

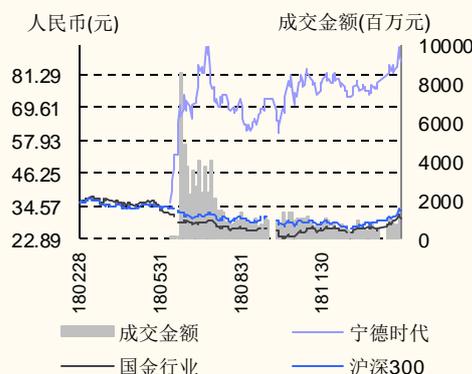
## 宁德时代 (300750.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 86.05 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	217.24
总市值 (百万元)	188,881.25
年内股价最高最低 (元)	91.77/36.20
沪深 300 指数	3678.39



## 业绩符合预期，三元和磷酸铁锂电池龙头打入日本国际市场

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	4.650	1.983	1.730	2.318	2.834
每股净资产 (元)	25.25	12.63	15.61	17.77	20.42
每股经营性现金流 (元)	3.44	1.20	6.15	1.59	7.16
市盈率 (倍)	0.00	0.00	45.27	31.83	26.04
净利润增长率 (%)	206.43%	35.98%	-7.72%	42.20%	22.26%
净资产收益率 (%)	18.41%	15.70%	10.45%	13.04%	13.88%
总股本 (百万股)	613.32	1,955.19	2,195.02	2,195.02	2,195.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 宁德时代 2018 年度实现归母净利润 35.79 亿元, EPS 1.73 元, 同比下降 13.93%, 其中扣非归母净利润为 31.11 亿元, 同比增长 30.95%, 业绩基本符合预期。公司归母净利润同比下滑主要受去年同期股权转让影响。

## 经营分析

- 2018 年 Q4 净利润环比下滑或主要受收入确认时间和费率提升的影响。公司 2018 年 Q4 实现装机、营业收入、扣非归母净利润分别为 11.7GWh、104.8 亿、11.3 亿元, 环比分别增长 121%、7%、-13%。我们认为, 营收环比增速低于装机量可能因为公司部分产品收入尚未确认, 扣非归母净利润环比增速低于装机量、营收可能因为部分产品收入尚未确认、Q4 确认销售和管理费用率等有所提升。
- 公司为三元电池龙头, 亦为磷酸铁锂电池领域龙头。2018 年公司乘用车三元电池出货约 11.9GWh, 市占率为 43.3%, 远超第二名比亚迪的 25.3%, 为三元电池领域的龙头公司。2019 年预期补贴退坡幅度较高, 磷酸铁锂经济性得到提升, 低续航车型存在切换磷酸铁锂电池需求。公司 2018 年磷酸铁锂电池装机 10.39GWh, 市占率为 48.2%, 亦为磷酸铁锂领域龙头, 同样远超第二名比亚迪的 20.7%。因此, 即使部分车型短期内电池技术路线切换, 公司也无风险。
- 率先量产方形 811 电池, 推动公司技术及成本优势进一步扩大。公司预计 2019 年上半年率先量产方形 811 电池。我们认为与三元 523 相比, 811 电池 PACK 级别能量密度可提升 15%-20%, 成本可下降 16% 以上。公司技术及成本优势或进一步加大。
- 供货本田全球市场, 更能印证实力。继打入欧洲市场后, 公司公布保证向本田全球量产车型供货锂离子电池 56GWh。日本为锂电池技术发源地, 曾孕育出松下、索尼、AESC 等众多知名国际锂电龙头。本田全球市场选择宁德时代可从侧面证明其电池技术、成本等确实存在领先之处。

## 盈利调整与投资建议

- 维持公司 2019/2020 年 50.9/62.2 亿预测净利润和“买入”评级不变。

## 风险提示

- 补贴退坡超预期; 动力电池价格降幅超预期; 解禁带来股价阶段性波动。

## 相关报告

1. 《亮剑 811 电池, 笑迎华山之巅-宁德时代 (300750.SZ) ...》, 2019.1.27

柴明

联系人  
chaiming@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,703</b>	<b>14,879</b>	<b>19,997</b>	<b>29,611</b>	<b>39,848</b>	<b>52,614</b>	货币资金	1,293	2,457	14,081	26,193	20,455	27,937
增长率		160.9%	34.4%	48.1%	34.6%	32.0%	应收款项	2,872	8,070	12,467	15,765	18,613	26,406
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,499</b>	<b>-8,377</b>	<b>-12,740</b>	<b>-20,447</b>	<b>-27,729</b>	<b>-37,769</b>	存货	1,042	1,360	3,418	4,123	5,652	7,699
%销售收入	61.4%	56.3%	63.7%	69.1%	69.6%	71.8%	其他流动资产	298	9,875	3,067	3,023	3,122	3,288
<b>毛利</b>	<b>2,204</b>	<b>6,502</b>	<b>7,257</b>	<b>9,165</b>	<b>12,119</b>	<b>14,845</b>	流动资产	5,504	21,761	33,033	49,105	47,842	65,329
%销售收入	38.6%	43.7%	36.3%	31.0%	30.4%	28.2%	%总资产	63.5%	76.1%	66.5%	69.4%	63.0%	67.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-40</b>	<b>-109</b>	<b>-96</b>	<b>-188</b>	<b>-246</b>	<b>-304</b>	长期投资	5	313	2,752	2,856	2,856	2,856
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,788	4,954	11,194	14,885	20,041	22,245
<b>营业费用</b>	<b>-331</b>	<b>-632</b>	<b>-796</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,696</b>	<b>-2,201</b>	%总资产	20.6%	17.3%	22.5%	21.0%	26.4%	22.9%
%销售收入	5.8%	4.2%	4.0%	4.3%	4.3%	4.2%	无形资产	609	736	1,648	2,641	3,658	4,699
<b>管理费用</b>	<b>-621</b>	<b>-2,152</b>	<b>-2,956</b>	<b>-3,425</b>	<b>-3,813</b>	<b>-4,218</b>	非流动资产	3,168	6,827	16,630	21,662	28,097	31,667
%销售收入	10.9%	14.5%	14.8%	11.6%	9.6%	8.0%	%总资产	36.5%	23.9%	33.5%	30.6%	37.0%	32.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,213</b>	<b>3,609</b>	<b>3,409</b>	<b>4,269</b>	<b>6,364</b>	<b>8,122</b>	<b>资产总计</b>	<b>8,673</b>	<b>28,588</b>	<b>49,663</b>	<b>70,767</b>	<b>75,939</b>	<b>96,996</b>
%销售收入	21.3%	24.3%	17.0%	14.4%	16.0%	15.4%	短期借款	1,899	1,467	2,610	1,361	1,735	883
<b>财务费用</b>	<b>-109</b>	<b>-80</b>	<b>-42</b>	<b>150</b>	<b>102</b>	<b>150</b>	应付款项	2,995	8,015	14,311	24,451	23,383	36,438
%销售收入	1.9%	0.5%	0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	455	700	969	1,113	1,495	1,963
<b>资产减值损失</b>	<b>-59</b>	<b>-234</b>	<b>-245</b>	<b>-480</b>	<b>-163</b>	<b>-234</b>	流动负债	5,349	10,183	17,890	26,925	26,614	39,284
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	302	2,129	4,129	4,170	4,212
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>76</b>	<b>1,344</b>	<b>67</b>	<b>125</b>	<b>362</b>	其他长期负债	1,825	2,312	3,173	3,450	3,395	4,714
%税前利润	0.1%	2.2%	27.7%	1.5%	1.9%	4.2%	<b>负债</b>	<b>7,175</b>	<b>12,797</b>	<b>23,192</b>	<b>34,504</b>	<b>34,179</b>	<b>48,210</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,046</b>	<b>3,212</b>	<b>4,832</b>	<b>4,478</b>	<b>6,749</b>	<b>8,615</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,254</b>	<b>15,489</b>	<b>24,701</b>	<b>34,253</b>	<b>39,013</b>	<b>44,814</b>
营业利润率	18.3%	21.6%	24.2%	15.1%	16.9%	16.4%	少数股东权益	245	302	1,770	2,010	2,747	3,972
<b>营业外收支</b>	<b>54</b>	<b>188</b>	<b>16</b>	<b>-50</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,673</b>	<b>28,588</b>	<b>49,663</b>	<b>70,767</b>	<b>75,939</b>	<b>96,996</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,100</b>	<b>3,400</b>	<b>4,848</b>	<b>4,427</b>	<b>6,759</b>	<b>8,626</b>							
利润率	19.3%	22.9%	24.2%	15.0%	17.0%	16.4%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-149</b>	<b>-482</b>	<b>-654</b>	<b>-609</b>	<b>-933</b>	<b>-1,180</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	13.6%	14.2%	13.5%	13.7%	13.8%	13.7%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>951</b>	<b>2,918</b>	<b>4,194</b>	<b>3,819</b>	<b>5,826</b>	<b>7,446</b>	每股收益	1.978	4.650	1.983	1.730	2.318	2.834
少数股东损益	20	67	316	240	737	1,224	每股净资产	2.664	25.254	12.634	15.605	17.773	20.416
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>931</b>	<b>2,852</b>	<b>3,878</b>	<b>3,579</b>	<b>5,089</b>	<b>6,221</b>	每股经营现金净流	1.412	3.439	1.197	6.150	1.592	7.155
净利率	16.3%	19.2%	19.4%	12.1%	12.8%	11.8%	每股股利	0.148	0.007	0.134	0.112	0.150	0.191
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	74.23%	18.41%	15.70%	10.45%	13.04%	13.88%
							总资产收益率	10.73%	9.98%	7.81%	5.06%	6.70%	6.41%
							投入资本收益率	30.57%	17.61%	9.43%	8.80%	11.49%	12.99%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	557.93%	160.90%	34.40%	48.08%	34.57%	32.04%
							EBIT增长率	4320.48%	197.60%	-5.54%	25.23%	49.10%	27.61%
							净利润增长率	1609.94%	206.43%	35.98%	-7.72%	42.20%	22.26%
							总资产增长率	201.66%	229.63%	73.72%	42.49%	7.31%	27.73%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	88.5	119.1	129.9	150.0	133.0	137.6
							存货周转天数	70.6	52.3	68.4	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	96.9	101.2	116.8	150.0	100.0	122.3
							固定资产周转天数	84.0	91.4	150.0	114.1	98.2	71.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	40.46%	-4.35%	-35.34%	-57.13%	-34.87%	-46.85%
							EBIT利息保障倍数	11.1	44.9	80.8	-28.4	-62.4	-54.2
							资产负债率	82.72%	44.76%	46.70%	48.76%	45.01%	49.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	16	32	43	83
增持	0	6	10	11	29
中性	0	0	0	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.24	1.30	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-27	买入	77.44	83.55~83.55

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH