

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

电气设备

宁德时代(300750)

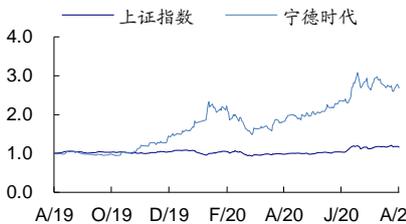
增持

2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,329/1,226
总市值/流通(百万元)	452,850/238,255
上证综指/深圳成指	3,330/13,428
12 个月最高/最低(元)	224.29/68.38

相关研究报告:

- 《国信证券-宁德时代-300750-19 年年报点评: 动力航母稳健前行》——2020-04-27
- 《国信证券-宁德时代-300750-公司业绩快报点评: 业绩符合预期, 龙头加速扩产》——2020-02-28
- 《国信证券-电力设备新能源-宁德时代-强者愈强, 动力航母拟募资再拓版图》——2020-02-27
- 《宁德时代-300750-2019 年半年报点评-受益行业抢装高增长, 龙头优势持续凸显》——2019-08-26
- 《宁德时代-300750-2018 年年报点评-业绩符合预期, 锂电龙头再扩张》——2019-04-25

证券分析师: 居嘉骁

E-MAIL: jujiaxiao@guosen.com

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q2 业绩超预期, 后补贴时代龙头加快布局

● 2020Q2 营收净利润均超预期, 国内动力电池龙头披荆斩棘

公司二季度单季度实现营收 98.00 亿元 (-4.70%), 归母净利润 11.95 亿元 (+13.27%), 扣非归母净利润 9.48 亿元 (+5.05%), 营收和净利润均超预期, 2020H1 合计实现营业收入 188.29 亿元 (-7.08%), 归母净利润 19.37 亿元 (-7.86%), 扣非归母净利润 13.77 亿元 (-24.30%); 从收入结构角度看, 公司 2020H1 实现动力电池系统销售收入 134.78 亿元 (-20.21%); 储能系统销售收入 5.67 亿元 (+136.41%); 锂电材料销售收入 12.35 亿元 (-46.53%), 动力电池销售收入在公司营收中占比为 71.58%, 是公司核心支撑业务。

● 2020H1 动力锂离子电池装机量行业第一, 发力储能市场

公司 2020H1 实现产量 15.08GWh, 产能利用率达到 52.50%; 市占率方面, GII 统计公司 2020H1 实现动力电池装机 8.84GWh, 市占率达到 49.37%位列行业第一, 在 2020 年上半年新能源车有效目录 3,900 余款车型中由公司配套的达到 2,000 余款车型, 占比约 51%。储能领域, 公司完成了采用低锂耗技术、长电芯循环寿命的电芯单体和相应系统平台产品的开发, 同时海外首个储能项目已在美国加州实现并网, 前期储能市场布局及推广逐步落地。

● 后补贴时代动力锂电池价格逐步下降, 龙头加速产业链布局

伴随新版补贴政策落地, 新能源汽车产业链降价压力逐步传导。动力电池价格较早出现逐步下降趋势。目前, CATL 在动力电池方面已完成绝大多数乘用车厂、客车厂以及专用车厂的配套, 海外客户方面公司已进入宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA、本田等整车厂的供应链, 伴随在德国的电池工厂加快推进以及参投芬兰 Valmet, 公司海外布局逐步加速。同时公司也在逐步加强锂电上下游产业链布局, 完善供应链体系。

● 风险提示: 政策执行不达预期; 电动车销量不及预期; 产品价格下降超预期。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级

维持原盈利预测, 预计 2020-2022 年收入 501.15/698.53/936.68 亿元, 同比增速 10.1/38.6/34.1%, 归母公司净利润分别为 54.28/72.77/95.10 亿元, 同比增速 19.0/34.1/30.7%; EPS=2.33/3.12/4.08 元。鉴于公司是国内动力电池龙头企业, 且进入产能持续扩张期, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

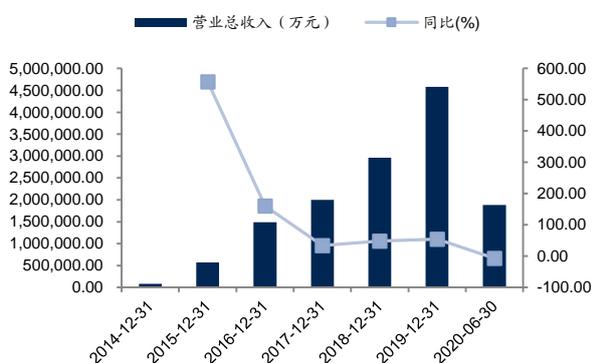
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	45,788	50,402	69,853	93,668
(+/-%)	54.6%	10.1%	38.6%	34.1%
净利润(百万元)	4560	5427.94	7277.45	9510.31
(+/-%)	34.6%	19.0%	34.1%	30.7%
摊薄每股收益(元)	2.06	2.33	3.12	4.08
EBIT Margin	19.8%	12.6%	12.1%	11.3%
净资产收益率(ROE)	12.0%	8.6%	10.5%	12.2%
市盈率(PE)	94.1	83.4	62.2	47.6
EV/EBITDA	36.7	66.0	51.0	43.7
市净率(PB)	11.26	7.20	6.51	5.80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

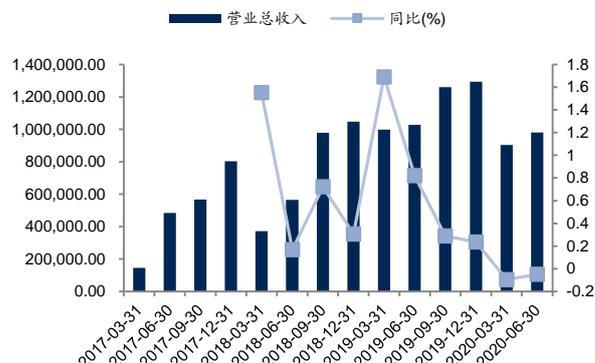
公司 2020H1 营收净利润均超预期，国内动力电池龙头披荆斩棘。公司 2020H1 实现营业收入 188.29 亿元 (-7.08%)，归母净利润 19.37 亿元 (-7.86%)，扣非归母净利润 13.77 亿元 (-24.30%)；其中二季度单季度实现营收 98.00 亿元 (-4.70%)，归母净利润 11.95 亿元 (+13.27%)，扣非归母净利润 9.48 亿元 (+5.05%)。在 2020H1 新能源汽车行业整体受补贴退坡叠加疫情及燃油车销量不佳影响下，公司作为锂电池行业龙头积极度过难关，营收和净利润均超预期。从收入结构角度看，公司 2020H1 实现动力电池系统销售收入 134.78 亿元 (-20.21%)，储能系统销售收入 5.67 亿元 (+136.41%)，锂电材料销售收入 12.35 亿元 (-46.53%)，动力电池销售收入在公司营收中占比为 71.58%，是公司核心支撑业务，公司其他业务收入高增长是超预期主要原因。

图 1：宁德时代年度营业收入及增速（单位：万元、%）



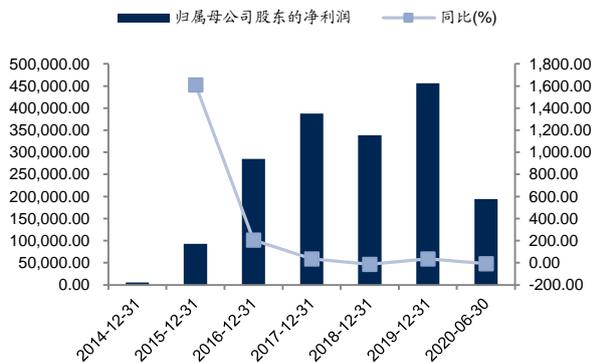
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：宁德时代单季营业收入及增速（单位：万元、%）



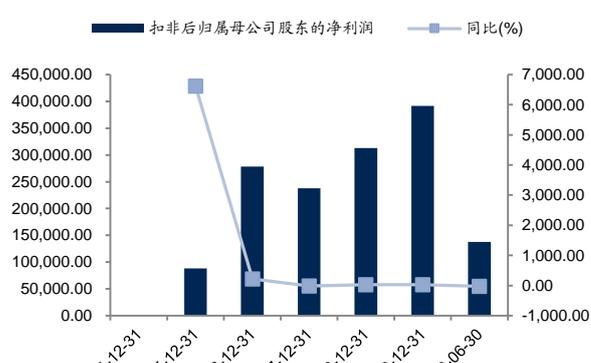
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：宁德时代年度归母净利润及增速（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

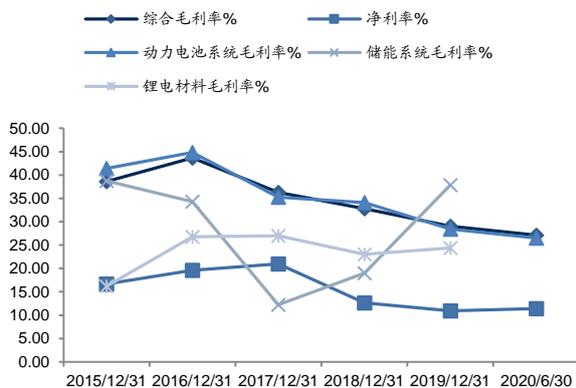
图 4：宁德时代年度扣非归母净利润及增速（单位：万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

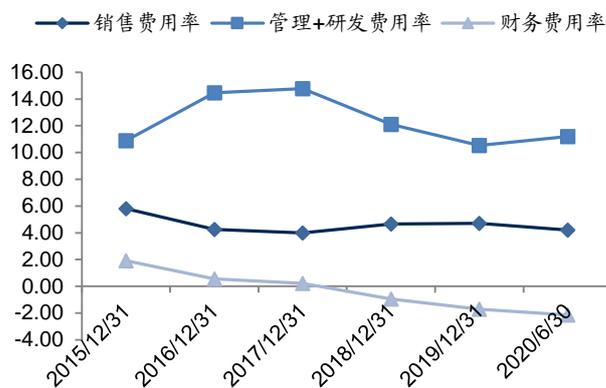
公司综合毛利率环比回升，销售、财务、管理和研发控制合理。2020H1 公司综合毛利率为 27.15%，伴随排产逐步恢复及规模效应毛利率得到回升，其中二季度单季度毛利率 29.05%，较一季度 25.09%回升 3.96%。按业务拆分，其中动力电池系统毛利率 26.50% (-2.38%)，相对较稳定。费用率方面，公司整体费用率基本控制合理。

图 5: 公司 2015-2020H1 毛利率、净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

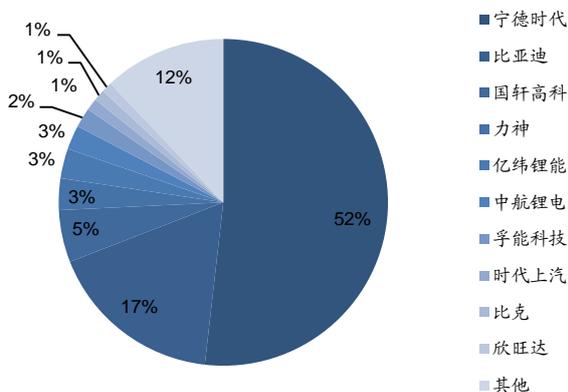
图 6: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

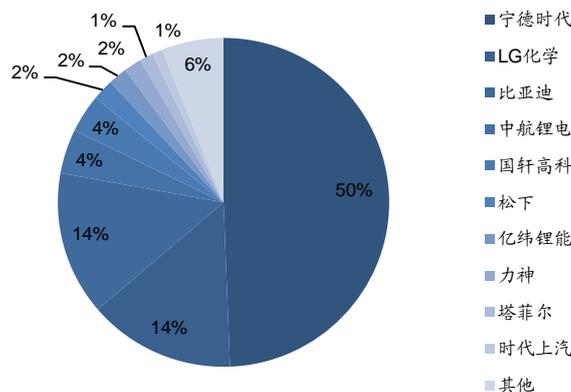
2020H1 动力锂离子电池装机量行业第一，发力储能市场。根据 GGII 统计 2020H1 行业实现动力电池装机量约 17.5GWh，同比下降 42%，而公司实现动力电池销售收入 134.78 亿元 (-20.21%)。产量方面，公司 2020H1 实现产量 15.08GWh，产能利用率达到 52.50%；市占率方面，GGII 统计公司 2020H1 实现动力电池装机 8.84GWh，市占率达到 49.37%位列行业第一。客户方面，公司基本覆盖国内外各大新能源汽车企业，在 2020 年上半年工信部公布的新能源车型有效目录 3,900 余款车型中由公司配套动力电池的有 2,000 余款车型，占比约 51%，是配套车型最多的动力电池厂商。储能领域，公司完成了采用低锂耗技术、长电芯循环寿命的电芯单体和相应系统平台产品的开发，同时海外首个储能项目已在美国加州实现并网，前期储能市场布局及推广逐步落地。

图 7: 2019 年全国动力电池行业装机格局



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2020H1 年全国动力电池行业装机格局



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

后补贴时代动力锂电池价格逐步下降，龙头加速产业链布局。伴随新版补贴政策落地，新能源汽车产业链降价压力逐步传导。动力电池价格较早出现逐步下降趋势。补贴退坡和电池价格下降不仅要求锂电池企业明确本下降路径，更要求龙头企业在补贴最后窗口期加速布局，抢占市场。目前，CATL 在动力电池方面已完成绝大多数乘用车厂、客车厂以及专用车厂的配套，与上汽、吉利、东风、广汽、北汽、长安等绝大多数一线厂商均有业务或股权层面合作；海外客户方面公司目前已进入宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA、本田等整车厂的供应链，伴随在德国的电池工厂加快推进以及参投芬兰 Valmet，公司海外

布局逐步加速。同时公司也在逐步加强锂电上下游产业链布局，完善供应链体系。

风险提示：

- 第一，补贴、双积分等政策执行不达预期导致新能源汽车增长不达预期；
- 第二，新能源车企中高端车型推出不顺利，市场认可度不及预期；
- 第三，行业产品价格下降速度远超成本降幅，影响公司业绩增速。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。考虑到三季度起行业排产恢复情况良好以及各大整车厂新车型逐步上市，维持原盈利预测，预计 2020-2022 年收入 501.15/698.53/936.68 亿元，同比增速 10.1/38.6/34.1%，归母公司净利润分别为 54.28/72.77/95.10 亿元，同比增速 19.0/34.1/30.7%；EPS=2.33/3.12/4.08 元，当前股价对应 PE=83/62/48x。鉴于公司是国内动力电池龙头企业，且公司 2020 年进入产能持续扩张期，未来有望受益锂电全球化趋势，业绩稳定增长，我们认为公司目前估值具有合理性，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200826	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PB (19A)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
002594	比亚迪	83.42	2,132	0.59	0.94	1.23	1.62	140.96	89.12	67.62	51.39	2.62%	2.48	未评级
002074	国轩高科	24.02	302	0.05	0.39	0.52	0.66	532.59	61.72	46.53	36.65	0.60%	1.84	买入
300014	亿纬锂能	50.43	928	1.57	1.09	1.49	1.90	32.11	46.35	33.82	26.56	25.49%	6.76	增持
300207	欣旺达	24.00	377	0.48	0.50	0.84	1.12	50.15	47.57	28.60	21.51	13.38%	5.48	未评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	32270	51868	41579	69149	营业收入	45788	50402	69853	93668
应收款项	22557	28145	37493	49575	营业成本	32483	36059	51233	69454
存货净额	11481	12736	11609	15790	营业税金及附加	272	278	401	537
其他流动资产	3998	5489	17463	13932	销售费用	2157	2419	2934	3934
流动资产合计	71695	98702	108762	149270	管理费用	1833	5270	6866	9129
固定资产	19414	28277	34985	40738	财务费用	(782)	(603)	(732)	(944)
无形资产及其他	2302	2072	1842	1612	投资收益	(80)	(100)	(80)	(73)
投资性房地产	6400	6400	6400	6400	资产减值及公允价值变动	1462	(24)	49	496
长期股权投资	1540	1915	2390	2815	其他收入	(5449)	0	0	0
资产总计	101352	137367	154379	200836	营业利润	5759	6855	9121	11981
短期借款及交易性金融负债	3203	2641	2651	2832	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	28112	37685	51704	69968	利润总额	5761	6857	9123	11983
其他流动负债	14292	14464	8319	24739	所得税费用	748	890	1129	1532
流动负债合计	45607	54790	62673	97538	少数股东损益	452	538	716	941
长期借款及应付债券	6489	6489	6489	6489	归属于母公司净利润	4560	5428	7277	9510
其他长期负债	7068	8653	10480	12604					
长期负债合计	13557	15142	16969	19093					
负债合计	59164	69932	79642	116631					
少数股东权益	4053	4554	5208	6060					
股东权益	38135	62882	69529	78144					
负债和股东权益总计	101352	137367	154379	200836					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4560	5428	7277	9510
资产减值准备	695	792	559	555
折旧摊销	4252	1551	2013	2417
公允价值变动损失	(1462)	24	(49)	(496)
财务费用	(782)	(603)	(732)	(944)
营运资本变动	3290	3787	(9936)	24631
其它	(300)	(291)	96	297
经营活动现金流	11036	11291	(40)	36915
资本开支	(12510)	(11000)	(9000)	(8000)
其它投资现金流	(1390)	926	(154)	(206)
投资活动现金流	(14475)	(10448)	(9629)	(8631)
权益性融资	1218	19700	0	0
负债净变化	1490	0	0	0
支付股利、利息	(573)	(381)	(630)	(895)
其它融资现金流	4927	(562)	10	181
融资活动现金流	7977	18757	(620)	(715)
现金净变动	4538	19599	(10289)	27570
货币资金的期初余额	27731	32270	51868	41579
货币资金的期末余额	32270	51868	41579	69149
企业自由现金流	2901	(115)	(9545)	28306
权益自由现金流	9318	(152)	(8893)	29310

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.06	2.33	3.12	4.08
每股红利	0.26	0.16	0.27	0.38
每股净资产	17.27	26.99	29.85	33.55
ROIC	18%	12%	13%	16%
ROE	12%	9%	10%	12%
毛利率	29%	28%	27%	26%
EBIT Margin	20%	13%	12%	11%
EBITDA Margin	29%	16%	15%	14%
收入增长	55%	10%	39%	34%
净利润增长率	35%	19%	34%	31%
资产负债率	62%	54%	55%	61%
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
P/E	94.1	83.4	62.2	47.6
P/B	11.3	7.2	6.5	5.8
EV/EBITDA	36.7	66.0	51.0	43.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032