利好公司长远发展。**7月9日, 公司公布2018年限制性股票激励计划: 一是授予规模。此次激励计划拟授予的限制性股票数量3,083.53万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额217,243.70万股的1.42%, 其中首次授予2,572.59万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额217,243.70万股的1.18%; 预留510.94万股, 占本激励计划草

案公告时公司股本总额 217,243.70 万股的 0.24%。二是激励对象总人数为 1776 人，系公司任职的中层管理人员及核心骨干员工。三是限售期和解除限售安排。本激励计划授予中层管理人员限制性股票的限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月、48 个月、60 个月；本激励计划授予核心骨干员工限制性股票的限售期分别为自限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月。四是授予价格为每股 35.15 元，其业绩考核目标（详见表 1 和表 2）相对较为宽松，如中层管理人员 18 年考核目标为营业收入值不低于 220 亿元。另外，此次限制性股票实施合计需摊销的总费用为 4.02 亿元，其中 18 年为 8957.33 万元。总体而言，该激励方案实施将激发管理团队的积极性，提升公司经营效率，利好公司长远发展。

- **我国新能源汽车景气度将持续向上。**2017 年，我国新能源汽车合计销量 76.78 万辆，同比增长 53.03%，合计占比 2.65%。18 年 6 月，我国新能源汽车销量 8.4 万辆，同比增长 42.37%，月度销量占比 3.69%；18 年上半年合计销量 40.86 万辆，同比增长 111.96%，合计占比 2.89%。18 年行业补贴政策超预期，国家持续鼓励高能量密度动力电池企业，且 18 年补贴新政于 6 月下旬正式实施，补贴新政将利好具备技术和规模优势的动力电池龙头企业，同时行业双积分政策已于 18 年 4 月正式实施，中长期利好新能源汽车行业发展。结合政策导向、行业销售规律，预计 18 年我国新能源汽车销售有望达 100 万辆，行业景气度持续向上。
- **公司动力电池龙头地位巩固。**伴随我国新能源汽车高增长，我国动力电池装机同比高增长：18 年上半年，我国新能源汽车装机量 15.58GWh，同比增长 127.90%，其中 EV 乘用车装机 7.77GWh，占比 49.88%，同比增长 101.78%；EV 客车以 5.48GWh 排在第二位，占比 35.16%，同比增长 303.62%。就动力电池企业而言，公司以 6.58GWh 位居第一，占比高达 42.24%；比亚迪装机 3.35GWh，占比 21.50%，位居第二，二者合计占比 63.74%。动力电池属于技术与资金密集型行业，其发展趋势为高能量密度，同时我国动力电池企业正加速洗牌，行业集中度持续提升将是大势所趋，预计具备技术、资金和规模优势的企业将长期受益于新能源汽车行业发展。
- **首次给予公司“增持”评级。**暂不考虑股权激励对公司业绩摊薄影响，预测公司 2018-19 年摊薄后的 eps 分别为 1.50 元、2.04 元，按 7 月 18 日按 82.28 元收盘价计算，对应的 pe 分别为 55.0 倍和 40.4 倍。目前估值相对行业水平偏高，考虑行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：公司项目进展不及预期；动力电池价格下降超预期；行业竞争加剧；我国新能源汽车政策执行力度和进展低于预期；上游材料价格大幅波动。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14879.0	19996.9	25353.5	35949.9	46378.8
增长比率	160.9%	34.4%	26.8%	41.8%	29.0%
净利润(百万元)	2851.8	3878.0	3249.9	4429.1	5424.3
增长比率	206.4%	36.0%	-16.2%	36.3%	22.5%
每股收益(元)	1.31	1.79	1.50	2.04	2.50
市盈率(倍)	62.7	46.1	55.0	40.4	33.0

资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 中层管理人员首次授予及预留授予部分限制性股票的解除限售业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予及预留授予部分的限制性股票第一个解除限售期	2018年营业收入值不低于220亿元
首次授予及预留授予部分的限制性股票第二个解除限售期	2018-2019年两年的累计营业收入值不低于460亿元
首次授予及预留授予部分的限制性股票第三个解除限售期	2018-2020年三年的累计营业收入值不低于720亿元
首次授予及预留授予部分的限制性股票第四个解除限售期	2018-2021年四年的累计营业收入值不低于1000亿元
首次授予及预留授予部分的限制性股票第五个解除限售期	2018-2022年五年的累计营业收入值不低于1300亿元

资料来源: 中原证券, 公司公告

表 2: 核心骨干员工限制性股票解除限售业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2018年营业收入值不低于220亿元
第二个解除限售期	2018-2019年两年的累计营业收入值不低于460亿元

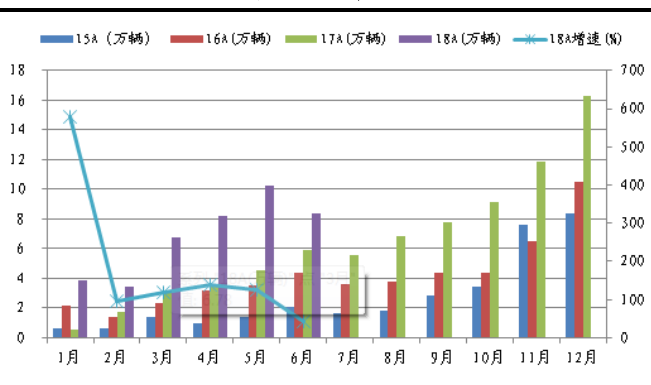
资料来源: 中原证券, 公司公告

表 3: 2018 年限制性股票激励计划对各期成本影响

需摊销的总费用 (万元)	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	40,185.40	8,957.33	16,808.07	7,897.99	3,797.01	2,037.62

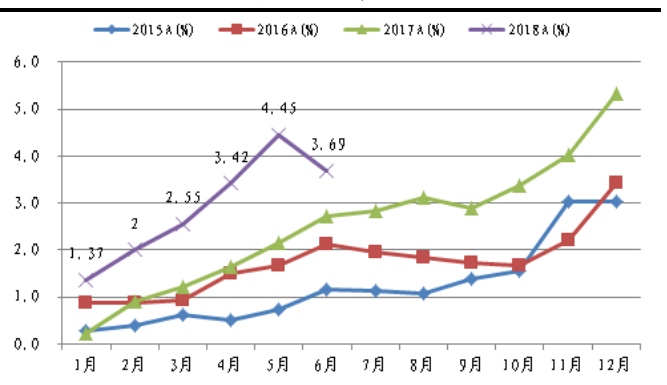
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 1: 2015-18 我国新能源汽车月度销量及增速



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 2: 2015-18 我国新能源汽车月度销量占比



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 3：2018 年上半年我国动力电池装机量及增速



资料来源：中原证券，真锂研究

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14879.0	19996.9	25353.5	35949.9	46378.8	成长性					
减: 营业成本	8,376.8	12,740.2	17,303.9	24,552.8	31,877.6	营业收入增长率	160.9%	34.4%	26.8%	41.8%	29.0%
营业税费	109.2	95.9	124.2	172.6	224.1	营业利润增长率	207.2%	50.4%	-17.4%	36.4%	23.0%
销售费用	632.2	795.8	976.1	1,344.5	1,697.5	净利润增长率	206.4%	36.0%	-16.2%	36.3%	22.5%
管理费用	2,152.2	2,956.5	3,676.3	5,242.7	6,781.8	EBITDA 增长率	214.6%	38.6%	-23.7%	33.1%	22.7%
财务费用	80.4	42.2	31.2	34.5	24.5	EBIT 增长率	198.7%	30.6%	-20.9%	41.5%	26.7%
资产减值损失	233.9	244.7	179.1	219.2	214.4	NOPLAT 增长率	183.2%	49.2%	-17.3%	36.2%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	964.0%	-0.9%	29.8%	-30.6%	36.3%
投资和汇兑收益	76.1	1,344.3	473.9	631.4	816.6	净资产增长率	953.9%	67.6%	7.8%	14.5%	16.4%
营业利润	3,212.1	4,832.0	3,993.0	5,446.3	6,699.7	利润率					
加: 营业外净收支	188.1	16.1	16.0	17.3	16.5	毛利率	43.7%	36.3%	31.7%	31.7%	31.3%
利润总额	3,400.2	4,848.1	4,009.0	5,463.6	6,716.2	营业利润率	21.6%	24.2%	15.7%	15.1%	14.4%
减: 所得税	481.8	654.0	533.2	726.7	893.3	净利润率	19.2%	19.4%	12.8%	12.3%	11.7%
净利润	2851.8	3878.0	3249.9	4429.1	5424.3	EBITDA/营业收入	28.4%	29.3%	17.6%	16.6%	15.7%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	23.2%	22.5%	14.1%	14.0%	13.8%
货币资金	2,456.5	14,080.9	9,008.9	18,473.9	19,030.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	108	111	70	48
应收帐款	7,499.6	7,009.2	8,998.6	15,274.8	16,141.2	流动营业资本周转天数	137	128	83	58	49
应收票据	570.5	5,458.3	1,868.7	4,310.1	5,286.8	流动资产周转天数	330	493	425	384	390
预付帐款	101.2	305.8	138.1	501.1	387.6	应收帐款周转天数	120	131	114	122	122
存货	1,359.8	3,417.8	2,630.1	5,645.6	5,634.4	存货周转天数	29	43	43	41	44
其他流动资产	9,773.7	2,761.1	4,254.2	5,596.3	4,203.9	总资产周转天数	451	704	647	526	494
可供出售金融资产	143.4	1,961.3	1,025.8	1,043.5	1,343.5	投资资本周转天数	187	253	228	154	116
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	169.7	791.0	791.0	791.0	791.0	ROE	18.4%	15.7%	12.2%	14.6%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	8.4%	8.4%	7.5%	9.1%
固定资产	3,727.5	8,219.5	7,421.1	6,622.6	5,824.2	ROIC	212.9%	29.9%	24.9%	26.2%	46.3%
在建工程	1,226.1	2,974.4	2,974.4	2,974.4	2,974.4	费用率					
无形资产	621.6	1,408.8	1,304.5	1,200.3	1,096.1	销售费用率	4.2%	4.0%	3.9%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	938.7	1,274.8	1,066.7	1,054.8	1,041.0	管理费用率	14.5%	14.8%	14.5%	14.6%	14.6%
资产总额	28,588.3	49,662.9	41,482.0	63,488.5	63,754.2	财务费用率	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	1,226.6	2,245.1	-	-	-	三费/营业收入	19.3%	19.0%	18.5%	18.4%	18.3%
应付帐款	3,533.6	5,295.4	6,040.9	10,188.2	11,160.4	偿债能力					
应付票据	4,394.0	8,812.7	2,797.4	16,488.2	10,002.7	资产负债率	44.8%	46.7%	31.2%	48.6%	40.4%
其他流动负债	1,028.6	1,536.8	1,681.7	1,511.7	1,817.7	负债权益比	81.0%	87.6%	45.4%	94.4%	67.7%
长期借款	302.0	2,129.1	-	-	-	流动比率	2.14	1.85	2.56	1.77	2.21
其他非流动负债	2,312.4	3,172.5	2,436.7	2,640.5	2,749.9	速动比率	2.00	1.66	2.31	1.57	1.96
负债总额	12,797.2	23,191.6	12,956.7	30,828.6	25,730.7	利息保障倍数	42.90	106.90	114.35	146.36	261.23
少数股东权益	302.5	1,769.8	1,995.7	2,303.6	2,702.2	分红指标					
股本	613.3	1,955.2	2,172.4	2,172.4	2,172.4	DPS(元)	-	-	0.21	0.29	0.35
留存收益	14,873.8	22,497.7	24,357.1	28,183.8	33,148.8	分红比率	0.0%	0.0%	14.0%	14.0%	14.0%
股东权益	15,791.1	26,471.2	28,525.3	32,659.9	38,023.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2,918.4	4,194.1	3,249.9	4,429.1	5,424.3	EPS(元)	1.31	1.79	1.50	2.04	2.50
加: 折旧和摊销	784.5	1,381.2	902.7	902.7	902.7	BVPS(元)	7.13	11.37	12.21	13.97	16.26
资产减值准备	233.9	244.7	-	-	-	PE(X)	62.7	46.1	55.0	40.4	33.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.5	7.2	6.7	5.9	5.1
财务费用	65.6	112.6	31.2	34.5	24.5	P/FCF	-17.7	25.6	-35.6	18.3	197.9
投资收益	-76.1	-1,344.3	-473.9	-631.4	-816.6	P/S	12.0	8.9	7.1	5.0	3.9
少数股东损益	66.6	316.1	225.9	307.9	398.6	EV/EBITDA	11.6	25.6	38.1	27.0	22.0
营运资金的变动	-10,921.8	5,727.2	-4,867.8	4,672.1	-5,468.5	CAGR(%)	17.5%	11.6%	54.1%	17.5%	11.6%
经营活动产生现金流量	2,109.1	2,340.7	-932.1	9,714.7	465.1	PEG	3.6	4.0	1.0	2.3	2.9
投资活动产生现金流量	-12,428.4	-7,635.8	1,409.5	613.7	516.5	ROIC/WACC	20.3	2.9	2.4	2.5	4.4
融资活动产生现金流量	10,971.0	8,932.7	-5,549.4	-863.5	-425.4	REP	0.2	3.8	3.9	5.1	2.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。