

分析师: 牟国洪  
 执业证书编号: S0730513030002  
 mough@ccnew.com 021-50588666-8039

# 业绩总体符合预期 动力龙头 19 年恢复增长

## ——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(维持)

发布日期: 2019年01月30日

#### 市场数据(2019-01-29)

收盘价(元)	76.68
一年内最高/最低(元)	95.08/30.17
沪深300指数	3193.97
市净率(倍)	6.81
流通市值(亿元)	166.58

#### 基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	14.72
每股经营现金流(元)	2.55
毛利率(%)	31.28
净资产收益率-摊薄(%)	7.36
资产负债率(%)	45.87
总股本/流通股(万股)	219501.74/21724.37
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

- 《宁德时代(300750)公司点评报告: 动力龙头深化下游客户合作 扣非净利润高增长》 2018-07-19
- 《宁德时代(300750)新股分析: 动力独角兽》 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

事件: 1月29日, 公司公布2018年年度业绩预告。

#### 投资要点:

- **公司业绩总体符合预期。**1月29日, 公司公布2018年年度业绩预告: 预计18年归属于上市公司股东的净利润区间为35.31亿元-37.50亿元, 同比下降8.94%-3.30%; 扣非后净利润区间为29.91亿元-31.76亿元, 同比增长25.92%-33.70%。经测算, 公司18年四季度净利润区间为11.53亿元-13.71亿元; 扣非后净利润区间为10.06亿元-11.91亿元, 四季度业绩低于市场预期。18年公司净利润下降主要系17年上半年转让了北京普莱德的股权取得处置收益影响, 而扣非后净利润增长主要原因系三点: 一是我国新能源汽车行业持续高增长, 带动国内动力电池需求增长; 二是公司在动力电池领域具备显著行业地位, 产能释放带动公司产销量增长; 三是公司持续加强费用管控, 费用占收入的比例降低。
- **18年我国新能源汽车持续高增长 预计19年延续高增长。**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年合计销量124.67万辆, 同比增长62.38%, 合计占比4.43%, 全年销量略超市场预期。伴随我国新能源汽车产销高增长, 我国动力电池需求持续高增长。据统计: 2018年我国动力电池累计装机量为57.35GWh, 累计同比增长57.0%, 其中新能源乘用车装机量达到32.86GWh, 占总装机量的57.3%, 同比增长137.0%, 成为动力电池的主要需求增长点。伴随技术进步及我国对新能源汽车行业持续政策支持, 19年我国新能源汽车仍将保持20%以上的增长, 预计全年销量将超过150万辆; 新能源汽车销量增长将带动动力电池需求高增长。
- **公司动力电池领域具备显著行业地位。**GGII统计显示: 2015年以来, 公司动力电池系统效率连续在动力电池企业排名前三位, 2017年以11.85GWh出货量跃居全球第一。根据工信部和盖世汽车统计: 2018年宁德时代累计装机量达到23.54GWh, 同比翻倍增长, 预计有望稳居全球第一。同时, 公司已与一汽、北汽、吉利、上汽、上汽通用五菱、长安汽车、蔚来、广汽、奇瑞、长城、东风、江淮等国内主流整车企业建立合作关, 并与宝马等国际优质客户签署了战略合作协议。公司客户结构和出货数据显示: 公司在动力电池领域具备显著行业地位, 且与主力车企的配套优势显著。公司作为全球动力电池领先企业及行业龙头, 预计19年公司业绩仍将受益于动力电池系统产销量增长。
- **19年动力电池行业竞争持续加剧 产能和技术为行业护城河。**动力电池属于典型的技术与资金密集型行业, 其发展趋势为高能量密度。预计19年

我国动力电池行业竞争仍将加剧，主要基于如下两方面：一是动力电池价格仍将持续下行，正常年均降幅约 10%。同时，行业主要企业毛利率总体持续下滑，侧面验证行业竞争加剧，但不同企业之间因产品质量不同差别显著；二是我国正进一步加大全球开放的力度，如特斯拉已在上海独资建立超级工厂，全球动力电池领先企业 LG 化学、三星等 18 年均加大了在我国动力电池相关项目的投资力度。面对激烈的行业竞争，我们认为产能规模和技术为行业核心护城河，具体而言：规模优势是产品持续降价的主要驱动力之一，而动力电池属于技术密集型行业，唯有持续高研发投入其产品才更具竞争力。近年来，公司持续保持较高研发投入，18 年上半年研发投入超 7 亿元，在公司营收中占比 7.67%。另外，公司 18 年 9 月实施了限制性股票激励计划，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。

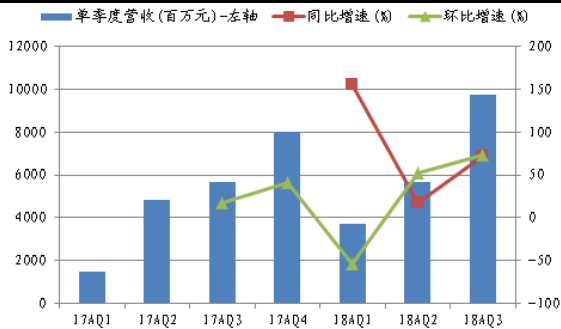
- **维持给予公司“增持”评级。**考虑股权激励对公司业绩摊薄影响，预测公司 2018-19 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.68 元、2.06 元，按 1 月 29 日按 76.68 元收盘价计算，对应的 pe 分别为 45.7 倍和 37.2 倍。目前估值相对行业水平偏高，考虑行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**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	29283.4	39275.3	50672.5
增长比率	160.9%	34.4%	46.4%	34.1%	29.0%
净利润(百万元)	2851.8	3878.0	3679.4	4527.2	5435.0
增长比率	206.4%	36.0%	-5.1%	23.0%	20.1%
每股收益(元)	1.30	1.77	1.68	2.06	2.48
市盈率(倍)	59.0	43.4	45.7	37.2	31.0

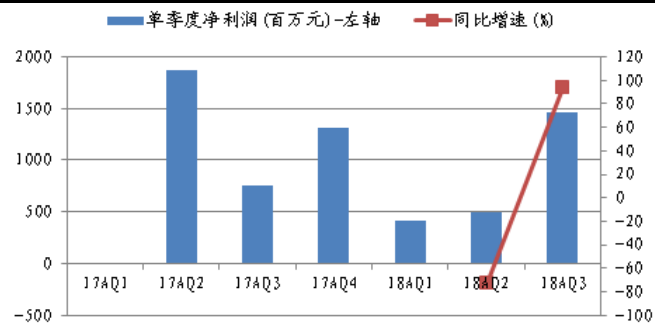
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2017-18 年公司单季度营收及增速



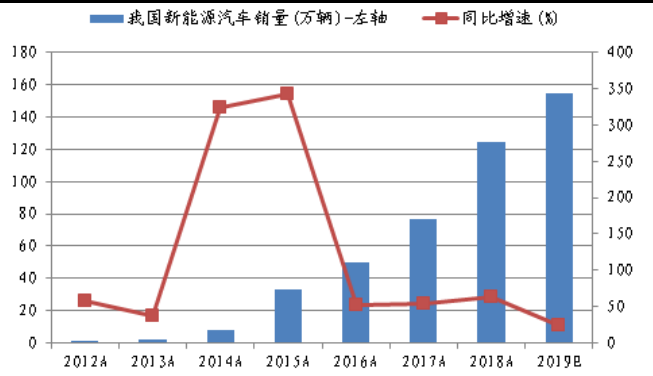
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 2: 2017-18 年公司单季度净利润及增速



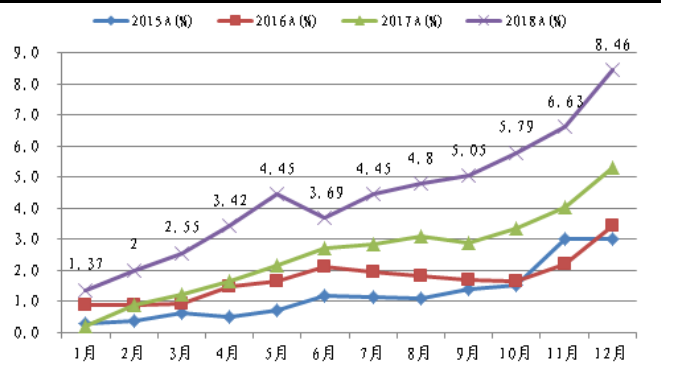
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 3: 2012-19 我国新能源汽车销量及增速



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 4: 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 5: 2018 年 1-12 月我国新能源汽车电池装机总量 (GWh)



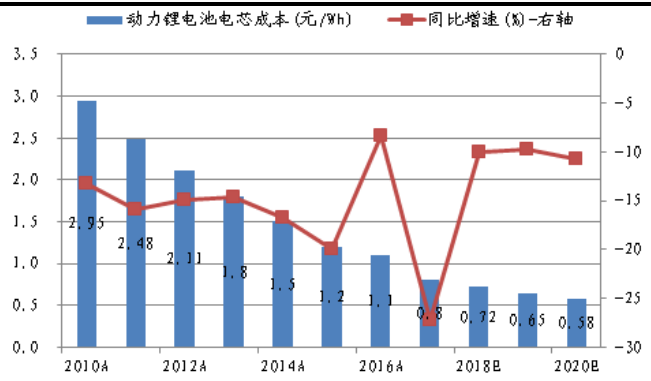
资料来源: 工信部, 盖世汽车, 中原证券

图 6：2018 年我国动力电池企业出货量对比



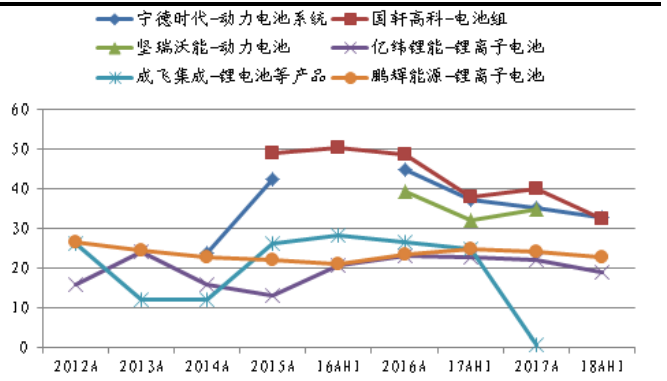
资料来源：工信部，盖世汽车，中原证券

图 7：2010-2020 年动力电池电芯成本及增速



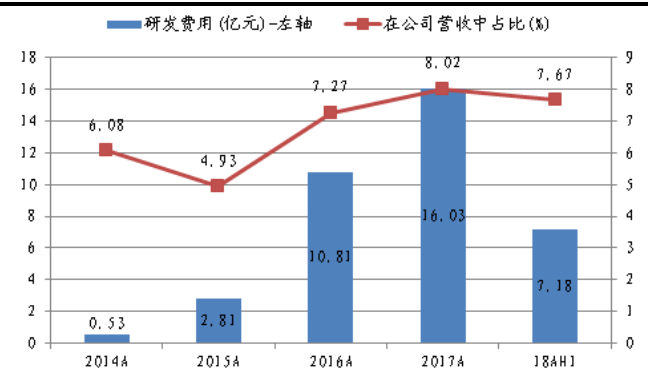
资料来源：电动车百人会，中原证券

图 8：2012-18 年锂电池销售毛利率(%)对比



资料来源：Wind，中原证券

图 9：2014-2018 年公司研发费用及占比



资料来源：Wind，公司公告，中原证券

## 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
<b>营业收入</b>	<b>14879.0</b>	<b>19996.9</b>	<b>29283.4</b>	<b>39275.3</b>	<b>50672.5</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	8,376.8	12,740.2	19,963.5	27,131.8	35,352.4	营业收入增长率	160.9%	34.4%	46.4%	34.1%	29.0%
营业税费	109.2	95.9	143.5	188.5	244.8	营业利润增长率	207.2%	50.4%	-6.4%	23.1%	20.6%
销售费用	632.2	795.8	1,127.4	1,468.9	1,854.6	净利润增长率	206.4%	36.0%	-5.1%	23.0%	20.1%
管理费用	2,152.2	2,956.5	4,246.1	5,727.6	7,409.7	EBITDA 增长率	214.6%	38.6%	-14.7%	21.5%	20.5%
财务费用	80.4	42.2	31.2	34.5	24.5	EBIT 增长率	198.7%	30.6%	-9.1%	26.2%	24.0%
资产减值损失	233.9	244.7	179.1	219.2	214.4	NOPLAT 增长率	183.2%	49.2%	-6.4%	23.0%	20.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	964.0%	-0.9%	31.0%	-32.3%	38.7%
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%	9.4%	14.6%	16.2%
<b>营业利润</b>	<b>3,212.1</b>	<b>4,832.0</b>	<b>4,522.9</b>	<b>5,567.4</b>	<b>6,712.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	188.1	16.1	16.0	17.3	16.5	毛利率	43.7%	36.3%	31.8%	30.9%	30.2%
<b>利润总额</b>	<b>3,400.2</b>	<b>4,848.1</b>	<b>4,538.9</b>	<b>5,584.7</b>	<b>6,729.4</b>	营业利润率	21.6%	24.2%	15.4%	14.2%	13.2%
减: 所得税	481.8	654.0	603.7	742.8	895.0	净利润率	19.2%	19.4%	12.6%	11.5%	10.7%
<b>净利润</b>	<b>2851.8</b>	<b>3878.0</b>	<b>3679.4</b>	<b>4527.2</b>	<b>5435.0</b>	EBITDA/营业收入	28.4%	29.3%	17.1%	15.5%	14.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	23.2%	22.5%	14.0%	13.2%	12.7%
货币资金	2,456.5	14,080.9	9,271.7	19,181.9	19,525.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	108	96	64	44
应收帐款	7,499.6	7,009.2	11,479.8	15,038.9	19,285.6	<b>流动营业资本周转天数</b>	137	128	73	53	45
应收票据	570.5	5,458.3	2,158.4	4,592.0	5,893.4	流动资产周转天数	330	493	393	373	379
预付帐款	101.2	305.8	206.3	500.0	485.5	应收帐款周转天数	120	131	114	122	122
存货	1,359.8	3,417.8	3,559.6	5,585.4	6,924.3	存货周转天数	29	43	43	42	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	585	503	474
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	199	141	105
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	169.7	791.0	791.0	791.0	791.0	ROE	18.4%	15.7%	13.7%	14.7%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.2%	8.4%	8.6%	7.5%	8.4%
固定资产	3,727.5	8,219.5	7,421.1	6,622.6	5,824.2	ROIC	212.9%	29.9%	28.2%	26.5%	47.1%
在建工程	1,226.1	2,974.4	2,974.4	2,974.4	2,974.4	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>28,588.3</b>	<b>49,662.9</b>	<b>45,513.5</b>	<b>64,181.1</b>	<b>69,388.7</b>	财务费用率	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
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	7,783.2	10,150.5	13,525.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	4,394.0	8,812.7	4,581.9	16,729.4	12,649.0	资产负债率	44.8%	46.7%	36.4%	48.3%	44.4%
其他流动负债	1,028.6	1,536.8	1,764.5	1,487.6	1,918.0	负债权益比	81.0%	87.6%	57.2%	93.5%	80.0%
长期借款	302.0	2,129.1	-	-	-	流动比率	2.14	1.85	2.19	1.78	2.00
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	1.94	1.58	1.76
<b>负债总额</b>	<b>12,797.2</b>	<b>23,191.6</b>	<b>16,566.4</b>	<b>31,008.1</b>	<b>30,842.2</b>	利息保障倍数	42.90	106.90	131.34	149.87	261.76
<b>少数股东权益</b>	<b>302.5</b>	<b>1,769.8</b>	<b>2,025.6</b>	<b>2,340.3</b>	<b>2,739.7</b>	<b>分红指标</b>					
股本	613.3	1,955.2	2,195.0	2,195.0	2,195.0	DPS(元)	-	-	0.23	0.29	0.35
留存收益	14,873.8	22,497.7	24,726.5	28,637.7	33,611.8	分红比率	0.0%	0.0%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>股东权益</b>	<b>15,791.1</b>	<b>26,471.2</b>	<b>28,947.1</b>	<b>33,173.0</b>	<b>38,546.5</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	2,918.4	4,194.1	3,679.4	4,527.2	5,435.0	EPS(元)	1.30	1.77	1.68	2.06	2.48
加: 折旧和摊销	784.5	1,381.2	902.7	902.7	902.7	BVPS(元)	7.06	11.25	12.26	14.05	16.31
资产减值准备	233.9	244.7	-	-	-	PE(X)	59.0	43.4	45.7	37.2	31.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.9	6.8	6.3	5.5	4.7
财务费用	65.6	112.6	31.2	34.5	24.5	P/FCF	-16.7	24.1	-35.4	16.5	243.4
投资收益	-76.1	-1,344.3	-473.9	-631.4	-816.6	P/S	11.3	8.4	5.7	4.3	3.3
少数股东损益	66.6	316.1	255.8	314.7	399.4	EV/EBITDA	10.8	23.7	31.9	24.7	20.5
营运资金的变动	-10,921.8	5,727.2	-5,026.8	5,026.0	-5,690.7	CAGR(%)	18.4%	11.6%	60.6%	18.4%	11.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,109.1</b>	<b>2,340.7</b>	<b>-631.7</b>	<b>10,173.7</b>	<b>254.2</b>	PEG	3.2	3.7	0.8	2.0	2.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-12,428.4</b>	<b>-7,635.8</b>	<b>1,409.5</b>	<b>613.7</b>	<b>516.5</b>	ROIC/WACC	20.3	2.9	2.7	2.5	4.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10,971.0</b>	<b>8,932.7</b>	<b>-5,587.0</b>	<b>-877.2</b>	<b>-426.9</b>	REP	0.2	3.5	3.2	4.8	1.9

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。