

市占率大幅提升，业绩略好于预期  
买入 (维持)

2019年10月15日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29,611	40,761	52,197	67,215
同比 (%)	48%	38%	28%	29%
归母净利润 (百万元)	3,387	4,410	5,439	6,859
同比 (%)	-13%	30%	23%	26%
每股收益 (元/股)	1.53	2.00	2.46	3.11
P/E (倍)	46.20	35.48	28.77	22.81

投资要点

- **Q3 净利润环比增 11-39%，略好于预期：**公司预告 Q3 归母净利润 11.74-14.68 亿，同比下滑 0-20%，环比增加 11%-39%。19Q3 扣非净利润为 10.3-12.88 亿元，同比下滑 0%-20%。1-3Q 净利润 30.92-35.68 亿，同比增长 30%-50%，扣非归母净利润 27.79-31.76 亿元，同比增长 40%-60%。
- **19Q3 出货预计为 8-8.5gwh 左右，环比持平：**根据高工数据，19 年 Q1-Q3 公司装机电量为 5.5、8.1、7.78gwh，Q3 同比增 47%，环比下滑 4.4%，19Q1-3 累计装机电量 21.43gwh，同比增长 81%。出货方面我们判断，19Q3 出货量约 8-8.5gwh，同环比微增；产量方面，7、8 月减产，9 月恢复，预计 Q3 产量 7.2gwh；我们预计 10 月公司排产进一步增加至 3.4gwh 为 Q4 抢装备货，全年出货量预计 33gwh，同比增 55-60%。
- **Q3 铁锂电池份额提升明显，盈利略好于三元：**19Q1、Q2、Q3 公司三元装机电量分别为 4.23、5.97、4.87gwh，分别占比为 77%、73%、63%；铁锂分别为 1.3、2.2、2.9gwh，占比分别为 23%、27%、37%，铁锂份额不断提升，主要因为 7 月份大巴车抢装以及低续航车型占比提升。由于铁锂成本较低，我们预计铁锂毛利率略好于三元。
- **Q3 市占率大幅提升，超越行业增速。**公司 Q3 行业整体装机电量 12.3gwh，环比下滑 31%，同比下滑 7%，而宁德时代份额提升，增速超过行业，同比大增 47%，环比基本持平。三季度宁德市占率为 63.3%，较上半年提升 18pct，前 3 季度公司市占率 50.6%，其中铁锂市占率 53.7%，三元 49.7%。从装机电量角度看，19 年前三季度公司前五大客户为，北汽 (4.6gwh，占公司装机电量比重 21.5%)，宇通 (2.51gwh，占 12%)，吉利 (1.93gwh，占 9%)，上汽 (1.88gwh，占 8.8%)，广汽 (1.21gwh，占 5.6%)。19Q3 由于吉利、上汽减产明显，山西新能源、湖南中车等客车客户占比提升。
- **Q3 价格环比小幅下降：**上半年动力电池价格基本稳定，三季度环比预计下降 5-10%左右。我们预计 q3 公司三元 PACK1.2 元/wh，三元电池模组价格 0.95 元/wh，铁锂 Pack 价格 1.1 元/wh 左右，仍高于行业平均。
- **此外，我们预计 Q3 为公司费用低点，或对业绩提升有助力。**18 年 Q1-Q4 公司期间费率为 19%、18%、11%、19%，Q3 为费用低点。19 年 Q1-Q2 公司期间费率为 16%、13%，预计 Q3 费率还将略微下降。
- **盈利预测与投资评级：**2019-21 年预计归母净利 44.1/54.4/68.6 亿，同比增长 30%/23%/26%，EPS 为 2.00/2.46/3.11 元，对应 PE 为 35x/29x/23x，考虑到公司为动力电池龙头，客户开发进展顺利，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 86 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	70.85
一年最低/最高价	64.00/95.16
市净率 (倍)	4.57
流通 A 股市值 (百万元)	85203.47

基础数据

每股净资产 (元)	15.50
资产负债率 (%)	56.01
总股本 (百万股)	2208.40
流通 A 股 (百万股)	1202.59

相关研究

- 1、《宁德时代 (300750) 中报点评：业绩靓丽，龙头风范》2019-08-25
- 2、《宁德时代 (300750) 中报预告点评：中报预告：龙头业绩高速增长，符合预期》2019-07-14
- 3、《宁德时代 (300750) 公司点评：股权激励方案点评：考核目标较稳健，19-20 年为费用摊销高峰》2019-07-03

**Q3 净利润环比增 11-39%，略好于预期：**公司预告 Q3 归母净利润 11.74-14.68 亿，同比下滑 0-20%，环比增加 11%-39%。19Q3 扣非净利润为 10.3-12.88 亿元，同比下滑 0%-20%。1-3Q 净利润 30.92-35.68 亿，同比增长 30%-50%，扣非归母净利润 27.79-31.76 亿元，同比增长 40%-60%。

图表 1：宁德时代分季度业绩

	3Q2019	2Q2019	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)		10,282.0	9,981.9	10,475.3	9,776.3	5,647.9	3,711.6
-同比		82.05%	168.93%	30.52%	72.23%	16.69%	155.20%
毛利率		30.84%	28.71%	35.55%	31.27%	30.31%	32.76%
归母净利润(百万)	1174-1467.5	1055.2	1047.2	1008.5	1467.5	497.6	413.3
-同比	-20%-0%	112.06%	153.35%	-22.86%	93.25%	-73.37%	3636.53%
净利率		11.96%	11.19%	10.44%	16.08%	10.63%	12.64%
扣非归母净利润(百万)	1030-1288	902.85	915.70	1,143.23	1,287.84	428.17	269.07
-同比	-20%-0%	110.86%	240.32%	0.00%	0.00%	-37.56%	109.23%
扣非归母净利率		8.78%	9.17%	10.91%	13.17%	7.58%	7.25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从经营层面看，我们预计公司 3 季度出货量环比微增，价格小幅下降：

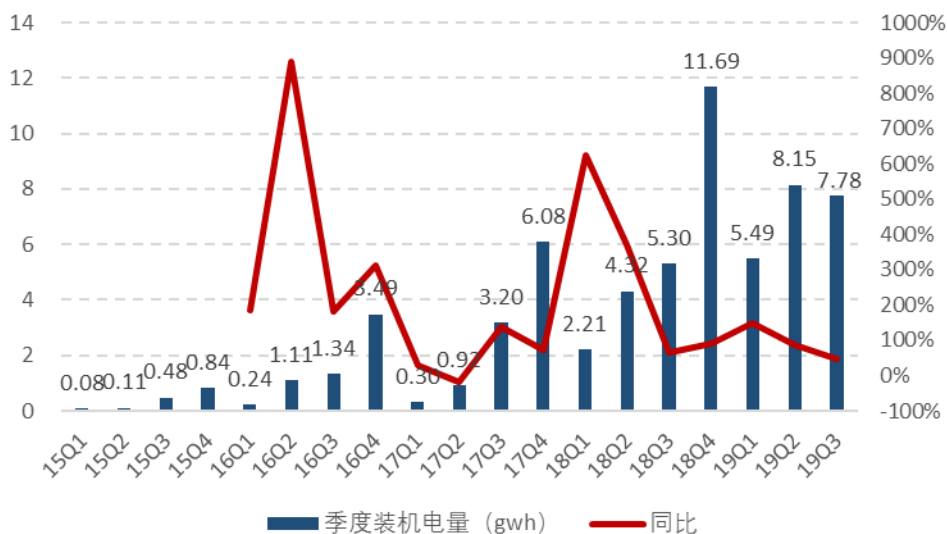
1) 19Q3 出货预计环比持平为 8-8.5gwh 左右：19 年 Q1-Q3 公司装机电量为 5.5、8.1、7.78gwh，Q3 同比增 47%，环比下滑 4.4%，19Q1-3 累计装机电量 21.43gwh，同比增长 81%。出货方面我们判断，19Q3 出货量约 8-8.5gwh，同环比微增；产量方面，7、8 月减产，9 月恢复，预计 Q3 产量 7.2gwh；我们预计 10 月公司排产进一步增加至 3.4gwh，为 Q4 抢装备货，全年出货量 33gwh，同比增 55-60%。

2) Q3 铁锂电池份额提升明显，盈利略好于三元：19Q1、Q2、Q3 公司三元装机电量分别为 4.23、5.97、4.87gwh，分别占比为 77%、73%、63%；铁锂分别为 1.3、2.2、2.9gwh，占比分别为 23%、27%、37%，不断提升，主要因为 7 月份大巴车抢装以及低续航车型占比提升。由于成本低，我们预计铁锂毛利率略好于三元。

3) Q3 市占率大幅提升，超越行业增速。Q3 行业装机电量 12.3gwh，环比下滑 31%，同比下滑 7%，而宁德宁德时代份额提升，增速超过行业，同比大增环比基本持平。Q3 宁德市占率为 63.3%，较上半年提升 18pct，前 3 季度公司市占率 50.6%，其中铁锂市占率 53.7%，三元 49.7%。从装机电量角度看，19 年前三季度公司前五大客户为，北汽（4.6gwh，占公司装机电量比重 21.5%），宇通（2.51gwh，占 12%），吉利（1.93gwh，占 9%），上汽（1.88gwh，占 8.8%），广汽（1.21gwh，占 5.6%）。19Q3 由于吉利、上汽减产明显，山西新能源、湖南中车等客车客户占比提升。

4) Q3 价格环比小幅下降：上半年动力电池价格基本稳定，三季度环比预计下降 5-10% 左右。我们预计 q3 公司三元 PACK1.2 元/wh，三元电池模组价格 0.95 元/wh，铁锂 Pack 价格 1.1 元/wh 左右，仍高于行业平均。

图表 2：宁德时代分季度装机电量 (gwh)



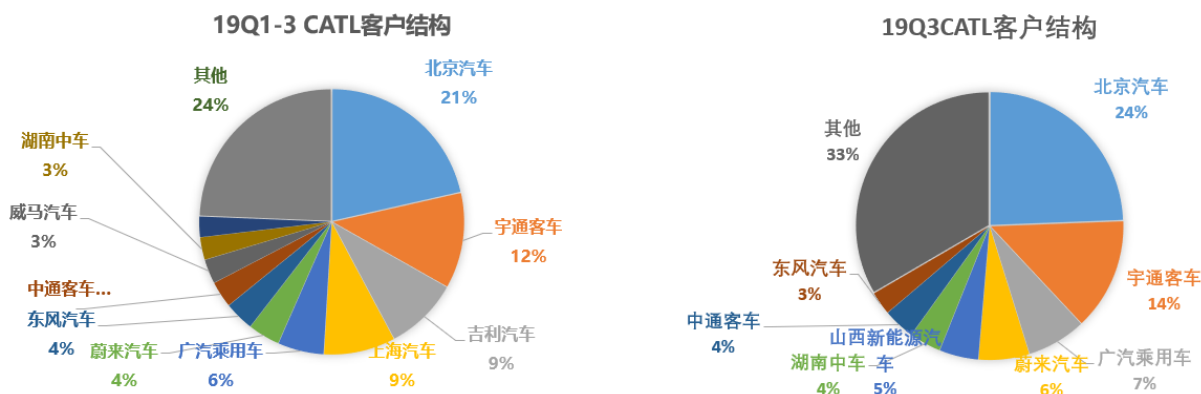
数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 3：宁德时代装机电量分产品结构

		2017年		2018年		1H2019		1Q2019		2Q2019		3Q2019	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	4.67	44%	13.04	56%	10.2	75%	4.23	77%	5.97	73%	4.87	63%
	铁锂	5.85	56%	10.39	44%	3.44	25%	1.26	23%	2.18	27%	2.91	37%
	总计	10.52	100%	23.43	100%	13.64	100%	5.49	100%	8.15	100%	7.78	100%
Pack+电芯	三元	1.89	18%	3.91	17%	2.54	19%	1.22	22%	1.32	16%	1.23	16%
	铁锂	5.59	53%	10.23	44%	3.31	24%	1.26	23%	2.05	25%	2.76	35%
	总计	7.48	71%	14.14	60%	5.85	43%	2.48	45%	3.37	41%	3.99	51%
仅电芯	三元	2.78	26%	9.13	39%	7.66	56%	3.01	55%	4.65	57%	3.64	47%
	铁锂	0.26	2%	0.16	1%	0.13	1%	0	0%	0.13	2%	0.15	2%
	总计	3.04	29%	9.29	40%	7.79	57%	3.01	55%	4.78	59%	3.79	49%

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 4：19 年前三季度宁德时代客户情况



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

此外，我们预计 Q3 为公司费用低点，或对业绩提升有助力。18 年 Q1-Q4 公司期间费率为 19%、18%、11%、19%，Q3 为费用低点。19 年 Q1-Q2 公司期间费率为 16%、13%，预计 Q3 费率还将略微下降。。

**盈利预测与投资建议：**2019-21 年预计归母净利 44.1/54.4/68.6 亿，同比增长 30%/23%/26%，EPS 为 2.00/2.46/3.11 元，对应 PE 为 35x/29x/23x，考虑到公司为动力电池龙头，客户开发进展顺利，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 86 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

宁德时代三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	53,911	78,815	93,454	113,145	<b>营业收入</b>	29,611	40,761	52,197	67,215
现金	27,731	38,203	45,408	50,549	减: 营业成本	19,902	29,100	38,357	49,661
应收账款	6,225	9,018	12,394	17,310	营业税金及附加	171	236	302	389
存货	7,076	10,774	14,012	17,896	营业费用	1,379	1,671	1,931	2,218
其他流动资产	11,425	18,931	19,210	24,355	销售费用	3,582	4,851	5,742	7,058
<b>非流动资产</b>	19,972	24,880	30,670	36,027	财务费用	-280	-871	-1,100	-1,191
长期股权投资	965	965	965	965	资产减值损失	975	769	623	789
固定资产	11,575	11,209	13,025	14,508	加: 投资净收益	184	150	150	150
无形资产	1,346	1,250	1,252	1,150	其他收益	-314	0	0	0
其他非流动资产	6,086	11,455	15,428	19,403	<b>营业利润</b>	4,168	5,755	7,152	9,168
<b>资产总计</b>	73,884	103,695	124,124	149,172	加: 营业外净收支	62	60	60	60
<b>流动负债</b>	31,085	54,531	69,282	87,298	<b>利润总额</b>	4,205	5,796	7,188	9,222
短期借款	1,180	1,500	1,500	1,500	减: 所得税费用	469	840	1,042	1,337
应付账款	7,057	10,319	13,601	17,609	少数股东损益	349	540	587	734
其他流动负债	22,848	42,712	54,181	68,189	<b>归属母公司净利润</b>	3,387	4,410	5,439	6,859
<b>非流动负债</b>	7,599	8,599	9,599	10,599	<b>EBIT</b>	6,193	6,476	7,863	10,120
长期借款	3,491	4,491	5,491	6,491	<b>EBITDA</b>	1.53	2.00	2.46	3.11
其他非流动负债	4,108	4,108	4,108	4,108					
<b>负债合计</b>	38,684	63,130	78,881	97,897	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	2,262	2,807	3,514	4,539	每股收益(元)	1.53	2.00	2.46	3.11
归属母公司股东权益	32,938	37,758	41,729	46,736	每股净资产(元)	15.01	17.10	18.90	21.16
<b>负债和股东权益</b>	73,884	103,695	124,124	149,172	发行在外股份(百万股)	2,195	2,208	2,208	2,208
					<b>ROIC (%)</b>	23.3%	37.2%	24.3%	24.6%
					<b>ROE (%)</b>	10.3%	11.7%	13.0%	14.7%
					毛利率(%)	32.8%	28.6%	26.5%	26.1%
					销售净利率(%)	12.6%	12.2%	11.8%	11.7%
					资产负债率(%)	52.4%	60.9%	63.6%	65.6%
					收入增长率(%)	48.1%	37.7%	28.1%	28.8%
					净利润增长率(%)	-12.7%	30.2%	23.3%	26.1%
					P/E	46.20	35.48	28.77	22.81
					P/B	4.75	4.14	3.75	3.35
					EV/EBITDA	27	25	21	16

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

