

# 宁德时代海外扩产超预期，核心设备商最受益

## 买入 (维持)

2019年06月26日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

**事件:** 宁德时代今日发布公告, 拟对欧洲生产研发基地项目增加投资, 增加后项目投资总额将不超过 18 亿欧元, 进一步深化公司全球化战略产业布局。项目建设锂离子动力电池生产基地及锂电池研发测试中心, 前述投资总额包括土地购置及厂房购建、设备购置及安装、工程建设其他费用、预备费及运营所需流动资金等。项目总投资期是 5 年。

### 投资要点

■ 2.4 亿欧元投资提高到 18 亿欧元 (140 亿元人民币) 投资, 我们预计德国工厂总规划产能约 28GW-32GW。

2018 年, 宁德时代(CATL)与德国政府签署投资协议, 宣布投资 2.4 亿欧元建立电池工厂。此次宁德时代官方宣布追加项目投资额, 我们预计德国工厂产能总规划将会约 28GW-32GW (原规划是 14GW)。此外, 我们预计先导智能会供应中道+后道设备, 约占整线投资额的 60% 以上, 或新增订单 60-70 亿元。且由于德国劳动力成本高企, 自动化率将会显著提高, 【整线无人工厂】是大概率。

■ 宁德时代布局全球, 电池巨头纷纷布局欧洲。

宁德时代德国工厂是其进军全球的重要一环, 而宁德时代大幅扩增产能的背后是欧洲电动市场的快速崛起, 到 2020 年几乎每家汽车制造商都将至少有一款电动车型上市。事实上, 宁德时代大幅扩产只是欧洲动力电池产业崛起的一个缩影。LG、三星 SDI, SK 等国际电池巨头也纷纷选择在欧洲设立电池生产基地。除了全球锂电巨头纷纷在欧洲布局外, 欧洲本土也开始大肆兴建电池工厂 (Northvolt 等), 试图在动力电池上摆脱对中日韩的依赖。

■ 一线车企加速进入电动车市场, 全球电池龙头的扩产加速。

2018 年 3 月, 大众抛出了 500 亿欧元的巨额动力电池采购订单。但随后因为三星 SDI 等企业的供给出现问题, 大众开始调整采购计划, 一方面引入新的供应商, 另一方面也开始着手亲自参与电池生产。

■ 先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头, 上调 2019 年全年新接订单预期从 60 亿元到 80 亿元, 不排除继续上调的可能性。

先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】, 卷绕机供应占比 90% 以上, 后道设备供应占比也在逐渐提升中; 此外, 还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系, 有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算, 宁德时代, 比亚迪, 松下, LG, 三星, Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 605GWh, 其中规划新增为 490GWh, 对应设备投资额超 1700 亿元。我们预计全球锂电池前六将垄断 80% 以上份额, 绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。

■ 盈利预测与投资评级: 公司作为全球锂电设备龙头将受益新一轮全球动力电池产能周期, 预计公司 2019-2020 年业绩为 11.1 亿/14.9 亿, 对应 PE 为 24/18 倍, 维持“买入”评级。给予目标 PE 35 倍, 对应目标价 45 元。

■ 风险提示: 燃料电池技术突破缓慢, 新能源汽车销量低于预期, 电池厂扩产速度低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.63
一年最低/最高价	19.87/40.26
市净率(倍)	7.41
流通 A 股市值(百万元)	25970.97

### 基础数据

每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	57.41
总股本(百万股)	881.58
流通 A 股(百万股)	847.89

### 相关研究

1、《先导智能 (300450): 大众拟投资 9 亿欧元牵手 northvolt 扩产动力电池, 核心设备商有望大幅受益》2019-06-19

2、《先导智能 (300450): Q1 业绩符合预期, 毛利率水平大幅提升》2019-04-26

3、《先导智能 (300450): 业绩符合预期, 现金流情况大幅好转》2019-03-21

## 1. 2.4 亿欧元投资提高到 18 亿欧元（140 亿元人民币）投资，我们预计德国工厂总规划产能约 28GW-32GW。

2018 年 7 月 9 日,宁德时代(CATL)与德国图林根州政府签署了投资协议,宣布在埃尔福特建立电池工厂,投资 2.4 亿欧元,计划于 2021 年投产,2022 年达到产能 14GW。

此次宁德时代官方宣布追加项目投资额和 2019 年初德国媒体报道的较为一致,按照单 GW 设备投资 3.5-4.0 亿元(德国劳动力成本高,单 GW 设备投资贵估算),我们预计德国工厂产能总规划将会约 28GW-32GW(原规划是 14GW)。

我们预计先导智能会供应中道+后道设备,约占整线投资额的 60%以上,或新增订单 60-70 亿元。且由于德国劳动力成本高企,自动化率将会显著提高,【整线无人工厂】是大概率。

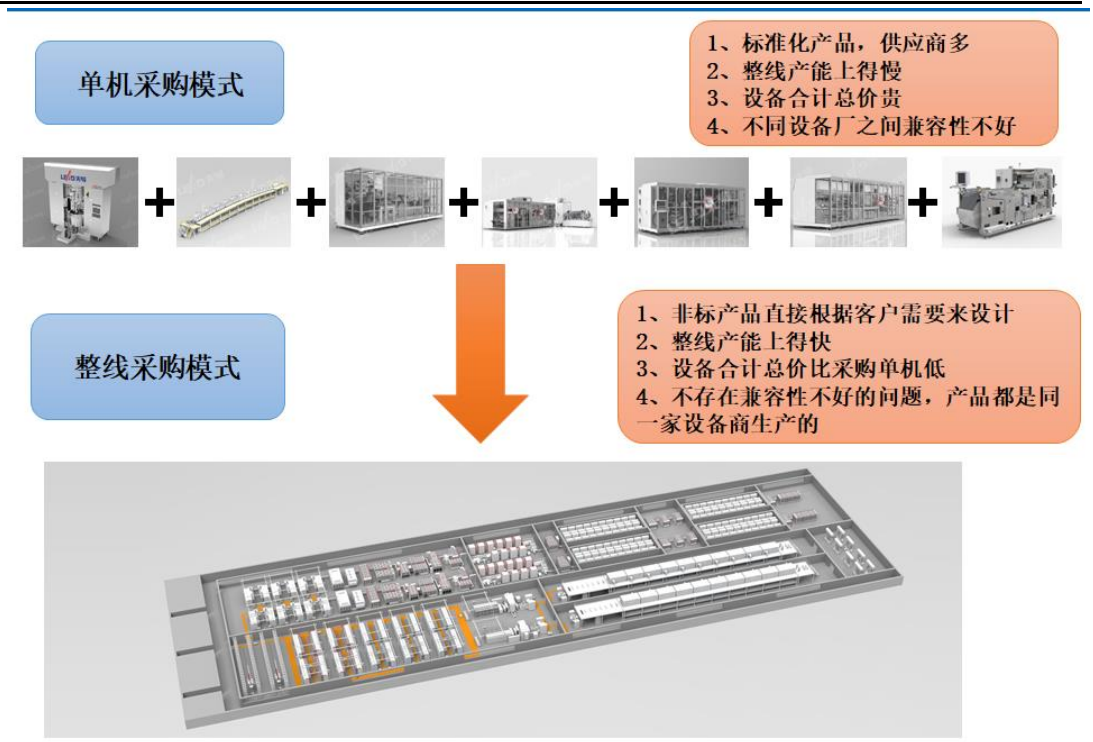
图 1: 宁德时代各大基地产能统计(德国项目产能规划已更新)

基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间	截止到2018年报工程进度
福建宁德	宁德湖东	2011.0		动力: 三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	1
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	1
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.1		动力+储能	24	100	80	2021	0
	宁德湖西(扩建)	2019.4		动力	15	46	37	2022	新规划, 尚无明确进展
青海西宁	青海西宁	2012.0	方形为主, 小批量软包	储能+动力	5	20	16	已基本投产	1
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2021	0
	江苏溧阳三期	2018.1		动力+储能	20	74	60	2021	
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100(一期)	80	2020	0
	时代广汽	2018.7		动力	15	46	37	2021	新规划
	东风时代	2018.7	动力+pack	10	-	-	2019	新规划, 尚无明确进展	
	吉利(浙江吉润)	2018.1	动力+储能+pack	-	-	-	-	新规划, 尚无明确进展	
德国基地	德国图林根	2018.7	动力	14	19	15	2022	新规划	
		2019.6	动力	16	122	98	2024	上调原规划	
合计					203	659	604		
预计新增合计					174	498	479		

备注: 1、时代广汽与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的80%、同时单位GW设备投资额2.5亿估算。2、红色部分为本次扩产规划的新变化。3、德国工厂18亿欧元投资, 约140亿元人民币。假设80%为设备投资, 则设备投资为112亿元, 按照单GW设备为5亿元估算, 项目规划产能大约20GW以上。

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所整理

图 2：整线采购模式将逐步替代单机采购模式



数据来源：东吴证券研究所整理

## 2. 宁德时代布局全球，电池巨头纷纷布局欧洲。

宁德时代德国工厂是其进军全球的重要一环，而宁德时代大幅扩增产能的背后是则欧洲电动市场的快速崛起，到 2020 年几乎每家汽车制造商都将至少有一款电动车型上市。而仅宝马一家在 2018 年 7 月与宁德时代签下的订单就高达 40 亿欧元，其中有 15 亿欧元的订单将来自新建的德国工厂。

事实上，宁德时代大幅扩产只是欧洲动力电池产业崛起的一个缩影。LG、三星 SDI，SK 等国际电池巨头也纷纷选择在欧洲设立电池生产基地。除了全球锂电巨头纷纷在欧洲布局外，欧洲本土也开始大肆兴建电池工厂（Northvolt 等），试图在动力电池上摆脱对中日韩的依赖。

图 3: Northvolt 各大基地产能统计

基地	项目	开工时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间
波兰	Northvolt Battery Systems	2018	未透露	储能	未透露 10000 modules	未透露	未透露	2019
瑞典Västerås	Northvolt Labs	2018	圆柱	动力	0.35	1.75	1.4	2019
瑞典Skellefteå	Northvolt Ett	2018.5	圆柱	动力	8	40	32	2020
					24	120	96	2023
德国Salzgitter	大众集团合作项目	2020	圆柱	动力	16	70	56	2023年底
					8	40	32	未透露
合计					56	272	217	
预计新增合计					56	272	217	

备注: 1、预计单Gw设备投资4亿元

数据来源: Northvolt 官网, 东吴证券研究所

### 3. 一线车企加速进入电动车市场, 全球电池龙头的扩产加速

2018年3月, 大众抛出了500亿欧元的巨额动力电池采购订单。但随后因为三星SDI等企业的供给出现问题, 大众开始调整采购计划, 一方面引入新的供应商, 另一方面也开始着手亲自参与电池生产。同时, 本次投资事项的敲定也意味着, 在进入电动汽车时代之后, 全球最大的汽车集团终于决定直接进军动力电池这一核心领域, 以保证自己的动力电池供给安全。

中国的补贴政策取消不会影响电动化大趋势, 反而加快全球电池龙头的扩产。近期比亚迪宣布长沙项目动工, 丰田表示至2025年新能源汽车销量将提升至550万辆以上。我们预计, CATL、BYD扩产节奏从每年8GWh增长至每年30-40GWh; 日韩龙头三星、LG、松下2019年开始发力锂电池行业, 按照过往的产业投资历史看, 他们的中长期产能规划有望对标CATL, 未来日韩电池龙头的扩张规模将大幅超预期。日韩本土设备商受制于产能瓶颈, 同时中国设备商已具备全球竞争力, 将受益于本轮全球龙头扩产。

市场担忧扩产进度将放缓, 但一线车企加速进入电动车市场。2018年以来尽管受到补贴下降和汽车消费需求下降, 国内电动车1-5月销量超40%增长, 全球Q1销量增速58%, 行业仍保持高速增长。从公开新闻看, 传统车企大众奔驰宝马均大幅提高了电动车的投资和销量规划。全球动力电池企业不断大幅提高产能规划, 同时也将进入扩产高峰竞速无不贴时代。

### 4. 先导智能是最有全球竞争力的锂电设备龙头, 上调2019年全年新接订单预期从60亿元到80亿元, 不排除继续上调的可能性。

作为CATL的最大的设备供应商, 2018年宁德时代供应商大会上, 先导是十大优秀供应商中唯一的【设备公司】, 卷绕机供应占比90%以上, 后道设备供应占比也在逐渐

提升中；此外，还进入了松下、LG 等海外电池龙头的供应体系，有望持续受益于海外龙头在国内的建厂。根据我们的模型测算，宁德时代，比亚迪，松下，LG,三星，Northvolt 六家全球龙头规划总产能达到 621GWh,其中规划新增为 506GWh,对应设备投资额超 1794 亿元。我们预计全球锂电池前六将垄断 80%以上份额，绑定全球锂电池龙头的设备公司成长性强。

**先导智能和 Northvolt 的框架协议规模较大，现上调 2019 年全年新接订单预期【从 60 亿元到 80 亿元】，且随着 Northvolt+宁德时代德国后续扩产计划的落地，我们不排除继续上调订单预期的可能性。**

图 4：六家全球龙头电池厂产能规划汇总

龙头锂电池企业	已有产能 (GW)	已有产能备注	规划新增 (GW)	规划产能备注 (GW)	规划总产能 (GW)	预计单位设备投资额 (亿元)	预计新增设备投资总额 (亿元)	前道涂布 (潜在供应商)	中道卷绕/叠片 (潜在供应商)	后道化成分容检测 (潜在供应商)
LG	19	韩国4, 美国2.4, 南京3, 波兰10	92	波兰60, 南京32, 南京工厂扩建 (投资75亿元)	111	4	368	先导, 科恒 (浩能), 东丽	先导, 赢合	杭可
宁德时代	29	宁德湖东22, 时代锂动力2, 青海西宁5	174	时代上汽36, 溧阳一、二期10, 宁德湖西募投24, 溧阳三期20, 德国30, 东风时代10, 时代广汽15, 湖西新建15, 时代一汽14	203	3	435	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓), 赢合 (雅康)	先导	先导 (泰坦)
比亚迪	26	惠州2, 深圳坑梓14, 青海10	84	青海14, 重庆30, 西安30, 长沙10	110	4	336	科恒 (浩能), 璞泰来 (新嘉拓)	先导, KOEM	先导 (泰坦), 杭可
松下	30	特斯拉超级工厂20, 大连8, 苏州2	85	特斯拉超级工厂85	115	4	340	科恒 (浩能), 东丽	先导, 松下本部设备公司	杭可, 先导 (泰坦)
三星	10	韩国6.4, 西安1.6, 匈牙利2	15	1、美国密西根 (暂无详细规划); 2、西安 (15GW, 总投资额105亿元); 3、天津 (总投资166亿元)	25	6	90	东丽	先导	杭可
Northvolt	0	-	56	瑞典Skellefte 32, 瑞典Västerås 0.35, 波兰 (年产10000 modules), 德国Salzgitter 24	56	4	225	日韩企业SECI等	先导	先导
合计	114		506		621		1794			

备注：1、杭可科技已过会；2、比亚迪长沙项目为4月17日最新公布；宁德时代湖西新建项目、时代一汽项目为4月25日最新公布；Northvolt德国项目为6月14日公布；3、宁德时代德国工厂是大概新增30GW(扩产数据需要进一步跟踪)。

数据来源：高工锂电等，东吴证券研究所整理

锂电设备板块的短期逻辑是：下游扩产和设备招标。长期逻辑：核心驱动因素是电动化率的提升。我们预计到 2030 年电动化率提升到 25%-30% (目前是 2%)。

## 5. 盈利预测与投资评级

公司作为全球锂电设备龙头将受益新一轮全球动力电池产能周期，预计公司 2019-2020 年业绩为 11.1 亿/14.9 亿，对应 PE 为 24/18 倍，维持“买入”评级。给予目标 PE 35 倍，对应目标价 45 元。

## 6. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期。

先导智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6556</b>	<b>8661</b>	<b>11870</b>	<b>15946</b>	<b>营业收入</b>	<b>3890</b>	<b>4670</b>	<b>6200</b>	<b>8060</b>
现金	1483	3874	5513	7687	减:营业成本	2370	2738	3637	4723
应收账款	2470	2303	3058	3975	营业税金及附加	30	33	43	56
存货	2413	2250	2989	3882	营业费用	123	135	180	234
其他流动资产	190	234	310	403	管理费用	247	496	656	852
<b>非流动资产</b>	<b>1869</b>	<b>1917</b>	<b>1927</b>	<b>1884</b>	财务费用	15	-48	-122	-178
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	35	0	0	0
固定资产	538	591	607	569	加:投资净收益	6	0	0	0
在建工程	121	51	30	9	其他收益	-107	5	5	5
无形资产	162	157	151	146	<b>营业利润</b>	<b>969</b>	<b>1322</b>	<b>1810</b>	<b>2379</b>
其他非流动资产	1048	1118	1138	1160	加:营业外净收支	-131	-50	-110	-116
<b>资产总计</b>	<b>8426</b>	<b>10578</b>	<b>13798</b>	<b>17830</b>	<b>利润总额</b>	<b>839</b>	<b>1272</b>	<b>1700</b>	<b>2263</b>
<b>流动负债</b>	<b>4509</b>	<b>5647</b>	<b>7510</b>	<b>9739</b>	减:所得税费用	96	146	196	260
短期借款	486	30	50	50	少数股东损益	0	11	15	20
应付账款	2341	2926	3886	5046	<b>归属母公司净利润</b>	<b>742</b>	<b>1114</b>	<b>1490</b>	<b>1983</b>
其他流动负债	1681	2691	3574	4642	EBIT	1135	1274	1689	2201
<b>非流动负债</b>	<b>475</b>	<b>475</b>	<b>475</b>	<b>475</b>	EBITDA	1175	1330	1755	2273
长期借款	257	257	257	257					
其他非流动负债	218	218	218	218	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4983</b>	<b>6121</b>	<b>7985</b>	<b>10214</b>	每股收益(元)	0.84	1.26	1.69	2.25
少数股东权益	0	11	26	46	每股净资产(元)	3.90	5.04	6.56	8.59
归属母公司股东权益	3442	4445	5786	7570	发行在外股份(百万股)	882	882	882	882
<b>负债和股东权益</b>	<b>8426</b>	<b>10578</b>	<b>13798</b>	<b>17830</b>	ROIC(%)	28.4%	36.0%	73.4%	107.0%
					ROE(%)	21.6%	25.1%	25.7%	26.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	39.1%	41.4%	41.3%	41.4%
经营活动现金流	-48	3031	1845	2401	销售净利率(%)	19.1%	23.9%	24.0%	24.6%
投资活动现金流	10	-72	-77	-29	资产负债率(%)	59.1%	57.9%	57.9%	57.3%
筹资活动现金流	748	-568	-129	-198	收入增长率(%)	78.7%	20.1%	32.8%	30.0%
现金净增加额	710	2391	1639	2173	净利润增长率(%)	38.1%	50.1%	33.7%	33.1%
折旧和摊销	40	56	66	72	P/E	36.37	24.23	18.13	13.62
资本开支	-208	-72	-77	-29	P/B	7.85	6.08	4.67	3.57
营运资本变动	-451	1849	274	326	EV/EBITDA	27.22	24.91	19.94	16.37

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>

