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 年 10 月 14 日

买入（维持）

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）	120.38	99.06	71.58	54.04

投资要点

- **事件：**宁德时代发布 2020 年限制性股票激励计划草案，拟授予第二类限制性股票 459.09 万股，占公司总股本 0.20%。激励计划授予的股票授予价格为 231.86 元/股。激励对象总人数为 4,688 人，主要包括在职的中层管理人员及核心骨干员工（含外籍员工）。中层管理人员自登记完成起 12 个月后分三期归属，每期比例 33%；核心人员自登记完成起 12 个月后分二期归属，每期比例 50%。

- **采用第二类限制性股票，授予价定位高点，彰显公司长期发展信心。**本次激励采用第二类限制性股票，即授予日无需实缴出资，待行权日再缴纳出资。授予价格确定为公告前 1 日交易均价的 99%，即为每股 231.86 元，对应市值约 5400 亿元。此次授予价格定位高点，表明公司对自身长期发展有充足信心。

- **收入为考核指标，达标门槛低。**公司层面的业绩考核指标是 2020 年营收不低于 400 亿（2019 年收入已达 458 亿），20-21 年累计营收不低于 900 亿，20-22 年累计不低于 1500 亿。即 20/21/22 年营业收入最低要求为 400、500、600 亿，考核指标预计完成压力较小。

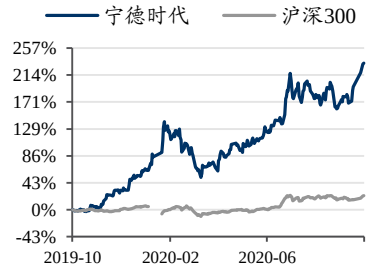
- **股权激励方案将增加公司 20-23 年费用，21 年为费用高点。**公司按照草案公布前一日收盘价（234.7 元）测算 20 年股权激励需分摊总费用为 1749 万元，20-23 年分别分摊 100.8/1147.2/425.1/76.1 万元。结合前两次股权激励方案，预计 21 年为费用确认高峰，20-22 年分别需确认股权激励费用 2.45/1.06/0.41 亿元。

- **再次面向中层和核心骨干，覆盖多名外籍员工。**本次股权激励再次大范围面向中层和核心骨干，合计共 4688 人，其中中层管理人员 189 人，占比 4.0%，核心骨干人员 4499 人，占比 96%。本次有 1119 人与 19 年激励名单重合，重合度 25%。另外本次股权激励共 5.46 万股授予 9 位非大陆籍员工。20 年股权激励方案覆盖人员面更广，对于全面鼓励员工工作积极性有很大帮助，也显示了对公司未来发展的信心。

- **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 99/72/54 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)	235.67
一年最低/最高价	68.28/238.58
市净率(倍)	13.84
流通 A 股市值(百万元)	290967.11

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)	1234.64

相关研究

1、《宁德时代（300750）点评：拟认购先导定增+入股 Neo 锂矿，战略投资加速》2020-09-15

2、《宁德时代（300750）中报点评：南枝独有花》2020-08-27

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：宁德时代发布 2020 年限制性股票激励计划草案，拟授予第二类限制性股票 459.09 万股，占公司总股本 0.20%。激励计划授予的股票授予价格为 231.86 元/股。激励对象总人数为 4,688 人，主要包括在职的中层管理人员及核心骨干员工（含外籍员工）。中层管理人员自登记完成起 12 个月后分三期归属，每期比例 33%；核心人员自登记完成起 12 个月后分二期归属，每期比例 50%。

图 1：历次股权激励情况

	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	授予价格（元/股）	公告日收盘价（元/股）	授予限制性股票数量（万股）	占总股本比例	平均每人授股数（万股）	每人需支付金额（万元）
第一期	2018/7/9	2018/8/30	2019-2023	1,628	35.15	71.55	2258	1.04%	1.39	48.8
第二期	2019/7/2	2019/9/2	2020-2024	3,838	35.67	71.04	1900	0.87%	0.50	17.7
第三期	2020/10/13	预计11月	2020-2022	4,688	231.86	235.67	459	0.20%	0.10	22.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

采用第二类限制性股票，授予价定位高点，彰显公司长期发展信心。本次激励采用第二类限制性股票，即授予日无需实缴出资，待行权日再缴纳出资。授予价格确定为公告前 1 日交易均价的 99%，即为每股 231.86 元，对应市值约 5400 亿元。此次授予价格定位高点，表明公司对自身长期发展有充足信心。

收入为考核指标，达标门槛低。公司层面的业绩考核指标是 2020 年营收不低于 400 亿（2019 年收入已达 458 亿），20-21 年累计营收不低于 900 亿，20-22 年累计不低于 1500 亿。即 20/21/22 年营业收入最低要求为 400、500、600 亿，考核指标预计完成压力较小。

图 2：历次股权激励考核情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	对象	解除限售安排	解除限售时间	解除限售 比例	业绩考核目标
2018年股权激励	中层管理人员	第一个解除限售期	12个月-24个月	20%	2018年营业收入值不低于220亿元
		第二个解除限售期	24个月-36个月	20%	2018-2019年两年的累计营业收入值不低于460亿元
		第三个解除限售期	36个月-48个月	20%	2018-2020年三年的累计营业收入值不低于720亿元
		第四个解除限售期	48个月-60个月	20%	2018-2021年四年的累计营业收入值不低于1000亿元
		第五个解除限售期	60个月-72个月	20%	2018-2022年五年的累计营业收入值不低于1300亿元
	核心骨干人员	第一个解除限售期	12个月-24个月	50%	2019年营业收入值不低于320亿元
		第二个解除限售期	24个月-36个月	50%	2019-2020年两年的累计营业收入值不低于670亿元
2019年股权激励	中层管理人员及部分核心骨干人员	第一个解除限售期	12个月-24个月	20%	2019年营业收入值不低于320亿元
		第二个解除限售期	24个月-36个月	20%	2019-2020年两年的累计营业收入值不低于670亿元
		第三个解除限售期	36个月-48个月	20%	2019-2021年三年的累计营业收入值不低于1,060亿元
		第四个解除限售期	48个月-60个月	20%	2019-2022年四年的累计营业收入值不低于1,490亿元
		第五个解除限售期	60个月-72个月	20%	2019-2023年五年的累计营业收入值不低于1,960亿元
	核心骨干人员	第一个解除限售期	12个月-24个月	50%	2019年营业收入值不低于320亿元
		第二个解除限售期	24个月-36个月	50%	2019-2020年两年的累计营业收入值不低于670亿元
2020年股权激励	中层管理人员及部分核心骨干人员	第一个归属期	12个月-24个月	34%	2020年营业收入值不低于400亿元
		第二个归属期	24个月-36个月	33%	20-21年两年的累计营业收入值不低于900亿元
		第三个归属期	36个月-48个月	33%	20-22年三年的累计营业收入值不低于1,500亿元
	核心骨干人员	第一个归属期	12个月-24个月	50%	2020年营业收入值不低于400亿元
		第二个归属期	24个月-36个月	50%	20-21年两年的累计营业收入值不低于900亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励方案将增加公司 20-23 年费用，21 年为费用高点。公司按照草案公布前一日收盘价（234.7 元）测算 20 年股权激励需分摊总费用为 1749 万元，20-23 年分别分摊 100.8/1147.2/425.1/76.1 万元。结合前两次股权激励方案，预计 21 年为费用确认高峰，20-22 年分别需确认股权激励费用 2.45/1.06/0.41 亿元。

图 3：股权激励费用情况（历次股权激励费用测算，单位万元）

	需分摊的费用	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
2020年股权激励	1,749			101	1,147	425	76	
2019年股权激励	31,427		7,011	16,523	5,701	1,626	494	72
2018年股权激励	40,184	8957	16,808	7,898	3,797	2,037	687	
合计		**8,957**	**23,819**	**24,522**	**10,645**	**4,088**	**1,257**	**72**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

再次面向中层和核心骨干，覆盖多名外籍员工。本次股权激励再次大范围面向中层和核心骨干，合计共 4688 人，其中中层管理人员 189 人，占比 4.0%，核心骨干人员 4499 人，占比 96%。本次有 1119 人与 19 年激励名单重合，重合度 25%。另外本次股权激励共 5.46 万股授予 9 位非大陆籍员工。20 年股权激励方案覆盖人员面更广，对于全面鼓励员工工作积极性有很大帮助，也显示了对公司未来发展的信心。

排产已恢复满产，全年预计动力电池出货量有望达到 45gwh，微增，而 21 年将爆发。公司 9、10 月基本满产蛮销，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 6gwh+。21 年我们预计全球电动车销量有望达到 400 万辆，同比增近 50%，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 99/72/54 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	120.38	99.06	71.58	54.04
P/B	14.40	8.81	8.09	7.29
EV/EBITDA	60	48	35	27

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