宁德时代（300750）

定增获批文进展顺利，行业 Q3 需求拐点确立

2020 年 07 月 01 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	3.47	4.60
P/E（倍）	84.39	69.48	50.20	37.91

投资要点

- **定增已获批文，核准发行不超过 2.207 亿股。**本次定增项目进度好于预期，3 个月即获得批文，本次核准发行不超过 2.207 亿股，与此前一致。预计总募集金额不超过 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，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。
- **规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。**公司 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），此次定增 3 个项目加车里湾基地，在未来 2-3 年可新增 80-90gwh 产能，扩张规模全球领先。
- **4、5 月需求平稳恢复，宁德 20Q2 全球装机预计 6gwh 左右。**5 月宁德时代装机电量 1.6gwh，同比下降 33%，环比下降 12%，整体需求环比恢复较慢。前 5 月累计装机 6.35gwh，同比下降 40%。预计 6 月装机超过 2gwh，较 4、5 月提升 20%左右。20Q2 装机预计 5.5gwh，环比翻番，同比降幅缩窄至 30%左右。
- **铁锂确认供货国产 M3，预计 20 年份额 10-20%。**国产 M3 铁锂版正式进入推广目录，百公里耗电控制良好，铁锂版性能优势完全不输 LG、松下版本。同时三元电池预计验证中，有望进入更多车型供货体系。预计宁德 7-8 月正式开始供货，20 年宁德有望获国产特斯拉份额 10-20%，远期逐步提升至 40-50%。
- **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 2.51/3.47/4.60 元；对应现价 PE 分别 69/50/38 倍。考虑到公司为国内动力锂电绝对龙头，技术、成本、客户资源优势明显，给予 21 年 65 倍 PE，目标价 225.6 元，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)	174.36
一年最低/最高价	67.89/179.47
市净率(倍)	9.92
流通 A 股市值(百万元)	213693.71

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）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
2、《宁德时代（300750）年报点评：量利超预期，弹药充足强化优势》2020-04-26
3、《宁德时代（300750）业绩预告点评：份额提升+海外放量，好于行业增速》2020-04-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

定增已获批文，核准发行不超过 2.207 亿股。本次定增项目进度好于预期，3 个月即获得批文，本次核准发行不超过 2.207 亿股，与此前一致。预计总募集金额不超过 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，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。

图表 1：宁德时代定增项目（万元）

项目名称	项目投资总额	使用募集资金额
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	462,400.00	400,000.00
江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目（三期）	740,000.00	550,000.00
四川时代动力电池项目一期	400,000.00	300,000.00
电化学储能前沿技术储备研发项目	300,000.00	200,000.00
补充流动资金	550,000.00	520,000.00
		1,970,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。公司 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），此次定增 3 个项目加车里湾基地，在未来 2-3 年可新增 70-80gwh 产能，扩张规模全球领先。

图表 2：宁德时代产能拆分（预估）（gwh）

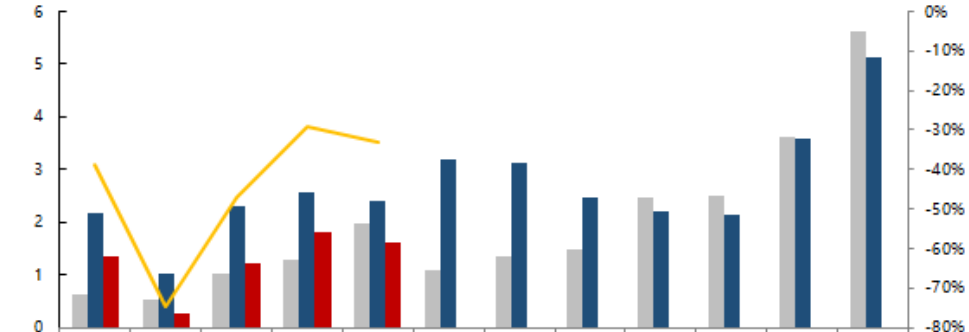
持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
独资	宁德东桥	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	宁德湖东M区	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
	宁德湖东N区	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15	16.15
	宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11
	宁德湖西二期	14	6	14	14	14	14	14
	宁德湖西三期	8			8	8	8	8
	溧阳一期	4.4		4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
	溧阳二期	5.6			5.6	5.6	5.6	5.6
	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：公司公告，东吴证券研究所

4、5 月需求平稳恢复，宁德 20Q2 全球装机预计 6gwh 左右。5 月宁德时代装机电量 1.6gwh，同比下降 33%，环比下降 12%，整体需求环比恢复较慢。前 5 月累计装机 6.35gwh，同比下降 40%。国内电动车销量呈现 ToC 端需求迅速恢复、而 ToB 端需求较弱的特点，主要增量依托国产特斯拉、新造车势力等在一二线城市需求大幅提升。预计 6 月装机超过 2gwh，较 4、5 月提升 20%左右。20Q2 装机预计 5.5gwh，环比翻番，同比降幅缩窄至 30%左右。海外订单目前主要是 PSA 等车型放量，一季度海外出货约 1gwh，4-5 月因疫情需求短暂放缓，预计 6 月基本恢复，宁德海外 20Q2 预计装机 0.5gwh 左右。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 3：宁德时代月度装机数据（单位：gwh）



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
18年	0.64	0.54	1.03	1.27	1.96	1.08	1.36	1.47	2.47	2.49	3.60	5.61
19年	2.17	1.02	2.30	2.56	2.38	3.20	3.12	2.46	2.21	2.15	3.59	5.14
20年	1.33	0.26	1.21	1.81	1.60							
同比	-39%	-75%	-47%	-29%	-33%							

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

7 月排产预计环比提升 30-40%，全年出货预计 45-50gwh。上半年 tob 端受疫情影响，运营、出租等订单延期，我们预计下半年公共领域有望加大刺激，带动 tob 端需求恢复。且新车型陆续开始交付，进一步刺激需求。7 月国内电池龙头排产环比预计 40%以上，由于去年 7 月基数低，同比增速更高，往后行业需求逐月向上，Q3 出货有望恢复高增长。全年预计国内销量有望达到 120-130 万辆，同比增长 10%左右。其中新增的新势力和合资车企主要由宁德时代配套，预计宁德 20 年国内份额维持 50%，装机电量约 35-40gwh，同比增长 10%。另海外订单预计 6 月开始恢复，Q3 重回高增长，全年预计海外出货 4-5gwh。加上部分延迟确认和提前备货合计 5gwh 左右，预计宁德全年出货 45-50gwh。

铁锂确认供货国产 M3，预计 20 年份额 10-20%。国产 M3 铁锂版正式进入推广目录，百公里耗电控制良好，铁锂版性能优势完全不输 LG、松下版本。同时三元电池预计验证中，有望进入更多车型供货体系。预计宁德 7-8 月正式开始供货，20 年宁德有望获国产特斯拉份额 10-20%，远期逐步提升至 40-50%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 4：国产 Model3 不同版本性能参数

车型	Model3 标准续航	Model 3 标准续航	Model 3 标准续航	Model 3 长续航
电池供应商	CATL	松下	LG	LG
电池类型	方形磷酸铁锂	三元圆柱	三元圆柱	三元圆柱
带电量（KWh）	59	57	55	86
能量密度（Wh/Kg）	125	153	145	161
百公里耗电量（KWh/100Km）	12.6	12.5	12.4	12.8
续航里程(KM，工况法)	468	455	445	668
最高车速(Km/h)	225	225	225	225
30min最高车速(Km/h)	180	180	180	180
总质量（Kg）	2170	2017	2017	2184

数据来源：工信部，东吴证券研究所

全球电动化元年来临，动力锂电优质产能紧缺，强者恒强。我们预计 2025 年全球电动车渗透率 15%，对应约 1500 万辆车，对应 1000gwh 动力电池需求，若宁德时代权益份额 30%，则可获得 300gwh 订单。目前宁德时代出货量已连续 3 年第一，继成为国内自主品牌最主要供应商后，公司已连续获得大众、宝马、特斯拉、丰田、戴姆勒、通用、现代起亚等国际车企大额订单，率先在国内合资车型上放量，21 年德国工厂投产后，将在欧洲市场爆发，为持续高增长提供进一步保障。

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 2.51/3.47/4.60 元；对应现价 PE 分别 69/50/38 倍。考虑到公司为国内动力锂电绝对龙头，技术、成本、客户资源优势明显，给予 21 年 65 倍 PE，目标价 225.6 元，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）	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	3.47	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	2208	2208	2208
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	84.39	69.48	50.20	37.91
P/B	10.09	9.03	7.98	6.92
EV/EBITDA	42	42	31	24

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

