

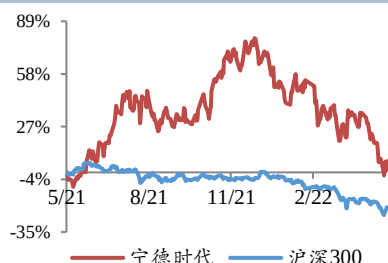
成本上升业绩承压，上游布局待后续盈利修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-04

收盘价（元）	409.11
近 12 个月最高/最低（元）	688/348.44
总股本（百万股）	2,331
流通股本（百万股）	2,039
流通股比例（%）	87.46
总市值（亿元）	9,536
流通市值（亿元）	8,340

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：牛义杰

执业证书号：S0010121120038

邮箱：niuyj@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源-公司研究-宁德时代深度-面向两大万亿赛道，技术与成本造就锂电王者》2021-3-3
- 《华安证券新能源-公司点评-宁德时代年报点评-龙头地位稳固，经营性现金流强劲》2021-4-28
- 《华安证券新能源-公司点评-宁德时代年报点评-业绩高增，龙头地位稳固，竞争优势明显》2022-4-22

主要观点：

● 业绩

2022 年一季度公司实现营收 468.8 亿元，同比+154%，环比-14.6%；实现归母净利润 14.9 亿元，同比-23.7%，环比-81.8%；扣非归母净利 9.8 亿元，同比-41.4%，环比-85.7%。

● Q1 毛利环比大降，上游成本高增及下游提价未达预期为主要原因，看好 Q2 盈利恢复

公司 2022 年 Q1 毛利率为 14.48%，环比-10.88%，低于市场预期，我们认为主要有以下原因：（1）原材料价格上涨导致公司电池制造成本连续攀升，在锂资源紧缺且锂价不断上涨的背景下，2021 年宁德时代大力布局上游锂资源，但从锂矿到锂盐产出需要较长时间，而短期逐步消耗低价长协锂盐订单，需求刚性且不断攀升带来成本端压力不断放大，同时疫情影响排产出货量下滑库存上升造成近期集中体现。（2）22 年 Q1 电池提价实际情况未达预期。2021 年 Q4 动力电池单价为 0.79 元/wh，较 Q3 单价提升了 0.02 元/wh，表明宁德时代 21 年四季度涨价逐步落地，彼时提价情况优于其他二线厂商，但在今年 Q1 提价实际情况未达预期，动力电池单价维持在 0.79 元/wh 的水平。后续公司提价将逐步落地，且更多客户参与金属联动定价模式利于成本传导，此外上游锂盐价格持续上涨态势在二季度有所放缓甚至小幅回落，预计将在成本端给予公司一定缓释效果，看好公司 Q2 动力电池板块盈利恢复。

● Q1 产销符合预期，龙头地位依旧，产能规模持续扩张

根据 SNE，公司 Q1 全球装机量 33.3GWh，市占率提升至 35%，稳居行业第一。考虑车企备货需求，我们预计公司 Q1 季度电池销量 50GWh。环比-15%，符合预期。近期疫情影响，公司排产与出货延迟，预计 5 月逐步恢复，而新能源车需求刚性，储能需求不断攀升，全年出货量相比去年或将翻倍增长。公司通过成立子公司、参股或合作等方式，对电池上游几乎进行了全方面布局。对相对紧缺的上游锂资源，公司通过投资、长协、自行开采和回收利用等方式保障锂资源的供应。注重研发，看好长期成长。为满足下游高增的需求，公司产能规模快速扩张，截止 2021 年底，公司已有电池产能 170GWh，预计 2025 年，公司产能规划将超 650GWh。

● 投资建议：考虑原材料成本上涨及疫情反复影响企业排产等因素，我们下修 22/23/24 年公司归母净利润为 239/387/561 亿元，对应 P/E 为 40/25/17，维持“买入”评级。

● 风险提示：原材料涨幅超预期，电池提价低于预期，行业发展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	130356	256684	414185	602798
收入同比（%）	159.1%	96.9%	61.4%	45.5%
归属母公司净利润	15931	23899	38712	56118
净利润同比（%）	185.3%	50.0%	62.0%	45.0%
毛利率（%）	26.3%	20.6%	20.7%	20.6%
ROE（%）	18.9%	22.0%	26.3%	27.6%
每股收益（元）	6.88	10.25	16.61	24.08
P/E	85.51	39.90	24.63	16.99
P/B	16.22	8.80	6.48	4.69
EV/EBITDA	53.89	33.41	18.27	11.31

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	177735	321550	521317	782422	营业收入	130356	256684	414185	602798
现金	89072	118435	197567	313853	营业成本	96094	203751	328264	478911
应收账款	23754	52191	84216	122566	营业税金及附加	487	770	1243	1808
其他应收款	3115	11494	18546	26992	销售费用	4368	7701	12426	18084
预付账款	6466	9650	15547	22682	管理费用	3369	6417	10355	15070
存货	40200	79683	128377	187293	财务费用	-641	582	902	336
其他流动资产	15128	50097	77063	109036	资产减值损失	-2034	-1000	-2000	-3000
非流动资产	129932	163008	190266	211086	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10949	9949	7949	4949	投资净收益	1233	2567	4142	6028
固定资产	41275	68425	91075	109225	营业利润	19824	28814	46653	67626
无形资产	4480	4980	5480	5980	营业外收入	183	200	300	400
其他非流动资产	73228	79654	85762	90932	营业外支出	120	150	200	250
资产总计	307667	484558	711582	993508	利润总额	19887	28864	46753	67776
流动负债	149345	280939	442595	637701	所得税	2026	2886	4675	6778
短期借款	12123	12123	12123	12123	净利润	17861	25978	42078	60998
应付账款	48784	95539	153923	224562	少数股东损益	1929	2078	3366	4880
其他流动负债	88437	173277	276548	401016	归属母公司净利润	15931	23899	38712	56118
非流动负债	65700	84961	108074	133499	EBITDA	24784	27278	46968	68121
长期借款	22119	41380	64493	89918	EPS (元)	6.88	10.25	16.61	24.08
其他非流动负债	43581	43581	43581	43581	主要财务比率				
负债合计	215045	365900	550669	771200	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	8109	10192	13572	18484	成长能力				
股本	2331	2331	2331	2331	营业收入	159.1%	96.9%	61.4%	45.5%
资本公积	43164	43164	43164	43164	营业利润	184.8%	45.4%	61.9%	45.0%
留存收益	39019	62971	101847	158330	归属于母公司净利	185.3%	50.0%	62.0%	45.0%
归属母公司股东	84513	108466	147341	203825	获利能力				
负债和股东权益	307667	484558	711582	993508	毛利率 (%)	26.3%	20.6%	20.7%	20.6%
现金流量表					净利率 (%)	12.2%	9.3%	9.3%	9.3%
单位:百万元					ROE (%)	18.9%	22.0%	26.3%	27.6%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	11.2%	11.0%	13.3%	13.9%
经营活动现金流	42908	48888	93000	126150	偿债能力				
净利润	15931	23899	38712	56118	资产负债率 (%)	69.9%	75.7%	77.6%	78.0%
折旧摊销	6437	3350	7850	12350	净负债比率 (%)	232.2%	311.2%	347.1%	355.4%
财务费用	1580	2586	3575	4816	流动比率	1.19	1.15	1.18	1.24
投资损失	-1561	-2567	-4142	-6028	速动比率	0.88	0.83	0.85	0.91
营运资金变动	17470	18642	41822	51285	营运能力				
其他经营现金流	1513	8234	2074	12443	总资产周转率	0.42	0.53	0.58	0.60
投资活动现金流	-53781	-39050	-36097	-34061	应收账款周转率	5.49	4.92	4.92	4.92
资本支出	-43765	-31399	-31317	-31229	应付账款周转率	1.97	2.13	2.13	2.13
长期投资	-11391	-9319	-8022	-7959	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1375	1667	3242	5128	每股收益	6.88	10.25	16.61	24.08
筹资活动现金流	23659	19885	23390	30240	每股经营现金流薄)	18.41	20.97	39.90	54.12
短期借款	5788	0	0	0	每股净资产	36.26	46.51	63.12	87.20
长期借款	16051	22471	26966	35055	估值比率				
普通股增加	1	0	0	0	P/E	85.51	39.90	24.63	16.99
资本公积增加	1502	0	0	0	P/B	16.22	8.80	6.48	4.69
其他筹资现金流	317	-2586	-3575	-4816	EV/EBITDA	53.89	33.41	18.27	11.31
现金净增加额	12074	29722	80293	122329					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

牛义杰：新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，一年行业研究经验，覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。