

## | 研究报告 |

报告日期	2020-08-27
公司研究	点评报告
评级	买入   维持
当前股价(元)	194.40

## 公司基本数据

总股本(万股)	232,947
流通 A 股/B 股(万股)	122,559/0
资产负债率	55.26%
每股净资产(元)	17.98
市盈率(当前)	103.03
市净率(当前)	10.12
12 个月内最高/最低价(元)	224.11/68.71

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

## 相关研究

- 《宁德时代年报解析: 退坡之年的龙头超越》2020-04-26
- 《宁德时代专题: 再定义远期竞争力与业绩确定性》2019-12-06
- 《收入增长超预期, 行业调整凸显龙头风采》2019-10-26

## 风险提示

- 1. 竞争格局恶化导致价格下跌;
- 2. 新能源车产销量不及预期。

## 宁德时代(300750)

## 海外、储能与其他放量, 静待利润率拐点

## 事件描述

宁德时代发布 2020 年中报, 报告期内实现收入 188.3 亿, 同比下滑 7.1%, 扣非净利润 13.8 亿, 同比下滑 24.3%; 其中单 Q2 收入 98 亿, 同比下滑 4.7%, 环比增长 8.5%, 扣非净利润 9.5 亿, 同比增长 5.1%, 环比增长 121.5%。

## 事件评论

- 2020H1 公司整体收入 188.3 亿, 同比下滑 7%, 分业务看: 1) 动力电池收入 134.8 亿, 同比下滑 20%。2) 储能收入 5.7 亿, 同比增长 136%, 其中首个海外项目在美国加州并网, 标志着公司进军海外市场。3) 锂电池材料业务收入 12.3 亿, 同比下滑 47%, 主要受国内市场承压、去库存、降价影响。4) 推算得其他业务收入 35.5 亿, 同比增长 331%, 超出预期, 其他业务主要包括废料销售、研发服务、技术许可与其他, 其中研发、技术许可毛利率极高, 废料盈利有周期性。5) 境外业务上半年收入 22.4 亿, 同比增长 189%, 在 19H2 爆发的基础上再上层楼, 且毛利率达到 29.2%, 高于 2019 年整体的 25.9%, 境外毛利率改善或有高毛利率的储能影响, 亦可能代表公司境外出货放量背景下, 海外动力业务盈利能力修复。
- 就动力电池业务而言, 1) 上半年公司国内装机 8.86GWh, 同比下滑 36%, 市场份额为 50.7%, 若剔除特斯拉则为 60%, 维持在 2019H2 以来的高位, 其中三元装机 5.82GWh, 市场份额 46%, 铁锂装机 3.04GWh, 市场份额 64%; 2) 在境外收入整体达到 22.4 亿的背景下, 我们预计动力电池出货或在 2GWh 左右; 3) 从库存水平看, 发出商品减少约 14.5 亿, 对应约 2GWh 的收入确认, 库存商品增加约 3 亿, 结合上半年动力电池 15.08GWh 的产量来看, 预计上半年销量接近 16GWh。需要重视的是, 公司动力电池盈利能力的拐点可能已经渐行渐近, 从表观上看, 公司 2020H1 动力电池毛利率为 26.5%, 同比下滑 2.4pct, 不过根据公司披露, 2020H1 动力电池开工率仅 52.5%, 而 2019 年全年达到 89.17%, 若剔除产能利用率波动的影响, 我们预计公司单位毛利已经企稳, 下半年若不再出现价格大幅下行, 在产能利用率恢复下有望驱动盈利能力拐点出现。
- 营运能力方面, 2020 年 6 月末公司应收款项周转率提升至 3.2, 应付款项周转率提升至 1.5; Q2 经营性现金流净额为 26.8 亿元, 但仍明显高于净利润水平; 更重要的是, 上半年资本开支 51.6 亿的背景下, 公司依旧完成了自我造血。

## 分析师及联系人

- |   |   |   |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>● 马军<br/>(8621)61118720<br/>majun3@cjsc.com.cn<br/>执业证书编号:<br/>S0490515070001</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 郭博华<br/>(8621)61118797<br/>wubh1@cjsc.com.cn<br/>执业证书编号:<br/>S0490514040001</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 叶之楠<br/>(8621)61118720<br/>yeznan@cjsc.com.cn</li> </ul> |
|---|---|---|

## 海外、储能、其他业务放量，静待利润率拐点

宁德时代发布 2020 年中报，报告期内实现收入 188.3 亿，同比下滑 7.1%，扣非净利润 13.8 亿，同比下滑 24.3%；其中单 Q2 收入 98 亿，同比下滑 4.7%，环比增长 8.5%，扣非净利润 9.5 亿，同比增长 5.1%，环比增长 121.5%，好于市场预期。

表 1：宁德时代基本财务数据情况（亿元）

宁德时代	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	188.3	202.6	-7.1%	98.0	102.8	-4.7%	90.3	8.5%
毛利率	27.2%	29.8%	-2.6 pct	29.0%	30.8%	-1.8 pct	25.1%	+4.0 pct
营业利润	25.9	28.1	-7.8%	14.9	14.9	-0.2%	11.1	34.5%
利润总额	26.0	28.0	-7.4%	15.0	14.8	1.2%	11.0	36.7%
扣非净利润	13.8	18.2	-24.3%	9.5	9.0	5.1%	4.3	121.5%
扣非净利率	7.3%	9.0%	-1.7 pct	9.7%	8.8%	+0.9 pct	4.7%	+4.9 pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

对此，我们分析如下：

### 其他业务、储能、境外高增长，境外业务毛利率提升

2020H1 公司整体收入 188.3 亿，同比下滑 7%，分业务看，

- 1) 动力电池收入 134.8 亿，同比下滑 20%；
- 2) 储能收入 5.7 亿，同比增长 136%，其中首个海外项目在美国加州并网，标志着公司进军海外市场；
- 3) 锂电池材料业务收入 12.3 亿，同比下滑 47%，受国内市场承压、去库存、降价影响；
- 4) 其他业务收入 35.5 亿，同比增长 331%，超出预期，从历史上看，其他业务主要包括废料销售、研发服务、技术许可与其他，其中研发、技术许可毛利率极高，废料盈利有周期性（动力锂电业务以外整体毛利率 28.8%）
- 5) 境外业务上半年收入 22.4 亿，同比增长 189%，在 19H2 爆发的基础上再上层楼，且毛利率达到 29.2%，高于 2019 年整体的 25.9%（2019H1 预计主要为储能，毛利率偏高），境外毛利率改善或有高毛利率的储能影响，亦可能代表公司境外出货放量背景下，海外动力业务盈利能力修复。

表 2：分产品收入及同比增速（亿元）

收入	2019A	2019H1	2020H1	同比
动力电池系统	385.8	168.9	134.8	-20%
锂电池材料	43.1	23.1	12.3	-47%
储能系统	6.1	2.4	5.7	136%
其他业务	22.9	8.2	35.5	331%
合计	457.9	202.6	188.3	-7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：分产品毛利率及同比变化

毛利率	2019A	2019H1	2020H1	同比
动力电池系统	28.5%	28.9%	26.5%	-2.4pct
锂电池材料	24.4%	24.8%		
储能系统	37.9%	31.0%	28.8%	-5.6pct
其他业务	45.6%	62.2%		
合计	29.1%	29.8%	27.2%	-2.6pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：分区域收入及同比增速（亿元）

收入	2019A	2019H1	2020H1	同比
整体-境内	437.9	194.9	165.9	-14.9%
整体-境外	20.0	7.7	22.4	189.4%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：分区域毛利率及同比变化

毛利率	2019A	2019H1	2020H1	同比
整体-境内	29.2%	29.8%	26.9%	-2.9 pct
整体-境外	25.9%	30.6%	29.2%	-1.4 pct

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 海外为动力业务新增长点，边际利润率拐点已经到来

就动力电池业务而言，

- 1) 上半年公司国内装机 8.86GWh，同比下滑 36%，市场份额为 50.7%，若剔除特斯拉则为 60%，维持在 2019H2 以来的高位，其中三元装机 5.82GWh，市场份额 46%，铁锂装机 3.04GWh，市场份额 64%；
- 2) 在境外收入整体达到 22.4 亿的背景下，我们预计动力电池出货或在 2GWh 左右，搭乘欧洲放量之风；
- 3) 从库存水平看，发出商品减少约 14.5 亿，对应约 2GWh 的收入确认，库存商品增加约 3 亿，结合上半年动力电池 15.08GWh 的产量来看，预计上半年销量接近 16GWh，即还有约 2GWh 的备货及其他动力需求。

表 6：宁德时代分季度动力电池产销量预测（GWh）

宁德时代季度预测		2019Q1E	2019Q2E	2019Q3E	2019Q4E	2020Q1E	2020Q2E
国内装机	铁锂	1.3	2.2	2.8	5.1	0.7	2.3
	三元	4.2	6.2	5.0	6.3	2.0	3.8
	合计	5.5	8.4	7.7	11.3	2.8	6.0
海外出口（预计）		0.2	0.3	0.6	1.2	1.5 以上	0.5-1
当季下游备货影响		3 左右	0 左右	3 左右	-2 左右	1-2 左右	1 左右
上季度发出商品确认影响		+0.1 左右		-1.2 左右		+1 左右	+1 左右

整体销量	8-9	9 左右	11-12	11 左右	7-8	8-9
整体产量	8.8	13.0	12.7	12.0	6 左右	9 左右

资料来源：合格证数据，Wind，长江证券研究所 注：根据公司收入、存货情况进行大致估算

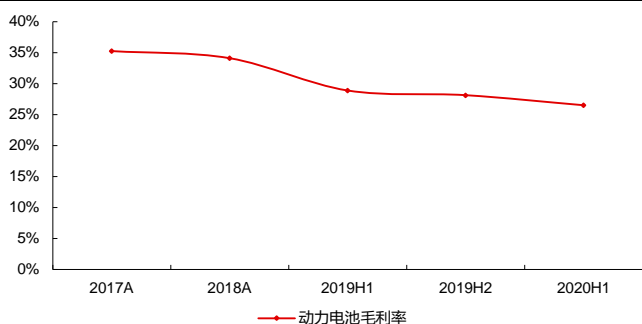
我们认为需要重视的是，公司动力电池盈利能力的拐点可能已经渐行渐近：

1) 考虑到上半年公司销量大于 15GWh（根据产量及库存变动推算），推断均价在 0.85-0.86 元/Wh 左右，即对应约 10% 的价格降幅；

2) 从表观上看，公司 2020H1 动力电池毛利率为 26.5%，同比下滑 2.4pct，不过根据公司披露，2020H1 动力电池开工率仅 52.5%，而 2019 年全年达到 89.17%（2019H1 预计更高），若剔除产能利用率波动的影响，我们预计公司单位毛利已经企稳，下半年若不再出现价格大幅下行，在产能利用率恢复下有望驱动盈利能力拐点出现；

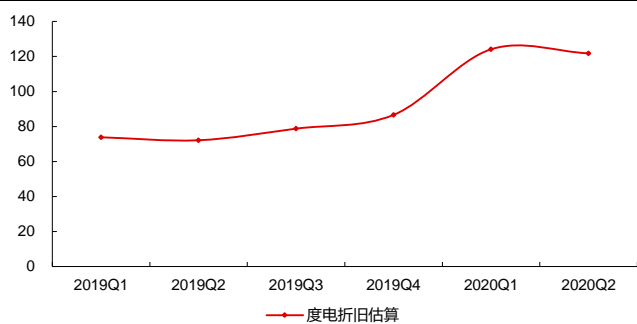
3) 此外，还需注意 2019 年公司转销的存货跌价准备为 4.54 亿（2019H1 为 2.84 亿），而 2020H1 仅 0.86 亿，存货跌价准备转销会增厚当期毛利率，因而公司边际利润率的改善可能更为明显；同时，公司 2020H1 机器设备计提折旧 20.5 亿，而 2019H2 为 20.9 亿，或表明公司已有部分早期设备折旧提完，对公司盈利构成正面贡献。

图 1：宁德时代动力电池毛利率变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：宁德时代动力电池度电折旧估算（元/kwh）

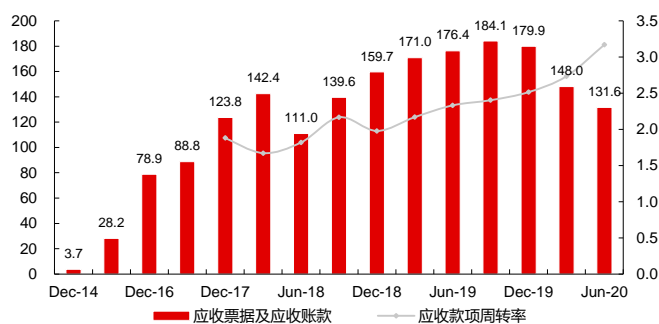


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 营运效率快速改善，现金流稳健依旧自我造血

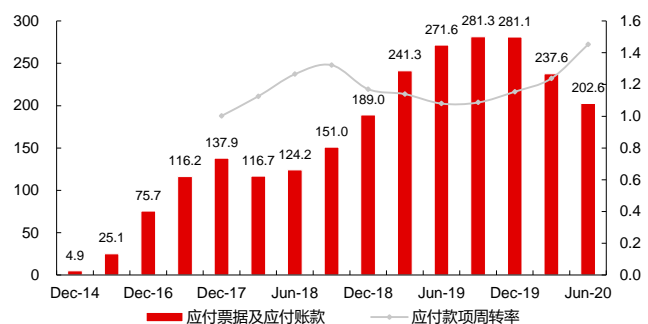
营运能力方面，2020 年 6 月末公司应收款项为 131.6 亿，应收款项周转率提升至 3.2，应付款项为 202.6 亿，应付款项周转率提升至 1.5，在公司客户结构持续高端化、国内补贴影响弱化的背景下，整体营运效率有所提升；6 月末合同负债为 44.4 亿元，环比继续下降，符合产能利用率不高下的产业客观规律。

图 3：公司应收款项及周转率（亿元）



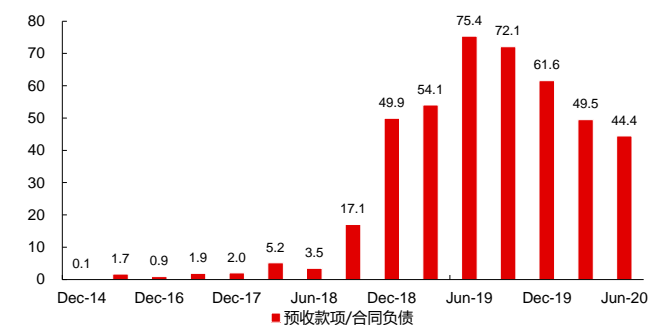
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司应付款项及周转率（亿元）



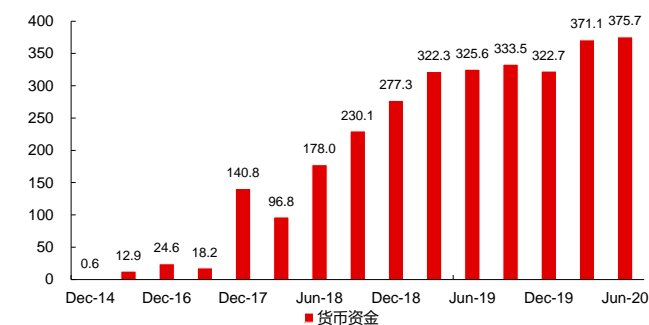
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司预收款项变动（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

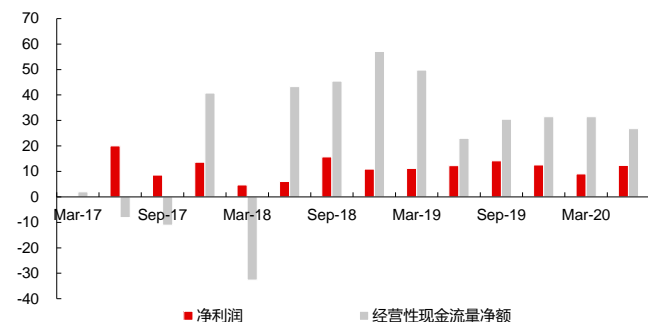
图 6：公司货币资金变动（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

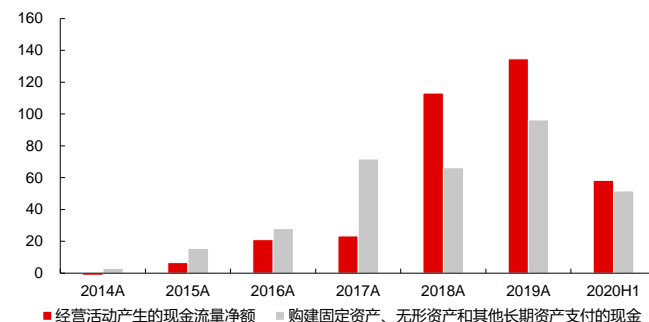
Q2 公司经营性现金流净额为 26.8 亿元（上半年 58.3 亿），尽管受应付款、预收款等影响环比有所收窄，但仍明显高于净利润水平；更重要的是，上半年资本开支 51.6 亿的背景下，公司依旧完成了自我造血。

图 7：公司净利润与经营性现金流净额对比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司经营性现金流净额与资本开支对比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

**预计负债方面**，1) 公司本期计提质保金 4.2 亿，预计负债-质保金余额达到 31.8 亿，由此可推算上半年实际发生比例依旧较低；2) 预计负债-销售返利余额为 29.3 亿元，环比进一步增加，同样反映经营向好的趋势。

## 财务报表及指标预测

## 利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	45788	46316	64709	89103
营业成本	32483	32780	46574	64450
毛利	13305	13536	18135	24653
%营业收入	29%	29%	28%	28%
营业税金及附加	272	277	387	533
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2157	2072	2782	3742
%营业收入	5%	4%	4%	4%
管理费用	1833	1992	2653	3564
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	2992	3143	4003	5346
%营业收入	7%	7%	6%	6%
财务费用	-782	-1115	-1511	-1581
%营业收入	-2%	-2%	-2%	-2%
加: 资产减值损失	-1434	-780	-830	-900
信用减值损失	-236	-200	-200	-200
公允价值变动收益	27	0	0	0
投资收益	-80	-93	0	89
营业利润	5759	6790	9567	12929
%营业收入	13%	15%	15%	15%
营业外收支	2	2	2	3
利润总额	5761	6792	9569	12931
%营业收入	13%	15%	15%	15%
所得税费用	748	883	1244	1681
净利润	5013	5909	8325	11250
归属于母公司所有者的净利润	4560	5259	7243	9563
少数股东损益	452	650	1082	1688
EPS (元)	1.96	2.26	3.11	4.11

## 现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	13472	14789	16325	19808
取得投资收益收回现金	3	-93	0	89
长期股权投资	-575	-300	-300	-300
资本性支出	-6799	-7260	-13500	-15500
其他	9228	-598	-498	-597
投资活动现金流净额	1856	-8250	-14298	-16308
债券融资	0	5000	3000	3000
股权融资	1218	122	-1	0
银行贷款增加 (减少)	4617	-2126	0	0
筹资成本	-573	-286	-390	-480
其他	-1093	19578	0	0
筹资活动现金流净额	4168	22289	2609	2520
现金净流量 (不含汇率变动影响)	19511	28827	4637	6020

## 资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	32270	61097	65734	71754
交易性金融资产	1390	1490	1590	1690
应收账款	8339	7994	9573	11718
存货	11481	10777	12760	15009
预付账款	538	656	1397	1611
其他流动资产	17678	13458	15893	18651
流动资产合计	71695	95471	106946	120433
长期股权投资	1540	1840	2140	2440
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	17417	18617	25427	33027
无形资产	2302	2142	1962	1762
商誉	148	148	148	148
递延所得税资产	2079	2079	2079	2079
其他非流动资产	6170	6670	7070	7570
资产总计	101352	126968	145773	167460
短期贷款	2126	0	0	0
应付款项	10692	10328	12505	14656
预收账款	6161	5095	5177	5346
应付职工薪酬	1582	1639	2096	2578
应交税费	963	926	1294	1782
其他流动负债	24083	22627	27025	31170
流动负债合计	45607	40615	48096	55532
长期借款	4981	4981	4981	4981
应付债券	1508	6508	9508	12508
递延所得税负债	91	91	91	91
其他非流动负债	6977	6977	6977	6977
负债合计	59164	59172	69653	80089
归属于母公司所有者权益	38135	63094	70335	79898
少数股东权益	4053	4703	5785	7473
股东权益	42188	67797	76120	87371
负债及股东权益	101352	126968	145773	167460

## 基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.96	2.26	3.11	4.11
每股经营现金流	5.78	6.35	7.01	8.50
市盈率	99.30	86.11	62.52	47.36
市净率	11.87	7.18	6.44	5.67
EV/EBIDTA	38.88	33.79	27.06	20.74
总资产收益率	4.5%	4.1%	5.0%	5.7%
净资产收益率	12.0%	8.3%	10.3%	12.0%
净利率	10.0%	11.4%	11.2%	10.7%
资产负债率	58.4%	46.6%	47.8%	47.8%
总资产周转率	0.45	0.36	0.44	0.53



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

