

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50586980

业绩略超预期, 长期关注动力龙头

——宁德时代(300750)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2019-08-23)

收盘价(元)	73.90
一年内最高/最低(元)	95.16/59.51
沪深300指数	3820.86
市净率(倍)	4.92
流通市值(亿元)	884.62

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	15.76
每股经营现金流(元)	3.32
毛利率(%)	29.79
净资产收益率-摊薄(%)	6.08
资产负债率(%)	57.65
总股本/流通股(万股)	219501.74/119705.62
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: 业绩总体符合预期 动力龙头 19年恢复增长》 2019-01-30
- 《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: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

发布日期: 2019年08月26日

事件: 8月23日, 公司公布2019年半年度报告。

投资要点:

- **公司业绩略超预期。**2019年上半年, 公司实现营收202.64亿元, 同比增长116.50%; 营业利润28.13亿元, 同比增长131.33%; 净利润21.02亿元, 同比增长130.79%; 扣非后净利润18.19亿元, 同比增长160.82%; 经营活动产生的现金流净额72.76亿元, 同比增长560.69%; 基本每股收益0.97元, 加权平均净资产收益率6.15%。19年上半年, 公司对相关资产计提减值准备6.49亿元, 同时转回与转销3.09亿元, 合计对利润总额影响3.40亿元。19年上半年, 公司业绩略超预期, 业绩高增长主要系各细分产品销量增长, 且财务费用显著降低: 19年上半年财务费用为-4.28亿元, 而18年上半年为-2298万元, 主要系公司货币资金及现金管理规模增长。
- **19年我国新能源汽车将持续高增长。**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; 19年1-7月合计销量70.79万辆, 同比增长43.72%, 合计占比5.01%, 占比持续提升。值得注意的是, 受补贴下滑影响, 19年7月销量不及预期, 考虑行业趋势及新能源汽车性价比持续提升, 预计19年全年仍将增长。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, 同比增长57.0%; 19年上半年装机30.0GWh, 同比增长93.1%, 装机增速高于新能源汽车销量增速, 其中乘用车装机占比74.42%, 预计19年全年动力电池需求仍将高增长。
- **公司动力电池业绩持续高增长。**公司主营产品为动力电池系统, 近年其营收持续高增长, 由14年的7.2亿元增至18年的145.15亿元, 且营收占比均维持在80%以上。19年上半年, 公司动力电池装机量为13.8GWh, 国内市场占比高达46%; 对应动力电池系统营收168.92亿元, 同比大幅增长135.01%, 营收占比83.36%, 业绩增长主要原因: 一方面受益于我国新能源汽车持续高增长带动动力电池需求增长; 二是公司在动力电池领域的行业地位, 17-18年连续稳居行业龙头。19年上半年工信部公布新能源车型有效目录共2300余款车型, 其中公司配套动力电池车型占比约39%, 为配套车型最多的动力电池厂商。公司具备显著的规模优势, 在成本控制、下游客户方面优势显著, 伴随我国新能源汽车行业增长, 预计公司动力电池系统业绩仍将高增长。
- **公司锂电池材料业绩高增长。**19年上半年, 公司锂电池营收23.09亿

元，同比增长 32.14%，在公司营收中占比 11.39%，营收增长主要系产能释放及市场需求旺盛。19 年上半年，公司进一步加大锂电材料回收及生产领域布局，并与格林美和青山集团等公司在印尼设立湿法镍冶炼厂，预计下半年仍将延续高增长。

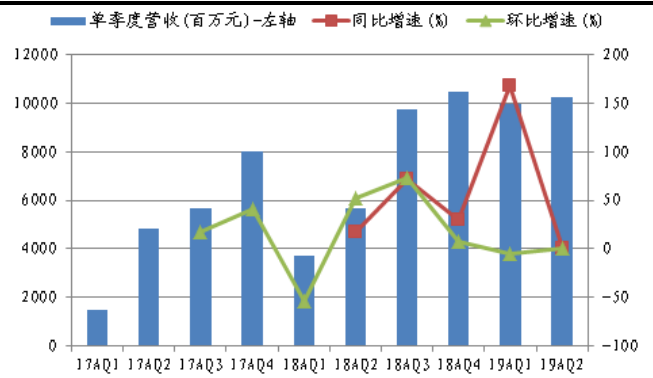
- **公司盈利能力回落，预计 19 年全年将承压。**19 年上半年，公司销售毛利率 29.79%，同比回落 1.49%。分产品盈利显示：动力电池系统销售毛利率为 28.88%，同比回落 3.79 个百分点，主要系行业竞争加剧及补贴下滑致下游降本压力传导至上游企业所致，但与可比公司相比，公司动力电池系统盈利仍位于较高水平；锂电池材料为 24.81%，同比提升 2.82 个百分点。公司长期注重研发投入，18 年研发投入 19.91 亿元，在营收中占比 6.72%，且研发人员数量占比 16.95%；19 年上半年研发投入 14.13 亿元，占比 6.97%；截止 19 年 6 月底：公司及其子公司共拥有 1909 项境内专利及 59 项境外专利，正在申请的境内外专利合计 2571 项。考虑补贴下调导致整车降本压力较大，结合行业竞争格局，预计 19 年全年公司盈利能力将承压。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2019-2020 年全面摊薄后的 EPS 分别为 1.98 元、2.46 元，按 8 月 23 日按 73.90 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 37.2 倍和 30.0 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。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,997	29,611	42,692	55,712	69,690
增长比率(%)	34.4	48.1	44.2	30.5	25.1
净利润(百万元)	3,878	3,387	4,355	5,398	6,552
增长比率(%)	36.0	-12.7	28.6	23.9	21.4
每股收益(元)	1.77	1.54	1.98	2.46	2.99
市盈率(倍)	41.8	47.9	37.2	30.0	24.8

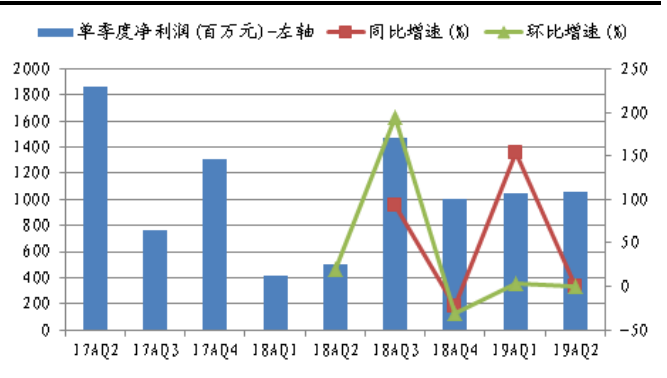
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2017-19 年公司单季度营收及增速



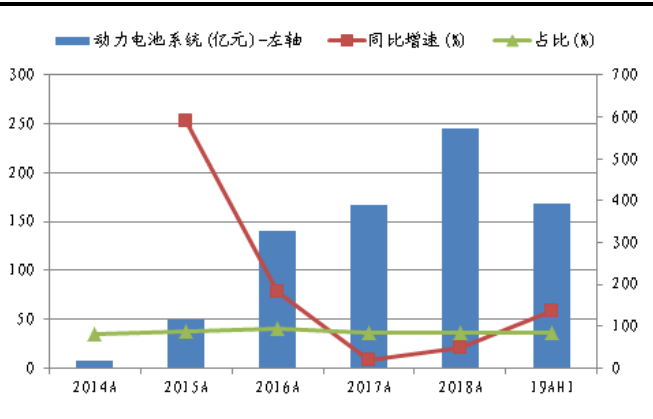
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 2: 2017-19 年公司单季度净利润及增速



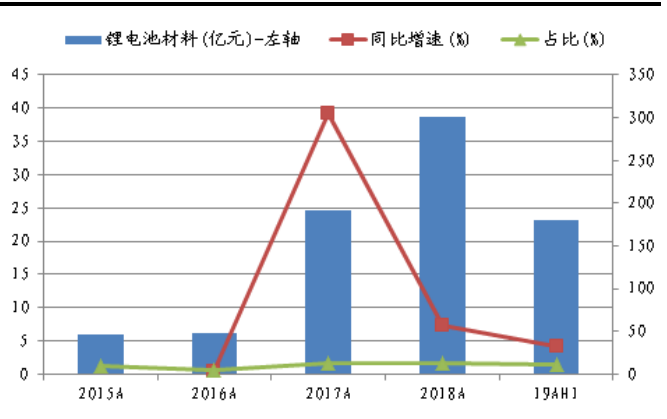
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 3: 2014-19 年公司动力电池系统营收、增速及占比



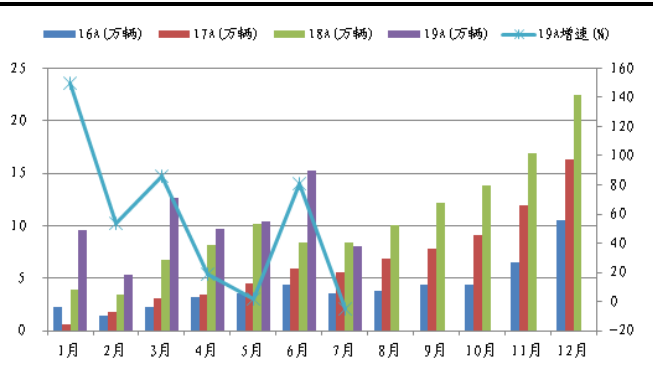
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 4: 2015-19 年公司锂电池材料营收、增速及占比



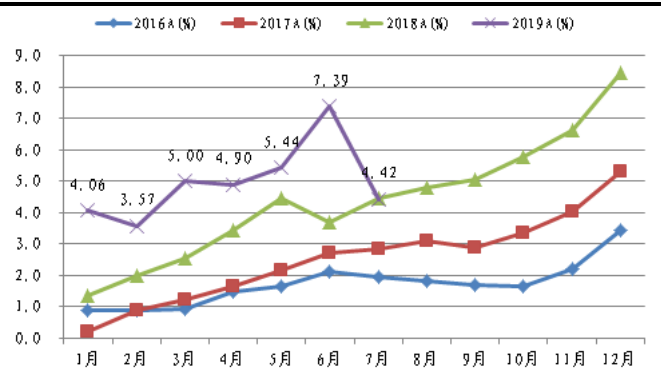
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 5: 2016-19 我国新能源汽车月度销量及增速



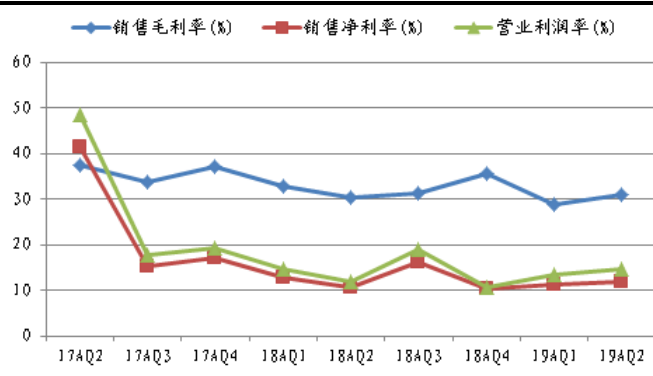
资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 6: 2016-19 我国新能源汽车月度销量占比



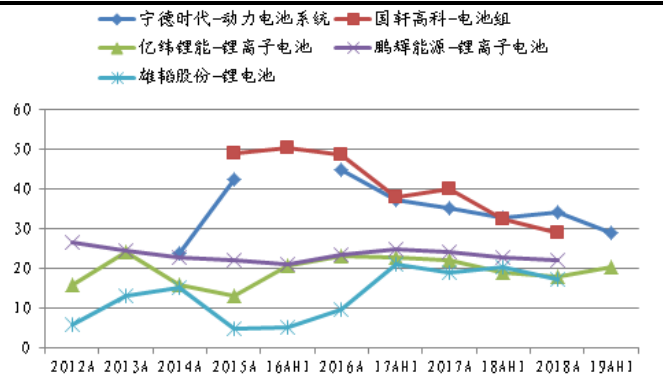
资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 7: 2017-19 年公司单季度盈利能力



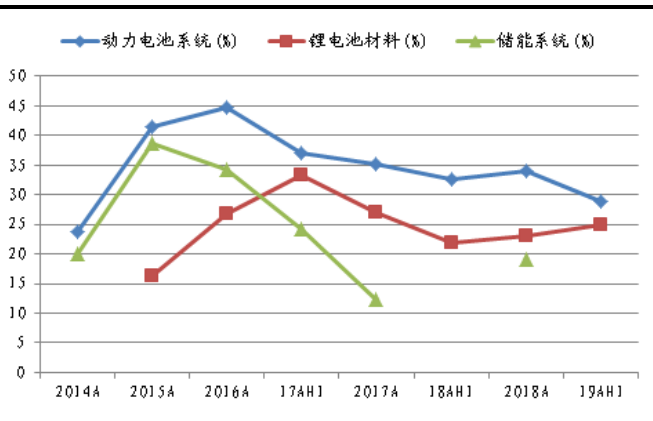
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2012-19 年锂电池销售毛利率(%)对比



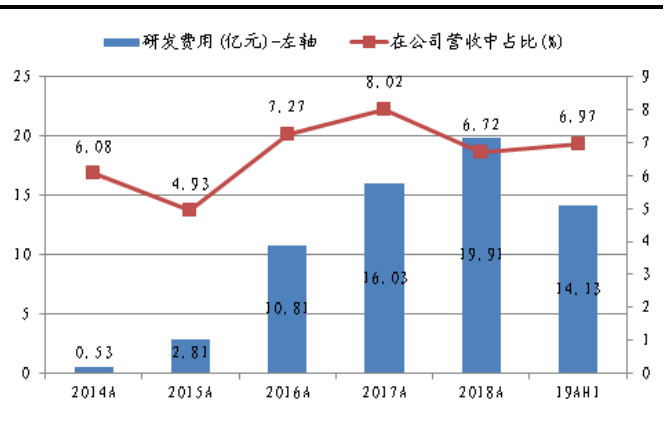
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 2014-19 年公司分产品盈利能力



资料来源: Wind, 中原证券, 公司公告

图 10: 2014-2019 年公司研发费用及占比



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	33033	53911	62637	74785	88655
现金	14081	27731	25841	30235	32118
应收票据及应收账款	12377	15968	24898	28430	38279
其他应收款	143	682	507	1045	897
预付账款	306	865	823	1379	1375
存货	3418	7076	8978	12105	14397
其他流动资产	2709	1590	1590	1590	1590
非流动资产	16630	19972	24266	27767	31258
长期投资	791	965	1129	1292	1447
固定资产	8219	11575	14591	17218	19884
无形资产	1409	1346	1521	1687	1838
其他非流动资产	6210	6086	7025	7570	8089
资产总计	49663	73884	86903	102552	119913
流动负债	17890	31085	40235	50710	61628
短期借款	2245	1180	1180	1180	1180
应付票据及应付账款	13791	18898	31113	34565	47992
其他流动负债	1854	11007	7942	14965	12456
非流动负债	5302	7599	7180	6682	6171
长期借款	2129	3491	3072	2575	2064
其他非流动负债	3173	4108	4108	4108	4108
负债合计	23192	38684	47415	57392	67800
少数股东权益	1770	2262	2506	2858	3357
股本	1955	2195	2195	2195	2195
资本公积	15355	21373	21373	21373	21373
留存收益	7143	10501	14733	20023	26629
归属母公司股东权益	24701	32938	36982	42302	48757
负债和股东权益	49663	73884	86903	102552	119913

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2341	11316	4466	10193	8298
净利润	4194	3736	4600	5750	7051
折旧摊销	1381	2304	1889	2516	3202
财务费用	42	-280	-620	-671	-780
投资损失	-1344	-184	-176	-154	-147
营运资金变动	-2203	4337	-1305	2654	-1150
其他经营现金流	271	1404	79	98	123
投资活动现金流	-7636	-19488	-6085	-5962	-6669
资本支出	7180	6629	4130	3338	3336
长期投资	-1218	-187	-164	-163	-155
其他投资现金流	-1673	-13045	-2118	-2787	-3488
筹资活动现金流	8933	7043	-272	163	253
短期借款	1019	-1065	0	0	0
长期借款	1827	1362	-419	-497	-511
普通股增加	1342	240	0	0	0
资本公积增加	3746	6018	0	0	0
其他筹资现金流	999	488	147	661	764
现金净增加额	3624	-1101	-1891	4395	1883

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19997	29611	42692	55712	69690
营业成本	12740	19902	30448	39987	50263
营业税金及附加	96	171	239	306	376
营业费用	796	1379	1725	2178	2683
管理费用	2956	1591	2263	2897	3485
研发费用	0	1991	2775	3566	4425
财务费用	42	-280	-620	-671	-780
资产减值损失	245	975	1494	1783	2160
其他收益	444	508	635	670	780
公允价值变动收益	0	-314	-79	-98	-123
投资净收益	1344	184	176	154	147
资产处置收益	-78	-92	0	0	0
营业利润	4832	4168	5100	6392	7882
营业外收入	19	62	85	89	64
营业外支出	3	26	12	10	13
利润总额	4848	4205	5174	6471	7933
所得税	654	469	574	721	882
净利润	4194	3736	4600	5750	7051
少数股东损益	316	349	244	352	499
归属母公司净利润	3878	3387	4355	5398	6552
EBITDA	6083	5979	6439	8310	10348
EPS (元)	1.77	1.54	1.98	2.46	2.99

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	34.4	48.1	44.2	30.5	25.1
营业利润 (%)	50.4	-13.7	22.4	25.3	23.3
归属母公司净利润 (%)	36.0	-12.7	28.6	23.9	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	36.3	32.8	28.7	28.2	27.9
净利率 (%)	19.4	11.4	10.2	9.7	9.4
ROE (%)	15.8	10.6	11.6	12.7	13.5
ROIC	13.2	8.1	9.3	10.6	11.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.7	52.4	54.6	56.0	56.5
净负债比率 (%)	-30.3	-58.5	-48.8	-53.3	-50.7
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
速动比率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.77	1.54	1.98	2.46	2.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.04	5.33	2.04	4.64	3.78
每股净资产 (最新摊薄)	11.26	15.01	16.85	19.28	22.22
估值比率					
P/E	41.8	47.9	37.2	30.0	24.8
P/B	6.6	4.9	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	25.6	24.1	22.6	17.0	13.4

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。