

**电气设备**
**业绩符合预期，市场份额持续提升**

2019年10月28日

—— 宁德时代（300750.SZ）三季度点评

**公司评级：增持（维持）**
**分析师：赵晓闯**

执业证书号：S1030511010004

联系电话：0755-83199599

邮箱：Zhaoxc@csc.com.cn

**研究助理：魏大千**

0755-83199535

weidq@csc.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

相关报告：

- 1、宁德时代深度研究报告-“芯”时代，动力电池龙头起航-181017
- 2、宁德时代半年报点评-龙头地位稳固，议价能力不减-190826



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值 (亿)	1,568.41
流通市值 (亿)	854.08
总股本 (亿股)	22.08
流通股本 (亿股)	8.97
日均成交额 (亿)	6.76
近一个月换手 (%)	13.39
第一大股东	瑞庭投资

请务必阅读文后重要声明及免责条款

**事件：**

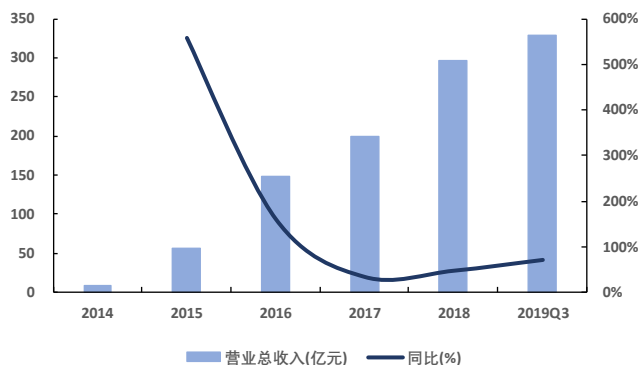
公司发布 2019 年三季度报。2019 年前三季度实现营业收入 329 亿元，同比增长 71.7%；归母净利润 34.64 亿元，同比增长 45.65%；第三季度实现营业收入 126 亿元，同比增长 28.8%，归母净利润 13.62 亿元，同比下降 7.2%。第三季度业绩受到行业下滑及当期费用增加的原因，同比有所下降。

**核心观点：**

1. **前三季度保持高增长，市占率持续提升。**由于 19 年动力电池装机量仍保持景气，前三季度业绩整体保持高增长。第三季度下滑的主要原因：7-9 月新能源汽车销量同比下滑，分别达到 4.7%/15.8%/34.2%；另外，公司三季度费用率有所提高，导致净利润同比下滑。公司 19 年前三季度装机量分别为 5.5/8.1/7.8GWh，市占率为 44.6%/46.0%/63.8%，保持行业第一位且份额持续提升。
2. **新能源汽车长期增长趋势无疑，公司龙头效应显著。**从市场需求看，新能源汽车渗透率在逐步提升，2019 年新能源乘用车产量有望达到 135 万辆，渗透率将达到 6.4%，2020 年将达到 180 万辆，乘用车的电动化率将达到 7.8%。随着双积分正式计算、上牌优惠、购置免税等多项扶持政策展开，合资品牌也将在近两年密集推出新品，公司作为行业龙头受益明显。
3. **维持“增持”评级。**预计宁德时代 2019E-2021E 年 EPS 为 2.04/2.71/3.41 元，对应 PE 为 36/26/21 倍。宁德时代是国内动力电池龙头企业，市占率不断提升，维持“增持”评级。
4. **风险提示。**新能源汽车需求不及预期，补贴退坡。

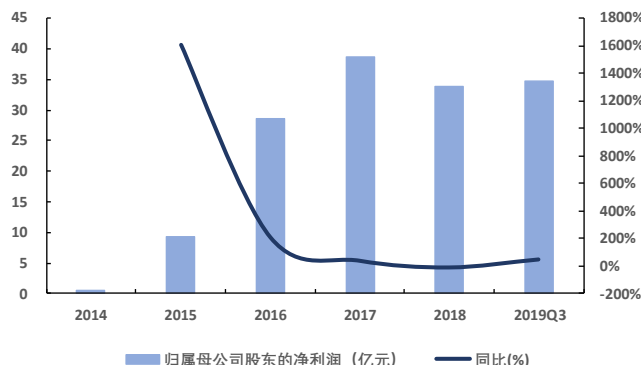
预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	296.11	460.48	640.34	835.58
收入同比	48.08%	55.51%	39.06%	30.49%
归母净利润 (亿元)	33.87	45.09	59.81	75.20
归母净利润同比	-12.66%	33.14%	32.64%	25.71%
毛利率	32.79%	31.34%	29.67%	27.99%
净利率	12.62%	10.80%	10.30%	9.93%
EPS (元)	1.534	2.042	2.709	3.405
PE (倍)	46	35	26	21

Figure 1 公司营业收入变化



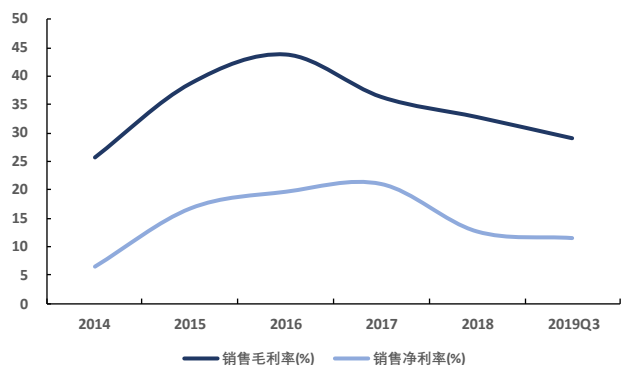
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



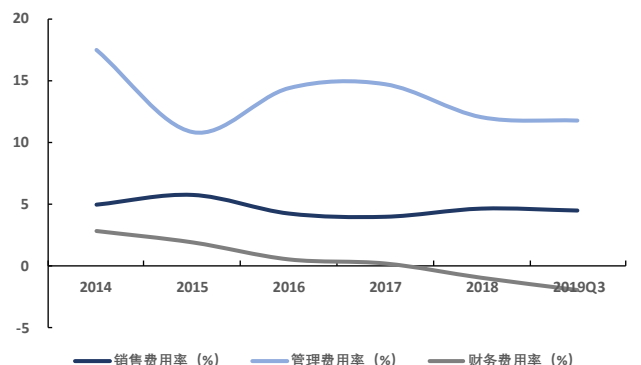
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



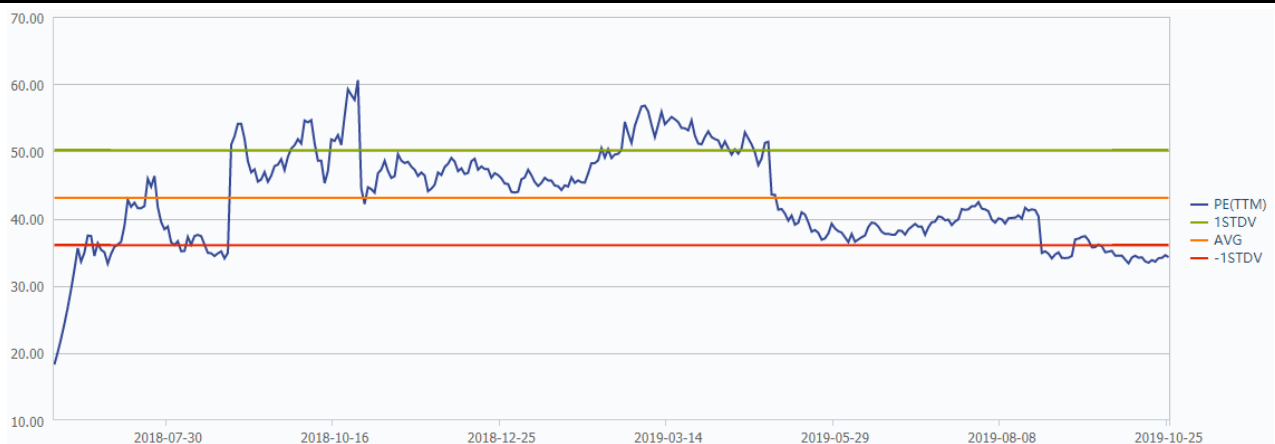
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 宁德时代历史估值走势



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

### 关键假设

#### 动力电池

2019年上半年受到新能源汽车动力电池抢装影响，出货量13.8Gwh，同比大幅增加，2020E国内需求有望达到100GWh，国内市占率进一步提升达46%；我们预计动力电池系统2019E-2021E三年营业收入增速为60%，40%，30%；政策、市场导向不变，动力电池价格有所下降，毛利率有下滑趋势，预计动力电池2019E-2021E年毛利率为32%，30%，28%。

#### 锂电池材料

公司已提前布局锂电池回收业务，随着动力电池更新换代，该业务有望进一步提高占比。我们预计2019E-2021E三年营业收入增长速度为30%，随回收业务扩大，毛利率保持稳定，预计2019E-2021E三年均为25%。

#### 储能系统

储能系统未来空间巨大，目前占公司业务比例较小，但随电池价格下降，有望迎来快速增长。2018年公司储能业务有了明显的增长，未来弹性区间较大，预计2019E-2021E该业务三年营业收入增长速度为80%，60%，50%，2019E-2021E该业务毛利率为12%、14%、16%。

Figure 6 宁德时代收入及毛利率预测（亿元）

项目	年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2010E	2021E
		动力电池					
	收入	139.76	166.57	245.15	392.24	549.14	713.88
	YoY		19.18%	47.18%	60.00%	40.00%	30.00%
	占主营比例	93.93%	83.30%	82.79%	85.18%	85.76%	85.44%
	毛利率	44.84%	35.25%	34.10%	32.00%	30.00%	28.00%
锂电池材料							
	收入	6.11	24.71	38.61	50.19	65.25	84.83
	YoY		304.42%	56.25%	30.00%	30.00%	30.00%
	占主营比例	4.11%	12.36%	13.04%	10.90%	10.19%	10.15%
	毛利率	26.80%	27.00%	23.05%	25.00%	25.00%	25.00%
储能系统							
	收入	0.39	0.16	1.89	3.40	5.44	8.16
	YoY		-58.97%	1081.25%	80.00%	60.00%	50.00%
	占主营比例	0.26%	0.08%	0.64%	0.74%	0.85%	0.98%
	毛利率	34.29%	12.25%	19.01%	12.00%	14.00%	16.00%

其他业务合计	收入	2.53	8.53	10.46	14.64	20.50	28.70
	YoY		237.15%	22.63%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	23.24%	0.00%	40.45%	40.00%	40.00%	40.00%
	占总收入比例	1.70%	4.27%	3.53%	3.18%	3.20%	3.44%
总营业收入		148.79	199.97	296.11	460.48	640.33	835.57
YoY			34.40%	48.08%	55.51%	39.06%	30.49%
综合毛利率		38.64%	43.70%	36.29%	31.34%	29.67%	27.99%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 附表

附表1 利润表 (亿元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	148.79	199.97	296.11	460.48	640.34	835.58
减:营业成本	83.77	127.40	199.02	316.15	450.32	601.70
营业税金及附加	1.09	0.96	1.71	2.75	3.82	4.99
营业费用	6.32	7.96	13.79	21.44	29.82	38.91
管理费用	21.52	29.56	15.91	55.26	67.24	75.20
财务费用	0.80	0.42	-2.80	-0.64	1.52	4.20
资产减值损失	2.34	2.45	9.75	12.00	15.00	18.00
加:投资收益	0.76	13.44	1.84	1.80	1.80	1.80
公允价值变动损益	0.00	0.00	-3.14	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-19.91	0.00	0.00	0.00
营业利润 (亿元)	33.70	44.66	37.52	55.32	74.42	94.38
加:其他非经营损益	0.30	3.82	4.53	2.88	2.88	2.88
利润总额 (亿元)	34.00	48.48	42.05	58.20	77.30	97.26
减:所得税	4.82	6.54	4.69	8.46	11.33	14.32
净利润 (亿元)	29.18	41.94	37.36	49.74	65.98	82.94
减:少数股东损益	0.67	3.16	3.49	4.64	6.16	7.75
归属母公司股东净利润 (亿元)	28.52	38.78	33.87	45.09	59.81	75.20

资料来源: Wind、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收益率</b>						
毛利率	43.70%	36.29%	32.79%	31.34%	29.67%	27.99%
三费/销售收入	19.25%	18.98%	9.08%	16.52%	15.39%	14.16%
EBIT/销售收入	23.46%	24.38%	13.27%	11.70%	11.11%	10.64%
EBITDA/销售收入	28.73%	31.29%	21.05%	16.14%	14.30%	12.91%
销售净利率	19.61%	20.97%	12.62%	10.80%	10.30%	9.93%
<b>资产获利率</b>						
ROE	18.41%	15.70%	10.28%	12.04%	13.77%	14.76%
ROA	12.72%	10.12%	5.54%	6.00%	6.33%	6.40%
ROIC	143.47%	22.66%	18.35%	26.34%	42.42%	59.74%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	160.90%	34.40%	48.08%	55.51%	39.06%	30.49%
EBIT 增长率	189.29%	39.67%	-19.42%	37.17%	32.03%	25.01%
EBITDA 增长率	205.59%	46.34%	-0.38%	19.27%	23.22%	17.75%
净利润增长率	207.02%	43.71%	-10.92%	33.14%	32.64%	25.71%
总资产增长率	247.85%	75.56%	47.03%	26.78%	25.01%	23.70%
股东权益增长率	1135.47%	59.48%	33.35%	13.69%	15.97%	17.31%

经营营运资本增长率	1671.43%	-45.66%	-68.23%	40.73%	77.89%	11.57%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	42.49%	45.10%	51.04%	55.85%	58.81%	60.73%
投资资本/总资产	62.57%	38.80%	23.38%	15.30%	10.94%	6.29%
带息债务/总负债	13.10%	20.13%	12.91%	10.94%	11.34%	11.25%
流动比率	2.20	1.90	1.78	1.83	1.86	1.87
速动比率	1.03	1.53	1.50	1.57	1.58	1.61
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.54	0.41	0.42	0.51	0.57	0.60
固定资产周转率	3.99	2.43	2.56	4.48	9.09	23.78
应收账款周转率	1.89	1.62	1.85	1.89	2.02	2.01
存货周转率	6.16	3.73	2.81	3.30	3.18	3.42

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT (亿元)	34.90	48.75	39.28	53.88	71.14	88.93
EBITDA (亿元)	42.75	62.56	62.32	74.33	91.59	107.85
NOPLAT (亿元)	29.70	38.92	34.30	43.62	58.29	73.41
净利润 (亿元)	28.52	38.78	33.87	45.09	59.81	75.20
EPS (元)	1.291	1.756	1.534	2.042	2.709	3.405
BPS (元)	7.014	11.185	14.915	16.957	19.665	23.070
PE (倍)	55.00	40.44	46.31	34.78	26.22	20.86
PB (倍)	10.13	6.35	4.76	4.19	3.61	3.08
PS (倍)	10.54	7.84	5.30	3.41	2.45	1.88
PCF (倍)	74.71	66.57	13.86	16.37	15.86	11.45
EV/EBIT (倍)	12.96	27.25	35.52	24.53	17.54	12.78
EV/EBITDA (倍)	10.58	21.24	22.39	17.78	13.62	10.54
EV/NOPLAT (倍)	15.24	34.14	40.67	30.31	21.40	15.49
EV/IC (倍)	2.63	7.11	8.42	9.62	10.15	13.01
ROIC-WACC	143.47%	22.66%	18.35%	24.03%	38.90%	53.49%
股息率 (%)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。