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 年 07 月 19 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	56,556	77,146	104,974
同比（%）	55%	24%	36%	36%
归母净利润（百万元）	4,560	5,542	7,670	10,158
同比（%）	35%	22%	38%	32%
每股收益（元/股）	2.07	2.51	3.48	4.60
P/E（倍）	94.72	77.94	56.31	42.52

投资要点

- **申购阶段获产业+资本全方位认可。**申报报价情况来看，电动车产业链以及国内外资本市场均对公司表现出极高的长期认可度。其中，1）产业资本主要有本田、西藏鸿商（股东为洛阳钼业背景）、上汽颀臻（上汽控股）、西藏旭赢（郑州宇通 100%控股），最终本田成功认购 37 亿，占总配售金额约 19%。2）海外资本市场，以高瓴资本、UBS、JP Morgan 等牵头的海外资本也积极伸出橄榄枝，最终高瓴资本认购 100 亿，占总额约 51%；其他海外 UBS、JP Morgan 合计认购 25.6 亿，占总配售额 13%。3）国内资本市场，最终太平资产、北信瑞丰、国泰君安等合计认购 34.3 亿，占总额 17.4%。

- **与本田长期合作，共迎电动化。**本田提出 5 年内将承诺持有股份，维持长期的友好合作。本田规划 2025 年底之前将会在中国推出超过 20 款电动车，我们预计配套宁德时代为主。此前于 19 年 2 月，宁德与本田曾签署合作协议，计划到 2027 年前宁德向本田供应 56gwh 电池。

- **全球电动化势不可挡，优质电池产能为稀缺资源，主机厂加紧锁定。**电动化大趋势确定，而动力电池占电动车成本高达 40%，主机厂为供应链安全，通常通过参股、签订长期协议等方式提前锁定优质电池产能，保证自身电动化推进顺利。而行业优质产能扩张主要集中在全球电池龙头，宁德时代、LG 化学 23 年规划产能均在 150gwh 以上，而松下（85gwh）、SK（40gwh）、三星（40gwh）及国内二线厂资本开支力度明显弱于龙头。在优质产能整体偏紧的情况下，龙头为了供应链的安全，较为迫切的提前跟龙头电池厂形成产能绑定。

- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为 55.4/76.7/101.6 亿元，同比分别 22%/38%/32%；EPS 分别 2.51/3.48/4.60 元；对应现价 PE 分别 78/56/43 倍。给予公司 21 年 65 倍 PE，对应目标价 226 元。

- **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)	195.70
一年最低/最高价	68.28/224.29
市净率(倍)	11.14
流通 A 股市值(百万元)	239847.78

基础数据

每股净资产(元)	17.57
资产负债率(%)	57.37
总股本(百万股)	2207.11
流通 A 股(百万股)	1225.59

相关研究

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

2、《宁德时代（300750）：定增获批文进展顺利，行业 Q3 需求拐点确立》2020-07-03

3、《宁德时代（300750）一季报点评：Q1 出货确认好于预期，多因素致利润率下滑》2020-04-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

宁德时代公布定增结果，发行价格为 161 元/股，累计发行股份 1.22 亿股，募集 197 亿元，锁定期为 6 个月。总共 9 个机构申购成功，其中高瓴资本认购 100 亿元，占比 50.8%；本田认购 37 亿元，占比 18.8%。

序 号	认购对象名称	认购价格（元/股）	配售股数（万股）	配售金额（亿元）	占比	锁定期（月）
1	高瓴资本管理有限公司	161	6,211	100.00	50.8%	6
2	本田技研工业（中国）投资有限 公司	161	2,300	37.03	18.8%	6
3	太平洋资产管理有限责任公司	161	745	12.00	6.1%	6
4	UBSAG	161	680	10.94	5.6%	6
5	北信瑞丰基金管理有限公司	161	548	8.83	4.5%	6
6	J.P. Morgan Securities pic	161	478	7.70	3.9%	6
7	国泰君安证券股份有限公司	161	466	7.50	3.8%	6
8	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	161	435	7.00	3.6%	6
9	珠海高瓴穗成股权投资合伙企 业（有限合伙）	161	373	6.00	3.0%	6
合计		-	12,236	197.00	100.0%	-

点评：

申购阶段获产业+资本全方位认可。申报报价情况来看，电动车产业链以及国内外资本市场均对公司表现出极高的长期认可度。其中，**1）产业资本**主要有本田、西藏鸿商（股东为洛阳钼业背景）、上汽颀臻（上汽控股）、西藏旭赢（郑州宇通 100%控股），最终本田成功认购 37 亿，占总配售金额约 19%。**2）海外资本市场**，以高瓴资本、UBS、JP Morgan 等牵头的海外资本也积极伸出橄榄枝，最终高瓴资本认购 100 亿，占总额约 51%；其他海外 UBS、JP Morgan 合计认购 25.6 亿，占总配售额 13%。**3）国内资本市场**，最终太平资产、北信瑞丰、国泰君安等合计认购 34.3 亿，占总额 17.4%。

与本田长期合作，共迎电动化。本田提出 5 年内将承诺持有股份，维持长期的友好合作。本田规划 2025 年底之前将会在中国推出超过 20 款电动车，我们预计配套宁德时代为主。另本田提出到 2030 年实现车型销量的 65%为混动车型及纯电动车型。此前于 19 年 2 月，宁德与本田曾签署合作协议，计划到 2027 年前宁德向本田供应 56gwh 电池。

全球电动化势不可挡，优质电池产能为稀缺资源，主机厂加紧锁定。电动化大趋势确定，而动力电池占电动车成本高达 40%，主机厂为供应链安全，通常通过参股、签订长期协议等方式提前锁定优质电池产能，保证自身电动化推进顺利。而行业优质产能扩张主要集中在全球电池龙头，宁德时代、LG 化学 23 年规划产能均在 150gwh 以上，而松下（85gwh）、SK（40gwh）、三星（40gwh）及国内二线厂资本开支力度明显弱于龙头。在优质产能整体偏紧的情况下，龙头为了供应链的安全，较为迫切的提前跟龙头电池厂形成产能绑定。

图表 1：电池龙头产能扩张计划

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宁德时代	独资		274	40	53	80	111	139	166
	合资		76	0	8	23	43	68	76
LG	合资	韩国本部	6	6	6	6	6	6	6
		南京老厂CAN	4	4	4	4	4	4	4
		与吉利无锡合资	10				5	10	10
		南京新厂CNJ	7		5	10	20	20	20
		南京新厂CNB	28		10	15	20	20	20
	独资	波兰	110	12	40	50	70	80	100
		美国	20	3	15	20	20	20	20
		合计	**165**	**15**	**70**	**105**	**130**	**140**	**160**
三星	独资	韩国蔚山工厂	5	5	5	5	5	5	5
		匈牙利工厂	20	5	10	15	15	20	20
		西安工厂	15	5	5	8	10	15	15
		合计	**40**	**15**	**20**	**28**	**30**	**40**	**40**
松下	合资	美国内华达州工厂	55	35	35	54	54	54	54
	独资	大连：方形	20	1	2	5	10	15	20
		江阴：圆柱	30						
		日本4基地：方+圆	10	10	10	10	10	10	10
		合计	**115**	**46**	**47**	**69**	**74**	**79**	**84**
SKI	独资	中国常州	7.5		7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
		韩国瑞山工厂	3.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
		匈牙利工厂	17		7.5	7.5	17	17	17
		美国工厂	9.8			9.8	9.8	9.8	9.8
		合计	**37.9**	**4.7**	**19.7**	**29.5**	**39**	**39**	**39**

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

宁德规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。本次定增总募集金额不超过 197 亿元，主要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 年内均完成建设。公司总共规划 6 大基地，包括宁德章湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，合计规划产能近 300gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划超过 350gwh。19 年公司产能近 60gwh（独资），在未来 2-3 年可新增 80-90gwh 产能，扩张规模全球领先。

图表 2：宁德时代产能拆分（预估）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
独资	宁德东桥	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
	宁德湖东N区	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15
	宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11
	宁德湖西二期	14	6	14	14	14	14	14
	宁德湖西三期	8			8	8	8	8
	溧阳一期	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
	溧阳三期	5.6			5.6	5.6	5.6	5.6
	德国图林根	100				5	15	20
	宁德湖西-定增项目	16			8	16	16	16
	江苏时代-溧阳三期	24				12	16	24
	四川时代一期	12				6	12	12
	四川时代二期	18						6
	宁德车里湾基地	32					8	16
	合计	**274**	**40**	**53**	**80**	**111**	**139**	**166**
合资	时代上汽	36		8	18	23	28	36
	时代广汽	10			5	5	10	10
	时代东风	10				5	10	10
	时代吉利	10				5	10	10
	时代一汽	10				5	10	10
	合计	**76**	**0**	**8**	**23**	**43**	**68**	**76**

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

20-21 海外开始放量，宁德时代将全面开花。CATL 自 16 年起加大海外客户拓展，18-19 年主机厂定点争夺中取得骄人成绩，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。其中宁德在合资车中基本为主供，订单份额 50%以上，短期独供，支撑宁德在国内市场维持 50%份额。而海外订单随 20-21 年新车型密集上市开始释放，我们预计宁德 20 年受益于 PSA 放量，海外出口有望达到 5-6gwh，21 年受益于大众 meb 平台、宝马新车型上市，出口规模翻倍以上增长。长期看，我们预计宁德在海外市场有望取得 20%以上的份额，在全球范围内竞争力领先。

图表 3：宁德时代海外车企合作情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合作车企	时间	进展
特斯拉	2020.2	与tesla.Inc签署供货协议，供货期20年7月至22年7月
宝马	2018.7 2019.11	18年7月宝马确认40亿欧元电芯采购意向； 19年11月，订单增至73亿欧元，其中宝马中国27亿欧元，宝马集团45亿欧。三星仅29亿欧元订单，宁德时代成宝马主供。
大众	2018.3	成为目前大众MEB在中国境内主要、全球内优先采购商；获得部分欧洲MEB订单。
戴姆勒	2018.5	宁德时代进入戴姆勒的电池供应链体系；2021年为电动卡车供电
本田	2019.2	2027年前，宁德时代将向本田保供电量约56GWh动力电池
丰田	2019.7	在电池的新技术开发、以及电池回收再利用等全面合作
沃尔沃	2019.5	宁德时代将为沃尔沃的SPA2平台以及CMA平台上的全部车型供应动力电池模组，笔订单金额约亿元。
捷豹路虎	2018.4	宁德时代与捷豹路虎签订战略合作协议
日产、雷诺	2018.5	宁德时代将为日产的轩逸EV和雷诺Kangoo供电
雪铁龙	2017.3	LG将为2019年推出的DS7Crossback混合动力汽车提供电池，CATL也将参与该车的生产
现代	2017.5	将为现代汽车的插电式混合动力车索纳塔提供电池。
博世	2019.9	博世与宁德时代长期战略合作，共同研究电芯

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

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 2.51/3.48/4.60 元；对应现价 PE 分别 78/56/43 倍。给予公司 21 年 65 倍 PE，对应目标价 226 元。

风险提示：销量不及预期，政策不及预期

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	80,618	99,383	129,338
现金	32,270	29,952	36,197	46,339
应收账款	8,339	10,413	14,203	19,327
存货	11,481	14,274	19,424	26,460
其他流动资产	14,499	19,384	21,835	28,118
非流动资产	29,657	36,079	41,098	45,088
长期股权投资	1,540	1,540	1,540	1,540
固定资产	17,417	24,605	30,676	35,415
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	6,078
资产总计	101,352	116,697	140,482	174,425
流动负债	45,607	54,905	72,840	97,364
短期借款	2,126	1,500	1,500	1,500
应付账款	10,692	13,525	18,619	25,615
其他流动负债	32,790	39,880	52,720	70,249
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	69,461	86,888	112,412
少数股东权益	4,053	4,601	5,360	6,364
归属母公司股东权益	38,135	42,635	48,234	55,649
负债和股东权益	101,352	116,697	140,482	174,425

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,472	8,347	17,194	19,926
投资活动现金流	1,856	-9,500	-9,050	-8,950
筹资活动现金流	4,168	-1,164	-1,899	-834
现金净增加额	19,497	-2,317	6,245	10,142
折旧和摊销	4,409	2,977	3,931	4,861
资本开支	9,612	9,500	9,100	9,000
营运资本变动	2,158	-1,132	4,443	3,460

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,788	56,556	77,146	104,974
减:营业成本	32,483	41,088	56,566	77,818
营业税金及附加	272	336	459	624
销售费用	2,157	2,602	3,394	4,514
管理费用	4,825	5,825	7,406	9,553
财务费用	-782	-581	-680	-909
资产减值损失	1,670	923	1,051	1,331
加:投资净收益	-80	0	50	50
其他收益	27	-70	-70	-70
营业利润	5,759	6,993	9,681	12,824
加:营业外净收支	2	7	7	7
利润总额	5,761	7,000	9,688	12,831
减:所得税费用	748	910	1,259	1,668
少数股东损益	452	548	759	1,005
归属母公司净利润	4,560	5,542	7,670	10,158
EBITDA	9,386	9,389	12,932	16,775
EPS（元）	2.07	2.51	3.47	4.60

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.07	2.51	3.48	4.60
每股净资产(元)	17.27	19.31	21.84	25.20
发行在外股份(百万股)	2208	2207	2207	2207
ROIC(%)	18.8%	18.1%	16.3%	18.6%
ROE(%)	12.0%	13.0%	15.9%	18.3%
毛利率(%)	29.1%	27.3%	26.7%	25.9%
销售净利率(%)	10.9%	10.8%	10.9%	10.6%
资产负债率(%)	58.4%	59.5%	61.9%	64.4%
收入增长率(%)	55%	24%	36%	36%
净利润增长率(%)	35%	22%	38%	32%
P/E	94.72	77.94	56.31	42.52
P/B	11.33	10.13	8.95	7.76
EV/EBITDA	47	47	34	27

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

