

宁德时代 (300750)

证券研究报告

2018年12月21日

牵手吉利，龙头车企全覆盖再下一城

事件：宁德时代新能源科技股份有限公司（下称“宁德时代”）与浙江吉利汽车有限公司（下称“浙江吉利”）已于2018年12月20日签署合资经营合同，拟共同出资设立合资公司。合资公司注册资本10亿元人民币，双方以现金方式出资，其中宁德时代持股比例为51%，浙江吉利持股比例为49%。合资公司主要负责锂离子电池等开发、生产和销售及售后服务。

点评：

【践行类上汽、广汽合作模式，深化与吉利合作】。在此合同之前，宁德时代已与上汽、北汽、东风等主流车企签署类似合作协议。2018年7月成立时代广汽（注册资本10亿元，宁德时代出资比例51%，广汽出资比例49%）和广汽时代（注册资本1亿元，宁德时代出资比例49%，广汽出资比例51%），2017年成立时代上汽（宁德时代出资比例51%，上汽出资比例49%）与上汽时代（宁德时代出资比例49%，上汽出资比例51%），都采用设立包括动力电池电芯和系统两个合资公司。除此之外，在2018年4月，宁德时代与东风集团合资成立东风时代（各占50%）以开发动力电池系统。

【本次合资公司注册资本为10亿元人民币，具体投资金额仍需等待】。根据宁德时代招股说明书披露，24GWh产能投需产线投资98.6亿元，即1GWh需要4.1亿的投资。由于生产技术的改良，生产效率的提升，预计今年1GWh所需的投入将会降为3亿左右。合资公司的投资规模尚未披露，同样注册资本为10亿元的时代广汽一期投资规模为46.26亿元。

【合作的根本原因在于保证优质电池产能供应】。市场诟病中游电池行业供过于求，却忽略了该行业技术壁垒高，产品差异化强，本质上优质电池产能短缺。今年1-10月，国内动力电池累计装机总量约34.7GWh，其中宁德时代以14.3GWh排名第一，占比41.18%。吉利汽车在自身拥有浙江衡远电池子公司的情况下，还与宁德时代成立合资公司，充分说明行业壁垒比市场想象更高，而高端产能将依然是未来几年整车厂争夺的核心资源。而宁德与上汽、广汽、吉利、东风等合作，在龙头车企全覆盖的道路踏实前进，未来龙头地位难以撼动。

总结：整车厂与宁德时代深度绑定，根本原因在于中游电池行业壁垒高，产品差异化强。此前，宁德时代已有与上汽、东风以及广汽合作办企的先例，本次合资，公司注册资本为10亿元人民币，实际投资规模尚未披露。

投资建议：我们维持2018-2020年盈利预测，预计归母净利润分别为35.4亿、45.3亿、56.5亿，eps为1.61、2.06、2.58元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，销量不及预期，电池技术发生重大变革，海外客户推广进度不及预期，原材料价格剧烈波动，海外竞争对手发力。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,878.99	19,996.86	35,711.62	53,523.24	75,267.19
增长率(%)	160.90	34.40	78.59	49.88	40.63
EBITDA(百万元)	4,230.19	5,862.72	5,047.07	6,897.74	8,784.12
净利润(百万元)	2,851.82	3,877.95	3,539.57	4,525.82	5,652.33
增长率(%)	206.43	35.98	-8.73	27.86	24.89
EPS(元/股)	1.30	1.77	1.61	2.06	2.58
市盈率(P/E)	59.53	43.78	47.96	37.51	30.03
市净率(P/B)	10.96	6.87	6.01	5.18	4.42
市销率(P/S)	11.41	8.49	4.75	3.17	2.26
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.25	23.63	18.13

资料来源：wind，天风证券研究所

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	77.34元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,195.02
流通A股股本(百万股)	217.24
A股总市值(百万元)	169,762.65
流通A股市值(百万元)	16,801.63
每股净资产(元)	14.72
资产负债率(%)	45.87
一年内最高/最低(元)	95.08/30.17

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

- 1 《宁德时代-季报点评:三季报一骑绝尘彰显龙头核心价值》2018-10-27
- 2 《宁德时代-公司点评:烈火炼真金，宁德时代3Q业绩预告大超预期》2018-10-15
- 3 《宁德时代-半年报点评:中报点评：会当凌绝顶，往后需更勇》2018-08-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,456.53	14,080.94	23,212.55	34,790.11	45,160.31
应收账款	7,499.65	7,009.15	17,790.58	17,891.58	32,286.55
预付账款	101.18	305.84	492.56	726.18	1,007.61
存货	1,359.77	3,417.76	5,942.78	8,382.79	12,051.20
其他	10,344.19	8,219.42	9,707.75	16,497.09	16,301.40
流动资产合计	21,761.32	33,033.10	57,146.24	78,287.74	106,807.08
长期股权投资	169.66	791.03	1,291.03	1,691.03	1,991.03
固定资产	3,727.47	8,219.50	11,840.19	14,925.25	17,464.93
在建工程	1,226.13	2,974.36	4,026.93	4,570.39	4,512.60
无形资产	621.65	1,408.76	1,999.06	2,487.58	2,878.02
其他	1,082.08	3,236.13	2,593.39	2,212.37	1,898.53
非流动资产合计	6,826.99	16,629.78	21,750.59	25,886.62	28,745.10
资产总计	28,588.31	49,662.89	78,896.83	104,174.36	135,552.18
短期借款	1,226.59	2,245.10	12,348.10	21,775.62	26,968.82
应付账款	3,533.64	5,295.41	12,049.11	14,891.50	24,118.84
其他	5,422.60	10,349.54	17,325.94	23,193.89	32,998.87
流动负债合计	10,182.82	17,890.05	41,723.15	59,861.01	84,086.53
长期借款	302.00	2,129.10	4,588.38	6,780.35	7,850.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,312.37	3,172.51	2,436.74	2,640.54	2,749.93
非流动负债合计	2,614.37	5,301.60	7,025.12	9,420.89	10,600.18
负债合计	12,797.20	23,191.65	48,748.28	69,281.90	94,686.71
少数股东权益	302.47	1,769.80	1,916.21	2,134.30	2,454.98
股本	613.32	1,955.19	2,195.02	2,195.02	2,195.02
资本公积	11,608.55	15,354.59	15,354.59	15,354.59	15,354.59
留存收益	14,873.76	22,497.75	26,037.32	30,563.14	36,215.48
其他	-11,606.99	-15,106.09	-15,354.59	-15,354.59	-15,354.59
股东权益合计	15,791.12	26,471.24	30,148.55	34,892.46	40,865.47
负债和股东权益总	28,588.31	49,662.89	78,896.83	104,174.36	135,552.18

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,918.44	4,194.06	3,539.57	4,525.82	5,652.33
折旧摊销	784.49	1,381.18	546.44	780.95	992.68
财务费用	65.61	112.59	252.22	649.66	903.59
投资损失	-76.08	-1,344.31	-250.00	-230.00	-270.00
营运资金变动	-10,921.80	5,727.17	-1,839.49	-658.80	1,016.42
其它	9,338.47	-7,729.94	146.41	218.09	320.68
经营活动现金流	2,109.13	2,340.75	2,395.17	5,285.73	8,615.69
资本支出	3,746.54	8,143.25	6,545.77	4,694.20	3,755.61
长期投资	169.66	621.37	500.00	400.00	300.00
其他	-16,344.61	-16,400.43	-12,605.77	-9,762.20	-7,650.61
投资活动现金流	-12,428.41	-7,635.81	-5,560.00	-4,668.00	-3,595.00
债权融资	1,769.10	4,739.14	17,296.48	28,905.97	35,159.07
股权融资	11,302.72	5,292.67	-260.90	-649.66	-903.59
其他	-2,100.79	-1,099.07	-4,739.14	-17,296.48	-28,905.97
筹资活动现金流	10,971.02	8,932.73	12,296.45	10,959.82	5,349.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	651.73	3,637.67	9,131.62	11,577.55	10,370.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,878.99	19,996.86	35,711.62	53,523.24	75,267.19
营业成本	8,376.80	12,740.19	24,777.90	38,486.60	55,729.06
营业税金及附加	109.22	95.90	214.27	321.14	451.60
营业费用	632.19	795.77	1,214.20	1,605.70	2,258.02
管理费用	2,152.23	2,956.49	4,999.63	6,958.02	9,032.06
财务费用	80.44	42.17	252.22	649.66	903.59
资产减值损失	233.86	244.74	255.00	265.00	275.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	76.08	1,344.31	250.00	230.00	270.00
其他	6.04	-3,054.72	-500.00	-460.00	-540.00
营业利润	3,212.12	4,832.02	4,248.41	5,467.12	6,887.85
营业外收入	188.97	18.66	19.59	20.57	21.60
营业外支出	0.88	2.58	6.74	3.40	4.24
利润总额	3,400.21	4,848.10	4,261.26	5,484.29	6,905.21
所得税	481.78	654.04	575.27	740.38	932.20
净利润	2,918.44	4,194.06	3,685.99	4,743.91	5,973.01
少数股东损益	66.62	316.10	146.41	218.09	320.68
归属于母公司净利润	2,851.82	3,877.95	3,539.57	4,525.82	5,652.33
每股收益(元)	1.30	1.77	1.61	2.06	2.58

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	160.90%	34.40%	78.59%	49.88%	40.63%
营业利润	207.21%	50.43%	-12.08%	28.69%	25.99%
归属于母公司净利润	206.43%	35.98%	-8.73%	27.86%	24.89%
获利能力					
毛利率	43.70%	36.29%	30.62%	28.09%	25.96%
净利率	19.17%	19.39%	9.91%	8.46%	7.51%
ROE	18.41%	15.70%	12.54%	13.82%	14.72%
ROIC	212.93%	29.86%	27.82%	24.91%	25.93%
偿债能力					
资产负债率	44.76%	46.70%	61.79%	66.51%	69.85%
净负债率	25.22%	32.38%	14.50%	23.61%	13.67%
流动比率	2.14	1.85	1.37	1.31	1.27
速动比率	2.00	1.66	1.23	1.17	1.13
营运能力					
应收账款周转率	2.99	2.76	2.88	3.00	3.00
存货周转率	12.39	8.37	7.63	7.47	7.37
总资产周转率	0.80	0.51	0.56	0.58	0.63
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.77	1.61	2.06	2.58
每股经营现金流	0.96	1.07	1.09	2.41	3.93
每股净资产	7.06	11.25	12.86	14.92	17.50
估值比率					
市盈率	59.53	43.78	47.96	37.51	30.03
市净率	10.96	6.87	6.01	5.18	4.42
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.25	23.63	18.13
EV/EBIT	0.00	0.00	36.17	26.65	20.44

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