

动力电池毛利率下滑，不改综合盈利能力改善

——宁德时代 (300750) 半年报点评报告

买入 (维持)

日期: 2019年08月26日

事件:

8月24日, 宁德时代公布19H1业绩, 营业收入202.63亿元, 同比增长116.5%, 归母净利润21.02亿元, 同比增长130.79%, 扣非净利润18.19亿元, 同比增长160.82%, 符合预期。经营活动现金流72.76亿元, 同比增长560.69%, 超出预期。

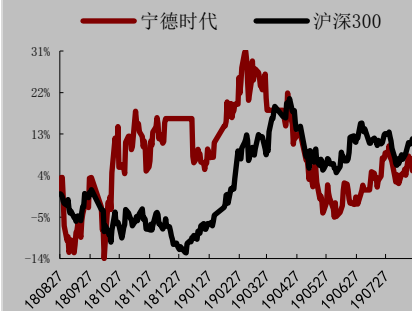
投资要点:

- **动力电池装机量13.8GWh, 市占率46.0%, 毛利率同比下降3.79pct。**根据合格证数据, 19H1公司装机13.8GWh, 市占率46.0%, 与GGII数据比较吻合。对比18H1公司市场占有率38%, 同比增加8个百分点。19H1电池系统收入168.9亿元, 考虑18年底未确认收入的2.1GWh出货量, 19H1确认收入出货量为15.9GWh, 不含税单价为1.06元/Wh, 较18年1.15元均价下降7.8%。动力电池系统毛利率28.88%, 同比下降3.79pct。
- **锂电池材料销售收入为23.09亿元, 同比增长32.14%。**从盈利能力来看, 锂电池材料毛利率为24.81%, 同比上升2.82pct。子公司湖南邦普19H1实现营收27.2亿元, 同比增长39.2%, 净利润3.26亿元, 同比增长24.8%。
- **公司现金充沛, 财务费用持续为负, 持续加强研发保证行业领先优势, 规模优势下费用率同比下降4.59pct:**公司在手现金325.56亿元, 19H1财务费用-4.28亿元。持续加强费用管控, 19H1公司三费合计28.51亿元, 同比增长63.28%, 费用率为14.07%, 同比下降4.59pct。管理费用(含研发)24.75亿元, 同比增长87.46%, 其中研发费用14.13亿元, 占营收比例为6.97%; 优异的费用控制能力可以部分抵消毛利率下滑带来的影响。
- **上下游议价能力突出, 龙头效应突出:**公司经营活动现金流为72.76亿元, 同比增长560.69%, 远超21.02亿元的归母净利润, 19Q2预收账款进一步增加至75亿元, 较Q1增加51%, 19Q2预付账款为10.30亿元, 较Q1下降1.23亿元, 话语权进一步增强。

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	瑞庭投资/26.04%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,194.44
流通A股(百万股)	1,197.06
收盘价(元)	73.90
总市值(亿元)	1,621.69
流通A股市值(亿元)	884.62

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019年08月26日

相关研究

万联证券研究所 20190714_宁德时代 19H1 业绩预告点评_AAA_市占率持续提高, 净利润率环比略有下滑

万联证券研究所 20190612_宁德时代首次覆盖_AAA_技术与成本优势, 打造全球动力电池龙头

分析师: **王思敏**

执业证书编号: S0270518060001

电话: 010-56508505

邮箱: wangsm@wlzq.com.cn

研究助理: **江维**

电话: 010-56508507

邮箱: jiangwei@wlzq.com

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	199.97	296.11	435.38	568.87
增长比率(%)	34.40	48.08	47.03%	30.66%
净利润(亿元)	38.78	33.87	46.64	59.09
增长比率(%)	35.98	-12.66	37.70%	26.70%
每股收益(元)	0.00	1.64	2.13	2.69
市盈率(倍)		47.83	34.78	27.45

数据来源: WIND, 万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司19H1市占率提升至46%，我们上调公司盈利预测，预计2019-2020年营业收入435.38、568.87亿元，归母净利润分别为46.64/59.09亿元，EPS分别为2.13/2.69元/股。19/20年PE分别为34.78/27.45，考虑动力电池行业长期成长性和公司超级龙头地位，预期市场占有率继续提高，给予2020年35倍PE，目标价94.3元，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；新产品和新技术开发风险；毛利率下降风险。

万联证券

公司营业收入维持较快增长。19H1 营业收入 202.63 亿元，同比增长 116.5%，其中 Q2 营收为 102.82 亿元，Q1 为 99.82 亿元。

Q2 综合毛利率和净利率水平较 Q1 得到改善。从盈利能力来看，二季度公司毛利率为 30.84%，同比增加 0.53 pct，环比提升 2.13pct，得益于产能利用率提升。Q2 净利率为 11.96%，同比增长 1.33pct，环比提升 0.77pct。我们认为一方面是规模效应显著，另一方面是公司管理改善导致三费占比降低。

图表 1：公司分季度业绩情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入（亿元）	37.12	56.48	97.76	104.75	99.82	102.82
净利润（亿元）	4.69	6.01	15.72	10.94	11.17	12.30
ROE (%)	1.66	1.78	4.65	3.09	3.12	3.07
扣非后 ROE (%)	1.08	1.53	4.08	3.50	2.73	2.62
ROA (%)	0.96	1.16	2.64	1.59	1.41	1.41
销售毛利率 (%)	32.76	30.31	31.27	35.55	28.71	30.84
销售净利率 (%)	12.64	10.63	16.08	10.44	11.19	11.96

资料来源：wind，万联证券研究所

动力电池系统 19H1 销售收入 168.9 亿元，同比增长 135.01%，从分季度装机电量情况来看，按照 GGII 口径，Q1 装机量 5.49GWh，Q2 装机量 8.14GWh，环比增加 48.2%，19H1 合计 13.63GWh，与公司半年报中 19H1 出货量 13.8GWh 基本吻合。从盈利能力来看，动力电池系统毛利率为 28.9%，同比下降 3.8pct。主要原因是动力电池系统单价下降，考虑 18 年底未确认收入的 2.1GWh 出货量，19H1 确认收入出货量为 15.9GWh，不含税单价为 1.06 元/Wh，较 18 年 1.15 元均价下降 7.8%。而动力电池系统 19H1 毛利率为 28.9%，较 18 年全年 34.1% 的毛利率下降 5.2pct。

锂电池材料销售收入为 23.09 亿元，同比增长 32.14%。从盈利能力来看，锂电池材料毛利率为 24.81%，同比上升 2.82pct。子公司湖南邦普 19H1 实现营收 27.2 亿元，同比增长 39.2%，净利润 3.26 亿元，同比增长 24.8%。同时，公司积极投资建设福鼎 10 万吨三元正极项目（含前驱体），并与格林美和青山集团等合作在印尼设立湿法镍冶炼厂。

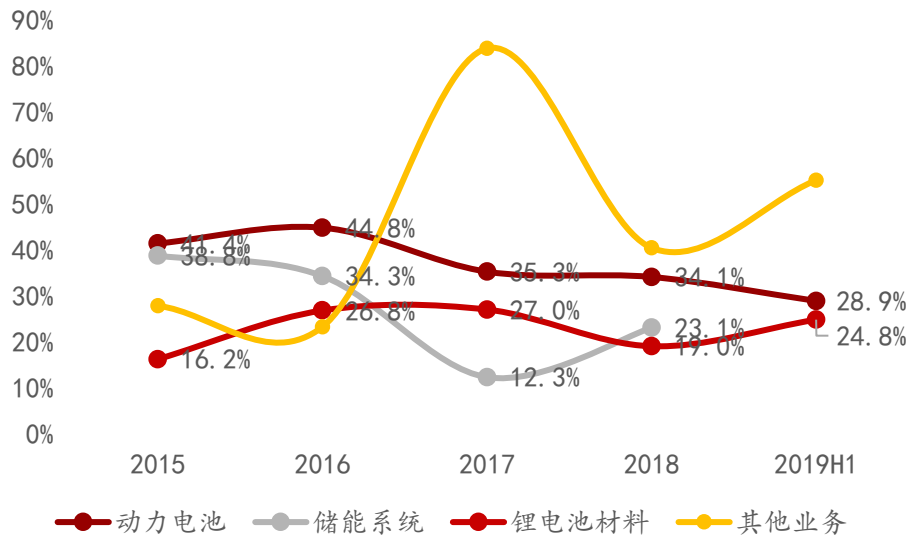
图表 2：公司 19H1 装机电量情况

电池厂商	指标	1月	2月	3月	4月	5月	6月
宁德时代	装机电量（GWh）	2.17	1.02	2.30	2.56	2.38	3.20
	市占率	43.60%	56.50%	45.10%	47.30%	42.00%	48.46%

资料来源：GGII，万联证券研究所

储能系统销售收入为 2.40 亿元，同比增长 369.55%。公司其他业务 19H1 收入 10.6 亿元，且毛利率为 55%，为公司贡献 5.9 亿毛利，占公司毛利率比重为 10% 左右。其中，储能业务收入为 2.4 亿元，同比大增 369.55%，其他业务贡献 8.2 亿元收入。

图表 3: 分业务毛利率情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

规模效应显著,三费比例环比下降。19H1 公司三费合计 28.51 亿元,同比增长 63.28%,费用率为 14.07%,同比下降 4.59pct。其中, Q1 三费为 15.6 亿元,费用率为 15.7%; Q2 三费为 12.9 亿元,费用率为 12.5%, Q2 费用率下降 3.2pct,但减值损失扩大。其中销售费用 8.04 亿元,同比增长 79.16%,销售费用率 3.97%,其中售后综合服务费用为 5.1 亿元,期末预计负债—售后综合服务费余额为 20.7 亿元;管理费用(含研发) 24.75 亿元,同比增长 87.46%,其中研发费用 14.13 亿元,研发费用占营收比例为 6.97%;财务费用-4.28 亿元。19H1 资产减值损失计提 4.22 亿元,同比增长 104%,其中 Q2 减值损失环比增加 3.5 亿元。19H1 减值损失中,包含存货跌价损失 3.19 亿元和长期股权投资减值损失 1.02 亿元。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	53911	56198	69269	84961	营业收入	29611	43538	56887	71192
货币资金	27731	25957	29092	35008	营业成本	19902	31145	40873	51608
应收及预付	16832	21370	28599	35611	营业税金及附加	171	249	318	403
存货	7076	6796	9328	11911	销售费用	1379	1742	2275	2848
其他流动资产	2272	2074	2250	2432	管理费用	1591	2177	2844	3560
非流动资产	19972	26722	32222	36472	财务费用	(280)	(788)	(800)	(928)
长期股权投资	965	965	965	965	研发费用	1991	3048	3982	4983
固定资产	11575	15325	17825	19075	资产减值损失	975	204	68	66
在建工程	1624	4624	7624	10624	公允价值变动收益	(314)	0	0	0
无形资产	1346	1346	1346	1346	投资净收益	184	0	0	0
其他长期资产	4462	4462	4462	4462	营业利润	4168	5762	7326	8653
资产总计	73884	82920	101491	121433	营业外收入	62	0	0	0
流动负债	31085	35050	47500	60147	营业外支出	26	0	0	0
短期借款	1180	0	0	0	利润总额	4205	5762	7326	8653
应付及预收	23893	28477	38868	49271	所得税	469	716	893	1047
其他流动负债	6012	6574	8632	10876	净利润	3736	5045	6434	7606
非流动负债	7599	7599	7599	7599	少数股东损益	349	382	524	620
长期借款	3491	3491	3491	3491	归属母公司净利润	3387	4664	5909	6986
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	20.37	21.93	15.16	11.43
其他非流动负债	4108	4108	4108	4108	EPS (元)	1.54	2.13	2.69	3.18
负债合计	38684	42649	55099	67746	主要财务比率				
股本	2195	2195	2195	2195	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	21373	21373	21373	21373	成长能力				
留存收益	11565	16254	21852	28527	营业收入	48.08%	47.03%	30.66%	25.15%
归属母公司股东权	32938	37627	43225	49900	营业利润	-13.73%	38.23%	27.15%	18.11%
少数股东权益	2262	2643	3168	3788	归属于母公司净利	-12.66%	37.70%	26.70%	18.22%
负债和股东权益	73884	82920	101491	121433	获利能力				
					毛利率	32.79%	28.46%	28.15%	27.51%
					净利率	14.20%	13.23%	12.88%	12.15%
					ROE	10.28%	12.39%	13.67%	14.00%
					ROIC	34.27%	25.86%	28.22%	31.28%
					偿债能力				
					资产负债率	52.36%	51.43%	54.29%	55.79%
					净负债比率	109.90%	105.91%	118.77%	126.19%
					流动比率	1.73	1.60	1.46	1.41
					速动比率	1.48	1.38	1.23	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.56	0.62	0.64
					应收账款周转率	2.09	2.14	2.09	2.11
					存货周转率	3.79	4.58	4.38	4.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.54	2.13	2.69	3.18
					每股经营现金流	5.16	3.36	5.22	6.48
					每股净资产	15.01	17.14	19.69	22.73
					估值比率				
					P/E	47.83	34.78	27.45	23.22
					P/B	4.92	4.31	3.75	3.25
					EV/EBITDA	20.37	21.93	15.16	11.43

数据来源: wind, 万联证券研究所

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场