宁德时代（300750）中报点评

南枝独有花

买入（维持）

2020 年 08 月 27 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	45,788	52,505	71,442	96,751
同比（%）	55%	15%	36%	35%
归母净利润（百万元）	4,560	5,542	7,670	10,160
同比（%）	35%	22%	38%	32%
每股收益（元/股）	1.96	2.38	3.29	4.36
P/E（倍）	99.30	81.71	59.04	44.57

投资要点

- **Q2 利润同比转正，龙头不断超预期：**20H1 收入 188 亿，同比-7%，归母净利润 19.4 亿，同比-7.9%，扣非利润 13.8 亿，同比-24.3%。单季度看，20Q2 收入 98 亿，同环比-4.7%/+8.5%，归母净利润 11.95 亿，同环比+13.3%/+61%；Q2 计提 3.5 亿，拉低利润。Q2 毛利率 29.05%，同环比-1.8pct/+4.0pct；净利率 12.64%，同环比+0.7pct/+4.94pct。

- **出货降幅好于行业，强化 toC 客户，份额维持 50%：**动力电池 20H1 收入 134.8 亿，同比-20%。预计出货 15gwh，同比降 10%，Q1-2 分别 7.5gwh，降幅好于行业。20H1 国内份额维持 50%，抵住 LG 冲击。其中铁锂市场份额 65%，因客车市场份额提升。三元市占率 45%，在优质自主车企的份额维持 70%以上，同时新势力、合资基本由宁德独供，强化在 ToC 车市场的优势。另 20H1 海外收入 22.4 亿，出货预计 2gwh。

- **Q2 毛利率恢复，好于预期：**20H1 电池毛利率 26.5%，同比-2.38pct，主要由于 H1 产品降价 10%及产能利用率下降。Q2 需求恢复，毛利率预计恢复至 27-28%，幅度好于预期。

- **储能持续放量，其他业务大幅增长：**20H1 储能收入 5.7 亿，同比增长 136%，预计装机 0.7gwh，毛利率预计 40%以上，全年出货有望 3-4gwh。其他业务主要为技术许可等，20H1 收入 35.5 亿，同比+331%，占比总收入 19%；其他业务毛利率 30%以上，提振整体盈利水平。

- **财务情况：**1）三费整体稳定，但 20H1 管理费用 8.1 亿，同比降 24%，主要因员工薪酬大幅下降 42%。2）存货较年初下降 23.6 亿，主要为原材料库存减少 11.8 亿，以及发出商品减少 14.2 亿。3）应付款及预收款减少，经营性净现金流微降，但仍保持超高质量的现金流。

- **全面领先，全球龙头地位确立，长期成长空间确定。**宁德时代从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，全球龙头地位确立。公司 18-19 年获得骄人定点成绩，包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代等，多点开花，未来 5 年订单可见度高。长期看，我们预计宁德在国内份额 40%以上，海外份额 20%以上。预计 25 年出货 350gwh，较 19 年增长 7.8 倍，成长空间确定。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年归母净利润为 55.42/76.70/101.6 亿元，同比分别 22%/38%/32%；EPS 分别 2.38/3.29/4.36 元；对应现价 PE 分别 82/59/45 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	194.40
一年最低/最高价	68.28/224.29
市净率(倍)	11.41
流通 A 股市值(百万元)	238254.52

基础数据

每股净资产(元)	17.03
资产负债率(%)	55.26
总股本(百万股)	2329.47
流通 A 股(百万股)	1225.59

相关研究

1、《宁德时代（300750）：191 亿投资上下游，整合行业优质资源》2020-08-12

2、《宁德时代（300750）：宁德时代：花落九家，定增获产业+海内外资本高度青睐》2020-07-19

3、《宁德时代（300750）：本田入股 1%，优质电池产能为稀缺资源》2020-07-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 经营情况：Q2 利润同比转正，龙头不断超预期 3
2. 分业务：储能及其他业务爆发式增长，海外市场为动力电池业务新增长点 4
2.1. 动力电池业务：出货降幅好于行业，强化 toC 客户，份额维持 50% 4
2.2. 材料业务量价受影响，储能、其他业务同比高增 7
3. 财务部分：三费微降，仍保持高质量现金流 8
4. 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间确定 12
5. 风险提示 12

图表目录

图 1：宁德时代分季度经营情况 3
图 2：宁德时代分季度盈利情况 3
图 3：宁德时代分业务经营情况 4
图 4：宁德时代季度装机电量（gwh） 5
图 5：20H1 宁德时代客户情况 5
图 6：20H1 行业配套情况（装机口径） 6
图 7：宁德时代电池产品结构（装机口径） 7
图 8：宁德时代子公司经营情况 7
图 9：公司储能业务布局 8
图 10：公司 20H1 费用情况（百万） 9
图 11：宁德时代存货明细（亿元） 9
图 12：宁德时代重要财务指标变化（亿元） 10
图 13：宁德时代其他应收款项明细（亿元） 10
图 14：宁德时代在建工程情况（亿元） 11
图 15：宁德时代产能拆分（预估） 11
图 16：全球动力电池竞争格局 12
图 17：宁德时代与海外电池企业盈利能力对比 13
图 18：宁德时代和 LG 化学研发费用对比 14
图 19：宁德时代上下游布局情况 14

1. 经营情况：Q2 利润同比转正，龙头不断超预期

20H1 归母净利润 19.4 亿，同比-7.9%，好于预期：2020 年 H1 公司营收 188.29 亿元，同比减少 7.1%；归母净利润 19.37 亿元，同比减少 7.9%，其中非经常性损益 5.61 亿，主要为政府补助 6.61 亿，对应扣非净利润 13.77 亿元，同比下滑 24.30%。盈利能力方面，20H1 毛利率为 27.15%，同比下降 2.64pct；净利率为 11.39%，同比下降 0.19pct。上半年投资亏损 4.06 亿，公允价值变动收益 2.87 亿；另计提减值合计 4.6 亿，同比下降 13%。

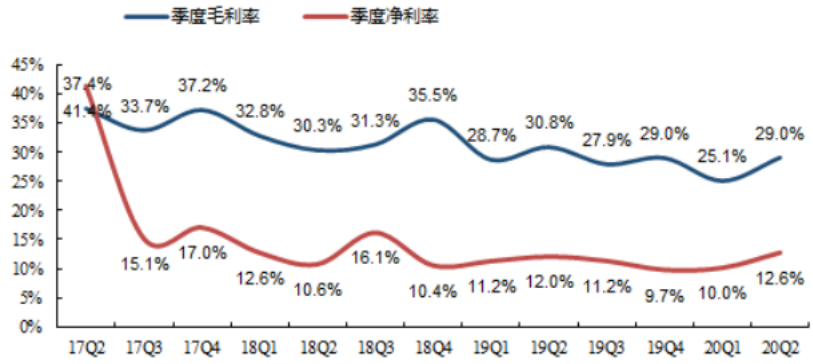
20Q2 毛利率大幅回升，盈利好于预期。20Q2 公司实现营收 97.99 亿元，同比下降 4.7%，环比增长 8.5%；归母净利润 11.95 亿元，同比增长 13.27%，环比增长 61.07%；20Q2 非经常性损益 2.47 亿，对应 20Q2 扣非归母净利润 9.48 亿元，同比增长 5.05%，环比增长 121.5%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 29.05%，同比下降 1.8pct，环比增长 3.96pct；净利率 12.64%，同比增 0.68pct，环比增长 4.94pct；Q2 扣非净利率 9.68%，同比提升 0.9pct，环比提升 4.94pct。

图 1：宁德时代分季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	9,798.7	9,030.8	12,932.3	12,591.9	10,282.0	9,981.9
-同比	-4.70%	-9.53%	23.45%	28.80%	82.05%	168.93%
毛利率	29.05%	25.09%	29.00%	27.93%	30.84%	28.71%
归母净利润(百万)	1195.2	742.0	1096.0	1361.9	1055.2	1047.2
-同比	13.27%	-29.14%	8.67%	-7.20%	112.06%	153.35%
净利率	12.64%	10.02%	9.68%	11.23%	11.96%	11.19%
扣非归母净利润（百万）	948.44	428.20	950.67	1,146.00	902.85	915.70
-同比	5.05%	-53.24%	-16.84%	-11.01%	110.86%	240.32%
扣非归母净利率	9.68%	4.74%	7.35%	9.10%	8.78%	9.17%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：宁德时代分季度盈利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 分业务：储能及其他业务爆发式增长，海外市场为动力电池业务新增长点

分业务看，储能及其他业务爆发式增长，动力电池业务好于行业增速。公司动力电池系统业务实现营收 134.78 亿元，同比下降 20.2%，占比 72%，同比下降 11pct；锂电材料业务实现营收 12.35 亿元，同比下降 46.53%，占比 6.6%，同比下降 5pct；储能业务实现营收 5.7 亿元，同比增长 136%，占比 3%，同比增长 2pct；其他业务主要为技术许可费和废料处理，20H1 实现营收 35.5 亿元，同比增长 331%，占比 19%，同比大幅提升 14pct，其他业务毛利率基本稳定在 30%以上，提升公司整体盈利水平。

图 3：宁德时代分业务经营情况

	2020H1				2019H2		2019H1		2019年	
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
动力电池	134.78	-20.2%	26.5%	-2.4pct	216.92	28.1%	168.92	28.9%	385.84	28.5%
储能系统	5.67	136.3%			3.70		2.4		6.1	37.9%
锂电材料	12.35	-46.5%			19.96	23.9%	23.09	24.8%	43.05	24.4%
其他	35.49	331.2%			14.66		8.23	55.2%	22.89	45.7%
分地区										
中国	165.90		26.87%						437.87	29.20%
海外	22.39		29.2%						20.00	25.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

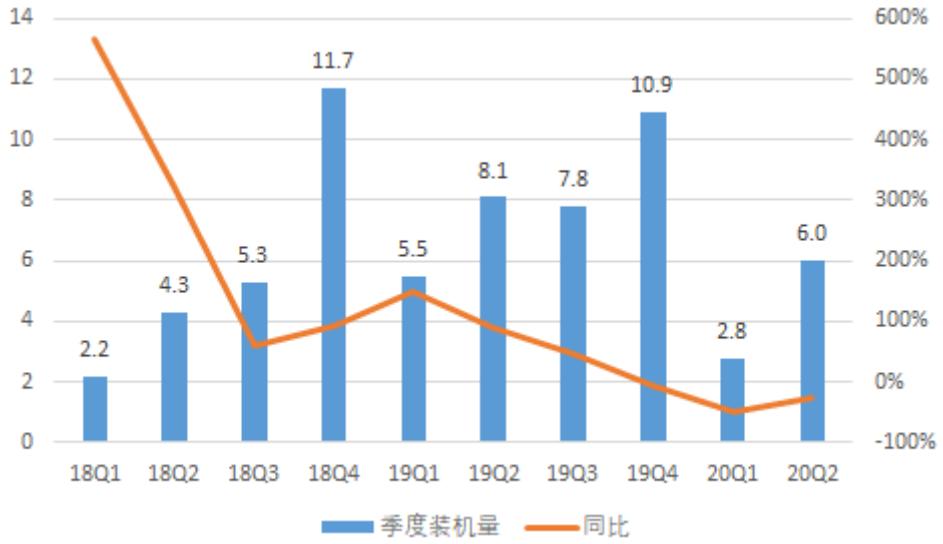
2.1. 动力电池业务：出货降幅好于行业，强化 toC 客户，份额维持 50%

海外、两轮车等市场放量，对冲国内动力需求下滑。公司动力电池业务 20H1 实现营收 134.78 亿元，同比下降 20.2%。公司上半年产量 15gwh，我们预计出货量 15gwh+，同比下滑 10%左右，Q1-Q2 出货量相当，降幅好于行业（同比降 40%左右），其中国内市场装机电量 8.8gwh（下滑 36%），考虑提前备货预计确认出货 12-13gwh 左右（下滑 20%）；境外收入贡献 20 亿+，出货量 2gwh+，主要配套 PSA，为纯增量市场；此外，公司配套哈罗单车，预计出货量 0.5gwh，因此海外及两轮车市场有力对冲国内需求下滑。

抵住 LG 冲击，国内份额仍维持 50%，铁锂份额进一步增加。国内市场上半年电动车销量 39.3 万辆，同比下降 37.4%，总装机电量 17.5gwh，同比降 42%，宁德时代 20H1 国内装机电量 8.8gwh（含时代上汽），同比降 36%，在 LG 配套特斯拉的冲击下，宁德

国内市占率依旧维持 50%，其中 20Q1-2 装机分别 2.8、6.0gwh。分产品来看，20H1 铁锂装机 3.0gwh，同比下降 13%，市占率达到 65%，主要来自客车市场的份额提升；三元电池 20H1 装机 5.56gwh，同比下降 42%，市占率 45%，较 19 年下降 5pct，主要受 LG 配套特斯拉进入国内市场的影响。

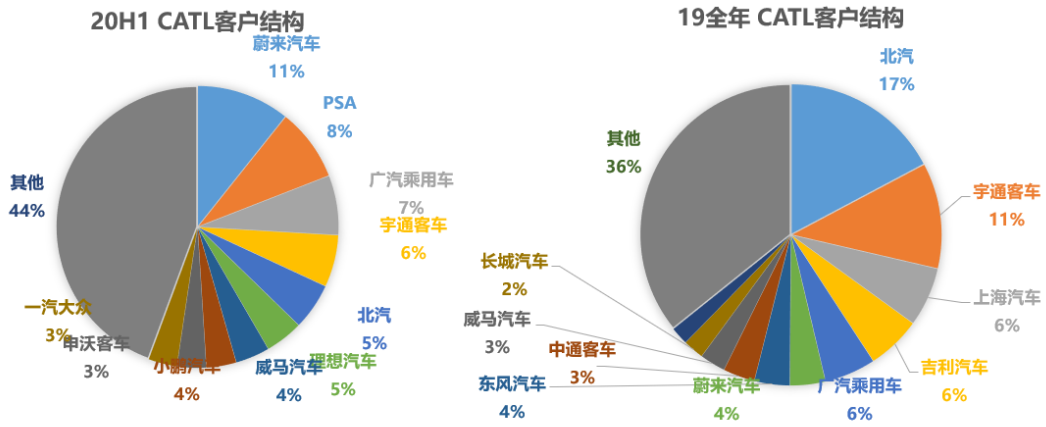
图 4：宁德时代季度装机电量（gwh）



数据来源：GGII,东吴证券研究所

20H1 合资、新势力放量贡献增量，强化宁德在 TOC 端优势。20 年上半年合资车企和造车新势力放量，而合资车及新势力宁德基本为独供，弥补自主品牌车型订单下滑。上半年合资车、新造车势力销量逆势增长 13%、30%，其中蔚来、理想、宝马、大众等基本由宁德时代独供，且宁德已进入国产特斯拉，下半年将放量，强化宁德在 toc 端的品牌优势。上半年宁德时代客户结构发生变化，新造车势力及合资车占比大幅提升，从装机角度看，第一大客户为蔚来汽车，配套 1.04gwh，占比 11%；第二大客户为 PSA，配套 0.81gwh，占比 8%；第三大为广汽汽车，配套 0.66gwh，占比 7%；其次为宇通、北汽、理想、威马等。

图 5：20H1 宁德时代客户情况



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 6：20H1 行业配套情况（装机口径）

		宁德时代	LG化学	比亚迪	中航锂电	国轩高科	松下	亿纬锂能	力神	孚能科技	欣旺达	其他
乘用车		**45%**	**19%**	**15%**	**6%**	**4%**	**3%**	**0.6%**	**1.4%**	**0.8%**	**0.3%**	**4%**
特斯拉	特斯拉		90%				10%					
自主	比亚迪			100%								
	广汽乘用车	64%			36%					0%		
	长安汽车	20%		7%	62%	12%						
	北汽新能源	69%				21%				9%		0%
	长城汽车	99%										1%
	奇瑞汽车	3%				31%						38%
	上海汽车	85%										
	吉利汽车	75%			1%				0%		19%	5%
	东风汽车	98%							1%			1%
	江淮汽车					52%			48%			
	中国一汽	38%								30%		32%
新势力	蔚来汽车	100%										
	威马汽车	72%										28%
	理想汽车	100%										
	小鹏汽车	90%						9%				1%
	合众新能源	42%				9%		24%				
合资	一汽大众	100%										
	上汽通用五菱	22%				15%			27%			7%
	华晨宝马	100%										
	广汽丰田	76%					24%					
	上汽大众	100%										
	北京现代	100%										
	上汽通用	96%	4%									
	北京奔驰	100%										0%
客车		**73%**		**15%**		**1%**		**5.7%**	**0.4%**			**3%**
客车	宇通客车	95%							0%			5%
	比亚迪			100%								
	申沃客车	100%										
	中通客车	100%										
	金龙集团	69%				0%		29%				2%
	厦门金旅	100%										0%
	安凯汽车	87%				13%						
	中车时代	100%										
专用车		**55%**		**5%**	**0%**	**11%**		**5.7%**	**7.1%**			**10%**
专用车	瑞驰汽车	94%				0%						6%
	东风汽车	65%						34%	0%			1%
	华晨鑫源	80%							20%			0%
	奇瑞汽车	2%				93%						2%
所有车型总计		**50%**	**14%**	**14%**	**4%**	**4%**	**2%**	**2%**	**2%**	**1%**	**0%**	**4%**

数据来源：GGII，东吴证券研究所

1H 毛利率略有下降，Q2 恢复，成本控制能力好于预期。公司 20H1 电池业务毛利率 26.5%，同比下滑 2.38 个百分点，主要由于降价及产能利用率下降，1H20 公司折旧 23 亿，较 1H19 年增加 5 亿。上半年公司产量 15gwh，预计同比下滑 35%，其中 Q1 估计产量 6gwh，Q2 为 9gwh，Q2 产能利用率提升后，预计毛利率恢复至 27-28%，盈利水平仍遥遥领先行业。从境内外看，1H 海外收入放量，规模效应开始体现，毛利率提升至 29.2%，较 19 年的 25.9%，有所提升。价格方面，1H 价格下降 10%左右，目前三元模组价格 0.9 元/wh，铁锂 PACK 为 1 元/wh，三元 pack 价格 1.1 元/wh；而公司依靠原材料价格下降、工艺改进（大模组、ctp 等技术）、材料体系升级，成本持续下降，预计上半年成本下降 8%左右。

图 7：宁德时代电池产品结构（装机口径）

		2019年		2019H1		2019H2		2020H1		2020Q1		2020Q2	
		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	20.52	64%	10.2	75%	10.32	56%	5.51	65%	2.03	72%	3.48	61%
	铁锂	11.42	36%	3.44	25%	7.98	44%	3.00	35%	0.78	28%	2.22	39%
	总计	**31.94**	**100%**	**13.64**	**100%**	**18.3**	**100%**	**8.51**	**100%**	**2.81**	**100%**	**5.7**	**100%**
Pack+电芯	三元	5.51	17%	2.5357	19%	2.97	16%	1.75	38%	0.78	28%	0.97	32%
	铁锂	10.86	34%	3.31	24%	7.5485	41%	2.84	62%	0.75	27%	2.09	68%
	总计	**16.36**	**51%**	**5.8457**	**43%**	**10.52**	**57%**	**4.59**	**100%**	**1.53**	**54%**	**3.06**	**100%**
仅电芯	三元	15.01	47%	7.6643	56%	7.35	40%	3.76	96%	1.25	44%	2.51	95%
	铁锂	0.56	2%	0.13	1%	0.4315	2%	0.16	4%	0.03	1%	0.13	5%
	总计	**15.58**	**49%**	**7.7943**	**57%**	**7.78**	**43%**	**3.92**	**100%**	**1.28**	**46%**	**2.64**	**100%**

数据来源：GGII，东吴证券研究所

2.2. 材料业务量价受影响，储能、其他业务同比高增

需求下降+价格下跌，材料业务大幅下滑，预计下半年将转正。20H1 材料业务实现营收 12.35 亿元，同比下降 46.5%，环比 19H2 下降 38.1%，主要是由于行业需求下滑对材料的采购相应减少，同时上游金属价格持续下跌。子公司湖南邦普 20H1 实现营收 16.9 亿元，同比下降 38%，净利润 1.40 亿元，同比下降 57%，邦普 20H1 净利率 8.3%，同比下降 3.7pct。Q3 行业排产迎来拐点，需求明显恢复，预计公司下半年材料业务将转正。此外，公司积极投资建设福鼎三元正极项目（10 万吨，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，强化在材料领域竞争优势。

图 8：宁德时代子公司经营情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	2020H1						19H2			19H1			2019		
公司名称	营业收入(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比	净利率	同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率
江苏时代	20.76		3.27		15.75%								48.67	5.48	11.3%
湖南邦普	16.87	-37.98%	1.40	-57.04%	8.30%	-3.68pct	24.35	3.13	0.4%	27.20	3.26	12.0%	51.55	6.39	12.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能持续放量，频繁合资加强合作，有望成为公司另一大增长点。20H1 储能业务营收 5.67 亿元，同比大增 136%，预计上半年装机 0.7Gwh，主要配套国内和海外市场电网侧储能，盈利能力强，预计毛利率 40%以上。我们预计储能电池 20 年出货量有望达到 3-4gwh 以上，持续放量。公司定增项目包括投资 30 亿用于电化学储能研发，同时频繁合资布局储能市场，持续发力储能市场。

图 9：公司储能业务布局

日期	合作对象	事件
2018.6.20	福建晋江市	总投资24亿，计划分三期实施：项目一期规划建设规模为100MWh锂电池储能电站；二期将扩建500MWh锂电池储能电站；三期将扩建1000MWh锂电池储能电站，同时还将配套建设移动储能及移动充电设施。
2019.1.21	星云科技	签订合资经营合同，设立了福建时代星云科技有限公司，注册资本1亿
2019.9.1	美国Powin Energy	宁德时代与Powin Energy签订了1.85GWh的储能电池芯供货合约
2020.4.3	国网综能	宁德时代与国网综能等共同出资的国网时代（福建）储能发展有限公司正式成立，注册资本为4亿元
2020.4.10	易事特	宁德时代与易事特合资，设计产能1 Gwh。
2020.4.12	科士达	宁德时代、科士达储能设备制造项目在福建霞浦正式开工，投资10亿。其中一期投资4亿，建成后年产储能PACK 1GWh，充电柱整桩1.2万套，年产值约6亿元
2020.4.18	美国Powin Energy	美国Powin Energy推出了3款储能新产品均配套宁德时代铁锂产品。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

其他业务收入大幅增长，收入占比达到 20%。其他业务主要为技术许可费、废料处理、研发服务等，20H1 实现营收 35.5 亿元，同比增长 234%，收入占比达到 19%，同比大幅提升 14pct，其他业务毛利率基本稳定在 30%以上，提振公司整体盈利水平。

3. 财务部分：三费微降，仍保持高质量现金流

员工薪酬下滑带动管理费用下降，三费整体微降。20H1 公司三费（包含研发费用）合计 24.98 亿元，同比减少 12.37%，费用率（包含研发费用）为 13.3%，同比下降近 1pct。其中 20Q2 期间费用合计 12.34 亿，同比下降 4.1%，环比下降 2.4%。20H1 **销售费用** 7.9 亿元，同比下降 1.5%，销售费用率 4.2%，同比增 0.2pct，其中售后 4.16 亿，同比下降

18.3%，占电池收入的 3%；期末预计负债中售后服务费用余额 31.8 亿，同时期末销售返利余额 29.3 亿，新增 4.3 亿。**管理费用** 8.1 亿元，同比下降 23.8%，管理费用率 4.3%，同比下降 1pct，主要因为 20H1 员工薪酬 3.97 亿，同比下降 42%。**财务费用**-4.0 亿元，财务费用率-2.1%，同比持平；**研发费用** 13 亿元，同比下降 8.1%，研发费用率 6.9%，同比下降 0.1pct，其中职工薪酬 5 亿，同比下降 19%，期末公司研发人员达到 5368 人，较 19 年末规模相当。

图 10：公司 20H1 费用情况（百万）

	2019/03/31	2019/06/30	2019/09/30	2019/12/31	2020/03/31	2020/06/30	1H2019	1H2020
营业税金及附加	87	31	84	71	54	47	118	101
销售费用	401	403	673	679	353	440	804	792
-销售费用率	4.0%	3.9%	5.3%	5.3%	3.9%	4.5%	4.0%	4.2%
管理费用	525	537	567	204	413	397	1,062	810
-管理费用率	5.3%	5.2%	4.5%	1.6%	4.6%	4.1%	5.2%	4.3%
研发费用	749	665	843	736	639	660	1,413	1,298
-研发费用率	7.5%	6.5%	6.7%	5.7%	7.1%	6.7%	7.0%	6.9%
财务费用	-110	-318	-205	-149	-140	-262	-428	-402
-财务费用率	-1.1%	-3.1%	-1.6%	-1.2%	-1.5%	-2.7%	-2.1%	-2.1%
资产减值损失	36	-385	-129	-884	-97	-241	-349	-338
信用减值损失	15	-94	-2	-125	-9	-113	-80	-122
期间费用	1,564	1,287	1,879	1,470	1,264	1,234	2,851	2,498
-期间费用率	**15.7%**	**12.5%**	**14.9%**	**11.4%**	**14.0%**	**12.6%**	**14.1%**	**13.3%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 大幅计提减值，拉低利润。公司 20H1 提资产减值损失 3.38 亿，计提信用减值损失 1.22 亿，合计 4.6 亿，同比减少 13.3%。资产减值 3.38 亿全部为存货跌价损失，同比增 6%；信用减值损失主要为其他应收款坏账损失 1.04 亿元，期末公司其他应收款 42.3 亿，较期初下降 7%。20Q2 公司合计计提信用减值和资产减值损失 3.54 亿，同比减少 26%，环比 20Q1 大幅增长 234%。

原材料及发出商品大幅减少，存货较年初下降 21%。20H1 期末存货为 91.2 亿，较年初下降 21%；其中原材料期末账面价值达 13.9 亿元，同比下降 46%，上半年因疫情影响运输，导致库存补充较慢；库存商品期末账面价值达 36.59 亿元，较年初增长 5%；发出商品 26.89 亿，较年初减少 12.2 亿，对应发出商品中有 1.5gwh 于上半年确认。此外 20H1 存货跌价准备较年初增加 2.7 亿，库存商品 1.4 亿，半成品 1 亿。

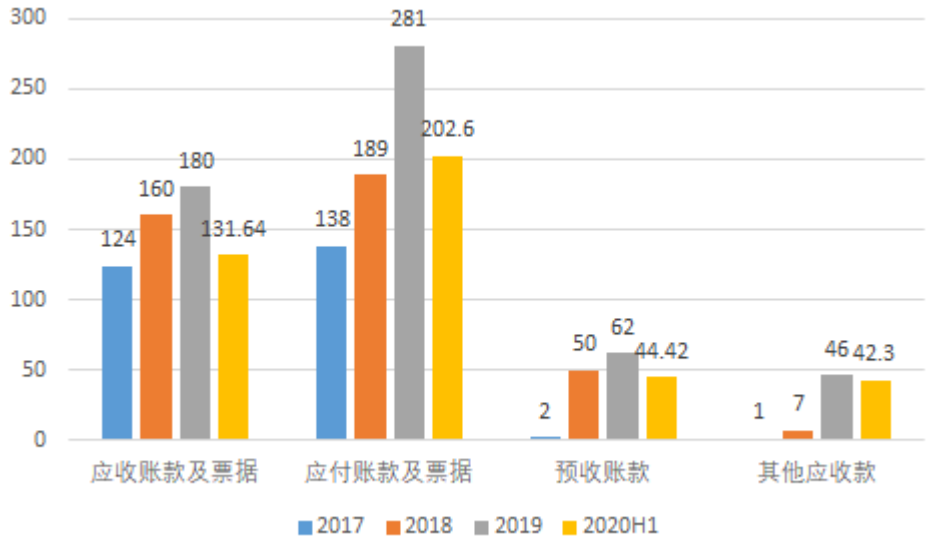
图 11：宁德时代存货明细（亿元）

项目	期末余额			期初余额			
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值	同比
原材料	**19.15**	**5.24**	**13.91**	**30.61**	**4.87**	**25.73**	**-46%**
在产品	2.31	0	2.31	1.94	0	1.94	19%
库存商品	**42.05**	**5.46**	**36.59**	**38.80**	**4.03**	**34.77**	**5%**
周转材料	0.27	0.01	0.26	0.22	0.01	0.22	21%
发出商品	**26.89**	**0.48**	**26.42**	**41.43**	**0.83**	**40.60**	**-35%**
自制半成品	10.23	1.68	8.54	9.94	0.73	9.21	-7%
委托加工物 资	3.49	0.32	3.17	2.38	0.04	2.34	36%
合计	**104.39**	**13.19**	**91.21**	**125.32**	**10.52**	**114.81**	**-21%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

应付款及预收款减少，经营性净现金流微降，但仍保持超高质量的现金流。期末公司应收账款 77.7 亿元，较年初下降 6.8%，与一季度末持平，应收账款周转天数 77 天，环比降 5%；期末其他应收款 42.3 亿，其中应收保证金及押金 34 亿。公司应付账款及票据 202.6 亿元，较年初下降 28%。期末公司预收账款 44.42 亿元，较年初下降 28.4%，较一季度末微降 5%。20 年上半年公司经营活动净现金流为 58.27 亿，同比下降 20%，销售商品收到现金/现金流为 1.28，仍保持良好的现金流情况；20Q2 单季度经营净现金流为 26.8 亿，同比增长 17%，环比下降 15%。账面现金为 375.7 亿，较年初增长 16%，短期借款 28.8 亿元，较年初增长 35%，长期借款及应付债券 113 亿，较年初增 74%。

图 12：宁德时代重要财务指标变化（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：宁德时代其他应收款项明细（亿元）

款项性质	2018	2019	2020H1
应收员工款项	0.7	0.8	3.1
应收保证金或押金	0.92	32.98	34
应收其他款项	4.39	14.51	8.77
合计	6.01	48.29	45.88

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资本开支力度保持，在建工程大增 16.7 亿，未来 2 年扩产高峰。20H1 公司资本开支 51.6 亿，同比增长 12%，期末固定资产 164 亿元，较年初减少了 10 亿元。期末在建工程 34.3 亿元，较一季度末大幅增加 16.7 亿，主要为湖西项目（新增 10 亿）、溧阳项目（新增 1.6 亿）、时代一汽项目（新增 2 亿）。预计未来 2-3 年仍为公司扩产高峰。公司拟募集金额不超过 200 亿投入四个动力及储能电池的建设和研发项目，建设电池总产能 52gwh，2-3 年内完成建设，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。同时公司德国基地规划 100gwh，将从 21 年开始逐步投产；并新增建设宁德市车里湾锂电基地，规划产能约 30-40gwh。此外，合资公司时代上汽、时代一汽、时代广汽产能也在逐步建设中。

图 14：宁德时代在建工程情况（亿元）

项目	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转固金额	期末余额	比例
宁德时代动力及储能电池系统智能化扩建改造项目	21.20	1.14	1.46	2.38	0.22	49.57%
宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目	98.60	4.63	12.24	2.14	14.73	41.58%
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	46.24	0.05	0.63	0.13	0.55	5.90%
江苏时代溧阳园区项目	120.00	2.29	2.58	0.91	3.96	39.30%
屏南时代屏南园区项目	13.62	1.58	0.51	0.25	1.84	31.43%
广东邦普三水园区项目	9.37	0.13	0.90	0.08	0.96	82.94%
湖南邦普五期项目	13.00	2.83	2.34	1.74	3.43	85.00%
时代上汽动力电池项目	70.00	0.20	1.08	1.07	0.21	41.00%
时代一汽动力电池项目	44.00	0.22	2.06		2.29	8.82%
时代广汽动力电池项目	42.26	0.60	0.26		0.86	2.02%
四川时代动力电池项目	100.00	0.61	0.42	0.61	0.42	1.03%
欧洲生产研发基地项目	143.30	0.32	0.34		0.67	4.92%
时代思康项目	3.40	0.09	0.33	0.03	0.40	12.54%
技术改造项目	24.70	5.16	5.71	7.36	3.51	44.11%
合计	**749.69**	**19.85**	**30.88**	**16.69**	**34.04**	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：宁德时代产能拆分（预估）

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁德时代	独资	青海	5		2	5	5	5	5	5
		宁德东桥	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
		宁德湖东M区	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
		宁德湖东N区	16	16	16	18	18	18	18	18
		宁德湖西一期	11	11	11	12	12	12	12	12
		宁德湖西二期	14	6	14	15	15	15	15	15
		溧阳一期	12		12	12	12	12	12	12
		溧阳二期	12			12	12	12	12	12
		德国图林根	100			2	4	14	30	50
		宁德湖西-定增项目	16			8	16	16	16	16
		江苏时代-溧阳三期	24				12	16	24	24
		四川时代一期	12				6	12	12	12
		四川时代二期	18						6	12
		宁德车里湾基地	32					8	16	32
		合计	**279**	**40**	**62**	**91**	**119**	**147**	**185**	**227**
	合资	时代上汽	36		8	18	23	28	36	36
		时代广汽	10			5	5	10	10	10
		时代东风	10				5	10	10	10
		时代吉利	10				5	10	10	10
		时代一汽	10				5	10	10	10
		合计	**76**	**0**	**8**	**23**	**43**	**68**	**76**	**76**

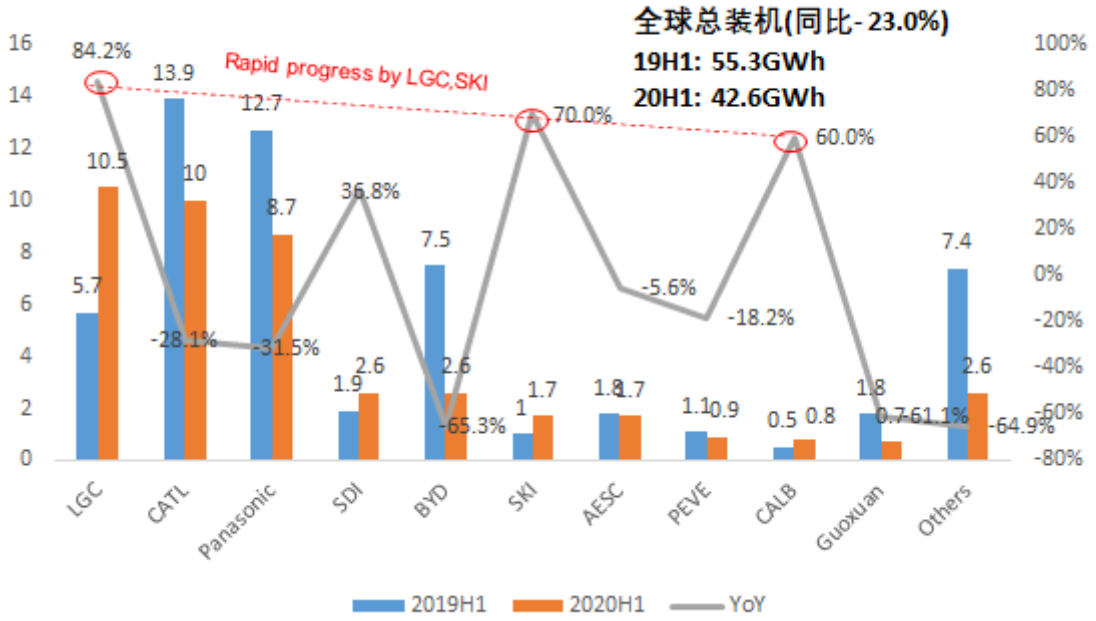
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间确定

全球市占率 23%，与 LG 齐平，同为全球龙头。20 年上半年全球电动车销量 90 万辆左右，装机电量 43gwh，同比下降 23%。其中宁德时代装机 10gwh（国内 8.8+海外 0.8），全球市占率 23%。上半年 LG 化学受益欧洲电动车高增长，上半年装机 10.5gwh，同比大增 84.2%，全球市占率 25%，上升全球第一。

图 16：全球动力电池竞争格局

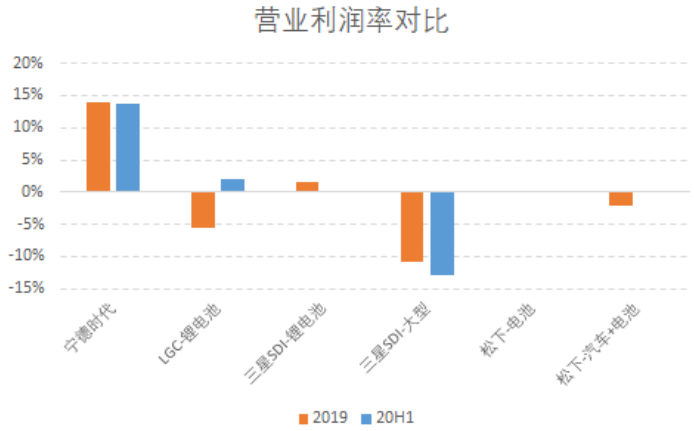
请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：SNE，东吴证券研究所

盈利好于海外，预计成本较海外低 10-15%。20H1 宁德时代毛利率、净利率分别达到 27.1%/11.4%。而同期海外仅 LG 化学实现营业利润转正，且在 2-3%的较低水平，其他如松下、三星、SK 等仍在大幅亏损。通过供应链管控+上下游超强议价的优势，我们预计宁德时代整体成本较海外低 10-15%，且该成本优势可长期维持。

图 17：宁德时代与海外电池企业盈利能力对比

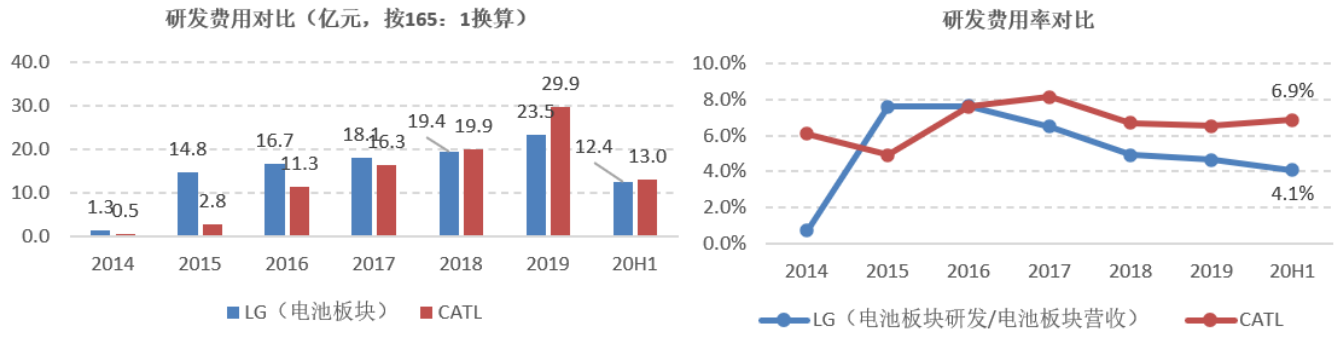


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入高于海外，CTP 技术形成技术代差优势。20H1 宁德时代研发费用 13 亿

元，研发费用率 6.9%，均领先于 LG 化学的电池板块研发投入。CATL 通过大量研发投入，覆盖基础材料至电池的庞大研发体系，力图掌握将各环节的核心技术，已经在部分技术上形成代差优势。如 CTP 技术的应用，公司 16 年开始开发，目前已经储备多代产品，目前已经和上汽 ir6、北汽 EU5 合作，预计年底国内更多车型率先使用，未来 1-2 年大面积铺开，进度领先海外同行。

图 18：宁德时代和 LG 化学研发费用对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极布局下游，整合优质资源：公司积极布局储能及运营等市场合作，20 上半年公司和国网在新疆、福建成立储能相关合资子公司，同时和蔚来合资发力换电运营业务，与蚂蚁金服合资进军消费金融领域。同时公司拟出资 190 亿，对产业链上市公司进行投资，主要为进一步整合产业链上优势资源，推动公司全球化战略布局，保障关键资源供应，并加强供应链管理。

图 19：宁德时代上下游布局情况

	进入时点	主营业务	投资额
普莱德	2016年3月	新能源汽车动力电池系统PACK的设计、研发、生产、销售与服务	6750万
Valmet Automotive	2017年1月	汽车整车及相关零部件的设计、制作等	3000万欧元
上汽时代	2017年5月	动力电池系统的开发、生产及销售	1.47亿元
North American Lithium	2018年3月	锂矿	3.5亿
北京新能源汽车技术创新中心	2017年11月	技术开发与技术咨询	3000万
晋江闽投电力储能科技有限公司	2018年6月	储能电池系统，咨询服务	4400万
湖北格林邦普	2017年11月	新能源材料研发，回收三元正极材料并再生产	3200万
宁乡金锂邦普	2018年9月	环保材料研发，污水处理等	1000万
南京卡睿创新	2018年8月	企业管理，商务咨询	1500万
North American Nickel	2018年4月	镍矿	1500万加元
宜宾天宜锂业	2019年11月11日	碳酸锂和氢氧化锂生产	1.05亿
曲靖麟铁	2019年5月12日	磷酸铁锂生产，首期规划年产能1万吨	4000万
宁德智享无限	2019年7月1日	二轮车换电服务商，面向二轮车及三轮车提供更换电池产品服务	3.35亿
福建时代星云科技	2019年1月21日	深耕储能领域，风光储充测一体化智能电站、家庭智能后备电源系统、基站智能后备电源系统	2000万
广汽时代	2018年7月19日	动力电池系统的开发、生产、销售	4900万
美青邦工程服务	2019年8月	工程咨询	3000万
无锡琅村投资中心	2018年12月1日	投资	550万
Pilbara Minerals	2019年9月4日	锂矿	5500万澳元
融和电科融资租赁	2019年9月	融资租赁	1.25亿
国网时代（新疆）	2020年3月	储能项目的投资、建设、运营	1200万
国网时代（福建）	2020年4月	储能项目的投资、建设、运营	1600万
安脉时代	2020年7月	智能制造	1960万
蔚能	2020年8月	电池租用服务BaaS	2亿
与蚂蚁金服合资项目	待定	消费金融	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

Q3 排产恢复，全年预计动力电池出货量有望达到 45gwh，同比微增，21 年有望高增。公司 7-8 月起排产已明显恢复，为国内“金九银十”做准备，且 9 月将开始供应特斯拉 M3 铁锂版本，Q4 将为大众 MEB 平台备货，Q3-Q4 出货量将逐季攀升，全年预计销量近 45gwh，增长 10%，其中海外市场贡献 5gwh。21 年我们预计全球电动车销量有望达到 380-400 万辆，同比增 40%以上，而宁德作为全球龙头，且将受益于特斯拉、海外车企放量，增速将超越行业，出货量有望达到 70gwh 以上，同比增 55%。

全面领先，全球龙头地位确立，长期成长空间确定。宁德时代从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，全球龙头地位确立。公司在国内份额达到 50%左右，海外市场今年开始逐步放量，后续将成公司另一个高增长驱动力。18-19 年获得骄人定点成绩，包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代、丰田等，多点开花，未来 5 年订单可见度高。预计宁德 20 年海外出口 5-6gwh，21 年规模翻倍以上。长期看，我们预计宁德在国内份额 40%以上，海外份额 20%以上。预计 25 年出货 350gwh，较 19 年增长 7.8 倍，成长空间确定。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 55.42/76.70/101.6 亿元，同比分别 22%/38%/32%；EPS 分别 2.38/3.29/4.36 元；对应现价 PE 分别 82/59/45 倍，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

宁德时代三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	71,695	99,814	120,614	152,000
现金	32,270	52,606	61,241	74,506
应收账款	8,339	9,667	13,153	17,813
存货	11,481	13,316	17,935	24,307
其他流动资产	14,499	17,677	20,633	26,385
非流动资产	29,657	33,255	34,495	34,774
长期股权投资	1,540	1,540	1,540	1,540
固定资产	17,417	21,781	24,072	24,101
无形资产	2,302	2,188	2,172	2,054
其他非流动资产	8,397	7,745	6,710	7,078
资产总计	101,352	133,070	155,109	186,773
流动负债	45,607	51,656	67,846	90,090
短期借款	2,126	1,500	1,500	1,500
应付账款	10,692	12,617	17,192	23,531
其他流动负债	32,790	37,539	49,154	65,059
非流动负债	13,557	14,557	14,048	15,048
长期借款	4,981	5,981	6,981	7,981
其他非流动负债	8,576	8,576	7,068	7,068
负债合计	59,164	66,213	81,895	105,138
少数股东权益	4,053	4,568	5,326	6,331
归属母公司股东权益	38,135	62,289	67,888	75,304
负债和股东权益	101,352	133,070	155,109	186,773

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,472	10,961	18,822	23,198
投资活动现金流	1,856	-9,500	-9,075	-9,950
筹资活动现金流	4,168	18,876	-1,112	17
现金净增加额	19,497	20,337	8,635	13,265
折旧和摊销	4,409	5,802	7,710	9,571
资本开支	9,612	9,500	9,100	10,000
营运资本变动	2,158	-785	3,134	2,975

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,788	52,505	71,442	96,751
减：营业成本	32,483	38,331	52,230	71,486
营业税金及附加	272	312	425	575
营业费用	2,157	2,415	3,215	4,160
管理费用	4,825	5,355	6,930	8,804
财务费用	-782	-966	-1,467	-1,760
资产减值损失	1,670	784	971	1,228
加：投资净收益	27	-70	-70	-70
其他收益	-80	0	25	50
营业利润	5,759	6,955	9,793	12,975
加：营业外净收支				
利润总额	5,761	6,962	9,800	12,982
减：所得税费用	748	905	1,372	1,817
少数股东损益	452	515	759	1,005
归属母公司净利润	4,560	5,542	7,670	10,160
EBITDA	9,386	11,790	16,036	20,786

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.96	2.38	3.29	4.36
每股净资产(元)	17.27	26.74	29.14	32.33
发行在外股份(百万股)	2,208	2,329	2,329	2,329
ROIC(%)	18.8%	19.0%	17.5%	21.6%
ROE(%)	12.0%	8.9%	11.3%	13.5%
毛利率(%)	29.1%	27.0%	26.9%	26.1%
销售净利率(%)	10.9%	11.5%	11.8%	11.5%
资产负债率(%)	58.4%	49.8%	52.8%	56.3%
收入增长率(%)	54.6%	14.7%	36.1%	35.4%
净利润增长率(%)	34.6%	21.5%	38.4%	32.5%
P/E	99.30	81.71	59.04	44.57
P/B	11.87	7.27	6.67	6.01
EV/EBITDA	50	40	29	22

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