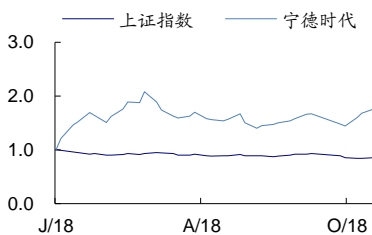


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
电气设备
宁德时代(300750)
增持
2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月30日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,195/217
总市值/流通(百万元)	177,599/17,577
上证综指/深圳成指	2,604/7,529
12个月最高/最低(元)	95.08/30.17

相关研究报告:

《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

联系人: 居嘉骁

E-MAIL: jujiexiao@guosen.com

联系人: 李恒源

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

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。

财报点评

业绩高速增长,龙头效应凸显

● 业绩增长超预期,收入增长和费用控制是关键

公司1-9月份实现营业收入191.36亿元,同比增长59.85%;扣非归母净利润19.85亿元,同比增长88.71%。其中三季度单季实现营业收入97.76亿元,扣非归母净利润12.88亿元,公司业绩超过预期,主要原因是动力电池销售收入迅速增长以及费用控制得力。

● 产业链进入旺季,行业集中度进一步提升

2018年1-8月,国内动力电池累计装机量为23.1GWh,累计同比增长105.15%;厂商方面,宁德时代与比亚迪在出货量方面占据绝对优势,1-8月份总出货量分别为9.1GWh和5.2GWh,分别占比39.39%和22.5%,较2018H1的34.87%和18.31%又有进一步提升。而9月份单月宁德时代装机量为2.45GW,市占率达到42.79%,龙头效应进一步凸显。

● 盈利能力回升,现金流持续改善

受益于动力电池价格相对稳定以及原材料降价,公司三季度单季毛利为31.27%,较二季度的30.31%上升0.96%,净利率16.08%,较二季度上升5.45%;现金流方面,公司三季度经营活动现金流量净额为45.45亿元,较去年同期-11.14亿元大幅改善,环比也持续提升。

● 投资建议

我们预计公司动力电池出货量未来三年将持续高速增长,并且储能市场和锂电回收市场爆发将带来新的增长点,预计18/19/20年公司归母净利润为29.94/38.82/47.49亿元,目前股价(74.60元)对应动态市盈率分别是55/42/34x,维持增持的评级。

● 风险提示

补贴、双积分等政策执行不达预期;新能源车企中高端车型市场认可度不及预期;行业产品价格下降速度远超成本降幅,影响公司业绩增速。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,997	30,599	44,170	59,477
(+/-%)	34.4%	53.0%	44.4%	34.7%
净利润(百万元)	3878	2994.07	3881.66	4748.58
(+/-%)	36.0%	-22.8%	29.6%	22.3%
摊薄每股收益(元)	1.77	1.36	1.77	2.16
EBIT Margin	17.0%	11.7%	12.1%	11.6%
净资产收益率(ROE)	15.7%	10.9%	12.4%	13.2%
市盈率(PE)	42.2	54.7	42.2	34.5
EV/EBITDA	33.4	42.0	32.6	27.8
市净率(PB)	6.2	5.5	5.0	4.2

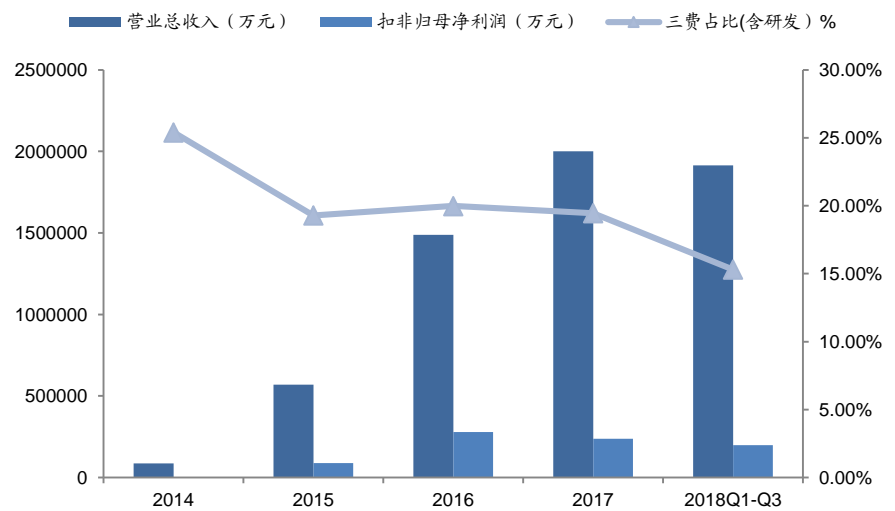
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩增长超预期，得益于装机量提升和费用控制

业绩增长超预期，收入增长和费用控制是关键。公司 1-9 月份实现营业收入 191.36 亿元，同比增长 59.85%；扣非归母净利润 19.85 亿元，同比增长 88.71%。其中三季度单季实现营业收入 97.76 亿元，扣非归母净利润 12.88 亿元，公司业绩超过预期，主要原因是动力电池销售收入迅速增长以及费用控制得力，出货量方面根据 GGII 统计公司 2018 年 1-3 季度累计出货 15.2GWh，同比增长 94.9%，其中三季度单季度增长 82.3%；费用率方面，公司 2018 年前三季度三费（含研发费用）占比为 15.3%，较过去 3 年 19%-20% 的区间有了明显改善，其中三季度单季三费占比为 11.1%，研发费用 4.3 亿，财务费用-1.3 亿，受销售收入快速增长摊薄和现金流改善效应明显。

图 1: 宁德时代 2014-2018Q3 收入、净利润与费用情况

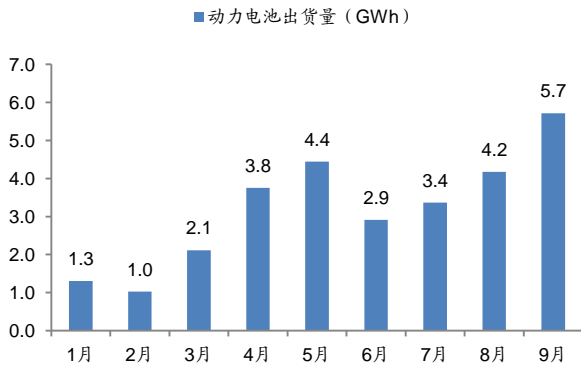


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

动力电池产业链进入旺季，行业龙头地位凸显

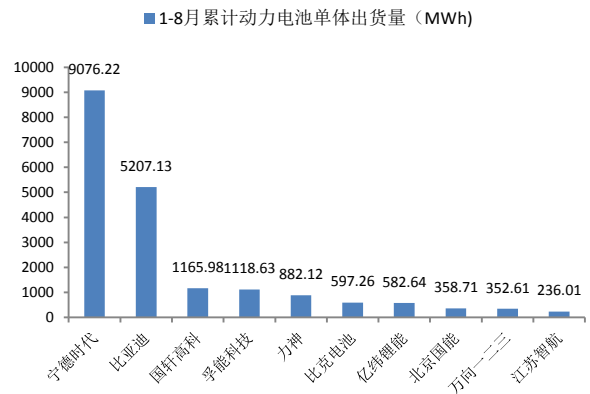
产业链进入旺季，行业集中度进一步提升。受益于动力电池产业链进入旺季和行业集中度提升，公司装机量增长迅速。2018 年 1-8 月，国内动力电池累计装机量为 23.1GWh，累计同比增长 105.15%；厂商方面，宁德时代与比亚迪在出货量方面占据绝对优势，1-8 月份总出货量分别为 9.1GWh 和 5.2GWh，分别占比 39.39%和 22.5%，较 2018H1 的 34.87%和 18.31%又有进一步提升。而 9 月份单月宁德时代装机量为 2.45GW，市占率达到 42.79%，龙头效应进一步凸显。

图 2：2018 年 1-9 月动力电池装机量统计



资料来源：第一电动，动力电池应用分会研究部，国信证券经济研究所整理

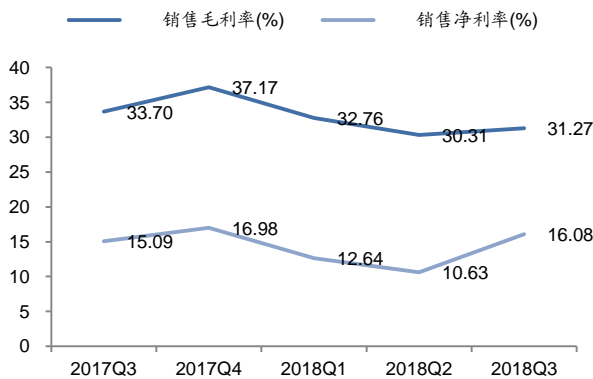
图 3：2018 年 1-8 月累计动力电池单体出货量统计



资料来源：工信部，第一电动，国信证券经济研究所整理

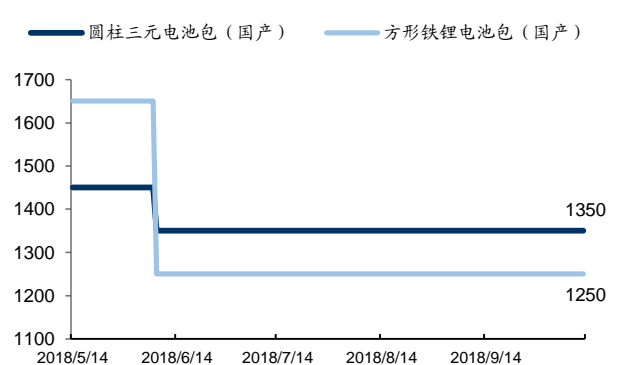
公司三季度单季毛利为 31.27%，较二季度的 30.31% 上升 0.96%，净利率 16.08%，较二季度上升 5.45%。从动力电池产品走势看，由于目前电芯市场处于旺季，虽然动力电池厂规划产能较高，但实际可用产能相对紧张，供需决定价格较为坚挺，目前主流三元电池包报价在 1.2-1.3 元/Wh 之间相对稳定，铁锂价格有所下调；而从原材料端看，由于钴、锂、隔膜、电解液三季度整体处于下行趋势，对公司盈利能力改善有一定作用。

图 4：宁德时代历史毛利率和净利率统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 5：动力电池价格走势



资料来源：CIAPS，国信证券经济研究所整理

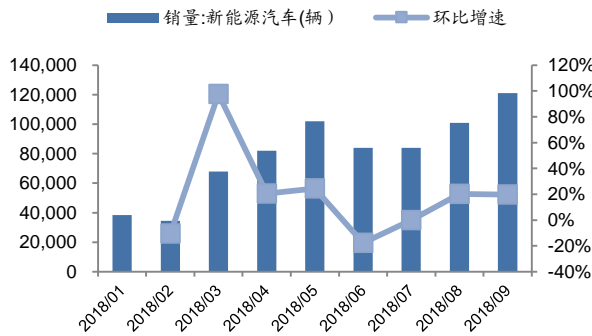
应收账款和存货正常，经营活动现金持续改善。公司三季度末应收票据和应收账款分别为 41.05 亿元和 98.50 亿元，较期初的 54.58 亿元和 69.19 亿元相对稳定；存货方面公司三季度末为 52.86 亿元，较期初增长 54.65%，考虑到三季度营业收入高速增长，存货变化属于正常范围内。现金流方面，公司三季度经营活动现金流量净额为 45.45 亿元，较去年同期-11.14 亿元大幅改善，环比也持续提升。

新能源汽车渗透率有待提升，市场潜在空间大

政策层面电动化趋势不变，目前 3% 的低渗透率意味着潜在增长空间巨大。根据 2017 年 4 月颁布的《汽车产业中长期发展规划》要求，到 2020 年我国新能源汽车年产销达到 200 万辆，2025 年新能源汽车占汽车产销 20% 以上，而工

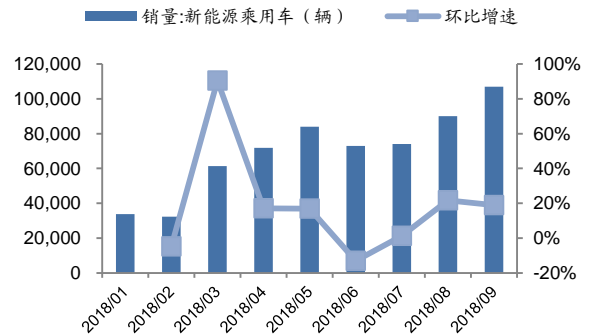
信部在会议上也曾表示我国新能源汽车要争取 2019 年 8%、2020 年 10% 的渗透率。截至 2018 年 9 月份我国新能源汽车销量 72.2 万辆，渗透率刚超过 3%，而 2017 年我国新能源汽车销量为 77.7 万辆，与工信部 2020 年 200 万辆的目标仍有 100 多万辆的差距，2020 年平价前有年化 37% 的增长空间，2020-2025 年按要求仍有年化 24% 的增长空间，潜在市场空间巨大。

图 6：中汽协口径 2018 年新能源汽车销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图 7：中汽协口径 2018 年新能源乘用车销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

我们预测全行业动力电池装机量伴随下游需求增长及车型改善将有年化 41% 的增长。对于新能源汽车销量我们 2018 年保守估计增速 31%，2020 年预计可实现国家对新能源车产销量规划目标，即新能源车产量 200 万辆，主要假设包括：1) 客车：年产量增速放缓至 3%，公交渗透率稳步提升；2) 乘用车：满足工信部 2019、2020 年新能源车积分考核比例（10%与 12%）要求；3) 专用车：B2B 模式经济性突出，便于快速推广，维持相对较高增速判断。同时随着电池能量密度提升以及乘用车车型结构逐步从 A00 级向 A0 级和 A 级转变，我们对于单车电池搭载量分车型给予不同增速。根据我们模型测算，2018-2020 年国内对于电池装机量需求约为 50.11GWh/73.62GWh/102.22GWh，2018-2020 三年复合增速达到 41%，而至 2020 年按 1 元/Wh 价格计算，行业市场空间将达到千亿级别。

表 1：国内新能源汽车产量及动力电池需求预测模型

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
新能源乘用车单车电池搭载量	纯电动乘用车单车电池搭载量 (kWh)	24.69	32.44	26.97	35.07	42.08	46.29
	纯电动乘用车单车电池搭载量增速		31.38%	-16.86%	30.00%	20.00%	10.00%
	插电混动乘用车单车电池搭载量 (kWh)	12.80	14.64	14.01	15.41	16.18	16.99
	插电混动乘用车单车电池搭载量增速		14.43%	-4.32%	10.00%	5.00%	5.00%
新能源乘用车产量情况	纯电动乘用车销量 (万辆)	15.05	24.85	44.95	60.69	91.03	127.44
	纯电动乘用车销量增速		65.05%	80.94%	35.00%	50.00%	40.00%
	插电混乘用车销量 (万辆)	6.38	7.42	10.21	24.50	33.07	42.99
	插电混乘用车销量增速		16.43%	37.51%	140.00%	35.00%	30.00%
新能源乘用车电池需求量合计(GWh)	4.53	9.15	13.56	25.06	43.66	66.30	
新能源客车单车电池搭载量	纯电动客车单车电池搭载量 (kWh)	126.76	137.23	153.88	158.50	161.67	164.90
	纯电动客车单车电池搭载量增速		8.26%	12.13%	3.00%	2.00%	2.00%
	插电混客车单车电池搭载量 (kWh)	24.21	25.21	42.11	43.37	44.24	45.13
	插电混客车单车电池搭载量增速		4.11%	67.04%	3.00%	2.00%	2.00%
新能源客车产量情况	纯电动客车产量 (万辆)	8.82	11.57	8.86	9.12	10.03	11.54

	纯电动客车产量增速	31.07%	-23.44%	3.00%	10.00%	15.00%	
	插电混客车产量(万辆)	2.40	1.82	1.64	1.72	1.84	2.02
	插电混客车产量增速	-24.42%	-9.89%	5.00%	7.00%	10.00%	
新能源客车电池需求量合计(GW)		11.77	16.33	14.32	15.20	17.03	19.94
新能源专用车单车电池搭载量	新能源专用单车电池搭载量(kWh)	45.84	56.08	54.17	62.30	65.41	67.38
	新能源专用单车电池搭载量增速	22.34%	-3.40%	15.00%	5.00%	3.00%	
新能源专用车产量情况	新能源 用车产量情况(万辆)	4.78	6.07	15.35	15.81	19.76	23.72
	新能源专用车产量增速	26.97%	153.06%	3.00%	25.00%	20.00%	
新能源专用车电池需求量合计(GWh)		2.19	3.40	8.32	9.85	12.93	15.98
动力电池需求合计(GWh)		18.49	28.88	36.19	50.11	73.62	102.22
动力电池需求增速		47.55%	26.38%	44.40%	45.21%	50.65%	
新能源汽车产量合计(万辆)		37.44	51.72	81.01	111.84	155.74	207.72
新能源汽车产量增速		38.15%	56.63%	38.06%	39.26%	33.37%	

资料来源:高工锂电,工信部,国信证券经济研究所预测

投资建议

在深沪证券市场我们选取与公司有可比性的6家公司进行比较,可以看出公司每股收益率较高,动态市盈率偏高,若考虑公司的行业地位和成长性,其估值具有一定合理性。

表 2: 行业可比公司估值情况

参考日期	2018-10-26		EPS(元/股)							PE			
股票代码	公司简称	评级	市值(亿元)	收盘价(元)	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002594.SZ	比亚迪	未评级	1,296.08	48.62	1.40	1.27	1.73	2.16	34.73	38.39	28.18	22.49	
002074.SZ	国轩高科	未评级	138.67	12.20	0.95	0.77	0.87	1.03	12.84	15.82	14.02	11.90	
300014.SZ	亿纬锂能	未评级	100.78	11.78	0.47	0.57	0.74	0.95	25.06	20.81	15.86	12.40	
300116.SZ	坚瑞沃能	未评级	39.16	1.61	-1.51	0.00	0.00	0.00	-1.07				
002190.SZ	成飞集成	未评级	56.18	15.66	-0.31	0.00	0.00	0.00	-49.90				
300207.SZ	欣旺达	未评级	128.54	8.30	0.43	0.51	0.72	0.99	19.30	16.17	11.58	8.42	
	平均	-	-	-	-	-	-	-	-	6.83	22.80	17.41	
300750.SZ	宁德时代	增持	1,637.48	74.60	1.77	1.36	1.77	2.16	42.22	54.69	42.18	34.48	

资料来源:WIND一致预期,国信证券经济研究所预测

我们预计公司动力电池出货量未来三年将持续高速增长,并且储能市场和锂电回收市场爆发将带来新的增长点,预计18/19/20年公司归母净利润为29.94/38.82/47.49亿元,目前股价(80.91元)对应动态市盈率分别是55/42/34x。由于我们预期公司的动力电池销售业务将获益于行业爆发式增长以及龙头效应提升,公司业绩增长具有较大确定性,我们仍给予增持的评级。

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	14081	21546	31102	41881	营业收入	19997	30599	44170	59477
应收款项	12467	16596	23957	29949	营业成本	12740	21018	30660	41818
存货净额	3418	5327	7244	10779	营业税金及附加	96	195	272	343
其他流动资产	3067	8867	16296	16101	销售费用	796	1285	1767	2379
流动资产合计	33033	52337	78600	98710	管理费用	2956	4516	6104	8051
固定资产	11194	19374	28919	37749	财务费用	42	140	723	1129
无形资产及其他	1409	1268	1127	986	投资收益	1344	474	431	392
投资性房地产	3236	3236	3236	3236	资产减值及公允价值变动	(245)	(179)	(219)	(214)
长期股权投资	791	1187	1695	2147	其他收入	366	0	0	0
资产总计	49663	77402	113577	142828	营业利润	4832	3739	4856	5935
短期借款及交易性金融负债	2610	18376	37973	47719	营业外净收支	16	16	16	16
应付款项	13791	19909	31124	43309	利润总额	4848	3755	4872	5951
其他流动负债	1489	3705	4356	6016	所得税费用	654	516	672	814
流动负债合计	17890	41990	73453	97044	少数股东损益	316	245	318	388
长期借款及应付债券	2129	2129	2129	2129	归属于母公司净利润	3878	2994	3882	4749
其他长期负债	3173	3696	4319	4988					
长期负债合计	5302	5825	6448	7117	现金流量表 (百万元)				
负债合计	23192	47815	79901	104161	净利润	3878	2994	3882	4749
少数股东权益	1770	2005	2315	2692	资产减值准备	11	259	235	250
股东权益	24701	27581	31362	35976	折旧摊销	1355	857	1343	1846
负债和股东权益总计	49663	77402	113577	142828	公允价值变动损失	245	179	219	214
					财务费用	42	140	723	1129
					营运资本变动	5634	(2722)	(3983)	5433
					其它	299	(23)	74	127
					经营活动现金流	11421	1544	1770	12619
					资本开支	(7286)	(9334)	(11201)	(11000)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(7907)	(9730)	(11710)	(11452)
					权益性融资	6179	0	0	0
					负债净变化	1827	0	0	0
					支付股利、利息	(82)	(114)	(101)	(135)
					其它融资现金流	(1559)	15766	19597	9747
					融资活动现金流	8111	15652	19496	9612
					现金净变动	11624	7465	9556	10779
					货币资金的期初余额	2457	14081	21546	31102
					货币资金的期末余额	14081	21546	31102	41881
					企业自由现金流	2651	(8108)	(9216)	2223
					权益自由现金流	2920	7537	9758	10996

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.77	1.36	1.77	2.16
每股红利	0.04	0.05	0.05	0.06
每股净资产	11.24	12.31	14.00	16.06
ROIC	13%	8%	8%	8%
ROE	16%	11%	12%	13%
毛利率	36%	31%	31%	30%
EBIT Margin	17%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	24%	15%	15%	15%
收入增长	34%	53%	44%	35%
净利润增长率	36%	-23%	30%	22%
资产负债率	50%	64%	72%	75%
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/E	42.2	54.7	42.2	34.5
P/B	6.2	5.5	5.0	4.2
EV/EBITDA	33.4	42.0	32.6	27.8

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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