

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

宁德时代 (300750)

增持

电气设备

重大事件快评

(维持评级)

2019年01月31日

2018年业绩预告点评：龙头地位凸显，高成长可期

证券分析师：方重寅

fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030002

证券分析师：居嘉骁

jujiexiao@guosen.com

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518110001

事项：

公司近期公告了2018年业绩预告。2018年公司归母净利润为35.31亿—37.50亿，同比下降8.94%—3.30%，扣非归母净利润为29.91—31.76亿元，同比增长25.92%—33.70%。公司2018年四季度单季实现归母净利润为11.52—13.71亿元，同比增速为-11.85%—4.90%，扣归母非净利润为10.06—11.91亿元，公司2018年业绩基本符合预期。

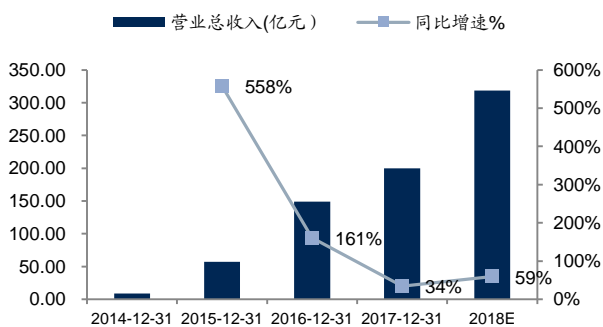
国信电新观点：1) 公司业绩基本符合预期：受益于锂电产业快速扩张和市场份额提升，公司扣非归母净利润高速增长。2) 龙头效应凸显，出货量和市占率提升：2018年公司锂电装机市占率达到41.21%，较2017年上升了11.8%，有助于增强产业链议价能力和维持毛利率相对稳定。3) 客户结构优化，加强海外市场布局：率先完成跑马圈地增强客户黏性。4) 高镍化加速有利于降本。5) 风险提示：补贴、双积分政策不达预期，新能源汽车销量不达预期，产品价格下降速度超预期会影响公司盈利预测。预计18/19/20年实现归母净利润36.56/47.57/57.53亿元，每股盈利分别为1.67/2.17/2.62元，对应动态市盈率分别是42/32/26x，维持“增持”评级。

评论：

■ 业绩预告基本符合预期，公司维持高成长性

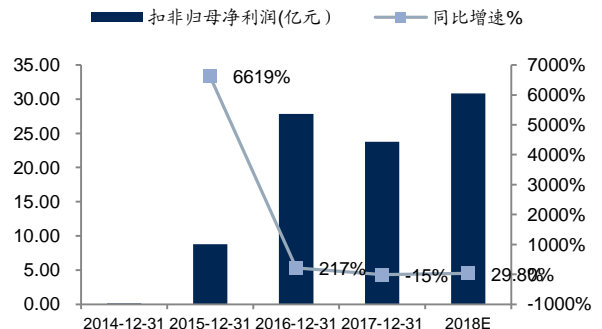
公司扣非后净利润持续高增长。受益于锂电产业快速扩张以及公司市场份额增长，2014-2017年公司净利润由0.13亿元增长到23.76亿元，年复合增速达到467.5%；根据业绩预告，预计2018年全年归母净利润同比增速达29.8%左右，业绩符合预期。

图 1：2015-2018E 公司营业收入情况



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理预测

图 2：2015-2018E 公司归母净利润情况

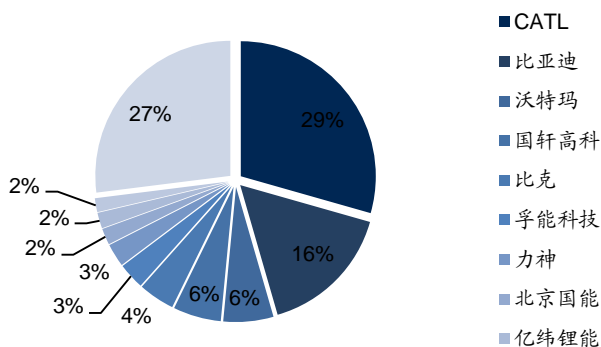


资料来源:WIND, 国信证券经济研究所预测

■ 出货量高速增长，市场份额显著提升

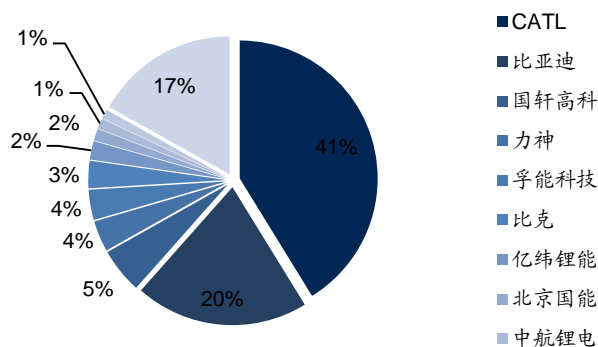
公司市占率维持国内第一。公司锂电池装机量增长迅速，根据真锂研究统计，2018 年全年公司装机量 23.23GWh，位列行业首位，同比增长 56%，市占率达到 41.21%，较 2017 年上升了 11.8%；比亚迪以 11.46GWh 的装机量占据了 20.33%的市场份额，位居第二；二者合计市场份额高达 61.55%，行业集中度提升明显。

图 3：2017 年全国动力电池行业装机格局



资料来源:真锂研究，国信证券经济研究所整理

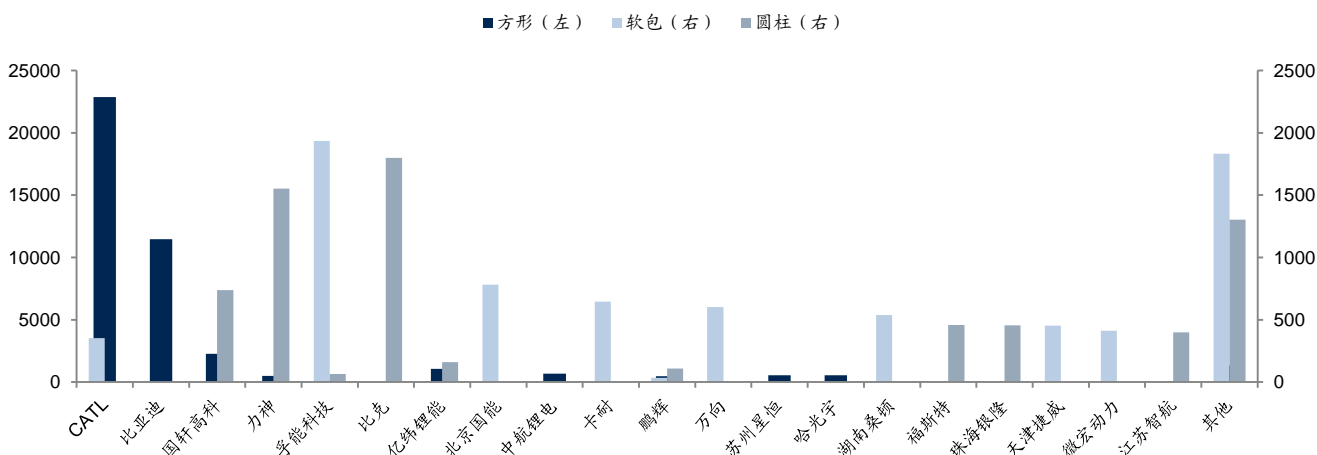
图 4：2018 年全国动力电池行业装机格局



资料来源:真锂研究，国信证券经济研究所整理

公司方形电池市占率超 5 成，软包逐步起量。从各形状锂电装机情况来看，方形电池中宁德时代市占率达到 54.8% 占据绝对龙头地位，公司软包电池在 2018 年逐步起量，全年累计装机 351.97MWh。

图 5：2018 年国内各形状锂电装机统计 (MWh)



资料来源:真锂研究，国信证券经济研究所整理

我们认为尽管目前新的补贴政策尚未落地，但退坡幅度较大的可能性较高，产业链降价压力将会出现明显的传导现象，公司出货量快速增长和市占率迅速提升，有利于公司在价格谈判中占据有利地位，同时依靠销量增长来维持毛利率的相对稳定。

■ 客户结构不断优化，进军海外市场

公司已配套行业绝大多数乘用车、客车、专用车整车厂及新兴造车厂。CATL 目前已完成绝大多数乘用车厂、客车厂以及专用车厂的配套，与上汽、吉利、东风、广汽、北汽、长安等绝大多数一线厂商均有股权层面或业务层面合作，最先完成下游整车厂的跑马圈地。海外客户方面公司目前已进入宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA 等整车厂的供应链；新兴造车势力中，CATL 与蔚来、拜腾等均有配套。

图 6: 公司下游客户构成情况

国内乘用车	北汽、上汽、奇瑞、一汽、广汽、东风、长城汽车、长安汽车、一汽夏利、江淮、吉林汽车、吉利汽车、华晨宝马、豪情汽车、宝沃汽车等。
国内客车	宇通、北汽、金龙客车、中通、中汽、中车、沂星电动车、五洲龙、五龙汽车、万象汽车、中沃客车、中龙客车、山西新能源汽车、厦门金旅、青年汽车、尼奥普兰客车、晶马汽车、华晨客车、湖南中车、杭州长江汽车、桂林客车、广西源正、广通汽车、广通客车、丹东黄海、成都客车、成都大运、安源客车、安凯客车等。
国内专用车	北汽、上汽、宇通、金龙、中通、中汽、新龙马、厦门金旅、三环专用车、南京汽车、明君汽车、江铃、吉利、东风云南、东风、成都大运等。
国外品牌	宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA等。

资料来源:公司公告,工信部,国信证券经济研究所整理

■ 高镍化加速, 降本压力将长期存在

根据电车资源网报道, 宁德时代的 NCM811 电芯将于 2019 年上市, 目前宁德时代的电池主要是 NMC 532, 该电池的正极材料是 20% 的钴。一旦推出 NCM 811 电池, 每千瓦时电池的钴含量将下降一半多, 同时电池能量密度将增加, 有助于公司实现持续降本维持毛利率相对稳定。

■ 盈利预测及投资建议

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 年实现归母净利润 36.56/47.57/57.53 亿元, 每股盈利分别为 1.67/2.17/2.62 元, 目前股价 (76.68 元) 对应动态市盈率分别是 42/32/26x, 安全边际不高。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, 我们暂时维持增持的评级。

表 1: 各项主营业务盈利预测

动力电池系统	2017	2018E	2019E	2020E
国内新能源汽车销量 (万辆)	81.01	127.68	164.44	220.72
全国动力电池装机量 (GWh)	36.19	56.37	79.56	112.16
增速 (YOY)	25.31%	55.76%	41.14%	40.97%
宁德时代市场份额	32.72%	38.14%	48.00%	49.00%
宁德时代国内市场出货量 (GWh)	11.84	21.50	38.19	54.96
世界纯电动乘用车销量 (万辆)	74.2			
世界插混乘用车销量 (万辆)	47			
海外纯电动乘用车销量 (万辆)	29.2	40.94	61.42	92.12
增速 (YOY)	33.8%	40%	50.00%	50%
海外插混乘用车销量 (万辆)	36.8	51.51	77.26	115.90
增速 (YOY)	70.52%	40.00%	50.00%	50.00%
海外纯电动乘用车带电量预测 (KWh)	42.08	46.29	48.00	50.00
海外插混乘用车带电量预测 (KWh)	26.97	26.97	26.97	26.97
海外动力电池装机量 (GWh)	22.23	32.85	50.32	77.33
宁德时代海外市场份额	0.00%	0.00%	1.50%	3.00%
宁德时代海外市场出货量 (GWh)	0.00	0.00	0.75	2.32
电池价格 (元/wh)	1.41	1.20	1.08	0.97

YOY%	-31.55%	-14.89%	-10.00%	-10.00%
动力电池系统销售收入(万元)	1665682.99	2580000.00	4205952.08	5567381.81
增速(YOY)	19.19%	54.89%	63.02%	32.37%
电池成本(元/wh)	0.91	0.80	0.73	0.67
增速(YOY)	-19.65%	-12.00%	-9.00%	-9.00%
毛利率%	35.25%	33.05%	32.30%	31.55%
毛利(万元)	587153.25	852651.30	1358715.76	1756643.87
储能系统	2017	2018E	2019E	2020E
销量(MWh)	8.71	100	300	500
增速(YOY)	-40.34%	1048.11%	200.00%	66.67%
储能系统销售均价(元/MWh)	1.89	1.32	1.06	0.95
增速(YOY)	-29.74%	-30%	-20%	-10%
储能系统收入(万元):	1645.09	13230.00	31752.00	47628.00
增速(YOY)	-58.14%	704.21%	140.00%	50.00%
毛利率	12.25%	12.00%	18.00%	20.00%
毛利(万元)	201.52	1587.60	5715.36	9525.60
锂电池材料	2017	2018E	2019E	2020E
销售量(吨)	30315.78	42442.09	63663.14	95494.71
增速(YOY)	159.91%	40.00%	50.00%	50.00%
销售均价(万元/吨)	8.15	11.00	9.90	8.91
增速(YOY)	55.53%	34.97%	-10.00%	-10.00%
锂电材料收入(万元):	247053.78	466863.01	630265.07	850857.84
增速(YOY)	304.20%	88.97%	35.00%	35.00%
毛利率	27.00%	25.00%	24.00%	23.00%
毛利(万元)	66704.52	116715.75	151263.62	195697.30

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

在沪深证券市场我们选取与公司有可比性的4家公司进行比较,可以看出公司每股净收益较高,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: 可比公司估值情况

参考日期	2019-1-29			EPS(元/股)				PE				
	股票代码	公司名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
	002594.SZ	比亚迪	1,232.42	48.00	1.40	1.11	1.53	1.88	34.29	43.18	31.35	25.51
	002074.SZ	国轩高科	140.04	12.32	0.95	0.77	0.86	1.00	12.97	16.05	14.24	12.35
	300014.SZ	亿纬锂能	151.51	17.71	0.47	0.60	0.79	1.00	37.68	29.54	22.43	17.68
	300207.SZ	欣旺达	148.59	9.60	0.43	0.52	0.73	1.00	22.33	18.62	13.07	9.56
	平均	-	-	-	-	-	-	-	26.82	26.85	20.27	16.27
	300750.SZ	宁德时代	1683.14	76.68	1.98	1.67	2.17	2.62	38.73	45.92	35.34	29.27

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

■ 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)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	14081	22449	35720	47692
应收款项	12467	17292	27514	34104
存货净额	3418	5553	8336	12297
其他流动资产	3067	9239	18715	18334
流动资产合计	33033	54532	90285	112428
固定资产	11194	19374	28919	37749
无形资产及其他	1409	1268	1127	986
投资性房地产	3236	3236	3236	3236
长期股权投资	791	1187	1695	2147
资产总计	49663	79596	125262	156546
短期借款及交易性金融负债	2610	18951	42702	51827
应付款项	13791	20751	35813	49407
其他流动负债	1489	3794	5010	6861
流动负债合计	17890	43496	83525	108094
长期借款及应付债券	2129	2129	2129	2129
其他长期负债	3173	3696	4319	4988
长期负债合计	5302	5825	6448	7117
负债合计	23192	49320	89973	115211
少数股东权益	1770	2057	2437	2893
股东权益	24701	28218	32852	38442
负债和股东权益总计	49663	79596	125262	156546

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.98	1.67	2.17	2.62
每股红利	0.04	0.06	0.06	0.07
每股净资产	12.63	12.86	14.97	17.51
ROIC	13%	9%	9%	8%
ROE	16%	13%	14%	15%
毛利率	36%	31%	31%	30%
EBIT Margin	17%	13%	12%	12%
EBITDA Margin	24%	16%	15%	15%
收入增长	34%	59%	59%	34%
净利润增长率	36%	-6%	30%	21%
资产负债率	50%	65%	74%	75%
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/E	35.1	41.8	32.1	26.6
P/B	5.5	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	33.4	39.6	31.8	27.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19997	31880	50727	67730
营业成本	12740	21877	35099	47466
营业税金及附加	96	203	313	391
销售费用	796	1339	2029	2709
管理费用	2956	4222	6989	9149
财务费用	42	141	773	1197
投资收益	1344	650	650	591
资产减值及公允价值变动	(245)	(179)	(219)	(214)
其他收入	366	0	0	0
营业利润	4832	4570	5955	7194
营业外净收支	16	16	16	16
利润总额	4848	4586	5971	7210
所得税费用	654	631	824	986
少数股东损益	316	299	389	470
归属于母公司净利润	3878	3657	4757	5753

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3878	3657	4757	5753
资产减值准备	11	259	235	250
折旧摊销	1355	857	1343	1846
公允价值变动损失	245	179	219	214
财务费用	42	141	773	1197
营运资本变动	5634	(3084)	(5345)	6193
其它	299	29	144	207
经营活动现金流	11421	1897	1354	14463
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)	(140)	(124)	(163)
其它融资现金流	(1559)	16341	23751	9125
融资活动现金流	8111	16201	23627	8961
现金净变动	11624	8368	13271	11973
货币资金的期初余额	2457	14081	22449	35720
货币资金的期末余额	14081	22449	35720	47692
企业自由现金流	2651	(7904)	(9776)	3957
权益自由现金流	2920	8315	13309	12048

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

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

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