宁德时代（300750）

全球电动车需求爆发，龙头扩产再提速

买入（维持）

2020 年 12 月 29 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	45,788	50,074	87,534	123,615
同比（%）	55%	9%	75%	41%
归母净利润（百万元）	4,560	5,202	9,701	13,567
同比（%）	35%	14%	87%	40%
每股收益（元/股）	1.96	2.23	4.16	5.82
P/E（倍）	157.33	137.93	73.96	52.89

投资要点

- **事件：**公司公告，拟总投资 390 亿建设/扩建三大基地。1）江苏时代：投资不超过 120 亿，建设动力及储能锂电池研发与生产项目（四期）。2）四川时代：拟投资不超过 100 亿元，扩建宜宾动力电池基地。项目分两期建设，一期建设期不超过 26 个月，二期将在一期建设后两年内启动。3）宁德福鼎基地：总投资不超过 170 亿，项目分两期建设，一期建设期不超过 26 个月，二期将在一期建设后两年内启动。
- **需求爆发，宁德时代扩产大幅提速，超预期。**根据 20 年 2 月底定增公告测算，单 gwh 扩产平均投资额为 3.08 亿元。此次新增 390 亿投资额，对应约 130gwh 新增产能。由于纯电动化平台密集推出，新产品周期带动电动车 toc 端需求爆发，全球电动化元年来临，宁德时代扩产加速，以满足动力电池未来 5 年复合 40%+的增长。在此前的规划上，此次公告宁德新增了超过 130gwh 的规划，扩张大幅提速，力度再超预期。拆分来看，1）江苏时代，一期二期合计 10gwh 已经投产，三期投资 74 亿拟建设产能 24gwh。此次新增 120 亿投资建设四期，预计规划产能 40gwh。2）四川时代，一期投资 40 亿规划产能 12gwh，此次公布扩建项目投资 100 亿，预计新增产能规划 30gwh。3）福鼎基地新增一二期，投资 170 亿，预计规划产能约 60gwh。
- **规划产能增加 3-4 倍，持续高增，全球龙头优势再扩大。**公司目前 7 大主要基地，包括宁德章湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，合计规划产能超过 400gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划近 500gwh，在全球电池企业中规划产能最大（lg 规划 2023 年产能达到 230gwh）。20 年底公司产能 120gwh（独资 100gwh），21 年底预计扩至 190gwh 左右。
- **行业景气度超预期，预计宁德 21 年出货 100gwh 以上，同比翻番。**Q1 行业继续满产，景气度超预期，公司 1 月排产延续满产，2 月春节微降，3 月恢复，Q1 预计排产 20gwh 以上，同比增长 300%。全年来看，国内市场 tob 端需求恢复，同时新车型 MY、ID4 放量，造车新势力再上台阶，我们预计 21 年国内销量 200 万辆以上，对应电池需求约 100gwh，同比增长 50+%。预计宁德 21 年国内份额将恢复至 50%以上。海外方面，欧洲市场持续高增长，宁德将受益于 PSA，大众，戴姆勒等拉动，21 年动力电池出口将翻番至 15 以上 gwh。此外，国内外储能市场爆发，宁德时代凭借规模及成本优势，储能销量有望 2 倍以上增长至 10gwh 以上。我们预计宁德 21 年动力及储能出货 100gwh 以上，同比翻番。
- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为 52.0/97.0/135.7 亿元，同比分别 14%/87%/40%；EPS 分别 2.23/4.16/5.82 元；对应现价 PE 分别 138/74/53 倍。我们给予 21 年 95 倍 PE，对应目标价 395.2 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
研究助理 吴辉凡
wuhf@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	308.00
一年最低/最高价	104.84/275.23
市净率(倍)	9.93
流通 A 股市值(百万元)	322808.42

基础数据

每股净资产(元)	26.34
资产负债率(%)	51.67
总股本(百万股)	2329.47
流通 A 股(百万股)	1234.64

相关研究

1、《宁德时代（300750）三季报点评：宁德时代三季报点评：大额减值拖累增速，海外放量强化龙头优势》2020-10-28

2、《宁德时代（300750）点评：拟推第三次股权激励，定价高位彰显长期信心》2020-10-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司公告，拟总投资 390 亿建设/扩建三大基地，资金来源为企业自筹。1）江苏时代：投资不超过 120 亿，建设动力及储能锂电池研发与生产项目（四期）。总占地面积约 1000 亩。2）四川时代：拟投资不超过 100 亿元，扩建宜宾动力电池基地。项目分两期建设，一期建设期不超过 26 个月，二期将在一期建设后两年内启动。占地面积一期、二期分别 500、450 亩。3）宁德福鼎基地：总投资不超过 170 亿，项目分两期建设，一期建设期不超过 26 个月，二期将在一期建设后两年内启动。占地面积一期、二期分别 1500、800 亩

需求爆发，宁德时代扩产大幅提速，超预期。根据 20 年 2 月底定增公告测算，单 gwh 扩产平均投资额为 3.08 亿元。此次新增 390 亿投资额，对应约 130gwh 新增产能。由于纯电动化平台密集推出，新产品周期带动电动车 toc 端需求爆发，全球电动化元年来临，宁德时代扩产加速，以满足动力电池未来 5 年复合 40%+的增长。在此前的规划上，此次公告宁德新增了超过 130gwh 的规划，扩张大幅提速，力度再超预期。拆分来看，1）江苏时代，一期二期合计 10gwh 已经投产，三期投资 74 亿拟建设产能 24gwh。此次新增 120 亿投资建设四期，预计规划产能 40gwh。2）四川时代，一期投资 40 亿规划产能 12gwh，此次公布扩建项目投资 100 亿，预计新增产能规划 30gwh。3）福鼎基地新增一二期，投资 170 亿，预计规划产能约 60gwh。

图 1：本次公告投资额及规划产能预测

基地	本次投资额（亿元）	预计产能（gwh）	此前规划
江苏时代溧阳基地	120	四期40gwh	一期二期合计10gwh；三期投资74亿建设24gwh
四川时代-扩建	100	扩建30gwh	此前一期投资40亿建设12gwh
宁德福鼎基地	170	两期合计60gwh	新规划

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

规划产能增加 3-4 倍，持续高增，全球龙头优势再扩大。公司目前 7 大主要基地，包括宁德章湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，合计规划产能接近 400gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划近 500gwh，在全球电池企业中规划产能最大（lg 规划 2023 年产能达到 230gwh）。20 年底公司产能 120gwh（独资 100gwh），21 年底预计扩至 190gwh 左右。此前定增 3 个项目加车里湾基地，此次再扩溧阳四期、宁德福鼎项目，到 2025 年规划产能将接近 500gwh，满足公司在手订单需求，可支撑公司保持全球 30%以上份额。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：宁德时代产能测算（年底产能，gwh）

持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
独资	宁德东桥	0.6	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	6.6
	宁德湖东N区	18	16	16	18	18	18	18	18	18
	宁德湖东E区	12				6	12	12	12	12
	宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11	11	11
	宁德湖西二期	14	6	14	14	14	14	14	14	14
	宁德湖西三期	8			8	8	8	8	8	8
	宁德湖西四期	12			12	12	12	12	12	12
	宁德湖西-定增项目	16			8	16	16	16	16	16
	溧阳一期	4.4		4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
	溧阳二期	5.6			5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
	溧阳三期	24			6	24	24	24	24	24
	溧阳四期	**40**					**8**	**20**	**30**	**40**
	青海时代	9		1.5	3	9	9	9	9	9
	德国图林根	100				4	14	40	50	70
	四川时代一期	12				6	12	12	12	12
	四川时代二期	**30**					**6**	**16**	**20**	**30**
	宁德车里湾基地	32					16	24	32	32
	宁德福鼎基地	**60**					**6**	**20**	**40**	**60**
	合计	**415**	**40**	**54**	**97**	**145**	**203**	**273**	**325**	**385**
合资	时代上汽	36		8	18	22	28	36	36	36
	时代广汽	10				5	10	10	10	10
	时代东风	10				5	10	10	10	10
	时代吉利	10				5	10	10	10	10
	时代一汽	10				5	10	10	10	10
	合计	**76**	**0**	**8**	**18**	**42**	**68**	**76**	**76**	**76**
	独资+合资合计	**491**	**40**	**62**	**115**	**187**	**271**	**349**	**401**	**461**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业景气度超预期，预计宁德 21 年出货 100gwh 以上，同比翻番。Q1 行业继续满产，景气度再超预期，公司 1 月排产延续满产，2 月春节微降，3 月恢复，Q1 预计排产 20gwh 以上，同比增长 300%。全年来看，国内市场 tob 端需求恢复，同时新车型 MY、ID4 放量，造车新势力再上台阶，我们预计 21 年国内销量 200 万辆以上，对应电池需求约 100gwh，同比增长 50+%。其中新增合资车型、新势力、运营车等均由宁德主供，且独供特斯拉标续版，我们预计宁德 21 年国内份额将恢复至 50%以上。海外方面，欧洲市场持续高增长，宁德将受益于 PSA，大众，戴姆勒等拉动，21 年动力电池出口将翻番至 15 以上 gwh。此外，国内外储能市场爆发，宁德时代凭借规模及成本优势，储能销量有望 2 倍以上增长至 10gwh 以上。因此，我们预计宁德 21 年动力及储能出货 100gwh 以上，同比翻番。

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。公司目前国内份额 50%左右，海外市场 20 年开始放量，过去三年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。长期看，我们预计宁德在国内份额 45%以上，海外份额 20%以上。我们预计公司 25 年出货 350-400gwh，较 20 年增长 7 倍，五年复合增速 50%+，成长空间确定。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 52.0/97.0/135.7 亿元，同比分别 14%/87%/40%；EPS 分别 2.23/4.16/5.82 元；对应现价 PE 分别 138/74/53 倍。公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，我们给予 21 年 95 倍 PE，对应目标价 395.2 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

宁德时代三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	71,695	97,201	134,956	177,940
现金	32,270	52,683	65,335	83,317
应收账款	8,339	9,171	16,032	22,640
存货	11,481	12,181	21,730	30,638
其他流动资产	14,499	16,652	24,024	32,047
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	130,457	169,451	212,713
流动负债	45,607	49,323	80,842	111,941
短期借款	2,126	1,500	1,500	1,500
应付账款	10,692	11,936	20,830	29,659
其他流动负债	32,790	35,887	58,512	80,782
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	63,880	94,891	126,989
少数股东权益	4,053	4,536	5,437	6,698
归属母公司股东权益	38,135	62,041	69,123	79,026
负债和股东权益	101,352	130,457	169,451	212,713

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,472	10,945	23,318	28,629
投资活动现金流	1,856	-9,500	-9,075	-9,950
筹资活动现金流	4,168	18,969	-1,591	-696
现金净增加额	19,497	20,413	12,652	17,983
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	-794	5,239	4,517

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,788	50,074	87,534	123,615
减：营业成本	32,483	36,262	63,283	90,106
营业税金及附加	272	298	520	735
营业费用	2,157	2,303	3,851	5,315
管理费用	4,825	5,108	8,491	11,249
财务费用	-782	-968	-1,536	-1,967
资产减值损失	1,670	1,150	1,258	1,660
加：投资净收益	-80	0	25	50
其他收益	0	0	0	0
营业利润	5,759	6,603	12,321	17,234
加：营业外净收支	2	7	7	7
利润总额	5,761	6,610	12,328	17,241
减：所得税费用	748	925	1,726	2,414
少数股东损益	452	483	901	1,260
归属母公司净利润	4,560	5,202	9,701	13,567
EBITDA	9,386	11,437	18,496	24,838
EPS（元）	1.96	2.23	4.16	5.82

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.96	2.23	4.16	5.82
每股净资产(元)	17.27	26.63	29.67	33.92
发行在外股份(百万股)	2,208	2,329	2,329	2,329
ROIC(%)	18.8%	18.0%	21.6%	27.3%
ROE(%)	12.0%	8.4%	14.0%	17.2%
毛利率(%)	29.1%	27.6%	27.7%	27.1%
销售净利率(%)	10.9%	11.4%	12.1%	12.0%
资产负债率(%)	58.4%	49.0%	56.0%	59.7%
收入增长率(%)	54.6%	9.4%	74.8%	41.2%
净利润增长率(%)	38.2%	14.7%	86.6%	39.9%
P/E	157.33	137.93	73.96	52.89
P/B	18.81	11.56	10.38	9.08
EV/EBITDA	78	64	40	29

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