开源证券

宁德时代（300750.SZ）

2020 年 08 月 27 日

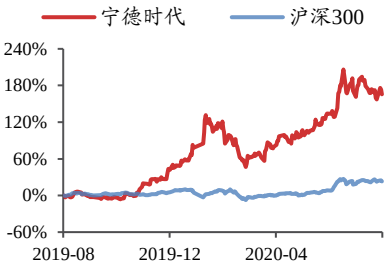
2020Q2 业绩超预期，看好海外业务成长性

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/26
当前股价(元)	194.40
一年最高最低(元)	224.29/68.38
总市值(亿元)	4,528.50
流通市值(亿元)	2,382.55
总股本(亿股)	23.29
流通股本(亿股)	12.26
近 3 个月换手率(%)	102.73

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-以投资促产业链进化，锂电王者再出发》-2020.8.12

《公司信息更新报告-进入豪华车型供应链，欧洲市场开拓超预期》-2020.8.6

《公司信息更新报告-重磅定增落地，开启新的成长》-2020.7.19

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

李若飞（分析师）
liruofei@kysec.cn
证书编号：S0790520050004

● 2020Q2 归母净利润同比转正，全球锂电王者有望继续引领趋势

公司发布 2020 年半年报，2020H1 实现营收 188.29 亿元，同比-7.08%，实现归母净利润 19.37 亿元，同比-7.86%，扣非归母净利润 13.77 亿元，同比-24.30%。2020Q2 实现营收 97.99 亿元，同比-4.7%，归母净利润 11.95 亿元，同比+13.27%。Q2 业绩超预期，但考虑新冠疫情对新能源车上半年销量影响，我们微调 2020 年归母净利润预期至 49.05（-1.44）亿元，调整后 2020-2022 年 EPS 分别为 2.11/2.90/3.84 元，当前股价对应 PE 为 92.32/66.96/50.59 倍。我们看好公司全球锂电王者地位，有望在未来引领行业持续成长，维持“买入”评级。

● 动力电池销量超预期，彰显公司强大竞争力

动力电池 2020H1 实现营收 134.77 亿元，同比-20.22%，毛利率为 26.50%，同比-2.38pct，江苏时代净利率达 15.76%。根据公司口径，2020H1 动力电池产量为 15.08GWh，产成品库存下降 11.28 亿元。我们推测，2020H1 公司动力电池销售均价为 0.82 元/Wh，销量在 16.46GWh。而根据 SNE Research 及合格证口径，2020H1 国内装机量达 8.8GWh，海外装机量为 1.2GWh。销量与装机量之差表明公司话语权较强以及后续行业景气度向上趋势。

● 海外业务表现亮眼，欧洲市场成长性十足

2020H1 境外营收 22.40 亿，同环比+189.38%/+141.33%，境外营收占总营收比重 11.89%，同环比+8.08pct/ +7.90pct。境外营收同环比大幅增长，我们认为主要得益于：1）欧洲大众、宝马等客户 H1 新能源车销量大增；2）公司上半年加深与梅赛德斯奔驰、本田等主流车企合作；3）积极开发 VDL、Trailer Dynamics 等海外商用车客户；4）公司海外首个储能项目在美国加州落地。目前来看，全球新能源车主战场或将从中国转向欧洲，市场普遍担心公司将因此失去全球龙头地位。而从当前数据看，公司对海外市场的开拓能力超预期，海外业务将在量、利两方面增厚公司业绩，预计 2020 全年动力电池海外出货量在 7GWh。

● 风险提示： 新能源汽车销量不及预期、电池市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29,611	45,788	43,711	70,525	93,593
YOY(%)	48.1	54.6	-4.5	61.3	32.7
归母净利润(百万元)	3,387	4,560	4,905	6,763	8,952
YOY(%)	-12.7	34.6	7.6	37.9	32.4
毛利率(%)	32.8	29.1	28.1	25.8	25.7
净利率(%)	11.4	10.0	11.2	9.6	9.6
ROE(%)	10.6	11.9	11.2	13.7	15.5
EPS(摊薄/元)	1.45	1.96	2.11	2.90	3.84
P/E(倍)	133.7	99.30	92.32	66.96	50.59
P/B(倍)	13.7	11.9	10.6	9.3	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020Q2 业绩超预期，看好海外业务成长性 3
2、 盈利预测与投资建议 6
3、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

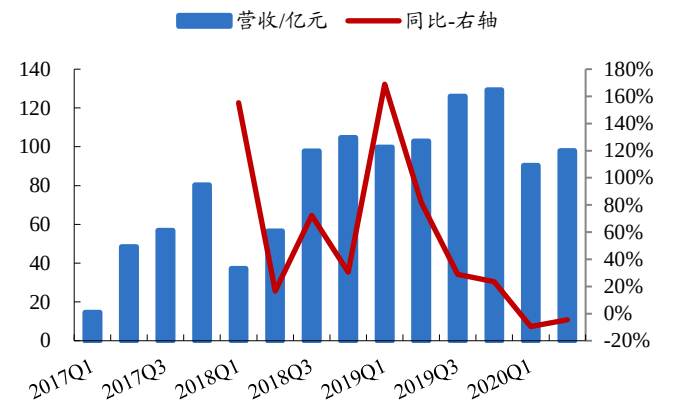
图 1： 2020Q2 营收 97.99 亿元，同比-4.70% 3
图 2： 2020Q2 归母净利润 11.95 亿元，同比+13.27% 3
图 3： 2020Q2 期间费用率为 12.60%，同比+0.09pct/环比-1.40pct 3
图 4： 2020Q2 末经营性净现金流达 26.80 亿元 4
图 5： 2020H1 全球新能源车销量排名中，大众、宝马分列 2、3 名 5

表 1： 公司总体回款能力略有下滑 4
表 2： 公司动力电池业务拆分 4
表 3： 2020H1 动力电池销量推测为 16.46 亿元 4
表 4： 2020H1 境外营收占比达 11.89% 5

1、 2020Q2 业绩超预期，看好海外业务成长性

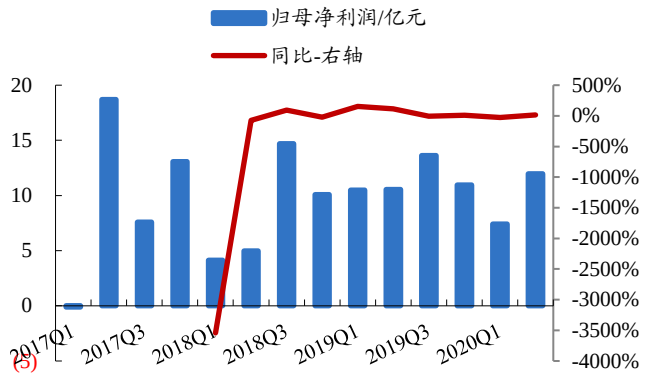
Q2 业绩超预期，营收同比跌幅收窄，归母净利润同比转正。公司 2020H1 实现营收 188.29 亿元，同比-7.08%，实现归母净利润 19.37 亿元，同比-7.86%，扣非归母净利润 13.77 亿元，同比-24.30%。2020Q2 实现营收 97.99 亿元，同比-4.7%，归母净利润 11.95 亿元，同比+13.27%。

图1：2020Q2 营收 97.99 亿元，同比-4.70%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

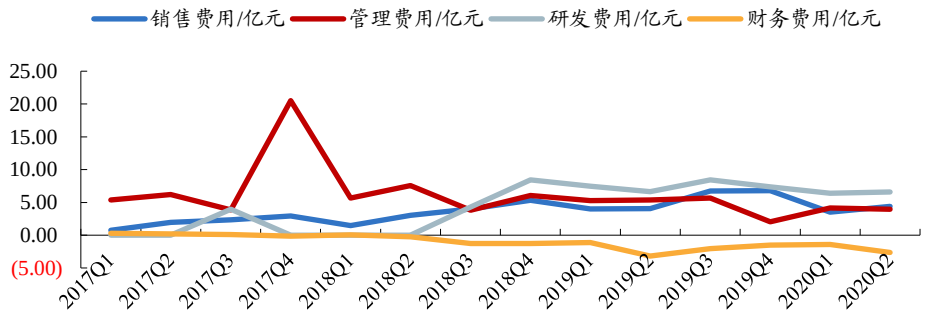
图2：2020Q2 归母净利润 11.95 亿元，同比+13.27%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q2 期间费用率环比-1.40pct。2020Q2 期间费用达 12.35 亿元，同比-4.04%/环比-2.37%。2020Q2 期间费用率为 12.60%，同比+0.09pct/环比-1.40pct，**期间费用率环比改善，表明疫情对公司经营方面的扰动因素已经基本消除。**其中，销售费用率同比+0.57pct/环比+0.58pct，增长原因主要为职工薪资；管理费用率同比-1.17pct/环比-0.52pct，表明公司管理效率提升；研发费用率同比+0.27pct/环比-0.34pct；财务费用率同比+0.42pct/环比-1.12pct。

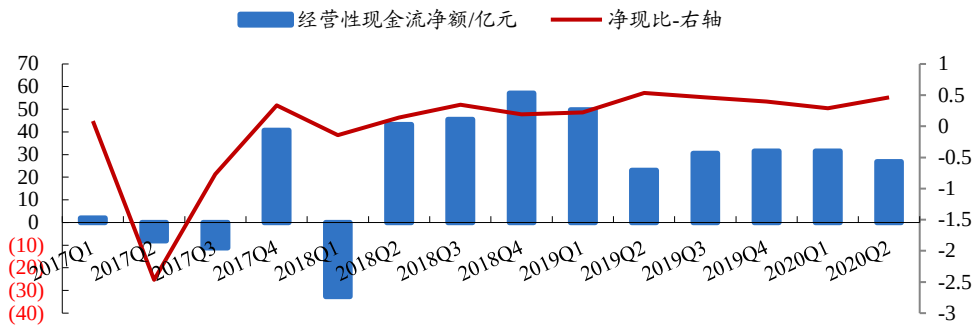
图3：2020Q2 期间费用率为 12.60%，同比+0.09pct/环比-1.40pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q2 现金流同比改善。2020H2 经营性净现金流达 58.27 亿元，同比-19.92%，Q2 经营性净现金流达 26.80 亿元，同比+16.57%，环比-14.84%。Q2 净现比为 46.23%，较 Q1 上升 17.47pct。

图4：2020Q2 末经营性净现金流达 26.80 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

以“预收款项+应付票据及账款-预付款项-应收票据及账款”衡量公司回款能力，该项指标在 2020Q2 末略有下滑，我们认为：1）疫情给下游新能源车企带来压力；2）锂电材料等业务拖累公司回款能力。

表1：公司总体回款能力略有下滑

项目	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
应收票据及应收账款	142.43	111	139.55	159.68	170.96	176.38	184.11	179.88	148.03	131.63
应付票据及应付账款	116.72	124.16	150.97	188.98	241.25	271.58	281.34	281.12	237.59	202.6
预收款项（合同负债）	5.18	3.49	17.05	49.94	54.05	75.35	72.12	61.61	49.48	44.42
预付款项	8.47	6.78	4.54	8.65	11.53	10.3	23.62	5.38	7.67	5.51
预收+应付-应收-预付	-29.00	9.87	23.93	70.59	112.81	160.25	145.73	157.47	131.37	109.88

数据来源：公司公告、开源证券研究所

动力电池销量超预期，彰显公司强大话语权。动力电池 2020H1 实现营收 134.77 亿元，同比-20.22%，毛利率为 26.50%，同比-2.38pct，江苏时代净利率达 15.76%。根据公司口径，2020H1 动力电池产量为 15.08GWh，产成品库存下降 11.28 亿元。我们推测，2020H1 公司动力电池销售均价为 0.82 元/Wh，销量在 16.46GWh。而根据 SNE Research 及合格证口径，2020H1 国内装机量达 8.8GWh，海外装机量为 1.2GWh。销量与装机量之差表明公司对下游话语权较强以及后续行业景气度向上趋势。

表2：公司动力电池业务拆分

动力电池	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
营收	53.27	113.30	71.88	173.27	168.92	216.92	134.78
产量	3.85	7.95	8.00	16.2	15.8	24.2	15.08
装机量（国内）	1.25	9.29	6.43	17.04	13.85	18.67	8.84
销售均价（扣税）	1.41		1.16		0.96		0.81

数据来源：公司公告、GGII、合格证、开源证券研究所　注：2020H1 销售均价数据为预测值

表3：2020H1 动力电池销量推测为 16.46 亿元

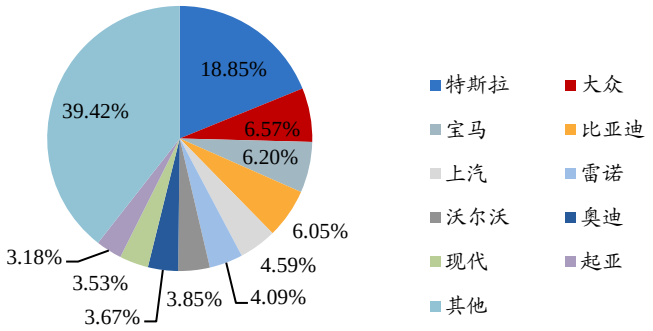
动力电池	2020H1
营收/亿元	134.78
产量/GWh	15.08
库存商品变动/亿元	3.26

动力电池	2020H1
发出商品变动/亿元	-14.54
合计/亿元	-11.28
销售均价/(元/Wh)	0.82
库存量/GWh	-1.38
销量/GWh	16.46

数据来源：公司公告、开源证券研究所

海外业务表现亮眼，欧洲市场成长性十足。2020H1 境外营收 22.40 亿，同环比+189.38%/+141.33%，境外营收占总营收比重 11.89%，同环比+8.08pct/ +7.90pct。境外营收同环比大幅增长，我们认为主要得益于：1）欧洲大众、宝马等客户 H1 新能源车销量大增；2）公司上半年加深与梅赛德斯奔驰、本田等主流车企合作；3）积极开发 VDL、Trailer Dynamics 等海外商用车客户；4）公司海外首个储能项目在美国加州落地。

图5：2020H1 全球新能源车销量排名中，大众、宝马分列 2、3 名



数据来源：盖世汽车产业研究院、开源证券研究所

目前来看，全球新能源车主战场或将从中国转向欧洲，市场普遍担心公司将因此失去全球龙头地位。而从当前数据看，公司对海外市场的开拓能力超预期，海外业务将在量、利两方面增厚公司业绩（2020H1 境外毛利率比境内高 2.34pct），成长性十足。

表4：2020H1 境外营收占比达 11.89%

地区	项目	2019H1	2019H2	2019FY	2020H1
境内	营收	194.90	223.07	417.97	165.90
	营业成本	136.90	161.77	298.67	121.32
	毛利率	29.76%	27.48%	28.54%	26.87%
境外	营收	7.74	9.28	17.02	22.40
	营业成本	5.37	8.34	13.71	15.85
	毛利率	30.59%	10.15%	19.45%	29.21%
总	营收	202.64	232.35	434.99	188.29
	营业成本	142.267	170.11	312.38	137.17
	毛利率	29.79%	26.79%	28.19%	27.15%
境外营收占比		3.82%	3.99%	3.91%	11.89%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 盈利预测与投资建议

Q2 业绩超预期，疫情对公司业绩冲击已基本消除。但考虑新冠疫情对新能源车上半年销量影响，我们微调 2020 年归母净利润预期至 49.05（-1.44）亿元，调整后 2020-2022 年 EPS 分别为 2.11/2.90/3.84 元，当前股价对应 PE 为 92.32/66.96/50.59 倍。我们看好公司全球锂电王者地位，有望在未来引领行业持续成长，维持“买入”评级。

3、 风险提示

新能源汽车销量不及预期、隔膜价格下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	53911	71695	62613	117923	97459
现金	27731	32270	35613	42769	40176
应收票据及应收账款	15968	17988	14427	37874	31535
其他应收款	682	4569	444	7643	3089
预付账款	865	538	801	1360	1508
存货	7076	11481	6479	23427	16302
其他流动资产	1590	4850	4850	4850	4850
非流动资产	19972	29657	27286	36686	43541
长期投资	965	1540	2105	2661	3224
固定资产	11575	17417	14683	21779	26876
无形资产	1346	2302	2558	2817	3111
其他非流动资产	6086	8397	7941	9430	10330
资产总计	73884	101352	89899	154609	141000
流动负债	31085	45607	30935	88854	66597
短期借款	1180	2126	2126	2126	2126
应付票据及应付账款	18898	28112	17385	58378	42272
其他流动负债	11007	15369	11425	28351	22200
非流动负债	7599	13557	11865	11707	11049
长期借款	3491	6489	4797	4640	3982
其他非流动负债	4108	7068	7068	7068	7068
负债合计	38684	59164	42800	100562	77646
少数股东权益	2262	4053	4425	5032	5854
股本	2195	2208	2329	2329	2329
资本公积	21373	21630	21630	21630	21630
留存收益	10501	14750	19503	26114	34899
归属母公司股东权益	32938	38135	42675	49016	57500
负债和股东权益	73884	101352	89899	154609	141000

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11316	13472	4779	19413	9272
净利润	3736	5013	5277	7370	9774
折旧摊销	2304	4409	2750	3526	4989
财务费用	-280	-782	-553	-658	-807
投资损失	-184	80	-381	-458	-236
营运资金变动	4337	2094	-2468	9481	-4618
其他经营现金流	1404	2659	153	152	171
投资活动现金流	-19488	1856	-152	-12620	-11778
资本支出	6629	9627	-2935	8844	6291
长期投资	-187	-908	-564	-562	-564
其他投资现金流	-13045	10576	-3651	-4338	-6051
筹资活动现金流	7043	4168	-1284	364	-87
短期借款	-1065	946	0	0	0
长期借款	1362	2998	-1692	-157	-658
普通股增加	240	13	121	0	0
资本公积增加	6018	258	0	0	0
其他筹资现金流	488	-46	287	522	571
现金净增加额	-1101	19511	3343	7157	-2593

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	29611	45788	43711	70525	93593
营业成本	19902	32483	31437	52350	69546
营业税金及附加	171	272	261	396	546
营业费用	1379	2157	1923	3129	4025
管理费用	1591	1833	2049	3064	3837
研发费用	1991	2992	2898	4642	5896
财务费用	-280	-782	-553	-658	-807
资产减值损失	975	-1434	323	0	0
其他收益	508	646	400	500	513
公允价值变动收益	-314	27	-72	-90	-112
投资净收益	184	-80	381	458	236
资产处置收益	-92	1	-82	-63	-59
营业利润	4168	5759	6001	8408	11129
营业外收入	62	62	83	57	66
营业外支出	26	60	22	28	34
利润总额	4205	5761	6062	8437	11161
所得税	469	748	785	1067	1388
净利润	3736	5013	5277	7370	9774
少数股东损益	349	452	372	607	822
归母净利润	3387	4560	4905	6763	8952
EBITDA	5979	9759	8109	11071	15177
EPS(元)	1.45	1.96	2.11	2.90	3.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	48.1	54.6	-4.54	61.34	32.71
营业利润(%)	-13.7	38.2	4.2	40.1	32.4
归属于母公司净利润(%)	-12.7	34.6	7.56	37.87	32.37
获利能力					
毛利率(%)	32.8	29.1	28.1	25.8	25.7
净利率(%)	11.4	10.0	11.2	9.6	9.6
ROE(%)	10.6	11.9	11.2	13.7	15.5
ROIC(%)	8.1	9.4	8.9	11.2	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	58.4	47.6	65.0	55.1
净负债比率(%)	-58.5	-49.5	-54.7	-60.7	-48.3
流动比率	1.7	1.6	2.0	1.3	1.5
速动比率	1.4	1.2	1.7	1.0	1.1
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	2.1	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.96	2.11	2.90	3.84
每股经营现金流(最新摊薄)	4.86	5.78	2.05	8.33	3.98
每股净资产(最新摊薄)	14.14	16.37	18.27	20.99	24.63
估值比率					
P/E	133.70	99.30	92.32	66.96	50.59
P/B	13.7	11.9	10.6	9.3	7.9
EV/EBITDA	72.7	44.5	53.0	38.3	28.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn